

תחזית מקרו-כלכלית ל-2012 של חטיבת המחקר של בנק ישראל¹

תמצית

מסמך זה מציג את התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל, שנערכה בדצמבר 2011 ופורסמה בהודעה לעיתונות בתאריך 26/12/2011. להערכת חטיבת המחקר שיעור האינפלציה במהלך ארבעת הרבועים של 2012 יעמוד על 2.1 אחוזים, סמוך למרכז תחום יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים). במקביל צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד ברביע האחרון של 2012 על 2.25 אחוזים. המשק (התוצר) צפוי לצמוח ב-2012 ב-2.8 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 שיפוטיות². 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-כלכליים³. 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 עבור הסביבה העולמית מתבססות בעיקרן על תחזיות של בתי השקעות ושל גופים בינלאומיים (קרן המטבע הבינלאומית, ה-OECD). ההערכות ביחס לצמיחה הצפויה בעולם הורעו בהשוואה למועד עריכת התחזית המקרו-כלכלית הקודמת (בחודש ספטמבר 2011) עקב החרפת משבר החובות באירופה והחשש מהשלכותיו. בפרט, התחזיות של בתי השקעות ביחס לצמיחה הצפויה באירופה הופחתו במידה משמעותית⁴. במקביל הפחיתו בתי השקעות את הערכותיהם ביחס לתוואי הצפוי של הריבית של הבנק המרכזי האירופאי, כך שהם מעריכים שריבית זו צפויה להמשיך לרדת בשנה הקרובה⁵. הריביות במדינות מפותחות אחרות, בפרט בארה"ב, צפויות להישאר ברמתן הנמוכה בשנה הקרובה.

¹ התחזית המוצגת בסקירה זו גובשה על בסיס נתונים שהיו זמינים עד למועד החלטת הריבית לחודש ינואר 2012 (26.12.2011). התחזית פורסמה לראשונה בהודעה לעיתונות מיום 26 דצמבר 2011. מסמך זה מתאר את התחזית ביתר הרחבה.

² הסבר על התחזיות המקרו-כלכליות של חטיבת המחקר וסקירה של המודלים העומדים מאחוריהן ראו בדוח האינפלציה 31 לרביע השני של 2010, סעיף 3-ג.

³ מאמר לדיון על המודל עתיד להתפרסם בקרוב.

⁴ תחזיות הצמיחה לגוש האירו לרביעים הקרובים ירדו מעליות מתונות לפי ההערכות שדווחו בספטמבר להתכווצות של עד 1.9% במונחים שנתיים (ברביע הראשון של 2012) לפי ההערכות שדווחו בדצמבר.

⁵ התחזיות שדווחו ע"י בתי השקעות בספטמבר נערכו לפני שה-ECB הפחית את הריבית מ-1.5 אחוזים ל-1.0 אחוז במהלך הרביע הרביעי, והן צפו בממוצע יציבות של הריבית בשנה הקרובה (ברמה של 1.4 אחוזים). לעומת זאת בדצמבר הן צפו המשך הפחתה של הריבית, עד 0.7 אחוז ברביע השלישי של 2012. נציין כי לעומת זאת, הציפיות שנגזרו משוק ההון בספטמבר ובדצמבר של שנה זו עבור הריבית בסוף 2012 היו דומות: 1.1 אחוז בספטמבר ו-1.0 אחוז בדצמבר.

התחזיות לצמיחת הסחר העולמי ירדו כבר בספטמבר בהשוואה לאלו שהיו ביוני, והן המשיכו לרדת בין ספטמבר לדצמבר⁶. אנו הנחנו כי יבוא מדינות ה-OECD יצמח ב-2.5 אחוזים ב-2012, לעומת הנחה של 3.5 אחוזים בתחזית שנערכה בספטמבר. הנחותינו לגבי האינפלציה במחירים העולמיים דומות לאלו ששררו בספטמבר. לפי תחזית ה-OECD שפורסמה בנובמבר האינפלציה במדינות ה-OECD ב-2012 תעמוד על 1.9 אחוזים.

