

## מאקרו גלובלי - סקירה חודשית

דצמבר 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)

- שיעור הצמיחה של כלכלת ארה"ב ברביע השלישי של השנה עודכן כלפי מעלה, אך נראה כי נרשמה האטה בקצב ברביע הרביעי של 2023. ההתקררות היחסית בשוק העבודה צפויה להימשך בחודשים הקרובים.
- מחירי הדיור הוסיפו לעלות בחודש ספטמבר, והירידה החדה יחסית בריבית המשכנתאות בחודשים נובמבר-דצמבר צפויה לתמוך בעליית מחירי הדירות בחודשים הקרובים.
- הגירעון התקציבי של הממשל האמריקאי התרחב בחודשים אוקטובר-נובמבר 2023.
- בהחלטת הריבית של חודש דצמבר, ה-Fed הותיר את הריבית בטווח של 5.25-5.50%. להערכתנו, על רקע התמתנות האינפלציה, בדגש על מדד ה-PCE, ה-Fed עשוי להתחיל להוריד את הריבית כבר בחודש מרץ 2024, מוקדם יותר מהצפוי על-פי השווקים (מאי-2024).
- הקצב השנתי הן של מדד מחירי הליבה של ה-PCE והן של מדד ה-PCE הכולל ירדו בחודש נובמבר.

### הכלכלה הגלובלית במבט כולל (עמ' 7)

- הייצור התעשייתי בגוש האירו המשיך לרדת באוקטובר, הקצב השנתי של הייצור התעשייתי עמוק בתוך התחום השלילי זה החודש השמיני ברציפות.
- ה-ECB הותיר את הריבית ללא שינוי בישיבתו מחודש דצמבר. נמשכה מגמת הירידה של האינפלציה (בקצב שנתי) בגוש האירו גם בנובמבר.
- הבנק המרכזי של אנגליה (BOE) הותיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 5.25%, בחודש דצמבר.

### הרחבה מיוחדת על כלכלת איטליה (עמ' 9)

- הכלכלה האיטלקית צלחה את משבר האנרגיה האירופאי שנוצר בעקבות הפלישה של רוסיה לאוקראינה. אך, התוצר האיטלקי לא שב למגמת הצמיחה שאפיינה אותו לפני משבר הקורונה.
- במהלך הרביעים האחרונים ניכרת האטה בפעילות הכלכלית באיטליה. במבט קדימה, צפויה האטה בקצב הצמיחה, והסיכונים לתחזית מוטים כלפי מטה.
- הפרופיל הפיסקאלי נותר חלש, אך הסיכון הפוליטי במדינה פחת מעט.

**לאומי תחזיות כלכליות, דצמבר 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 וללא 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%	4.33%	0.07%	0.09%	ארצות הברית
4.25-4.75%	5.00-5.50%	3.50%	0.10%	0.10%	בריטניה
0.00%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	יפן
4.25-4.75%	2.50%	0.00%	0.00%	0.00%	גוש האירו
3.50-4.00%	4.75%	3.25%	0.10%	0.10%	ישראל

## ארצות הברית

פעילות כלכלית: שיעור הצמיחה של כלכלת ארה"ב ברביע השלישי של השנה עודכן כלפי מעלה, אך נראה כי נרשמה האטה בקצב ברביע הרביעי של 2023. ההתקררות היחסית בשוק העבודה צפויה להימשך בחודשים הקרובים. מחירי הדיור הוסיפו לעלות בחודש ספטמבר, והירידה החדה יחסית בריבית המשכנתאות בחודשים נובמבר-דצמבר צפויה לתמוך בעליית מחירי הדירות בחודשים הקרובים. הגירעון התקציבי של הממשל האמריקאי התרחב בחודשים אוקטובר-נובמבר 2023.

- נתוני התוצר של ארה"ב לרביע השלישי של 2023 עודכנו כלפי מעלה. לפי העדכון, כלכלת ארה"ב צמחה בקצב שנתי של כ-5.2% ברביע השלישי, לעומת קצב של כ-4.9% כפי שדווח בתחילה. מבחינת רכיבי התוצר, משקי הבית הגדילו את ההוצאה שלהם בקצב של כ-3.6% במונחים שנתיים ברביע השלישי, כאשר הוצאות הצרכנים מייצגות כ-70% מהפעילות הכלכלית. גם רכיב ההשקעות העסקיות, החלק השני בגודלו בכלכלה, צמח בקצב גבוה יחסית של כ-2.4%, זאת לעומת כ-0.8% בפרסום הראשוני. המלאים עלו ותרמו לעלייה בתוצר. רווחי העסקים הלא-פיננסיים, עלו, מה שמצביע על כך שעלויות עבודה גבוהות יותר לא מכבידות באופן משמעותי על הרווחים. המשך הצמיחה, ובפרט עם הרכב צמיחה, אשר כולל מרכיב גדול של עליית הצריכה, בין היתר על חשבון חיסכון, לצד מרכיב גדול של עליית ההשקעות הריאליות, שדורש מימון, צפוי להוביל לשמירה על רמה גבוהה יחסית של ריבית לטווח ארוך (תשואות אג"ח).

