

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2020



בנק ישראל



דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2020

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	המדיניות המוניתרית
12	תנאי הרקע וההתפתחויות העיקריות שעמדו לנגד עיני הוועדה המוניתרית
12	1. הפעילות הריאלית בישראל
14	2. סביבת האינפלציה
16	3. שערי החליפין
17	4. הכלכלה העולמית
20	5. שוק האשראי
22	6. ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים
24	7. המדיניות הפיסקלית
24	8. שוק הדיור
25	9. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר
28	10. תוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2020

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. כדי להשיג יעדים אלה מפעיל בנק ישראל כמה כלים, ובראשם החלטות על רמת הריבית המתאימה לטווח הקצר; נוסף על כך הבנק רשאי להתערב בשוקי המט"ח והאג"ח.

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 מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים ברציפות – מאז פרסום מדד המחירים לצרכן של יוני 2019 (ב-15 ביולי 2019). שיעור האינפלציה ירד בתקופה זו אל מתחת לגבול התחתון של היעד, וההסברים לכך מובאים בדוח זה.

דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2020 הוכן בידי כלכלנים מחטיבת המחקר, בהנחיית הוועדה המוניטרית. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-4 בינואר 2021, ולכן מתייחס למדד המחירים עד לחודש נובמבר 2020.

תקציר

המדיניות המוניטרית: דוח זה סוקר את המדיניות המוניטרית במחצית השנייה של 2020 ובתחילת המחצית הראשונה של 2021¹. במהלך המחצית הנסקרת, על רקע הימשכות המשבר והרעת התנאים הכלכליים במשך בעקבות התפשטות נגיף הקורונה והצעדים שננקטו למניעתה, הפעילה הוועדה המוניטרית מספר כלים במטרה לסייע בהתמודדות עם המשבר. הצעדים שננקטו נועדו לצמצום הפגיעה הכלכלית שנגרמה בגלל המשבר הבריאותי, להבטחת המשך פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים, להגברת התמסורת מריבית בנק ישראל לריביות השוק ולעידוד הביקושים והאינפלציה תוך הקלה בתנאי האשראי – וזאת גם בעזרת הפעלת מנגנוני אשראי ייחודיים וממוקדים.

החלטת יולי כללה, לראשונה, רכישת אג"ח קונצרניות בשוק המשני בהיקף של 15 מיליארד ש"ח. נוסף על כך הוחלט על חידוש התוכנית המיוחדת להרחבת היצע האשראי לעסקים קטנים ועל יצירת תשתית להרחבת מגוון הנכסים שהבנקים יוכלו לקבל כבטוחה להעמדת אשראי. בהחלטת חודש אוקטובר הודיעה הוועדה על הגדלת תוכנית רכישות האג"ח הממשלתיות ב-35 מיליארד ש"ח. נוסף על כך הוחלט על נדבך חדש בתוכנית להקלת תנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים: בנק ישראל יספק למערכת הבנקאית הלוואות בריבית שלילית, של -0.1%, לראשונה בישראל, בהתאם לתנאים שנקבעו. במהלך המחצית השנייה הושארה הריבית המוניטרית ללא שינוי – 0.1%. מלבד הכלים שפורטו לעיל המשיך בנק ישראל במהלך המחצית לרכוש מט"ח. לצד הכלים המוניטריים שהפעילה הוועדה בתקופה הנסקרת נקט הפיקוח על הבנקים שבבנק ישראל מספר צעדים נוספים בשוק האשראי.

הפעילות הריאלית המקומית: הנתונים והאינדיקטורים שהוצגו בפני הוועדה במחצית הנסקרת תיארו את התאוששות המשק הישראלי בחודשי הקיץ, אך גם את הפגיעה החדה בפעילות בעטיו של הסגר השני בספטמבר-אוקטובר. בתקופת הסגר השני ניכרה ירידה חדה בפעילות, אך בעוצמה מתונה מזו שהייתה בסגר הראשון. נתוני שוק העבודה מלמדים כי טרם הטלת הסגר השני התייצב שיעור האבטלה הרחב סביב 11%-12%; כי במהלך סגר זה הוא נסק עד כ-23% במחצית הראשונה של אוקטובר; וכי אחרי הסגר הוא ירד בהדרגה ועמד במחצית הראשונה של דצמבר על כ-12.7%.

סביבת האינפלציה: במהלך המחצית השנייה של השנה סביבת האינפלציה נותרה נמוכה, ושיעור האינפלציה השנתי עודנו שלילי, אך גבוה במקצת מאשר בסוף המחצית הראשונה. האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים עומדת על -0.6%, ובניכוי אנרגיה ופז"י – על -0.2%. הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מכל המקורות ירדו במהלך המחצית ונותרו מתחת לגבול התחתון של היעד, והציפיות משוק ההון שבו באוקטובר-נובמבר לתחום השלילי. הציפיות פורוורד לכל הטווחים נותרו במחצית השנייה ללא שינוי ניכר, והציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים (מעל שלוש שנים) נותרו במהלכה מעוגנות בטווח היעד.

שער החליפין: במהלך רוב המחצית השנייה התחזק השקל קלות מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, ובפרט – בחודשיים האחרונים של המחצית נרשם ייסוף משמעותי. זאת בעיקר בשל התחזקות השקל מול הדולר. בסיום המחצית הנסקרת עמד שער החליפין של השקל מול הדולר על רמה נמוכה של 3.2 שקל לדולר.

הכלכלה העולמית: בכלכלה העולמית נרשם שיפור במהלך הרבעון השלישי, על רקע הירידה בתחלואה והקלת מדיניות הסגרים, תוך שונות גדולה בין המשקים; בארה"ב נרשם שיפור, שהיה חזק מאשר באירופה ובין, וכלכלת סין בלטה לטובה בזכות הצלחתה בהתמודדות עם המשבר הבריאותי. השיפור בפעילות הביא גם לעדכון כלפי מעלה של תחזית קרן המטבע. הסחר העולמי התכווץ בחדות, והאינפלציה העולמית נותרה נמוכה. יחד עם זאת בארה"ב היא עלתה מעט במחצית הנסקרת לשיעור של כ-1.2%. המדיניות המוניטרית במדינות השונות נותרה מרחיבה מאוד, והבנקים המרכזיים המשיכו לאותת על נכונותם לנקוט צעדים לא קונבנציונליים נוספים כדי להקל על התנאים הפיננסיים. מדדי המניות בשוקי ההון העולמיים התאוששו במחצית השנייה, אך תנודתיותם עודנה גבוהה.

שוק האשראי: יתרות האשראי הבנקאי הן של העסקים הקטנים והן של האשראי המסחרי נותרו יציבות לאורך המחצית. שוק האשראי המשיך לתפקד תוך יציבות בריביות, וזאת בתמיכת מגוון צעדים של בנק ישראל ומשרד האוצר. הריבית הממוצעת לעסקים הקטנים אף ירדה במקצת. על פי סקר הערכת המגמות בעסקים, שעורכת הלמ"ס, נמשכת מגמת ירידה בקושי לגייס מימון – הן אשראי בנקאי והן אשראי חוץ-בנקאי – והמדדים מתקרבים לרמות ששררו לפני המשבר, אף כי הם עדיין גבוהים

¹ ההחלטות ב-2020, שהתקבלו ב-6 ביולי, ב-24 באוגוסט, ב-22 באוקטובר וב-30 בנובמבר, וההחלטה שהתקבלה ב-4 בינואר 2021.

בהשוואה לתקופת טרום המשבר. יתרת האשראי הבנקאי שבגינו נדחו התשלומים במסגרת המתווים לדחיית תשלומי הלוואות, שיזם הפיקוח על הבנקים, עומדת על כ-160 מיליארד ש"ח, מתוכם כ-65% (104 מיליארד ש"ח) הלוואות לדירוג ו-13% (21.1 מיליארד ש"ח) אשראי לעסקים זעירים. על כ-41% מיתרות האשראי הנדחה טרם חודשו התשלומים. הפעילות בקרן למתן אשראי בערבות המדינה לעסקים קטנים ובינוניים ממשיכה גם במסלול שבסיכון מוגבר. שיעור הניצול של הקרן לעסקים גדולים נותר נמוך ויציב.

ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים: במחצית הראשונה של השנה הביאה התפשטות נגיף הקורונה לירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ובעולם. בתגובה המשיכו בנקים מרכזיים רבים, ובהם בנק ישראל, להפעיל גם במחצית השנייה תוכניות שונות לרכישת נכסים ולפתיחת חסמי אשראי למגזרים הזקוקים לכך; זאת כדי לוודא שהשווקים ימשיכו להיות נזילים ולתמוך בתפקודם התקין. באפיק הממשלתי בישראל נרשמה היתלות קלה של עקום התשואות, לצד עליית תשואות בעקום השקלי (שאינו צמוד), בדומה למגמה העולמית בהובלת ארה"ב. מרווחי האג"ח הקונצרניות המשיכו להצטמצם, לצד עליות מסוימות במדדי המניות, אך הביצועים הכוללים של שוקי המניות בישראל השנה נמוכים משמעותית בהשוואה עולמית. בשווקים הפיננסיים נשמרה יציבות יחסית במהלך רוב המחצית השנייה, ובסופה נצפו עליות שערים – בין היתר, על רקע בשורות בעניין החיסונים לקורונה.

המדיניות הפיסקלית: בדיון על המדיניות הפיסקלית הביעו חברי הוועדה לאורך המחצית דאגה לנוכח המשך אי-הוודאות, הנובעת מהעדר תקציב לשנת 2020 ואי הגשת תקציב 2021 לאישור הממשלה. הגירעון הגיע בספטמבר ל-9.1 אחוזי תוצר, ובסוף השנה הוא צפוי לעמוד על כ-12 אחוזי תוצר. כשלושה רבעים מהגירעון מיוחסים להשלכות מגיפת הקורונה – מחצית מהם עקב גידול ההוצאות ורבע עקב ירידת ההכנסות ממסים בשל תגובת התוצר למשבר.

שוק הדירה: לאחר התמתנות קצב העלייה של מחירי השכירות במחצית הראשונה התגבר קצב זה במחצית הנסקרת, וזאת לצד שיעור עלייה יציב של מדד מחירי הדירות.

תחזית חטיבת המחקר: חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת ארבע תחזיות בצמידות להודעות הריבית – ביולי, באוגוסט (עדכון שלא מן המניין), באוקטובר ובינואר; לתחזית אוקטובר התווסף בנובמבר עדכון מיוחד, שהוצג לוועדה, של נתוני הצמיחה ב-2020, לאור נתוני צמיחה מעודדים ברבעון השלישי. לאורך רוב המחצית השנייה הוצגו בתחזיות המקרו-כלכליות של חטיבת המחקר שני תרחישים אפשריים, ובמהלכה עודכן, בין היתר, שיעור האבטלה החזוי כלפי מעלה. שני התרחישים שהוצגו בתחזית ינואר הם 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). לעת עתה, לאור קצב ההתחסנות המהיר של השבועות האחרונים, נראה שנכון למועד פרסום הדוח, סבירות ההתממשות של תרחיש החיסון המהיר גבוהה במידה ניכרת מזו של תרחיש החיסון 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 הרחב (גילאי 15+) צפוי לרדת עד לרביע האחרון של 2021 ל-7.7% מכוח 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 בהנחה שהממשלה תנקוט 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.

במהלך המחצית הנסקרת דנה הוועדה בסיכונים הכלכליים לתחזית, שתלויים ברובם בהתפתחות האפידמיולוגית – באופיים ומספרם של הסגרים, שעלולים להיות שונים מן ההערכות, באפקטיביות שלהם, ברמת התחלואה בחורף ובמועד והקצב של התחסנות הציבור נגד הקורונה – אך גם בסיכונים כלכליים אחרים, כגון היחלשות נוספת של הפעילות בחו"ל וצעדים של הממשלה, וכן באי הוודאות הפוליטית והתקציבית.

המדיניות המוניטרית

במחצית השנייה של שנת 2020, על רקע הימשכות המשבר והרעת התנאים הכלכליים במשק בעקבות התפשטות נגיף קורונה והצעדים שננקטו למניעתה, הפעילה הוועדה המוניטרית מספר כלים כדי לסייע בהתמודדות עם המשבר. הצעדים שננקטו נועדו לצמצום הפגיעה הכלכלית שנגרמה בגלל המשבר הבריאותי, להבטחת המשך פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים, להגברת התמסורת מריבית בנק ישראל לריביות השוק ולעידוד הביקושים והאינפלציה; זאת תוך הקלה בתנאי האשראי, בין השאר בעזרת הפעלת מנגנוני אשראי ייחודיים וממוקדים.

הייחוד של המדיניות המוניטרית במחצית זו הוא התמקדות בתחום זמינות האשראי, תוך הפעלת מנגנונים להתמודדות גם עם חסמי אשראי נקודתיים, מה שבדרך כלל אינו מאפיין מדיניות מוניטרית קלאסית, אשר פועלת באופן רוחבי. נוסף על כך נמשך השימוש בחלק מכלי המדיניות המקרו-כלכליים שהופעלו עם פרוץ המשבר. (לצעדי בנק ישראל במהלך המשבר ראו איור 1).

השפעות משבר הקורונה על הפעילות הכלכלית אינן אחידות, והפגיעה מתרכזת בעיקר בענפים המושפעים ישירות מהמגבלות על הפעילות ומדרישות הריחוק החברתי. לכן פגיעת המשבר במשקי הבית שפרנסתם תלויה בענפים אלה גדולה במיוחד, ופערי הסיכון בין המגזרים השונים עלולים להוסיף ולגדול ככל שהמשבר יתמשך. בהקשר זה ציינו חברי הוועדה שאופיו של המשבר מדגיש את חשיבותה הרבה של המדיניות הפיסקלית, אך גם את חשיבותה של המדיניות המוניטרית לשווקים הפיננסיים, בפרט לשוקי האשראי, וכן את הצורך בפתרונות ממוקדים לענפים ולמשקי הבית שנפגעו.

בהחלטת חודש יולי הוחלט פה אחד לרכוש אג"ח קונצרניות בשוק המשני בהיקף של 15 מיליארד ש"ח – כלי מדיניות חסר תקדים בישראל; זאת כדי להרחיב את האפשרות של חברות גדולות לגייס אשראי באופן ישיר, ולפנות אשראי בנקאי וחוץ-בנקאי לעסקים קטנים יותר. במסגרת זו השיק בנק ישראל תוכנית חדשה לרכישת אג"ח קונצרניות על בסיס סמן רחב של ניירות ערך – אג"ח בדירוג השקעה מקומי A- ומעלה בלבד. דיון הוועדה שקדם להחלטה התייחס להיבטים שונים המצדיקים התערבות, תוך הבחנה בין מצב של כשל שוק לבין סיוע בהקטנת עלויות הגיוס. הוועדה סברה שאף כי לא היה באותה עת כשל שוק, היה מקום לתוכנית שתחזק את התמסורת מהריבית המוניטרית אל כלל הריביות במשק, תעודד הנפקות של אשראי למגזר העסקי ותפנה מקורות אשראי לכלל מגזרי המשק (איור 1).

