

25/10/2023

**השבוע במאקרו**

**בנק ישראל הותיר את הריבית על כנה, והודיע שהמדיניות המוניטארית מתמקדת כעת בייצוב השווקים הפיננסיים ובהפחתה של מידת חוסר הוודאות**

בישיבתה מה-23.10.23 הוועדה המוניטארית של בנק ישראל החליטה להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.75%. בהודעה המלווה להחלטה צוין כי למלחמת "חרבות ברזל" ישנן השלכות כלכליות נרחבות, אך בעת הנוכחית די בצעדי המדיניות שנקטו על ידו בכדי להתמודד עם המצב, וכי המדיניות המוניטארית מתמקדת כעת בייצוב השווקים הפיננסיים ובהפחתה של מידת חוסר הוודאות. נזכיר כי הצעדים שבהם נקט בנק ישראל כוללים, בין השאר, את התכנית למכירת מט"ח בהיקף של 30 מיליארדי דולרים, לצד ביצוע עסקאות SWAP בשוק המט"ח בהיקף של 15 מיליארדי דולרים. זאת, בשילוב עם צעדים בשוק האשראי מצד הבנקים וחברות כרטיסי האשראי, שאימצו מתווה לדחיית הלוואות. המתווה נועד לסייע במתן מענה לקשיים תזרימיים של משקי בית ועסקים, בעיקר כאלה שנפגעו באופן ישיר מהמלחמה, וזאת בדגש על התקופה הקרובה.

במבט צופה פני עתיד נמסר כי החלטות לגבי תוואי הריבית העתידי וכן לגבי הפעלה של כלים מוניטאריים נוספים, ייקבעו בהתאם למיקוד הנוכחי של המדיניות המוניטארית. שהוא, כאמור לעיל, שמירה על יציבות השווקים הפיננסיים והפחתת מידת אי הוודאות, כמו גם על סמך ההתפתחות של המלחמה, האינפלציה והפעילות הכלכלית. על רקע זה, אנו מעריכים כי הריבית תיוותר ברמתה הנוכחית עד תום השנה הנוכחית, ובראשית השנה הבאה יחל בנק ישראל בתהליך הפחתת הריבית.

עוד נמסר בהודעת הוועדה המוניטארית כי האינפלציה מתמתנת (3.8% בשנה האחרונה), אך היא מושפעת רבות מהתפתחות שער החליפין, ולכן הסיכון המרכזי להתכנסות האינפלציה בחזרה אל יעד יציבות המחירים הוא הפיחות של השקל. וכי הציפיות ותחזיות האינפלציה לשנה הראשונה מצויות בתוך יעד יציבות המחירים, וגם הציפיות משוק ההון לשנה השנייה ואילך מצויות בתוך תחום היעד.

**תחזית בנק ישראל הינה לפגיעה מתונה יחסית בתוצר בעקבות המלחמה; להערכת לאומי הפגיעה תהיה משמעותית יותר**

| תחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל |                       |                   |                       |       |
|--------------------------------|-----------------------|-------------------|-----------------------|-------|
| 2024                           |                       | 2023              |                       |       |
| קודמת (יולי 2023)              | עדכנית (אוקטובר 2023) | קודמת (יולי 2023) | עדכנית (אוקטובר 2023) | 2022  |
| 3.0%                           | 2.8%                  | 3.0%              | 2.3%                  | 6.5%  |
| 3.5%                           | 1.5%                  | 3.0%              | 0.5%                  | 7.7%  |
| 3.0%                           | 0.0%                  | 4.5%              | 4.0%                  | 10.7% |
| 2.5%                           | 4.0%                  | 1.5%              | -0.5%                 | 9.7%  |
| 4.1%                           | 3.6%                  | 3.7%              | 3.2%                  | 3.3%  |
| 2.4%                           | 2.5%                  | 3.5%              | 3.5%                  | 5.1%  |
| 1.5%                           | 3.5%                  | 1.3%              | 2.3%                  | -0.6% |

במקביל לפרסום החלטת הריבית הוצגה התחזית המקרו הכלכלית המעודכנת של חטיבת המחקר של בנק ישראל, תוך התייחסות למלחמת "חרבות ברזל", ובהתאם למידע הראשוני שהצטבר מתחילת המלחמה (ראה/י טבלה).

בבסיס תחזית זו ניצבת ההנחה המרכזית כי הלחימה תתמקד בגזרה הדרומית ובתוך גבולות הרביע הרביעי של השנה. לפיכך, במידה שהלחימה תימשך אל תוך השנה הבאה, ו/או תתרחב לגזרות נוספות, צפויים שינויים בתחזית.

