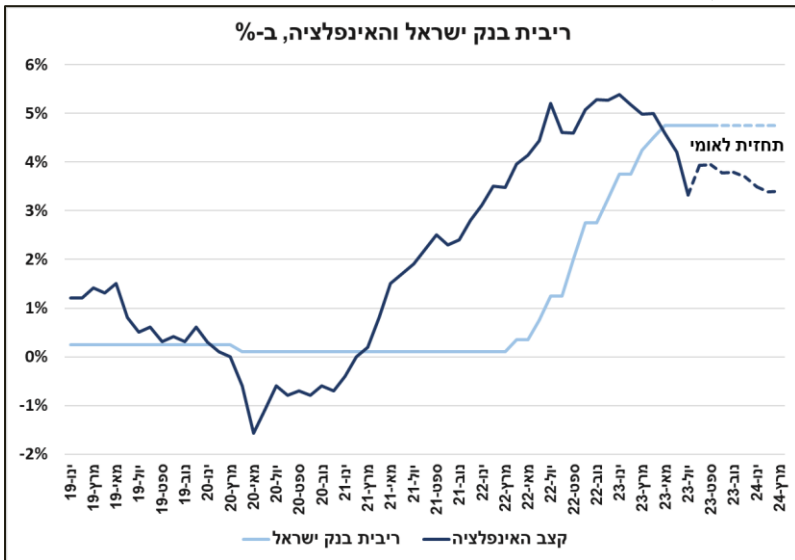


06/09/2023

השבוע במאקרו

ריבית בנק ישראל נותרה ללא שינוי ברמה של 4.75% על רקע התמתנות האינפלציה בחודשים האחרונים



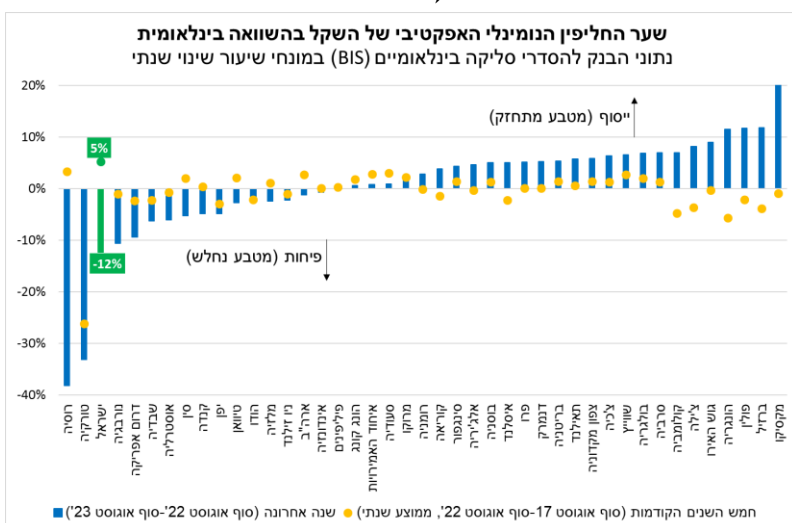
בישיבתה מה-4.9.23 החליטה הוועדה המונוטארית של בנק ישראל להותיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 4.75%, זאת בהתאם לציפיות המוקדמות בשוק. הוועדה המונוטארית הדגישה כי הריבית נותרה על כנה לנוכח ההאטה המסתמנת באינפלציה בחודשים האחרונים, וזאת חרף הרמה הגבוהה של האינפלציה ומידת הרוחביות שלה. אך במקביל ציינה הוועדה כי ישנה "היתכנות לא מבוטלת להמשך העלאה של הריבית בהחלטותיה הבאות, ככל שסביבת האינפלציה לא תמשיך להתמתן בהתאם למצופה" (כזכור, התחזית העדכנית של חטיבת המחקר לשנת 2023 עומדת על 3.5%).

