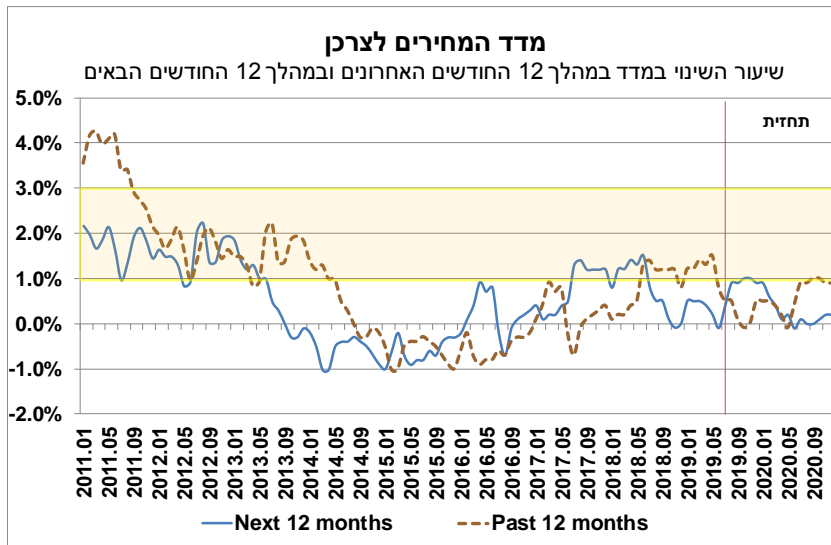


21/08/2019

השבוע במאקרו

סביבת האינפלציה בישראל המשיכה להתמתן לאחר פרסום מדד חודש יולי



מדד המחירים לצרכן ירד בחודש יולי 2019 בשיעור של 0.3% (לעומת החודש הקודם), והיה נמוך בהשוואה להערכות של מרבית החזאים. הסעיפים בהם נרשמו ירידות מחירים בולטות, הם: פירות וירקות, על רקע ירידה במחירי הפירות; הלבשה והנעלה, מסיבות שקשורות בעונתיות בעיקר (מבצעי סוף עונה); ותחבורה ותקשורת, על רקע ירידה במחירי הנסיעות לחו"ל.

בשבעת החודשים הראשונים של השנה (ינואר- יולי) עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.6%, מדד המחירים לצרכן ללא דיור ומדד המחירים לצרכן ללא אנרגיה עלו ב-0.5%, ומדד המחירים לצרכן ללא ירקות ופירות עלה ב-0.8%. עקב כך, ולאור עדכון תחזיות האינפלציה לחודשים הבאים, אנו צופים אינפלציה מתונה במהלך שנת 2019 – כ-0.5% בלבד.

בשנים עשר החודשים האחרונים (יולי 2019 לעומת יולי 2018) עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.5% בלבד לעומת 0.8% ו-1.5% בחודשיים הקודמים, בהתאמה. הנתון הנוכחי נמצא מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים של הממשלה (1%-3%), ולהערכתנו, האינפלציה ב-12 החודשים הבאים תישאר בטווח של מתחת ל-1%, זאת על אף שנלקחה בחשבון תרומה חיובית לאינפלציה בהיקף של 0.3%-0.4% עקב ציפיות למהלך העלאת מסים בתחילת 2020. כלומר, סביבת האינפלציה המשיכה להתמתן לאחר פרסום מדד חודש יולי, והיא רחוקה מהיעד הנקודתי אליו בנק ישראל מכוון, 2% (ראה/י תרשים). על כן, ולאור הצהרת נגיד בנק ישראל לאחרונה בדבר שמירה על ריבית נמוכה לפרק זמן ממושך, ניתן לומר שהסיכוי להעלאת ריבית בהחלטה הקרובה (28.8) הינו נמוך מאוד.

