

מאקרו גלובאלי - סקירה חודשית

מרץ 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 הגלובלית של סקטור התעשייה ממשיכה להתאושש בעקביות.
- קיימת שונות בשיעורי הצמיחה של המדינות המתפתחות באירופה בשל הבדלי מדיניות בהתמודדות עם נגיף הקורונה.
- ברזיל נפגעה בשנת 2020 פחות ממדינות אחרות באמריקה הלטינית, אך קיימים סימנים להאטה בצמיחה במהלך הרביע הראשון של 2021.
- האינפלציה במדינות המפותחות עלתה בראשית השנה ובארה"ב וגוש האירו והיא נותרה בחודש פברואר ברמה הגבוהה מהרמה של השנה האחרונה.
- הבנק המרכזי של אוסטרליה הרחיב את תכנית הרכישות והבנק המרכזי של מקסיקו הפחית את הריבית ב-0.25 נקודות האחוז.

ארצות הברית (עמ' 7)

- נראה שהתוצר של ארה"ב המשיך לצמוח בתחילת שנת 2021 בתמיכת התמריצים הפיסקליים.
- הייצור התעשייתי המשיך לצמוח בעקביות אך תפוקת הכרייה של חודש פברואר נפגעה זמנית בשל גל הקור העז שפקד את מפרץ מקסיקו.
- מספר התחלות בנייה ירד בחודש ינואר, אך הוא צפוי לעלות חזרה בהמשך השנה.
- ה-FED מתמקד בהשגת יעד התעסוקה, גם במחיר של עלייה זמנית בשיעור האינפלציה.
- האינפלציה צפויה לעלות בטווח הקרוב, בדגש על רכיב הבנזין.
- עדותו החצי שנתית של יו"ר ה-FED הייתה יונית, והובילה לירידה זמנית בתשואות של אגרות החוב הממשלתיות. בתחילת חודש מרץ, התשואות עלו בשל העמימות ביחס לעמדת ה-FED בנוגע לעלייה בסביבת האינפלציה. נראה שה-FED ידרש לעדכון מסוים ביעדי ה-QE שלו באמצעות שינוי בהרכב הרכישות, ו/או הארכת הטווח הממוצע של האיגרות הנרכשות.

גוש האירו (עמ' 9)

- התוצר של גרמניה וספרד צמח ברביע האחרון של 2020 אך התוצר של מדינות אחרות בגוש האירו התכווץ, כאשר התוצר של אוסטריה התכווץ בשיעור החד ביותר.
- שוק העבודה של גוש האירו נותר חזק בשל התמיכה הממשלתית המאסיבית בו, אך ייתכן ששיעור האבטלה יעלה בהמשך השנה עם חזרתם של אנשים נוספים לכוח העבודה.
- במבט קדימה, מדדי מנהלי הרכש לאירופה מצביעים על תואי של שיפור בתעשייה.
- ה-ECB צפוי להמשיך במדיניות המוניטרית המרחיבה הנוכחית ואף ברכישת נכסים בקצב הנוכחי, מה שצפוי למתן את המשך עליית תשואות האג"ח הממשלתיות.
- שיעור האינפלציה בחודש פברואר נותר ללא שינוי על אף עליית מחירי האנרגיה, מאחר ועלייה זו קוזזה על ידי הירידה ברכיבי הליבה.

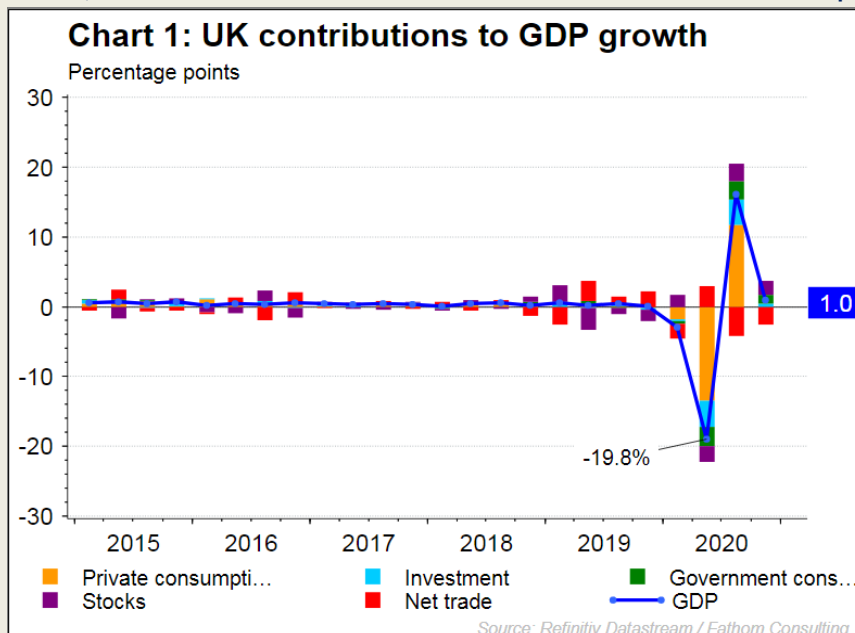
לאומי תחזיות כלכליות, מרץ 2021

2022F	2021F	2020E	2019	2018	
					תמ"ג – צמיחה כלכלית, שיעור שינוי
4.0%	4.9%	-3.3%	2.6%	3.5%	עולם
3.0%	4.3%	-3.5%	2.2%	3.0%	ארצות הברית
7.4%	4.4%	-9.9%	1.4%	1.3%	בריטניה
2.7%	1.7%	-4.8%	0.3%	0.6%	יפן
4.0%	4.3%	-7.1%	1.3%	1.9%	גוש האירו
5.0%	4.4%	-3.9%	4.3%	5.1%	דר' מזרח אסיה (ללא יפן)
5.0%	8.5%	2.3%	6.1%	6.6%	סין
5.1%	6.9%	-7.9%	4.2%	6.1%	הודו
2.8%	3.9%	-7.3%	-0.5%	0.8%	אמריקה הלטינית
4.1%	4.9%	-2.5%	3.4%	3.5%	ישראל
					סחר בינלאומי – מונחים כמותיים, שיעור שינוי
6.5%	6.7%	-9.6%	0.9%	3.7%	עולם
					ריבית בנק מרכזי, סוף תקופה
0.00-0.25%	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
0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	גוש האירו
0.00%-0.25%	0.00%-0.25%	0.1%	0.25%	0.25%	ישראל

הכלכלה הגלובלית במבט כולל

פעילות כלכלית: הפעילות הכלכלית הגלובלית של סקטור התעשייה ממשיכה להתאושש בעקביות. קיימת שונות בשיעורי הצמיחה של המדינות המתפתחות באירופה בשל הבדלי מדיניות בהתמודדות עם נגיף הקורונה. ברזיל נפגעה בשנת 2020 פחות מאשר מדינות אחרות באמריקה הלטינית, אך קיימים סימנים להאטה בצמיחה במהלך הרביע הראשון של 2021.

