

תחזית מקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, דצמבר 2012

תמצית

מסמך זה מציג את התחזית המקרו-כלכלית שגיבשה חטיבת המחקר בבנק ישראל בדצמבר 2012. התחזית הוצגה לוועדה המוניתרית ב-23.12.2012, לקראת קבלת ההחלטה על ריבית בנק ישראל לינואר 2013. להערכת חטיבת המחקר, בשנה המסתיימת ברביע הרביעי של 2013 צפוי שיעור האינפלציה להסתכם ב-1.8 אחוזים. ריבית בנק ישראל, שבמהלך גיבוש התחזית עמדה על 2 אחוזים, צפויה לרדת בזמן הקרוב ל-1.75 אחוזים ולאחר מכן להיוותר ללא שינוי לפחות עד סוף 2013. צמיחת התוצר המקומי הגולמי בשנת 2012 מוערכת ב-3.3 אחוזים. בהנחה שהפקת הגז מקידוח "תמר" תחל במהלך הרביע השני של 2013, הצמיחה הצפויה לשנת 2013 עומדת על 3.8 אחוזים, והיא מבטאת את החלטת הלמ"ס לגבי המתודולוגיה של רישום תפוקת הגז (והחלפת יבוא דלקים) בנתוני החשבונאות הלאומית במחירים קבועים; בהינתן מתודולוגיה זו, חטיבת המחקר מעריכה כי הפקת הגז תתבטא בתוספת של כנקודת אחוז לצמיחה ב-2013. בניכוי השפעת הגז ממאגר "תמר", התוצר ב-2013 צפוי לצמוח ב-2.8 אחוזים, בהשוואה לתחזית של 3.0 אחוזים ברביע הקודם. מטבע הדברים, במידה שיחול עיכוב בהזרמת הגז, תחזית הצמיחה ל-2013 תעודכן כלפי מטה, אך הדבר אינו צפוי להשפיע על התפתחות רמות התעסוקה והאבטלה.

התחזית

בכל רביע חטיבת המחקר של בנק ישראל עורכת תחזית מקרו-כלכלית (Staff Forecast) המתבססת על מספר מודלים, על מקורות מידע שונים ועל הערכות שיפוטיות¹. בגיבוש 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, והוא מאפשר לאגד את המידע מהמקורות השונים לכדי תחזית מקרו-כלכלית למשתנים ריאליים ונומינליים, המתאפיינת בעקביות פנימית וב"סיפור" כלכלי. נוסף על גיבוש התחזית הבסיסית, מודל ה-DSGE משמש גם לבחינת השפעות של שינויי ריבית על המשק, חלופות אחרות, וניתוח סיכונים.

א. הסביבה העולמית

ההנחות לגבי הסביבה העולמית מתבססות בעיקרן על תחזיות של מוסדות פיננסיים בין-לאומיים (קרן המטבע הבין-לאומית, ה-OECD) ושל בתי השקעות. מאז עריכת התחזית הקודמת, בחודש ספטמבר, ההערכות של גופים אלה עודכנו מעט כלפי מטה הן ביחס לגידולו

¹ הסבר על התחזיות המקרו-כלכליות של חטיבת המחקר, כמו גם סקירה של המודלים העומדים מאחוריהן, מופיעים בדוח האינפלציה 31 לרביע השני של 2010, סעיף 3-ג.

² הנייר זמין באתר האינטרנט של בנק ישראל. כותרתו:

MOISE: A DSGE Model for the Israeli Economy, Discussion Paper No. 2012.06.

של התוצר במשקים החשובים והן ביחס לגידולו של הסחר העולמי. על פי ההערכה האחרונה של קרן המטבע, ב-2012 וב-2013 התוצר במשקים המפותחים צפוי לצמוח בקצב מתון של 1.3% ו-1.5%, בהתאמה. גם יבוא מדינות ה-OECD צפוי לצמוח לאט בשנתיים אלו: בשיעורים של 1.7% ו-3.6%, בהתאמה. במקביל, הריביות במדינות המפותחות צפויות להישאר ברמתן הנמוכה גם בשנה הקרובה. הרחבות כמותיות, שננקטו לאחרונה בארה"ב ובאירופה, נועדו לתמוך בפעילות הריאלית וביציבות הפיננסית. במהלך הרביע האחרון נסחר הנפט ביציבות יחסית, במחיר של כ-\$110 לחבית מסוג Brent. מחירי הסחורות החקלאיות בעולם התמתנו ברביע זה, לאחר עליות משמעותיות ברביע השלישי על רקע הבצורת בארה"ב.

