

## מאקרו גלובאלי - סקירה חודשית

נובמבר 2021

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

### לאומי תחזיות כלכליות (עמ' 3)

#### הכלכלה הגלובאלית במבט כולל (עמ' 4)

- הפעילות הכלכלית המשיכה להתאושש ברביע השלישי של 2021, אך בקצב מתון בשל השיבושים בצד ההיצע.
- קיצוב החשמל בסין ומחירי האנרגיה הגבוהים צפויים להביא למחסור בחומרי גלם ומוצרי ביניים, בדגש על מתכות, מה שצפוי להכביד על התעשייה.
- האינפלציה במדינות המפותחות נותרה גבוהה, וממשיכה לעלות, וב-OECD היא הגיעה לשיעור הגבוה ביותר מאפריל 2002.
- ה-FED וה-ECB יחד עם בנקים מרכזיים אחרים נוקטים עמדות ניציות ומספר בנקים המשיכו להעלות את שיעור הריבית. מנגד, הבנק המרכזי בטורקיה הפחית את הריבית ב-200 נ"ב.
- התשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות בארה"ב ובכלכלות הגדולות של גוש האירו עלו לאחר הצהרות הריבית שהוכרז בהן על הפחתת קצב רכישות הנכסים.

#### ארצות הברית (עמ' 8)

- התוצר צמח ברביע השלישי בקצב נמוך של 2.0% (במונחים שנתיים,  $q/q$ ) בשל השיבושים בשרשרת האספקה יחד עם המחסור בחומרי גלם ומוצרי ביניים ושיבושי האקלים.
- מכירות הדירות עלו בספטמבר, אך עליית שיעור הריבית על המשכנתאות יחד עם המחירים הגבוהים צפויים לצנן את הביקושים.
- הבית הלבן הכריז על מסגרת תקציבית מוסכמת בסך של 1.75-1.85 טריליון דולר ואישר תכנית להשקעה של 550 מיליארד דולר בתשתיות.
- ה-FED הכריז על התחלת תהליך הפחתת רכישות הנכסים.
- יו"ר ה-FED ציין כי עליית האינפלציה נובעת משיבושים בצד ההיצע, עליהם אין ל-FED השפעה, אך הוא העריך כי השוק יתקן את עצמו במהלך 2022 וכי שיעור האינפלציה ירד ברביע השני והשלישי של 2022.
- ההכרזה על הפחתת הרכישות הביאה לעלייה בתשואות של אגרות החוב הממשלתיות של ארה"ב. יישום התוכנית יחד עם העונתיות בתשואות עלולים להביא לעלייה מתמשכת בתשואות בראשית 2022.

#### גוש האירו (עמ' 11)

- התוצר של גוש האירו צמח ברביע השלישי ב-2.2% (במונחים רבעוניים,  $q/q$ ).
- התוצר של צרפת צמח בקצב גבוה יותר מאשר הכלכלות הגדולות האחרות בגוש האירו.
- התוצר של ספרד נותר נמוך משמעותית מהרמה שהייתה טרום המשבר.
- השיבושים בשרשרת האספקה יחד עם המחסור בחומרי גלם צפויים להמשיך להכביד על קצב התאוששות הפעילות הכלכלית.
- ה-ECB דבק בעמדתו שהאינפלציה נובעת מגורמים זמניים והוא לא שינה את המדיניות המוניטרית.

- בעקבות הצהרת הריבית ומסיבת העיתונאים שאחריה, התשואות הארוכות של הכלכלות הגדולות בגוש האירו עלו והביאו לעלייה בעקום התשואות.
- שיעור האינפלציה המשיך לעלות והגיע ל-4.1% ואינפלציית הליבה עלתה ל-2.1%.

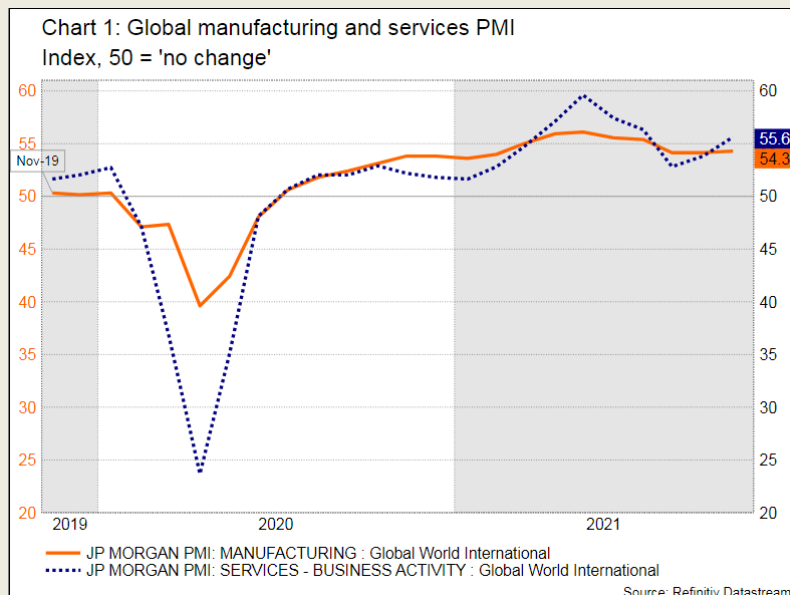
### לאומי תחזיות כלכליות, נובמבר 2021

2022F	2021F	2020E	2019	2018	
					תמ"ג – צמיחה כלכלית, שיעור שינוי
4.4%	5.6%	-3.0%	2.7%	3.5%	עולם
3.8%	5.7%	-3.4%	2.3%	2.9%	ארצות הברית
5.6%	6.6%	-9.7%	1.7%	1.7%	בריטניה
3.0%	2.3%	-4.6%	0.0%	0.6%	יפן
4.3%	4.8%	-6.6%	1.5%	1.8%	גוש האירו
4.5%	3.1%	-4.4%	4.3%	5.1%	דר' מזרח אסיה (ללא יפן)
5.3%	7.9%	2.3%	6.1%	6.6%	סין
7.8%	8.2%	-7.4%	4.1%	6.6%	הודו
2.6%	6.4%	-7.0%	-0.5%	0.8%	אמריקה הלטינית
4.4%	7.2%	-2.2%	3.8%	4.0%	ישראל
					סחר בינלאומי – מונחים כמותיים, שיעור שינוי
5.8%	9.0%	-8.1%	0.2%	3.8%	עולם
					ריבית בנק מרכזי, סוף תקופה
0.00-0.75%	0.00-0.25%	0.00-0.25%	1.50%-1.75%	2.25-2.50%	ארצות הברית
0.25-0.50%	0.1%	0.1%	0.75%	0.75%	בריטניה
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.07%	יפן
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	גוש האירו
0.00%-0.25%	0.1%	0.1%	0.25%	0.25%	ישראל

## הכלכלה הגלובלית במבט כולל

פעילות כלכלית: הפעילות הכלכלית המשיכה להתאושש ברביע השלישי של 2021, אך בקצב מתון בשל השיבושים בצד ההיצע. קיצוב החשמל בסין ומחירי האנרגיה הגבוהים צפויים להביא למחסור בחומרי גלם ומוצרי ביניים, בדגש על מתכות, מה שצפוי להכביד על התעשייה.