ב. הפעילות הריאלית בישראל

לוח 1: המשק הישראלי
תחזית חטיבת המחקר לשנים 2011 ו-2012
(אחוזים, שיעורי שינוי - אלא אם כן צוין אחרת)

	נתונים בפועל	תחזית* 2011	תחזית* 2012
התמ"ג	4.8	4.8	2.8
היבוא האזרחי ללא יהלומים, אוניות ומטוסים	9.5	8.8	1.4
הצריכה הפרטית	5.3	4.7	1.4
ההשקעה בנכסים קבועים	13.6	17.4	4.2
הצריכה הציבורית ללא יבוא בטחוני	2.2	2.5	1.8
היצוא ללא יהלומים והזנק	10.6	2.1	1.2
האבטלה (שיעור)	6.6	5.7	6.3
אינפלציה ¹	2.4	2.5	2.1
ריבית בנק ישראל ²	2.00	3.00	2.25

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

(2) ממוצע הרביע האחרון בשנה.

* תחזית בנק ישראל מיום 26.12.2011.

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

צמיחת התוצר ב-2012 צפויה לעמוד על 2.8 אחוזים. תחזית הצמיחה ל-2012 עודכנה כלפי מטה, יחסית לתחזית שפורסמה בספטמבר (3.2 אחוזים), בעיקר בהשפעת ההרעה בתנאי הרקע העולמיים, אשר צפויה להשפיע על כל רכיבי הביקושים. ההאטה של קצב צמיחת הביקושים בהשוואה לקצב צמיחתם ב-2011 צפויה להתבטא גם בהאטה ניכרת של קצב צמיחת היבוא, אשר צפוי לגדול ב-2012 ב-1.4 אחוזים בלבד. לשיעור הגידול הנמוך יחסית של היבוא בהשוואה לצמיחת התוצר מספר גורמים. ראשית, אנו צופים התמתנות ניכרת בצמיחה של רכיבי ביקוש שהם עתירי יבוא (השקעה בענפי משק ורכישות מוצרים בני קיימא, ראו להלן). שנית, פיחות אפקטיבי במחצית השנייה של 2011 (ותמסורת הדרגתית למחירים) פועל לייקור מחירי המוצרים המיובאים ביחס למחירי מוצרים מקומיים, ושלישית, לתוואי הגידול של היבוא במהלך 2011, ובפרט לשיעור הגידול הגבוה שהתרחש ברביע הראשון של השנה, השפעה ממתנת על שיעור הגידול השנתי ב-2012.

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-1.2 אחוזים בלבד, עקב השפעה ישירה של מיתון באירופה ושל צמיחה מתונה של הסחר העולמי על הביקושים

⁶ תחזית ה-IMF לצמיחת הסחר העולמי ב-2012 שפורסמה ב-World Economic Outlook מספטמבר עמדה על 5.8 אחוזים, לעומת 6.7 אחוזים ביוני. תחזית ה-OECD לצמיחת הסחר העולמי שפורסמה בנובמבר עמדה על 4.8 אחוזים, ותחזיתם לצמיחת היבוא של מדינות ה-OECD עמדה על 3.5 אחוזים.

ליצוא⁷. **הצריכה הפרטית** צפויה לצמוח ב-2012 בשיעור מתון של 1.4 אחוזים בלבד, בשל פגיעה בביטחון התעסוקתי והשפעת עושר שלילית הכרוכה בירידה של מחירי נכסים פיננסיים על רקע המצב בעולם. שיעור הצמיחה המתון של הצריכה הפרטית ב-2012 נובע בעיקרו מירידה צפויה ברכישות של מוצרים בני קיימא, לאחר עלייה ניכרת ברכישות אלה ברביעים הקודמים. צמיחת **ההשקעה בנכסים קבועים** צפויה להתמתן ב-2012 בהשוואה ל-2011, בהובלת התמתנות קצב הגידול של ההשקעה בענפי המשק, על רקע ההתמתנות הצפויה בפעילות והעלייה בסיכונים הפיננסיים והעסקיים. בנוסף, השפעת התחלת הפעילות בקווי ייצור חדשים של חברת אינטל צפויה להתבטא בירידה בהשקעות במחצית הראשונה של 2012, לצד עלייה ביצוא במחצית זו.

