

## מאקרו גלובלי - סקירה חודשית

מרץ 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)

- קצב צמיחת הצריכה הפרטית צפוי להאט במקצת ברביע הראשון של השנה, זאת עקב מזג אוויר חורפי קשה בתחילת הרביע.
- מזה כמה רביעים, וגם בתחילת 2024, ישנה חולשה בצמיחת הפעילות התעשייתית.
- שוק העבודה ממשיך להצביע על חוסן יחסי, אך זאת תוך עליית שיעור האבטלה במתינות והאטת קצב עליית השכר הנומינלי.
- קצב העלייה השנתי של מחירי הדיור עלה עוד בחודשים דצמבר 2023-ינואר 2024, והירידה בריבית המשכנתאות צפויה לתמוך בהמשך עליית מחירי הדירות בחודשים הבאים.
- הגירעון התקציבי של הממשל האמריקאי התרחב בחודשים אוקטובר 2023-פברואר 2024. מדובר בגירעון גדול יחסית, השקול לכ-6.5% תוצר לאחרונה.
- מדד המחירים לצרכן עלה בחודש פברואר 2024, וקצב האינפלציה השנתי לפי מדד CPI עומד על 3.2%. מדד הליבה, המדד פחות מזון ואנרגיה, עלה ב-3.8% ב-12 החודשים האחרונים, שהסתיימו בפברואר. ירידת האינפלציה נעצרה ומחירי ליבת ה-PCE צפויים לרשום עלייה בחודש פברואר.
- כצפוי, ועדת השווקים הפתוחים של ה-FED (FOMC) החליטה בישיבתה מחודש פברואר 2024 להותיר את הריבית ללא שינוי בטווח 5.25%-5.50%.
- ההערכות הכלכליות העדכניות של חברי ה-FOMC, משקפות צמיחה מהירה יותר, לצד סביבת אינפלציה וריבית מעט גבוהות מהעדכון הקודם.
- התשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות של ארה"ב מצויות במגמת עלייה מאז תחילת שנת 2024. רוב גורמי הרקע תומכים בשמירה על רמת תשואות גבוהה יחסית, אם כי, השקה של תכנית להאטת קצב הפחתת מאזן ה-Fed בחודשים הקרובים, עשויה להיות חיובית לשוק זה.

### הכלכלה הגלובלית במבט כולל (עמ' 9)

- האינדיקטורים החודשיים לבחינת הפעילות בגוש האירו מוסיפים להצביע על חולשה יחסית ברביע הראשון של 2024.
- ישנה סבירות גבוהה כי ה-ECB יפחית את הריבית ביוני, מעט לפני ה-Fed של ארה"ב, צעד אשר יתמוך בירידת המרווח בין תשואה על אג"ח של ממשלת איטליה למקבילתה הגרמנית.
- הבנקים המרכזיים בצ'כיה ושוויץ הפחיתו את הריבית.
- האינפלציה בבריטניה ירדה בחודות יחסית, תהליך שצפוי להימשך בחודשיים הקרובים, אם כי ישנו סיכון כי העלאת שכר המינימום באפריל תעיב על תהליך זה.
- לאחר שמונה שנים תם עידן הריבית השלילית ביפן.
- מאז ראשית השנה הפעילות הכלכלית בסין מצויה במגמת שיפור.

## לאומי תחזיות כלכליות, מרץ 2024

2025F	2024F	2023	2022	2021	
					תמ"ג – צמיחה כלכלית, שיעור שינוי
3.2%	3.0%	2.8%	3.4%	6.3%	עולם
1.7%	2.2%	2.5%	1.9%	5.8%	ארצות הברית
1.2%	0.3%	0.1%	4.3%	8.7%	בריטניה
1.1%	0.7%	1.9%	0.9%	2.6%	יפן
1.3%	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%	4.6%	5.2%	3.0%	8.5%	סין
6.5%	7.5%	7.0%	6.8%	9.1%	הודו
2.4%	1.4%	1.8%	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%	4.25-4.75%	5.33%	4.33%	0.07%	ארצות הברית
3.50-4.00%	4.00-4.50%	5.25%	3.50%	0.10%	בריטניה
0.10%	0.00%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	יפן
2.50-3.50%	3.00-4.00%	2.50%	0.00%	0.00%	גוש האירו
3.00-3.50%	3.50-4.00%	4.75%	3.25%	0.10%	ישראל

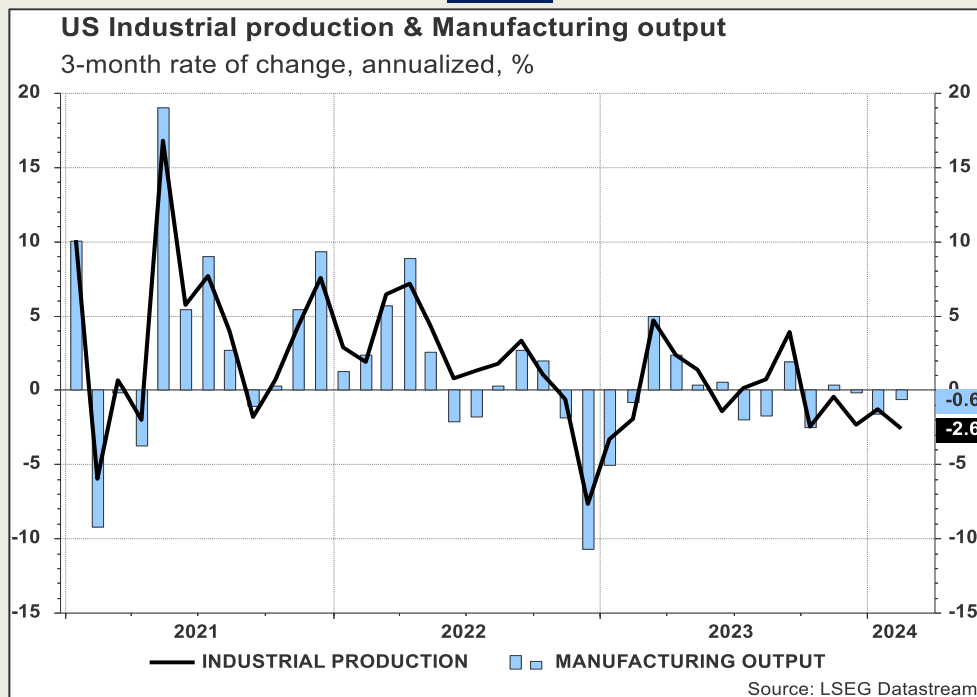
## ארצות הברית

פעילות כלכלית: קצב צמיחת הצריכה הפרטית צפוי להאט במקצת ברביע הראשון של השנה, זאת עקב מזג אוויר חורפי קשה בתחילת הרביע. מזה כמה רביעים, וגם בתחילת 2024, ישנה חולשה בצמיחת הפעילות התעשייתית. שוק העבודה ממשיך להצביע על חוסן יחסי, אך זאת תוך עליית שיעור האבטלה במידה קלה יחסית והאטה מסוימת בשיעור עליית השכר הממוצע הנומינלי. קצב העלייה השנתי של מחירי הדיור עלה עוד בחודש ינואר 2024, והירידה בריבית המשכנתאות צפויה לתמוך בהמשך עליית מחירי הדירות בחודשים הבאים. הגירעון התקציבי של הממשל האמריקאי התרחב בחודשים אוקטובר 2023-פברואר 2024.

- הצריכה הפרטית הייתה מנוע הצמיחה העיקרי של המשק האמריקאי אשתקד, ברקע שיעורי חיסכון נמוכים ביחס לשנים קודמות, והיא צפויה להמשיך ולצמוח בקצב מהיר יחסית גם במהלך השנה הנוכחית. יחד עם זאת, בחודש ינואר, הצריכה הפרטית הריאלית ירדה ב-0.1%, זאת עקב מזג האוויר החורפי הקשה במחצית הראשונה של ינואר. על רקע זה, צמיחת הצריכה הריאלית ברביע הראשון צפויה להאט במקצת ל-2.5%, מ-3.0% ברביע הקודם. במקביל, נציין כי ההכנסה הריאלית הפנויה נותרה ללא שינוי ושיעור החיסכון היה 3.8%, רמה שהינה נמוכה יחסית ביחס לעבר ומשקפת מצב של "אכילת" חסכונות עודפים שנצברו בתקופת מגפת הקורונה.

