

## מאקרו גלובלי - סקירה חודשית

ספטמבר 2023

ד"ר גיל מיכאל בפמן, כלכלן ראשי  
בניהו בולוטין, כלכלן

*אגף כלכלה, החטיבה לשוקי הון*

*אנא ראו גילוי נאות בעמוד האחרון*

## עיקרי הדברים ותוכן עניינים

### הכלכלה הגלובלית במבט כולל (עמ' 4)

- האינדיקטורים המקדימים מצביעים על היחלשות הפעילות הכלכלית בכלכלות המפותחות ובסין ברביע השלישי של 2023.
- הפעילות הכלכלית בסקטור התעשייתי הגרמני נותרה חלשה יותר מאשר הפעילות בתעשייה בכלכלות הגדולות האחרות בגוש האירו.
- חולשת הפעילות הכלכלית בסין, בדגש על ענף הנדל"ן והמערכת הפיננסית החוץ בנקאית, עלולה להכביד על הצמיחה הגלובלית.
- ה-ECB העלה את הריבית בספטמבר ב-25 נ"ב ל-4.50%.
- הבנק המרכזי של סין הפחית את הריבית לטווח הקצר, אך הותיר ללא שינוי את הריבית ארוכת הטווח.
- קצב האינפלציה השנתי בגוש האירו נותר בחודש אוגוסט ללא שינוי בשיעור של 5.3%.
- התשואות של הכלכלות הגדולות בגוש האירו עלו באופן מתון בחודש אוגוסט, אך מגמת הירידה בפערי התשואות בין הכלכלות הגדולות בגוש האירו לגרמניה וצרפת נבלמה.

### ארצות הברית (עמ' 6)

- שיעור צמיחת התוצר ברביע השני של 2023 עודכן כלפי מטה ל-2.1%, לאחר צמיחה של 2.0% ברביע הראשון של 2023.
- שוק העבודה מתקרר ושיעור האבטלה עלה ל-3.8%.
- האינדיקטורים המקדימים מצביעים על היחלשות הפעילות הכלכלית בחודש אוגוסט, בעיקר בתעשייה.
- החולשה בשוק הדיור נמשכה והריבית על משכנתאות לתקופה של 30 שנים המשיכה לעלות והגיעה במחצית השנייה של חודש אוגוסט לכ-7.2% והמשיכה לעלות ל-7.5% באמצע ספטמבר.
- יו"ר ה-Fed הדגיש את מחויבותו להפחתת קצב האינפלציה ל-2%, תוך רמיזה לכך שתתכן העלאת ריבית נוספת במידה והפעילות הכלכלית לא תתקרר כמצופה.
- קצב האינפלציה השנתי בארה"ב עלה בחודש אוגוסט מ-3.2% ל-3.7%.
- התשואות על אגרות החוב הממשלתיות הארוכות עלו בחודש אוגוסט, אך העלייה של התשואות הקצרות הייתה מתונה יותר.

