

## מאקרו גלובלי - סקירה חודשית

פברואר 2024

ד"ר גיל מיכאל בפמן, כלכלן ראשי  
יניב בר, ראש תחום כלכלה  
גילי בן אברהם, כלכלן מחקר

*אגף כלכלה, החטיבה לשוקי הון*

*אנא ראו גילוי נאות בעמוד האחרון*

## עיקרי הדברים ותוכן עניינים

### ארה"ב (עמ' 4)

- ברביע הרביעי של 2023, צמיחת התוצר הייתה טובה במידה משמעותית מהצפוי. הצמיחה בשנת 2023 כולה עמדה על 2.5% לעומת 1.9% בשנת 2022. נתונים אלו, משקפים מצב של "נחיתה רכה" לכלכלת ארה"ב.
- שוק העבודה ממשיך להצביע על חוסן.
- קצב העלייה השנתי של מחירי הדיור הוסיף לעלות בחודש נובמבר 2023, והירידה החדה יחסית בריבית המשכנתאות, שהחלה בנובמבר 2023, אך נבלמה והתהפכה לאחרונה, עדיין צפויה לתמוך בעליית מחירי הדירות בהמשך הדרך.
- הגירעון התקציבי של הממשל האמריקאי התרחב בחודשים אוקטובר 2023-ינואר 2024.
- מדד המחירים לצרכן הפתיע כלפי מעלה בחודש ינואר 2024, וקצב האינפלציה השנתי לפי מדד CPI עומד על 3.1%.
- מדד הליבה, המדד פחות מזון ואנרגיה, עלה ב-0.4% בינואר, ועלה ב-3.9% ב-12 החודשים האחרונים. מחירי ליבת ה-PCE צפויים לרשום עלייה בחודש ינואר.
- ההפתעה כלפי מעלה במדד ינואר, צפויה להביא כפי הנראה, לדחייה של הפחתת הריבית הראשונה לאמצע שנת 2024. בהתאמה, השווקים עדכנו בחדות את הציפיות שלהם לדחייה של הפחתת ריבית ראשונה.
- התשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות של ארה"ב מצויות במגמת עלייה מאז תחילת שנת 2024.

### הכלכלה הגלובלית במבט כולל (עמ' 8)

- נרשם קיפאון בפעילות הכלכלית בגוש האירו ברביע הרביעי של 2023, וצפי להמשך המגמה בראשית 2024.
- בריטניה נקלעה למיתון טכני במהלך הרביע הרביעי של 2023.
- גם יפן מצויה במיתון טכני על פי נתוני התוצר, אך מדדים אלטרנטיביים מטילים ספק בכך.
- הדפלציה בסין הועמקה בינואר 2024, אולם בחודשים הקרובים צפוי היפוך במגמה.
- מספר בנקים מרכזיים במשקים המתעוררים החלו בתהליך הקלה מוניטרית, הצפי להמשך ההתמתנות באינפלציה במדינות אלו יתמוך בהמשך ההקלה בחודשים הקרובים.

לאומי תחזיות כלכליות, פברואר 2024

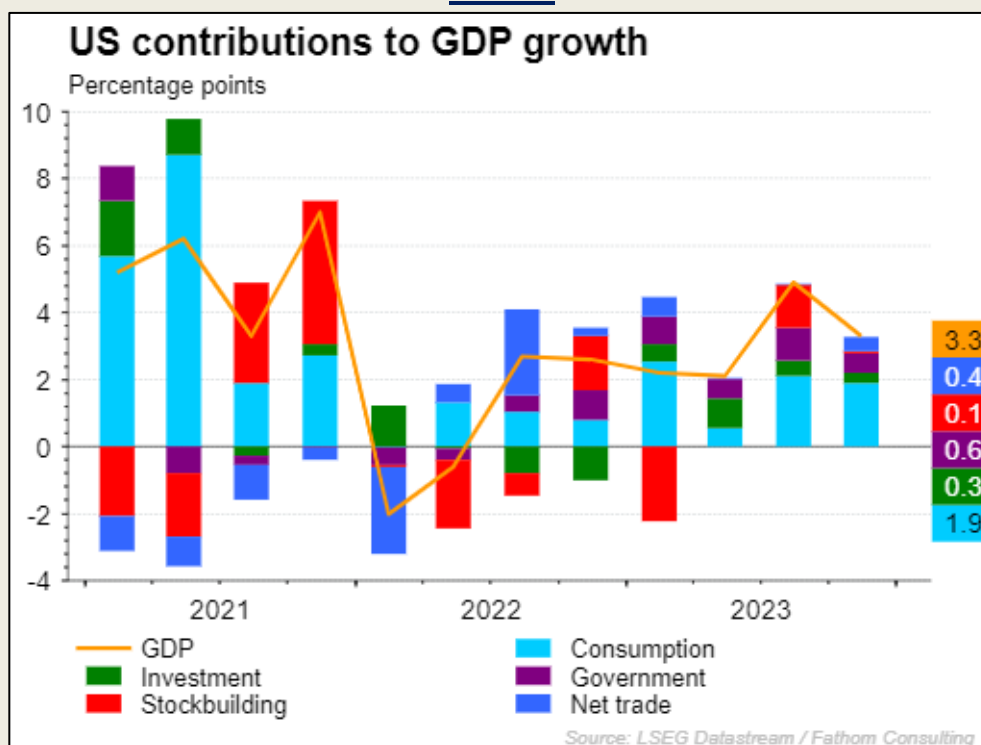
2025F	2024F	2023E	2022	2021	
					תמ"ג – צמיחה כלכלית, שיעור שינוי
3.2%	3.0%	2.8%	3.4%	6.3%	עולם
1.7%	1.9%	2.5%	1.9%	5.8%	ארצות הברית
1.2%	0.4%	0.1%	4.3%	8.7%	בריטניה
0.6%	1.0%	1.9%	1.0%	2.6%	יפן
1.4%	0.5%	0.5%	3.4%	5.9%	גוש האירו
5.2%	4.7%	4.3%	5.2%	3.8%	דר' מזרח אסיה (ללא יפן)
4.3%	4.5%	5.2%	3.0%	8.5%	סין
6.2%	6.6%	7.0%	6.8%	9.1%	הודו
2.4%	1.5%	1.7%	4.0%	7.0%	אמריקה הלטינית
5.0%	1.8%	2.0%	6.5%	9.3%	ישראל
					סחר בינלאומי – מונחים כמותיים, שיעור שינוי
3.6%	3.5%	2.4%	5.1%	10.6%	עולם
					ריבית בנק מרכזי, סוף תקופה
3.00-4.00%	4.00-4.75%	5.33%	4.3%	0.1%	ארצות הברית
3.50-4.00%	4.00-4.50%	0.0525	3.5%	0.1%	בריטניה
0.10%	0.00%	-0.10%	-0.1%	-0.1%	יפן
2.50-3.50%	3.00-4.00%	2.50%	0.0%	0.0%	גוש האירו
3.00-3.50%	3.50-4.00%	4.75%	3.25%	0.1%	ישראל

## ארצות הברית

פעילות כלכלית: ברביע הרביעי של 2023 צמיחת התוצר הייתה טובה משמעותית מהצפוי, הצמיחה בשנת 2023 כולה עמדה על 2.5% לעומת 1.9% בשנת 2022. נתונים אלו, משקפים מצב של "נחיתה רכה" לכלכלת ארה"ב. שוק העבודה ממשיך להצביע על חוסן. קצב העלייה השנתי של מחירי הדיור הוסיף לעלות בחודש נובמבר 2023, והירידה החדה יחסית בריבית המשכנתאות, שהחלה בנובמבר 2023, אך נבלמה והתהפכה לאחורונה, עדיין צפויה לתמוך בעליית מחירי הדירות בהמשך הדרך. הגירעון התקציבי של הממשל האמריקאי התרחב בחודשים אוקטובר 2023-ינואר 2024.

