

21/05/2019

השבוע במאקרו

הוועדה המוניטארית הותירה את הריבית ברמה של 0.25%; המשך תהליך העלאת הריבית צפוי להיות איטי

בישיבה שנערכה ב-20.5.19 החליטה הוועדה המוניטארית להותיר את ריבית בנק ישראל ללא שינוי ברמה של 0.25%. מההודעה המלווה להחלטת הריבית עולה כי הגורמים ברקע להחלטה היו, בין היתר:

1. מדד המחירים לצרכן לחודש אפריל עלה פחות מהתחזית (ראה/י הרחבה בפסקה הבאה), אך שלושת המדדים שלפני כן עלו מעבר לחזוי. רמות האינפלציה בפועל והאינפלציה הצפויה מצויות בתוך יעד יציבות המחירים 1-3%, ובקרבת הגבול התחתון של טווח זה. האינפלציה במונחי "מדד ליבה" (ללא אנרגיה ופירות וירקות) מצויה מעט מתחת לגבול התחתון של היעד. עליית מדד המחירים לצרכן מובלת על ידי רכיב "הבלתי סחירים", שעולה בקצב שנתי של יותר מ-2% ואילו הרכיב "הסחיר" (המיובא) כמעט ואינו עולה וזאת עקב תיסוף השקל מול סל המטבעות בכ-6% מראשית השנה.

בהקשר זה, נציין כי בנק ישראל, כפי הנראה, מכוון להגעת האינפלציה למרכז יעד היציבות – 2% – ולכן מייחס חשיבות לכך שהאינפלציה תהיה **במגמה** אשר מובילה להתכנסות עתידית (גם אם איטית והדרגתית) ליעד זה, מה שבינתיים עדיין לא קורה בפועל. האינפלציה התייצבה מאז אמצע 2018 על קצב של קצת מעל 1%, ולא ברמה גבוהה יותר, בעיקר עקב תיסוף השקל. מצב שבו השקל יושפע מאירוע כלכלי עולמי ואו גיאופוליטי חריף יכול להביא להיחלשות מהירה של המטבע, זאת כפי שהיה ב-2007, 2009, 2013, 2015 – תקופות שבהן שער החליפין האפקטיבי של השקל פוחת במהירות בשיעורים של 5-7.5% ; ואז עלולה לבוא האצה מהירה ומפתיעה באינפלציה, גם אם זמנית, שעשויה להוות אתגר לבנק ישראל בטווח הקצר.

2. הצמיחה ברביע הראשון של 2019, שהייתה חזקה, הושפעה במידה ניכרת מיבוא מוגבר של כלי רכב (ראה/י הרחבה בהמשך הסקירה). לפי חטיבת המחקר של בנק ישראל, בנטרול רכיב זה במלואו, התוצר המקומי צמח ברביע הראשון בקצב נמוך מ-3%, שהוא על-פי בנק ישראל קצב הצמיחה הפוטנציאלי של המשק¹. בהקשר זה, נציין כי באפיזודה הקודמת של גל רכישות כלי רכב (ברביע הרביעי של 2016), חטיבת המחקר של בנק ישראל העריכה את התרומה השנתית של רכיב זה לצמיחה באותה שנה (2016) ב-0.5%, זאת בעיקר הודות לעלייה במיסוי ובערך המוסף של היבואנים. נוכח תחזיות לצמיחה של מעט יותר מ-3% במהלך 2019, ייתכן כי שנה זו תסתכם בצמיחה נמוכה מ-3%, בניכוי יבוא כלי רכב, קצב נמוך בהשוואה לשנים קודמות.

3. הסיכונים הגלובאליים עלו, זאת בדגש על הרפת "מלחמת הסחר" בין ארה"ב לסין, וסיבה עולמית לא יציבה ורווית סיכונים לפרק זמן ממושך עלולה להוביל לדחייה של העלאת הריבית הבאה.