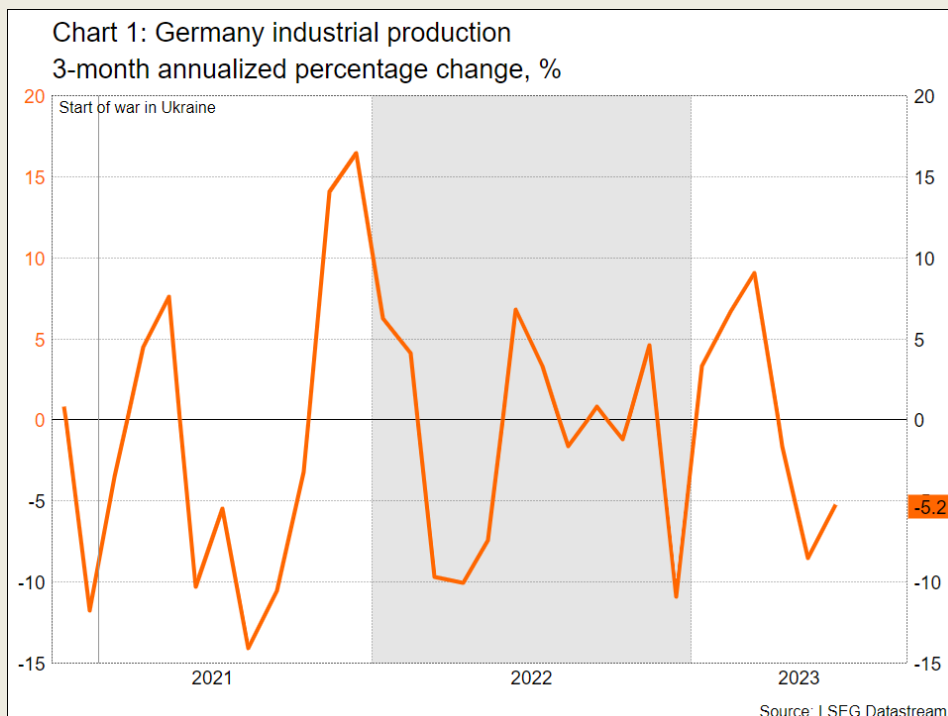
## לאומי תחזיות כלכליות, ספטמבר 2023

2024F	2023E	2022	2021	2020	
					תמ"ג – צמיחה כלכלית, שיעור שינוי
3.0%	2.8%	3.4%	6.3%	-2.8%	עולם
0.9%	2.0%	2.1%	5.9%	-2.8%	ארצות הברית
0.5%	0.3%	4.0%	7.6%	-11.0%	בריטניה
1.0%	1.3%	1.1%	2.1%	-4.3%	יפן
0.9%	0.6%	3.5%	5.4%	-6.1%	גוש האירו
4.7%	4.3%	5.2%	3.8%	-3.4%	דר' מזרח אסיה (וללא יפן)
4.5%	5.1%	3.0%	8.5%	2.2%	סין
6.1%	7.0%	6.8%	9.1%	-5.8%	הודו
1.6%	1.4%	4.0%	7.0%	-6.8%	אמריקה הלטינית
3.3%	2.6%	6.5%	8.6%	-1.9%	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%	4.50 %	0.00-0.25%	0.00-0.25%	ארצות הברית
3.75-4.25%	5.25-5.75%	3.50%	0.1%	0.1%	בריטניה
-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	יפן
3.50-4.00%	4.25-4.75%	2.50%	0.00%	0.00%	גוש האירו
3.50-4.00%	4.75%-5.00%	3.25%	0.1%	0.1%	ישראל

## הכלכלה הגלובלית במבט כולל

פעילות כלכלית: האינדיקטורים המקדימים מצביעים על היחלשות הפעילות הכלכלית בכלכלות המפותחות ובסין ברביע השלישי של 2023. הפעילות הכלכלית בסקטור התעשייתי הגרמני נותרה חלשה יותר מאשר הפעילות בתעשייה בכלכלות הגדולות האחרות בגוש האירו. חולשת הפעילות הכלכלית בסין, בדגש על ענף הנדל"ן והמערכת הפיננסית החוץ בנקאית, עלולה להכביד על הצמיחה הגלובלית.

- האינדיקטורים המקדימים מצביעים על היחלשות הפעילות הכלכלית במחצית הראשונה של הרביע השלישי של 2023 בארה"ב, גוש האירו, בריטניה וסין. ההאטה בגוש האירו, בהמשך לצמיחה החלשה ברביע השני של 0.1% (q/q), הינה רוחבית אך היא משמעותית יותר בתעשייה מאשר בשירותים והיא נובעת, בין השאר, מהמשך לחצי המחירים, אשר נותרו בגרמניה ברמה גבוהה מהצפוי, ומריסון המדיניות המוניטרית. השינוי כלפי מטה בנתוני התוצר של גוש האירו ברביע השני פירושה שכעת התוצר נותר כמעט ללא שינוי מאז הרביע הרביעי של השנה שעברה. הסקרים העסקיים נחלשו בחדות ביולי ובאוגוסט, פעילות הבנייה והתעשייה מדשדשת ובשוק העבודה מסתמנת היחלשות. כל אלו מצביעים על התגברות הסיכון שגוש האירו יגלוש למיתון קל.
- הפעילות הכלכלית בתעשייה הגרמנית נותרה חלשה (ראה תרשים 1) יותר מאשר הפעילות בסקטור התעשייה של הכלכלות הגדולות האחרות בגוש האירו. כמו כן, האטת הפעילות הכלכלית בסקטור השירותים של גרמניה החריפה בחודש אוגוסט והאינדיקטורים מצביעים גם על האטה משמעותית בסקטור השירותים של צרפת. מנגד, באיטליה וספרד הפעילות הכלכלית בענפי השירותים צפויה לצמוח ברביע השלישי של 2023, אך בקצב מתון. האטת הפעילות הכלכלית טרם חלחלה לשוק העבודה בגוש האירו, אך היא התחילה להשפיע על שוק העבודה בגרמניה בו שיעור האבטלה בחודשים יוני-אוגוסט היה כ-5.7% לאחר שבשלושת החודשים הקודמים הוא היה כ-5.6%. מדובר בהשפעה קטנה יחסית, אך היא עשויה להצביע על כך שהידוק המדיניות המוניטרית החל להשפיע על הכלכלה הריאלית.
- בבריטניה, האינדיקטורים מצביעים על החרפת ההאטה של הפעילות הכלכלית בתעשייה ובשירותים בחודש אוגוסט, כאשר הפגיעה בתעשייה חמורה יותר. האטה זו החלה לחלחל לשוק העבודה ושיעור האבטלה עלה בחודש יוני ל-4.2%, הרמה הגבוהה ביותר מאז ספטמבר 2021. עם זאת, אמון העסקים המשיך לעלות ברביע השלישי של 2023 והוא מצביע על כך שרובם אופטימיים בנוגע לעתיד.
- בסין, קיימים מספר קשיים משמעותיים המכבידים על צמיחת הפעילות הכלכלית ועלולים להביא לכך שקצב צמיחת התוצר בהמשך השנה יהיה מתון מאוד. הנתונים לחודש יולי מצביעים על כך שהפעילות הייתה חלשה. כמו כן, החששות גוברים לגבי המגזר המוסדי והפיננסי, בעקבות כשלים של Country Garden, -1 Zhongzhi, מנהלי נכסים מרכזיים בבנקאות הצללים. משבר Country Garden מערער את האמון של היזמים הפרטיים ושל שוק הדיור, שכבר מראים סימני חלשה. הפסדים נוספים בסקטור הנדל"ן עלולים לגלוש



