



הודעה לעיתונות:

התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, ינואר 2021

תמצית

מסמך זה מציג את התחזית המקרו-כלכלית שחטיבת המחקר בבנק ישראל גיבשה בינואר 2021 בנוגע למשתני המקרו העיקריים – התוצר, האינפלציה והריבית. **התחזית כוללת שני תרחישים מרכזיים** – תרחיש הכולל התחסנות מהירה של האוכלוסייה עד מאי 2021 (להלן תרחיש חיסון מהיר) ותרחיש הכולל תהליך התחסנות מתמשך יותר – עד יוני 2022 (להלן תרחיש החיסון האיטי)¹. לאחר מועד התחסנות האוכלוסייה בכל אחד מהתרחישים, אין מגבלות של הממשלה בעלות משמעות כלכלית משמעותית על הפעילות במשק. לעת עתה, לאור קצב ההתחסנות המהיר של השבועיים האחרונים, נראה שנכון לעכשיו הסבירות להתממשות התרחיש המהיר גבוהה באופן ניכר מאשר האיטי.

בתרחיש החיסון המהיר התוצר צפוי להתרחב ב-6.3% ב-2021 וב-5.8% ב-2022. שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים (המסתיימים ברבעון הרביעי של 2021) צפוי לעמוד על 0.6% וב-2022 על 0.9%. שיעור האבטלה הרחב² (גילאי +15) צפוי לרדת עד לרביע האחרון של 2021 ל-7.7% מכח העבודה, ולהוסיף לרדת בהדרגה ל-5.4% בסוף 2022. גירעון הממשלה צפוי לעמוד ב-2021 על 8 אחוזי תוצר וב-2022 על 3.6 אחוזי תוצר, כך שיחס החוב לתוצר יסתכם ב-77 ו-75 אחוזי תוצר, בהתאמה. זאת תחת ההנחה שהממשלה תבצע צעדי מדיניות (הפחתת הוצאות והעלאת מסים) בסדרי גודל שתואמים את הריסון הנגזר מתקרת ההוצאות הקבועה בחוק. ללא התאמה כזאת, ההוצאות הצפויות על בסיס ההחלטות הקיימות יביאו לגירעון של כ-4% תוצר ב-2022.³

בתרחיש החיסון האיטי התוצר צפוי להתרחב ב-3.5% ב-2021 וב-6% ב-2022. שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים (המסתיימים ברבעון הרביעי של 2021) צפוי לעמוד על 0.1% וב-2022 על 0.8%. שיעור האבטלה הרחב (גילאי +15) צפוי לרדת ל-11% עד לרביע האחרון של 2021, ולהמשיך

¹ התמשכות מבצע החיסון יכולה לנבוע מגורמים שונים: היעילות הרפואית של החיסון (לרבות יעילות כנגד מוטציות שהתגלו לאחרונה בעולם ומשך השפעתו), מלאי הזמין בישראל, המבצע הלוגיסטי להפצתו, היענות הציבור להתחסן או תקלות בטיחות בדמות תופעות לוואי שיתגלו בישראל או בעולם שיביאו לעצירות זמניות בתהליך.

² שיעור האבטלה הרחב מתייחס לסכימת המובטלים בהגדרתם הרגילה (מי שלא עבדו, רצו לעבוד, היו פנויים לעבודה, וחיפשו עבודה), המועסקים שנעדרים זמנית כל השבוע מסיבות הקשורות לקורונה (הכוללים עובדים בחל"ת ולא משתתפים שפוטרו מאז חודש מרץ).

³ מעבר לכך, קיימת כמובן אי-וודאות לגבי תוואי המדיניות שתאמץ הממשלה שתיבחר.

לרדת ל-7% בסוף 2022. גירעון הממשלה צפוי לעמוד ב-2021 על 11 אחוזי תוצר וב-2022 על 6 אחוזי תוצר, כך שיחס החוב לתוצר יסתכם ב-82 אחוזי תוצר, בכל אחת מהשנים.