- מזה כמה רביעים, וגם בתחילת 2024, ישנה חולשה בצמיחת הפעילות התעשייתית (ראה/י תרשים 1). הייצור התעשייתי עלה בשיעור מתון בפברואר, זאת לאחר חודשיים של ירידות, והקצב השנתי של הייצור התעשייתי מצוי בסביבה אפסית מאז סוף שנת 2022. במקביל, התפוקה בתעשייה מתאפיינת במגמה דומה, כאשר באחד עשר מתוך שנים עשר החודשים האחרונים נרשמו ירידות. ביטחון העסקים נותר בסביבה דומה מאז תחילת שנת 2023, המשקפת ירידת מדרגה ביחס לרמה בשנים 2021-2022. סקר מנהלי הרכש, מדד ה-ISM, נותר מתחת ל-50 נק' גם בחודש פברואר, והוא מצוי בטריטוריה המצביעה על צפי להתכווצות בפעילות זה זמן רב. במבט קדימה, הייצור התעשייתי בארה"ב צפוי להישאר חלש יחסית, זאת, בין היתר, לאור החולשה היחסית בפעילות הגלובלית, בפרט באירופה.

**Chart 1**

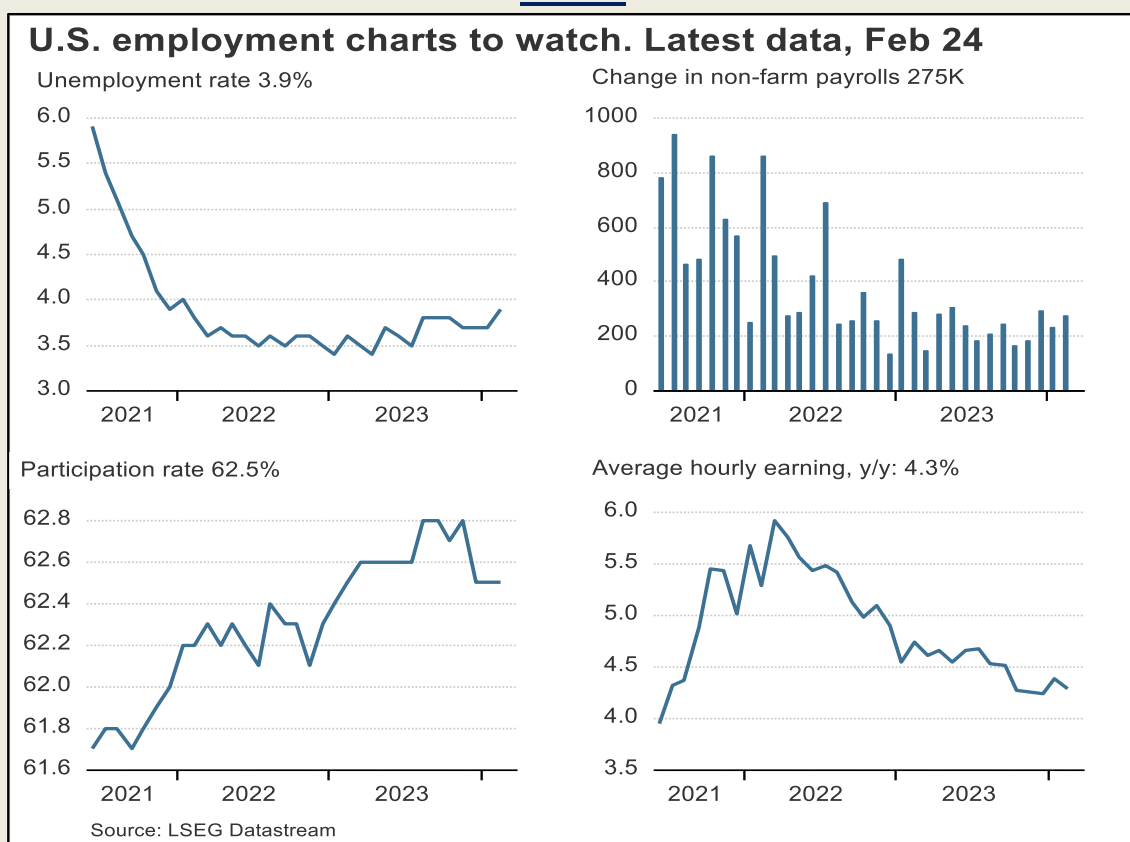


- מספר המשרות עלה בפברואר ב-275,000, גבוה יתר מן ההערכה הממוצעת בשוק, אך למרות זאת מדובר בדו"ח תעסוקה חלש יחסית, המגביר את הסיכויים להפחתת ריבית מצד ה-Fed באמצע השנה. במסגרת החולשה, שיעור האבטלה עלה ל-3.9% זאת לעומת צפי ליציבות בשיעור האבטלה ברמה של 3.7% (ראה/י תרשים 2). חשוב להדגיש שהפרסום של דו"ח התעסוקה מבוסס על שני סקרים חודשיים: הראשון, סקר משקי

הבית, המודד את מצב כוח העבודה, כולל אבטלה, לפי מאפיינים דמוגרפיים; והשני סקר המעסיקים, אשר מודד את מספר המשרות (לפי תלושי שכר), שעות העבודה והשכר לפי ענפים. לפי נתוני סקר משקי הבית, שהינו נרחב יותר מאשר סקר המעסיקים, שיעור האבטלה עלה בפברואר ב-0.2 נקודת האחוז ל-3.9% ומספר המובטלים גדל ב-334,000 ל-6.5 מיליון. שנה קודם לכן, שיעור האבטלה היה 3.6%, ומספר המובטלים היה 6.0 מיליון. על פי סקר זה, העלייה בשיעור האבטלה משקפת עלייה בהיקף כוח העבודה בפברואר, זאת בזמן שמספר המועסקים לפי סקר זה הצביע על ירידה. ההבדל העיקרי בין הסקרים הוא שדו"ח משקי הבית נותן תמונה מהימנה יותר לגבי עובדים שהינם עצמאיים ופריילנסרים.

• בחודש פברואר, השכר השעתי הממוצע עלה בשיעור מתון יותר ביחס לחודש הקודם, ובמהלך השנה החולפת עלה ב-4.3%. התפתחות המשקפת את המשך התמתנות קצב העלייה השנתית של השכר לכיוון התואם ליעד האינפלציה (סביב 2%), זאת בהתחשב במגמות שבפריון העבודה. כמו כן, נתוני התעסוקה לחודשים דצמבר 2023 – ינואר 2024 תוקנו כלפי מטה. לאחר התיקון, היקף התעסוקה בחודשים אלה נמוך ב-167,000, לעומת הדיווח הקודם. בשורה התחתונה, מדובר בדו"ח חלש יחסית, אשר תומך באפשרות של הפחתת ריבית מצד ה-Fed, החל מאמצע 2024.

**Chart 2**



• נמשכה מגמת ההתמתנות בשיעור השינוי החודשי של מחירי הדירות, אך הוא נותר חיובי. מחירי הדיור עלו בחודש ינואר (כ-0.14%, נתון מנוכה עונתיות), זאת בהמשך לעליות גדולות יותר בחודשים קודמים. יחד עם זאת, קצב העלייה השנתית של מחירי הדיור בארה"ב (חלון חישוב נע של 12 חודשים) המשיך במגמת העלייה, ועמד על כ-6.6% בינואר לעומת 6.2% בדצמבר אשתקד. כמו כן, לאחר מספר חודשים של חולשה יחסית, נרשמה בתחילת שנת 2024 (בדגש על פברואר) האצה בביקושים לדיור, בעיקר במכירות של בתים קיימים. ייתכן שמדובר בתחילתה של השפעת הירידה בעלויות המימון, אשר היו במגמה של הכבדה עד לאחרונה. בהקשר זה, נציין כי ריבית המשכנתאות לתקופה של 30 שנים, שהייתה במגמת עלייה עד סוף אוקטובר 2023, החלה לרדת מרמת שיא של כ-7.80% לרמה של מתחת ל-7% בעת הנוכחית. התפתחות זו, תומכת בהתאוששות הביקוש לדיור בחודשים הבאים, מה שעשוי לתמוך בהמשך בעליית מחירי הדירות, גם ברמה החודשית.

