

## מאקרו גלובאלי - סקירה חודשית

אוקטובר 2021

*Processed by EasyAccess. Page*

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)

- ההתאוששות הכלכלית הואטה ברביע השלישי על רקע המשך השיבושים בצד ההיצע והמחסור בעובדים.
- המחסור בגז טבעי צפוי להשפיע באופן שונה על המדינות, בהתאם להסתמכות ענף החשמל שלהן על גז טבעי.
- הקריסה המתמשכת של Evergrande מגבירה את החשש מגל חדלות פירעון של חברות בענף, מה שעלול להשפיע מידית על המדינות. אולם, המאפיינים הייחודיים של כלכלת סין עשויים להפחית את הסיכון הישיר, שהינו בעיקרו אירוע המשפיע בעיקר על כלכלת סין ועל משקי הבית שם.
- האינפלציה במדינות המפותחות נותרה גבוהה יחסית.
- ה-FED וה-ECB יחד עם בנקים מרכזיים אחרים החלו לאמץ עמדה ניצית יותר, כאשר מספר בנקים אף העלו את שיעור הריבית, אולם בדנמרק וטורקיה הבנקים המרכזיים הפחיתו את שיעור הריבית בשל גורמים הייחודיים להם.
- התשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות בארה"ב, בכלכלות הגדולות של גוש האירו ובכלכלות הגדולות של דרום אמריקה עלו.

#### ארצות הברית (עמ' 8)

- הצמיחה הואטה ברביע השלישי בשל חולשת הביקושים הנובעים מעליית המחירים לצד השיבושים הקיימים בצד ההיצע וסופות ההוריקן שהשפיעו על סקטור האנרגיה.
- שוק העבודה ממשיך להתאושש, אך המחסור בעובדים מחריף מה שצפוי לייצר לחצי שכר וצווארי בקבוק.
- ה-FED רמז על התחלת תהליך הפחתת רכישות הנכסים, ואנו מצפים שהוא יצהיר על תחילת התהליך בחודש נובמבר.
- להערכת ה-FED, האינפלציה תישאר מעל ליעדה בשנתיים הקרובות, מה שתומך בהעלאת שיעור הריבית.
- שיעור האינפלציה המשיך להתמתן בקצב איטי מאוד, אך הוא נותר גבוה במידה ניכרת מהיעד.
- תשואות אגרות החוב הממשלתיות עלו במחצית השנייה של ספטמבר, לאחר הצהרת ה-FED על רקע עליית הריבית הריאלית בארה"ב.

#### גוש האירו (עמ' 11)

- התוצר של גוש האירו צמח ברביע השני ב-2.2% ( $q/q$ ), כאשר התוצר באירלנד ופורטוגל צמח בשיעור חד יותר.
- התוצר של הכלכלות הגדולות בגוש האירו צמח בקצב מתון יותר של 1.1-2.7% ( $q/q$ ).
- צמיחת התעשייה נחלשה מעט בשל שיבושים בשרשרת האספקה ועליית מחירי הגז הנובעת ממשבר האנרגיה באירופה אשר צפוי להשפיע על השוק בחודשים הקרובים.

- ה-ECB הודיע על הפחתת קצב רכישות הנכסים, מה שהביא לעלייה בתשואות הארוכות לפדיון של האג"ח של הכלכלות הגדולות בגוש האירו.
- מדד המחירים לצרכן בגוש האירו המשיך לעלות בספטמבר והוא הגיע לשיעור שנתי של 3.4% ואינפלציית הליבה עלתה גם כן ל-1.9%.

### לאומי תחזיות כלכליות, אוקטובר 2021

2022F	2021F	2020E	2019	2018	
					תמ"ג – צמיחה כלכלית, שיעור שינוי
4.4%	5.6%	-3.0%	2.6%	3.5%	עולם
3.7%	6.0%	-3.4%	2.3%	2.9%	ארצות הברית
5.6%	6.6%	-9.8%	1.4%	1.3%	בריטניה
3.0%	2.3%	-4.6%	0.0%	0.6%	יפן
4.4%	4.6%	-6.6%	1.5%	1.8%	גוש האירו
4.5%	3.5%	-4.3%	4.3%	5.1%	דר' מזרח אסיה (ללא יפן)
5.3%	8.0%	2.3%	6.1%	6.6%	סין
7.8%	8.2%	-7.4%	4.1%	6.6%	הודו
2.8%	6.5%	-7.0%	-0.5%	0.8%	אמריקה הלטינית
3.4%	6.2%	-2.2%	3.8%	4.0%	ישראל
					סחר בינלאומי – מונחים כמותיים, שיעור שינוי
5.6%	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
0.1%	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

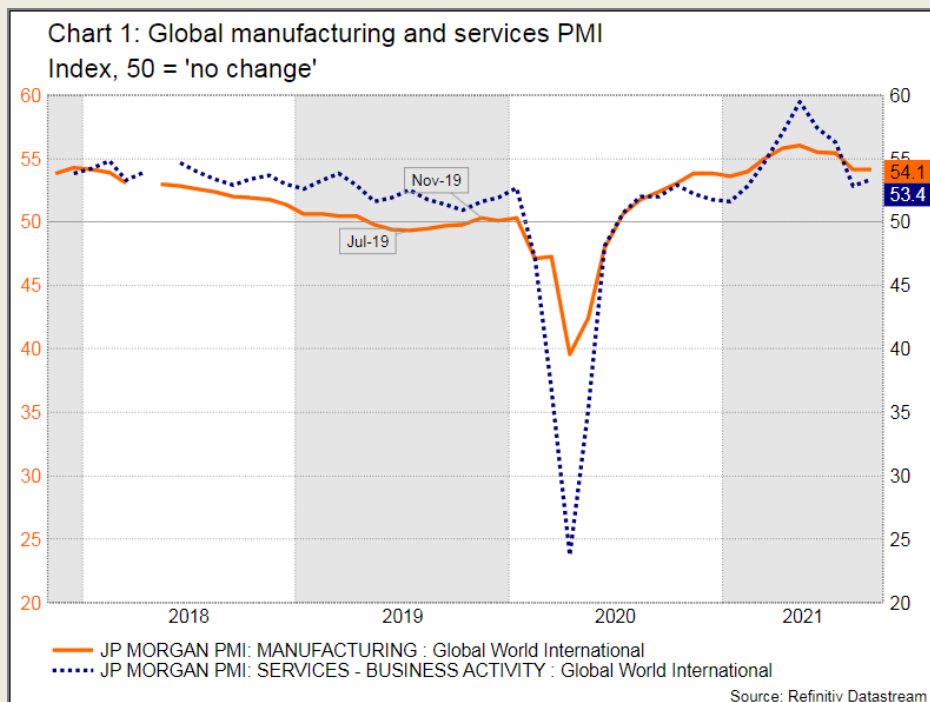
Processed by EasyAccess. Page 3

## הכלכלה הגלובלית במבט כולל

פעילות כלכלית: ההתאוששות הכלכלית הואטה ברביע השלישי על רקע המשך השיבושים בצד ההיצע והמחסור בעובדים. המחסור בגז טבעי צפוי להשפיע באופן שונה על המדינות, בהתאם להסתמכות ענף החשמל שלהן על גז טבעי. הקריסה המתמשכת של Evergrande מגבירה את החשש מגל חדלות פירעון של חברות בענף, מה שעלול להשפיע במידה מסוימת גם על כלכלות אחרות. אולם, המאפיינים הייחודיים של כלכלת סין עשויה להפחית את הסיכון הישיר, שהינו בעיקרו אירוע המשפיע בעיקר על כלכלת סין ועל משקי הבית שם.

- התאוששות הפעילות הכלכלית בעולם נמשכה במהלך הרביע השלישי, אך חלה האטה בקצב ההתאוששות. זאת, על רקע השיבושים הקיימים בצד ההיצע, מחסור בגז טבעי באירופה והמחסור בעובדים בחלק מהכלכלות המפותחות בזמן ששווקי העבודה ממשיכים להתאושש ושיעור האבטלה ברוב הכלכלות המפותחות ממשיך את מגמת הירידה. מדד ה-PMI הגלובלי של התעשייה נותר ללא שינוי בחודש ספטמבר (ראה תרשימי 1) כאשר המדד מצביע על האטה בצמיחת התעשייה במדינות המפותחות לצד המשך צמיחת התעשייה במדינות המתפתחות. להערכתנו, הצמיחה הגלובלית בפעילות הכלכלית תמשך גם ברביע האחרון של השנה, אך בקצב מתון יותר.