- הפעילות הכלכלית בסקטור התעשייה ממשיכה להתאושש גם במדינות שהידקו את המגבלות במטרה לבלום את עליית התחלואה. הידוק המגבלות בחלק מהמדינות, בפרט בגוש האירו, פגע בעיקר בסקטור השירותים, אך הפגיעה צפויה להיות נמוכה משמעותית מאשר בסגרים הקודמים, ככל הנראה בשל ההסתגלות של בעלי העסקים למצב החדש. מדד PMI המשולב עלה בחודש פברואר במדינות המפותחות. המדד של ארה"ב נותר ללא שינוי משמעותי אך ברמה גבוהה והוא מצביע על המשך התאוששות המשק ואילו המדד של גוש האירו נותר מתחת ל-50 נקודות, מה שמצביע על התכווצות מסוימת בפעילות הכלכלית על אף המשך התאוששות התעשייה. המדד מצביע גם על בעיות בשרשרת האספקה אשר עשויות להביא לעליית מחירי היצרנים.
- התוצר של בריטניה צמח ברביע האחרון של שנת 2020 ב-1.0% (q/q) בשל עליית המלאי, ההשקעות והצריכה הממשלתית ובכך בריטניה נמנעה מכניסה למיתון למרות ההתכווצות של הצריכה הפרטית (ראה תרשים 1). המכירות הקמעונאיות ירדו בחודש ינואר ב-8.2% (m/m), בשל הסגר שהוטל כתוצאה מהתפשטות התחלואה, והן מצביעות על כך שהסגר הנוכחי בבריטניה היה קשה יותר עבור הקמעונאים מאשר הסגר שהיה בחודש נובמבר על אף התמיכה הממשלתית בכלכלה, אך היא נמוכה יותר מהפגיעה שהקמעונאים חוו בעת הסגר הראשון בתחילת המשבר. ירידה זו הותירה את המכירות הקמעונאיות בכ-6% מתחת לרמה שהייתה טרום המשבר. להערכתנו, התפשטות הגל השלישי של הנגיף צפויה לגרום להתכווצות התוצר בחודש ינואר, אך במחצית השנייה של 2021 התוצר של בריטניה צפוי להתאושש בקצב מהיר.
- העלייה המשמעותית במדד PMI המשולב של בריטניה מצביעה על כך שהתוצר לא צפוי להתכווץ בחודש פברואר וכן שעם שחרור המגבלות שהוטלו במדינה, התוצר צפוי לחזור לצמח בקצב מהיר. עיקר העלייה במדד המשולב נבעה מעלייה במדד PMI של סקטור השירותים שעלה מהשפל של שמונה החודשים האחרונים, אך הוא עדיין לא מסמן על צמיחה של סקטור השירותים מה שמצביע על חולשת הפעילות בסקטור זה. המדד של סקטור התעשייה עלה מעט, מאחר והמגבלות שהוטלו כמעט ולא השפיעו על התעשייה, והוא מצביע על המשך צמיחת הפעילות.
- ביפן, הזמנות המכונות עלו בחודש דצמבר 2020, חודש שלישי רצוף של עלייה, ונותרו ברמה הגבוהה מאז חודש נובמבר 2019. עלייה זו מצביעה על כך שהתאוששות ההשקעות בסקטור העסקי צפויה להימשך במהלך הרביע הראשון. המכירות הקמעונאיות ירדו בחודש ינואר ב-0.5% (m/m) בשל הסגר הקיים במדינה. ירידה זו היא נמוכה ביחס לתחזיות ובפרט היא נמוכה משמעותית מהתכווצות המכירות בסגר הראשון שהיה במדינה במהלך אפריל 2020. הייצור התעשייתי עלה בחודש ינואר ב-4.2% (m/m), וכעת הוא נמוך רק ב-

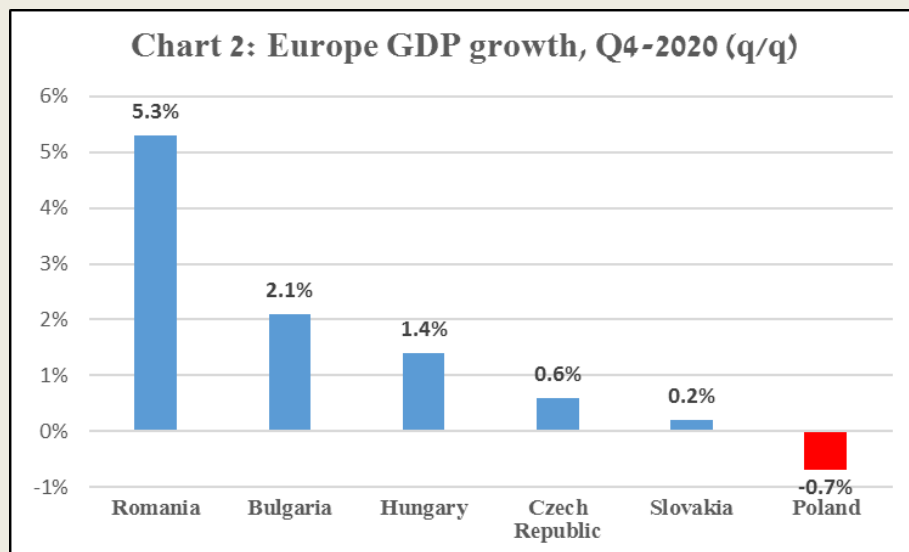


1.8% מהרמה שלפני המשבר. הירידה המינורית במכירות הקמעונאיות יחד עם העלייה החזקה בייצור התעשייתי מצביעים על כך שכלכלת יפן מצליחה להתמודד באופן טוב עם המגבלות הנוכחיות שהוטלו במדינה וייתכן שהתוצר לא יתכווץ במהלך הרביע הראשון של 2021 על אף הסגר. בנוסף, העלייה המינורית במדד ה-PMI המשולב של יפן בחודש פברואר מצביעה על כך שיפן מתמודדת עם הסגר הנוכחי באופן טוב יותר מאשר עם הסגר הראשון. עליית המדד המשולב נובעת בעיקר מעליית המדד של סקטור הייצור מ-49.8 ל-51.4 נקודות, הרמה הגבוהה ביותר בשנתיים האחרונות, והיא מעידה על חוסנו של סקטור התעשייה. עלייה זו במדד נובעת, בין היתר, מהתחזקות רכיב הזמנות יצוא חדשות אשר עלה לשיא של שלוש שנים והוא מצביע על המשך צמיחת הייצוא של סקטור התעשייה. המדד של סקטור השירותים גם כן עלה מעט, לאחר חודשיים של ירידות, מה שתומך בהערכה שההתמודדות של יפן עם הסגר הנוכחי טובה יותר.