יעד האינפלציה והאינפלציה בפועל: ממוצעים תקופתיים			
טווח היעד	מרכז יעד האינפלציה	אינפלציה בפועל	
יעד נקודתי	10.2%	10.8%	1992-1996
7-10%	8.5%	7.8%	1997-1998
3.2-3.8%	3.5%	0.9%	1999-2001
1.3-3.0%	2.2%	1.9%	2002-2004
1.0-3.0%	2.0%	1.1%	2005-2006
1.0-3.0%	2.0%	3.7%	2007-2009
1.0-3.0%	2.0%	2.1%	2010-2013
1.0-3.0%	2.0%	0.0%	2014-2018

כאמור לעיל, יעד יציבות המחירים בישראל מוגדר במונחי שיעור השינוי השנתי של מדד המחירים לצרכן, שעליו להיות בטווח של 1%-3%. הפרמטרים הנוכחיים של היעד נקבעו בשנת 2003 ולא עודכנו מאז. כפי שהצגנו בעבר, לא מן הנמנע שחלו שינויים מקומיים וגלובליים המצדיקים בחינה מחדש של הפרמטרים הללו. בהקשר זה נציין שהגדרת היעד בישראל שונה בהיבטים מסוימים מהגדרת היעד של הבנק המרכזי של אירופה ואחד ההבדלים הוא שבאירופה היעד מוגדר כאינפלציה של פחות מ-2%. בפועל, מאז 2003, עת שנקבעו הפרמטרים של היעד הנוכחי, האינפלציה בישראל הייתה מעל לגבול העליון של היעד בכ-21% מהזמן, האינפלציה הייתה מתחת לגבול התחתון של היעד בכ-44% מהזמן, ובתוך גבולות היעד רק בכ-35% מהזמן. מאז שנת 2014 ועד היום (כולל אומדן האינפלציה לשנה זו), האינפלציה מצויה מתחת לגבול התחתון של היעד. נראה שחריגה מתמשכת זו, של יותר מחמש שנים מצדיקה אף היא חשיבה מחדש על היעד והפרמטרים שלו.

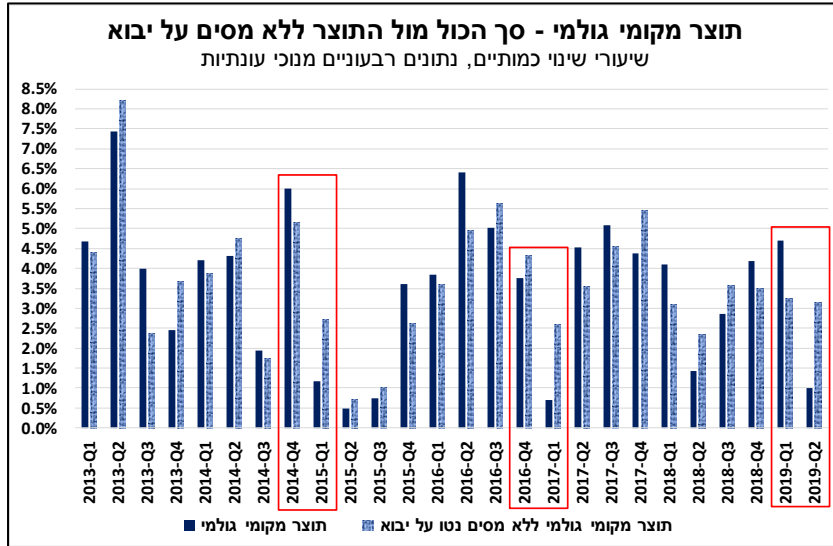
קצב העלייה השנתי של מחירי השכירות (בחוזים מתחדשים וחדשים) עליו ניתן ללמוד מהתפתחות תת-הסעיף שירותי דיור בבעלות דייריהם עלה בחודש יולי ל-2.5% לאחר מספר חודשים של התמתנות. במבט קדימה, הסיבה המאקרו-כלכלית תומכת בהמשך עלייה במחירי השכירות בשיעור שנתי של 2.0%-2.5% גם בחודשים הבאים. במקביל, מדד מחירי הדירות, עפ"י סקר הדירות החודשי של הלמ"ס (הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה) שאינו נכלל במדד המחירים לצרכן המשיך לעלות גם בחודשים מאי-יוני. קצב העלייה השנתי של מחירי הדירות, נותר סביב רמה של כ-1.5%, שיעור המשקף מגמת עלייה מתונה בחודשים האחרונים, אשר עשויה להימשך גם בטווח הקצר.

