

## מאקרו גלובלי - סקירה חודשית

יולי 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)

- צמיחת הפעילות הכלכלית של ארה"ב נחלשה במהלך הרביע השני של 2023, זאת לאחר עדכון כלפי מעלה של נתוני הרביע הראשון. עם זאת, שוק העבודה בארה"ב נותר חזק יחסית.
- בגוש האירו, חולשת הפעילות הכלכלית בתעשייה נמשכה ברביע השני של 2023 והפעילות הכלכלית בגרמניה צפויה להישאר חלשה גם במחצית השנייה של 2023.
- הפעילות הכלכלית בסין צפויה להמשיך לצמוח בחודשים הקרובים, אך בקצב מתון יחסית.
- קצב אינפלציית הליבה השנתי בגוש האירו עלה בחודש יוני, ובבריטניה נרשמה בחודש מאי האצה של ממש באינפלציית הליבה.
- נגידי הבנקים המרכזיים בארה"ב, גוש האירו ובריטניה נותרו ניציים ומרמזים על המשך העלאת שיעור הריבית.
- התשואות בבריטניה עלו לרמה גבוהה יותר מהתשואות על אגרות החוב של ארה"ב ואגרות החוב של הכלכלות הגדולות בגוש האירו.

## לאומי תחזיות כלכליות, יולי 2023

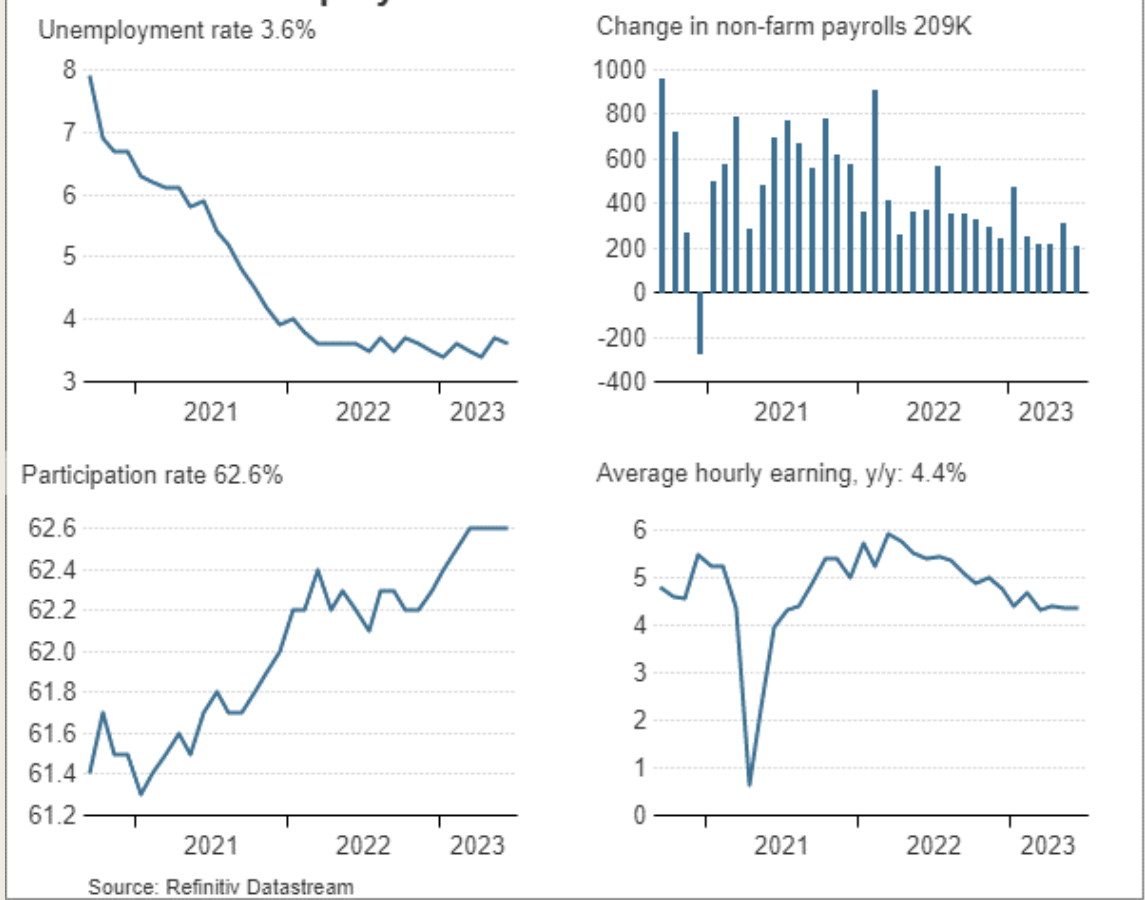
2024F	2023E	2022	2021	2020	
					תמ"ג – צמיחה כלכלית, שיעור שינוי
3.0%	2.8%	3.4%	6.3%	-2.8%	עולם
0.7%	1.3%	2.1%	5.9%	-2.8%	ארצות הברית
0.8%	0.2%	4.0%	7.6%	-11.0%	בריטניה
1.0%	1.3%	1.1%	2.1%	-4.3%	יפן
1.0%	0.6%	3.5%	5.4%	-6.1%	גוש האירו
4.7%	4.3%	5.2%	3.8%	-3.4%	דר' מזרח אסיה (וללא יפן)
4.8%	5.5%	3.0%	8.5%	2.2%	סין
6.1%	7.0%	6.8%	9.1%	-5.8%	הודו
1.6%	1.3%	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%	5.00-5.50%	3.50%	0.1%	0.1%	בריטניה
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	יפן
3.50-4.00%	4.00-4.50%	2.50%	0.00%	0.00%	גוש האירו
3.50-4.00%	4.75%-5.25%	3.25%	0.1%	0.1%	ישראל

