

## מאקרו גלובלי - סקירה חודשית

אוקטובר 2023

ד"ר גיל מיכאל בפמן, כלכלן ראשי  
יניב בר, ראש תחום כלכלה

*אגף כלכלה, החטיבה לשוקי הון*

*אנא ראו גילוי נאות בעמוד האחרון*

## עיקרי הדברים ותוכן עניינים

### הכלכלה הגלובלית במבט כולל (עמ' 4)

- נתוני הפעילות והתעסוקה מהווים אינדיקציה ל"נחיתה רכה" של הפעילות הכלכלית במשק האמריקאי. עם זאת, בגוש האירו מדד הסנטימנט הכלכלי ממשיך להיחלש.
- ב-10 באוקטובר 2023, עדכנה קרן המטבע הבינלאומית (IMF) את תחזית המאקרו שלה לשנים הקרובות. ביחס לתחזית קודמת מחודש יולי 2023, תחזית קרן המטבע לשנים 2023-2024, עדיין משקפת מצב של "נחיתה רכה" לכלכלה הגלובלית.
- קצב האינפלציה השנתי בארה"ב נותר בחודש ספטמבר ללא שינוי בשיעור של 3.7%, ואינפלציית הליבה ירדה מעט ל-4.1% לעומת 4.3% באוגוסט. במידה שהתמונה הנוכחית תימשך, נראה שלא ניתן להוציא מכלל אפשרות העלאת ריבית מצד ה-FED באחת מן ההחלטות של דצמבר 2023 או ינואר 2024, אך ההסתברות נמוכה.
- מהלך עליית התשואות לפדיון באג"ח הממשלתי בעולם החל בסביבות חודש מאי השנה. במקביל, התשואות לפדיון של איגרות החוב הצמודות למדד בארה"ב (TIPS) הוסיפו לעלות.
- עליית המדרגה של התשואות בארה"ב משקפת בראש ובראשונה את תנאי המאקרו הריאליים שם שהובילו לעלייה של ממש ברמת הריבית הריאלית לטווח ארוך.
- צפויה התמתנות של ממש בצמיחת הפעילות הכלכלית בגוש האירו, עד כדי "מיתון מתון" זמני.
- העלייה המחודשת במחירי האנרגיה בעולם, בדגש על הגז הטבעי, צפויה לבוא לידי ביטוי בהאטת ירידת האינפלציה, תוך כדי הארכת פרק הזמן עד להתכנסות חזרה ליעד יציבות המחירים. על רקע זה, תשואות האג"ח עלו באירופה.
- קרן המטבע הבינלאומית (IMF) עדכנה את תחזית צמיחת התוצר של יפן לשנת 2023 מ-1.4% ל-2.0%. עם זאת, במהלך 2024 צפויה לחול התמתנות בקצב הצמיחה לכ-1%, באופן התואם במידה רבה יותר את הפוטנציאל.
- התשואות ל-10 שנים עלו לשיא של תשע שנים לרמה של 0.80-0.90%, שעדיין מתחת לרף החדש של 1.0% שהוצג ביולי, אך רק במעט. צפוי שהבנק המרכזי של יפן יוותר על ה-YCC רק באמצע 2024.

## לאומי תחזיות כלכליות, אוקטובר 2023

2024F	2023E	2022	2021	2020	
					תמ"ג – צמיחה כלכלית, שיעור שינוי
3.0%	2.8%	3.4%	6.3%	-2.8%	עולם
1.0%	2.1%	2.1%	5.9%	-2.8%	ארצות הברית
-11.0%	-11.0%	-11.0%	-11.0%	-11.0%	בריטניה
1.0%	1.3%	1.1%	2.1%	-4.3%	יפן
0.7%	0.5%	3.5%	5.4%	-6.1%	גוש האירו
4.7%	4.3%	5.2%	3.8%	-3.4%	דר' מזרח אסיה (ללא יפן)
2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	סין
6.2%	7.0%	6.8%	9.1%	-5.8%	הודו
1.5%	1.6%	4.0%	7.0%	-6.8%	אמריקה הלטינית
1.0%	2.5%	6.5%	9.3%	-1.5%	ישראל
					סחר בינלאומי – מונחים כמותיים, שיעור שינוי
3.5%	2.4%	5.1%	10.6%	-7.8%	עולם
					ריבית בנק מרכזי, סוף תקופה
3.75-4.25%	5.25-5.75%	4.3%	0.1%	0.1%	ארצות הברית
3.75-4.25%	5.25-5.75%	3.5%	0.1%	0.1%	בריטניה
-0.10%	-0.10%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	יפן
4.25-4.75%	2.50%	0.0%	0.0%	0.0%	גוש האירו
3.9-4.4%	4.3-4.8%	3.3%	0.1%	0.1%	ישראל