לסיכום, נראה שבנק ישראל נותן משקל מכריע כרגע לתוואי שער החליפין האפקטיבי של השקל והמשך התיסוף יכול להשפיע מאוד על ההחלטה הבאה של הריבית. נראה כי משקל רב ניתן גם לקצב הצמיחה הנמוך מהפוטנציאל ולסיכונים הנובעים מהמצב הגלובאלי, לעומת משקל נמוך יותר הניתן לסביבת האינפלציה הנוכחית. למרות האמור, להערכתנו, חלון ההזדמנויות להעלאת ריבית עדיין נותר פתוח במידה מסוימת וסביבת האינפלציה במדד חודש מאי, שתהיה ידועה לפני החלטת הריבית הקרובה (יולי 2019) עדיין תהיה עקבית עם תנאים להעלאת ריבית. לאחר מכן, חלון זה צפוי להיסגר, זאת על רקע התחזית שלנו לירידה משמעותית של סביבת האינפלציה במחצית השנייה של 2019 ובעיקר ב-2020, דבר אשר צפוי למתן את המשך תהליך העלאת הריבית בעתיד. בהקשר זה, יש להדגיש כי בנק ישראל עלול לשמר תנאים מוניטריים מרחיבים מדי לאורך פרק זמן ארוך מדי (ריבית ריאלית שלילית למשק המצוי בצמיחה נאה), וזאת תוך הגדלת הסיכונים לבועות מחירי נכסים וערעור מידת היציבות הפיננסית.

לאחר פרסום מדד אפריל "סביבת האינפלציה" התמתנה מעט, אך נותרה סביב הגבול התחתון של היעד (1%)

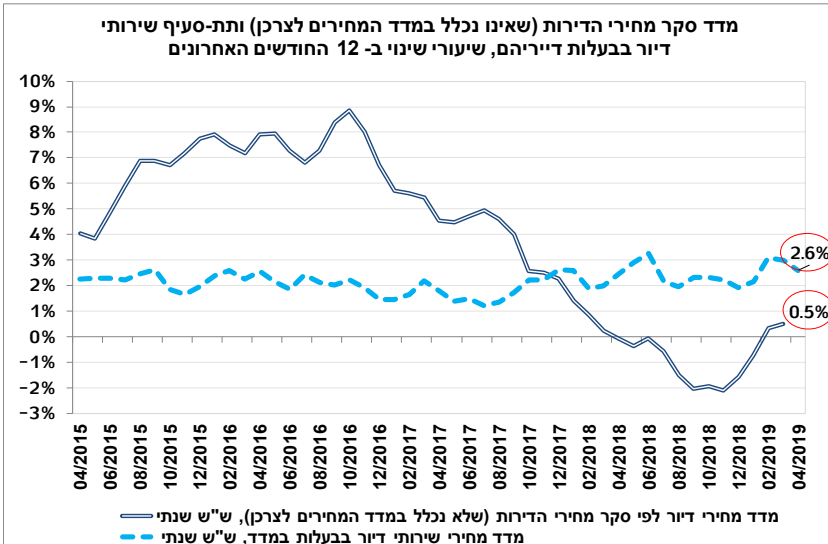
מדד המחירים לצרכן עלה ב-0.3% בחודש אפריל 2019 (בהשוואה לחודש הקודם), והיה נמוך בהשוואה לתחזית אגף הכלכלה ולקונצנזוס החזאים. עליות המחירים הבולטות נרשמו בסעיפים: הלבשה והנעלה (2.4%) – בעיקר מסיבות שקשורות בעונתיות; ותחבורה ותקשורת (1.4%) – על רקע עליית מחירי הדלק הוצאות על נסיעות לחו"ל ומכוניות.

יש לציין שבשליש הראשון של השנה (ינואר-אפריל) עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.8%, מדד המחירים לצרכן ללא דיור עלה ב-0.9% ומדדי המחירים לצרכן ללא אנרגיה וללא ירקות ופירות עלו ב-0.7%, כל אחד.

