



הודעה לעיתונות:

התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, ספטמבר 2014

תמצית

מסמך זה מציג את התחזית המקרו-כלכלית שגיבשה חטיבת המחקר בבנק ישראל בספטמבר 2014. התחזית הוצגה לוועדה המוניתרית ב-21.9.2014, לקראת קבלת ההחלטה על ריבית בנק ישראל לאוקטובר 2014. להערכת חטיבת המחקר, התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח ב-2.3% בשנת 2014, וב-3.0% ב-2015. שיעור האינפלציה בשנה הקרובה (המסתיימת ברבעון השלישי של 2015) צפוי להסתכם ב-1%. במהלך שנת 2015 צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על 0.25%.

התחזית

חטיבת המחקר של בנק ישראל עורכת בכל רבעון תחזית מקרו-כלכלית (Staff Forecast), וזו מתבססת על כמה מודלים, על מקורות מידע שונים ועל הערכות שיפוטיות¹. בתהליך זה יש תפקיד מרכזי למודל ה-DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) שפותח בחטיבת המחקר של הבנק – מודל מבני שמבוסס על יסודות מיקרו-כלכליים². המודל מספק מסגרת לניתוח הכוחות המשפיעים על הכלכלה, והוא מאפשר לגבש את המידע מהמקורות השונים לכדי תחזית מקרו-כלכלית למשתנים ריאליים ונומינליים, המתאפיינת בעקביות פנימית ובסיפור כלכלי.

א. הסביבה העולמית

ההנחות לגבי הסביבה העולמית מתבססות בעיקרן על תחזיות של מוסדות בין-לאומיים (קרן המטבע הבין-לאומית וה-OECD) ושל בתי השקעות זרים. התחזיות משקפות את ההערכה שב-2014 וב-2015 תמשיך הפעילות בכלכלות ה-G4³ להתאושש בהדרגה מן המשבר הכלכלי, בעיקר בזכות ארה"ב ובריטניה, היות שבמדינות אלה צפויים שיעורי צמיחה נאים; בגוש האירו וביפן צפוי להימשך הדשדוש בפעילות הכלכלית. באירופה קיים חשש לדפלציה, והדבר עלול להעצים עוד יותר את ההאטה בפעילות הכלכלית שם.

ההערכות הנוכחיות ביחס לקצב הצמיחה של התוצר בכלכלות ה-G4, וכן לגבי היבוא במדינות ה-OECD לשנים 2014 ו-2015, ירדו מעט בהשוואה להערכותינו בעת גיבוש התחזית הקודמת (ביוני). השינוי מבטא את ההפתעה השלילית בנתוני החשבונאות הלאומית בארה"ב

¹ הסבר על התחזיות המקרו-כלכליות של חטיבת המחקר, כמו גם סקירה של המודלים שהן מושתתות עליהם, מופיעים בדוח האינפלציה 31 לרבעון השני של 2010, סעיף 3-ג.

² נייר העבודה על המודל זמין באתר האינטרנט של בנק ישראל. כותרתו: MOISE: A DSGE Model for the Israeli Economy, Discussion Paper No. 2012.06.

³ כלכלות ה-G4 כוללות את גוש האירו, בריטניה, ארה"ב ויפן.

ברבעון הראשון של השנה, לצד פסימיות מתמשכת לגבי גוש האירו. בפרט, התחזית לגבי קצב הצמיחה של התוצר בכלכלות ה-G4 לשנים 2014 ו-2015 עומדת על 1.7% ו-2.4%, בהתאמה, ושל היבוא במדינות OECD על 3% ו-5%, בהתאמה⁴.

לפי אותן הערכות, האינפלציה בשנים 2014 ו-2015 בכלכלות ה-G4 צפויה להיות יציבה ולעמוד על 1.7% ו-1.8%, בהתאמה. הערכות אלה גבוהות מעט ביחס לאלה שנכללו בתחזית ביוני.

מחיר הנפט (חבית מסוג Brent) מתאפיין בירידה מתמשכת מזה מספר חודשים, ומחירו נמוך ממחירו לפני שנה. מחירו הממוצע של הנפט ברבעון השלישי עומד על כ-105\$. מדד מחירי המזון בעולם ומחירי הסחורות (ללא אנרגיה) ירדו מתחילת הרבעון השלישי בכ-9%, בהמשך לירידה שחלה בהם ברבעון השני של 2014.