- הפעילות הכלכלית בעולם המשיכה להתאושש ברביע האחרון של השנה, אך התוצר צמח בקצב נמוך בשל המחסור בחומרי גלם וצווארי הבקבוק שהובילו לשיבושים בצד האספקה והם צפויים להמשיך להכביד על ההתאוששות ולהוסיף ללחצי המחירים הקיימים בשוק. מדד ה-PMI הגלובלי של השירותים עלה בחודש אוקטובר (ראה תרשים 1) והוא מצביע על המשך צמיחת הפעילות בסקטור השירותים בראשית הרביע הרביעי של השנה. מדד ה-PMI הגלובלי של התעשייה עלה מעט והוא מצביע על צמיחת התעשייה אך בקצב מתון. זאת, בשל המחסור בחומרי גלם והשיבושים באספקה שהם בעלי השפעה משמעותית על התעשייה. לצד זאת, עליית מחירי האנרגיה צפויה להכביד על התעשייה במדינות שהן יבואניות נפט, בדגש על סין הודו ויפן. עם זאת, על אף עליית המחירים, מדד PMI של מדינות אלה מצביע על המשך צמיחת התעשייה.
- שיבושי האספקה מכבידים על התאוששות התעשייה במדינות המתפתחות והשפעתם צפויה להישאר בחודשים הקרובים ולהכביד על קצב ההתאוששות. מדד PMI מצביע על התאוששות מסוימת בתעשייה של מדינות אסיה (ראה תרשים 2), לאחר שהן החלו להתאושש מהתפשטות נגיף הקורונה, כאשר בהודו המדד הגיע לרמה הגבוהה ביותר בשמונת החודשים האחרונים. אולם, ההאטה בייצור התעשייתי מצביעה על כך שהתעשייה עדיין מתקשה להתאושש. שיבושי האספקה המכבידים על הצמיחה הגלובלית וגם על המדינות המתפתחות, בטווח הקצר, מביאים להצטברות של הזמנות לתעשייה המרוכזת במדינות המתפתחות מה שיסייע להן להתאושש, עם חלוף שיבושי האספקה, ולשמור על רמת פעילות גבוהה לאורך זמן.
- המחסור בחשמל בסין הביא לקיצוב צריכת החשמל בקרב התעשייה, מה שמאט את הפעילות הכלכלית בתעשייה הסינית בכלל ובענף יצור המתכות, בפרט. צעדים אלו גורמים למחסור במתכות בשוק וצפויים להכביד על צמיחת התעשייה הגלובלית התלויה במתכות בהן צפוי מחסור. השפעה של מחסור זה צפויה להיות בין השאר על ענף הרכב, הסובל גם ממחסור במוליכים למחצה שכבר הביא להאטת פעילות הייצור בענף, והוא צפוי להימשך בחודשים הקרובים עד לרביע השני בשנת 2022, סוף עונת החורף. במועד זה, צפויה הקלה מסוימת במשבר החשמל בסין מה שיאפשר את החזרה למסלול צמיחה. לצד זאת, עליית מחירי החשמל בחלק ממדינות אירופה, הנובעת מעליית מחירי האנרגיה ובפרט מהעלייה המשמעותית במחירי הגז הטבעי, הביאו לצמצום פעילות העיבוד של חלק ממפעלי עיבוד הברזל על סוגיו השונים (בדגש על אבץ), מה שצפוי לתרום גם כן למחסור הגלובלי במתכות ולהכביד על צמיחת הפעילות של התעשייה.
- בבריטניה, המכירות הקמעונאיות ירדו בספטמבר, חודש חמישי רצוף של ירידות. זאת, על אף הפאניקה שהייתה לרכישת דלק, בשל החשש ממחסור שהיה במדינה, שהעלה את מכירות הדלק בספטמבר ב-2.9% (m/m) מה שמצביע על ההאטה בקצב ההתאוששות הכלכלית. מנגד, שוק העבודה ממשיך להתאושש ומספר המועסקים המשיך לעלות בשלושת החודשים שעד אוגוסט ב-235,000 איש, מה שהביא להמשך ירידת שיעור האבטלה ל-4.5%. אולם, המחסור בעובדים עדיין מורגש והוא מקשה על העסקים לפעול.



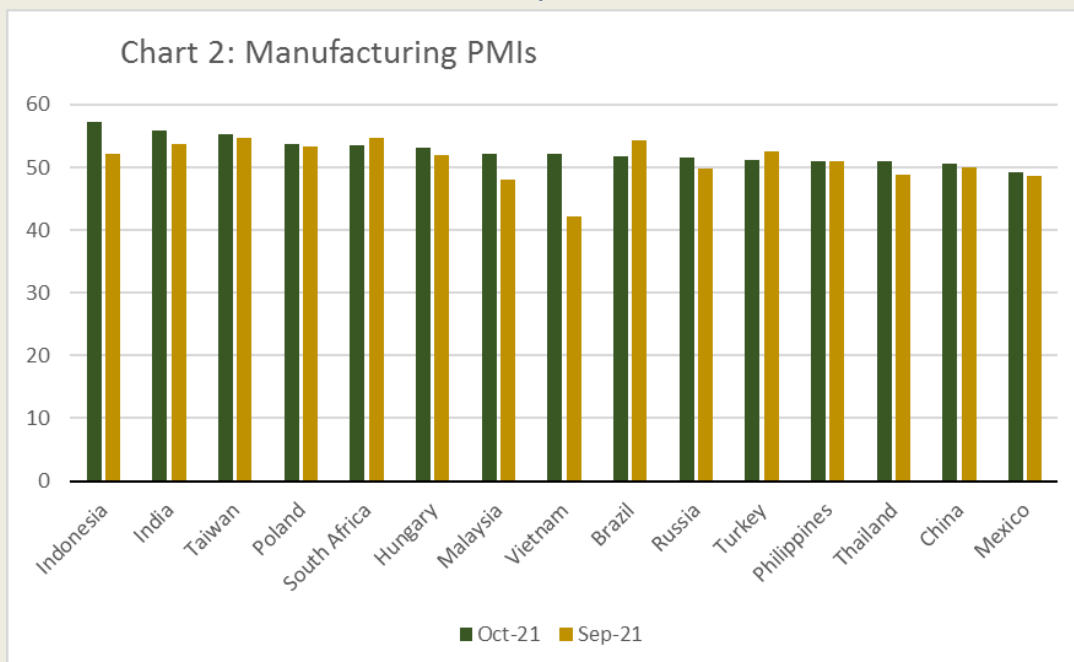
התאוששות זו בשוק העבודה יחד עם עליית השכר, מעלה את הסיכויים שהבנק המרכזי של אנגליה יעלה את הריבית במהלך השנה הקרובה. מדד PMI המשולב של בריטניה עלה באוקטובר והוא מצביע על התאוששות הפעילות בתעשייה ובשירותים, על אף השיבושים הקיימים בצד ההיצע והתארכות זמני השילוח הימי יחד עם המחסור בעובדים המביאים להתגברות הלחצים האינפלציוניים במדינה.

באוסטרליה, שוק העבודה מתקשה להתאושש. מספר המועסקים ירד באוגוסט ובספטמבר, בעיקר בשל המגבלות שהיו במדינת ויקטוריה, ושיעור האבטלה עלה בספטמבר ל-4.6%, על אף הירידה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה שהחלה בחודש יולי. להערכתנו, עם ההקלה במגבלות, צפוי ששיעור ההשתתפות בכוח העבודה יעלה, מה שיכול להביא לעלייה זמנית בשיעור האבטלה. אולם, ההתאוששות בפעילות הכלכלית צפויה להגדיל את התעסוקה, כך ששיעור האבטלה יפחת במהלך 2022.

ביפן, התוצר התכווץ ברביע השלישי ב-0.8% (q/q) בשל המחסור בחומרי גלם ובמוצרי ביניים, שיבושי אספקה והתפשטות נגיף הקורונה. גורמים אלה הביאו גם להתכווצות היצור התעשייתי בכל אחד מהחודשים ברביע השלישי, בעיקר בשל התכווצות הייצור בענף כלי הרכב. המכירות הקמעונאיות עלו בספטמבר ב-2.7% (m/m), אך הן לא קיזזו את הירידה החדה שהייתה בחודש אוגוסט, והשיבושים באספקה עלולים להכביד על ההתאוששות ברביע האחרון של השנה. מנגד, התפשטות הנגיף דעכה בסוף הרביע השלישי ורוב המגבלות הוסרו, מה שצפוי לתמוך בהתאוששות הפעילות ברביע האחרון של השנה. מדד ה-PMI עלה בחודש אוקטובר והוא מצביע על התאוששות התעשייה והשירותים במדינה, מה שצפוי לתמוך בהתאוששות התעשייה ברביע האחרון של השנה. אולם, ההתאוששות ברביע זה צפויה להיות מוגבלת, בשל המחסור בחומרי גלם וצווארי הבקבוק באספקה, ועיקר ההתאוששות צפויה להיות בשנת 2022.

בסין, הצמיחה הואטה ברביע השלישי של השנה בעיקר בשל ההאטה בתעשייה ובסקטור הבנייה הצפויים להמשיך להכביד על צמיחת הפעילות הכלכלית. זאת, על רקע היעדר היציבות בענף הנדל"ן בסין יחד עם משבר האנרגיה הגלובלי שהביא לקיצוב חשמל במדינה ולהפחתת הפעילות של חלק מהמפעלים וכן הוא מעלה את מחיר הסולר בסין אשר הגיע בערים הגדולות לרמה הגבוהה ביותר מזה כשלוש שנים. הסולר משמש להובלה במשאיות, לייצור חשמל וכן לתעשיות השונות. עליית מחיר זו נובעת מההתמודדות של סין עם עליית מחירי האנרגיה השונים, בדגש על פחם נפט וגז טבעי, מה שמעלה את הסיכון להתגברות הלחצים האינפלציוניים ולהאטת קצב הצמיחה גם בראשית שנת 2022.

