



יוני 2008

## דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל לקבלת החלטת הריבית לחודש יוני 2008

הדיונים התקיימו ב-22 וב-26 באפריל.

### כללי

בתהליך קביעת הריבית החודשית ע"י 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-מוניטארי, וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות הנגיד, המשנה לנגיד, ראשי החטיבות הכלכליות בבנק (המחקר והשווקים) וכלכלנים מהחטיבות השונות המכינים ומציגים את החומר לדיון. הנתונים, האומדנים וההערכות המופיעים במסמך זה הם אלו הקיימים במועד החלטת הריבית.

בדיון בפורום המצומצם מציגים מנהלי חטיבות המחקר והשווקים וכן חברי הנהלה הנוטלים בו חלק את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית ומתפתח דיון בדבר החלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

### א. מצב המשק

#### 1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

##### הערכה כללית

נתוני הפעילות הריאלית שהצטברו לאחרונה, משנים את ההערכה המוקדמת בדבר ההיקף ו/או העיתוי של ההאטה בקצב ההתרחבות של הפעילות הריאלית.

##### נתוני החשבונאות הלאומית

נתוני הפעילות הריאלית שהצטברו לאחרונה, משנים את ההערכה המוקדמת בדבר ההיקף ו/או העיתוי של ההאטה בקצב ההתרחבות של הפעילות הריאלית.  
אלה הנתונים העיקריים:

התוצר המקומי הגולמי והתוצר העסקי עלו ב-5.4% וב-6.1%, בהתאמה, במונחים שנתיים. מדובר בקצבי גידול גבוהים, אך נמוכים במעט יחסית לאלה של הרביעים הקודמים. נתוני הצמיחה הושפעו באופן חיובי מגידול חריג של ייבוא מוצרים בני קיימא (בעיקר מכונניות) שהביאו לעליה ניכרת בהכנסות במע"מ והבלו על הייבוא. התוצר המקומי הגולמי ללא מיסים על ייבוא צמח ברביע הראשון בשיעור של 4.2%.

ההוצאה עבור מוצרים בני קיימא עלתה בשיעור חד של 99% במונחים שנתיים. הצריכה הפרטית, כולל מוצרים בני קיימא, עלתה בשיעור חריג של 14.1%, וללא מוצרים אלה ב-6.1%. שיעורי גידול אלה – אשר הושפעו, ככל הנראה, מהתחזקותו של השקל - גבוהים יחסית לתקופה האחרונה ומצביעים על כך שהצמיחה נשענת יותר על עליה בביקושים המקומיים, בעיקר הצריכה, לעומת העבר.

הייבוא עלה בשיעור של 18.7%, במונחים שנתיים, לעומת, 6.8% ברביע הקודם.

הייצוא צמח ב-12.6%, בהמשך לעליה ב-14.7% ברביע הקודם, ואילו היצוא למעט חברות הזנק עלה ב-7.9%.

ההשקעה המקומית הגולמית פחתה ב-10.2%, כתוצאה מירידה במלאים. ההשקעה בנכסים קבועים עלתה ב-9.6%, כתוצאה מההשקעה הגבוהה במכוניות ע"י הסקטור העסקי.

#### המדד המשולב למצב המשק

המדד המשולב למצב המשק לחודש אפריל, יחד עם עדכון המדדים של החודשיים הקודמים כלפי מעלה, מצביעים על המשך ההתרחבות בפעילות הכלכלית. המדד המשולב למצב המשק לחודש אפריל עלה ב-0.1%, והמדד לפברואר עודכן מ-0.4% ל-0.8% ולמארס מ-0.5% ל-0.6%. עליית המדד לאפריל מובלת ע"י העליות במדד הייצור התעשייתי ומדד הפדיון של המסחר והשירותים, אשר מותנו ע"י עליה מתונה במדד ייצוא הסחורות.

