

תחזית מקרו-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל ל-2012 ו-2013

תמצית

מסמך זה מציג את התחזית המקרו-כלכלית שהכינה חטיבת המחקר של בנק ישראל במארס 2012. להערכת חטיבת המחקר שיעור האינפלציה במהלך ארבעת הרבעים הבאים (המסתיימים ברביע הראשון של 2013) יעמוד על 2.6 אחוזים. במקביל צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד ברביע הראשון של 2013 על 2.5 אחוזים (רמתה הנוכחית). התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח בשנת 2012 ב- 3.1 אחוזים, ובשנת 2013 ב- 3.5 אחוזים.

התחזית

חטיבת המחקר של בנק ישראל עורכת בכל רביע תחזית מקרו-כלכלית (Staff forecast). תחזית החטיבה מתבססת על מספר מודלים, על מקורות מידע שונים וכן על הערכות שיפוטיות¹. בבניית ההערכה המקרו-כלכלית ממלא תפקיד מרכזי מודל ה-DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) המורחב שפותח בחטיבת המחקר של הבנק – מודל מבני המבוסס על יסודות מיקרו-כלכליים². המודל מספק מסגרת לניתוח הכוחות המשפיעים על הכלכלה, ומאפשר לאגד את המידע מהמקורות השונים לכדי תחזית מקרו-כלכלית אינטגרטיבית למשתנים ריאליים ונומינליים, שהיא בעלת עקביות פנימית ו"סיפור" כלכלי. מעבר לגיבוש התחזית הבסיסית, ניתוחה והצגתה, משמש מודל ה-DSGE גם לבחינת תרחישים שונים ולהערכת סיכונים סביב התרחיש המרכזי.

א. הסביבה העולמית

ההנחות לגבי הסביבה העולמית מתבססות בעיקרן על תחזיות של בתי השקעות ושל גופים בין-לאומיים (קרן המטבע הבין-לאומית, ה-OECD). ההערכות לגבי הצמיחה הצפויה בעולם נותרו דומות לאלו ששררו במועד עריכת התחזית המקרו-כלכלית הקודמת (בחודש דצמבר 2011): צמיחה איטית ב- 2012, והתאוששות ב- 2013 - כך שיבוא מדינות ה-OECD יצמח ב- 2.5 אחוזים ב- 2012, וב- 5.5 אחוזים ב- 2013. במקביל, צפוי כי הריביות במדינות המפותחות יישארו בשנה הקרובה ברמתן הנמוכה. שינוי ניכר בסביבה העולמית הוא עליית מחירי הנפט, בשיעור של כ- 14 אחוזים (מ- \$110 לחבית נפט מסוג Brent בעת עריכת התחזית הקודמת לכ- \$125 בשבועות האחרונים). בנוסף, גם מחירי הסחורות האחרות עלו בשיעור ניכר. לאור כך אנו מעריכים כי האינפלציה בעולם תהיה מעט גבוהה יותר מזו שהערכנו בתחזית הקודמת.³

¹ הסבר על התחזיות המקרו-כלכליות של חטיבת המחקר וסקירה של המודלים העומדים מאחוריהן ראו בדוח האינפלציה 31 לרביע השני של 2010, סעיף 3-ג'.

² מאמר לדיון על המודל עתיד להתפרסם בקרוב.

³ לפי תחזית ה-OECD שפורסמה בנובמבר האינפלציה במדינות ה-OECD במהלך 2012 תהיה 1.7 אחוזים. מאז פרסום תחזית זו עלו מחירי הנפט והסחורות בשיעור שצפוי לתרום להערכתנו (על בסיס פרסומים נפרדים של ה-OECD), כ- 0.3 אחוזים לאינפלציה ב- 2012.