בהודעה שפורסמה במסגרת החלטת הריבית, הדגיש בנק ישראל את הנקודות הבאות: האינפלציה מתמתנת, אך נמצאת מעל יעד יציבות המחירים (1%-3%); רמת התוצר אמנם משקפת פעילות המצויה מעל קו המגמה טרם משבר הקורונה, אך קצב הצמיחה הינו מתחת לפוטנציאל צמיחת המשק, תוך שמספר אינדיקטורים מצביעים על התמתנות קצב הצמיחה; שוק העבודה מציג תמונה מעורבת, מחד, שוק העבודה מוסיף להיות בסביבה של "תעסוקה מלאה", ומאידך, נמשכת מגמת הירידה בשיעור המשרות הפנויות; היקף הפעילות בשוק הדיור מוסיף להתמתן; ועוד.

עוד לפי בנק ישראל, מאז החלטת הריבית האחרונה פוחת ערכו של השקל, כך שהיחלשותו בחודשים האחרונים תורמת לעליית קצב האינפלציה, ולהתפתחותו בחודשים הקרובים תהיה השפעה על האינפלציה. משמע, פחות נוסף של השקל, הצפוי לבוא לידי ביטוי בהאצה נוספת של האינפלציה, מהווה גורם שעשוי לתמוך בהעלאת ריבית נוספת בהמשך הדרך ו/או לדחות את המועד לתחילת הפחתת הריבית. באשר לתמונה העולמית, בנק ישראל הדגיש כי סביבת האינפלציה בעולם מתמתנת בחלק ניכר מהמדינות, אך עדיין שווה מעל יעדי הבנקים המרכזיים, בעוד שאינפלציית הליבה נותרה דביקה וגבוהה. נציין כי ההידוק המונוטרי בעולם נמשך, כך שהעלאות ריבית נוספות באירופה ו/או בארה"ב עשויות להשפיע גם כן בכיוון של העלאה נוספת בישראל ו/או דחיית המועד הראשון להפחתת הריבית.

במבט קדימה, החלטת הריבית הבאה מתוכננת ל-23.10.2023. עד אז צפוי להתווסף מידע רב יחסית, ובכלל זה עוד שני פרסומים של מדד המחירים לצרכן (לחודשים אוגוסט-ספטמבר), כאשר שיעור העלייה השנתי שלו צפוי לעלות חזרה לסביבה של 4% כבר בפרסום הקרוב (מדד אוגוסט), ולאחר מכן להתמתן קלות. להערכתנו, הריבית צפויה להישאר ברמתה הנוכחית עד סוף הרביע הראשון של 2024 (ראה/י תרשים), וזאת בתרחיש המרכזי, שאינו כולל פחות נוסף של השקל מרמתו הנוכחית (ראה/י הרחבה בפסקה הבאה).

הפיחות המתמשך של השקל בשנה האחרונה בולט לשלילה בהשוואה בינלאומית וכן בהשוואה לביצועיו בשנים עברו



נתוני בנק ישראל מלמדים כי במהלך חודש אוגוסט התאפיין השקל בחולשה מול המטבעות הזרים. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל (קרי, שער מול סל המטבעות של שותפות הסחר העיקריות של ישראל) פוחת במהלך החודש בכ-1.7%. מול הדולר רשם השקל פיחות גדול יותר, של כ-2.9%, על רקע התחזקות הדולר בעולם.