## הכלכלה הגלובלית במבט כולל

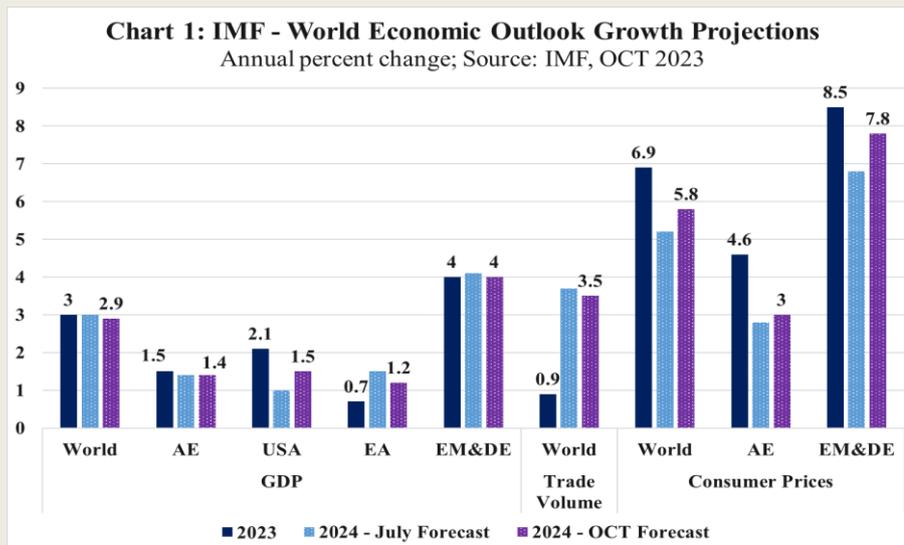
פעילות כלכלית: נתוני הפעילות והתעסוקה מהווים אינדיקציה ל"נחיתה רכה" של הפעילות הכלכלית במשק האמריקאי. עם זאת, בגוש האירו מדד הסנטימנט הכלכלי ממשיך להיחלש. ב-10 באוקטובר 2023, עדכנה קרן המטבע הבינלאומית (IMF) את תחזית המאקרו שלה לשנים הקרובות. ביחס לתחזית קודמת מחודש יולי 2023, תחזית קרן המטבע לשנים 2023-2024, עדיין משקפת מצב של "נחיתה רכה" לכלכלה הגלובלית.

- על-פי האומדנים העדכניים, התוצר של ארה"ב ברביע השני של 2023 צמח בכ-2.1% (q/q שנתי), ללא שינוי מההערכה הקודמת, אך שיעור הצמיחה ברביע הראשון של 2023 עודכן כלפי מעלה לכ-2.2%. כלומר, מדובר כעת בהאטה תוך-שנתית בקצב הצמיחה, אך עדיין מדובר בקצב התואם ל"נחיתה רכה" של המשק האמריקאי. גם נתוני התעסוקה תומכים ב"נחיתה רכה" של הפעילות הכלכלית. דו"ח התעסוקה בארה"ב של חודש ספטמבר, מצביע על גידול של כ-336,000 מועסקים, גבוה יותר מהציפיות שהיו בשוק, תוך עדכון כלפי מעלה של תוספת המועסקים בחודשים האחרונים. שיעור ההשתתפות בכוח העבודה נותר ללא שינוי מחודש אוגוסט ברמה של 62.8%, וגם שיעור האבטלה נותר ללא שינוי ברמה של 3.8%. לצד זאת, חלה התמתנות קלה בקצב עליית השכר ב-12 החודשים האחרונים לשיעור של כ-4.2%. מדובר בהתפתחות חיובית ואנו מעריכים שהיא תמשך באופן הדרגתי עד להתכנסות לקצב עליית שכר התואם את קצב האינפלציה של 3.0-3.5% תוך התחשבות בגידול בפריון.