בהחלטת חודש יולי גם הוחלט פה אחד על חידוש התוכנית המיוחדת להרחבת היצע האשראי לעסקים קטנים ועל יצירת תשתית להרחבת מגוון הנכסים שהבנקים יוכלו להעמיד כבטוחה לאשראי שהם מקבלים לשם כך מבנק ישראל. הוועדה דנה ביצירת תשתית שתאפשר לבנקים להעמיד תיקי משכנתאות כבטוחה כנגד האשראי שהם מקבלים מבנק ישראל במסגרת התוכנית להרחבת היצע האשראי לעסקים קטנים וזעירים, צעד שהגיע לכדי מימוש בימים האחרונים של 2020.

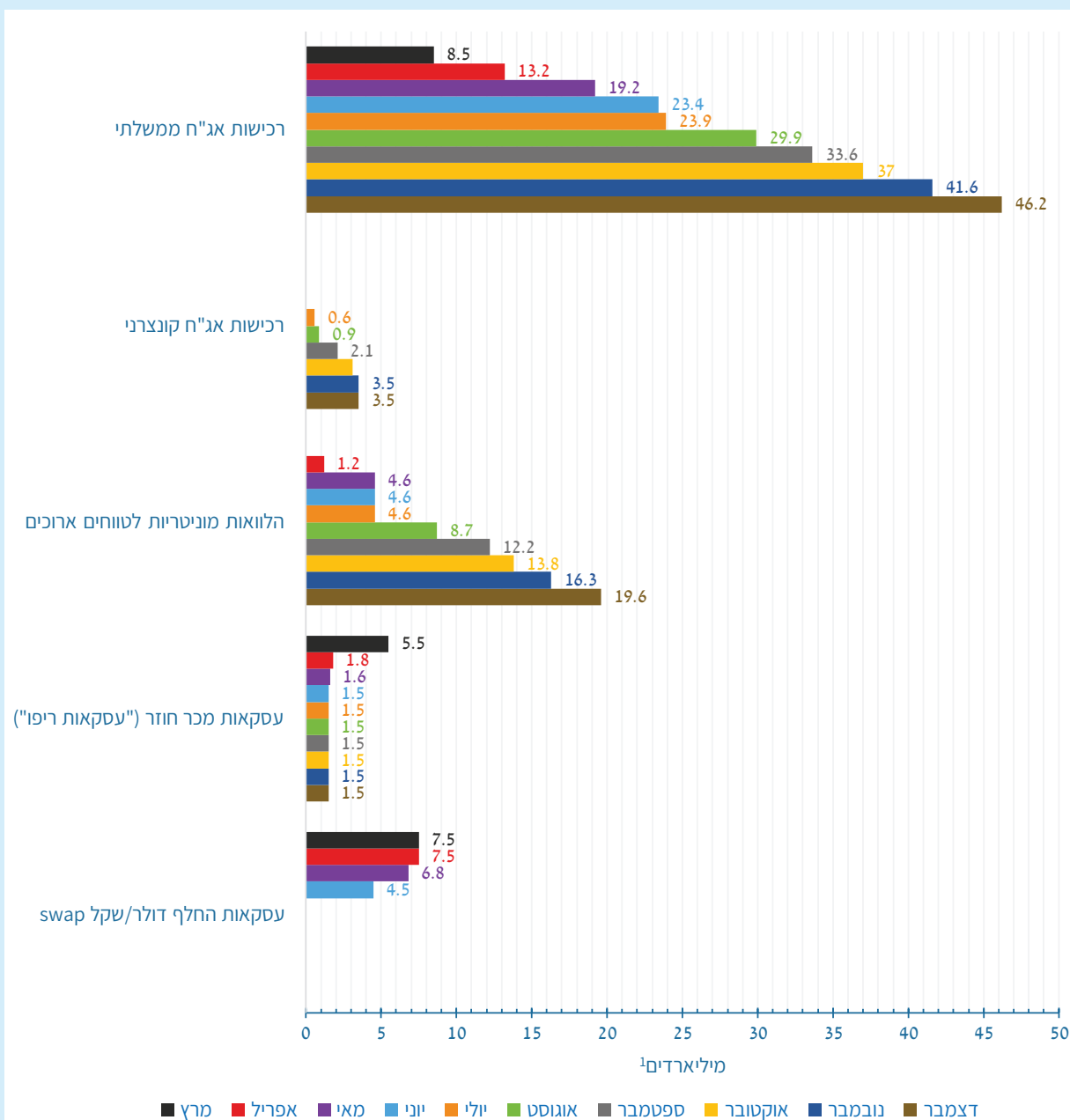
בעת החלטת חודש אוגוסט נמשכה ההתאוששות הכלכלית, ולמרות גידול התחלואה לא הוחלו מגבלות משמעותיות נוספות על הפעילות הכלכלית. הוועדה סברה כי הכלים שבנק ישראל מפעיל נתנו באותו שלב מענה מספק לצורכי המשק, ובהחלטה זו לא הוחלט על הפעלת כלי מדיניות נוספים.

בהחלטת חודש אוקטובר החליטה הוועדה פה אחד להגדיל את תוכנית רכישות האג"ח הממשלתיות ב-35 מיליארד ש"ח. החלטת חודש אוקטובר התקבלה מייד עם תום השלב הראשון של הסגר השני, כאשר הסתמן כי ההתאוששות שהמשק נהנה ממנה בחודשי הקיץ נבלמה בחדות באמצע ספטמבר, עם תחילת הסגר השני. הוועדה הסכימה כי הנתונים מצביעים על יציבותם היחסית ותפקודם התקין של השווקים הפיננסיים, על רקע צעדי המדיניות שננקטו במחצית הראשונה. יחד עם זאת העריכה הוועדה שצורכי האשראי צפויים להיות משמעותיים, בגלל הימשכות המשבר. על כן היא סברה שמוטב להקדים וליזום צעדי מדיניות אשר עשויים למנוע קשיים עתידיים אפשריים בשווקים. בהקשר זה דנה הוועדה בריבית הריאלית הקצרה, שהיא בישראל גבוהה ביחס לעולם, ובכלל זה בפער ההולך וגדל לאחרונה גם מול ארה"ב. 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. התוכנית, שכאמור, הורחבה באוקטובר ב-35 מיליארד ש"ח, הושקה לראשונה במרץ 2020, ובמועד זה הוחלט תחילה על רכישת אג"ח ממשלתיות בהיקף של 50 מיליארד ש"ח במטרה להוריד את עלויות האשראי במשק. בעת השקת התוכנית, במרץ, הסבירה הוועדה כי תוכנית הרכש נועדה להשפיע על חלקו הארוך יותר של עקום התשואות, כדי להוריד את עלויות האשראי לחברות ולמשקי הבית בישראל לנוכח הירידה בהכנסותיהם וקשיי הנזילות שנתקלו בהם, ולמתן את התנודות החריפות בתשואות האג"ח, שאפיינו אז את השווקים (איור 1).

איור 1

הצעדים המרכזיים של בנק ישראל במהלך המשבר

יתרות לסוף חודש, מרץ עד נובמבר 2020



¹הכמות נקובה בשקלים, מלבד עסקאות החלף דולר/שקל אשר נקובה בדולרים.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

בהחלטת חודש אוקטובר גם הוחלט פה אחד על נדבך חדש בתוכנית להקלת תנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים: **בנק ישראל יספק למערכת הבנקאית הלוואות בריבית שלילית של -0.1%, לראשונה בישראל.** הוועדה החליטה להפעיל כלי לא קונבנציונלי ממוקד, כדי שהתמיכה שמספק בנק ישראל תתגלגל במלואה לעסקים הקטנים הלווים; זאת במטרה להקל על אלה ככל שניתן, מתוך הכרה בחשיבותם לתעסוקה ולפעילות המשק. הוחלט על הספקת הלוואות למערכת הבנקאית בריבית שלילית של -0.1% כנגד הלוואות לעסקים קטנים וזעירים, בתנאי שהריבית על ההלוואות תהיה נוחה – ולא תעלה על פריים +1.3%, נמוכה יחסית לריבית השוררת כיום בשוק – והתקופה לפירעון הוארכה ל-4 שנים. הוסכם שהנדבך החדש בתוכנית יסייע לעסקים אלו, לנוכח גידול הסיכון ואי הוודאות לגבי פעילותם הסדירה וההישרדות של חלק מהם, בעיקר כתוצאה מהחלטות הממשלה למניעת התפשטות המגיפה. עליית הסיכון הזו עלולה לפגוע בתפקוד התקין של שוק האשראי ובתמסורת מהמדיניות המוניטרית אל הריבית במקטע זה של השוק, ועל כן הוחלט להפעיל את הכלי האמור. נדבך זה נוסף על התוכנית שהושקה לראשונה באפריל – הלוואות מוניטריות לטווח של שלוש שנים בריבית קבועה של 0.1%. מטרתו של הכלי החדש, כפי שהוגדרה בדיוני הוועדה דאז, הייתה הגדלת היצע האשראי לעסקים קטנים וזעירים, וקבלתו הותנתה בהיקף האשראי שהבנקים ייתנו למגזרי פעילות אלו. כאמור, באוקטובר התקופה לפירעון של הלוואות חדשות נקבעה לארבע שנים, לעומת שלוש שנים בתוכנית המקורית, וקבלת האשראי מבנק ישראל הותנתה גם בהגבלת הריבית על ההלוואות לעסקים הקטנים והזעירים לפריים +1.3%, לעומת אי התניית גובה הריבית בתוכנית המקורית.

בעת החלטת חודש ינואר 2021 בלטה ישראל בקצב התחסנות גבוה, ומספר המתחסנים עלה על מיליון, אולם בשל גידול התחלואה הוחלט על החלת סגר שלישי ומגבלות משמעותיות על הפעילות הכלכלית. הוועדה סברה כי הכלים שבנק ישראל מפעיל נתנו באותו שלב מענה מספק לצורכי המשק, ובהחלטה זו לא הוחלט על הפעלת כלי מדיניות נוספים.

צעדים אלו הצטרפו לכלים הלא קונבנציונליים שעל יישומם הוחלט במהלך המחצית הראשונה של 2020 – עסקות החלף בשוק השקל-דולר ועסקות מכר חוזר לגופים המוסדיים – כלים שבמחצית השנייה של 2020 כמעט לא נקשרו באמצעותם עסקאות חדשות. בהחלטת חודש מרץ פרסמה הוועדה תוכנית של עסקות מכר חוזר ("עסקות ריפוי"), שבמסגרתה ניתנות הלוואות לגופים המוסדיים, וכבטוחה אלה מעמידים כנגדן אג"ח. בשלב הראשוני התאפשר שימוש בבטוחות מסוג אג"ח ממשלתיות או מק"ם בלבד, ובאפריל הוחלט שגם אג"ח קונצרניות יוכלו לשמש בטוחה. במחצית השנייה כמעט לא ביצע בנק ישראל עסקות מכר חוזר חדשות עם הגופים הפיננסיים, מעבר למיחזור עסקאות קיימות בסך נמוך של 1.5 מיליארד ש"ח. בדצמבר נקשרו, לראשונה, מעט עסקות מכר חוזר חדשות עם גופים חוץ-בנקאיים מפוקחים, כגון חברות אשראי, לטווח קצר של חצי שנה בריבית של 0.1%, ובריבית משופרת שלילית של -0.1% בכפיפות להעמדת אשראי לעסקים קטנים וזעירים בריבית של עד פריים +1.3% (איור 1).

נוסף על כך בהחלטת חודש מרץ, על רקע מחסור בנזילות דולרית, פרסם בנק ישראל כי הוא יחל לבצע גם עסקות החלף (SWAP) בשוק השקל-דולר. הבנק הצהיר כי העסקאות יתבצעו כל עוד הלחצים לנזילות דולרית ייוותרו גבוהים. על כן לא בוצעו עסקות החלף חדשות בשוק השקל-דולר במחצית השנייה של 2020, שבה לא היו לחצים כאלה (איור 1).

במהלך המחצית השנייה הושארה הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1% נקודת אחוז, רמתה הנמוכה ביותר אי פעם. כזכור, החליטה הוועדה באפריל להפחית את הריבית ב-0.15% נקודת בסיס ל-0.1%. בכל החלטות הריבית במחצית הנסקרת 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, בפרט בהתחשב בכלים הנוספים שבנק ישראל מפעיל 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. בהחלטת ינואר, הוא הוסיף שאינו שולל שבעתיד יתמוך בריבית שלילית.

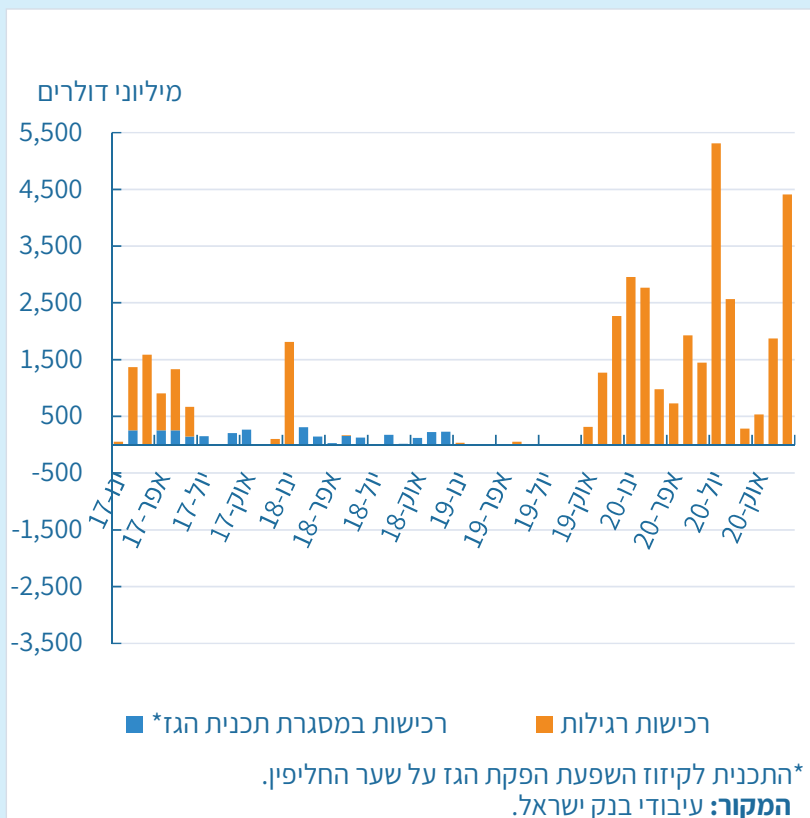
במהלך המחצית הנסקרת המשיך בנק ישראל להתערב בשוק המט"ח ורכש מט"ח בסכום כולל של כ-15 מיליארד דולרים², כדי למתן כוחות שפעלו לייסוף השקל. מעל שליש מהרכישות בוצעו בנובמבר, על רקע הייסוף באותו חודש (איור 2).