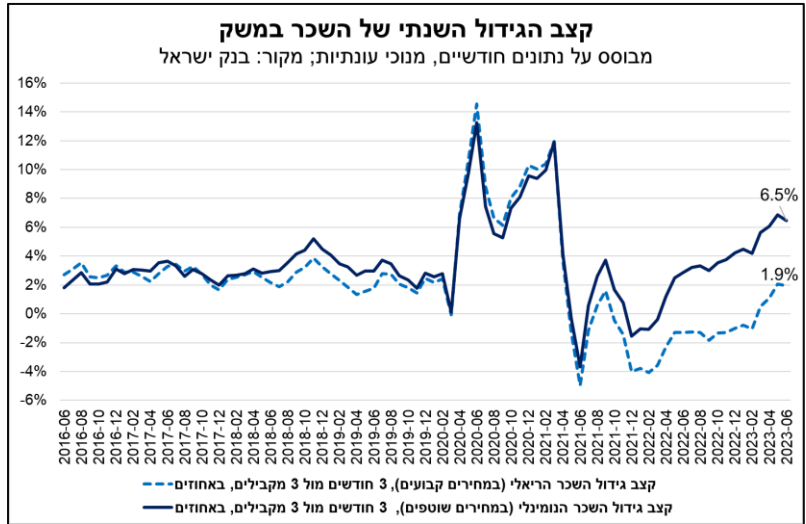
החולשה שהפגין השקל מול המטבעות הזרים בחודש אוגוסט הינה המשך של מגמה שהחלה בו לפני כשנה, כאשר במהלך שמונה מתוך שנים-עשר החודשים האחרונים (ספטמבר 2022-אוגוסט 2023) נרשם פיחות בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל. פיחות כה ממושך בשקל נרשם לאחרונה רק בתקופת המשבר הפיננסי העולמי (2008-2009), כאשר מאז ועד לשנה האחרונה חלה בו רוב הזמן מגמת ייסוף (התחזקות). זאת, ברקע גורמים בסיסיים חיוביים שתמכו בשקל, כגון: עודף מתמשך אל המדינה (בפרט אל מגזרי ההייטק והגז הטבעי).

בחינת הביצועים של שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל בהשוואה בינלאומית (מול שערי החליפין הנומינליים האפקטיביים של 42 מטבעות של משקים מפותחים ומתעוררים, נתוני BIS) מלמדת על כך שבשנה האחרונה היה השקל אחד המטבעות החלשים ביותר מבין מטבעות ההשוואה, כאשר רק הרובל הרוסי והלירה הטורקית הפגינו ביצועים חלשים יותר בתקופה זו (ראו תרשים). חולשה זו בולטת במיוחד לעומת הביצועים החזקים של השקל בשנים עברו – בחמש השנים שקדמו לשנה האחרונה (אוגוסט 2017-אוגוסט 2022) היה השקל המטבע החזק ביותר מבין מטבעות ההשוואה, עם ייסוף שנתי ממוצע של כ-5%, ייסוף גדול יותר מכל מטבע אחר הכלול בהשוואה זו.

הפיחות בשקל החל במהלך שנת 2022 כתוצאה מהיחלשות זמנית של חלק מהגורמים הבסיסיים שתמכו בחוזקו לאורך השנים, לרבות קיטון מסוים בעודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים במהלך שנת 2022. זאת, על רקע ההאטה בענף שירותי ההייטק ולאור גידול בצרכי היבוא של המשק, ברקע הצמיחה המהירה של הביקוש המקומי במהלך השנה. עם זאת, מראשית 2023 ואילך נראה שהגורם המרכזי המוביל להיחלשותו של השקל הוא חוסר ודאות גבוה בשווקים הפיננסיים, כתוצאה מאי שקט חברתי-פוליטי-כלכלי מתמשך בחודשים האחרונים. חוסר ודאות זה בא לידי ביטוי לא רק בפיחות השקל, אלא גם בתנודתיות תוך-יומית מוגברת של שער החליפין וביצועי חסר של הבורסה המקומית ביחס לבורסות חו"ל; והוא עולה בהשפעתו, בטווח הקצר, על הגורמים הבסיסיים שממשיכים, ככלל, לתמוך בחוזקו של השקל.

במבט קדימה, ביצועי שער החליפין של השקל מול המטבעות הזרים ימשיכו בתקופה הקרובה להיות מושפעים במידה רבה מההתפתחויות הפוליטיות-כלכליות-חברתיות בישראל ולפיכך קיים חוסר ודאות גבוה לגבי כיוונו של השקל בטווח הקצר. לנוכח תמסורת גבוהה של שער החליפין אל האינפלציה (סדר גודל של כ-10%-20% לפי הערכת בנק ישראל), תרחיש של המשך פיחות משמעותי בשקל מהווה גורם סיכון מרכזי להתמתנות האינפלציה בישראל (עניין שעלה גם בהודעת הריבית של בנק ישראל מ-4 בספטמבר, כפי שצוין בפסקה הקודמת) וכתוצאה מכך גם לתחילת תהליך הפחתת הריבית במשק.