בתחזית זו, בדומה לתחזיות האחרונות שפורסמו, ניתן דגש מיוחד לניתוח היקף הפעילות במשק כתוצאה מהגבלות הממשלה למאבק בהתפשטות הקורונה. בנוסף, התחזית מגלמת מידע מאינדיקטורים וממודלים נוספים. הגיבוש הסופי, לכדי תחזית מקרו-כלכלית קוהרנטית לכלל המשתנים הריאליים והנומינליים, בוצע באמצעות מודל מבני שמבוסס על יסודות מיקרו-כלכליים – מודל ה-DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) שפותח בחטיבת המחקר⁴.

א. הסביבה העולמית

הערכותינו לגבי ההתפתחויות בסביבה העולמית מתבססות בעיקרן על התחזיות שמגבשים מוסדות בין-לאומיים ובתי השקעות זרים. בהתאם, אנו מניחים כי צמיחת התוצר ב-2021 במדינות המפותחות תסתכם ב-3.4%, ביחס ל-5.7% בתחזית מאוקטובר וב-2022 היא תסתכם גם כן ב-3.4%. הסחר העולמי צפוי לצמוח בהתבסס על תחזית ה-OECD ב-4% ב-2021 – נמוך בכ-3% ביחס להערכתנו הקודמת, וב-4.5% ב-2022. תחזית האינפלציה במדינות המפותחות ב-2021 התעדכנה מעלה בכ-0.5% לשיעור של 1.4% ב-2021, וב-2022 היא צפויה לעמוד על 1.6%. הריבית הממוצעת של הבנקים המרכזיים צפויה להישאר ברמה של 0.1% עד סוף 2022, ללא שינוי מתחזית אוקטובר. מאז פרסום התחזית באוקטובר עלו מחירי הנפט בחדות לרמה של כ-\$51.

ב. הפעילות הריאלית בישראל

בשני התרחישים בתחזית, הפעילות ברבעון הרביעי של 2020 זהה. לפיכך, **הצמיחה ב-2020 כולה צפויה בשני התרחישים להסתכם בהתכווצות של 3.7%**, ורמת הפעילות הממוצעת תהיה נמוכה בכ-7% ביחס למגמת התוצר טרם המשבר. האבטלה הרחבה הממוצעת ב-2020 תעמוד על 15.8% (כ-16% בממוצע ברבעון הרביעי). בתקופת התחזית אנו מעריכים בשני התרחישים כי הפעילות תהיה גבוהה ביחס להערכתנו בתחזית מאוקטובר. זאת, על רקע התחלת התחסנות האוכלוסייה, עוד בטרם הסתיימה השנה, מוקדם ביחס להערכתנו באוקטובר, ועל רקע הערכה מחודשת של שיעורי אי-הפעילות כתוצאה מהמגבלות, ובפרט בתקופת הסגר השני, שבה הפעילות בפועל הייתה גבוהה מכפי שהערכנו. הערכה זו השפיעה כלפי מטה גם על הערכתנו לגבי היקף אי-הפעילות בסגרים הצפויים בתקופת התחזית בשני התרחישים (כמפורט להלן) ותרמה להעלאת תחזית הצמיחה.

בתרחיש החיסון המהיר אנו מניחים צמיחה של כ-6.3% ב-2021 וכ-5.8% ב-2022. בתרחיש זה הפעילות תתמתן מעט בתחילת 2021 עם הכניסה הנוכחית למגבלות על הפעילות, כאשר עם הסרתן תתרחש התאוששות מהירה יחסית בפעילות שתימשך עד סוף הרבעון השני של 2021 כתוצאה מהתחסנות האוכלוסייה. יחד עם זאת, בשל הפגיעה שהייתה בהכנסות של עסקים ומשקי בית, גם עם הסרת כל המגבלות הפעילות לא תחזור לרמתה הרגילה ויידרש תהליך ממושך נוסף שימשך לאורך כל תקופת התחזית, כך שב-2022 רמת הפעילות צפויה להיות כ-2% מתחת למגמת התוצר

⁴ הסבר על התחזיות המקרו-כלכליות שחטיבת המחקר מגבשת, וכן סקירה של המודלים שהן מושתנות עליהם, מופיעים בדוח האינפלציה 31 (לרבעון השני של 2010), סעיף ג. נייר העבודה על מודל ה-DSGE זמין באתר האינטרנט MOISE: A DSGE Model for the Israeli Economy, Discussion Paper No. 2012.06. כותרתו: ש. בנק ישראל.