## הכלכלה הגלובלית במבט כולל

פעילות כלכלית: צמיחת הפעילות הכלכלית של ארה"ב נחלשה במהלך הרביע השני של 2023, זאת לאחר עדכון כלפי מעלה של נתוני הרביע הראשון. עם זאת, שוק העבודה בארה"ב נותר חזק. בגוש האירו, חולשת הפעילות הכלכלית בתעשייה נמשכה ברביע השני של 2023 והפעילות הכלכלית בגרמניה צפויה להישאר חלשה גם במחצית השנייה של 2023. הפעילות הכלכלית בסין צפויה להמשיך לצמוח בחודשים הקרובים, אך בקצב מתון יותר.

- קצב צמיחת התוצר של ארה"ב ברביע הראשון של 2023 עודכן כלפי מעלה ל-2.0% (q/q), כתוצאה מפעילות איתנה יחסית בסקטור השירותים והייצוא נטו. בפרט, הצריכה הפרטית, שתרומתה לתוצר גדולה, עודכנה כלפי מעלה והיא צמחה בקצב של 4.2%, כאשר צריכת מוצרים בני קיימא צמחה ב-16.3% וצריכת השירותים ב-3.2% (q/q). מנגד, על רקע המדיניות המוניטרית ההדוקה והעלאת הריבית, המלאים התכווצו וכן חלה ירידה בהשקעות של הסקטור הפרטי, כך שהשפעתם על התוצר הייתה שלילית.
- הנתונים לחודש מאי מראים שהעלייה בפעילות נבעה מהתפתחויות שחלו בתחילת השנה ומאז חלה האטה. העלייה של ההוצאה הריאלית לצריכה בחודש אפריל תוקנה כלפי מטה מ-0.5% ל-0.2% בלבד, והצריכה נותרה בחודש מאי ללא שינוי. לכן, נראה שצמיחת הצריכה הפרטית הריאלית תואט לכ-1% בלבד בחישוב שנתי ברביע השני ונראה שצמיחת התוצר הואטה מאוד ברביע השני, לכ-0.5% במונחים שנתיים.
- מספר המועסקים גדל ב-209,000 ביוני, נמוך במעט מתחזית הקונצנזוס של כ-230 אלף, ושיעור האבטלה נותר כמעט ללא שינוי ברמה של כ-3.6%, לעומת 3.7% בחודש מאי. התעסוקה המשיכה לעלות בתחומי ממשל, שירותי בריאות, סיוע סוציאלי ובנייה. נתוני סקר משק בית הם הבסיס להערכת שיעור האבטלה, של 3.6% ושיעור האבטלה נע בין 3.4% ל-3.7% מאז מרץ 2022. תוספת המועסקים נמוכה במידה ניכרת מן הסקר המקדים של ה-ADP (חברה גדולה לחישובי שכר ותלושי שכר). השינוי בסך התעסוקה בחודש אפריל עודכן כלפי מטה ב-77,000, מ-294,000 ל-217,000, והשינוי לחודש מאי עודכן מטה ב-33,000, מ-339,000 ל-306,000. לפי תיקונים אלה, התעסוקה באפריל ומאי ביחד הונמכה ב-110,000.