ב. הפעילות הריאלית בישראל (לוח 1)

לוח 1: המשק הישראלי

תחזית חטיבת המחקר לשנים 2014 עד 2015

(אחוזים, שיעורי השינוי - אלא אם צוין אחרת)

התחזית ל-2015	התחזית ל-2014	בפועל 2013	
3.0	2.3	3.2	התמ"ג
7.5	0.8	-2.7	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אניות ומטוסים)
3.4	2.0	3.3	הצריכה הפרטית
6.6	-1.4	0.5	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אניות ומטוסים)
1.5	4.1	3.3	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
5.2	4.1	-0.3	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
6.9	6.3	6.3	האבטלה (שיעור) ¹
1.0	0.0	1.8	האינפלציה ²
0.25	0.25	1.00	ריבית בנק ישראל ³

(1) ממוצע שנתי.

(2) הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברבעון האחרון של השנה לעומת הרבעון האחרון אשתקד.

(3) בסוף השנה.

המקור: בנק ישראל.

התוצר ב-2014 צפוי לצמוח ב-2.3%. תחזית זו נמוכה משמעותית ביחס להערכתנו מיוני (2.9%). לכך תרם בעיקר מבצע "צוק איתן": הוא גרע להערכתנו כ-0.4% מצמיחת התוצר. הפגיעה של "צוק איתן" התבטאה בעיקר (א) בצריכה הפרטית – פגיעה זו צפויה להיות קצרת טווח, ו-(ב) ביצוא של שירותי תיירות – פגיעה זו צפויה להיות ממושכת יותר. תרומה שלילית נוספת לעדכון בתחזית נבעה מהפתעה ברבעון השני של 2014, היות שצמיחת התוצר בו הייתה נמוכה מהערכתנו ביוני.

ב-2015 התוצר צפוי לצמוח ב-3%, ללא שינוי ביחס לתחזית הקודמת מיוני. העלייה בשיעור הצמיחה ב-2015, יחסית ל-2014, משקפת חזרה לרמת הפעילות שהייתה מתקיימת אלמלא "צוק איתן", וכן צפי להתאוששות כלכלית בעולם. קצבי צמיחה נאים צפויים בכל סעיפי

⁴ בתחזית הקודמת, מיוני, התחזית לגבי קצב הצמיחה של התוצר בכלכלות ה-G4 לשנים 2014 ו-2015 עמדה על 2.1% ו-2.7%, בהתאמה, והתחזית לקצב צמיחת היבוא של מדינות OECD עמדה על 3.6% ו-5.7%, בהתאמה.

התוצר. למרות קצב צמיחה נאה במהלך 2015, רוב האינדיקטורים מצביעים על רמת פעילות נמוכה מהרמה הפוטנציאלית של המשק.

ביחס למדיניות הפיסקלית ההערכה היא שב-2014 תצמח הצריכה הציבורית ב-4.1% – שיעור גבוה מהערכתנו ביוני (3.6%) – עקב עלייה ברכישות הביטחוניות כתוצאה ממבצע "צוק איתן". לגבי שנת 2015, היות והתקציב טרם התגבש, התחזית נבנתה בהנחה שהממשלה תדבוק בכלל ההוצאה, ולא תבצע את ההתאמה לכלל ההוצאה בגין אינפלציה נמוכה מהצפוי בשנים 2013–2014. על בסיס הנחה זו, גם בשנת 2015 צפויה עלייה בצריכה הציבורית, יחסית להערכה ביוני. כך, קצב הגידול בצריכה הציבורית ב-2015 צפוי להיות 1.5%, לעומת 0.1% בתחזית מיוני.

בהנחה שלא יהיו צעדי מיסוי נוספים, מלבד התכנית להפחית לזכאים ל-0% את המע"מ על דירות חדשות, הגירעון ב-2014 צפוי לעמוד על 3.3% תוצר, ואילו בשנת 2015 הגירעון צפוי להיות 3.4% תוצר, גבוה מהיעד של 2.5%.

ג. האינפלציה והריבית

להערכתנו, שיעור האינפלציה במהלך ארבעת הרבעונים המסתיימים ברבעון השלישי של 2015 יעמוד על 1% – בגבול התחתון של יעד האינפלציה (1% עד 3%).

האינפלציה הנמוכה במהלך השנה הקרובה היא תוצאה הן של גורמי היצע והן של גורמי ביקוש ממתנים: עם גורמי היצע הממתנים ניתן למנות את הירידה במחירי הנפט והסחורות, אינפלציה נמוכה ויציבה בעולם, והיעדר לחצי שכר מהמגזר הציבורי. ירידה בלתי צפויה בביקושים המקומיים התרחשה בעיקר ברבעונים השני והשלישי של השנה, והשפעתם הממתנת על האינפלציה צפויה להתבטא ב-2014 וגם ב-2015.

