

תחזית מקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, מרץ 2013

תמצית

מסמך זה מציג את התחזית המקרו-כלכלית שגיבשה חטיבת המחקר בבנק ישראל במרץ 2013. התחזית הוצגה לוועדה המוניטרית ב-21.3.2013, לקראת קבלת ההחלטה על ריבית בנק ישראל לאפריל ולמאי 2013. להערכת חטיבת המחקר, בשנה הקרובה (המסתיימת ברביע הראשון של 2014) צפוי שיעור האינפלציה להסתכם ב-1.7 אחוזים. ריבית בנק ישראל, שבמהלך גיבוש התחזית עמדה על 1.75 אחוזים, צפויה להישאר ברמה זו במשך השנה הקרובה. התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח ב-3.8 אחוזים בשנת 2013, וב-4.0 אחוזים ב-2014.

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 דצמבר, ההערכות של גופים אלה עודכנו מעט כלפי מטה הן ביחס לגידולו של התוצר במשקים החשובים והן ביחס לגידולו של הסחר העולמי. על פי ההערכה האחרונה של קרן המטבע, ב-2013 התוצר במשקים המפותחים צפוי לצמוח בקצב מתון של 1.4 אחוזים, וב-2014 צפויה התאוששות הדרגתית כך שהתוצר יצמח ב-2.2 אחוזים. יבוא מדינות ה-OECD צפוי לצמוח ב-3.0 אחוזים ב-2013, וב-5.0 אחוזים ב-2014 (לעומת ההערכה הקודמת שעמדה על 3.6 אחוזים ב-2013 ו-5.8 אחוזים ב-2014)³. במקביל, הריביות

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.

³ הערכה זו מבוססת על תחזית ה-OECD מנובמבר 2012 תוך עדכון קל מטה בהתאם להערכות עדכניות יותר.

במדינות המפותחות צפויות להישאר ברמתן הנמוכה גם בשנה הקרובה, והאינפלציה במדינות אלה צפויה להיות כ- 2 אחוזים.
בתחילת הרביע הנוכחי עלה מעט מחיר הנפט, ובהמשך הרביע התמתן מחירו לסביבה דומה לזו של הרביע הקודם (כ-111\$ לחבית מסוג Brent). מחירי הסחורות ללא אנרגיה ירדו בשיעור של כשלושה אחוזים ברביע זה.

ב. הפעילות הריאלית בישראל

צמיחת התוצר ב-2013 צפויה לעמוד על 3.8 אחוזים, בהנחה שהפקת הגז מקידוח "תמר" תחל כמתוכנן במהלך הרביע השני של 2013. בניכוי ההשפעה של הפקת הגז מקידוח "תמר" על מדידת התוצר, הצמיחה צפויה לעמוד על 2.8 אחוזים.

החלטת הלמ"ס לגבי אופן רישום תפוקת הגז מקידוח "תמר" (והחלפת יבוא דלקים) בנתוני החשבונאות הלאומית (במחירים קבועים) צפויה להתבטא, להערכתנו, בתרומה של נקודת אחוז לצמיחה ב- 2013 ו- 0.7 נקודות אחוז ב- 2014.⁴ במידה שהזרמת הגז בפועל תתעכב, התחזית תעודכן מטה בהתאם, אולם לא צפויה להיות לכך השפעה על התעסוקה והאבטלה.

תחזית הצמיחה ל- 2013 נותרה דומה לזו שפורסמה בחודש דצמבר. מחד, הורדת תחזית הצמיחה של הסחר העולמי הביאה להורדת תחזית צמיחת היצוא, ומאידך, אינדיקטורים שוטפים לרביע הראשון של השנה (יבוא מוצרי צריכה, נתוני היצוא של סחר החוץ, מדד מנהלי הרכש ומדד אמון הצרכנים) מלמדים על כך שככל הנראה הצמיחה ברביע זה הייתה גבוהה ממה שחזינו בדצמבר, בתוצר ובשימושים.

בניכוי השפעת הגז, קצב הצמיחה ב- 2013 צפוי להאט בהשוואה לזה של השנים הקודמות, וזאת תוך האטה בקצב הצמיחה של היצוא, ובעיקר של ההשקעה בנכסים קבועים (לוח 1) אשר צמיחת שני רכיביה העיקריים – ההשקעה בענפי המשק וההשקעה בבנייה למגורים – צפויה להאט משמעותית.

⁴ הפקת הגז צפויה להתבטא גם בהאטה משמעותית של צמיחת היבוא בשל הירידה ביבוא הדלקים.