בדרום אמריקה, הפעילות הכלכלית הואטה גם כן על רקע השיבושים בצד ההיצע. במקסיקו, התוצר התכווץ ברביע השלישי, לאחר צמיחה מתונה ברביע השני, והוא נמוך בכ-2.6% מהרמה שהייתה בסוף 2019, טרום המשבר. התכווצות זו התרחשה בעיקר בשל המגבלות שהוטלו בעקבות ההתפשטות המחודשת של נגיף הקורונה במדינה, אשר פגעה בפעילות הכלכלית בסקטור השירותים והיא יותר מקיזזה את הצמיחה בחקלאות ובתעשייה. להערכתנו, הפעילות הכלכלית בשירותים צפויה לצמוח ברביע האחרון של השנה, עם הירידה בתחלואה והסרת המגבלות. אולם, התוצר צפוי לצמוח בקצב נמוך בעיקר בשל המחסור בצד ההיצע הצפוי להכביד על הפעילות הכלכלית, בדגש על ענף כלי הרכב. זאת, לצד האטת הצמיחה בארה"ב הצפויה



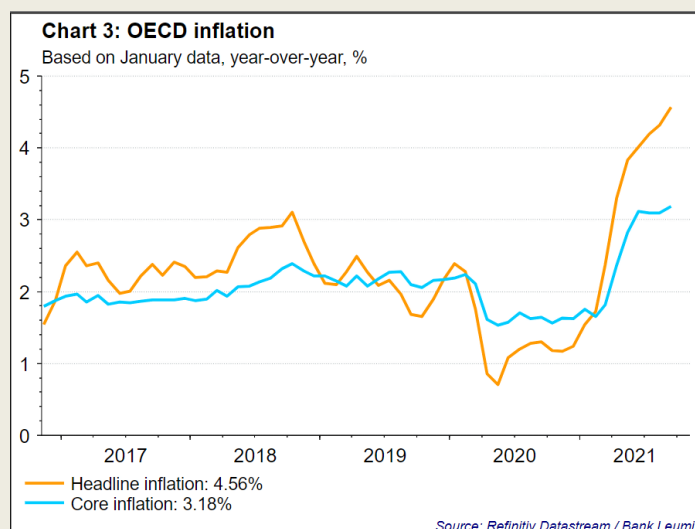
להאט את צמיחת הביקושים החיצוניים והמקומיים הצפויים להתרחב במתינות על רקע היעדר תמיכה פיסקלית. האטה זו בצמיחה צפויה להביא להידוק הדרגתי בלבד של המדיניות המוניטרית והעלאת הריבית צפויה להיות איטית יותר מהצפוי על אף שיעור האינפלציה הגבוה.

- בברזיל, הייצור התעשייתי המשיך להתכווץ בספטמבר (במונחים חודשיים), חודש רביעי ברציפות, על אף התאוששות מסוימת שהייתה בענף כלי הרכב במדינה. ירידה זו מצביעה על כך שהייצור התעשייתי ירד ברביע השלישי ב-1.7% (q/q) והוא צפוי להכביד על צמיחת התוצר ברביע השלישי ולהפחית את קצב הצמיחה בכ-0.2-0.1 נקודות האחוז. הצפי להמשך שיבושים בצד ההיצע, הנובע משיבושים באספקה ומחסור בחומרי גלם, מצביע על כך שקצב הצמיחה של כלכלת ברזיל צפוי להאט במהלך הרבעים הקרובים. לצד זאת, שיעור האינפלציה צפוי להישאר גבוה על רקע הבצורת במדינה הצפויה להניע את המשך עליית מחירי המזון ולשחוק את הביקושים הריאליים של משקי הבית. אינפלציה גבוהה זו צפויה להביא להמשך הידוק המדיניות המוניטרית וכתוצאה מהשילוב של גורמים אלה, כלכלת ברזיל צפויה להיות בשנה הקרובה במצב של סטגפלציה שמשמעותה היא שהאינפלציה במשק גבוהה, הצמיחה מאטה ושיעור האבטלה גבוה. מצב זה מקשה על קביעת המדיניות מאחר שפעולות המרסנות את האינפלציה עלולות להחריף את ההאטה בפעילות הכלכלית ואילו פעולות המעודדות את הפעילות הכלכלית עלולות להחריף את עליית האינפלציה.

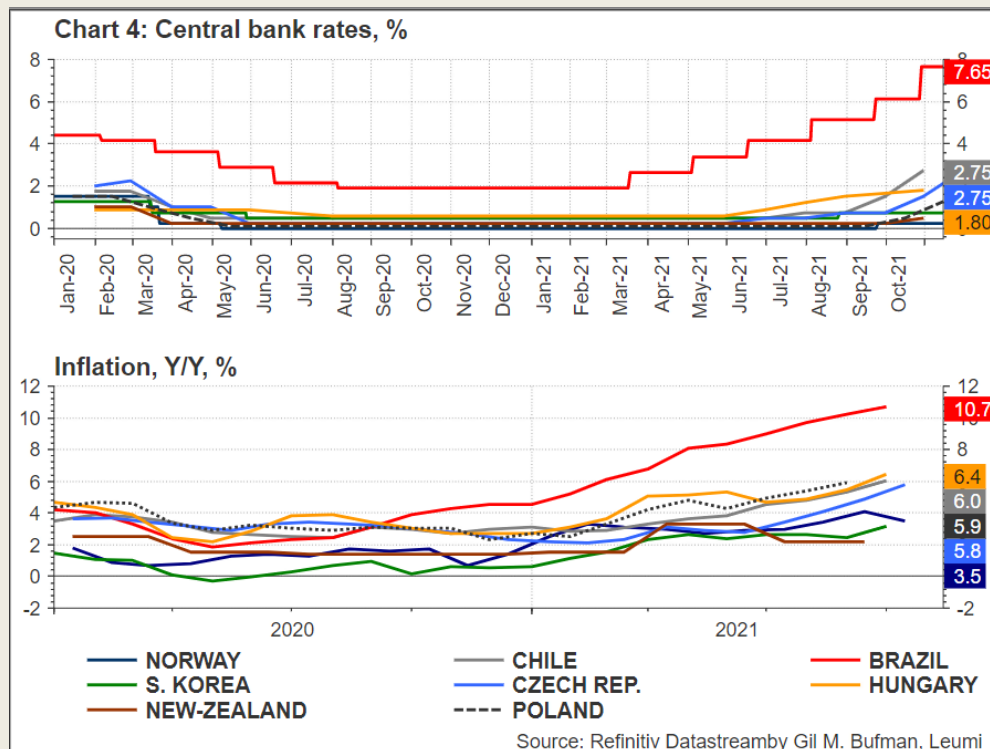
- במבט קדימה, המחסור הגלובלי בחומרי גלם יחד עם שיבושי האספקה צפויים להמשיך ולהכביד על הצמיחה הגלובלית, בדגש על הפעילות בתעשייה. עם חלוף השיבושים בצד ההיצע, התעשייה צפויה לצמוח בקצב גבוה יותר מה שסייע לצמיחת הפעילות בכלכלות המתפתחות. אנו מעריכים שהצמיחה הגלובלית בשנת 2021 תהיה בשיעור של 5.6% ובשנת 2022 התוצר צפוי לצמוח בשיעור של 4.4%.

**אינפלציה ומדיניות מוניטרית: האינפלציה במדינות המפותחות נותרה גבוהה, וממשיכה לעלות, וב-OECD היא הגיעה לשיעור הגבוה ביותר מאפריל 2002. ה-FED וה-ECB יחד עם בנקים מרכזיים אחרים נוקטים עמדות ניציות ומספר בנקים המשיכו להעלות את שיעור הריבית. מנגד, הבנק המרכזי בטורקיה הפחית את הריבית ב-200 נ"ב. התשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות בארה"ב ובכלכלות הגדולות של גוש האירו עלו לאחר הצהרות הריבית שהוכרז בהן על הפחתת קצב רכישות הנכסים.**