#### שוק העבודה

בשוק העבודה נמשכת הירידה באבטלה, תוך המשך התרחבות התעסוקה. עפ"י נתוני המגמה של סקר כח האדם, שיעור האבטלה בחודש פברואר ירד ל-6.5%<sup>1</sup>. כמו כן, מצביעים נתוני הביטוח הלאומי על המשך העליה תוך התמתנות קלה. בחודשים דצמבר 2007 - פברואר 2008 נרשם גידול במשרות השכיר ב-4%, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, לעומת גידול ממוצע של 5.1% בשנת 2007.

השכר הנומינאלי עלה משמעותית. בחודשים דצמבר 2007 – פברואר 2008 עלה השכר הנומינאלי בסקטור הציבורי ב-8.9%, לעומת התקופה המקבילה אשתקד, בין היתר, עקב תשלומים חד-פעמיים ששולמו בעקבות הסכמי שכר שנחתמו. במקביל, עלה השכר הנומינאלי בסקטור העסקי ב-3.6%.

---

<sup>1</sup> נתוני סקר כוח אדם ובתוכם שיעור האבטלה לרביע הראשון, פורסמו ב-28/5/08 – לאחר החלטת הריבית ולא היו זמינים בעת הדיון.

## סחר חוץ ומאזן התשלומים

בחודש אפריל נמשך הגידול בסחר החוץ של המשק. ייבוא הסחורות הסתכם ב-5.5 מיליארד דולר, ייצוא הסחורות ב-3.9 מיליארד דולר ולפיכך הסתכם הגירעון המסחרי ב-1.6 מיליארד דולר. מתחילת השנה הסתכם סך הגרעון המסחרי ב-4.5 מיליארד דולר, לעומת 2.3 מיליארד בתקופה המקבילה אשתקד.

ברביע הראשון חלה ירידה בעודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, דבר עקבי עם ההערכה לאיזון, ואף גירעון, בכל 2008. ברביע הראשון גדלו ייצוא וייבוא הסחורות (בדולרים, ללא אוניות, מטוסים ויהלומים) ב-16.5% ו-20%, בהתאמה, לעומת הרביע המקביל אשתקד.

## **2. נתוני התקציב**

עד כה, רמת הוצאות הממשלה עקבית עם ביצוע מלא של התקציב. במקביל, חלה התמתנות בגידול ההכנסות מהמיסים הישירים, ועלייה במיסים מייבוא ובהכנסות שלא ממיסים (יתכן וחלקן זמני). מתחילת השנה היה לממשלה עודף בפעילותה והוא גבוה מהתוואי העונתי בעיקר בזכות הכנסות שלא ממיסים. התפתחויות אלה עקביות עם עמידה ביעד הגרעון ב-2008.

## **3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי**

### האינפלציה

העלייה במדד המחירים לצרכן הייתה גבוהה מהצפוי, זה החודש השני ברציפות, והגיעה ל-1.5%, לעומת התחזיות שנעו סביב 0.9%. ההפתעה בשני המדדים האחרונים, בהשוואה לתחזיות החזאים, מוסברת בעיקר בעלייה במדד מחירי הדיור, שעלה באפריל ב-1.1%, ומשקף היחלשות של הקשר בינו לבין השינויים בשער החליפין של השקל מול הדולר. עליות נוספות נרשמו בעיקר בסעיפי המזון, התחבורה והתקשורת, על רקע עליית מחירי המזון והאנרגיה בעולם, ההלבשה וההנעלה, והחינוך, התרבות והבידור. ב-12 החודשים האחרונים עלה המדד המחירים לצרכן ב-4.7%, בעוד שמדד המחירים ללא אנרגיה, מזון ופירות וירקות עלה ב-2%. מדד המחירים ללא מזון ואנרגיה עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-2.9%.

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה ל-12 חודשים קדימה, הנגזרות משוק ההון, נמצאות במגמת עלייה מפברואר השנה ובערב החלטת הריבית ליוני עמדו על 2.8%. במקביל, מבטא שיפוע עקום המק"מ ציפיות בשווקים לעלייה של 1 נקודת אחוז בריבית בנק ישראל במהלך 12 החודשים הקרובים.