• התוצר במדינות המתפתחות המשיך להתאושש במהלך הרביע הראשון של שנת 2021. מדד ה-PMI של סין ירד מעט בחודש פברואר אך הוא עדיין מצביע על כך שסקטור הייצור לא נפגע מההגבלות שהוטלו למניעת התפשטות הנגיף, על רקע חג ראש השנה הסיני, ואנו מעריכים כי הייצור התעשייתי צפוי להמשיך להתאושש בחודשים הקרובים. בהודו, הייצור התעשייתי עלה בחודש דצמבר 2020 ב-1.0% (y/y) ומדד ה-PMI של חודש פברואר מצביע על המשך הצמיחה בתעשייה ובשירותים. להערכתנו, התמיכה הפיסקלית הממשלתית צפויה לתמוך בהמשך התאוששות הפעילות הכלכלית בסקטור הייצור במהלך השנה הקרובה. הייבוא של הודו, אשר ירד מעט בחודשים ינואר-פברואר לאחר העלייה החדה בסוף שנת 2020, צפוי לחזור למגמת העלייה בהמשך השנה, בשל התאוששות הביקושים המקומיים לצד עליית מחיר הנפט. הייצוא של הודו צפוי להתרחב גם כן בהמשך השנה עם חיסון חלק ניכר מהאוכלוסייה במדינות המפותחות, מה שעשוי להעלות את הביקושים החיצוניים, אך אנו מעריכים כי הייצוא לא יגדל בשיעור חריג מאחר והוא כבר מצוי ברמה הקרובה מאוד לזו שהייתה טרום המשבר. בנוסף, עם עליית הייצוא הייבוא צפוי להתרחב ולהגדיל את הגירעון בחשבון השוטר של מאזן התשלומים. אנו מצפים שבהמשך השנה התוצר של סין יצמח ב-8.5% לאחר שהוא צמח בשנת 2020 בשיעור של 2.5% והתוצר של הודו יצמח השנה ב-6.9% לאחר שבשנת 2020 הוא התכווץ ב-7.9%.

• נתוני התוצר של סוף שנת 2020 מצביעים על שונות בשיעורי הצמיחה בין המדינות השונות, בהתאם לאופן ההתמודדות שלהן עם עליית התחלואה במהלך הרביע האחרון של 2020. שונות זו בולטת במיוחד בין המדינות במזרח ומרכז אירופה שהן בעלות סמיכות גאוגרפית (ראה תרשים 2). התוצר של רומניה והונגריה, שההגבלות שהוטלו בהן היו קלות יחסית, צמח ברביע האחרון של 2020 ב-5.3% (q/q) ו-1.4% (q/q) בהתאמה. לעומת זאת, בצ'כיה ובסלובקיה שהטילו מגבלות קשות יותר, התוצר צמח ברביע האחרון של 2020 ב-0.6% (q/q) ו-0.2% (q/q) בהתאמה. להערכתנו, התאוששות הפעילות במדינות אלו צפויה להימשך גם במהלך הרביע הראשון של 2021. עם זאת, חיסון האוכלוסייה האיטי במדינות מרכז ומזרח אירופה צפוי להכביד על התאוששות הפעילות, מה שמהווה סיכון לצמיחת התוצר במדינות אלה במחצית הראשונה של 2021.

• עליית התוצר של נורבגיה ברביע האחרון של 2020 ב-0.6% (q/q) לאחר צמיחה של 4.5% (q/q) ברביע השלישי של 2020 מצביעה על כך שהיא מתאוששות מהר יותר מהמשבר מאשר מדינות אחרות במזרח ומרכז אירופה וכעת התוצר שלה נמוך רק ב-1.1% מהרמה שהייתה לפני המשבר. התכווצות התוצר של נורבגיה בשנת 2020 הייתה ההתכווצות הגדולה ביותר מאז שנת 1970, אולם היא קטנה יחסית להתכווצות התוצר



שהייתה במדינות אחרות באירופה. להערכתנו, הפעילות הכלכלית בנובמבר צפויה להישאר פגיעה, אך עליית מחירי הנפט צפויה לתמוך בהמשך ההתאוששות הכלכלית.

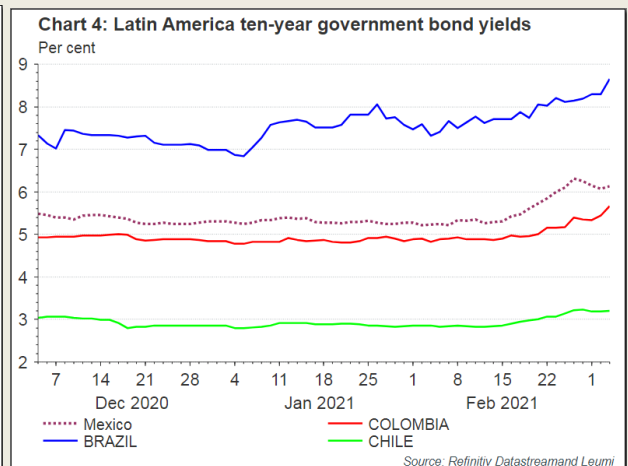
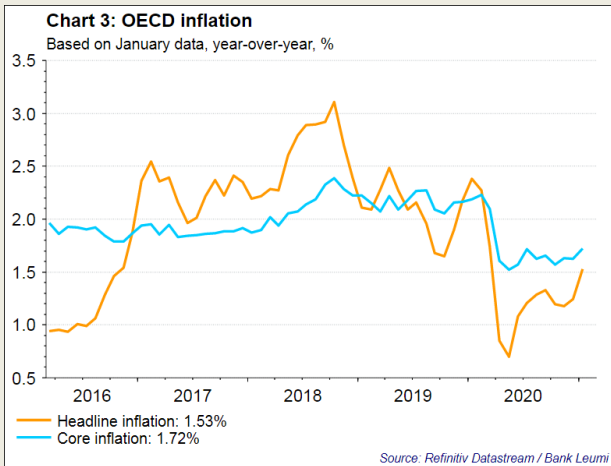
- בפולין, התוצר התכווץ ברביע האחרון של 2020 ב-0.7% (q/q) בשל המגבלות שהוטלו במדינה. עיקר החולשה הייתה בסקטור הקמעונאות והשירותים בפולין שכלל הנראה נפגעו יותר מאשר במדינות אחרות במזרח ומרכז אירופה, אך סקטור התעשייה המשיך לצמוח. להערכתנו, הסרת המגבלות בשבועות הקרובים יחד עם הפעילות החזקה בתעשייה צפויים להחזיר את התוצר של הרביע הראשון של 2021 למסלול צמיחה. אולם, חיסון האוכלוסייה האיטי במדינה מצביע על כך שקיים סיכון נוסף לצמיחת התוצר ברביע השני של 2021.
- באמריקה הלטינית, התוצר של ברזיל צמח ברביע האחרון של 2020 ב-3.2% (q/q) והתוצר שלה נמוך כעת רק בכ-1% מהתוצר של סוף 2019, מה שמצביע על כך שהתוצר של ברזיל נפגע במהלך השנה האחרונה פחות מאשר במדינות אחרות באמריקה הלטינית. אולם, קיימים סימנים להיחלשות מסוימת של צמיחה חזקה זו, בפרט על רקע עליית התחלואה במדינה המעלה את הסיכויים להידוק המגבלות. צמיחת התוצר נבעה מעליית הצריכה וההשקעות, אך חלק מהצמיחה בהשקעות נבעו מגורמים זמניים שכללו הגדלת ההשקעות באסדות נפט ותשתיות. נציין כי, צמיחת ההשקעות הביאה לעלייה גם בייבוא שהוא בעל השפעה שלילית על חישוב התוצר. התוצר של קולומביה עלה ברביע האחרון של שנת 2020 ב-6.0% (q/q) והוא מצביע על צמיחה חזקה בפעילות במחצית השנייה של 2020, אך התוצר נותר נמוך בכ-3.6% מהרמה של סוף שנת 2019. להערכתנו, ההתאוששות צפויה להיחלש ברביע הראשון של 2021 בשל הידוק המגבלות במדינה על רקע התחלואה הגבוהה בראשית חודש ינואר, אך עם הורדת התחלואה, הפעילות הכלכלית צפויה לחזור להתאושש ואנו מעריכים שבשנת 2022 התוצר של קולומביה יחזור לרמה שהייתה טרום המשבר.
- במבט קדימה, אנו מעריכים שהתוצר הגלובלי יתאושש השנה ויצמח ב-4.9%, כאשר ההתאוששות במדינות שאינן חברות ב-OECD צפויה להיות חזקה יותר. סין והודו צפויות ליהנות השנה משיעורי צמיחה הגבוהים ביותר, 8.5%-6.9% בהתאמה. התוצר של ארה"ב וגוש האירו צפוי לצמוח השנה בשיעור של כ-4.3% ואילו בדרום מזרח אסיה ובאמריקה הלטינית התוצר צפוי לצמוח השנה ב-4.4%-3.9%, בהתאמה.

