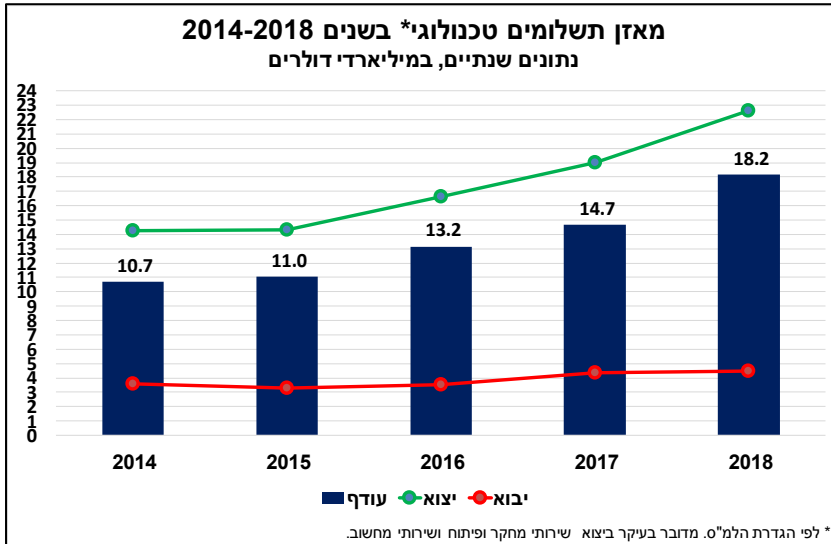


14/08/2019

השבוע במאקרו

העודף בחשבון השוטר של מאזן התשלומים נתמך בעיקר בעודף משמעותי מפעילות מחקר ופיתוח ושירותי מחשוב



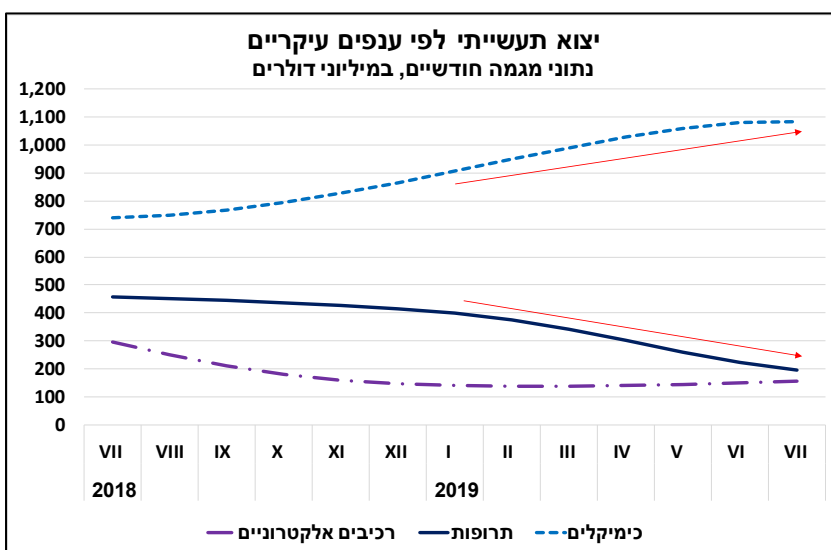
בשנים האחרונות העודף בחשבון השוטר של מאזן התשלומים נתמך בעודף מתמשך בחשבון השירותים של המשק. אחד הרכיבים העיקריים בחשבון זה הוא שירותים עסקיים אחרים, אשר מהווה כ-75% מסך יצוא השירותים, וכולל בין היתר, שירותי תוכנה ומחשוב, מחקר ופיתוח, שירותי תקשורת ועוד. מדובר ברכיב עתיר טכנולוגיה ומבוסס היי-טק, אשר נשען על היתרונות היחסיים של המשק (כוח אדם איכותי ונטייה לחדשנות טכנולוגית) ומצוי בתנופה בשנים האחרונות.