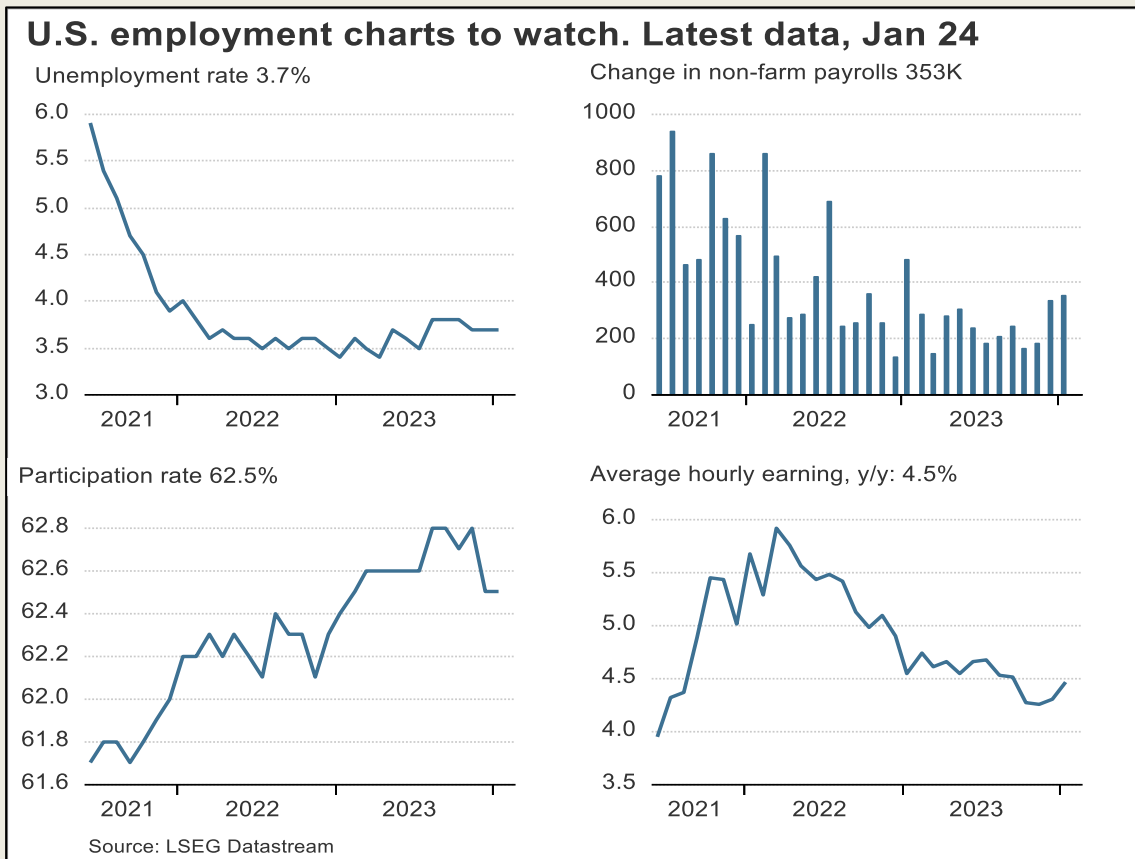
- ברביע הרביעי של 2023 צמיחת התוצר הייתה טובה משמעותית מהצפוי, בשיעור של 3.3% בחישוב שנתי (ראה/י תרשים 1), לעומת אומדן הקונצנזוס שעמד על 2.0%. נתון זה, משקף ביצועים טובים יותר ממדינות אחרות ב-G7, שבהן התוצר כמעט שלא גדל תחת ההשפעה של שיעורי ריבית גבוהים יותר. הצריכה הפרטית צמחה בקצב (שנתי) של 2.8% ברביע הרביעי אשתקד, ההכנסה הריאלית הפנויה גדלה ב-2.5%, ושיעור החיסכון ירד ל-4.0%, מ-4.2%. עם זאת, צמיחת ההשקעות העסקיות עלתה ב-1.9% בלבד, שכן נראה כי רמת הריבית הגבוהה מכבידה על פעילות זו. היצוא נטו הוסיף 0.4 נקודות אחוז לצמיחת התוצר, שכן היצוא גדל בשיעור גבוה מהצפוי, של 6.3%. גידול זה, נבע מעלייה של 9.5% ביצוא השירותים. מדובר בנתונים הדוחים את האפשרות של הפחתת ריבית קרובה. על רקע נתוני הצמיחה החזקים ברביע הרביעי אשתקד, הצמיחה בשנת 2023 כולה עמדה על 2.5% לעומת 2.1% בשנת 2022. נתון זה, משקף מצב של "נחיתה רכה" לכלכלת ארה"ב.

Chart 1



- שוק העבודה ממשיך להצביע על חוסן. הזינוק של 353,000 במספר המשרות בינואר ממחיש מדוע הפד לא ממחר להתחיל להוריד את הריבית (ראה/י תרשים 2). עוצמת הצמיחה בתעסוקה בינואר הייתה רחבת היקף, ולמרות ששירותי הבריאות והממשלה המשיכו לתרום תרומה גדולה לגיוס עובדים, אפילו ללא הסקטורים הללו, מספרי המועסקים עלו במידה רבה. יתרה מכך, תיקוני הנתונים השנתיים מצביעים על כך שגידול התעסוקה היה חזק יותר ממה שנאמד בעבר. סקר משקי הבית מלמד כי שיעור האבטלה נותר ללא שינוי על 3.7%. העלייה בשיעור של 0.6% בשכר הממוצע לשעה בינואר תרם להאצת קצב העלייה השנתי של השכר לרמת שיא של ארבע חודשים, מ-4.5% ב-4.1% בחודש דצמבר 2023. מנגד, שיעור ההשתתפות בכוח העבודה נותר נמוך. הצמיחה החזקה של תעסוקה ושכר בינואר, מהווה גורם אשר תרם לדחיית מועד הפחתת הריבית הראשונה על-פי ציפיות השווקים לאמצע 2024.

