



ספטמבר 2007

## דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל לקבלת החלטת הריבית לחודש ספטמבר 2007

הדיונים התקיימו ב-26 וב-27 באוגוסט.

### כללי

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

בדיון בפורום הרחב מוצגים תנאי הרקע הכלכליים הרלוונטיים להחלטה. מוצגות ההתפתחויות במשק הישראלי - בצד הריאלי ובצד הפיננסי-מוניטרי, וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות הנגיד, המשנה לנגיד, ראשי המחלקות הכלכליות בבנק (מחלקת המחקר, המחלקה המוניטרית, מחלקת מט"ח והמחלקה לפעילות המשק במט"ח) וכלכלנים מהמחלקות השונות המכינים ומציגים את החומר לדיון. הנתונים, האמדנים וההערכות המופיעים במסמך זה הם אלו הקיימים במועד החלטת הריבית. בדיון בפורום המצומצם מציגים מנהלי המחלקות הכלכליות את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית ומתפתח דיון בדבר ההחלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

### א. מצב המשק

#### 1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

##### הערכה כללית

מהנתונים שפורסמו החודש עולה כי נמשכת מגמת הצמיחה המהירה של המשק. בחודש האחרון, לאחר פרסום נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השני של 2007, ההערכה הראשונית בבנק ישראל היא שהצמיחה בשנת 2007 תהיה גבוהה מתחזיות קודמות ותסתכם בכ-5.5 אחוזים. זאת בהמשך לצמיחה של 5.2 אחוזים בשנת 2006. מנתוני שוק העבודה עולה כי ברביע השני של 2007 נמשך הגידול במספר המועסקים תוך עלייה בשיעור ההשתתפות בכח העבודה, ותוך ירידה קלה בשיעור האבטלה.

##### נתוני החשבונאות הלאומית

עליית התמ"ג ברביע השני של 2007 הסתכמה בשיעור גבוה של 6.1 אחוזים, וזאת בהמשך לעלייה של 6.2 אחוזים ברביע הראשון של השנה (נתונים מנוכי עונתיות), שיעור שינוי לעומת רביע קודם במונחים שנתיים). קצב צמיחה מהיר זה, הינו בשיעורים דומים לקצב הצמיחה במחצית הראשונה של 2006, לפני המלחמה בצפון. ברביע השני של 2007 התרחבה הצריכה הפרטית בשיעור של 3.7 אחוזים, גדלה ההשקעה בענפי המשק ב-8.7 אחוזים, ועלה היצוא (ללא יהלומים) ב-6.4 אחוזים.

### המדד המשולב למצב המשק ואינדיקטורים לפעילות עסקית

המדד המשולב למצב המשק עלה בחודש יולי ב-1.1 אחוזים, דבר המחזק את ההערכות לגבי המשך ההתרחבות המהירה בפעילות הכלכלית. עליית המדד המשולב ביולי משקפת עליות בפדיון ענפי המסחר והשירותים ובמדדי יצוא ויבוא הסחורות, שקוזזו במקצת על ידי ירידה במדדי הייצור התעשייתי וביצוא השירותים. המדדים לחודשיים הקודמים עודכנו כלפי מעלה, בין היתר, כתוצאה מעדכון כלפי מעלה בנתוני יצוא ויבוא הסחורות לחודשים מאי ויוני.

### שוק העבודה

מנתוני סקר כח אדם לרביע השני של 2007 עולה כי שיעור ההשתתפות בכח העבודה האזרחי עלה ל-56.6 אחוזים, לעומת 56.1 אחוזים ברבע הקודם. מספר המועסקים עלה ברביע זה בכ-1.4 אחוזים, בהמשך לגידול של כ-1.3 אחוזים ברביע הראשון של השנה. שיעור האבטלה ברביע השני של 2007 הוא 7.6 אחוזים מכח העבודה, ירידה של 0.1 נקודת האחוז לעומת הרביע הקודם.