אינפלציה ומדיניות מוניטרית: האינפלציה במדינות המפותחות עלתה בראשית השנה ובארה"ב וגוש האירו היא נותרה בחודש פברואר ברמתה הגבוהה יחסית. הבנק המרכזי של אוסטרליה הרחיב את תכנית הרכישות והבנק המרכזי של מקסיקו הפחית את הריבית ב-0.25 נקודות האחוז.

- האינפלציה במדינות המפותחות עלתה בראשית השנה ונותרה ברמה גבוהה יחסית גם בחודש פברואר. שיעור האינפלציה השנתי ב-OECD עלה בחודש ינואר מ-1.2% ל-1.5% (ראה תרשים 3) בשל עליית מחירי האנרגיה, לצד עלייה במחירי המזון אשר הואטה בתחילת השנה. על אף עליית מחירי האנרגיה, תרומתם למדד נותרה שלילית מאחר והמדד בוחן את השיעור שינוי השנתי. שיעור אינפלציית הליבה (ללא מזון ואנרגיה) עלה גם כן בחודש ינואר אך השינוי היה בשיעור מתון יותר, ואינפלציית הליבה השנתית עלתה מ-1.6% ל-1.7%.
- מפרוטוקול ישיבת הוועדה המוניטרית של ה-FED (FOMC) וכן מעדותו החצי שנתית של יו"ר ה-FED בפני הקונגרס עולה כי עיקר המיקוד של ה-FED הוא בהשגת יעד התעסוקה והפחתת שיעור האבטלה ל-4% גם במחיר של עלייה זמנית בשיעור האינפלציה. לצד זאת, נראה כי גם חברי הוועדה המוניטרית של ה-ECB אינם מוטרדים מהחששות לעליית שיעור האינפלציה, על אף אי הוודאות הנוגעת לתחזיות האינפלציה בשל שינוי המשקולות של הרכיבים במדד המחירים לצרכן בתקופת משבר הבריאות הנוכחי. להערכתנו, ה-FED וה-ECB צפויים להמשיך במדיניות המוניטרית המרחיבה במטרה להמשיך לתמוך בהתאוששות השוק והפחתת שיעור האבטלה, כאשר ה-ECB צפוי להמשיך בקצב הנוכחי של רכישות החירום במטרה למנוע עליית בתשואות לפדיון של האג"ח הממשלתיות ארוכות הטווח של המדינות החברות בגוש האירו.
- באוסטרליה, בהחלטת הריבית מתחילת חודש פברואר, הבנק המרכזי הרחיב את תכנית רכישות הנכסים ב-100 מיליארד דולר אוסטרלי נוספים, לאחר שהתקציב הקיים לרכישות נכסים בסך 100 מיליארד דולר אוסטרלי שהבנק המרכזי הקצה בנובמבר 2020 לרכישות אג"ח אוסטרלי לתקופות של 5 ו-10 שנים בקצב של 5 מיליארד דולר בשבוע, צפוי להסתיים באמצע שנת 2021. הרחבת תכנית הרכישות נובעת מהצפי להשפעה השלילית של סגירת הגבולות על הפעילות הכלכלית ולהערכת הבנק המרכזי, הגבולות צפויים להישאר סגורים לפחות עד סוף השנה.
- הבנק המרכזי של מקסיקו החליט בחודש פברואר, פה אחד, על הפחתת הריבית ב-0.25 נקודות האחוז ל-4.00% בשל ההתפשטות המחודשת של נגיף הקורונה ועל אף עליית שיעור האינפלציה בחודש ינואר, מה שמצביע על כך שמקבלי ההחלטות היו יותר יוניים משצפינו וזה מעלה את הסיכויים להפחתת ריבית נוספת

בחודשים הקרובים. להערכתנו, חלון ההזדמנויות להפחתת ריבית נוספת הוא במחצית הראשונה של 2021, אך הסיכויים להפחתה נוספת נותרו נמוכים בשל שיעור האינפלציה (3.5%) הקרוב לגבול העליון של יעד האינפלציה (2%-4%). כמו כן, במחצית השנייה של השנה לא צפויה הפחתת ריבית, בשל הצפי לעליית שיעור האינפלציה לצד התאוששות הפעילות הכלכלית.

עליית התשואות באג"ח הארוכות של ארה"ב התמתנה באופן זמני בלבד לאחר עדותו החצי שנתית של יו"ר ה-FED בקונגרס של ארה"ב. ההתמתנות בעליית התשואות לפדיון של האג"ח הארוכות של הכלכלות הגדולות בגוש האירו היו זמניות גם כן. עליית התשואות של האג"ח הממשלתיות באמריקה הלטינית הושפעה בעיקר מעלייה של ממש באינפלציה הצפויה במדינות אלו. בברזיל, עקום התשואות הינו תלול מאוד בחלק של עד כ-7 שנים לפדיון ומידת תלילות זו אף עלתה במהלך חודש פברואר.

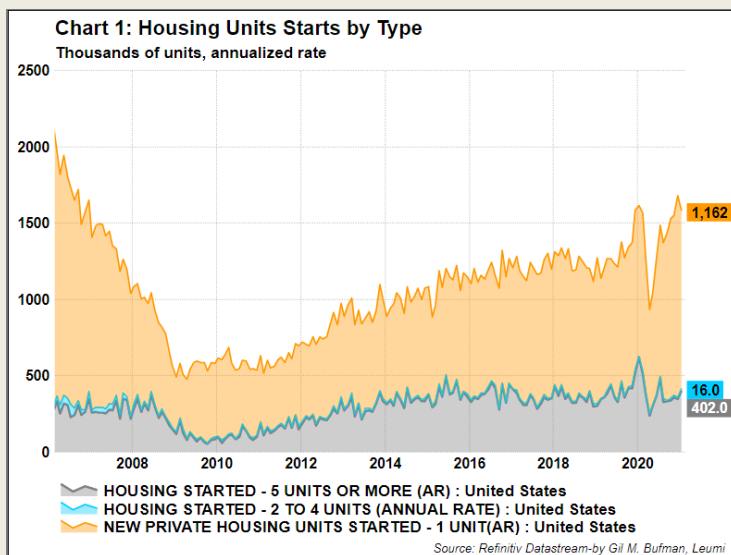


ארצות הברית

פעילות כלכלית: נראה שהתוצר של ארה"ב המשיך לצמוח בתחילת שנת 2021 בתמיכת התמריצים הפיסקליים. הייצור התעשייתי המשיך לצמוח בעקביות אך תפוקת הכרייה של חודש פברואר נפגעה זמנית בשל גל הקור העז שפקד את מפרץ מקסיקו. מספר התחלות בנייה ירד בחודש ינואר, אך הוא צפוי לעלות חזרה בהמשך השנה.