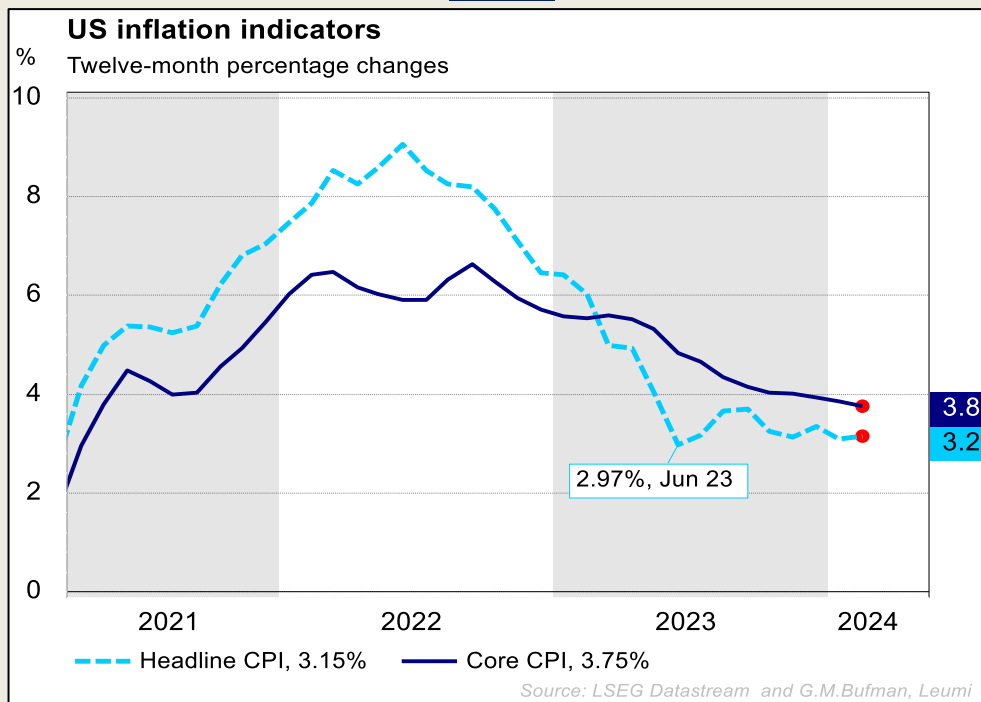
- הגירעון התקציבי הפדרלי של ארה"ב עד כה לשנת הכספים 2024 (אוקטובר 2023 – פברואר 2024) עלה בכ-14.8% ביחס לתקופה המקבילה בשנת הכספים הקודמת, לכ-830 מיליארד דולר, לעומת כ-723 מיליארד דולר. עליית הגירעון התרחשה למרות עלייה בהכנסות הממשל הפדרלי בחמשת החודשים הראשונים של שנת התקציב 2024, ומשקפת עלייה משמעותית בהוצאות. בחודשים אוקטובר 2023 - פברואר 2024 הסתכמו ההוצאות בכ-2.69 טריליון דולר לעומת כ-2.46 טריליון דולר בתקופה המקבילה בשנת הכספים 2023, עלייה של כ-9.3%. מדובר בגירעון השקול לכ-6.5% תוצר בשנת 2023, גירעון שהוא גדול ובעייתי.
- לפי התחזית העדכנית של משרד התקציבים של הקונגרס (CBO), הגירעון התקציבי יהיה כ-5.6% מהתוצר בשנת 2024 ויגדל ל-8.5% מהתוצר עד 2054. הגירעון ב-2054 יהיה יותר מפי שניים מהממוצע ההיסטורי של 50 השנים האחרונות וגבוה מאשר בכל נקודת כל זמן בהיסטוריה המודרנית, חוץ מאשר במלחמת העולם השנייה, המיתון הגדול ומגיפת COVID-19. התפתחות אשר עשויה להביא לרמות חוב ממשלתי של קרוב ל-200%, ללא התאמות. גירעונות וחובות גבוהים מכבידים מאוד על התקציב והפעילות הכלכלית. רמות חוב גבוהות מאטות את גידול ההכנסה והשכר, מגדילות את תשלומי הריבית על החוב הלאומי, מפעילות לחץ כלפי מעלה על שיעורי הריבית לטווח ארוך, מצמצמות את המרחב הפיסקאלי הפנוי להגיב למיתון כלכלי או מצב אחר של חירום, מטילים נטל על הדורות הבאים, ומגדילים את הסיכון למשבר פיסקאלי.
- במבט קדימה, הנתונים מצביעים על כך שכלכלת ארה"ב המשיכה לצמוח גם ברביע הראשון של 2024. להערכתנו, התוצר של ארה"ב יצמח ב-2024 בכ-2.2% ובשנת 2025 צפוי קצב של כ-1.7%, זאת לאחר צמיחה מהירה יותר של 2.5% בשנת 2023.

אינפלציה ומדיניות מוניטרית: מדד המחירים לצרכן עלה בחודש פברואר 2024, וקצב האינפלציה השנתי לפי מדד CPI עומד על 3.2%. מדד הליבה, המדד פחות מזון ואנרגיה, עלה ב-3.8% ב-12 החודשים האחרונים, שהסתיימו בפברואר. ירידת האינפלציה נעזרה ומחירי ליבת ה-PCE צפויים לרשום עלייה בחודש פברואר. כצפוי, ועדת השווקים הפתוחים של ה-FED (FOMC) החליטה בישיבתה מחודש פברואר 2024 להותיר את הריבית ללא שינוי בטווח 5.25%-5.50%. ההערכות הכלכליות העדכניות של חברי ה-FOMC, משקפות צמיחה מהירה יותר, לצד סביבת אינפלציה וריבית מעט גבוהות מהעדכון הקודם. התשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות של ארה"ב מצויות במגמת עלייה מאז תחילת שנת 2024. רוב גורמי הרקע תומכים בשמירה על רמת תשואות גבוהה יחסית, אם כי, השקה של תכנית להאטת קצב הפחתת מאזן ה-Fed בחודשים הקרובים עשויה להיות חיובית לשוק זה.

- מדד המחירים לצרכן (CPI) עלה בפברואר ב-0.4%, זאת לאחר עלייה של 0.3% בינואר. במהלך 12 החודשים האחרונים עלה המדד הכולל ב-3.2%, נתון המשקף האצה לעומת חודש ינואר. מדד הליבה עלה בשיעור של 3.8% ב-12 החודשים האחרונים, מעט גבוה ביחס לציפיות (ראה/י תרשים 3). העלייה במדד הליבה גבוהה באופן משמעותי ומתמשך מאשר יעד האינפלציה של 2%. ניכרת האצה של הקצב התלת חודשי של עליית מדד המחירים לצרכן ומדובר בהתפתחות שאיננה תומכת כרגע בהפחתת ריבית. עליית המדד הכולל על ידי רכיבי הדיור והבניין. ביחד, שני הרכיבים הללו תרמו את רוב העלייה החודשית במדד הכולל. רכיב האנרגיה עלה ב-2.3% במהלך החודש, כאשר כל הרכיבים בו עלו.
- מדד הליבה, המדד לכל הפריטים פחות מזון ואנרגיה, עלה בפברואר ב-0.4%, בדומה לעלייה בינואר. הרכיבים שעלו בפברואר, כוללים: דיור, תעריפי תעופה, ביטוח רכב, הלבשה ונופש. במבט כולל, מדובר בהרכב התייקרויות בעל משקל משמעותי לרכיב "הדביק" מאוד של שירותים. בהמשך לאמור לעיל, רכיב הדיור עלה ב-0.4% בפברואר והיה התורם הגדול ביותר לעלייה החודשית במדד הליבה. רכיב השכירות עלה ב-0.5% במהלך החודש. רכיב הדיור עלה ב-5.7% בשנה האחרונה, המהווה בערך שני שלישים מן מעליית מדד הליבה בשנה החולפת. עוד במסגרת התייקרויות של רכיב השירותים שבמדד, רכיב מחירי הטיסות עלה ב-3.6% בפברואר, לאחר עלייה של 1.4% בינואר.
- מדד מחירי היצרן (PPI) הפתיע כלפי מעלה ועלה בכ-0.6%, כפול מתחזית הקונצנזוס. ברמת הליבה, מחירי הביקוש הסופיים, ללא אנרגיה, מזון ושירותים מסחר עלו בכ-0.4%, גם כן גבוה מהציפיות. ב-12 החודשים

האחרונים שהסתיימו בפברואר, מדד הליבה של ה-PPI עלה ב-2.8% ומדד ה-PPI הכולל עלה ב-1.6%. בפברואר, כמעט שני שלישים מהעלייה במחירי הביקוש הסופיים נבעו מהתייקרות של מוצרים, שעלו ב-1.2%, זאת בעיקר בשל התייקרות האנרגיה ב-4.4%. במקביל, מחירי השירותים עלו ב-0.3%, בעיקר עקב התייקרות שירותי הנסיעות ובכלל זה מחירי טיסות. על סמך העליות ב-PPI וב-CPI, פרסום מחירי ליבת ה-PCE לחודש פברואר (ב-29/3/2024) צפוי להצביע על עליות של כ-0.3% ברמה החודשית וכ-2.8% ברמה השנתית, זאת בדומה לשיעור העלייה ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו בינואר. במבט כולל, מדובר בשרשרת של התפתחויות שאיננה תומכת בהפחתת ריבית בארה"ב בעתיד הקרוב.