בעקבות פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש אפריל העלו החזאים הפרטיים את תחזיותיהם למדדי המחירים לצרכן למאי וליוני וכעת הן עומדות על 0.7% ו-0.4%, בהתאמה. במקביל, העלו החזאים את תחזיותיהם לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים ל-

3.3%, מעט מעל לגבול העליון של יעד האינפלציה. תחזיותיהם לגבי האינפלציה בשנת 2009 עומדות על 2.3%, סמוך למרכז יעד האינפלציה. במקביל, מעריכים החזאים כי ריבית בנק ישראל תועלה בממוצע ב-0.3 נקודות אחוז ביוני וגם ביולי.

#### שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

מאז פרסום מדד המחירים לצרכן למארס, עלו התשואות הנומינאליות של אגרות החוב לטווח קצר בכ-0.4 נקודות אחוז.

תשואת המק"מ לשנה עלתה בחודש מאי בכ-0.3 נקודות אחוז לעומת ממוצע אפריל, לרמה ממוצעת של 4%. התשואה הנומינאלית על אג"ח ממשלתיות לא-צמודות לטווח של 5 שנים עלתה בחודש מאי בכ-0.2 נקודות אחוז ורמתה הממוצעת בחודש מאי היא של כ-5.4 אחוזים. התשואה על אג"ח ממשלתיות צמודות למדד ל-5 שנים, עלתה בחודש מאי לרמה ממוצעת של 2.5%, לעומת ממוצע של 2.4% בחודש אפריל.

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

לפני החלטת הריבית ליוני, ריבית בנק ישראל גבוהה ב-1.25 נקודות אחוז מריבית ה-Fed ונמוכה ב-0.75 בהשוואה לריבית הבנק המרכזי באירופה.

המרווח בין התשואות השקליות הלא-צמודות ובין אג"ח של ממשלת ארה"ב, ל-10 שנים, נותר יציב סביב רמה של כ-2 נקודות אחוז.

#### ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (הריבית הריאלית הצפויה)

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (הריבית הריאלית הצפויה) ל-12 חודשים קדימה עומדת בממוצע בחודש מאי על כ-0.5 אחוז, בדומה לרמתה בחודש אפריל.

#### אמצעי התשלום

אמצעי התשלום (M1) התרחב בחודש אפריל ב-4.1%. זהו שיעור ההתרחבות הגדול ביותר בשנה וחצי האחרונות. ב-12 החודשים האחרונים עלו אמצעי התשלום ב-16.5%.

#### המודלים האקונומטריים<sup>2</sup>

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל. התוצאות הנובעות מהתרחישים במודלים השונים מנוגדות ולכן הדבר מקשה על ניתוח הגורמים. עפ"י מודל רבעוני אחד - בהנחות הבאות: מחירי חו"ל עולים בשיעור שנתי של 1.5%, שיעור האבטלה יציב, שער החליפין הוא 3.51 שקלים לדולר, והריבית תעלה לרמה של 5.5% עד סוף 2008 - תהיה האינפלציה בשנת 2008 כ-3.6%. עפ"י מודל רבעוני אחר - בהנחות הבאות: שער החליפין ברביע האחרון של השנה הוא 3.39 ש"ח לדולר בממוצע

<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.

וריבית בנק ישראל תעלה מרמה ממוצעת של 3.3% ברביע השני של שנת 2008 לרמת ממוצעת של 3.7% ברביע האחרון של השנה - תהיה האינפלציה בשנת 2008 4.5%. בהנחה שריבית בנק ישראל תרד לרמה ממוצעת של 3.2% מהרביע השני של 2009 – תהיה האינפלציה 1.5% בשנת 2009. תוצאות המודלים רגישות מאוד לשינויים בשער החליפין.

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

##### שוק מט"ח

ממועד החלטת הריבית לחודש מאי ועד למועד החלטת ריבית לחודש יוני התחזק השקל מול הדולר ב-3.9%, מ-3.46 ש"ח, ב-28 לאפריל, ל-3.33 ש"ח ב-23 למאי. מול האירו התחזק השקל בתקופה זו, ב-3.5%, מ-5.42 ש"ח ל-5.24.

