



דצמבר 2007

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

**הדיונים התקיימו ב-25 וב-26 בנובמבר.**

### **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**

מגמת הצמיחה המהירה של השנים האחרונות נמשכה גם ברביע השלישי של 2007. ההערכה בבנק ישראל היא שהצמיחה בשנת 2007 תסתכם בשיעור גבוה של כ-5.4 אחוזים. בשנת 2008 צופה בנק ישראל ירידה בקצב הצמיחה לכ-4.4 אחוזים, וזאת בעיקר כתוצאה מסגירת פער התוצר והתקרבות המשק לתעסוקה מלאה. יחד עם זאת, בחודש האחרון התגבר החשש מהאטה בצמיחה בכלכלות המפותחות, במיוחד בארה"ב, אשר עלולה להשפיע על הפעילות במשק המקומי. על פי תרחיש בו המשק האמריקאי יכנס להאטה משמעותית, ובעקבות כך תהיה האטה גם בסחר העולמי, הירידה בביקושים יכולה להביא להאטה בקצב הצמיחה בישראל ל-3.6 אחוזים בשנת 2008.

##### **נתוני החשבונאות הלאומית**

נתוני הלמ"ס שהתקבלו בחודש האחרון מצביעים על גידול מהיר בתוצר ברביע השלישי של 2007 ב-6.1 אחוזים (בשיעור שנתי), בהמשך לעלייה של 5.5 אחוזים ברביע השני ושל 5.9 אחוזים ברביע הראשון. על פי נתונים אלו, ברביע השלישי של 2007 עלתה הצריכה הפרטית לנפש ב-8 אחוזים (בשיעור שנתי, בהמשך לעלייה של 4.7 אחוזים ברביע השני)

ויצוא הסחורות והשירותים עלה ב-17.8 אחוזים (בהמשך לעליה של 13.1 אחוזים ברביע השני).

### המדד המשולב למצב המשק

החודש פורסם שהמדד המשולב למצב המשק עלה בחודש אוקטובר ב-0.6 אחוזים – נתון המשקף האצה בקצב גידולו של מדד זה לעומת החודשים אוגוסט-ספטמבר, וחזרה לקצב העלייה המהיר שאפיין את המדד המשולב במחצית הראשונה של השנה. העלייה בחודש אוקטובר נובעת בעיקר עקב התרחבות היצוא והיבוא בחודש זה.

נתוני מדד הייצור התעשייתי מצביעים על התרחבות של 4.2 אחוזים בשלושת החודשים האחרונים (יולי-ספטמבר) לעומת שלושה חודשים קודמים (אפריל-יוני, מנוכה עונתיות ובמונחים שנתיים). נתוני פדיון בענפי המסחר והשירותים מצביעים על התרחבות של 5.2 אחוזים (שיעור גידול בשלושת החודשים האחרונים (יולי-ספטמבר) לעומת שלושה חודשים קודמים (אפריל-יוני, מנוכה עונתיות ובמונחים שנתיים)).

### שוק העבודה

השכר הראלי למשרת שכיר בסקטור העסקי עלה בחודשים יוני-אוגוסט בהשוואה לחודשים המקבילים אשתקד ב-3.2 אחוזים. מספר משרות השכיר במשק עלה בשנה האחרונה ב-4.3 אחוזים (חודשים יוני-אוגוסט בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד).

### סחר חוץ

יצוא הסחורות (ללא יהלומים) התרחב ב-12.7 אחוזים בחודשים אוגוסט-אוקטובר לעומת תקופה מקבילה אשתקד (נתונים דולריים בשיעור שנתי). בחודש אוקטובר נרשם גידול מהיר ביצוא זה, של כ-11 אחוזים בשיעור שנתי, אולם בשלושת החודשים האחרונים (אוגוסט-אוקטובר) ירד היצוא בכ-5.8 אחוזים לעומת שלושה חודשים קודמים (מאי-יולי) – נתונים מנוכה עונתיות, במונחים שנתיים, דולריים.

