

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2021



בנק ישראל



דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2021

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.
במידה שיהיו תיקונים לסקירה, הם יתפרסמו באתר של בנק ישראל www.boi.org.il

תוכן העניינים

6	תקציר
8	צעדי המדיניות.....
11	תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית.....
11	1. הפעילות הריאלית בישראל.....
13	2. שוק העבודה
15	3. סביבת האינפלציה.....
18	4. שערי החליפין
19	5. הכלכלה העולמית.....
22	6. שוק האשראי.....
24	7. ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים
26	8. המדיניות הפיסקלית
27	9. שוק הדיור.....
28	התחזית המאקרו כלכלית ותוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים
28	1. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר
29	2. התוואים הצפויים של האינפלציה והצמיחה.....
30	תיבה: התמורות בשוק העבודה בעקבות משבר הקורונה.....

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2021

על פי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, יש לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים – וזאת כיעד מרכזי; נקבע שיציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%. (2) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים. ו-(3) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה.

סעיף 55(א) של החוק מסדיר את פרסומו של דוח זה, ובנק ישראל מגיש אותו לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת פעמיים בשנה. הדוח סוקר את ההתפתחויות הכלכליות במשק בתקופה שבה עוסק הדוח. כן סוקר הדוח את המדיניות הנחוצה – לדעת חברי הוועדה המוניטרית של בנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניטרית – כדי לשמר את האינפלציה בתחום שקבעה הממשלה, וכדי להשיג את יתר המטרות של מדיניותה הכלכלית. את היציבות הפיננסית במשק סוקר בנק ישראל בדוח היציבות הפיננסית.

בהתאם לסעיף 55(ב) של החוק, הדוח הנוכחי מסביר מדוע שיעור האינפלציה סטה מטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים ברציפות – מאז מדד המחירים לצרכן של יוני 2019 (שפורסם ב-15 ביולי 2019) ועד זה של מאי 2021 (שפורסם ב-15 ביוני 2021), אז הוא חזר לתחום היעד.

דוח המדיניות המוניטרית למחצית הראשונה של 2021 הוכן בידי כלכלנים מחטיבת המחקר, בהנחיית הוועדה המוניטרית. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-5 ביולי 2021, ולכן הוא מתייחס למדד המחירים עד לחודש מאי 2021.

תקציר

המדיניות המוניטרית: דוח זה סוקר את המדיניות המוניטרית במחצית הראשונה של 2021 ובתחילת המחצית השנייה של 2021¹. במהלך המחצית הנסקרת ולאחר היציאה מהסגר השלישי התאושש המשק הישראלי בקצב מהיר. זאת על רקע יעילות החיסונים, שהביאה לירידה חדה של שיעורי התחלואה ואפשרה הקלה נרחבת של המגבלות על הפעילות.

במהלך המחצית הראשונה של 2021 הושארה הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1 נקודת אחוז. כן המשיכה הוועדה המוניטרית להפעיל חלק ממגוון הכלים שעליהם הכריזה במהלך שנת 2020 – רכישת אג"ח ממשלתיות, הלוואות מוניטריות לטווחים ארוכים, ובאופן מצומצם עסקות מכר חוזר עם הגופים המוסדיים. מדיניות זו נועדה לספק תמיכה מקרו-כלכלית ליציאה מהמשבר הכלכלי, לסייע בתפקוד שוק האשראי כך שיאופיין בריביות יציבות ונמוכות והיצע אשראי נאות, ולתמוך בהשגת יעדי המדיניות. זאת נוסף על הבטחת המשך פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים, הגברת התמסורת מריבית בנק ישראל לריביות השוק ותמיכה בביקושים ובאינפלציה.

כחלק מהכלים המוניטריים שהפעילה הוועדה המוניטרית בתקופה הנסקרת המשיך בנק ישראל לרכוש מט"ח. באמצע חודש ינואר, על רקע ייסוף מהיר וחריג בשער החליפין, הכריזה הוועדה על תוכנית לרכישת 30 מיליארדי דולרים בשנת 2021. זאת במטרה לתמוך בהשגת יעדי בנק ישראל ובהתאוששות המשק ממשבר הקורונה, ובפרט כדי לתמוך בענפי היצוא ותחליפי היבוא.

הפעילות הריאלית המקומית: הנתונים והאינדיקטורים שהוצגו בפני הוועדה במחצית הנסקרת העידו על חוסנו של המשק לאחר שני הסגרים שהוטלו בשנת 2020, ועל קצב ההתאוששות המהיר לאחר היציאה מהסגר השלישי וההקלה הנרחבת במגבלות על הפעילות – עם דעיכת מגיפת הקורונה בישראל.

שוק העבודה: נתוני שוק העבודה מלמדים כי לפני הטלת הסגר השלישי שיעור האבטלה הרחבה התייצב סביב 13%, וכי במהלך סגר זה הוא עלה עד כ-20%, רמה נמוכה ביחס לסגרים הקודמים. אחרי הסגר השלישי שיעור ירד בהדרגה ועמד במאי על 9.8%. עם זאת בחודשים מרץ ואפריל 2021 ניכרה עלייה חדה בדיווח של עסקים על קושי לגייס עובדים, וזאת לצד עלייה משמעותית בדיווח על משרות פנויות.

סביבת האינפלציה: המחצית הראשונה של שנת 2021 התאפיינה בעלייה הדרגתית של סביבת האינפלציה. שיעור השנתי חזר לתחום החיובי, לאחר כשנה של שיעור שלילי, ולאחר פרסום מדד מאי 2021 שבה האינפלציה לתחום היעד. האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים עד מאי 2021, עמדה על 1.5%. שיעור האינפלציה השנתית בניכוי אנרגיה ופז"ה היה 1.0%. הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מכל המקורות עלו במהלך המחצית ונמצאו בתחום היעד החל מחודש אפריל. נרשמה עלייה גם בציפיות פרוורד לכל הטווחים. ציפיות אלו לטווחים הבינוניים והארוכים נותרו מעוגנות במרכז היעד.

שער החליפין: בסוף שנת 2020 ותחילת 2021 נוצר ייסוף חד בשקל בעקבות התעצמות זרמי המט"ח שנכנסו למשק הישראלי. ב-14 בינואר 2021 הודיעה הוועדה המוניטרית על שינוי מדיניות בפעילות הבנק בשוק המט"ח בשנת 2021, בהצהירה מראש על תוכנית רכישות בהיקף של 30 מיליארדי דולרים בשנה זו. מאותו מועד ועד תחילת פברואר נחלש השקל מול הדולר בכ-6% עד לרמה של כ-3.3 שקלים לדולר. מאז ועד סוף המחצית הנסקרת שמר השקל על יציבות הן מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, והן מול הדולר והאירו. זאת בזמן שמתחילת המחצית רכש בנק ישראל כ-25 מיליארדי דולרים.

הכלכלה העולמית: במהלך המחצית הנסקרת נתוני הפעילות העידו על המשך ההתאוששות של הכלכלה בעולם והסחר העולמי בחלק מהמדינות, כתוצאה מעלייה של קצב ההתחנסות ויעילות החיסונים. השיפור בפעילות הביא גם לעדכון כלפי מעלה של תחזית קרן המטבע בחודש אפריל. עם זאת, בחלק מהמדינות רמת התחלואה נותרה גבוהה, והתרחבות הסגרים והמגבלות וקשיים במבצע החיסונים מיתנו את קצב יציאתן של אותן מדינות מהמשבר. האינפלציה עלתה בכל הגושים העיקריים. המדיניות המוניטרית במרבית המדינות נותרה מרחיבה מאוד. מדדי המניות העיקריים בשווקים המפותחים הגיעו ברבעון השני לשנה לרמות שיא, אף כי ניכרה תנודתיות במהלך המחצית.

¹ ההחלטות ב-2021 שהתקבלו ב-4 בינואר, ב-22 בפברואר, ב-19 באפריל, ב-31 במאי וב-5 ביולי.

שוק האשראי: יתרות האשראי הבנקאי למגזר העסקים הגדולים והבינוניים עלו במהלך המחצית הנסקרת, וקצב השינוי הואץ. במגזר העסקים הקטנים והזעירים עלו יתרות האשראי במתינות ועלייתן הואצה בחודש מאי. שוק האשראי המשיך לתפקד תוך ריביות נמוכות ויציבות. על פי סקר הערכת המגמות בעסקים שעורכת הלמ"ס הרמה הממוצעת של הקושי בקבלת אשראי ירדה לרמות שנצפו ערב המשבר, חוץ מאשר בענף המלונאות.

ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים: מאז תחילת משבר הקורונה, וגם במהלך המחצית הנסקרת, בנקים מרכזיים רבים, ובהם בנק ישראל, המשיכו להפעיל תוכניות שונות לרכישת נכסים. בישראל התלל מעט העקום הממשלתי במהלך הרבעון הראשון של השנה, תהליך שנמשך גם בחודשים מאי ויוני. מרווחי האג"ח המשיכו לרדת בתקופה הנסקרת, ורמתם קרובה לזו שלפני המשבר. מאז תחילת המחצית נרשמו עליות בשוק המניות הישראלי. מדד ת"א 125 עלה בכ-13% ועבר את רמתו ערב המשבר. במהלך המחצית המשיכה הוועדה המוניתרית לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי המניות; זאת בהקשר של שמירת היציבות הפיננסית.

המדיניות הפיסקלית: לאורך המחצית הביעו חברי הוועדה חשש לנוכח המשך אי-הוודאות הנובעת מהעדר תקציב. הגירעון של הממשלה בשניים עשר החודשים עד מאי 2021 הסתכם בכ-149 מיליארד ש"ח, שהם כ-10.5 אחוזי תוצר. בסוף השנה הוא צפוי לעמוד על כ-7.1 אחוזי תוצר.

שוק הדיור: בסוף שנת 2020 ותחילת 2021 ניכרה האצה בקצב העלייה של מחירי הדירות. לעומת זאת, קצב עליית מחירי השכירות נותר מתון.

תחזית חטיבת המחקר: חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות בצמידות להודעות הריבית – בינואר, באפריל וביוני. לאחר שבמהלך המשבר, בעטייה של אי-הוודאות, כללו תחזיות החטיבה שני תרחישים – אחד שהניח המשך שיפור במצב התחלואה ושני שהניח הרעה חוזרת בתחלואה – חזרה החטיבה, בתחזית לאפריל 2021, להציג תחזית מקרוב-כלכלית המבוססת על תרחיש מרכזי יחיד; זאת לאור התקדמות מבצע החיסונים והירידה בתחלואה.

לפי התחזית מחודש יולי 2021, התוצר יצמח בשנת 2021 ב-5.5%. שיעור האבטלה הרחבה צפוי לרדת עד ל-8.0% מכוח העבודה בסוף 2021. ב-2022 צפויה צמיחה של 6.0%, כך שרמת התוצר בסוף שנת 2022 צפויה להיות נמוכה רק בכ-0.5% מהרמה שהייתה צפויה לפני המשבר. שיעור האבטלה ב-2022 צפוי להמשיך לרדת ולהגיע ברבעון האחרון לכ-5.5%, עדיין מעל לרמתו לפני המשבר. בהנחה שתקציב המדינה יעבור כמתוכנן ושההתאמה הפיסקלית תידחה לשנים 2023 ואילך, יחס החוב לתוצר בשנתיים אלו צפוי לעמוד על 74%. האינפלציה במהלך ארבעת הרבעונים הקרובים (המסתיימים ברבעון השני של 2022) צפויה להסתכם ב-1.0%. שיעוריה הצפויים לשנים 2021 ו-2022 הם 1.7% ו-1.2%, בהתאמה.

במהלך המחצית הנסקרת דנה הוועדה בסיכונים הכלכליים לתחזית. אמנם פתיחת המשק, החזרה לשגרה בישראל וההתאוששות המהירה של הפעילות הכלכלית צפויות לתמוך בהמשך הצמיחה בשנה הקרובה, אך עדיין קיימים אתגרים לפעילות. זאת לנוכח הסיכונים הבריאותיים בארץ ובחו"ל – הסיכון להתפשטות מחודשת של וירוס הקורונה, ובפרט של זן דלתא בישראל לקראת סוף המחצית, מצב שעלול להאריך את סגירת המשק לתיירות נכנסת ויוצאת. על אלה נוספים הסיכונים הביטחוניים, הסיכונים הפיננסיים ואי-הוודאות הפיסקלית. כמו כן שוררת אי-וודאות לגבי האינפלציה בחו"ל והשפעותיה על האינפלציה בישראל.

צעדי המדיניות

במהלך המחצית הראשונה של 2021 הושארה הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1 נקודת אחוז. כן המשיכה הוועדה המוניטרית להפעיל חלק ממגוון הכלים שעליהם הכריזה במהלך שנת 2020 – רכישת אג"ח ממשלתיות, הלוואות מונטריות לטווחים ארוכים ובאופן מצומצם עסקות מכר חוזר. בשוק המט"ח הגביר בנק ישראל את מעורבותו, ובאמצע חודש ינואר הכריזה הוועדה על תוכנית לרכישת 30 מיליארדי דולרים בשנת 2021.

בעת החלטת חודש ינואר 2021 בלטה ישראל לעומת מדינות אחרות בקצב התחסנות גבוה, אולם בשל גידול התחלואה הוטלו סגר שלישי ומגבלות משמעותיות על הפעילות הכלכלית. **בעת החלטת חודש פברואר 2021** נמצא המשק בעיצומן של הקלות משמעותיות על הפעילות לקראת סיום הסגר השלישי. זאת על רקע קצב ההתחסנות המהיר, היעילות הגבוהה של החיסונים וכן הנתונים על הפעילות הריאלית שהראו כי הפגיעה במשק בסגר השלישי מתונה מהצפוי. בעת החלטת חודש אפריל 2021 הצביעו נתוני המשק על התאוששות בקצב מהיר לאחר היציאה מהסגר השלישי. **בעת החלטת חודש מאי 2021** עמד המשק על סף חזרה כמעט מלאה לשגרה – על רקע הסרת מרבית המגבלות על הפעילות שנותרו עד אז, ובכלל זה ביטול השימוש בתו הירוק והסגול; זאת הודות ליעילותו של מבצע החיסונים ודעיכת מגפת הקורונה בישראל. תהליך החזרה לשגרה בישראל תמך בהתאוששות מהירה של הפעילות הכלכלית, וזו התאפיינה בעלייה משמעותית של הצריכה גם בענפים אשר נפגעו משמעותית מהמגבלות במהלך המשבר. **בעת החלטת חודש יולי 2021** נמשכה ההתאוששות המהירה בפעילות הכלכלית, ולא חלו באותה עת מגבלות מהותיות. אמנם התחלואה בקורונה שבה ועלתה על רקע התפשטות זן דלתא, אך רמת התחלואה נותרה נמוכה.

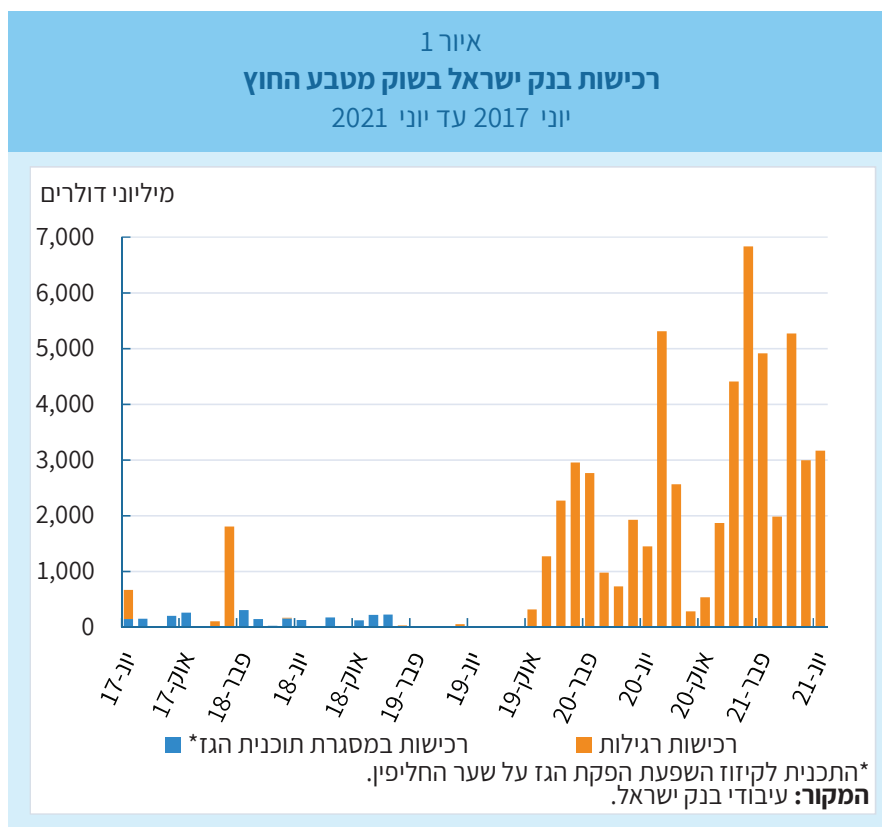
לקראת סיום המחצית חזר שיעור האינפלציה השנתי לתחום היעד, וההתפתחויות באינפלציה שבו להיות אחד הנושאים העיקריים שנידונו במהלכה. במשך אותה התקופה הביעה הוועדה חשש ממצב שוק העבודה ומאיטיות של ההתאוששות הצפויה בו, בצינה כי חזרת שיעור האבטלה לרמות הנמוכות של ערב המשבר צפויה לארוך זמן ממושך. הוועדה דנה בחשיבות של התאוששות שוק העבודה לפעילות הכלכלית של המשק, וכן כגורם המשפיע על האינפלציה דרך מנגנון עליית השכר. הוזכרה גם חשיבותה של התאוששות שוק העבודה להקטנת הפגיעה בשכבות החלשות ואי-השוויון במשק. באשר ליציבות הפיננסית ציינה הוועדה כי היא עוקבת אחר ההתפתחויות בשוקי המניות בישראל לנוכח עליות השערים לאורך המחצית. בעת החלטת הריבית לחודשים אפריל, מאי ויולי הבהירה הוועדה כי תמשיך לנהל מדיניות מוניטרית מאוד מרחיבה לאורך זמן, תוך שימוש במגוון כלים ככל שיידרש, כולל כלי הריבית. זאת כדי להמשיך ולתמוך בהשגת יעדי המדיניות, בהתאוששות הכלכלית מהמשבר ובהבטחת המשך פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים.

במהלך המחצית הנסקרת הותירה הוועדה המוניטרית את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1 נקודת אחוז, בהדגישה שביכולתה לעשות שימוש במגוון כלים ככל שיידרש. הוועדה העריכה שמידת ההרחבה המוניטרית על מגוון כלים, מספקת. כזכור החליטה הוועדה באפריל 2020 להפחית את הריבית המוניטרית ב-0.15 נקודת אחוז, ל-0.1%, ומאז הריבית הושארה ללא שינוי. בארבעת ההחלטות הריבית הראשונות של המחצית הנסקרת (ינואר עד מאי) סברו חמישה מחברי הוועדה שיש להשאיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%. דעתם הייתה שרמה נמוכה זו של הריבית תומכת בהתאוששות הפעילות הכלכלית ובהחזרה מדורגת של האינפלציה אל טווח היעד, ומה עוד שבנק ישראל מפעיל כלים נוספים בשוק האשראי ובשוק המט"ח. חבר ועדה אחד הצביע בעד הורדת הריבית לשיעור של 0%; הוא סבר ששיעור ריבית נמוך מ-0.1% מתאים יותר בשל עוצמת המשבר והפגיעה החריגה בהיקפה בתעסוקה. בהחלטות של החודשים ינואר ופברואר הוא אף הוסיף כי אינו שולל שבעתיד תידרש מדיניות מרחיבה יותר והפחתת הריבית המוניטרית לשיעור שלילי. בהחלטת הריבית של חודש יולי 2021 כל ששת חברי הוועדה סברו שיש להותיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%. הם סברו שהרמה הנמוכה של הריבית תומכת בהמשך התאוששות הפעילות הכלכלית.

