



**דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל
לשם קבלת החלטת הריבית לחודש מרץ 2012**

הדיונים התקיימו ב-26 וב-27 בפברואר 2012.

דברים כלליים

בתהליך קביעת הריבית החודשית על ידי הוועדה המוניטרית מתקיימים בבנק ישראל שני דיונים – דיון בפורום רחב ודיון בפורום מצומצם.

בדיון בפורום הרחב מוצגים תנאי הרקע הכלכליים הרלוונטיים להחלטה: ההתפתחויות במשק הישראלי – בצד הריאלי ובצד הפיננסי-מוניטרי – וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות הנגיד, המשנה לנגיד, היועץ הבכיר לנגיד ושלושת חברי הוועדה המוניטרית שמקרב הציבור. נוסף על אלה משתתפים בפורום הרחב ראשי החטיבות הכלכליות בבנק (המחקר, השווקים) וכלכלנים מהחטיבות השונות, המכינים ומציגים את החומר לדיון. הנתונים, האומדנים וההערכות, המובאים במסמך זה, הם אלו שהיו קיימים במועד החלטת הריבית.

בדיון בפורום המצומצם, שמשותפים בו חברי הוועדה המוניטרית ושני מנהלי החטיבות הכלכליות, מציגים מנהלי חטיבות המחקר והשווקים את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית. לאחר מכן מתנהל דיון חופשי, ובסופו הצבעה על גובה הריבית. לפי חוק בנק ישראל התש"ע (2010) (סעיף 18 ג') החלטת הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה המשותפים בהצבעה. במקרה שהקולות שקולים יש ליושב ראש הוועדה (נגיד בנק ישראל) קול נוסף.

א. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

אף כי הנתונים שהתווספו החודש מתאפיינים במגמה מעורבת, ההערכה הכללית היא שברביע הרביעי ובינואר נמשכה ההאטה בקצב הגידול של הפעילות והביקושים. נתונים אלה מתיישבים עם תחזית בנק ישראל לצמיחה של כ-2.8% בשנת 2012.

נתוני החשבונאות הלאומית

לפי אומדן ראשוני של החשבונאות הלאומית לרביעי הרביעי (במונחים שנתיים): התמ"ג צמח ב-3.2%, לעומת 3.8% ברביעי הקודם; התוצר העסקי צמח ב-3.3%, לעומת 5% ברביעי הקודם; הצריכה הפרטית פחתה ב-4%, לעומת עלייה של 0.2% ברביעי הקודם; ההשקעות בענפי המשק פחתו ב-3.1%, לעומת צמיחה של 14.9% ברביעי הקודם; היצוא ירד ב-17.4%, לעומת ירידה של 7.7% ברביעי הקודם. (ראוי לציין כי אלה הם אומדנים ראשוניים והניסיון מראה שהם נתונים לעידכונים משמעותיים).

אינדיקטורים חודשיים למצב המשק

סקר החברות של בנק ישראל לרביעי הרביעי מצביע על יציבות במאזן הפעילות, זה הרביעי השני ברציפות. סקר המגמות החדש וסקר אמון הצרכנים של הלמ"ס המשיכו להיות שליליים גם בינואר, תוך שיפור מסוים. אך, המדד המשולב לחודש ינואר עלה בשיעור של 0.2% בעקבות התייצבות ושיפור קל בנתוני הייצור התעשייתי, הפדיון בענפי המסחר והשירותים, ויבוא התשומות. בגביית המע"מ על הייצור המקומי נרשמה יציבות, לעומת ירידה של 3.5% בחודש הקודם. אולם, מדד מנהלי הרכש של בנק הפועלים ירד בינואר לרמה נמוכה של 36.3 נקודות, המשך לירידותיו בנובמבר ודצמבר.

שוק העבודה

בשוק העבודה שוררות רמת תעסוקה גבוהה ואבטלה נמוכה. שיעור המשרות הפנויות מסך המשרות במגזר העסקי, המבטא את הביקוש לעובדים, נע סביב רמה נמוכה יחסית של 2.5% עד 3%. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו בחודשים ספטמבר עד נובמבר לעומת שלושת החודשים הקודמים ב-1.4% וב-1.1%, בהתאמה. תקבולי מס הבריאות, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר, היו בחודש ינואר גבוהים נומינלית בכ-5.1% מאשר בינואר אשתקד (בניכוי השפעתם של שינויי חקיקה), ועל אף השיפור לעומת דצמבר עדיין מדובר בהתמתנות מסוימת לעומת קצב הגידול בתחילת 2011. מספר הדרישות החדשות לדמי אבטלה גדל בחודש דצמבר, המשך למגמת הגידול המאפיינת אותו מאז אמצע 2011.