אנו מעריכים כי שנת 2019 תסתכם באינפלציה של 1.5%-2.0%, בין היתר, על רקע ציפיות להשפעת צעדי מיסוי בהמשך השנה (תוספת חד-פעמית של כ-0.3% למדד), וכן על רקע יציאה של מדדים נמוכים מחלון החישוב בסוף השנה. כמו כן, נציין כי בשנים עשר החודשים האחרונים (אפריל 2019 לעומת אפריל 2018) עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.3%, ושיקף התמתנות קלה ביחס לחודש קודם, ובמקביל הערכותינו לאינפלציה ב-12 החודשים הבאים ירדו מעט אל מתחת ל-1%. נתונים אלה משקפים התמתנות מסוימת ב"סביבת האינפלציה", אם כי, היא נותרה סביב הגבול התחתון של יעד יציבות המחירים.

סעיף הדיור ירד ב-0.1% על רקע ירידה בשיעור דומה בתת-הסעיף שירותי דיור בבעלות דייריהם (המשקף את מחירי שכר הדירה בחוזים מתחדשים וחדשים). קצב העלייה השנתי של מחירי השכירות (בחוזים מתחדשים וחדשים) התמתן מעט, אך

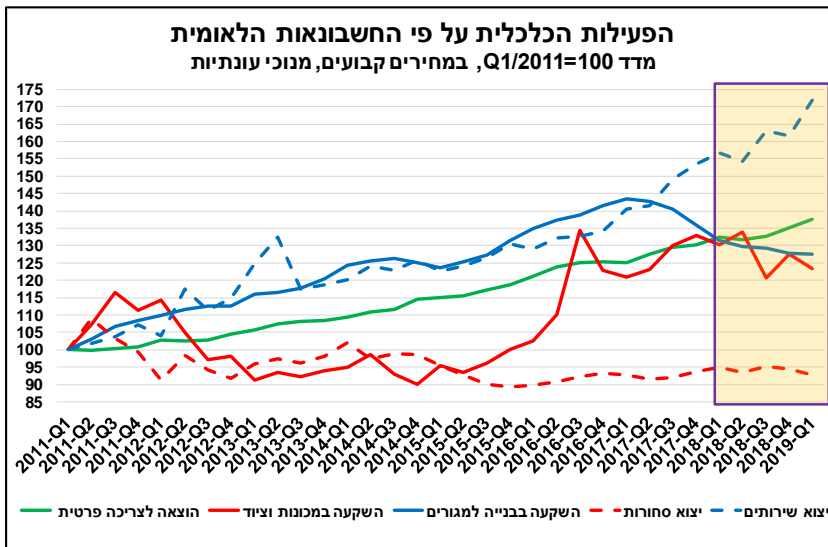
¹ בכתבה של אבי וקסמן בעיתון "הארץ" מה-21.5.19 נכתב כי פרופ' מישל סטרביצ'ינסקי, מנהל חטיבת המחקר בבנק ישראל, מעריך כי יבוא כלי הרכב תרם 3-2.5 נקודות אחוז לצמיחה ברביע הראשון של השנה. משמע, בנטרול השפעת כלי הרכב הצמיחה הייתה מתונה משמעותית ביחס לאומדן הכללי.



נותר גבוה מ-2.5% (ראה/י תרשים). במבט קדימה, אנו מעריכים שקצב העלייה (השנתית) של מחירי השכירות יישאר בסביבה דומה גם בהמשך השנה.