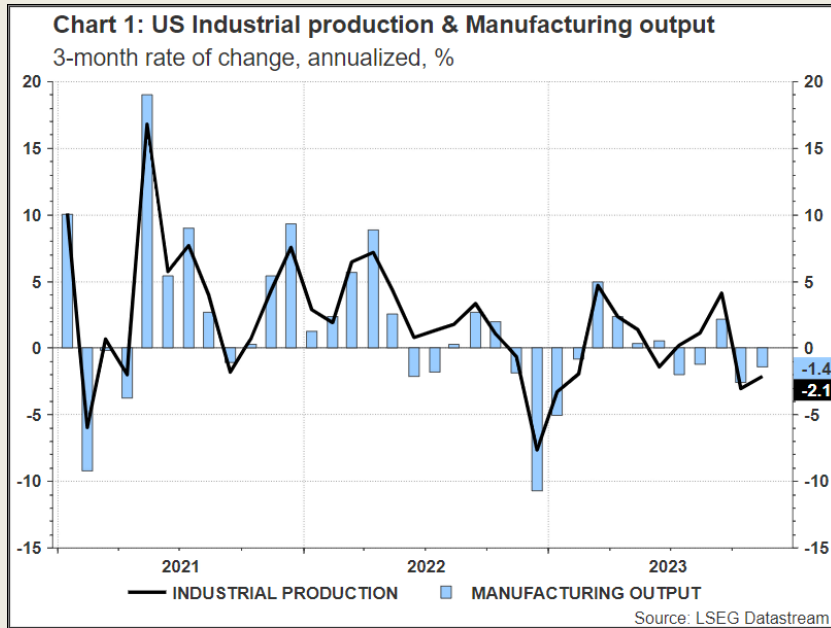
- העלייה המתונה בצריכה הריאלית וירידה נוספת באינפלציה הליבה של ההוצאה לצריכה פרטית, אשר משתקפת במדד ה-PCE, יחזקו את הצפי בשווקים כי מהלך הפחתות הריבית על ידי הפד כבר נראה באופק. הצריכה הפרטית הריאלית עלתה ב-0.2% בנובמבר לאחר שהנתון לאוקטובר עודכן כלפי מעלה ל-0.1%. מה שמצביע על כך שאחרי העלייה השנתית החזקה של כ-3.6% בצריכה ברביע השלישי, הצמיחה של רכיב זה תאט לקצב (שנתי) של 2.0%-2.5% ברביע הרביעי.

- בחודש נובמבר, נרשמה עלייה של כ-199 אלף משרות חדשות, יותר מאשר באוקטובר (כ-150 אלף), אך פחות מחודש ספטמבר (כ-262 אלף). מסתמן כי מספר המשרות החדשות ברביע הרביעי יהיה נמוך ביחס לרביע השלישי, התפתחות שמהווה סימן נוסף לכך שהפעילות הכלכלית, שהפגינה חוסן ברביע השלישי, צפויה להתמתן ברביע הרביעי. במקביל, נציין כי אמנם נרשמה ירידה בשיעור האבטלה ל-3.7% בנובמבר לעומת 3.9% באוקטובר, אולם מדובר עדיין בשיעור אבטלה גבוה ביחס לרמה הממוצעת במחצית הראשונה של 2023. קצב הגידול השנתי של השכר נותר ללא שינוי ביחס לאוקטובר ברמה של כ-4.0%, השיעור הנמוך ביותר מאז אמצע 2011. מגמה זו צפויה להימשך בחודשים הקרובים, ולהביא לירידת שיעור גידול השכר אל מתחת ל-4%. בסך הכול, ההתקררות היחסית בשוק העבודה צפויה להימשך, מה שעשוי ליצור תנאים להפחתת ריבית ראשונה בשלב מוקדם יחסית במחצית הראשונה של 2024.

- הייצור התעשייתי צמח בנובמבר בשיעור מתון של כ-0.2% (m/m), לאחר ירידה חדה באוקטובר, שנבעה משביתת איגוד עובדי תעשיית כלי הרכב, שנפתרה כבר, וחודשיים של כמעט קיפאון שקדמו לכך (ראה תרשים 1). שיעור השינוי השנתי של הייצור התעשייתי בארה"ב מצוי ארבעה חודשים ברציפות (אוגוסט-נובמבר) בטריטוריה השלילית. במקביל, התפוקה בתעשייה מתאפיינת במגמה דומה, כאשר בנובמבר נרשמה עלייה של כ-0.3% (m/m). ביטחון העסקים נותר ללא שינוי בנובמבר, וסקר מנהלי הרכש, מדד ה-ISM, מצביע על עלייה בהזמנות החדשות ובצפי למחירי התפוקה בנובמבר, אם כי המדדים נותרו מתחת ל-50 נק', והצפי לשינוי בתעסוקה נחלש בנובמבר. בהתחשב ברקע הגלובלי המתמשך החלש, צפוי שהייצור התעשייתי בארה"ב יישאר חלש יחסית. 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.

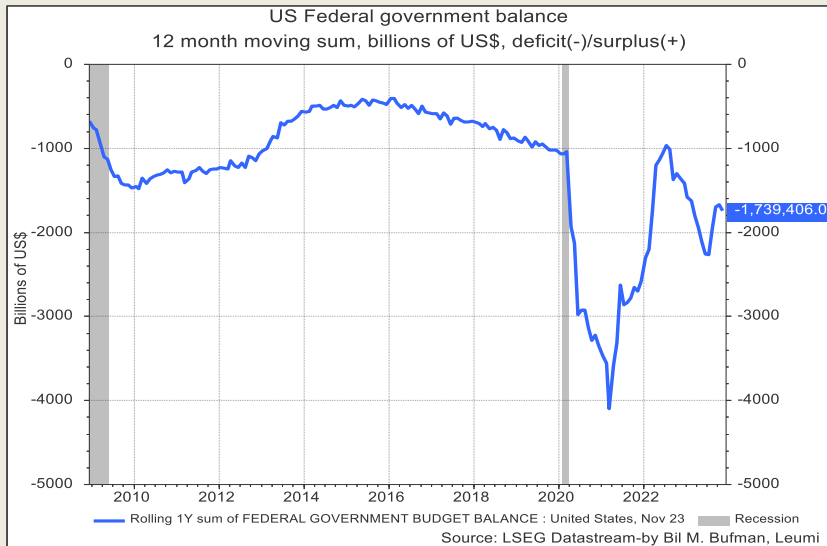
- העלייה החודשית במחירי הדיור נמשכה גם בחודש ספטמבר, זאת בהמשך למגמה שהחלה בחודש פברואר, אך תוך האטה בקצב. קצב מכירת הדירות החדשות והקיימות מצביע על חולשה מסוימת בביקושים לדיור בחודשים האחרונים, בין היתר, על רקע ההכבדה המתמשכת בעלויות המימון עד לאחרונה. עם זאת, יש לציין שריבית המשכנתאות לתקופה של 30 שנים, שהייתה במגמת עלייה עד סוף אוקטובר, החלה לרדת בחדות מרמת שיא של כ-7.80% לרמה של כ-6.70% בתחילת המחצית השנייה של דצמבר. התפתחות זו, שחלה במקביל למגמת הירידה בסביבת הריבית לטווחים השונים, תומכת בהתאוששות הביקוש לדיור בחודשים הבאים, מה שעשוי לתמוך בעליית מחירי הדירות.

