

מאקרו גלובלי - סקירה חודשית

נובמבר 2023

ד"ר גיל מיכאל בפמן, כלכלן ראשי
יניב בר, ראש תחום כלכלה

אגף כלכלה, החטיבה לשוקי הון

אנא ראו גילוי נאות בעמוד האחרון

עיקרי הדברים ותוכן עניינים

ארה"ב (עמ' 4)

- הפעילות הכלכלית צמחה ברביע השלישי של 2023 בשיעור גבוה מהצפוי, אך הקצב צפוי להאט ברביע האחרון של השנה. ההתרופפות ההדרגתית בשוק העבודה צפויה להימשך בחודשים הקרובים.
- מחירי הדיור הוסיפו לעלות בחודש אוגוסט, אך העלייה במחירי הדירות עשויה להתמתן בחודשים הקרובים על רקע עליית ריבית המשכנתאות.
- חברת הדירוג Moody's הפחיתה את אופק דירוג האשראי של ארה"ב בראשית חודש נובמבר 2023 מ"ציב" ל"שילי", בעוד הדירוג עצמו נותר ברמה המקסימלית של Aaa.
- בהחלטת הריבית של חודש נובמבר, ה-Fed הותיר את הריבית בטווח של 5.25%-5.50%. להערכתנו, ככל שלא יהיו הפתעות כלפי מעלה בצמיחה ובאינפלציה, נראה שלא תהיה העלאת ריבית נוספת. ה-Fed עשוי להתחיל להוריד את הריבית באמצע השנה הבאה. נרשמה הקלה מסוימת בתנאי האשראי, אם כי, הם נותרו הדוקים יחסית. הקצב השנתי של האינפלציה הכוללת ואינפלציית הליבה ירד בחודש אוקטובר.
- לאחר מגמת עלייה מתמשכת, התשואות על אגרות החוב הממשלתיות הארוכות ירדו לאחרונה.

הכלכלה הגלובלית במבט כולל (עמ' 7)

- התוצר של גוש האירו התכווץ ברביע השלישי של 2023, והוא צפוי להתכווץ גם ברביע הרביעי, בין היתר, עקב חולשת הפעילות התעשייתית בגרמניה.
- ה-ECB הותיר את הריבית ללא שינוי בישיבתו מחודש אוקטובר. האינפלציה (בקצב שנתי) בגוש האירו ירדה באוקטובר, אך היא לא צפויה להמשיך לרדת בקצב מהיר.
- הבנק המרכזי של אנגליה (BOE) הותיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 5.25%, בחודש נובמבר. הבנק המרכזי של קוריאה (BOK) הותיר את שיעור הריבית ללא שינוי, ברמה של 3.5%, בישיבה מחודש אוקטובר.
- נראה שהתגובה המתונה יחסית של שוק הנפט למלחמת "חרבות ברזל" משקפת פרייט סיכון נמוכה להתפתחויות במזרח התיכון. להערכת הבנק העולמי, התחזית למחירי הסחורות תשתנה במהירות אם המלחמה תחריף ותעבור לזירות נוספות.
- מחירי הגז הטבעי באירופה ירדו במידה ניכרת מהשיאים של שנת 2022 והאפשרות למשבר אנרגיה נוסף בחורף הנוכחי נראית נמוכה. עם זאת, המחירים עדיין גבוהים בהרבה ממה שהיו לפני הקורונה וגבוהים בהרבה מאשר בארה"ב.
- גורמים מצרים אישרו כי יבוא הגז מישראל הצטמצם לאפס באופן זמני, מה שפגע במאמצים של מצרים להניע מחדש את יצוא ה-LNG ופגע גם בזמינות הגז למשקי המצרי המקומי.

לאומי תחזיות כלכליות, נובמבר 2023

2024F	2023E	2022	2021	2020	
					תמ"ג – צמיחה כלכלית, שיעור שינוי
3.0%	2.8%	3.4%	6.3%	-2.8%	עולם
1.0%	2.3%	2.1%	5.9%	-2.8%	ארצות הברית
0.4%	0.5%	4.0%	7.6%	-11.0%	בריטניה
1.0%	1.3%	1.1%	2.1%	-4.3%	יפן
0.7%	0.5%	3.5%	5.4%	-6.1%	גוש האירו
4.7%	4.3%	5.2%	3.8%	-3.4%	דר' מזרח אסיה (ללא יפן)
4.5%	5.2%	3.0%	8.5%	2.2%	סין
6.2%	7.0%	6.8%	9.1%	-5.8%	הודו
1.6%	1.7%	4.0%	7.0%	-6.8%	אמריקה הלטינית
1.0%	2.4%	6.5%	9.3%	-1.5%	ישראל
					סחר בינלאומי – מונחים כמותיים, שיעור שינוי
3.5%	2.4%	5.1%	10.6%	-7.8%	עולם
					ריבית בנק מרכזי, סוף תקופה
4.00-4.50%	5.25-5.75%	4.3%	0.1%	0.1%	ארצות הברית
4.25-4.75%	5.00-5.50%	3.5%	0.1%	0.1%	בריטניה
0.00%	-0.10%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	יפן
4.25-4.75%	2.50%	0.0%	0.0%	0.0%	גוש האירו
3.50-4.00%	4.50-4.75%	3.25%	0.1%	0.1%	ישראל

ארצות הברית

פעילות כלכלית: הפעילות הכלכלית צמחה ברביע השלישי של 2023 בשיעור גבוה מהצפוי, אך הקצב יואט ברביע האחרון של השנה. ההתרופפות ההדרגתית בשוק העבודה צפויה להימשך בחודשים הקרובים. מחירי הדיור הוסיפו לעלות בחודש אוגוסט, אך העלייה במחירי הדירות עשויה להתמתן בחודשים הקרובים על רקע עליית ריבית המשכנתאות. חברת הדירוג Moody's הפחיתה את אופק דירוג האשראי של ארה"ב בראשית חודש נובמבר 2023 מ"ציב" ל"שלי", בעוד הדירוג עצמו נותר ברמה המקסימלית של Aaa.

- הצמיחה החזקה יחסית של התוצר של ארה"ב ברביע השלישי של 2023, מפחיתה באופן משמעותי את החששות מפני מיתון בכלכלת ארה"ב ב-2023 והיא מצביעה על כך שארה"ב תחווה "נחיתה רכה" על רקע הידוק המדיניות המוניטרית. ה-Fed עדיין עלול להידרש למהלך העלאת ריבית נוסף בכדי להאט את הביקושים, אך נראה שהסבירות לכך נמוכה. אינפלציית הליבה של ה-PCE האטה משמעותית לשיעור שנתי של 2.4% ואינדיקטורים נוספים כמו מדדי המחירים לצרכן והמחירים של תפוקות היצרנים לחודש אוקטובר מעידים על תהליך ברור של התמתנות האינפלציה. נראה שמדובר בהתפתחות אשר מצביעה על כך שהקלת המחסור בהיצע מילאה תפקיד מפתח, ואפשרה לאינפלציה הבסיסית לרדת גם כשהכלכלה צומחת בקצב גבוה מהפוטנציאל. בנסיבות אלה, ה-Fed יכול להרשות לעצמו להמתין ולא להעלות ריבית ויש מקום לצפי לראשיתה של הפחתת ריבית באמצע 2024.