**Chart 3**



- כצפוי, ועדת השווקים הפתוחים של ה-FED (FOMC) החליטה בישיבתה מחודש פברואר 2024 להותיר את הריבית ללא שינוי בטווח 5.25%-5.50%. ברקע להחלטה, עומדים אינדיקטורים המצביעים על כך שהפעילות הכלכלית מתרחבת בקצב משביע רצון, זאת תוך ששוק העבודה שומר על איתנותו ושיעור האבטלה נותר נמוך יחסית. באשר לאינפלציה, צוין כי היא אמנם נחלשה בשנה האחרונה, אך עדיין נותרה גבוהה מהרצוי. ה-FOMC לא צופה שינוי של הריבית כל עוד לא נצבר ביטחון רב יותר לכך שהאינפלציה נעה באופן ברור ועקבי לעבר היעד של 2%.

- לצד החלטת הריבית, ה-Fed פרסם את ההערכות הכלכליות העדכניות של חברי ה-FOMC. במסגרת זו, הדגשים העיקריים, הם: עדכון של ממש כלפי מעלה בתחזית הצמיחה – מ-1.4% ל-2.1% בשנת 2024 ומ-1.8% ל-2.0% בשנת 2025, אך ללא שינוי של ממש בתחזית לשיעור האבטלה, שנותר ברמה של כ-4% לשנים הבאות. תחזית האינפלציה, במונחי ליבת ה-PCE, המהווה את המדד הרלוונטי ליעד האינפלציה הועלתה לשנת 2024 לכ-2.6%, זאת לעומת 2.4% בתחזית הקודמת, ויעד של 2%. לא חל שינוי בתחזית החצינית לריבית ה-Fed לסוף 2024, המגלמת שלוש הפחתות ריבית מעתה ועד לסוף השנה. לעומת זאת, תוואי הפחתת הריבית לשנים הבאות הינו מתון יותר מאשר בתחזית של חודש דצמבר 2023. מבחינת פיזור התחזיות של חברי ה-FOMC, 10 חברי וועדה צופים שלוש הורדות ריבית או יותר השנה, כאשר תשעה צופים שתי הפחות ריבית או פחות מכך. באשר לטווח הארוך, ה-Fed רואה רמה ארוכת טווח גבוהה יותר של הריבית מאשר בתחזית של חודש דצמבר 2023. זהו נושא שהודגש בדבריו של היו"ר, שאמר שאיננו רואה את העולם חוזר למצב של רמות ריבית נמוכות מאוד כפי שהיה בעבר.

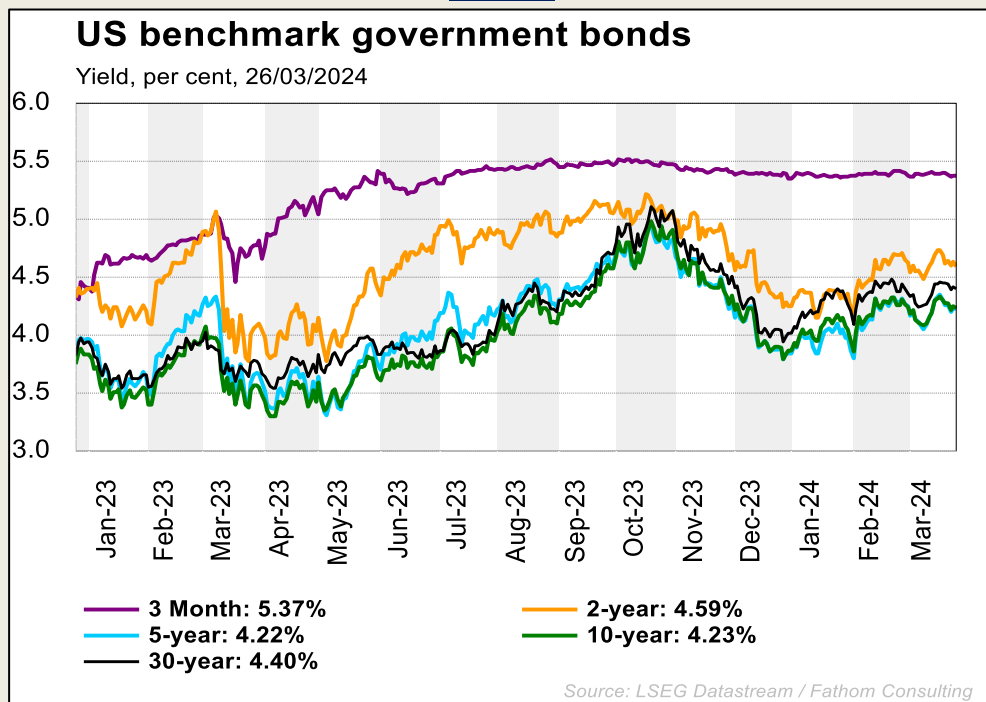
- ה-Fed ימשיך בפעולות ה-QT, תוך כדי המשך צמצום האחזקות באג"ח ממשלת ארה"ב ובניירות ערך מגובי חובות ומשכנתאות. עם זאת, היו"ר ציין בדבריו, שעתה יש דגש על תכנית להאטת קצב ה-QT, והכוונה היא להאטת קצב צמצום מאזן ה-Fed, זאת במטרה למנוע השפעות שליליות על השווקים הפיננסיים ועל מידת

הנזילות במערכת הפיננסית, ולהימנע מסוג של משבר נזילות כפי שקרה ב-2019. היו"ר הדגיש כי בעוד שמדובר בהאטת קצב ה-QT, אין כוונה לצמצם את ההיקף הכולל של הצמצום. ככל שהתנאים הפיננסיים ימשיכו להיות טובים, ויימנע מצב של בעיית נזילות, הצמצום הכולל על פני זמן של המאזן עשוי להיות משמעותי עוד יותר מהצפוי כיום. בדרך זו, של האטת הקצב של ה-QT, ללא זעזועי נזילות בשוק, ה-Fed מקווה להמשיך ולהגיע למאזן קטן יותר מאשר היום וזאת בדרך של "נחיתה רכה".

- להערכתנו, ה-Fed יצמצם את גודל המאזן שלו מכ-28% תוצר ברביע הרביעי של 2023 לכ-25%-20 תוצר בטווח הרחוק יותר. כאמור לעיל, ה-Fed מבקש להגיע לרמה נמוכה זו באופן איטי יחסית עתה, בכדי להימנע ממשבר נזילות, זאת כאשר חלק משמעותי ממאגר הנזילות, בהיקף של כ-850 מיליארד דולר מוחזק במרכזי החלף.

- התשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות הארוכות של ארה"ב מצויות במגמת עלייה מתונה מאז תחילת שנת 2024. התשואות על אגרות החוב ל-10 שנים נעות כיום סביב רמה של 4.25% לעומת כ-3.80% בסוף דצמבר 2023 (ראה/י תרשים 4). במבט קדימה, התשואה צפויה לרדת, אך באופן איטי מאוד והדרגתי, ולהישאר מעל 4% ברביעים הקרובים. זאת, בין היתר, על רקע נתוני האינפלציה והפעילות, שתומכים בהפחתת ריבית מתונה והדרגתית יותר ביחס להערכות מלפני מספר חודשים. כמו כן, ביקוש יציב להשקעות במקביל לירידת מקורות המימון הזמינים, וגירעונות ממשלתיים גדולים, אשר מצריכים גיוסי חוב בהיקפים גדולים, מהווים גורמים אשר תומכים בתשואות גבוהות. השקת תכנית להאטת קצב צמצום גודל המאזן של ה-Fed של ארה"ב, עשויה להיות גורם חיובי לשוק איגרות החוב הממשלתיות. התשואות הקצרות נותרו יציבות ברמה גבוהה, זאת בשל ההשפעה הגדולה של המדיניות המוניטרית עליהן.

**Chart 4**





## הכלכלה הגלובלית במבט כולל

האינדיקטורים החודשיים לבחינת הפעילות בגוש האירו מוסיפים להצביע על חולשה יחסית ברביע הראשון של 2024. ישנה סבירות גבוהה כי ה-ECB יפחית את הריבית ביוני, צעד אשר יתמוך בירידת המרווח בין תשואה על אג"ח איטלקית למקבילתה הגרמנית. הבנקים המרכזיים בצ'כיה ושוויץ הפחיתו את הריבית. האינפלציה בבריטניה ירדה בחדות, תהליך שצפוי להימשך בחודשיים הקרובים, אם כי, קיים סיכון כי העלאת שכר המינימום באפריל תעיב על תהליך זה. לאחר שמונה שנים תם עידן הריבית השלילית ביפן. ובסין, מאז ראשית השנה חל שיפור בפעילות הכלכלית.