ארוכת הטווח. תחזית הצמיחה ב-2021 מאופיינת בהתאוששות של הצריכה הפרטית שצפויה לצמוח ב-12.5% לאחר התכווצות של 11% ב-2020. התאוששות דומה צפויה גם בצד המקורות כשהיבוא צפוי לצמוח בכ-11% לאחר התכווצות של 12% ב-2020. ב-2022 צפוי האצה בקצב הצמיחה בהשקעות וביצוא שיצמחו ב-8.5% וב-4.5% בהתאמה.

בתרחיש החיסון האיטי אנו צופים צמיחה של 3.5% ב-2021, כ-3 נקודות אחוז מעל להערכתנו בתרחיש השליטה הנמוכה בתחזית מאוקטובר. השיפור המשמעותי מוסבר בנקודת מוצא גבוהה יותר עקב הערכה לשיעור אי-פעילות נמוך יותר בתקופת הסגר השני, וכן מהקדמת תחילת תהליך ההתחסנות של האוכלוסייה שמצמצם חלק ניכר מסיכוני הקצה. יחד עם זאת, עד אמצע 2022 יימשכו הסגרים מדי מספר חודשים עקב הימשכות תהליך ההתחסנות, והם יאטו את הצמיחה ביחס לתרחיש החיסון המהיר. ב-2022 קצב הצמיחה הצפוי עומד על 6%. קצב צמיחת הרכיבים של התוצר ב-2021 נמוך ביחס לתחזית בתרחיש המהיר, אולם התחזית עדיין מבטאת התאוששות קלה בפעילות ביחס ל-2020. עבור 2022 קצב צמיחת הרכיבים השונים צפוי להיות גבוה יותר על רקע ההתאוששות הצפויה עם השלמת תהליך ההתחסנות במהלך השנה.

לוח 1

התפתחויות מקרו כלכליות עיקריות לשנים 2021–2022 תרחיש החיסון המהיר ותרחיש החיסון האיטי (שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם צוין אחרת)

תרחיש החיסון האיטי		תרחיש החיסון המהיר			
2022	2021	2022	2021	2020	
6.0	3.5	5.8	6.3	-3.7	תוצר מקומי גולמי
10.5	7.5	8.0	12.5	-11.0	צריכה פרטית
7.5	-1.5	8.5	3.5	-7.5	השקעה בנכסים קבועים ללא או"מ
-1.0	6.5	-1.0	6.5	3.0	צריכה ציבורית למעט ביטחוני
4.5	2.0	4.5	3.0	1.5	יצוא ללא יהלומים והזנק
10.5	6.5	7.5	11.0	-12.0	יבוא אזרחי אחר
-4.3	-6.8	-1.9	-4.3	-7.0	סטייה התוצר ממגמת טרום המשבר
8.5	12.5	6.2	9.6	15.8	אבטלה רחב (שיעור, גילאי +15)
7.0	11.0	5.4	7.7	16.3	אבטלה רחב - רביע אחרון (גילאי +15)
6	11	3.6–4	8	12	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)

ג. האינפלציה והריבית

להערכתנו, בתרחיש החיסון המהיר האינפלציה במהלך ארבעת הרבעונים הקרובים (המסתיימים ברבעון הרביעי של 2021) תסתכם ב-0.6%, וב-0.9% במהלך 2022 (לוח 2). בתרחיש החיסון האיטי האינפלציה במהלך ארבעת הרבעונים הקרובים צפויה להסתכם ב-0.1%, וב-0.8% במהלך 2022. אנו מעריכים בשני התרחישים כי השיפור בפעילות הכלכלית, יחד עם דעיכת השפעת הייסוף שחל עד כה, יובילו לעלייה מתונה באינפלציה במהלך תקופת התחזית כך שבסוף שנת 2022 צפויה האינפלציה להימצא בקרבת הגבול התחתון של יעד האינפלציה. **בשני התרחישים**, חטיבת המחקר מעריכה כי בעוד שנה **ריבית בנק ישראל תעמוד בטווח של 0%-0.1% (לוח 2)** בדומה להערכתנו בתחזית מאוקטובר.