יבוא הסחורות (ללא חומרי אנרגיה, יהלומים, אניות ומטוסים) התרחב ב-20.4 אחוזים בחודשים אוגוסט-אוקטובר לעומת תקופה מקבילה אשתקד (נתונים דולריים בשיעור שנתי). בשלושת החודשים האחרונים עלה היבוא בכ-8.7 אחוזים לעומת שלושה חודשים קודמים (החודשים אוגוסט-אוקטובר לעומת החודשים מאי-יולי, מנוכה עונתיות, במונחים שנתיים).

## **2. נתוני התקציב**

ההתפתחויות עד כה עקביות עם קירבה לאיזון תקציבי בשנת 2007. זאת בעיקר בשל הכנסות ממיסים הגבוהות מהתוואי החזוי וביצוע הוצאות ממשלתיות בשיעור נמוך מהרמה העקבית עם ביצוע מלא של התקציב. כזכור, תקרת הגרעון שקבעה הממשלה לשנת 2007 היא של 2.9 אחוזי תוצר.

הצעת תקציב המדינה לשנת 2008 אושר בחודש אוקטובר בכנסת בקריאה ראשונה, לאחר אישורו בממשלה בחודש אוגוסט. על פי תקציב זה תהיה תקרת הגירעון של הממשלה 1.6 אחוזי תוצר והגידול הריאלי בהוצאות הממשלה יסתכם ב-1.7 אחוזים.

### 3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

#### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש אוקטובר ב-0.1 אחוז, מעט גבוה מהערכות החזאים ערב פרסומו, אך מתחת לתוואי העונתי העקבי עם יעד האינפלציה. בשנים עשר החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.2 אחוזים, ובעשרת החודשים מתחילת השנה נרשמה עלייה מצטברת במדד המחירים לצרכן של 2.4 אחוזים.

מפירוק מדד המחירים לצרכן (למעט דיור, דלק, פירות וירקות) לרכיב מקומי ולרכיב יבוא, (מהאינדיקציות לחודשים אוקטובר ונובמבר) צפוי כי ברביע הרביעי של השנה תימשך העלייה במחירים המקומיים בשיעור יחסית גבוה וזו תקוּזז על ידי ירידה במחירי היבוא<sup>1</sup>. הירידה במחירי היבוא למשק, למרות עליית מחירם הדולרי, נובעת בעיקר בשל התחזקות השקל מול הדולר. (בשנת 2007 צפויה עלייה של 4.3 אחוזים במחירים המקומיים, בד בבד עם ירידה בשיעור של 2.3 אחוזים במחירי היבוא).

#### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, נותרו בחודש נובמבר ללא שינוי והן עומדות בממוצע על 1.2 אחוזים. לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר, הערכות החזאים המקומיים לגבי האינפלציה הצפויה לשנה קדימה עומדות בממוצע על כ-2.2 אחוזים. בממוצע צופים החזאים המקומיים שהשינוי המצטבר במדד המחירים לצרכן לחודשים נובמבר ודצמבר יסתכם בקרוב לאפס, והאינפלציה בשנת 2007 תסתכם ב-2.4 אחוזים ובשנת 2008 ב-2.3 אחוזים. החזאים המקומיים מעריכים בממוצע שריבית בנק ישראל לא תשתנה עד סוף שנת 2007, ותגיע ל-4.5 אחוזים בסוף שנת 2008. לפני החלטת הריבית לחודש דצמבר, גם שיפוע עקום המק"ם מבטא ציפיות בשווקים הפיננסיים שריבית בנק ישראל לא תשתנה במהלך החודשים הקרובים.

#### שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

הריבית הצמודה למדד ל-10 שנים, עלתה מרמה ממוצעת של 3.4 אחוזים בחודש אוקטובר לרמה ממוצעת של 3.5 אחוזים בנובמבר. התשואה הנומינלית של אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות לטווח של 10 שנים ירדה בחודש האחרון בכ-0.1 נקודת האחוז ורמתה

<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.

הממוצעת בחודש נובמבר היא של כ-5.6 אחוזים. תשואת המק"ם לשנה עלתה מרמה ממוצעת של 4.4 אחוזים בחודש אוקטובר לרמה ממוצעת של 4.5 אחוזים בחודש נובמבר.

#### פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל נמוכה ב-0.5 נקודות האחוז מריבית הפד ושווה לריבית הבנק המרכזי באירופה.

המרווח בין התשואות השקליות הלא צמודות ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים עלה במהלך החודש האחרון מכ-113 נקודות בסיס ב-29 באוקטובר לכ-162 נקודות בסיס ב-22 בנובמבר, בעיקר בגלל ירידת התשואות בארה"ב.

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

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (הריבית הריאלית הצפויה) לשנה קדימה עומדת בחודש נובמבר על כ-2.8 אחוזים, בדומה לשיעורה באוקטובר.

#### אמצעי התשלום

קצב הגידול השנתי של אמצעי התשלום נמצא במגמת עלייה ובחודש נובמבר הוא הגיע לכ-25 אחוזים (בחישוב ל-12 חדשים אחרונים).

#### המודלים האקונומטריים<sup>2</sup>

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל. על פי המודל הרבעוני של מחלקת המחקר, בו סגירת פער התוצר מהווה גורם אינפלציוני דומיננטי, בהנחה ששער החליפין יהיה קבוע ברמה של כ-3.95 שקלים לדולר, והריבית תועלה במתינות עד ל-4.75 אחוזים בסוף 2008, האינפלציה בשנת 2008 צפויה להיות כ-2.5 אחוזים. על פי המודל הרבעוני של המחלקה המוניטרית, בתסריט בו נגזרת לרביע האחרון של 2007 ריבית של 4 אחוזים, (ולסוף שנת 2008 ריבית של 4.2 אחוזים) ובו ממוצע שער החליפין ברביע האחרון של 2007 הוא 3.97 ₪ לדולר (שער החליפין מגיע ל-4.02 ₪ לדולר ברביע האחרון של שנת 2008) -- מתקבל שיעור אינפלציה של 2.4 אחוזים לשנת 2007 ושל 1.2 אחוזים לשנת 2008. תוצאות המודלים מאד 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-3.99 ₪ לדולר ב-29 באוקטובר לרמה של 3.89 ₪ לדולר ב-22 בנובמבר – כ-2.6 אחוזים. השקל נחלש מעט מול האירו בחודש האחרון, משער של 5.75 ₪ לאירו ב-29 באוקטובר לשער של 5.77 ₪ לאירו ב-22 בנובמבר. כלומר, החודש נמשכה היחלשות הדולר בעולם.

<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.

## שוק המניות

מדד ת"א 25 ירד ממועד החלטת הריבית הקודמת (29.10) ועד ה-22 בנובמבר בכ-5.2 אחוזים, וזאת כאשר מתחילת השנה עלה מדד זה בכ-26 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 22 נקודות בסיס לרמה של 27 נקודות בסיס. מרווח ה-CDS התרחב בשיעורים דומים גם במרבית השווקים המתעוררים.

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

בחודש האחרון גברו החששות בקרב המשקיעים בשווקים הפיננסיים בעולם לגבי מימדי ההפסדים הצפויים בעקבות המשבר שהחל ביולי האחרון. העלייה באי הוודאות בנוגע למימדי ההפסדים והחשש כי המשבר יקטין את כמות האשראי באופן משמעותי, בעיקר בארה"ב, הובילו לגידול בסיכון להאטה בצמיחה בארצות הברית. קיימת כעת אי-וודאות גבוהה מהרגיל בנוגע לתחזיות לשנת 2008 לגבי הפעילות הכלכלית בארה"ב ובעולם. קרן המטבע עדכנה בחודש אוקטובר כלפי מטה את תחזיותיה לגבי הצמיחה העולמית. על פי תחזיות אלו, המשבר בשווקים הפיננסיים הגלובליים צפוי להאט את הצמיחה העולמית בשנת 2008 לרמה של 4.8 אחוזים, לעומת תחזית קודמת מיולי 2007 של 5.2 אחוזים. בעת דיוני הריבית של בנק ישראל לחודש דצמבר קיים צפי בשווקים הפיננסיים להורדת ריבית על ידי הפד בישיבתו הקרובה (ב-11 בדצמבר) וצפויות הורדות ריבית נוספות במהלך 2008. הבנק המרכזי האירופי צפוי להותיר את הריבית ללא שינוי עד מחצית שנת 2008.