נוסף על מועדי ההחלטות הקבועים של הוועדה המוניטרית, וכחלק ממדיניות הבנק בתחום ההתערבות בשוק המט"ח הצהירה הוועדה ב-14 בינואר כי בנק ישראל ירכוש 30 מיליארדי דולרים בשנת 2021. צעד זה מבטא שינוי של מדיניות הבנק בפעילותו בשוק המט"ח. מטרת ההודעה מראש על היקף הרכישות הייתה לספק לשוק ודאות בדבר מחויבות הבנק להתמודדות עם הייסוף החד שהיה באותה העת, ובכך לתמוך בהמשך ההתמודדות של המשק עם ההשלכות הכלכליות של משבר הקורונה. באותה נקודת זמן סברה הוועדה המוניטרית כי היה צורך להמשיך ולהתערב בשוק המט"ח בהיקף נרחב בשנת 2021, כדי לתמוך בהשגת יעדי בנק ישראל ובהתאוששות המשק ממשבר הקורונה, ובפרט כדי לתמוך בענפי היצוא ותחליפי היבוא. בהחלטות הריבית בחודשים אפריל ומאי 2021 הוסיפה הוועדה כי התוכנית תורחב ככל שיידרש בהתאם לתנאי הכלכלה

והתפתחותה. בהחלטת הריבית של חודש יולי 2021 צוין כי בנק ישראל אינו מוגבל להתערבות מרבית של 30 מיליארדי דולרים בשנת 2021, וכי בתום התכנית הוא יפעל בשוק המט"ח על-פי הצורך בהתחשב בפעילות הכלכלית.

עם יישום התוכנית הואץ קצב רכישות המט"ח בחודשים ינואר ופברואר, ואילו בחודש מרץ הוא הואט, על רקע התייצבות שער החליפין. בחודשים אפריל עד יוני ניכרה עלייה בקצב הרכישות. בסך הכול, מינואר עד יוני 2021 רכש בנק ישראל במסגרת מדיניותו בשוק המט"ח כ-25 מיליארדי דולרים (איור 1).



במהלך המחצית הנסקרת המשיכה הוועדה להשתמש בחלק מהכלים שעל יישומם הוחלט במהלך שנת 2020 – רכישת אג"ח ממשלתיות, הלוואות מוניטריות לטווחים ארוכים, ובאופן מצומצם עסקות מכר חוזר לגופים המוסדיים.

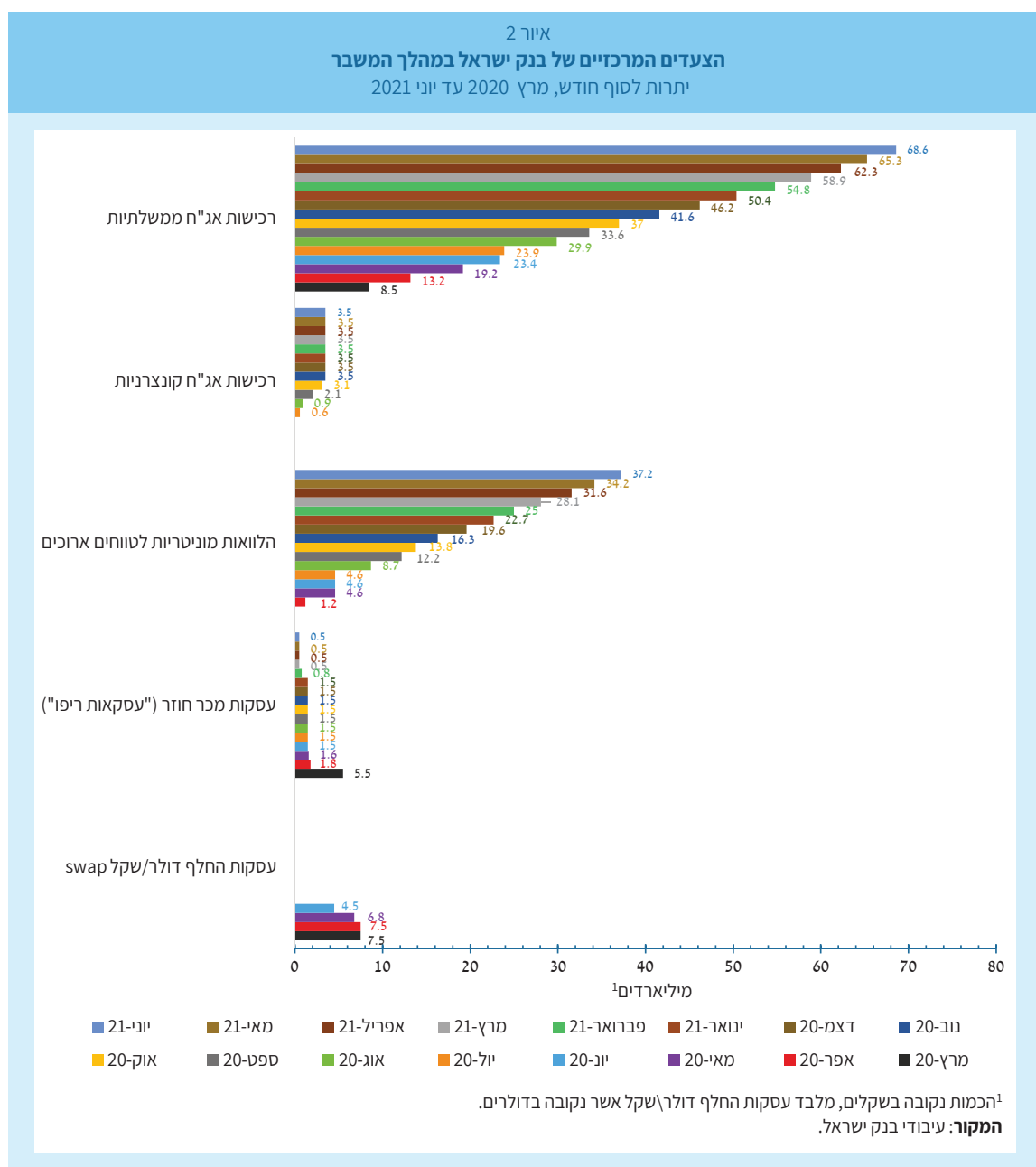
רכישת אג"ח ממשלתיות בשוק המשני: התוכנית הושקה במרץ 2020 על רקע הערכת הוועדה, באותה עת, שצורכי האשראי צפויים להיות ממשעותיים, בגלל הימשכות המשבר, ועמו הצורך בצעדי מדיניות שימנעו קשיים עתידיים אפשריים בשווקים. בחודש אוקטובר 2020 החליטה הוועדה להגדיל את תוכנית רכישות האג"ח הממשלתיות ב-35 מיליארדי ש"ח עד לסכום מרבי של 85 מיליארד ש"ח. חברי הוועדה הסכימו שגידול היקף הרכישות של אג"ח ממשלתיות, כפי שהוחלט עליו, עשוי למתן את עליית התשואה הריאלית והנומינלית, וכן לתמוך בעליית האינפלציה הצפויה. סכום הרכישות של בנק ישראל בתקופה הנסקרת עמד על כ-22 מיליארד ש"ח, ומתחילת התוכנית ועד סוף חודש יוני 2021 הסתכמו הרכישות בכ-69 מיליארדי ש"ח (איור 2).

רכישת אג"ח קונצרניות בשוק המשני: הכלי הושק ביולי 2020. דירוגן של האג"ח הקונצרניות שבנק ישראל החליט לרכוש הוא A מינוס ומעלה בלבד. רכישותיו עד סוף יוני 2021 הסתכמו ב-3.5 מיליארדי ש"ח. מטרת הבנק בהפעלת כלי זה הייתה הרחבת האפשרות של חברות גדולות לגייס אשראי ולפנות אשראי בנקאי וחץ-בנקאי לעסקים קטנים יותר. על רקע ביצועה של התוכנית ירדו המרווחים, והגיוסים עלו (איור 2).

עסקות מכר חוזר ("עסקות ריפוי"): הכלי הושק בחודש מרץ 2020, ובמסגרתו ניתנו הלוואות לגופים המוסדיים כנגד העמדת בטוחה מצדם בדמות אג"ח. בשלב הראשוני התאפשר שימוש בבטוחות מסוג אג"ח ממשלתיות או מק"מ בלבד, ובאפריל 2020 הוחלט שגם אג"ח קונצרניות יוכלו לשמש בטוחה. במחצית הראשונה של שנת 2021 צומצם השימוש בכלי זה לבין 0.5 עד 1.5 מיליארדי ש"ח בחודש (איור 2).

הלוואות מוניטריות לטווח ארוך: הכלי הושק באפריל 2020 ובחודש אוקטובר 2020 הוחלט על נדבך חדש של התוכנית. בגרסתו האחרונה של הכלי, שתוקפו נקבע לסוף יוני 2021, סיפק בנק ישראל למערכת הבנקאית הלוואות בריבית שלילית של 0.1% לתקופה של 4 שנים. הוועדה החליטה להפעיל כלי לא קונבנציונלי ממוקד זה, כדי שהתמיכה אשר מספק בנק ישראל תתגלגל במידת האפשר ללווים שהם עסקים קטנים וזעירים; זאת במטרה להקל עליהם, מתוך הכרה בחשיבותם לתעסוקה ולפעילות המשק. הספקת הלוואות אלו למערכת הבנקאית בריבית שלילית של 0.1% הייתה כנגד הלוואות לעסקים קטנים וזעירים, בתנאי שהריבית על ההלוואות תהיה נוחה ולא תעלה על פריים +1.3%. כאשר הנדבך בו סופקו הלוואות לבנקים בריבית של מינוס 0.1% הסתיים כמתוכנן ביוני והנדבך של הלוואות בריבית של 0.1% יסתיים ב-1 לאוקטובר או בתום ניצול 40 מיליארדי השקלים בתוכנית. הוועדה תמשיך ותבחן בכל עת את תנאי השוק ותמשיך בהפעלת שאר הכלים המיוחדים למשבר לפי הצורך. הסכום הכולל של ההלוואות המוניטריות שניתנו בשני המסלולים עד סוף יוני 2021 עמד על כ- 37 מיליארדי ש"ח (איור 2).

עסקות החלף (SWAP) בשוק השקל-דולר: השימוש בכלי זה החל במרץ 2020, על רקע מחסור בנזילות דולרית. הכלי כבר אינו בשימוש בנק ישראל מאז חודש יולי 2020 (איור 2).



לצד הכלים המוניטריים שהוועדה החליטה לעשות בהם שימוש במהלך התקופה הנסקרת, המשיך הפיקוח על הבנקים שבבנק ישראל לפעול בפן הרגולטורי, כפי שעשה מתחילת משבר הקורונה. זאת על ידי המשך חלק מהצעדים שעליהם הוחלט במהלך שנת 2020, צעדים המשפיעים משמעותית על שוק האשראי ועל הרציפות התפקודית של המערכת הפיננסית. הפיקוח פרסם שורה של הקלות רגולטוריות, שנועדו לאפשר לבנקים את הגמישות העסקית הנדרשת לשם מתן שירותים לציבור, ובפרט מתן אשראי. במסגרת המתווה לדחיית תשלומי הלוואות כפי שהוכרז עליו במאי 2020 והוא אומץ על ידי המערכת הבנקאית, נדחו עד סוף מאי 2021 תשלומי הלוואות למאות אלפי לקוחות בכל מגזרי הפעילות. יתרת הלוואות שבגינן נדחו תשלומים עומדת על כ-180 מיליארדי ש"ח, ומתוכם כ-21 מיליארדים נוספו בין ינואר 2021 למאי 2021. מתחילת שנת 2021 מספר הלוואות שבגינן נדחו תשלומים עלה בכ-86 אלף, להיקף של כ-745 אלף הלוואות מתחילת התוכנית. עד סוף מאי 2021 נותרו כ-43.5 אלף הלוואות בדחיית תשלומים.

הוראות נוספות הוארכו עד סוף ספטמבר 2021 – הפחתת דרישות יחס המינוף מהמערכת הבנקאית בחצי נקודת אחוז, הפחתה של דרישת ההון הרגולטורית בנקודת אחוז, וצמצום דרישות ההון במשכנתאות כדי למנוע עליית ריביות לציבור.

במהלך ינואר ופברואר 2021 נכנס לתוקף ביטול המגבלה על חלק המשכנתאות בריבית הפריים, שלפיה שיעור ההלוואה בריבית זו לא יעלה על שליש מסך המשכנתא². מהלך זה נועד להוזיל את תשלומי הריבית ללווים, תוך שמירת האיזונים בין הגברת הגמישות בנטילת משכנתא לבין רמת הסיכון שהלווים נחשפים אליו.

תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית

1. הפעילות הריאלית בישראל

הנתונים והאינדיקטורים שהוצגו בפני הוועדה במחצית הנסקרת העידו על חוסנו של המשק לאחר שני הסגרים שהוטלו בשנת 2020 ועל קצב ההתאוששות המהיר לאחר היציאה מהסגר השלישי וההקלה הנרחבת במגבלות על הפעילות, עם דעיכת מגפת הקורונה בישראל.

בתחילתה של שנת 2021 הוטל על המשק סגר שלישי, על רקע עלייה של התחלואה בנגיף הקורונה. סגר זה היה פחות הדוק מקודמיו, והשפעתו על הפעילות הכלכלית המצרפית הייתה, למרות אורכו, מתונה מהצפוי ומזו של הסגרים הקודמים. הוועדה העריכה כי הפגיעה המתונה מהצפוי של הסגר השלישי במשק היא פועל יוצא של הסתגלות הציבור והעסקים, אשר התבטאה, בין היתר, במגמת עלייה בקניות המקוונות בין סגר לסגר, כפי שעולה מנתוני העסקאות בכרטיסי אשראי. זאת לצד יתרונו היחסי של המשק הישראלי בתחום יצוא השירותים – שהביקוש העולמי להם בתקופת הקורונה אף התגבר (למעט שירותי התיירות) – ובפרט ביצוא של שירותי טכנולוגיה עילית, שהמשיך לצמוח במהלך המשבר. לצד זאת ניכרה שונות בפגיעה בין ענפי המשק השונים – בין אלה שנפגעו מהמגבלות ודרישות הריחוק החברתי לאלה שלא נפגעו או הצליחו להסתגל. סקרי הבזק של הלמ"ס בדצמבר 2020 הצביעו על עלייה בהיקף סגירת העסקים, ושיעור פגיעה גבוה יותר בקרב העסקים הקטנים. עם זאת העידו הסקרים בתחילת ינואר על עלייה מעודדת של שיעור החברות שסברו כי יוכלו להמשיך להתקיים בתנאים ששררו באותה העת יותר מחצי שנה. כן עלה מהסקרים כי החוסן של הפירמות עולה עם גודלן.

מהנתונים שהוצגו בפני הוועדה במחצית הנסקרת עולה, כי למרות הסגר השני באוקטובר 2020 והטלת הסגר השלישי בסוף דצמבר צמח התוצר ברבעון הרביעי של 2020 ב-6.3%, ובשנת 2020 כולה הוא התכווץ ב-2.6%, שיעור נמוך מזה שהיה חזוי לאורך המשבר. לקראת סוף המחצית התקבלו נתוני הרבעון הראשון של החשבונאות הלאומית, ועל פי האומדן, התכווץ התוצר בשיעור שנתי של כ-6.2% (לוח 1 ו-2). ואולם נתון זה ביטא תמונה מורכבת, שכן במחצית הראשונה של הרבעון היה המשק נתון בסגר, בגלל שיאי תחלואה, ואילו שלהי פברואר וחודש מרץ התאפיינו ביציאה מהירה מהמשבר ובהתאוששות של המשק. חברי

² הושארה הגבלת הריבית המשתנה בלבד, לפיה חלקן הכולל של הלוואות לדיור בריבית משתנה, מכל סוג, ובפרט פריים, יוגבל לכשני שלישים מסך ההלוואה.

הוועדה הסכימו שלמרות התכווצות התוצר ברבעון הראשון של 2021, בחינה של הרכב השימושים מעלה תמונה חיובית על מצב המשק ושהתכווצות היא בעיקר תוצאה של גורמים זמניים. לפיכך העריכה הוועדה שהתאוששות המשק צפויה להימשך. נתוני התוצר הושפעו במידה ניכרת מהקדמת יבוא כלי רכב לסוף 2020 כתוצאה משינויים שהוכנסו בשיעורי המס, ומהסטה של עיתוי הוצאות הממשלה על צריכה ציבורית.

להערכת חטיבת המחקר, בניכוי ההשפעה של הירידה ביבוא כלי הרכב, שיעור ההתכווצות של התוצר ברבעון זה היה 2.9% בלבד. באותה העת העידו נתוני יצוא השירותים על מגמת עלייה מתמשכת ועל רמה גבוהה יותר מאשר טרם המשבר, וזאת אף על פי שיצוא התיירות נותר ברמה נמוכה. ניכר כי כתוצאה מההשלכות המתמשכות של משבר הקורונה שרר מחסור בצידוד וחומרי גלם, שהקשו על הפעילות הכלכלית בעולם. בישראל השפיע המחסור במהלך המחצית על פעילות ענפי התעשייה והבינוי. עלייה בהזמנות מוצרי צריכה וביבוא מוצרים לתעשייה מחד גיסא, ומחסור בכוח אדם ובשטחי אחסון בנמלים מאידך גרמו קשיים בשרשראות ההספקה.

האינדיקטורים הזמינים לגבי הפעילות העידו שכבר בחודש מרץ רמת הפעילות הייתה הגבוהה ביותר מאז תחילת המשבר, ובהמשך המחצית המשיכו האינדיקטורים להצביע על מגמת השיפור. העלייה המשמעותית בפעילות ניכרה גם בענפים אשר נפגעו משמעותית מהמגבלות (המסעדות; התיירות ושירותי הפנאי והחינוך). על פי סקר הבזק של הלמ"ס ניכר שהפגיעה בפדיון של העסקים בחודש מרץ הייתה הנמוכה ביותר מאז פרוץ המשבר. כמו כן, סך הפדיון בענפי המשק בחודש אפריל עלה מעבר למגמה שהייתה צפויה ערב המשבר. למרות גידול הצריכה המקומית של שירותי תיירות, עד לאותה העת תיירות הפנים לא פיצתה באופן מלא על היעדרה של תיירות החוץ, וענף המלונאות עדיין סבל מפגיעה משמעותית. רמת הצריכה בכרטיסי אשראי מאז סוף הרבעון הראשון תואמת את המגמה ארוכת הטווח.

לוח 1

החשבונאות הלאומית - הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית

(נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותי לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

ההחלטה לחודש	4/1/21	22/2/21	19/4/21	31/5/21	5/7/21
2020Q3	38.9	39.7	41.7	42.4	42.4
התוצר	2020Q4		6.4	6.3	6.3
2021Q1				-6.5	-6.2
2020Q3	44.1	45.8	48.4	49.6	49.6
התוצר העסקי	2020Q4		8.5	8.4	8.4
2021Q1				-7.1	-7.2
2020Q3	42.3	42.3	41.9	43.7	43.7
הצריכה הפרטית	2020Q4		17.5	17.7	17.7
2021Q1				-3.2	-3.4
2020Q3	15.1	17.2	17.4	16.1	16.1
ההשקעה בנכסים קבועים	2020Q4		62.6	66.7	66.7
2021Q1				-14.2	-16.0
2020Q3	41.6	43.7	51.5	47.3	47.3
היצוא ללא יהלומים והזנק	2020Q4		-1.5	-0.6	-0.6
2021Q1				22.7	24.8
2020Q3	-11.6	-11.6	-10.9	-10.2	-10.2
היבוא האזרחי ללא אוניות, מטוסים ויהלומים	2020Q4		117.6	117.8	117.8
2021Q1				4.9	7.2

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

בחודש מאי 2021 התנהל עימות צבאי עם רצועת עזה. הוועדה העריכה שהפגיעה בפעילות כתוצאה מההסלמה במצב הביטחוני, שנמשכה כעשרה ימים, פגעה באופן מוגבל בלבד בתהליך ההתאוששות הכלכלית: משך ההסלמה היה קצר יחסית, וכתוצאה ממשבר הקורונה חלקים גדולים במשק הסתגלו לעבודה וצריכה מרחוק. זאת ועוד, חלק ניכר מהפגיעה הכלכלית באירועים דומים בעבר הייתה ביצוא שירותי התיירות, והפעם אלו היו ממילא נמוכים, בגלל משבר הקורונה.

לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

(נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותי לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

2021/1	2020/4	2020/3	2020/2	2020/1	2019/4	2020	2019	2018	
-6.2	6.3	42.4	-30.7	-7.1	4.5	-2.6	3.4	3.5	התוצר המקומי הגולמי
-7.2	8.4	49.6	-35.7	-8.2	5.5	-3.3	4.0	3.7	התוצר של המגזר העסקי
7.2	117.8	-10.2	-36.8	-23.2	11.7	-8.0	5.0	5.1	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אוניות, מטוסים ויהלומים
-3.4	17.7	43.7	-45.1	-22.7	9.1	-9.5	3.8	3.6	הצריכה הפרטית
7.0	9.3	33.2	-45.4	-18.1	5.2	-9.8	3.7	3.5	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
-23.0	26.5	7.7	19.3	-13.8	-2.4	2.7	2.8	3.9	הצריכה הציבורית
-22.3	19.7	20.2	8.9	-13.2	4.6	2.9	2.7	4.3	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
6.4	104.4	-18.9	-50.7	27.9	11.7	-1.3	3.5	2.5	ההשקעה המקומית הגולמית
-16.0	66.7	16.1	-33.1	-17.9	11.6	-4.8	2.5	5.1	מזה: בנכסים קבועים
22.9	2.8	44.2	-33.5	12.5	4.9	-0.9	5.9	6.6	היצוא ללא יהלומים
24.8	-0.6	47.3	-33.9	14.3	6.5	1.3	5.5	6.0	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

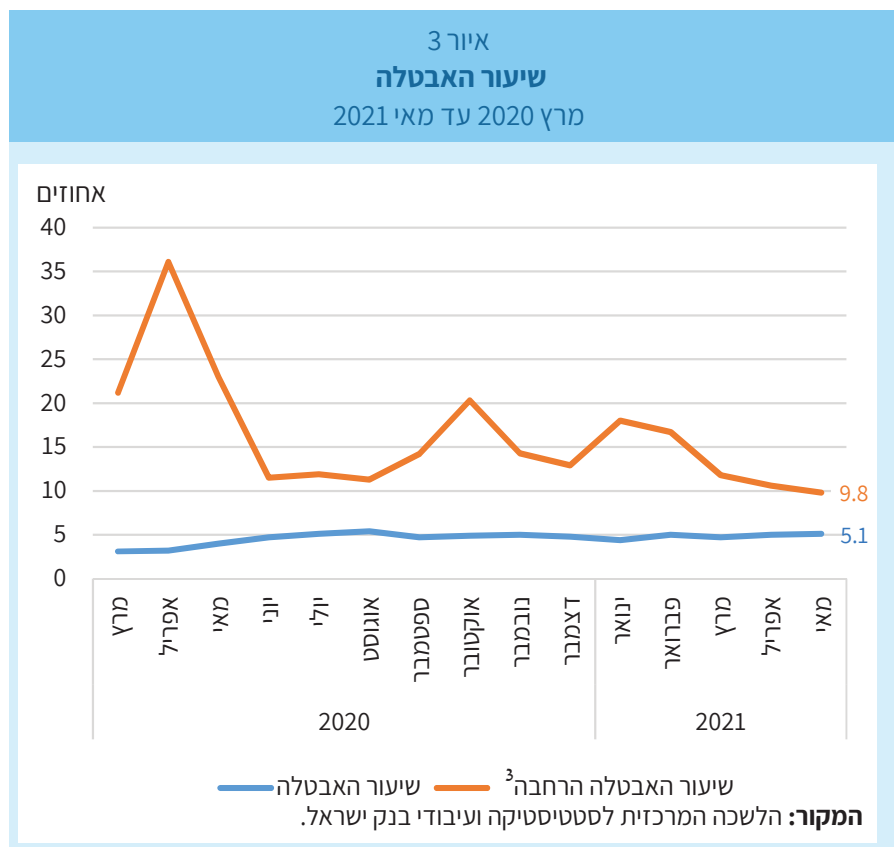
2. שוק העבודה

נתוני שוק העבודה מלמדים כי ערב הטלת הסגר השלישי שיעור האבטלה הרחבה³ התייצב סביב 13%, וכי במהלך סגר זה הוא עלה עד כ-20%, רמה נמוכה ביחס לסגרים הקודמים⁴ (איור 3). ניכר כי שיעורי האבטלה עלו בסגרים בעיקר באותם ענפים שדרישות הריחוק השפיעו עליהם יותר, כדוגמת שירותי האירוח והאוכל, האמנות והפנאי והחינוך, וכן כי הפגיעה בתעסוקה חזקה יותר בענפים שבהם השכר נמוך יותר. באשר לפער בין נתוני התוצר, שבתחילת השנה היו מעודדים יחסית בהשוואה בין-לאומית, ובין מצב שוק העבודה ציינו בוועדה כי הוא רמז שמרבית האבטלה בישראל מתרכזת בענפים המתאפיינים בפריון עבודה ותנאי שכר נמוכים. הדבר הדגיש את הפגיעה הדיפרנציאלית בענפי שוק העבודה בעטיו של המשבר. על רקע זה הביעו חברי הוועדה חשש מהשלכות המשבר על אי-השוויון במשק.

³ האבטלה הרחבה כוללת 3 קבוצות – הבלתי מועסקים (אבטלה בהגדרה הרגילה), המועסקים שנעדרו זמנית מעבודתם כל השבוע מסיבות הקשורות בנגיף הקורונה (כולל הנמצאים בחל"ת) והלא משתתפים בכוח העבודה שהפסיקו לעבוד בגלל פיטורים או סגירת מקום העבודה ממרץ 2020. שיעור האבטלה הרחבה הוא שיעור הפרטים הנכללים בשלוש הקבוצות האלה מתוך המשתתפים בכוח העבודה בגילים 15+ (וגם מתוך הלא משתתפים בכוח העבודה שהפסיקו לעבוד בגלל פיטורים או סגירת מקום העבודה ממרץ 2020).

⁴ בסגרים הראשון והשני, הגיע שיעור האבטלה הרחבה לרמה של 36% ו-23% בהתאמה.

אחרי היציאה מהסגר השלישי, בפברואר, ירד שיעור האבטלה הרחבה בהדרגה. במרץ הוא הגיע לכ-12%, ובאפריל ומאי ירד אל מתחת ל-11% ו-10%, בהתאמה. כמו כן, מאז פברואר נרשמה עלייה בשיעור התעסוקה המותאם – אשר לפיו נעדרי הקורונה אינם נחשבים למועסקים – מרמה של כ-51% בתקופת הסגר השלישי עד לכ-57% בחודש מאי, לעומת רמה של 61% לפני המשבר ב-2019. מספר המועסקים בחודש מאי היה נמוך בכ-300 אלף מהפוטנציאל לפי המגמה החזויה ערב המשבר – הפער הקטן ביותר מאז תחילת המשבר. לצד זאת העידו חלק מהנתונים על קשיים בתהליך ההתאוששות של שוק העבודה: מספר המשרות הפנויות גדל משמעותית, והקושי של המעסיקים לגייס עובדים בחלק מהענפים עלה בחודשים מרץ ואפריל 2021 עלייה חדה. זאת על רקע תוכנית הממשלה בתחום התעסוקה, אשר סיפקה דמי אבטלה לעובדים שהוצאו לחל"ת בגלל המשבר. תוקפה של התוכנית נקבע עד סוף חודש יוני 2021, אלא אם כן שיעור האבטלה – הכולל גם את הנעדרים זמנית בשל הקורונה – היה מגיע אל מתחת ל-7.5%; במקרה זה היו פוסקים התשלומים בתוך 30 יום. כיוון שתרחיש זה התממש רק במאי, נקבע סיום התוכנית למועד המתוכנן בחוק, סוף יוני 2021⁵. בראשית חודש יולי אושר מתווה חדש לתוכנית החל"ת, המספק הארכה של מתן דמי האבטלה לעובדים בגילים 45 עד 67 (למעט עובדים בענף התיירות) במחצית ממספר ימי הזכאות שהם ניצלו ממרץ 2020 עד יוני 2021, וזאת בסכום יומי השווה ל-85% מהסכום שהם זכאים לו על פי חוק. הוועדה העריכה כי חלק מהקשיים בתהליך ההתאוששות של שוק העבודה היו זמניים, תוצאת הביטול המהיר של מגבלות הקורונה.



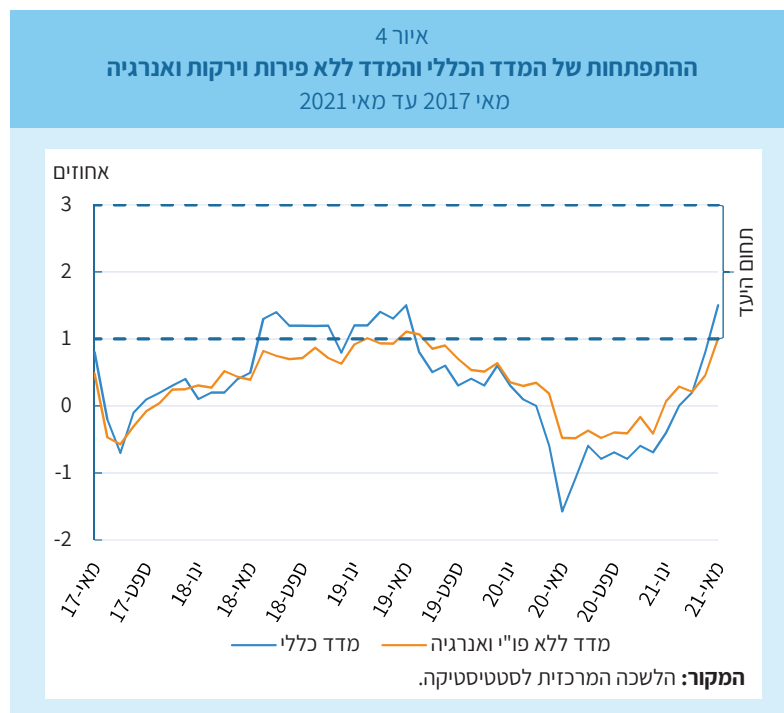
⁵ על פי החלטת הממשלה, כאשר שיעור האבטלה, הכוללת את הנעדרים זמנית, יורד אל מתחת ל-10% יש לקצץ באופן חלקי את דמי האבטלה שבמסגרת החל"ת. שיעור זה הגיע ל-9.8% במחצית הראשונה של מרץ 2021. ואולם הואיל וחלק מענפי המשק עדיין חלו מגבלות בזמן שהוא ירד אל מתחת ל-10%, נוצר דילמה בין קיום ההחלטה לבין דחייתה, שכן התפתחות זו לא הייתה ידועה בזמן ההחלטה. בפרט, בענף תיירות החוץ, שפעילותו מוגבלת עקב החלטות הממשלה. ביצוע ההחלטה תמכה במתן תמריצים לעבודה, והיא חידדה את בעיית התמריץ שמתבטאת בנתונים – לפיהם קיימת רמה גבוהה של משרות פנויות שאינן מאוישות בגלל בעיית תמריצים בהיצע העבודה. נתון זה הגיע בחודש אפריל ל-7.9%. לאחר מכן הוא ירד אל מתחת ל-7.5% ועמד על 6.8% בחודש מאי.

3. סביבת האינפלציה

המחצית הראשונה של שנת 2021 התאפיינה בעלייה הדרגתית של סביבת האינפלציה, בהובלת העלייה של מחירי הנפט והסחורות העולמיים. שיעור השנתי חזר לתחום החיובי לאחר כשנה של שיעור שלילי, ואחרי פרסום מדד מאי 2021 היא נכנסה אל תחום היעד.

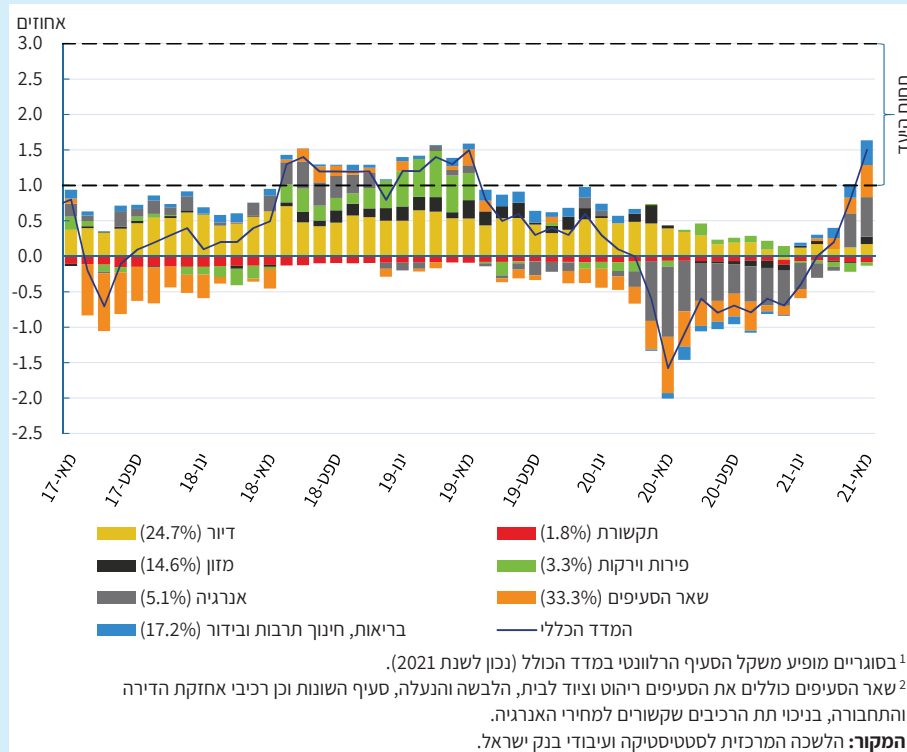
במהלך המחצית הנסקרת דנה הוועדה בשאלה – אם ובאיזו מידה עליית המחירים הייתה זמנית, או ביטאה התבססות של האינפלציה באופן קבוע יותר. חברי הוועדה ניתחו את הסיבות האפשריות לעליית סביבת האינפלציה בישראל – בעיות ההיצע ובכללן העיכובים בשרשרות האספקה של חומרי גלם, הקשיים באיוש משרות והעובדה שהעלייה באינפלציה הכללית מקורה בעיקר בעליית אינפלציית המוצרים הסחירים וב-"אפקט בסיס" משמעותי⁶. כל אלה תמכו בהשערה שעליית המחירים הייתה זמנית. כנגד זאת, הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מכל המקורות עלו במהלך המחצית ונמצאו בתחום היעד החל מחודש אפריל, וציפיות האינפלציה לכל הטווחים משוק ההון כבר נמצאו בסביבת מרכז היעד החל מחודש מאי – דבר שהיה עשוי לשקף ציפיות של השוק להתמדת העלייה של סביבת האינפלציה לזמן ממושך. ניתוח של חטיבת המחקר שהוצג בפני הוועדה המוניתרית, נמצא שההאצה האחרונה של האינפלציה בישראל נעוצה ברובה בגורמים גלובליים. ניתוח אחר הראה כי חלק משמעותי מעליית המחירים בארה"ב אשר הובילו לעלייה חדה באינפלציה, ממוקד במספר מצומצם של רכיבים במדד. מכאן שמרבית ההערכות היו שהאינפלציה הגבוהה בארה"ב לא צפויה להתמיד. הוועדה העריכה כי למידת הזמניות של האינפלציה בעולם תהיה השפעה על מידת הזמניות של עליית האינפלציה בישראל אך היא סברה שקשה היה עדיין להכריע בשאלה זו. היא הוסיפה כי האינפלציה בישראל נמוכה בהרבה מזו שבארה"ב, וכי לא היה חשש להתפרצות אינפלציונית.

האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים עד מאי 2021 עמדה על 1.5%. בניכוי אנרגיה ופח"י היא עמדה על 1.0%. הפער בין שני המדדים, שבזמן המשבר הגיע ל-0.9 נקודת אחוז, הלך והצטמצם, ועד סוף מרץ 2021 הוא נסגר (איור 4). העלייה של שיעור האינפלציה השנתית מונעת על ידי הרכיב הסחיר במדד, בפרט סעיף האנרגיה. התרומה השלילית של סעיף זה למדד הכללי במהלך שנת 2020, הלכה והתמתנה החל מראשית שנת 2021, ובחודש אפריל הפכה לחיובית, בשיעור של 0.5 נקודת אחוז (איור 5). זאת על רקע ההתאוששות במחירי האנרגיה, שהחלה במחצית השנייה של שנת 2020 ונמשכה בשנת 2021, במקביל לעלייה של מחירי הסחורות בעולם (איור 6). שיעור האינפלציה במוצרים הסחירים, שירד בחדות עם פרוץ

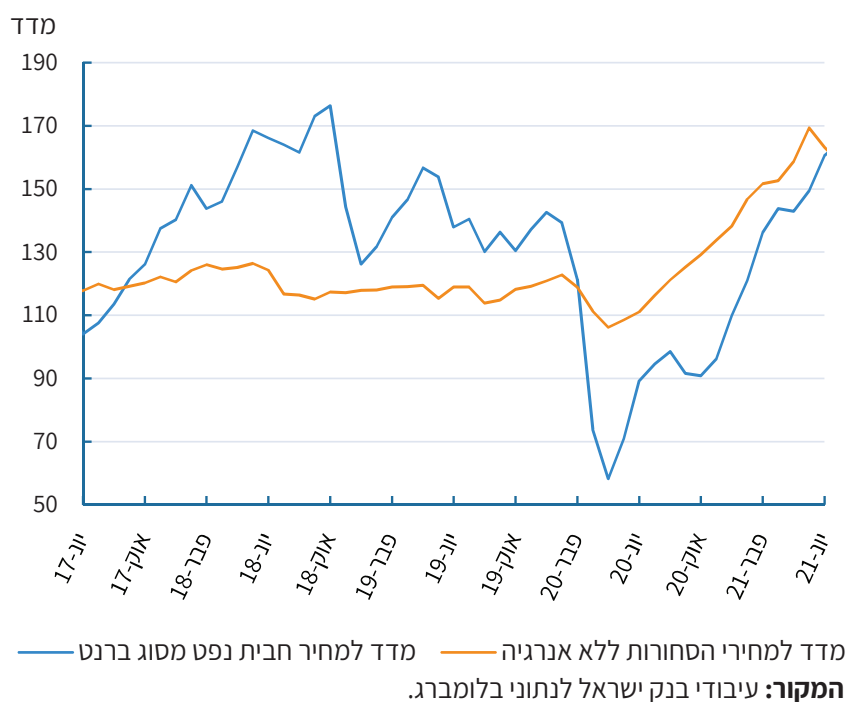


⁶ "אפקט בסיס" מתייחס לשיעור השינוי במדד המחירים לצרכן בנתון הקצה לעומת נקודת ההתחלה שהיא הבסיס. אפקט הבסיס הוא משמעותי, כאשר מתרחש שינוי משמעותי ברמת המחירים ביחס לבסיס נמוך. לתרחיש כזה היינו עדים בתקופת ההתאוששות ממשבר הקורונה – רמת המחירים המתקנת כלפי מעלה מרמות נמוכות שמתבטא בשיעור אינפלציה עולה. זאת משום שבתקופת משבר הקורונה רמת המחירים צנחה, בהובלת ירידה במחירי הנפט והסחורות.