כזכור, החל מה-24 במארס, החל בנק ישראל בתכנית להגדלת יתרות המט"ח בכ-10 מיליארד דולר על פני שנתיים, וזאת באמצעות רכישת מט"ח במהלך המסחר בהיקף של כ-25 מיליון דולר ביום. מאז תחילת הרכישות ועד למועד החלטת הריבית לחודש יוני רכש בנק ישראל כ-850 מיליון דולר.

##### שוק המניות

מאז החלטת הריבית למאי ועד ה-25 למאי, נותר מדד ת"א-100 ללא שינוי.

במדדי המניות המובילים בעולם היו מגמות מעורבות בחודש מאי.

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

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים, המשיכה לרדת גם במאי והגיעה לרמה של 52 נקודות בסיס, לעומת רמה של 60 נקודות ערב החלטת הריבית למאי. מרווח ה-CDS של מרבית המדינות המתעוררות הצטמצם בשיעורים דומים.

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

בסקטור הפיננסי ניכרת רגיעה מסוימת, אך עדיין מוקדם להעריך עד מתי ימשכו הלחצים בו.

הנתונים הכלכליים האחרונים שהתפרסמו מצביעים על האטה בצמיחה הגלובלית בכלל, ובצמיחה בארה"ב בפרט. במקביל, הואצה האינפלציה בעולם, בעיקר על רקע העלייה הניכרת במחירי הסחורות והנפט. על רקע זה, גוברת אי-הוודאות סביב תוואי הריבית הצפוי בשווקים העיקריים. ההאטה בצמיחה מגדילה את ההסתברות למדיניות מוניטארית מרחיבה. מנגד, הלחצים האינפלציוניים מגבירים את הסיכוי לריסון מוניטארי. החוזים העתידיים מתמחרים כעת כי ה-Fed יותיר את הריבית ללא שינוי

בישיבתו הקרובה (בהסתברות של מעל 90%), וכי ה-ECB והבנק המרכזי של יפן יעלו את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז בהסתברות גבוהה עד סוף השנה.

## **ב. הדיון המצומצם - החלטת הריבית לחודש מאי 2008**

המשתתפים בדיון דנו במדד המחירים לצרכן לחודש אפריל שהיה מעל לתחזיות המוקדמות לגביו בכ-0.5 נקודת האחוז. בניגוד למדדים קודמים שהושפעו בעיקר מעליית מחירי האנרגיה והמזון בעולם, מדד זה הושפע גם מעליות של מחירים מקומיות. בדיון צוין כי גם בניכוי מחירי האנרגיה והמזון, עלה המדד ב-12 החודשים האחרונים ב-2.9%, קרוב לגבול העליון של יעד האינפלציה, וגבוה מהעליות של מדד זה בחודשים קודמים – בין 1.4% ל-1.8%. כמו כן, נדון כי הירידה בשער החליפין של השקל מול הדולר לא השפיעה בצורה משמעותית על התפתחות המחירים עקב הירידה בתמסורת שביניהם ולחצי הביקוש המקומיים.

נדונו תרחישים שהתממשותם עשויים להשפיע על מדדי המחירים בחודשים הבאים - עצירה אפשרית בעליית מחירי הסחורות, כפי שמעריכים לאחרונה בקרן המטבע הבינלאומית; אפשרות שמחירי הנפט יפסיקו לעלות ואף ירדו; ירידות עונתיות צפויות במדדי המחירים לצרכן, במהלך השנה, לאחר העלייה הגבוהה הצפויה במדד למאי.

סוגיה נוספת שנדונה היא העלייה בצפיות לאינפלציה לשנה קדימה. זאת, על רקע העובדה שבעקבות שני מדדי המחירים לצרכן הגבוהים שהתפרסמו בחודשים האחרונים, ובעיקר זה של חודש אפריל, העלו החזאים הפרטיים את תחזיותיהם לאינפלציה אל מעל הגבול העליון של היעד.

נותחו נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון. לפיהם, חלה עלייה בפעילות הריאלית, לעמת ההערכות המוקדמות כי תתחיל האטה בקצב הצמיחה בפעילות. צויין כי הנתונים שהגיעו מתייחסים לרביע הראשון והאטה בקצב הצמיחה בפעילות צפויה להתרחש בהמשך השנה. עוד צויין, כי ללא רכיב המיסוי על ייבוא מוצרים בני קיימא (שעלה באופן חריג), צמח התמ"ג ברביע הראשון של השנה בשיעור נמוך יותר - 4.2%. כמו כן נותחו נתוני הייצוא שהצביעו על גידול בקצב גבוה מהצפוי, למרות התחזקות השקל.

