



אוגוסט 2008

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

הדיונים התקיימו ב-27 וב-28 ביולי.

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 החטיבות הכלכליות בבנק (המחקר והשווקים) וכלכלנים מהחטיבות השונות המכינים ומציגים את החומר לדיון. הנתונים, האמדנים וההערכות המופיעים במסמך זה הם אלו הקיימים במועד החלטת הריבית. בדיון בפורום המצומצם מציגים מנהלי חטיבות המחקר והשווקים, וחברי הנהלה המשתתפים בדיון, את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית ומתפתח דיון בדבר החלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

א. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

מספר נתונים על הפעילות הריאלית שהתקבלו לאחרונה, תומכים בהערכה לפיה המשק נכנס להאטה בקצב ההתרחבות. העלייה בסיכונים כלפי מטה בצמיחה העולמית, יחד עם התחזקות השקל שנרשמה מתחילת השנה, מהווים גורמים להאטה הצפויה בקצב ההתרחבות של הפעילות הכלכלית בישראל בהמשך השנה ובשנת 2009. מנגד, נתונים אחרים שהתפרסמו מצביעים דווקא על המשך ההתרחבות בפעילות הכלכלית.

המדד המשולב למצב המשק

המדד המשולב לחודש יוני והמתוקן לחודש מאי ירדו ב-0.3% ו-0.1% בהתאמה. שני מדדים אלה הם הנמוכים ביותר מאז מרץ 2003. התפתחות זו במדד המשולב עקבית עם ההערכות שהמשק נכנס להאטה בקצב ההתרחבות. המדד בחודש יוני הושפע מצד אחד מהירידות שנרשמו במדד הייצור התעשייתי (ירידה של 3.7% במאי), במדד הפדיון במסחר והשירותים (ירידה של 4.5% במאי) וממדד ייצוא השירותים (ירידה של 1.1% ביוני). ומצד שני נרשמה עלייה במדדי ייצוא וייבוא הסחורות (עלייה של 7.5%, 9.5% בהתאמה) שמיתנה את הירידה במדד המשולב.

נתוני המכירות של רשתות השיווק לחודש יוני מצביעים אף הם על המשך ההתרחבות.

סקר החברות

על פי סקר החברות של בנק ישראל, חלה ברביע השני של 2008 האטה בקצב ההתרחבות של הפעילות העסקית, זאת בהמשך למגמה דומה שהסתמנה ברביע הקודם. בניגוד לרביע הראשון של 2008, שבו חברות שדיווחו על האטה בצמיחה השתייכו בעיקר לענפי התעשייה והבנייה, סימני ההאטה בצמיחה הפעם משתקפים במרבית הענפים, למעט ענפי המלונאות, התחבורה והתקשורת ושירותי ההיי-טק, בהם נמשכה מגמת ההתרחבות. התמתנות בקצב ההתרחבות מסתמנת הן בפעילות המקומית והן בפעילות עם חו"ל, והצפיות לרביע הבא מלמדות על גידול בהסתברות להמשך ההאטה במשק. לעומת זאת, המדד המוביל בפעילות המגזר העסקי (ללא בניה) אינו צופה האטה.

שוק העבודה

נתוני הלמ"ס מצביעים על המשך מגמת הירידה בשיעור האבטלה ועל פי נתוני המגמה לחודש מאי, שיעור האבטלה הוא 6.1% לעומת 6.2% בחודשים מרץ אפריל השנה. מנתוני ביטוח לאומי עולה כי השכר הנומינלי למשרת שכיר עלה בשנה האחרונה (פברואר-אפריל 2008 לעומת התקופה המקבילה אשתקד) ב-4.8%. בתקופה זו עלה השכר בסקטור העסקי ב-4.4% ובציבורי ב-5.9% (יצויין כי בתחילת השנה ניתנו בסקטור הציבורי תוספות חד פעמיות בגין שחיקת שכר בעבר).