איור 5
תרומת הרכיבים העיקריים של המדד לאינפלציה^{1,2}
מאי 2017 עד מאי 2021



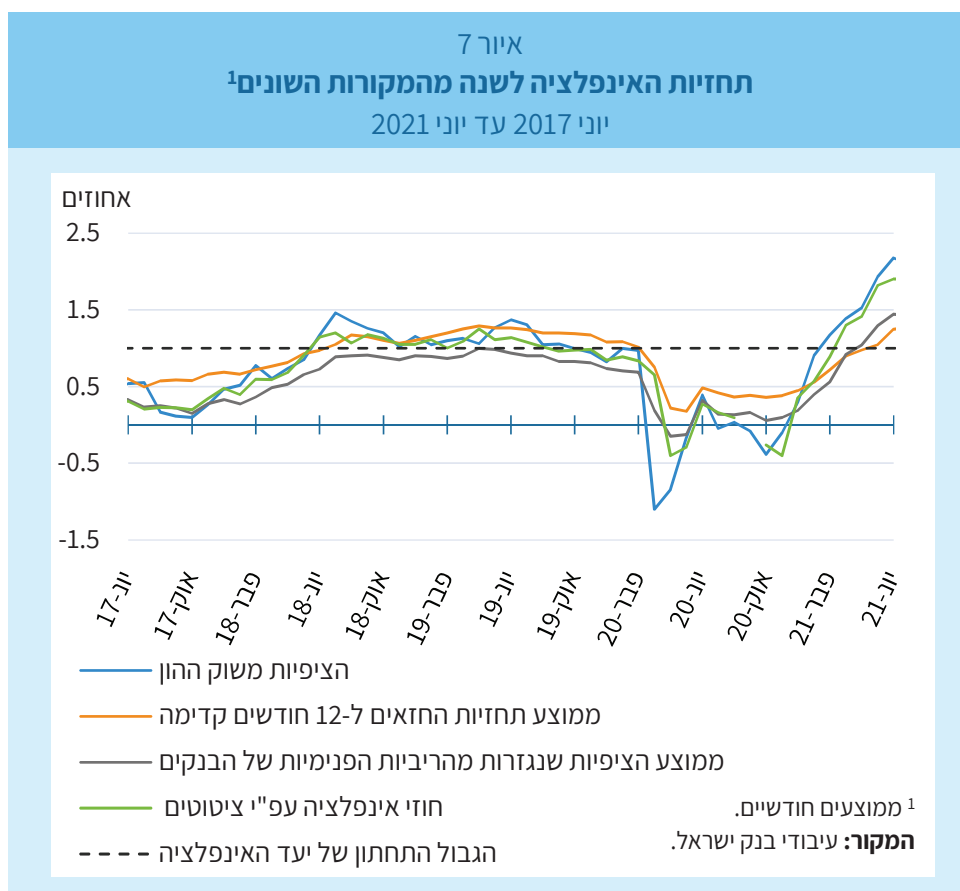
איור 6
מדדים למחירי הסחורות והנפט, ממוצע חודשי
יוני 2017 עד יוני 2021 (בסיס 2009=100)



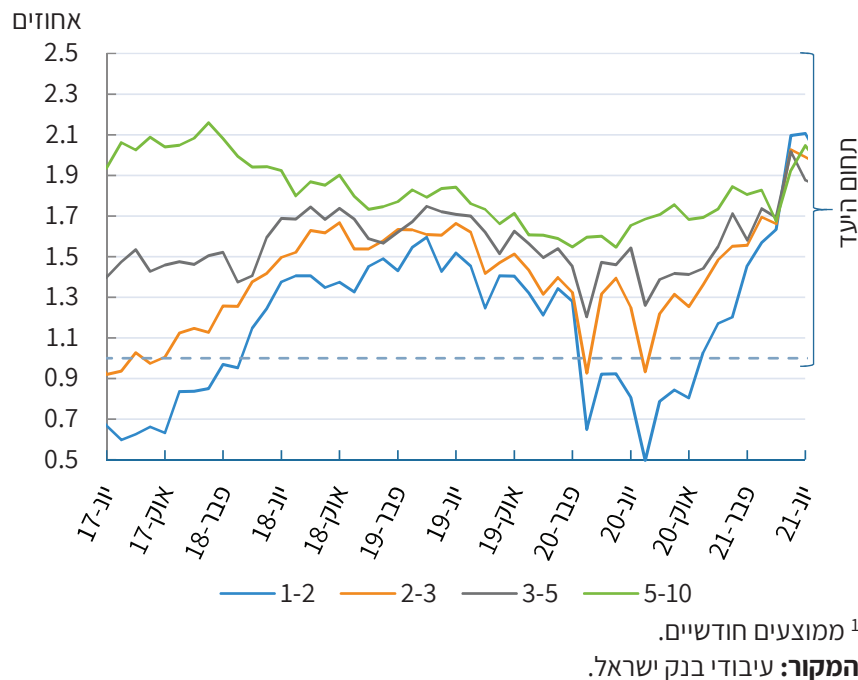
המגיפה (-4.7% בשפל, במאי 2020), עלה במחצית הראשונה של 2021, ובשנים עשר החודשים שעד מאי 2021 הוא עמד על 2.4%. האינפלציה ברכיב הלא סחיר שבה לקצב העלייה שנצפה ערב המשבר, 0.8%, לאחר שבמהלך שנת 2020 התמתנה משמעותית.

חברי הוועדה התייחסו למדדים השונים של הציפיות לאינפלציה, אשר זה מספר חודשים אופיינו במגמת עלייה, ובכך שיקפו את הצפי שהאינפלציה תחזור לחלק התחתון של תחום היעד בתקופה הקרובה. חברי הוועדה העריכו כי העלייה בציפיות לאינפלציה ניתנת להסבר במגמת העלייה של האינפלציה בפועל, בהתאוששות המהירה של הפעילות הכלכלית בארץ, בשיפור בכלכלה העולמית, וכן בעליית הציפיות לאינפלציה בעולם, בעליית מחירי הסחורות העולמיים, בהתייקרות חומרי הגלם וההובלה הימית, במדיניות המוניטרית המרחיבה ובהתייצבות שער החליפין על רקע מדיניות ההתערבות של בנק ישראל.

הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מכל המקורות עלו במהלך המחצית ונמצאות בתחום היעד. הציפיות משוק ההון, שבמהלך המשבר הגיעו לתחום השלילי, ולקראת סוף שנת 2020 שבו לתחום החיובי, הגיעו בחודש מאי למרכז תחום היעד. הציפיות פורוורד לטווח הקצר עלו מתחילת המחצית ועד אמצע חודש יוני ב-1.3 נקודות אחוז עד לרמה של 2.4%. במחצית השנייה לחודש יוני, הן ירדו בחצי נקודת האחוז. ציפיות אלו לטווחים הבינוניים והארוכים עלו בכ-0.4 נקודות אחוז מתחילת המחצית ועד אמצע חודש יוני, ונתרו מעוגנות במרכז תחום היעד. במחצית השנייה של יוני הן ירדו ירידה קלה של כ-0.2 נקודות אחוז. נוסף על כך מעריכים החזאים המקצועיים כי החשיבות של השכר כגורם המחליש את האינפלציה פחתה במקצת ביחס לכוח ההסבר שלו בתחילת המשבר (איורים 7 ו-8).



איור 8
ציפיות האינפלציה פורוורד משוק ההון¹
יוני 2017 עד יוני 2021



4. שער החליפין

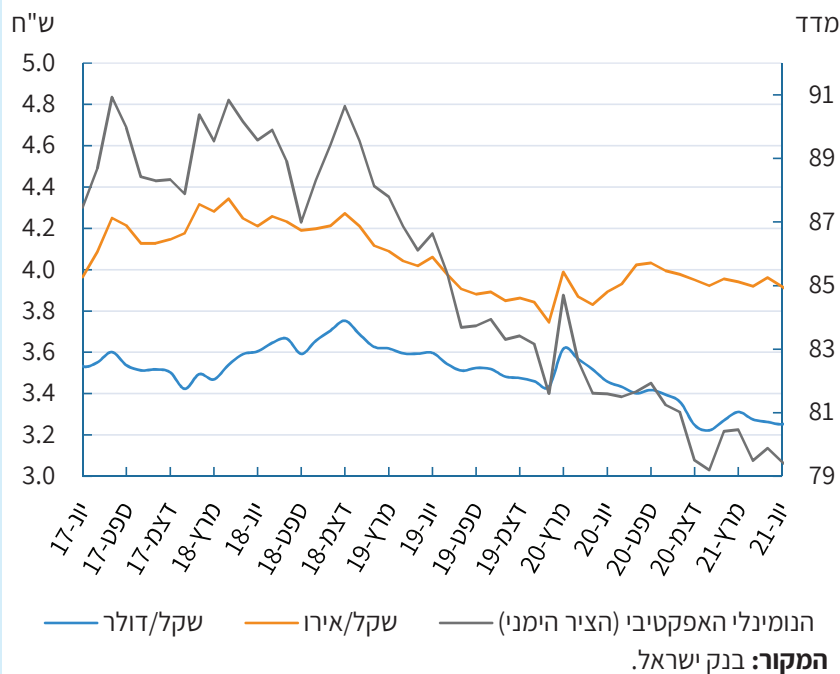
בסוף שנת 2020 ותחילת 2021 נוצר ייסוף חד בשקל, בעקבות התעצמות זרמי המט"ח שנכנסו למשק הישראלי. זאת על רקע גידול העודף בחשבון השוטף, השקעות ישירות בישראל, מכירות מט"ח בהיקף גבוה שביצעו גופים מוסדיים כנגד רווחי ההשקעות שלהם בשוקי ההון בחו"ל, ועלייה בהשקעות של משקיעים זרים באג"ח של ממשלת ישראל, גם כתוצאה מצירוף ישראל למדד האג"ח הגלובלי WGBI.

בתחילת המחצית הנסקרת ציינה הוועדה כי היצוא צמח למרות הייסוף, אך בשלב מסוים תיתכן השפעה לא ליניארית של שער חליפין על היצוא, שתביא לפגיעה חמורה בו, שעשויה לבוא בפיגור. חברי הוועדה העריכו כי המשך הייסוף עלול להוביל לסגירה של חברות יצואניות, ובפרט חברות קטנות. הם הוסיפו כי המשך הייסוף צפוי לפעול להאטה נוספת באינפלציה.

ב-14 בינואר 2021 הודיעה הוועדה המוניתרית על שינוי מדיניות בפעילות הבנק בשוק המט"ח בשנת 2021 – והצהירה מראש על תוכנית רכישות בהיקף של 30 מיליארד דולרים בשנה זו. מאותו מועד ועד תחילת פברואר נחלש השקל מול הדולר בכ-6% עד לרמה של כ-3.3 שקלים לדולר. הוועדה ציינה כי מגמה זאת צפויה לתמוך בביצועי היצוא ביציאה מהמשבר, ובחזרת האינפלציה לטווח היעד. מאז ועד סוף המחצית הנסקרת נשמרה יציבותו של השקל הן מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי והן מול הדולר והאירו, על רקע הרכישות שביצע בנק ישראל מתחילת המחצית, בסכום של כ-25 מיליארדי דולרים.

בחודשים אפריל ומאי צוין כי התוכנית תורחב ככל שיידרש בהתאם לתנאי הכלכלה והתפתחותה. בתחילת יולי הובהר כי בנק ישראל אינו מוגבל להתערבות מרבית של 30 מיליארדי דולרים בשנת 2021, וכי בתום התכנית הוא יפעל בשוק המט"ח על-פי הצורך בהתחשב בפעילות הכלכלית. בסיכום המחצית נחלש השקל מול הדולר בכ-1.4%, והתחזק מול האירו בכ-1.8%. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי נותר כמעט ללא שינוי (איור 9).

איור 9
שערי חליפין נבחרים, ממוצע חודשי
יוני 2017 עד יוני 2021

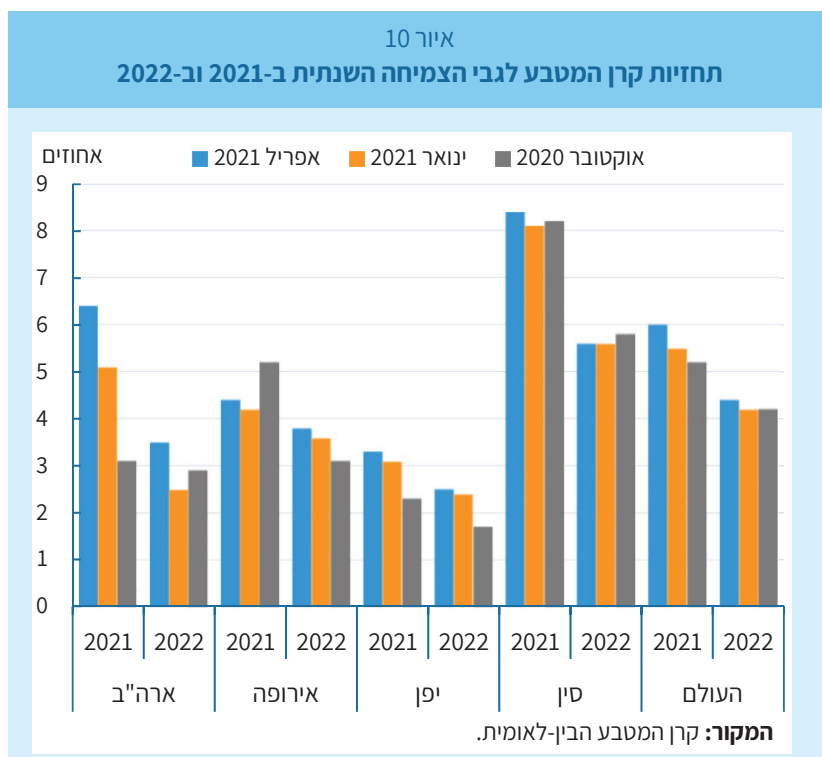


5. הכלכלה העולמית

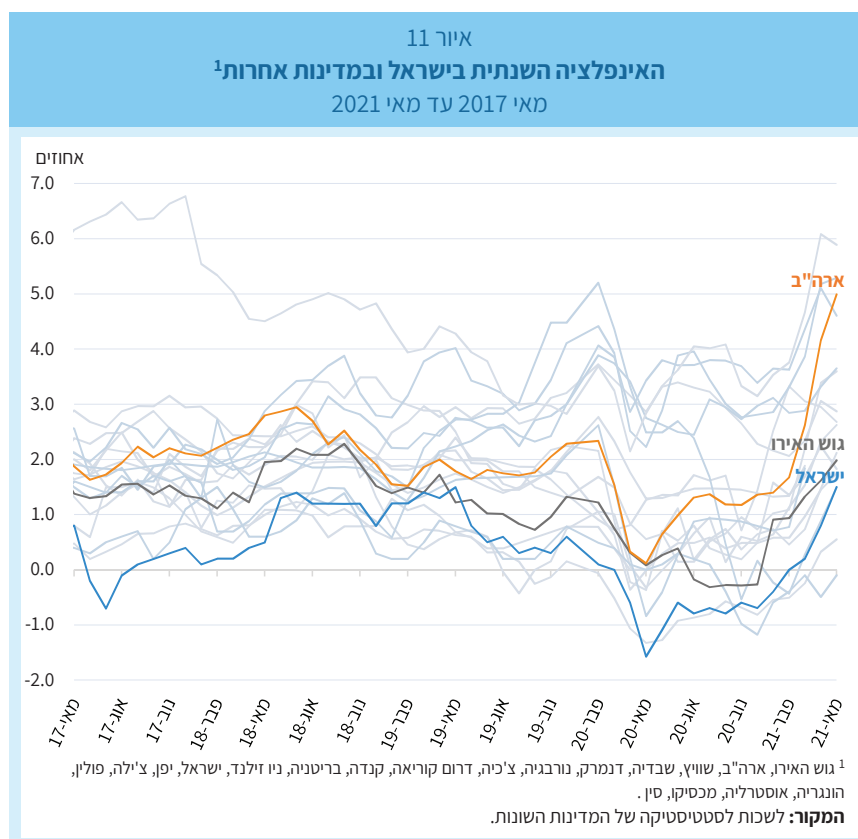
נתוני הפעילות העידו על המשך ההתאוששות של הכלכלה העולמית והסחר העולמי בחלק מהמדינות במהלך המחצית הנסקרת, בזכות האצת קצב ההתחכנות ויעילות החיסונים. הוועדה המוניטרית סברה כי זאת התפתחות שתסייע בהמשך ההנעה קדימה של המשק הישראלי מעצם היותו משק קטן ופתוח המושפע מההתפתחויות בעולם. השיפור בפעילות בעולם הביא בחודש אפריל לעדכון כלפי מעלה של תחזית קרן המטבע בכל הגושים העיקריים, ובשנת 2021 הכלכלה העולמית צפויה לצמוח בכ-6% (איור 10). עם זאת, ה-OECD צופה שמבין מדינות ה-G20 רק בארה"ב יגיע התוצר בסוף 2021 אל רמתו הפוטנציאלית, כפי שנחזה בשנת 2019, ואף יעבור אותה במקצת. התוצר הגלובלי צפוי להיות נמוך בכ-3% ביחס לתחזית מלפני המשבר. הסחר העולמי הוסיף לצמוח, ורמתו גבוהה מאשר ערב המשבר. עם זאת, בחלק מהמדינות רמת התחלואה נותרה גבוהה, והתרחבות הסגרים והמגבלות וקשיים במבצע החיסונים מיתנו את קצב היציאה מהמשבר.

ארה"ב הובילה התאוששות כלכלית ביחס למדינות המפותחות בעולם כתוצאה מהפצת חיסונים מהירה, צמצום המגבלות והשקת תוכנית פיסקלית בהיקף משמעותי, ולצדה רפורמת מס מתוכננת, אשר ככל שתיושם, השפעתה צפויה להיות גלובלית. לתוכנית הפיסקלית צפויה להיות השפעה חיובית על שיעור הצמיחה ועל שוק העבודה בארה"ב, והיא אמורה לעודד את המשך מגמת עלייתה של האינפלציה. לעומת זאת באירופה נרשמה ברבעון הראשון של השנה התכווצות בפעילות הכלכלית, אך ההאצה בקצב התחכנות האוכלוסייה, לצד ירידה בתחלואה וציפיות להשקת תוכנית פיסקלית במחצית השנייה של השנה, הביאו לעדכון של תחזיות הצמיחה לשנת 2021 כלפי מעלה. כלכלת סין המשיכה להתרחב, אך בקצב איטי יחסית, דומה לקצב התרחבותה לפני המשבר.

במהלך הרבעון השני של שנת 2021 המדד הגלובלי המשולב של מנהלי הרכש עלה לרמתו הגבוהה ביותר מזה 15 שנים והתרחבות הפעילות באה לידי ביטוי הן ברכיב השירותים והן ברכיב התעשייה. כמו כן, לראשונה מאז פרוץ משבר הקורונה, המדד של מגזר השירותים היה גבוה מזה של התעשייה.

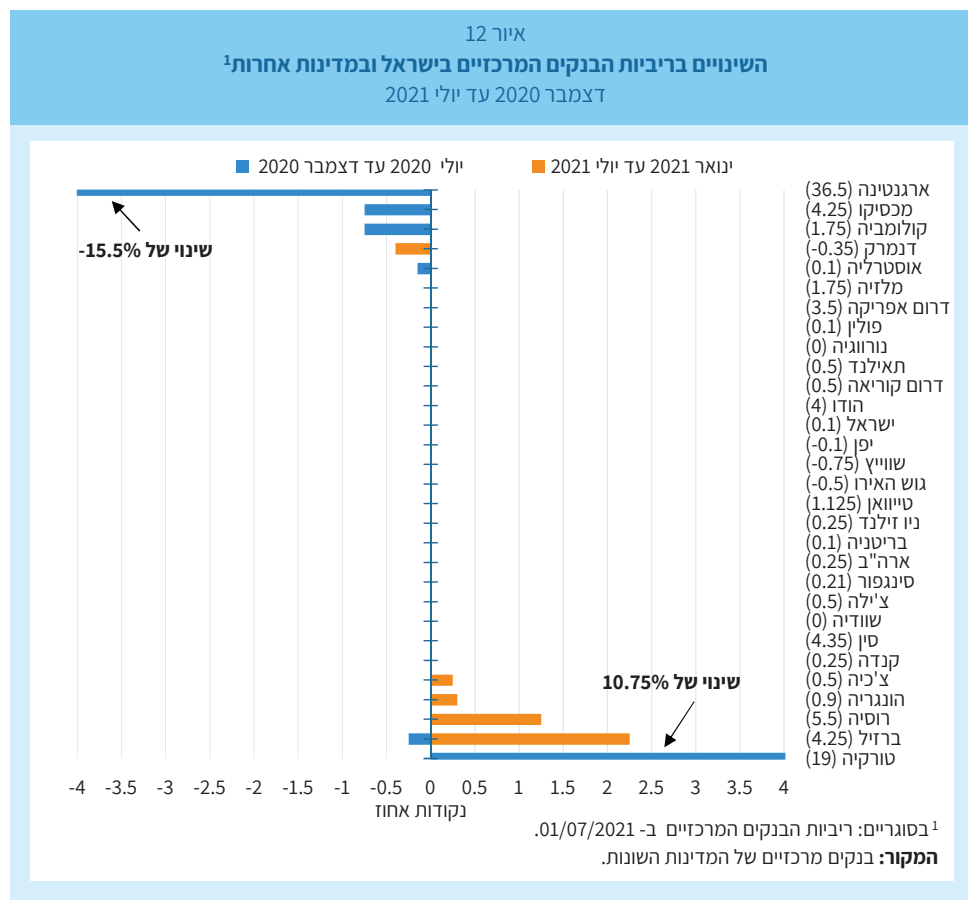


האינפלציה עלתה בכל הגושים העיקריים, והיא נתמכה בעלייה חדה של מחירי הסחורות והנפט, על רקע מגבלות היצע ועלייה בביקושים (איור 11). עם זאת, ציפיות האינפלציה נותרו קרובות ליעדי הבנקים המרכזיים. בארה"ב עלה שיעור האינפלציה השנתי במהלך המחצית, ובחודש מאי 2021 המדד הכולל עלה ב-5.0%, ומדד הליבה ב-3.8%. בגוש האירו הגיע שיעור האינפלציה במאי ל-2.0%, ומדד הליבה עלה ב-0.9%. על פי ההערכות של הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB), העלייה שנצפתה לאחרונה בשיעור האינפלציה מקורה בגורמים זמניים, בהם העלייה של מחירי האנרגיה וכן אפקט בסיס משמעותי.