לחוסר יציבות פיננסי רחב יותר. גל נוסף של כשלים בקרב יזמים פרטיים עלול לפגוע במאזני המוסדות הפיננסיים, אשר תלויים בעיקר במשקיעים מקומיים שיש להם עדיין חשיפות משמעותיות. האשראי לזמי נדל"ן שקול לכ-12% מהתוצר, שעיקרו מוחזק על ידי בנקים מסחריים מקומיים ומשקיעים מוסדיים.

- מכיוון שהבנקים הסיניים נהנים מהבטחה ממשלתית לא פורמלית, עלייה נוספת בהפסדים שלהם על הלוואות והשקעות הקשורות לנדל"ן אינה חייבת לגרום לכשלים בבנקים גדולים, תוך שהבנק המרכזי מאפשר גישה למימון זול. אולם, הידרדרות באיכות נכסי הנדל"ן שמימנו הבנקים, הופכת אותם לפגיעים יותר לכל ניסיון עתידי של קובעי מדיניות לצמצם את הגיבוי מצד המדינה. לצד זאת, מוסדות פיננסיים חוץ בנקאיים, עם חשיפת נדל"ן, כמו חברות נאמנות, אינן נהנות מאותה מידה של תמיכה ממשלתית ולכן שם יש סיכון גדול יותר לכשלים. להערכתנו, גם אם יימנע משבר פיננסי-בנקאי, כשלים גדולים בבנקאות הצללים בסין עלולים לגרום לתנאי אשראי הדוקים יותר. זאת, לאור המגמה של קרנות מקומיות העוברות לאיגרות חוב ממשלתיות ופיקדונות בנקאיים, מה שעלול להביא לכך שיותר מוסדות פיננסיים חוץ בנקאיים יתמודדו עם בעיות נזילות.

- הממשל הסיני נקט במספר צעדים על מנת להתמודד עם הקשיים הכלכליים. צעדים אלה כוללים: האצה של הנפקת אגרות חוב מיוחדות של הממשל המקומי, על מנת להגדיל את ההשקעה בתשתיות ולתמוך בחברות בענף זה בטווח הקצר; חידוש הפחתת הריבית על-ידי הבנק המרכזי, אך במידה שאינה מספקת בכדי להשפיע על הביקושים לאשראי; הפחתת שיעור המס על מסחר במניות; הגדלת הפעילות של המוסדות הפיננסיים המובילים במדינה בשוק ההון המקומי, על מנת לספק תמיכה לשוק ולהחזיר את האמון בשוק המניות; הקלות מס למשפרי דור והקלה בתנאי המשכנתאות. עם זאת, בסין קיימות בעיות מבניות, הכוללות שינויים דמוגרפיים, שאינם מצויים בשליטת מקבלי ההחלטות.

- התמתנות נוספת בפעילות הכלכלית בסין, צפויה להשפיע על הפעילות הכלכלית הגלובלית, תוך כדי שצרכנים סיניים מצמצמים את הביקוש למוצרים "מערביים". כתוצאה מכך, הצמיחה האיטית הגלובלית צפויה להימשך גם אל תוך 2024, וזאת תוך כדי עליית הסיכון של "נחיתה לא רכה" של כלכלת העולם. במקביל, היווצרותו של עודף היצע תעשייתי בסין יכול להביא למצב של לחצים דיפלומטיים במחירי המוצרים המיוצרים בעולם. זאת, בניגוד לאינפלציה הנמשכת באופן עיקש בתחום השירותים, שבו הייצוא הסיני חלש יחסית. בנסיבות אלו, הדולר צפוי להישאר חזק יחסית בתקופה הקרובה והמטבע הסיני חלש יחסית.