לוח 1: המשק הישראלי
תחזית חטיבת המחקר לשנים 2013 ו-2014
 (אחוזים, שיעורי שינוי - אלא אם כן צוין אחרת)

תחזית	תחזית	נתונים בפועל	
2014	2013	2012	
4.0	3.8	3.1	התמ"ג
3.7	-3.9	6.7	היבוא האזרחי ללא יהלומים, אוניות ומטוסים
2.8	2.5	2.7	הצריכה הפרטית
5.2	-1.1	3.2	ההשקעה בנכסים קבועים
2.0	4.3	3.3	הצריכה הציבורית ללא יבוא בטחוני
5.7	2.1	3.6	היצוא ללא יהלומים והזנק
6.9	7.0	6.8	האבטלה (שיעור) ¹
1.8	1.8	1.6	אינפלציה ²
2.5	1.75	2.1	ריבית בנק ישראל ³

(1) ממוצע שנתי.

(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.

ב- 2014 צפויה צמיחה של 4.0 אחוזים, אשר מבטאת האצה בפעילות⁵, בהשפעת ההתאוששות הצפויה בעולם. התאוששות זו צפויה לבוא לידי ביטוי בעיקר בצמיחה מהירה של היצוא ושל ההשקעה (אשר נתמכת גם ברמה נמוכה של הריביות).

ג. האינפלציה והריבית

להערכתנו, שיעור האינפלציה במהלך ארבעת הרביעים המסתיימים ברביע הראשון של 2014 יהיה 1.7 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 לארבעת הרביעים המסתיימים ברביע הראשון של 2014 נמוכה ב-0.2 נקודות אחוז יחסית לתחזית שנערכה בדצמבר ועמדה על 1.9 אחוזים.

תחזית האינפלציה מבטאת שילוב של מספר כוחות כלכליים, רובם בעלי השפעה מרסנת על האינפלציה. אנו מעריכים כי הייסוף המשמעותי שחל בשני הרביעים האחרונים, כמו גם המשך הפעילות הממותנת, יוסיפו לרסן את האינפלציה בתקופה הקרובה. מנגד, העלייה 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") צפויה לתרום לעליית האינפלציה.

ריבית בנק ישראל, שבמועד גיבוש תחזית זו עומדת על 1.75 אחוזים, צפויה להישאר ברמה הנוכחית בשנה הקרובה. רמה זו של הריבית משקפת, בין היתר, את רמתן הנמוכה של הריביות בעולם. אלה צפויות להישאר ברמה נמוכה בשנים הקרובות, על רקע רמות הפעילות והתעסוקה המתונים במשקים המפותחים. מנגד, לא נראה כרגע כי הריבית תרד לסביבה הנמוכה של ריביות ה-ECB וה-Fed. שכן האטת הצמיחה במשק הישראלי רחוקה בעוצמתה מזו של משקי אירופה וארה"ב, שעליהם מכבידה התמודדות ממושכת עם משברי חוב ועם אבטלה מעמיקה ומתמשכת.

⁵ מקצב של 2.8 אחוזים (בניכוי הגז) ב-2013 לקצב של 3.3 אחוזים ב-2014.

מלוח 2 עולה כי ביחס לשנה הקרובה, תחזית האינפלציה של חטיבת המחקר בנק ישראל נמוכה מעט מהערכותיהם של החזאים הפרטיים ומהציפיות הנגזרות משוק ההון, ואילו תחזית הריבית דומה להערכות החזאים וגבוהה מעט מהציפיות בשוק ההון.⁶

לוח 2
השוואת התחזיות לאינפלציה ולריבית לשנה הקרובה
(אחוזים)

חזאים פרטיים ²	שוק ההון ¹	חטיבת המחקר של בנק ישראל	האינפלציה ³ (טווח תחזיות)
1.9 (1.5 - 2.2)	2.0	1.7	הריבית ⁴ (טווח תחזיות)
1.75 (1.50 - 2.00)	1.62	1.75	

1. ממוצע הימים מפרסום מדד המחירים לצרכן לחודש פברואר ועד ה-19.3. ציפיות האינפלציה מנוכות עונתיות.

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

3. האינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים.