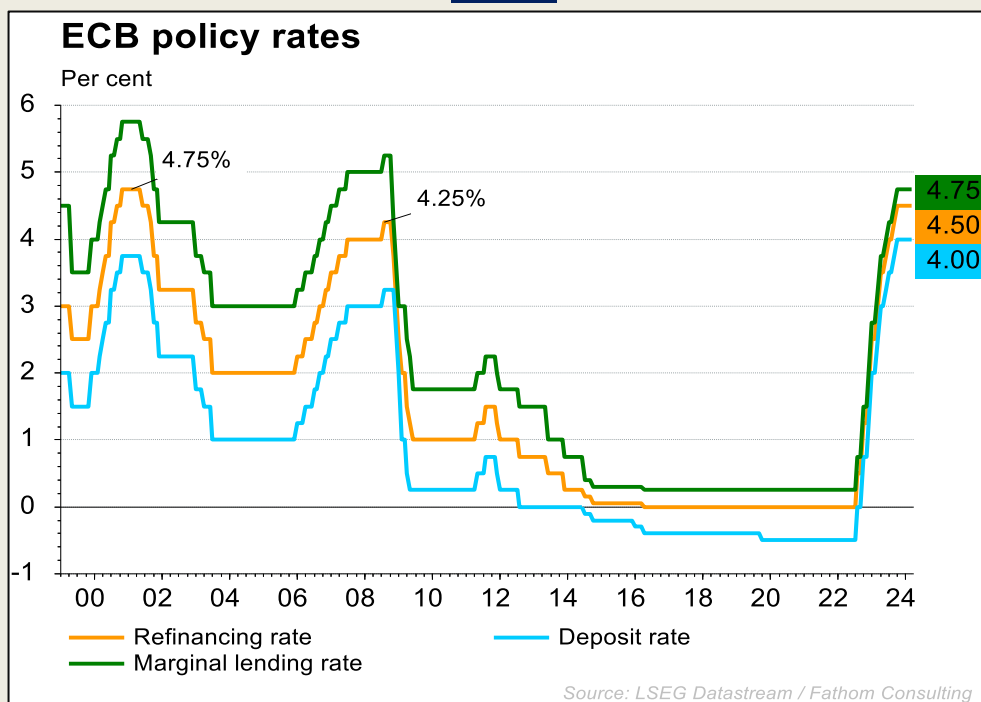
### גוש האירו

האינדיקטורים החודשיים לבחינת הפעילות בגוש האירו מוסיפים להצביע על חולשה יחסית ברביע הראשון של 2024. כך, הייצור התעשייתי התכווץ בחודש ינואר 2024, בהשוואה לחודש הקודם, וירד במהלך השנה האחרונה בכ-6.7% (ינואר 2024 לעומת ינואר 2023). בחודש ינואר בלטה ירידה חדה מאוד בייצור התעשייתי של אירלנד, אשר נוטה להשתנות בחדות במעבר בין שנים, אך גם בנטרול אירלנד הייצור התעשייתי התכווץ. במבט קדימה, הייצור התעשייתי של גוש האירו צפוי להמשיך במגמה השלילית בחודשים הקרובים, כמשתקף מסקר מנהלי הרכש המצביע על התכווצות בהיקף ההזמנות החדשות בתעשייה.

המסחר הקמעונאי עלה במתינות בחודש ינואר, אך זאת לאחר ירידה חדה בחודש הקודם, והרמה הנוכחית נמוכה מהמוצע ברביע האחרון של 2024. המסחר הקמעונאי מצוי במגמת ירידה בשנתיים האחרונות, ועל פי סקר הסנטימנט של הנציבות האירופית מגמה זו צפויה להימשך גם בחודש פברואר. נוסף על כך, גם הנתונים על רכישות כלי רכב ירדו בחודשים האחרונים ומלמדים כי הצריכה של מוצרים שאינם קמעונאיים מצויים בירידה. לפיכך, נראה כי הצריכה הפרטית בגוש האירו צפויה להפגין חולשה במהלך המחצית הראשונה של 2024, ותוסיף להכביד על קצב הצמיחה של התוצר בתקופה זו.

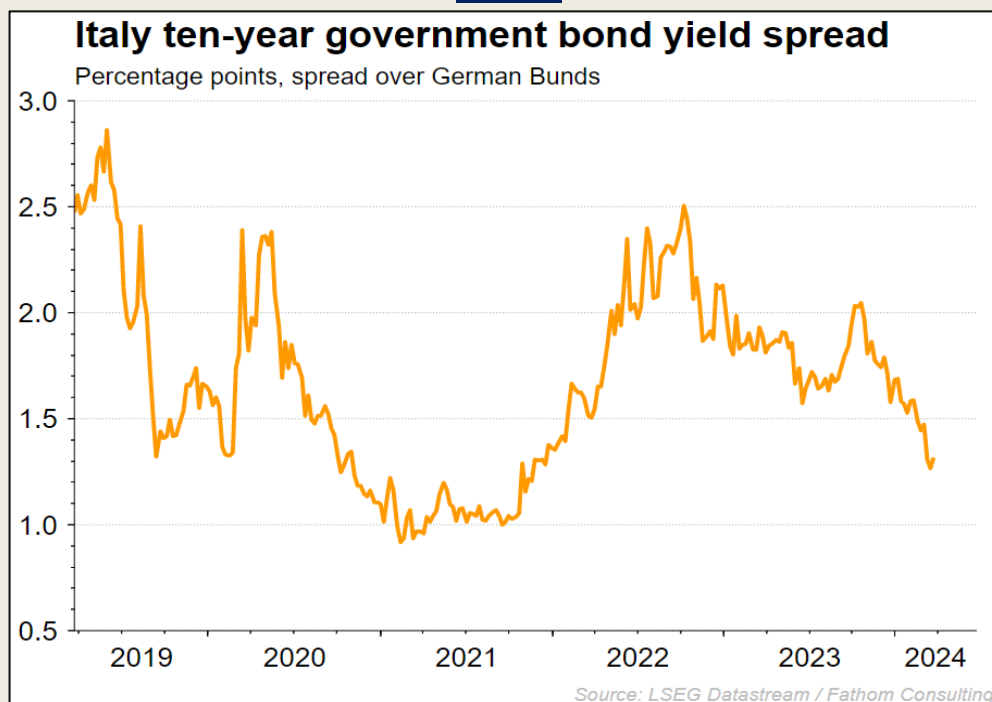
מדד מנהלי הרכש עלה בחודש מרץ, והתקרב אל הסף שמצביע על יציבות בפעילות הכלכלית, כך על פי נתוני הבזק לחודש זה. כלומר, על פי מדד זה, לאחר המגמה השלילית שחלה בתקופה האחרונה, תנאי הפעילות בגוש האירו הפסיקו להידרדר, אך הפעילות ברביע הראשון לא צמחה. השיפור במדד חל בעיקר על רקע שיפור בענפי השירותים, ואילו הפעילות התעשייתית מוסיפה להתכווץ.

Chart 5



- בהחלטת הריבית שנערכה בחודש מרץ הותיר ה-ECB את הריביות העיקריות ללא שינוי, כצפוי (ראה/י תרשים 5). ההודעה לתקשורת שנלוותה להחלטה הייתה בעלת גוון ניצי יותר מקודמתה. זאת, כפי שהתבטא בהתייחסות לכך שלחצי האינפלציה המקומיים נותרו גבוהים, בין היתר, הודות לקצב הצמיחה הגבוה של השכר. מנגד, התחזיות לאינפלציית הליבה בשנים 2025-2026, עודכנו במעט כלפי מטה, עובדה המשקפת ביטחון גבוה יותר של ה-ECB ביכולתו להשיב את האינפלציה אל היעד (2%) בטווח הזמן הבינוני. הנגידה Lagarde הדגישה כי נדרשות הוכחות מוצקות יותר לכך שהאינפלציה נחלשת על מנת שה-ECB יפחית את הריבית, ורמזה כי בחודש יוני קובעי המדיניות יהיו חשופים למידע בהיקף נרחב יותר בנוגע להתפתחות האינפלציה. במבט קדימה, ישנה סבירות גבוהה כי ה-ECB יפחית את הריבית בחודש יוני הקרוב, גם אם לפני הפחתה מצד ה-Fed, אולם בתרחיש שבו אינפלציית השירותים וקצב הגידול של השכר יוסיפו לשהות ברמתם הנוכחית גם בחודשים הקרובים, הפחתת הריבית ככל הנראה תידחה למועד מאוחר יותר.
- בהקשר זה נציין כי הפחתת ריבית על ידי ה-ECB צפויה לתמוך בירידת המרווח בין התשואה על אג"ח ממשלת איטליה לזו של גרמניה, אשר מצוי בירידה בחודשים האחרונים (ראה/י תרשים 6). אמנם החוב הממשלתי הגבוה באיטליה מגלם סיכונים ארוכי טווח, אך הפחתת הריבית בגוש האירו צפויה למתן את השפעתם, כך שהמרווח עשוי לרדת מרמתו הנוכחית, ולהתקרב לרמה שנרשמה במהלך שנת 2021.
- האינפלציה בגוש האירו התמתנה ל-2.6% בחודש פברואר (2.8% בינואר), על רקע האטה באינפלציית הליבה ובמחירי המזון, אשר קוזזה חלקית על ידי האצה במחירי האנרגיה. אמנם אינפלציית הליבה הגיעה לרמה הנמוכה ביותר בשנתיים האחרונות (3.1%), אולם אינפלציית השירותים, אשר זוכה לתשומת לב גבוהה יותר מצד קובעי המדיניות המוניטרית בעת האחרונה, התמתנה רק קלות והסתכמה ב-3.9% (4.0% בחודש הקודם).