**Chart 2**



• על אף שמחירי הדיור ירדו קלות בחודש נובמבר 2023, לעומת החודש הקודם, זאת לאחר תשעה חודשים רצופים של עליות, קצב העלייה השנתי של מחירי הדיור בארה"ב המשיך במגמת העלייה, ועמד על 5.4% בנובמבר אשתקד. זאת, לאחר שבמרבית המחצית הראשונה של שנת 2023 הוא היה שלילי, והצביע על ירידת מחירים. הביקושים לדיור נותרו חלשים יחסית, בדומה לנעשה בחודשים האחרונים, בין היתר, על רקע ההכבדה המתמשכת בעלויות המימון עד לאחרונה. עם זאת, יש לציין שריבית המשכנתאות לתקופה של 30 שנים, שהייתה במגמת עלייה עד סוף אוקטובר 2023, החלה לרדת מרמת שיא של כ-7.80% לרמה של סביב 6.70% בינואר-פברואר 2024. התפתחות זו, תומכת בהתאוששות הביקוש לדיור בחודשים הבאים, מה שעשוי לתמוך בהמשך בעליית מחירי הדירות.

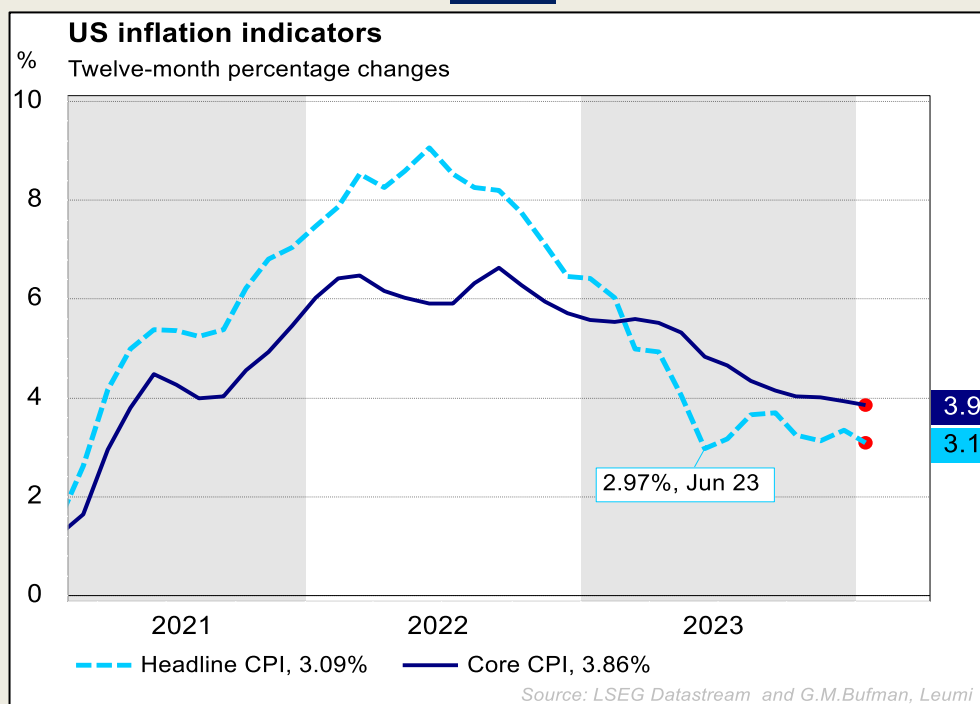
• הגירעון התקציבי הפדרלי של ארה"ב עד כה לשנת הכספים 2024 (אוקטובר 2023 – ינואר 2024) עלה בכ-15.7% ביחס לתקופה המקבילה בשנת הכספים הקודמת, לכ-532 מיליארד דולר, לעומת כ-460 מיליארד דולר. עליית הגירעון התרחשה למרות עלייה בהכנסות הממשל הפדרלי בארבעת החודשים הראשונים של שנת התקציב 2024, ומשקפת עלייה משמעותית בהוצאות. בחודשים אוקטובר 2023 - ינואר 2024 הסתכמו ההוצאות בכ-2.12 טריליון דולר לעומת כ-1.93 טריליון דולר בתקופה המקבילה בשנת הכספים 2023, עלייה של כ-9.8%. לפי תחזית משרד התקציבים של הקונגרס, הגירעונות התקציביים צפויים להיות סביב כ-5.7% מהתוצר (20 טריליון דולר) לשנה בעשור הקרוב ויגיעו ל-6.2% מהתוצר (2.6 טריליון דולר) עד 2034. מה שצפוי להביא את החוב לרמות של למעלה מ-130% תוצר. רמות גבוהות כל כך של חוב נושאות סיכונים משמעותיים לכלכלה. רמות חוב גבוהות מפעילות לחץ כלפי מעלה על הריבית ומרתיעות השקעות, מאטות את הצמיחה הכלכלית, מעמיסות עוד על התקציב דרך עליית תשלומי הריבית, הופכות את התגובה האפשרית למצבי חירום חדשים למאתגרת יותר, ומטילה נטל רב יותר על הדורות העתידים.

• במבט קדימה, הנתונים מצביעים על כך שכלכלת ארה"ב מצויה בתהליך של "נחיתה רכה", ונראה כי היא המשיכה לצמוח גם ברביע הראשון של 2024. להערכתנו, התוצר של ארה"ב יצמח ב-2024 בכ-1.9% ובשנת 2025 צפוי קצב של כ-1.7%, זאת לאחר צמיחה מהירה יותר של 2.5% בשנת 2023.

אינפלציה ומדיניות מוניטרית: מדד המחירים לצרכן הפתיע כלפי מעלה בחודש ינואר 2024, וקצב האינפלציה השנתי לפי מדד CPI עומד על 3.1%. מדד הליבה, המדד פחות מזון ואנרגיה, עלה ב-0.4% בינואר, ועלה ב-3.9% ב-12 החודשים האחרונים. מחירי ליבת ה-PCE צפויים לרשום עלייה בחודש ינואר. ההפתעה כלפי מעלה במדד ינואר, צפויה להביא כפי הנראה, לדחייה של הפחתת הריבית הראשונה לאמצע שנת 2024. בהתאמה, השווקים עדכנו בחדות את הציפיות שלהם לדחייה של הפחתת ריבית ראשונה. התשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות של ארה"ב מצויות במגמת עלייה מאז תחילת שנת 2024.