- התוצר של ארה"ב צמח ברביע השלישי של 2023 בקצב ריאלי של 4.9% (q/q, במונחים שנתיים), שיעור גבוה מציפיות השוק, והגבוה מאז הרביע האחרון של 2021. צמיחת הצריכה הפרטית הואצה ברביע השלישי לקצב של 4.0%, מה שמצביע על כך שמשקי הבית התמודדו טוב עם העלאות הריבית של ה-Fed. זאת, בין היתר, הודות למשקל הגדול של חוב בריבית קבועה שנלקחה מראש וחסכונות עודפים שנבנו במהלך הקורונה. אולם, כשההכנסה הפנויה האישית הריאלית ירדה ב-1.0% ברביע השלישי ושיעור החיסכון ירד ל-3.8% בלבד, הצריכה הפרטית תתקשה לצמוח כה מהר לאורך זמן. ההשקעה הייתה חלשה וההשקעות העסקיות הצטמצמו ב-0.1%. ההשקעות במגורים התאוששו ב-3.9%, העלייה הרבעונית הראשונה מזה יותר משנתיים. המלאים עלו בחדות ברביע השלישי, מה שמותיר יותר מרחב לשינוי בכיוון ההפוך ברביע הרביעי ואילך. לכן, למרות החוזק ברביע השלישי, צפוי שהצמיחה בתוצר תואט בקרוב.

- המכירות הקמעונאיות אמנם ירדו בארה"ב ב-0.1% באוקטובר, אך חשוב לציין שהירידה נבעה בעיקר מירידה במכירות בתחנות הדלק, ירידות הקשורות לירידת מחירים וגם מירידה מתונה יחסית של 1.0% במכירות כלי רכב. המכירות הקמעונאיות של "קבוצת הבקרה הבסיסית" (ההגדרה הרלוונטית לחשבונאות הלאומית) גדלו ב-0.2% באוקטובר, עלייה אשר באה בעקבות עלייה מתוקנת כלפי מעלה ל-0.7% בספטמבר, וזוהי עדיין תוצאה מרשימה. אין עדות לכך שצרכנים נחלשו ברביע הרביעי. צפוי שהצמיחה של הצריכה תהיה 2.3% במונחים ריאליים שנתיים ברביע הנוכחי וזהו קצב נאה.

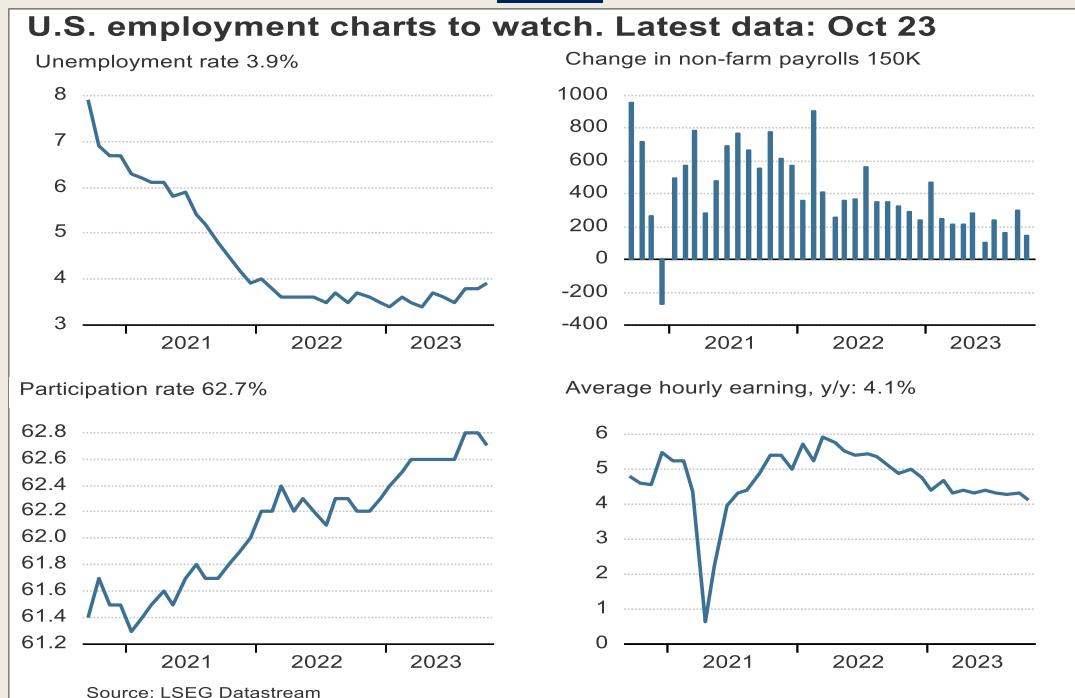
- העלייה המתונה יחסית של מספר המשרות החדשות, כ-150 אלף, בחודש אוקטובר, מהווה סימן נוסף לכך שהפעילות הכלכלית, שהפגינה חוסן ברביע השלישי, צפויה להתמתן ברביע הרביעי (ראה תרשים 1). מדובר בתוספת משרות נמוכה מציפיות השוק ונמוכה בחצי מהתוספת בחודש ספטמבר (כ-297 אלף). סימן נוסף לחולשה היחסית עולה מסקר משקי הבית, המצביע על ירידה בתעסוקה ובכוח העבודה. על רקע זה, שיעור האבטלה עלה ל-3.9% באוקטובר לעומת 3.5% רק לפני מספר חודשים. זוהי עלייה ניכרת יחסית לתקופה שאיננה תקופת מיתון. כמו כן, הגידול בשכר ממשיך להאט וקצב הצמיחה השנתי ירד לכ-4.1%, הנמוך ביותר מאז אמצע 2011. מגמה זו צפויה להימשך בחודשים הקרובים, ולהביא לירידת שיעור גידול השכר אל מתחת ל-4%. בסך הכול, ההיחלשות בשוק העבודה צפויה להימשך, מה שעשוי ליצור תנאים להפחתת ריבית ראשונה עוד במחצית הראשונה של 2024. הלחצים האינפלציוניים הפוטנציאליים משוק העבודה פחתו, כאשר עלויות העבודה ליחידת תפוקה ירדו ב-0.8% בחישוב שנתי ברביע השלישי ועלו בשיעור מתון של 1.9% בשנה האחרונה. נתון זה, עולה בקנה אחד עם הערכה שגם בהיעדר היחלשות משמעותית נוספת בפעילות ובצמיחת התעסוקה, האינפלציה בדרך לחזור בהדרגה ליעד של 2% של ה-Fed בשנה הבאה.

- בחודש אוקטובר, נרשמה ירידה של 0.7% בייצור התעשייתי, אשר נבעה לחלוטין משביתת איגוד עובדי תעשיית כלי הרכב, ה-UAW, שנפתרה כבר. זה בא לידי ביטוי בירידה זמנית של 10.0% בתפוקת כלי הרכב. ההסכם עם ה-UAW כולל הסכמי עבודה חדשים והעלאות שכר לחברי האיגוד, המועסקים בכל אחת משלושת יצרניות הרכב הגדולות, ולכן לאחר החזרה לעבודה מלאה הירידה בפעילות תקוזז בנובמבר. עם זאת, גם ללא ייצור כלי רכב, הייצור עלה רק ב-0.1%. המידע העולה מסקר מנהלי הרכש, מדד ה-ISM, מצביע

על חולשה בחודש באוקטובר. בהתחשב ברקע הגלובלי המתמשך החלש, צפוי שהייצור התעשייתי בארה"ב יישאר חלש יחסית. נקודת האור הינה תעשיית ההיי-טק בארה"ב. בעוד שהתפוקה שאיננה היי-טק ירדה ב-2.2% בשנה החולפת, תפוקת ההיי-טק עלתה ב-14.4%, מה שמצביע על כך שחלק מהעלייה בהשקעות במפעלי ייצור חדשים בתחום זה בתקופות קודמות מתחיל להגיע גם לתפוקה. האטה זו בתעשייה, לצד המיתון הכלכלי באירופה, צפויה להפחית את הביקושים המקומיים לסחורות בארה"ב. ההתפתחויות במשק האמריקאי צפויות להמשיך ולהכביד על היכולת של הסקטור העסקי בארה"ב להגדיל את רווחיותו המצרפית, והגידול ברווחים צפוי להתכווץ במתינות, אך בעקביות.