**Chart 6**



**שאר כלכלת אירופה**

- הבנק המרכזי של שוויץ הפחית את הריבית ב-25 נקודות בסיס במהלך חודש מרץ, במהלך מפתיע יחסית ובניגוד לצפי בשוק כי הריבית תישאר ללא שינוי, כך שזו עומדת על 1.5%, והוא הראשון בקרב הבנקים של מדינות ה-G10 שעושה זאת. בנוסף להפחתת הריבית, הפחית הבנק את תחזיותיו בנוגע לאינפלציה במהלך השנתיים הקרובות, אם כי, על פי התחזית, זו עדיין תהיה מצויה בתוך הטווח המזוהה עם יציבות מחירים (0%-2%). במבט קדימה, האינפלציה בשוויץ צפויה להמשיך במגמת ההתמתנות ולרדת מתחת ל-1% במהלך שנת 2025, כך שהבנק המרכזי צפוי להמשיך במחזור הפחתות הריבית במהלך המחצית השנייה של 2024.

- התוצר בשוויץ עלה ריאליית בכ-0.3% (במונחי q/q) ברביע הרביעי של 2023, על רקע עלייה ביצוא, אם כי הביקושים המקומיים התכווצו לנוכח ירידה בהשקעה בציוד. נקודות חיוביות נוספות במהלך הרביע הרביעי, היו: הצמיחה של הצריכה הפרטית והשיפור בפעילות ענף התיירות. במבט קדימה, הפחתת הריבית צפויה לתמוך בהשקעות במשק, ולהוביל לפיחות מסוים בערכו של המטבע המקומי, ואגב כך לתמוך גם ביצוא, כך שהפעילות הכלכלית צפויה להאיץ ברביעים הקרובים.

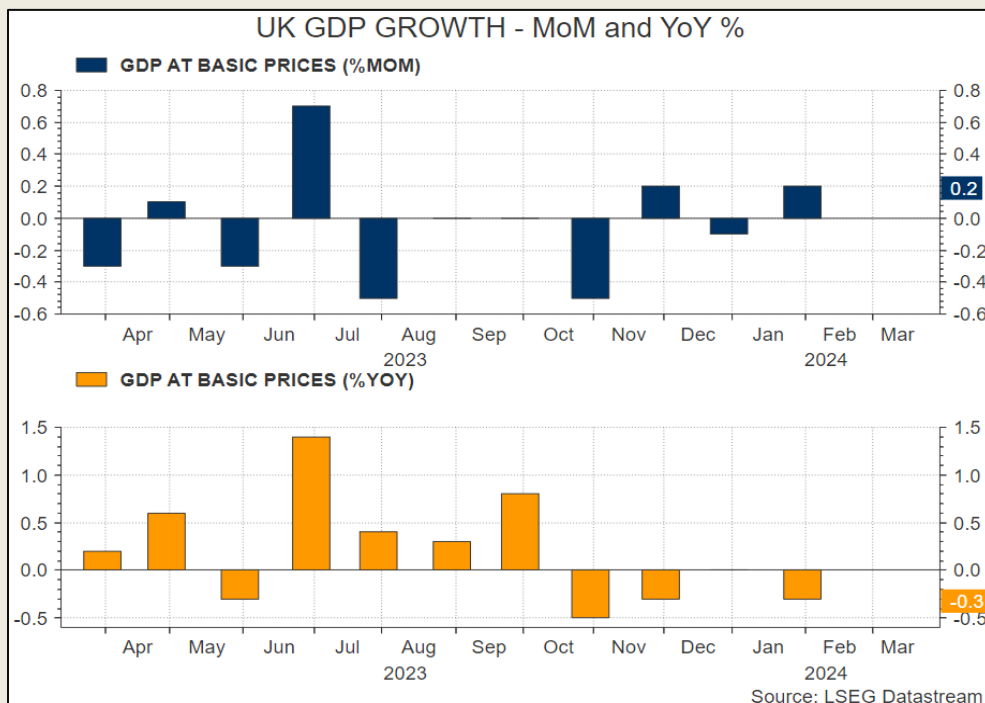
- הבנק המרכזי של צ'כיה הפחית את הריבית בחודש מרץ, בפעם השלישית ברציפות, ב-50 נקודות בסיס, לרמה של 5.75%, והוא צפוי להמשיך במגמת ההקלה המוניטרית במהלך השנה. הפחתה זו מגיעה לאחר הפחתה בסדר גודל 25 נקודות בסיס בדצמבר 2023, והפחתה של 50 נקודות בסיס בפברואר השנה. הפחתות אלו חלו על רקע הירידה של האינפלציה אל יעד יציבות המחירים (2%), לראשונה מאז דצמבר 2018, כאשר זו הסתכמה בכ-2.0% בדיוק בחודש פברואר (2.2% במונחי HICP). במבט קדימה, לאור הפעילות הכלכלית המתונה, והצפי להמשך ההאטה באינפלציה, צפוי כי הבנק המרכזי יפחית את הריבית גם בפגישות הבאות.

### בריטניה

- האינדיקטורים החודשיים אשר פורסמו מאז ראשית השנה מאותמים כי במהלך הרביע הראשון של 2024 יצאה בריטניה מהמיתון הטכני אליו נקלעה לאחרונה, ברביע האחרון של 2023. כך, נתוני התוצר החודשיים הצביעו על צמיחה בשיעור של 0.2% בינואר, ביחס לחודש הקודם (ראה/י תרשים 7), וזאת לאחר שבמשך ארבעה מתוך חמשת החודשים הקודמים, התוצר החודשי לא צמח. גם מדד מנהלי הרכש, אשר אמנם ירד במתינות בחודש מרץ, אך עדיין הצביע על התרחבות, מתואם בסיכום הרביע הראשון של 2024 עם קצב צמיחה בשיעור של 0.2% (במונחי q/q), בהתבסס על הקשר ההיסטורי בין השניים.

בנוסף, גם נתוני המסחר הקמעונאי, שאמנם נותרו ללא שינוי בחודש פברואר, אולם מראשית השנה עלו בשיעור גבוה יחסית (בהשוואה לרביע הקודם), מצביעים על תרומה חיובית של הצריכה הפרטית לצמיחה ברביע הראשון של 2024.

Chart 7



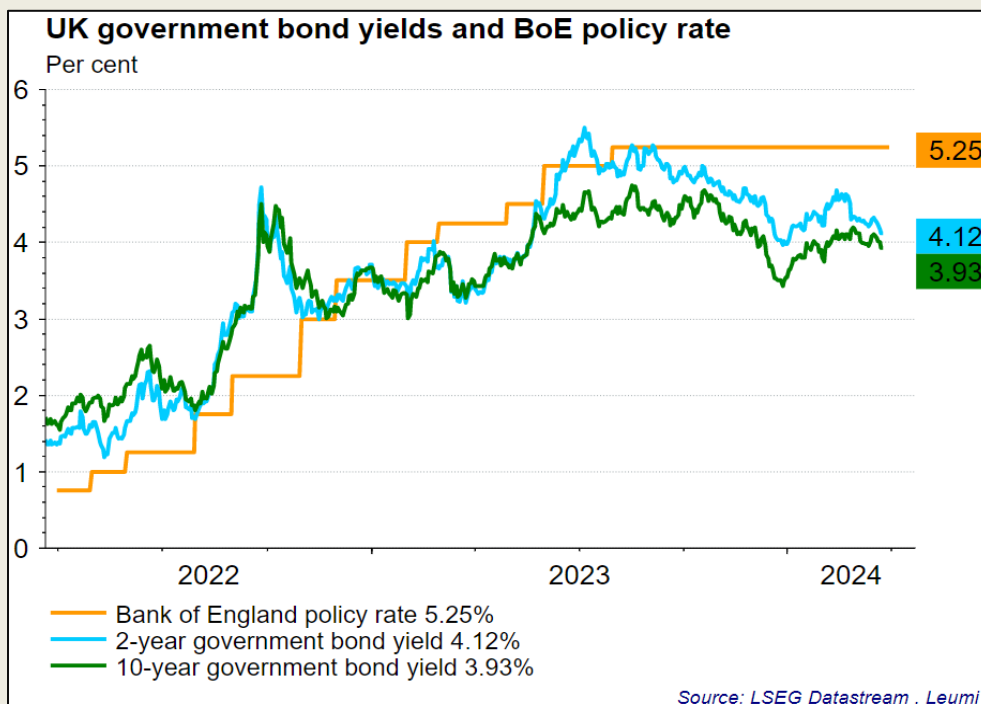
- האינפלציה ירדה בחדות, ומעבר לציפיות המוקדמות, מ-4% בינואר ל-3.4% בפברואר. הירידה באינפלציה בפברואר הייתה רוחבית, ואפיינה 9 מתוך 12 הסעיפים המרכזיים. אינפלציית הליבה ירדה גם כן, מ-5.1% ל-4.5%, באותה התקופה, ואינפלציית השירותים, ה"דביקה", אשר היוותה מקור לדאגה בקרב חלק מחברי הועדה המוניטרית, ירדה אף היא. במבט קדימה, האינפלציה צפויה בתוך חודשיים לרדת מתחת ל-2%, רמה