4. הריבית בסוף הרביע הראשון של 2014. הציפיות משוק ההון לפי שוק התלבור.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

ד. מאזן הסיכונים בתחזית

קיימים מספר גורמי סיכון אשר עשויים להביא להתפתחות שונה מזו שבתחזית הבסיסית. הסביבה העולמית ממשיכה להיות מקור לסיכונים משמעותיים כלפי מטה לפעילות הריאלית בשנה הקרובה. הסיכונים העיקריים ממשיכים להיות משבר החובות באירופה והאטה בצמיחה בארה"ב עקב צעדי ריסון פסקאלי. בתחזית הבסיסית הנחנו התאוששות הדרגתית בעולם החל מהמחצית השנייה של 2013, אולם במידה וקצב ההתאוששות יהיה איטי יותר, או במידה ואף תחול החמרה של ממש בסביבה העולמית, צפויים הפעילות והאינפלציה להיות מתוננים יותר מאשר הערכנו בתחזית הבסיסית.

בסביבה המקומית, קיימת אי ודאות בנוגע להתמודדות הממשלה החדשה עם האתגרים התקציביים. התחזית הבסיסית בנויה על ההנחה כי ההוצאה הציבורית תתפתח בהתאם לכלל ההוצאה ולא יהיו שינויים נוספים במדיניות המיסוי (גם תחת הנחה זו צפויה חריגה של הגרעון מהיעד – 3.6% לעומת יעד גרעון של 3%). גרעון הממשלה בפועל לשנת 2013 תלוי, בין היתר, בעיתוי שבו יתקבל חוק התקציב החדש ובגרעון הגלום בו. עם זאת, בחינת ההתחייבויות התקציביות שכבר נקבעו מעלה שכדי לעמוד בכלל ההוצאה, על הממשלה לבצע השנה קיצוץ של כ-13 מיליארד ש"ח (שהם כ-1.3 אחוזי תוצר) בהתחייבויות. גם לאחר קיצוץ זה מדובר בהרחבה ריאלית של כ-4.3% ביחס לתקציב 2012. חריגה בגרעון הממשלתי עלולה לגרום עלייה בשיעורי הריבית העומדים בפני המשק. הגידול בהוצאה הציבורית (ביחס לתחזית הבסיסית) משקף גידול בצריכה הציבורית, בהשקעות ובתשלומי שכר.

⁶ יש לציין, עם זאת, כי חלק מן החזאים הפרטיים חוזים הורדת ריבית בחודשים הקרובים לרמה של 1.5 אחוזים, ועלייה לרמה של 1.75 אחוזים בהמשך השנה.

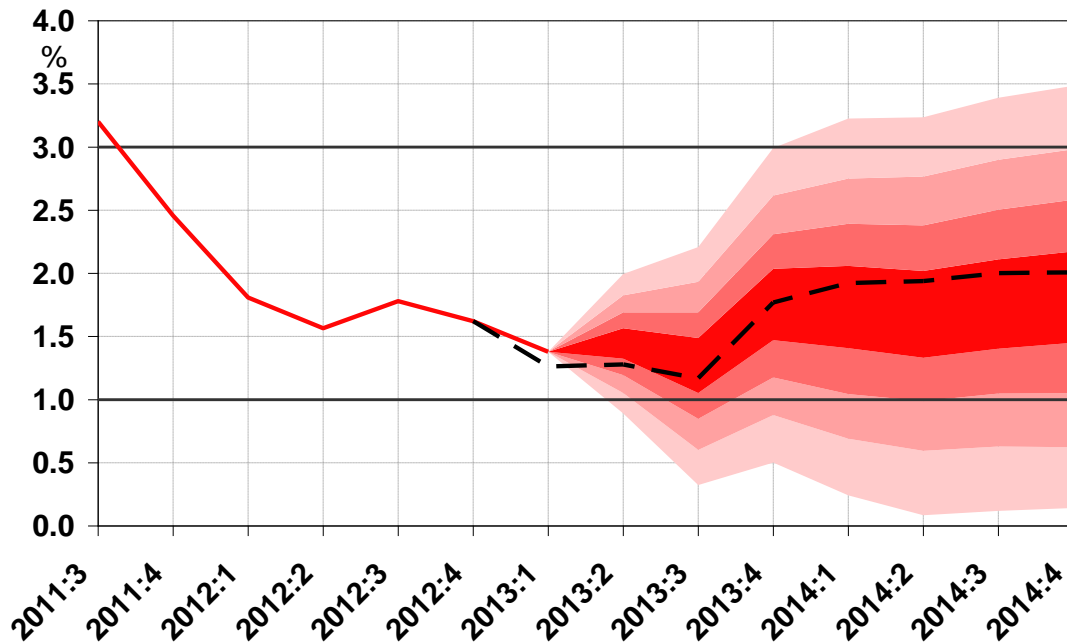
בטווח הקצר צפויה השפעה חיובית על הפעילות, שכן גידול בצריכה הציבורית משמעותו גידול בביקוש המצרפי וזה צפוי להתבטא בגידול התוצר. ואולם, גידול כזה עלול להביא לעליית הריביות כתוצאה מהגידול בצרכי גיוס ההון של הממשלה ולפיכך בדחיקה של הביקושים הפרטיים – הצריכה, הייצוא וההשקעות.⁷ העלייה בריביות והירידה בהשקעות עלולים להשתקף בפגיעה בקצב הצמיחה של המשק בשנים הבאות.