העלייה במחירי הדיור נמשכה גם בחודש אוגוסט, זאת בהמשך למגמה שהחלה בחודש פברואר, אך תוך האטה בקצב. זאת, למרות עליית הריבית על משכנתאות לתקופה של 30 שנים, שהתייצבה לאחרונה סביב רמה של מעט פחות מ-8.0%. עליית המחירים מתרחשת במקביל למגמות מנוגדות בשוק הדירות החדשות ובשוק הדירות הקיימות. מספר הדירות החדשות שנמכרו עלה בחדות בחודש ספטמבר, ומנגד מספר הדירות הקיימות שנמכרו בחודשים מרץ-ספטמבר היה במגמת ירידה, לאחר שהן עלו בחדות ובאופן חריג בחודש פברואר. במבט קדימה, העלייה במחירי הדירות עשויה להתמתן בחודשים הקרובים על רקע עליית ריבית המשכנתאות.

Chart 1



חברת הדירוג Moody's הפחיתה את אופק דירוג האשראי של ארה"ב בראשית חודש נובמבר 2023 מ"ציב" ל"שליכי", בעוד הדירוג עצמו נותר ברמה המקסימלית של Aaa. זאת, עקב הערכת החברה לפיה הסיכונים השליכיים לחוסנה הפיסקאלי של ארה"ב גדלו, בין היתר, בשל השחיקה ביחסים בין גורמי הממשל. האוצר האמריקאי פרסם את נתוני הגירעון לשנת הכספים 2023 (FY), עם גירעון של 1.7 טריליון דולר, המתקבל מהיקף של 4.4 טריליון דולר של הכנסות מדינה המממנים הוצאה בסך 6.1 טריליון דולר. למרות שהגירעון של 2023 היה נמוך יותר מהגירעונות בתקופות הקורונה, של FY 2020 - FY 2021 של 3.1 טריליון דולר ו-2.8 טריליון דולר, בהתאמה, הוא היה גבוה ב-2023 בדולרים נומינליים יותר מכל זמן אחר בהיסטוריה. הגירעון הרשמי היה 6.3% מהתוצר והגירעון האפקטיבי היה 7.5% מהתוצר – הגבוה ביותר מכל זמן בהיסטוריה של ארה"ב מחוץ למלחמה, מיתון או חירום לאומי. ככל שהגירעונות נשארים גבוהים, החוב ימשיך לעלות.

במבט קדימה, הנתונים מצביעים על כך שכלכלת ארה"ב מצויה בתהליך של "נחיתה רכה", והיא צפויה להמשיך לצמוח גם ברביע האחרון של 2023, תוך האטה בקצב. להערכתנו, התוצר של ארה"ב יצמח ב-2023 בכ-2.1% ובשנת 2024 צפוי קצב נמוך יותר של כ-1.0%.

אינפלציה ומדיניות מוניטרית: בהחלטת הריבית של חודש נובמבר, ה-Fed הותיר את הריבית בטווח של 5.25-5.50%. להערכתנו, ככל שלא יהיו הפתעות כלפי מעלה בצמיחה ובאינפלציה, נראה שלא תהיה העלאת ריבית נוספת. ה-Fed עשוי להתחיל להוריד את הריבית באמצע השנה הבאה. נרשמה הקלה מסוימת בתנאי האשראי, אם כי, הם נותרו הדוקים יחסית. הקצב השנתי של האינפלציה הכוללת ואינפלציית הליבה ירד בחודש אוקטובר. לאחר מגמת עלייה מתמשכת, התשואות על אגרות החוב הממשלתיות הארוכות ירדו לאחרונה.

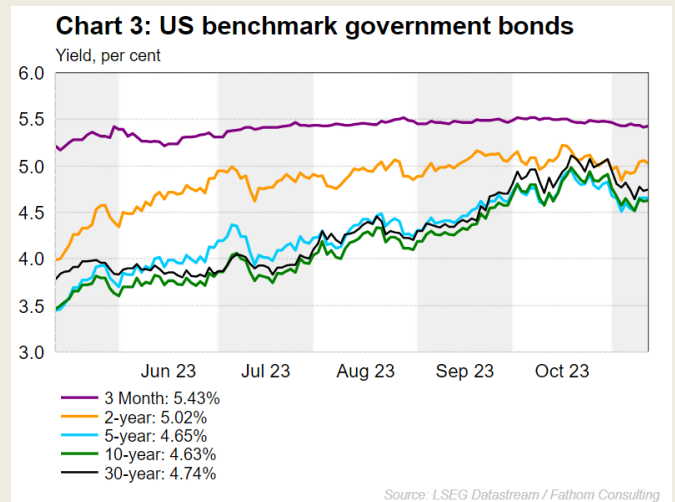
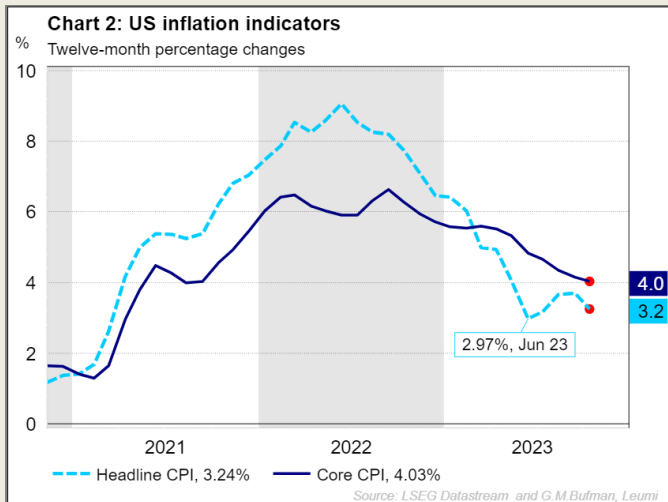
- בהחלטת הריבית של חודש נובמבר ה-Fed הותיר, כצפוי, את הריבית ללא שינוי בטווח של 5.25-5.50%, ואותה שהוא נשאר במצב המתנה. נראה שהנתונים שיתפרסמו במהלך השבועות הקרובים יצביעו על כך שהסיכויים להעלאה נוספת של הריבית יפחתו, כאשר ה-Fed עשוי להתחיל להוריד את הריבית באמצע השנה הבאה, מה שמהווה איתות חיובי לשוק האג"ח. ההחלטה שלא לשנות את הריבית התקבלה פה אחד, כאשר סביבת הצמיחה תוארה במלל המלווה כ"חזקה", כמו גם הגידול במספר המשרות. בנוסף, צוין כי "התנאים הפיננסיים והאשראי נוקשים יותר... והם צפויים להכביד על הפעילות הכלכלית, המימון והאינפלציה". כלומר, שההתפתחויות בשווקים יצרו צמצום מוניטרי, שמפחית את הצורך של ה-Fed להוסיף ולהכביד מיוזמתו את מידת הצמצום המוניטרי. קיים עדיין קיים סיכוי שה-Fed יעלה פעם נוספת ואחרונה את הריבית באחת הפגישות של דצמבר 2023 או ינואר 2024, אך זאת רק אם הצמיחה הכלכלית תמשיך להפתיע בצורה משמעותית מאוד כלפי מעלה, זאת יחד עם הפתעות כלפי מעלה באינפלציה, אך הסבירות לכך נמוכה.