- מנגד, בגוש האירו הסנטימנט הכלכלי ממשיך להיחלש. ירידה נרשמה במדד הסנטימנט הכלכלי ה-ESI מ-93.6 באוגוסט ל-93.3 בספטמבר. התוצאה החלשה של אינדיקטור הסנטימנט הכלכלי של גוש האירו (ESI) בספטמבר תומכת בהערכה שהכלכלה תתכווץ ברביע השלישי. עם זאת, העלייה בציפיות התעסוקה והציפיות הגבוהות של מחירי המכירה של החברות, מצביעות על כך שהאינפלציה הבסיסית תישאר גבוהה במהלך החודשים הקרובים. למרות הירידה במדד הסנטימנט, אינדיקטור הציפיות לתעסוקה (EEI) הראה שעסקים המשיכו לצפות לגיוס של עובדים נוספים כך שהשכר יישאר גבוה בשנה הקרובה. בנסיבות אלו, סביר להניח שה-ECB לא יפחית את הריבית בחצי השנה הקרובה.

- ב-10 באוקטובר 2023, עדכנה קרן המטבע הבינלאומית (IMF) את תחזית המאקרו שלה לשנים הקרובות. ביחס לתחזית קודמת מחודש יולי 2023, תחזית קרן המטבע לשנים 2023-2024, עדיין משקפת מצב של "נחיתה רכה" לכלכלה הגלובלית. כלומר, התמתנות האינפלציה תוך פגיעה מתונה יחסית בפעילות הכלכלית, זאת בדגש על המשק האמריקאי. מעבר לזה, לא חל שינוי משמעותי בהערכות הצמיחה העולמית של הקרן. נציין כי תחזיות הצמיחה לחלק מהכלכלות עודכנו מעט כלפי מעלה אך הן נותרו נמוכות יחסית. קרן המטבע צופה האטה בקצב התרחבות הפעילות העולמית במהלך שנת 2023, ובשנת 2024 צפויה התאוששות מתונה בחלק מהכלכלות הגדולות בעולם. תחזית זו, משקפת את ההשפעה הממתנת על הצמיחה של תהליך העלאת הריבית בקרב מרבית הבנקים המרכזיים ברחבי העולם, שעשו זאת במטרה להתמודד עם האצת האינפלציה, תוך התמודדות עם ההשפעות השליליות של המלחמה בין רוסיה לאוקראינה. כמו כן, קרן המטבע התייחסה להפחתת הסיכון למערכת הבנקאית העולמית בהשוואה לתחזית מחודש אפריל, אם כי, סיכון זה עודנו קיים. עוד במסגרת ההערכות העדכניות של קרן המטבע, ישנה התייחסות למגמת הירידה באינפלציה הכללית במדינות רבות, אולם הירידה באינפלציה הליבה (ללא מזון ואנרגיה) הינה איטית והדרגתית יותר. יש לציין כי תחזיות האינפלציה עודכנו כלפי מעלה.