המסקנה היא כי עדיין לא נצפית האטה בפעילות של המשק הישראלי, בעקבות ההאטה בארה"ב. ההערכה היא כי ההסבר לכך הוא כי למרות ההאטה שנרשמה בקצב הצמיחה בארה"ב, ייבוא ענפי תעשיות הטכנולוגיה העילית לארה"ב המשיך לצמוח בקצב יחסית קבוע. התפתחות זו השפיעה על המשק הישראלי, שכן עיקר הייצוא הישראלי לארה"ב הוא בענפים אלה.

אחד מחברי ההנהלה המליץ לנגיד להעלות את הריבית ב-0.5 נקודות אחוז. לדבריו, ניכרת האצה אינפלציונית הצפויה להתבטא בחריגה מתמשכת מתחום יציבות המחירים. זאת, על בסיס הנימוקים הבאים: עלייתו החריגה של מדד המחירים לצרכן לחודש אפריל, שהייתה הגבוהה מבין עליות המחירים לחודש אפריל ב-5 השנים האחרונות; עליית מדד המחירים לצרכן מתחילת השנה עקבית עם עליית מחירים שנתית של 4%; הצפיות לאינפלציה משוק ההון עלו, והן נמצאות בקרבת הגבול העליון של יעד האינפלציה; הציפיות ל-12 החודשים הבאים, כפי שמתקבלות מסקר החברות ומהחזאים המקומיים, גבוהות מהגבול העליון של יעד האינפלציה; למרות שחלק ניכר מההאצה האינפלציונית מקורו בחו"ל, השפעת הרכיב המקומי על המחירים אינה מבוטלת.

ארבעה חברי הנהלה המליצו לנגיד להעלות את ריבית ב-0.25 נקודות אחוז. הם הדגישו את ההאצה האינפלציונית שנרשמה בחודשים האחרונים. אולם, די בשלב זה בהעלאת ריבית של 0.25 נקודות אחוז, וזאת מהנימוקים הבאים: חוסר בהירות לגבי עליית מחירי האנרגיה והמוזון בחו"ל; השפעת ההאטה העולמית הצפויה על הביקושים המקומיים וכתוצאה מכך על האינפלציה בישראל; הציפיות להאטה בצמיחה בישראל בהמשך השנה; המשבר הפיננסי בעולם טרם הסתיים; התחזקות השקל צפויה להשפיע הן על הפעילות הריאלית והן על האינפלציה – גם אם התמסורת בין שער החליפין לאינפלציה פחתה.

מתוך מכלול השיקולים, החליט הנגיד להעלות את הריבית לחודש יוני 2008 ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 3.5%.

צוין בדיון כי ההחלטה להעלות את הריבית הכרחית להחזרת האינפלציה לתחום של יציבות מחירים, ובכך לחיזוק התשתית החיונית להפיכת הצמיחה במשק לצמיחה בת קיימא. כמו כן, ימשיך בנק ישראל לעקוב מקרוב אחרי ההתפתחויות במשק ובעולם, ויעלה את הריבית ככל שיידרש על מנת להשיג יציבות מחירים. בכפוף לכך, ימשיך הבנק 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 במאי 2008.