חטיבת המחקר של בנק ישראל עדכנה את תחזית הצמיחה כלפי מטה באופן מתון בלבד. לפי התחזית העדכנית, התוצר יצמח ב-2.3% וב-2.8%, בשנים 2023 ו-2024, בהתאמה. התחזית המעודכנת של בנק ישראל לשנת 2023, מגלמת ירידה בצריכה הפרטית וביצוא ביחס לתחזית הקודמת, אך גם ירידה תלולה עוד יותר ביבוא (המביא לעליית התוצר, יתר הדברים קבועים). לפי התחזית, צפויה עלייה קלה מאוד בגירעון בתקציב הממשלה שישתכס ב-2.3% תוצר וב-3.5% בשנים 2023 ו-2024, בהתאמה, עלייה מתונה יחסית להערכות מלפני המלחמה. לאור זאת, יחס החוב/תוצר בסוף שנת 2024 צפוי לעלות בהיקף מתון יחסית לכ-65%.

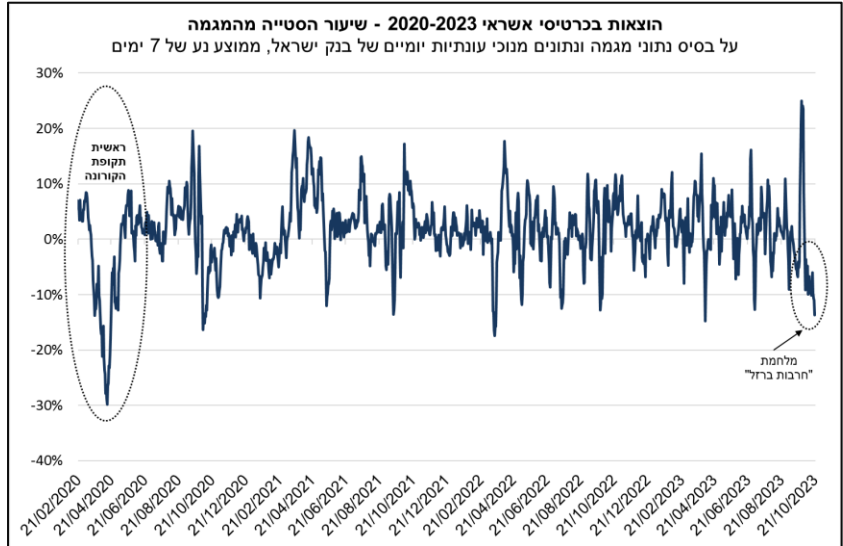
בנק ישראל מציין שהתחזית הנוכחית והערכת הסיכונים, מבוססות על ניתוח אירועים ביטחוניים מן העבר לצורך גיבוש אומדנים להשפעות הכלכליות של המלחמה הנוכחית. אולם, נראה שיש מעט מקרים מן העבר, אם בכלל, הניתנים להשוואה לחומרת האירוע הנוכחי שהינה קיצונית. לפי בנק ישראל, צפויה העמקת החולשה של הצריכה הפרטית, פגיעה בהון הפיזי וביכולת לעבוד באזורי הלחימה ובאזורים מאוימים עם שיבושים בייצור ובשרשראות האספקה. ההשקעה בענפי המשק צפויה להיפגע עקב מכלול גורמים. ההשקעה בבנייה צפויה להיפגע בשל הגבלות על כניסת עובדים. יצוא שירותי התיירות צפוי להיפגע בצורה ממושכת. לבסוף, האבטלה בגילאי העבודה העיקריים צפויה לעלות בחלקה הראשון של שנת 2024.

נציין כי לפי תחזית לאומי, שיעור הצמיחה יעמוד על 2.5% בשנת 2023 ו-1.0% בלבד בשנת 2024. יש להדגיש כי התחזית לשנת 2024 מהווה התממשות של התרחיש ה"פסימי הסביר", אותו הציג לאומי כבר לפני כשנה, עם התאמות לאירוע הנוכחי, וכן לאור הערכתנו להתאוששות איטית והדרגתית בשנת 2024. כמו כן, הגירעון בתקציב הממשלה לפי תחזית לאומי צפוי לעמוד על 4.3% ו-5.7% בשנים 2023-2024, בהתאמה.

עוד לפי תחזית בנק ישראל, שיעור האינפלציה בארבעת הרבעים הקרובים (המסתיימים ברבעון השלישי של שנת 2024) צפוי להסתכם ב-2.9% (בדומה לתחזית לאומי: 3.0% ב-12 החודשים הקרובים), כלומר בתוך טווח יעד יציבות המחירים (-1% ל-3%). למרות תמונת מצב זו, שבמסגרתה האינפלציה מצויה בקרבת הגבול העליון של יעד יציבות המחירים, ולפי שוק ההון ותחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל היא תתכנס לשם בקרוב, בנק ישראל לא הפחית את הריבית בעת הנוכחית. יחד עם זאת, לפי התחזית של חטיבת המחקר, צפויה הריבית לעמוד על 4.00%-4.25% ברביע השלישי של 2024, זאת לעומת 4.75% כיום. על רקע זה, אנו מעריכים כי בנק ישראל יחל להפחית את הריבית, כפי הנראה, בראשית שנת 2024.