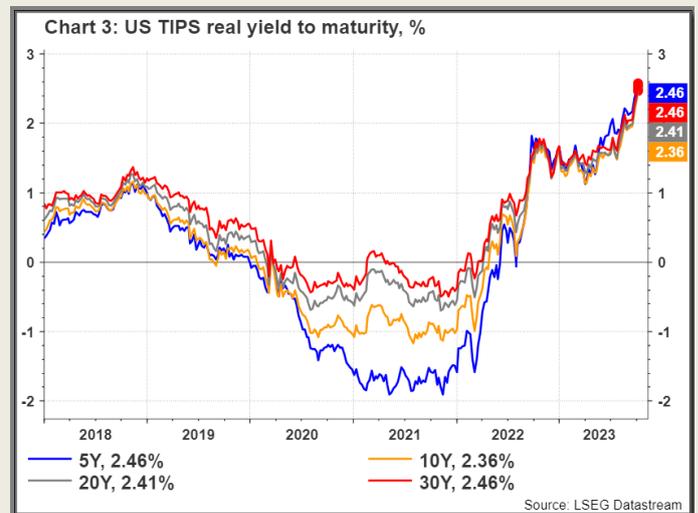
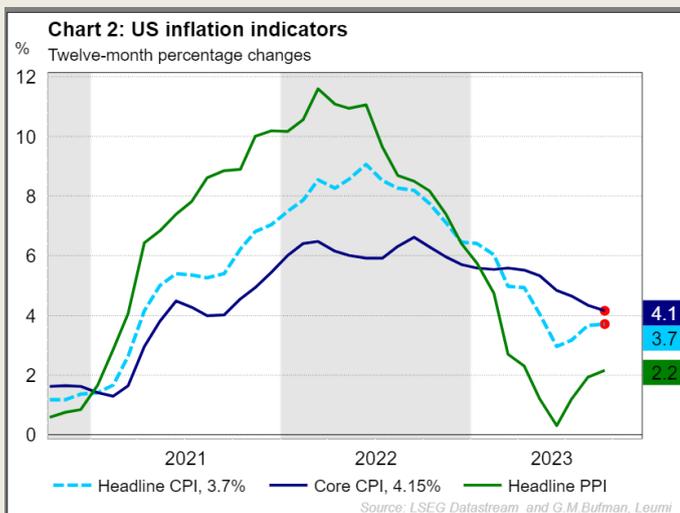
- לפי תחזיות הצמיחה הנוכחיות, תוצר המשק העולמי צפוי להתרחב בכ-3.0% בשנת 2023 וב-2.9% בשנת 2024 (ראה/י תרשים 1). באשר למשקים המערביים הגדולים בעולם, נציין כי תחזיות הצמיחה למשק האמריקאי, 2.1% ו-1.5% בשנים 2023 ו-2024 בהתאמה, עודכנו כלפי מעלה על ידי קרן המטבע ביחס לתחזיותיו מחודש יולי. מנגד, תחזיות הצמיחה לגוש האירו עודכנו כלפי מעלה, והן כעת 0.7% בשנת 2023 ו-1.2% בשנת 2024. התוצר של השווקים המתעוררים צפוי, על-פי קרן המטבע, להיותר בסביבת צמיחה של כ-4% בשנים 2023-2024, זאת בדומה לקצב הצמיחה שהיה בשנת 2022. נציין כי מפת הסיכונים עודנה מוטה כלפי מעלה.



אינפלציה ומדיניות מוניטרית: קצב האינפלציה השנתי בארה"ב נותר בחודש ספטמבר ללא שינוי בשיעור של 3.7%, ואינפלציית הליבה ירדה מעט ל-4.1% לעומת 4.3% באוגוסט. במידה שהתמונה הנוכחית תימשך, נראה שעדיין לא ניתן להוציא מכלל אפשרות העלאת ריבית מצד ה-FED באחת מן ההחלטות של דצמבר 2023 או ינואר 2024. מהלך עליית התשואות לפדיון באג"ח הממשלתי בעולם החל בסביבות חודש מאי השנה והתשואות לפדיון של איגרות החוב הצמודות למדד בארה"ב (TIPS) הוסיפו לעלות גם כן. עליית המדרגה של התשואות בארה"ב משקפת בראש ובראשונה את תנאי המאקרו הריאליים שם שהובילו לעלייה של ממש ברמת הריבית הריאלית לטווח ארוך.

