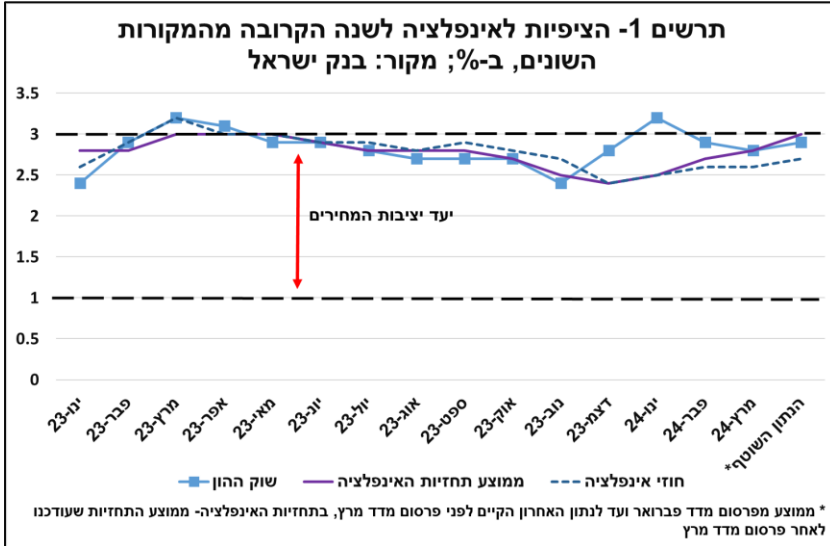


1/5/2024

**השבוע במאקרו**

**ציפיות האינפלציה לשנה הקרובה עלו בעת האחרונה, מה שעלול לדחות הפחתת ריבית בזמן הקרוב**



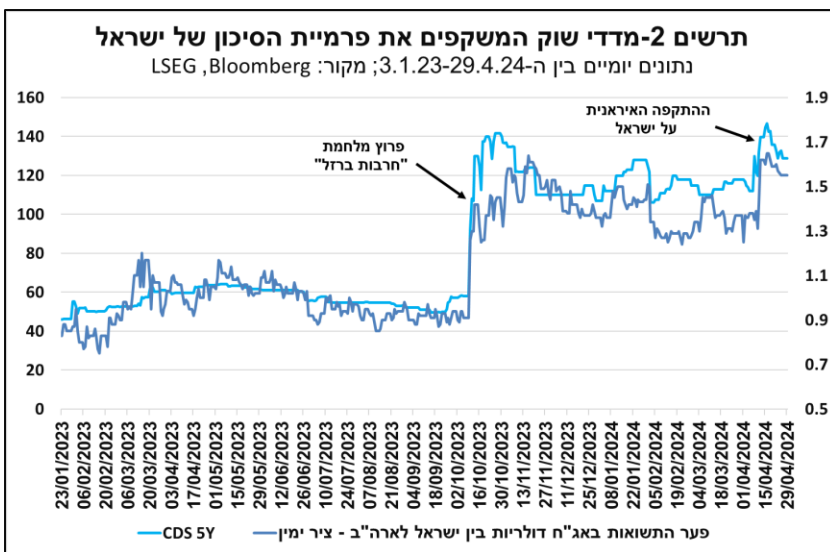
הציפיות לאינפלציה בשנה הקרובה מהמקורות השונים (שוק ההון, חוזי האינפלציה והחזאים המקצועיים של האינפלציה) עלו קלות בחודש האחרון. זאת, בהמשך לעלייה שאפיינה אותן החל משלהי שנת 2023 או ראשית שנת 2024, כתלות במקור אותו בוחנים, כך על פי נתוני בנק ישראל (ראה/י תרשים 1). עלייה זו, באה לאחר ירידה מתונה והדרגתית בציפיות מכלל המקורות בתקופה שבין מרץ 2023 ועד לתום השנה שחלפה. על רקע זה, הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה נצמדו לטווח העליון של יעד היציבות המחירים.

ניתן להעריך כי העלייה שחלה לאחרונה בציפיות האינפלציה לשנה הקרובה, מכלל המקורות, נבעה, בין היתר, מהשלכות מלחמת "חרבות ברזל" שהינן עם רכיבים בעלי אופי אינפלציוני. בין אלו, ניתן לציין את הפיחות בשער החליפין, שיבוש בהיצע העובדים, עלייה במחירי התובלה הימית, ירידה בתחרות בתחום שירותי הטיסות לחו"ל, גידול ניכר בהוצאות הממשלה (אשר גרר ועתיד לגרום העלאות מיסים) ועוד.