- על פי דו"ח משקי הבית, ביוני שיעור ההשתתפות בכוח העבודה עמד על 62.6%, זה החודש הרביעי ברציפות ויחס תעסוקה-אוכלוסייה, היה כ-60.3%, נותר ללא שינוי במהלך החודשים האחרונים. אי-עליית שיעור ההשתתפות מהווה התפתחות מאכזבת והיא צפויה שעל רקע עליית ההגירה החוקית לארה"ב, תהיה עלייה בשיעור זה. סקר משקי הבית מצביע על עלייה של 273 אלף במספר המועסקים, נתון גבוה מזה של סקר המעסיקים. בסקר משקי הבית מדובר בסקר מקיף יותר, המכסה בצורה טובה יותר עצמאיים ופריילנסרים, כך שיש תיקון לירידה הגדולה במועסקים בסקר זה בחודש מאי. גם לפי סקר זה ניכרת מגמה של ירידה בתוספת התעסוקה.
- מספר המועסקים במשרה חלקית מסיבות כלכליות עלה ב-452,000 ל-4.2 מיליון ביוני, המשקף גידול במספר העובדים אשר שעות העבודה שלהם קוצצו על ידי המעסיק. אנשים המועסקים במשרה חלקית מסיבות כלכליות הם אנשים שהיו מעדיפים עבודה במשרה מלאה אבל עבדו במשרה חלקית מכיוון שהשעות שלהם הופחתו או שהם לא היו מסוגלים למצוא עבודה במשרה מלאה. יש בכך אינדיקציה נוספת להיחלשות במצב שוק העבודה של ארה"ב. (ראה תרשים 1).
- בגוש האירו, חולשת הפעילות הכלכלית נמשכה גם ברביע השני הן בתעשייה והן בשירותים. האינדיקטורים המקדימים מצביעים על אפשרות להתכווצות נוספת של הפעילות הכלכלית בתעשייה של גוש האירו, אשר צפויה להכביד על קצב צמיחת התוצר, לאחר שהוא התכווץ ברביע האחרון של 2022 וברביע הראשון של 2023. חולשת הפעילות התעשייתית בגרמניה ובאיטליה הינה חמורה יותר מהחולשה בתעשייה של צרפת וספרד, והאינדיקטורים המקדימים מצביעים על כך שקיימת סבירות גבוהה להתכווצות התוצר של גרמניה ברביע השני של 2023, לאחר שהוא התכווץ גם בשני הרביעים הקודמים. על אף חולשה זו בפעילות, שוק העבודה בגוש האירו נותר יציב ושיעור האבטלה נותר בחודש מאי בשיעור של 6.5%, רמה אשר נמוכה יחסית לנתוני האבטלה ההיסטוריים של גוש האירו.