- סקר קציני האשראי של ה-Fed מצביע על הקלה בתנאי האשראי, זאת לאחר הידוק משמעותי שהתרחש על רקע החששות מפני התפתחות משבר בענף הבנקאות. שיעור הבנקים המחמירים את הדרישות במתן אשראי לסקטור המסחרי והתעשייתי ירד לשפל של שנה, ובמקביל חלה הקלה מסוימת בדרישות למתן אשראי לענף הנדל"ן המסחרי. על אף ההקלה, תנאי אשראי הדוקים ברמה הנוכחית נרשמו בעבר בעיקר בתקופות מיתון או לקראת תקופות של מיתון. בנוסף, הבנקים נזהרים במידה רבה יותר במתן אשראי למשקי בית, כאשר החמרת תנאי האשראי באמצעות כרטיסי אשראי גבוהה מאוד והיא מצויה ברמה שבעבר הייתה בה רק לפני תקופות של מיתון. הסקר האחרון מציג גם ירידה מתונה בשיעור הבנקים המחמירים את תקני ההלוואות בהלוואות צרכניות, לרבות כרטיסי אשראי והלוואות לרכב. עם זאת, גם לאחר הירידה במידת ההחמרה, הביקוש לאשראי זה ירד לרמות נמוכות יחסית, שנראו בעבר רק במהלך המשבר הפיננסי ומגפת הקורונה. הביקוש העסקי לאשראי פחות שלילי מאשר מוקדם יותר השנה, ובעקבות העלייה המחודשת בריביות המשכנתאות, הביקוש למשכנתאות צפוי לרדת עוד.

- מדד המחירים לצרכן של ארה"ב נותר ללא שינוי בחודש אוקטובר וקצב האינפלציה השנתי בארה"ב ירד מ-3.7% ל-3.2% (ראה/י תרשים 2). זאת, בין היתר, על רקע ירידה של 5.0% במחירי הבנזין, אשר תרמה לכך שהמדד הכולל הפתיע כלפי מטה. נציין כי בהתבסס על ההתמתנות המתמשכת במחירי הבנזין הסיטונאיים בשבועות האחרונים, האינפלציה צפויה לרדת עוד בנובמבר. כמו כן, נרשמה עלייה מתונה מהצפוי של 0.2% בחודש אוקטובר במחירי הליבה. למרות שאינפלציית הליבה השנתית ירדה בשיעור מתון בלבד ל-4.0% מ-4.1%, הדבר מצביע על דעיכת הלחצים האינפלציוניים הבסיסיים. שכר הדירה עלה ב-0.4% בלבד, בהשוואה לעלייה גדולה יותר של 0.6% בספטמבר, וההאטה צפויה להימשך. כמו כן, במחירי שירותי החינוך והתקשורת והבידור נרשמו עליות מתונות. בסך הכול, הנתונים מצביעים על הפחתת האינפלציה במגזרי הסחורות והשירותים כאחד והאינפלציה חוזרת בהדרגה אל היעד של הפד (סביב 2%). יש להדגיש כי העלייה הנמוכה מהצפוי במחירי הליבה מפחיתה עוד יותר את הסיכוי שהפד יעלה את הריבית פעם נוספת. האינפלציה צפויה להמשיך לרדת במהלך החודשים הקרובים, מה שצפוי להוריד מסדר היום את האפשרות להעלאת ריבית. הסימנים לירידה באינפלציה היו משמעותיים בנתוני גם במחירי היצרן שהתפרסמו לחודש אוקטובר בארה"ב, כאשר מחירי הביקוש הסופיים ירדו ב-0.5% ושיעור האינפלציה השנתית של ה-PPI ירד ל-1.3%, מ-2.2%. זה עקבי עם מצב שאינפלציית מדד המחירים לצרכן תמשיך לרדת, יתכן שמהר ממה שהשוק צופה.

- החלטת Moody's לשנות לאחרונה את התחזית לדירוג האשראי של ארה"ב באה לאחר ששתי סוכנויות הדירוג העיקריות האחרות, Fitch-I S&P, כבר הורידו את דירוג האשראי של ממשלת ארה"ב מרף ה-AAA העליון, ב-2011 ובאוגוסט השנה, בהתאמה. מכיוון שכל שלוש הסוכנויות משתמשות במסגרות ניתוח דומות, החלטת Moody's איננה הפתעה גדולה. נציין כי מאז הורדת הדירוג של Fitch בתחילת אוגוסט, התשואות לפדיון של אג"ח ממשלת ארה"ב עלו, במידה ניכרת, גם אם הן ירדו מעט בשבועות האחרונים. ניתן לייחס לפחות חלק מן העלייה הזו להתגברות הסיכונים סביב ההערכות הפיסקליות בארה"ב. נראה שמרכיב "פרמיית הזמן" של תשואות ממשלת ארה"ב עלו במידה ניכרת מאז אוגוסט. זה שונה מאוד מאשר מה

שהתרחש בעליית התשואות ארוכות הטווח בשלוש השנים האחרונות, זאת משום שהעלייה לאחרונה בתשואות לא משקפת במידה משמעותית את הציפיות להידוק נוסף של הפד, אלא מבטאת חששות מהשפעות של צרכי מימון תקציבי גדולים על התשואות, עליית משקל הוצאות המימון של ממשלת ארה"ב במידה ניכרת, הרכב "בעייתי" של צמיחה במשק האמריקאי – ובפרט מחסור בחיסכון מצרפי בכדי לממן את ההשקעה הריאלית המצרפית, ובעיות נוספות – מקומיות וגלובליות.



- שתי הכרזות נוספות שחפפו בערך להחלטה של Fitch, מספקות הסבר לעלייה בפרמיית הזמן בשוק האג"ח של ארה"ב. ראשית ה-BoJ (הבנק המרכזי של יפן) שיחרר את התקרה על תשואות האג"ח הממשלתיות היפניות ה-JGB ל-10 שנים מ-0.5% ל-1.0% בסוף יולי, מה "שהרים עוגן" מרכזי לתשואות האג"ח העולמיות. לאחרונה, עוגן זה שוחרר עוד. זאת, בשילוב עם ממשלת סין, אשר מוכרת כל העת היקפים גדולים של אג"ח ממשלת ארה"ב מתוך יתרותיה. בערך באותו זמן, משרד האוצר האמריקאי הודיע על תכניות להגדיל את הנפקת החוב לטווח ארוך ברביעים הקרובים גם בכדי לממן גירעון גדול וגם בכדי למלא מחדש את פיקדון הממשל בבנק הפדרלי. אלו שינויים משמעותיים במידת האיזון של הביקוש-היצע בשוקי אג"ח ממשלת ארה"ב. מאז, משרד האוצר האמריקאי ניסה לבצע "בקרת נזקים" וחתר לאחור, בין השאר, בהודעתו בחודש יולי לגבי הגדלת חלקו היחסי של הנפקת החוב לטווח קצר וזאת לשם הקטנת משקל הנפקה לטווח הארוך והפחתת הלחץ על חלק זה של העקום. כל זאת, כאשר הפד עדיין מפעיל תכנית QT ומשחרר ממאזנו קרוב ל-100 מיליארד דולר לחודש של אג"חים.