**Chart 1**



הגירעון התקציבי הפדרלי של ארה"ב עלה בכ-26% בנובמבר לעומת התקופה המקבילה אשתקד, עלייה שהייתה גדולה ביחס לתחזיות השוק. הגירעון של האוצר האמריקאי עד כה לשנת הכספים 2024, אשר החלה באוקטובר 2023, עלה בכ-13% לכ-381 מיליארד דולר, לעומת כ-336 מיליארד דולר בתקופה המקבילה אשתקד. עליית הגירעון התרחשה למרות עלייה בהכנסות הממשל הפדרלי בחודשיים הראשונים של שנת התקציב 2024 (אוקטובר-נובמבר 2023) ומשקפת עלייה משמעותית בהוצאות. ההוצאה הפדרלית עלתה לכ-589 מיליארד דולר, רמה הגבוהה בכ-18% לעומת התקופה המקבילה אשתקד (בחודשים אוקטובר-נובמבר 2023). 1.06 טריליון דולר לעומת 907 מיליארד דולר בתקופה המקבילה אשתקד.

**Chart 2**



תשלומי הריבית על החוב של ממשלת ארה"ב תרמו במידה משמעותית לעליית הגירעון. עלייה זו החלה בחודש מרץ 2022, כאשר הפד החל להעלות את הריבית. הוצאות הריבית על החוב בנובמבר, היו בהיקף של כ-80 מיליארד דולר; הוצאה זו הייתה גדולה מההוצאה על צרכי ביטחון בחודש נובמבר, ודומה במצטבר להיקף ההוצאה הביטחונית בשני החודשים הראשונים של שנת התקציב 2024. לצד העלייה בגירעון, חלה עלייה ניכרת בחודשים האחרונים בחוב הממשלתי של ארה"ב, בהיקף גדול במידה ניכרת מאשר הגירעון. מדובר בעליית החוב הפדרלי מכ-31.5 טריליון דולר בסוף מאי 2023 לכ-33.9 טריליון דולר בסוף נובמבר 2023, דהיינו עליית החוב של ממשלת ארה"ב בכ-2.4 טריליון דולר, המהווה התפתחות חריגה. הגירעון

התקציבי צפוי להישמר ברמה גבוהה ב-2024, של כ-6% תוצר, שהם כ-1.7 טריליון דולר (תרשים 2). גירעון בהיקף כה משמעותי יכול להיות גורם המגביל את האפשרות לירידת תשואות בשוק איגרות החוב הממשלתי האמריקאי, בדגש על הטווחים הארוכים לפדיון.

- במבט קדימה, הנתונים מצביעים על כך שכלכלת ארה"ב מצויה בתהליך של "נחיתה רכה", ונראה כי היא המשיכה לצמוח גם ברביע האחרון של 2023, תוך האטה בקצב. להערכתנו, התוצר של ארה"ב יצמח ב-2023 בכ-2.3% ובשנת 2024 צפוי קצב נמוך יותר של כ-1.0%.

**אינפלציה ומדיניות מוניטרית: בהחלטת הריבית של חודש דצמבר, ה-Fed הותיר את הריבית בטווח של -5.25%.** להערכתנו, על רקע התמתנות האינפלציה, בדגש על מדד ה-PCE, ה-Fed עשוי להתחיל להוריד את הריבית כבר בחודש מרץ 2024, מוקדם יותר מהצפוי על-פי השווקים (מאי-2024). הקצב השנתי הן של מדד מחירי הליבה של ה-PCE והן של מדד ה-PCE הכולל ירדו בחודש נובמבר.

- בהחלטת הריבית של חודש דצמבר, ה-Fed הותיר כצפוי את הריבית ללא שינוי. ה-Fed ציין שהאינדיקטורים מצביעים על כך שהצמיחה בפעילות הכלכלית הואטה לאחרונה וכך גם תוספת המשרות. האינפלציה ירדה, אך לא חזרה ליעד. מערכת הבנקאות בארה"ב הינה איתנה וגמישה. במבט קדימה, התנאים הפיננסיים ותנאי אשראי הדוקים יותר צפויים להכביד על הפעילות הכלכלית. מלבד הותרת הריבית ללא שינוי, הפד ימשיך במהלך של ההידוק הכמותי.

- מעבר לפרסום החלטת הריבית, פורסמו ההערכות הכלכליות העדכניות של חברי ועדת השווקים הפתוחים של ה-Fed. ההערכות לגבי הצמיחה הכלכלית ושיעור האבטלה נותרו ברמה דומה מאוד לפרסום הקודם (ספטמבר), תוך כדי צפי להאטת הצמיחה ב-2024 ועליית שיעור האבטלה. תחזיות האינפלציה לשנים 2023-2025 הונמכו, עם צפי לחזרה ליציבות מחירים במהלך 2025. במקביל להנמכת תחזיות האינפלציה, ההערכות העדכניות מצביעות על צפי חד-משמעי להפחתת הריבית במהלך השנים הבאות, כבר משנת 2024. בתחזית החציונית, הריבית בסוף 2024 צפויה לעמוד על כ-4.6%, זאת בהשוואה לרמת הריבית הנוכחית של 5.33%, ותחזית קודמת לסוף 2024 של כ-5.1%. על פי תמחור השוק, הסיכויים להפחתת ריבית ראשונה כבר בהחלטה של חודש מרץ 2024 הינם בעלייה והשוק מעריך שהפחתת הריבית הכוללת ב-2024 תהיה רבה יותר מאשר בתחזית החציונית של חברי הפד. הירידה באינפלציה תצדיק בסופו של דבר הורדת ריבית ויש סיכוי טוב שהפד יתחיל להוריד את הריבית כבר במרץ בשנה הבאה, יותר מוקדם ממה שהשווקים צופים (מאי-2024).