סחר החוץ

יצוא הסחורות ירד ב-6.3% ויבוא הסחורות עלה ב-4.5% בחודש ינואר לעומת חודש דצמבר.

נתוני התקציב

סך גביית המיסים בינואר היה גבוה בכ-2.9 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי המתאים לתחזית ההכנסות ממסים בתקציב. השיפור בגבייה נבע בעיקר מהכנסות חד-פעמיות בסעיפי המיסים הישירים. בשל קצב הצמיחה הצפוי ב-2012 (2.8%) הנמוך מזה שעל פיו תוכנן התקציב (4%), הרי גם אם התחייבויותיה האחרונות של הממשלה לא יביאו לחריגה בסך הוצאותיה בהתאם לתקרה הקבועה בחוק, צפויה גביית המסים בקצב הנוכחי (המנוכה מהכנסות חד פעמיות) להביא לגירעון בשנת 2012 בשיעור של 3.3% תוצר, מעל לתקרת הגירעון של 2%, שנקבעה בסוף 2010.

2 . ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן נותר בינואר ללא שינוי, מעל ממוצע התחזיות המוקדמות, שצפו ירידה של 0.1%-0.2%. ב-12 החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה של 2%.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה, על פי שוק ההון (break even inflation) היו בחודש פברואר, בממוצע, 2.6%, עלייה של 0.3 נקודת אחוז ביחס לחודש הקודם. יחד עם זאת, סדרה זו מושפעת מעונתיות בשל קשיים טכניים. עקב כך יש להניח שאומדן הציפיות מוטה החודש מעט כלפי מעלה. הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים משוק ההון עמדו על 2.5%-2.6%, בהתאמה, עלייה ממוצעת של 0.1%-0.2% לעומת החודש הקודם. ממוצע תחזיות האינפלציה של החזאים ל-12 המדדים הקרובים הוא 2.4%, עלייה ביחס לרמתן בחודש הקודם. לשלושת המדדים הקרובים צופים החזאים בממוצע עלייה מצטברת של 1%. שיעור הצפוי של ריבית בנק ישראל בעוד שנה לפי שוק התלבור נותר גם החודש יציב ברמה של 2.4%. שיעור הריבית בעוד שנה לפי תחזיות החזאים, בממוצע, יהיה 2.4%, לעומת שיעור של 2.6% שהם חזו בחודש שעבר. החזאים צופים שריבית בנק ישראל לחודש מארס תישאר ללא שינוי.

שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

שוק האג"ח הממשלתיות נסחר במגמה מעורבת. התשואות באפיק השקלי עלו עד 10 נ"ב בטווח הבינוני-ארוך, בעוד התשואות באפיק הצמוד יורדות ב-25 נ"ב בטווח הקצר ומתאפיינות בשינויים קלים בשאר הטווחים. הורדת ריבית בנק ישראל בחודש הקודם והמשך יציאת הזרים מהמק"ם, שנמשכה גם החודש, פעלו בכיוונים הפוכים על תשואת המק"ם. התשואות באפיק השקעה זה ירדו במהלך התקופה ב-5-10 נ"ב לכל אורך העקום, והתשואה לשנה עמדה על כ-2.44%.

פערי הריביות והתשואות בין הארץ לחו"ל

המרווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב התרחב במקצת ועלה ל-260 נ"ב, לעומת כ-250 נ"ב במהלך התקופה הקודמת. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, הצטמצמה במעט החודש ל-190 נ"ב, לעומת כ-199 נ"ב ערב החלטת הריבית הקודמת.

המצרפים המוניטאריים

ב-12 החודשים שהסתיימו בינואר ירד המצרף המוניטארי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-1.2%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-10.9%.

שוק האשראי

בחדש דצמבר עלתה יתרת החוב של המגזר העסקי ב-0.2%, לרמה של 779 מיליארדי ש"ח, ויתרת האשראי למשקי הבית עלתה ב-0.5%, ל-364 מיליארדי ש"ח. מתוך האשראי למשקי הבית עלתה יתרת האשראי לדיור בחדש דצמבר ב-0.3%, לרמה של 258 מיליארדי ש"ח. סך המשכנתאות שניתנו ב-12 החודשים אשר הסתיימו בינואר היה נמוך ב-2.1% מאשר ב-12 החודשים שהסתיימו בדצמבר – המשך של ירידה רצופה מאז השיא שנרשם בחדש מאי. שיעור המשכנתאות הלא-צמודות שניתנו בריבית משתנה עמד בינואר על 26.9%. שיעורי הריבית על המשכנתאות הצמודות למדד ירדו קלות והריבית על המשכנתאות הלא צמודות נותרה ללא שינוי.