הכלכלה הגלובלית במבט כולל

התוצר של גוש האירו התכווץ ברביע השלישי של 2023, והוא צפוי להתכווץ גם ברביע הרביעי, בין היתר, עקב חולשת הפעילות התעשייתית בגרמניה. ה-ECB הותיר את הריבית ללא שינוי בישיבתו מחודש אוקטובר. האינפלציה (בקצב שנתי) בגוש האירו ירדה באוקטובר, אך היא לא צפויה להמשיך לרדת בקצב מהיר. הבנק המרכזי של אנגליה (BOE) הותיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 5.25%, בחודש נובמבר. הבנק המרכזי של קוריאה (BOK) הותיר את שיעור הריבית ללא שינוי, ברמה של 3.5%, בישיבה מחודש אוקטובר.

- כלכלת גוש האירו התכווצה ברביע השלישי של 2023, זאת לצד המשך החולשה בסקרים השונים בתחילת הרביע הרביעי של השנה, שמעידה על כך שהצפי קדימה חלש מאוד. הירידה בשיעור של 0.1% (q/q) בתוצר של הרביע השלישי הייתה משמעותית מאשר מהקונצנזוס ותחזיות ה-ECB (שתיהן 0.0%). ללא אירלנד (שם הנתונים תנודתיים מאוד), התוצר של גוש האירו נותר ללא שינוי לעומת הרביע השני. התמונה הגדולה היא שגוש האירו מתקשה והתוצר גדל רק ב-0.1% בשנה האחרונה. נציין כי בגרמניה התוצר התכווץ ברביע השלישי, באיטליה נותר ללא שינוי, ובספרד צרפת עלה במתינות.

- הייצור התעשייתי של גרמניה ירד בספטמבר בשיעור חד יותר מהצפוי, וההערכה לחודשי החורף הינה להמשך חולשה בפעילות התעשייתית. הירידה של 1.4% בייצור התעשייתי בספטמבר הביאה את התפוקה

לרמתה הנמוכה ביותר מאז אוגוסט 2020, אשר הינה נמוכה בכ-8.5% ביחס לרמה שלפני הקורונה. הפירוט מצביע על ירידה ניכרת בייצור של כלי רכב (מינוס 5% חודשי), לרמה הנמוכה בכ-13.5% לעומת הרמה טרום הקורונה, זאת לאחר שהגיעה לרמות גבוהות מוקדם יותר השנה. נרשמו גם ירידות בתפוקה של תרופות (מינוס 9.2%) וציוד חשמלי (מינוס 4.4%), וגם תפוקת האנרגיה ירדה (מינוס 1.7%). עם זאת, הבנייה נותרה ללא שינוי בחודש ספטמבר, בעוד התפוקה בתעשייה עתירת אנרגיה ירדה (מינוס 0.4%). הסקרים העסקיים מצביעים על כך שלא יהיה שיפור באוקטובר, שכן גם מדד ה-PMI של תפוקת התעשייה וגם מדד האקלים העסקי של IFO מצביעים על ירידה נוספת בתפוקה. באופן כללי יותר, המגזר מתמודד עם מספר קשיים, כולל ירידה בביקוש, מחירי אנרגיה גבוהים ועלויות גיוס העסקה גבוהות. החולשה של המגזר התעשייתי היא סיבה מרכזית לכך שהתוצר צפוי להתכווץ גם ברביע הרביעי, וסביר להניח שלא יתאושש במחצית הראשונה של השנה הבאה.

- הבנק המרכזי של גוש האירו (ECB) החליט, כצפוי, להותיר את הריבית ללא שינוי בישיבתו מחודש אוקטובר. ההודעה לא כללה אזכור לסיום מוקדם של השקעות חוזרות ב-PEPP או העלאת דרישות הרזרבות של הבנקים. לכן, אין זה מפתיע שה-ECB הותיר את ריבית הפיקדונות שלו על 4%, רמה שתומחרה במלואה בשווקים. בהודעה נאמר שלמרות שנתוני האינפלציה של ספטמבר היו מעט מתחת לציפיות, האינפלציה "עדיין צפויה להישאר גבוהה מדי ולזמן רב מדי". בנוסף, נציין כי בחודש אוקטובר הקצב השנתי של האינפלציה (הכוללת) בגוש האירו ירד מ-4.3% ל-2.9%, שיעור נמוך מתחזית הקונצנזוס (3.1%), והנמוך ביותר מאז יולי 2021. זאת, בשל ירידות גדולות מהצפוי באינפלציית האנרגיה והמזון. במקביל, אינפלציית הליבה ירדה מ-4.5% ל-4.2%, זאת בהתאם לתחזית הקונצנזוס. יש לציין שאינפלציית השירותים רשמה ירידה קטנה מתונה בלבד, מ-4.7% ל-4.6%, מה שמשקף לחץ זמני כלפי מעלה באינפלציית שירותי התחבורה, עקב העלייה במחירי הנפט במהלך החודשים האחרונים. במבט קדימה, האינפלציה בגוש האירו לא צפויה להמשיך לרדת בקצב מהיר. אינפלציית האנרגיה עשויה להתגבר בחודשים הקרובים, והסקר של ה-EC הצביע על כך שהירידה באינפלציית השירותים עשויה להיבלם בקרוב.

- בישיבתה מחודש נובמבר, וועדת המדיניות המוניטרית (MPC) של הבנק המרכזי של אנגליה (BOE) הותירה את הריבית ללא שינוי ברמה של 5.25%, זאת בהתאם לציפיות. הוועדה ממשיכה להעריך כי הסיכונים לתחזית האינפלציה מוטים כלפי מעלה. אולם, נציין כי בחודש אוקטובר האינפלציה השנתית בבריטניה ירדה מ-6.7% ל-4.6%, הרמה הנמוכה ביותר מאז אוקטובר 2021, ואינפלציית הליבה (בקצב שנתי) ירדה מ-6.1% ל-5.7%. על אף הירידה, האינפלציה עדיין רחוקה מהיעד של 2%. כמו כן, ישנם סיכונים כלפי מעלה מכיוון מחירי האנרגיה בהתחשב באירועים במזרח התיכון. התחזית הממוצעת לאינפלציית מדד המחירים לצרכן היא 2.2% ו-1.9% באופק של שנתיים ושלוש שנים, בהתאמה. במבט קדימה, ריבית ה-BOE עדיין עשויה לעלות במקצת בחודשים הקרובים, אך סביר שתישאר ללא שינוי עד לתחילתה של ירידה במחצית השנייה של 2024.

- בישיבתו מחודש אוקטובר, הבנק המרכזי של קוריאה (BoK) הותיר את שיעור הריבית ללא שינוי, ברמה של 3.5%. בעוד שהנגיד השאיר כפתוחה את האפשרות להעלאות ריבית נוספות, יש סימנים שחלק מחברי הבנק המרכזי הופכים ליונים יותר. ההחלטה להשאיר את הריבית ללא שינוי לא הפתיעה, כאשר שיעור הריבית נותר ללא שינוי מאז ינואר. הבנק המרכזי ציין כי סיכוני האינפלציה מוטים כלפי מעלה, ואף עלו, עקב עליית מחירי הנפט, שקשורה גם למשבר במזרח התיכון. לכן, ה-BoK הוסיף כי "העיתוי של התכנסות האינפלציה לרמת היעד (2%) צפוי להתעכב". בהתאם, הזינוק באינפלציה בשלושת החודשים האחרונים (לרמה של 3.8% באוקטובר) נובע בעיקר מעלייה בקטגוריות מזון ואנרגיה. בסך הכול, צפוי שהריבית תישאר ללא שינוי למשך שארית השנה ולאורך תחילת שנת 2024.