ההאטה בקצב הצמיחה של המשק צפויה להתבטא בעלייה של שיעור **האבטלה**, מ-5.6 אחוזים ברביע השלישי של 2011 ל-6.4 אחוזים ברביע הרביעי של 2012. זאת תוך עלייה מתונה של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה, מ-57.4 אחוזים ברביע השלישי של 2011 ל-57.6 אחוזים בסוף 2012⁸.

ג. האינפלציה והריבית

להערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל שיעור האינפלציה במהלך ארבעת הרביעים הקרובים יהיה 2.1 אחוזים, סמוך למרכז תחום יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים). במהלך 2012 האינפלציה בהסתכלות על ארבעה הרביעים האחרונים צפויה להיות בתחום היעד, ואף נמוכה ממרכז התחום (כ-1.7 אחוזים). איור 1 מלמד כי התחזית לאינפלציה ב-2012 מעט נמוכה בהשוואה לתחזית שנערכה בספטמבר (2.3 אחוזים). תוואי האינפלציה השנתית במהלך 2012 נמוך יותר בהשוואה להערכתנו ברביע הקודם, בעיקר עקב עדכון כלפי מטה של האינפלציה ברביע הרביעי של 2011⁹.

התחזית לאינפלציה במרכז תחום היעד מבטאת שילוב של מספר כוחות כלכליים, חלקם אינפלציוניים וחלקם מרסנים. עם הכוחות האינפלציוניים נמנים מחירי הסחורות בעולם. מחירי הנפט וסחורות אחרות אמנם התמתנו במחצית השנייה של 2011, אולם הם נמצאים ברמה גבוהה שלהערכתנו לוחצת על המחירים כלפי מעלה. בתחזית אנו מעריכים כי מחירי הנפט לא יתמתנו במידה משמעותית בשנה הקרובה, למרות ההאטה הצפויה בפעילות, עקב גורמי היצע (השפעת מתיחות במזרח התיכון).

גורם אינפלציוני נוסף הוא **פיחות נומינלי אפקטיבי** של השקל שהתרחש במחצית השנייה של 2011 (בשיעור מצטבר של כ-5%), 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 בין הריבית המקומית לריביות בעולם (במיוחד בארה"ב ובאירופה) אמנם נותר חיובי – ולכן עדיין תומך בייסוף של השקל – אך הוא הצטמצם עם הפחתות הריבית בישראל ברביע האחרון של 2011, והוא צפוי להצטמצם עוד בשנה הקרובה בהתאם לתחזית לירידה נוספת של הריבית המקומית, כאשר הריביות בעולם כבר נמצאות ברמות נמוכות מאוד. בנוסף, גירעון בחשבון השוואה ושוקף ואפשרות לעלייה בפרמיית הסיכון של המשק על

⁷ היצוא ב-2012 צפוי לצמוח בשיעור מתון ביחס להערכותינו לגבי צמיחת היבוא של ה-OECD בשנה זו (1.2 אחוזים לעומת 2.5 אחוזים בהתאמה), עקב השפעות קצה של ההבדלים בצמיחה של משתנים אלה ב-2011.

⁸ נתוני האבטלה בתחזית זו מתבססים על נתוני סקר כוח אדם הרבעוניים שמפרסמת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. הנתון הרבעוני האחרון שפורסם הוא שיעור אבטלה של 5.6 אחוזים ברביע השלישי של 2011 (פרסום מתאריך 30 נובמבר 2011).

⁹ עדכון זה משקף בעיקר את העובדה שמדד המחירים של חודש ספטמבר היה נמוך ביחס לתחזיות שהיו עבורו בעת עריכת התחזית הקודמת (בספטמבר).

רקע גורמים גיאוגרפיים צפויים לפעול בכיוון של פיחות של השקל. לנוכח הגורמים השונים, אנו צופים בתחזית פיחות מתון של השקל במונחים אפקטיביים ב-2012.

באשר ל**סעיף 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 (כ-4 אחוזים).