²רכישות המט"ח של בנק ישראל בחודשים יולי-דצמבר.

איור 2

רכישות בנק ישראל בשוק מטבע החוץ

ינואר 2017 עד דצמבר 2020



לצד הכלים המוניטריים שהוועדה החליטה עליהם במהלך התקופה נקט הפיקוח על הבנקים שבבנק ישראל מספר פעולות שהייתה להן הייתה השפעה משמעותית על שוק האשראי ועל הרציפות התפקודית של המערכת הפיננסית³. הוא פרסם שורה של הקלות רגולטוריות, שנועדו לאפשר לבנקים את הגמישות העסקית הנדרשת לשם מתן שירותים לציבור, ובפרט מתן אשראי. בחודש מאי 2020 הודיע הפיקוח על הבנקים על מתווה מקיף, שאומץ על ידי המערכת הבנקאית, לדחיית תשלומי הלוואות – בהתייחס למשכנתאות, אשראי צרכני ואשראי עסקי – כסיוע ללקוחות הבנקים בהתמודדות עם השלכות משבר הקורונה. ביולי, בספטמבר ובנובמבר הוחלט על הארכה והרחבה של המתווה לדחיית תשלומי הלוואות לעסקים ולמשקי בית, כולל משכנתאות, והבנקים הטמיעו אותו. במסגרת המתווה דחו הבנקים ממרץ עד סוף דצמבר 2020 הלוואות למאות

אלפי לקוחות בכל מגזרי הפעילות בסך של כ-11 מיליארדי ש"ח, והאשראי שבגיננו נדחו התשלומים מסתכם ב-161 מיליארדי ש"ח. באוקטובר אימצו חברות כרטיסי האשראי מתווה דומה, וזה הורחב בנובמבר. נוסף על כך פורסם בדצמבר מתווה המאפשר לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו משמעותית מהמשבר, ועומדים בתנאים מצטברים, לדחות את רכיב הקרן בהלוואה, ללא שיקול דעת של הבנק. ההערכה הייתה שדחייה זו צפויה להפחית משמעותית את החיוב החודשי. כמו כן הופחתו דרישות יחס המינוף מהמערכת הבנקאית בחצי נקודת אחוז, וזאת כתוספת להפחתת דרישות ההון הרגולטורית בנקודת אחוז (שעליה כבר הוחלט במרץ). נוסף על אלה צומצמו דרישות ההון במשכנתאות כדי למנוע עליית ריביות לציבור. בדצמבר הוחלט כי ניתן להקל על לווים נוטלי משכנתאות ולהסיר את מגבלת הפריים בתמהיל המשכנתא – מהלך זה עשוי לתרום להוזלת תשלומי הריבית ללווים, תוך שמירת האיזונים בין הגברת הגמישות בנטילת משכנתא לבין רמת הסיכון שהלווים נחשפים אליו.

³ להרחבה ראו סקירת הפיקוח על הבנקים שפורסמה בנובמבר "מערכת הבנקאות בישראל, סקירה חצי שנתית 2020".
<https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/Pages/SkiraHalf2020.aspx>

תנאי הרקע וההתפתחויות העיקריות שעמדו לנגד עיני הוועדה המוניטרית

1. הפעילות הריאלית בישראל

הנתונים והאינדיקטורים שהוצגו בפני הוועדה במחצית הנסקרת תיארו את ההתאוששות שחוזה המשק הישראלי במהלך חודשי הקיץ ואת הפגיעה החדה בפעילות כתוצאה מהטלת הסגר השני בספטמבר-אוקטובר. בעת הסגר השני ניכרה ירידה חדה של הפעילות, אך עוצמתה הייתה מתונה מזו של הירידה בסגר הראשון. ההתאוששות לאחר הסגר הראשון, שהייתה מהירה מהצפוי, מעידה על כושר הסתגלות גבוה של הכלכלה למגבלות התקופה. אף על פי כן עלה חשש כי ההתאוששות בתהליך היציאה מהסגר השני תהיה איטית יותר, משום שהמצב הפיננסי של בעלי העסקים הקטנים הורע ביחס למצבם ביציאה מהסגר הראשון. מחמת אופיו של המשבר השפעותיו אינן אחידות: פגיעתו עיקרה בענפים המושפעים באופן ישיר מהמגבלות על הפעילות ומדרישות הריחוק החברתי. לכן נפגעים במיוחד משקי בית שפרנסתם תלויה בענפים אלה, ופערי הסיכון בין המגזרים השונים עלולים להוסיף ולגדול ככל שהמשבר יתמשך. בהקשר זה ציינו חברי הוועדה שאופיו של המשבר מדגיש את חשיבותה הרבה של המדיניות הפיסקלית, אך גם את חשיבותה של המדיניות המוניטרית לשווקים הפיננסיים, ובפרט לשוקי האשראי, במציאת פתרונות ממוקדים לענפים ומשקי הבית שנפגעו.

מהנתונים שהוצגו בפני הוועדה עלה, שבמהלך חודשי הקיץ – לאחר הסגר הראשון ובטרם הטלת הסגר השני – רשם המשק הישראלי התאוששות מהירה בפעילות הכלכלית, כפי שעלה ממספר מדדים מרכזיים לבחינת הפעילות. סקרי הבזק של הלמ"ס הראו שיפור בציפיות העסקים לגבי היקף פעילותם. צריכת החשמל הגיעה באוגוסט וספטמבר לרמה גבוהה יותר מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. המדד המשולב מראה כי בחודשי הקיץ הייתה התייצבות בפעילות המשקית, לאחר נתונים שליליים בתחילת המשבר. על פי נתוני סקר המגמות של הלמ"ס לרבעון השלישי מאזן הנטו עלה והגיע לרמה גבוהה יותר מאשר ברבעון השני של השנה, אך רמתו הייתה נמוכה יותר מאשר ברבעון הראשון ושיקפה עדיין התכווצות חזקה של הפעילות. ביצוא הסחורות נרשם שיפור באוגוסט ובספטמבר לאחר ירידה חדה ביולי.

הטלת הסגר השני, בספטמבר, הביאה לירידה חדה בפעילות ובביקושים. עוצמת התגובה לא הייתה אחידה על פני ענפי המשק, והייתה מתונה ביחס לירידת הפעילות כתוצאה מהסגר הראשון. על פי דיווחי החברות בסקר הבזק של הלמ"ס הפגיעה בפדיון בסגר השני הייתה קטנה מאשר בסגר הראשון, ותמונה דומה עולה מנתוני הרכישות בכרטיסי אשראי: לאורך מרבית תקופת הסגר השני הירידה בשווי הרכישות הייתה מתונה יותר מאשר בסגר הראשון (לוחות 1 ו-2).

נתוני שוק העבודה מלמדים כי טרם הטלת הסגר השני שיעור האבטלה הרחב⁴ התייצב בסביבות 11%-12%, אך הוא נסק לכ-18% עם תחילת הקלות הסגר השני באוקטובר. הסגר השני העלה באופן חד את מספר הבלתי מועסקים לפי ההגדרה הרחבה, אף כי העלייה הייתה מתונה ביחס לסגר הראשון. אחוז הבלתי מועסקים מכוח העבודה עלה מ-11% בתחילת ספטמבר ל-23% במחצית הראשונה של אוקטובר, תקופת הסגר השני; במחצית השנייה של אוקטובר, עם ההקלות בסגר, הוא ירד ל-18%, ולאחר מכן המשיך לרדת בהדרגה; במהלך חודש נובמבר הוא הגיע ל-14%, וירד מעט, ל-12.7%, במחצית הראשונה של דצמבר. עליית מספר המובטלים שיקפה בעיקר גידול של מספר המועסקים שנעדרו זמנית מעבודתם מסיבות הקשורות לקורונה ("נעדרי קורונה"), בעוד שבשאר רכיבי האבטלה לפי ההגדרה הרחבה נשמרה יציבות. העלייה של מספר נעדרי הקורונה הייתה מתונה ביחס לעלייתו בעת הסגר הראשון. ייתכן שתרמה לכך הגדלת המענקים הממשלתיים הניתנים למעסיקים לשם שימור עובדיהם. מספר המובטלים (לפי ההגדרה הרחבה) לפני הטלת הסגר, במחצית הראשונה של ספטמבר, הסתכם בכ-470 אלף, ובמחצית השנייה של אותו חודש הוא עלה בכ-300 אלף איש בעקבות הטלת הסגר.

⁴ שיעור האבטלה הרחב הוא השיעור של 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 – מתוך המשתתפים בכוח העבודה בגילאים 15+.

לוח 1

החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית

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

4/1/21	30/11/20	22/10/20	24/8/20	6/7/20	ההחלטה לחודש
-7.0	-6.7	-6.8	-6.9	-6.8	2020Q1
-29.2	-28.8	-29.0			2020Q2
38.9					2020Q3
-7.9	-7.8	-8.0	-8.6	-8.5	2020Q1
-33.8	-33.5	-33.7			2020Q2
44.1					2020Q3
-23.8	-23.9	-23.8	-20.8	-20.2	2020Q1
-43.7	-44.0	-44.3			2020Q2
42.3					2020Q3
-18.3	-19.5	-19.9	-20.7	-20.7	2020Q1
-34.2	-30.3	-30.3			2020Q2
15.1					2020Q3
15.4	13.6	13.4	4.1	2.9	2020Q1
-29.4	-28.6	-28.5			2020Q2
41.6					2020Q3
-23.5	-24.8	-24.8	-32.0	-32.1	2020Q1
-35.1	-34.0	-34.0			2020Q2
-11.6					2020Q3

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2020/3	2020/2	2020/1	2019/4	2019/3	2019/2	2019	2018	2017	
38.9	-29.2	-7.0	4.6	4.1	0.7	3.4	3.5	3.6	התוצר המקומי הגולמי
44.1	-33.8	-7.9	5.6	5.3	0.1	4.0	3.7	3.8	התוצר של המגזר העסקי
-11.6	-35.1	-23.5	11.6	6.7	-1.6	5.0	5.1	6.8	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אנויות, מטוסים ויהלומים
42.3	-43.7	-23.8	9.1	3.2	-0.2	3.8	3.6	3.3	הצריכה הפרטית
31.9	-43.9	-19.0	4.8	0.5	8.4	3.7	3.5	4.4	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
5.6	22.6	-13.7	-2.7	3.4	12.0	2.8	3.9	3.5	הצריכה הציבורית
17.2	11.9	-13.2	4.7	1.0	7.0	2.7	4.3	4.4	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
-16.5	-51.6	25.6	10.9	41.8	-30.6	3.5	2.5	6.0	ההשקעה המקומית הגולמית
15.1	-34.2	-18.3	11.1	8.8	-8.8	2.5	5.1	4.6	מזה: בנכסים קבועים
38.9	-29.1	13.6	3.4	-10.0	6.9	5.9	6.6	5.2	היצוא ללא יהלומים
41.6	-29.4	15.4	4.9	-3.8	12.9	5.5	6.0	5.5	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

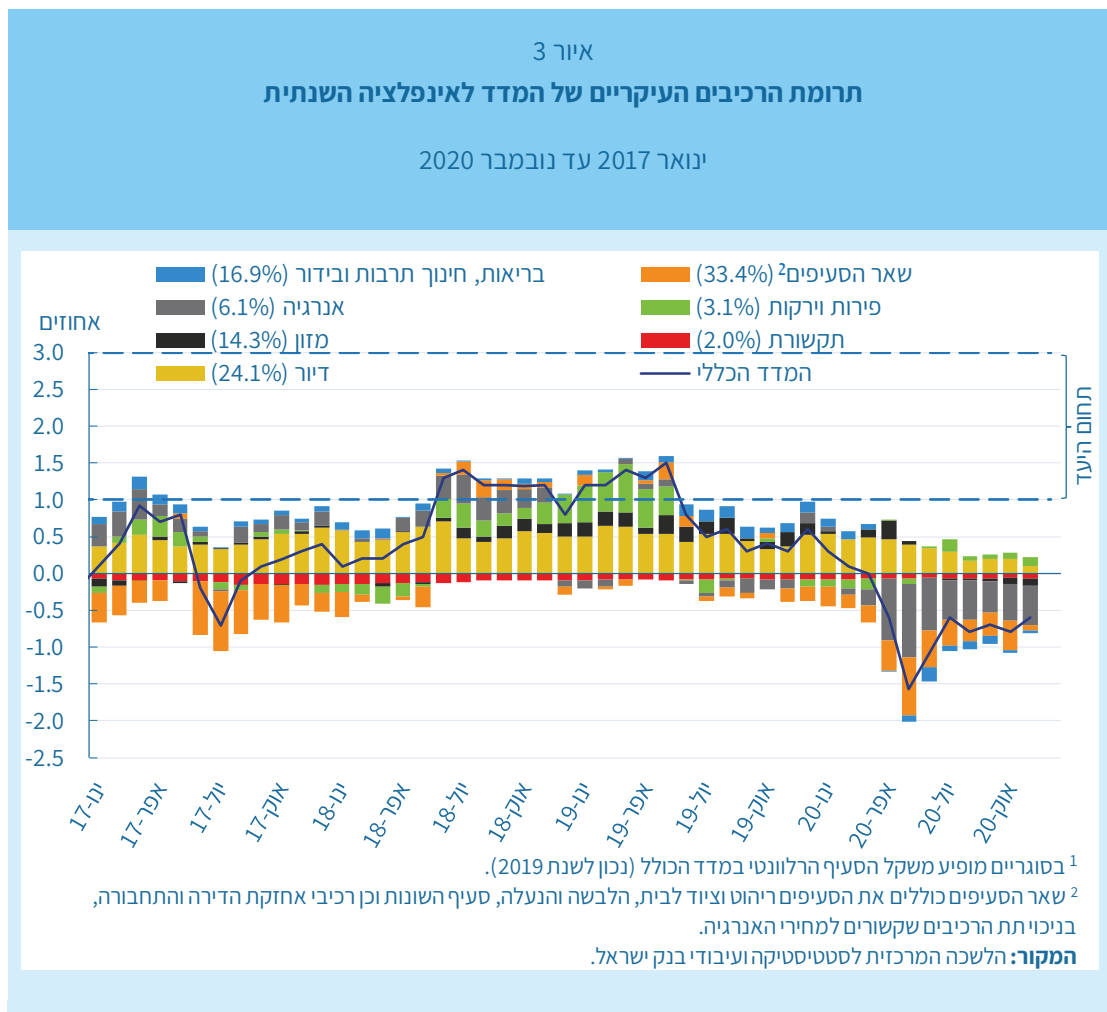
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