בשנה האחרונה (מרץ עד מאי 2007 לעומת חודשים מקבילים אשתקד), השכר הנומינלי הממוצע למשרת שכיר בסקטור העסקי עלה בכ-3 אחוזים. מאומדן של פריון העבודה של ישראלים המועסקים בסקטור העסקי עולה כי במחצית הראשונה של 2007 מסתמנת יציבות ברמת פריון העבודה.

### סחר חוץ

הן יבוא הסחורות והן יצוא הסחורות ממשיכים להתרחב בקצב מהיר בחודשים האחרונים, כשבמקביל מתרחב הגרעון המסחרי. יצוא הסחורות (ללא יהלומים) בחודש יולי גבוה ב-7 אחוזים ביחס לרמתו החודשית הממוצעת ברביע השני של 2007. יבוא הסחורות (ללא אניות, מטוסים ויהלומים) בחודש יולי גבוה ב-10 אחוזים ביחס לרמתו הממוצעת ברביע השני של 2007. כתוצאה מהתרחבות יבוא הסחורות שהייתה מהירה מהתרחבות יצוא הסחורות, בשבעת החודשים הראשונים של השנה הסתכם הגרעון המסחרי ב-5.7 מיליארדי דולרים בהשוואה ל-4.8 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד.

## **2. נתוני התקציב**

ההתפתחויות עד כה מצביעות על גירעון תקציבי שנתי נמוך משמעותית מתקרת הגרעון שקבעה הממשלה לשנת 2007 – של 2.9 אחוזי תוצר. ההערכות הן שהגרעון התקציבי יסתכם בשנת 2007 בין אחוז אחד ל-1.5 אחוזים. מקור התחזית לגירעון הנמוך משמעותית מהמתוכנן בעת הכנת התקציב נעוץ בתוספת ההכנסות מגביית מסים, בעקבות הצמיחה המהירה מהצפוי וגידול חד ברכישת מוצרים בני קיימא (שהם עתירי מס) – וגם בשל הוצאות נמוכות מהתוואי העונתי המתקצב.

בחודש האחרון אישרה הממשלה את מסגרת התקציב לשנת 2008. בהסתמך על התחזיות המגולמות בתקציב לשנת 2008, ובראשן תחזית האוצר לצמיחה של 4.2 אחוזים, מתוכנן בשנת 2008 גירעון של 1.6 אחוזי תוצר. על פי תחזיות התקציב של משרד האוצר, יחס

החוב לתוצר צפוי לרדת מרמה של כ-84 אחוזי תוצר בסוף 2007 ל-82.3 אחוזי תוצר בסוף שנת 2008.

### 3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

#### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יולי ב-1.1 אחוזים, גבוה מההערכות המוקדמות ערב פרסומו. העלייה במדד חודש יולי, שהייתה מעבר לצפוי, הושפעה בעיקרה מסעיף הדיור, בו נרשמו עליות מחירים דולריות. בניכוי מחירי הדיור, עלה מדד המחירים לצרכן בחודש יולי ב-0.5 אחוז. אמנם, בשנים עשר החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור של 0.3 אחוזים, אך בשבעת החודשים מתחילת השנה נרשמה כבר עלייה מצטברת במדד המחירים לצרכן של 2.1 אחוזים.

חלוקת מדד המחירים לצרכן למרכיב מחירי מוצרים שהושפעו ישירות משער החליפין ולמרכיב מחירי אנרגיה, לעומת מרכיב מחירים "מקומיים" שלא הושפעו ישירות מגורמים אילו, מצביע על הפער הניכר בהתפתחויות בין רכיבים אלו בשנה האחרונה. לפי אחד המודלים האקונומטריים של בנק ישראל, שיעור האינפלציה במרכיב המקומי של מדד המחירים לצרכן (ברביע השלישי של 2007 לעומת הרביע המקביל ב-2006), צפוי לעבור את הגבול העליון של תחום יעד האינפלציה, בעוד שמרכיב מדד המחירים לצרכן שהושפע ישירות משער החליפין צפוי לרדת באותה תקופה.<sup>1</sup>

#### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, נמצאות בשלושת החודשים האחרונים בסמוך למרכז תחום היעד, ועומדות בחודש אוגוסט ברמה של כ-1.8 אחוזים.