- הפעילות הכלכלית בארה"ב המשיכה להתאושש בראשית השנה בתמיכת התמריצים הפיסקליים של מעל ל-900 מיליארד דולר וייתכן שהם אף יגדלו בהמשך השנה בהתאם להרחבת התמיכה הפיסקלית של הנשיא ביידן ב-1.9 טריליון דולרים. כחלק מהתמריצים הפיסקליים שאושרו עוד בשלהי 2020, בתקופת הנשיא טראמפ, משקי הבית קיבלו מענק באמצעות צ'ק על סך 600 דולרים לנפש, מה שהביא לגידול במכירות הקמעונאיות אשר עלו בחודש ינואר ב-5.3% (m/m) והן מרמזות על כך שצמיחת התוצר ברביע הראשון צפויה להיות חזקה יחסית. ככל הנראה שבמהלך אפריל 2021 יועבר השלב הבא של מענקים למשקי הבית עם משלוח של צ'קים לרוב משקי הבית, בהיקף של עוד 1,400 דולר לנפש (כפוף לתקרת הכנסה) כבר בקרוב.
- הייצור התעשייתי של ארה"ב עלה בחודש ינואר ב-0.9% (m/m), אך הוא נותר מתחת לרמה של התקופה המקבילה אשתקד והוא עלה בשיעור שנתי מ-3.2% (y/y) ל-1.8% (y/y). תפוקת התעשייה צמחה באופן רוחבי, כאשר צמיחת התוצר של ענפי המתכות, ציוד חשמלי וציוד לחלל הייתה חזקה יותר. תפוקת הכרייה עלתה גם כן בראשית השנה בשל צמיחת תפוקת הנפט, אך מזג האוויר הקר באמצע חודש פברואר הביא להאטה משמעותית בהפקת הנפט במפרץ מקסיקו, בדגש על טקסס, ולהערכתנו תפוקת הכרייה תתכווץ במהלך חודש פברואר. אולם, התפוקה צפויה להתאושש במהלך החודשים הקרובים ולחזור למסלול הצמיחה שאפיינה אותה בתחילת השנה. מדד PMI המשולב של ארה"ב נותר בחודש פברואר בסביבת הרמה הגבוהה ביותר של השנים האחרונות והוא מצביע על המשך צמיחת הפעילות הכלכלית בתעשייה ובשירותים.
- הזמנות מוצרים בני קיימא עלו בחודש ינואר ב-3.4% (m/m) בעיקר בשל העלייה החדה בהזמנות מטוסים מסחריים, מה שמשקף שיעורי ביטול מזעריים בהזמנות מחברת בואינג. עלייה זו הביאה את הזמנות מוצרים בני קיימא לרמה הגבוהה בכ-4.7% מהרמה שהייתה לפני התפשטות הנגיף, על אף שהזמנות התעופה לא עלו משמעותית ביחס לתקופה טרום המשבר. להערכתנו, עלייה זו בהזמנות מוצרים מצביעה על כך שההשקעות בציוד בסקטור העסקי צפויות לצמוח ברביע הראשון בשיעור משמעותי.

- מספר התחלות הבנייה ירד בחודש ינואר ב-6.0% (m/m) והוא נבע בעיקר מירידה בהתחלות הבנייה של בתים פרטיים (single family) בארה"ב אשר ירד בחודש ינואר ב-12.2% (m/m, ראה תרשים 1). על אף ירידה זו, מדד NHAB לאמון הקבלנים נותר ברמה גבוהה בשל מלאי הדירות הנמוך, מה שתומך בגידול במספר התחלות בנייה בהמשך השנה, בפרט לאור מגמת העלייה באישורי בנייה אשר עלו משמעותית בחודשים האחרונים. המכירות של דירות בניו יורק עלו מעט בראשית 2021 על אף הירידה במלאי, הצפויה להביא לירידה במכירות בהמשך השנה. להערכתנו, העלייה הצפויה בריבית למשכנתאות, אשר ירדה לאחרונה והגיעה לרמה הנמוכה ביותר בשלושת החודשים האחרונים, צפויה גם כן לתמוך בירידה במכירות בהמשך השנה.
- במבט קדימה, צמיחת הפעילות הכלכלית בארה"ב צפויה להימשך במהלך החודשים הקרובים, בפרט לאור הירידה בשבועות האחרונים בתחלואה בארה"ב, כפי שהדבר בא לידי ביטוי הן במספר החולים החדשים היומי והן במספר החולים הפעילים אשר לראשונה מאז התפשטות המגפה הוא מצוי במגמת ירידה במשך חודש רצוף. בסיכום שנתי, אנו מעריכים כי התוצר של ארה"ב יצמח בשנת 2021 ב-4.3%, כך שהוא צפוי לחזור במהלך השנה לרמת התוצר שהייתה בשנת 2019.



אינפלציה ומדיניות מוניטרית: ה-FED מתמקד בהשגת יעד התעסוקה, גם במחיר של עלייה זמנית בשיעור האינפלציה. האינפלציה צפויה לעלות בטווח הקרוב, בדגש על רכיב הבנייה. עדותו החצי שנתית של יו"ר ה-FED הייתה יונית, והובילה לירידה זמנית בתשואות של אגרות החוב הממשלתיות.