2. סביבת האינפלציה

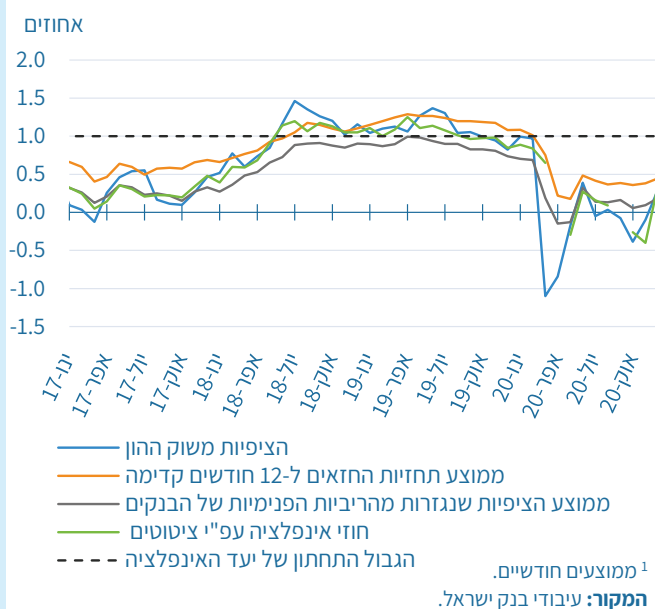
הוועדה העריכה כי סביבת האינפלציה הייתה עשויה להיות מושפעת משתי מגמות מנוגדות: מצד אחד חולשה משמעותית בביקושים, בארץ ובעולם, שהייתה צפויה לפעול לירידות מחירים, ומצד שני פגיעה בשרשרות הייצור של מוצרים שונים, שהייתה צפויה לפעול לעליות מחירים מצד ההיצע. בהתאם להערכת הוועדה עם פרוץ המשבר, ובדומה להערכות של בנקים מרכזיים נוספים – הכוחות מצד הביקוש משמעותיים יותר, ואכן האינפלציה גם בתקופה הנסקרת הייתה נמוכה ושליטת.

הירידה של סביבת האינפלציה, שהחלה עוד לפני פרוץ משבר הקורונה, התעצמה עם פרוץ המשבר, ובמהלך המחצית הנסקרת התייצב שיעור האינפלציה ברמה נמוכה. שיעור האינפלציה השנתי נותר בתקופה הנסקרת שלילי ומתחת לגבולו התחתון של היעד. זאת לאחר שבשנים 2018–2019 התייצבה האינפלציה השנתית סביב הגבול התחתון של היעד למשך כשנה, החלה לרדת בסוף המחצית השנייה של 2019 ומגמת ירידתה נמשכה במחצית הראשונה של 2020, עד ששיעורה התייצב ברמה הנמוכה האמורה במחצית השנייה (איור 3).

סביבת האינפלציה נותרה נמוכה במהלך המחצית השנייה, ושיעור האינפלציה השנתי עודנו שלילי, אך ניכרת בו עלייה מסוימת לעומת השיעור בתום המחצית הראשונה. האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים עומדת על -0.6%. שיעור האינפלציה היה במגמת התמתנות עוד בחודשים שלפני פרוץ המגיפה, אך בעקבותיה, באפריל ומאי, הוא ירד בחדות (עד לשפל של -1.6% במאי), ובתקופה הנסקרת התייצב ברמה נמוכה של כ-0.6%. התמתנות האינפלציה בתקופת הקורונה מקיפה את רוב סעיפי המדד. תורמים משמעותית להתמתנות הם סעיפי האנרגיה, הדיוך, החינוך, המזון וההלבשה וההנעלה. התרומה השלילית של סעיף האנרגיה למדד התמתנה לעומת סוף המחצית הראשונה, ובשנים עשר החודשים האחרונים הוא תרם



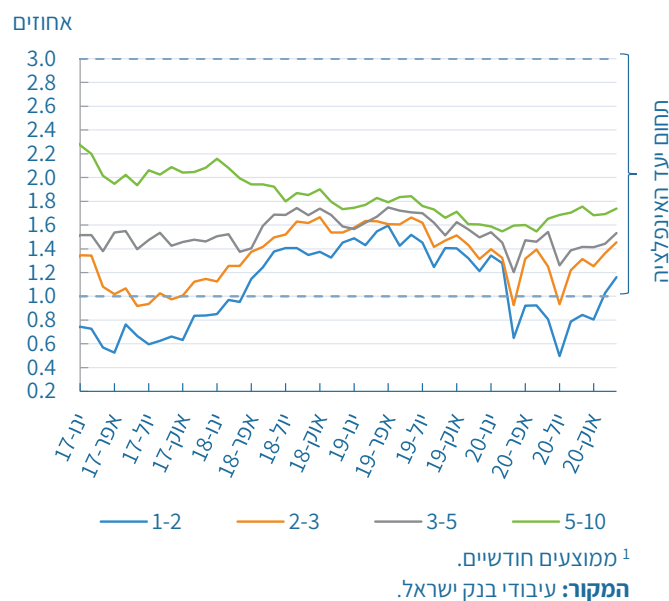
איור 4
תחזיות האינפלציה לשנה מהמקורות השונים¹
ינואר 2017 עד דצמבר 2020



למדד 0.5- נקודת אחוז (איור 4). שיעור האינפלציה במוצרים הסחירים, שירד בחדות עם פרוץ המגפה (4.7%- בשפל, במאי), עלה במחצית השנייה (עם עליית מחירי האנרגיה), והוא עומד על 1.8%- לעומתו האינפלציה ברכיב הלא סחיר התמתנה מ-0.9% באפריל ל-0.1% באוקטובר.

הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מכל המקורות ירדו במהלך רוב המחצית השנייה ונתרו מתחת לגבול התחתון של היעד. הציפיות משוק ההון הגיעו לתחום השלילי, אך לקראת סוף המחצית שבו לתחום החיובי. הציפיות פורוורד לכל הטווחים נותרו ללא שינוי ניכר ברוב המחצית, והציפיות פורוורד לאינפלציה בשנים השנייה והשלישית עלו לקראת סוף המחצית ל-1.2% ול-1.5%, בהתאמה. ייתכן שעלייתן משקפת אופטימיות – ציפייה ליציאה מהמשבר בטווחי הזמן האלה הודות למהירות התהליך של פיתוח החיסון ותחילת ההתחסנות בפועל נגד הנגיף. הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים (מעל שלוש שנים) נותרו מעוגנות בתוך היעד לכל אורך המחצית הנסקרת. היציבות היחסית של הציפיות בתקופה זו הושגה לאחר ירידה חדה בחודש מרץ, עם פרוץ משבר הקורונה, ועלייה לקראת סוף המחצית הראשונה (איורים 4 ו-5)

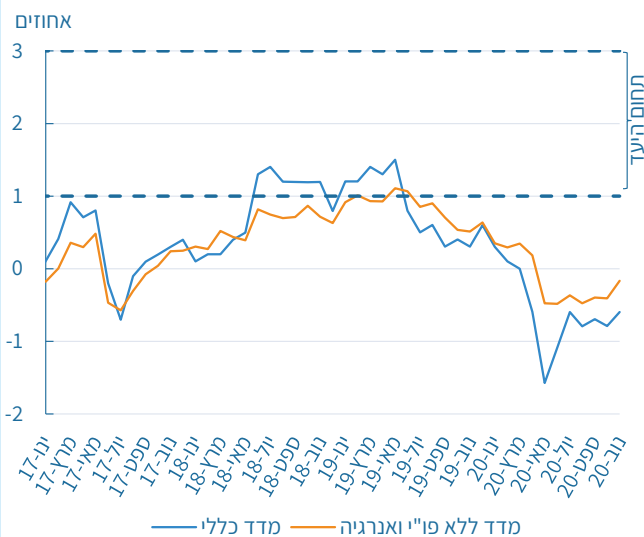
איור 5
ציפיות האינפלציה פורוורד משוק ההון¹
ינואר 2017 עד דצמבר 2020



אחד הגורמים העיקריים לירידה החדה של האינפלציה עם פרוץ המשבר היא ירידת מחירי האנרגיה. אלה צנחו בעשרות אחוזים עם תחילת המשבר והתאוששו במחצית השנייה. מגמות דומות, אך כי בעוצמה פחותה, ניכרו גם במחירי הסחורות (איור 6). המדד בניכוי אנרגיה ופ"י הרבה פחות תנודתי: העוצמה הן של הירידה והן של ההתאוששות ממנה בראשית המחצית השנייה פחותה בהרבה מאשר במדד הכללי השנתי. זה עמד במאי על 1.6%- בעוד שהמדד המנוכה עמד על 0.5%- בסיים המחצית הנסקרת הפער בין שני המדדים הצטמצם על רקע עליית מחירי האנרגיה: שיעור האינפלציה השנתי עמד בנובמבר על 0.6%-, ושיעור האינפלציה ללא אנרגיה ופ"י – על 0.2%. חשוב לציין שסביבת האינפלציה לפי המדד המנוכה במהלך כל המחצית אמנם שלילית, אך גבוהה מאשר לפי המדד הכללי (איור 7).

איור 7

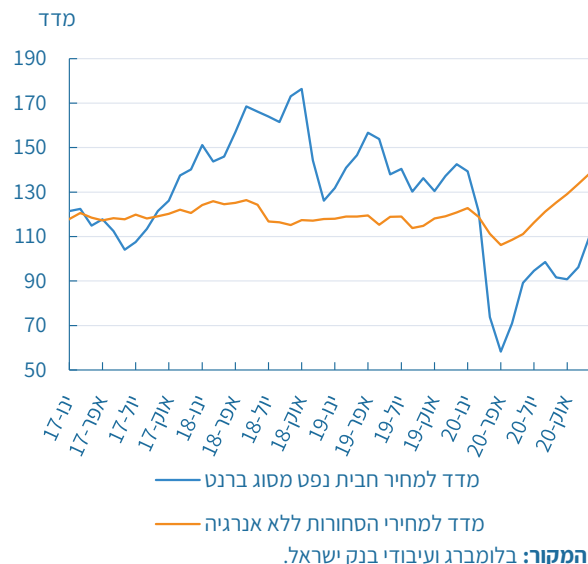
ההתפתחות של המדד הכללי והמדד ללא פירות וירקות ואנרגיה
ינואר 2017 עד נובמבר 2020



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

איור 6

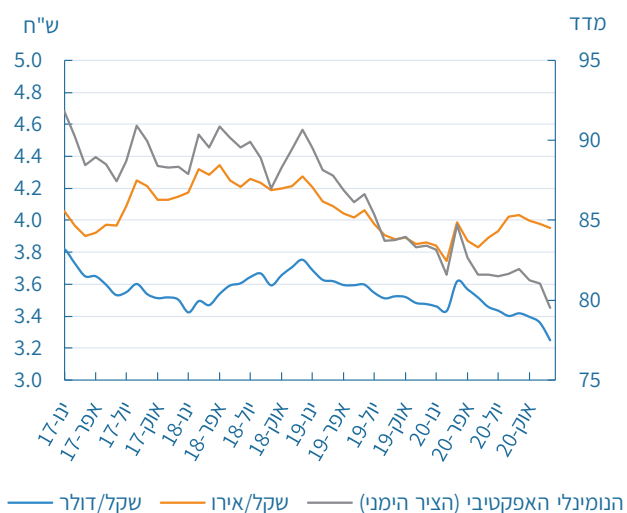
מדדים למחירי הסחורות והנפט, ממוצע חודשי
ינואר 2017 עד דצמבר 2020 (בסיס 2009=100)



המקור: בלומברג ועיבודי בנק ישראל.

איור 8

שערי חליפין נבחרים, ממוצע חודשי
ינואר 2017 עד דצמבר 2020



המקור: בנק ישראל.

3. שער החליפין

במהלך רוב המחצית השנייה התחזק השקל מעט מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, ובחודשים האחרונים של המחצית נרשם ייסוף משמעותי. זאת בעיקר בשל התחזקות השקל מול הדולר. בסיום המחצית הנסקרת עמד שער החליפין של השקל מול הדולר על רמה נמוכה של 3.2 שקל לדולר. במהלך המחצית השנייה התחזק השקל מול שער החליפין האפקטיבי ב-2.6% ומול הדולר בכ-6.9%, ונחלש מול האירו בכ-1.9%. ההתפתחות לאורך התקופה לא הייתה אחידה: בספטמבר השקל נחלש מעט מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, באוקטובר התחזק קמעה, ובנובמבר נצפתה התחזקות משמעותית. בסך הכול במהלך המחצית השנייה נע שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בתחום צר יחסית. הוועדה הדגישה בשיבותיה שבנק ישראל ממשיך לעקוב אחר שוק המט"ח, ובמהלך המחצית הנסקרת הוא ממשיך ברכישת מט"ח בהתאם לצורך (איור 9).

זאת, כאמור, לאחר שבראשית משבר הקורונה התפתח פיחות חד בגלל מחסור חמור בנזילות דולרית. כדי לספק את הנזילות הנדרשת החל אז בנק ישראל לקשור עסקות החלף (SWAP),

ובכך הביא להפחתת התנודתיות ולהתחזקות השקל. מאז התחזק השקל מול הדולר, ושער החליפין הנומינלי האפקטיבי ירד לרמה נמוכה מזו ששררה טרם המשבר (איור 8).