הערכות החזאים המקומיים לגבי האינפלציה הצפויה לשנה קדימה עומדות בממוצע על כ-2.2 אחוזים. בממוצע צופים החזאים המקומיים שהאינפלציה בשנת 2007 תסתכם ב-3.1 אחוזים, מעט מעל הגבול העליון של תחום יעד האינפלציה. על פי ממוצע ציפיות חזאים אלו, האינפלציה תגיע לשיא של 4.1 אחוזים בחודש מאי 2008, ותרד חזרה כך שבשנת 2008 תרשם אינפלציה של כ-2.0 אחוזים.

מרבית החזאים המקומיים מעריכים שריבית בנק ישראל תעלה ב-0.25 נקודות האחוז הן בחודש ספטמבר והן בחודש אוקטובר. בממוצע, מעריכים החזאים המקומיים שריבית בנק ישראל תגיע ל-4.5 אחוזים עד סוף שנת 2007, ול-4.6 אחוזים בעוד שנים עשר חודשים. לפני החלטת הריבית לחודש ספטמבר, שיפוע עקום המק"ם מבטא ציפיות בשווקים הפיננסיים שריבית בנק ישראל תעלה במהלך השנה הקרובה בכ-1.5 נקודות האחוז, אך סביר שמימדי השינוי מושפעים החודש גם מגורמים טכניים המשפיעים על שוק המק"מ.

<sup>1</sup> לדיון מורחב בנושא זה ראה דו"ח בנק ישראל לשנת 2006, עמודים 94-95 ועמודים 113-115 וכן דוח האינפלציה למחצית הראשונה של 2007 (מספר 20) עמ' 30-32.

### שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

הריבית הצמודה למדד ל-10 שנים עלתה מרמה ממוצעת של 3.2 אחוזים בחודש יולי ל-3.8 אחוזים באוגוסט. התשואה הנומינלית של אגרות חוב לא צמודות ("שחר") לטווח של 10 שנים עלתה בחודש האחרון ב-0.5 נקודות האחוז, לרמה ממוצעת של 6.2 אחוזים באוגוסט. תשואת המק"מ לשנה עלתה בחודש האחרון מרמה ממוצעת של 4.2 אחוזים ביולי לרמה ממוצעת של 4.8 אחוזים באוגוסט.

### פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל נמוכה ב-1.5 נקודות האחוז מריבית הפד וב-0.25 נקודות האחוז מריבית הבנק המרכזי באירופה. במועד הפגישה, על פי שוקי ההון קיימת הסתברות גבוהה להורדת ריבית הפד כבר בפגישתם הבאה (18 בספטמבר). המרווח בין התשואות השקליות הלא צמודות ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים עלה במהלך החודש האחרון מכ-77 נקודות בסיס ב-23 ליולי לכ-139 נקודות בסיס ב-26 באוגוסט.

### ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (ריבית ריאלית צפויה)

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (הריבית הריאלית הצפויה) לשנה קדימה עומדת על כ-1.9 אחוזים, לאחר שעלתה בכ-0.2 אחוזים בחודש האחרון. רמתה של ריבית זו נמוכה במידה ניכרת מרמתה בשנה האחרונה. בין מאי 2006 למאי 2007, ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הייתה בממוצע כ-3.5 אחוזים.

### אמצעי התשלום

קצב הגידול השנתי של אמצעי התשלום הגיע בחודש יולי ל-16.9 אחוזים. גידולו המהיר של המצרף נובע בעיקר מעליית פקדונות העו"ש ב-21.7 אחוזים. רכיב המזומן עלה בשיעור מתון יותר של 10.3 אחוזים.