- במבט קדימה, הפעילות הכלכלית בגוש האירו ובבריטניה צפויה להישאר חלשה בהמשך שנת 2023. התוצר הגלובלי צפוי לצמוח בשנת 2023 בקצב של 2.8%, בעיקר בשל צמיחת הפעילות בכלכלות המתפתחות, ובשנת 2024 צפויה צמיחה מעט גבוה יותר בקצב של 3.0%. התוצר של גוש האירו צפוי לצמוח בשנת 2023 בקצב של 0.6% ובשנת 2024 הוא צפוי לצמוח בקצב של 0.9%.

**אינפלציה ומדיניות מוניטרית: ה-ECB העלה את הריבית בספטמבר ב-25 נ"ב ל-4.50%. הבנק המרכזי של סין הפחית את הריבית לטווח הקצר, אך הותיר ללא שינוי את הריבית ארוכת הטווח. קצב האינפלציה השנתי בגוש האירו נותר בחודש אוגוסט ללא שינוי בשיעור של 5.3%. התשואות של הכלכלות הגדולות בגוש האירו עלו באופן מתון בחודש אוגוסט, אך מגמת הירידה בפערי התשואות בין הכלכלות הגדולות בגוש האירו לגרמניה וצרפת נבלמה.**

- בהחלטת הריבית של חודש ספטמבר, ה-ECB המשיך להדק את המדיניות המוניטרית והוא העלה את הריבית ב-25 נ"ב מ-4.25% ל-4.50% והריבית על הפיקדונות עלתה ל-4.00%. זאת, על רקע קצב אינפלציה הליבה הגבוה בגוש האירו, אשר נותרה רחוק מהיעד של הבנק המרכזי (2%). להערכתנו, הבנק המרכזי של אנגליה צפוי לנקוט במדיניות דומה בהחלטת הריבית שלו ב-21 לספטמבר ולהעלות גם כן את הריבית ב-25 נ"ב, כך שהיא תגיע ל-5.50%.

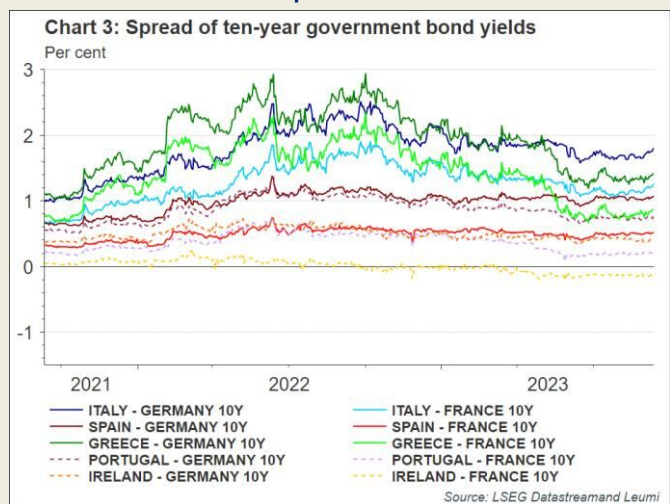
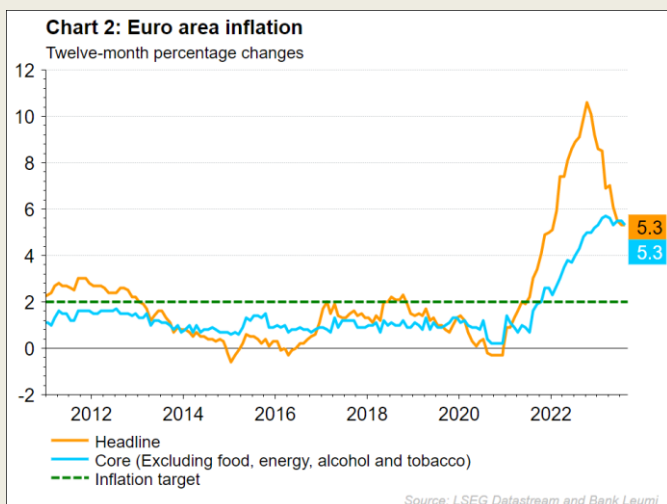
- הבנק המרכזי של סין (PBOC) הפחית את הריבית בחודש אוגוסט, לאור החששות הגוברים מהמצב הכלכלי בסין. במסגרת הצעדים להקלה במדיניות המוניטרית, ה-PBOC הוריד את ריבית ה-Reserve repo לשבעה ימים, הריבית המרכזית שבה הוא מספק נזילות קצרת טווח לבנקים, מ-1.90% ל-1.80%. הריבית להלוואות לטווח של שנה של הבנק המרכזי (MLF) הופחתה ב-15 נ"ב ל-2.50%, הפחתה הגדולה ביותר מאפריל 2020, וכן הוא הפחית את ריבית הפריים לשנה (LPR), המהווה ריבית עוגן לריבית על הלוואות קצרות טווח שהבנקים מלווים ללקוחותיהם, ב-10 נ"ב לשיעור של 3.45%. עם זאת, הוא לא שינה את הריבית על הלוואות ל-5 שנים, המהווה ריבית עוגן למשכנתאות, והוא השאיר אותה בשיעור של 4.2%.