שני הרכיבים העיקריים בתחום ההיי-טק והטכנולוגיה הם: מחקר ופיתוח ושירותי מחשוב. רכיבים אלה היוו כ-57% מסך יצוא השירותים העסקיים ו-44% מסך יצוא השירותים של ישראל בשנת 2018. דהיינו, מדובר במרכיב מהותי בחשבון השירותים במאזן התשלומים של המשק.

כפי שניתן לראות בתרשים, המרכיב הטכנולוגי של חשבון השירותים מצוי בעודף גדול, שאף נמצא במגמת עלייה בשנים האחרונות. בשנת 2018 עודף זה הסתכם בכ-18 מיליארד דולר, מתוך עודף כולל של כ-22 מיליארד דולר ברכיב השירותים העסקיים בכללותו, כ-20 מיליארד דולר בחשבון השירותים כולו ועודף של כ-10 מיליארד דולר בחשבון השוטר (כשמביאים בחשבון, בין היתר, גם את הגירעון בחשבון הסחורות). דהיינו, חלקו הארי של העודף בחשבון השוטר נובע מהמרכיב הטכנולוגי, שמושפע באופן חיובי מגידול מתמשך ומהיר מצד היצוא ועלייה מתונה בלבד מצד היבוא.

בהקשר זה, נציין כי יצוא רכיבי המרכיב הטכנולוגי, כמו גם יצוא השירותים העסקיים בכלל, מופנה ברובו למדינות ה-OECD, ובראשן לארה"ב. יש לציין שמשקל היצוא למדינות אלה אף מצוי בעלייה מתונה בשנים האחרונות. במבט קדימה, אנו מעריכים כי מגמה זו צפויה להימשך גם בשנים הקרובות ולתמוך בעודף בחשבון השוטר וכתוצאה גם בהתחזקות השקל, בעיקר מול המטבעות המובילים (דולר אמריקאי ואירו).

בחודש יולי היקף יצוא הכימיקלים נותר גבוה יחסית, וכנגד יצוא התרופות המשיך לרדת



נתוני סחר החוץ שפורסמו על-ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס) מלמדים כי בחודש יולי יצוא הסחורות של ישראל הסתכם בכ-4 מיליארד דולר (נתונים מנוכי עונתיות, ללא אניות, מטוסים ויהלומים). נתון זה, משקף עלייה מתונה של כ-0.8% לעומת החודש הקודם, ועלייה גדולה יותר של כ-5.2% בהשוואה לממוצע החודשי ברביע השני של השנה. בסך הכול, היקף היצוא בחודשים יוני-יולי היה גבוה יותר בהשוואה לאפריל-מאי, אך יש להמתין ולבחון את הנתונים בחודשים הבאים בכדי לקבוע אם מדובר במגמת שיפור.

מבחינה ענפית, נציין שיצוא הכימיקלים ממשיך לבלוט לחיוב, כשהיקף היצוא בחודשים יוני-יולי היה דומה לזה של פברואר-מרץ, שהיו חודשי שיא של התקופה האחרונה. עם זאת, יש להדגיש שמדובר בנתונים תנודתיים

המושפעים, כפי הנראה, במידה רבה יחסית מהפעילות של חברת כ"ל, לה נתח שוק גדול בענף. במקביל, יצוא ענף הרכיבים האלקטרוניים עלה מעט בחודש יולי לאחר רמת השפל בה היה בחודש יוני, אם כי, יש להמתין לנתוני החודשים הבאים בכדי לבחון האם ישנה הרחבה מסוימת בפעילות של חברת אינטל לאחר שדרוג המפעל הקיים. במידה שכן, תהיה לכך השפעה חיובית על יצוא הסחורות של ישראל שכן היום יצוא הרכיבים מצוי עדיין ברמת שפל. למרות העלייה מדובר עדיין בהיקף

פעילות מתון ביחס לשנים האחרונות וכן ביחס לפעילות ברביע הראשון של 2018. מנגד, יצוא התרופות המשיך לרדת גם ביולי, כפי הנראה, על רקע ירידה בפעילות של חברת טבע. היקף היצוא ביולי היה נמוך בכ-20% מהממוצע החודשי ברביע השני ונמוך בכ-48% ביחס לממוצע החודשי במחצית הראשונה של השנה. מגמה זו, עשויה להימשך גם בחודשים הבאים.