שוק הדיור

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן עלה בחדש ינואר ב-0.3%. העלייה בסעיף זה ב-12 החודשים הסתכמה ב-0.5%. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס, ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים נובמבר-דצמבר ב-0.6%, עלייה ראשונה לאחר ירידות בשיעור מצטבר של 1.4% בשלושה החודשים הקודמים. ב-12 החודשים שהסתיימו בדצמבר הסתכמה עליית מחירי הדירות ב-6.1%, לעומת 7.1% בחודש הקודם.

נמשכת הרמה הגבוהה של הפעילות בענף הבנייה. ההתחלות והסיומים של בניית דירות ב-12 החודשים האחרונים עמדו בחודש נובמבר על 43,535 ו-33,629, בהתאמה, לעומת 43,221 ו-34,434 בחודש הקודם. אולם, על פי נתונים של סקר החברות לרביע האחרון של 2011 שעורך בנק ישראל דיווחו החברות בענף על עלייה חדה של מגבלת הביקוש העומדת בפניהן. ההתמתנות של מחירי הדירות בחודשים האחרונים באה על רקע המשך הגידול של מספר התחלות הבנייה, ההשפעה-בפיגור של העלאת הריבית, צעדי בנק ישראל בתחום המשכנתאות וצעדי משרד האוצר במיסוי על נדל"ן. צעדים אלה, יחד עם מאמצי שיווק הקרקעות מצד משרד הבינוי והשיכון ומינהל מקרקעי ישראל, צפויים להוסיף ולהשפיע בהמשך.

הערכת חטיבת המחקר

על פי התחזית המקרו-כלכלית שפרסמה חטיבת המחקר בדצמבר תעמוד האינפלציה במהלך שנת 2012 על 2.1%, שיעור הריבית הממוצע לרביע האחרון של 2012 יהיה 2.2%, והתוצר צפוי לצמוח ב-2012 בשיעור של 2.8%. הערכת החטיבה בעת הכנת התחזית הייתה שסעיף הדיור במדד המחירים לצרכן יעלה בשנת 2012 ב-0.4%. בחטיבת המחקר ציינו כי עלייה מתמשכת במחירי הנפט צפויה להביא לכך שהאינפלציה ב-2012 תהיה גבוהה מ-2.1%. על פי אומדני החטיבה עלייה של 10 אחוזים במחירי הנפט תביא לעלייה הדרגתית במדד המחירים לצרכן שתסתכם ב-0.3 אחוזים.

3. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטארי האחרון, שהתקיים ב-22/1/12, ועד 24/2/12 התחזק השקל כנגד הדולר בכ- 0.7% – ייסוף מתון בהרבה מזה של מרבית המטבעות מול הדולר. מול האירו נחלש השקל ב-2.7%, ובמונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי נחלש השקל בכ-1.2%.

שוק ההון

מאז הדיון המוניטארי האחרון, שהתקיים ב-22/1/12, ועד 24/2/12 ירד מדד ת"א 25 ב-4.3%, בניגוד חד למגמה של מדדי המניות במשקים מפותחים ומתעוררים, שהציגו עליות שערים נאות. מדדי התל-בונד 20 ו-40 עלו ב-0.7% וב-0.45%, בהתאמה. מרווחי התשואות התרחבו החודש, מגמה שבלטה בעיקר בדירוגים הנמוכים. מגמת הפדיונות מהקרנות הכספיות נמשכה גם החודש, אך בקרנות הקונצרניות נרשמה, לראשונה זה שנה, צבירה חיובית, אם כי ברמות נמוכות.

4. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

נתוני המקרו בעולם הציגו החודש תמונה מעורבת. בשווקים הפיננסיים בעולם נרשמה מגמה חיובית. נתוני המקרו בארה"ב כפי שהתפרסמו החודש, ממשיכים להיות מעודדים. בלטו לטובה נתוני התעסוקה, מדדי מכירות, מדדי ייצור ונתוני אשראי. בשווקים המתעוררים המגמה הייתה מעורבת. באירופה וביפן נתוני המקרו המשיכו להצביע על סביבת מיתון, שצפויה להימשך גם במהלך הרביע הנוכחי. צעדי הצנע השונים באירופה וההרעה בתנאי האשראי עלולים להחמיר תוואי זה. החודש אושרה תוכנית הסיוע ליוון. קרן המטבע הבינלאומית עדכנה לפני כחודש כלפי מטה את תחזית הצמיחה העולמית ל-2012 ול-2013 ל-3.3% ו-3.9%, בהתאמה, לעומת 4.0% ו-4.5% בתחזית הקודמת. כמו כן, עדכנה קרן המטבע את תחזית הגידול בסחר העולמי ל-2012 כלפי מטה ל-3.8% לעומת 5.8% בתחזית הקודמת. כלכלני הקרן מצביעים על סיכונים להמשך ההתאוששות של הכלכלה העולמית, ובראשם משבר החוב באירופה. בנקים מרכזיים הגבירו החודש את פעילותם בשווקים האינפלציה העולמית נותרה מרוסנת, אולם המשך העלייה של מחירי הסחורות, בעיקר הנפט, עלול להקשות על המשך ההתאוששות בפעילות הכלכלית. על רקע כל אלה נקטו הבנקים המרכזיים של אנגליה ויפן צעדי הרחבה נוספים. ה-ECB צפוי לנקוט בימים הקרובים בתוכנית נוספת להגברת הנזילות ארוכת הטווח.

ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש מרץ 2012

הדיון התמקד בסביבת האינפלציה ובהתפתחויות בפעילות הריאלית.

האינפלציה השנתית (בהסתכלות על 12 חודשים אחרונים) נמצאת בחודשים האחרונים במרכז תחום היעד. עם זאת נתון הציפיות לאינפלציה על פי שוק ההון (break even inflation) עלה באופן משמעותי בחודשיים האחרונים ל-2.6 אחוזים. זאת במקביל לעלייה מתונה בהרבה בתחזיות האינפלציה של החזאים. ככל הנראה, העלייה הגבוהה יותר בציפיות מהשוק ביחס לתחזיות החזאים נבעה בחלקה מקשיים טכניים באמידה, אשר יוצרים הטיה עונתית כלפי מעלה בנתון בחודשיים האחרונים. באותו אופן, סבל אומדן הציפיות מאז אוגוסט 2011 מהטיה כלפי מטה. כך, על פי ההערכה, אמנם חלה עלייה בציפיות לאינפלציה, שמקורה בצפיות להתייקרות במגזר הדלקים והאנרגיה, אולם היא בשיעורים נמוכים מאלו שנצפים על ידי הנתון משוק ההון.

ההערכה היא שברביע הרביעי של שנת 2011 ובינואר 2012 נמשכה ההאטה בקצב הגידול של הפעילות הריאלית והביקושים, למרות שהחודש נוספו גם כמה נתונים המצביעים על התאוששות מסוימת בצמיחה. כלל הנתונים מתיישבים עם תחזית בנק ישראל לצמיחה של כ-2.8 אחוזים בשנת 2012.

חברי הועדה דנו בסוגיית זמינות האשראי במשק ועודכנו במגמת התפתחותו בחודשים האחרונים. האשראי הבנקאי והחוץ בנקאי ממשיך לגדול במהלך החודשים האחרונים, אם כי בקצב נמוך ביחס לשנים האחרונות ובפרט בקצב נמוך ביחס לצמיחת התוצר. בפרט בולטת האטה באשראי לענף הנדל"ן, שבו הביאה עליית הסיכונים להקשחת התנאים למתן אשראי לקבלנים. הקשחת התנאים, לפחות אצל חלק מהבנקים, אינה קשורה במגבלות האשראי הענפיות לענף הבנייה בפניהן הם ניצבים. במקביל נדונו הקשיים במיחזור חובות בשוק ההון נוכח העלייה בתשואות אגרות החוב הקונצרניות, בעיקר לחברות בדירוגים הבינוניים והנמוכים. קשיים אלו, כפי שמעיד גם סקר המגמות בעסקים נפוצים בעיקר בחברות נדל"ן ובחברות קטנות.

חברי הועדה דנו גם בשאלה באיזו מידה השפיעה העלייה בסיכון הגיאוגרפי באזורנו בתקופה האחרונה לביצועי חסר של שוק המניות הישראלי ביחס לשווקי המניות בעולם, לפיחות השקל ביחס לדולר וליציאה של הון מישראל. ככל הנראה ניתן ליחס חלק מהשינויים שנצפו גם לגורמים נוספים המאפיינים את ישראל בזמן האחרון כגון השפעת המחאה החברתית, ריבוי הסדרי החוב והעלאת המס על ריווחי הון. בהקשר זה צוין שלא ניכרה עליה במרווחי ה-CDS, ירידה בכניסות תיירים או בהשקעה.