רמת הריבית הנמוכה תומכת בהתאוששות הביקושים וכן בהקטנת עלויות המימון לעסקים (ככל שאשראי יהיה זמין עבורם) והיא חלק ממכלול הכלים בהם משתמש בנק ישראל בהתמודדות עם המשבר. ככל שיהיה צורך בהרחבה נוספת מעבר להרחבה באמצעות הריבית המוניטרית, ייתכן שבנק ישראל ירחיב או יאיץ את השימוש בכלי מדיניות קיימים או נוספים.

מלוח 2 עולה כי התחזיות של החזאים הפרטיים לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים והצפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון נמצאות בתוך טווח תחזית האינפלציה של תחזית הצוות בשני התרחישים. גם באשר לריבית בעוד שנה (סוף 2021) הן תחזיות החזאים והן הציפיות הנגזרות משוק ההון נמצאות בטווח תחזית הריבית של החטיבה.

לוח 2
התחזיות לגבי האינפלציה במהלך השנה הקרובה ולגבי הריבית בעוד שנה
(אחוזים)

החזאים הפרטיים ²	שוק ההון ¹	חטיבת המחקר של בנק ישראל	
0.5 (-0.4–1.3)	0.4	0.1–0.6	האינפלציה ³ (טווח התחזיות)
0.08 (-0.2–0.1)	0.06	0 – 0.1	הריבית ⁴ (טווח התחזיות)

1. ממוצע הציפיות לאחר פרסום מדד נובמבר. ציפיות האינפלציה מנוקות עונתיות.
2. ממוצע התחזיות שפורסמו בשבוע שלאחר פרסום מדד נובמבר.
3. האינפלציה בשנה הקרובה (חטיבת המחקר – בארבעת הרבעונים המסתיימים ברבעון הרביעי של 2021).
4. הריבית בעוד שנה (חטיבת המחקר – ברבעון הרביעי של 2021). הציפיות משוק ההון מבוססות על שוק התלבור. המקור: בנק ישראל.

ד. הסיכונים העיקריים לתחזית⁵

תחזית חטיבת המחקר מציגה שני תרחישים המבטאים גבולות גזרה בין התממשות תרחיש אופטימי של תהליך התחסנות מהיר לבין תרחיש פסימי בו תהליך ההתחסנות איטי. תרחישים אלה מבטאים טווח סביר, אך לא מוחלט, לחומרת הפגיעה הכלכלית כתוצאה מהקורונה. בהחלט יתכנו גם תרחישים אופטימיים יותר (כגון התאוששות מהירה מאוד אחרי הקורונה), וכן תרחישים פסימיים יותר (כגון גלישה לסגרים חמורים כבעבר, ערעור יציבות פיננסית ועוד). הסיכונים לתחזית הם לפיכך התפתחויות שיובילו לתרחיש אופטימי יותר מתרחיש החיסון המהיר או לתרחיש פסימי יותר מתרחיש החיסון האיטי. כסיכונים בתחום הבריאותי ניתן לציין תרחיש בו מוטציות של הנגיף עמידות לחיסונים שפותחו, וכן התפתחות התחלואה כך שאופי ומספר הסגרים שונה מכפי שהערכנו. בתחום הכלכלי קיימת אי-ודאות לגבי תגובת הכלכלה בתקופת ההתאוששות ובכלל זה עומק ה"צלוקות" שהמשבר יותיר בכלכלה. בתחום המדיניות קיים סיכון לתחזית מכיוון התמודדות אפשרית בחודשי החורף שנותרו עם תחלואה גבוהה גם של קורונה וגם של שפעת. וסיכון נוסף נובע מאי הודאות הפוליטי המשפיע על המדיניות הפיסקאלית ובפרט על העברת התקציב ל-2021 ומועד העברת התקציב ל-2022.

⁵ על רקע המאפיינים החריגים של אי-הוודאות המאפיינת את התחזית והתנודות החריגות במשתני הפעילות השונים, התחזית מתפרסמת ללא מניפות האינפלציה והתוצר.