העשויה להיות נמוכה אף מזו של ארה"ב וגוש האירו, עובדה העשויה להוות זרז להפחתת ריבית בבריטניה בראשית המחצית השנייה של 2024.

- אף על פי כן, סיכון מסוים לאינפלציה עלול לנבוע מהעלאת שכר המינימום הצפויה להיכנס לתוקפה בחודש אפריל. שכר המינימום יעלה בשיעור של 9.8%, הגבוה ביותר שנרשם מאז שנת 2001, ודומה לשיעור העלייה שנרשם בשנה שעברה. ההעלאה בשנה שעברה הובילה לעלייה בשכר הממוצע (בנטרול בונוסים) בחודשיים העוקבים להעלאת שכר המינימום, ואף לעלייה חדה באינפלציית הליבה, כך שישנו חשש כי ההעלאה הצפויה לחול השנה תוביל לתוצאה דומה, ועל ידי כך תתמוך בלחצי האינפלציה המקומיים ותעכב את הפחתת הריבית הראשונה.

- בהחלטת הריבית שנערכה בחודש מרץ הותיר הבנק המרכזי את הריבית ללא שינוי, ברמה של 5.25%, זו ההחלטה החמישית ברציפות (ראה/י תרשים 8). ברקע ההחלטה ציין נגיד הבנק כי טרם הגיעה העת להפחית את הריבית, אך כי הדברים מתקדמים בכיוון הנכון. כמו כן, מההתייחסות של הוועדה המוניתרית ניתן היה להתרשם כי חברי הוועדה מרוצים מהתפתחות האינפלציה, שכן הם ציינו כי המדיניות המוניתרית המצמצמת מכבידה על הפעילות הריאלית, מרפה את שוק העבודה ההדוק, ומרסנת את לחצי האינפלציה. יצוין כי בשונה מההחלטה הקודמת, אף חבר ועדה לא הצביע בעד העלאת ריבית, וזאת לראשונה מאז ספטמבר 2021. בסך הכל, נראה כי ה-BOE נותר די ניצי, כמתבטא בהדגשה של האינדיקטורים המצביעים על דביקות האינפלציה, וכן על בסיס ההצהרה כי המדיניות תישאר מרסנת לתקופה ארוכה.

**Chart 8**



### כלכלות אסיה

- הקריאה השנייה של נתוני התוצר ביפן הובילה לעדכון כלפי מעלה של קצב הצמיחה ברביע האחרון של 2023, מ-0.1% ל-0.1%, וזאת על רקע עדכון חד לקצב העלייה של ההשקעות בסקטור העסקי. נתוני התוצר המעודכנים סייעו לקבוע כי יפן אינה נמצאת במיתון טכני, כפי שהצביעה הצמיחה על פי הקריאה הראשונה.
- יחד עם זאת, בחינת מכלול האינדיקטורים שפורסמו מאז ראשית השנה מצביעה על התכווצות של התוצר במהלך הרביע הראשון של השנה. כך, הייצור התעשייתי ביפן ירד בחדות בחודש ינואר, בשיעור של 7.5%. הירידה הייתה רוחבית ואפיינה כמעט את כל הסקטורים בענף התעשייה. אמנם הסקרים מלמדים כי החברות בענף התעשייה צופות התאוששות בפעילות בפברואר, אך רמת הפעילות צפויה להישאר נמוכה יחסית, ומשקפת התכווצות בייצור התעשייתי ברביע הראשון של 2024. מעבר לכך, גם הרכישות של מוצרי הון אשר

ירדו בחדות בינואר, בשיעור של 17.5%, מאותתים על התכווצות בהשקעות בסקטור העסקי ברביע הראשון של 2024.

- עוד ביפן, יצוא הסחורות, במונחים נומינליים, התכווץ בפברואר, ואילו היבוא עלה קלות, אך זאת לאחר ירידה חדה בחודש הקודם. בשורה התחתונה, הן היבוא והן היצוא של סחורות צפויים להתכווץ בסיכום הרביע הראשון של 2024, אך מכיוון שעוצמת הירידה של היבוא צפויה להיות גבוהה יותר, היצוא נטו צפוי לתמוך בצמיחה. יחד עם זאת, ירידה חדה ביצוא השירותים, אשר תגיע לאחר העלייה החדה והחד פעמית שנרשמה ברביע הרביעי של 2023 ביצוא של "גבייה על השימוש במוצרים בלתי מוחשיים", תהווה משקל כנגד.

- מדד מנהלי הרכש ביפן עלה בחודש מרץ לרמה הגבוהה ביותר שנרשמה בשבעת החודשים האחרונים, ומצביע על התאוששות בפעילות הכלכלית במבט קדימה. על בסיס הקשר ההיסטורי בין המדד לתוצר, הרמה הנוכחית של המדד מתואמת עם צמיחה הכפולה מזו שנרשמה במהלך הרביע האחרון של 2023, במונחי y/y. העלייה במדד חלה בעיקר על רקע התחזקות בתחום השירותים, וזאת כפי הנראה הודות להאצה בקצב הגידול של השכר, לצד האטה באינפלציה. מאידך, המדד עדיין מצביע על חולשה בתחום התעשייה.

- לסיכום, על אף האינדיקציה החיובית ממדד מנהלי הרכש, התוצר ביפן צפוי להתכווץ במהלך הרביע הראשון של 2024 בכ-0.3%, וזאת על רקע ההשקעות הנמוכות בקרב הסקטור העסקי, והמשך מגמת ההיחלשות בצריכה הפרטית.

- הבנק המרכזי ביפן שם קץ לריבית השלילית לאחר שמונה שנים, כאשר הוא העלה את הריבית מ-0.1% ל-0.1%+ בחודש מרץ, ההעלאה הראשונה מזה 17 שנים. מלבד זאת, הבנק זנח רשמית את השליטה על עקום התשואות, אם כי, הבנק הדגיש כי במקרה של זינוק בתשואות הארוכות הוא ישוב לבצע מרכזים לרכישת אגרות חוב בהיקף בלתי מוגבל. יחד עם זאת, הבנק אותת כי אין בכוונתו להמשיך בהידוק המוניטרי, מה שגרם לתשואה על האג"ח הממשלתי לרדת והוביל לפיחות בערכו של הין, מיד לאחר הפרסום של החלטת הוועדה המוניטרית.

- המאזן של הבנק המרכזי של יפן עלה מקצת יותר מ-30% תוצר, לפני שהשיק הקלות שונות ב-2013, לכ-130% תוצר עתה, זאת בעיקר עקב גידול ניכר בהחזקת אג"ח ממשלתיות יפניות (JGBs). הבנק האט לאחרונה את רכישותיו, ואחזקותיו החלו לרדת. אחזקות הבנק המרכזי של יפן באג"ח ממשלת יפן, ה-JGB, החלו כבר להתכווץ וימשיכו לעשות זאת כעת, כאשר מנגנון בקרת עקום התשואות YCC הסתיים. צפוי שהנורמליזציה של המאזן של תמשך זמן רב, עד כדי עשור, ושהבנק ירצה לכווץ את המאזן שלו מהר יותר במהלך השנים הקרובות. המניע העיקרי הוא חששות מההשפעה השלילית של אחזקות הענק של הבנק על תפקוד שוק האג"ח, ולא מתוך כוונה להחמיר את התנאים המוניטריים או חששות מהשפעת עליית התשואה של האג"ח על המצב הפיננסי.