- המחסור הגלובלי בגז טבעי נובע בין השאר מרמות מלאי נמוכות במאגרים, ירידה בתפוקת האנרגיה ממקורות מתחדשים, לצד עליית ביקושים בתעשייה בסין והצפי לעלייה נוספת בביקושים בעונת החורף. הפגיעה של המחסור באירופה, בדגש על גוש האירו, הינה משמעותית ונובעת בין השאר ממתחים גיאופוליטיים אשר דחו את הפעלת צינור הולכת הגז Nord Stream 2 מרוסיה לגרמניה (ראה הרחבה בהמשך הסקירה בפרק של גוש האירו). צפוי שמשבר האנרגיה ועליית מחירי הגז הטבעי באירופה ישפיעו באופן שונה על המדינות, בהתאם לרמת החשיפה שלהן לייצור חשמל באמצעות גז טבעי. עליית מחירי הגז הטבעי צפויה להשפיע פחות על המדינות הנורדיות, מאחר וייצור החשמל שלהן מסתמך בעיקר על אנרגיה מכורים גרעיניים ומקורות אנרגיה מתחדשים, מה שגם צפוי להפחית את השפעת עליית מחירי הגז הטבעי על הלחצים האינפלציוניים במדינות אלו. אולם, הסתמכותן הגבוהה על אנרגיה מתחדשת מגבירה את חשיפתן לשינויי אקלים המשפיעים על יצור אנרגיה ממקורות מתחדשים, בדגש על שינויים במהירות הרוחות המשפיעים על יצור החשמל באמצעות טורבינות רוח. בעתות בהן יצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות קטן כתוצאה משינויים של מזג האוויר, המדינות מגדילות את יצור החשמל על ידי הגברת השימוש בגז טבעי, כך שעשויה להיות זליגה של השפעת עליית מחירי הגז הטבעי גם על מדינות אלה. יצור החשמל בצרפת מסתמך גם כן ברובו על כורים גרעיניים, מה שמפחית את השפעת עליית מחירי הגז הטבעי ואת השינויים במזג האוויר על יצור החשמל שלה. בניגוד אליהן, יצור החשמל של איטליה, אירלנד, בריטניה וספרד מסתמך באופן משמעותי על גז טבעי מה שהופך אותן לפגיעות יותר במשבר האנרגיה המתפתח.



נורבגיה, יצואנית הגז הטבעי השלישית בגודלה בעולם, צפויה ליהנות ממשבר האנרגיה הנוכחי ומעליית מחירי הגז הטבעי באירופה. זאת, לאחר שהמשלה הודיעה כי היא מאפשרת הגדלת יצוא הגז הטבעי לאיחוד האירופאי, מה שצפוי גם להגדיל את סך הייצוא שלה. רוסיה החליטה למנף את מעמדה כמעצמת אנרגיה בעולם ונשיא רוסיה הודיע כי המדינה תסייע לייצב את השוק, מה שהביא לירידה מסוימת במחיר הגז הטבעי האירופאי לאחר שהוא עלה בחדות. רוסיה צפויה להגדיל את יצוא האנרגיה לאירופה והיא חותרת לעשות זאת באמצעות הפעלה מהירה של צינור הולכת הגז Nord Stream 2. להערכתנו, התפתחות משבר האנרגיה תלויה באי התממשותם של מספר תנאים העשויים לפתור את המשבר: הגברת יצור האנרגיה ממקורות חלופיים (פחם, שהוא זול יחסית לגז טבעי באירופה, נפט ומקורות אנרגיה מתחדשים); התחלת הפעלת צינור הולכת הגז Nord Stream 2 מרוסיה לגרמניה, מה שיכול להפחית משמעותית את המחסור באירופה בכלל ובגוש האירו בפרט; חורף מתון באירופה ובאסיה אשר יפחית את הביקושים לגז טבעי. במידה ואף אחד מתנאים אלה לא יתממש אזי המחסור בגז טבעי צפוי להימשך מספר חודשים.

- בבריטניה, התוצר צמח בחודש אוגוסט ב-0.4% (m/m) והגיע לרמה הנמוכה ב-0.8% מהרמה שהייתה טרום המשבר. זאת, לאחר שהוא התכווץ בחודש יולי ב-0.1% (m/m) על רקע עליית התחלואה, שהביאה לירידה במכירות הקמעונאיות, והמחסור בעובדים בשוק המאטים את קצב הצמיחה. המחסור בשוק העבודה מכביד גם על הייצור התעשייתי שצמח בחודש יולי רק ב-0.3% (m/m), כאשר צמיחה זו נבעה בעיקר מצמיחת סקטור הכרייה הודות להפעלה המחודשת של שדה הנפט לאחר שהוא נסגר לטובת עבודות תחזוקה. הצמיחה באוגוסט נתמכה על ידי הקלת המגבלות במסגרת התכנית לבידודים עצמאיים, המוכרת בשם "Pingdemic" אשר הגדילה משמעותית את מספר האנשים שנדרשו להיות בבידוד. הצמיחה בפעילות הכלכלית הונעה על ידי הצמיחה במסעדות, מלונות ובידור אשר יותר מקיזזו את הירידה בענפי הקמעונאות ובבריאות לצד המשך צמיחה חזקה בסקטור האנרגיה. מדד PMI המשולב של בריטניה לא השתנה משמעותית בספטמבר, לאחר שירד בחודשים יוני-אוגוסט, והוא מצביע על דעיכת ההשפעה החיובית של הפתיחה המחודשת של הכלכלה על קצב צמיחת הפעילות הכלכלית הממשיך להיחלש, בפרט על רקע היחלשות הצמיחה בתעשייה ובענף הבנייה. המדד מצביע על כך שזמני המשלוחים התקצרו מעט ולצד זאת חלה הקלה גם במחסור בעובדים ובשרשרת האספקה.

- ביפן, המכירות הקמעונאיות והייצור התעשייתי ירדו בחדות בחודש אוגוסט, מה שמצביע על היחלשות הפעילות הכלכלית. זאת, על רקע הגל החמישי של התחלואה במדינה שהגיע לשיא בחודש אוגוסט ויתכן שהתוצר התכווץ מעט ברביע השלישי של השנה. להערכתנו, ירידת התחלואה בסוף הרביעי השלישי והמשך חיסון האוכלוסייה צפויים לתמוך בהתאוששות המשק ברביע האחרון של השנה, בו התוצר צפוי לצמוח ולקזז את הירידה הצפויה בצמיחה ברביע השלישי.

- הזמנות המכונות ביפן עלו ירדו באוגוסט, מה שתומך בהערכה כי ההתאוששות בהשקעות העסקיות הואטה ברביע השלישי. להערכתנו, ההשקעות צפויות לצמוח בקצב גבוה יותר ברביעי הרביעי של השנה, על רקע חיסון האוכלוסייה המאפשר את המשך הקלת המגבלות במשק. מדד ה-PMI המשולב של יפן עלה בחודש ספטמבר, לאחר הירידה החדה באוגוסט, בעיקר בשל התאוששות ברכיב השירותים אשר יותר מקיזז את הירידה ברכיב התעשייה. המדד מצביע על כך שההאטה בסקטור התעשייה נמשכה גם בסוף הרביעי השלישי בשל היחלשות הביקושים המקומיים והשיבושים בשרשרת האספקה המאריכים את משך זמני המשלוחים. מנגד, סקטור השירותים החל להתאושש עם הירידה בתחלואה והמשך חיסון האוכלוסייה מה שתומך בהמשך התאוששות ענפי השירותים ברביע האחרון של השנה, מה שיתרום גם לירידת שיעור האבטלה. כמו כן, השיבושים בצד ההיצע יחד עם מחירי האנרגיה הגבוהים עשויים להביא להעלאת שיעור האינפלציה ב-2022 לרמה חיובית אך נמוכה מהיעד, לאחר שבשנה האחרונה היא הייתה שלילית.

- ההאטה הגלובלית בקצב הצמיחה מורגשת גם במדינות המתפתחות. התפשטות נגיף הקורונה בסין באוגוסט והידוק המגבלות בעקבות כך, הביאו לירידת הפעילות בסקטור השירותים, בדגש על המסחר הקמעונאי, אך התעשייה המשיכה לצמוח מעט בתמיכת הגידול בהשקעות בנכסים קבועים. ענף הנדל"ן ממשיך להיחלש על רקע המגבלות על לווים ומכירות הנכסים הנמוכות בכ-15.6% מהרמה בתקופה המקבילה אשתקד, מה שמונע עלייה משמעותית במחירי הנדל"ן. היחלשות ענף הנדל"ן יחד עם הקריסה המתמשכת של Evergrande מגבירים את החשש מגל חדלות פירעון של חברות בענף, מה שיכול לפגוע במישרין בפעילות הבנייה ובצמיחה של סין ולגרור הידוק של תנאי האשראי שיאטו את ההשקעה במגזר העסקי ואף יגבירו את החשש לזליגת ההשפעה על הפעילות הכלכלית במדינות אחרות. אולם, המאפיינים הייחודיים למשק הסיני מבטיחים לרווחים מסוימים גם אם יחסי להבטיח את המשך פעילות הבנייה של הפרויקטים השוטפים. זאת, מאחר ורוב מוחלט של הנדל"ן החדש נמכר במכירה מוקדם לפני התחלת הבנייה, כך שאי השלמת הפרויקטים עלולה לגרור תסיסה חברתית, של הרוכשים שכבר שילמו על הדירות, והשלטון צפוי לנסות