- בארה"ב, מדד המחירים לצרכן עלה ב-0.4% בספטמבר, גבוה מתחזית השוק לעלייה של 0.3%. האינפלציה (ב-12 החודשים האחרונים) נותרה בשיעור של 3.7%, ללא שינוי מחודש אוגוסט, ובכך האינפלציה לא חזרה למגמה של ירידה (ראה/י תרשים 2). סעיף הדיור היה בעל התרומה הדומיננטית לעליית המדד, יחד עם עלייה במחיר הבניין. במקביל, נמשכה מגמת הירידה המתונה של אינפלציית הליבה לשיעור של 4.1% (ב-12 החודשים האחרונים), המהווה ירידה קלה בלבד לעומת שיעור של 4.3% בחודש אוגוסט. בנוסף, נציין כי נרשמה האצה של אינפלציית מחירי היצרנים ל-2.2% (ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר), השיעור הגבוה ביותר מאז חודש אפריל. במבט כולל, נראה שמכלול הנתונים מצביע על האטה ניכרת של מהלך ירידת האינפלציה. החלטת הריבית הקרובה של הבנק הפדרלי (FED) תתקיים בראשית חודש נובמבר והשוק איננו מתמחר בעת הנוכחית העלאת ריבית בהחלטה זו, וצופה שהיא תישאר ברמתה הנוכחית של 5.25% עם זאת, במידה שהתמונה הנוכחית של בלימת ירידת האינפלציה תימשך, במשולב עם חוזקו של שוק העבודה, נראה שלא ניתן להוציא מכלל אפשרות העלאת הריבית באחת מן ההחלטות של דצמבר 2023 או ינואר 2024.
- מהלך עליית התשואות לפדיון באג"ח הממשלתי בעולם החל בסביבות חודש מאי השנה וגם התשואות הצמודות למדד בארה"ב (TIPS) הוסיפו לעלות (ראה/י תרשים 3). עליית המדרגה של התשואות בארה"ב משקפת בראש ובראשונה את תנאי המאקרו הריאליים שם: המשך הצמיחה הכלכלית בקצב מפתיע לטובה והרכב צמיחה שמאופיין בירידה של החיסכון המצרפי (זה של משקי בית, עסקים, ממשלה) והמשך ההשקעות הריאליות (מכונות, ציוד, מבנים וכיוב'). זהו מצב של "פחות מקורות פנויים" למימון השקעות ריאליות, זאת בזמן שהדרישה להם נשמרה ברמה גבוהה.
- ירידת החיסכון, כלומר ירידת מקורות המימון הפנויים לשם מימון השקעות ריאליות, משקפת מספר גורמים, הפועלים יחדיו, ובכלל זה מצב של גירעון תקציבי גדול מאוד של ממשלת ארה"ב וירידת שיעור חיסכון משקי הבית, "האוכלים את החסכונות" שלהם על מנת להתמודד עם עליית המחירים והריבית.
- כמו כן, לממשלת ארה"ב ישנו צורך רחב היקף לחדש את יתרת חשבון העו"ש של ממשלת ארה"ב בבנק הפדרלי לאחר משבר תקרת החוב לאחרונה. מדובר במימון של גירעון המסתכם בכ-2 טריליון דולר לשנה וחיידוש יתרת הפיקדון הממשלתי בפד בהיקף ההולך ומתקרב לטריליון דולר נוספים.

- בצד המוניטרי נמשכת תכנית הצמצום הכמותי, QT, במהלכה ה-FED מפחית ממאזנו כ-90 מיליארד דולר לחודש של אג"ח ומכביד עוד יותר על השוק. כמו כן, גברה ההערכה שלנוכח האיטיות שבירידת האינפלציה בארה"ב ובמדינות אחרות חזרה לרמת יעד האינפלציה, יידרש פרק זמן ממושך יותר מאשר היה צפוי קודם של רמת ריבית גבוהה יחסית.
- גורם נוסף הינו החששות מפני מידת הרציפות של מכלול פעולות ממשלת ארה"ב, לנוכח הקושי באישור תקציב לשנת הכספים 2024 וההשפעות על רציפות תשלומים בגין האג"ח, ובכלל זה השלכות לגבי דירוג האשראי של המדינה. התקציב אושר זמנית באמצעות "תקציב המשכי" ל-45 ימים בלבד, עד לאמצע חודש נובמבר, והמצב הפוליטי המתוח בארה"ב, בשנת בחירות, מעיב על סיכויי האישור לאחר מכן, מה שעלול לפגוע במכלול של פעילויות ממשלתיות להן השפעה על שוק האג"ח האמריקאי. לדוגמא, שיתוק "מקבילי" ה"למ"ס" בארה"ב, אי-פרסום מדד המחירים לצרכן ופגיעה בפעילות של שוק צמודי המדד בארה"ב.
- כל אלו, ובפרט הגורמים הריאליים בארה"ב, ובראשם צמצום החיסכון המצרפי ושמירה על רמה גבוהה יחסית של השקעות ריאליות, תומכים ברמה גבוהה יותר של ריבית לטווח ארוך, כלומר רמה גבוהה יותר של "מחיר המקורות", שהשתקפה בעליית התשואות לפדיון של האג"ח.
- עוד בנושא זה, היו"ר פאוול התייחס לאחרונה לכך שעליית תשואות האג"ח לטווח ארוך הביאה להכבדת התנאים הפיננסיים "באופן משמעותי". עליית התשואות עשויה להפחית את הצורך להעלות את הריבית על ידי הפד. לדבריו, עליית התשואות עקבית עם עוצמת הכלכלה, אך במבט כולל, ולנוכח ההכבדה הנובעת מעליית התשואות לטווח ארוך, נראה שדברי היו"ר אינם מרמזים על העלאת ריבית בנובמבר ואמנם השוק איננו מתמחר העלאה כזו.
- מבחינת עליית הריביות לטווח ארוך, מדובר במהלך גלובלי, לאור הקשרים ההדוקים הקיימים בין השווקים הפיננסיים העולמיים. מעבר לכך, ואף כגורם התורם למהלך כולו, עליית התשואות בלטה גם ביפן, שם שוחררה מגבלת תשואות האג"ח, עם אפשרות לעליית התשואות עד ל-1.0%, מה שבא לידי ביטוי מהיר בשווקים. יפן בעלת השפעה גלובלית על השווקים הפיננסיים ונראה שעליית התשואות שם השפיעה על חלקים אחרים של העולם, זאת כחלק מן הגלובליזציה של השווקים הפיננסיים העולמיים.