סחר חוץ ומאזן התשלומים

נתוני סחר החוץ מצביעים על שיפור בייצוא ברביע השני של 2008 לאחר האטה בצמיחה ברביע הראשון. ייצוא הסחורות (ללא יהלומים) עלה ברביע השני בשיעור שנתי של 17.6% לעומת הרביע הראשון (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות, בשיעור שנתי) זאת בהשוואה לכך שברביע הראשון השנה לעומת הרביע הרביעי של 2007 עלה הייצוא ב-7.5%. יבוא הסחורות (ללא אניות, מטוסים ויהלומים) עלה ברביע השני בשיעור שנתי של 9.6% לעומת הרביע הראשון (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות, בשיעור שנתי) זאת בהשוואה לכך שברביע הראשון השנה לעומת הרביע הרביעי של 2007 עלה הייבוא ב-20.1%.

2. נתוני התקציב

במחצית הראשונה של 2008 הסתכם העודף הכולל בפעילות הממשלה ללא אשראי ב-2.7 מיליארד ש"ח ביחס לתוואי העונתי. להערכת חטיבת המחקר בבנק ישראל, שנת 2008 צפויה להסתיים עם ביצוע מלא של התקציב תוך עמידה בתקרת הגרעון של 1.6%. הנתונים המצטברים של ההכנסות ממסים עד סוף יוני מעידים על התרחבות של הפעילות בקצב קצת פחות מהיר מאשר ברביע הראשון. ברביע השני של 2008 ירדו ריאלית ההכנסות ממס הכנסה נטו בשיעור של 2% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, זאת בעיקר כתוצאה מירידה בתקבולים מחברות ומעצמאיים, בניכוי השפעות חקיקה ומהירידה בגביית מסים על רווחי הון כתוצאה מהירידות במחירי המניות. נתוני הקצה (חודש יוני עצמו) הצביעו - אם כי לא בצורה חדה - על ירידה מסוימת בקצב הגידול של הפעילות (בעיקר, קצב הגידול הריאלי של מע"מ ברוטו על יצור מקומי שירד ל-3.7 אחוזים

מול יוני 2007 - איטי יותר מהחודשים הקודמים). האינדיקטורים להתפתחות השכר הצביעו על המשך ההאצה בגידול בשכר הנומינלי ובתעסוקה.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן הפתיע בחודש יוני ועלה ב-0.1%, נמוך מהתחזיות המוקדמות שעמדו על כ-0.6%. שיעור זה גם נמוך מהתוואי העונתי העקבי עם יעד האינפלציה. סעיפי הדיור, המזון והפירות וירקות תרמו להפתעה כלפי מטה במדד. מתחילת השנה עלה המדד ב-2.3%. ב-12 החודשים האחרונים עלה המדד הכללי ב-4.8% והמדד ללא אנרגיה, מזון ופירות וירקות עלה ב-1.9%.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, היו במגמת עלייה בחודשים האחרונים וביולי השנה הגיעו ל-3.4% בממוצע, זוהי עלייה משמעותית לעומת 3% ביוני ו-2.7% במאי. לאחר פרסום מדד יוני, ירדו הציפיות ל-2.8% בממוצע יומי במחצית השנייה של יולי. הציפיות הנגזרות משוק ההון הן להעלאת ריבית של כ-0.5 נקודת אחוז בטווח של שנה.