שוקי המניות התאפיינו במהלך המחצית הנסקרת בתנודתיות גבוהה, על רקע העלייה בתחלואה והטלת מגבלות על הפעילות בחלק מהמשקים. זאת לצד התקדמות בתהליך החיסונים ואישור תוכנית התמריצים הפיסקלית בארה"ב. מדדי המניות העיקריים הגיעו לרמות שיא. חברי הוועדה טענו כי בחלק מהנכסים הפיננסיים ייתכן כי התמחור לא בהכרח מפנים את מכלול הסיכונים.

המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד, שאפיינה בשנת 2020 את מרבית הבנקים המרכזיים העיקריים בעולם, נשמרה גם במחצית הראשונה של שנת 2021. זאת על אף סימני ההאצה בחלק מהאינדיקטורים, כפי שהוצג לעיל. הבנקים המרכזיים המשיכו לאותת על נכונותם לנקוט צעדים לא קונבנציונליים נוספים כדי להקל את התנאים הפיננסיים. לעומת זאת בשווקים מועטים, עיקרם מתפתחים, שניכרו בהם לחצים אינפלציוניים, נרשמו העלאות ריבית (איור 12).



ה-Fed, הבנק המרכזי של ארה"ב, השאיר את הריבית בתקופה הנסקרת ברמה 0%-0.25%, הותיר בעינה את תוכנית הרכישות של 120 מיליארד דולרים בחודש, וכן תוכניות שונות לתמיכה בשווקים ובכלכלה. כמו כן הודיע ה-Fed בתחילת יוני כי ימכור בהדרגה את החזקותיו באג"ח קונצרני בשוק המשני. לצד זה התאים ה-Fed את הריבית בעסקות מכר חוזר וגם את זאת שהוא שמשלם על זרבות עודפות, בהעלותו אותן ב-5 נקודות בסיס. נוסף על כך ציינו כי נכון לשקול הכרזה על צמצום הרכישות בישיבות הקרובות. ה-ECB, הבנק המרכזי האירופי, הותיר את הריבית בשיעור של -0.5% וכן השאיר בעינה את היקף תוכנית הרכישות שלו להתמודדות עם משבר הקורונה (PEPP). הבנק המרכזי של קנדה הותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.25%, אך הודיע בחודש אפריל על צמצום היקף הרכישות השבועי המרבי מ-4 מיליארד CAD ל-3 מיליארד. ה-BOJ, הבנק המרכזי היפני, הותיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של -0.1% והמשיך לשמור על התשואה ל-10 שנים סביב 0%. נוסף על כך המשיך ה-BOJ להפעיל את התוכנית של רכישת קרנות סל (ETF) וקרנות נדל"ן (REIT) עד לסכום מרבי של 12 טריליון יין

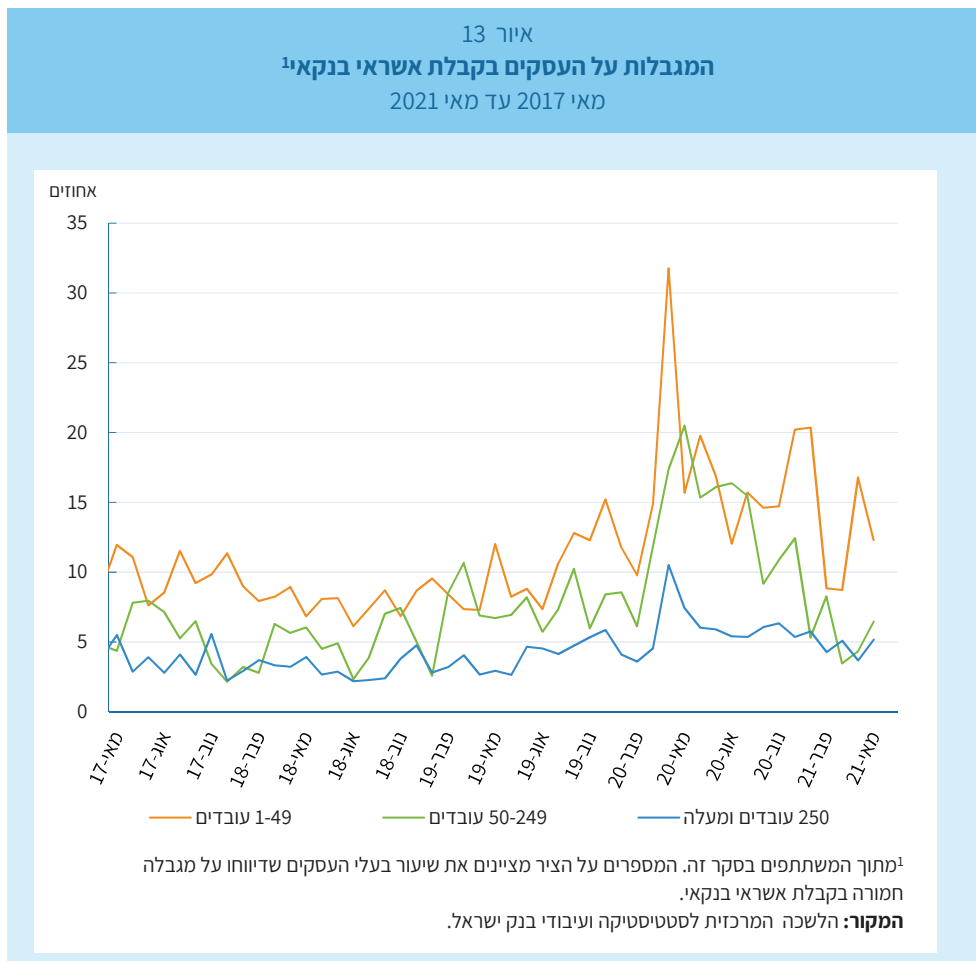
⁷ Pandemic Emergency Purchase Programme.

180-מיליארד י"ן, בהתאמה, וכן של רכישת אג"ח קונצרניות עד סכום של 20 טריליון י"ן, שתוקפו עד ספטמבר 2021. ה-BOE, הבנק המרכזי הבריטי, הותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.1% ואת תוכנית הרכישות של אג"ח ממשלתיות בהיקף של 895 מיליארד פאונד, תוך הודעה על הקטנת היקף הרכישות השבועיות בחודש מאי, וכן השאיר בעינה את התוכנית של רכישות אג"ח קונצרניות בהיקף של 20 מיליארד פאונד.

6. שוק האשראי

בראשית המחצית הנסקרת ציינו חברי הוועדה כי המערכת הפיננסית תפקדה באותה העת באופן נאות, וכי האינדיקטורים השונים לא הצביעו על מצוקת אשראי חמורה. יחד עם זאת הם ציינו שמגזר העסקים הקטנים והזעירים נתקל בקושי רב יותר בגיוס אשראי.

מתחילת המחצית הנסקרת ועד סוף חודש אפריל 2021, עלו יתרות האשראי הבנקאי למגזר העסקים הגדולים והבינוניים וכן הואץ הקצב. כמחצית העלייה נרשמה בחודש מרץ ובחודש מאי חלה ירידה קלה. במגזר העסקים הקטנים והזעירים עלו יתרות האשראי עליות קלות עד סוף חודש אפריל ובמאי הואץ הקצב. שוק האשראי המשיך לתפקד עם ריביות יציבות ונמוכות, וזאת בתמיכת מגוון צעדים של בנק ישראל ומשרד האוצר. על פי סקר הערכת המגמות בעסקים שעורכת הלמ"ס, הרמה הממוצעת של הקושי בקבלת אשראי ירדה בחודשים פברואר ומרץ לרמות שנצפו ערב המשבר בכל הענפים, פרט לענף המלונאות (איור 13). בו אמנם הייתה ירידה חדה במהלך מרץ, אך עדיין מדווחים על רמות גבוהות יחסית של קושי בקבלת מימון. בחודשים מרץ-אפריל החברות הקטנות דווחו על עלייה בקושי הממוצע לגייס מימון בנקאי, אך בחודש מאי דווח על שיפור תוך ירידה ברמת הקושי לזו ששררה בשנת 2019. החברות הגדולות דיווחו על המשך ירידה של הקושי בגיוס מימון בנקאי. בגיוס מימון חוץ-בנקאי נרשמה התייצבות בקושי הממוצע המדווח בכל גודלי החברות. האשראי הבנקאי לדיור המשיך לעלות לצד ירידה של הריביות במסלולים צמודי המדד. יתרות האשראי הצרכני שלא לדיור נותרו יציבות, וכן הריביות.



הקרנות בערבות המדינה

במחצית הנסקרת נמשכה פעילות הקרנות בערבות המדינה בשלושת המסלולים הייעודיים (לפי מאפייני העסקים שהתווה משרד האוצר). פעילותן החלה בחודש מרץ 2020, ומטרתה העמדת הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים לצורך התמודדות עם השפעות נגיף הקורונה על העסקים במשק. מתחילת המחצית הנסקרת ועד אמצע יוני 2021 הוגשו כ-15 אלף בקשות חדשות במסלולים הייעודיים לעסקים הקטנים והבינוניים במסלול הרגיל ובסיכון מוגבר; מעל 60% מהן הוגשו עד סוף פברואר, בזמן שחלו מגבלות על הפעילות על רקע הסגר השלישי.

היקף המסלול הייעודי לעסקים קטנים הוא 36 מיליארדי ש"ח. עד 15.06.21 הוגשו לקרן 114,083 בקשות, ומתוכן 64,272 אושרו (56%), בהיקף של 21.7 מיליארד ש"ח. שיעור המיצוי של סך הקרן עומד על כ-60%. המסלול הייעודי לעסקים קטנים ובינוניים בסיכון מוגבר הוא בהיקף של 4 מיליארדי ש"ח. הקרן מעניקה ערבות בשיעור גבוה של 60%, ונועדה לסייע לעסקים שלא אושר להם אשראי בתנאי המסלול הכללי, או שהאשראי אשר קיבלו לא ענה על צוריהם. עד 15.06.21 הוגשו לקרן 6,659 בקשות, ומתוכן 5,321 (כ-80%) אושרו. ההיקף הכספי של הבקשות שאושרו הוא 2.6 מיליארד ש"ח.

בקרן לעסקים גדולים, שהוקמה לענפים שנקלעו בעטיו של משבר הקורונה לקשיי תזרים, והיקפה 6 מיליארדי ש"ח, הוגשו עד 15.06.21 76 בקשות, ומתוכן 44 אושרו (58%), כ-1.7 מיליארדי ש"ח. בחודשים האחרונים לא נרשמו שינויים משמעותיים בפעילות הקרן.

התוכנית המיוחדת להרחבת היצע האשראי הבנקאי לעסקים קטנים וזעירים

במסגרת תוכנית ההלוואות המוניטריות שבנק ישראל נותן למערכת הבנקאית לשם העמדת אשראי לעסקים קטנים הוקצו עד סוף יוני 2021 37.2 מיליארדי ש"ח. מתוך הסכום הכולל חלק הוקצה במסגרת נדבך א' שבו מוענקות לבנקים הלוואות בריבית של 0.1% לטווח של שלוש שנים. החלק הנותר הוקצה בנדבך ב', עליו הוכרז ב-22 באוקטובר 2020 ופעל עד למועד סיומו המתוכנן בסוף חודש יוני 2021. במסגרתו הוענקו לבנקים הלוואות לטווח של ארבע שנים בריבית קבועה של 0.1% ובתנאי שהריבית על ההלוואות לעסקים הקטנים לא תעלה על פריים $+1.3\%$ ⁸. בחודש יולי הודיעה הוועדה המוניתרית כי הנדבך א' של התוכנית בתוקף עד ה-1 לאוקטובר 2021 או בתום ניצול של 40 מיליארדי ש"ח.

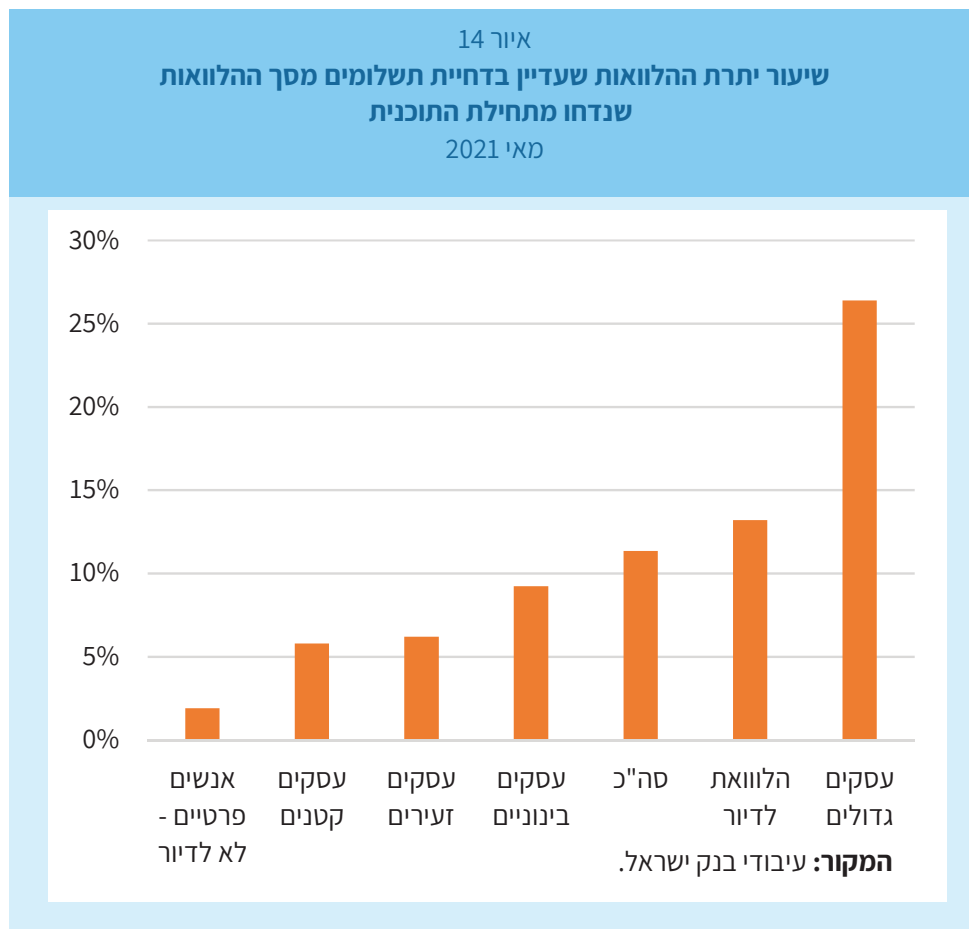
בסוף שנת 2020, החלו בנקים לשעבד לבנק ישראל תיקי משכנתאות כבטוחות נגד הלוואות, נוסף על נכסים שנזילותם גבוהה כדוגמת אג"ח ממשלתיות; זאת לאחר סיום יצירת התשתית המשפטית והתפעולית שעליה הוחלט בחודש יולי 2020, במטרה לתת אשראי לעסקים קטנים וזעירים. השימוש במכשיר זה, שעד כה הופעל בעיקר בבנקים המרכזיים של ארה"ב, בריטניה ובחלק ממדינות אירופה, מגביר את התמריץ של הבנקים להעמיד אשראי לעסקים בעלות נמוכה יחסית ובלי לשחוק את יחסי הנזילות. כמו כן הוא מאפשר לבנק ישראל לתמוך בהזרמת אשראי מהירה למשק אם ובמידה שיווצר צורך בכך.

דחיית החזרי הלוואות

מתחילת משבר הקורונה נדחו תשלומי הלוואות למאות אלפי לקוחות בכל מגזרי הפעילות. יתרת האשראי הבנקאי שבגינו נדחו התשלומים במסגרת המתווים לדחיית תשלומי הלוואות, שיזם הפיקוח על הבנקים והמערכת הבנקאית אימצה, הסתכמה עד סוף מאי 2021 בכ-180 מיליארדי ש"ח. המתווה מאפשר דחיית תשלומים בשלושה מגזרי פעילות – משכנתאות, אשראי צרכני ואשראי עסקי (איור 14)⁹.

⁸ להרחבה ראו חלק "המדיניות המוניתרית" בדוח זה.

⁹ להרחבה ראו חלק "המדיניות המוניתרית" בדוח זה.



7. ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים

מאז תחילת משבר הקורונה, וגם במהלך המחצית הנסקרת, בנקים מרכזיים רבים, ובהם בנק ישראל, המשיכו להפעיל תוכניות שונות לרכישת נכסים. בישראל התלל מעט העקום הממשלתי במהלך הרבעון הראשון לשנה, ותהליך זה התחדש בחודש מאי לאחר יציבות באפריל, ונמשך עד המחצית הראשונה של יוני. זאת על רקע ירידת התשואות בטווחים הקצרים של העקום השקלי (הלא צמוד) במהלך הסגר השלישי, ולאחר מכן עליות בכל הטווחים, עם היציאה מהסגר. עליית תשואות זו נמוכה בהשוואה לעלייה המקבילה בארה"ב ודומה לזו שהייתה במדינות אירופה. במחצית השנייה לחודש יוני, נרשמה ירידה קלה בתשואות האג"ח הנומינליות בעקום הממשלתי בכל הטווחים וכן ירידה זניחה בשיפוע העקום.

בשוק ההון המקומי נרשמה מגמה חיובית (לוח 3). מדד ת"א 125 עלה בכ-13% מתחילת השנה, בדומה לשיעורי העלייה בשווקים האמריקאי והאירופי, ועבר את רמתו ערב המשבר, בהובלת חברות הנדל"ן והבינוי והחברות הפיננסיות. החודשים הראשונים של השנה התאפיינו בגל הנפקות בתחום המניות, ומתחילת השנה עד סוף מאי הממוצע החודשי עמד על 1.9 מיליארד ש"ח. זאת לעומת ממוצעים חודשיים של כ-0.8 מיליארד וכ-0.3 מיליארד בתקופות המקבילות ב-2020 וב-2019, בהתאמה. הוועדה המוניתרית המשיכה במהלך המחצית לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי המניות, וזאת בהקשר של שמירת היציבות הפיננסית. הוועדה ציינה שעד כה ההתפתחות בשוק ההון משקפת אמון של המשקיעים במשק הישראלי על אף אי-הוודאות התקציבית.

בשוק האג"ח הקונצרניות המשיכו המרווחים לרדת, ורמתם נמוכה היסטורית בכל הענפים. בשוק זה נמשכה פעילות ערה בתחילת שנת 2021, וברוב הענפים היקף ההנפקות החודשי הממוצע דמה לממוצע בשנים קודמות. עיקר ההנפקות מרוכזות בדירוגים הגבוהים ובענף הבינוי והנדל"ן.