**Chart 1: U.S. employment charts to watch. Latest data: Jun 23**

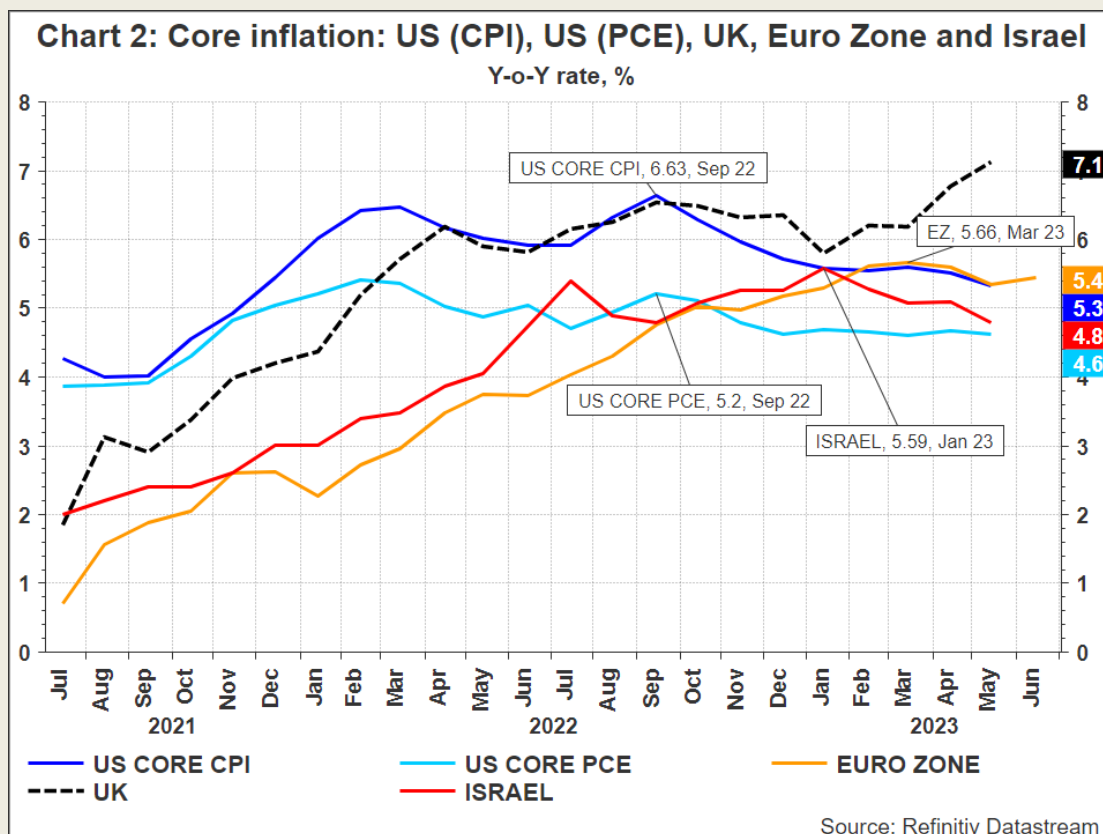


- בבריטניה, צמיחת הפעילות הכלכלית נמשכה בראשית הרביע השני, לאחר שהתוצר צמח במתינות ברביע הראשון של 2023 ב-0.1% (q/q), והתוצר צמח בחודש אפריל ב-0.2% (m/m) מה שמגדיל את ההסתברות לכך שכלכלת בריטניה תמנע ממיתון הדומה לזה של גוש האירו. עם זאת, המשך הידוק המדיניות המוניטרית צפוי להכביד על הפעילות הכלכלית במחצית השנייה של 2023, ועלול להביא לכך שהתוצר של בריטניה יתכווץ בחודשים הקרובים. חשש זה אף גדל לאור האינדיקטורים המקדימים המצביעים על התכווצות התפוקה בתעשייה לצד האטה בפעילות הכלכלית בשירותים, מה שמצביע על כך שהפעילות החזקה שהייתה בחודש אפריל לא נמשכה לאורך הרביע השני.
- בסין, האינדיקטורים המקדימים מצביעים על היחלשות תנופת הצמיחה שהחלה לאחר הסרת מגבלות הריחוק החברתי. אנו מעריכים כי הפעילות הכלכלית צמחה ברביע השני והיא צפויה להמשיך לצמוח גם במחצית השנייה של 2023 אך בקצב מתון יותר. זאת, לאור הקלת המדיניות המוניטרית.
- במבט קדימה, צמיחת הפעילות הכלכלית של ארה"ב צפויה להאט במחצית השנייה של 2023, כך שבסך הכל התוצר של ארה"ב יצמח ב-2023 בכ-1.0%. בגוש האירו התוצר צפוי לצמוח בקצב מעט נמוך יותר ב-2023, לאור חולשת הפעילות בגרמניה אשר צפויה להימשך גם במחצית השנייה של השנה.

**אינפלציה ומדיניות מוניטרית:** קצב אינפלציית הליבה השנתי בגוש האירו עלה בחודש יוני, ובבריטניה נרשמה בחודש מאי האצה באינפלציית הליבה. נגידי הבנקים המרכזיים בארה"ב, גוש האירו ובריטניה נותרו ניציים ומרמזים על המשך העלאת שיעור הריבית. התשואות בבריטניה עלו לרמה גבוהה יותר מהתשואות על אגרות החוב של ארה"ב ואגרות החוב של הכלכלות הגדולות בגוש האירו.