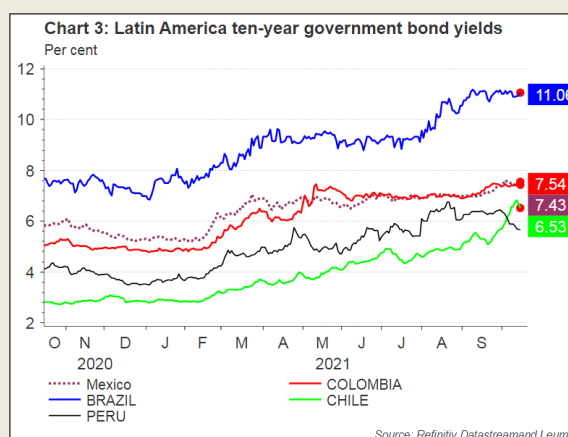
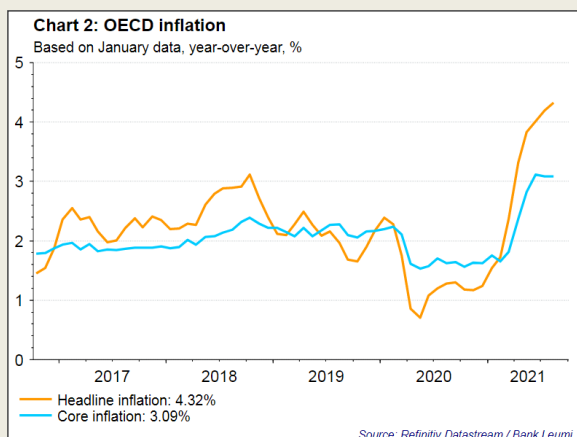
למנוע התססה שכזו אשר תסכן את היציבות במדינה. כמו כן, ענף הנדל"ן מהווה מקור הכנסה מרכזי של המדינה, מה שמגביר את חשיבות הענף לשלטון ומאידך במידה והשלטונות לא יצליחו לבלום את המשבר המתפתח בענף צפויה ירידה משמעותית בהכנסות המדינה.

- משבר האנרגיה משפיע גם על פעילות התעשייה בסין אשר עלולה להתכווץ, על רקע קיצוב החשמל שיש במדינה לחברות, הנובע בין השאר מהביקושים הגבוהים. הקיצוב בחשמל מביא לירידה בייצור פלדה, אלומיניום וסיליקון. להערכתנו, הירידה בייצור הסיליקון עלולה להחריף את המחסור הקיים בשוק השבבים, מאחר והוא אחד מחומרי הגלם העיקריים המשמשים לייצורם.
- בהודו, מדד ה-PMI המשולב ירד מעט בחודש ספטמבר והוא מצביע על המשך צמיחת הפעילות הכלכלית בתעשייה לצד האטה מסוימת בקצב צמיחת השירותים. להערכתנו, ההשפעות החיוביות של החזרת הפעילות הכלכלית, לאחר תקופה בה היו מגבלות במדינה, צפויות להיחלש וקצב צמיחת הפעילות הכלכלית בתעשייה צפוי להאט. זאת, על רקע השפעת השיבושים בשרשרת האספקה יחד עם משבר האנרגיה שהביא לעליית מחירי הנפט והגז טבעי שהם בעלי השפעה על הפעילות בהודו, מאחר והיא יבואנית הנפט השלישית בגודלה בעולם.
- במבט קדימה, הצמיחה הכלכלית צפויה להאט ברביע האחרון של השנה, כאשר הסיכונים המרכזיים נובעים מהמשך המחסור באנרגיה, בדגש על גז טבעי, ומחסור יציבות בענף הנדל"ן בסין אשר בתרחיש הפסימי הוא עלול להחריף ולהביא להתפתחותו של משבר כלכלי בעל השפעה גלובלית. האטה זו בצמיחה הביאה להפחתת תחזית הצמיחה של הכלכלה הגלובלית לשנת 2021 לכ-5.6% ולשנת 2022 לכ-4.4%.

## Processed by EasyAccess, Page 6

אינפלציה ומדיניות מוניטרית: האינפלציה במדינות המפותחות נותרה גבוהה חסרת-ה-FED וה-ECB יחד עם בנקים מרכזיים אחרים החלו לאמץ עמדה ניצית יותר, כאשר מספר בנקים אף העלו את שיעור הריבית, אולם בדנמרק וטורקיה הבנקים המרכזיים הפחיתו את שיעור הריבית בשל גורמים הייחודיים להם. התשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות בארה"ב, בכלכלות הגדולות של גוש האירו ובכלכלות הגדולות של דרום אמריקה עלו.

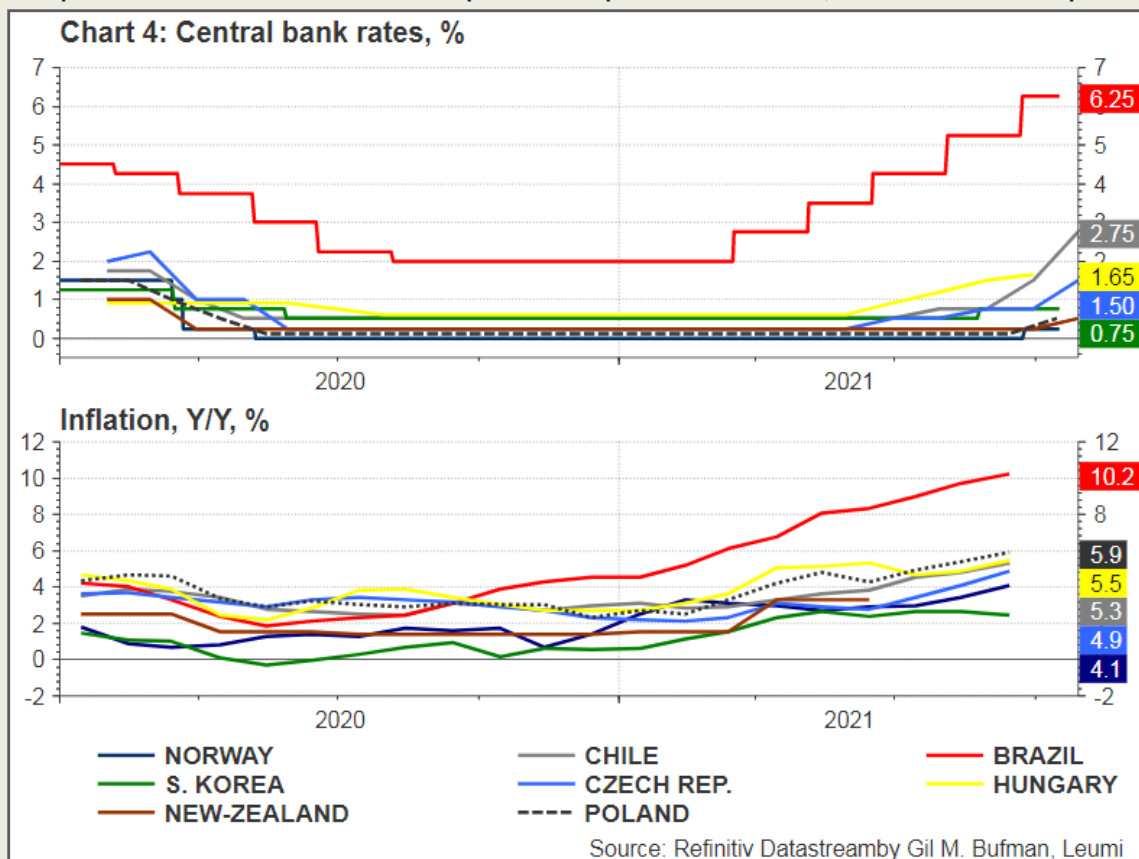
- האינפלציה במדינות המפותחות נותרה גבוהה ברביעי השלישי ובגוש האירו היא אף המשיכה לעלות בחודש ספטמבר ל-3.4% כאשר אינפלציית הליבה בגוש האירו עלתה גם כן. בארה"ב, שיעור האינפלציה גבוה משמעותית מזה של גוש האירו, אך הוא החל לרדת מעט בחודש אוגוסט, ואינפלציית הליבה הייתה במגמת ירידה מראשית הרביעי השלישי והגיעה באוגוסט ל-4.0% ב-OECD, האינפלציה המשיכה את מגמת העלייה ובחודש אוגוסט היא הגיעה לשיעור שנתי של 4.3% בשל עליית מחירי האנרגיה והמזון, אך אינפלציית הליבה נותרה באוגוסט ללא שינוי בשיעור שנתי של 3.1% (ראה תרשים 2).
- ה-FED וה-ECB חיזקו את עמדתם הניצית. ה-ECB הודיע בספטמבר על הפחתת קצב רכישות הנכסים וה-FED רמז על כך גם כן ואנו מעריכים שבחודש נובמבר הוא יכריז על התחלת תהליך הפחתת קצב רכישות הנכסים. בנקים נוספים בעולם הציגו עמדות ניציות, על רקע עליית האינפלציה, ומספר בנקים אף העלו את שיעור הריבית. עם זאת, בדנמרק ובטורקיה הבנקים המרכזיים הפחיתו את שיעור הריבית.
- נקיטת העמדות הניציות של ה-FED וה-ECB הביאו לעלייה בתשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות של ארה"ב והכלכלות הגדולות בגוש האירו בחודש ספטמבר. זאת, בשל הצפי לירידת הביקושים לאגרות חוב בשוק. מגמת העלייה בתשואות של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות באמריקה הדרומית נמשכה גם כן (ראה תרשים 3), על רקע עליית שיעור האינפלציה שהביא להעלאת הריבית.