### המודלים האקונומטריים<sup>2</sup>

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל. על פי המודל של מחלקת המחקר, בתרחיש בו שער החליפין ינוע סביב רמה של 4.25 ₪ לדולר (מהרביע השלישי של 2007 ועד סוף 2008), ובריבית בנק ישראל של 4.5 אחוזים ברביע האחרון של שנת 2007, ושל 5.25 אחוזים בשנת 2008 -- תגיע האינפלציה בסוף שנת 2007 לגבול העליון של היעד ותמשיך לעלות לשיא של 3.8 אחוזים במחצית שנת 2008. לאחר מכן, תרד האינפלציה בהדרגה ל-3 אחוזים לשנת 2008. על פי תרחיש אחר במודל זה, בהנחה ששער החליפין יתייצב סביב רמה של 4.18 ₪ לדולר עד סוף השנה, תסתכם האינפלציה בשנת 2007 ב-2.6 אחוזים. על פי המודל הרבעוני של המחלקה המוניטרית, בתסריט בו נגזרת לרביע האחרון של 2007 ריבית של 4.2 אחוזים, (ולסוף שנת 2008 ריבית של 3.9 אחוזים) ובו ממוצע שער החליפין ברביע האחרון של 2007 הוא 4.20 ₪ לדולר (שער החליפין מגיע ל-

<sup>2</sup> בנק ישראל מפעיל מודלים אקונומטריים המשמשים לבחינת תרחישים שונים. משום אופיים של תרחישים אלו, בין היתר על רקע העובדה שתוצאותיהם מותנות באופן טבעי במספר הנחות לגבי משתנים רלבנטיים, יש לראות בתרחישים אלו כתשומה אחת לדיון מתוך מכלול התשומות.

4.28 ₪ לדולר בסוף שנת 2008) -- מתקבל שיעור אינפלציה של 3 אחוזים לשנת 2007 ושל 1.5 אחוזים לשנת 2008. תוצאות המודלים רגישות לשינויים בשער החליפין.

#### 4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

##### שוק מט"ח

ממועד החלטת הריבית בחודש שעבר עד לימים שקדמו להחלטת ריבית זו השקל התחזק לעומת הדולר, מרמה של כ-4.24 ₪ לדולר ב-23 ביולי לרמה של 4.18 ₪ לדולר ב-24 באוגוסט – כ-1.5 אחוזים. השקל התחזק מול האירו בחודש האחרון, משער של 5.86 ₪ לאירו ב-23 ביולי לשער של 5.67 ₪ לאירו ב-24 באוגוסט – כ-3.3 אחוזים. כלומר, התחזקות השקל בחודש האחרון מוסברת בעיקרה על ידי גורמים מקומיים. על רקע זה יש לציין את העלייה שנרשמה בחודש האחרון בסיכון שע"ח, כפי שהיא באה לידי ביטוי בסטיית התקן הגלומה באופציות, אשר הגיעה לרמת שיא בהשוואה לרמתה מתחילת השנה.

##### שוק המניות

מדדי המניות המובילים בבורסה של תל-אביב ירדו בחודש האחרון, בעקבות הזעזועים הפיננסיים העולמיים. מדד ת"א 25 ירד ממועד החלטת הריבית הקודמת (23.7) ועד ה-26 באוגוסט בכ-7 אחוזים, וזאת כאשר מתחילת השנה עלה מדד זה בכ-17 אחוזים.

#### 5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים, עלתה החודש מרמה של 17 נקודות בסיס, שבה הייתה מאז חודש מאי, לרמה של 33 נקודות בסיס. מרווח ה-CDS התרחב באופן משמעותי גם ביתר השווקים המתעוררים.