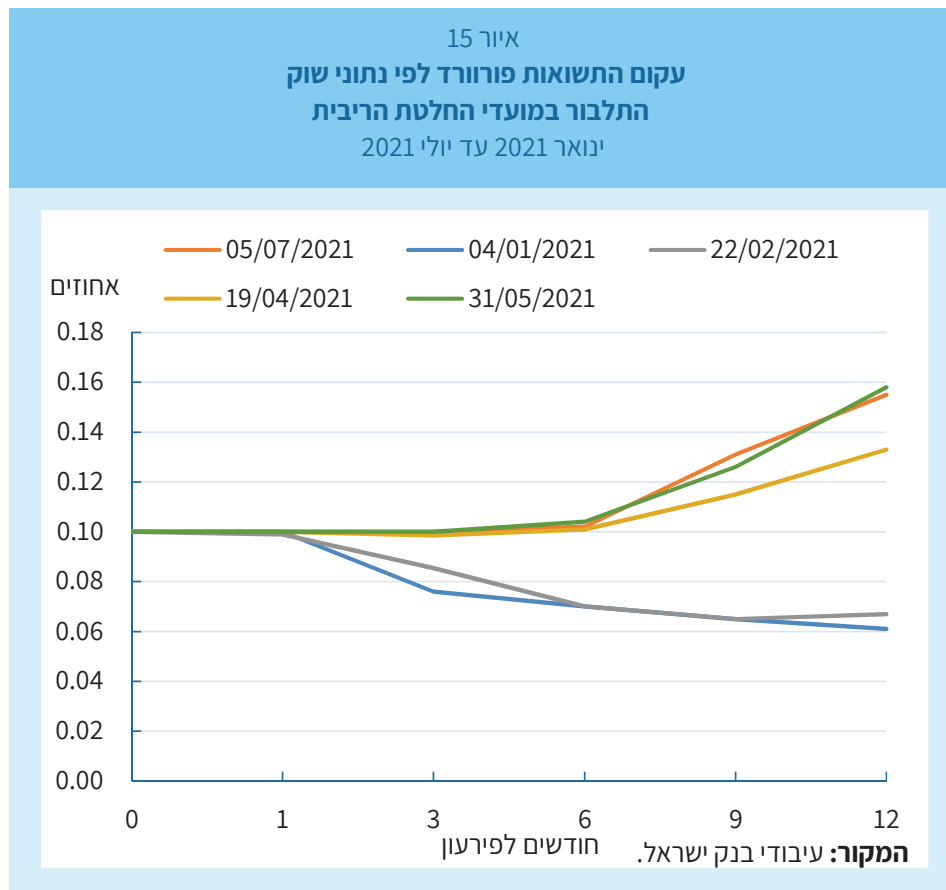
לוח 3

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

06/21	05/21	04/21	03/21	02/21	01/21	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	תשואת המק"ם ל-3 חודשים
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	תשואת המק"ם לשנה
0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים
1.4	1.3	1.2	1.3	1.1	0.9	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-10 שנים
2.3	2.3	2.1	2.1	1.9	1.8	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים
-2.1	-1.9	-1.5	-1.3	-1.1	-0.9	תשואת האג"ח הצמודות לשנה
-1.4	-1.4	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	תשואת האג"ח הצמודות ל-5 שנים
-0.6	-0.6	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	תשואת האג"ח הצמודות ל-10 שנים
1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות בדירוג AA ¹
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-0.7	3.3	4.1	3.6	-2.1	3.7	מדד המניות הכללי
-0.8	3.4	2.3	3.9	-1.9	5.0	מדד ת"א 35
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
0.2	0.2	-2.6	1.6	-0.3	2.4	השקל מול הדולר
-2.4	1.1	0.4	-2.5	0.6	1.1	השקל מול האירו
-1.0	0.8	-1.1	-1.0	0.3	2.0	שער חליפין הנומינלי האפקטיבי

¹ נקודות אחוז, החישוב הוא לאג"ח צמודות למדד בריבית קבועה – ללא אג"ח להמרה ומובנות – ששיעור תשואתן עד 100% והטווח שלהן לפדיון ארוך משישה חודשים.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

ההערכות משוק התלבור באשר לציפיות הריבית השתנו במהלך המחצית הנסקרת, והחל מחודש מרץ הן גילמו הסתברות להעלאת ריבית בנק ישראל לרמה של 0.25% בשנה הקרובה. זאת בניגוד להערכות ששררו במהלך הסגר השלישי, בתחילת המחצית, אשר ייחסו הסתברות מסוימת להפחתת הריבית בשנת 2021. **החל מחודש מאי 2021 הסתברות זו הגיעה לכ-40%.** לצד זאת, ממוצע הערכות החזאים בישראל לגבי הריבית בעוד שנה גילם בחודש יוני הסתברות של כ-14% לעליית הריבית בעוד שנה (איור 15).



8. המדיניות הפיסקלית

הגירעון עלה במהלך שנת 2020 עלייה חדה על רקע התפשטות נגיף קורונה, בשל המגבלות שהוטלו על התנועה ועל הפעילות והצעדים הפיסקליים שנקטה הממשלה. עם זאת, בחודשים האחרונים גדלה גביית המסים. בהתאם לתחזית חטיבת המחקר ממאי 2021, הגירעון צפוי להצטמצם ולהגיע בסוף שנת 2021 לכ-7.1 אחוזי תוצר, לעומת 12 אחוזי תוצר בשנת 2020. בדיונים על המדיניות הפיסקלית לאורך המחצית הביעו חברי הוועדה דאגה מפעילות המשק ללא תקציב מדינה מסודר לשנת 2021 והסתמכות על תקציב המשכי שאושר ב-2018.

לנוכח פיזור הכנסת ללא אישור תקציב לשנת 2021, וכדי למנוע קיצוצים נרחבים בפעילות הממשלה, הגדילה הממשלה את בסיס התקציב ל-2020 כך שהתקציב המשכי ל-2021 יהיה מרסן פחות מכפי שהיה צפוי לפני השינוי. מסגרת תקציב זו עומדת על כ-420 מיליארדי ש"ח. תקציב זה נמוך מהתקציב ה"רגיל" לפי תקרת החוק, העומדת על סך 426 מיליארדי ש"ח. נוסף על כך אושרו לשנת 2021 "קופסאות" תקציביות, כפי שנעשה גם בשנת 2020, בגין תכניות הסיוע השונות שהופעלו לשם התמודדות עם משבר הקורונה. לאחר שבשנת 2020 ביצעו תכנית הסיוע הממשלתית עמד על כ-106 מיליארד ש"ח, בשנת 2021 אושרה תכנית בסך כ-97 מיליארדי ש"ח, ואחוז הביצוע שלה עד סוף חודש מאי 2021 היה כ-45%.

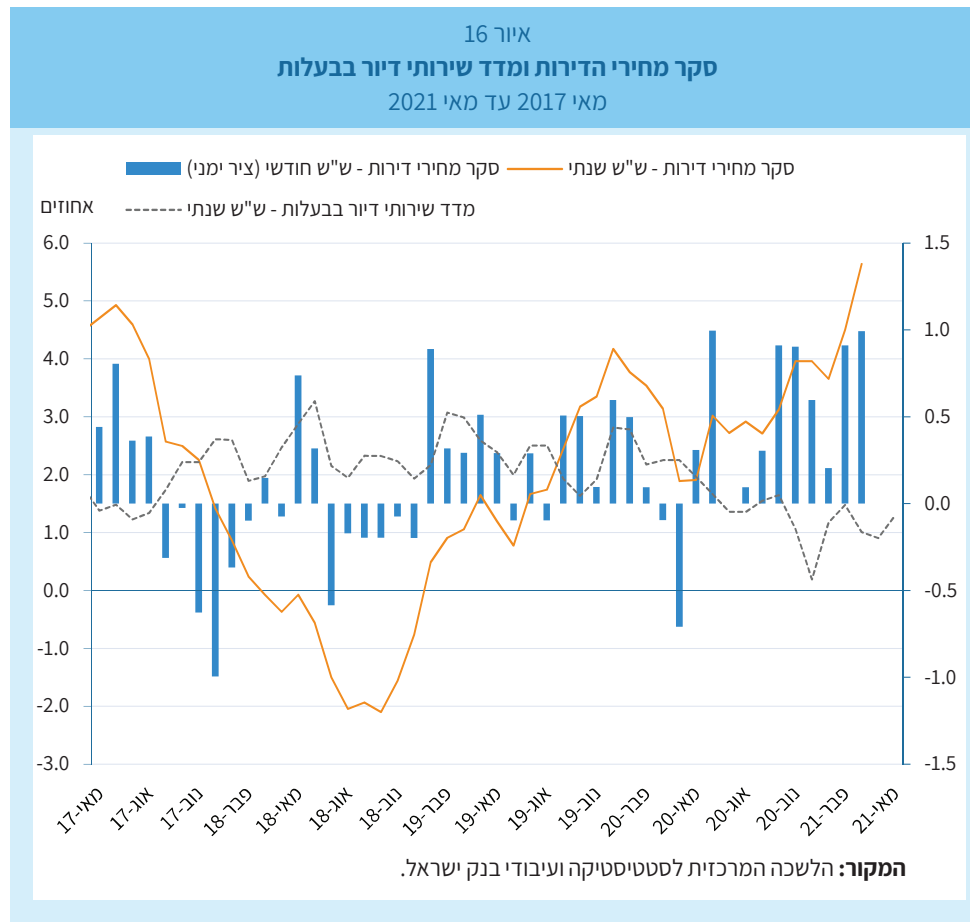
הגירעון הכולל של הממשלה (ללא מתן אשראי) ב-12 החודשים עד מאי 2021 הסתכם בכ-149 מיליארדי ש"ח שהם כ-10.5 אחוזי תוצר. הגירעון המקומי המצטבר מתחילת השנה נמוך מהגירעון המקומי בתקופה המקבילה אשתקד בכ-11 מיליארדי ש"ח, ומשקף האצה בגביית המסים לצד התייצבות ההוצאה המקומית. הן ההוצאות והן ההכנסות גבוהות יותר ביחס ל-2019, אך הגירעון המקומי המצטבר גבוה מהנתון המקביל ב-2019 בכ-21 מיליארדי ש"ח בשל פער חיובי גדול יותר ברמת ההוצאות. עד סוף חודש מאי, בוצעו תשלומים והתקשרויות קורונה בסך 43 מיליארדי ש"ח¹⁰. מאז חודש אוגוסט 2020 חזרה גביית המסים לרמתה ערב המשבר, ומאז חודש אוקטובר נרשמה בה אף האצה ביחס למגמה ארוכת הטווח ששררה ערב המשבר.

¹⁰ תקציב קופסת הקורונה בחוק הוא כ-68 מיליארדי ש"ח: 52 בתקציב המקורי ועוד עודפים מהקופסה לשנת 2020 בסך 16 מיליארדי ש"ח.

9. שוק הדיור

במהלך המחצית הנסקרת, דנה הוועדה בעלויות המחירים בשוק הדיור, על רקע הסרת המגבלות על משקיעים והפסקת תכניות בנייה חדשות ביוזמה ממשלתית. מגמת האצת העלייה החלה לקראת סוף שנת 2020 ונמשכה בתחילת שנת 2021. הוועדה הביעה חשש מהשלכות אפשריות על חלוקת ההכנסות ואי-השוויון במשק אם תתחדש מגמת העלייה המואצת של מחירי הדירות.

מחירי הדירות, כפי שהם משתקפים בסקר מחירי הדירות, עלו עד מרץ 2021-אפריל 2021 בשיעור שנתי של 5.6% (איור 16), מעל לממוצע של שנת 2020, שעמד על 3%. זאת תוך גידול של מספר עסקות הרכישה ועל רקע התמתנות קצבי הבנייה, הן בהתחלות הבנייה והן בסיומה. נוסף על כך עלו מחיריהן של תשומות הבנייה.

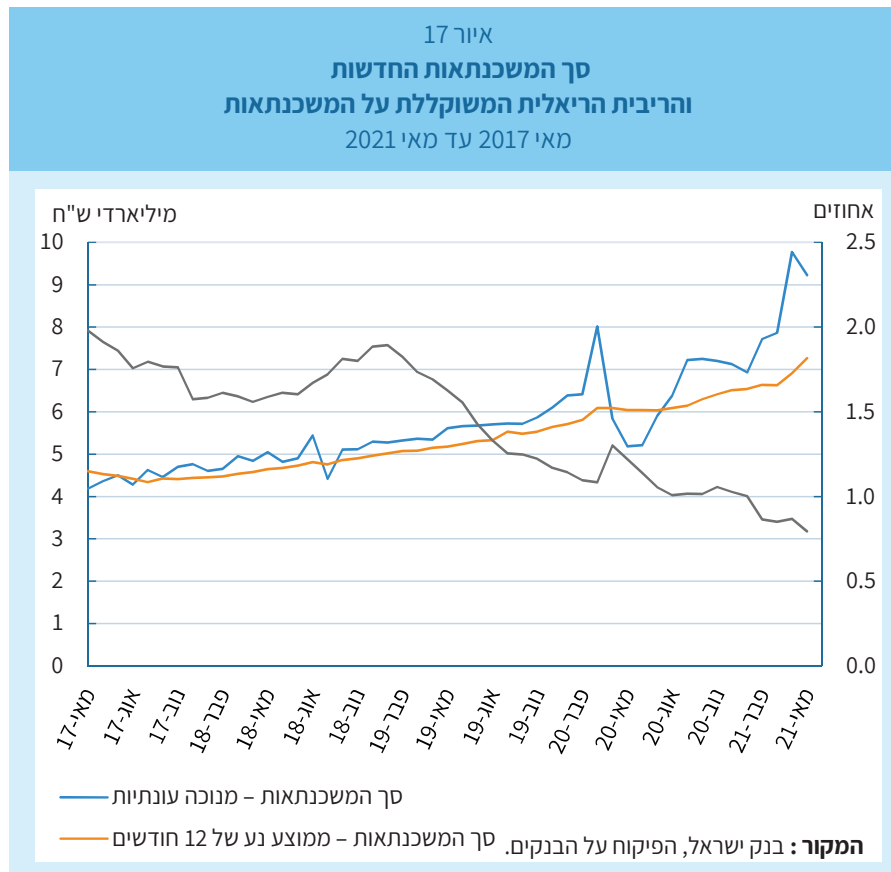


במחצית הראשונה של שנת 2021 נותר קצב העלייה של מחירי השכירות ברמה מתונה¹¹, בהמשך להתמתנות הניכרת שהייתה במהלך שנת 2020. מדד שירותי הדיור בבעלות עלה במהלך חודשי המחצית בשיעור שנתי ממוצע של 1.2%, שיעור זה לממוצע שנרשם במהלך המחצית הקודמת.

היקף המשכנתאות עמד במאי 2021 על כ-9.5 מיליארדי ש"ח, גבוה משמעותית מהממוצע החודשי של המשכנתאות החדשות שניתנו ב-12 החודשים האחרונים (7.3 מיליארדי ש"ח). כמו כן, היקף המשכנתאות המנוכה עונתיות הגיע ל-9.2 מיליארדי ש"ח (איור 17). זאת בהמשך להיקפי המשכנתאות הגבוהים מתחילת השנה ועל רקע הכניסה-לתוקף של הוראת בנק ישראל בדבר ביטול מגבלות הפריים ללווים חדשים ולממחזרי הלוואות משכנתא¹². בינואר 2021 העריכה הוועדה המוניטרית כי הוראת הפיקוח על הבנקים בדבר ביטול מגבלת שיעורו של רכיב הפריים בתמהיל המשכנתא הייתה צפויה להוזיל את הריבית האפקטיבית על ההלוואות.

¹¹ את עלות שכר הדירה משקף מדד שירותי הדיור בבעלות.

¹² ביטול המגבלה על חלק ההלוואה בריבית הפריים לנוטלי הלוואה חדשה לדיור נכנס לתוקף ב-17 בינואר 2021, ולצורך מיחזור הלוואת דיור קיימת – ב-28 בפברואר. הושארה רק הגבלת הריבית המשתנה, שלפיה חלקן הכולל של ההלוואות לדיור בריבית משתנה, מכל סוג, ובפרט פריים, יוגבל לכשני שלישים מסך ההלוואה.



אחוז ההלוואות החדשות בריבית פריים עלה מחודש דצמבר 2020 ועד מאי 2021 ב-5.8 נקודות האחוז (מ-34.8%-ל-40.6%). יחס ה-LTV הממוצע (אומדן) שב לעלות בחודשים פברואר-מאי, לאחר ירידתו בשלושת החודשים הקודמים (נובמבר 2020 עד ינואר 2021), מ-54.2% לרמה של 55.2%. הריבית הריאלית המשוקללת על משכנתאות ירדה מעט בפברואר 2021, נותרה יציבה עד חודש אפריל, ושוב ירדה מעט בחודש מאי.

התחזית המאקרו כלכלית ותוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים

1. התחזית המקרו כלכלית של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות בצמידות להודעות הריבית – בינואר, באפריל וביוני 2021. בחודש אפריל 2021 חזרה החטיבה להציג תחזית מקרו-כלכלית יחידה על רקע התקדמות מבצע החיסונים והירידה בתחלואה. בתחילת המשבר, התחזית כללה שני תרחישים – אחד הניח המשך שיפור במצב התחלואה, והשני הניח הרעה חוזרת בה. בינואר 2021, החלו לייחס את שני התרחישים לקצב ההתקדמות של מבצע החיסונים; "תרחיש החיסון המהיר" הניח התחסנות מהירה של האוכלוסייה עד מאי 2021, ו"תרחיש החיסון האיטי" הניח כי תהליך ההתחסנות יימשך עד יוני 2022.

לפי התחזית מחודש יולי התוצר יצמח בשנת 2021 ב-5.5%, שיעור מתון מזה שנחזה בתחזית חודש אפריל (6.3%). שיעור האבטלה הרחבה צפוי לרדת לפי תחזית יולי עד ל-8% מכוח העבודה בסוף 2021 (7.5% בתחזית אפריל). ב-2022 צפויה צמיחה של 6% (5% לפי תחזית אפריל) כך שרמת התוצר בסוף שנת 2022 צפויה להיות נמוכה רק בכ-0.5% מהרמה שהייתה צפויה לפני המשבר. שיעור האבטלה ב-2022 צפוי להמשיך לרדת ולהגיע ברבעון האחרון לכ-5.5% – עדיין מעל לרמתו לפני המשבר, שהייתה כ-3.8%. בהנחה שתקציב המדינה יעבור כמתוכנן ושההתאמה הפיסקלית תדחה לשנת 2023 ואילך, יחס החוב לתוצר בשנתיים אלו צפוי לעמוד על 74% (77% לפי תחזית אפריל).

האינפלציה במהלך ארבעת הרבעונים הקרובים (המסתיימים ברבעון השני של 2022) צפויה להסתכם ב-1.0%. שיעוריה הצפויים לשנים 2021 ו-2022 הם 1.7% ו-1.2%, בהתאמה.

לוח 4

תחזיות חטיבת המחקר

(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם כן צוין אחרת)

2022				2021				התחזית לשנים
07/21	04/21	01/21		07/21	04/21	01/21		תאריך התחזית
חיסון איטי				חיסון מהיר				תרחיש
6.0	5.0	6.0	5.8	5.5	6.3	3.5	6.3	התמ"ג
8.0	7.0	10.5	8.0	10.5	11.0	7.5	12.5	הצריכה הפרטית
5.5	4.5	7.5	8.5	5.0	5.5	-1.5	3.5	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אנויות ומטוסים)
2.5	2.5	-1.0	-1.0	4.0	4.0	6.5	6.5	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
4.0	4.0	4.5	4.5	6.0	4.0	2.0	3.0	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
4.5	6.0	10.5	7.5	15.0	11.0	6.5	11.0	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אנויות ומטוסים)
6.4	6.6	8.5	6.2	10.8	9.9	12.5	9.6	האבטלה הרחבה (שיעור, גילי +15, ממוצע שנתי)
5.5	6.0	7.0	5.4	8.0	7.5	11.0	7.7	האבטלה הרחבה - סוף שנה (שיעור, גילי +15)
3.8	3.6	6.0	3.6-4	7.1	8.2	11.0	8.0	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
1.2	1.2			1.7	1.3			האינפלציה ¹
07/21	04/21	01/21		07/21	04/21	01/21		תאריך התחזית
חיסון איטי				חיסון מהיר				תרחיש
				1.0	1.1	0.1	0.6	האינפלציה בשנה הקרובה ²
				0.1	0.1	0-0.1	0-0.1	ריבית בעוד שנה ³

¹ הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברבע האחרון בשנה לעומת הממוצע ברבע האחרון בשנה הקודמת.

² בארבעת הרבעים שמסתיימים ברבע המקביל בשנה הבאה.

³ ברבע המקביל בעוד שנה.

המקור: בנק ישראל.

2. התוואים הצפויים של האינפלציה והצמיחה

בתחילת חודש יוני חזר המשק לשגרה כמעט מלאה, ולהערכת הוועדה התפתחות זו תתמוך בהמשך הצמיחה המהירה בשנה הקרובה. יחד עם זאת, הוועדה דנה בסיכונים שנותרו על אף ההתאוששות של הפעילות הכלכלית, ובהקשר זה החשש להתפתחותן של מוטציות של נגיף קורונה העמידות לחיסונים, או כאלה שיחוללו תחלואה קשה באוכלוסייה הלא מחוסנת. התפשטות "וריאנט הדלתא" בסוף המחצית הנסקרת מהווה גורם סיכון מסוים להמשך התאוששות המשק במידה והממשלה תידרש להטיל הגבלות נוספות. בהתאם לתחזית חטיבת המחקר, העריכה הוועדה כי התוצר יצמח בשנת 2021 בקצב של 5.5%.