הוועדה הייתה מאוחדת בדעה שרמת הריבית נראית מתאימה לנתוני החודש האחרון, הן בתחום האינפלציה והן בתחום הפעילות. זאת לנוכח ההתפתחויות אשר הצביעו על כך שמחד חלה עלייה

בציפית לאינפלציה, אם כי הן נותרו בתוך תחום היעד וזאת במקביל להתבססות האינפלציה בפועל בתחום היעד; ומאידך, נראה כי קצב הצמיחה הואט והוא עקבי עם קצב הצמיחה החזוי לשנה זו. וכן, לא חל שיפור בהערכת הסיכונים.

לאחר הדיון הצביעו ששת חברי הוועדה המוניתרית על גובה ריבית בנק ישראל לקראת חודש מרץ 2012. כל ששת חברי הוועדה הצביעו להותיר את הריבית ללא שינוי.

בהודעה על החלטת הריבית, הדגיש בנק ישראל את התנאים להלן שהכריעו בעד הותרת הריבית ברמה של 2.5 אחוז בחודש מרץ 2012:

- הצפיות לאינפלציה של הגורמים השונים לטווחים של שנה ומעלה נמצאות בתוך יעד האינפלציה. אולם, בחודש האחרון חלה בהן עליה של כ-0.2 נקודות אחוז לסביבת 2.5%. האינפלציה בפועל בהסתכלות על 12 חודשים האחרונים ממשיכה להתבסס בתוך תחום יעד האינפלציה.
- הנתונים שהתווספו החודש תומכים בהערכה שברביע הרביעי ובינואר נמשכה ההאטה בקצב הגידול בפעילות. עם זאת, חלק מהנתונים החודשיים (למשל, מדד הייצור התעשייתי, הפדיון בענפי המסחר והשרותים וייבוא התשומות) מצביעים על שיפור קל בחודשים האחרונים. נתוני הפעילות הריאלית מתיישבים עם תחזית בנק ישראל לצמיחה של כ-2.8% בשנת 2012.
- נתונים על הפעילות בכלכלה העולמית שנוספו החודש הציגו תמונה מעורבת ובשווקים הפיננסיים נרשמה עליה מסוימת ברמת האופטימיות. בארה"ב התפרסמו נתונים מעודדים יחסית. בשווקים המתעוררים הנתונים היו מעורבים ובאירופה וביפן נתוני המקרו המשיכו להצביע על סביבת מיתון שצפויה להימשך גם במהלך הרביע הנוכחי. לפני כחודש קרן המטבע הבינלאומית עדכנה כלפי מטה את תחזיות הצמיחה והסחר העולמיים ב-2012 ו-2013 תוך שכלכלניה מדגישים את המיתון המתפתח באירופה.
- רמות הריבית במשקים המובילים נמוכות והשווקים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה זאת באף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות. כזכור, לפי הכרזת ה-Fed, הריבית בארה"ב צפויה להישאר ברמתה האפסית לכל הפחות עד לאמצע 2014; הבנק המרכזי של אנגליה וה-ECB ממשיכים את פעולותיהם להגברת הנזילות.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים. בנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו על מנת להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ובהיבט הזה, ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים.

.....

.....

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-27 בפברואר 2012.

השתתפו חברי הועדה המוניטרית:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק ויו"ר הועדה המוניטרית
פרופ', ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניטרית
מר בארי טאף – יועץ בכיר לנגיד לענייני מדיניות מוניטרית, חבר בוועדה המוניטרית
פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניטרית
ד"ר קרנית פלוג – המשנה לנגיד הבנק, חברה בוועדה המוניטרית
פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניטרית

משתתפים נוספים:

מר אנדרו אביר - מנהל חטיבת השווקים
פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר
מר דודו זקן – המפקח על הבנקים
מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד
ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק
מר מיכאל קהן – ראש תחום יציבות פיננסית בחטיבת המחקר
גב' זיו נאור – כלכלנית בחטיבת המחקר
גב' אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית

נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

אירופה

אירופה ממשיכה להוות את מקור הסיכון המרכזי, בצד הפיננסי בעיקר אך גם בצד הריאלי לאור נתוני מקרו מאכזבים והמעבר של האיחוד לצמיחה שלילית ברבעון הרביעי (-0.3%).