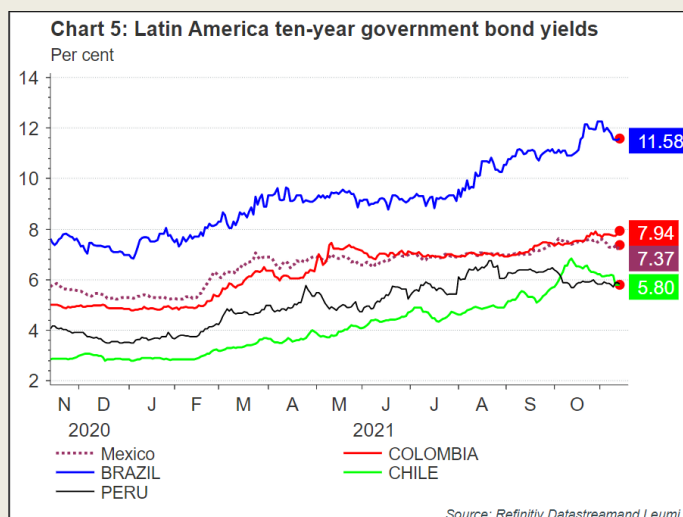
- האינפלציה במדינות המפותחות נותרה גבוהה ואף המשיכה לעלות בסוף הרביע השלישי של השנה ובתחילת הרביע האחרון של השנה. מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר זינק בארה"ב ב-0.9% - מעל ומעבר לתחזית הקונצנזוס לעלייה של 0.6%. העלייה מגיעה לאחר עלייה של 0.4% בספטמבר. במהלך 12 החודשים האחרונים, המדד עלה ב-6.2%. ובגוש האירו המדד עלה בספטמבר ב-4.1%. ב-OECD, שיעור האינפלציה השנתית עלה בספטמבר ל-4.6% (ראה תרשים 3) בעיקר בשל עליית רכיב האנרגיה שעלה בשיעור שנתי של 18.9%, שיעור הדומה לזה שהיה בחודש אוגוסט, ועליית מחירי המזון בשיעור שנתי של 4.5%, לעומת עלייה של 3.5% באוגוסט. אינפלציית הליבה (ללא מזון ואנרגיה) ב-OECD עלתה בספטמבר ל-3.2%, השיעור הגבוה ביותר מאפריל 2002, לאחר שהתייצבה בשלושת החודשים הקודמים על שיעור שנתי של 3.1%.



- הלחצים האינפלציוניים הביאו לחיזוק העמדות הניציות של בנקים מרכזיים במספר רב של מדינות (ראה תרשים 4). ה-FED הודיע על התחלת הפחתת רכישות הנכסים וה-ECB הודיע על המשך רכישות הנכסים במסגרת תכנית רכישות החירום (PEPP), אולם בקצב מתון יותר. זאת, על אף שהם המשיכו לדבוק בעמדתם שהאינפלציה נובעת מגורמים זמניים.
- עליית האינפלציה בעולם כבר הובילה לתחילתו של מהלך עליית ריבית בחלק מן המדינות כמו דרום קוריה, ניו-זילנד ופולין. חלק מן הבנקים המרכזיים הגדולים, כמו אלו של ארה"ב, אנגליה ואוסטרליה לדוגמה, כבר הודיעו על צעדים לצמצום מידת ההרחבה הכמותית וצמצום צעדים לא קונבנציונליים אחרים. המשך האצת האינפלציה ו/או אי ירידתה בקרוב יכול להביא למהלך מקביל, של מספר מדינות, של צמצום מוניטרי עולמי אשר יכול להשפיע לרעה על חלקים מן השווקים הפיננסיים והחוב בעולם. מלבד סיכוני השוק הכרוכים בכך, ירידת השווקים הפיננסיים והיחלשות של מצב החוב עלולות להיות גם בעלות השפעה שלילית על הפעילות הכלכלית העולמית.



- הפחתת רכישות הנכסים הביאה לעליית תשואות באגרות החוב הממשלתיות הארוכות של ארה"ב ושל הכלכלות הגדולות בגוש האירו, בשל הצפי לירידת הביקושים לאגרות החוב. באמריקה הלטינית, מגמת העלייה בתשואות על אגרות החוב הארוכות דעכה במחצית השנייה של חודש אוקטובר ובצ"ל התשואות אף ירדו בחודש האחרון (ראה תרשים 5).
- בבריטניה, הבנק המרכזי השאיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%, אך הוא רמז שהיא תעלה בקרוב ל-0.25%. עם זאת, לא סביר שהריבית תעלה בהתאם לציפיות של השווקים הצופים שהריבית בסוף 2022 תגיע לשיעור של 1.00%. להערכתנו, הריבית תעלה בחודש דצמבר או פברואר ב-15 נ"ב ועד לסוף שנת 2022 היא תעלה לשיעור של 0.50%.
- בקנדה, הבנק המרכזי הודיע בהצהרת הריבית של חודש אוקטובר על הפסקת הרכישות להגדלת הנכסים המוחזקים על ידי הבנק במסגרת תכנית הרכישות הכמותיות ומעבר לשלב של "השקעה מחדש", כך שמעטת רכישות הנכסים ישמשו רק במטרה להחליף את אגרות החוב שיגיעו לפדיון. הנגיד רמז על העלאת שיעור הריבית ברביע השני או השלישי של 2022. זאת, על אף שציפיות הצמיחה של הבנק ירדו מעט, בהשוואה לתחזית הקודמת, בשל המחסור בצד ההיצע יחד עם צווארי הבקבוק באספקה והקושי בגיוס עובדים, הצפויים להכביד על הצמיחה ולצד זאת גם להאריך את משך הזמן של האינפלציה הגבוהה.
- באוסטרליה, הבנק המרכזי הפסיק את המדיניות של שמירה על יעד תשואה של אגרות החוב הממשלתיות, אך הוא רמז כי הוא לא ממהר להדק את המדיניות המוניטרית. שינוי מדיניות זה מגיע על רקע השינוי בריביות בשוק כפי שהדבר בא לידי ביטוי בעליית תשואות של אגרות החוב שיגיעו לפדיון באפריל 2024 ל-0.8%, הרבה מעבר ליעד של 0.1%. יחד עם זאת, הבנק גם שינה את התחזיות שלו והוא כבר לא צופה שהריבית



תישאר נמוכה עד לשנת 2024, על רקע הציפיות שהאינפלציה תגיע עד לסוף שנת 2023 לאמצע טווח היעד של 2-3%. לצד זאת, הבנק העלה את הציפיות בנוגע לקצב עליית השכר לצד הצפי ששיעור האבטלה יגיע עד לסוף 2023 לשיעור האבטלה הטבעי המוערך בכ-4%. הבנק הודיע על המשך רכישות הנכסים בקצב חודשי של 4 מיליארד דולר אוסטרלי לפחות עד אמצע פברואר 2022. להערכתנו, הבנק יחל להפחית את קצב הרכישות במחצית הראשונה של 2022 והרכישות יסתיימו במהלך שנה זו. עם השגת יעדי התעסוקה והמחירים, כפי שהבנק צופה שיהיה לקראת סוף 2023, שיעור הריבית צפוי לעלות. הציפיות בשווקים מצביעות על העלאת הריבית ב-200 נ"ב עד לסוף שנת 2023. אולם, העלאת הריבית בשיעור זה עלולה להכביד על הצמיחה ולסכן את יציבות משקי הבית ששיעור החוב שלהם מהתוצר, שהגיע ליותר מ-123% תוצר, הוא מהגבוהים בעולם. משכך, אנו מעריכים שהעלאת הריבית עד לסוף 2023 תהיה הדרגתית ומתונה משמעותית מהציפיות בשווקים.

- מספר בנקים מרכזיים במדינות המתפתחות גם כן חיזקו את עמדתם הניצית וחלקם המשיכו להדק את המדיניות המוניטרית בניסיון לרסן את התגברות הלחצים האינפלציוניים. בברזיל, הונגריה, מקסיקו, פרו ורוסיה הבנקים המרכזיים המשיכו בהעלאת הריבית ואנו מעריכים שצפויים העלאות נוספות. בצ'כיה ובפולין הבנקים המרכזיים העלו את הריבית ב-125 נ"ב ו-75 נ"ב, בהתאמה, ובנורבגיה הבנק המרכזי מעריך שהריבית תעלה בדצמבר. מנגד, הבנק המרכזי של טורקיה הפחית את הריבית באוקטובר ב-200 נ"ב, לאחר הפחתה של 100 נ"ב בספטמבר, על אף מגמת העלייה בשיעור האינפלציה אשר הגיעה בספטמבר לשיעור שנתי של 19.58%. זאת, ככל הנראה בשל הלחצים מצד נשיא טורקיה, התומך בהקלה על הלווים במדינה, אשר פיטר את הנגידים הקודמים שהעלו את הריבית בניגוד לדעתו. להערכתנו, שיעור האינפלציה צפוי לרדת במהלך שנת 2022, והבנק המרכזי צפוי להמשיך להפחית את הריבית בכ-400 נ"ב במהלך השנה הבאה. הפחתת ריבית משמעותית זו הביאה להחלשת הלירה הטורקית כנגד הדולר ואנו מעריכים שהיחלשות המטבע תימשך כל עוד נשיא טורקיה ימשיך ללחוץ על המשך הפחתות הריבית, מה שמגביר את הסיכון לעלייה חדה בגירעון בחשבון השוטר ולירידה בעתודות המט"ח של טורקיה.