- תהליך התמתנות האינפלציה בארה"ב, כפי שנמדד על פי הקצב השנתי של ה-CPI ב-12 החודשים האחרונים, נעצר מאז הרבעון השלישי של 2023, בין היתר, על רקע עליית מחירי האנרגיה ובלימה של הירידה במחירי השירותים. מדד המחירים לצרכן הפתיע כלפי מעלה ועלה בינואר 2024 ב-0.3%, לעומת תחזית השוק לפחות מ-0.2%. במהלך 12 החודשים האחרונים עלה המדד ב-3.1% (ראה/י תרשים 3). רכיב הדיור המשיך לעלות בינואר, כמו גם רכיב המזון. מדד הליבה, המדד פחות מזון ואנרגיה, עלה ב-0.4% בינואר, ועלה ב-3.9% ב-12 החודשים האחרונים. זאת, בדגש על מחירי השירותים ללא דיור, מה שממחיש את דביקות המחירים. נראה שנתון זה מוריד מעל הפרק את האפשרות של הפחתת ריבית בחודש מרץ 2024 וגם מפחית את האפשרות להפחתת ריבית בראשית חודש מאי, לנוכח הרצון של הפד להיות משוכנע באופן ברור וחד משמעי שהאינפלציה אכן חזרה באופן מתמיד לסביבת יעד האינפלציה. זאת, על אף שמדד ה-PCE, אשר מהווה את המדד הקובע מבחינת הפד, מצוי בסביבה הקרובה יותר ליעד יציבות המחירים של הפד (כ-2%). בהקשר זה, נציין כי על סמך התפתחות ה-CPI וה-PPI בינואר השנה, מחירי ליבת ה-PCE צפויים לרשום עלייה בחודש ינואר (נתון שיתפרסם בסוף פברואר), כך ששיעור העלייה השנתי צפוי להיות 2.7%-2.8%. מדובר בנתונים נוספים שצפויים לדחות לעת עתה את האפשרות של הפחתת הריבית בארה"ב.

**Chart 3**



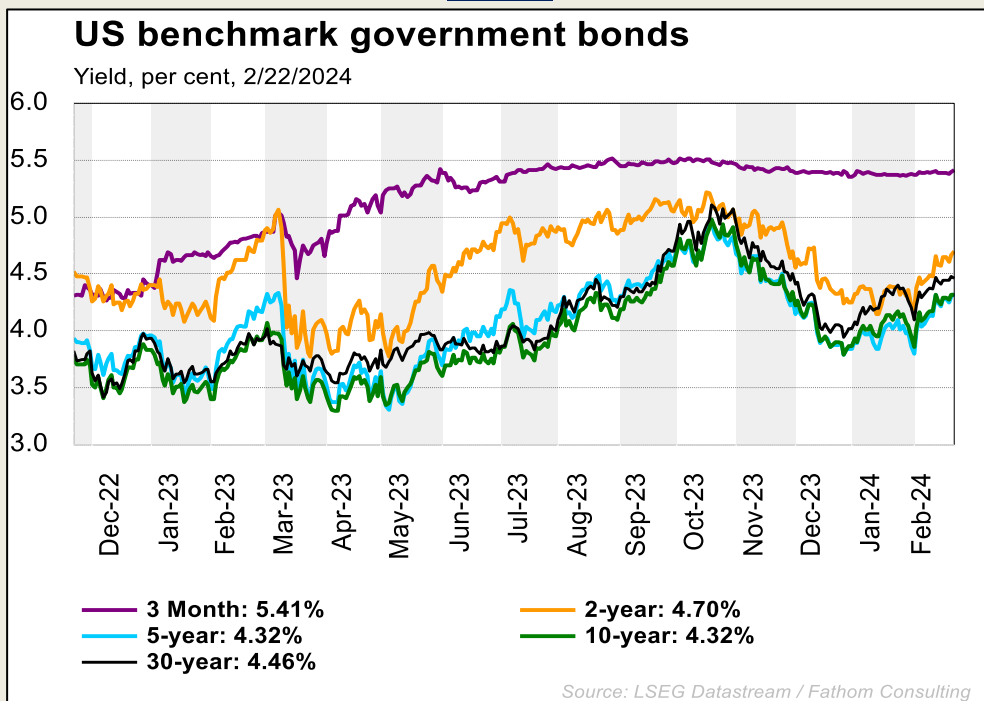
- ועדת השווקים הפתוחים של ה-FED החליטה בישיבתה מחודש ינואר 2024 להותיר את הריבית ללא שינוי בטווח 5.25%-5.50%. הצהרת המדיניות, במסגרת ההחלטה של חודש ינואר, מדגישה כי ה-FOMC מבקש לבסס מידת ביטחון רבה יותר בכך שהאינפלציה נעה באופן בר קיימא לעבר היעד של 2%. כפי הנראה, אמירה זו מכוונת למטרה של דחיית העיתוי של הורדות הריבית שהייתה מתומחרת לאחרונה בשווקים. ההפתעה כלפי מעלה במדד ינואר, הביאה כפי הנראה, לדחייה של הפחתת הריבית הראשונה לאמצע 2024. בהתאמה, השווקים עדכנו בחדות את הציפיות שלהם לדחייה של הפחתת ריבית ראשונה. זאת, על אף שאינפלציית הליבה של ה-PCE כבר מצויה בחודשים האחרונים בסביבת היעד של 2% ועליית השכר תואמת את עליית הפריון המואצת. הדגש הוא על המשכיות הנתונים התואמים להתכנסות ליעד יציבות המחירים והצטברות של משך זמן ארוך יותר של הדברים, שיוכיח שזהו מצב מתמיד של התכנסות חזרה ליעד ולא

מצב חולף. מבחינת היקף הפחתות, יו"ר הפד חזר והדגיש את ההערכות של חברי הפד שתוארו בתחזיות ה-SEP בדצמבר 2023, הכוללות שלוש הפחתות ריבית של 25 נ"ב כל אחת השנה. באשר לנושא הצמצום הכמותי, QT, הפד ימשיך לצמצם את האחזקות של אג"ח ממשלת ארה"ב ואג"ח וניירות ערך מגובי משכנתאות, זאת כפי התכנית הקיימת.

- סקר קציני האשראי של הפד מצביע על כך שהבנקים כבר הרבה פחות מושפעים ממשבר SVB שחל בשנה שעברה. האחוז נטו של הבנקים שהחמירו את תקני הלוואות בהלוואות לעסקים ולתעשייה והלוואות לנדל"ן מסחרי, עדיין עלה בסקר האחרון, אך מדובר במידת החמרה נמוכה במידה משמעותית מהשיאים שלאחר משבר ה-SVB בקיץ שעבר. אחוז הבנקים שהחמירו את הדרישות בהלוואות שצוינו, ירד לרמה העקבית עם תחילתה של התאוששות במתן האשראי ואכן היקף הלוואות אלה, החל לעלות שוב ברביע הרביעי של השנה שעברה. אולם, יש לציין שהביקוש להלוואות נותר חלש, במיוחד עבור משכנתאות למגורים, כאשר רוב בעלי הדירות מחזיקים בהלוואות קיימות שנלקחו בשיעורי ריבית נמוכים, עד כ-350 נקודות בסיס המוצע כיום בהלוואות חדשות. הביקוש לאשראי לצריכה, כמו זה שבאמצעות כרטיסי אשראי והלוואות רכב, מתגבר במעט.

- התשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות של ארה"ב מצויות במגמת עלייה מאז תחילת שנת 2024, זאת לאחר שהיו במגמת ירידה במהלך הרביע הרביעי של 2023. התשואות על אגרות החוב ל-10 שנים נעות כיום סביב רמה של 4.30% לעומת פחות מ-3.80% בסוף דצמבר 2023 (ראה/י תרשים 4). המגמה של התשואות הארוכות מושפעת, בין היתר, מנתוני האינפלציה והפעילות, שמשפיעים על ציפיות השוק לגבי מהלכי המדיניות המוניטרית, קרי רמת הריבית הקצרה בנקודות הזמן השונות. כמו כן, ביקוש יציב להשקעות במקביל לירידת מקורות המימון הזמינים, וגירעונות ממשלתיים גדולים, אשר מצריכים גיוס חוב בהיקפים גדולים, מהווים גורמים אשר תומכים בתשואות גבוהות. נציין כי, מגמה דומה נרשמה גם בתשואות הריאליות (צמודות מדד), כאשר התשואות הצמודות ל-10 שנים נעות כיום סביב רמה של 2.10% לעומת כ-1.80% בסוף שנת 2023. התשואות הקצרות נותרו יציבות ברמה גבוהה, זאת בשל ההשפעה הגדולה של המדיניות המוניטרית עליהן. להערכתנו, התשואות על אגרות החוב ל-10 שנים צפויות להישאר ברמה דומה ואף ייתכן שיעלו מעט בחודשים הקרובים.

**Chart 4**



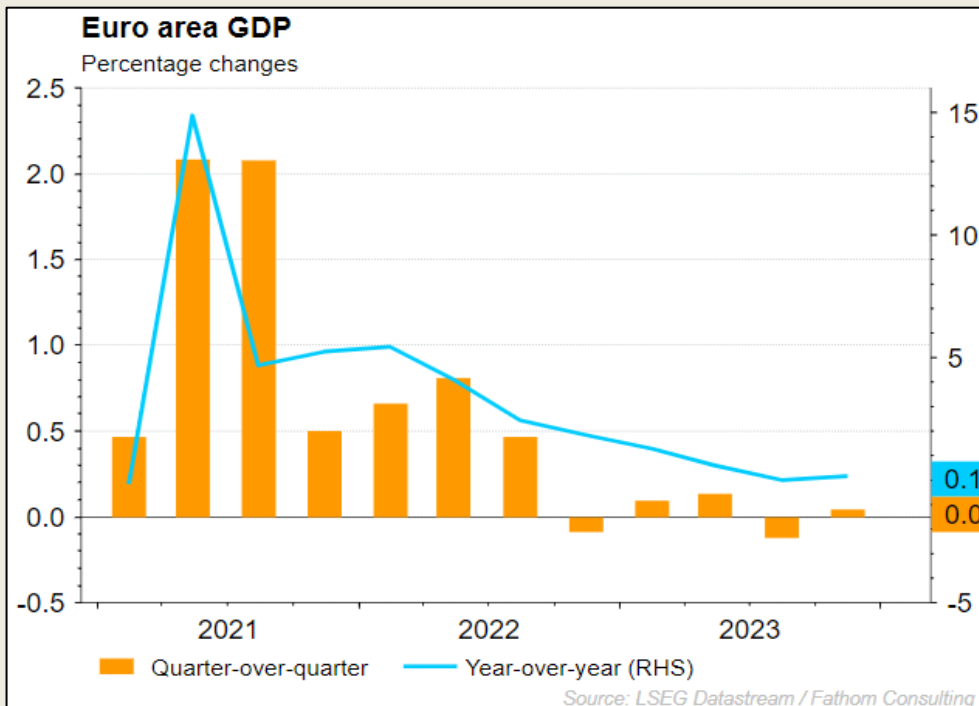
## הכלכלה הגלובלית במבט כולל

נרשם קיפאון בפעילות הכלכלית בגוש האירו ברביע הרביעי של 2023, וצפי להמשך המגמה בראשית 2024. בריטניה נקלעה למיתון טכני במהלך הרביע הרביעי של 2023. גם יפן מצויה במיתון טכני על פי נתוני התוצר, אך מדדים אלטרנטיביים מטילים ספק בכך. הדפלציה בסין הועמקה בינואר 2024, אולם בחודשים הקרובים צפוי היפוך במגמה. מספר בנקים מרכזיים במשקים המתעוררים החלו בתהליך הקלה מוניטרית, הצפי להמשך ההתמתנות באינפלציה במדינות אלו יתמוך בהמשך ההקלה בחודשים הקרובים.

### גוש האירו

- קיפאון בפעילות הכלכלית בגוש האירו. התוצר המצרפי של מדינות הגוש נותר ללא שינוי ברביע הרביעי של 2023, וזאת לעומת ירידה מתונה של 0.1% ברביע הקודם, בכך נמנע מיתון "טכני" (צמיחה שלילית במשך שני רביעים ברציפות). יחד עם זאת, בפרספקטיבה ארוכה יותר, התוצר של גוש האירו מצוי בקיפאון מאז הרביע הרביעי של 2022 (ראה/י תרשים 5), עת החל ה-ECB בהידוק המדיניות המוניטרית, ומחיר הגז הטבעי נסק. מבחינת הפעילות ברביע הרביעי בפילוח גיאוגרפי עולה כי בעוד שגרמניה (-0.6% במנחי q/q) הכבידה על התוצר המצרפי, באיטליה (+0.3%) וצרפת (0.6%) נרשמה צמיחה מתונה, ובספרד (+2.5%) צמיחה איתנה.
- במבט קדימה, האינדיקטורים המקדימים לפעילות הכלכלית ברביע הראשון של 2024 מוסיפים להצביע על חולשה. כך, מדד ה-ESI (Economic Sentiment Indicator) נחלש בחודש ינואר 2024, ומתואם ברמתו עם צמיחה אפסית. כמו כן, גם מדד מנהלי הרכש (PMI) לחודש ינואר, על אף שהתחזק במידה מסוימת ביחס לדצמבר 2023, נותר מתחת לרמה המצביעה על התרחבות בפעילות.

Chart 5



- האינפלציה (השנתית) בגוש האירו הוסיפה להתמתן בחודש ינואר 2024, והסתכמה בכ-2.8% (2.9% בחודש קודם), גם אינפלציית הליבה המשיכה במגמת ההתמתנות בינואר, והסתכמה בכ-3.3% (3.4% בחודש הקודם). קצב העלייה של מחירי המזון נחלש בינואר, וקיזז את העלייה בקצב הגידול של מחירי האנרגיה, אולם, חשוב משני מאלו, קצב העלייה של מחירי השירותים בגוש האירו הפסיק לרדת, ונותר ללא שינוי מאז חודש נובמבר 2023, מה שעשוי להדאיג את קובעי המדיניות המוניטרית, ולהצביע על "דביקות" מחירים גבוהה. בהקשר זה, גם הציפיות לשינוי במחירי המכירה של החברות בענף השירותים החלו לעלות לאחרונה, לאחר שנחלשו במשך מספר רב של חודשים, והיא עשויה לאותת על עלייה מחודשת במחירי השירותים.
- במבט קדימה, הן האינפלציה הכללית, והן אינפלציית הליבה צפויות להמשיך במגמת ההתמתנות הנוכחית, על רקע ירידה במחירי המזון, כפי שניתן להסיק מהירידה במחירי הייצור של מזון בגוש האירו, שצפויה



להתבטא במדד מחירי המכירה בתוך כמה חודשים, כמו גם, מההשפעה הצפויה של הירידה במחירי האנרגיה, והשיפור בהיצע העולמי של מוצרים, אשר יובילו להתמתנות מחיריהם של מוצרים.