הערכות החזאים המקומיים לאינפלציה ל-12 החודשים קדימה יציבות ב-3 החודשים האחרונים וביולי עמדו על שיעור של 3.2% אחוזים.. לאחר פרסום מדד יוני תחזיות החזאים התמתנו רק במעט. לשלושת החודשים הבאים צופים החזאים המקומיים עלייה מצטברת במדד המחירים לצרכן ב-0.9%. עוד הם מעריכים כי ריבית בנק ישראל לחודש אוגוסט תיוותר ללא שינוי ובתוך שנה תועלה בממוצע בכ-0.4 נקודות אחוז. לפי התחזיות של בנק ישראל, צפויה האינפלציה במבט 12 חודשים אחורה לרדת מרמתה היום, 4.8%, לשוב ולעלות לקראת סוף השנה ולחזור לתוך היעד לקראת אמצע שנת 2009.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

במחצית הראשונה של חודש יולי נרשמה עלייה נוספת בתשואות הנומינליות על אגרות החוב הממשלתיות, בהמשך לעלייה שכבר נרשמה בהן מאז מארס, בעקבות התגברות הציפיות לאינפלציה. אולם, לאחר פרסום מדד יוני ירדו התשואות.. כך, התשואה על אג"ח לא צמודה ל-5 שנים ול-10 שנים ירדה מרמה ממוצעת של 5.5%-6.2%, בהתאמה, במחצית הראשונה של חודש יולי לרמה ממוצעת של 5.2%-6%, בהתאמה, לאחר פרסום מדד יוני.

התשואה על אג"ח צמודה ל-5 שנים ול-10 שנים עלתה לאחר פרסום המדד לרמה ממוצעת של 2.6%-3.3%, בהתאמה, לעומת רמה ממוצעת של 2.4%-3.2%, בהתאמה, ביוני ובמחצית הראשונה של יולי. בעקבות פרסום מדד יוני, ירדה תשואת המק"מ לשנה מ-4.5% ל-4.3%. התשואה ל-3 חודשים נותרה כמעט ללא שינוי.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל הייתה גבוהה ב-1.75 נקודת האחוז מריבית הפד ונמוכה ב-0.50 נקודת האחוז בהשוואה לריבית הבנק המרכזי באירופה. המרווח בין אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים של ממשלת ישראל לאלו של ממשלת ארה"ב נותר ללא שינוי ברמה של 1.9 נקודות אחוז.

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (ריבית ריאלית צפויה)

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה עומדת בממוצע בחודש יולי על כ-0.4 אחוז, ירידה של כ-0.2 נקודת האחוז לעומת חודש יוני.

אמצעי התשלום

קצב הגידול השנתי של אמצעי התשלום (M1) נמצא במגמת ירידה מאז ספטמבר 2007 ובינוני הגיע ל-11.8% (בחישוב ל-12 חדשים אחרונים).

המודלים האקונומטריים¹

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל. ההנחות העיקריות שהונחו החודש: צפויה התמתנות בביקושים בחו"ל ובקצב העלייה של מחירי התשומות, ריבית חו"ל תישאר יציבה עד סוף 2009 ומחירי הסחורות יתייצבו על הרמה הנוכחית. על פי התרחיש הראשון במודל הרבעוני של חטיבת המחקר, בו שער חליפין נע סביב 3.4 ש"דולר בשנה וחצי הקרובות, נדרשת העלאת ריבית הדרגתית עד לסוף 2009. בתרחיש זה האינפלציה תתכנס ליעד במחצית הראשונה של 2009. על פי התרחיש הראשון במודל הרבעוני של המחלקה המוניטרית, בו שער החליפין בשנה וחצי הקרובות נע סביב 3.35 ש"דולר, נגזרת העלאת ריבית ל-4.2% במחצית השניה של 2008 ולאחר מכן הורדה הדרגתית עד ל-3.5% בסוף 2009. בתרחיש זה האינפלציה במהלך ארבעת הרבעים הבאים תסתכם ב-3.1% ותיכנס ליעד ברביע השלישי של 2009. שני המודלים האקונומטריים של בנק ישראל מצביעים על הצורך בהעלאת ריבית על מנת להחזיר את האינפלציה ליעד ב-12 החודשים הקרובים.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

ממועד החלטת הריבית בחודש שעבר (22.6) עד למועד החלטת ריבית זו (27.7) השקל נחלש לעומת הדולר, מרמה של 3.35 ש"דולר ב-22 ביוני לרמה של 3.49 ש"דולר ב-27 ביולי – כ-4%. גם מול האירו נחלש השקל בחודש האחרון -- משער של 5.21 ש"לאירו ב-22 ביוני לשער של 5.48 ש"לאירו ב-27 ביולי – כ-5%. מאז הודעת בנק ישראל על הגדלת קצב הרכישות מ-

¹ 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.