#### בפורום המצומצם השתתפו:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד בנק ישראל  
פרופ' צבי אקשטיין – המשנה לנגיד בנק ישראל  
ד"ר קרנית פלוג – מנהלת חטיבת המחקר  
ד"ר עקיבא אופנבך – מנהל האגף המוניטרי בחטיבת המחקר  
מר בארי טאף – מנהל חטיבת השווקים  
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

החולשה בכלכלה שהתמקדה בתחילתה בשוק הדיור חלחלה ופגעה גם בהוצאות הצרכנים, התורמים לכשני שלישים מהתוצר הריאלי של ארה"ב. מדדי אמון הצרכנים הצביעו על ירידה והוצאות הצרכנים ירדו ברביע הראשון. במקביל, לאחר שנים של צמיחה, נרשמה ברביע הראשון ירידה בהשקעה. בנוסף, הידרדרות נוספת נרשמה גם בשוק העבודה, הידרדרות זו צפויה להוסיף ולפגוע בצריכה. על רקע זה, הצמיחה ברביע הראשון של 2008 נותרה חלשה ברמה של 0.6%. מצד שני, הצמיחה הכלכלית צפויה להתאושש מעט במחצית השנייה של השנה. אם כי הסיכונים לתחזית הצמיחה גדולים על רקע אי הודאות הגדולה בנוגע להתפתחות המשבר הפיננסי, ההתפתחות בשוק הדיור האמריקאי ומחירי הסחורות והנפט. בתי ההשקעות צופים כי הצמיחה בשנת 2008 ו-2009 תסתכם ב-1.2% ו-1.4% בהתאמה. שיעורי צמיחה אלו נמוכים מהצמיחה הפוטנציאלית של ארה"ב – 3%-2.5%.

סיכוני האינפלציה נותרו גבוהים בעיקר על רקע העלייה במחירי הסחורות והאנרגיה. מדד המחירים לצרכן ירד מעט בחודש אפריל ובסך הכל ב-12 החודשים האחרונים עלה המדד ב-3.9%. במקביל, אינפלצית הגרעין עלתה ב-12 החודשים האחרונים ב-2.3%. ה-Fed צופה התמתנות באינפלציה ברביעים הבאים, על רקע צפיותיו להתמתנות מחירי האנרגיה והסחורות וירידה בלחצי הביקוש. יחד עם זאת, ציין נגיד ה-Fed את אי הודאות הגדולה הקיימת ביחס לתחזיות האינפלציה.

ה-Fed המשיך להזרים נזילות לשווקים ובמקביל המשיך במגמת הורדת הריבית. בישיבתו האחרונה (30/4/08) הוריד ה-Fed את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 2%. החוזים העתידיים על ריבית ה-Fed מתמחרים כעת כי ה-Fed יותיר את הריבית ללא שינוי בישיבתו הקרובה בסוף יוני, זאת בהסתברות של 90%.

### אירופה

הצמיחה בגוש האירו ברביע הראשון של 2008 עמדה על 0.7% במונחים שנתיים, בהשוואה לצמיחה של 0.4% ברביע הרביעי של 2007. הצמיחה שנרשמה ברביע הראשון של 2008 היתה מעל הצפיות ובאה בעיקר הודות לצמיחה גבוהה יחסית בגרמניה ובצרפת. עם זאת, הולכות ומצטברות עדויות כי הצמיחה הכלכלית באירופה נחלשת ונראה כי מגמה זו תגבר בחודשים הבאים, במיוחד על רקע האירו החזק והחולשה בכלכלת ארה"ב שפוגעים בייצוא האירופי, הריבית הגבוהה ומחירי הסחורות הגבוהים. מדדי האמון בגוש האירו ירדו, הייצור התעשייתי בחודש מרץ ירד ונרשמה גם ירידה במכירות הקמעונאיות לחודש מרץ. החולשה בצמיחה ניכרת כבר בספרד, שצמחה בקצב הנמוך ביותר ב-8 השנים האחרונות, באיטליה ובהולנד. נגיד ה-ECB ציין כי הצמיחה צפויה להאט כבר ברביע השני של השנה.



בתי ההשקעות צופים בממוצע האטה בצמיחה בשנת 2008 ובשנת 2009 לרמות של 1.5%, 1.3% בהתאמה.

האינפלציה בגוש האירו נותרה מעל היעד של ה-ECB שעומדת על 2%. בחודש אפריל הואטה האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים ל-3.3% לעומת נתון זה לחודש מרץ שעמד על 3.6%. נגיד ה-ECB צופה כי האינפלציה תיוותר ברמה גבוהה בטווח הקרוב ותתמתן רק בהדרגה.