ברביע השני של 2019 התוצר המקומי הגולמי ללא מסים על יבוא, צמח בקצב נאה של כ-3.1% (במונחים שנתיים)

נתוני הלמ"ס מלמדים שהתוצר המקומי הגולמי (תמ"ג) צמח ברביע השני של השנה בכ-1%, במונחים שנתיים (נתונים מנוכי עונתיות). נתון זה, משקף האטה בקצב הצמיחה בהשוואה לרביעים קודמים, והינו הנמוך ביותר מאז הרביע הראשון של 2017.

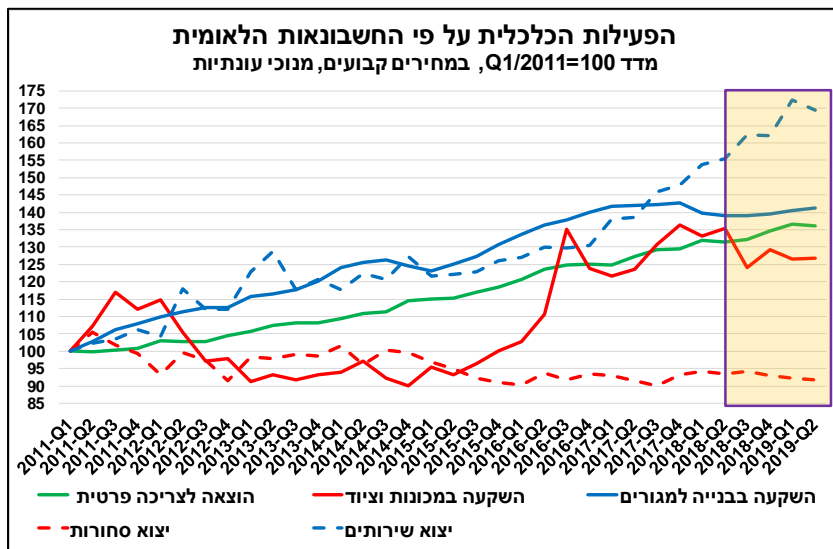
במבט ראשון, הצמיחה הכוללת ברביע השני של השנה נראית חלשה במיוחד. אולם, יש לציין שנתון זה בא לאחר צמיחה מהירה ברביע הראשון של השנה (4.7% במונחים שנתיים), שהושפעה במידה רבה מהיקף יבוא מוגבר של כלי רכב, לצריכה

ולהשקעה. זאת, בעיקר כתוצאה מהקדמה (זמנית וחולפת) של רכישות כלי רכב ערב עדכון נוסחת המיסוי הירוק ב-1.19, אשר גרר עליות מחירים של דגמי רכב רבים. כפי שניתן לראות בתרשים, אירועים מסוג זה התרחשו מספר פעמים בעבר סביב גלי הרכישות של כלי רכב. בשנים 2014-2015 ו-2016-2017, הדבר יצר תנודתיות בקצבי הצמיחה בין השנים, שכן רכישות כלי הרכב, שהוקדמו אמנם רק ברביע אחד, נרשמו בשנה הקודמת (כיוון שנוסחת המיסוי הירוק התעדכנה ב-1.1), כאשר ה"תיקון" נרשם בשנה העוקבת. במקרה הנוכחי, התנודתיות בקצבי הצמיחה היא בין רבעונים בתוך שנת 2019, כך שמהלך זה לא צפוי להשפיע באופן משמעותי על קצב הצמיחה השנתי.