- במבט קדימה, ישנם אפיקים שדרכם ההתפתחות בשוקי האג"ח עלולה לגרום למשבר פיננסי רחב יותר, ובהם: פגיעה במוסדות פיננסיים גדולים שסופגים הפסדים גדולים על תיק האג"ח, תוך שידרשו לשאת מיידית בהפסד, דבר העלול ליצור קשיים במערכת הפיננסית הרחבה יותר. כמו כן, עלולים להתעורר קשיי נזילות שיכולים להפוך גם למשברי כושר פירעון אשראי. מבחינת הכלכלה העולמית, עליית עלות המימון הממשלתית משפיעה על עלות ההלוואות לעסקים ולצרכנים ומשם להידוק בלתי צפוי בתנאים הפיננסיים, תוך השפעה שלילית על הפעילות הכלכלית. עליית המדרגה של תשואות האג"ח הממשלתי עלולה לחייב גם מדיניות פסקלית הדוקה מהמתוכנן (העלאת מיסים וקיצוץ בהוצאות) ולהכביד כתוצאה מכך על עסקים וצרכנים.

- התגובה של הבנקים המרכזיים תהיה תלויה במידה שבה המצב מתערער. במצב של בעיות נזילות ופגיעה במידת היציבות הפיננסית, קובעי המדיניות יכולים לפעול באמצעות רכישות מוגבלות של נכסים (QE מוגבל) ומתן "חיזוק" נזילות לשוק באמצעות פעולות ריפו, זאת מבלי לשנות את שיעור הריבית לטווח קצר. במידה ועליית התשואות מהווה סיכון מהותי לצפי הכלכלי, הרטוריקה של "ריבית גבוהה יותר לזמן ארוך יותר" תשתנה, זאת בכדי לתקשר לשוק את המאמץ להוריד את התשואות. נראה שהסיכונים לכלכלה יצטרכו להיות קיצוניים בכדי להוביל להורדת ריבית בארה"ב בשלב זה.

כלכלת גוש האירו: צפויה התמתנות של ממש בצמיחת הפעילות הכלכלית בגוש האירו, עד כדי "מיתון מתון" זמני. העלייה המחודשת במחירי האנרגיה בעולם, בדגש על הגז הטבעי, צפויה לבוא לידי ביטוי בהאטת ירידת האינפלציה, תוך כדי הארכת פרק הזמן עד להתכנסות חזרה ליעד יציבות המחירים. על רקע זה, תשואות האג"ח עלו באירופה.

- כלכלת גוש האירו צפויה להיות במצב של התמתנות במהלך 18 החודשים הקרובים, וזאת אף תוך כדי הגעה "למיתון מתון" ברביעים הקרובים. מחירי האנרגיה שבו ועלו על רקע מספר גורמים שפגעו בצד ההיצע, כמו השבתת אחד מצינורות הגז מנורבגיה לאירופה, וגם על רקע ההתפתחויות במזרח התיכון. מדובר במצב אשר עלול להמשיך ולהכביד על כלכלת אירופה. נתוני הפעילות שפורסמו עד כה לגוש האירו מצביעים על התכווצות בתוצר ברביע השלישי. המכירות הקמעונאיות והייצור התעשייתי ירדו ותפוקת הבנייה נותרה חלשה יחסית. הדברים באים לכדי ביטוי במדד ה-PMI של גוש האירו שהיה עקבי עם התכווצות התוצר בכ-0.2% ברביע השלישי. גם האינדיקטורים המוניטריים, ובראשם נתוני האשראי לסקטור העסקי הלא-פיננסי, מעידים על "מיתון מתון" בקרוב. האינפלציה בגוש האירו אמנם במגמת ירידה, אבל שוק העבודה יישאר הדוק, עם שיעור אבטלה יציב ברמה של 6.7%, מה שישמור על עליית שכר גבוהה למדי. המשמעות היא שה-ECB לא ירגיש בטוח לגבי סיכויי העמידה ביעד האינפלציה של 2% ולכן נראה שהפחתת ריבית באירופה לא תתאפשר לפני המחצית השנייה של 2024.