בבדיקה<sup>1</sup> שערכה קרן המטבע הבינלאומית (IMF), נמצא כי לציפיות האינפלציה לטווח הקרוב ישנה השפעה של ממש על האינפלציה הנוכחית, וזאת בשונה מהציפיות לטווחים הארוכים. נוסף על כך, נמצא כי כאשר האינפלציה הנוכחית גבוהה בהשוואה היסטורית, התמסורת מציפיות האינפלציה בפועל גבוהה יותר. על פי אומדני ה-IMF, שהתבססו על מדגם של מדינות מפותחות, עלייה של נקודת האחוז בציפיות האינפלציה לטווח הקרוב מתואמת עם עלייה של כ-0.8 נקודות האחוז באינפלציה בפועל.

המנגנון שדרכו ציפיות האינפלציה משפיעות על האינפלציה בפועל, נובע מהשקלול של ציפיות האינפלציה בהחלטותיהם של עסקים ופרטים. זאת, כפי שמתבטא בעלייה במחירי המוצרים והשירותים הנמכרים על ידי החברות, בדרישות השכר, הצופות פני עתיד, של העובדים, במחירי השכירות שדורשים משכירי הדירות ועוד. לאור האמור לעיל, לא מן הנמנע כי העלייה שחלה לאחרונה בציפיות האינפלציה לשנה הקרובה, כבר נכללת במסגרת גורמים שיביאו לעלייה באינפלציה בישראל, או לכל הפחות לעכב את התמתנותה, ומשכך לעכב את מועד הפחתת ריבית הבאה מצד בנק ישראל.

**על רקע ההסלמה במצב הביטחוני, סוכנות הדירוג S&P הפחיתה את דירוג האשראי של ישראל; מדדי הסיכון זינקו**



ימים בודדים לפני חג הפסח הפחיתה סוכנות הדירוג הבינלאומית, S&P, את דירוג האשראי של ישראל מ-"AA-" ל-"A+". והצמידה לדירוג האשראי תחזית "שלילית". החלטת הדירוג נערכה שלא על פי לוח הזמנים המקורי, וזאת, על פי הסוכנות, בצל עלייה משמעותית בסיכון הגיאופוליטי והביטחוני של ישראל. התחזית השלילית משקפת את הסיכון שהמלחמה בעזה והעימות עם חיזבאללה עלולים להסלים לכדי מלחמה רב-זירתית, ואו להשפיע במידה חמורה יותר מהציפיות המוקדמות על הפרמטרים הכלכליים, הפיסקליים והחשבונות החיצוניים של ישראל.

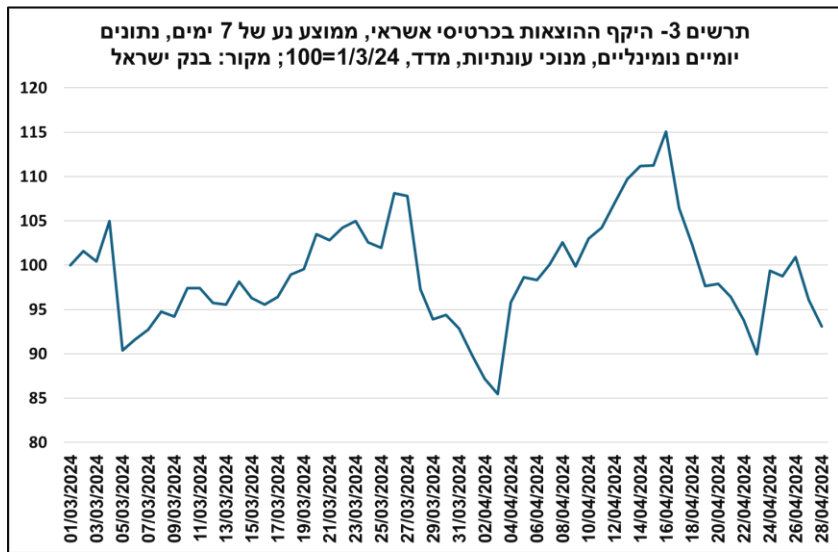
הפחתת הדירוג באה על רקע ההתגברות בסיכון הגיאופוליטי, אשר גם כך היה מצוי ברמה גבוהה, וזאת לנוכח המתקפה הישירה של איראן על ישראל. סוכנות הדירוג גורסת כי בתרחיש

