

# תחזית רבעונית של חטיבת המחקר אפריל 2023

מפגש חזאים\*

מציג: נמרוד כהן

20.4.2023

\* כל המוצג מבוסס אלו מידע שעמד לרשותנו בזמן גיבוש התחזית

- ההתפתחויות בעולם

- התחזית

- הנחה: המחלוקת סביב שינויי החקיקה לגבי מערכת המשפט מיושבת באופן שאינו משפיע על הפעילות הכלכלית מכאן ואילך

- סיכונים לתחזית

- תרחישים

- ניתוח של השלכות כלכליות אפשריות במידה ששינויים חוקיים ומוסדיים ילוו בעלייה בפרמיית הסיכון של המדינה, בפגיעה ביצוא, ובירידה בביקושים להשקעות מקומיות ולצריכה הפרטית

# ההתפתחויות העיקריות מאז התחזית הקודמת

## • עולם

- שיפור בתוואי הצמיחה, לאור התפוגגות בעיות ההיצע בעולם.
- עדכון קל כלפי מטה לתחזית צמיחת הסחר העולמי.
- תוואי ריביות גבוה יותר ביחס לינואר.
- **התקציב** שאושר משקף צריכה ציבורית נמוכה מהערכתנו בינואר
- אינדיקציות לירידה בהשקעות ביחס להערכתנו הקודמת: ירידה בגיוסי ההון להיי-טק וירידה בהתחלות הבנייה
- עלייה בסביבת **האינפלציה** המקומית
- פיחות
- מדדי ינואר ופברואר הפתיעו כלפי מעלה והביאו לעדכון בהערכותינו לגבי מידת ההתמדה של האינפלציה
- **הריבית** בפועל מעל תחזית ינואר
- עלייה ניכרת ב**סיכונים** המקומיים

# ההתפתחויות בעולם



# בעולם: שיפור בתוואי הצמיחה, אך חולשה בסחר העולמי. הריביות עודכנו מעלה.

- מאז התחזית הקודמת, מחיר חבית נפט ירד בכ-6%, ומחירי הסחורות (ללא אנרגיה) נשארו באותה רמה (מחיר ממוצע בשבוע המסתיים ב-30.3.23).
- שיפור בתוואי הצמיחה, לאור התפוגגות בעיות ההיצע בעולם.
- ב-2023 צפוי שיפור קל **בסחר העולמי** לאור הפתיחה המחודשת של סין, ושיפור בשרשרת הייצור והאספקה בעולם. יחד עם זאת, קרן המטבע עדכנה את **התחזית מעט כלפי מטה** (תחזית מסוף ינואר 2023 ביחס לתחזית אוקטובר 2022).
- התאוששות שרשראות הייצור והאספקה תומכת בהתמתנות האינפלציה של מוצרים מיובאים במדינות רבות.
- מנגד, אינפלציית הליבה מסתמנת כבעלת התמדה גבוהה יותר.
- תוואי ריביות גבוה יותר ביחס לינואר.

תחזיות בתי ההשקעות עבור ה-G4 (בסוגריים הערכות בעת גיבוש תחזית ינואר)	2023	2024	2024q1
צמיחה	0.6% (0.1%)	1.1% (1.4%)	
האינפלציה	3.2% (3.3%)	2.1% (ללא שינוי)	2.8% (ללא שינוי)
ריבית	4.4% (3.75%)	3.3% (2.9%)	4.1% (3.5%) [ארה"ב 4.65%, אירו 4%]

# התחזית



# תחזית הצמיחה עודכנה כלפי מטה

- צמיחת התוצר ברבעון הרביעי\*: 5.6% ; בניכוי כלי רכב דומה להערכתנו בינואר.
- תחזית הצמיחה ל-2023 עודכנה מעט כלפי מטה
  - עדכון מטה בתחזית צמיחת הסחר העולמי (IMF)
  - צריכה ציבורית נמוכה בהשוואה לתחזית ינואר
  - עדכון כלפי מעלה של תחזית הריבית
  - זמינות ההון למגזר העסקי נמוכה ביחס להערכתנו הקודמת (ירידה בגיוסי ההון להיי-טק וירידה בהתחלות הבנייה)
  - התמשכות האינפלציה תורמת להפחתה מסוימת בתחזית הצריכה הפרטית – בשל השפעתה הממתנת על השכר הריאלי