קצב הגידול של השכר הנומינלי הממוצע מוסיף להיות גבוה, על רקע זה עלה לאחרונה גם קצב הגידול של השכר הריאלי



בחודש יוני 2023 השכר הנומינלי הממוצע בכלל המשק עמד על כ-12,396 ש"ח (נתונים מנוכי עונתיות, במחירים שוטפים), כך על-פי נתוני בנק ישראל. מדובר בנתון המשקף ירידה של פחות מ-0.1% בהשוואה לחודש הקודם, ולעומת זאת, עלייה של כ-6.1% בהשוואה ליוני 2022.

השכר הריאלי (במחירים קבועים), שמתחשב בשיעור העלייה של מדד המחירים לצרכן, ירד בשיעור של כ-0.2% לעומת החודש הקודם, ועלה בשיעור של 1.8% לעומת החודש המקביל ב-2022.

כפי שניתן לראות בתרשים המצורף, המציג את קצב הגידול השנתי של השכר הנומינלי והריאלי (נתונים מנוכי עונתיות, במונחי שיעור השינוי התלת חודשי נע), קצב עליית השכר הנומינלי מצוי ברמה גבוהה. זאת, על רקע שוק עבודה הדוק יחסית, ואינפלציה גבוהה בהשוואה לעבר, המובילה לדרישות שכר תואמות מצד השכירים, כמו גם, אירועים חד-פעמיים דוגמת עדכון שכר המינימום (אפריל 2023) והסכם השכר במגזר הציבורי. קצב עליית השכר הנומינלי ירד ל-6.5% בחודש יוני 2023, מ-6.9% בחודש שעבר.

קצב הגידול של השכר הריאלי שב לטריטוריה החיובית במרץ 2023, לאחר שהתכווץ במשך חודשים ארוכים (לפחות בחלקה הראשון של התקופה התכווצות זו חלה לנוכח עיוותים שנוצרו בסדרה, בשל יציאה וכניסה של עובדים משוק העבודה ברקע מגבלות הקורונה). בחודשיים האחרונים קצב זה התייצב סביב רמה של כ-2%, אשר הינה נמוכה רק במקצת מקצב הצמיחה הממוצע שנרשם בשנים 2018-2019 (כ-2.4%). עליית קצב הגידול של השכר הריאלי בחודשים האחרונים חלה בעיקר לנוכח העלייה בקצב הגידול של השכר הנומינלי, ובמידה פחותה בשל התמתנות קצב עליית המחירים. התפתחות זו, צפויה לתמוך בצריכה הפרטית של משקי הבית, בפיגור מסוים, שכן השכר הריאלי משקף את כוח הקנייה של הפרטים במשק. אם כי, מלבד גורם זה, ישנם גורמים נוספים, אשר מכבידים במידה מסוימת על הצריכה של משקי הבית, כגון: אמון הצרכנים והציפיות בנוגע לעתיד (המצב הכלכלי, עליית המחירים וכו'), האשראי הצרכני, עלות שירות החוב ועוד.

נציין כי העלייה של השכר הריאלי בישראל בולטת לטובה בהשוואה בינלאומית, שכן בקרב המדינות המפותחות, מעטות הן המדינות שבהן לא נרשמה שחיקה בכוח הקנייה של משקי הבית. לפי פרסום של ה-OECD (Employment outlook 2023), מבין 34 מדינות החברות בארגון, רק בארבע (לרבות ישראל), קצב הגידול השנתי של השכר הריאלי הממוצע היה חיובי ברביע הראשון של 2023. במבט קדימה, לאור תחזית לאומי להתמתנות מדורגת של קצב עליית המחירים בחודשים שנותרו עד לתום השנה, לא מן הנמנע כי במהלך החודשים הבאים תימשך העלייה בקצב הגידול של השכר הריאלי, והוא יתקרב לרמתו מטרם הקורונה.

כתבו: ד"ר גיל מיכאל בפמן, גילי בן אברהם ואלון קול קרייז