<sup>1</sup> IMF, World Economic Outlook, October 2023

הבסיסי המלחמה בעזה לא תסלים למלחמה אזורית, אך הדגישה כי מלחמת "חרבות ברזל" נמשכת זמן רב מכפי שצפתה שתימשך, באוקטובר 2023, כשפרצה המלחמה. הסוכנות כעת מעריכה כי המלחמה תימשך לאורך כל השנה הנוכחית, וזאת תוך ירידה בעצימות המלחמה בעזה. יחד עם זאת, לדידה, הסיכונים להסלמה במצב הבטחוני מהתעצמות הלחימה מול איראן ו/או מול חיזבאללה קיימים, ואם יתמשו הם צפויים להכביד על הפרמטרים הכלכליים והפיסקליים של ישראל. S&P צופה כי קצב הצמיחה בשנת 2024 יהיה נמוך מאוד ביחס להערכות של גופים פיננסיים ובינלאומיים אחרים, ויסתכם ב-0.5% בלבד, אך יתאושש במהירות בשנת 2025 ויסתכם בכ-5%, הודות להתרחבות בצריכה ובהשקעות.

הסוכנות ציינה כי היא עלולה להוריד את דירוג האשראי של ישראל במקרה שבו המלחמה תתרחב, או במידה ויתברר כי השלכות המלחמה על הצמיחה, על הפרמטרים הפיסקליים ועל מאזן התשלומים יהיו חמורות מכפי שצפתה. מנגד, ירידה בהסתברות להסלמה במלחמה והתמתנות בסיכון הבטחוני הרחב עשויים להוביל לשינוי אופק הדירוג ל"יציב", אך לא לשיפור בדירוג עצמו בעתיד הנראה לעין.

הצעד של S&P מגיע לאחר שבראשית חודש אפריל שינתה Fitch את תחזית דירוג האשראי של ישראל ל"שליטת" והותירה את הדירוג ללא שינוי (ברמה של A+, בדומה לדירוג המעודכן על פי S&P), ולאחר שבחודש פברואר הפחיתה Moody's את דירוג האשראי של ישראל מ-A1 ל-A2, והציבה לו תחזית "שליטת".



מאז המתקפה האיראנית על ישראל טרם פורסמו נתוני מאקרו רשמיים המאפשרים לבחון האם וכיצד זו השפיעה על הפעילות הכלכלית ועל שוק העבודה. אך מדדי שוק המשקפים את פרמיית הסיכון של ישראל כגון: רמת ה-CDS ל-5 שנים והפער בין התשואות על אג"ח דולריות בין ישראל לארה"ב, זינקו בחדות לאחר המתקפה, ועל אף שרמתם ירדה מאז, נכון לתום חודש אפריל 2024 הן עדיין הגבוהות ביותר שנרשמו מאז נובמבר 2023 (ראה/י תרשים 2). על רקע זה, סביר להניח כי העלייה הניכרת שנרשמה במידת אי הוודאות לנוכח המתקפה, תתבטא בסקרי מגמות העסקים והצרכנים לחודש אפריל, אשר יפורסמו בימים הקרובים.

יחד עם זאת, נתוני הרכישות בכרטיסי אשראי המתפרסמים על ידי בנק ישראל (נתונים נומינליים מנוכי עונתיות), מצביעים על עלייה גבוהה יחסית בהיקף הרכישות בכרטיסי אשראי בחודש אפריל, לעומת חודש מרץ, זאת תוך שינוי חד במגמה במהלך החודש (ראה/י תרשים 3). כך, במחצית הראשונה של חודש אפריל חלה עלייה בהיקף הרכישות בכרטיסי אשראי, אותה ניתן לייחס, לפחות באופן חלקי, להקדמה של צריכה בציפייה למתקפה איראנית על ישראל. ואילו אחריה, במחצית השנייה של החודש, הגיעה ירידה בהיקף הרכישות בכרטיסי אשראי בשל ההיקף המוגבר של הרכישות במחצית הראשונה של החודש. להערכתנו, העלייה בהיקף הרכישות הכולל בסיכום חודש אפריל הייתה גבוהה יחסית גם בניכוי עליית המחירים בחודש זה.

במבט קדימה, נציין כי להפחתות הדירוג יכולה להיות השפעה שלילית מעבר לגלום עתה בשווקים, בין היתר, על עלויות הגיוס של המדינה. רמת הסיכון נותרה גבוהה ולכן האפשרות של הפחתת דירוג בעתיד נותרה פתוחה, זאת במידה ותרחישי הסיכון השונים יתמשו. מדובר בתרחישים שונים הנוגעים למצב הביטחוני וגם למידת היכולת של ישראל להמשיך ולהתאושש בנסיבות שבהן היחס העולמי כלפי ישראל ימשיך וייחלש, אשר ההסתברות להתמשותם, גם אם לא בטווח זמן מיידי, עלתה.

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