כמו בתחזית הקודמת, רכיב הדיור במדד (שכר דירה) עדיין מהווה כוח שפועל לעליית האינפלציה בשנה הקרובה. גם היחלשות השקל בתקופה האחרונה צפויה להוביל לעליית האינפלציה ברבעונים הקרובים.

להערכת חטיבת המחקר, ריבית בנק ישראל צפויה לעמוד על 0.25% במהלך שנת 2015. שיעור זה נובע מהירידה בסביבת האינפלציה ומההאטה ברמת הפעילות. ייתכן שכדי לעודד את הפעילות ולהעלות את האינפלציה תידרש הפחתת ריבית ו/או נקיטה של צעדים מרחיבים נוספים.

כפי שמראה איור 2, התוואי הצפוי של הריבית עודכן כלפי מטה באופן משמעותי, בהשוואה לתוואי שהוצג בתחזית הקודמת, במקביל לעדכון משמעותי בתוואי של האינפלציה במהלך השנה הבאה.

מלוח 2 עולה כי תחזית האינפלציה של חטיבת המחקר לשנה הקרובה נמוכה מעט מהערכותיהם של החזאים המקצועיים ומהציפיות הנגזרות משוק ההון. ביחס לריבית, התחזית של חטיבת המחקר דומה לציפיות הנגזרות משוק ההון ונמוכה במקצת מתחזיות החזאים.

לוח 2

השוואת התחזיות לאינפלציה ולריבית לשנה הקרובה (אחוזים)

החזאים הפרטיים ²	שוק ההון ¹	חטיבת המחקר של בנק ישראל	
1.1 (0.5 - 1.4)	1.2	1	האינפלציה ³ (טווח התחזיות)
0.5 (0.25 - 1)	0.25	0.25	הריבית ⁴ (טווח התחזיות)

1. הציפיות לאינפלציה (מנוכות עונתיות) ולריבית הן אלה שפורסמו לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש אוגוסט.
2. התחזיות לאינפלציה ולריבית של החזאים המקצועיים הן אלה שפורסמו לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש אוגוסט.
3. האינפלציה בשנה הקרובה (חטיבת המחקר: בארבעת הרבעונים הקרובים).
4. הריבית בעוד שנה. הציפיות משוק ההון מבוססות על שוק התלבור.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

ד. מאזן הסיכונים בתחזית

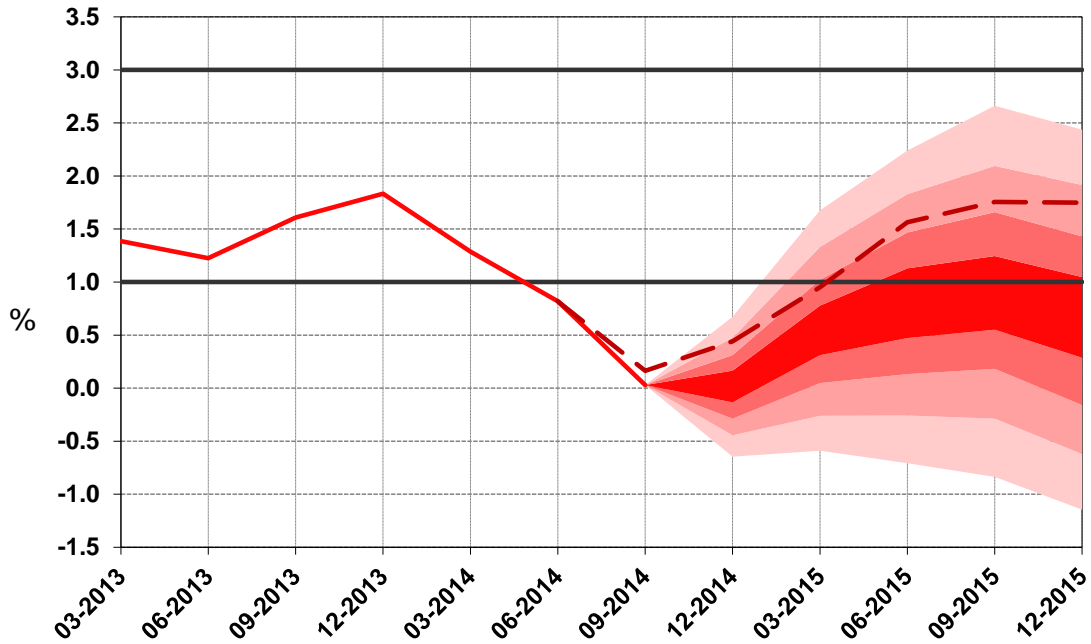
גורמים מקומיים ועולמיים בלתי צפויים עשויים להביא לכך שהכלכלה המקומית תתפתח באופן שונה מזה שבתחזית הבסיסית. עם הגורמים המקומיים ניתן למנות למשל התפתחויות במצב הגיאוגרפי-פוליטי במזרח התיכון, דבר שעשוי להתבטא ברמת הסיכון של המשק המקומי. עוד ניתן למנות עמם שינויים במדיניות הפיסקלית ל-2015 (הן בצד ההוצאות והן בצד ההכנסות), רפורמות שיכולות להתבטא בשינוי מחירים (כמו למשל הרפורמה בשוק הסלולרי) ועוד.