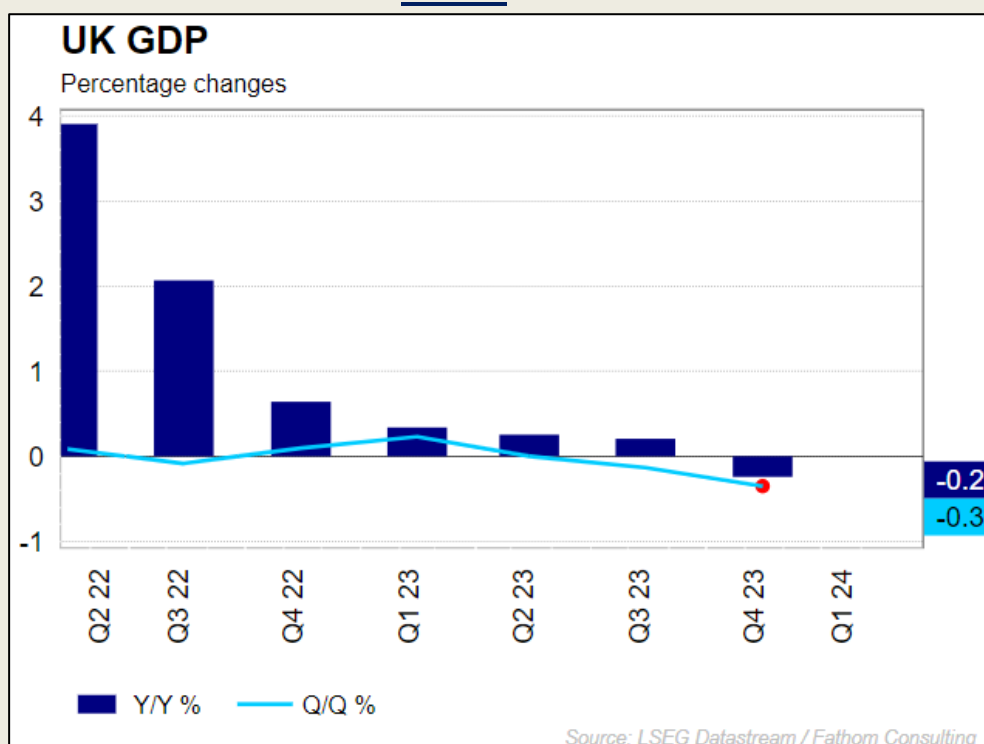
- בהחלטת הריבית שנערכה בתום חודש ינואר 2024, החליט ה-ECB להותיר את הריבית ללא שינוי, ואף העביר מסר בהכוונה קדימה כי הריבית לא תופחת בחודשים הקרובים, כפי שהמשקיעים צופים. בהודעה לתקשורת שפרסם הבנק המרכזי הובהר כי הריבית תישאר ברמתה הנוכחית ל"תקופה ארוכה מספיק" וכי המדיניות המוניטרית תישאר מרסנת ככל שיידרש. הנגידה חידדה את המסר וציינה במסיבת העיתונאים כי עוד לא הגיעה העת לדון בהפחתות ריבית, וכי סביר יותר שהפחתת ריבית תתרחש בחודשי הקיץ. חרף האמור לעיל, לא ניתן לשלול הפחתת ריבית על ידי ה-ECB כבר ברבע השני של 2024, וזאת ברקע האטת האינפלציה והחולשה הצפויה בפעילות הכלכלית. אם כי, הסיכון שנובע מגורמים, כגון: עלייה מחודשת במחירי השירותים, ועצירת ההתמתנות בקצב הגידול של השכר הממוצע, עלול להוביל להפחתת ריבית מאוחרת מכך, ייתכן שאף בתום הרבע השלישי של השנה.

### בריטניה

- ה-BOE השאיר את הריבית (ברמה של 5.25%) ללא שינוי בהחלטת הריבית שנערכה בתחילת פברואר, זו ההחלטה הרביעית ברציפות, כאשר בקרב חברי הועדה המוניטרית היו כאלה שהצביעו עדיין בעד העלאת ריבית, ולראשונה חבר אחד שהצביע בעד הורדת הריבית. הבנק המרכזי יצא במספר מסרים הסותרים את הציפיות בשוק להפחתת ריבית במהלך חודש יוני 2024: נגיד הבנק הבהיר במפורש כי טרם הגיע המועד המתאים להפחתת ריבית, ובהצהרת הועדה נמסר כי המדיניות המוניטרית תישאר מרסנת לתקופה ממושכת וארוכה; כמו כן, לפי התחזית של ה-BOE האינפלציה תרד אמנם בחודשים הקרובים קרוב ליעד 2%, אך לאחר מכן תטפס בהדרגה מעל היעד, ובשלוש השנים הקרובות, במשך מרבית התקופה, תישאר גבוהה ממנו.

- נוסף על האמור לעיל, בעדכון שנערך לאחרונה לנתון הרשמי של האבטלה בבריטניה, ופורסם לראשונה בראשית פברואר 2024, התגלה כי שיעור האבטלה בבריטניה נמוך מכפי שהוערך עד כה, ואף מצוי במגמת ירידה. כפועל יוצא שוק העבודה בבריטניה הדוק (כמתבטא ביחס בין משרות פנויות למובטלים) יותר מכפי שהוערך עד כה. לפיכך, מכיוון שה-BOE מתחשב בגורמים אלו בהחלטות הריבית, העדכון של שיעור האבטלה הרשמי בבריטניה, תורם לדחיית העיתוי בו תופחת הריבית.