לאור התנודתיות הרבה בנתוני התמי"ג, בחינה של התפתחות אומדן הלמ"ס לתמי"ג ללא מיסים נטו על יבוא (כלומר בנטרול חלק מההשפעה של יבוא כלי רכב) עשויה לספק תמונה ברורה יותר של סביבת הצמיחה בעת הנוכחית. בחינה זו, מעלה כי רכיב זה צמח בקצב של 3.1% (במונחים שנתיים) לאחר צמיחה של 3.2% ברביע הקודם וכ-3.5% במהלך המחצית השנייה של 2018. דהיינו, על אף שחלק מהאינדיקטורים החודשיים לפעילות הכלכלית אותנו על התמתנות מסוימת בקצב הצמיחה ברביע השני של השנה, נתוני החשבונאות הלאומית מצביעים על המשך צמיחה יציבה בסביבת הפוטנציאל של המשק המקומי (שיעור שנתי ריאלי ממוצע של כ-3%). בסך הכול, הנתון הכולל הצביע על צמיחה חלשה יחסית, אך הוא הושפע רבות מירידה חדה ברכישות כלי רכב אחרי היקף שיא ברביע הראשון. בנטרול רכיב זה, תמונת הצמיחה הכלכלית ברביע השני של 2019 הינה חיובית יחסית, ועל כן לא תומכת בהפחתת ריבית מצד בנק ישראל או במהלך אחר של הקלה מוניטארית.

התאוששות בצריכה השוטפת ובהשקעות בבנייה למגורים ברביע השני של השנה



מבחינת רכיבי הצמיחה ברביע השני של השנה, נציין כי הנתון הכולל של הצריכה הפרטית (כולל רכישות כלי רכב שירדו כאמור בחדות) הצביע אמנם על התכווצות, אולם הצריכה השוטפת (ללא בני-קיימא) צמחה בקצב מהיר יחסית של כ-5.3% (במונחים שנתיים). בהקשר זה, נדגיש כי הצריכה השוטפת, שמהווה שכ-85% מסך הצריכה הפרטית, צמחה במהלך המחצית הראשונה של 2019 בכ-2% לנפש, שיעור מעט גבוה יותר מזה של 2018 ובדומה למוצע ארוך הטווח. דהיינו, הצריכה הפרטית ממשיכה להתרחב בקצב נאה גם במהלך 2019.

האצה קלה נרשמה בהשקעות בבנייה למגורים, שצמחו בכ-2.6% (במונחים שנתיים), שיעור הצמיחה הגבוה ביותר מאז הרביע הראשון של 2017. נתון זה, הינו עקבי עם ההתאוששות המסוימת בשוק הדיור, אשר נתמכת בפרויקטים של התכנית "מחיר למשתכן", כפי שבאה לידי ביטוי גם בהתחדשות עליות המחירים בעת האחרונה. ההשקעות בענפי המשק ירדו ברביע השני על רקע ירידה חדה ברכישות כלי רכב להשקעה וקיפאון בהשקעות במכונות וציוד. במקביל, יצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים וחברות הזנק) צמח בקצב מעט איטי יותר בהשוואה לרביע הראשון של השנה (4.6% לעומת 8.3%, במונחים שנתיים). זאת, על רקע התמתנות בקצב צמיחת היצוא התעשייתי ויצוא השירותים אחרים וכן עקב ירידת יצוא שירותי התיירות. בנוסף, נציין שהצריכה הציבורית תרמה גם כן לצמיחה ברביע השני. במבט קדימה, אנו צופים ששנת 2019 תסתכם בקצב צמיחה סביב 3% (ריאלי), זאת לאחר צמיחה של 3.4% ב-2018 ו-3.6% ב-2017.

כתבו: ד"ר גיל מיכאל בפמן
יניב בר