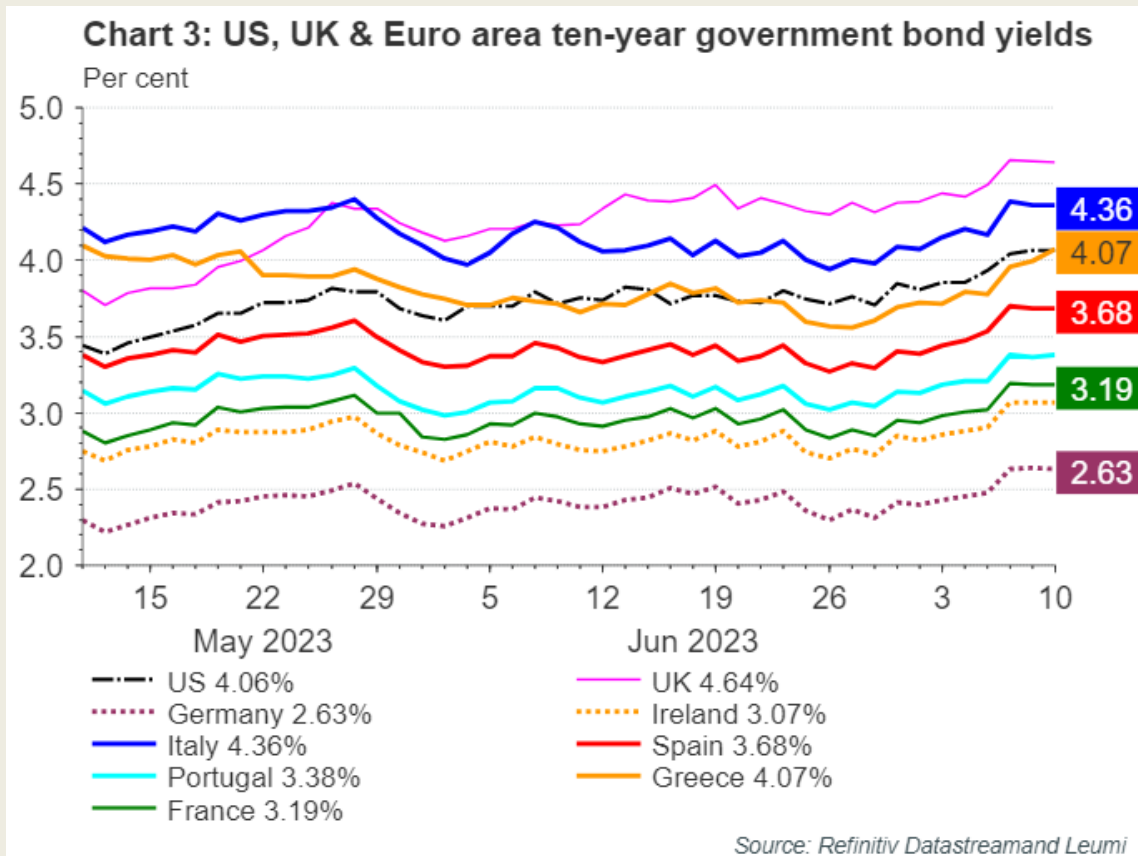
- מדד המחירים לצרכן בארה"ב עלה בחודש מאי ב-0.1% (m/m), אך קצב האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים ירד מ-4.9% ל-4.0% בשל המדדים הגבוהים שהיו בחלון נע של 12 החודשים האחרונים. מדדים גבוהים אלו שהיו בתקופה המקבילה אשתקד, תומכים בהמשך ירידת קצב האינפלציה השנתי במהלך החודשים הקרובים. נתוני האינפלציה של ה-PCE, שזה המדד שחשוב יותר ל-Fed, היו מתונים. מדד ה-PCE