ב. הפעילות הריאלית בישראל

צמיחת התוצר ב-2012 צפויה לעמוד על 3.3 אחוזים. תחזית הצמיחה ל-2012 נותרה דומה לזו שפורסמה בחודש ספטמבר. הפגיעה הישירה בתוצר כתוצאה ממבצע "עמוד ענן", שהתנהל בחודש נובמבר, מוערכת באבדן של 0.5-0.75 מיליארד ש"ח, ומשקלה בתוצר השנתי נמוך מ-0.1%.

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	
3.8	3.3	4.8	התמ"ג
-1.4	5.9	9.4	היבוא האזרחי ללא יהלומים, אוניות ומטוסים
2.2	3.0	3.8	הצריכה הפרטית
0.3	3.5	16.0	ההשקעה בנכסים קבועים
4.3	3.2	2.7	הצריכה הציבורית ללא יבוא בטחוני
3.2	5.0	4.5	היצוא ללא יהלומים והזנק
7.1	6.8	7.1	האבטלה (שיעור) ¹
1.8	1.5	2.5	אינפלציה ²
1.75	2.08	2.92	ריבית בנק ישראל ³

(1) שיעור האבטלה עקבי עם שיטת האמידה החדשה של הלמ"ס. הנתון ל-2011 - משורשר.

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

(3) ממוצע הרביע האחרון בשנה.

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

צמיחת התוצר ב-2013 צפויה לעמוד על 3.8%, בהנחה שהפקת הגז מקידוח "תמר" תחל כמתוכנן במהלך הרביע השני של 2013. **ללא הפקת גז מקידוח "תמר" הצמיחה צפויה לעמוד על 2.8%,** בהשוואה לתחזית של 3.0% מהרביע הקודם. הסיבה לכך שהגז נכלל רק בתחזית הנוכחית, ולא קודם לכן, היא טכנית מעיקרה: החלטת הלמ"ס, שהתקבלה לאחרונה, לגבי אופן רישום תפוקת הגז (והחלפת יבוא דלקים³) בנתוני החשבונאות הלאומית במחירים

³ הפקת הגז צפויה להתבטא גם בהאטה משמעותית של צמיחת היבוא.

קבועים. במידה שהזרמת הגז בפועל תתעכב, התחזית תעודכן מטה בהתאם, אולם לא צפויה להיות לכך השפעה על התעסוקה והאבטלה. **תחזית הצמיחה בניכוי גז עודכנה מעט כלפי מטה** בהשוואה לתחזית מהרביע הקודם, וזאת בשל ההרעה בתחזיות לגבי הפעילות בעולם ובשל השפעה מתמשכת שיכולה להיות למבצע "עמוד ענן" על התיירות הנכנסת. בניכוי השפעת הגז, קצב הצמיחה ב-2013 צפוי להאט בהשוואה לזה של השנים הקודמות, וזאת תוך האטת קצב הצמיחה של מרבית השימושים, למעט הצריכה הציבורית (לוח 1). ההתפתחויות בסביבה הכלכלית בעולם יכבידו על צמיחת השימושים לפחות עד הרביע השני של 2013. בהיבט זה בולטת במיוחד ההשקעה בנכסים קבועים: צמיחת שני רכיביה העיקריים – ההשקעה בענפי המשק וההשקעה בבנייה למגורים – צפויה להאט משמעותית. עם זאת חשוב להזכיר שההאטה הצפויה בהשקעות באה לאחר שנתיים של צמיחה מהירה במיוחד.

ג. האינפלציה והריבית

להערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל, שיעור האינפלציה במהלך 2013 יהיה 1.8 אחוזים, מעט מתחת למרכז תחום יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים). בהסתכלות על ארבעת הרביעים האחרונים, האינפלציה צפויה להישאר בתחום היעד במהלך השנה הקרובה. איור 1 מלמד כי התחזית לאינפלציה לשנה הקרובה נמוכה ב-0.4 נקודות אחוז יחסית לתחזית שנערכה בספטמבר ועמדה על 2.2 אחוזים.

תחזית האינפלציה מבטאת שילוב של מספר כוחות כלכליים, רובם בעלי השפעה מרסנת על האינפלציה. אנו מעריכים כי הייסוף המשמעותי שחל לאחרונה, כמו גם המשך האטת הפעילות העולמית והתמתנות מחירי הסחורות בעולם, יוסיפו לרסן את האינפלציה בתקופה הקרובה. גורמים נוספים צפויים לרסן את האינפלציה, למרות שהם אינם מבטאים רפיון בפעילות הכלכלית, ואלה כוללים את הרחבת הסבסוד הממשלתי לפעילות גני ילדים וצהרונים ואת המשך ההשפעות של הרפורמות בתחום הסלולר. עוד יצוין כי מזה מספר חודשים נראה שחלה התמתנות בעליית שכר הדירה, רכיב שלפני כן תרם משמעותית ובמשך זמן רב להאצת האינפלציה.