- בדנמרק, בניגוד לקו המרכזי של נקיטת עמדה ניצית בבנקים המרכזיים בארה"ב, גוש האירו ומדינות נוספות, הבנק המרכזי הפתיע עם הפחתת הריבית ב-10 נקודות בסיס בחודש ספטמבר לשיעור שלילי של -0.6%. זאת, בשל לחצים על המטבע המקומי המחייבים את הבנק המרכזי להרחיב את המדיניות המוניטרית על מנת לשמור על הצמדת הכתר הדני לאירו. נציין כי ההצמדה של המטבע היא עם רצועת גמישות של 2.25%. הצמדה זו של המטבע הדני לאירו צפויה להביא לכך שהבנק ישמור על פער ריביות שלילי ביחס ל-ECB בשנים הקרובות.
- בבריטניה, הבנק המרכזי השאיר את המדיניות המוניטרית בחודש ספטמבר ללא שינוי, אך הוא אמר כי נראה שיהיה צורך בהידוק המדיניות המוניטרית המרחיבה בתקופה החזויה. מהפרוטוקולים של הוועדה המוניטרית עולה כי חברי הוועדה חוששים מהלחצים האינפלציוניים. להערכתנו, הבנק המרכזי של אנגליה מתקרב להחלטה להעלות ריבית ואנו מעריכים שהריבית עשויה לעלות במהלך שנת 2022. הערכה זו נובעת בין השאר מקצב עליית השכר, התומך בעלויות המחירים, לצד עליית ציפיות האינפלציה וכן מכך שנראה כי הבנק המרכזי פחות מודאג מההאטה בקצב הצמיחה ומכך שהתוצר נמוך עדיין מהרמה שהייתה טרום המשבר והוא מודאג יותר מהלחצים האינפלציוניים.
- באוסטרליה, הבנק המרכזי הודיע בהצהרת הריבית של חודש ספטמבר על צמצום קצב רכישות הנכסים מ-5 ל-4 מיליארד דולר אוסטרלי בשבוע. אולם, הידוק הרכישות לווה בהרחבה של משך זמן של הרכישות בקצב הנוכחי לפחות עד לסוף פברואר 2022, במקום ההתחייבות הקודמת של הבנק שהרכישות ימשכו עד לאמצע חודש נובמבר השנה. להערכתנו, בפברואר 2022 צפוי צמצום נוסף בקצב רכישות הנכסים. בנוסף, הנגיד הצהיר כי העלאת הריבית תהיה איטית יותר ממה שהשוק צופה ובהצהרת הריבית באוקטובר הוא אף אמר שבתרחיש המרכזי התנאים להעלאת הריבית לא יתקיימו לפני שנת 2024. זאת, על רקע הצפי של הבנק המרכזי כי התוצר התכווץ ברביע השלישי לפחות ב-2% ( $q/q$ ) וייתכן שאף יותר. הנגיד ציין כי קיימת אי וודאות רבה בנוגע לעוצמת ההתאוששות הכלכלית, אולם הניסיון ממדינות אחרות מצביע על כך שההתאוששות תהיה משמעותית, בעיקר בצריכה הפרטית, ותימך על ידי העושר של משקי הבית. בניו זילנד לעומת זאת, הבנק המרכזי העלה לראשונה את שיעור הריבית בספטמבר ב-25 נ"ב ל-0.50%, מה שמדגיש את ההערכה שלו שהמשק מצוי על סף התחממות יתר. להערכתנו, עם שינוי המדיניות בהתמודדות עם נגיף הקורונה הבנק המרכזי ימשיך להעלות את הריבית ככל שההגבלות על הפעילות הכלכלית יוסרו.
- הבנקים המרכזיים בהונגריה, נורבגיה, פולין, צ'כיה, רומניה ורוסיה נקטו בעמדה ניצית והעלו את שיעור הריבית בספטמבר בשל העלייה בקצב האינפלציה השנתית (ראה תרשים 4). להערכתנו, הריבית במדינות אלו תמשיך לעלות, כאשר בהונגריה הריבית צפויה לעלות בקצב מתון עד למעט יותר מ-2%, בנורבגיה הריבית צפויה לעלות בהדרגה עד לכ-1.50%, בצ'כיה צפויה העלאה של עוד כ-100 נ"ב עד לסוף 2022 וברוסיה צפויה לפחות עוד העלאת ריבית אחת של 25 נ"ב.
- העלאות ריבית התרחשו גם בדרום אמריקה: הבנק המרכזי של מקסיקו העלה את הריבית בספטמבר ב-25 נקודות בסיס ל-4.75%, לאחר שתי העלאות דומות ביוני ובאוגוסט. זאת, על רקע האינפלציה הגבוהה אשר אמנם מצויה בחמשת החודשים האחרונים במגמת ירידה איטית, אך היא ברמה גבוהה של 6.1%-5.6%, כאשר הגבול העליון של יעד האינפלציה במקסיקו הוא 4%. להערכתנו, צפויה העלאת ריבית נוספת של 25 נקודות בסיס עד לסוף השנה, אך המחזור הנוכחי של העלאות הריבית קרוב למיצוי. זאת, על רקע הצפי שהאינפלציה תרד במהלך שנת 2022. בברזיל, הבנק המרכזי המשיך גם כן בהעלאת הריבית על רקע מגמת העלייה באינפלציה שהגיעה באוגוסט ל-9.7%, והוא העלה את שיעור הריבית ב-100 נקודות בסיס ל-6.25%. זאת, לאחר ארבע העלאות ריבית שהחלו בחודש מרץ בו הריבית הייתה בשיעור של 2.00%. עם זאת, האינפלציה המשיכה לעלות גם בספטמבר בשיעור שנתי של 10.25%. להערכתנו, הריבית צפויה להמשיך לעלות השנה לפחות ב-100 נקודות בסיס. בפרו, הבנק המרכזי העלה את הריבית בספטמבר ואוקטובר ב-50 נקודות בסיס, כל פעם, ל-1.50%, לאחר שהוא העלה את הריבית באוגוסט ב-25 נקודות בסיס. העלאות הריבית מדגישה את החששות של הבנק המרכזי מעליית האינפלציה, לאחר ששיעור האינפלציה השנתית עלה אל מעבר לטווח יעד האינפלציה של 3%-1 ואף הגיע בחודש ספטמבר ל-5.23%. בקולומביה, הבנק המרכזי החל גם כן בהידוק המדיניות המוניטרית והוא העלה את שיעור הריבית בספטמבר ב-25 נקודות בסיס ל-2.00%. זאת, על רקע עליית שיעור האינפלציה בחודשים האחרונים שהגיע בספטמבר ל-4.51%, ואנו מעריכים כי הריבית תמשיך לעלות במהלך השנה הקרובה.
- בצ'ילה, הבנק המרכזי הפתיע באוקטובר עם העלאת ריבית משמעותית והוא העלה את שיעור הריבית ב-125 נ"ב ל-2.75%, לאחר שתי העלאות ריבית ביולי ואוגוסט, מה שמצביע על כך שהוא ימשיך בהידוק המדיניות המוניטרית במטרה לרסן את האינפלציה שהגיעה בספטמבר לשיעור שנתי של 5.3%, לצד המשך ההתאוששות הכלכלית והידוק שוק העבודה. עליית האינפלציה התרחשה בעיקר בשל עליית מחירי

האנרגיה, בדגש על מחירי הנפט, לצד הפתיחה מחדש של הכלכלה שהביאה לעלייה במחירי השירותים בדגש על ענפי האירוח (מלונאות ומסעדות). עיקר החשש נובע מעליית מחירי השירותים אשר צפויה להימשך עם המשך ההתאוששות בפעילות הכלכלית המקומית. הבנק ציין את השלכות העברת חקיקה המאפשרת סיבוב נוסף של משיכות כספי הפנסיה על הפסו הצ'יליאני. להערכתנו, הריבית צפויה להמשיך לעלות בחודשים הקרובים ועד לסוף המחצית הראשונה של 2022 היא צפויה להגיע ל-5.00%.

בטורקיה, הבנק המרכזי החליט במפתיע להפחית את שיעור הריבית ב-100 נקודות בסיס ל-18.00%. זאת, על אף המשך מגמת העלייה של שיעור האינפלציה בשנתיים האחרונות, שהגיעה באוגוסט וספטמבר ל-19.25% ו-19.58%, בהתאמה. הבנק הסביר את הורדת הריבית בכך שאינפלציית הליבה השנתית ירדה מעט באוגוסט מ-17.21% ל-16.76% (אך היא חזרה לעלות מעט בספטמבר). לצד זאת, נראה כי גם החשש שהמשך הידוק המדיניות המוניטרית תפגע בפעילות הכלכלית תמכה גם כן בהחלטה זו של הבנק המרכזי. אולם, נראה כי גם הלחצים המופעלים מצד נשיא טורקיה להפחתת שיעור הריבית במטרה להקל על הלווים, יחד עם פיטורי הנגידיים הקודמים שהתריסו נגדו, היו גורמים שהשפיעו על ההחלטה להוריד את שיעור הריבית. צעד זה מצביע על הכרסום בעצמאות הבנק המרכזי של טורקיה ועל ההשפעה המשמעותית של הממשל על המדיניות המוניטרית, מה שמגדיל את הסיכון הטמון בכלכלת טורקיה. מאמצע אוקטובר, הליירה הטורקית נפלה ביחס לדולר, לאחר שנשיא טורקיה חזר על קריאתו להפחתת הריבית לשיעור נמוך יותר.