#### 6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

החודש האחרון אופיין בזעזועים פיננסיים שהתפתחו כתולדה מהמשבר בשוק המשכנתאות המסוכנות יותר ה-SubPrime. אי הוודאות בשווקים הפיננסיים עלתה בעקבות אי וודאות לגבי זהות ומספר המוסדות הפיננסיים שנפגעו ישירות ממשבר זה. עקב כך, בחודש האחרון נוצרה מצוקת נזילות בשוקי ההון ברחבי העולם ופחת אמון המשקיעים בתפקודם התקין של שוקי ההון. המשקיעים בחרו לעבור לסוגי השקעות בעלות סיכון נמוך יותר ונרשמו ירידות שערים במחירי מניות במדינות רבות. במקביל, ירדו שיעורי התשואה של אג"ח ממשלתיות בעלות דירוג גבוה (ארה"ב, יפן וגרמניה). כתגובה למצב שנוצר, הבנקים המרכזיים בארצות הברית, אירופה ויפן הזרימו נזילות לשווקים.

ההערכות בשלב זה הן שהשפעת המשבר על הפעילות הכלכלית הגלובלית תהיה שלילית אבל מוגבלת.

החוזים העתידיים על ריבית הפד מתמחרים הורדה של ריבית הפד בחודש ספטמבר ב-0.50 נקודות האחוז (מרמתה הנוכחית של 5.25 אחוזים), וריבית היורו, שקובע הבנק המרכזי האירופי, צפויה לעלות בחודש ספטמבר ב-0.25 לרמה של 4.25 אחוזים. הבנק המרכזי ביפן צפוי להעלות את הריבית עד לסוף הרביע הראשון של שנת 2008.

## **ב. הדיון המצומצם - החלטת הריבית לחודש ספטמבר 2007**

על רקע מכלול ההתפתחויות מאז החלטת הריבית האחרונה (23.7.07), הדיון התרכז בהערכות המשתתפים לגבי האינפלציה הגבוהה בחודשים האחרונים, הצמיחה המהירה במשק והשפעתה על האינפלציה, ניתוח הגורמים המשפיעים על שער החליפין של השקל, וההשלכות של הזעזועים שאירעו בחודש האחרון בשווקים הפיננסיים בעולם על המשק הישראלי ועל השווקים הפיננסיים בארץ.

כל חברי ההנהלה המשתתפים בדיון המליצו החודש להעלות את הריבית ב-0.25 נקודות האחוז לרמה של 4 אחוזים. המשתתפים פירטו את הנימוקים העיקריים בעד העלאת ריבית:

- קצב האינפלציה מתחילת 2007 צפוי להסתכם בשנת 2007 בחלק העליון של תחום יעד האינפלציה – קרוב ל-3 אחוזים. בחודשים האחרונים נרשמו עליות במדדי המחירים, מעבר להערכות קודמות, ועלתה ההסתברות לחריגה של האינפלציה מעל הגבול העליון של תחום היעד (מעל 3 אחוזים) כבר במחצית הראשונה של 2008 (בהסתכלות לשנה אחורה). הצמיחה המהירה במשק פועלת לסגירה מואצת של פער התוצר (הפער בין רמת היצור בפועל לרמת היצור הפוטנציאלית של המשק). כפי שנאמד במודלים האקונומטריים של בנק ישראל, סגירת פער התוצר ועימה הלחץ מצד הביקושים לעליית מחירים באה לידי ביטוי בעלייתם של המחירים המקומיים בקצב שנתי הגבוה מ-3 אחוזים. העלאת הריבית נועדה להגביר את הסיכוי לעמוד ביעד האינפלציה.

- פרמיית הסיכון של המשק עלתה החודש משמעותית, כפי שהדבר בה לידי ביטוי, בין היתר, בגידול בפער התשואות בין אגרת החוב השקלית ל-10 שנים לבין אגרת החוב האמריקאית לתקופת זמן מקבילה, וכן בגידול במרווח ה-CDS ל-5 שנים.