25 מיליון דולר ליום ל-100 ליום (ב-10/7) ועד למועד החלטת ריבית זו, נחלש השקל מול הדולר ומול האירו בכ-8%.

שוק המניות

מאז הדיון המוניטרי האחרון (22/6) ועד ה-27/7, ובניגוד למגמה בחודש שעבר, ירד מדד ת"א 100 ב-7.6%, בדומה לירידות במרבית מדדי המניות המובילים בעולם.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

בדומה למשקים המתעוררים, פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים, המשיכה לעלות גם החודש מרמה של 0.63% ערב ההחלטה הקודמת לרמה של 0.87%.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

לאחר רגיעה מסוימת בלחצים, המשבר בשווקים הפיננסיים הוחמר בשבועות האחרונים בעקבות חששות המשקיעים בנוגע למצבן הפיננסי של Freddie Mac ו-Fannie Mae בארה"ב.

הנתונים הכלכליים האחרונים שהתפרסמו הצביעו על האטה בצמיחה העולמית. הערכות קרן המטבע הבינלאומית ובתי השקעות הן כי הצמיחה צפויה להאט במחצית השניה של השנה בארה"ב, אירופה, אנגליה ויפן. במשקים המתפתים הצמיחה עדיין חזקה אך גם שם מתחילה האטה בקצב ההתרחבות. קרן המטבע הבינלאומית צופה כי הצמיחה הגלובלית תואט מ-5% בשנת 2007 ל-4.1% בשנת 2008 ול-3.9% בשנת 2009.

במקביל, האצת האינפלציה בעולם נמשכת, במיוחד על רקע מחירי הסחורות והנפט הגבוהים. הסיכון כלפי מעלה באינפלציה עדיין קיים, בעיקר בשל החשש מ"סיבוב שני" של האינפלציה, (מעבר של עליות המחירים במחירי הסחורות והנפט למוצרים אחרים) עם זאת, החודש נרשמה ירידה ניכרת במדדי הסחורות והנפט. מדד הסחורות, ה-CRB, ירד בשבועות האחרונים בכ-11%, לאחר שעלה ב-32% מאז תחילת השנה ועד תחילת יולי.

על רקע המצב בשווקים הפיננסיים, סיכוני הצמיחה וההאצה באינפלציה, הבנקים המרכזיים בעולם ניצבים בפני דילמה בקביעת הריבית ותגובתם להתפתחויות האחרונות שונה. כך, בנקים מרכזיים רבים בעולם עברו למדיניות מוניטרית מרסנת. וואלס, ב-Fed, ב-ECB ובבנק המרכזי של אנגליה ירדה ההסתברות לעלייה בריבית של הבנקים הללו בחודשים הבאים, כתוצאה מהחלשות הצמיחה.

ב. הדיון המצומצם - החלטת הריבית לחודש אוגוסט 2008

החודש התקיים הדיון על רקע סביבת האינפלציה הגבוהה, מדד יוני שהפתיע כלפי מטה והתמונה המעורבת שמשקפת מהנתונים שהתפרסמו בנוגע לפעילות הריאלית. שתי שאלות עמדו במרכז הדיון: האם האינפלציה משנה כיוון?; האם מספר נתונים על הפעילות הכלכלית, שהתקבלו לאחרונה, מצביעים על כך שהמשק כבר נכנס להאטה בצמיחה ואם כן, עד כמה?