- החלטת ריבית זו מצביעה על כך שעיקר החשש של מקבלי ההחלטות בסין הוא לגבי הפעילות הכלכלית בטווח הקצר, אך הם לא נקטו בצעדים אשר ישפיעו על הפעילות הכלכלית בטווח הבינוני-ארוך. להערכתנו,

הפחתת ריבית זו לא צפויה להיות בעלת השפעה משמעותית על צמיחת האשראי ועל הפעילות הכלכלית, אם כי היא מהווה איתות לשוק כי במידה ויהיה צורך הבנק המרכזי עשוי להפעיל כלים נוספים בעלי השפעה גדולה יותר. ההשפעה הפחותה של צעדים אלה נובעת מכך שחלה ירידה בביקושים לאשראי, כך שהקלה זו בתנאי האשראי תביא להגדלת הנזילות במערכת הבנקאית אך אינה מספיקה בכדי להגדיל את הביקושים לאשראי. הגדלת הביקושים תדרוש הפחתות ריבית גדולות יותר או צעדים רגולטוריים על מנת להחזיר את האמון בשוק הדיור.

- מדד המחירים לצרכן של גוש האירו (HICP) עלה בחודש אוגוסט ב-0.6% (m/m) ושיעור האינפלציה השנתי נותר ללא שינוי ברמה של 5.3%, רמה הגבוהה מציפיות השוק (ראה תרשים 2). העלייה נבעה מגידול ברכיבי האנרגיה, כתוצאה מעליית מחירי הנפט בחודשים האחרונים. מנגד, שיעור האינפלציה של מזון, משקאות וטבק המשיך במגמת הירידה באוגוסט מ-10.8% ל-9.8%. מבחינת ה-ECB, המדד הרלוונטי הוא של אינפלציית הליבה, שירדה במעט מ-5.5% ל-5.3%. להערכתנו, האינפלציה צפויה לרדת בחודש ספטמבר, עקב השפעות הבסיס הקשורות לכרטיס התחבורה הציבורית בשנה שעברה בגרמניה. צפויה ירידה נוספת גם בחודשים שלאחר מכן. עם זאת, שוק העבודה נותר הדוק עם עליית שכר חזקה יחסית, כך שיעבור זמן רב עד שאינפלציית השירותים תגיע ליעד האינפלציה של ה-ECB (2%).

- התשואות על אגרות החוב הממשלתיות הארוכות של הכלכלות הגדולות בגוש האירו המשיכו לעלות באופן מתון בחודש אוגוסט. פערי התשואות בין אגרות החוב הארוכות של ממשלת איטליה לבין אגרות החוב של גרמניה וצרפת עלו מעט, אך פערי התשואות בין אגרות החוב הממשלתיות הארוכות של הכלכלות הגדולות האחרות של גוש האירו לבין אגרות החוב של גרמניה וצרפת נותרו ללא שינוי משמעותי. זאת, בהמשך לעצירת מגמת הירידה בפערי התשואות, בין גרמניה וצרפת לבין כלכלות גדולות אחרות בגוש האירו, שהחלה ברביע האחרון של 2022 (ראה תרשים 3).



## ארצות הברית

פעילות כלכלית: שיעור צמיחת התוצר ברביע השני של 2023 עודכן כלפי מטה ל-2.1%, לאחר צמיחה של 2.0% ברביע הראשון של 2023. שוק העבודה מתקרר ושיעור האבטלה עלה ל-3.8%. האינדיקטורים המוקדמים מצביעים על היחלשות הפעילות הכלכלית בחודש אוגוסט, בעיקר בתעשייה. החולשה בשוק הדיור נמשכה והריבית על משכנתאות לתקופה של 30 שנים המשיכה לעלות והגיעה במחצית השנייה של חודש אוגוסט לכ-7.2% והמשיכה לעלות ל-7.5% באמצע ספטמבר.