- בנסיבות אלו, מידת התלילות של עקום התשואות עלתה (למעשה, מידת התלילות השלילית פחתה), זאת לנוכח צפי להפחתת ריבית הפד, תוך כדי השפעה משמעותית על החלק הקצר יותר של העקום, ותוך השפעה מתונה יותר על החלק הארוך יותר של העקום, המושפע ממגוון רחב יותר של תנאים מאקרו כלכליים, אשר אינם תומכים בירידת תשואות משמעותית.

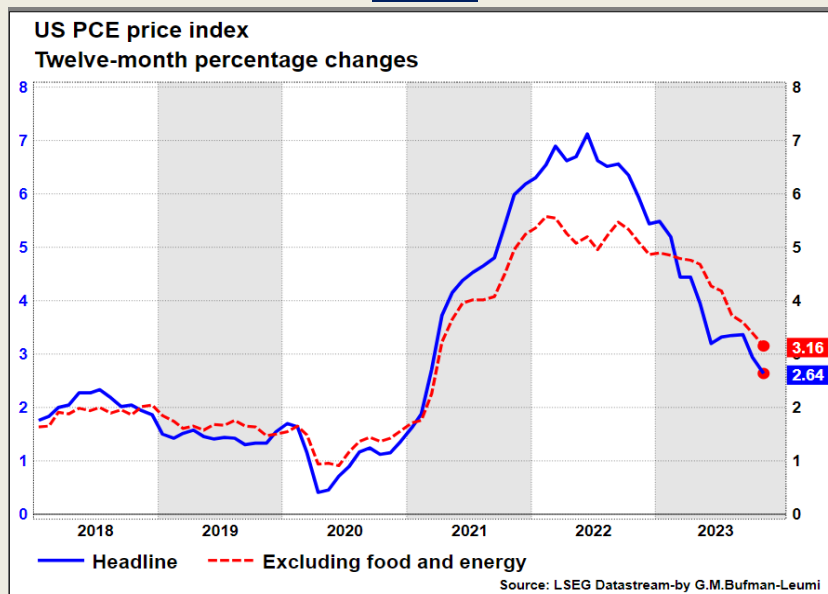
- מדד המחירים לצרכן הכולל בארה"ב עלה ב-0.1% בנובמבר, גבוה במעט מתחזית הקונצנזוס. במהלך 12 החודשים האחרונים עלה המדד הכולל ב-3.1%. עליית המדד הובלה על ידי רכיב הדיור שהמשיך לעלות בנובמבר, וקיזז ירידה ברכיב הבניין. רכיב האנרגיה ירד ב-2.3% במהלך החודש עם ירידה של 6.0% ברכיב הבניין, אשר יותר מאשר קיזזה עליות ברכיבים אחרים של אנרגיה. מדד המזון עלה ב-0.2% בנובמבר, לאחר עלייה של 0.3% באוקטובר. מדד הליבה, המדד לכל הפריטים ללא מזון ואנרגיה עלה בכ-0.3% בנובמבר, לאחר עלייה של 0.2% באוקטובר. העלייה במדד הליבה הינה תוצאה של עלייה בשכר הדירה, סעיף הדיור שבבעלות דיירים טיפול רפואי ועוד. מדד הליבה עלה ב-4.0% ב-12 החודשים האחרונים, כפי שהיה ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר וזאת על פי התחזיות.

- מדד מחירי הליבה של ה-PCE עלה ב-0.06% בלבד בנובמבר, כאשר המדד הכולל של מחירי ה-PCE ירד ב-0.1%. במהלך ששת החודשים האחרונים אינפלציית הליבה הייתה בקצב של 1.9% בלבד במונחים שנתיים, למרות ששיעור אינפלציית הליבה של ה-PCE ב-12 החודשים האחרונים נותר גבוה יחסית, ברמה של 3.2% (תרשים 3). על כן נראה שהעלייה המואצת באינפלציה, בעקבות משבר הקורונה, הגיעה לסיומ. הירידה במחירי האנרגיה תרמה לכך שמדד מחירי ה-PCE הכללי ירד בחודש שעבר, זאת לראשונה מאז אפריל 2020. יש לקחת בחשבון את ההאטה הנוספת שצפויה באינפלציית שכר הדירה בחודשים הקרובים, שתבוא

לידי ביטוי במדדי המחירים השונים, ובכלל זה מדדי הליבה, מה שיעזור לאינפלציה להמשיך לרדת לכיוון יעד האינפלציה (2%).

העלייה המתונה במחירי הליבה של ה-PCE בחודש נובמבר שונה מאשר העלייה בשיעור של 0.3% במדד המחירים לצרכן (CPI) במונחי ליבה בחודש זה, מה שממחיש את החשיבות של ה-PCE, המשתנה שאליו ה-Fed מכוון ומשמש כבסיס להגדרת יעד האינפלציה. מדד זה, המתחשב בשינויים השוטפים שבהרכב הצריכה מצוי במגמה עקבית של ירידה מאז אמצע שנת 2022. דהיינו, התפתחות מחירי ה-PCE מצביעה על כך שהאינפלציה מתכנסת והדרך להפחתת ריבית הפד מתקצרת.