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

על רקע מכלול ההתפתחויות מאז החלטת הריבית האחרונה (29.10.07), הדיון התרכז בהערכות המשתתפים לגבי התפתחות האינפלציה, כולל הגורמים המשפיעים על שער החליפין של השקל, הצמיחה במשק והשפעותיה על האינפלציה. המשתתפים בדיון דנו בהשלכות עליית אי הוודאות בחודש האחרון לגבי הצמיחה העולמית בכלל והצמיחה בארה"ב בפרט, וההשפעות של התפתחויות אלו על המשק הישראלי.

כל חברי ההנהלה המשתתפים בדיון המליצו החודש שלא לשנות את הריבית ולהותירה ברמה של 4 אחוזים. המשתתפים פירטו את הנימוקים העיקריים בעד אי שינוי בריבית:

- ברמת הריבית הנוכחית, המשך היחלשותו של הדולר מול השקל מקזזת את הלחצים האינפלציוניים במשק. הגברת אי הוודאות לגבי ההתפתחויות במשק האמריקאי הביאה בחודש האחרון להתחזקות הצפי להורדה נוספת בריבית הפד --

גורם התומך בהיחלשותו של הדולר בעולם. להיחלשות הדולר מול השקל השפעה ממתנת על מחירים במשק הישראלי.

מנגד, קצב הצמיחה המהיר בשנת 2007, המלווה בצמצום פער התוצר, מהווה גורם הלוחץ את המחירים המקומיים כלפי מעלה. החודש נרשמה התייקרות נוספת במחירי אנרגיה בעולם, זאת בהמשך לעליות חדות במחירי האנרגיה מתחילת השנה והתייקרות במחירי מזון בעולם.

- גם החודש, הערכת בנק ישראל היא שהשאררת הריבית ברמתה הנוכחית בחודש זה עקבית עם עמידה ביעד יציבות המחירים ב-12 החודשים הבאים, וזאת בהתבסס, בין היתר, על הציפיות משוק ההון, הערכות החזאים הפרטיים והשיפוט לגבי תרחישים שונים שנבחנו באמצעות המודלים של בנק ישראל. המדדים לחודשים הקרובים צפויים להיות נמוכים, עקב השפעת היחלשות הדולר, וקצב האינפלציה בשנת 2007 צפוי להיות בתוך תחום יעד האינפלציה. בשווקים הפיננסיים קיים צפי לאי שינוי בריבית בחודשים הקרובים ולעליית ריבית מסוימת במהלך השנה הקרובה.

- לגבי האפשרות של האטה חזקה מהצפוי בכלכלת ארה"ב, צוין בדיון שאם תתמש האטה משמעותית בצמיחה בארה"ב במחצית הראשונה של שנת 2008, עשויה להיות לכך השפעה ממתנת על הביקושים והמחירים במשק הישראלי. ההשפעות הפיננסיות של המשבר בשוק המשכנתאות בארה"ב מתבטאות כבר עתה ברמת ריביות יותר נמוכה בארה"ב, התומכת כשלעצמה בהיחלשות הדולר בעולם. טווח הזמן הנדרש להשפעות הריאליות האפשריות של המשבר על המשק הישראלי הוא ארוך יותר ואי הוודאות לגביהן גבוהה יותר. בהקשר זה צוין כי בהינתן אי הוודאות לגבי ההתפתחויות במשק העולמי ולגבי ההשלכות הצפויות של מצב זה על המשק הישראלי, חשוב במיוחד שהצעת התקציב תאושר בהתאם ליעדים התקציביים שגובשו, וזאת על מנת להגביר את הסיכויים להמשך מגמת הצמיחה ב-2008 ואילך.