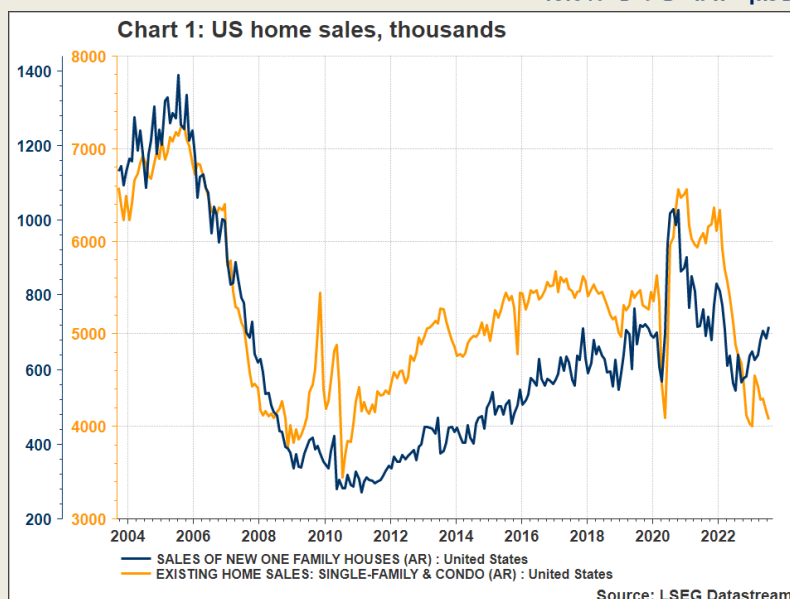
- נתון צמיחת התוצר של ארה"ב ברביע השני של 2023 עודכן כלפי מטה ל-2.1% (q/q שנתי). למרות העדכון, מדובר בנתון צמיחה סביר, אשר הגיע לאחר צמיחה של 2.0% ברביע הראשון של 2023. הגידול בתוצר נבע מעלייה (במונחים ריאליים) בצריכה הפרטית, בהשקעות בנכסים קבועים שלא למגורים ובהשקעות בבנייה למגורים, במלאי ובהוצאות הממשל המקומי והפדרלי, אשר קוזזו בחלקן על ידי ירידה בייצוא. העלייה בקצב הצמיחה ביחס לרביע הראשון של השנה, מהווה אינדיקטור ל"נחיתה הרכה" שהמשק האמריקאי חווה

במסגרת הידוק המדיניות המוניטרית המרסנת, אשר נועדה לקרר את השוק תוך הימנעות מפגיעה קשה בפעילות הכלכלית ובפרט מכניסה למיתון.

- נתוני התעסוקה תומכים גם כן ב"נחיתה רכה" של הפעילות הכלכלית. דו"ח התעסוקה בארה"ב של חודש אוגוסט, מצביע על גידול של כ-187,000 מועסקים, נתון אשר נמוך מהעלייה הממוצעת בשנה האחרונה אך עדיין גבוה יותר מהציפיות שהיו בשוק. שיעור ההשתתפות בכוח העבודה עלה בקצב גבוה יותר, מה שהביא לעליית שיעור האבטלה מ-3.5% ל-3.8%. לצד זאת, חלה התמתנות בקצב עליית השכר, והשכר השעתי עלה בחודש אוגוסט בקצב של 0.2%, מה שמשקף עלייה של כ-4.3% ב-12 החודשים האחרונים. 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. מספר שעות העבודה השבועיות עלו במהלך חודש אוגוסט ב-0.1 ל-34.4, כאשר בתעשייה מספר שעות העבודה נותר ללא שינוי בחודשים אפריל-אוגוסט 2023 ברמה של 40.1 שעות עבודה שבועיות, מה שמצביע על יציבות של הפעילות הכלכלית על אף הידוק המוניטרי.

- הייצור התעשייתי צמח בחודש יולי בכ-1.0%, לאחר שהוא התכווץ בחודשים מאי-יוני בכ-0.4% ובכ-0.8% בהתאמה, כך שהייצור התעשייתי נותר ברמה נמוכה מזו שהייתה בראשית הרביע השני של 2023. האינדיקטורים המקדימים מצביעים על היחלשות הפעילות הכלכלית בחודש אוגוסט, בדגש על התעשייה. סימן נוסף להאטת הפעילות הכלכלית ניתן לראות בהזמנות מוצרים בני קיימא, אשר התכווצו בחודש יולי בכ-5.2%, לאחר צמיחה חזקה בחודש יוני. עיקר הירידה בהזמנות נבעה מירידה בהזמנות של ציוד המשמש לתחבורה, כאשר ההזמנות ללא רכיבי התחבורה עלו בכ-0.5%. מדד ה-PMI של חודש אוגוסט מצביע על התכווצות הפעילות בתעשייה לצד האטת קצב צמיחת הפעילות בסקטור השירותים, חודש שלישי ברציפות.
- מספר הדירות הכולל (החדשות והקיימות) שנמכרו ירד מעט בחודש יולי, כאשר השוני במגמות שבין מכירות של דירות חדשות לדירות קיימות נמשך. בעוד שמספר הדירות החדשות שנמכרו המשיך לעלות והגיע לרמה הגבוהה ביותר מחודש פברואר 2022, מספר הדירות הקיימות שנמכרו המשיך לרדת (ראה תרשים 1). למרות חולשה זו במכירות, מחירי הדירות המשיכו לעלות בחודש יוני, אך הם נמוכים מרמת המחירים שהייתה בתקופה המקבילה אשתקד. הריבית על משכנתאות שנלקחו לתקופה של 30 שנים עמדה על כ-6.7-6.8%. אולם, במהלך החודשים יולי-אוגוסט חלה עלייה בריבית על משכנתאות ל-30 שנה, אשר הגיעה במחצית השנייה של חודש אוגוסט לכ-7.2% והמשיכה לעלות בראשית ספטמבר ל-7.5%, מה שצפוי להוסיף ולהכביד על משקי הבית וכתוצאה מכך גם על הביקושים לדירות. מגמת העלייה בריבית על משכנתאות עלולה להימשך, לאור הצפי להעלאה נוספת של הריבית המוניטרית, מה שעלול להביא לחידוש ירידת מחירי הדירות.