ב. הפעילות הריאלית בישראל

לוח 1: המשק הישראלי
תחזית חטיבת המחקר לשנים 2012 ו-2013
(אחוזים, שיעורי שינוי - אלא אם כן צוין אחרת)

תחזית 2013	תחזית 2012	נתונים בפועל 2011	
3.5	3.1	4.7	התמ"ג
4.6	0.7	8.9	היבוא האזרחי ללא יהלומים, אוניות ומטוסים
2.8	2.1	3.6	הצריכה הפרטית
4.3	3.1	16.7	ההשקעה בנכסים קבועים
3.1	1.5	3.5	הצריכה הציבורית ללא יבוא בטחוני
5.9	3.0	3.8	היצוא ללא יהלומים והזנק
5.7	5.8	5.7	האבטלה (שיעור)
2.2	2.6	2.5	אינפלציה ¹
2.75	2.50	3.00	ריבית בנק ישראל ²

(1) מדד המחירים לצרכן הממוצע ברביע האחרון של השנה לעומת הרביע האחרון אשתקד.

(2) ממוצע הרביע האחרון בשנה.

המקור: נתונים - הלמ"ס ובנק ישראל, תחזית - בנק ישראל.

צמיחת התוצר ב-2012 צפויה לעמוד על 3.1 אחוזים. תחזית הצמיחה ל-2012 עודכנה מעט כלפי מעלה, יחסית לתחזית שפורסמה בדצמבר 2011 (2.8 אחוזים), בעיקר בעקבות אינדיקטורים חיוביים יחסית ביחס לפעילות בישראל אשר התפרסמו בתקופה האחרונה (יבוא סחורות, ציפיות מסקר מגמות, יצוא שירותים). ההאטה של קצב צמיחת הביקושים בהשוואה לקצב צמיחתם ב-2011 היא תוצאה של ההתמתנות הצפויה בפעילות העולמית, המשפיעה על כל רכיבי הביקוש (הן הביקושים המקומיים והן הביקוש העולמי לייצוא ישראלי). התמתנות הביקושים המקומיים צפויה להתבטא גם בהאטה ניכרת של קצב צמיחת **היבוא**, אשר צפוי לעלות ב-2012 ב-0.7 אחוזים בלבד. להאטה בצמיחת היבוא פועלים מספר גורמים: ראשית, ובדומה להערכות קודמות, אנו צופים התמתנות ניכרת בצמיחה של רכיבי ביקוש שהם עתירי יבוא (השקעה בענפי משק⁴ ורכישות מוצרים בני קיימא), ושנית, פחות אפקטיבי במחצית השנייה של 2011 (ותמסורת הדרגתית למחירים) פועל לייקור מחירי המוצרים המיובאים ביחס למחירי מוצרים מקומיים.

ההתמתנות של קצב צמיחת המשק ב-2012 משקפת, כאמור, התמתנות של קצב גידולם של כל רכיבי הביקושים. היצוא (ללא יהלומים והזנק) צפוי לצמוח ב-2012 ב-3.0 אחוזים בלבד, עקב השפעה ישירה של מיתון באירופה ושל צמיחה מתונה של הסחר העולמי על הביקושים ליצוא. מנגד, השפעת התחלת הפעילות בקווי ייצור חדשים של חברת אינטל צפויה לתרום חיובית לייצוא. **הצריכה הפרטית** צפויה לצמוח ב-2012 בשיעור מתון של 2.1 אחוזים. שיעור הצמיחה המתון של הצריכה הפרטית ב-2012 נובע בעיקרו מירידה צפויה ברכישות של מוצרים בני קיימא, לאחר עלייה ניכרת ברכישות אלה ב-2011. צמיחת **ההשקעה בנכסים קבועים** צפויה להתמתן ב-2012 בהשוואה ל-2011, והיא צפויה לצמוח ב-3.1 אחוזים, בעיקר בשל ההתמתנות קצב הגידול של ההשקעה בענפי המשק.⁵

⁴ חלק מהתמתנות ההשקעות נובע מסיימה של הקמת מפעל אינטל שהייתה לה השפעה ניכרת על קצב צמיחת ההשקעות ברביעים האחרונים.