Proces

### ארצות הברית

פעילות כלכלית: הצמיחה הואטה ברביע השלישי בשל חולשת הביקושים הנובעים מעליית המחירים לצד השיבושים הקיימים בצד ההיצע וסופות ההוריקן שהשפיעו על סקטור האנרגיה. שוק העבודה ממשיך להתאושש, אך המחסור בעובדים מחריף מה שצפוי לייצר לחצי שכר וצווארי בקבוק.

הפעילות הכלכלית בארה"ב המשיכה להתאושש ברביע השלישי, אך נראה שחלה האטה מסוימת בשל היחלשות קצב צמיחת הביקושים. המכירות הקמעונאיות עלו באוגוסט ב-0.7% (m/m), בעיקר בשל עלייה חזקה במכירות האינטרנטיות לצד עלייה נמוכה יותר במכירות של מוצרי מזון. אולם, המכירות במסעדות נותרו ללא שינוי, מה שמצביע על האטה בהתאוששות הרחבה שהייתה בצריכת השירותים. מדד אמון

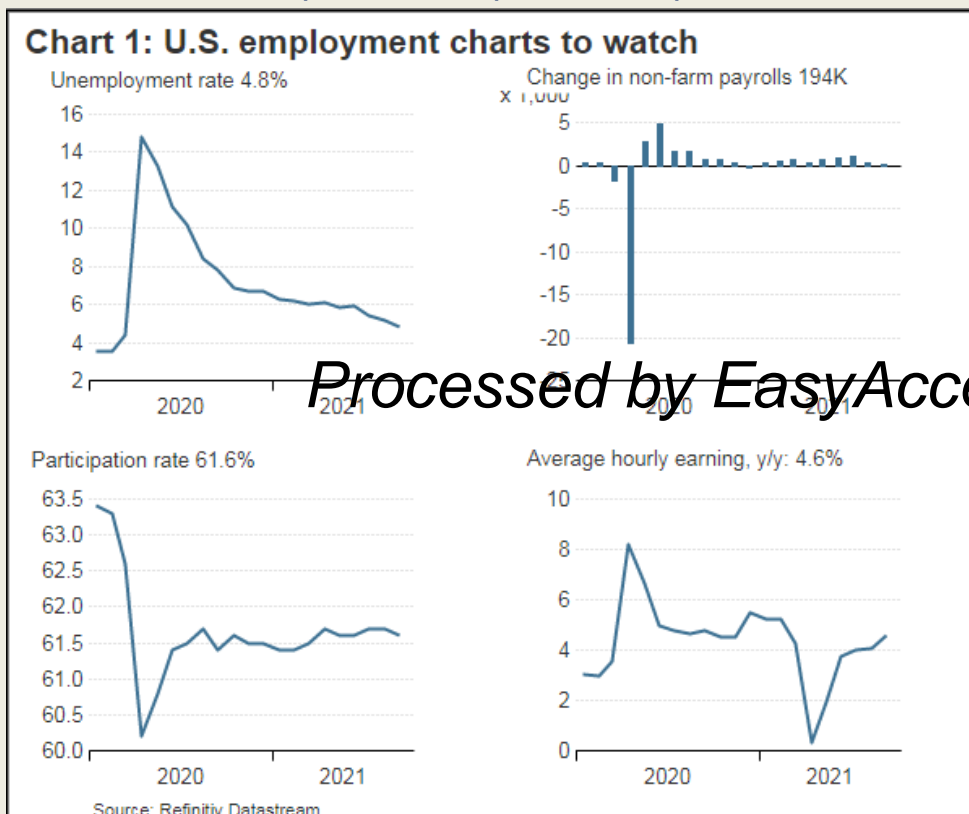


הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן עלה מעט בחודש ספטמבר, לאחר שהוא ירד באוגוסט לרמה הנמוכה ביותר מסוף שנת 2011, אך הוא נותר ברמה נמוכה משמעותית. עלייה זו נבעה בעיקר מעלייה ברכיב הציפיות אשר קיזזה את הירידה ברכיב שבוחן את התנאים הנוכחיים בשוק, והמדד מצביע על כך שחולשת הביקושים נובעת מהמחירים הגבוהים בעיקר של בתים, דלק ומוצרים ברי-קיימא. במצב זה, של מידה נמוכה יחסית של בטחון משקי הבית, היקף העושר הפיננסי הגדול של משקי הבית האמריקאים עלול שלא לבוא לידי ביטוי רב בהאצה המתמשכת של הצריכה הפרטית שם.

שוק העבודה ממשיך להתאושש, אך בקצב נמוך מהצפוי, עם החרפה של המחסור בעובדים בשוק. התעסוקה עלתה בספטמבר ב-194 אלף בלבד (ראה תרשים 1) והיא נמוכה בכ-3.5% מהרמה שהייתה טרום התפשטות הנגיף בפברואר 2020. שיעור האבטלה ירד מעט בספטמבר ל-4.8%, ושיעור ההשתתפות בכוח העבודה נותר נמוך, כאשר מחודש יוני 2020 הוא נע בטווח של 61.4%-61.7% לעומת כ-63.5% לפני פרוץ המשבר. מספר המשרות שנפתחו במשק האמריקאי המשיך לעלות והגיע בחודש אוגוסט ל-10.4 מיליון משרות חדשות בהשוואה ל-8.4 מיליון מובטלים, כך שהיחס בין מספר מובטלים למשרות פתוחות ירד אל מתחת ל-1, מה שמצביע על עודף הביקוש לעובדים בשוק שצפוי לייצר לחצי שכר כלפי מעלה בטווח הקצר. עודף זה בא לידי ביטוי גם בסקרי עסקים, על פיהם בכ-50% מהעסקים ישנן משרות פנויות, אך לא מצליחים לגייס עובדים.

הייצור התעשייתי בארה"ב עלה בחודש אוגוסט בקצב נמוך יחסית של 0.4% (m/m), מה שמצביע על כך שקצב התאוששות התעשייה נחלש. זאת, על רקע התפשטות וריאנט הדלתא (שהואטה במהלך ספטמבר) הגורם לשיבושים בשרשרת האספקה לצד שיבושים שנוצרו במפרץ מקסיקו בשל סופות ההוריקן, בפרט סופת ההוריקן Ida, שפגעה בייצור הנפט של ארה"ב והשפעתה על סקטור האנרגיה צפויה להיות מורגשת גם ברביע האחרון של השנה. האינדיקטורים המקדימים מצביעים על האטה בהתאוששות בפרט על רקע המשך השיבושים בשרשרת האספקה, על אף שהן הוקלו מעט, יחד עם המחסור במוליכים למחצה שממשיך להכביד על התעשייה. מדד PMI המשולב ירד בחודש ספטמבר, לאחר שהוא ירד גם בחודשים יוני-אוגוסט, והוא מצביע על האטה בקצב הצמיחה בתעשייה ובשירותים. אולם, ירידה זו הייתה מתונה יחסית לירידה בחודשים הקודמים והמדד מצביע על המשך צמיחת המשק אך בקצב מתון יותר.

הזמנות מוצרים בני קיימא עלו באוגוסט ב-1.8% (m/m) בעיקר בשל עלייה של 5.5% (m/m) בתחבורה. עלייה זו משקפת את המשך ההתאוששות של הזמנות מטוסים מסחריים, שקיזזו את השפעת המחסור במוליכים למחצה על ענף הרכב ואת הירידה בהזמנות מטוסים לצרכי ביטחון, לצד צמיחה יציבה בהזמנות מוצרי הון ליבה (ללא הזמנות תחבורה וביטחון) הצפויים לתמוך בצמיחת המשק.



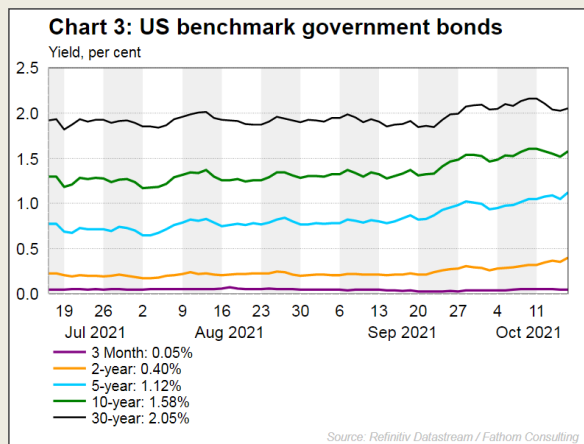
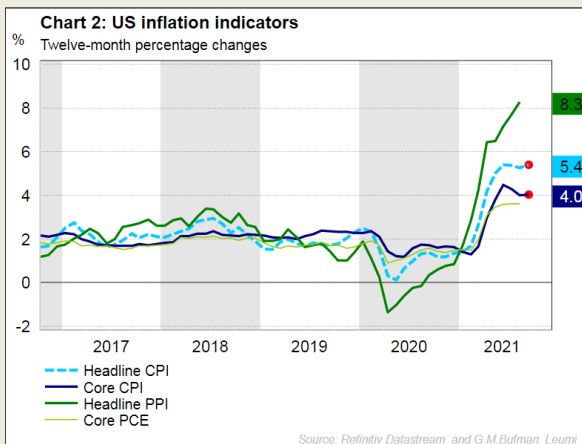
Processed by EasyAccess. Page 9