מנגד, ניתן גם להצביע על מספר גורמים התורמים להאצת האינפלציה: צעדי המיסוי שנקטה הממשלה (העלות מע"מ ומסי יבוא), העלייה הצפויה ב-2013 בשכר הריאלי בסקטור הציבורי והעלייה המשמעותית בתעריף החשמל לצריכה פרטית שתיכנס לתוקף במהלך הרביע השני (בהתאם למתווה הפורס את ההעלאות על פני שלוש שנים ומביא בחשבון את תחילת אספקת הגז ממאגר "תמר").

ריבית בנק ישראל, שבמועד גיבוש התחזית עומדת על 2.0 אחוזים, צפויה לרדת ל-1.75 אחוזים במסגרת אחת ההחלטות הקרובות. לאחר מכן היא צפויה להישאר ברמה זו לפחות עד סוף 2013. רמה זו של הריבית נובעת בעיקר מרמתה הנמוכה של הריבית הריאלית הארוכה בעולם. זו האחרונה אף צפויה להישאר ברמה נמוכה בשנים הקרובות, על רקע רמת הפעילות והתעסוקה במשקים המפותחים, וכן על רקע הרחבה אפשרית של המיתון שחל כעת באירופה וביפן. מנגד, לא נראה כרגע כי הריבית תרד לסביבה הנמוכה של ריביות ה-ECB וה-Fed. שכן האטת הצמיחה במשק רחוקה בעוצמתה מזו של משקי אירופה וארה"ב, שעליהם מכבידה התמודדות ממושכת עם משברי חוב ועם אבטלה מעמיקה ומתמשכת.

לוח 2 מלמד כי הערכות האינפלציה והריבית של חטיבת המחקר בבנק ישראל דומות לממוצע ההערכות של החזאים הפרטיים ולציפיות הנגזרות משוק ההון.

לוח 2

השוואת התחזיות לאינפלציה ולריבית לשנה הקרובה

(אחוזים)

חזאים פרטיים ²	שוק ההון ¹	חטיבת המחקר של בנק ישראל	
1.8 (1.6 - 2.1)	2.2	1.8	האינפלציה ³ (טווח תחזיות)
1.77 (1.50 - 2.25)	1.75	1.75	הריבית ⁴ (טווח תחזיות)

1. ממוצע חודש דצמבר (עד ה-23).

2. התחזיות לאינפלציה ולריבית לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש נובמבר.

3. האינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים.

4. הריבית בסוף הרביע הרביעי של 2013. הציפיות משוק ההון לפי שוק התלבור.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

ד. מאזן הסיכונים בתחזית

הסביבה העולמית ממשיכה להיות המקור העיקרי לסיכונים משמעותיים כלפי מטה לפעילות הריאלית ולאינפלציה בשנה הקרובה. הסיכונים העיקריים ממשיכים להיות משבר החובות באירופה וריסון פיסקלי חריף בארה"ב ("המצוק הפיסקלי"), על מגוון האפשרויות לטפל בו). עם זאת, אנו מעריכים כי ההסתברות להתממשות של תרחיש קיצוני היא נמוכה.

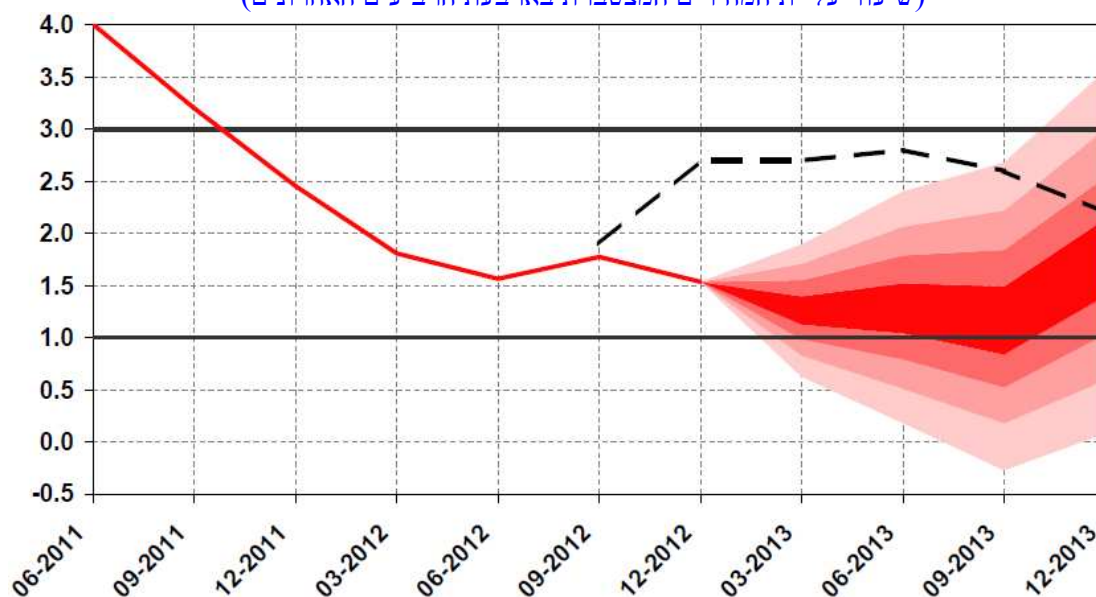
ככל הנראה, הסיכונים שמקורם בסביבה המקומית ממשיכים גם הם להיות מוטים כלפי מטה: סיכונים גיאופוליטיים ומדיניים – הן איזורים והן כאלה הנוגעים ליחסי ישראל והפלשתינים – וכן אי ודאות בנוגע ליכולתה של הממשלה שתקום אחרי הבחירות להמשיך ולנהל מדיניות תקציבית אחראית, תוך התמודדות עם האתגרים בתחום זה.