⁵ כפי שצוין, סיום הקמת מפעל אינטל צפוי לתרום לירידה בהשקעות (ברביעים השני והשלישי של 2012).

ההאטה בקצב הצמיחה של המשק צפויה להתבטא בעלייה של שיעור האבטלה, מ-5.4 אחוזים ברביע הרביעי של 2011 ל-5.9 אחוזים ברביע הרביעי של 2012, תוך עלייה מתונה של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה.

ג. האינפלציה והריבית

להערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל שיעור האינפלציה במהלך ארבעת הרבועים הקרובים יהיה 2.6 אחוזים, מעל למרכז תחום יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים). האינפלציה בהסתכלות על ארבעת הרבועים האחרונים צפויה להיות במהלך השנה הקרובה בתחום היעד. איור 1 מלמד כי התחזית לאינפלציה ב-2012 גבוהה בהשוואה לתחזית שנערכה בדצמבר 2011 (2.1 אחוזים לתקופה שמסתיימת ברביע הרביעי של 2012). תוואי האינפלציה השנתית במהלך 2012 גבוה יותר בהשוואה להערכתנו ברביע הקודם, בעיקר עקב עליית מחירי האנרגיה והסחורות בעולם.

התחזית לאינפלציה מעל למרכז תחום היעד מבטאת שילוב של מספר כוחות כלכליים, חלקם אינפלציוניים וחלקם מרסנים. עם הכוחות האינפלציוניים נמנים מחירי הנפט והסחורות בעולם. מחירי הנפט וסחורות אחרות עלו במהלך הרביע הראשון של 2012 בצורה ניכרת. בתחזית אנו מניחים כי מחירי הנפט והסחורות יישארו ברמתם הגבוהה בשנה הקרובה.

באשר **לסעיף הדיור במדד (מחירי השכירות)** – אנו מעריכים כי קצב עלייתו בשנה הקרובה צפוי להתמתן בהשוואה לשנה האחרונה, אולם הוא עדיין צפוי לעלות בשיעור גבוה ממרכז תחום יעד האינפלציה.

גורם אינפלציוני נוסף הוא **פיחות נומינלי אפקטיבי** של השקל שהתרחש במחצית השנייה של 2011 (בשיעור מצטבר של כ-6 אחוזים), אשר צפוי להשפיע על מחירי היבוא ב-2012 עקב תמסורת הדרגתית משינויים בשער החליפין למחירים. אשר לכוחות המשפיעים על שער החליפין בשנה הקרובה: פער הריביות החיובי בין הריבית המקומית לריביות בעולם (במיוחד בארה"ב ובאירופה) תומך בייסוס של השקל. כנגד זאת, בפיחות השקל תומך צמצום העודף בחשבון השוטף, וייתכן שגם עלייה מסוימת בפרמיית הסיכון על רקע ההתפתחויות הגיאופוליטיות. לנוכח הגורמים השונים, אנו מניחים בתחזית פיחות קל של השקל (כ-0.3 אחוזים במונחים אפקטיביים) בשנה הקרובה.

עם הכוחות המרסנים את האינפלציה נמנים **השכר הריאלי וההאטה הצפויה בקצב צמיחת הביקושים**. על אף שיעור האבטלה הנמוך שהושג ברביע הרביעי של 2011 (5.4 אחוזים) אנו מעריכים כי לא צפויים לחצים לעליות שכר עקב התמתנות הצמיחה שצפויה להגדיל להערכתנו את שיעור האבטלה עד לרמה של 5.9 אחוזים בסוף 2012. לפיכך, להערכתנו לא צפויים לחצים אינפלציוניים משמעותיים מצד עלויות הייצור המקומיות.