- התחלות הבנייה עלו בחודש אוגוסט ב-3.9% (m/m), לאחר שהן התכווצו בחודש יולי. עלייה זו התרחשה בשל עליית התחלות הבנייה של דירות Multi-Family ב-20.6% (m/m) שיותר מקיזזה את הירידה בהתחלות הבנייה של דירות Single-Family. מכירות דירות בנויות ירדו מעט בחודש אוגוסט, על רקע עליית מחירי הדירות אשר הכבידה על יכולתם של רוכשי הדירות. אולם, ההתאוששות הקטנה במשכנתאות מצביעה על כך שייתכן שהמכירות יעלו בחודש הבא, אך עלייה זו לא צפויה להימשך לאורך זמן בשל הצפי לעליית הריבית על משכנתאות לצד מלאי הדירות הנמוך. מכירות הדירות החדשות עלו בחודשים יולי-אוגוסט, לאחר שבחודש יוני המכירות ירדו לרמה הנמוכה ביותר ממאי 2020. על אף שהביקוש לדיור נחלש מעט בחודשים האחרונים ועליית הריבית למשכנתאות צפויה להכביד על הביקושים, אנו מעריכים כי המכירות של דירות חדשות יעלו בשל המחסור במלאי הדירות הקיימות שצפוי להסיט את הביקושים לשוק הדירות החדשות.
  - נושא המדיניות התקציבית בארה"ב הולך ומגיע לנקודת רתיחה. עד כה, ממשל ביידן/האריס העביר חבילה תקציבית של כ-1.9 טריליון דולר שאושרה בראשית 2021 והיא מיושמת. הממשל הציע חבילה של 2.65 טריליון דולר לאנרגיה ירוקה ולתשתיות, אך זו טרם אושרה והיא מהווה חלק מסלע המחלוקת בנושא המדיניות התקציבית. כמו כן, הגישה הציעה לתרום לתחומי תיור, בריאות וזוהר, דור, בריאות של ר-18 טריליון דולר וגם תכנית לא אטלנטיק, כאלו שנים מתגזרים מן המפלגה הרפובליקנית וגם מתגזרים בתוך המפלגה הדמוקרטית עצמה. מבין שתי התכניות שלא אושרו, צפוי, לאחר תהליך פוליטי ממושך, אישור של עד כמחצית מהן, וזאת בשלבים, ולביצוע על פני עשור.
  - ההתגוששות הפוליטית גם נסובה סביב הצורך לאשר כבר בקרוב תקציב לשנה התקציבית 2022, זאת בכדי להבטיח המשכיות של הפעילות התקציבית. מגבלה חריפה יותר הינה זו העלולה לבוא לידי ביטוי כבר בקרוב עם ההגעה לתקרת החוב. תקרת החוב הנוכחית הינה 28.4 טריליון דולר. מאז 1960, התקרה הועלתה 78 פעמים, באופן קבוע או זמני ותמיד ללא DEFAULT. לנוכח המאבק הפוליטי הסבוך, קיים חשש מסוים לגבי האפשרות של אי השגת הסכמה בקונגרס להעלאת תקרת החוב וכתוצאה השבתה תזרימית של הממשל הפדרלי. נראה כי הממשל העביר חקיקה שתדחה את השבתת הפעילות הפיסקלית ואי פירעון החוב יחד עם העלאה זמנית של מגבלת החוב, מה שיאפשר זמנית את המשך פעילות הממשל עד להגעת הסכם ארוך טווח על העלאת תקרת החוב.
  - היוזמות של ממשל ביידן/האריס נוגעות גם לנושא המיסוי. ישנו ניסיון של הממשל להכבדת נטל המס בדגש על: העלאה ניכרת של מס רווחי הון (לבעלי שכר גבוה) ואי ביטול היטל NIIT (על כל סוגי ההכנסות מהון). הממשל מבקש להעלות את שיעור מס חברות, עם דגש על הכבדת המיסוי על חברות אמריקאיות רב-לאומיות ובעיקר אלו המעבירות תעסוקה והשקעות אסטרטגיות אל מחוץ לארה"ב. הממשל מבקש לפעול להפחתת הטבות המס למקורות אנרגיה מזהמים. לבסוף, הממשל פעיל גם בזירה של מיסוי החברות הבינלאומי, במטרה להגיע באופן המתואם עם מדינות אחרות להגברת אכיפה ושיתוף פעולה בינלאומי במטרה ליצור סף תחתון לשיעור אפקטיבי של מיסוי חברות של 15%, וזאת באופן בינלאומי אחיד.
  - במבט קדימה, היחלשות הביקוש המצרפי בארה"ב יחד עם השיבושים בשרשרת האספקה והמחסור בעובדים (צד ההיצע), מצביעים על כך שהתוצר יצמח ברביע השלישי בקצב נמוך יותר מהצמיחה ברביעים האחרונים. להערכתנו, התוצר ברביע השלישי יצמח בקצב של 3-4% (q/q). ברמה השנתית, התוצר צפוי לצמוח השנה ב-6.0% ובשנת 2022 ב-3.7%.
- אינפלציה ומדיניות מוניטרית: ה-FED רמז על התחלת תהליך הפחתת רכישות הנכסים, ואנו מצפים שהוא יצהיר על תחילת התהליך בחודש נובמבר. להערכת ה-FED, האינפלציה תישאר מעל ליעדה בשנתיים הקרובות, מה שתומך בהעלאת שיעור הריבית. שיעור האינפלציה המשיך להתמתן בקצב איטי מאוד, אך הוא נותר גבוה במידה ניכרת מהיעד. תשואות אגרות החוב הממשלתיות עלו במחצית השנייה של ספטמבר, לאחר הצהרת ה-FED, על רקע עליית הריבית הריאלית בארה"ב.**
- בהצהרת הריבית של ה-FED בספטמבר, ה-FED רמז על התחלת תהליך הפחתת רכישות הנכסים והפרוטוקולים של ישיבת ה-FOMC מצביעים על כך שצפויה בקרוב הצהרה על תחילת תהליך זה, על אף ההתאוששות האיטית בשוק העבודה באוגוסט וספטמבר. להערכתנו, בחודש נובמבר צפויה הכרזה רשמית על התחלת תהליך זה. החששות מעליית האינפלציה, ובפרט החשש מכך שהאינפלציה לא נובעת רק מגורמים זמניים כפי שה-FED העריך בעבר, העלו את התחזית החזיונית להעלאת הריבית. תחזית הצמיחה החזיונית של חברי הוועדה לשנת 2021 עודכנה כלפי מטה ל-5.9%, בהשוואה לתחזית הקודמת של 7.0%, אך החברים ב-FOMC אופטימיים יותר בנוגע לצמיחה בשנת 2022 והם צופים שהתוצר של ארה"ב יצמח ב-3.8% ב-2022, לעומת התחזית הקודמת בה הם העריכו שהתוצר יצמח ב-3.3% ב-2022. זאת, בשל הערכתם כי המשק יצמח בקצב גבוה יותר עם היחלשות השפעת המחסור הנוכחי הקיים בצד ההיצע וההקלות

בהשפעה של התפשטות וריאנט הדלתא של נגיף הקורונה על הפעילות הכלכלית. כמו כן, תחזית האינפלציה החציונית של ה-FOMC לשנת 2021 צופה שאינפלציית הליבה תהיה בשיעור 3.7% ובשנים 2022-2023 צפויה אינפלציית ליבה בשיעור של 2.3%-2.2%. בהתאם לכך, התחזית החציונית של חברי ה-FOMC מצביעה על העלאת ריבית בשנת 2022 ל-0.3%, כאשר כמחצית מחברי הוועדה מעריכים שתהיה העלאת ריבית בשנת 2022 ומחציתם צופים שהריבית תישאר ללא שינוי, ובנוסף בשנים 2023-2024 הריבית צפויה לעלות ל-1.0%-1.8%. בהתאמה. תחזית העלאת ריבית זו מעידה על כך שחברי ה-FOMC מעריכים כי בשנת 2024 ה-FED ישיג את יעדי יציבות המחירים ותעסוקה מלאה, מה שיאפשר ל-FED להעלות את הריבית ולקרב אותה ליעד ארוך הטווח המוערך בכ-2.5%.

שיעור האינפלציה השנתי בארה"ב ירד מעט בחודש אוגוסט מ-5.4% ל-5.3%, אך בספטמבר הוא עלה חזרה ל-5.4% (ראה תרשים 2). השיעור השנתי של אינפלציית הליבה המשיך לרדת באוגוסט, חודש שני ברציפות, והוא הגיע ל-4.0% ובספטמבר הוא נשאר ללא שינוי, אולם שיעור זה עדיין גבוה משמעותית מיעד האינפלציה של 2%. השיבושים בשרשרת האספקה המשיכו להשפיע על מדד מחירי היצרנים שהמשיך את מגמת העלייה ועלה באוגוסט בשיעור שנתי של 8.3%. להערכתנו, שיעור האינפלציה עלול לעלות מעט בשל עליית מחירי האנרגיה והמחסור בשוק הרכב לצד החשש מעליית מחירי השכירות בעקבות הצפי להמשך עליית מחירי הדירות הנובע ממלאי הדירות הנמוך, אך עד ל-2022 הוא צפוי לחזור לרדת בהדרגה ובאיטיות. נראה כי שיעור אינפלציית הליבה יישאר מעל יעד האינפלציה בתקופה הקרובה. ההתפתחויות ברכיבי המחירים של מדדי מנהלי הרכש של ארה"ב מעידים שיש בסיס לצפי להתמתנות קלה בקצב האינפלציה השנתי של מדדי הליבה השונים בארה"ב.