אומנם, עלויות המימון של ה-PIIS¹, מתחילת השנה ירדו דרמטית והקטינו את סיכון ההדבקה ביבשת, אך השיפור מתבסס בעיקר על מכרז ה-LTRO ולא על שינוי תוואי החוב/צמיחה בכלכלות אלה. בינתיים, תוכנית הסיוע ליוון אושרה ע"י הטרואיקה ומחכה לסיום התהליך מול ה-PSI, הצפוי בשבוע הקרוב. לפי ההסכם, ה-Haircut, יעמוד על כ-53%, כשהחוב יגולגל ל-30 שנה תמורת קופון ממוצע של כ-3.6%.

למרות אישור ההסכם, מימושו המלא מותנה גם באשרור הפרלמנטים השונים באירופה, בצעדי ריסון חריפים ביוון, ביניהם פיטורים של כ-150 אלף עובדים מהסקטור הציבורי עד 2015 והפרטות בסך של כ-50 מיליארד אירו בשנים הקרובות.

בנוסף, קיומו תלוי גם בעמידה בהתחייבויות של הממשלה החדשה ביוון (בחירות באפריל) ובהתפתחויות חיוביות בכלכלה האירופאית והיוונית (צמיחה וגירעון), שספק אם יתרחשו, בקצב המגולם בהסכם.

במקביל, האמנה הפיסקאלית, צוברת תאוצה. קריטריונים נוספים נקבעו במהלך ועידת האיחוד בסוף ינואר וחתימה עקרונית עליהם צפויה להתבצע בוועידה הבאה בסוף מרץ, כשהם אמורים להיכנס לפועל לקראת סוף 2013.

בצד הריאלי, נתוני המקרו ממשיכים להצביע על מיתון. נתוני ייצור וייצוא, בעיקר בגרמניה וצרפת יצאו חלשים מאוד (הייצור התעשייתי בכלכלות אלה ירד בחודש דצמבר בכ-2.9% ובכ-1.4%, בהתאמה), לעומת זאת, סקרי האמון ממשיכים להשתפר (IFO וה-ZEW). נתוני התמי"ג לרבעון הרביעי יצאו פחות גרועים מהצפוי: צרפת הפתיעה לטובה עם צמיחה חיובית של כ-0.2% (התחזית הייתה לנתון שלילי דומה), אולם, איטליה הפתיעה לרעה עם צמיחה שלילית נמוכה מהצפוי (-0.7%).

ארצות הברית

נתוני המקרו המתפרסמים החודש ממשיכים להיות מעודדים, אפילו חזקים וזאת בניגוד למגמה השלילית באירופה, כשנראה שהמגמה החודש מצביעה על האצה קלה, בקצב הפעילות.

החודש ניתן לציין לטובה את נתוני התעסוקה ומכירות הרכבים, שהפתיעו כלפי מעלה. גם שאר הנתונים המרכזיים, מדדי מכירות, מדדי ייצור של ה-FED ונתוני האשראי יצאו טובים מהצפוי.

שוק התעסוקה מפתיע לטובה: סך המועסקים עלה החודש ב-243 אלף, לעומת ציפיות לגידול של כ-140 אלף (Non-farm payroll), כך ששיעור האבטלה ירד ל-8.3%. מגמה חיובית זו הנמשכת זה מספר

¹ איטליה, ספרד, פורטוגל ואירלנד.

חודשים מצביעה על עלייה בקצב הפעילות ובאופטימיות של הסקטור העסקי; כפי שעולה גם מנתון אמון המנכ"לים בארה"ב, ששב לעלות בחודשים האחרונים, וגם בהמשך הגדלת המלאים. אולם, יש לציין שחלק מהירידה בשיעור האבטלה בחודשים האחרונים נובע גם מהירידה הנמשכת בשיעור ההשתתפות, מגמה מדאיגה במיוחד לאור העובדה ששיעור הבלתי-מועסקים לטווח ארוך (מעל 27 שבועות) נותר גבוה, יותר מ-40% מסך המובטלים.

גם שוק הרכב ממשיך להתאושש. קצב המכירות מתגבר בחודשים האחרונים מרמות של מתחת ל-12 מיליון רכבים בשנה ליותר מ-14 בנתון האחרון. גידול זה מצביע על האצה בפעילות העסקית ובביקושים של משקי הבית, כפי שעולה גם מנתון אשראי הצרכנים שעלה בכ-20 מיליארד דולר החודש (כ-3.7% בחישוב שנתי), גידול נאה גם ביחס לרמות היסטוריות. שיפור חל החודש גם במדד ה-Tech pulse, ששב לעלות.