ריבית בנק ישראל צפויה להישאר ברמתה הנוכחית בשנה הקרובה, כך שהיא תעמוד על 2.5 אחוזים ברביע הראשון של 2013. איור 2 מלמד כי התחזית לריבית בעוד שנה דומה לתחזית מהרביע הקודם, אך מעט גבוהה ממנה במהלך השנה הקרובה, זאת בעקבות העלייה בתחזית האינפלציה והצמיחה. על אף שהאינפלציה צפויה להיות מעל מרכז תחום היעד, אנו מעריכים כי הריבית תישאר ברמתה הנוכחית עד למחצית השנייה של 2013, עקב הצמיחה הממותנת הצפויה בשנה הקרובה, וכן עקב הערכתנו כי האינפלציה תובל על ידי גורמים שהם זמניים במהותם (מחירי האנרגיה והסחורות בעולם), ולא על ידי עודפי ביקוש שיוצרים תהליך

אינפלציוני מתמשך. במחצית השנייה של 2013, עם התגברות ההתאוששות בפעילות הכלכלית בעולם ובארץ, צפויה הריבית לשוב ולעלות, ולהגיע לרמה של 2.75 אחוזים בסוף השנה.

לוח 2 מלמד כי הערכות האינפלציה, הריבית והצמיחה של חטיבת המחקר של בנק ישראל דומות לאלו של חזאים פרטיים ולציפיות הנגזרות משוק ההון. החזאים הפרטיים צופים בממוצע שיעור אינפלציה של 2.5 אחוזים לצד יציבות בריבית בשנה הקרובה, ואילו ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון מעט גבוהות יותר – 2.9 אחוזים⁶. התחזיות לאינפלציה ולריבית גבוהות מאלו ששררו בדצמבר 2011 (הערכת החזאים לאינפלציה ב- 2012 הייתה 2.2 אחוזים, לריבית בסוף 2012 – 2.3 אחוזים).

לוח 2
תחזיות לאינפלציה, לריבית ולצמיחת התוצר ב-2012

(אחוזים)			
חזאים פרטיים ²		חטיבת המחקר של בנק ישראל	
שוק ההון ¹			
2.5	2.9	2.6	האינפלציה ³
(2.1 - 3.0)			(טווח תחזיות)
2.6	2.6	2.5	הריבית ⁴
(2.0 - 3.0)			(טווח תחזיות)
		3.1	צמיחת התוצר ⁵

1. ממוצע חודש מארס.
 2. התחזיות לאינפלציה ולריבית לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש פברואר.
 3. האינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים.
 4. הריבית בממוצע הרביעי הראשון של 2013. הציפיות משוק ההון לפי שוק התלבור.
 5. התוצר השנתי ב-2012 לעומת 2011.
- המקור: עיבודי בנק ישראל.

⁶ ייתכן כי אומדן הציפיות משוק ההון מוטה מעט כלפי מעלה, כך שהציפיות "האמיתיות" הן כנראה מעט מתחת ל- 2.9 אחוזים.

ציפיות האינפלציה משוק ההון נגזרות על סמך מחיריהן של אג"ח ממשלתיות, צמודות ושאינן צמודות, הנסחרות בשוק. על מנת לגזור את האינפלציה הצפויה לטווח של שנה, יש צורך, עקרונית, בקיומה של אגרת צמודה לטווח של שנה במקביל לקיומה של אגרת לא צמודה לטווח זהה. מאחר ולרוב לא נסחרות אגרות חוב צמודות בדיוק לטווח של שנה, מתבססת אמידת הציפיות מהשוק על סדרות אג"ח לטווחים קרובים במידת הניתן לשנה. הנסיון לגזור מתוך סדרות אג"ח לטווחים שונים משנה את התשובה הריאלית לשנה, עלול להיות חשוף לבעיות שונות, ובפרט לחוסר התחשבות בכך שהאינפלציה על פני החודשים מושפעת מגורמים עונתיים. הסדרה הקצרה ביותר שבאמצעותה חושב הנתון שלעיל היא לשנה ושלושה חודשים, וכוללת, בין היתר, את חודש אפריל שהנו גבוה עונתית.