# תחזית אפריל

(שיעור השינוי באחוזים<sup>1</sup>, אלא אם צוין אחרת)

	2024		2023		2022	בפועל
	התחזית ל-2024	השינוי מתחזית ינואר	התחזית ל-2023	השינוי מתחזית ינואר		
תוצר מקומי גולמי	3.5	0.0	2.5	-0.3	6.4	
צריכה פרטית	4.5	0.0	3.5	-0.5	7.7	
השקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)	4.5	0.5	1.5	-1.5	9.7	
צריכה ציבורית (ללא יבוא ביטחוני)	3.0	0.0	2.0	-1.5	1.0	
יצוא (ללא יהלומים והזנק)	3.0	0.5	2.0	0.0	8.9	
יבוא אזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)	6.0	0.5	3.0	-1.0	12.0	
סטיית התוצר ממגמת טרום המשבר (אחוזים)	-1.0	-0.1	-0.5	0.0	0.9	
שיעור אבטלה – ממוצע שנתי (גילאי 25-64)	4.0	0.0	4.1	0.1	3.3	
שיעור תעסוקה – ממוצע שנתי (גילאי 25-64)	77.4	0.0	77.5	0.0	78.6	
גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)	0.9	-1.2	0.9	-0.9	-0.6	
יחס חוב לתוצר	58	-3.0	59	-3.0	60.7	
אינפלציה <sup>2</sup>	2.3	0.3	3.9	0.9	5.2	

1. בתחזית לרכיבי החשבונאות הלאומית, שיעור השינוי מעוגל לחצי נקודת אחוז.

2. הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברבעון האחרון בשנה לעומת הממוצע ברבעון האחרון בשנה הקודמת.



# האינפלציה והריבית בשנה הקרובה – עדכון כלפי מעלה

- **קצב האינפלציה צפוי להתמתן בתקופת התחזית** – הן כתוצאה מהתמתנות הביקושים בהשפעת המדיניות המוניטרית המרסנת בישראל ובעולם, והן כתוצאה מהמשך דעיכת לחצי ההיצע.

## • הציפיות לאינפלציה עודכנו מעלה

- מאז פרסום התחזית, שע"ח הנומינלי האפקטיבי **פוחת בכ-2.3%\*\*.**
- מדדי ינואר ופברואר הפתיעו כלפי מעלה והביאו לעדכון בהערכותינו לגבי מידת ההתמדה של האינפלציה.
- מנגד, הירידה שהתרחשה במחירי הנפט מקזזת חלקית את ההשפעות הללו על עדכון התחזית.
- **הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה – עלו: החזאים: 3.0%** (2.7% במועד תחזית ינואר)

**שוק ההון\*\*:** 3.0% (2.6% בינואר)

- **תחזיות לריבית ב"י בעוד שנה – עלו: החזאים: 4.34%** (3.7% בינואר)

**תלבור\*\*:** 4.6% (4% בינואר)

# התחזית מעט גבוהה בהשוואה לחזאים ולשוק

התחזיות לגבי האינפלציה במהלך השנה הקרובה ולגבי הריבית בעוד שנה (אחוזים)

החזאים הפרטיים <sup>2</sup> (טווח התחזיות)	שוק ההון <sup>1</sup>	חטיבת המחקר של בנק ישראל	
3.0 (2.6—3.7)	3.0	3.4	האינפלציה <sup>3</sup>
4.34 (3.0—5.0)	4.6	4.75	הריבית <sup>4</sup>