אולם, תוואי הצמיחה צפוי להמשיך ולהיות מתחת לטרנד ארוך הטווח, לפחות בשנה הקרובה, כשגם תחזית זו נתונה עדיין לזעזועים רבים, פנימיים (פוליטיים) וחיצוניים (אירופה ומחירי סחורות). התייחסות לסיכונים אלו באו לידי ביטוי בתחזית ה-IMF שעדכנה כלפי מטה את תחזית הצמיחה ל-2012 ול-2013, ל-1.8% ו-2.2% בהתאמה. יש לציין שתחזית זו מניחה את המשכן של מרבית תוכניות הסיוע השונות.

גם ה-FED, בפגישתו האחרונה, נותר פסימי לגבי קצב ההתאוששות, כשהוא מעדכן את תחזית הצמיחה לשנתיים הקרובות כלפי מטה, תוך הדגשת הסיכונים הרבים לצמיחה, בעיקר מצד שוק התעסוקה וביקושים המקומיים, שלמרות השיפור, נמצאים עדיין ברמות היסטוריות נמוכות, ומאוימות ע"י העלייה האחרונה במחירי הדלק.

מצבו של שוק הנדל"ן, מוסיף להיות קשה. אומנם, בחודשים האחרונים יש סימנים ראשוניים להתאוששות בפעילות בסקטור זה, כפי שגם עולה מסקר הקבלנים בארה"ב שממשיך לעלות, זה חודש חמישי ברציפות. אולם, אין בהם עדיין בכדי לשנות את התמונה הכללית הקשה, בעיקר לאור העובדה שאחוז הבתים עם ערך משכנתה שלילי, עומד על כ-20% (כ-12 מיליון בתים).

בנוסף, אחד האתגרים המרכזיים בחודש הקרוב הוא סוגיית תוכניות הסיוע, שאמורות להסתיים ב-28 החודש. כזכור, תוכניות אלו הווארכו בחודשיים, כשנראה שהסכמה להארכה עד סוף השנה לגבי רוב הסעיפים הושגה.

המשקים המתעוררים

נתוני המקרו היו מעורבים החודש. חלקם מצביעים על המשך ההאטה בקצב הצמיחה בעוד אחרים מצביעים על התאוששות קלה. התסריט המרכזי צופה נחיתה קלה אולם הנתונים החלשים בסין, בעיקר בתחום הנדל"ן, שממשיך להצביע על ירידת מחירים, מדאיגים.

עדיין, רוב הנתונים בכלכלות המתעוררות הצביעו על שיפור, בין היתר גם על רקע ההתקדמות במשבר החוב באירופה, כשגם העלייה החדה בתנועות ההון מתחילת השנה הוסיפה לאופטימיות הכללית.

תנועות ההון לשווקים מתעוררים, צברו תאוצה החודש כחלק ממגמת ה-Risk-on, בעולם. המשך ההתאוששות תוך ירידה בסיכון החוב האירופאי צפויים להגביר פעילות זו.

האיום המרכזי לצמיחה, נותר חיצוני (אירופה וסחורות). המיתון באירופה יחד עם ההרעה בתנאים הפיננסיים, הובילו בחודשים האחרונים להאטה בקצב הצמיחה ולעדכון תחזיות כלפי מטה. הידרדרות נוספת באירופה, המהווה יעד ייצוא מרכזי עלול, שוב לדעת ה-IMF, עלולה לחתוך בחצי את הצמיחה בסין, העומדת כרגע על 8.2%.

איום נוסף כאמור, הוא המשך העלייה במחירי הסחורות, בעיקר הנפט. המשך מגמה זו עלול להאט את קצב הצמיחה מחד ולהגביר את האינפלציה מאידך ובכך למתן צעדי מדיניות מקלים שאמורים לתמוך בצמיחה.

ראש השנה שחל בחודש שעבר בסין מקשה על מתן תמונה ברורה לגבי ההתפתחויות השונות ובסה"כ מצטיירת תמונה חלשה יותר לעומת החודש הקודם. נתון ה-PMI (הרשמי) עלה אומנם מעל ל-50, אם כי סעיף ההזמנות לייצוא יצא חלש מאוד. כמו כן, נתוני הייצוא והייבוא יצאו שליליים, לראשונה זה שנתיים (הייבוא נפל בכ-15%), אך ייתכן שחלק מהירידה מוסברת גם מאירועי ראש השנה בינואר שהקטינה את הפעילות במפעלים. סימן מדאיג נוסף הוא המשך ירידות המחיר בשוק הנדל"ן, גם בחודש ינואר, ב-48 מתוך 70 הערים המרכזיות בסין. מן הצד השני, המדד המוביל ורווחי הסקטור התעשייתי לחודש דצמבר הפתיעו לטובה.