המשתתפים בדיון דנו במדד המחירים לצרכן לחודש יוני שהפתיע כלפי מטה. למעשה, המדד האחרון עדיין לא נותן תמונה לגבי התפתחות האינפלציה בהמשך. המדד ללא אנרגיה, מזון ופירות וירקות עלה ביוני ב-0.6% - שיעור גבוה מהתואי העקבי עם יעד המחירים. הוזכרה העובדה שגם מדד דצמבר הפתיע כלפי מטה אך בהמשך חזרו המדדים להיות גבוהים.

סביבת האינפלציה עדיין גבוהה. האינפלציה כפי שבאה לידי ביטוי בעלייה במדד המחירים לצרכן ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 4.8%. המדדים החזויים לחודשים הבאים מצביעים על כך שהאינפלציה במבט ל-12 חודשים אחורה צפויה להישאר בסביבת הרמה הנוכחית עד לסוף השנה. הצפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים עדיין בסביבת הגבול העליון של תוואי היעד. למרות ירידה חדה שנרשמה בצפיות לאינפלציה כפי שנמדדות בשוק ההון, עדיין, הצפיות הן בסביבת 3% כאשר החזאים צופים אינפלציה גבוהה מהיעד לתקופה זו.

מחירי הסחורות והנפט שעלו חדות בחודשים האחרונים והיוו את הגורם המרכזי לעלייה באינפלציה העולמית והמקומית, ירדו לאחרונה. אולם, מוקדם להעריך האם מדובר בתפנית או שמדובר בירידות שהן חלק מהתנודתיות הקיימת במחירים.

נתונים מסקר החברות והמדד המשולב תומכים בהערכה כי המשק נכנס להאטה בקצב ההתרחבות. בנוסף, התחזקות השקל ביחס לדולר מתחילת השנה, מהווה גורם ממתן לייצוא ולכן לפעילות הכלכלית.

אך מנגד, כמה נתונים מצביעים על כך שההתרחבות בכלכלה המקומית נמשכת. המדד המוביל בפעילות המגזר העסקי (ללא בניה), מתוך סקר החברות, אינו צופה האטה. נתוני סחר החוץ מצביעים על המשך ההתרחבות. נתוני המכירות של רשתות השיווק לחודש יוני מצביעים אף הם על המשך ההתרחבות. נתוני התעסוקה ממשיכים להשתפר אם כי הוזכרה העובדה שנתוני התעסוקה מגיבים בפיגור לנתוני הצמיחה.

בעולם קיימים סיכונים כלפי מטה בצמיחה וכלפי מעלה באינפלציה. לאחר תקופה של רגיעה יחסית בשווקים הפיננסיים העולמיים, חלה החמרה מסוימת בעקבות חששות המשקיעים בנוגע למצבן הפיננסי של Freddie Mac ו-Fannie Mae בארה"ב. החשש מפני

אינפלציה הוביל בנקים מרכזיים רבים בעולם לעבור למדיניות מוניטרית מרסנת. ואולם, ב-Fed, ב-ECB ובבנק המרכזי של אנגליה ירדה ההסתברות לעלייה בריבית של הבנקים הללו בחודשים הבאים.

שלושה מחברי ההנהלה המליצו לנגיד להותיר את הריבית ללא שינוי מהנימוקים הבאים: אינדיקטורים מובילים של הפעילות הריאלית במשק ברביע השני של 2008 מצביעים על התמתנות; ישנם סימנים לירידה בסביבה האינפלציונית על רקע מדד יוני הנמוך והירידה שנרשמה במחירי הסחורות והאנרגיה בשבועות האחרונים; מדד המחירים לצרכן ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות עלה ב-12 החודשים האחרונים בשיעור הקרוב למרכז היעד – 1.9%; צפיות האינפלציה כפי שנמדדות בשוק ההון ירדו באופן חד לאחר פרסום מדד יוני; להערכתם, קיים סיכוי שבמחצית הראשונה של 2009 תיכנס האינפלציה לתוך היעד גם ללא העלאת ריבית בחודש זה; ירדה ההסתברות לעלייה בריבית של ה-Fed, ה-ECB והבנק המרכזי של אנגליה; החרפת המשבר הפיננסי העולמי ביולי, הגדילה את אי הודאות בשווקים הפיננסיים ואת החשש מפני האטה חריפה וממושכת יותר ממה שנצפה תחילה.