**Chart 6**

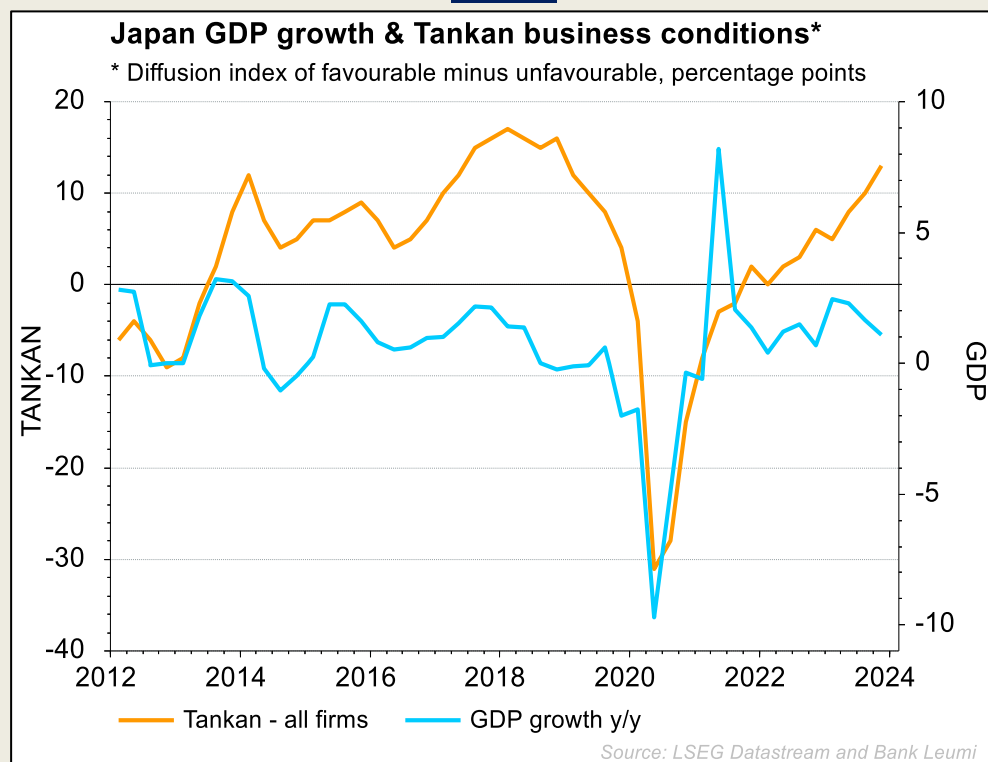


- האינפלציה בבריטניה נותרה ללא שינוי בחודש ינואר, ברמה של 4.0%. בחודש ינואר 2024 בלטו הירידות במחירי הריהוט והציוד לבית, אשר קצב עלייתם נחתך בחדות בשל מבצעים עמוקים יחסית לעבר בחודש זה, וגם הירידה במחירי המזון, שהניבה תרומה שלילית משמעותית. מנגד, העלייה במחירי החשמל ורכבי היד השנייה קיזזו את הירידות הללו. במבט קדימה, האינפלציה צפויה להתמתן בחודשים הקרובים, ואף עשויה לרדת מתחת ליעד (2%). התפתחות שכזו עשויה להוביל להפחתת ריבית כבר החל בחודש יוני 2024.
- בריטניה נקלעה למיתון "טכני" בתום שנת 2023. התוצר ברביע הרביעי של השנה התכווץ בשיעור של 0.3%, וזאת לאחר הירידה בתוצר בשיעור של 0.1% ברביע השלישי (ראה/י תרשים 6). הפעילות ברביע הרביעי נפגעה כמעט מכל רכיבי התוצר: הצריכה הפרטית הפגינה חולשה לנוכח הריבית הגבוהה; היצוא ירד בחדות, כך שליצוא נטו הייתה תרומה שלילית; והצריכה הממשלתית התכווצה, במה שנראה כירידה חד פעמית, על רקע שביתתם של עובדי ממשלה. רק ההשקעות העסקיות צמחו במהלך הרביע הרביעי, אך גם צמיחה זו מגיעה אחרי ירידה חדה ברביע הקודם. בפני עצמה, ההתכווצות בתוצר בשני הרביעים האחרונים תומכת במידה מסוימת בהפחתת הריבית על ידי ה-BOE, אך כנגד, יש לציין כי מדד מנהלי הרכש של בריטניה מצביע על התרחבות בפעילות הכלכלית בחודשיים האחרונים, כך שמאוד ייתכן שההתכווצות בפעילות מאחורינו. במבט קדימה, ייתכן כי התוצר בבריטניה יתכווץ קלות גם ברביע הראשון של 2024, אך בכל מקרה במחצית השנייה צפויה הפעילות הכלכלית להתאושש, הודות לירידה באינפלציה ולהפחתת מיסים אשר יתמכו בצריכה הפרטית.

### כלכלות אסיה

- המדיניות המוניטרית ביפן נותרה ללא שינוי. בהחלטת הריבית שנערכה בשלהי חודש ינואר 2024, הותיר הבנק המרכזי, כצפוי, את הריבית המוניטרית ללא שינוי, ברמה של -0.1%, וכך גם השליטה על עקום התשואות נותרה ללא שינוי. מהצהרת נגיד הבנק, עולה כי הבנק המרכזי יהדק את המדיניות המוניטרית לכשתתקבל הוכחה כי הקשר החיובי בין השכר לאינפלציה מתחזק, כאשר המו"מ על הסכמי השכר באביב הקרוב עשוי להוות את נקודת המפנה בהקשר זה. במקרה שבו השכר ביפן יעלה במידה מספקת צפוי הבנק המרכזי להעלות את הריבית המוניטרית בחזרה לטריטוריה חיובית, ועשוי אף לזנוח את שיטתו הנוכחית לניהול המדיניות המוניטרית, דהיינו את השליטה על עקום התשואות.
- התוצר של יפן ירד בשיעור של 0.1% (במונחי q/q) ברביע הרביעי של 2023, וזאת בניגוד לציפיות המוקדמות אשר הצביעו על גידול, כך שלאחר הירידה בתוצר בשיעור של 0.8% ברביע הקודם, גם יפן חוותה מיתון טכני. הצריכה הפרטית התכווצה זה הרביע השלישי ברציפות, והיא צפויה להמשיך במגמה זו בצל השחיקה בהכנסה הפנויה של משקי הבית. גם יתר הביקושים המקומיים, השקעות וצריכה ממשלתית, התכווצו במהלך הרביע הרביעי. חרף האמור לעיל, יודגש כי מבט על מדדים אחרים מטיל ספק באפשרות שהכלכלה היפנית מצויה במיתון. כך, שיעור האבטלה בדצמבר 2023 ירד לרמה הנמוכה שנרשמה בשנה האחרונה, וסקר העסקים של הבנק המרכזי, ה-Tankan, הראה כי התנאים העסקיים בכל הענפים והגדלים של החברות מצויים ברמה הטובה ביותר שהייתה מאז הרביע הרביעי של 2018 (ראה/י תרשים 7).
- התוצר של דרום קוריאה צמח ברביע הרביעי בשיעור של 0.6% (במונחי q/q), בדומה לקצב הצמיחה שנרשם בשני הרבעונים הקודמים, ומעל לציפיות המוקדמות. בסיכום שנת 2023 צמח התוצר ב-1.4%, נמוך משמעותית מהצמיחה בשנת 2022, שהסתכמה ב-2.6%. הגידול בביקוש החיצוני תמך בצמיחה ברביע הרביעי של 2023, אך מנגד הביקושים המקומיים הפגינו חולשה, כאשר ההשקעות התכווצו והצריכה הפרטית צמחה בקצב מזערי. במבט קדימה, על הפעילות הכלכלית בדרום קוריאה צפויים להכביד בתקופה הקרובה גורמים כגון: חולשה בביקוש החיצוני שתחול על רקע האטה הצפויה במדינות המפותחות, והחוב הגבוה של משקי הבית, שבצוותא עם עליית הריבית מתבטא בגידול בשירות החוב, ועל כן מעיב על הצריכה הפרטית.
- הדפלציה בסין הוחרפה במהלך חודש ינואר 2024, מעבר לציפיות המוקדמות, והסתכמה ב-0.8% (-0.3% בחודש קודם), הרמה הנמוכה ביותר מאז המשבר הגלובלי הפיננסי. האטה החדה במחירים חלה בעיקר על רקע תנודתיות שגרתית במחירי המזון והתיירות הנובעת מגורמים עונתיים, סביב עיתוי השנה החדשה. גם אינפלציית הליבה נחלשה בדצמבר, והסתכמה ב-0.4% (0.6% בחודש הקודם), ומספר סעיפים שאינם מושפעים מגורמים עונתיים, דוגמת רכבים ושכירות, מחדדים את מגמת הדפלציה. במבט קדימה, האינפלציה בסין צפויה לעלות במתינות מרמתה הנוכחית, בשל הגידול הצפוי במחירי המזון, אך להישאר נמוכה בהשוואה היסטורית.