עם הכוחות המרסנים את האינפלציה נמנים **השכר הריאלי וההאטה הצפויה בקצב צמיחת הביקושים**. קצב האינפלציה (בניכוי עונתיות) התמתן במחצית השנייה של 2011 בהשוואה למחציתה הראשונה, לצד התמתנות בקצב הצמיחה של המשק, ואנו מעריכים כי ההתמתנות הצפויה בצמיחת הביקושים ב-2012 תמשיך לפעול בכיוון זה. מאז המשבר בסוף 2008 עלה השכר הריאלי בקצב מתון ביחס לקצב העלייה של פריון העבודה, כך שלהערכתנו בשלב זה לא קיימים לחצים אינפלציוניים משמעותיים מצד עלויות הייצור המקומיות. על רקע ההאטה הצפויה בקצב הגידול של הביקושים, אנו מעריכים כי לחצים כאלה אינם צפויים גם בשנה הקרובה.

ריבית בנק ישראל צפויה לרדת במהלך 2012, כך שהיא תעמוד על 2.25 אחוזים בסוף 2012 (לעומת 2.75 אחוזים בדצמבר 2011). איור 2 מלמד כי התחזית לריבית נמוכה בהשוואה לתחזית מהרביע הקודם (3.0 אחוזים בסוף 2012). זאת לנוכח ההרעה בתנאים העולמיים, ובפרט הפגיעה בביקושים העולמיים ליצוא הישראלי, השפעת ההאטה העולמית על הביקושים המקומיים (לצריכה פרטית ולהשקעות), והעדכון כלפי מטה של תוואי הריביות הצפוי בעולם. עם זאת, לנוכח רמת פעילות גבוהה בנקודת המוצא לתחזית (בפרט שיעור האבטלה הנמוך יחסית), היותה של המדיניות המוניטרית מרחיבה כבר בנקודת המוצא, והגורמים האינפלציוניים שצוינו לעיל, אנו מעריכים כי הפחתה מתונה של הריבית עקבית עם אינפלציה צפויה במרכז תחום היעד.

לוח 2 מלמד כי **הערכות האינפלציה, הריבית והצמיחה של חטיבת המחקר של בנק ישראל דומות לאלו של חזאים פרטיים ולציפיות הנגזרות משוק ההון**. התחזיות צופות בממוצע שיעור אינפלציה קרוב למרכז תחום היעד לצד ירידה של הריבית בכחצי נקודת אחוז בשנה הקרובה. התחזיות לאינפלציה דומות לאלו ששררו בספטמבר ואילו התחזית ביחס לריבית בשנה הקרובה נמוכה בהשוואה להערכות בספטמבר (כ-3.0 אחוזים). הערכת האינפלציה לשנה הקרובה על-פי סקר המגמות נמוכה מעט בהשוואה לספטמבר (2.85 אחוזים) אולם היא צופה שיעור אינפלציה גבוה יותר בהשוואה להערכות האחרות, 2.7 אחוזים.

לוח 2
תחזיות לאינפלציה, לריבית ולצמיחת התוצר ב-2012
 (אחוזים)

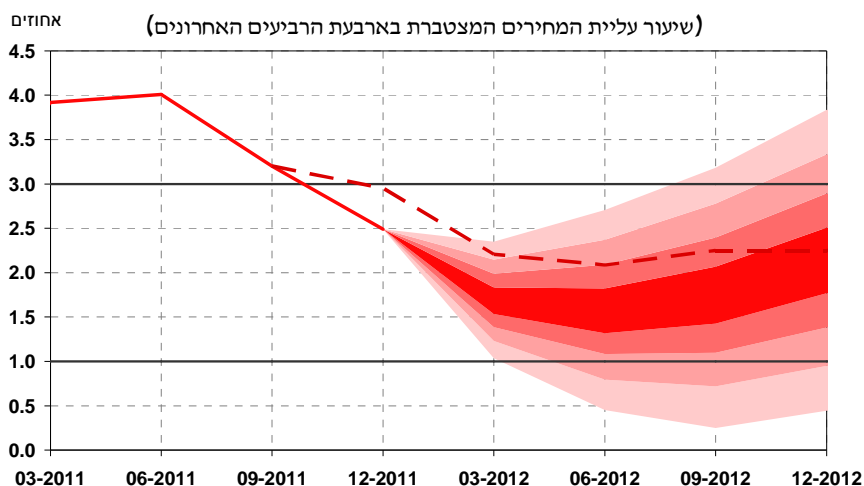
סקר המגמות ³	חזאים פרטיים ²	שוק ההון ¹	חטיבת המחקר של בנק ישראל	
2.7	2.2 (1.7 - 2.5)	2.0	2.1	האינפלציה ⁴ (טווח תחזיות)
	2.3 (1.5 - 3.25)	2.4	2.3	הריבית ⁵ (טווח תחזיות)
	2.9 (2.4 - 3.5)		2.8	צמיחת התוצר ⁶ (טווח תחזיות)