שוק הנפט והגז הטבעי העולמי: נראה שהתגובה המתונה של שוק הנפט למלחמת "חרבות ברזל" משקפת פרמיית סיכון נמוכה להתפתחויות במזרח התיכון. להערכת הבנק העולמי, התחזית למחירי הסחורות תשתנה במהירות אם המלחמה תחריף ותעבור לזירות נוספות. מחירי הגז הטבעי באירופה ירדו במידה ניכרת מהשיאים של שנת 2022 והאפשרות למשבר אנרגיה נוסף בחורף הנוכחי נראית נמוכה. עם זאת, המחירים עדיין גבוהים בהרבה ממה שהיו לפני הקורונה וגבוהים בהרבה מאשר בארה"ב. גורמים מצרים אישרו כי יבוא הגז מישראל הצטמצם באופן זמני לאפס, מה שהגביל את המאמצים של מצרים להניע מחדש את יצוא ה-LNG.

- **התפתחות מחיר הנפט** – מחיר הנפט ירד מכ-93.5 דולרים בסוף חודש ספטמבר לחבית לכ-77 דולרים במחצית השנייה של נובמבר. נראה שהתגובה המתונה של שוק הנפט למלחמה משקפת פרמיית סיכון נמוכה בגין המזרח התיכון. עדיין, רמת מחירי הנפט משקפת את מידת חוסר הוודאות הרב לגבי התפתחות המלחמה והאפשרות לזליגה אזורית. לנוכח הגירעון בשוק הנפט, הרי שלעליית מידת הסיכון לשיבושים באספקת הנפט הגולמי כתוצאה מהסלמה של המצב במזרח התיכון והמפרץ הפרסי יכולה הייתה להיות השפעה גדולה יותר על המחירים. עדיין קיים סיכון שהסכסוך יסלים ושחקנים אזוריים, שהם גם יצרני נפט גדולים, יעורבו או יתערבו, תוך כדי השפעה נקודתית חזקה על המחירים.
- בעבר, מתח גיאופוליטי גובר במזרח התיכון – גם אם זה לא השפיע על ההיצע – גרר עלייה במחירי הנפט. רק מקרה אחד, זה של הזינוק במחיר הנפט בשנת 2022 כאשר רוסיה פלשה לאוקראינה, מתוך אירועי עליות המחירים הגדולות הקשורות לגיאופוליטיקה מאז 1970, לא כללה את המזרח התיכון. נראה שעד כה, השווקים לא מיהרו לתמחר את הסיכונים באופן קיצוני. אמנם, הסיכון הגלום באופציות על מחיר הברנט אכן זינק, אך התייצב במהירות ולא הגיע לרמות שנרשמו עם פרוץ מלחמת רוסיה-אוקראינה.
- מבחינה מבנית, מאז שנות ה-70 נראה שחל שינוי מבני ופרמיית הסיכון הגלומה במחיר הנפט, הקשורה למזרח התיכון בירידה וזאת ממספר סיבות. ראשית, חלקו של המזרח התיכון בייצור הנפט העולמי ירד מ-40% ב-1970 לכ-30% ב-2022. יתרה מכך, נעשו מאמצים באזור כדי להקל על צווארי בקבוק אזוריים. לדוגמה, ערב הסעודית פיתחה נתיבי יצוא בחוף המערבי שלה כדי שתוכל לעקוף את מיצרי הורמוז אם יחסמו.
- שנית, יש כיום מקור אספקה חלופי וגמיש יותר בדמות פצלי שמן בארה"ב, עם יצור המצוי כיום בשיא של כל הזמנים. שלישיית, לרוב המדינות יש כעת עתודות אסטרטגיות נכבדות למימוש במקרה של הפרעה באספקה. רביעית, הצמיחה בביקוש לנפט העולמי כעת נמוכה במידה משמעותית מאשר בעבר, ועשויה אף להפוך לשלילית ברגע שהחשמול של התחבורה יתגבר. ולבסוף, יצרני הנפט במפרץ בעלי נוכחות גלובלית רבה יותר בשווקים הפיננסיים ולא היו רוצים להסתכן בסנקציות.
- התשומות של בתי הזיקוק של נפט גולמי בארה"ב עמדו בממוצע על כ-16 מיליון חביות ליום במהלך אוקטובר-נובמבר 2023, בדומה לממוצע של התקופה המקבילה ב-2022. בתי הזיקוק פעלו ב-89.4% מיכולת ההפעלה שלהם בחודשים אוקטובר-נובמבר 2023 -- ירידה מן השיעור הגבוה יחסית של 91.5% בתקופה המקבילה אשתקד. יבוא הנפט הגולמי של ארה"ב עמד בממוצע על 6.2 מיליון חביות ליום באוקטובר-נובמבר 2023, אשר מהווה עלייה קלה לעומת התקופה המקבילה אשתקד. היצוא של נפט גולמי מארה"ב עלה מכ-4.1 מיליון חביות ליום באוקטובר-נובמבר 2022 לכ-4.6 מיליון חביות ביום באוקטובר-נובמבר 2023; כתוצאה מכך היבוא ברוטו של ארה"ב ירד לעומת התקופה המקבילה אשתקד. היציבות בתשומות לבתי הזיקוק בארה"ב, לצד ירידה ביצוא נטו ועלייה בתפוקת הנפט של ארה"ב לרמת שיא של כ-13.2 מיליון חביות ליום, באה לידי ביטוי בירידה קלה בלבד של מלאי הנפט המסחרי באוקטובר-נובמבר 2023 ל-425.5 מיליון חביות מ-431.5 מיליון חביות בתקופה המקבילה של 2022.
- **הערכות הבנק העולמי** – הבנק העולמי פרסם הערכת מצב בעקבות התקיפה האכזרית של החמאס ופרוץ מלחמת "חרבות ברזל". לפי הערכה זו, במידה והמלחמה איננה מתרחבת לאזורים נוספים, מחירי הנפט צפויים לעמוד בממוצע על 90 דולרים לחבית ברביע הנוכחי ולאחר מכן צפויה ירידה למחיר ממוצע של 81 דולרים לחבית בשנה הבאה. התחזית מניחה האטה בצמיחה הכלכלית העולמית ולכן מחירי הסחורות הכוללים צפויים לרדת ב-4.1% בשנה הבאה.
- לפי הערכת מצב זו, התחזית למחירי הסחורות תשתנה במהירות אם המלחמה תחריף ותעבור לזירות נוספות. הדו"ח של הבנק העולמי מציין שלושה תרחישי סיכון המבוססים על הניסיון ההיסטורי מאז שנות ה-70, כאשר ההשפעות תלויות במידת ההפרעה באספקת הנפט העולמית. בתרחיש של "הפרעה מתונה", אספקת הנפט העולמית תצטמצם ב-500,000 עד 2 מיליון חביות ליום – שווה ערך לירידה שנראתה במהלך מלחמת האזרחים בלוב ב-2011. בתרחיש זה, מחיר הנפט יעלה בתחילה ב-13%-3 ביחס לממוצע ברביע הנוכחי – לטווח של 102-93 דולרים לחבית.
- בתרחיש של "שיבוש בינוני" – אירוע הדומה להשפעות שהיו בעת מלחמת עיראק ב-2003 – אספקת הנפט העולמית תצטמצם ב-3 מיליון עד 5 מיליון חביות ליום. זה יעלה את מחירי הנפט ב-35%-21 בתחילה – לרמה שבין 109 ל-121 דולרים לחבית. בתרחיש של "שיבוש גדול" – הדומה לאמברגו הנפט הערבי ב-1973