## ארצות הברית

פעילות כלכלית: התוצר צמח ברביע השלישי בקצב נמוך של 2.0% (מונחים שנתיים, q/q) בשל השיבושים בשרשרת האספקה יחד עם המחסור בחומרי גלם ומוצרי ביניים ושיבושי האקלים. מכירות הדירות עלו בספטמבר, אך עליית שיעור הריבית על המשכנתאות יחד עם המחירים הגבוהים צפויים לצנן את הביקושים. הבית הלבן הכריז על מסגרת תקציבית מוסכמת בסך של 1.75-1.85 טריליון דולר ואישר תכנית להשקעה של 550 מיליארד דולר בתשתיות.

- התוצר של ארה"ב צמח ברביע השלישי ב-2.0% (q/q) בלבד (ראה תרשים 1). זאת, על רקע המשך התפשטות נגיף הקורונה והצמצום בהרחבה הפיסקלית יחד עם צווארי הבקבוק שהביאו לשיבושי אספקה והמחסור בצד ההיצע שהכביד על התעשייה בדגש על ענף הרכב ואף הביאו לירידה משמעותית ברכישות כלי הרכב אשר הובילו את עיקר הירידה בצריכת מוצרים ברי קיימא. שיבושים אלו באספקה והמחסור במוליכים למחצה ובחומרי גלם אחרים (בדגש על סוגים שונים של מתכות) צפויים להימשך גם ברביע האחרון של השנה ולהכביד על ההתאוששות בפעילות הכלכלית. בנוסף, הפסקת תשלומי התוספת לדמי האבטלה



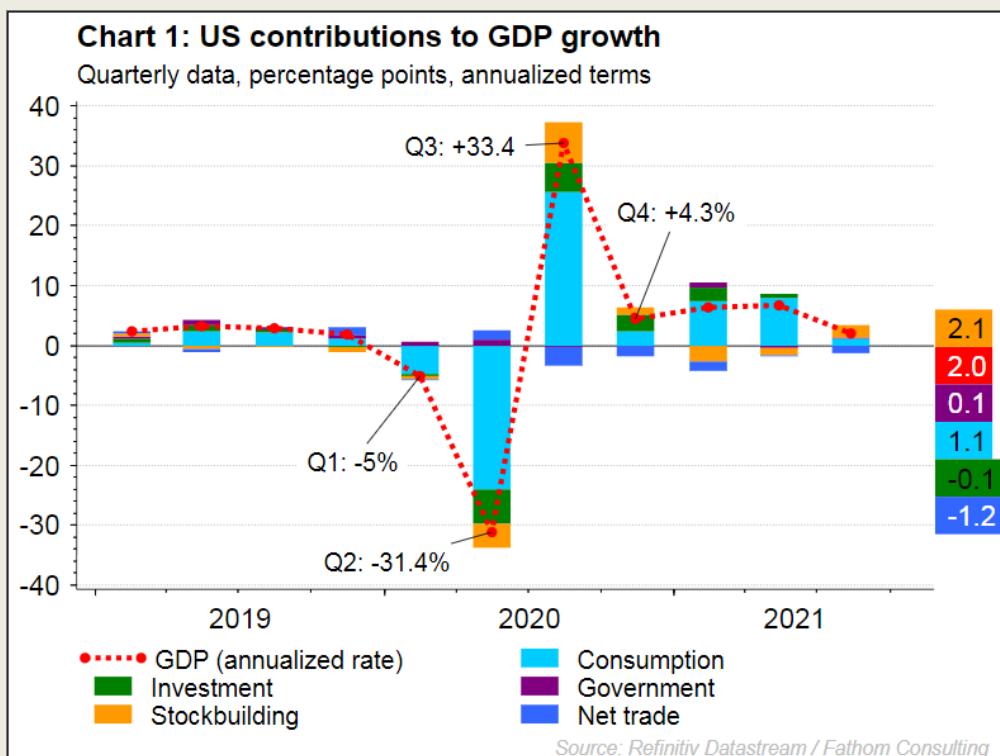
הביאה להתכווצות בהכנסה הפנויה של משקי הבית ושיעור החיסכון מההכנסה הפנויה ירד גם כן והוא מתקרב לשיעור שהיה טרום המשבר, מה שמצביע על כך שיכולתם של משקי הבית להגביר את הוצאותיהם קטן. לצד זאת, ההשקעה העסקית צמחה ב-1.8%, במונחים שנתיים, והיא משקפת צמצום בהשקעות בחידוש ציי הרכב, על רקע השיבושים בענף, וירידה מתמשכת בהשקעות במבנים שלא למגורים.

מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת משיגן המשיך וירד בחודשים אוקטובר-נובמבר, בעיקר בשל ירידה ברכיב של התנאים הנוכחיים, והוא מצביע על השפעת המחסור בצד ההיצע יחד עם לחצי המחירים המכבידים על משקי הבית. לא מן הנמנע שצמצום התמיכות הממשלתיות הישירות למשקי הבית השפיע גם כן על אמון הצרכנים שנתר ברמה נמוכה מאוד יחסית לתקופה שלפני פרוץ מגפת הקורונה. זאת, על אף העלייה במכירות הקמעונאיות באוגוסט ובספטמבר. עלייה זו במכירות הקמעונאיות לא קיזזה את הירידה במכירות שהייתה בחודש יולי, מה שתמך בהאטת הצריכה הפרטית ברביעי השלישי.

הזמנות מוצרים בני קיימא ירדו מעט בחודש ספטמבר בעיקר בשל היחלשות הזמנות של כלי תחבורה המשקפים את השיבושים בצד ההיצע המכבידים על ענף כלי הרכב. אולם, ההזמנות ללא רכיב התחבורה המשיכו לעלות, מה שמצביע על כך שהביקושים נותרו חזקים. הייצור התעשייתי התכווץ בספטמבר ב-1.3% (m/m) בין השאר בשל הפגיעה של סופות ההוריקן בסקטור הכרייה (בדגש על סקטור האנרגיה וכימיקלים), כך שהפגיעה הכללית בתעשייה הייתה חלשה יותר. לצד זאת, המחסור בצד ההיצע, בדגש על המחסור במוליכים למחצה, ממשיכים להכביד על התעשייה ואנו מעריכים כי שיבושים אלו יישארו בשוק בחודשים הקרובים. מדד PMI המשולב עלה בחודש אוקטובר והוא מצביע על המשך צמיחת השירותים והתעשייה. המדד מצביע על כך שקצב צמיחת השירותים צפוי אף לעלות מעט ומנגד ההתאוששות בפעילות בתעשייה צפויה להישאר נמוכה יחסית בשל שיבושי האספקה והמחסור בצד ההיצע.

נתוני התחלות הבנייה ואישורי הבנייה בארה"ב היו יציבים במהלך הרביעי השלישי של השנה והם גבוהים ביחס לרמה של העשור האחרון. אולם, אישורי הבנייה היו נמוכים מהרמה שהייתה במחצית הראשונה של השנה. זאת, על רקע העלייה בביקושים לדירות חדשות בשל מלאי הדירות הנמוך לצד המחסור בחומרי גלם ובעובדים המכבידים על השוק, מה שתומך בהמשך עליית המחירים. המכירות של דירות חדשות ושל דירות קיימות עלו בספטמבר ב-14.0% ו-7.0% (m/m), בהתאמה. להערכתנו, העלייה במכירות של דירות קיימות הינה זמנית מאחר ומלאי הדירות הקיימות בשוק נמוך. מנגד, מכירות הדירות החדשות צפויות להישאר גבוהות ויתכן שאף לעלות, על רקע הרמה הגבוהה של התחלות הבנייה. אולם, עליית שיעורי המשכנתאות צפויה לצנן חלק מהביקושים בשוק ואף להפחית את קצב עליית מחירי הדירור.