1. ציפיות האינפלציה מנוכחות עונתיות (ממוצע שבועי נכון ל-02.04.2023).
2. התחזיות שפורסמו לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש פברואר.
3. חטיבת המחקר – שיעור האינפלציה במהלך ארבעת הרבעונים המסתיימים ברבעון הראשון של 2024. שוק ההון והחזאים מתייחסים לאינפלציה במהלך 12 החודשים המסתיימים בסוף הרבעון הראשון של 2024.
4. חטיבת המחקר – הריבית הממוצעת ברבעון הראשון של 2024. הציפיות משוק ההון מבוססות על שוק התלבור ומתייחסות לסוף הרבעון הראשון של 2024 (ממוצע שבועי נכון ל-31.3.2023).

- התפתחויות במישור הפוליטי
- הסלמה ביטחונית
- סיכון שע"ח
- התגברות התמדתה של האינפלציה
- התפתחויות שמקורן בחו"ל
- התמתנות איטית מזו שהוערכה של קצב האינפלציה בחו"ל על רקע עליות שכר, בעיקר בארה"ב שם שוק העבודה עדיין הדוק.
- הבעיות שנחשפו לאחרונה, במערכת הבנקאות בארה"ב, יכולות להשליך על ההתפתחויות שם.
- להתפתחויות במלחמה באוקראינה יכולות להיות השפעות נוספת על מחירי האנרגיה והסחורות, ודרכם על הפעילות, על הסחר ועל האינפלציה בעולם (בעיקר אירופה). ככל שהשפעות המלחמה יתעצמו, הדבר מהווה סיכון כלפי מטה לפעילות וכלפי מעלה לאינפלציה.

# תרחישים



- ביצענו ניתוח של השלכות כלכליות אפשריות במידה ששינויים חוקיים ומוסדיים ילוו ב-
  - עלייה בפרמיית הסיכון של המדינה
  - פגיעה בביקוש להשקעות מקומיות ולצריכה פרטית
  - פגיעה בביקוש ליצוא
- ישנן אינדיקציות ראשוניות להשפעות הללו בנתוני השוק והתבטאויות של מוסדות שונים.
- כיוון שקיימת **אי-ודאות רבה** – לגבי קצב התממשות התהליכים, עוצמתם והשלכותיהם – אנו מציגים טווח אפשרויות רחב. מטרת הניתוח היא להצביע על כיווני ההשפעה האפשריים ועל אפשרויות שונות לעוצמתם, בהתבסס על קשרים אמפיריים מהעבר.

## 1. עלייה בפרמיית הסיכון של המשק

- ככל שההערכות לגבי הסיכון של המשק יעלו, מלווים ידרשו פרמיה אשר תייקר את עלויות המימון של המשק (**קיטון בהיצע האשראי**).
- יביא לצמצום היקף ההשקעות הריאליות (כולל היי-טק), ולאורך זמן יגרור פגיעה במלאי ההון ובתוצר.
- עליה בפרמיית הסיכון גוררת פיחות, האצת האינפלציה ועלייה בריבית.

## 2. פגיעה בהשקעות המקומיות ובצריכה הפרטית

- פגיעה באופן בו נתפסת כלכלת ישראל עלולה להביא לצמצום הנכונות להשקעה בה, ולכן **הביקוש לאשראי של המשקיעים קטן** (ההבדל המהותי לעומת 1).
- גם כאן, עקב פגיעה בהשקעות (לרבות בתחום ההיי-טק) לאורך זמן, מלאי ההון ישחק ותהיה פגיעה בתוצר.
- אי-הודאות לגבי ההשלכות הכלכליות של המהלכים השונים וחשש מפגיעה בפעילות ובתעסוקה, יעודדו משקי בית להגדיל חיסכון (**הביקוש לחיסכון עולה**) ככרית ביטחון מפני פגיעה עתידית בהכנסות, תוך צמצום בצריכה הפרטית.
- בהתאם, המדיניות המונית מגיבה בהרחבה, וירידת הריבית גוררת פיחות מתון, תוך האטה באינפלציה.