- אספקת הנפט העולמית תצטמצם ב-6 מיליון עד 8 מיליון חביות ליום. זה יעלה את המחירים ב-56% עד 75% בתחילה – לרמה של 140-157 דולרים לחבית. הבנק העולמי מציין שאם המלחמה תסלים ותתפשט לאזורים נוספים, הכלכלה העולמית תעמוד בפני זעזוע אנרגיה כפול לראשונה מזה עשרות שנים - לא רק מהמלחמה באוקראינה אלא גם מהמזרח התיכון ואזור המפרץ הפרסי. מחירי נפט גבוהים יותר, אם הם מתמשכים, מובילים גם למחירי מזון גבוהים יותר ואם יתמשש זעזוע חמור במחירי הנפט, זה ידחוף עוד כלפי מעלה את אינפלציית מחירי המזון, שכבר עלתה במידה ניכרת במדינות מתפתחות רבות.

- העובדה שלפרוץ המלחמה היו עד כה השפעות מתונות מאוד על מחירי הסחורות עשויה לשקף את היכולת הטובה יותר של הכלכלה העולמית לספוג זעזועים במחירי הנפט. לדברי הבנק העולמי, מאז משבר האנרגיה של שנות ה-70, מדינות ברחבי העולם חיזקו את ההגנה שלהן מפני זעזועים כאלה. למדינות אלו יש כיום בסיס מגוון יותר של מקורות נפט ומשאבי אנרגיה מורחבים, כולל מקורות מתחדשים. חלק מהמדינות הקימו עתודות נפט אסטרטגיות ניכרות, קבעו הסדרים לתיאום האספקה "בכל מצב עולם" ופיתחו שווקים עתידיים בכדי למתן את השפעת המחסור בנפט על המחירים. שיפורים אלה מצביעים על כך שלהסלמה של המלחמה עשויה להיות השפעה מתונה מאשר בעבר.

- עם זאת, קובעי המדיניות הכלכלית צריכים להישאר ערניים במידה והמלחמה תסלים. קובעי המדיניות, בעיקר במדינות מתפתחות, יצטרכו לנקוט בצעדים בכדי לנהל עלייה פוטנציאלית באינפלציה. מדובר בעלייה במידת התנודתיות של מחירי המזון העולמיים ושל סחורות אחרות ובכך עליית הסיכון להחמרת המצב של חוסר ביטחון תזונתי. נושא אחר נוגע להמשך הרחבת מקורות האנרגיה החלופיים על ידי האצת המעבר למקורות אנרגיה מתחדשים - מה שיפחית עוד את ההשפעות של זעזועים במחיר הנפט.

- **משק הגז הטבעי** – מחיר הגז הטבעי בארה"ב ירד במהלך חודש נובמבר 2023 מכ-3.6 דולר ל-MMBTU אל כ-2.85 דולרים ל-MMBTU. מחירי הגז הטבעי של האיחוד האירופי עלו עם פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" והתייצבו ברמה גבוהה יחסית, והדגישו שהסתמכות על יבוא LNG אינה נטולת סיכון. עם זאת, המחירים צפויים לרדת בשנה הבאה מכיוון שכמות משמעותית של קיבולת יצוא LNG תתווסף, תחילה מארה"ב ולאחר מכן מקטאר.

- למרות שהגז הטבעי של האיחוד האירופי באחסנה מלאה לחלוטין, המחירים באירופה עלו ב-50% מאז פרוץ המלחמה במזרח התיכון, שהקפיצה את פרמיית הסיכון במחירים של הגז, זאת במידה רבה הרבה יותר מאשר בנפט הגולמי. נראה שהדבר משקף חשש בשוק מפני סיכון שהמלחמה תתפשט לאזור רחב יותר ויצוא ה-LNG של קטאר יושפע. אמנם, הסיכון שזה יקרה הוא קטן יחסית, זאת מכיוון שקטאר היא בעלת ברית אסטרטגית של ארה"ב. אבל עדיין, כל שינוי המשפיע על הצפי של היצוא צפוי להיות בר השפעה, זאת מכיוון שקטאר היא יצואנית ה-LNG הגדולה בעולם ויצואנית משמעותית של LNG לאירופה.

- המלחמה מדגישה בבירור שלמרות שאירופה התרחקה בהצלחה מהגז בצינורות של רוסיה, ההסתמכות על יבוא LNG גורמת לכך שמחירי הגז האזוריים חשופים יותר לאירועים באזורים אחרים. זה, מסביר במידה מסוימת את הרצון הרב של האיחוד האירופי "לנעול" חוזי יבוא LNG יציבים וארוכי טווח, דבר שהגוש נמנע ממנו בעבר. לאחרונה, צרפת, איטליה והולנד חתמו כל אחת על חוזים ל-27 שנים לאספקת LNG מקטאר.

- ההגדלה של אספקת LNG אמורה להתחיל לזרום לשווקים הגלובליים בעתיד הרחוק יותר, וזה יפחית את מחירי הגז הטבעי האירופיים ומחירי ה-LNG באסיה. הקמת מספר מסופי יצוא בארה"ב מתוכננות להסתיים במהלך 2024 ו-2025, והשלב הראשון של הרחבת השדה הצפוני של קטאר אמור להסתיים ב-2025. ביחד, זה אמור להעלות את קיבולת ה-LNG העולמית בכ-18%. צפוי כי הדבר יפחית את המחירים ל-30 אירו למגה-וואט/שעה עבור גז אירופאי ו-10.2 דולר ל-MMBTU עבור LNG באסיה עד לסוף 2024 וצפויה ירידה נוספת ב-2025.

- עוד במבט קדימה, מחירי הגז הטבעי באירופה ירדו במידה ניכרת מהשיאים של שנת 2022 והאפשרות למשבר אנרגיה נוסף בחורף הנוכחי נראית נמוכה. עם זאת, המחירים עדיין גבוהים בהרבה ממה שהיו לפני הקורונה וגבוהים בהרבה מאשר בארה"ב - דבר שצפוי שישתנה לאט. כתוצאה מכך, הצפי לתעשיות עתירות האנרגיה בגרמניה, וגם במדינות תעשייתיות אחרות באירופה, נותר חלש.

- הזינוק במחירי האנרגיה מאז 2021 גבה מחיר כבד מחלקים בתעשייה הגרמנית. בעוד הייצור התעשייתי המצרפי באוגוסט השנה היה 3.4% מתחת לרמת ינואר 2022, התפוקה בחמשת תתי-המגזרים שהוגדרו על ידי משרד הסטטיסטיקה הפדרלי כעתידי אנרגיה (כימיקלים, מתכות, זכוכית, נייר וקרטון, בתי זיקוק) הייתה

16.4% נמוכה יותר. הירידות התלולות ביותר היו בכימיקלים (הגדול ביותר מבין חמשת תת-המגזרים), זכוכית ונייר. הסקטורים הללו לא התאוששו השנה, זאת למרות שמחירי הגז הטבעי באירופה ירדו במידה ניכרת, אם כי הם עדיין גבוהים מאוד במנחים היסטוריים. גז טבעי TTF נסחר סביב מחיר של 45 אירו למגה-ווט/שעה בהשוואה לממוצע טרום-קורונה של מתחת ל-20 אירו למגה-ווט/שעה. מחירי הגז באירופה גבוהים פי חמישה מהרמות בארה"ב ומכיוון שמחירי החשמל והגז קשורים קשר הדוק, חברות אירופאיות שמשמשות בחשמל רב מצויות בנחיתות תחרותית לעומת אלו בארה"ב.