הבית הלבן הודיע על חבילה תקציבית מוסכמת Build Back Better בסך של 1.75-1.85 טריליון דולר אשר תמומש בעשור הקרוב ותמומן באמצעות העלאות מיסים על בעלי הכנסה גבוהים ותאגידים. חבילה זו



תתמקד בחינוך חינוך לגילאי 3-4, הארכת תכניות זיכוי מס בגין ילדים, הרחבת הסבסוד בבריאות, מימון דיור בר השגה, שיפור מערכת ההגירה, והשקעות בהשכלה גבוהה. כמו כן, 555 מיליארד דולר הוקצו לאנגריה נקיה והתמודדות עם שינויי האקלים. על מנת לממן הוצאות אלה, הממשל מתכנן להעלות את מס החברות לשיעור אפקטיבי שלא יפחת מ-15% יחד עם אימוץ מס גלובלי תאגידי אפקטיבי בשיעור זהה הכולל גם הכנסות הנוצרות מחוץ לארה"ב, היטל של 1% על רכישות חוזרות של תאגידיים, הטלת מס יסף על הכנסה של מעל ל-10 מיליון דולר ומעל ל-25 מיליון דולר בשיעור 5%-8% בהתאמה, הגבלת ההכרה בהפסדי חברות, הרחבת היטל NIIIT (בשיעור 3.8%) והשקעה בהרחבת יכולות האכיפה של רשות המיסים האמריקאית. זאת, במטרה לשפר את הכנסות המדינה ממיסים אשר יאפשרו את מימון התכנית.

- בשלב זה, אושרה בהסכמה של שתי המפלגות חבילה תקציבית להשקעות בתחבורה ותשתיות בהיקף של 550 מיליארד דולר. החקיקה כוללת השקעות בתחומים הבאים: כבישים, גשרים, תחבורה ציבורית, רכבות ומסילות ברזל, רשתות חשמל, רשת ארצית של תחנות טעינה לכלי רכב חשמליים, אוטובוסים חשמליים, שדות תעופה, נתיבי מים, מי שתייה, אינטרנט בפס רחב, טיפול בסביבה לשם ניקוי זיהומים, בטיחות בתחבורה ועוד.

- במבט קדימה, התוצר ברביע האחרון של השנה צפוי לצמוח בכ-3.0% (q/q), מעט יותר מקצב הצמיחה ברביע השלישי. זאת, מאחר ואנו מעריכים שהפגיעה בענף כלי הרכב ברביע זה תהיה נמוכה יותר מאשר ברביע השלישי וכן שהשפעת התפשטות נגיף הקורונה תהיה מתונה יותר עם המשך החזרת הפעילות הכלכלית. ברמה השנתית, התוצר צפוי לצמוח השנה ב-5.7% ובשנת 2022 ב-3.8%.

**אינפלציה ומדיניות מוניטרית: ה-FED הכריז על התחלת תהליך הפחתת רכישות הנכסים. יו"ר ה-FED ציין כי עליית האינפלציה נובעת משיבושים בצד ההיצע, עליהם אין ל-FED השפעה, אך הוא העריך כי השוק יתקן את עצמו במהלך 2022 וכי שיעור האינפלציה ירד ברביע השני והשלישי של 2022. ההכרזה על הפחתת הרכישות הביאה לעלייה בתשואות של אגרות החוב הממשלתיות של ארה"ב. יישום התוכנית יחד עם העונתיות בתשואות עלולים להביא לעלייה מתמשכת בתשואות בראשית 2022.**

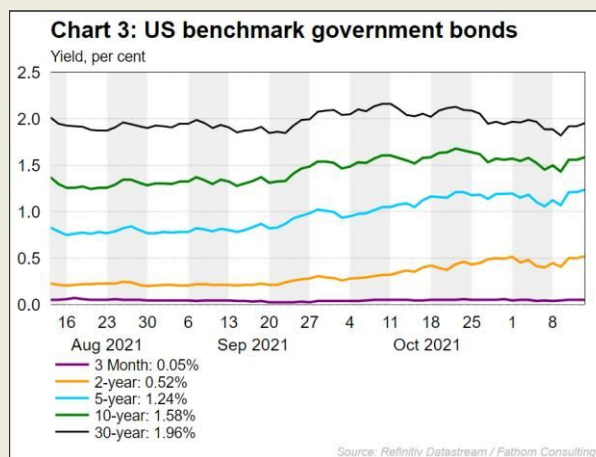
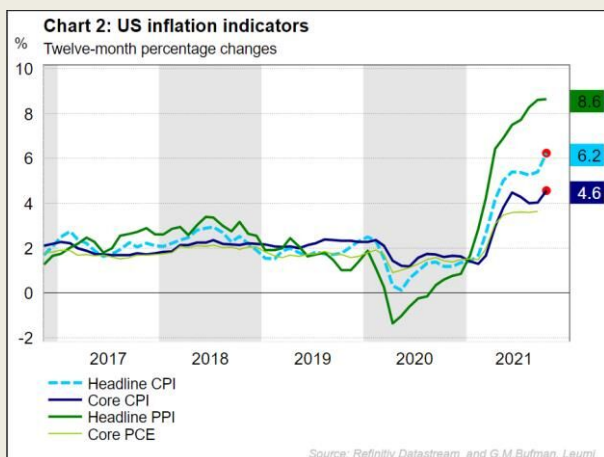
- בהצהרת הריבית של ה-FED בנובמבר, ה-FED הודיע על התחלת תהליך הפחתת רכישות הנכסים. רכישות אגרות החוב הממשלתיות יפחתו מהקצב הנוכחי של 80 מיליארד דולר בחודש ב-10 מיליארד דולר בכל אחד מהחודשים נובמבר ודצמבר ורכישות ה-MBS יפחתו מהקצב הנוכחי של 40 מיליארד דולר בחודש ב-5 מיליארד דולר בכל אחד מהחודשים האחרונים של השנה. עם זאת, הוא דבק בעמדה היונית ואמר שעליית האינפלציה נובעת בעיקרה מגורמים "העשויים להתברר כזמניים" והוא ציין בעיקר את היעדר האיזון בין הביקוש להיצע הנובע מהתפשטות נגיף הקורונה ומהפתיחה המחודשת של הכלכלה שהביאו לעליית מחירים בחלק מהסקטורים. רכישות הנכסים צפויות לפחות בהמשך בקצב הנוכחי, אולם ה-FED הדגיש כי הוא מוכן להתאים את קצב הרכישות בהתאם לשינויים בשוק ולתחזיות הכלכליות. להערכתנו, הפחתת הרכישות תמשך לפחות בקצב הנוכחי, כך שרכישות הנכסים יופסקו באמצע שנת 2022. עם זאת, יתכן שעלייה נוספת בשיעור האינפלציה תאיץ את קצב ירידת הרכישות בראשית שנת 2022 ותביא לסיום הרכישות עוד במהלך המחצית הראשונה של השנה.

- במסיבת העיתונאים, יו"ר ה-FED הדגיש את היעדר האיזון בין הביקוש להיצע שנבעו מצווארי הבקבוק והשיבושים בשרשרת האספקה, יותר מכפי שה-FED צפה, המגבילים את יכולת הייצור לענות על הביקושים החזקים, מה שתרם לעלייה משמעותית של המחירים בחלק מהסקטורים ולעליית האינפלציה אל מעבר ליעד. יו"ר ה-FED ציין כי הכלים שיש בידי ה-FED אינם מאפשרים להקל על השיבושים בצד ההיצע, אך הוא ציין כי הוא מאמין שהכלכלה תתאים ותביא לאיזון ההיצע והביקוש, עם חלוף תקופת אי הוודאות שיש בשוק, מה שיביא בהמשך להפחתת שיעור האינפלציה ליעד של 2%, בממוצע. במענה לשאלה יו"ר ה-FED ציין כי לעת עתה הוא מתמקד במה שנתון לשליטתו והוא הדגיש כי הוא ממוקד בהפחתת רכישות הנכסים, ולא בהעלאת הריבית. העלאת הריבית תהיה תלויה בהתפתחות של ההתאוששות הכלכלית, בדגש על יעד התעסוקה, והמדיניות תותאם להתפתחויות בשוק. יו"ר ה-FED ציין כי להערכתו יעד התעסוקה יושג במהלך שנת 2022 וכי בתרחיש הבסיסי האינפלציה צפויה לרדת ברביע השני או השלישי של 2022. זאת, על רקע הציפיות שהשיבושים בשרשרת האספקה ידעו במהלך שנת 2022. להערכתנו, הציפיות להשגת יעד התעסוקה במהלך שנת 2022 יחד עם הציפיות שלנו ששיעור האינפלציה יישאר משמעותית מעל היעד במהלך שנת 2022, תומכים בהעלאת ריבית לקראת סוף שנת 2022.