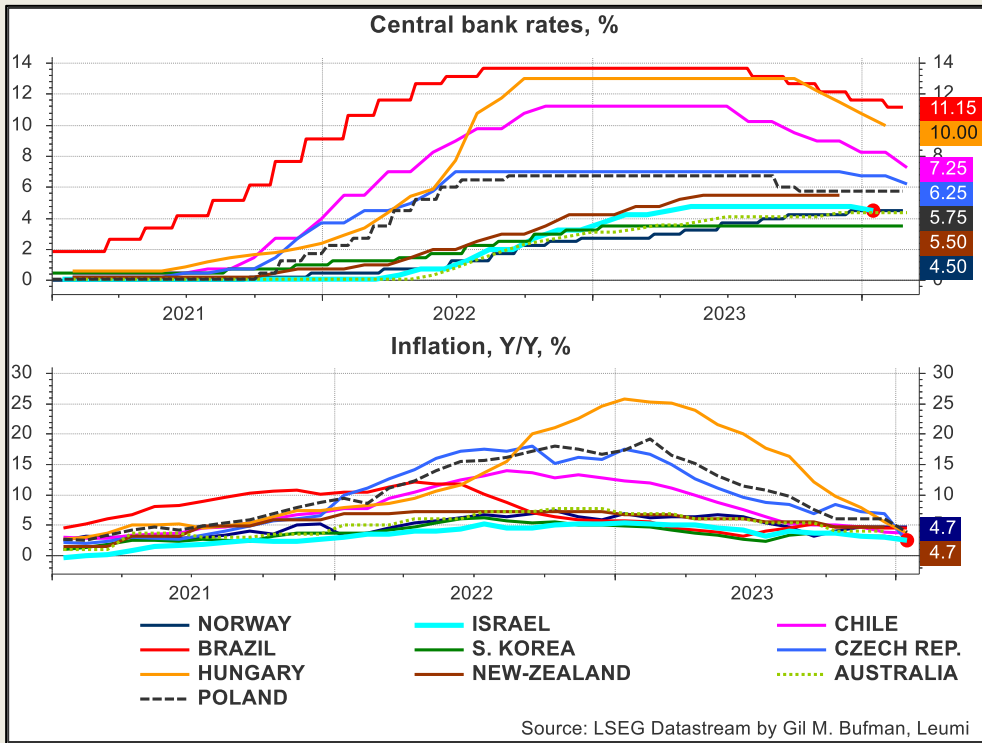
**Chart 7**



### משקים מתעוררים

- עשרה בנקים מרכזיים ב-EM (המדינות המתעוררות) קיימו לאחרונה פגישות מדיניות מוניטרית ובהם: ברזיל, צ'ילה, קניה, הונגריה, פולין, תאילנד, הודו, צ'כיה (שאמנם לא מוגדרת ככלכלת EM לפי קרן המטבע, אך השווקים הפיננסיים כוללים אתה בקבוצה זו לעיתים, כמו במקרה של ישראל), מקסיקו ופרו. מתוכם, חמישה בנקים מרכזיים (הונגריה, ברזיל, צ'ילה, צ'כיה ופרו) הורידו את שיעורי הריבית כחלק ממהלכי ההקלה המוניטרית שכבר החלו; קניה העלתה את הריבית וארבעת הבנקים הנותרים השאירו את שיעורי הריבית ללא שינוי.
- מאפייני ההחלטות כיסו את כל המנעד הניצי-יוני. כך לדוגמא, קובעי המדיניות בהודו ומקסיקו נותרו זהירים מאוד לגבי סיכוני האינפלציה. ואילו בקצה השני של הסקאלה, ההחלטות בצ'כיה ובצ'ילה היו עם אופי מאוד יוני, והבנקים המרכזיים שם בחרו בהורדות ריבית גדולות יותר מאשר בעבר, על רקע העובדה שלחצי האינפלציה בשתי המדינות פחתו מהר יותר מאשר במקומות אחרים (ראה/י תרשים 8). מבין ההחלטות הללו בלטו שתי נקודות מרכזיות: הראשונה, לאינפלציית השירותים, המושפעת מתנאי שוק העבודה המקומי, ניתן דגש רחב יחסית; השנייה, ההתייחסות למדיניות הפד, ולסיכוי להורדת ריבית מאוחרת מהצפוי בארה"ב, בקבלת ההחלטות, הייתה מועטה בלבד.
- נראה שלעת עתה מדיניות הפד בעלת משקל קטן יחסית בקבלת ההחלטות של הבנקים המרכזיים ב-EM. וזאת, חלקית, על רקע השינויים הגדולים שחלו בקביעת המדיניות המוניטרית במדינות המתעוררות בעשורים האחרונים, תוך כדי הפיכת הבנקים המרכזיים לעצמאיים יותר, והאימוץ של שערי חליפין ניידים. סיבה נוספת לכך היא צמצום הגירעונות בחשבון השוטף של מאזן התשלומים במדינות רבות, ותגובה ראשונית די אגרסיבית שהייתה לעליית האינפלציה.
- במבט קדימה, צפוי כי האינפלציה במדינות ה-EM תמשיך להתמתן בחודשים הקרובים. כך, במרבית אסיה הירידות בחודשים האחרונים כבר קירבה את האינפלציה אל עבר היעד, וזה יאפשר להתחיל במהלכי הקלה בחודשים אפריל-מאי. באמריקה הלטינית ובמרכז אירופה, הפחתת הריבית צפויה להימשך בחודשים הקרובים, אך בשל התנאים ההדוקים של שווקי העבודה האינפלציה תישאר גבוהה יחסית מהיעד.

**Chart 8**



## גילוי נאות

הנתונים, המידע, הדעות והתחזיות המתפרסמים בחוברת זו (להלן - "המידע") מסופקים כשרות לקוראים ואינם משקפים בהכרח את עמדתו הרשמית של הבנק. אין לראות בהם המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות, או ייעוץ - בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן.

במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים. כמו כן עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין התחזיות המובאות בחוברת זו לתוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד.

לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע המוצג בחוברת, לרבות בנכסים פיננסיים המוצגים בה.

© כל הזכויות שמורות

---

בנק לאומי, חטיבת שוקי הון, אגף כלכלה  
תא דואר 2, תל אביב 61000  
טלפון: 076-885-8737, פקס: 076-895-8737,  
דוא"ל: [gilbu@bll.co.il](mailto:gilbu@bll.co.il)  
<http://english.leumi.co.il/Home/>