סיכון נוסף קשור לייסוף שחל ברביע האחרון. לאחר הפיחות החד שאפיין את הרביע השלישי, הייסוף של הרביע הרביעי אמנם מעיד על התמתנות מסוימת בסיכונים הייחודיים למשק הישראלי, כפי שמעריכים אותם הפעילים בשוק מטבע החוץ. אולם הימשכות של הייסוף עלולה להכביד על הפעילות המשקית, ומשום כך גם היא מהווה סיכון: היא עלולה להוביל להאטה בפעילות ולהאטה נוספת באינפלציה.

איורים 1 ו-2 מציגים מניפות סביב התחזיות לאינפלציה ולריבית (הקו המקווקו מציין את התחזית הבסיסית מספטמבר 2012). מוטת המניפות נגזרת מההתפלגויות הנאמדות של הזעזועים במודל ה-DSGE של החטיבה.

איור 1

האינפלציה בפועל ומניפה לאינפלציה הצפויה ב-2013 (שיעור עליית המחירים המצטברת בארבעת הרבעים האחרונים)

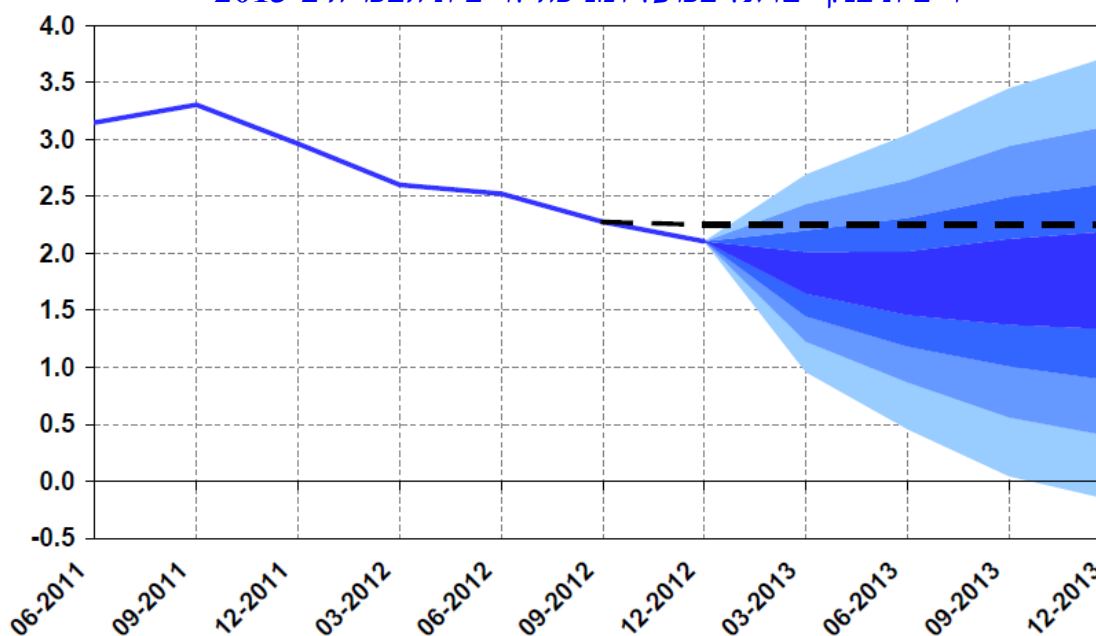


הערות:

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. הקו השבור הוא תחזית חטיבת המחקר מהרביע הקודם (ספטמבר 2012). המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.

איור 2

ריבית בנק ישראל בפועל ומניפה לריבית הצפויה ב-2013



הערות:

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. הקו השבור הוא תחזית חטיבת המחקר מהרביע הקודם (ספטמבר 2012). המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.