**Chart 3**



### הכלכלה הגלובלית במבט כולל

הייצור התעשייתי בגוש האירו המשיך לרדת באוקטובר, הקצב השנתי של הייצור התעשייתי עמוק בתוך התחום השלילי זה החודש השמיני ברציפות. ה-ECB הותיר את הריבית ללא שינוי בישיבתו מחודש דצמבר. נמשכה מגמת הירידה של האינפלציה (בקצב שנתי) בגוש האירו גם בנובמבר. הבנק המרכזי של אנגליה (BOE) הותיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 5.25%, בחודש דצמבר.

הייצור התעשייתי בגוש האירו ירד בחודש אוקטובר בשיעור של כ-0.7% (m/m), זאת לאחר ירידה של כ-1% בספטמבר. ירידה זו, הותירה את הקצב השנתי של הייצור התעשייתי עמוק בתוך התחום השלילי זה החודש השמיני ברציפות. כך, ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר 2023 התכווץ הייצור התעשייתי בגוש האירו בכ-6.6% בהמשך לירידה של כ-6.8% בחודש הקודם. הירידות היו רוחביות במרבית התחומים, בהובלת מוצרי השקעה וצריכה. כמו כן, נציין כי ביטחון הסקטור העסקי ירד במתינות בנובמבר, ונותר בטריטוריה השלילית זה החודש החמישי ברציפות, התפתחות שמצביעה על הרעה בסנטימנט העסקי בגוש האירו. הסקרים העסקיים מצביעים על כך שלא צפוי שיפור בחודשים נובמבר-דצמבר, שכן מדד ה-PMI של תפוקת התעשייה נותר ללא שינוי בחודש דצמבר בתחום שמצביע על התכווצות בפעילות. גם מדד ה-PMI של ענפי השירותים נותר בתחום המצביע על התכווצות בפעילות ואף רשם ירידה נוספת. בסך הכול, הפעילות הכלכלית בגוש האירו ברביע הרביעי של השנה נותרה חלשה. 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 גם בישיבתו מחודש דצמבר. בעוד שהאינפלציה ירדה בחודשים האחרונים, עד לרמה של 2.4% (בקצב שנתי) בנובמבר, היא צפויה לעלות שוב באופן זמני בטווח הקרוב. ירידת האינפלציה בנובמבר לא נבעה מאינפלציית האנרגיה או המזון, אלא

הגיעה מאינפלציה הליבה (האינפלציה ללא מחירי אנרגיה, אלכוהול מזון וטבק) שירדה מ-4.2% ל-3.6% (ירידה חדה מהצפוי). אינפלציה מוצרי הליבה ירדה מ-3.5% ל-2.9% ואינפלציה השירותים ירדה מ-4.6% ל-4.0%. על פי תחזיות ה-ECB, האינפלציה צפויה לרדת בהדרגה במהלך השנה הבאה, לפני חזרה ליעד של 2% רק בשנת 2025. מדובר בעדכון כלפי מטה של תחזיות האינפלציה לשנים 2023-2024, בהשוואה לתחזיות של חודש ספטמבר. כמו כן, נציין כי אינפלציה הליבה אמנם התמתנה, אך לחץ המחירים המקומי נותר גבוה, בעיקר בגלל עלייה חזקה בעלויות העבודה.

- העלאות הריבית שננקטו בעבר על-ידי ה-ECB באו לידי ביטוי בתנאי מימון נוקשים יותר המפחיתים את הביקוש, וזה עוזר למתן את האינפלציה. הצמיחה הכלכלית תישאר מתונה בטווח הקרוב. תמונת מצב זו עשויה לתמוך בהתחלה של הפחתת ריבית מצד ה-ECB לפני אמצע 2024. שיעורי הריבית של ה-ECB הם הכלי העיקרי לקביעת המדיניות המוניטרית, אך ישנם גם כלים כמותיים, כגון: מהלכי רכישות בשווקים, וה-ECB החליט לפעול לנורמליזציה של המאזן של הבנק המרכזי. במסגרת זו, פדיון ניירות הערך שנרכשו בעבר במסגרת תכנית ה-PEPP (התכנית להתמודדות עם השלכות משבר הקורונה) עדיין יושקע מחדש במהלך המחצית הראשונה של 2024. עם זאת, במהלך המחצית השנייה של השנה, בכוונת ה-ECB להפחית את תיק ה-PEPP ב-7.5 מיליארד אירו לחודש בממוצע, כלומר הידוק כמותי, תוך הפסקה מוחלטת של ההשקעות מחדש במסגרת PEPP בסוף 2024.

- בישיבתה מחודש דצמבר, וועדת המדיניות המוניטרית (MPC) של הבנק המרכזי של אנגליה (BOE) הותירה בפעם השלישית ברציפות את הריבית ללא שינוי ברמה של 5.25%, זאת בהתאם לציפיות. הוועדה צמצמה את הסיכוי להורדת הריבית בטווח הקרוב והודעת הבנק שמרה על מסר ניצי, תוך שחלק מן החברים הצביעו בעד העלאת ריבית נוספת. הודעת המועצה המוניטרית, ה-MPC, ציינה כי "יידרש הידוק נוסף במדיניות המוניטרית אם יהיו עדויות ללחצים אינפלציוניים מתמשכים". דהיינו, המסר הוא שה-MPC מתנגד לציפיות המשקיעים שהריבית תופחת כבר במאי בשנה הבאה, ונגיד הבנק המרכזי של אנגליה ציין ש"יש לנו עוד דרך לעבור". זאת, כיוון שהבנק איננו מעוניין שציפיות הריבית בשוק ישתנו עוד יותר לטובת הורדת ריבית מוקדמת. מהלך מוקדם מעין זה עשוי להקל את התנאים הפיננסיים ולערער את ניסיונות את הבנק המרכזי להפחית עוד יותר את האינפלציה. נראה שהריבית תישאר בשיא של 5.25% למשך זמן רב יותר מאשר השוק מתמחר בעת הנוכחית לגבי הריבית של הפד וה-ECB, תוך שמירה על רמת הריבית הנוכחית עד למחצית השנייה של 2024.