- במבט קדימה, תכנית ה-FED ל"נחיתה רכה" של הפעילות הכלכלית מצליחה עד כה. האינדיקטורים מצביעים על צמיחת הפעילות הכלכלית של ארה"ב ברביע השלישי של 2023, על אף התקררות שוק העבודה והפעילות הכלכלית. עם זאת, צפויה האטה בקצב צמיחת הצריכה הפרטית, אשר עלולה אף להתכווץ באופן זמני ברביע האחרון של 2023. להערכתנו, התוצר של ארה"ב יצמח ב-2023 בכ-2.0% ובשנת 2024 צפוי קצב נמוך יותר של כ-0.9%.



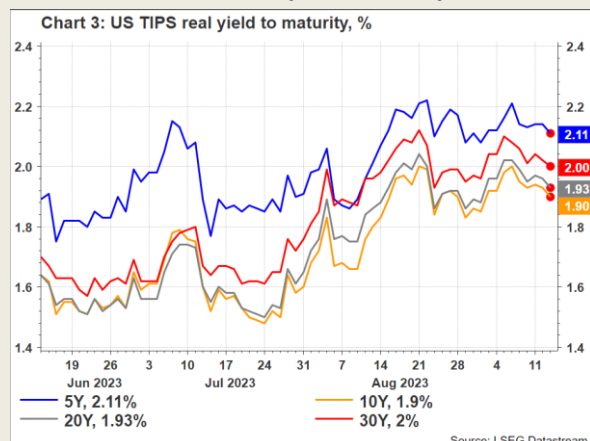
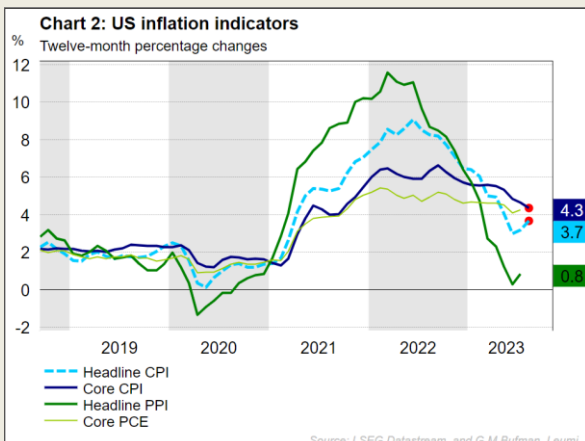
אינפלציה ומדיניות מוניטרית: יו"ר ה-Fed הדגיש את מחויבותו להפחתת קצב האינפלציה ל-2%, תוך רמיזה לכך שתתכן העלאת ריבית נוספת במידה והפעילות הכלכלית לא תתקרב כמצופה. קצב האינפלציה השנתי בארה"ב עלה בחודש יולי מ-3.2% ל-3.7%. התשואות על אגרות החוב הממשלתיות הארוכות עלו בחודש אוגוסט, אך העלייה של התשואות הקצרות הייתה מתונה יותר.

- בכנס ג'קסון הול, יו"ר ה-Fed פתח במסר שתפקידו של ה-Fed הוא להחזיר את האינפלציה ליעד של 2% והוא הצהיר שהוא יעשה זאת. בנוסף, הוא הצביע על הסימנים לכך שההתקררות בפעילות הכלכלית איטית מהמצופה. זאת, לאור צמיחת התוצר מעל הציפיות והוצאות הצרכנים שהיו חזקות. בנוסף, תחום הדיור מראה סימנים של האצה, לאחר כ-18 חודשים בהם חלה האטה בשוק. עדויות נוספות לצמיחה מתמשכת מעל המגמה עשויות להעמיד התקדמות נוספת באינפלציה בסיכון ויכולות להצדיק הידוק נוסף של המדיניות המוניטרית – כלומר העלאת ריבית נוספות ודחיית המועד הראשון להפחתת הריבית.
- לדברי היו"ר, האיזון מחדש של שוק העבודה נמשך בשנה האחרונה אך עדיין לא הושלם. השיפור בהיצע העבודה מונע על ידי השתתפות חזקה יותר בקרב עובדים בגילאי 25 עד 54 ועל ידי עלייה בהגירה לארה"ב חזרה לרמות שהיו לפני הקורונה. האיזון מחדש של שוק העבודה הקל על לחצי השכר, אם כי בהדרגה. ה-Fed צופה שהאיזון מחדש בשוק העבודה יימשך, אך מצב שבו הצמצום בשוק העבודה כבר לא עומד בציפיות, עשוי לדרוש גם תגובה של המדיניות המוניטרית בכיוון של הידוק נוסף ודחיית המועד הראשון להפחתת ריבית.