- שיעור האינפלציה בארה"ב עלה באוקטובר בשיעור חד של 0.9% (m/m) לקצב שנתי של 6.2% ואינפלציית הליבה עלתה לשיעור שנתי של 4.6%, השיעור הגבוה ביותר מאוגוסט 1991 (ראה תרשים 2). זאת, על רקע עליית מחירי האנרגיה לצד השיבושים בצד ההיצע המביאים גם לעליית מחירי המזון ומחירי הליבה

ומשפיעים גם על מדד מחירי היצרנים שהגיע בספטמבר לשיעור שנתי של 8.6%. עליית השכר, יחד עם הצפי לעליית שכר הדירה על רקע עליית מחירי הדיור; המחסור במלאי בדירות בנויות ועליית שיעורי המשכנתאות הצפויה לצנן את הרכישות; צפויים לגרום ללחצים אינפלציוניים ותרמו לעליית הציפיות לאינפלציה בשוק. לחצים אלו יחד עם המשך השיבושים בצד ההיצע, תומכים בהמשך עליית שיעור האינפלציה אשר צפוי להגיע באופן זמני קצב שנתי גבוה של כ-7% ואף מעבר לכך.

תשואות אגרות החוב הממשלתיות בארה"ב עלו במהלך אוקטובר (וראה תרשים 3), אך לקראת סוף החודש התשואות של אגרות החוב הארוכות ירדו מעט, על רקע ירידת הריבית הריאלית, אך הירידה בתשואות של אגרות החוב הקצרות הייתה מתונה משמעותית בשל החששות מלחצים אינפלציוניים. עם הצהרת הריבית של ה-FED על התחלת תהליך הפחתת רכישות הנכסים, התשואות החלו לעלות בחודש נובמבר בשל הציפיות לירידה בביקושים לאגרות החוב הממשלתיות.



## גוש האירו

**פעילות כלכלית: התוצר של גוש האירו צמח ברביע השלישי ב-2.2% (במונחים רבעוניים, q/q). התוצר של צרפת צמח בקצב גבוה יותר מאשר הכלכלות הגדולות האחרות בגוש האירו. התוצר של ספרד נותר נמוך משמעותית מהרמה שהייתה טרום המשבר. השיבושים בשרשרת האספקה יחד עם המחסור בחומרי גלם צפויים להמשיך להכביד על קצב התאוששות הפעילות הכלכלית.**

הצמיחה בתוצר של גוש האירו ברביע השלישי מצביעה על כך שהתאוששות הפעילות הכלכלית מהמשבר שנוצר בעקבות התפשטות נגיף הקורונה כמעט הושלמה. התוצר של גוש האירו עלה ברביע השלישי ב-2.2% (ראה תרשים 1) והוא נמוך כעת בכ-0.6% מרמת התוצר של גוש האירו בסוף 2019, טרום המשבר. בצרפת הצמיחה הפתיעה לטובה והתוצר צמח בשיעור של 3.0% (q/q) והוא נמוך כעת רק ב-0.2% מהרמה שהייתה בסוף 2019, טרום המשבר. צמיחת התוצר בצרפת נתמכה על ידי הסרת המגבלות אשר אפשרו את החזרה המהירה של הפעילות הכלכלית והיא נבעה בחלקה מעלייה משמעותית בהוצאות הצרכנים, לאחר הסגר שהיה במחצית הראשונה של הרביע השני, ומעלייה בהוצאה הממשלתית. בגרמניה ואיטליה התוצר צמח בקצב נמוך יותר והוא נמוך בכ-1.3% מהרמה שהייתה בסוף 2019. התוצר של ספרד המשיך להתאושש ברביע השלישי, אך הוא נותר נמוך בכ-6.6% מהרמה שהייתה טרום המשבר, בין השאר על רקע ההתאוששות האיטית של ענף התיירות לו משקל משמעותי בפעילות הכלכלית.

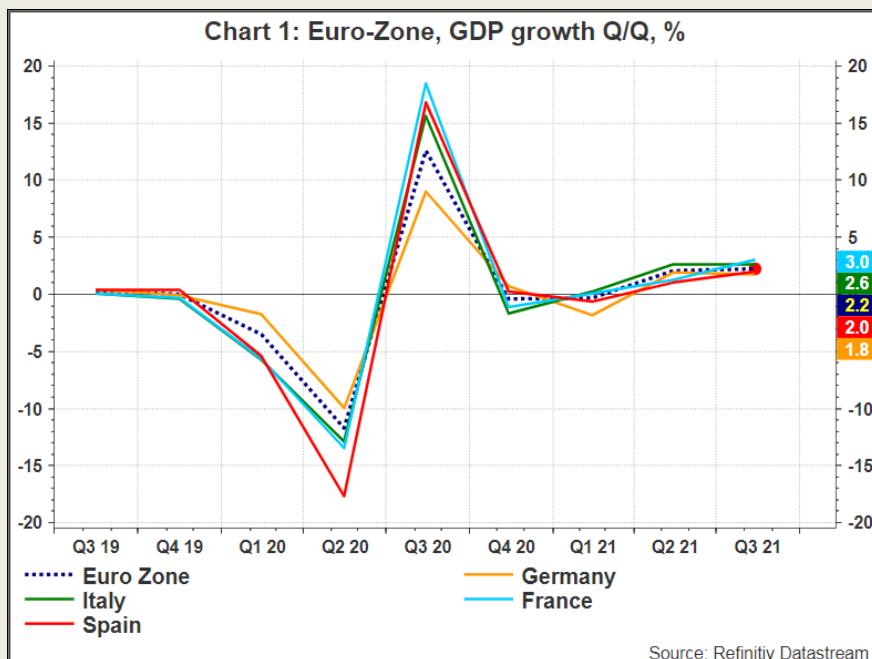
הייצור התעשייתי של גוש האירו התכווץ בחודשים אוגוסט-ספטמבר בעיקר בשל המחסור בצד ההיצע המכביד על הייצור, ובפרט על יצור כלי הרכב בגרמניה. התכווצות זו התרחשה על אף הביקושים החזקים, מה שמצביע על כך שהמשך השיבושים בצד ההיצע יכביד על התאוששות התעשייה גם ברביע האחרון של השנה. מדד ה-PMI המשולב של גוש האירו ירד מעט באוקטובר, חודש שלישי רצוף של ירידות, והוא מצביע על השפעת השיבושים בצד ההיצע על הפעילות בתעשייה, לצד האטה בסקטור השירותים.

בגרמניה, הייצור התעשייתי ירד בשיעור חד באוגוסט, -3.5% (m/m), ובספטמבר הוא המשיך לרדת והגיע לרמה הנמוכה בכ-9.5% מהרמה שהייתה בפברואר 2020, טרום המשבר. הירידה החדה באוגוסט הונעה בעיקר על רקע התכווצות הייצור בענף הרכב ב-18.9% והיא נמוכה בכ-40% מהרמה שהייתה טרום המשבר.

זאת, על רקע הפסקות הייצור בחלק ממפעלי הרכב בשל המחסור בשוק במוליכים למחצה ובמוצרי ביניים אחרים. בספטמבר, ענף כלי הרכב צמח מעט, אך הוא לא מנע את הירידה בייצור התעשייתי. להערכתנו, התנאים הקשים שיש בתעשייה הגרמנית צפויים להמשיך להכביד על צמיחת הפעילות בתעשייה ולהביא לכך שהיא תישאר ברמה הנמוכה מזו של טרום המשבר עד לראשית שנת 2022. לכך, תהיה השפעה על צמיחת התוצר של המשק הגרמני ברביע האחרון של השנה שצפויה להיות נמוכה מקצב הצמיחה שהיה ברביע השלישי.

- מדד PMI המשולב של גרמניה ירד באוקטובר, חודש שלישי ברציפות, על רקע קשיי התעשייה בגרמניה, בדגש על שוק הרכב המושפע מאוד מהמחסור במוליכים למחצה, לצד האטה גם בשירותים שייתכן והיא נובעת מעליית התחלואה במדינה. מדד IFO לבחינת האקלים העסקי בגרמניה ירד באוקטובר, חודש רביעי ברציפות, והוא מצביע גם כן על האטת הפעילות הכלכלית בגרמניה הנובעת מהשיבושים בצד ההיצע. אולם, הוא מצביע על כך שצמיחת הפעילות בענף הבנייה לא נפגעה. בצרפת, מדד PMI המשולב ירד בקצב מתון יותר, בעיקר בשל הירידה ברכיב התעשייה במדד שקיזזה את העלייה הקטנה ברכיב השירותים.