- בישיבתו מחודש דצמבר, הבנק המרכזי של יפן – BOJ – הותיר את המדיניות ללא שינוי, זאת בהתאם לציפיות המוקדמות. בצמרת ה-BOJ החלו לאחרונה לדון על מהלך היציאה מריבית שלילית (מינוס 0.1%) וצפוי שה-BOJ יסיים את מדיניות הריבית השלילית לטווח קצר כבר בחודש ינואר הקרוב, וגם ימשיך לצמצם בהדרגה את בקרת עקום התשואות – YCC – זאת בהמשך 2024. מבחינת ההתמודדות עם האינפלציה, נושא השכר מהווה את האיום העיקרי על העמידה ביעד האינפלציה, שגבוהה מן היעד. האינפלציה השנתית, שירדה בחודש נובמבר ל-2.8% לעומת 3.3% באוקטובר, עדיין גבוהה מהיעד של 2%. נתוני השכר מצביעים על גידול בשכר בשיעור שעדיין תומך בלחצים אינפלציוניים. צפוי שה-BOJ יעלה את תחזיות האינפלציה בהודעה של חודש ינואר, מה שצפוי להביא את ה-BOJ להפסקת מדיניות הריבית השלילית בקרוב. לגבי בקרת עקום התשואות, שרלוונטית לתשואות הממשלתיות לפדיון ל-10 שנים, צפוי שחששות לגבי מידת היציבות הפיננסית יביאו את ה-BOJ להמתין עוד כמה חודשים לפני שיבטלו באופן מלא וסופי את המנגנון הזה, אשר עד כה רק הוגמש, תוך מתן אפשרות לעליית תשואות.

- בישיבתו מחודש נובמבר, הבנק המרכזי של קוריאה (BoK) הותיר את שיעור הריבית ללא שינוי, ברמה של 3.5%, זו הפגישה השביעית ברציפות. ההחלטה לא הפתיעה וסביר להניח שהריבית תישאר ללא שינוי בטווח הקרוב. האינפלציה (בקצב שנתי) ירדה בחודש נובמבר מ-3.8% ל-3.3%, רמה שהיא עודנה גבוהה מהיעד (2%). האינפלציה צפויה לרדת במהלך החודשים הקרובים והכלכלה צפויה להיחלש. המדיניות המוניטרית ההדוקה צפויה להכביד על הביקוש המקומי, בעוד שתחום הנדל"ן הנחלש מכביד על פעילות הבנייה. הורדות הריבית צפויות להיות לקראת אמצע השנה הבאה.



## הרחבה מיוחדת על כלכלת איטליה

הכלכלה האיטלקית צלחה את משבר האנרגיה שנוצר בעקבות הפלישה של רוסיה לאוקראינה. עם זאת, התוצר האיטלקי לא שב למגמת הצמיחה שאפיינה אותו לפני משבר הקורונה. במהלך הרביעים האחרונים ניכרת האטה בפעילות הכלכלית באיטליה. במבט קדימה, צפויה האטה בקצב הצמיחה, והסיכונים לתחזית מוטים כלפי מטה. הפרופיל הפיסקאלי נותר חלש, אך הסיכון הפוליטי במדינה פחת מעט.

- לאיטליה יש כלכלה גדולה (מקום 10 בעולם) ופתוחה לסחר בינלאומי (32% יצוא לתוצר) בעלת פיזור ענפי נרחב. החוסן במאזנים של משקי הבית הכולל חוב נמוך יחסית ורמת חיסכון גבוהה יחסית, לצד התוצר לנפש (כ-50 אלף דולר, במונחי PPP) הגבוה ביחס למדינות בעלות דירוג דומה, עשוי לסייע למשקי הבית בעתות של חולשה כלכלית. איטליה חברה בגוש המוניטארי האירופי, דבר אשר סייע בשמירה על רמת ריביות קצרות וארוכות נמוכה למרות רמת החוב-תוצר הגבוהה. יחד עם זאת, איטליה מתאפיינת בחולשה במוסדות השלטון ומידת שחיתות גבוהה יחסית (מדורגת 41 בעולם במדד השחיתות), ובחוסר יציבות פוליטית. כמו כן, ניכר חוסר שוויון כלכלי חברתי, בפרט בין אזורים שונים במדינה. מידת קשיחות רבה בשוק העבודה, המכבידה על מידת התחרותיות של הסחורות והשירותים של איטליה בעולם. פרויקט העבודה באיטליה הינו נמוך וכוח העבודה מתכווץ, גורמים שעומדים בבסיס הצפי לצמיחה מתונה בעתיד. הפרופיל הפיסקאלי של איטליה הינו חלש יחסית וכולל חוב ממשלתי גבוה מאוד, המכביד על היכולת ליישם מדיניות אנטי-מחזורית ולתמוך כספית במקורות מחוללי צמיחה. לאיטליה חשיפה גבוהה יחסית לזעזועים בשוק האנרגיה, זאת עקב תלות רבה ביבוא לצד ייצור אנרגיה ממקורות מתחדשים.

- הכלכלה האיטלקית צלחה את משבר האנרגיה האירופאי שנוצר בעקבות הפלישה של רוסיה לאוקראינה. איתור מקורות חלופיים לגז הרוסי, אם כי במחיר יקר יותר, הבטיח מלאי הולם לקראת החורף שחלף, והמחירים הגבוהים הובילו להתמתנות בביקוש לאנרגיה. יחד עם זאת, היצע האנרגיה עדיין חשוף לסיכונים, חרף ההישג שנרשם בגיוון מקורות האנרגיה, וזאת משום שהתלות של איטליה ביבוא אנרגיה היא משמעותית, כ-80% מהיצע האנרגיה מקורם ביבוא, והיתר מופק מאנרגיות מתחדשות, שהייצור שלהם חשוף לשינויי אקלים.