בהמשך לכך, חשוב לציין כי בתאריך 24 לאוקטובר 2023 חברת הדירוג S&P הודיעה על שינוי צפי דירוג האשראי של מדינת ישראל מ"יציב" ל"שלילי", תוך הותרת הדירוג ברמה של AA-. זאת, על רקע פרוץ המלחמה, וההשלכות השליליות שצופה החברה למשק הישראלי בשנים 2023-2024. נציין כי חברת S&P, שהינה חברת דירוג מובילה בעולם, עם דעה בלתי-תלויה, צופה פגיעה משמעותית יותר מאשר בנק ישראל למשק המקומי. ב-S&P חוזים שיעורי צמיחה של 1.5% ו-0.5% בשנים 2023 ו-2024, בהתאמה. תחזית זו קרובה הרבה יותר לתחזית לאומי מאשר לתחזית בנק ישראל. בדוח של S&P צוין שהחברה עשויה להוריד את הדירוג של ישראל במידה שהמלחמה תתרחב באופן שיגדיל את הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים איתם ישראל מתמודדת. שינוי צפי הדירוג של ישראל על ידי S&P מגיע לאחר שחברות הדירוג Moody's ו-Fitch הציבו את ישראל תחת "מעקב שלילי" על רקע אותן הנסיבות.

**שבועיים מפרוץ המלחמה ירדו בחדות הרכישות באשראי במונחים נומינליים, ובפרט ביחס למגמה**



הנתונים היומיים של הרכישות בכרטיסי אשראי (מנוכי עונתיות, במחירים שוטפים, במונחי ממוצע שבועי נע), שפורסמו על ידי בנק ישראל (ומקורם בחברת שב"א) במסגרת החלטת הריבית, מלמדים כי היקף הרכישות הכולל ירד בחדות מאז החלה מלחמת "חרבות ברזל".

השוואה של הנתון העדכני ביותר (21.10.23) לעומת ערב פרוץ המלחמה (6.10.23), מעלה כי סך הרכישות בכרטיסי אשראי ירד (נומינלית) בכ-7%. בנוסף, בהתבסס על אומדני בנק ישראל למגמת הצמיחה של סך הרכישות בכרטיסי אשראי, נראה כי רמת הרכישות במועד זה הייתה נמוכה בכ-13.4% ביחס למגמה ארוכת הטווח (ראה/י תרשים), אשר חושבה משנת 2016 ועד ספטמבר 2023.

לשם ההשוואה, כעבור שבועיים ממועד החלת המגבלות על הפעילות הכלכלית לנוכח התפשטות מגפת הקורונה בישראל (14.3.20), ירדו הרכישות באשראי, במונחים נומינליים, בכ-9.4%, ובכ-8% ביחס למגמה, כך על פי אותם נתונים של בנק ישראל. דהיינו, עוצמת הירידה ברכישות באשראי ביחס למגמה בעקבות מלחמת "חרבות ברזל" הייתה חריפה יותר מזו שנגרמה בעקבות הזעזוע הראשוני של מגפת הקורונה, וייתכן שמצביעה על פגיעה משמעותית יותר בצריכה הפרטית, עד כה.

נתונים שהוצגו לגבי קטגוריות צריכה נבחרות, מלמדים כי הרכישות באשראי, במונחים נומינליים, של שירותי תיירות (טיסות, מלונות והשכרת רכב) ירדו בכ-22% ביחס למגמה, הרכישות של שירותי חינוך ופנאי ירדו בכ-42%, והרכישות של דלק ושירותי תחבורה ודואר ירדו בכ-19%. מאידך, הרכישות ברשתות המזון עלו בכ-4% ביחס למגמה.

לסיכום, על אף העובדה כי מלחמת "חרבות ברזל" ממוקדת בעיקר בקצוות המדינה, ולכן מכבידה על פתיחה של עסקים ועל הניידות של התושבים בעיקר בדרום ובצפון, ואילו מגבלות הקורונה השפיעו על כלל האזורים במדינה, בינתיים, מסתמן כי הירידה הראשונית ברכישות באשראי ביחס למגמה במהלך מלחמת "חרבות ברזל" הינה משמעותית יותר. ייתכן כי ההסבר לכך נובע, בין היתר, מגיוס המילואים הנרחב (לפי דובר צה"ל מעל 300 אלף מגויסים) אשר מתבטא בירידת הרכישות באשראי של המגויסים ובני משפחותיהם. במבט קדימה, על רקע המלחמה, הצריכה הפרטית צפויה לצמוח בשיעור מתון בלבד, הנמוך מהממוצע ארוך הטווח, בשנים 2023-2024.

**כתבו: ד"ר גיל מיכאל בפמן וגילי בן אברהם**