המשתתפים בדיון ניתחו את התפתחויות בשער החליפין. בהקשר זה, צוינה מגמת היחלשותו של הדולר בעולם. כמו כן, הוצגו בדיון הערכות לפיהן צפויה בשנת 2008 ירידה בלחץ הבסיסי להתחזקות השקל, הנובעת בעיקרה מהצטמצמות צפויה בעודף בחשבון השוטר של מאזן התשלומים. בנוסף להקטנה הצפויה בעודף בחשבון השוטר, צוין כי בשנת 2008 תיתכן ירידה מסוימת ביבוא ההון ארוך הטווח למשק וזאת תוך המשך יצוא ההון ע"י המשקיעים המוסדיים בהיקף דומה לזה של השנה.

המשתתפים דנו בתמסורת החזקה, בטווח זמן קצר, בין שינויים בשער החליפין לשינויים באינפלציה. צוין כי בשנה האחרונה ירד משמעותית משקל חוזי השכירות החדשים הצמודים לדולר, מכ-85 אחוזים מהחוזים בינואר 2007 לכ-68 אחוזים בחודש

אוקטובר. מגמה זו של הקטנה בשיעור חוזי השכירות הצמודים לדולר, שהתחזקה עקב היחלשות הדולר בעולם, מחלישה במידה מסוימת את התמסורת החזקה בין שינויים בשער החליפין לעלות השכירות.

מתוך מכלול השיקולים, ומאחר שההשפעה של היחלשות הדולר מול השקל ממשיכה לקוז לחצים אינפלציוניים המלווים את תהליך סגירת פער התוצר, החליט הנגיד לא לשנות את הריבית לחודש דצמבר 2007 ולהשאירה ברמה 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-26 בנובמבר 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 אופנבכר – מנהל המחלקה המוניטרית  
מר בארי טאף – מנהל מחלקת מט"ח  
מר בלפור עוזר – חבר הנהלה  
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

הצמיחה הכלכלית בארה"ב צפויה לרשום האטה משמעותית ברבעון האחרון של 2007, לרמה של כ-1.3% (בשיעור שנתי, על פי הערכות של בתי ההשקעות). בעדכון הרבעוני שהוציא הפד השבוע, הוריד הבנק המרכזי האמריקאי את תחזית הצמיחה לשנת 2008 מטווח של 2.25% - 2.75% לטווח של 1.8% - 2.5%.

הצפי בנוגע למצב שוק הדיור מצביע על החמרה, וההערכות הן כי מלאי הבתים הפנויים למכירה, הנמצא ברמות מאוד גבוהות, לא יצטמצם בעתיד הקרוב. זאת, בעקבות הירידה במחירי הבתים, העלייה בעלות המשכנתאות וההחמרה בתנאי מתן האשראי. ההחמרה במצב שוק הדיור ביחד עם עלייה במחירי האנרגיה וההידוק בתנאי האשראי, מציבים סיכון כלפי מטה להוצאות משקי הבית והחברות. בנוסף, הסקר האחרון המודד את ביטחון הצרכן רשם אף הוא ירידה חדה.

החודש פורסם שקצב הצמיחה ברבעון השלישי של השנה היה 3.9% (בשיעור שנתי), כלומר גבוה מהצפוי. הצמיחה הגבוהה ברבעון השלישי מוסברת ע"י הצריכה הפרטית שנתרה יציבה והגידול המשמעותי שנרשם בייצוא – ונתמך ע"י החלשות הדולר.

למרות ההחמרה שנרשמה בסקטורים השונים, שוק העבודה עדיין מפגין עוצמה. הנתונים לחודש אוקטובר מורים על המשך המגמה החיובית שנרשמה בחודשים האחרונים, כששיעור האבטלה נותר ברמה של 4.7% כשבמקביל חלה עלייה במספר המועסקים. מדד המחירים לצרכן עלה בחודש אוקטובר ב-3.5% (שנים עשר חודשים אחרונים). אולם, נתוני אינפלציית הגרעין היו נמוכים משמעותית ועומדים על רמה של 2.2% (שנים עשר חודשים אחרונים) -- בתוך טווח הנוחות של הפד. עם זאת, הבנק המרכזי מוטרד בנוגע לסיכונים האינפלציה. זאת, על רקע העלייה שנרשמה במחירי האנרגיה, חומרי הגלם והמזון והירידה בשע"ח של הדולר שהביאה לעליית מחירי היבוא. מנגד, ההאטה בצמיחה צפויה לסייע למתן את הלחצים האינפלציוניים.