מאזן הסיכונים בתחזית. התחזית הבסיסית מבוססת על מספר הנחות. להלן נסקור הנחות אלו ואת ההשלכות של התרחשויות בפועל השונות מהן:

1. בתחזית הבסיסית אנו מניחים יציבות יחסית של המצב הגיאופוליטי באזורנו. במידה ותחול החרפה במצב הגיאופוליטי, סביר שההחרפה תתבטא בעלייה של מחיר הנפט ובעליית פרמיית הסיכון של המשק שמצידה עלולה להתבטא בפיחות של השקל, בירידת מחירי נכסים ובפגיעה מסוימת בביקושים המקומיים (לצריכה ולהשקעות). על כן, החרפה כזו צפויה להביא לעליית האינפלציה (בעקבות עליית מחירי האנרגיה והפיחות) במקביל להתמתנות הפעילות (הן בעקבות הפגיעה בביקושים המקומיים והן עקב התייקרות הייבוא), כך שתגובת הריבית תלויה במידה בה הכוחות המוזכרים יפעלו והיא עשויה לעלות במידה והשפעות גורמים אלה על עליית האינפלציה תהיה חזקה.

2. ההערכות שעליהן מבוססת התחזית הן כי ההתמתנות העולמית תימשך על רקע משבר החוב באירופה, אולם ללא התממשות תרחיש קיצוני של משבר פיננסי בקנה מידה גדול או מיתון עולמי חריף. בפרט, ההתאוששות בארה"ב צפויה להימשך. החרפה של משבר החוב מהווה גורם סיכון עיקרי לתחזית הריאלית, ובמקרה של התממשות סיכון זה, צפויה האטה בצמיחה לצד ירידה באינפלציה ובריבית.

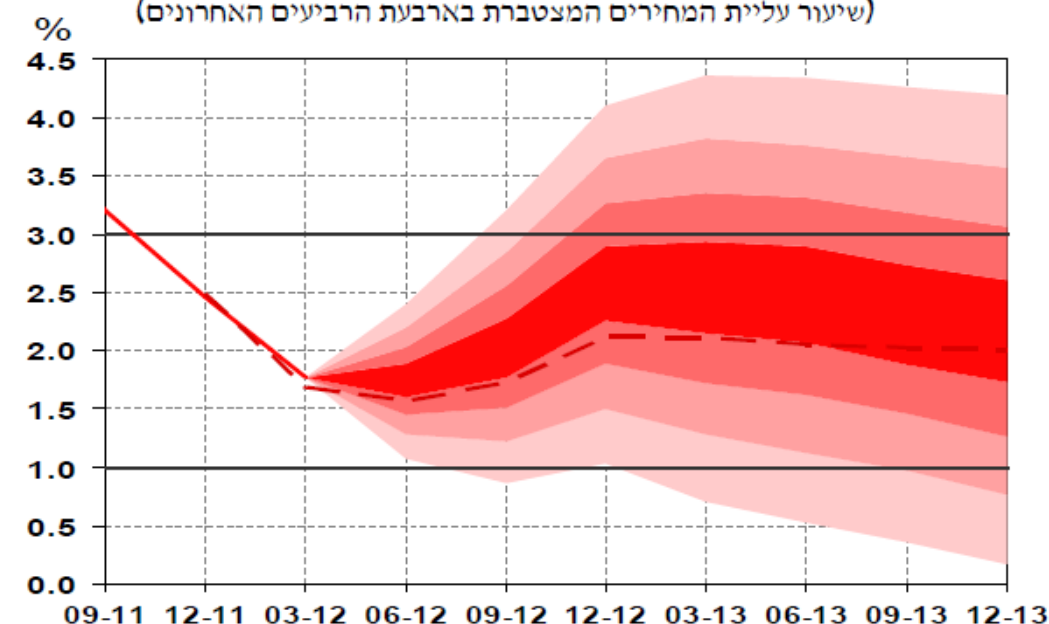
לסיכום, נראה כי התממשות של כל אחד מן הסיכונים העיקריים לתחזית תביא לפגיעה מסוימת בצמיחה, בעוד שביחס לאינפלציה והריבית כיוון ההשפעה של הסיכונים מעורב, אך נוטה להערכתנו כלפי מעלה.