במקביל, מדד מחירי הדירות, עפ"י סקר הדירות החודשי של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס) אשר איננו כולל במדד המחירים לצרכן, עלה בחודש האחרון ב-0.1% לאחר עלייה של 0.7% בחודש הקודם. לאור זאת, הקצב השנתי של מדד זה עלה לרמה של 0.5% שהיא הגבוהה ביותר מאז פברואר 2018. בהקשר זה, נציין כי שיעורי השינוי השנתי של מחירי הדירות החדשות נכנס לטריטוריה החיובית, והציג שיעור עלייה (שנתי) מתון של כ-0.2%, זאת לאחר מספר חודשים רצופים של קצב שלילי. משקל הדירות החדשות שבסבסוד ממשלתי (התכנית "מחיר למשתכן") כאחוז מסך העסקאות בדירות חדשות ירד לכ-32% לאחר שעמד על כ-40% בסוף 2018. להערכתנו, יציבות המחירים תישמר גם בחודשים הקרובים.

גל רכישות מאסיבי של כלי רכב על רקע של שינויים במיסוי הוביל לצמיחה מהירה ברביע הראשון של 2019



נתוני החשבונאות הלאומית הצביעו על צמיחה בקצב מהיר של 5.2% (במונחים שנתיים, נתונים מנוכחי עונתיות) ברביע הראשון של 2019 (אומדן ראשוני), ותאמו בסך הכול להערכת המוקדמות ולנתוני הפעילות שפורסמו בעת האחרונה (מדד משולב, נתוני תעסוקה, סחר חוץ ועוד).

כפי שצוין בפסקה הראשונה, הצמיחה החזקה ברביע הראשון של השנה הושפעה במידה רבה מהיקף מוגבר של יבוא כלי רכב (לצריכה ולהשקעה), דרך מנגנון המיסוי ותרומה לערך המוסף של היבואנים. זאת, בעיקר כתוצאה מהקדמה זמנית וחולפת של רכישות של כלי רכב בטרם עדכון נוסחת המיסוי הירוק בתחילת חודש אפריל השנה, אשר הוביל לעליית מחירים של דגמי רכב רבים. על רקע זה, נציין כי אומדן הלמ"ס לתוצר ללא מיסים נטו על יבוא (כלומר בנטרול חלק מההשפעה של יבוא כלי רכב) צמח בקצב מתון יותר של 3.7% (במונחים שנתיים). למרות זאת, יש להדגיש שמדובר בנתון חזק ביחס לצמיחה הרבעונית ב-2018.

מבחינת רכיבי הצמיחה, נציין כי הצריכה הפרטית (שכוללת גם רכישות כלי רכב) צמחה בקצב גבוה יחסית, אולם הצריכה השוטפת (ללא בני-קיימא) צמחה בקצב מתון של פחות מ-1% לנפש (במונחים שנתיים), זאת בדומה למגמת ההתמתנות בפעילות שעולה מהאינדיקטורים החודשיים בעת האחרונה. ההשקעות בענפי המשק הושפעו לחיוב גם כן מרכישות כלי רכב בסקטור העסקי, כאשר במקביל ההשקעות בבנייה למגורים המשיכו להתכווץ בהמשך למגמה מהרביעים האחרונים. בנוסף, נציין שיצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים וחברות הזנק) צמח בקצב מהיר יחסית של כ-5% (במונחים שנתיים), זאת בהובלת יצוא השירותים, אם כי, גם היצוא התעשייתי הציג צמיחה בקצב נאה.

לסיכום, על אף שהנתון הכולל הצביע על צמיחה חזקה יחסית, הוא הושפע רבות מגל רכישות כלי רכב. בנטרול רכיב זה, תמונת הצמיחה הכלכלית בתחילת שנת 2019 עשויה לשקף צמיחה בקצב של כ-3% (בממוצע), וייתכן שאף פחות מכך, בסיכום השנה. בשנת 2020 צפויה האצה קלה בצמיחת התוצר המקומי במקביל לתחילת הפקת הגז ממאגר "לווייתן" וחזרתה הצפויה של אינטל לפעילות בהיקפים גדולים יותר.

כתבו: ד"ר גיל מ. בפמן
ניב בר