בישיבתו האחרונה, בסוף חודש אוקטובר הוריד הפד את הריבית ב-25 נקודות בסיס לרמה של 4.5 אחוזים. המשקיעים מצפים בהסתברות גבוהה להפחתת ריבית של 25 נקודות בסיס בישיבה הבאה של הפד שתתקיים ב-11 בדצמבר ומעריכים שהריבית תמשיך לרדת במהלך 2008.

### אירופה

הצמיחה בגוש האירו הואצה ברבעון השלישי של השנה ועל פי הערכות בתי ההשקעות נראה כי השפעת המשבר בשווקים הפיננסיים על הצמיחה באירופה צפויה להיות מוגבלת. כך גם מעריכה קרן המטבע בסקירה האזורית החצי שנתית שפורסמה החודש. עם זאת, כפי שגם ציין הבנק המרכזי האירופי, רמת האי וודאות גבוהה -- על רקע המשבר בשווקים הפיננסיים. הסיכונים הקיימים להאטה בצמיחה באירופה נובעים מהתחזקות



האירו, עליית מחירי הנפט, תנאי האשראי ההדוקים יותר וההאטה הצפויה בצמיחה בארה"ב.

בחודש אוקטובר, האינפלציה השנתית (שנים עשר חודשים אחרונים) רשמה עלייה משמעותית ל-2.6%, על רקע עליית מחירי האנרגיה והמזון. הבנק המרכזי האירופי צופה כי האינפלציה תיוותר השנה גבוהה מתקרת היעד, זאת לפני שהיא תתמתן במהלך 2008. הבנק המרכזי הותיר בחודש נובמבר את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.0 אחוזים. בתי ההשקעות והחוזים העתידיים על ריבית הבנק המרכזי צופים כי הריבית תיוותר ללא שינוי לפחות עד המחצית השנייה של 2008.

## יפן

הצמיחה ביפן הואצה ברבעון השלישי ל-2.6% (שיעור שנתי), לאחר האטה משמעותית ברבעון השני של השנה, כשהיא נתמכה בעיקר ע"י סקטור היצוא. עם זאת, הביקוש המקומי אינו גדל וביטחון הצרכן נמצא בירידה חדה מאז חודש מאי, על רקע הקיפאון בגידול שכר העבודה. בנוסף, ההאטה בכלכלה העולמית, העלייה במחירי האנרגיה והסחורות, והירידה החדה שנרשמה לאחרונה בהתחלות הבנייה צפויות להאט את הצמיחה בהמשך. הבנק המרכזי היפני הוריד החודש את תחזית הצמיחה לשנת 2007 ל-1.8% (מ-2.1%) והותיר על כנה את התחזית לשנת 2008 ברמה של 2.1%. עפ"י התחזית המעודכנת של הבנק המרכזי היפני, האינפלציה צפויה להיוותר סביב רמה של אפס בשנת 2007 ולעבור לרמות חיוביות בשנת 2008. כצפוי, הבנק המרכזי הותיר החודש את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.5%. בתי ההשקעות והחוזים העתידיים על ריבית הבנק המרכזי צופים בממוצע העלאת ריבית רק בשנת 2008.

## שווקים מתעוררים

הצמיחה העולמית נתמכת ע"י הצמיחה החזקה בשווקים המתעוררים ובמיוחד ע"י הצמיחה המרשימה של סין והודו. בהקשר זה, נציין כי במסגרת העדכון החצי שנתי האזורי, החודש עדכנה קרן המטבע כלפי מעלה את תחזית הצמיחה למזרח אסיה ל-8.4% השנה ול-8.2% בשנת 2008. בנוסף, קרן המטבע ציינה כי הפעילות הכלכלית בדרום אמריקה תיוותר איתנה גם במהלך 2008, אם כי בקצב מתון יותר מזה של השנה בשל ההשלכות של ההאטה הצפויה בארה"ב. עם זאת, קיים סיכון כי ההשקעות הישירות (FDI) בשווקים המתעוררים, שלא נפגעו עד כה, יפגעו כתוצאה מהחמרה בתנאים הפיננסיים במדינות המפותחות.