תשואות אגרות החוב הממשלתיות בארה"ב עלו במחצית השנייה של חודש ספטמבר, לאחר שבמחצית הראשונה הן לא השתנו באופן משמעותי (ראה תרשים 3). עליות אלה התרחשו בעקבות הצהרת הריבית של ה-FED בה הוא רמז על הפחתת רכישות הנכסים, מה שצפוי להפחית את הביקושים לאג"ח בשוק, לצד עליית בריבית הריאלית בארה"ב. העלייה בתשואות של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות הייתה גבוהה יותר מאשר באגרות קצרות הטווח, מה שהביא לעלייה בעקום התשואות. אולם, בתחילת אוקטובר, התשואות ירדו מעט בעיקר בשל ירידה בשיעור הריבית הריאלית.



Process

## גוש האירו

פעילות כלכלית: התוצר של גוש האירו צמח ברביע השני ב-2.2% (q/q), כאשר התוצר באירלנד ופורטוגל צמח בשיעור חד יותר. התוצר של הכלכלות הגדולות בגוש האירו צמח בקצב מתון יותר של 1.1%-2.7% (q/q). צמיחת התעשייה נחלשה מעט בשל שיבושים בשרשרת האספקה ועליית מחירי הגז הנובעת ממשבר האנרגיה באירופה אשר צפוי להשפיע על השוק בחודשים הקרובים.

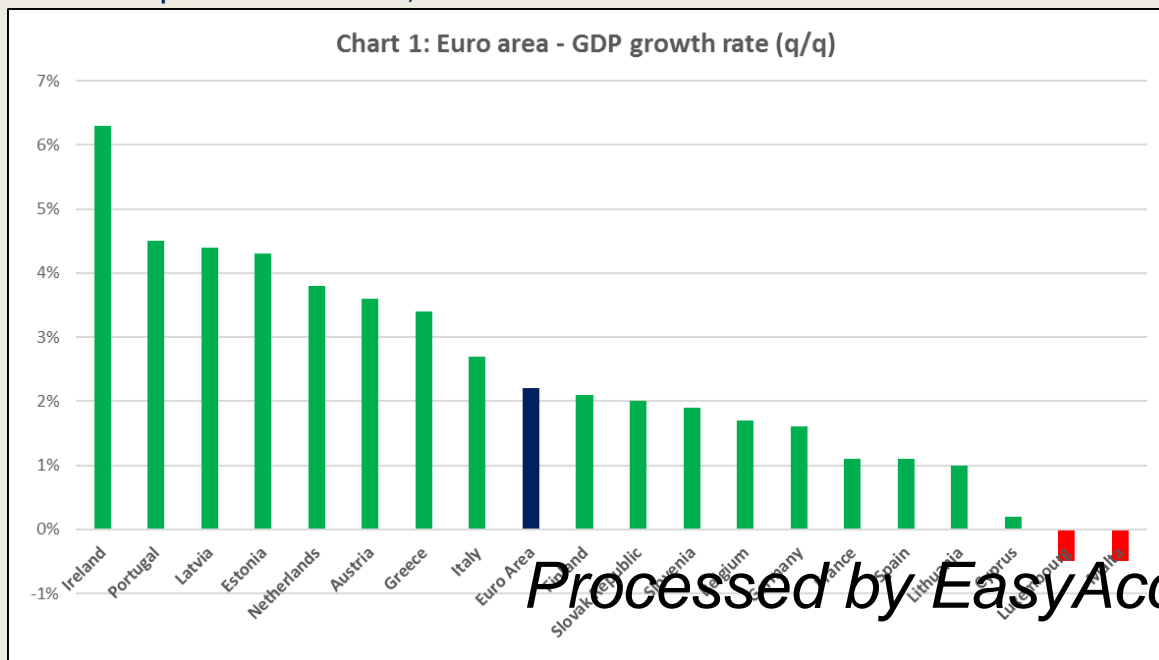
אומדן קצב צמיחת התוצר של גוש האירו ברביע השני עודכן כלפי מעלה והתוצר צמח ב-2.2% (q/q). עיקר הצמיחה הונעה על ידי הצריכה הפרטית שעלתה ב-3.7% (q/q), לאחר שהיא התכווצה ברביע הראשון של השנה, אולם היא עדיין נותרה נמוכה בכ-6% מהרמה שהייתה טרום המשבר מה שמצביע על כך שיש מקום להמשך צמיחה משמעותית של הצריכה הפרטית. שיעור החיסכון הגבוה של משקי הבית תומך גם כן בהמשך צמיחת הצריכה הפרטית, בפרט על רקע הסימנים בשוק לכך שהצרכנים לא דוחים את הצריכה לעתיד על

רקע התחלואה הגבוהה הנובעת מהמשך התפשטות וריאנט הדלתא. הדבר מתבטא גם בנתוני הניידות בגוש האירו שהמשיכו לעלות על אף רמת התחלואה הגבוהה. לצד זאת, שיעור האבטלה המשיך לרדת בחודשים מאי-אוגוסט והוא הגיע ל-7.5%, מה שתומך בהמשך צמיחת המשק ובפרט בצמיחת הצריכה של משקי הבית. מדד ESI לבחינת הסנטימנט הכלכלי בגוש האירו עלה מעט בחודש ספטמבר, בעיקר בשל עליית הסנטימנט בקרב הצרכנים ובקרב קבלני בנייה שקיזזו את הירידה בסנטימנט בסקטור השירותים ובענף הקמעונאות, והוא מצביע על כך שהתפשטות וריאנט הדלתא יחד עם המחסור בצד ההיצע לא גרמו לפגיעה משמעותית בצמיחת הפעילות הכלכלית של גוש האירו. עם זאת, לחצי המחירים ממשיכים להכביד על הפעילות בכל הסקטורים. המכירות הקמעונאיות ירדו בחודש יולי ב-2.3% (m/m), לאחר עלייה בחודשים מאי-יוני, אך הן עלו מעט באוגוסט. להערכתנו, חלק מהירידה במכירות הקמעונאיות בראשית הרביע השלישי נובע מהסתת הביקושים של משקי הבית ממוצרים לשירותים ואנו מעריכים כי הצריכה הפרטית צמחה משמעותית ברביע השלישי של השנה.

הייצור התעשייתי של גוש האירו ירד בחודש אוגוסט ב-1.6% (m/m), לאחר שהוא צמח ביולי, בשל שיבושים בשרשרת האספקה שהכבידו בעיקר על סקטור הרכב בגרמניה והשפעתם צפויה להימשך גם ברביע האחרון של השנה, מה שיכביד על צמיחת הייצור שיתקשה לצמוח על אף הביקושים החזקים. הצמיחה בחודש יולי נבעה בעיקר מצמיחה חזקה בייצור התעשייתי של אירלנד ובלגיה שעלו ביולי ב-7.7% ו-5.1% (m/m) בהתאמה. אולם, הייצור התעשייתי של בלגיה צמח באוגוסט בקצב נמוך של 0.1% (m/m) ובאירלנד הוא התכווץ באוגוסט ב-2.8% (m/m). מדד ה-PMI המשולב של גוש האירו ירד בחודש ספטמבר, בהמשך לירידתו בחודש באוגוסט, והוא מצביע על האטה בהתאוששות הפעילות הכלכלית בתעשייה ובשירותים בסוף הרביע השלישי של השנה. זאת, בזמן שהתוצר בחלק מהכלכלות בגוש האירו מתקרב לרמה שהייתה טרום התפשטות נגיף הקורונה ועל רקע המחסור הקיים בצד ההיצע שממשיך להכביד על קצב הצמיחה.

בחלוקה למדינות, צמיחת התוצר באירלנד ובפורטוגל ברביע השני הייתה בשיעור הגבוה ביותר בגוש האירו והן צמחו ב-6.3% ו-4.5% (q/q) בהתאמה (ראה תרשים 1). זאת, על רקע התחלואה הנמוכה שהייתה בהן ברוב הרביע השני, אך קצב התפשטות נגיף הקורונה החל לעלות לקראת סוף הרביע. צמיחה חזקה נרשמה גם בלטביה ואסטוניה שצמחו בשיעור רבעוני של יותר מ-4%. אולם, התוצר של הכלכלות הגדולות של גוש האירו צמח בקצב מתון יותר. באיטליה התוצר צמח ברביע השני ב-2.7% (q/q), בגרמניה ב-1.6% (q/q) ובצרפת ובספרד התוצר צמח ברביע השני ב-1.1% (q/q).