חברי הוועדה הסכימו שעל אף השיפור במצב שוק העבודה, שצופים כי יימשך גם אם בקצב מתון יחסית, ושמתבטא בירידת שיעור האבטלה הרחבה ובעלייה של שיעור התעסוקה המותאם – חזרת שיעור האבטלה לרמות הנמוכות של ערב המשבר צפויה לארוך זמן ממושך. זאת על רקע חיסונים שנותרו בשוק העבודה כתוצאה מסגירה של חלק מהעסקים לאורך השנה, מדיניות הממשלה ותהליכי התייעלות ודיגיטציה שעסקים עברו בשנה האחרונה. חברי הוועדה התייחסו לחשיבות היישום של הכשרות מקצועיות לאוכלוסיות שנפגעו במיוחד מהמשבר. הוועדה העריכה כי בהתאם לתחזית חטיבת המחקר, שיעור האבטלה צפוי להגיע ל-5.5% בסוף שנת 2022.

באשר לאינפלציה, חברי הוועדה ניתחו את הסיבות האפשריות לעליית סביבת האינפלציה בישראל. הוועדה סברה כי קשה עדיין להכריע בשאלת מידת הזמניות של העלייה בסביבת האינפלציה, וכי יש צורך להמשיך ולעקוב אחרי התפתחויות בהמשך. הוועדה העריכה כי לא סביר שתהיה התפרצות אינפלציונית וכי בהתאם לתחזית חטיבת המחקר שיעור האינפלציה צפוי להגיע ל-1.7% בסוף שנת 2021.

תיבה:

התמורות בשוק העבודה בעקבות משבר הקורונה

- עקומת בוורידג' מציגה את שיעור המשרות הפנויות מול שיעור האבטלה. בזמני גאות המשק נע במעלה העקומה: שיעור המשרות הפנויות עולה ושיעור האבטלה יורד, והיפוכו של דבר בזמני שפל. תזוזה של המשרות הפנויות והאבטלה באותו הכיוון עשויה לרמז על הסטה של העקומה. עלייה של שני המשתנים (הסטה של העקומה החוצה) עלולה לבטא שינוי מבני, המגדיל את החיכוך בשוק העבודה, ועל כן מאט את תהליך חיפוש העבודה ואיוש המשרות.
- נתוני שוק העבודה בזמן משבר הקורונה מצביעים על תזוזה של עקומת בוורידג' – עלייה הן של שיעור האבטלה והן של שיעור המשרות הפנויות. נוסף על כך מראה ניתוח מאפייני המובטלים החדשים בעקבות משבר הקורונה גידול חד של מספר המובטלים שהסבירות כי ימצאו עבודה נמוכה יחסית.
- תוצאות אלו מעלות חשש ששיעור האבטלה הגבוה יתמיד גם לאחר חזרת המשק לשגרה, בשל חוסר התאמה בין אופי המשרות הפנויות לכישורי המובטלים (jobless recovery – "התאוששות נטולת משרות"). כנגד זאת ייתכן שעיקר הגידול של האבטלה נובע מהתמריץ השלילי לחזרה לעבודה של אותן אוכלוסיות, תוצאה של מנגנון החל"ת, ואם כך גידול האבטלה הוא זמני.
- בחינה ענפית מרמזת כי בענף שירותי האירוח והאוכל העלייה באבטלה נובעת בעיקר מגורמים זמניים, ואילו בענף המידע והתקשורת ייתכן שאנו עדים להתאוששות נטולת משרות.

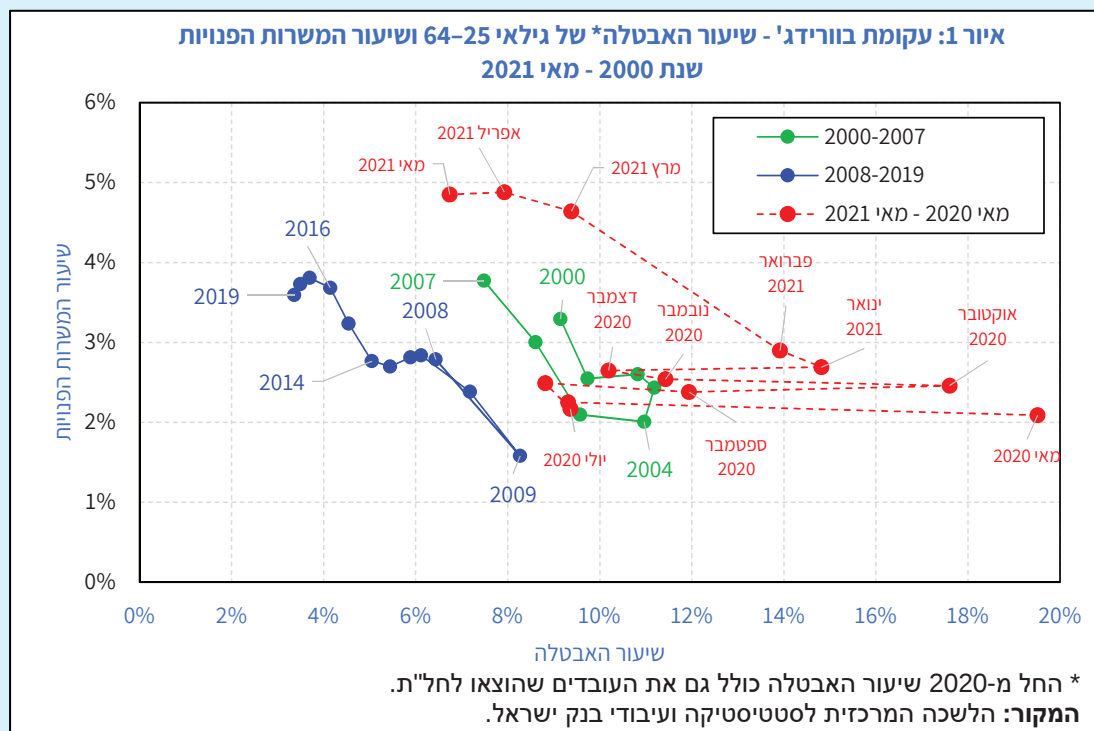
1. הקדמה

אופיו הייחודי של משבר הקורונה יכול לחולל בשוק העבודה שינויים מבניים, שייתכן כי יבואו לידי ביטוי בעלייה של שיעור האבטלה הטבעי, דהיינו שיעור האבטלה בניכוי השפעת מחזור העסקים. בחינת ההתפתחויות האחרונות בישראל במרחב של שיעור האבטלה והמשרות הפנויות (עקומת בוורידג') מרמזת על תזוזה של העקומה החוצה; בפרט – נתוני הקצה (מאי 2021) מצביעים על עלייה חדה של שיעור האבטלה ושל שיעור המשרות הפנויות (מתוך סך המשרות) גם יחד לעומת רמותיהם ערב המשבר ב-2019 (איור 1). תופעה זו עשויה לבטא חוסר התאמה בין אופי המשרות הפנויות לבין כישוריהם של דורשי העבודה, וזאת במיוחד אם המשבר עודד את הפירמות להתייעל ולהטמיע טכנולוגיות חדשות. ואולם ייתכן שתזוזה העקומה מבטאת גם השפעות קצרות טווח, בשל תמריץ שלילי לחזרה לעבודה, הנובע ממנגנון החל"ת וממשך הזמן הנדרש לגיוס מחודש של עובדים. במקרה הראשון תזוזה העקומה משקפת שינוי מבני, שבו ההתאוששות של המשק תלווה בשיעור אבטלה גבוה יחסית ובתהליך איטי של ירידתו (התאוששות נטולת משרות)¹; במקרה השני התופעה זמנית וצפויה להתפוגג עם פקיעת הזכאות להטבות החל"ת וחזרת המשק לשגרה.

תיבה זו מנסה להעריך את תרומתם של שני הערוצים לתזוזה עקומת בוורידג' בעקבות משבר הקורונה בישראל. לשם כך בדקנו אם וכיצד השתנו מאפייני המובטלים בתקופת המשבר לעומת תכונותיהם בשנתיים שקדמו לו. בדיקה זו מאפשרת להעריך את סיכוייהם של המובטלים החדשים להשתלב בשוק העבודה, ועל כן – את מידת התמדתה של האבטלה לאחר היציאה מהמשבר. נוסף על כך בחנו את התפתחות המשרות הפנויות, האבטלה, התעסוקה והפדיון בשני ענפים המשמשים מקרי בוחן קיצוניים בזמן המשבר – המידע והתקשורת ושירותי האירוח והאוכל.² כן בחנו את מאפייני המובטלים עם חזרת המשק לשגרה לעומת מאפייניהם ערב המשבר. נציין שלרוב נדרש זמן כדי לזהות שינויים מבניים בנתונים, ולכן הבדיקות המובאות כאן מנסות לספק, על אף הזמן הקצר שחלף מתחילת היציאה מהמשבר, רק

¹ תופעה מעין זו התרחשה בארה"ב ובמדינות נוספות בעקבות המשבר הפיננסי של 2008-09, וספרות ענפה דנה בשאלה מדוע ההתאוששות לאחר המשבר אינה באה לידי ביטוי הולם בירידת שיעור האבטלה. Hall and Schulhofer-Wohl (2018), Branichon and Figura (2015) מראים כי זו נבעה מירידה במידת ההתאמה בין המובטלים למשרות הפנויות. Jaimovich and Siu (2020) קושרים תופעה זו להאצת תהליכי אוטומציה.

² התמקדנו רק בשני ענפים אלה, כי מגבלות נתונים (מספר לא מספק של משיבים בסקר כוח האדם) אילצו אותנו להשמיט מהניתוח ענפים רבים.



אזור 1 מציג את התפתחות שיעורי האבטלה והמשרות הפנויות בישראל החל משנת 2000 בחלוקה לשלוש תקופות: השנים שקדמו למשבר הפיננסי בשנת 2008, התקופה שלאחר אותו משבר עד שנת 2019, ומשבר הקורונה. באזור ניכרת תזוזה שמאלה של עקומת בוורידג', בפרט לאחר המשבר הפיננסי העולמי, תזוזה המבטאת התייעלות של שוק העבודה מבחינת ההתאמה בין עובדים למשרות, ובהתאם לכך ירידה של שיעור האבטלה הטבעי.⁴

דוחות בנק ישראל לשנים 2012 ו-2013 דנים בסיבות לתזוזתה של העקומה, ומציינים מספר גורמים שהביאו להגמשת שוק העבודה, לירידה של שיעור האבטלה הטבעי ולהאצת תהליך איוש המשרות – מדיניות ממשלתית שעודדה יציאה לתעסוקה הן באמצעות החמרת הקריטריונים לקבלת דמי אבטלה וצמצום משך הזכויות להם והן באמצעות הארכת משך ההכשרות המקצועיות; התייעלות תהליכי החיפוש והמיון של עובדים באמצעות מיקור חוץ לחברות המתמחות בכך; הרחבת השימוש באמצעים מקוונים לצורך חיפוש משרות ואיתור מועמדים; ושינוי בהרכב הענפי של המשק, כלומר הגדלת שיעור המשרות הדורשות הון אנושי גבוה יחסית תוך התאמה של היצע העבודה למשרות אלה.

כנגד זאת, במהלך משבר הקורונה הייתה תזוזה חדה של העקומה ימינה, שינוי שהסיג אותה לאחר כשני עשורים. לאורך מרבית התקופה העלייה באבטלה נובעת כמובן ישירות מהסגרים וממגבלות הריחוק החברתי, שאילצו חברות לצמצם את פעילותן הכלכלית. עם זאת תזוזת העקומה בולטת גם בחודשים מרץ עד מאי 2021, החודשים שבהם הוסרו מרבית המגבלות. אמנם באותם חודשים המשק היה עדיין רק בתחילתה של ההתאוששות מהמשבר, אך התפתחות זו מעלה לפחות את החשש שהתאוששות שוק העבודה תהיה איטית.

3. שוק העבודה בתקופת משבר הקורונה

קשה להסיק באיזו מידה העלויות של שיעורי האבטלה והמשרות הפנויות אכן מבטאות שינוי מבני בשוק העבודה, שכן מחד גיסא ייתכן שעיקר הגידול של האבטלה הוא זמני, תוצאת התמריץ השלילי לחזור לעבודה, תמריץ הנובע ממנגנון החל"ת, או תוצאת משך הזמן הנדרש לגיוס מחודש של עובדים לאחר הסרת המגבלות. מאידך ייתכן שהמשבר הביא לשינוי מבני בשוק העבודה, בזכות התייעלות של הפירמות והטמעת שיפורים טכנולוגיים בתקופת המשבר.

הניסיון ההיסטורי בעשורים האחרונים מלמד כי משברים כלכליים אכן נוטים להאיץ תהליכי התייעלות והטמעת טכנולוגיות מתקדמות מצד הפירמות. תרחיש זה רלוונטי במיוחד לנוכח המאפיינים הייחודיים של משבר הקורונה. התייעלות החברות עשויה לייתר חלק מהמשרות שאבדו במשבר, כך שחלק מהבלתי מועסקים יידרשו כעת להסב את כישוריהם, תהליך האורך זמן ומאט את ההתאוששות. תרחיש דומה, שבו ההתאוששות הכלכלית אינה באה לידי ביטוי הולם בשוק העבודה, נרשם במדינות שונות לאחר המשבר הפיננסי – תופעה המכונה "התאוששות נטולת משרות" (Jobless Recovery). לפי אחד ההסברים המשבר הפיננסי האיץ תהליכי אוטומציה, ומובטלים רבים התקשו להסב את כישוריהם למשרות החדשות שנוצרו בתקופת ההתאוששות.⁵

לצורך בחינת ההיתכנות של תרחיש כזה בחנו את השינויים בהרכב הבלתי מועסקים בחודשים אפריל-מאי 2021 בהשוואה לתקופה שלפני המשבר (לוח 1). מההשוואה עולה שמלאי הבלתי מועסקים מורכב כעת מעובדים מבוגרים יותר, אך ללא הבדל משמעותי בהתפלגות ההשכלה. ייתכן שהעלייה של גיל המובטלים תקשה בהמשך על חזרתם למעגל התעסוקה. בהשוואת השכר ניכר כי שכרם של המובטלים החדשים במשרתם האחרונה היה גבוה מזה של אלה שהיו מובטלים ערב המשבר. תוצאה זו מרמזת שלמובטלים החדשים כישורי עבודה חזקים מאלה של המובטלים ערב המשבר.

⁴ תזוזת העקומה החלה עוד לפני המשבר הפיננסי, אך השינוי במחזור העסקים ב-2008 חשף אותה לעין; יכון ופרסמן (2014).

⁵ ראו למשל (Jaimovich and Siu (2020), Heathcote, Perri and Violante (2020)). בניתוח של אגף הכלכלנית הראשית במשרד האוצר (יוני 2021) נעשה ניסיון להעריך את ההשפעה השלילית של ירידה במידת ההתאמה בין כישורי המובטלים למשרות הפנויות על קצב התאוששות התעסוקה. הניתוח מעלה את האפשרות להשפעה לא-לינארית: ההשפעה השלילית על קצב התאוששות התעסוקה מתעצמת ככל שההתאמה פוחתת. תוצאה זו נובעת מההנחה שהירידה במידת ההתאמה מייקרת את עלות החיפוש הן לפירמות והן למובטלים; כתוצאה מכך הפירמות מפחיתות את מספר המשרות הפנויות, ואילו המובטלים מגיבים בהפחתת אינטנסיביות החיפוש. השילוב של כוחות אלו מביא להשפעה לא-ליניארית.

לוח 1: מאפייני הבלתי-מועסקים לפני משבר הקורונה ואחריו					
הממוצע	האחוזון ה-75	האחוזון ה-50	האחוזון ה-25	המשתנה	
37.42	47	34	26	הגיל	לפני המשבר (ינואר-פברואר 2020)
13.71	15	12	12	שנות הלימוד	
6,508	8,163	4,697	2,187	השכר*	
40.16	50	39	29	הגיל	לאחר המשבר (אפריל-מאי 2021)
13.88	16	13	12	שנות הלימוד	
7,841	9,918	6,174	3,780	השכר*	

* השכר במשרה האחרונה של המובטל.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 2: היקף הירידה של התעסוקה במשלחי יד נבחרים				
מרץ 2020 – מאי 2021 יחסית לשנים 2018-2019				
משלח היד	הממוצע 2019-2020	ממוצע מרץ 2020 – מאי 2021	ירידת מספר העובדים במשלח היד ביחס ל-2018 עד 2019	הירידה בתעסוקה (%)
מוכרים ברחובות ובשווקים	6,928	2,754	4,174	-60.2%
עובדים בלתי מקצועיים אחרים	10,129	4,932	5,197	-51.3%
בעלי מלאכה	6,960	3,798	3,161	-45.4%
מעבדי עץ, נגרי רהיטים ובעלי משלח יד דומה	10,043	5,444	4,599	-45.8%
בעלי מלאכה בתחום ההלבשה	8,558	5,184	3,374	-39.4%
פועלים בלתי מקצועיים בתעשייה	25,314	15,550	9,764	-38.6%
שוטפי כלי רכב, מנקי חלונות, כובסים ואחרים	5,492	3,415	2,077	-37.8%
עובדי דפוס	6,600	4,584	2,016	-30.5%
פקידים כלליים ועובדי משרד אחרים	22,035	15,712	6,323	-28.7%
מוכרים בחנויות	126,695	93,126	33,569	-26.5%
עובדי ניקיון ועוזרים בבתי פרטיים, בבתי מלון ובמשרדים	63,442	47,220	16,222	-25.6%
עובדים אחרים בתחום השירותים האישיים	8,178	6,295	1,883	-23.0%
מפקחים על תחזוקת בניינים ועל עבודות משק בית	43,141	33,796	9,345	-21.7%
כספרים, גובי כספים ופקידים בתחומים דומים	27,235	21,775	5,460	-20.0%
עובדי מזכירות כלליים	55,428	46,208	9,220	-16.6%
קופאים ומוכרי כרטיסים	25,828	21,834	3,994	-15.5%
עובדי מכירות אחרים	37,994	32,606	5,389	-14.2%
פקידי משרד כלליים	22,583	19,237	3,345	-14.8%
סה"כ	512,583	383,471	129,112	-25.2%
כלל המועסקים	3,936,013	3,394,082	541,931	-13.8%

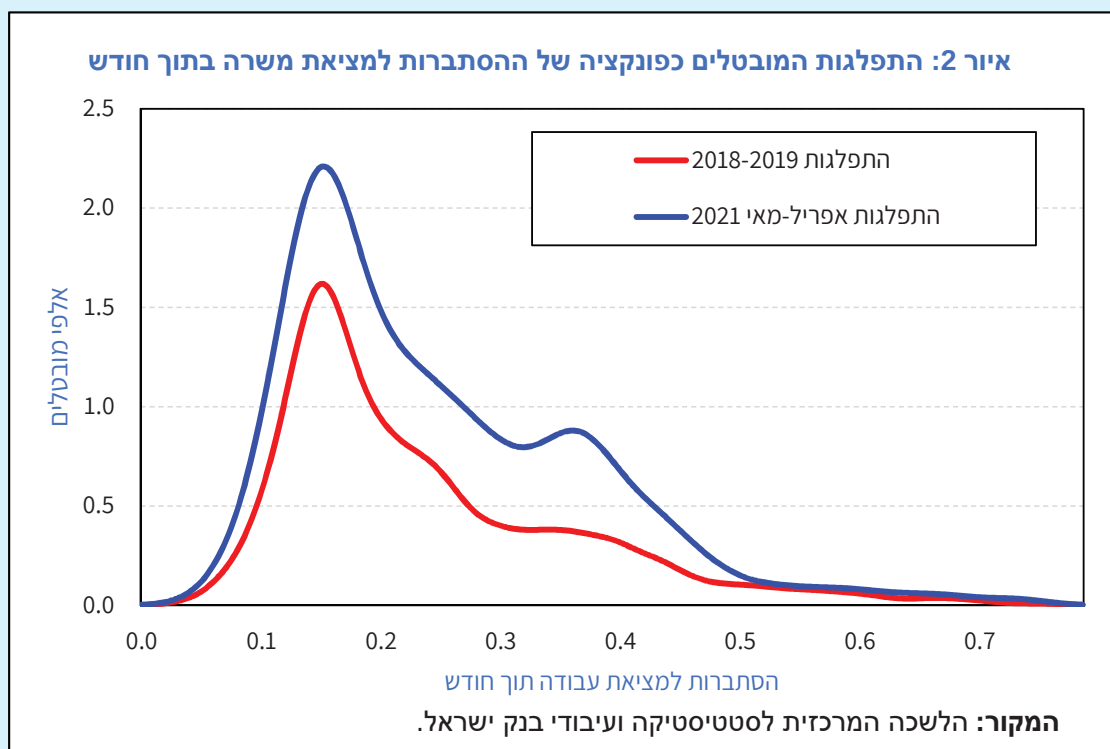
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

בניתוח נוסף התבוננו בדפוסי התעסוקה במשלחי יד שונים שניתן לשער כי הם רגישים לשיפורים טכנולוגיים (לוח 2). מרביתם התאפיינו בדעיכה עוד טרם המשבר, ובחלקם אפשר שפעלה השפעה של שינויי התנהגות הייחודיים למשבר הקורונה, כגון מעבר לרכישות מקוונות. נקודת מבט זו אמנם מצביעה על ירידה חדה של התעסוקה במשלחי היד שנבחנו, אך לעת עתה קשה לדעת באיזו מידה מגמה זו תתמיד לאחר פקיעת הטבות החל"ת.