- במבט קדימה, הצמיחה ברביע האחרון של השנה צפויה להיות איטית יותר והתוצר של גוש האירו צפוי לצמוח ברביע הרביעי ב-0.5% (q/q). זאת, בשל שיבושי האספקה, המחסור בחומרי גלם המכביד על פעילות התעשייה, בדגש על ענף הרכב, לצד ההאטה בביקוש הגלובלי והלחצים האינפלציוניים העלולים להכביד על הביקוש המקומי. ההשפעה של הלחצים האינפלציוניים צפויה להיות מתונה יותר בצרפת מאשר בכלכלות הגדולות האחרות של גוש האירו, מאחר והיא מושפעת פחות מעליית מחירי הגז הטבעי בשל החשיפה הנמוכה של יצור החשמל שלה לגז טבעי היות והוא מיוצר ברובו מכורים גרעיניים. ברמה השנתית, התוצר של גוש האירו צפוי לצמוח השנה ב-4.8% ובשנת 2022 ב-4.3% ובהמשך הצמיחה צפויה להתמתן לשיעור שנתי של כ-2%. עם זאת, עליית התחלואה עלולה להאט את קצב הצמיחה, בפרט אם הממשלות יהדקו את המגבלות. עד כה, הולנד הכריזה על הטלת סגר חלק לשלושה שבועות ואוסטריה הטילה המגבלות על לא מחוסנים. גרמניה גם כן שוקלת הידוק של המגבלות, על רקע עליית התחלואה במדינה. הידוק מגבלות זה יחד עם האפשרות שהתחלואה תעלה במדינות נוספות ותביא להידוק מגבלות גם בהן, מגביר את החשש מפני פגיעה בהתאוששות הפעילות הכלכלית של גוש האירו אשר עלול להיות איטי מהצפוי.



אינפלציה ומדיניות מוניטרית: ה-ECB דבק בעמדתו שהאינפלציה נובעת מגורמים זמניים והוא לא שינה את המדיניות המוניטרית. בעקבות הצהרת הריבית ומסיבת העיתונאים שאחריה, התשואות הארוכות של הכלכלות הגדולות בגוש האירו עלו והביאו לעלייה בעקום התשואות. שיעור האינפלציה המשיך לעלות והגיע ל-4.1% ואינפלציית הליבה עלתה ל-2.1%.

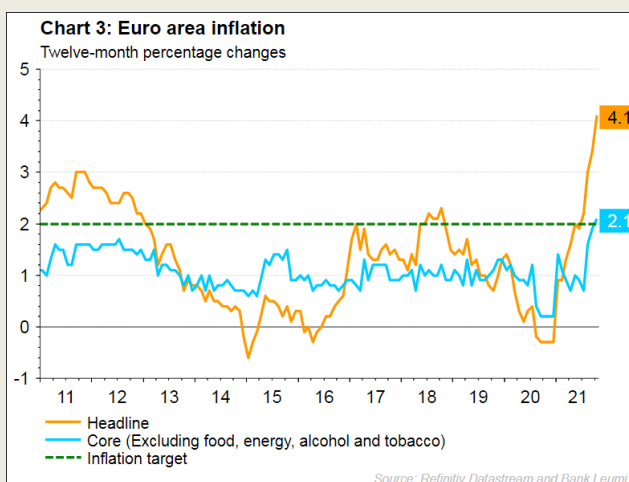
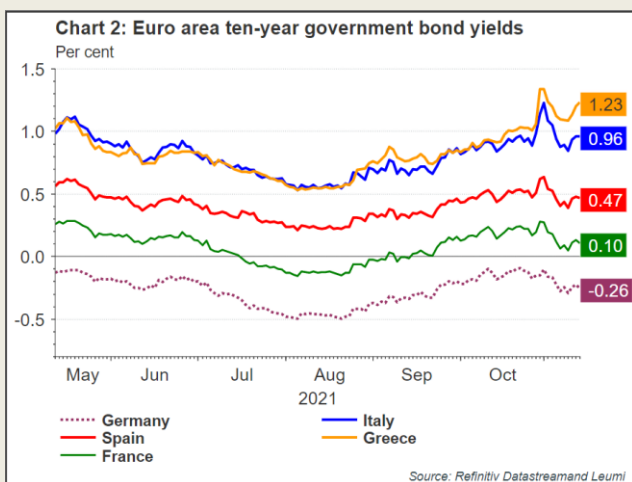
- בהצהרת הריבית של חודש אוקטובר, ה-ECB דבק בעמדתו שעליית האינפלציה הינה זמנית, על אף שהיא נמשכת יותר מכפי שהוא ציפה, והוא לא שינה את המדיניות המוניטרית או את ה-Forward guidance. ה-ECB

הודיע כי הוא ימשיך את רכישות הנכסים במסגרת תכנית רכישות החירום (PEPP) בקצב מתון יותר, אך רכישות הנכסים במסגרת תכני APP, בקצב של 20 מיליארד אירו בחודש, ימשכו עד סמוך למועד העלאת הריבית. רכישות הנכסים במסגרת ה-PEPP צפויות להימשך עד למרץ 2022 אך טרם הובהר מה יעשה כשהתכנית תסתיים. להערכתנו, ייתכן שכאשר תכנית רכישות החירום תסתיים, הבנק יגדיל את רכישות הנכסים במסגרת תכנית APP.

- במסיבת העיתונאים שלאחר ההצהרה, יו"ר ה-ECB הדגישה את הערכתה שהאינפלציה נובעת מגורמים זמניים, היעדר האיזון בין הביקוש להיצע בשוק; עליית מחירי האנרגיה והעלייה בשיעור המע"מ בגרמניה לאחר שהיא סיימה את ההפחתה הזמנית בשיעור המע"מ שהייתה בעקבות המשבר, כאשר השפעתם של גורמים אלה צפויה לדעוך לאורך זמן. המשמעות לכך היא, שיו"ר ה-ECB מעריכה כי עודף הביקוש הגלובלי ידעך בהדרגה במהלך השנה הקרובה. היא ציינה גם, שה-ECB עוקב אחר ההתפתחויות בשכר שצפוי לעלות על רקע התאוששות הפעילות הכלכלית. לחצי השכר עשויים להאריך את משך הזמן שהאינפלציה תהיה בשיעור גבוה, ובמידה ותרחיש זה יתממש הדבר עלול לשנות את עמדת ה-ECB שעליית האינפלציה היא זמנית. יו"ר ה-ECB ציינה כי ההערכות בשוק להעלאת שיעור הריבית במהלך השנה הקרובה אינן עולות בקנה אחד עם ההערכות של ה-ECB.

- הצהרה זו של יו"ר ה-ECB על היעדר העקביות בין ההערכות בשוק להעלאת הריבית להערכת ה-ECB, הביאה לעלייה בתשואות לפדיון של אגרות החוב הארוכות של הכלכלות הגדולות של גוש האירו (ראה תרשים 2), כאשר עליית התשואות הארוכות של איטליה ויוון הייתה משמעותית יותר בפרט באגרות החוב הארוכות, מה שהביא לעליית עקום התשואות בכל הכלכלות הגדולות של גוש האירו ולאורך כל העקום. כמו כן, העלייה החדה בתשואות של איטליה ויוון הביאה לעלייה חדה בפער שבין התשואות של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות שלהן לבין אלו של גרמניה וצרפת, מה שמצביע על עלייה בסיכון שלהן. הפער בין התשואות של האגרות החוב הארוכות של ספרד לבין התשואות הארוכות של גרמניה וצרפת עלה גם כן אך באופן מתון יותר.

- מדד המחירים לצרכן בגוש האירו (HICP) עלה בחודש אוקטובר לשיעור שנתי של 4.1% (ראה תרשים 3). עליית האינפלציה נבעה מעליית מחירי האנרגיה, שעלו בשיעור שנתי חד של 23.5% שהוא קצב העלייה הגבוה ביותר מהקמת גוש האירו, ומעלייה רוחבית ברכיבי הליבה של המדד אשר הביאה לעלייה גם באינפלציית הליבה (ללא אנרגיה, אוכל, אלכוהול וטבק) לשיעור שנתי של 2.1%. כאשר, האינפלציה של רכיבי המוצרים במדד הליבה ירדה ל-2.0%, מה שמרמז שהעברת העלויות, הנובעות מעליית מחירי התשומות, לצרכן הוגבלה עד כה. מנגד, האינפלציה של רכיבי השירותים במדד הליבה עלתה ל-2.1%, הקצב הגבוה ביותר מאז מאי 2009. להערכתנו, האינפלציה צפויה להמשיך לעלות עד לסוף השנה. זאת, בשל מחירי הגז הגבוהים הצפויים להעלות את רכיב האנרגיה במדד והציפיות של העסקים המצביעות על כך שגם אינפלציית הליבה תמשיך לעלות. להערכתנו, הסיכונים מצביעים על כך שהאינפלציה תישאר מעל ל-2% למשך זמן רב יותר ממה שהשוק צופה. עם זאת, ה-ECB צפוי להמשיך לדבוק בזמן הקרוב בטיעון שהאינפלציה נובעת מגורמים זמניים והוא לא ימהר לשנות את המדיניות המוניטרית.



## 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/>