הייצור התעשייתי של גרמניה עלה מעט בחודש יולי, לאחר שהוא ירד בחודשים אפריל-יוני, אך הוא חזר לרדת באוגוסט והוא נמוך בכ-9.0% מהרמה שהייתה טרום המשבר. זאת, בעיקר בשל בעיות בשרשרת האספקה, המשבשות את פעילות הייצור בענף כלי הרכב, הצפויה להמשיך להשפיע על התוצר של גרמניה לפחות עד לסוף השנה. מדד IFO לבחינת הסביבה העסקית בגרמניה ירד בספטמבר, חודש שלישי ברציפות, והוא מצביע על האטה בהתאוששות בפעילות הכלכלית בשל השיבושים בשרשרת האספקה לצד עליית מחיר הגז טבעי המגביר את לחצי המחירים על היצרנים. להערכתנו, התוצר הגרמני המשיך לצמוח ברביע



השלישי אך בקצב נמוך מזה של הרביע השני. מדד ה-PMI המשולב של גרמניה ירד גם כן בחודש ספטמבר והוא מצביע על האטה בקצב הצמיחה בתעשייה ובשירותים. מדד ה-PMI המשולב של צרפת ירד גם כן בחודש ספטמבר, בעיקר בשל ירידת רכיב התעשייה במדד, אך הוא מצביע על התמתנות קלה יותר בצמיחה מאשר בגרמניה.

משבר האנרגיה באירופה, בדגש על גוש האירו, צפוי להכביד על צמיחת התעשייה. המשבר נובע ממספר גורמים: עליית הביקושים המקומיים כתוצאה מהתאוששות הפעילות הכלכלית מהמשבר; מלאי גז טבעי המצוי ברמה נמוכה מאחר והחורף בשנה האחרונה היה ארוך מהרגיל, מה שאיחר את התחלת מילוי המלאים; רוחות חלשות אשר הפחיתו את הפקת האנרגיה מטורבינות רוח; מתחים גאו-פוליטיים – מדינות גוש האירו מסתמכות על יבוא גז טבעי, כאשר עיקר הייבוא הוא מרוסיה. עד כה יבוא הגז הטבעי מרוסיה נעשה דרך צינורות גז העוברים במספר מדינות במזרח אירופה, אך לאחרונה רוסיה בנתה את צינור הולכת הגז Nord Steam 2 שצפוי לייצא גז טבעי ישירות מרוסיה לאיחוד האירופאי, דרך גרמניה. רוסיה מעדיפה להעביר גז טבעי למדינות גוש האירו באופן ישיר דרך צינור זה, בכך היא מגדילה את השפעתה הפוליטית באירופה, מחזקת את התלות של אירופה בגז רוסי ומפחיתה את התשלומים למדינות מזרח אירופה בהן עוברים צינורות הגז הישנים, כך שהיא לא ממהרת לספק לאירופה את הגז הדרוש לה דרך קווי ההולכה הישנים. הפעלת צינור הולכת גז טבעי Nord Steam 2 עוכבה בשל סנקציות מצד הממשל האמריקאי, אך לאחרונה הצדדים הגיעו להבנות במסגרתן הממשל האמריקאי הסיר את הסנקציות, מה שמאפשר את התחלת השימוש בקווי הולכה זה. אולם, הפעלת צינור Nord Steam 2 טרם החלה, ויחד עם רמות מלאי הגז הטבעי הנמוכות, עולים הסיכויים לכך שמשבר הגז הטבעי יישאר בעולם, ובפרט באירופה, במהלך החורף הקרוב וייתכן שהוא אף ימשך מעבר לחורף, כל עוד צינור Nord Steam 2 לא יחל לפעול.

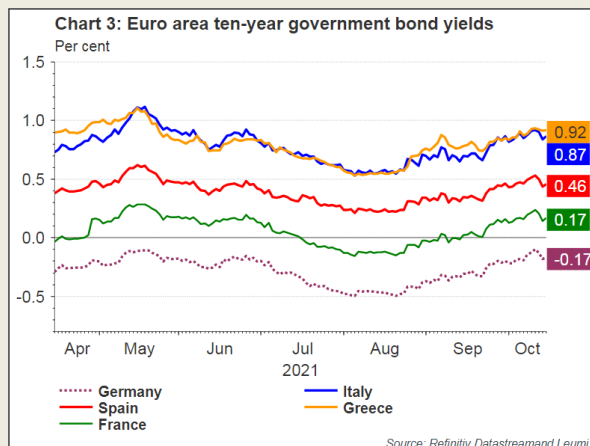
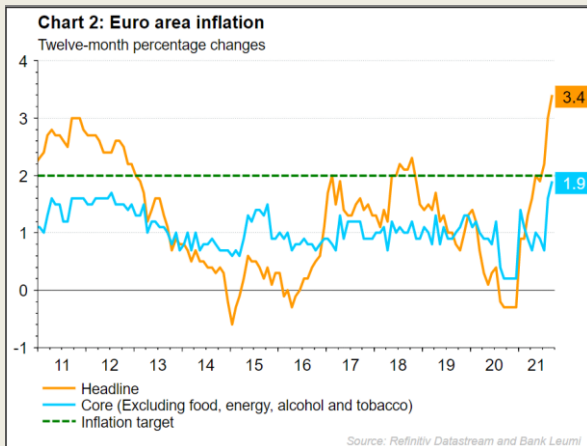
במבט קדימה, תנאי המאקרו תומכים בהמשך צמיחת הצריכה הפרטית ובהתאוששות הפעילות הכלכלית. אולם, השיבושים בצד ההיצע יחד עם משבר האנרגיה, אשר צפוי להימשך בחודשים הקרובים, עלולים להכביד על קצב צמיחת התעשייה. להערכתנו, התוצר בגוש האירו יצמח השנה ב-4.6% ובשנת 2022 ב-4.4%.

**אינפלציה ומדיניות מוניטרית: ה-ECB הודיע על הפחתת קצב רכישות הנכסים, מה שהביא לעלייה בתשואות הארוכות לפדיון של האג"ח של הכלכלות הגדולות בגוש האירו. מדד המחירים לצרכן בגוש האירו המשך לעלות בספטמבר והוא הגיע לשיעור שנתי של 3.4% ואינפלציית הליבה עלתה גם כן ל-1.9%.**

בהצהרת הריבית של חודש ספטמבר, ה-ECB הודיע על הפחתת קצב רכישות הנכסים במסגרת תכנית רכישות החירום (PEPP), אך רכישות הנכסים במסגרת תכנית APP צפויות להימשך בקצב הנוכחי של 20 מיליארד אירו בחודש. להערכתנו, רכישות הנכסים במסגרת תכנית PEPP יפחתו מ-80 ל-70 מיליארד אירו בחודש כך שסך רכישות הנכסים החודשיות ברבע הקרוב דרך תכנית החירום לרכישות נכסים (PEPP) ותכנית APP צפוי להיות כ-90 מיליארד אירו בחודש. צעד זה הינו הראשון בהידוק המדיניות המוניטרית הרחבה, אולם ה-Forward guidance מצביע על שמירת המדיניות המוניטרית המרחיבה לאורך זמן והדרך להפסקת הרכישות הינה ארוכה. ההפחתות העתידיות בקצב הרכישות צפויות להתמקד גם כן ברכישות שדרך ה-PEPP, אך רכישות הנכסים במסגרת APP צפויות להימשך לפחות עד למועד הסמוך להעלאת הריבית.

מדד המחירים לצרכן בגוש האירו המשיך לעלות בחודש ספטמבר והוא הגיע לשיעור שנתי של 3.4% (ראה תרשים 2). עלייה זו נבעה מעליית מחירים רוחבית בתמיכת עליית מחירי המשלוח ומחירי האנרגיה, מה שמעלה את הסיכון כי האינפלציה תמשיך לעלות בחודשים הקרובים. אינפלציית הליבה המשיכה לעלות בספטמבר לשיעור שנתי של 1.9%, לאחר שעלתה בחדות בחודש אוגוסט משיעור שנתי של 0.7% בחודש יולי ל-1.6%. זאת, בשל עליית מחירי המוצרים שנובעת גם מ"השפעות בסיס" של הפחתת שיעור המע"מ בגרמניה בתקופה המקבילה אשתקד ומבצעי סוף עונה בתחום הביגוד שלא בתקופה השגרתית בשל השפעות מגבלות הריחוק החברתי. להערכתנו, האינפלציה צפויה לרדת בהדרגה בראשית 2022 כך שעד לסוף שנת 2022 שיעור האינפלציה יהיה מתחת ליעד האינפלציה של ה-ECB (2%).

התשואות לפדיון על אגרות החוב הממשלתיות הארוכות בגוש האירו עלו החל מהמחצית השנייה של חודש אוגוסט ומגמת העלייה התחזקה במהלך חודש ספטמבר (ראה תרשים 3). זאת, לאחר שהן היו במגמת ירידה החל מהמחצית השנייה של חודש מאי. עליית התשואות נובעת בעיקרה מהכרזת ה-ECB על הפחתת קצב רכישות הנכסים, מה שיביא להפחתת הביקושים לאגרות החוב. במחצית הראשונה של ספטמבר, עליית התשואות של אגרות החוב בגרמניה וצרפת הייתה חזקה יותר מהעליות בתשואות של איטליה וספרד. אולם, במחצית השנייה של החודש העליות באיטליה וספרד התחזקו יותר, אך הפער בתשואות בינם לבין גרמניה וצרפת נותר עדיין נמוך ביחס לפער בתחילת ספטמבר.



## 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

Processed by EasyAccess. Page 14

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/>