שניים מחברי ההנהלה המשתתפים בדיון המליצו לנגיד להעלות את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז מהנימוקים הבאים: למרות העלייה המתונה במדד חודש יוני, עדיין מסתכמת האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים ברמה גבוהה משמעותית מהגבול העליון של יעד האינפלציה (4.8%); המדד ללא פירות וירקות של חודש יוני עלה החודש בשיעור 0.6% – שיעור גבוה מהתוואי המתיישב עם יעד האינפלציה – בהמשך לשיעורי גידול גבוהים בחודשים האחרונים; הצפיות לאינפלציה לטווחי זמן גבוהים משנה, עדיין גבוהות והעלאת הריבית תתרום להכנסתן לתחום יעד האינפלציה ולהורדת הריבית ארוכת הטווח – ירידה שתתמוך בפעילות הריאלית; כמה מהנתונים על הפעילות הריאלית מצביעים על המשך ההתרחבות בפעילות הכלכלית; למרות הירידה שנרשמה בשבועות האחרונים במחירי הסחורות והנפט, עדיין לא ברור האם מדובר בירידה שהיא חלק מהתנודתיות במחירים או שמדובר בשינוי כיוון; רמת הריבית הנומינלית והריאלית בישראל נמוכה.

מתוך מכלול השיקולים, החליט הנגיד להעלות את הריבית לחודש אוגוסט ב-0.25 נקודות האחוז, לרמה של 4% כדי לתמוך בהחזרת האינפלציה והצפיות לה לסביבת מרכז היעד. חזרת האינפלציה והצפיות לה לתוך היעד הינה תנאי הכרחי לתמוך בצמיחה בת קיימא.

צוין שבנק ישראל ימשיך לעקוב מקרוב אחרי ההתפתחויות במשק הישראלי ובעולם, ולפעול 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-28 ביולי 2008.

בפורום המצומצם השתתפו :

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק
פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק
ד"ר קרנית פלוג – מנהלת חטיבת המחקר
ד"ר עקיבא אופנבכר – חבר הנהלה ומנהל האגף המוניטרי/פיננסי בחטיבת המחקר
מר בארי טאף – מנהל חטיבת השווקים
מר בלפור עוזר – חבר הנהלה
ד"ר יוסי סעדון – דובר הבנק

נספח : פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

ברביע הראשון של 2008 עלתה הצמיחה במעט לרמה של 1%, אך הנתונים ממשיכים להצביע על חולשה. החולשה בשוק הדיור נמשכת, מחירי הבתים המשיכו לרדת ותרמו לעלייה במספר עיקולי הבתים ומספר הבתים למכירה. הירידה במכירות בתים חדשים נמשכה אף היא ומלאי הבתים החדשים למכירה נותר גבוה. בשוק העבודה נרשמה הידרדרות כאשר שיעור האבטלה עלה ל-5.5%. קרן המטבע הבינלאומית צופה כי הצמיחה בארה"ב צפויה להאט במחצית השניה של 2008 ובשנת 2008 תסתכם הצמיחה ב-1.3%. הערכות בתי השקעות הן כי קצב הצמיחה צפוי לעלות בהדרגה בשנתיים שלאחר מכן. האינפלציה נותרה גבוהה. ב-12 החודשים האחרונים רשם מדד המחירים לצרכן עלייה של 5% ואינפלציה הגרעין עלתה ב-2.4%. עליית המחירים המתמשכת מציבה סיכון ל"סיבוב שני" של השפעות אינפלציוניות. ה-Fed צופה כי האינפלציה תמשיך לעלות בטווח הקרוב, אך תתמתן בשנים 2009 ו-2010, על רקע הצפי להאטה בצמיחה הגלובלית, לירידת מחירי הסחורות ולירידה בלחצים על כושר ניצולת הייצור ושמירה על צפיות אינפלציוניות מרוסנות. עם זאת, ציין ה-Fed את אי הודאות הגבוהה סביב תחזית האינפלציה על רקע העלייה המתמשכת במחירי הסחורות והסיכון להמשך מגמה זו. בישיבתו האחרונה (25/6) הותיר ה-Fed את הריבית ללא שינוי ברמה של 2% וציין בהודעתו כי סיכוני הצמיחה פחתו. ואולם, בעקבות ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים ציינו ב-Fed כי לתחזיתו על הצמיחה מתלווה אי ודאות רבה וסיכון תחזית הצמיחה הוא כלפי מטה. בתי השקעות צופים במוצע כי ה-Fed יותיר את הריבית ללא שינוי עד סוף 2008. לעומת זאת החוזים העתידיים על ריבית ה-Fed, מתמחרים כעת העלאת ריבית בהדרגה לרמה של 2.3% עד לסוף השנה.