הכולל עלה בחודש מאי ב-0.1% בלבד, ומדד הליבה עלה ב-0.3%. מדובר בשיעור עלייה מתון מהצפוי במדד הכולל של ה-PCE ודומה לתחזית מרכיב הליבה. שיעור העלייה ב-12 החודשים האחרונים הכולל של ה-PCE ירד לכ-3.8%, זאת בהתאם לתחזית. על אף ששיעור האינפלציה השנתי של רכיב הליבה של ה-PCE נותר גבוה על רמה של 4.6%, השיעור השנתי לשלושת החודשים האחרונים כבר ירד כעת ל-4.1% - הקצב הנמוך ביותר מאז דצמבר אשתקד. להערכתנו, נתונים אלה לא תומכים בהפסקת העלאות הריבית ואנו מעריכים שה-Fed יעלה את הריבית בפגישת ה-FOMC הקרובה אשר תתקיים בסוף חודש יולי. עם זאת, התגברות הירידה באינפלציית הליבה (12-יולי-2023), לצד סימני "נחיתה רכה" בשוק העבודה, עשויים להביא לכך שזו תהיה העלאת הריבית האחרונה.



- בבריטניה, קצב האינפלציה אמנם נותר בחודש מאי ללא שינוי, אך הוא מצוי ברמה גבוהה של 8.7%. החשש הגדול יותר הוא מעליית אינפלציית הליבה אשר עלתה בחודש מאי והקצב השנתי שלה הגיע ל-7.1% (ראה תרשים 2), שיא של 31 שנים. עלייה זו באינפלציית הליבה הביאה להעלאת ריבית של הבנק המרכזי של בריטניה בחודש יוני ב-50 נ"ב ל-5.00%. להערכתנו, הבנק המרכזי צפוי להמשיך להעלות את הריבית בכ-100 נ"ב נוספות, כאשר ייתכן והוא יבחר להעלות את הריבית בפעילות של 25 נ"ב כל אחת.
- בגוש האירו, האינפלציה השנתית ירדה בחודש יוני לקצב של 5.5%, אך אינפלציית הליבה עלתה ל-5.4%, מה שמצביע על דביקות מחירי הליבה. נתונים אלה תומכים בהמשך הידוק המדיניות המוניטרית ובהעלאת שיעור הריבית. הערכה זו, להמשך הידוק המוניטרי בארה"ב, גוש האירו ובריטניה נתמכת, בין השאר, גם בטון הניצי של הנגידים בכנס שערך ה-ECB בפורטוגל בו הנגידים רמזו כי הם לא סיימו את מחזור העלאות הריבית וכי הסיכון מהתקבעות של האינפלציה בשיעור הגבוה הנוכחי הינו ממשי.
- העלאת הריבית בבריטניה, יחד עם הצפי להמשך העלאת הריבית, הביאה לעלייה בתשואות של בריטניה הקצרות והארוכות, כאשר התשואות הקצרות עלו יותר, מאחר שהשפעת המדיניות המוניטרית היא בעיקרה על הריבית קצרת הטווח. במהלך חודש יוני, התשואות על אגרות החוב הממשלתיות הארוכות (עם טווח לפדיון של 10 שנים) של בריטניה עלו והגיעו לשיעור גבוה יותר מהתשואות על אגרות החוב הממשלתיות הארוכות של הכלכלות החזקות בגוש האירו. כמו כן, הן נותרו גבוהות מהתשואות על אגרות החוב הארוכות של ארה"ב, אשר עלו גם כן במהלך החודש האחרון (ראה תרשים 3).

עליית התשואות בארה"ב משקפת את הצפי הגבוה להעלאת שיעור הריבית של ה-Fed בהחלטת הריבית הקרובה בסוף חודש יולי. בנוסף, הממשל האמריקאי הגדיל מאוד את גיוס המקורות נטו שלו באמצעות הנפקת אג"ח, זאת לאחר שמגבלת תקרת החוב שוחררה. התפתחות זו מובילה גם כן לעליית תשואות לרמה גבוהה של מעל ל-4% בטווח ל-10 שנים לפדיון. עליית תשואות נרשמה גם באגרות החוב הצמודות למדד של ארה"ב (TIPS) קצרות הטווח (טווח לפדיון של 5 שנים) אשר הגיעו לכ-2%. להערכתנו, עליית התשואות באגרות החוב הצמודות של ארה"ב לא צפויה להימשך ובמהלך המחצית השנייה של 2023 הן אף צפויות לרדת בעתיד לכיוון של הערך של המצב היציב, שהוא, כלל הנראה בסדר גודל של כ-1% בטווח הארוך.



## 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/>