איורים 1 ו-2 מציגים מניפות סביב התחזיות לאינפלציה ולריבית (הקו המקווקו מציין את התחזית הבסיסית מדצמבר 2011). מוטת המניפות נגזרת מסטיות התקן הנאמדות של הזעזועים במודל ה-DSGE של החטיבה.

איור 1

האינפלציה בפועל ומניפה¹ לאינפלציה הצפויה², 2012 עד 2013

(שיעור עליית המחירים המצטברת בארבעת הרבועים האחרונים)



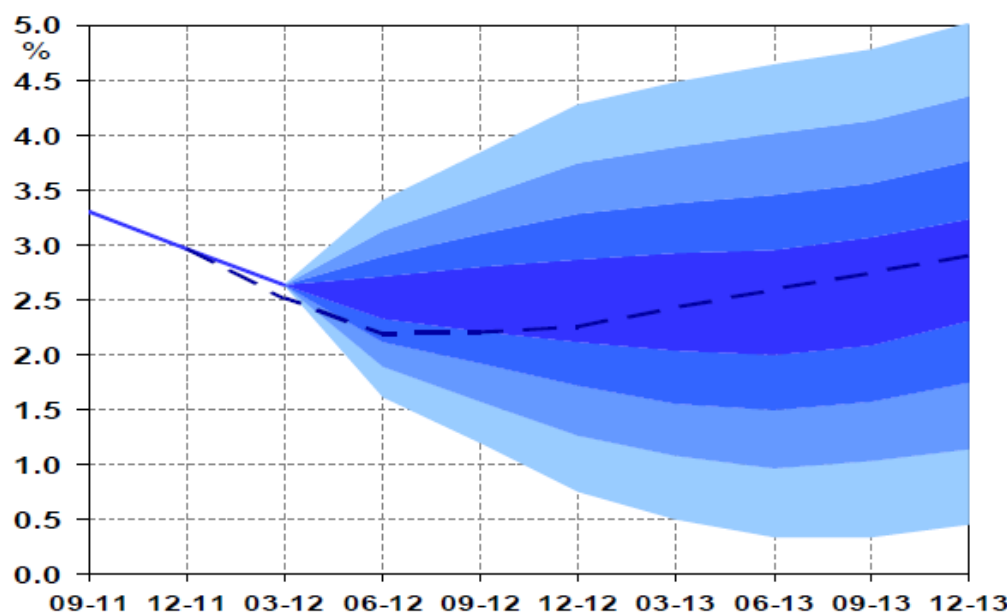
¹ מרכז המניפה מבוסס על הערכת חטיבת המחקר בבנק ישראל. רוחב המניפה מבוסס על מודל ה-DSGE המורחב של חטיבת המחקר; מלוא מוטת המניפה מכסה 66 אחוזים מהתפלגות האינפלציה הצפויה.

² הקו השבור הוא תחזית חטיבת המחקר מהרביעי הקודם (דצמבר 2011).

המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.

איור 2

ריבית בנק ישראל בפועל ומניפה¹ לריבית הצפויה², 2012 עד 2013



¹ מרכז המניפה מבוסס על הערכת חטיבת המחקר בבנק ישראל. רוחב המניפה מבוסס על מודל ה-DSGE המורחב של חטיבת המחקר; מלוא מוטת המניפה מכסה 66 אחוזים מהתפלגות הריבית הצפויה.

² הקו השבור הוא תחזית חטיבת המחקר מהרביעי הקודם (דצמבר 2011).

המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.