מקומה של עקומת בוורדיג' מושפע מהיחס שבין זרם ההופכים למובטלים (שיעור ההיפרדות – separating rate) לשיעור המובטלים המשתלבים בחזרה בשוק העבודה (שיעור ההשתלבות – finding rate). כדי לשפוך אור על האפשרות שהתזוזה הנוכחית של עקומת בוורדיג' תתמיד לאורך זמן בדקנו אם תמהיל המובטלים הנוכחי מעלה חשש להשתלבות איטית בשוק העבודה. בדיקה זו אכן מוצאת ראיות המתיישבות עם אפשרות זו.

במסגרת הבדיקה בחנו סט רחב של מאפיינים של הבלתי מועסקים בניסיון להעריך אם חל שינוי בהסתברות להשתלבות בשוק העבודה בגלל שינוי במאפייניהם. בתחילת הבדיקה אמדנו, באמצעות נתוני 2018–2019, את ההסתברות של מובטל להשתלב בשוק העבודה על בסיס סט רחב של מאפיינים, הכולל, בין היתר, את הגיל, ההשכלה, משלח היד, המצב המשפחתי ואזור המגורים.⁶ בהינתן תוצאות האמידה הצמדנו את ההסתברויות שנאמדו למאגר הנוכחי של הבלתי מועסקים על פי מאפייניהם.

איור 2 מציג את התוצאות – את מלאי המובטלים (הציר האנכי) לפי אומדן הסבירות שימצאו עבודה בתוך חודש (הציר האופקי). האיור מלמד כי גידול האבטלה מתבטא בעלייה חדה יחסית של מספר המובטלים שלגביהם סבירות זו נמוכה. עלייה זו עלולה להתבטא בהמשך בהאטת החזרה של המובטלים לעבודה ולהביא לעלייה של שיעור האבטלה הטבעי. כך, למשל, עולה מהאמידה שכמחצית מהמובטלים אשר נוספו כעת היו צפויים להשתלב בשוק העבודה בתוך כחודשיים וחצי, לו התנאים בשוק דמו לאלו ששררו לפני המשבר, ושהורדת 90 אחוזים מהאבטלה העודפת תארך כ-10



⁶ האמידה נערכה באמצעות אלגוריתם Stochastic Gradient Boosted Trees. שיטה זו, מתחום למידת המכונה, מספקת חיזוי באמצעות יישום סדרתי של מודלים פשוטים (במקרה זה "עצי החלטה"), שכל אחד מהם משפר את טיב החיזוי על ידי בחירת פרמטרים שישפרו את החיזוי המשולב של כל המודלים הפשוטים הקודמים לו בסדרה. המודל אומן על 6,340 תצפיות. בחינת טיב החיזוי בוצעה על 1,604 תצפיות שלא שימשו לאמידה (Test set) ומראה סגוליות (Specificity) של 81.9%, ורגישות (Sensitivity) של 89.2%. בחינת טיב החיזוי במונחי הערך הרציף ולא במונחי סיווג מראה ערך R-squared של 0.531, RMSE בגובה 0.32 ו-MAE בגובה 0.271.

חודשים. משמע שבתנאים של שוק עבודה הדוק (תנאי 2018–2019) השתלבותם של העובדים החלשים הייתה אורכת קרוב לשנה. סביר כי מספר המשרות החדשות שיווצרו בשלב ההתאוששות יהיה נמוך מזה הנדרש כדי לשוב ליחס המובטלים למשרות הפנויות לפני המשבר. יתר על כן, אפשר שמידת ההתאמה בין המובטלים למשרות הפנויות פחתה, בשל שינויים מבניים. מסיבות אלו עולה חשש כי לאחר השתלבותם של הפרטים בעלי הזיקה החזקה לשוק העבודה ייוותר מלאי ניכר של פרטים שעבורם ההשתלבות בחזרה עלולה להיות ממושכת. בדיקה זו מחזקת אפוא במידה מסוימת את היתכנות ההתאוששות האיטית של שוק העבודה. כנגד זאת ייתכן שגידולו של מלאי הבלתי-מועסקים אשר לגביהם נאמדה סבירות נמוכה להשתלבות בשוק העבודה נובעת ממנגנון החל"ת. אם כך, כאשר מנגנון זה יוסר, ייתכן שהשתלבותם תהיה מהירה מזו שנאמדה על סמך תנאי שוק העבודה בתקופה שלפני המשבר. התבוננות על כלל שוק העבודה בתקופת המשבר אינה מעלה אפוא תוצאות חד-משמעיות באשר להיתכנות של התרחישים השונים. התבוננות מנקודת מבט ענפית עשויה לסייע בכך.

4. ניתוח ענפי

בחלק זה נתמקד בענפים מידע ותקשורת ושירותי אירוח ואוכל. ענפים אלה מייצגים שני מקרי קיצון מנוגדים במספר היבטים. ענף המידע והתקשורת נהנה מביקוש לשירותיו במהלך המשבר, מאפשר עבודה תוך שמירה על ריחוק חברתי ומאופיין בעובדים בעלי הון אנושי גבוה. לעומתו ענף שירותי האירוח והאוכל נמנה עם הענפים שנפגעו בצורה הקשה ביותר במהלך המשבר; הוא לא מאפשר עבודה מרחוק, ולמועסקים בו לא נדרש הון אנושי גבוה. סביר שהבדלים אלה יסייעו באבחון הגורמים לתזוזה של עקומת בוורידג'. תחילה נבחן עקומות בוורידג' ענפיות, ולאחר מכן – את היקף הפעילות והתעסוקה בשני הענפים.

4.1. עקומות בוורידג' ענפיות

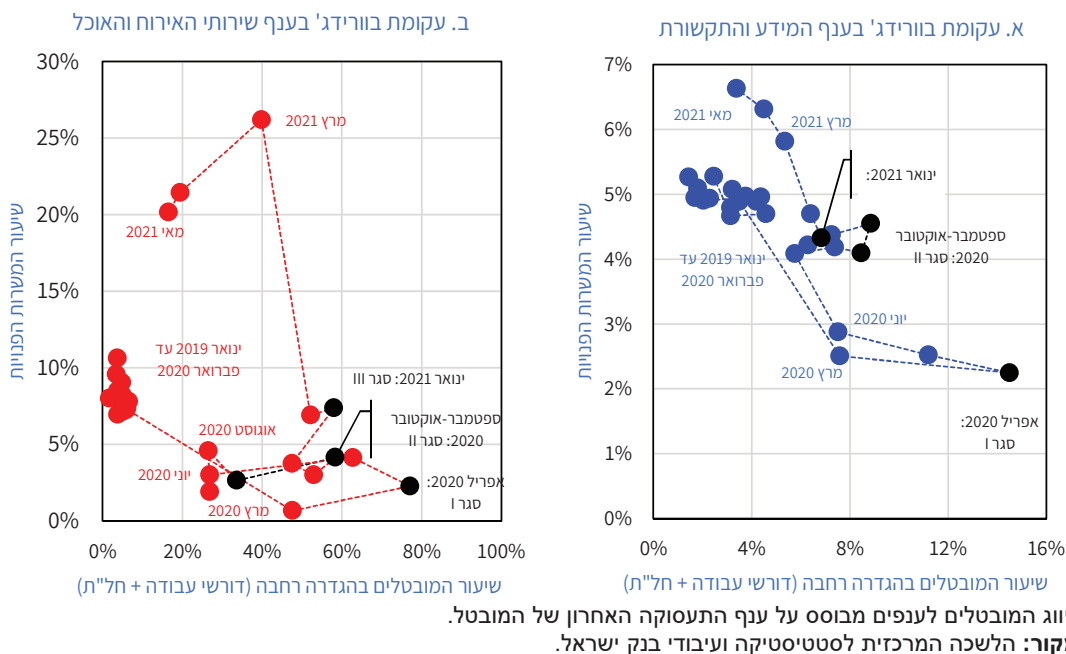
אזור 3 מציג את עקומות בוורידג' לענף המידע והתקשורת ולענף שירותי האירוח והאוכל.⁷

ענף המידע והתקשורת: מהאיור נראה כי לאחר הזעזוע הראשוני, במרץ–אפריל 2020, ענף המידע והתקשורת התאושש בהתמדה (למעט הפרעות זמניות בסגרים) ונע, בקירוב, במעלה עקומת בוורידג': שיעור המשרות הפנויות גדל לצד ירידה בשיעור האבטלה. בפרט, בנקודת הקצה – מאי 2020 – שיעור האבטלה בענף הוא הנמוך ביותר מאז פרוץ המשבר, ושיעור המשרות הפנויות הוא הגבוה ביותר. שיעור האבטלה גבוה רק במקצת משיעור הממוצע ב-2019. תוצאות אלה משקפות את העובדה שענפי הטכנולוגיה העילית נפגעו פחות במשבר, ובנקודת הקצה שוק העבודה בענף הדוק כעת יותר מאשר טרם המשבר.

שירותי האירוח והאוכל: בחינה דומה לענף שירותי האירוח והאוכל מעלה כי לאחר הזעזוע הראשוני של מרץ–אפריל 2020 היו תנודות גדולות בשיעור המובטלים, אולם ללא מגמה ברורה, ובמקביל שיעור המשרות הפנויות נותר יציב יחסית, למעט נסיקה בחודשים האחרונים של המדגם. עם פתיחת המשק במרץ 2021 שיעור המשרות הפנויות נסק, ועל אף ירידה של שיעור האבטלה הרחבה בחודשים שלאחר מכן, במאי הוא עדיין היה גבוה מרמתו הממוצעת ב-2019 ביותר מ-10 אחוזים. ממצא זה תומך בטענה שהמובטלים בענף זה אינם ממהרים לחזור לתעסוקה.

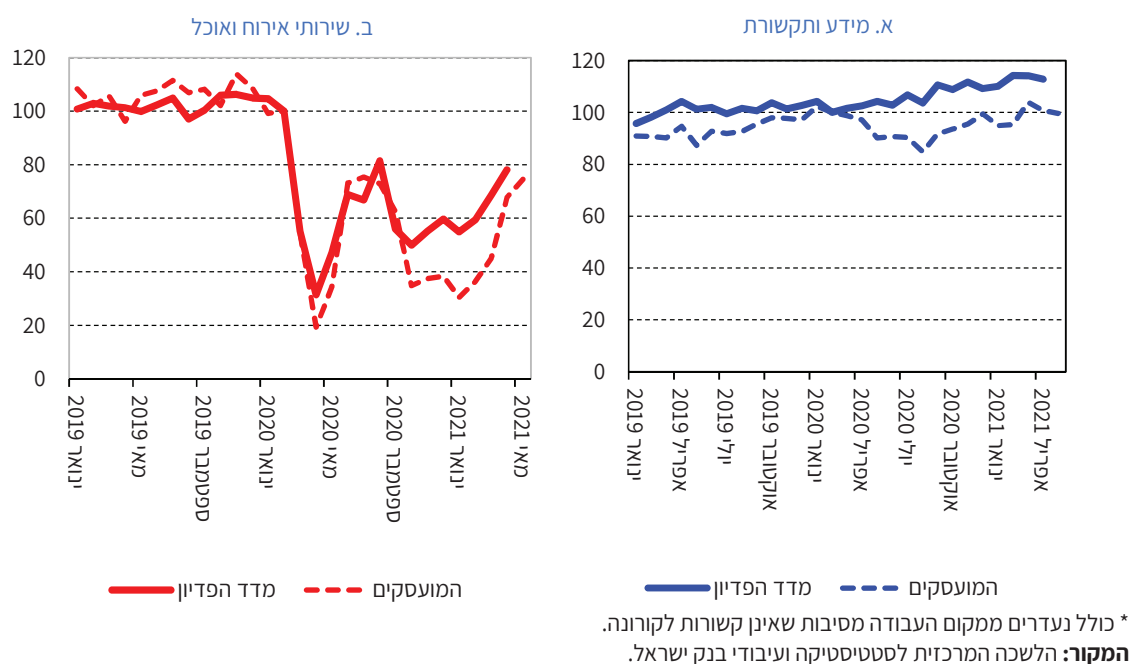
⁷ סיווג המובטלים לענפים מבוסס על ענף התעסוקה האחרון של המובטל.

איור 3: עקומת בוורידג' בענפי המידע והתקשורת ושירותי הארחה והאוכל*
 מובטלים בהגדרה הרחבה: דורשי העבודה + בחל"ת, ינואר 2019 עד מאי 2021



איור 4: מדדי פעילות (המועסקים* והפדיון במחירים קבועים, מדדים)

ינואר 2019 עד מאי 2021, פברואר 2020 = 100



4.2. אינדיקטורים לרמת הפעילות

איור 4 מציג את סך המועסקים (עד מאי) בכל ענף לצד מדדי הפדיון במחירים קבועים (עד אפריל). מדדים אלה נותנים אינדיקציה להיקף הפעילות בכל ענף הן מצד התשומות והן מצד התפוקות. בדיקה זו נועדה לבחון עד כמה רמת הפעילות בשני הענפים רחוקה מרמתה ערב המשבר.

ענף המידע והתקשורת: מאיור 4 עולה שהמשבר אמנם פגע בתעסוקה בחודשים מרץ עד אוגוסט 2020, אך מאז היא התאוששה, והחל ממרץ 2021 רמתה כבר גבוהה מזו ששררה ערב המשבר. לעומת זאת הפדיון המשיך לצמוח בהתמדה, ולא ניכרת בו פגיעה כלשהי. נתונים אלה מורים על התייעלות הענף, שכן החברות בו הצליחו להגדיל את תפוקתן תוך שימוש בפחות תשומות, לפחות בזמן המשבר. סביר שהחברות ישאפו לשמר את השיפור ביעילותן, ולכן לא מן הנמנע שלהתייעלות תהיה השפעה מרסנת ומתמשכת על הביקוש לעובדים. בממצאים אלה יש כדי לתמוך בהשערת ה-jobless recovery, כלומר התאוששות הפעילות העסקית לצד קיפאון מסוים בתשומת העבודה, אולם האיור מלמד שאפקט זה נשחק במקצת עם היציאה מהמשבר, וכן שהוא אינו גדול במיוחד.

כדי לתת אינדיקציה למאפייניהם של המובטלים בענף מוצגות, בלוח 3, תכונות המובטלים ערב המשבר, ומושוות לתכונות המובטלים בזמן פתיחת המשק, בחודשים אפריל-מאי 2021. מהלוח עולה כי מובטלי הקורונה מבוגרים רק במקצת מהמובטלים לפני המשבר, וכי רמות השכלתם דומות. לעומת זאת שכר המובטלים (במשרתם האחרונה) עלה באחוזונים הנמוכים וירד באחוזונים הגבוהים יותר. מכאן שעיקר המובטלים החדשים אינם מגיעים מתחתית ההתפלגות אלא משכבת הביניים של המועסקים בענף. על כן הממצאים תומכים במידה מסוימת בקיטוב מאפייני המועסקים בענף ובתרחיש ההתאוששות נטולת המשרות.

שירותי האירוח והאוכל: בענף שירותי האירוח והאוכל ניכרת פגיעה הן מצד התשומות והן מצד התפוקות: שתייה נפגעה קשה וטרם חזרו לרמותיהן ערב המשבר (איור 4). רמתן הגבוהה של המשרות הפנויות החל ממרץ 2021 מאותתת על גידול היקף הפעילות בענף, לפחות זה הצפוי, אולם שיעור האבטלה בענף, אף שירד, עודנו גבוה מאוד, כ-16.5 אחוזים במאי (איור 3). תוצאות אלה תומכות בסברה כי חלק לא מבוטל מהמובטלים בענף אינם ממהרים לחזור לעבודה.

לוח 4 מציג את תכונות המובטלים בענף ערב המשבר ומשווה אותן לתכונות המובטלים בזמן פתיחת המשק. בניגוד לממצאים מענף המידע והתקשורת נראה שמבחינת שוק העבודה מובטלי הקורונה בענף שירותי האירוח והאוכל חזקים יותר ממובטלי הענף לפני המשבר: שכרם גבוה יותר והשכלתם גבוהה מעט יותר. ייתכן שהדבר משקף נטייה של המעסיקים להעסיק עובדים בעלי שכר נמוך – משום שהעבודה בענף ממילא אינה דורשת מרובית העובדים מיומנות גבוהה – או חוסר רצון של העובדים לחזור לתעסוקה בשלב זה. מכל מקום, הממצאים אינם מצביעים על התייעלות, שתתמוך בהתאוששות נטולת משרות.

לוח 3: מאפייני הבלתי-מועסקים לפני משבר הקורונה ואחריו בענף מידע ותקשורת					
הממוצע	האחוזון ה-75	האחוזון ה-50	האחוזון ה-25	המשתנה	
35.16	41	33	28	הגיל	לפני המשבר (ינואר-פברואר 2020)
14.85	16	15	12	שנות הלימוד	
12,148	20,764	8,932	4,041	השכר*	
35.98	42	34	29	הגיל	לאחר המשבר (אפריל-מאי 2021)
14.34	16	14	12	שנות הלימוד	
9,905	15,527	7,090	4,320	השכר*	

* השכר במשרה האחרונה של המובטל.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 4: מאפייני הבלתי-מועסקים לפני משבר הקורונה ואחריו בענף שירותי האירוח והאוכל					
הממוצע	האחוזון ה-75	האחוזון ה-50	האחוזון ה-25	המשתנה	
30.69	42	25	18	הגיל	לפני המשבר (ינואר-פברואר 2020)
12.29	12	12	11	שנות הלימוד	
4,558	6,846	4,060	1,200	השכר	
38.28	48	36	26	הגיל	לאחר המשבר (אפריל-מאי 2021)
13.02	14	12	12	שנות הלימוד	
6,243	8,051	5,532	3,990	השכר	

* השכר במשרה האחרונה של המובטל.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

מקורות

בנק ישראל (2013). דוח לשנת 2012, פרק ה', שוק העבודה.

בנק ישראל (2014). דוח לשנת 2013, פרק ה', שוק העבודה: תהליכים מבניים.

יכין, י., ונ' פרסמן, (2014). "מודל של חשבונאות זרמים לשוק העבודה: יישום עבור ישראל", *סקר בנק ישראל* 88, 95-53.

משרד האוצר, אגף הכלכלנית הראשית (יוני 2021). "הפגיעה בשוק העבודה בישראל בשנת 2020 בהשוואה בין"ל וביחס למשברי עבר".

Beveridge, W. (1944). *Full Employment in a Free Society*. London: George Allen and Unwin.

Barnichon, R. and A. Figura (2015). "Labor Market Heterogeneity and the Aggregate Matching Function", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(4), 222-249.

Hall, Robert and Sam Schulhofer-Wohl. (2018) "Measuring Job Finding Rates and Matching Efficiency with Heterogeneous Job-Seekers", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 10(1), 1-32.

Heathcote, J, F. Perri; and G. Violante (2020). "The Rise of US Earnings Inequality: Does the Cycle Drive the Trend?" *Review of Economic Dynamics*, 37, Supplement 1, S181-S204

Jaimovich, N and Henry E. Siu. (2020). "Job Polarization and Jobless Recoveries", *The Review of Economics and Statistics*, 102(1), 129-147.