בהתייחס לגורמי סיכון עולמיים: הגופים הבין-לאומיים מעריכים שהסיכונים לתחזיות הצמיחה בעולם עדיין נוטים כלפי מטה. הסיכון המרכזי נובע מחוסר ודאות לגבי המצב הריאלי באירופה. יתרה מכך, מתגבר החשש לדפלציה במדינות אירופה, מצב שעלול לפגוע בפעילות הריאלית עוד יותר, לנוכח ריביות קרובות לאפס.

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

איור 1

האינפלציה בפועל ומניפה לאינפלציה הצפויה (שיעור עליית המחירים המצטברת בארבעת הרבעונים האחרונים)

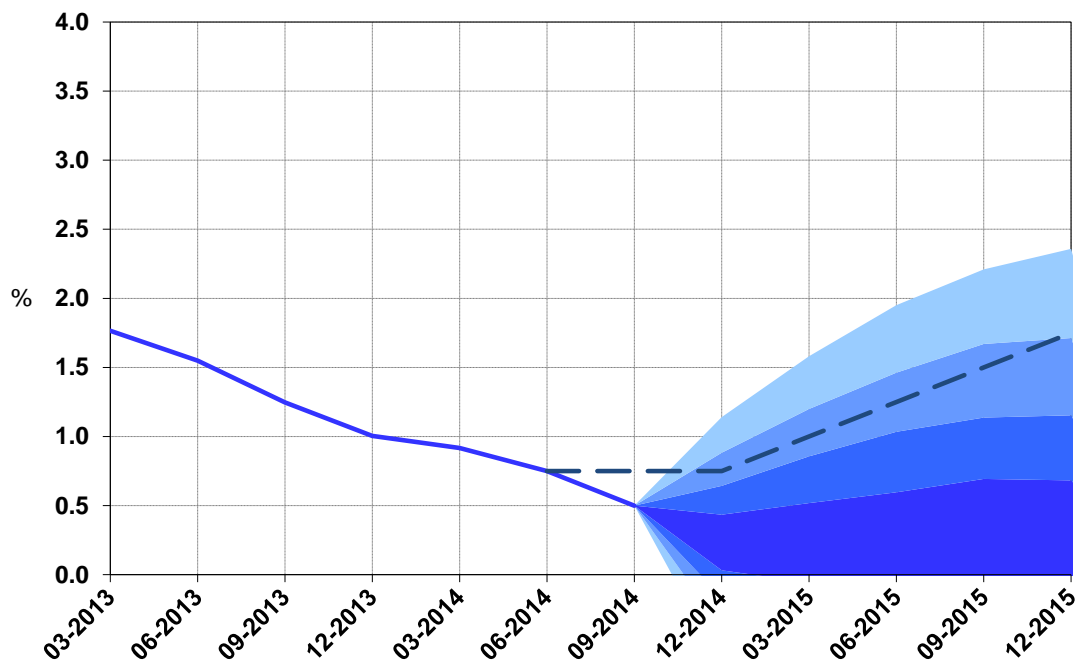


הערות:

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% מהתפלגות האינפלציה הצפויה. הקו המרוסק הוא תחזית חטיבת המחקר מהרבעון הקודם (יוני 2014). המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.

איור 2

ריבית בנק ישראל בפועל ומניפה לריבית הצפויה



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% מהתפלגות הריבית הצפויה. הקו המרוסק הוא תחזית חטיבת המחקר מהרבעון הקודם (יוני 2014). המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.