יבוא הסחורות הסתכם ביולי בכ-4.7 מיליארד דולר (ללא אוניות, מטוסים, יהלומים וחומרי אנרגיה), זאת בדומה להיקף היבוא בחודשים מאי-יוני. אולם, בהשוואה לשליש הראשון של השנה (ינואר-אפריל) חלה ירידה ביבוא הסחורות. ירידה זו, הייתה רוחבית וכללה את כל קבוצות היבוא: חומרי גלם, מוצרי צריכה ומוצרי ההשקעה. ירידה זו, עשויה ללמד על התמתנות קצב התרחבות הפעילות בעת הנוכחית. לסיכום, על אף שירד מעט בחודשיים האחרונים, הגירעון בחשבון הסחר הבסיסי (ללא אוניות, מטוסים, יהלומים ודלק) בשנת 2019 עד כה (ינואר-יולי) נותר ברמה דומה לתקופה המקבילה אשתקד, בה הגירעון הגיעה לרמת שיא. מגמה זו, אם תימשך, עשויה להשפיע לשלילה על העודף בחשבון השוטר של מאזן התשלומים וכן על קצב הצמיחה של המשק המקומי במהלך השנה.

האם יעד יציבות המחירים של בנק ישראל עדיין מתאים?

שער החליפין הנומינאלי של השקל התחזק (ייסוף) מתחילת השנה בכ-9%, והגיע לרמת שפל בראייה היסטורית. במקביל, האינפלציה בפועל (ב-12 החודשים האחרונים) ירדה בחודש יוני חזרה אל מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים. עקב כך, בין היתר, נגיד בנק ישראל פרסם הודעה מיוחדת לפיה הריבית צפויה להישאר נמוכה למשך זמן רב בשונה מהערכת חטיבת המחקר בעדכון האחרון (העלאת ריבית בסוף הרביע השלישי של 2019), זאת ככל הנראה במטרה לנסות ולהביא לבלימת מגמת התחזקות המטבע.

במקביל, פורסם באחרונה בעיתונות הכלכלית כי חבר בוועדה המוניטארית (מנהל חטיבת השווקים בבנק ישראל) צוטט באומרו כי בנק ישראל עשוי לשוב לרכוש מט"ח בתקופה הקרובה, בכדי למנוע סטייה גדולה של שער החליפין מרמת שווי משקל. דהיינו, אין שינוי בתמהיל המדיניות של בנק ישראל מהשנים האחרונות – התערבות בשוק המט"ח לפרקים וריבית נמוכה זה זמן רב. יעודן העקיף של רכישות אלו הוא למנוע ייסוף נוסף של השקל "שימושך" את האינפלציה עוד כלפי מטה דרך השפעה על המחיר השיקלי של מוצרים ושירותים מיובאים.

על רקע זה, נשאלת השאלה האם זהו הרכב המדיניות ששיג את מטרותיו של בנק ישראל, ובראשן יציבות מחירים. בעבר כתבנו מספר פעמים על כך שהשקל מצוי במגמת התחזקות ארוכת שנים כתוצאה מהגורמים הבסיסיים ארוכי הטווח של המשק, ובראשם עודף מתמשך בחשבון השוטר והיקף גבוה של השקעות ישירות נכנסות על-ידי משקיעים זרים. גורמים אלה צפויים להישמר גם בשנים הבאות, זאת לאור הצמיחה המהירה של יצוא השירותים (בעיקר זה שמוטה היי-טק וטכנולוגיה, כפי שהוסבר בפסקה הראשונה). רכיב פעילות זה הינו פחות רגיש לשינויים בשער החליפין וכן נהנה מיתרונותיו היחסיים של המשק הישראלי, שכוללים, בין היתר, כוח אדם איכותי (ישראל מדורגת 22 מתוך 189 במדד הפיתוח האנושי של האו"ם – רמת פיתוח עליונה) ונטייה גבוהה לחדשנות טכנולוגית (ישראל מדורגת בעשירייה הראשונה במדדי החדשנות העולמיים).