בנוסף, הדיון התמקד בשאלה בכמה להעלות את הריבית. מינון ההעלאה המומלץ, של עלייה מתונה יחסית בריבית, הושפע בעיקר מגורמים עיקריים אלו:

- קיימים במשק גורמים בסיסיים התומכים באיתנותו של השקל, וביניהם העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים והשקעות הזרים במשק. כמו כן, בחודש האחרון התמתנה הציפייה להעלאת ריביות בעולם, כאשר בארצות הברית הצפי

הוא להורדת הריבית כבר בחודש ספטמבר. לאור זאת, פער הריביות החיובי בין מדינות העולם לבין ישראל צפוי להצטמצם – גורם התומך כשלעצמו בהתחזקות השקל. צוין שבחודש האחרון התחזק השקל מול הדולר והיורו – התפתחות המקזזת חלקית את הלחצים האינפלציוניים הנובעים מהביקושים המקומיים.

המשתתפים בדיון התייחסו לעלייה בריביות של אגרות החוב הממשלתיות והקונצרניות, המהווה כשלעצמה גורם מרסן. כמו כן, התייחסו המשתתפים לכך שלמרות העלייה באי הוודאות בשווקים הפיננסיים בעולם, השווקים הפיננסיים בארץ מתפקדים היטב ולא נגרמו בעיות נזילות, כפי שארע בשווקים הפיננסיים במספר מדינות מפותחות.

הנגיד החליט להעלות את הריבית לחודש ספטמבר 2007 ב-0.25 נקודת האחוז לרמה של 4.0 אחוזים.

צוין שבנק ישראל ימשיך לעקוב אחרי ההתפתחויות במשק מתוך מטרה להשיג את יעד יציבות המחירים. בכפוף לכך, הבנק ימשיך לתמוך במכלול המטרות של המדיניות המקרו-כלכלית, במיוחד בעידוד התעסוקה והצמיחה. כמו כן, ימשיך הבנק לתמוך ביציבות המערכת הפיננסית.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-27 באוגוסט 2007.

#### בפורום המצומצם השתתפו:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק  
פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק  
ד"ר קרנית פלוג – מנהלת מחלקת המחקר  
ד"ר עקיבא אופנבך – מנהל המחלקה המוניטרית  
מר בארי טאף – מנהל מחלקת מט"ח  
מר בלפור עוזר – מנהל מחלקת פעילות המשק במט"ח  
ד"ר אוהד בר-אפרת – יועץ לנגיד וממונה על הקשרים עם המוסדות הבינלאומיים  
מר גבי פישמן – ראש המטה לנגיד  
ד"ר יוסי סעדון – דובר הבנק

## נספח : פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

### ארה"ב

ברביע השני של 2007 קצב הצמיחה הואץ ל- 3.4 אחוזים (מונחים שנתיים), לאחר שבמהלך הרבעון הראשון של השנה נרשמה האטה משמעותית בפעילות הכלכלית שצמחה ב-0.6% בלבד (מונחים שנתיים). בתי ההשקעות מעריכים (בממוצע) כי המשבר הפיננסי יגרע משיעור הצמיחה ברביע האחרון של השנה וכעת הם צופים כי במחצית השנייה של 2007 יסתכם שיעור הצמיחה ב- 2.2 אחוזים, לעומת צפי של 2.5 אחוזים בחודש שעבר.

הצריכה הפרטית, שהתרחבותה החלה להתמתן כבר במחצית הראשונה של השנה, ממשיכה להאט. מדד אמון הצרכנים המקדמי אשר פורסם ע"י אוני' מישיגן הצביע על ירידה נוספת בתחילת אוגוסט.

ההאטה שנרשמה בשוק הדיור בחודשים האחרונים ממשיכה להעיב על הצמיחה בארה"ב כאשר האנדיקטורים השונים לפעילות בענף מורים על המשך מגמת ההחלשות וההערכה הרווחת היא כי ההאטה בשוק זה איננה קרובה לקיצה.