מעבר לחריגה מכלל ההוצאה, לאור הרמה הגבוהה של הגירעון (מנוכה המחזור) בישראל בשנים האחרונות, גידול נוסף בגירעון צפוי להעלות את רמות הסיכון של הממשלה ושל המשק כפי שהוא נתפס על ידי משקיעים מקומיים וזרים ולכך יש כמובן השלכה על עלות גיוס ההון (בשוק המקומי ובעולם), וכתוצאה, על ההשקעות וקצב הצמיחה של המשק. העלייה בגירעון ובעלות גיוס ההון משמעותן גם עליה בנטל החוב של הממשלה (כלומר, החלק בתוצר המופנה להחזר תשלומי ריבית על החוב) אשר כבר היום הנו גבוה (בשל סיכון המדינה הייחודי לישראל המייקר את עלות מימון החוב). עלייה בנטל החוב של הממשלה משמעותה שיותר מקורות נדרשים לשרת את החוב ולכן יורד החלק בתוצר ובתקציב שנותר לשירותים ציבוריים ולהשקעות ציבוריות.

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

⁷ אם משקי הבית והפירמות מעריכים כי בעתיד הממשלה תיאלץ להעלות את שיעורי המס (על מנת לשרת את הגידול בחוב) אזי סביר כי תהיה לכך השפעת הכנסה שתגדיל את הפגיעה בצריכה ובהשקעות.

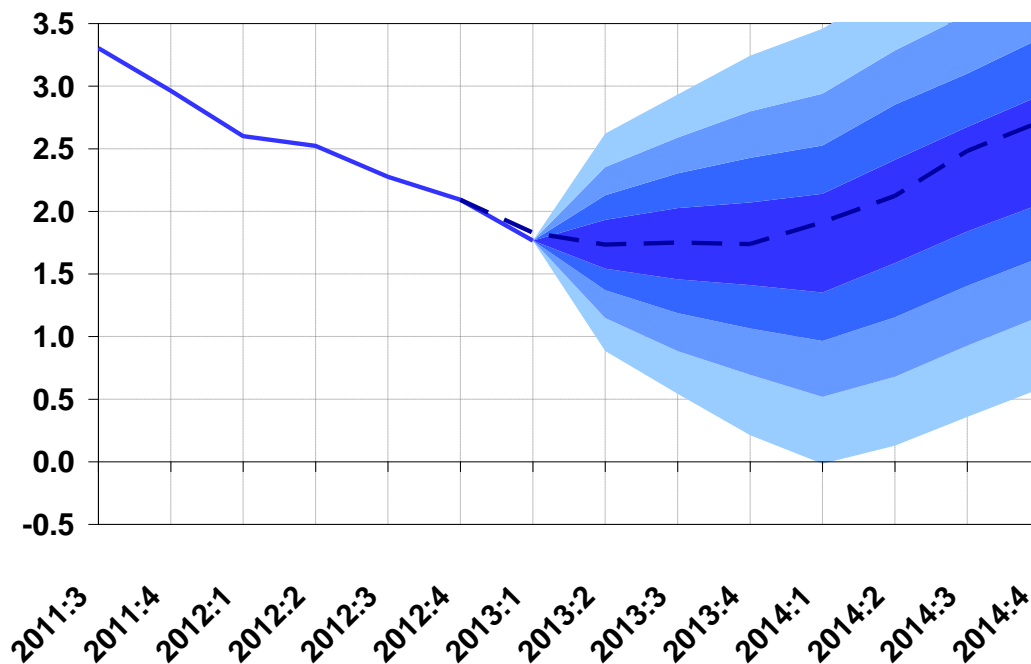
איור 1
האינפלציה בפועל ומניפה לאינפלציה הצפויה
 (שיעור עליית המחירים המצטברת בארבעת הרבעים האחרונים)



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 (דצמבר 2012). 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 אחוזים מהתפלגות הריבית הצפויה. הקו השבור הוא תחזית חטיבת המחקר מהרביע הקודם (דצמבר 2012). המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.