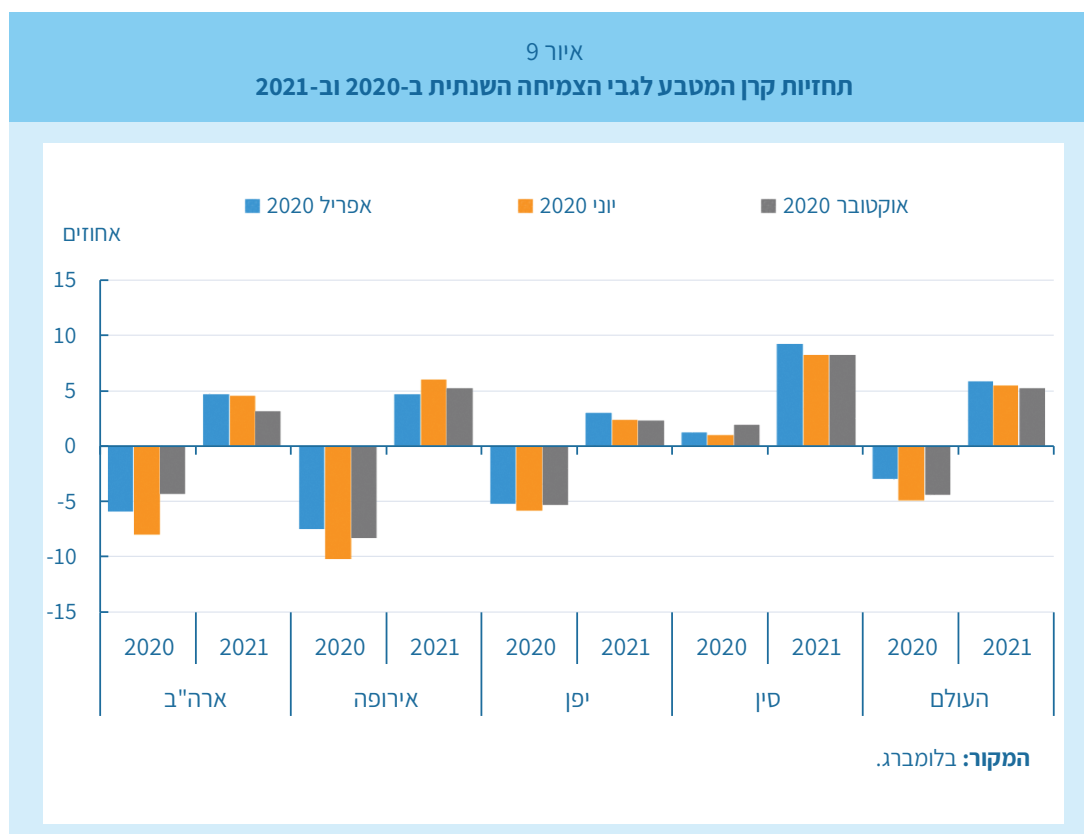
הוועדה העריכה כי אם השקל יתייצב ברמה זו, הדבר יקשה על היצוא ועל חזרת האינפלציה לתוך תחום היעד, ועל רקע זה המשיך בנק ישראל לרכוש מט"ח לאורך התקופה הנסקרת.

במחצית הנסקרת ניתחה הוועדה את הכוחות השונים הפועלים בשוק המט"ח. הדולר נחלש השנה מול מרבית המטבעות בעולם, והשקל לא בלט בהתחזקות מול הדולר, בין היתר הודות למדיניות בנק ישראל בשוק המט"ח. השקעה נרחבת במשק הישראלי והצטרפות ישראל למדד העולמי WGBI הביאו להגדלת היקף ההחזקות של משקיעים זרים בנכסים שקליים. עודף מתמשך בחשבון השוטף, יחד עם התגברות היצוא והיחלשות היבוא במהלך המשבר חיזקו גם הם את השקל. רכישות המט"ח של בנק ישראל מיתנו את קצב הייסוף והפחיתו את פגיעתה של הרעת תנאי הסחר העולמי ביצואנים.

4. הכלכלה העולמית

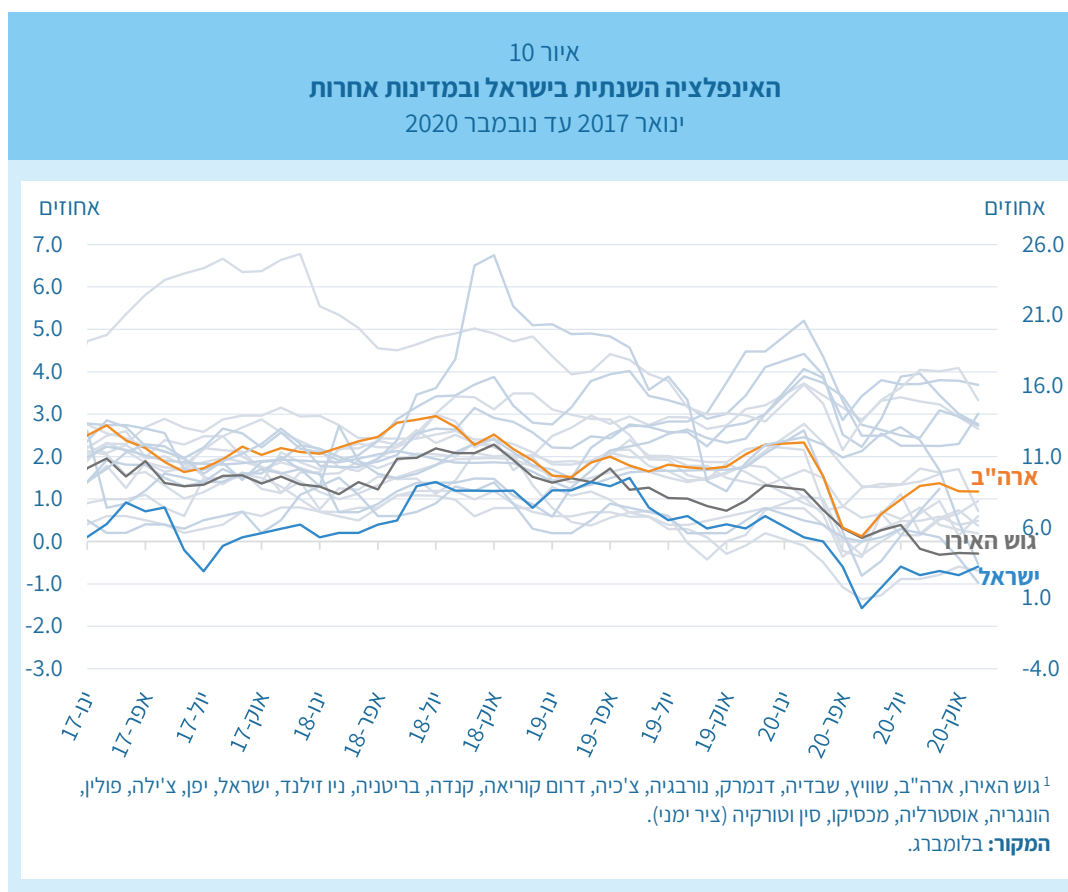
הכלכלה העולמית התכווצה בשנת 2020, ככל הנראה בכ-4%, אולם בשנת 2021 צפויה צמיחה חדה של מעל 5%. זאת לאור צפי להתאוששות מואצת מהמשבר, בזכות החיסון שהופץ מוקדם משהיה צפוי. מתחילת שנת 2020 גוש האירו בולט לשלילה בהתכווצות כלכלית של כ-8%, וזאת בעקבות מדיניות סגרים מחמירה וממושכת. ארה"ב צפויה לסיים את שנת 2020 בהתכווצות של כ-4%, כתוצאה משימוש מתון יותר במדיניות הסגרים. סין בולטת בצמיחה חיובית של כ-2%, וזאת משום ששמרה על תחלואה נמוכה החל מהרבעון השני של השנה ועל רקע השקעות ממשלתיות נרחבות וחוזקת היצוא (איור 9).

ההשפעה החיובית של ההתפתחויות בפיתוח החיסון על הפעילות הכלכלית באה לידי ביטוי, במיוחד במדינות אירופה ובארה"ב, בהתאוששות מהירה של הפעילות ברבעון השלישי. במהלך התקופה הנסקרת הודיעו החברות "פיזר" ו"מודרנה" על תוצאות טובות מהצפוי בשלב השלישי של הניסוי, ולקראת סיום המחצית הנסקרת קיבלו את אישור ה-FDA לשימוש בחיסונים. חלק ניכר מהחברות המתקדמות בפיתוח החיסון הקימו, עוד בשלב הניסוי, תשתית לייצור המוני של חיסונים, מהלך שאיפשר את הפצתם למדינות שונות כבר במהלך דצמבר.



לאחר שהמדד הגלובלי של מנהלי הרכש ירד לרמה נמוכה מאוד בחודש אפריל, בעיקר עקב חולשתו של מגזר השירותים, שנפגע מאוד מהסגרים – החלה במאי התאוששות רצופה, ורמות המדד מעידות על התרחבות הפעילות החל מחודש יולי. ההתאוששות בפעילות מתרכזת בענפי השירותים והתעשייה. בולטת צמיחה חזקה של ענפי הרכב, הבנקאות, ייצור המכוונות והנדל"ן (שהם פרו-מחזוריים) לצד המשך החולשה של ענפי התחבורה והתיירות, שנפגעים ישירות ממדיניות הריחוק החברתי. הסחר הגלובלי התכווץ בחודש ספטמבר בכ-3% לעומת ספטמבר 2019, לאחר שבחודש מאי הייתה רמתו נמוכה בכ-17% מאשר במאי 2019, ומאז הוא התאושש בהדרגה.

סביבת האינפלציה בכל גושי המשקים נמצאת מתחת ליעדי הבנקים המרכזיים: כמעט בכולם ירדה האינפלציה בחודש אוקטובר, והיא צפויה להישאר נמוכה גם בשנת 2021. עם זאת ניכרת בארה"ב מגמה של עלייה מסוימת באינפלציה במחצית הנסקרת: המדד הכולל עומד על 1.2%, ומדד הליבה – על 1.4%. נציין שגם עלייה עתידית של האינפלציה מעל ליעד של הבנק לא צפויה להביא מייד לשינוי במדיניות ה-Fed, הבנק המרכזי האמריקאי, וזאת עקב המעבר ליעד אינפלציה ממוצע. עיקר החולשה של האינפלציה בחודשים האחרונים מקורה בענפי השירותים, שנפגעו ממגבלות הקורונה, ואילו מחירי המוצרים עולים בשיעור נאה (איור 10).



במשך רוב המחצית הנסקרת נשמרה בשווקים יציבות מסוימת, אך בסופה החלה בהם תנודתיות גבוהה, על רקע התגברות התחלואה והסגרים, תוצאות הבחירות בארה"ב ופרסום תוצאות הניסויים בחיסון נגד קורונה. בתחילת התקופה הנסקרת נסחרו המניות בירידות שערים, לנוכח התחלואה הגבוהה בארה"ב ובאירופה, שהניעה מדינות רבות באירופה להחיל סגר חלקי למשך חודש לפחות. את חששות המשקיעים הגבירו גם אי הוודאות לגבי הבחירות בארה"ב יחד עם ההבנה שלפניהן לא תגובש חבילת סיוע פיסקלית. פרסום תוצאות הניסויים הביא לעליית של מדדי המניות, וזאת לצד עלייה מתונה של תשואות האג"ח הממשלתיות. חשוב לציין שאת העליית בשווקים לאחר ההודעה על הצלחת החיסון הובילו המגזרים שנפגעו ביותר בשנה האחרונה, לצד חולשה של מניות הטכנולוגיה, שנהנו מיתרון במשך תקופת הסגרים.

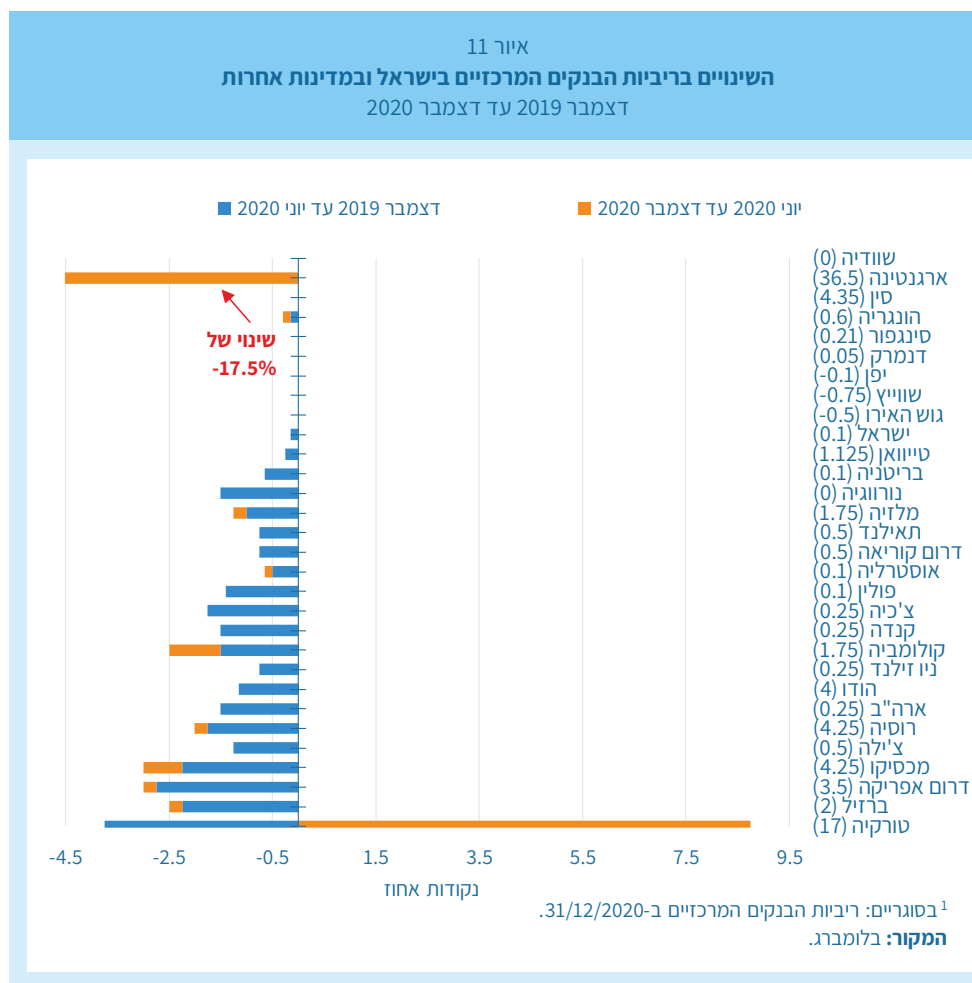
התפשטות המגיפה בעולם הניעה מדינות רבות להפעיל כלים מוניטריים שונים. בנקים מרכזיים העמיקו את ההרחבה המוניטרית ונקטו צעדים להגברת הנזילות, לרבות הפחתות ריבית ותוכניות לרכישת נכסים. הבנקים המרכזיים של

המדינות המפותחות הפעילו בעיקר כלים מוניטריים לא קונבנציונליים, ופחות את הכלי המוניטרי הקלאסי של הפחתת הריבית, שרמתה כבר אפסית במרביתם (איור 11). ה-Fed, כצפוי, השאיר את הריבית בתקופה הנסקרת ברמה 0%-0.25%, והמשיך להפעיל תוכניות שונות לתמיכה בשווקים ובפעילות הכלכלית.