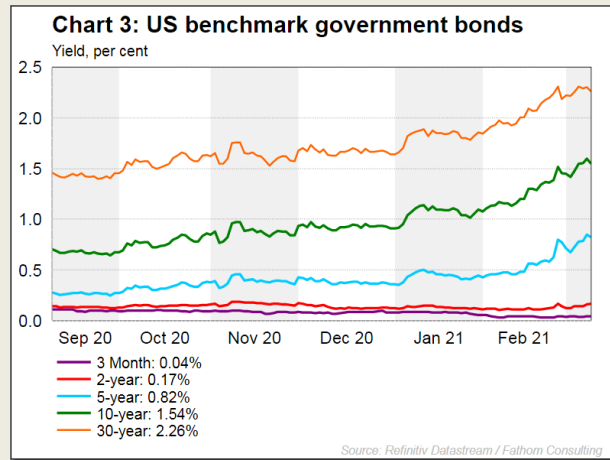
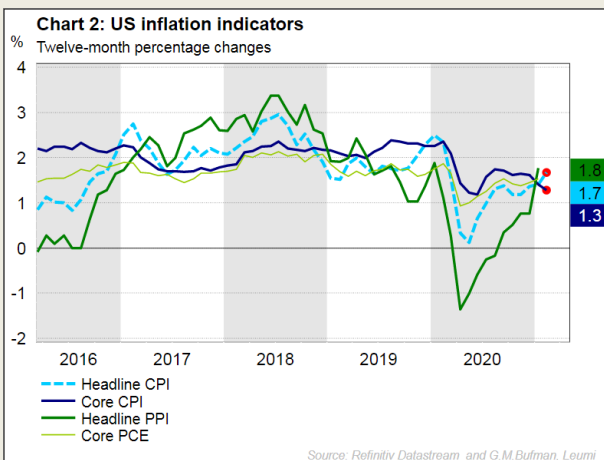
- מפרוטוקול ישיבת הוועדה המוניטרית של ה-FED (FOMC) בסוף חודש ינואר עולה כי הדיונים התמקדו בהשגת יעד התעסוקה של ה-FED וחברי הוועדה ציינו "שהסיכונים לתחזית האינפלציה הינם מאוזנים יותר כיום ממה שהיו במהלך רוב שנת 2020". רוב חברי הוועדה עדיין חוששים יותר מהסיכון של ירידת האינפלציה, אך חלק קטן מחברי הוועדה הביע חשש מהסיכון של עליית שיעור האינפלציה עקב השפעות של מגבלות על שרשרת האספקה, בדגש על מחירים של היצרנים, שהיו חשופים יותר להשפעות של התפשטות הנגיף. חלק מהישיבה הוקדש גם לשינויים במידת היציבות הפיננסית. חברי הוועדה ציינו את הירידה ברווח של אגרות החוב הקונצרניות ובפרמיית הסיכון של שוק ההון אשר הגיעו לרמות שהיו טרום המשבר. בנוסף, חלק מחברי הוועדה ציינו כי שווי שוק המניות המשיך לעלות ופעילות ההנפקות הראשוניות של הציבור עלתה גם כן. דבר זה מצביע על החשש מאינפלציה של מחירי הנכסים, אך ה-FED מעדיף להתמודד עם חשש זה באמצעות כלים רגולטוריים ולא באמצעות מדיניות מוניטרית.
- העדות החצי שנתית של יו"ר ה-FED, ג'רום פאוול, הייתה יונית. מסקנתו כי "הכלכלה רחוקה מייעדי התעסוקה והאינפלציה של ה-FED וכי סביר להניח שייקח זמן עד שתושג התקדמות משמעותית" מהווה אינדיקציה לכך שה-FED לא יאט את קצב רכישת הנכסים, גם אם הממשל האמריקאי יעביר חבילת תמריצים משמעותית נוספת. פאוול הדגיש את רצונו להשגת התאוששות "רחבה וכוללת" בשוק העבודה והוא ציין כי הרמה הגבוהה של חוסר במקומות עבודה היה קשה במיוחד עבור עובדים בשכר נמוך יותר ושל אפרו-אמריקאים, היספנים וקבוצות מיעוט אחרות. מאמירותיו נראה כי ה-FED לא יבצע שום מהלך לצמצום המדיניות המוניטרית הנוכחית כל עוד שיעור האבטלה לא יחזור ל-4% ומטה, שהוא האומדן הנוכחי לשיעור האבטלה לטווח הארוך. כאשר, ה-FED צפוי לתת דגש על שיעורי האבטלה בקרב קבוצות מיעוטים ועובדים

בשכר נמוך. להערכתנו, ה-FED ייתן משקל משמעותי להשפעת הגורמים הזמניים על האינפלציה כך שבעת הנוכחית הוא יוכל להימנע ממעבר למדיניות מוניטרית מצמצמת, בתגובה לעלייה הצפויה בשיעור האינפלציה.

- מדד המחירים לצרכן עלה בחודש פברואר בשיעור שנתי של 1.7%, בעיקר בשל עליית מחירי האנרגיה, ושיעור אינפלציית הליבה השנתית ירד בחודש פברואר מ-1.4% ל-1.3% (ראה תרשים 2). להערכתנו, העלייה המתמשכת במחיר הנפט יחד עם עליית מחיר הבנזין במדינות שנפגעו מקל הקור הקיצוני ובמדינות המסתמכות על בתי הזיקוק המצויים במדינות אלו, צפויה להביא לעליית רכיב הבנזין במדד בתקופה הקרובה. כמו כן, האינפלציה השנתית ואינפלציית הליבה צפויים לעלות בחודשים הקרובים בשל עליית האינפלציה ברכיבי הבסיס של המדד וכן בשל לחצי מחירים מצד ההיצע. בטווח הרחוק יותר, עליית שכר המינימום במהלך השנים הקרובות המתוכננת על ידי הממשל האמריקאי, צפויה גם כן לתמוך באינפלציה וייתכן שגם ההרחבה התקציבית תהיה בעלת מאפיינים אינפלציוניים, אך הדבר שנוי במחלוקת לעת עתה בין המצדדים בהרחבה כפי שהנשיא מתכנן לבין המצדדים בהרחבה פיסקלית קטנה יותר. מדד מחירי היצרנים עלה בחודש ינואר לשיעור שנתי של 1.8% כתוצאה מהתחזקות הביקוש המקומי לצד התחזקות הייצוא אשר הביא לעליה גדולה יותר ברכיבי הסחורות והשירותים שיועדו לייצוא.

- ההצהרה היונית של יו"ר ה-FED מיתנה באופן זמני בלבד את עליית תשואות האג"ח הממשלתיות של ארה"ב (ראה תרשים 3). עליית שיעורי התשואה לפדיון התרחשה כתוצאה מעליית האינפלציה הצפויה הגלומה במחירי איגרות החוב ולאחרונה גם החלה עלייה של התשואה הריאלית של איגרות החוב, המשקפת את ההשפעה הצפויה של גורמים ריאליים, כמו גירעון הממשלה על שוק איגרות החוב. ללא ההתערבות המשמעותית של ה-FED בשוק, התשואות של האג"ח הממשלתיות של ארה"ב היו גבוהות יותר מרמת התשואה לפדיון הנוכחית של כ-1.5% באג"ח ממשלתיות ל-10 שנים, ככל הנראה בכ-100 נקודות בסיס ויותר מכך.

- תשואות אגרות החוב עלו בתחילת מרץ בעקבות העמימות באשר להתייחסות של ה-FED בנושא עליית סביבת האינפלציה. נראה שה-FED יידרש לעדכון מסוים ביעדי ה-QE שלו על מנת למתן את מהלך עליית התשואות. יתכן שינוי בהרכב הרכישות, תוך הגדלת משקל האג"ח הממשלתי שנרכש, ו/או הארכת הטווח הממוצע של האיגרות הנרכשות.



גוש האירו

פעילות כלכלית: התוצר של גרמניה וספרד צמח ברביע האחרון של 2020 אך התוצר של מדינות אחרות בגוש האירו התכווץ, כאשר התוצר של אוסטריה התכווץ בשיעור החד ביותר. שוק העבודה של גוש האירו נותר חזק בשל התמיכה הממשלתית המאסיבית בו, אך ייתכן ששיעור האבטלה יעלה בהמשך השנה עם חזרתם של אנשים נוספים לכוח העבודה. במבט קדימה, מדדי מנהלי הרכש לאירופה מצביעים על תוואי של שיפור בתעשייה.

- האומדן השלישי לתוצר של גוש האירו ברביע האחרון של 2020 מצביע על כך שהתוצר התכווץ ב-0.7% (q/q), כך שרמתו נמוכה כעת בכ-5.0% מהרמה שהייתה בסוף שנת 2019. עם זאת, מספר המועסקים עלה ברביע האחרון, לראשונה מאז פרוץ המשבר, ב-0.3% (q/q) על אף הידוק המגבלות והסגר שהוטל בחלק מהאזורים ונוצרו מעל לחצי מיליון משרות חדשות, אך מספר המשרות עדיין נמוך ביותר משלושה מיליון

משרות ביחס לסוף שנת 2019. התחזקות שוק העבודה נובעת מתכניות שמירת מקומות העבודה של הממשלות בגוש האירו אשר תמכו בשוק בעת המשבר. להערכתנו, שיעור האבטלה צפוי לעלות מעט בהמשך השנה בשל פגיעת המשבר בחלק מהחברות עד כדי שהן יפסיקו את פעילותן, יחד עם חזרה לשוק העבודה של אנשים שעבדו טרום המשבר ויצאו מכוח העבודה, אך העלייה לא צפויה להיות משמעותית.