אירופה

הצמיחה בגוש האירו הסתכמה ברביע הראשון של 2008 ב-0.7% במונחים שנתיים, בעיקר הודות לצמיחה חזקה בגרמניה ובצרפת. ואולם, הולכות ומצטברות עדויות כי הצמיחה הכלכלית באירופה נחלשת ונראה כי מגמה זו תגבר בחודשים הבאים, במיוחד על רקע החולשה בכלכלת ארה"ב והאירו החזק שפוגעים בייצוא האירופי, התנאים המוניטאריים ההדוקים ומחירי הסחורות הגבוהים. ככלל, הנתונים הכלכליים שהתפרסמו מאז סוף הרביע הראשון מצביעים על האטה בקצב הצמיחה. על רקע זה, נגיד ה-ECB ציין החודש כי הצמיחה צפויה להיות חלשה ברביע השני והשלישי של השנה, וציין כי קיימים סיכונים כלפי מטה לצמיחה ובכלל זה, ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים והמשך עליית מחירי הסחורות והנפט. בתי השקעות צופים במוצע האטה

בצמיחה ברביע השני והשלישי של 2008 לרמה של 0.1% ו-0.5% בהתאמה. כמו כן, יותר תחזיות מצביעות על מיתון בגוש האירו ובאנגליה.

האינפלציה בגוש האירו הואצה בחודש יוני לרמה של 4% במונחים שנתיים, הרמה הגבוהה ביותר מזה למעלה מ-16 שנה, ונותרה הרבה מעל לתקרת היעד של הבנק המרכזי העומדת על 2%. האצת האינפלציה נגרמה בעיקר בשל העלייה הניכרת במחירי הנפט והמזון. אינפלצית הגרעין הואצה אף היא בחודש יוני, אם כי במידה מתונה יותר, לרמה של 1.8%. נגיד הבנק המרכזי של ה-ECB, צופה כי האינפלציה תיוותר ברמה גבוהה בטווח הקרוב ותתמתן רק בהדרגה.

על רקע האצת האינפלציה והחששות מפני "סיבוב שני" של השפעות אינפלציוניות, במיוחד מכיוון השכר, ה-ECB העלה החודש את הריבית לרמה של 4.25%. ואולם, הערכות בתי ההשקעות הן כי ההאטה בצמיחה צפויה להגביל את מרחב הפעולה של ה-ECB. בעקבות כך, הורידו בתי ההשקעות את ההסתברות להעלאת ריבית נוספת. בתי ההשקעות צופים כעת, בממוצע, כי ה-ECB יותיר את הריבית ללא שינוי עד סוף 2008 ויוריד אותה בהדרגה במחצית הראשונה של 2009. החוזים העתידיים מתמחרים העלאת ריבית הדרגתית של 0.25% עד סוף הרביע הראשון של 2009.