- יו"ר הפד מדגיש שהיעד של 2% יישאר יעד האינפלציה והם מחויבים להשיג ולקיים עמדה של מדיניות מוניטרית מרסנת מספיק בכדי להוריד את האינפלציה לרמה זו ולשמור עליה לאורך זמן. כתוצאה, הריבית הריאלית כעת חיובית, ומצויה ברמה הגבוהה בהרבה מההערכות המקובלות של הריבית הניטרלית, וזהו מצב הנדרש בכדי ליצור לחץ כלפי מטה על הפעילות הכלכלית, גיוס עובדים והאינפלציה. הערכה זו מסובכת בשל אי הוודאות לגבי התזמון של השפעת הידוק המדיניות המוניטרית על הפעילות הכלכלית ובעיקר על האינפלציה. בפגישות הקרובות של ה-Fed עומדות על הפרק שתי אפשרויות בלבד: להעלות עוד את הריבית או, במקום זאת, להחזיק את הריבית קבועה, ברמתה הגבוהה, ולחכות לנתונים נוספים. נציין שלאחר נאום היו"ר, הציפיות לריבית ה-Fed בסוף 2023 ובסוף 2024 עלו באופן מהיר יחסית, מה שמצביע על כך שהשוק פירש את הנאום כניצי וכרמז לקראת העלאת ריבית נוספת בהחלטה הקרובה או באחת מהחלטות הריבית שיהיו ברביעי האחרון של 2023.

- מדד המחירים לצרכן של ארה"ב עלה בחודש אוגוסט לקצב שנתי של 3.7%, לאחר שהוא עלה בחודש יולי מהרמה הנמוכה שנרשמה בחודש יוני 2023 (ראה תרשים 2). העלייה בחודש אוגוסט נבעה בעיקר מרכיב הדלק, אשר תרם יותר ממחצית מהעלייה החודשית, יחד עם העלייה המתמשכת במחירי הדיור. מנגד, ירידת אינפלציית הליבה נמשכה בחודש אוגוסט לשיעור שנתי של 4.3%, רמה אשר גבוהה מהיעד של 2%. הקטגוריה הבעייתית במדד הינה תחום השירותים שאינם דיור, המהווה יותר ממחצית ממדד הליבה של PCE וכוללת מגוון רחב של שירותים, כגון שירותי בריאות, שירותי מזון, תחבורה ולינה. האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים בתחום זה ירדה לאחרונה במידה מסוימת, וזה מעודד, אך עדיין ישנה דרך ארוכה מאוד על מנת להפחית את קצב האינפלציה לרמה העקבית עם יעד האינפלציה. בחודשים הקרובים, האינפלציה, ברמת המדד הכולל צפויה להישאר מעל ל-3% ואינפלציית הליבה צפויה לרדת במתינות לכ-4%, רמות שהן גבוהות עדיין מיעד האינפלציה.

- מגמת העלייה של התשואות על אגרות החוב הממשלתיות הארוכות של ארה"ב נמשכה גם בחודש אוגוסט. התשואות הקצרות עלו בקצב איטי יותר מאשר התשואות על אגרות החוב הארוכות, מה שהביא לצמצום





מסוים של תלילות עקום התשואות אשר נותר הפוך. התשואות צמודות המדד (TIPS) עלו גם כן במהלך חודש אוגוסט, אך העלייה התמתנה לקראת סוף אוגוסט. להערכתנו, התשואות הצמודות מצויות ברמה הקרובה למיצוי מגמת העלייה והן צפויות לרדת מן הרמות הגבוהות אליהן הגיעו, של סביב 2%, זאת במהלך המחצית הראשונה של 2024 (ראה תרשים 3). שיעור התשואה לפדיון איגרות החוב הלא צמודות צפויות להתפתח בכיוון של ירידת מידת השיפוע השלילי הקיים בחלקו הקצר-בינוני של העקום; צפויה ירידה קלה בתשואות לשנתיים לפדיון מכ-5.0% לכ-4.8%, התשואות ל-5 שנים לפדיון צפויות לעלות במקצת לכ-4.5%, התשואות ל-10 שנים ול-30 שנים צפויות לשמור על יציבות סביב 4.3%

## 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/>