במקביל, העלויות של תמהיל המדיניות המוניטארית של השנים האחרונות, ריבית נמוכה לפרק זמן ממושך והיקף גבוה מאוד של יתרות מט"ח (כ-120 מיליארד דולר, השקולים ל-32.5% תוצר) אשר חורג מהרמה הנאותה שנקבעה בעבר, הינן גבוהות. שמירה על שער ריבית נמוך לאורך זמן, עלולה להגביר את הסיכון ליציבות הפיננסית שכן הוא תומך בעלייה, לעיתים חדה, של מחירי נכסים (נדל"ן למשל) ובהגדלת תיאבון הסיכון של חוסכים (גם מוסדיים בקרנות הפנסיה) ומשקיעים, שנאלצים להגדיל את נתח ההשקעה שלהם במכשירים פיננסיים בעלי סיכון גבוה יחסית בכדי ליצור תשואה סבירה.

כמו כן, מצב כזה מקטיף את היכולת של בנק ישראל להגיב לשינויים במחזור העסקים בעזרת כלי המדיניות העיקרי, הריבית, כך שעיקר הנטל בהקשר זה, עובר למדיניות התקציבית, שכרגע גם היא מוגבלת ביכולתה להגיב בטרם נבחרה ממשלה חדשה. נראה גם שהיכולת של בנק ישראל לפעול (אם יידרש) במישור של התערבות כמותית כפי שנעשה בעולם, באמצעות רכישת איגרות חוב הינה מוגבלת, הן לנוכח גודלו של השוק הישראלי והן לנוכח האפשרות שהריבית לטווח ארוך בישראל תרד לרמה אפסית ואף שלילית, תוך ליבוי אינפלציה של מחירי נכסים.

מדיניות זו, הינה תוצאה של מאפייני הגדרת היעדים של בנק ישראל ובראשם, השאיפה ליעד יציבות מחירים של 2% (למרות שהממשלה לא קבעה יעד זה אלא יעד של 1%-3%). מדובר ביעד דומה לזה של מדינות מפותחות אחרות (ארה"ב, בריטניה, גוש האירו ועוד), אשר לא בטוח שתואם את רמת יוקר המחיה הגבוהה בישראל לעומת אותן מדינות. לאור זאת, ייתכן שהגיעה העת לחשיבה מחודשת ודיון ציבורי (כפי שעושים בנקים מרכזיים אחרים) באשר ליעדים הרצויים בעידן הנוכחי של יציבות מחירים וריבית הקרובה לאפס כמו גם בכלים הדרושים להשגת היעדים. הדבר חשוב בפרט בעת הנוכחית, בה האינפלציה נמוכה, לאורך שנים ארוכות ממגוון סיבות שלא בהכרח תלויות בישום מדיניות ריבית כזאת או אחרת, כגון: השפעות ממתנות של מהלכי ממשלה לעידוד התחרות במשק, התפתחות הסחר המקוון, ירידות מחירים עולמיות, ייסוף מתמשך ועוד. התפתחות זו, עשויה לסייע בהתאמת רמת הריבית הריאלית (שכעת שלילית) לקצב התרחבות הפעילות הקרוב לפוטנציאל, נורמליזציה בריבית הנומינלית ובהפעלת כלי מדיניות אחרים. בנסיבות אלו יתכן ששיעור עליית המחירים התואם להגדרה של "יציבות מחירים" נמוך מאשר היה בעבר, עת נקבעו הפרמטרים של היעד הנוכחי. עדכון של פרמטרים אלו עשוי להיות צעד ראשון של בנק ישראל לשינוי באופן ההתמודדות עם מספר רב יחסית של יעדים, בחלקם לא רשמיים, אך משמעותיים, ובחלקם רשמיים.

כתב: יניב בר

לתגובות, הערות והארות: ניתן לפנות לאיל רז, ראש ענף כלכלה, בנק לאומי
דואר אלקטרוני: eyalr@bll.co.il, טלפון: 076-8858039