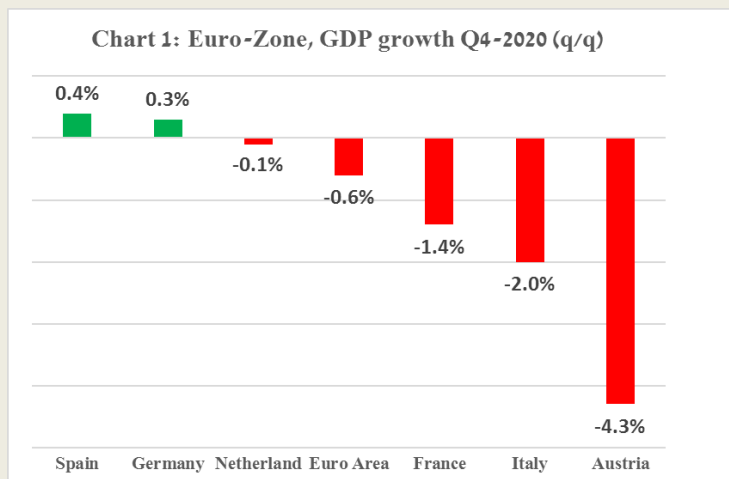
- מדד EC לאמון הצרכנים בגוש האירו עלה מעט בחודש פברואר, אך הוא נותר ברמה נמוכה ומצביע על כך שהצריכה הפרטית צפויה להישאר נמוכה ברביע הראשון של שנת 2021 וייתכן שהיא אף תתכווץ מעט, בפרט לאור הסגר המתמשך בגרמניה והמגבלות הקיימות במדינות אחרות בגוש האירו. להערכתנו, כל עוד חיסון האוכלוסייה לא יתפוס תאוצה, מה שיאפשר הסרה של המגבלות הקיימות, אמון הצרכנים צפוי להישאר בסביבה נמוכה.

- הייצור התעשייתי בגוש האירו המשיך לצמוח ברביע האחרון של 2020, אך הוא התכווץ בחודש דצמבר 2020 ב-1.6% (m/m) בשל ירידה בייצור מוצרי הון ומוצרי צריכה שאינם ברי-קיימא. בפרט, בצרפת ובאיטליה הייצור התעשייתי התכווץ בדצמבר 2020 ב-0.8% ו-0.2% (m/m) בהתאמה. מדד PMI המשולב של גוש האירו עלה מעט בחודש פברואר מ-47.8 ל-48.8 נקודות אך הוא נותר ברמה המצביעה על התכווצות התוצר ברביע הראשון של השנה בשל חולשת סקטור השירותים. עלייה זו נבעה מעליית המדד של סקטור התעשייה אשר הגיע ל-57.9 נקודות, שיא של שלוש השנים האחרונות, והוא מצביע על התאוששות חלקית של התעשייה, אך חלק מעלייה זו נובע גם מבעיות בשרשרת האספקה הגלובלית הנובעות מבעיות שילוח הצפויים להיות קצרות מועד.

- הצמיחה בסוף שנת 2020 הייתה שונה בין המדינות השונות החברות בגוש האירו (ראה תרשים 1). בעוד שהתוצר של גרמניה וספרד צמח ברביע האחרון של 2020, התוצר של מדינות אחרות החברות בגוש האירו התכווץ בתקופה זו. התכווצות התוצר של אוסטריה הייתה הגדולה ביותר בגוש האירו, 4.3% (q/q), והתוצר של צרפת ואיטליה התכווץ גם כן אך בשיעור נמוך יותר. התוצר של הולנד התכווץ מעט במהלך הרביע האחרון של 2020, 0.1% (q/q), בשל הירידה בצריכה הפרטית אשר קוזזה כמעט במלואה באמצעות העלייה בהשקעות והוא כעת נמוך רק בכ-3.0% מרמת התוצר של סוף שנת 2019.

- מדד IFO למדידת הסביבה העסקית בגרמניה עלה בחודש פברואר והוא מצביע על כך שהפעילות הכלכלית בגרמניה נפגעה מהסגר פחות מהצפוי ובפרט משקף ציפיות חיוביות להתאוששות מהירה של הפעילות עם הסרת המגבלות. מדד ה-PMI המשולב של גרמניה עלה מעט גם כן בחודש פברואר והוא מצביע על המשך התאוששות הפעילות הכלכלית בתעשייה לצד ירידה מסוימת בפעילות של סקטור השירותים.

- מדדי מנהלי הרכש באירופה של חודש פברואר מצביעים על התאוששות התעשייה בכלכלות הגדולות של גוש האירו. בצרפת, מדד PMI של התעשייה רשם עלייה משמעותית מ-51.6 בינואר ל-56.1 נקודות בפברואר. בגרמניה המדד של התעשייה עלה אל מעבר ל-60 נקודות. באיטליה המדד של התעשייה גם כן עלה אל אף התחלואה הגבוהה במדינה ובספרד המדד עלה מ-49.3 נקודות ל-52.9 נקודות וכעת הוא מצביע על התאוששות הייצור התעשייתי. לצד זאת, הפעילות הכלכלית של סקטור השירותים נותרה חלשה יחסית בחודש פברואר והמדד של סקטור השירותים של הכלכלות הגדולות של גוש האירו עדיין מצוי מתחת ל-50 נקודות, מה שמסמן על ירידה בפעילות הכלכלית של השירותים. בצרפת, המדד של השירותים אף ירד זה החודש השני ברציפות והוא מצביע על חולשת סקטור השירותים הצרפתי. באיטליה לעומת זאת, המדד רשם



עלויות בחודשיים האחרונים והוא מצביע על כך שעל אף שהפעילות הכלכלית בסקטור השירותים נותרה חלשה, היא עשויה להתחזק במהלך התקופה הקרובה.

- במבט קדימה, אנו מעריכים שהתוצר של גוש האירו ימשיך להתאושש בהמשך השנה, כאשר ההתאוששות צפויה להיות חזקה יותר לאחר חיסון חלק ניכר מהאוכלוסייה, מה שיאפשר הקלות נוספת במגבלות. התוצר של גוש האירו צפוי לצמוח השנה בכ-4.3% אך רק בשנת 2022 הוא יחזור לרמת התוצר שהייתה בשנת 2019.