ה-ECB, הבנק המרכזי האירופי, הותיר את הריבית בשיעור של 0.5%-0.0% וכן המשיך את תוכנית הרכישות שלו להתמודדות עם משבר הקורונה (PEPP⁵); אבל לקראת תום התקופה הנסקרת, על רקע התחלואה והמגבלות, המכבידות על הצמיחה באירופה, הצהיר שיבחן התאמות של הכלים המוניטריים. במסיבת העיתונאים בחודש ספטמבר דיבר לגארד, נשיאת הבנק המרכזי האירופי, על ירידה משמעותית בתחזיות הצמיחה⁶, וציינה כי הסיכונים להחטאתן מוטים כלפי מטה באופן מובהק, וכי ייתכן שברבעון הרביעי הצמיחה תחזור להיות שלילית; זאת לעומת שיעור צמיחה של 3.1%-3.0% שה-ECB חזה קודם לכן. באמצע נובמבר, בכנס של ה-ECB, אמרה לגארד שלמרות הידיעות על הקדמת החיסון מתכוון ה-ECB להרחיב את השימוש בכלים להתמודדות עם המשבר הכלכלי, ובכך לעודד את הפעילות בגוש האירו.

ה-BOJ, הבנק המרכזי היפני, הותיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%-0.0%, וימשיך לשמור על התשואה ל-10 שנים סביב 0.0%. כן המשיך ה-BOJ להפעיל את תוכנית הרכישות שלו ואת התוכנית לתמיכה בריבית לעסקים.

ה-BOE, הבנק המרכזי הבריטי, הותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.1% והרחיב את היקפה של תוכנית הרכישות לרכישת אג"ח ממשלתיות, כך שהוא יוכל להמשיך בתוכנית גם בשנת 2021. זאת על רקע החולשה בצמיחה ובשיעור האינפלציה, שהייתה צפויה להחריף בגלל התחלואה הגוברת וכניסת בריטניה לסגר שני בנובמבר. לאחר תחזית אופטימית של ה-BOE בחודש אוגוסט להתאוששות מהירה, צופה התחזית שהוא פרסם לקראת תום המחצית הנסקרת כי התוצר יגיע לרמתו טרום הקורונה רק בתחילת שנת 2022, וכי האינפלציה תהיה נמוכה זמן ממושך (איור 11).



⁵ Pandemic Emergency Purchase Programme

⁶ ה-ECB לא פרסם באוקטובר ובנובמבר תחזית עדכנית.

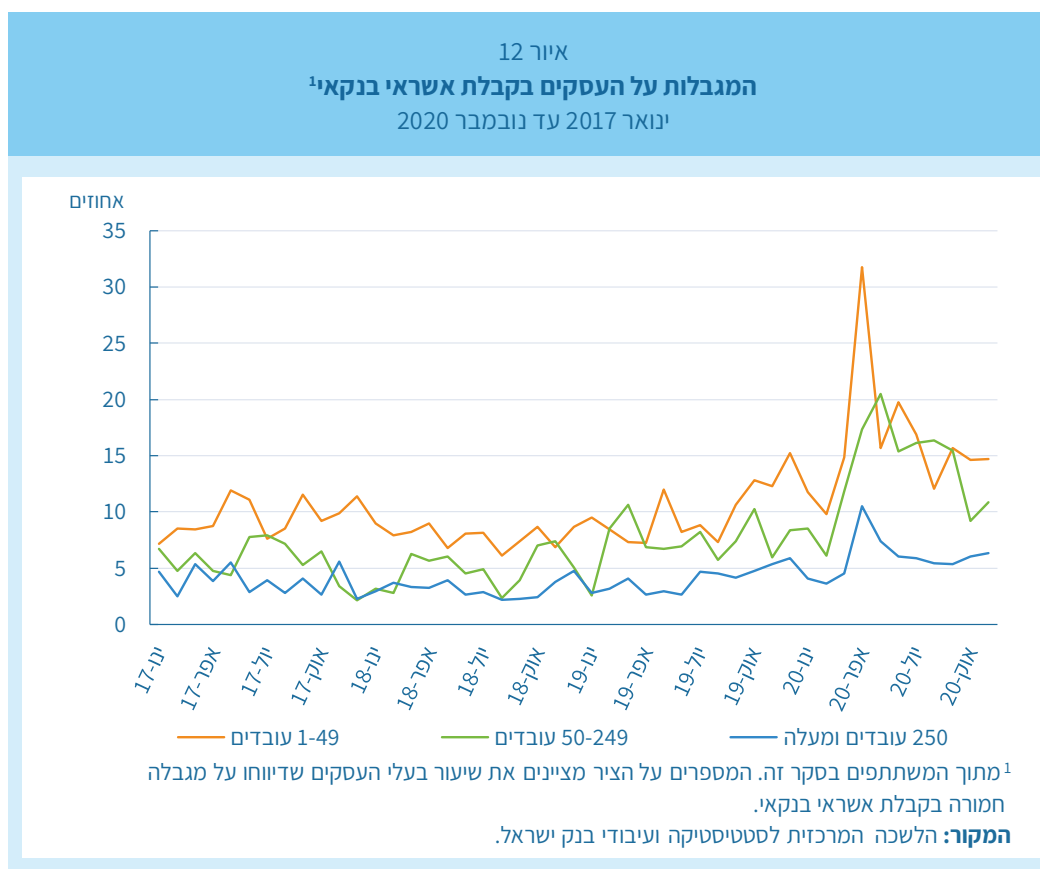
5. שוק האשראי

ככל שתקופת המשבר מתמשכת, החסכוניות שאפשרו למשקי בית ועסקים שנפגעו לגשר על אובדן ההכנסות מתמעטים, והם זקוקים לאשראי כדי לצלוח תקופה זו, ומה עוד שהמשבר פגע קשה יותר בעסקים קטנים ובמועסקים בעלי שכר נמוך יחסית. על כן הפעילו בנק ישראל ומשרד האוצר כלי מדיניות שונים כדי להקל קשיי אשראי אלה (שיפורטו בחלק זה). עם זאת, לנוכח אי הוודאות הגבוהה, וככל שהפגיעה בביקושים מתמשכת, סביר שבחלק ניכר מהחברות הביקוש לאשראי לצורך השקעות יירד.

יתרות האשראי הבנקאי הן של כלל האשראי המסחרי והן של העסקים הקטנים היו יציבות לאורך המחצית. גם בריביות על האשראי הבנקאי המסחרי ועל האשראי לעסקים קטנים נשמרה יציבות במהלך המחצית. במגזר משקי הבית – האשראי הבנקאי לדיוור המשיך לעלות, והאשראי הצרכני המשיך לרדת, בעוד שהריביות הן על אשראי לדיוור והן על אשראי צרכני נותרו יציבות.

קשיי מימון

על רקע צעדי בנק ישראל ומשרד האוצר נמשכת מגמת ירידה בקושי לגייס מימון – הן אשראי בנקאי והן אשראי חוץ-בנקאי; כך עולה מסקר הלמ"ס להערכת המגמות בעסקים. המדדים מתקרבים לרמות ששררו לפני המשבר, אף כי הם עדיין גבוהים בהשוואה לתקופת טרום המשבר (איור 12). מרווחי האשראי בשוק אג"ח החברות חזרו והתקרבו לרמות ששררו לפני המשבר. גם שיעור הצ'קים החוזרים חזר והתקרב לרמתו ב-2019, על אף פגיעת המגיפה.



קרנות בערבות המדינה

בתחילת מרץ, עם פרוץ משבר הקורונה, פתח משרד האוצר בקרן להעמדת הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים מסלול מיוחד להתמודדות עם השפעות נגיף הקורונה על העסקים במשק. המסלול הייעודי לעסקים קטנים ובינוניים הרחיב את היקף העסקים הזכאים ביחס לקריטריונים טרום משבר הקורונה – הגדיל את שיעור הערובות ושיפר את התנאים ללווים. הקרן הורחבה מספר פעמים. ההרחבה המשמעותית בוצעה ב-13.10.2020 – מ-18 מיליארד ש"ח ל-36 מיליארד. עד ה-3.1.2020 הוגשו לקרן 101,962

בקשות, ומתוכן 58,722 (כ-58%) אושרו. אשר להיקף הכספי – הוגשו בקשות בסך 63.9 מיליארד ש"ח, ומתוכן אושרו 20.1 מיליארד (כ-31%). שיעור המיצוי של סך הקרן עומד היום על כ-56%.

בחודש יוני נפתח מסלול ייעודי לעסקים קטנים ובינוניים בסיכון מוגבר. הקרן מעניקה ערבות בשיעור גבוה של 60% ונועדה לסייע לעסקים שלא אושר להם אשראי בתנאי המסלול הכללי, או שהאשראי אשר קיבלו לא ענה על צורכיהם. עד ה-3.1 הוגשו לקרן 4,923 בקשות, ומתוכן 3,999 (כ-81%) אושרו. ההיקף הכספי של הבקשות שאושרו הוא 2 מיליארד ש"ח (מתוך סך ההיקף של הבקשות שהוגשו – 4.1 מיליארד ש"ח).

הוקמה גם קרן לעסקים גדולים בענפים שנקלעו בעטיו של משבר הקורונה לקשיי תזרים. עד ה-3.1 הוגשו לקרן בקשות על סך 3 מיליארד ש"ח, ומתוכן אושרו בקשות בסך 1.7 מיליארד ש"ח (כ-57%). בחודשים האחרונים לא נרשמו שינויים משמעותיים בפעילות הקרן. (מספר הבקשות לא השתנה). ייתכן כי חלק מהעסקים אינם רואים בפעילותה פתרון מתאים עבורם.

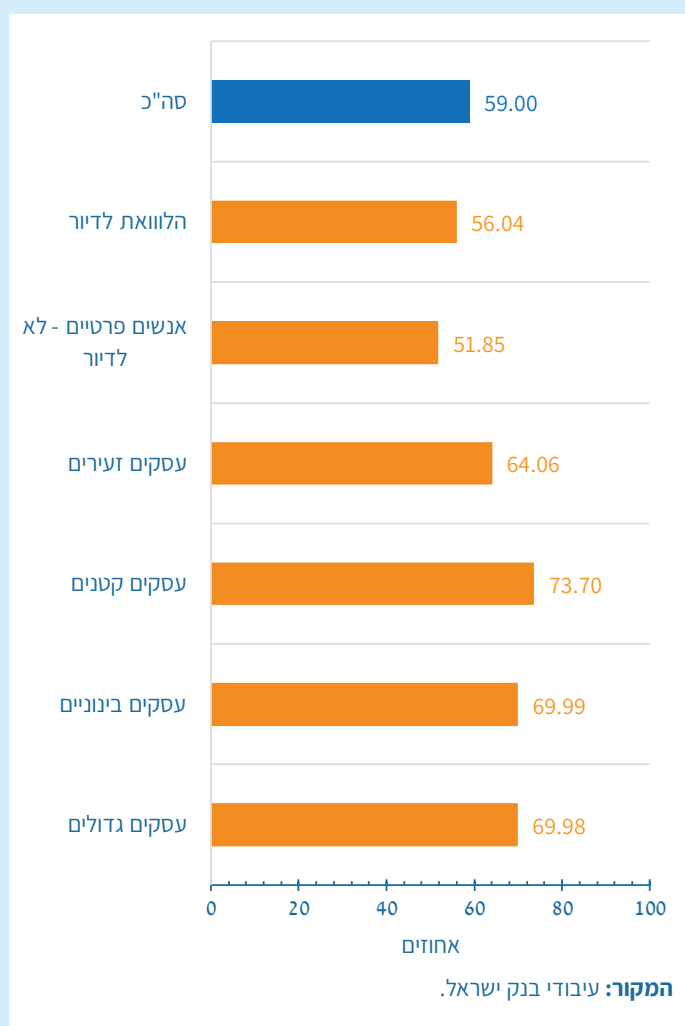
התוכנית המיוחדת להרחבת היצע האשראי הבנקאי לעסקים קטנים וזעירים

ב-6 באפריל החליטה הוועדה המוניתרית להפעיל תוכנית שבמסגרתה העניק בנק ישראל לבנקים הלוואות בריבית של 0.1% לטווח של שלוש שנים, מותנות במתן אשראי לעסקים קטנים וזעירים. התוכנית הופעלה עד סוף חודש מאי. ב-6 ביולי הודיע בנק ישראל על חידוש תוכנית ההלוואות ללא מגבלה על גובהן, והפעיל אותה עד להודעה חדשה במטרה להגדיל את היצע האשראי לעסקים קטנים וזעירים. במסגרת התוכנית ניתנו לבנקים עד סוף דצמבר הלוואות בהיקף של 19.6 מיליארדי ש"ח כנגד אשראי שהם העמידו לעסקים אלו בסך של 34 מיליארדי ש"ח. בחודש אוקטובר החליטה הוועדה המוניתרית להשיק נדבך חדש בתוכנית להקלת מתן האשראי לעסקים קטנים וזעירים בהיקף של עד 10 מיליארד ש"ח, נדבך שיופעל עד סוף חודש יוני 2021⁷. ההקצאה הראשונה במסגרת זו התבצעה ב-24/12/2020 והתבססה על דיווחי הבנקים לגבי האשראי שנתנו בחודש נובמבר.

בימים האחרונים של המחצית הנסקרת, לאחר יצירת התשתית המשפטית והתפעולית, הוחל ביישום ההחלטה מחודש יולי, המאפשרת לבנקים להעמיד גם תיקי משכנתאות כבטוחות כנגד ההלוואות שהם מקבלים מבנק ישראל לצורך מתן אשראי לעסקים קטנים וזעירים, נוסף לנכסים שנזילותם גבוהה כדוגמת אג"ח ממשלתיות. השימוש במכשיר זה, שעד כה הופעל בעיקר בבנקים המרכזיים של ארה"ב, אירופה ובריטניה, מגביר את התמריץ של הבנקים

איור 13
משקל הלוואות שהתשלומים בגין חודשו בסך יתרת החוב

נובמבר 2020



⁷ להרחבה ראו חלק "המדיניות המוניטרית" בדוח זה.

להעמיד אשראי לעסקים בעלות נמוכה יחסית ובלי לשחוק את יחסי הנזילות. כמו כן הוא מאפשר לבנק ישראל לתמוך בהזרמת אשראי מהירה למשק ככל שיווצר צורך בכך בהמשך.