נגיד ה-ECB הותיר גם החודש את הריבית ללא שינוי ברמה של 4%. התבטאויות אנשי ה-ECB מצביעות על כך כי אין בכוונתם להוריד את הריבית ואף אינם פוסלים אפשרות של העלאת ריבית. אולם, בתי השקעות צופים בממוצע כי ה-ECB יוריד את הריבית במחצית השניה של השנה. החוזים העתידיים מתמחרים בהסתברות של 40% הפחתת ריבית של 0.25 נקודות אחוז עד לסוף 2008.

## יפן

ברביע הראשון של 2008 הואץ קצב הצמיחה ביפן והגיע ל-3.3% במונחים שנתיים, זאת כאשר הצמיחה הפוטנציאלית של יפן מוערכת ב-1.5%. אולם, הצמיחה ביפן צפויה להאט בהמשך על רקע ההאטה בארה"ב, העליה במחירי הסחורות והנפט והיין החזק. מדד אמון הצרכנים מצביע על חולשה בעיקר בשל הירידה בשכר הריאלי. על רקע ההאטה בצמיחה העולמית, המשבר בשווקים הפיננסיים והעליה במחירי הסחורות, הבנק המרכזי של יפן הוריד את תחזית הצמיחה לשנת 2008 מ-2.1% ל-1.5%.

בחודשים האחרונים המשיכה האינפלציה לעלות בעיקר על רקע מחירי הנפט והסחורות. מדד המחירים לצרכן עלה בחודש מרץ ב-1.2%, העליה הגדולה ביותר ב-10 השנים האחרונות. הבנק המרכזי של יפן העלה את תחזיתו על מדד המחירים לצרכן ללא מזון טרי לשנת 2008 מ-0.4% ל-1.1%.

על רקע הסיכון כלפי מטה לצמיחה ביפן בפרט ובעולם בכלל, הבנק המרכזי שינה החודש את מדיניותו המוניטארית שכוונה להעלאה הדרגתית של ריבית הבנק המרכזי, אך ציין כי שמירה על ריבית נמוכה עלולה לפגוע בצמיחה בטווח הארוך. בתי ההשקעות צופים בממוצע כי הבנק המרכזי יותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.5% גם בישיבתו הקרובה בסוף מאי. כמו כן, צופים כי הריבית תישאר ללא שינוי עד סוף השנה. החוזים העתידיים מתמחרים העלאת ריבית של 0.25 נקודות אחוז בהסתברות של 76% עד סוף שנת 2008.

## שווקים מתעוררים

הצמיחה הכלכלית נותרה חזקה במרבית השווקים המתעוררים, על אף ההאטה בצמיחה במשקים העיקריים. השווקים המתעוררים צפויים להיפגע באופן מתון יחסית מההתפתחויות העולמיות האחרונות, במיוחד הודות לנתונים הבסיסיים החזקים במשקים המתעוררים וכן בשל מחירי הסחורות הגבוהים שתומכים במאזני התשלומים של המדינות היצואניות מבין המשקים הללו.

עבור השווקים המתעוררים, האינפלציה היא הבעיה המשמעותית יותר. השילוב של מחירי סחורות גבוהים וביקוש מקומי גבוה ממשיכים ללבות לחצים אינפלציוניים בשווקים המתעוררים. מגמה זו צפויה להימשך ואף להאיץ בחודשים הקרובים.

לנוכח האינפלציה הגבוהה, במהלך החודשיים האחרונים בנקים מרכזיים רבים בשווקים המתעוררים שינו כיוון, והם אינם ממתינים עוד לכך שחולשת הצמיחה תמתן את האינפלציה אלא החלו לנקוט במדיניות מוניטארית מצמצמת. עם זאת, הבנקים המרכזיים במשקים אלה צפויים להיוותר זהירים על רקע סיכוני הצמיחה.

בסין, ברביע הראשון של 2008, על רקע ירידה בייצוא, נרשמה האטה בקצב הצמיחה ל-10.6% במונחים שנתיים. האינפלציה באפריל הואצה ל-8.5% ב-12 החודשים האחרונים, זאת על רקע עלייה במחירי המזון, הנפט והסחורות וכן עלייה בעלות העבודה.