- נראה שהבנק המרכזי של יפן יבקש לצמצם את אחזקותיו ב-JGB מבלי לסכן את יתרות הבנקים המסחריים ואת מידת הנזילות. צפוי שהבנק יאט בהדרגה את רכישותיו לכיוון אפס, אך ימנע ממכירת אג"ח, כלומר שימנע מ-QT פעיל. אם זה המקרה, יעבור כמעט עשור עד שאחזקת האג"ח תרד לכ-100 טריליון יין, שנראה כיעד סביר לטווח הרחוק, זאת בהתבסס על יעד של "חיסול" כל מלאי האחזקות באג"ח ממשלת יפן. עליית התשואות באג"ח הממשלתי, הצפויה על פני זמן, תשקף בעיקר את עליית ריבית ה-BOJ על פני זמן לרמה שאיננה שלילית במונחים ריאליים. בטווח הארוך, זה יכול להוביל את התשואות ל-10 שנים עד ל-2.5%, זאת תוך שהבנק מעלה, על פני טווח זמן ארוך, את הריבית שלו מ-0% כיום ל-2%.

- האינפלציה ביפן עלתה ל-2.8% בפברואר (2.2% בחודש קודם), וזאת על רקע אפקט בסיס שנבע מהסובסידיות שיושמו על תעריפי אנרגיה בפברואר 2023. אינפלציית הליבה, כלומר האינפלציה ללא אנרגיה ומזון טרי, אשר מנטרלת גם את אפקט הבסיס המוזכר לעיל, המשיכה להתמתן, כך שהעלייה באינפלציה הכללית לא תומכת בהידוק נוסף במדיניות המוניטרית, אם כי זה עודנו אפשרי. אינפלציית השירותים נותרה יציבה ברמתה הגבוהה.

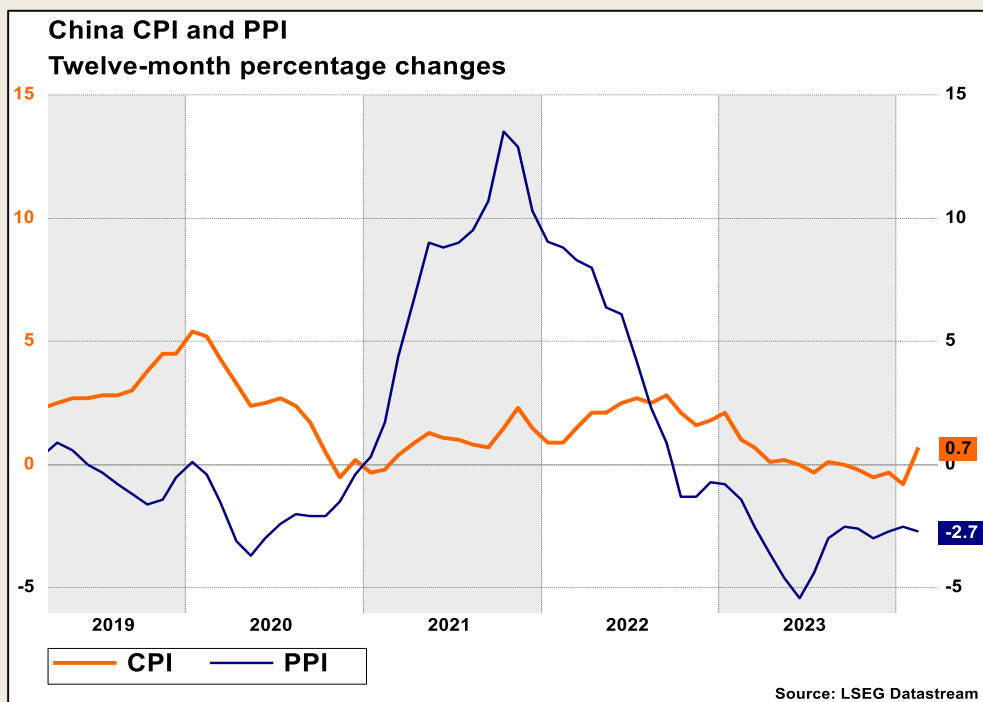
- בסין נרשם שיפור בפעילות הכלכלית בראשית 2024. כך, קצב הצמיחה של הייצור התעשייתי הואץ בינואר, בעיקר הודות לגידול בביקוש החיצוני. גם קצב הצמיחה של ההשקעות בנכסים קבועים הואץ מראשית השנה, הודות לתמיכה הפיסקלית בתחום התשתיות, ולהתמתנות המגמה השלילית בהשקעות בתחום הבנייה, על רקע מאמצי הממשלה, שהתבטאו בתמיכה באשראי לקבלנים. גם נתוני היצוא בחודשיים הראשונים של 2024 הפגינו חוסן, וזאת חרף המגמה השלילית בסחר העולמי.

מנגד, נראה כי הצריכה הפרטית המשיכה לדשדש, כאשר קצב הצמיחה של המסחר הקמעונאי התכווץ בראשית השנה, וזאת, כפי הנראה לנוכח החולשה בשוק העבודה, כמשתקף בעלייה בשיעור האבטלה, שחלה בכל אחד משלושת החודשים האחרונים.

מדדי מנהלי הרכש השונים למצב בענף התעשייה בסין הצביעו על מגמות מעורבות בפברואר. כך, המדד הרשמי ירד קלות, והצביע על התכווצות בפעילות, ואילו מדד Caixin עלה קלות, והצביע על התרחבות בפעילות. לאור השונות בין המדדים, נראה כי בחינת הממוצע של שני הסקרים עשויה לשקף במידה טובה יותר את ההתפתחויות בפעילות התעשייתית, וזה מצביע על יציבות בפברואר. בהמשך לכך, ממוצע הסקרים מצביע על המשך מגמת ההתכווצות בהזמנות ליצוא, מה שצפוי להתבטא ביצוא הסחורות בחודשים הקרובים. בניגוד לתעשייה, ממוצע הסקרים מצביע על שיפור בתנאי הרקע בענפי השירותים, כך שהמדד המשולב עלה לרמת הגבוהה ביותר בשבעת החודשים האחרונים.

האינפלציה בסין זינקה בחודש פברואר ל-0.7%+ (לעומת -0.8% בינואר – רמת שפל ב-14 השנים האחרונות), והפכה חיובית לראשונה מאז ספטמבר 2023, כמו כן, רמתה הנוכחית הינה הגבוהה ביותר מאז אפריל 2023 (ראה/י תרשים 9). העלייה באינפלציה חלה על רקע גורמים זמניים, דוגמת התנדויות במחירי המזון והתיירות סביב השנה הסינית החדשה. במבט קדימה, עודף הקיבולת בסין צפוי לשמור על האינפלציה נמוכה בתקופה הקרובה, ברמה הנמוכה מממוצע השנים שקדמו למגפת הקורונה, ומתחת ליעד הממשלתי (3%).

**Chart 9**



**משקים מתעוררים**

קצב הצמיחה של התוצר המצרפי בשווקים המתעוררים הואץ מ-0.2% בלבד ברביע השלישי של 2023 ל-1.5% ברביע הרביעי, אולם השונות בין המדינות הייתה גבוהה. המשקים המתעוררים באסיה חוו את הצמיחה הגבוהה ביותר ברביע הרביעי, ואילו המשקים המתעוררים באמריקה הלטינית ובאירופה חוו צמיחה מתונה מאוד, בין היתר, ברקע ביקוש חיצוני נמוך. חשוב להדגיש כי בנטרול סין והודו, קצב הצמיחה במשקים המתעוררים דווקא הואט במהלך התקופה לעיל.

מבט על מדדי מנהלי הרכש שיצאו מאז החלה השנה מלמד כי הפעילות הכלכלית במשקים המתעוררים באסיה מוסיפה לצמוח במהירות, ואילו הפעילות במשקים המתעוררים באירופה ממשיכה להתכווץ. העלייה

החדה במדד מנהלי הרכש של המשקים המתעוררים באמריקה הלטינית מיוחסת בעיקר לברזיל, בעוד שהמצב ביתר המדינות עודנו שלילי.

בהסתכלות על השנה הקרובה: בסין, המדיניות הפיסקלית התומכת צפויה לתרום להאצת הפעילות הכלכלית, והביקוש הגובר לטכנולוגיות שקשורות בתחום ה-AI יתמכו בפעילות הכלכלית בטאיוואן. באירופה, ההתמתנות הצפויה באינפלציה, שתאפשר הקלה מוניטרית, תתמוך בפעילות הכלכלית אשר נפגעה בשנת 2023 מגורמים כגון: מחירי האנרגיה הגבוהים, מדיניות מוניטרית הדוקה וצמיחה נמוכה של כלכלות גוש האירו.

**לסיכום**, קצב הצמיחה של התוצר המצרפי של המשקים המתעוררים צפוי להאט במהלך שנת 2024, ויהיה נמוך מקצב הצמיחה הממוצע שנרשם בשנת 2023 (1.6% במונחי q/q).

## 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/>