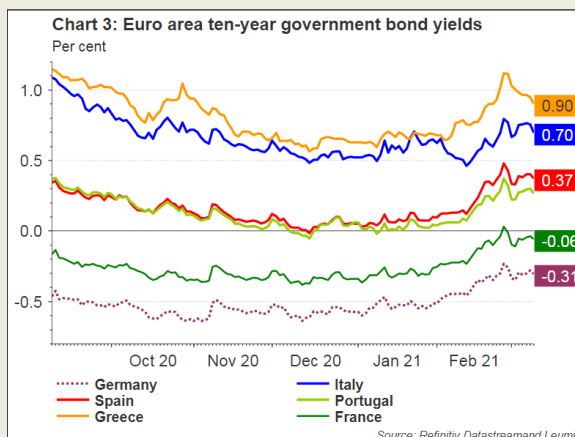
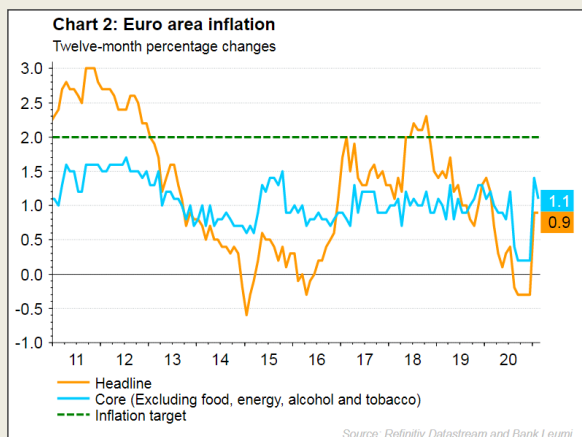
אינפלציה ומדיניות מוניטרית: ה-ECB צפוי להמשיך במדיניות המוניטרית המרחיבה הנוכחית ואף ברכישת נכסים בקצב הנוכחי, מה שצפוי למתן את המשך עליית תשואות האג"ח הממשלתיות. שיעור האינפלציה בחודש פברואר נותר ללא שינוי על אף עליית מחירי האנרגיה, מאחר ועלייה זו קוזזה על ידי הירידה ברכיבי הליבה.

- הפרוטוקולים של הוועדה המוניטרית של ה-ECB מאשרים שהחלטה שהתקבלה בחודש דצמבר 2020 להרחבת תכנית רכישות החירום (PEPP) ל-1.85 טריליון אירו וכן להגדלת תכנית הלוואות ארוכות הטווח (TLTRO) עברה פה אחד ואנו מצפים שבטווח הבינוני ה-ECB ימשיך במדיניות מרחיבה זו. חברי הוועדה הדגישו את אי הוודאות בנוגע לתחזית לאינפלציה הנובעת מבעיות מדידה חריפות הקשורות בין היתר גם למשקלות של הרכיבים במדד המחירים לצרכן בתקופה זו של המגיפה. להערכתם, עליית שיעור האינפלציה היא זמנית והיא לא צפויה להימשך לאורך זמן. בנוסף, רוב חברי הוועדה המוניטרית לא היו מודאגים מעליית התשואות לפדיון של האג"ח הממשלתיות, מאחר ומרווחי האשראי נותרו נמוכים כפי שהדבר בא לידי ביטוי בתנאי שוק אג"ח נוחים ובשיעור הלוואות של הבנקים המצוי בסביבה נמוכה מאוד וכן שיעור הריבית של ה-ECB נותר נמוך. להערכתנו, על אף העלייה הנוספת בתשואות האג"ח הממשלתיות וכן העלייה בשיעור האינפלציה בראשית השנה, ה-ECB צפוי להמשיך במדיניות הנוכחית שלו של רכישת הנכסים, אשר ימנעו עליות משמעותיות בתשואות האג"ח הממשלתיות וייתכן שהן אף יביאו לירידת התשואות, לצד אי העלאת שיעור הריבית.

- הצהרת ה-ECB בחודש מרץ הייתה הינה יונית יותר ממה שהשוק צפה והיא קובעת במפורש כי הבנק צופה שרכישות הנכסים ברביע השני של 2021 במסגרת תכנית ה-PEPP יהיו בקצב גבוה במידה משמעותית בהשוואה לחודשים הראשונים של השנה. כאשר, הרכישות יתנהלו באופן גמיש בהתאם לתנאי השוק, במטרה למנוע הידוק של תנאי המימון.

- מדד המחירים לצרכן של גוש האירו (HICP) עלה בחודש פברואר בשיעור שנתי זהה לזה של חודש ינואר והאינפלציה השנתית נותרה בשיעור של 0.9% (ראה תרשים 2). כ-0.1 נקודות האחוז מהעלייה החדה בחודש ינואר נבעה משינוי המשקולות במדד, מה שמשקף שינוי משמעותי בדפוסי הצריכה במהלך השנה האחרונה כתוצאה מהמגבלות שהוטלו במספר רב של מדינות בגוש האירו, אך גם ללא שינוי המשקולות, המדד היה עולה בחדות גם כן. רכיבי האנרגיה במדד של חודש פברואר עלו בשל עליית מחיר הנפט, אך עלייה זו קוזזה במלואה על ידי ירידת האינפלציה של רכיבי הליבה במדד. שיעור אינפלציית הליבה ירד בחודש פברואר ל-1.1% (y/y) לאחר שהוא עלה בחדות בינואר ל-1.4% במונחים שנתיים. חלק מירידה זו היה צפוי בשל ביטול של חלק ממבצעי סוף העונה על בגדי החורף, אך למרבה ההפתעה גם רכיבי השירותים במדד ירדו. להערכתנו, האינפלציה במחירי התחבורה צפויה לעלות בטווח הקרוב, מאחר והיא מתואמת באופן חיובי עם מחיר הנפט אשר עלה לאחרונה. כמו כן, שיעור האינפלציה צפוי להמשיך לעלות במהלך השנה, בפרט לאור מחירי האנרגיה הגבוהים יחד עם הטלת המס על פליטות פחמן דו חמצני בגרמניה הצפוי להעלות עוד יותר את מחיר האנרגיה בגרמניה ובמדינות נוספות החברות בגוש האירו. העלייה הצפויה בשיעור האינפלציה עשויה לקרב אותו ליעד האינפלציה של ה-ECB, שהוא מעט מתחת ל-2%, אך נראה כי בטווח הבינוני שיעור האינפלציה צפוי להיות מתחת ליעד זה.

- התשואות לפדיון של האג"ח הממשלתיות של הכלכלות הגדולות בגוש האירו המשיכו לעלות בחודש פברואר (ראה תרשים 3) לאחר ששיעור האינפלציה עלה בחדות בחודש ינואר וכן על רקע הציפיות לעלייה נוספת בשיעור האינפלציה בטווח הקרוב. התשואות של האג"ח הממשלתית באיטליה ירדו בשבוע הראשון של חודש פברואר לאחר שמארי דראגי, נשיא ה-ECB, לשעבר, הזכה לאמון רב מצד המשקיעים, קיבל את הצעת נשיא איטליה להקמת ממשלה לאחר נפילתה של הממשלה הקודמת ובעקבות התמיכה הפוליטית שהוא קיבל מהמפלגות המרכזיות באיטליה. העלייה המתמשכת בתשואות לפדיון של האג"ח הממשלתיות בארה"ב גורמת לעליית התשואות של האג"ח הממשלתיות בגוש האירו. בנוסף, חלה עלייה בפער בין התשואות לפדיון של האג"ח של מדינות בדרום אירופה לבין גרמניה. מאפייני המאקרו של פורטוגל, ספרד, איטליה, ובמידה פחותה גם יוון, נראים חלשים באופן יחסי ומצב זה משתקף בפער התשואות בינו ובין גרמניה.



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
<http://english.leumi.co.il/Home/>