- מאז היציאה ממגפת הקורונה ועד לאחרונה, הביקושים המקומיים תמכו בפעילות הכלכלית, ברקע התמיכה הפיסקלית במשקי הבית, הגאות בענף התיירות והתאוששות התעסוקה. כמו כן, ההקלות במס שניתנו על שיפוץ בתים (לטובת הפיכתם לירוקים יותר ועמידים בפני רעידות אדמה) האיצו את ההשקעה הפרטית בבנייה למגורים. יחד עם זאת, התוצר האיטלקי לא שב למגמת הצמיחה שאפיינה אותו לפני הקורונה, וחמור מכך, בהתבוננות ארוכה יותר, רמת התוצר הנוכחית עודנה נמוכה מרמת השיא שנקבעה לפני המשבר הגלובלי הפיננסי, בו ספגה איטליה זעזוע משמעותי, וממנו טרם השתקמה, לפי היבט זה.

- במהלך הרביעים האחרונים ניכרת האטה בפעילות הכלכלית באיטליה. ברביע השני של 2023 התכווץ התוצר הרבעוני בשיעור של 0.4% (במונחי q/q), תרומה מרכזית לכך הייתה הפחתה של הקלות המס שצוינו מעלה. ברביע השלישי נמשך המומנטום השלילי כאשר התוצר עלה ב-0.1% בלבד (במונחי q/q). נוסף על כך, מספר אינדיקטורים מקדימים מצביעים על הימשכות מגמת החולשה שהורגשה לאחרונה, וביניהם המכירות ברשתות השיווק ומדדי האמון השונים. חרף הביצועים החלשים שנרשמו ברבעונים האחרונים צפוי קצב הצמיחה של התוצר לעמוד על 0.7% בסיכום השנה, וזאת בעיקר על רקע "השפעות קצה" של קצב צמיחה גבוה יחסית ברביע הראשון של השנה.

- במבט קדימה, צפויה האטה בקצב הצמיחה. בשנים האחרונות הצמיחה טופחה על ידי מדיניות מוניטרית מרחיבה, ותמיכה פיסקלית משמעותית בסקטור העסקי ובמשקי הבית, תחילה בשל הקורונה, ולאחר מכן לאור משבר האנרגיה. מדיניות זו תמכה במאזנים של משקי הבית והעסקים, אך הובילה לגידול בחוב הממשלתי, וכעת, משצפוי שינוי במדיניות זו, דהיינו, הפחתת התמיכות הפיסקליות במשקי הבית והידוק המדיניות המוניטרית, צפויה הצמיחה להאט. בשנה הבאה צפויה הצריכה הפרטית להתאושש הודות לעלייה בכוח הקנייה של משקי הבית בשל עלייה מהירה יותר של השכר ביחס לאינפלציה, הצפויה להתמתן, ובשל הכוונה לקצץ במס ההכנסה בשנה זו. אולם, מנגד, הפסקת התמיכה הממשלתית במשקי הבית בעקבות הזינוק במחירי האנרגיה תכביד על הצריכה. להיקף ההשקעות במשק צפויה מחד תרומה שלילית מצד ההשקעה בבנייה למגורים, לנוכח השינוי במדיניות הפטור ממס על שיפוצים, ומאידך, תרומה חיובית מפרויקטים בתחומי האנרגיה הירוקה והדיגיטציה שימומנו באמצעות קרנות ההשקעה של האיחוד האירופי.

ועלייה מתונה בסחר העולמי צפויה לתמוך ביצוא נטו. כך שבסיכום השנה צפוי קצב הצמיחה להיות דומה לזה של השנה הנוכחית.

- הסיכונים לתחזית הצמיחה מוטים כלפי מטה: הידוק גבוה מהמצופה בתנאים הפיננסיים באיטליה, העלול לנבוע מהידוק המדיניות המוניטרית של ה-ECB בעוצמה גבוהה יותר מהמצופה, או כתוצאה מעלייה בפרמיית הסיכון של איטליה; התקדמות איטית במימוש קרנות הפיזיו של האיחוד לטובת השקעות תומכות צמיחה, עלולה להשתקף בצמיחה מתונה יותר מהחזוי ולהעיב על השיפור בפריון העבודה; חידוש הלחצים הפיננסיים הגלובליים עשוי להקטין את זמינות המימון, להכביד על ההוצאות של משקי הבית והמשלה, ולעורר חששות בנוגע לאיתנות המערכת הבנקאית, והפרופיל הפיסקלי. צעדי מדיניות שיאטו את הפחתת החוב הממשלתי עלולים להציף חששות דומים גם כן; מנגד, בצד החיובי, מימוש גבוה מהמצופה של השקעות ממשלתיות במסגרת קרנות ההשקעה והפיזיו של האיחוד עשוי להביא לקצב צמיחה גבוה מהמצופה.

- הפרופיל הפיסקלי חלש מאוד. הגירעון התקציבי (במונחי תוצר) בשנת 2023 צפוי להתמתן הודות לירידה בהוצאות הריבית על החוב, בשל השפעת האטת האינפלציה על התשלומים של איגרות החוב הצמודות, והודות לקצב צמיחה גבוה יחסית של התוצר הנומינלי. הירידה בהוצאות הממשלה הקשורות בסבסוד מחירי האנרגיה עבור משקי הבית והגידול בהכנסות לנוכח הביטול של הפטור על שיפוץ בתים יתמכו גם כן בפעילות התקציבית של המשלה בשנת 2023, אך תמיכה זו תקוזז חלקית על ידי עלייה מתוכננת בהשקעות ובהוצאות הפנסיה של המשלה (בשל הצמדה לאינפלציה). בשנה הבאה צפוי הגירעון התקציבי לרדת מדרגה נוספת הודות לביטול מלא של התמיכה במשקי הבית בצל משבר האנרגיה וביטול מלא של הפטור ממס על שיפוץ הבית.