דחיית החזרי הלוואות

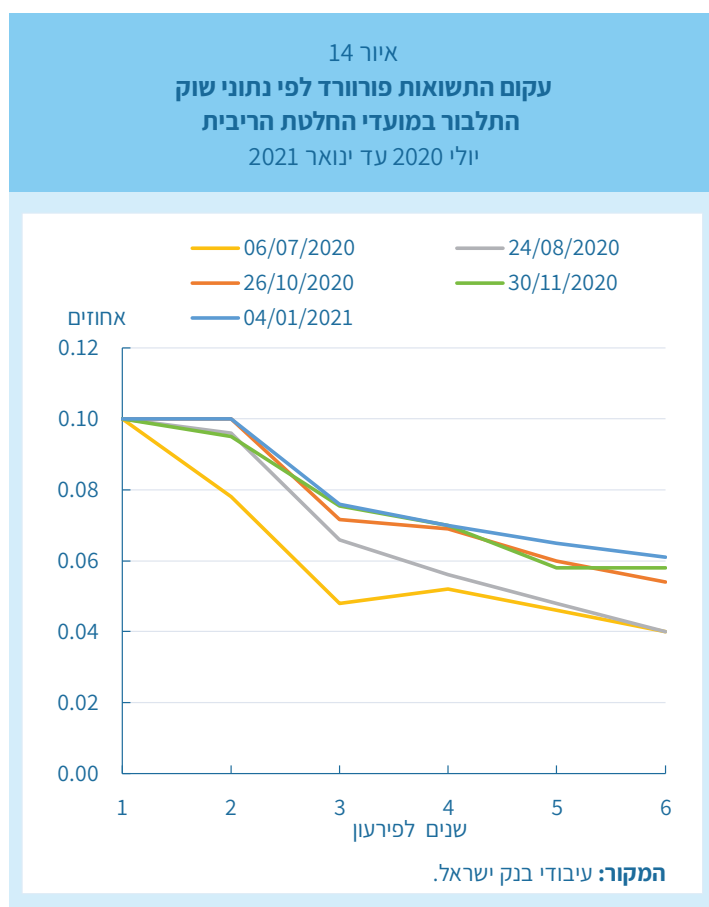
ב-7 במאי פרסם הפיקוח על הבנקים מתווה לדחיית החזרי הלוואות, שאומץ על ידי המערכת הבנקאית. המתווה מאפשר דחיית תשלומים בשלושה מגזרי פעילות – משכנתאות, אשראי צרכני ואשראי עסקי. המתווה הוארך מספר פעמים, איפשר דחיות עד 31 בדצמבר 2020, ומעבר לכך – על פי הארכה שפורסמה ב-30 בנובמבר – רק לאוכלוסיית יעד שנפגעה מהקורונה. ב-1 באוקטובר אימצו גם חברות כרטיסי האשראי מתווה לדחיית תשלומי הלוואות, וב-30 בנובמבר הוארך גם מתווה זה.

במסגרת המתווה דחו הבנקים ממרץ עד סוף דצמבר 2020 תשלומי הלוואות למאות אלפי לקוחות בכל מגזרי הפעילות בסך מצטבר של כ-11 מיליארדי ש"ח, והאשראי שבגינו נדחו התשלומים הוא בסך מצטבר של 161 מיליארד ש"ח (איור 13).

6. ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים

במחצית הראשונה של 2020 הביאה תחילת התפשטות נגיף הקורונה לירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ובעולם. בתגובה המשיכו בנקים מרכזיים רבים, ובהם בנק ישראל, גם במחצית השנייה להפעיל תוכניות שונות לרכישת נכסים ופתיחת חסמי אשראי למגזרים הזקוקים לכך, וזאת כדי להשיב את הנזילות לשווקים ולתמוך בתפקודם התקין.

בשווקים הפיננסיים נשמרה יציבות יחסית במהלך רוב המחצית השנייה, ובסופה נצפו עליות שערים – בין היתר, על רקע ההתקדמות בפיתוח החיסונים נגד קורונה ותוצאות הבחירות בארה"ב. בישראל נרשמה היתללות קלה של העקום הממשלתי לצד עליית התשואות בעקום השקלי (הלא צמוד), בדומה למגמה העולמית בהובלת ארה"ב. מרווחי האג"ח הקונצרניות המשיכו להצטמצם, לצד עליות מסוימות של מדדי המניות, אך הביצועים הכוללים של שוקי המניות בישראל נמוכים השנה משמעותית בהשוואה עולמית (לוח 3).



ללא הבנקים, שגייסו במחצית הנסקרת כ-10 מיליארד ש"ח פחות מאשר בתקופה המקבילה אשתקד, נרשמו באג"ח הקונצרניות גיוסי חוב נטו חיוביים⁸. אותו נתון כולל הבנקים הוא אפסי. הסנטימנט סביב שוק זה ממשיך להשתפר, כפי שמראה העלייה של שיעור ההנפקות בדירוגים נמוכים (A+ ומטה) במחצית הנסקרת לכ-50% מסך ההנפקות, וזאת לעומת כ-20% בחודש מאי. נתון זה מעיד על עלייה של ביטחון המשקיעים ועל התחדשות האפשרות של חברות שאינן בדירוגים גבוהים למחזר חוב ולגייס חוב חדש. מרווחי האג"ח המשיכו לרדת בתקופה הנסקרת, והם מתקרבים לרמתם לפני פרוץ המגיפה (במיוחד במגזרי הבנקאות והמסחר). זאת על רקע מדיניות בנק ישראל לרכישת אג"ח קונצרניות בשוק המשני.

במחצית השנייה נרשמה עלייה מסוימת בשוק המניות הישראלי, אך הביצועים הכוללים בישראל השנה נמוכים משמעותית בהשוואה עולמית ודומים למדד האירופי. מדדי המניות בעולם, שלא כמו בישראל, הגיעו בסיום המחצית הנסקרת לרמות גבוהות מאלה ששררו טרם פרוץ

⁸ גיוסי חוב נטו הם ההנפקות בהפחתת הפדיונות הצפויים.

משבר הקורונה. הסיבה לחולשה המקומית נעוצה, ככל הנראה, בשיעור הגבוה של מניות הנדל"ן והבנקים במדד הכולל; אלה הם מגזרים פרו-מחזוריים, שנפגעו במשבר, אולם צפויים בהם ביצועי יתר בעת היציאה ממנו. עדות לכך ניתן לראות בעת פרסומם של הדיווחים על הצלחת הניסויים לפיתוח חיסון לקראת תום המחצית, אז ניכרה עלייה של מדדי מניות הבנקים והנדל"ן בישראל בכ-9% ו-14%, בהתאמה, לצד ירידה של מדד מניות הטכנולוגיה (2%). בהסבר זה תומכת תוצאת בדיקה שערכה חטיבת המחקר: נמצא שהפערים בין ביצועי מדד ת"א 125 הישראלי למדד S&P500 האמריקאי נובעים מההבדלים בין שתי המדינות בהרכב הענפי של המדדים ולא בביצועיהן של המניות (לוח 3).

בשוק קרנות הנאמנות נמשכה הצבירה החיובית מחודש אפריל, אולם ההיקפים עדיין קטנים מאוד לעומת הפדיונות הגדולים בחודש מרץ (מעל 40 מיליארד ש"ח). עיקר הצבירות בתקופה הנסקרת היו של אג"ח מקומיות ומניות בחו"ל, והם נרשמו בעיקר בשבועות האחרונים, כחלק מהשתפרות הסנטימנט בשווקים.

ההערכות משוק התלבור ותחזיות החזאים המקצועיים שיקפו ציפייה למדיניות מרחיבה יותר בעתיד – הסתברות חיובית מסוימת להפחתת הריבית. ההערכות לשינוי ריבית בנק ישראל משוק התלבור והערכות החזאים לא השתנו במידה ניכרת במחצית השנייה. ריבית התלבור לשלושה חודשים וריבית הפורוורד ל-3 עד 6 חודשים עומדות על 0.08% ו-0.07%, בהתאמה (איור 14), ואילו ריבית הפורוורד ל-9 עד 12 חודשים עומדת על 0.06%. המשמעות היא ששוק התלבור מעריך כי בשנה הקרובה ריבית בנק ישראל תישאר חיובית, וכי ההסתברות שבשלושת החודשים הקרובים בנק ישראל יוריד את הריבית לאפס היא 20% בלבד. הצפי הממוצע של החזאים לריבית בעוד שנים עשר חודשים הוא 0.08%. הנתונים משקפים ככל הנראה הערכה של השוק כי בנק ישראל עשוי להפעיל מגוון כלים מוניטריים לא קונבנציונליים נוספים מלבד כלי הריבית, כפי שהוא עושה מאז פרוץ משבר הקורונה, על רקע קירבת הריבית לאפס (איור 14).

לוח 3

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

12/20	11/20	10/20	09/20	08/20	07/20	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	תשואת המק"ם ל-3 חודשים
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	תשואת המק"ם לשנה
0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים
0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-10 שנים
1.8	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים
-0.2	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	תשואת האג"ח הצמודות לשנה
-0.8	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	תשואת האג"ח הצמודות ל-5 שנים
-0.5	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	תשואת האג"ח הצמודות ל-10 שנים
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות בדירוג AA (נקודות אחוז) ¹						
1.4	1.4	1.5	1.6	1.5	1.7	
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
4.1	9.9	1.5	-4.1	3.2	4.9	מדד המניות הכללי
2.5	9.9	1.7	-6.2	1.0	2.8	מדד ת"א 35
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-2.8	-3.3	-0.6	2.3	-1.3	-1.7	הדולר מול השקל
-0.5	-0.7	-0.8	0.3	-0.6	4.0	האירו מול השקל
-1.5	-1.4	-0.6	0.9	-1.1	0.8	שער חליפין הנומינלי האפקטיבי

¹החישוב 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.

7. המדיניות הפיסקלית

הגירעון עלה בחדות על רקע התפשטות נגיף קורונה, בשל המגבלות שהוטלו על התנועה ועל הפעילות והצעדים הפיסקליים שנקטה הממשלה. בהתאם לתחזית חטיבת המחקר, הגירעון בסוף שנת 2020 צפוי להיות כ-12 אחוזי תוצר. כשלושה רבעים מהגירעון מיוחסים להשלכות מגיפת הקורונה – מחצית לגידול ההוצאות ורבע לירידת ההכנסות ממסים בשל תגובת התוצר למשבר. בדיונים על המדיניות הפיסקלית לאורך המחצית הביעו חברי הוועדה דאגה מהמשך אי-הוודאות; מפעילות המשק ללא תקציב ב-2020, מהעדר תקציב מדינה מסודר לשנת 2021 והסתמכות על תקציב המשכי שאושר ב-2018, וזאת בפרט על רקע קיום בחירות נוספות.

הגירעון הכולל של הממשלה (ללא מתן אשראי) ב-12 החודשים האחרונים (נובמבר 2019 – אוקטובר 2020) הסתכם ב-10.1 אחוזי תוצר, והוא הולך ומתקרב לשיעורו הצפוי בסוף השנה, כ-12-13 אחוזי תוצר. הגירעון המקומי הסתכם מתחילת השנה ב-118 מיליארדי ש"ח, לעומת 34 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. לאחר שעד חודש יוני גדל הגירעון הן עקב הגדלת הוצאות הממשלה על תוכניות הסיוע למשק והן עקב ירידה משמעותית בגביית המסים, ביטא גידולו החל מחודש יוני בעיקר את הרחבת הסיוע הממשלתי, תוך התאוששות בגביית המסים, שנבעה מההתפתחויות הכלכליות.

לנוכח האופי המרסן של התקציב ההמשכי אישרה הכנסת את הגדלת מסגרת ההוצאה ב-11 מיליארדי ש"ח, כך שמסגרת ההוצאה ה"רגילה" תעמוד על כ-411 מיליארדי ש"ח. (תקרת ההוצאה לשנת 2020 על פי חוק היא 412 מיליארדי ש"ח). נוסף על כך אושרו עד כה "קופסאות" תקציביות נוספות בסך 97 מיליארדי ש"ח בגין תוכניות הסיוע השונות להתמודדות עם משבר הקורונה⁹. צפוי שרשת הביטחון הכלכלי תופעל גם בשנת 2021, ולשם כך אושרו עד כה "קופסאות" בסך כולל של 52 מיליארדי ש"ח. ביצוע התקציב ההמשכי עומד על כ-104% מהתוואי העונתי הצפוי, וביצוע תקציב הקורונה עומד על כ-86% מהסכום המצטבר שהחוק איפשר להוציא עד סוף חודש אוקטובר.

הכנסות המדינה¹⁰ עד כה נמוכות בכ-28 מיליארדי ש"ח מהצפוי לפי התחזית מחודש ינואר 2020. הירידה בגביית בתחילת המשבר נבעה מירידה בכל רכיבי המס העיקריים (מס הכנסה, מע"מ מקומי ומסי יבוא), אך מאז תחילת יוני התאוששה גביית המע"מ משכירים ומעצמאיים, בעוד שמסי היבוא, הדלק והמקדמות מחברות המשיכו לדשדש¹¹.

8. שוק הדיור

לאחר התמתנות קצב העלייה של מחירי השכירות¹² במחצית הראשונה התגבר קצב עלייתם במרבית המחצית הנסקרת, וזאת לצד שיעור עלייה יציב של מדד מחירי הדירות. כך עולה ממדד שירותי הדיור בבעלות, שעלה ב-1.7% ב-12 החודשים שעד אוקטובר, ב-1.6% עד ספטמבר, וב-1.4% ביולי ואוגוסט. לעומת זאת מצביע הנתון האחרון שפורסם במחצית הנסקרת (עד נובמבר) על עלייה של המדד ב-1.1% בלבד – השיעור הנמוך ביותר מאז יולי 2008. מחירי הדירות, כפי שהם משתקפים בסקר מחירי הדירות, עלו בשיעור שנתי יציב יחסית של 2.5%, ומתחילת משבר הקורונה שיעור העלייה השנתי הממוצע גם הוא 2.5% (איור 15).

מנתוני הכרמ"ן ומאומדן מספר העסקאות בדירות בחודשים האחרונים עולה כי לאחר ירידה בחודשי הסגר הראשון נותר מספרן יציב יחסית בספטמבר ואוקטובר, אך ברמה מתונה מזו של חודשי הקיץ יוני-יולי.