## 3. פגיעה בביקוש ליצוא של ישראל

- על רקע שינוי ביחס כלפי ישראל מצד מדינות בעולם, תתכן פגיעה בנכונות לביצוע עסקים עם חברות ישראליות, ואף לצריכת מוצרים ושירותים ישראלים.
- מלווה בפיחות קל, ללא שינוי משמעותי באינפלציה ובריבית

# הנחות לגבי גודל הפגיעה והתמדתה (1)

- התבססנו על המודל שמשמש אותנו לבניית התחזיות מדי רבעון, וזיהוי הגודל האופייני של הזעזועים ("סטיות התקן") שפקדו את המשק לאורך העשורים האחרונים.
- כאמת מידה לתרחישים התבססנו על המשבר הכלכלי שפקד את ישראל בשנים 2001-2002. בחרנו במשבר זה מהטעמים הבאים:
  - המשבר נבע משילוב של אירועים מקומיים משמעותיים בסביבה עולמית לא יציבה, שהשפעותיהם הכלכליות באו לידי ביטוי בשלושת הערוצים שתוארו לעיל.
  - כאמת מידה, התבססנו על זעזועים שגודלם דומה לאלו שפקדו את המשק במשבר (כסטיית תקן אחת). בפרט, נתוני השבועות האחרונים (בעיקר נתוני שע"ח וריביות) הם אינדיקציה לסבירות של גודל הזעזועים שבחרנו (עלייה של 0.6% בפער הריביות, פיחות של 2.7%, כפי שנראה בהמשך).
  - הסיבה להתפתחות הזעזועים לכדי משבר הייתה נעוצה בהופעה המתמשכת שלהם לאורך מספר רבעונים (אשר עשויה להעיד על מקדם התמדה גבוה של הזעזועים בעת המשבר). התמדה זו של הזעזועים רלוונטית לבנית התרחישים תחת התפיסה כי שינויים במערכת המשפט הינם בעלי השפעה מבנית ומתמשכת על כלכלה.
- לצורך קבלת סדר גודל, נציין כי כתוצאה מהמשבר:
  - העלייה בפרמיית הסיכון התבטאה בעליית מרווח של כ-4.5% ובפיחות של כ-18% במצטבר.
  - הפגיעה בתוצר - כ-3% לשנה (בממוצע).

## הנחות לגבי גודל הפגיעה והתמדתה (2)

- מאפייני המשק השתנו במהלך השנים מאז המשבר. חלקם מעידים על עליה בעמידותו (יחס החוב לתוצר הנמוך, מגזר ההי-טק מבוסס, ויתרות מטבע החוץ); אולם הגידול בפתיחותו, בפרט לתנועות הון ושל מגזר ההי-טק, עלול להגדיל את פגיעותו.
- בתרחיש הקל, השתמשנו בהתמדה שאפיינה את הזעזועים במהלך העשורים האחרונים (כפי שנאמדה על סמך נתונים היסטוריים במודל המשמש אותנו).
- בתרחיש החמור הנחנו שהתמדתם גבוהה יותר. זאת, כאמור מתוך תפיסה כי שינויים במערכת המשפט הם שינויים שאופיים צפוי להיות מבני ומתמשך.





**לוח 3: ההשפעה של זעזועים שונים על התוצר**  
**(בכל שורה, זעזוע יחיד בעוצמה של סטיית תקן אחת)**

השינוי בתוצר	סטיית הריבית	סטיית האינפלציה	פיחות (במונחי שע"ח נומינלי אפקטיבי)	זמן מחצית חיים בשנים	ההתמדה	הזעזוע
השינוי בתוצר (אחוזים, ממוצע לשנה במהלך שלוש השנים)	ממוצע במהלך השנה הראשונה	ממוצע במהלך השנה הראשונה	השינוי בשנה הראשונה			
-0.04	0.5	0.6	1.6	0.3	0.6	עלייה בפרמיית הסיכון (עלייה של 0.6% במרווח מול ריבית חו"ל ופיחות של 2.7% - שניהם ברביע הראשון)