- הוצאות הריבית של המשלה, כשיעור מהכנסות המשלה, צפויות לעלות לכ-8.5% בשנת 2023, ולהגיע לכ-10% בשנת 2026, זאת לעומת 7% בלבד בממוצע בשנים 2019-2021. וזאת, בעיקר על רקע העלייה בתשואות האג"ח, ברקע הידוק המדיניות המוניטרית על ידי ה-ECB. התנודתיות הגבוהה במחירי האג"ח של המשלה, כפי שניתן היה להיווכח במהלך התקופה שקדמה לבחירות, וכאשר המשלה התכוונה להטיל מס רווח עודף על מערכת הבנקאות, מציבה סיכון בפני הביצועים התקציביים של המשלה, בהתחשב בצרכי המימון הגבוהים יחסית שלה. מנגד, המח"מ הארוך יחסית של החוב (כ-8 שנים) מגביל את התמסורת מהתנודתיות בשווקים להוצאות הריבית.

- הסיכון שאיטליה תפר את החוקים הפיסקליים של האיחוד האירופי, ברגע שאלו יחודשו לאחר שהייתם במהלך השנים האחרונות על רקע הקורונה, גבוה, וזאת בהתחשב בהערכת המשלה כי הגירעון התקציבי עד לשנת 2026 צפוי להיות גבוה מ-3% תוצר. לכן, ככל הנראה כנגד איטליה יופעלו צעדים במסגרת ה-EDP (Excessive deficit procedure). יחד עם זאת, סוכנות הדירוג, Fitch, מעריכה כי על איטליה לא יופעלו סנקציות דוגמת החרגה של איטליה מתכנית רכישת האג"ח של ה-ECB, מכיוון שהיא מניחה כי המשלה האיטלקית תבצע התאמות תקציביות לשביעות רצון נציבות האיחוד האירופי.

- החוב הממשלתי אשר הינו גבוה בהשוואה למדינות בעלות דירוג דומה (לשם ההמחשה חציון המדינות המדורגות BBB על פי Fitch עומד על 55% תוצר), אינו צפוי לרדת מרמתו הגבוהה בשנים הקרובות, ומשקף יכולת מוגבלת של המשלה לתמוך בכלכלה במשברים עתידיים ואף להקצות כספים לטובת השקעות תומכות צמיחה. בנוסף, לממשלת איטליה ערבויות על חבות של חברות בסקטור הפרטי בהיקף של 16% תוצר שהצטברו במהלך שנות הקורונה ומשבר האנרגיה באירופה (החלק הארי של הלוואות אלו צפוי להיפדות בשנים 2026-2027).

- ישנו שיפור מסוים ביציבות הפוליטית. התמיכה הציבורית בממשלה בהובלת Meloni נשמרה גבוהה יחסית לאורך זמן, ומספר המושבים בפרלמנט של חברות הקואליציה מקנה לממשלה יציבות גבוהה יותר ממשלות קודמות, ויוצר סביבה נוחה ליישום של רפורמות כלכליות ותכנון פיסקלי לטווח הארוך. יחד עם זאת, ממשלתה מתמודדת עם לחצים פוליטיים רבים למימוש הבטחות הבחירות, ולראיה ההתנגדות מקרב גורמים בקואליציה לרפורמה בתחום הפנסיה, מה שצפוי להכביד על ההתכנסות של החוב הממשלתי לרמה נמוכה יותר.

- סוכנות הדירוג Moody's שינתה בנובמבר 2023 את אופק הדירוג של איטליה ל"יציב", כשנה לאחר שהפכה אותו ל"שליילי". זאת, על רקע התייצבות בציפיות הצמיחה של הכלכלה, השיפור במערכת הבנקאית והדינמיקה של החוב הממשלתי. בכך צמצמה הסוכנות את הסיכון שאיטליה תאבד את דירוג ההשקעות שלה בטווח הזמן הקצר.

- האינפלציה צפויה להתמתן, אך להישאר מעל היעד (2%) עד לשנת 2025. התמתנות זו תחול על רקע ירידה במחירי סחורות המזון והאנרגיה. לאחר ירידה הדרגתית במהלך השנה, הודות לתמסורת מהירה של הירידה במחירי האנרגיה העולמיים לאינפלציה המקומית, עמדה האינפלציה על 0.7% בחודש נובמבר 2023, זאת, לעומת כ-12.8% בנובמבר אשתקד. אינפלציית הליבה (3.6% בנובמבר 2023), בניכוי מחירי האנרגיה והמזון, צפויה לרדת בעוצמה מתונה יותר, לנוכח העלייה הצפויה בקצב הגידול של השכר הממוצע (חידוש נרחב של חוזים רב שנתיים; וציפיות אינפלציה גבוהות) וגידול בשולי הרווח של העסקים.
- איטליה זכאית לכספי מענק והלוואות מהאיחוד האירופי בהיקף של 191.5 מיליארד אירו (כ-9% תוצר). על פי החלטת האיחוד האירופי כספים אלו ישמשו להשקעות בתחומים של אנרגיה ירוקה ודיגיטציה. הרשויות באיטליה נתקלו בקשיים בהגעה לקריטריון הנדרש למשיכת הכספים בפעימה השלישית, אך נראה כי לאחר שהגיעו להסכמות עם האיחוד, הפעימות הבאות יתקבלו במהירות גבוהה יותר. שיעור המימוש של קרנות ההשקעה נמוך במיוחד - עד לשנת 2022 רק כ-22% מהכספים שהיו זמינים למשיכה מומשו, והסיבות לכך הן: המורכבות של הפרויקטים, ההאטה בפעילות הכלכלית, וקיבולת אדמיניסטרטיבית מוגבלת באיחוד. חרף המימוש הנמוך, לא מן הנמנע כי תקופת המימוש של איטליה תוארך אל מעבר למועד המקורי (2026), כך שהיא לא תפסיד את הקצאתה. על רקע המימוש הנמוך יחסית צפוי כי הביטוי של השקעות אלו בצמיחה יחול רק בשנים 2024-2025.

## 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/>