על רקע הנתונים החלשים החליט הבנק המרכזי בסין להוריד שוב את יחס הרזרבה ב-50 נ.ב., צעד זה גם צפוי לתמוך בהגדלת סך האשראי שסומן כיעד ע"י הממשלה, אך נתקל בקשיים כפי שעולה מהנתון האחרון. כמו כן, נתון האינפלציה האחרון הפתיע כלפי מעלה ועלה ל-4.5%, עלייה שכנראה תמנע הורדת ריבית קרובה ע"י הבנק המרכזי.

שוקי ההון והסחורות

ההקלה במשבר החוב באירופה, השיפור הנמשך בארה"ב אך בעיקר מכרזי ה-LTRO, ממשיכים להוות את הגורמים העיקריים התומכים בסנטימנט החיובי בשוקי ההון בעולם. על רקע זה, המדדים העיקריים המשיכו גם החודש את מגמתם החיובית. עם זאת, המגמה התמתנה בימים האחרונים, עקב נתוני מקרו חלשים וחששות מפני האטה נוספת בקצב הצמיחה בשווקים מתעוררים. עיקר העליות התמקדו באירופה, עם עליות של כ-7%, ב-DAX ושל כ-4.5% במתעוררים (EM-MSCI).

רמת הנזילות הגבוהה בשווקים מהווה אף היא גורם מרכזי. ההרחבות הנוספות עליהן הצהירו יפן ואנגליה, יוסיפו אף הם לתמוך בעליות שערים בחודשים הקרובים.

גם שווקי האג"ח בעולם ממשיכים להיות מושפעים בעיקר מההתפתחויות סביב משבר החוב באירופה. החודש חלה ירידה חדה נוספת בתשואות על אג"ח של הכלכלות הבעייתיות, כשהן יורדות בכ-100 נ.ב. בממוצע, ברוב הטווחים.

אינדיקציה נוספת לשיפור בשווקים באה דרך שוק ההנפקות, שמצביע מתחילת השנה על שיפור מרשים בסך הנפקות לעומת Q3 ו Q4 2011. סך ההנפקות באירופה עומד על קרוב ל-400 מיליארד \$, לעומת כ-275 מיליארד ב-Q4, מגמה דומה נצפתה גם בארה"ב. למרות זאת, הסיכון לתיקון חד בשווקים, על רקע התנודתיות הרבה באפיקים והרגישות להתפתחויות הכלכליות בעולם ובעיקר באירופה, נותר גבוה.

האינפלציה בעולם נותרה החודש, בסה"כ ללא שינוי. תוך ירידה קלה בחלק מהכלכלות העיקריות (למעט סין). הציפיות הן שהאינפלציה תיוותר מרוסנת לאורך השנה הקרובה. אולם, התפתחויות גיאופוליטיות יחד עם פגעי מזג אוויר עלולים להוביל לשינוי במגמה זו, כפי שנראה החודש עקב ההתפתחויות באיראן והכפור האירופאי, שהובילו לעלייה נוספת במחירי הנפט מרמה של כ-\$110 לחבית ליותר מ-122 דולר. סעודיה כבר הודיעה שתגביר את תפוקת הנפט במקרה של הקטנת תפוקה איראנית עקב התנגשות צבאית ו/או אמברגו, כשגם החזרה של לוב לייצור הנפט צפוי לעזור. אולם, המשך האלימות המילולית בין הצדדים צפוי לתמוך בעלייה נוספת במחירי הנפט.

מדד הסחורות החקלאיות, עלה החודש בכ-2.2%. מדד המתכות עלה בכ-1.7%, בעוד מדד האנרגיה עלה בכ-10%, בעיקר על רקע עלייה של קרוב ל-12% במחיר הנפט. התנודתיות במחירים עדיין גבוהה כשהסיכון להמשך עלייה בחודשים הקרובים גבר החודש עקב ההתפתחויות בשווקים ובמזה"ת.

מרבית המטבעות העיקריים התחזקו מול הדולר בשיעור של עד 7.1%, כאשר היאן נחלש מול הדולר בשיעור של 4.1%.