**לוח 3: ההשפעה של זעזועים שונים על התוצר**  
(בכל שורה, זעזוע יחיד בעוצמה של סטיית תקן אחת)

השינוי בתוצר	סטיית הריבית	סטיית האינפלציה	פיחות (במונחי שע"ח נומינלי אפקטיבי)	זמן מחצית חיים בשנים	ההתמדה	הזעזוע
השינוי בתוצר (אחוזים, ממוצע לשנה במהלך שלוש השנים)	ממוצע במהלך השנה הראשונה	ממוצע במהלך השנה הראשונה	השינוי בשנה הראשונה			
-0.04	0.5	0.6	1.6	0.3	0.6	עלייה בפרמיית הסיכון (עלייה של 0.6% במרווח מול ריבית חו"ל ופיחות של 2.7% - שניהם ברביע הראשון)
-1.9	1.9	3.3	13	2.2	0.925	

- ככל שהזעזוע ייתפס כמתמשך ומתמיד יותר, כך השפעתו צפויה להיות גדולה יותר כבר בהווה, ולא רק לאורך זמן.

**לוח 3: ההשפעה של זעזועים שונים על התוצר**  
(בכל שורה, זעזוע יחיד בעוצמה של סטיית תקן אחת)

השינוי בתוצר	סטיית הריבית	סטיית האינפלציה	פיחות (במונחי שע"ח נומינלי אפקטיבי)	זמן מחצית חיים בשנים	ההתמדה	הזעזוע
השינוי בתוצר (אחוזים, ממוצע לשנה במהלך שלוש השנים)	ממוצע במהלך השנה הראשונה	ממוצע במהלך השנה הראשונה	השינוי בשנה הראשונה			
-0.04	0.5	0.6	1.6	0.3	0.6	עלייה בפרמיית הסיכון (עלייה של 0.6% במרווח מול ריבית חו"ל ופיחות של 2.7% - שניהם ברביע הראשון)
-1.9	1.9	3.3	13	2.2	0.925	
-0.7	-0.25	-0.2	1.8	2.2	0.925	ירידה בביקושים המקומיים (ירידה של 2% בהשקעה ו-0.2% בצריכה הפרטית ברביע הראשון)



**לוח 3: ההשפעה של זעזועים שונים על התוצר**  
**(בכל שורה, זעזוע יחיד בעוצמה של סטיית תקן אחת)**

השינוי בתוצר	סטיית הריבית	סטיית האינפלציה	פיחות (במונחי שע"ח נומינלי אפקטיבי)	זמן מחצית חיים בשנים	ההתמדה	הזעזוע
השינוי בתוצר (אחוזים, ממוצע לשנה במהלך שלוש השנים)	ממוצע במהלך השנה הראשונה	ממוצע במהלך השנה הראשונה	השינוי בשנה הראשונה			
-0.04	0.5	0.6	1.6	0.3	0.6	עלייה בפרמיית הסיכון (עלייה של 0.6% במרווח מול ריבית חו"ל ופיחות של 2.7% - שניהם ברביע הראשון)
-1.9	1.9	3.3	13	2.2	0.925	ירידה בביקושים המקומיים (ירידה של 2% בהשקעה ו-0.2% בצריכה הפרטית ברביע הראשון)
-0.7	-0.25	-0.2	1.8	2.2	0.925	ירידה בביקוש ליצוא (ירידה של 1.4% ברביע הראשון)
-0.03	0.0	0	0.1	0.1	0.05	
-0.2	-0.1	0	0.7	2.2	0.925	
<b>-0.8</b>						<b>סך הכל פגיעה תחת התמדה נאמדת</b>
<b>-2.8</b>						<b>סך הכל פגיעה תחת התמדה גבוהה (0.925)</b>



תודה THANK YOU شكرا جزيلًا