- מלחמת "חרבות ברזל" השפיעה עד כה במידה מועטה יחסית על מחירי הנפט, אך העלתה את מחירי הגז הטבעי באירופה בכמעט 30% לאחרונה, ל-53 אירו למגה-ווט שעה ולאחר מכן נרשמה ירידה קלה בלבד לכ-48 אירו. הדבר משקף את הפסקת הזרמת הגז מישראל למצרים, ומשם לאירופה בצורה מונזלת, ובמידה רבה יותר את עליית מידת הסיכון לכך שהסכסוך יתפשט וישפיע על חלקים נרחבים יותר של המזרח-התיכון ושל המפרץ הפרסי. לעלייה זו במחירי הגז ישנה השפעה מסוימת, לא גדולה כרגע, על תחזית האינפלציה, אך במידה ותהיה עלייה גדולה עוד יותר במחירי הגז לרמות הדומות לאלו שבתחילת מלחמת רוסיה-אוקראינה, הדבר יביא לעלייה של ממש באינפלציה באירופה. במצב כזה, ה-ECB ידחה את תהליך הפחתת הריבית לעומק המחצית השנייה של 2024.

- בתוך כך, בגוש האירו נרשמת עלייה מתמשכת בשיעורי התשואה לפדיון של אג"ח ממשלתי. התשואה לפדיון ל-10 שנים של אג"ח ממשלת גרמניה עלתה מכ-2.2% בחודש אפריל עד לכ-3.0% ואז נסוגה לכ-2.7% לאחרונה. גם בתשואות הצמודות למדד נרשמה עלייה של ממש מכ-0.0% בחודשים אפריל-מאי לכ-0.6% ולאחר מכן נרשמה נסיגה קלה לכ-0.4%.

כלכלת יפן: קרן המטבע הבינלאומית (IMF) עדכנה את תחזית צמיחת התוצר של יפן לשנת 2023 מ-1.4% ל-2.0%. עם זאת, במהלך 2024 צפויה לחול התמתנות בקצב הצמיחה לכ-1%, באופן התואם במידה רבה יותר את הפוטנציאל. התשואות ל-10 שנים עלו לשיא של תשע שנים לרמה של 0.8%-0.9%, שעדיין מתחת לרף החדש של 1.0% שהוצג ביולי, אך רק במעט. צפוי שהבנק המרכזי של יפן יוותר על ה-YCC באמצע 2024.

- קרן המטבע הבינלאומית (IMF) עדכנה את תחזית צמיחת התוצר של יפן לשנת 2023 מ-1.4% ל-2.0%. מדובר בצמיחה שהינה מעבר לפוטנציאל של יפן, וכתוצאה מכך כושר הייצור העודף נשחק, והדבר בא לידי ביטוי במדד של הבנק מרכזי של יפן, לפיו פער התוצר טיפס ל-0% ברביע השני של 2023. חוזקם של הסקרים העסקיים ביפן בעת האחרונה, מצביע על כך שבטווח הקצר הכלכלה תמשיך להתרחב בקצב שהינו מעל למגמה ארוכת הטווח. עם זאת, במהלך 2024 צפויה לחול התמתנות בקצב הצמיחה לכ-1%, באופן התואם במידה רבה יותר את הפוטנציאל.