1. ממוצע חודש דצמבר.
 2. התחזיות לאינפלציה ולריבית לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש נובמבר. התחזיות לצמיחה לנובמבר ודצמבר.
 3. סקר הערכת המגמות בעסקים: נובמבר 2011 (הלמ"ס).
 4. האינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים.
 5. הריבית בסוף 2012. הציפיות משוק ההון לפי שוק התלבור.
 6. התוצר השנתי ב-2012 לעומת 2011.
- המקור: עיבודי בנק ישראל.

מאזן הסיכונים בתחזית. בעת עריכת התחזית אי הוודאות ביחס להתפתחויות באירופה, ובעקבותיהן בשאר העולם, גדולה במיוחד. ההערכות עליהן מבוססת התחזית הן כי אירופה תיכנס למיתון ב-2012, אולם משברי החוב לא יתפתחו לכדי משבר פיננסי בקנה מידה גדול או למיתון עולמי חריף. בפרט, ההתאוששות בארה"ב צפויה להימשך. השלכות קשות יותר של משברי החוב מהוות גורם סיכון עיקרי לתחזית הריאלית. לנוכח המתחויות הגיאו-פוליטיות באזורנו, ובפרט סביב הסנקציות על איראן, עלייה של מחירי הנפט ופיחות של השקל עקב עלייה של פרמיית הסיכון של המשק מהווים גורמי סיכון כלפי מעלה לתחזית האינפלציה.

איורים 1 ו-2 מציגים מניפות סביב התחזיות לאינפלציה ולריבית. רוחב המניפות נגזר מסטיות התקן הנאמדות של הזעזועים במודל ה-DSGE של החטיבה.

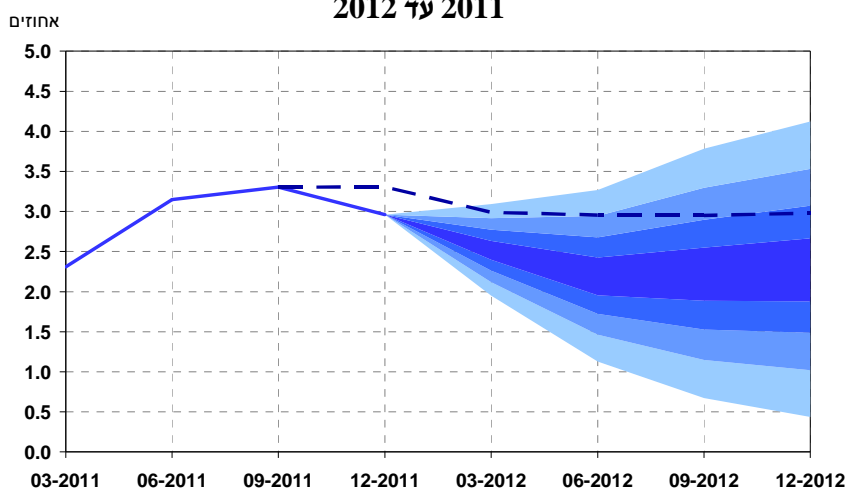
איור 1
**האינפלציה בפועל ומניפה¹ לאינפלציה הצפויה²,
 2011 עד 2012**



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 מהרביע הקודם (ספטמבר 2011).
 המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.

איור 2

ריבית בנק ישראל בפועל ומניפה¹ לריבית הצפויה², 2011 עד 2012



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 (ספטמבר 2011).

המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.