יפן

הצמיחה ביפן הואצה ברביע הראשון של 2008 ל-4% במונחים שנתיים, הרבה מעל הצמיחה הפוטנציאלית של יפן שנאמדת בכ-1.5%. האצה זו בצמיחה באה בעיקר הודות לייצוא לשווקים המתעוררים. ואולם, הנתונים שמתפרסמים לרביע השני של השנה מצביעים על חולשה, הן בייצוא והן בביקוש המקומי, בעיקר על רקע ההאטה בארה"ב, העלייה במחירי הסחורות והנפט והיין החזק. הבנק המרכזי של יפן הוריד את תחזית הצמיחה שלו לשנת 2008 מ-1.5% ל-1.2%, ולשנת 2009 מ-1.7% ל-1.5%, על רקע ההאטה בצמיחה העולמית, המשבר בשווקים הפיננסיים והעלייה במחירי הסחורות.

האינפלציה המשיכה ועלתה בחודשים האחרונים, בעיקר על רקע עליית מחירי הנפט והסחורות. מדד המחירים לצרכן עלה בחודש מאי ב-1.3%, העלייה הגדולה ביותר מזה עשור. הבנק המרכזי העלה את תחזיותיו על מדד המחירים לצרכן ללא מזון טרי לשנת 2008 מ-1.1% ל-1.8%.

על רקע הסיכון כלפי מטה לצמיחה וההאצה באינפלציה, הבנק המרכזי של יפן הותיר החודש את הריבית ללא שינוי. בתי ההשקעות צופים בממוצע כי הבנק המרכזי יותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.5% עד סוף הרביע הראשון של 2009. החוזים העתידיים מתמחרים העלאת ריבית של 0.25% בהסתברות של 60% עד אמצע 2009.

שווקים מתעוררים

הנתונים הכלכליים הבסיסיים בשווקים המתעוררים נותרים חזקים. עם זאת ישנם סימנים המצביעים על חלחול של השפעת ההתפתחויות בסביבה הגלובלית. ניכרת עתה האטה מסוימת בקצב ההתרחבות וישנה עלייה בפגיעותם של השווקים המתעוררים להתפתחויות בשווקים הפיננסיים העיקריים.

האינפלציה נותרה גבוהה, בעיקר על רקע מחירי הנפט והמזון הגבוהים וכן הודות לביקוש מקומי שנותר גבוה. הבנקים המרכזיים הגיבו באופן שונה להתפתחויות אלה. במדינות אמריקה הלטינית הבנקים המרכזיים היו אגרסיביים יותר. לעומת זאת, בחלק ממדינות אסיה הבנקים המרכזיים נוטים למדיניות מוניטארית מרחיבה.

על רקע הלחצים בשווקים הפיננסיים בכלכלות העיקריות, ניכרה החודש השפעה גם בנכסים הפיננסיים בשווקים המתעוררים. ירידות נרשמו במדדי המניות ומרווחי ה-CDS התרחבו. שוק האג"ח בשווקים המתעוררים המשיך להיות מושפע בעיקר מגורמים מקומיים ומתגובת הבנקים המרכזיים למאזן הסיכונים צמיחה-אינפלציה.

הצמיחה בסין הואטה ברביע השני של השנה, זה הרביע הרביעי ברציפות, לרמה של 10.1% במונחים שנתיים. קרן המטבע הבינלאומית צופה כי הצמיחה בסין תואט מקצב של כמעט 12% ב-2007 לקצב של כ-10% בשנים 2008-2009. קצב העלייה במדד המחירים לצרכן ירד בחודש יוני ל-7.1%, לאחר שעלה בחודש פברואר האחרון ל-8.7%, שיא של 12 השנים האחרונות. מדד המחירים ליצרן עלה ביוני ב-8.8%, ומהווה סיכון כלפי מעלה לאינפלציה בעתיד.