- אחת הסיבות לעוצמת הפעילות ביפן הייתה עלייה בתיירות הנכנסת. בנוסף, ישנה התאוששות בצריכה הפרטית ביפן. יש שתי סיבות להיות אופטימיים לגבי הצריכה בהמשך הדרך. ראשית, העלייה בשכר ביפן הואצה מאוד ושנית יש ליפנים הרבה מאוד "חיסכון-עודף" שנצבר במהלך תקופת הקורונה על מנת לממן את הגדלת הצריכה הפרטית בהמשך.
- מבחינת מדיניות הבנק המרכזי, נראה כי הבנק המרכזי של יפן מתכוון לבטל בסופו של דבר את משטר המדיניות הרופף במיוחד שהונהג עוד על ידי הנגיד הקודם קורודה. צפוי שבחודשים הראשונים של 2024 יהיה די מידע בכדי להתחיל לצמצם תמריצים מוניטריים בדרך של העלאת ריבית לטווח קצר ממינוס 0.1% לפלוס 0.1%. ברקע ישנה אינפלציה שעלתה ביפן ועומדת על כ-3.0% ב-12 החודשים האחרונים.
- במקביל, צפוי שהבנק ירצה בסופו של דבר לבטל לחלוטין את מנגנון בקרת עקום התשואות – YCC – מנגנון אשר "מווסת" את רמת התשואה לפדיון של אג"ח ממשלתי ל-10 שנים ומשפיע במישרין על הריבית הארוכה לסקטור הפרטי ביפן. לנוכח היקפי ההתערבות הגדולים הנדרשים בכדי לבצע "וויסות" זה, הבנק המרכזי כבר מחזיק בהיקף גדול מאוד של איגרות חוב ממשלתיות, זאת עקב רכישותיו המתמשכות במטרה למנוע עליית תשואות אג"ח ושמירה על רמה נמוכה של ריבית לטווח ארוך באופן מלאכותי.
- הבנק המרכזי מחזיק כבר בכ-54% מהאג"ח הממשלתיות הקיימות והסיום של מנגנון ה-YCC, שכבר הוגמש לאחרונה, תוך כדי מתן אפשרות לעליית תשואות ל-1.0%, יאפשר לבנק לצמצם את אחזקותיו ולהפחית את המגבלה "החונקת" את תפקוד שוק האג"ח הממשלתי. מדובר במצב שבו יש מעט "סחורה צפה" של אג"ח ממשלתי בשוק וזאת עקב היקף המעורבות הגדול של הבנק המרכזי, אשר למעשה מבצע "מוניטיזציה של החוב הממשלתי".
- המשך החלשת מנגנון ה-YCC במקביל להעלאת הריבית לטווח הקצר, צפוי לבוא לידי ביטוי בהמשך העלייה בתשואות האג"ח והידוק מוניטרי. מדובר במצב אשר עלול להסב הפסדים לחברות הביטוח, דרך האחזקות הפיננסיות הגדולות שלהן, וקרנות הפנסיה, שמחזיקות גם כן כמויות גדולות של איגרות חוב ממשלתיות ארוכות טווח.
- התשואות ל-10 שנים עלו לשיא של תשע שנים של 0.8-0.9%, שעדיין קצת מתחת לרף החדש של 1.0% שהוצג ביולי. זה אומר שעדיין יש מקום לעליית תשואות בטרם הבנק המרכזי יעלה עוד את הרף של ה-YCC או יבטלו כליל. צפוי שהבנק המרכזי של יפן יוותר על ה-YCC רק באמצע 2024. עם זאת, אם עליית התשואות בשוק תהיה משמעותית עוד יותר והתשואה תגיע לרמת הסף, אז תתכן הגמשה נוספת, ואף ביטול, של ה-YCC מוקדם יותר.
- שאלה נוספת היא האם הבנק המרכזי ירחיק לכת יותר מאשר העלאת ריבית אחת ממינוס 0.1% לפלוס 0.1%. במהלך שלוש השנים האחרונות, קובעי המדיניות ביפן התמידו בתהליך איטי ומתמשך של צמצום ההקלות המוניטריות. הדגש היה על הדרגתיות ומתינות והבנק ימשיך בצעדים קטנים על פני מספר חודשים עם העלאת ריבית נוספת עד לאמצע השנה הבאה.

## גילוי נאות

הנתונים, המידע, הדעות והתחזיות המתפרסמים בחוברת זו (להלן - "המידע") מסופקים כשרות לקוראים ואינם משקפים בהכרח את עמדתו הרשמית של הבנק. אין לראות בהם המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות, או ייעוץ - בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן.

במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים. כמו כן עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין התחזיות המובאות בחוברת זו לתוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד.

לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע המוצג בחוברת, לרבות בנכסים פיננסיים המוצגים בה.

© כל הזכויות שמורות

---

בנק לאומי, חטיבת שוקי הון, אגף כלכלה  
תא דואר 2, תל אביב 61000  
טלפון: 076-885-8737, פקס: 076-895-8737,  
דוא"ל: [gilbu@bll.co.il](mailto:gilbu@bll.co.il)  
<http://english.leumi.co.il/Home/>