מגמת העלייה בהיקף המשכנתאות, שהחלה במאי, נמשכה במהלך כל המחצית, וזאת לאחר ירידה משמעותית עם פרוץ המשבר. היקף המשכנתאות (מנוכה עונתיות) עמד בנובמבר על 7.2 מיליארד ש"ח (איור 16). בחינה של מסלולי ההלוואה מראה כי שיעור ההלוואות הלא צמודות בריבית קבועה עלה מעט, במקביל לירידה קלה של שיעור ההלוואות הלא צמודות

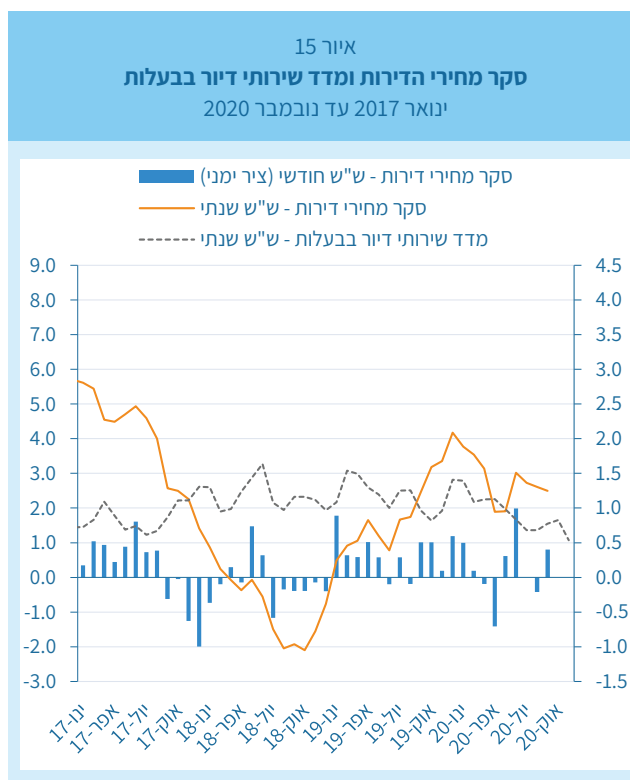
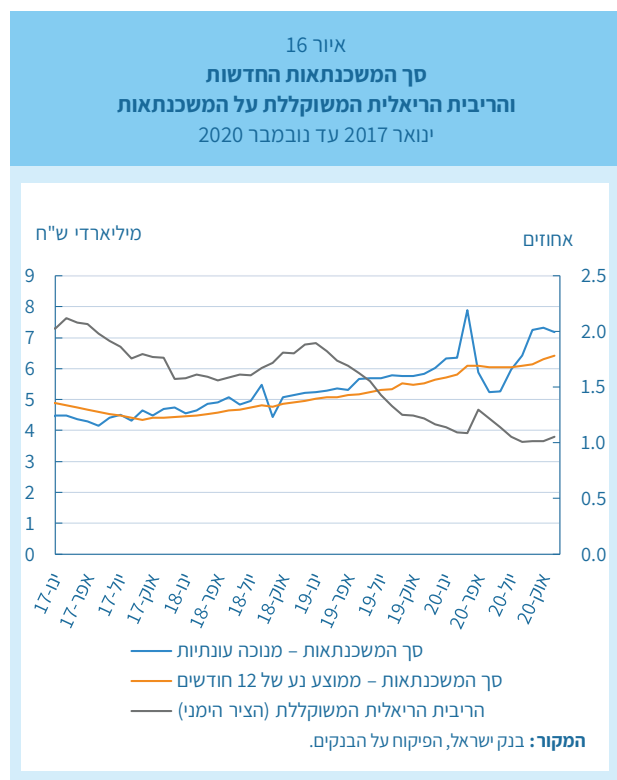
⁹ כולל את התקציב שהמוסד לביטוח לאומי צפוי לשלם בסך 10-12 מיליארדי ש"ח נוספים מיתרות העודפים שלו, בשל גידול מספר העובדים שהוצא לחופשה ללא תשלום.

¹⁰ כולל דמי ביטוח לאומי ומס בריאות והכנסות אחרות כגון תמלוגים ודיוונדים מחברות ממשלתיות.

¹¹ יש לזכור שבגלל תזמון הגבייה ותשלום דמי האבטלה והמענקים, הנתונים בדוח זה אינם משקפים את השלכות הצמצום הניכר של הפעילות בעטיו של הסגר שהחל באמצע ספטמבר. אלו יבואו לידי ביטוי מלא רק בנתוני נובמבר, כאשר תחולק פעימת המענקים לעסקים בגין ירידת המחזור בספטמבר-אוקטובר, ותסתיים גביית המע"מ על הפעילות בתקופת הסגר.

¹² את עלות שכר הדירה משקף מדד שירותי הדיור בבעלות.

בריבית משתנה (ויציבות במסלולים האחרים). בריבית הריאלית המשוקללת על משכנתאות נשמרת יציבות, והפער בינה לבין התשואה הריאלית של אג"ח ממשלתית ל-10 שנים הצטמצם מעט. בחינה של מדדי הסיכון מראה ששיעור ה- LTV^{13} הממוצע נותר יציב ברמה של 54.5%. גם שיעור ה- PTI^{14} נותר יציב, וזאת ברמה של 25.5%.



9. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת ארבע תחזיות בצמידות להודעות הריבית – ביולי, באוגוסט (עדכון שלא מן המניין), באוקטובר ובינואר; לתחזית אוקטובר התווסף בנובמבר עדכון מיוחד, שהוצג לוועדה, של נתוני הצמיחה ב-2020, לאור נתוני צמיחה מעודדים ברבעון השלישי. לאורך רוב המחצית השנייה הוצגו בתחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר שני תרחישים אפשריים, ובמהלכה עודכן, בין היתר, שיעור האבטלה החזוי כלפי מעלה.

אשר לשני התרחישים שהוצגו בתחזית ינואר – תרחיש הכולל התחסנות מהירה של האוכלוסייה עד מאי 2021 (להלן תרחיש חיסון מהיר) ותרחיש הכולל תהליך התחסנות מתמשך יותר, עד יוני 2022 (להלן תרחיש חיסון איטי). לעת עתה, לאור קצב ההתחסנות המהיר של השבועות האחרונים, נראה שנכון למועד פרסום הדוח, סבירות ההתממשות של תרחיש החיסון המהיר גבוהה במידה ניכרת מזו של תרחיש החיסון האיטי (לוח 4).

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 הרחב (גילאי +15) צפוי לרדת עד לרביע האחרון של 2021 ל-7.7% מכוח 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 בהנחה שהממשלה תנקוט צעדי מדיניות (הפחתת הוצאות והעלאת מסים) בסדרי גודל התאמים את הריסון הנגזר מתקרת ההוצאות הקבועה בחוק. ללא התאמה כזאת ההוצאות הצפויות על בסיס ההחלטות הקיימות יביאו לגירעון של כ-4% תוצר ב-2022.

¹³ שיעור המינוף, שמתבטא בשיעור המשכנתא מערך הנכס הכולל שמושכן.

¹⁴ שיעור החזר תשלומי המשכנתא מסך ההכנסה של משק הבית.

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 הרחבה (גילאי 15+) צפוי לרדת ל-11% עד לרביע האחרון של 2021, ולהמשיך 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 בכל אחת משתי השנים יהיה 82 אחוזי תוצר.

אשר לשני התרחישים ל-2020 שהוצגו בתחזית אוקטובר¹⁵ – בתרחיש שבו תושג שליטה על המגיפה, התוצר היה צפוי להתכווץ בשנת 2020 בשיעור של 5% (בתחזית אוגוסט, נתון שעודכן בנובמבר ל-4.5%), ושיעור האבטלה הרחב היה צפוי לעמוד ברבעון האחרון של 2020 על כ-17% מכוח העבודה (11.5% בתחזית אוגוסט). לעומת זאת בתרחיש החמור יותר הייתה צפויה התכווצות של 6.5% בתוצר (7% בתחזית אוגוסט, נתון שעודכן בנובמבר ל-5%), ושיעור אבטלה רחב של כ-20% (13.6% בתחזית אוגוסט) (לוח 4). חלק מחברי הוועדה העריכו שהתכווצות התוצר ב-2020 תהיה נמוכה אף יותר אם שתרחיש השליטה יתממש.

לשנת 2021 – בתרחיש השליטה הייתה צפויה צמיחה של 6.5% (6% בתחזית אוגוסט), לעומת 1% בלבד בתרחיש החמור יותר (3% בתחזית אוגוסט). שיעור האבטלה הרחב בתרחיש השליטה היה צפוי לעמוד על 7.8% (7.7% בתחזית אוגוסט), ואילו בתרחיש החמור יותר הוא היה צפוי לעמוד על 13.9% (12.1% בתחזית אוגוסט) (לוח 4).

הגירעון ויחס החוב לתוצר בתרחיש השליטה היו צפויים להיות ב-2020 כ-13% וכ-73%, בהתאמה (13.2% ו-75% בתחזית אוגוסט), וכ-8% ו-76% בשנת 2021 (8.2% ו-78% בתחזית אוגוסט). בתרחיש החמור יותר הגירעון והחוב ביחס לתוצר היו צפויים לעמוד ב-2020 על 13% ו-75%, בהתאמה (14.6% ו-78% בתחזית אוגוסט), ובשנת 2021 היה צפוי גירעון של 11% ויחס חוב תוצר של 83% (12% ו-87% בתחזית אוגוסט) (לוח 4).

בחודש יולי, כאשר חטיבת המחקר עדיין הציגה תחזית אחת מרכזית, הוכנס בתחזית שלה עדכון משמעותי; זאת לנוכח העלייה בנתוני התחלואה, שבהמשך הביאה לעיכוב חזרתה של הפעילות הכלכלית לשגרה, ובשל ההתפתחויות בעולם. תחזית הצמיחה לשנת 2020 עודכנה אז כלפי מטה בנקודת אחוז וחצי (ל-6%-), ולשנת 2021 היא עודכנה כלפי מעלה (ל-7.5%-). ירידת התוצר שהייתה צפויה בשנת 2020 הקיפה את כל השימושים, למעט הצריכה הציבורית, בהשפעת הצעדים הפיסקליים הנוספים שננקטו לעידוד הפעילות והתעסוקה. ההערכות ביולי היו להתאוששות איטית יותר בשוק העבודה – עלייה בת חצי נקודת אחוז של האבטלה ברבעונים האחרונים של שנת 2020 וב-2021. האינפלציה הצפויה בתחזית זו עודכנה כלפי מטה בקרוב לנקודת אחוז לשנת 2020 והושארה ללא שינוי ל-2021 (לוח 4).

במהלך המחצית דנה הוועדה בסיכונים הכלכליים לתחזית, שתלויים ברובם בהתפתחות האפידמיולוגית – באופיים ומספרם של הסגרים, שעלולים להיות שונים מן ההערכות, באפקטיביות של הסגרים, ברמת התחלואה בחורף ובקצב ההתחסנות של הציבור נגד קורונה – אך גם בסיכונים כלכליים אחרים, כגון היחלשות נוספת של הפעילות בחו"ל, צעדי הממשלה וכן אי הוודאות הפוליטית והתקציבית.

¹⁵ תחזית אוקטובר מוצגת בהשוואה לתחזית אוגוסט (ולא לתחזית יולי), משום שרק בתחזית אוגוסט הציגה חטיבת המחקר לראשונה שני תרחישים, ולא רק תרחיש מרכזי אחד כפי שהיה נהוג עד אז.

לוח 4

[illegible]

הממוצע של מדד המחירים לצרכן האחרון בשנה לעוט
בארבעת הרבועים שמסתיימים ברביע המקביל בשנה הבאה.
ברביע המקביל בעוד שנה.
המקור: בנק ישראל.

10. תוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים

בעקבות התפשטות המגפה סברה הוועדה כי סביבת האינפלציה תישאר נמוכה לאורך זמן, וכי הירידה באינפלציה היא תוצאת שילוב של שתי מגמות מנוגדות: מצד אחד חולשה משמעותית בביקושים בארץ ובעולם, שהייתה צפויה להביא לירידות מחירים, ומצד שני פגיעה בשרשרות הייצור של מוצרים שונים, שהייתה צפויה לפעול לעליות מחירים מצד ההיצע. בהתאם להערכת הוועדה עם פרוץ המשבר, ובדומה להערכות של בנקים מרכזיים נוספים – הכוחות מצד הביקוש משמעותיים יותר, ואכן האינפלציה גם בתקופה הנסקרת הייתה נמוכה ושלילית.

קצב ההתכנסות של האינפלציה ליעדה יהיה איטי מזה שהוערך בראשית המשבר ולפניו. הוועדה העריכה כי האינפלציה תתקרב לתחום התחתון של היעד, אך עדיין עשויה להישאר מתחתיו עד סוף שנת 2022.

אשר לצמיחה – חברי הוועדה העריכו כי על רקע החמרה בתחלואה תתכווץ הפעילות בשנת 2020 במידה משמעותית, והאבטלה תישאר גבוהה. הוועדה צופה כי ב-2021 יחול שיפור בפעילות, אולם בסופה רמת האבטלה תהיה עדיין גבוהה מזו ששררה טרם המשבר.

הוועדה העריכה כי התחזקות השקל מול הדולר ברבעון האחרון של 2020, על רקע היחלשות משמעותית של הדולר בעולם, עלולה לפגוע ביצוא, וצפויה לפעול להאטה נוספת באינפלציה.

חברי הוועדה הדגישו כי לנוכח משבר נגיף הקורונה אופפת את תוואי האינפלציה והפעילות העתידיים אי וודאות, משום שהמשברים העולמי והמקומי הם חסרי תקדים בהיקפם ובמאפייניהם, ולכן קשה להעריך את השפעותיהם הכלכליות ואת עוצמתן. ההתפתחויות בעתיד תלויות בין היתר במהירות ההתאוששות. הוועדה ציינה כי היא תמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בכלכלה המקומית והעולמית, ותנקוט צעדי מדיניות שיתמכו בפעילות הריאלית, ביציבות השווקים הפיננסיים, בשוק האשראי ובהחזרת האינפלציה, ולו לאט, לסביבת תחום היעד.

לקראת מועד פרסום הדוח חל שינויי במאפייני הסיכונים. כך נראה כי אי הוודאות הקשורה למגיפה הצטמצמה במידה משמעותית, על רקע תחילת ההתחסנות במשקים המובילים, וכן בישראל. כנגד זאת נראה שגדלה אי הוודאות הפוליטית והפיסקאלית בישראל. ההתחסנות נגד נגיף הקורונה מגבירה את האופטימיות באשר לחזרה מהירה של המשק לתוואי של צמיחה בשנה הקרובה בהתאם לתרחיש החיסון המהיר בתחזית חטיבת המחקר. עם זאת, הפגיעה במשק, ובפרט בשוק העבודה, צפויה להיות ממושכת. בדיון על המדיניות הפיסקלית הביעו חברי הוועדה דאגה מהמשך אי הוודאות הפוליטית והתקציבית לנוכח העובדה שהמשק פעל ללא תקציב ב-2020 והעדר תקציב מדינה מסודר לשנת 2021, בייחוד על רקע קיום בחירות רביעיות בישראל בחודשים הקרובים בתוך פרק זמן קצר יחסית של כשנתיים.