שוק העבודה עדיין איתן למרות שדו"ח התעסוקה האחרון היה מאכזב. שיעור האבטלה עלה מעט לרמה של 4.6%.

מדד המחירים לצרכן עלה ביולי בשיעור של 2.4 אחוזים לעומת יולי אשתקד והמדד ללא אנרגיה ומזון עלה ב- 2.2 אחוזים.

החודש הותיר הפד את הריבית המוצהרת ללא שינוי ברמה של 5.25 אחוזים, אך בפועל הזרים נזילות במהלך החודש כדי לשמור על נזילות בשווקים הפיננסיים, כך שהריבית בפועל על מקורותיו הייתה נמוכה מהיעד בכל ימי המסחר מאז ה- 10 באוגוסט (עד מועד זה של ההלטה על ריבית בנק ישראל לחודש ספטמבר). החוזים העתידיים מגלמים הפחתת ריבית של 50 נקודות בסיס בישיבה הבאה של הפד ב- 18 בספטמבר או לפניה. עד סוף השנה מגלמים החוזים הורדת ריבית כוללת של 75 נקודות בסיס.

### אירופה

כלכלת אירופה צמחה ברבעון השני של 2007 בשיעור שנתי של 1.2% -- נמוך משמעותית מהתחזיות שעמדו על 2.4 אחוזים. זאת לאחר שברבעון הראשון נרשמה צמיחה בשיעור של 2.8 אחוזים.

למרות ההאטה, שיעור האבטלה ירד ל-6.9 אחוזים -- השיעור הנמוך ביותר מאז החלו רישומי האבטלה באיחוד האירופי בשנת 1993.

הבנק המרכזי האירופי צופה כי כלכלת אירופה תצמח ב-2.6 אחוזים בשנת 2007. גם בתי ההשקעות צופים שיעור צמיחה דומה לשנה זו. יצוין כי בתי ההשקעות לא הפחיתו את תחזיותיהם לצמיחה באירופה בעקבות הזעזועים הפיננסיים בחודש האחרון.

בחודש יולי, האינפלציה השנתית הסתכמה ברמה של 1.8 אחוזים -- מתחת ליעד של הבנק המרכזי העומד על 2%. בתי ההשקעות צופים בממוצע כי האינפלציה תיוותר ברמה הנוכחית עד סוף הרבעון השלישי של השנה אך תואץ לרמה של 2.4% עד סוף שנת 2007.



כצפוי, הבנק המרכזי האירופי הותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 4 אחוזים. עם זאת, בתי ההשקעות הפחיתו ציפיותיהם להעלאת ריבית באירופה וכעת נותנים לכך הסתברות של 60% בלבד. השוק מתמחר העלאת ריבית וודאית של 25 נקודות בסיס בספטמבר.

## **יפן**

קצב הצמיחה הואט ברבעון השני של השנה ל-0.5 אחוזים בשיעור שנתי, לאחר שברביע הראשון הסתכם קצב הצמיחה בשיעור שנתי של 3.2 אחוזים. בתי ההשקעות צופים כעת בממוצע כי הצמיחה ביפן בשנת 2007 תסתכם ב-2.4 אחוזים. הריבית ביפן עומדת על 0.5 אחוזים השוק מתמחר העלאת ריבית של 25 נקודות בסיס עד לסוף הרבעון הראשון של 2008.

## **שווקים מתעוררים**

משבר האשראי שהוביל את המשקיעים לתמחור סיכונים מחדש ובעקבותיו לסגירת פוזיציות ולהקטנת רמות הסיכון השפיע, כמובן, גם על המשקים המתעוררים. מחירי המניות ירדו בשיעורים ניכרים, בדרך כלל בשיעורים שבין 9%-15%. פרמיית הסיכון, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים, התרחבה באופן משמעותי בשווקים המתעוררים.