- עלויות אנרגיה גבוהות צפויות להמשיך ולגרום לכמה חברות גרמניות להעביר חלק מפעילותן מחוץ לאירופה. ואכן, סקר של Bundesbank מצא לאחרונה כי כ-12% מחברות הייצור (על פי מחזור) כבר עשו זאת או מתכננות לעשות זאת. זה יכול להצביע על אובדן נוסף של הייצור התעשייתי הגרמני.

- מחירי הגז באירופה ובארה"ב צפויים להתכנס לאורך זמן. נכון לעכשיו, מחירי הגז באירופה הם כ-16 דולר ובארה"ב כ-3 דולר ל-MMBTU. פער זה אמור להצטמצם ככל שהתשתית הדרושה לסחר בגז תגדל במהלך השנה-שנתיים הקרובות, וככל שהאספקה העולמית של LNG תגדל. צפוי גידול באספקת ה-LNG העולמי בשנים הקרובות, בעיקר מקטאר, כמו כן, מנגנון התאמת מגבלות הפחמן של האיחוד האירופי אמור להפוך את התעשיות האירופיות לתחרותיות יותר, לפחות בתוך אירופה.

- עם זאת, יעבור זמן עד שמצב האנרגיה יחזור לקדמותו. קיבולת יצוא ה-LNG של ארה"ב צפויה לגדול בכ-25% עד סוף 2024 ככל שהקמת שני מסופי גז תסתיים, ובכמות דומה בשנת 2025. ככל שתהיה יכולת הנזלה נוספת, היצוא יגדל. עם זאת, מחירי הגז עשויים להישאר תנודתיים בשנתיים הקרובות, מה שגם ירתיע חברות עתירות אנרגיה מלהחזיק את העסקים שלהם בגרמניה. בסך הכל, נראה כי פעילות תעשייתית נוספת תעזוב את גרמניה במהלך השנים הקרובות.

- נראה כי התכווצות נוספת של 10% בתעשיות הללו היא סבירה במהלך השנתיים הקרובות – שזהו טווח הזמן שלפיו נראה שמחירי האנרגיה באירופה וארה"ב עשויים להתכנס. בהתחשב בכך שחמש התעשיות עתירות האנרגיה מהוות 17% מהערך המוסף הגולמי של התעשייה הגרמנית או 4% מהתוצר, זה יפחית את התוצר ב-0.2% בשנה מדי שנה. זה יהיה משמעותי אבל לא קטסטרופלי.

- לבסוף, הבעיות במגזרים עתירי אנרגיה הן רק אחת מכמה בעיות מבניות המשפיעות על התעשייה הגרמנית. חלקו של הייצור בערך המוסף הגרמני נמצא בירידה מאז 2017, הרבה לפני הקורונה וזינוק מחירי האנרגיה. זה מצביע על כך שפועלים כוחות גדולים יותר שמערערים את התחרותיות הגרמנית. אלה עשויים להביא לירידה הדרגתית נוספת במגזר הייצור בטווח הבינוני.

- **משק הגז הטבעי של מצרים והקשר לגז הישראלי** – בהקשר זה של שיבושים בהיצע מן המזרח התיכון ומדינות המפרץ, יצוא הגז מישראל למצריים הצטמצם באופן זמני, מה שפגע זמנית במאמצים של מצרים להניע מחדש את יצוא ה-LNG. במצרים נאלצו לאחרונה לבצע קיצוץ של אספקת הגז לתעשיות עתירות אנרגיה בכדי לשמר את האספקה של גז לרשת החשמל. כתוצאה מכך נראה שהפעילות הכלכלית נפגעה. לשם המחשה, הפגיעה ביבוא הגז הובילה לפגיעה בתעשייה - יצרני הדשנים דווחו על ירידות זמניות של יותר מ-30% בפעילות. הגז שהיה מיועד לתעשייה הועבר זמנית לרשת הארצית בכדי להפחית את תדירות הפסקות החשמל. עוד לפני פרוץ המלחמה, התפוקה התעשייתית של מצרים הייתה נמוכה בכ-15% מן הרמות שלפני פרוץ הקורונה והגבלת יצוא הגז הכבידה באופן זמני על צמיחת התוצר של מצרים.

- ייצור הגז הטבעי במצרים מצוי בירידה מאז הרביעי הרביעי של 2021, אך הצריכה גדלה במהירות השנה. כתוצאה מכך הפכה מצרים ליבואנית גז נטו לראשונה מאז 2020. חלק גדול מהפער הזה מסופק על ידי היצוא הישראלי דרך צנרת EMG. ההפסקה הזמנית באספקת הגז מישראל הביאה למאמצים מצד מצרים להוריד את הביקוש המקומי, זאת בכדי שמצרים תוכל להתחיל מחדש בייצוא של גז דרך מסופי ה-LNG שלה. זהו נושא קריטי למצרים המצויה בעיצומו של משבר מטבע ומשבר כלכלי גדול. חידוש היצוא מספק תמיכה חשובה לתקבולי המט"ח של מצרים.

- למרות המלחמה, מדינת ישראל העניקה ב-29 באוקטובר שני "אזורים" מרובי בלוקים לקידוחי גז. מדובר במהלך חשוב שכולל את כניסתן של ארבע חברות בינלאומיות חדשות - כולל הגדולות Eni-I BP, כמו גם Socar, החברה הממשלתית של אזרבייג'ן בעלת הרוב המוסלמי. מדובר למעשה בניצחון חשוב לישראל בתקופה של אי ודאות. מדינת ישראל מנסה במשך שנים למשוך שחקנים גדולים לפעילות הפקת גז ובכלל זה יש לציין את: כניסתה של שברון כמפעילה של שני שדות המפתח - לווייתן ותמר - עם הרכישה בשנת

2020 של נובל אנרג'י; ובשלב מאוחר יותר כניסתה של החברה הממשלתית של איחוד האמירויות בעקבות הסכמי אברהם. מצד חברת שברון נאמרו לאחרונה דברים חיוביים על תחום הגז של ישראל ובפרט: "המלחמה לא משנה כלל את השקפתנו על הזדמנויות הפיתוח...זהו מהלך לטווח ארוך. זהו משאב גז מאוד מאוד גדול".

הצפי לטווח הבינוני – הסיכונים המשמעותיים הם אלו הנוגעים לתקיפה איראנית, עקיפה או ישירה, על תשתיות נפט והובלת נפט באזור המפרץ הפרסי. התפשטות הלחימה לזירות נוספות, תוך כדי מעורבות של גורמים נוספים במזרח התיכון מהווה סיכון של ממש למחירי האנרגיה. במבט כולל, המחיר לחבית מסוג ברנט צפוי להיות בהמשך 2023 סביב רמה של כ-90-80 דולר לחבית. התממשות נרחבת של סיכונים עלולה להוביל את מחיר הנפט אל מעבר ל-100 דולר לחבית.

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/>