



הודעה לעיתונות:

התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אוגוסט 2020

תמצית

מסמך זה מציג את התחזית המקרו-כלכלית שחטיבת המחקר בבנק ישראל גיבשה באוגוסט 2020¹ בנוגע למשתני המקרו העיקריים – התוצר, האינפלציה והריבית. התחזית כוללת שני תרחישים מרכזיים המבטאים גבולות גזרה בין התממשות תרחיש אופטימי לבין התממשות של תרחיש פסימי. בתרחיש האופטימי ההנחה היא שמושגת שליטה ברמת התחלואה כך שאין מגבלות משמעותיות נוספות מעבר למגבלות הנוכחיות, בעוד שבתרחיש הפסימי ההנחה היא שהשליטה ברמת התחלואה היא נמוכה, כך שהתממשות בפעילות הכלכלית מתרחשת כתוצאה ממגבלות נוספות (עד כדי סגר פורמאלי), או דרך הימנעות וולונטרית של הציבור מפעילות לנוכח לנתוני התחלואה המחמירים. התרחיש הפסימי כולל במקביל גם גל תחלואה שני בחו"ל².

בתרחיש האופטימי, אנו מניחים כי ישראל חוזרת החל מספטמבר לתוואי של הרחבת היקף הפעילות הכלכלית כך שבסוף השנה רמת אי הפעילות של המשק יורדת ומתייצבת בשיעור של כ-7%-8%, רמה אשר נמשכת עד מציאת חיסון. **בתרחיש הפסימי**, אנו מניחים כי ישראל חווה גלי תחלואה שיובילו לגלי צמצום פעילות כל כמה חודשים, עד מציאת חיסון. כהנחת עבודה בלבד, בשני התרחישים מציאת חיסון מתחילה להשפיע על הכלכלה במחצית השנייה של 2021, אז מתחילה התאוששות בכלכלה והמשק מתחיל להתכנס בהדרגה לכיוון רמת הפעילות הפוטנציאלית.

בתרחיש האופטימי התוצר ב-2020 צפוי להתכווץ ב-4.5%. השליטה במגיפה מאפשרת רמה גבוהה יחסית של פעילות כלכלית, כך שב-2021 הצמיחה צפויה להיות יחסית גבוהה – כ-6.0%, אך עדיין רמת הפעילות הכלכלית הממוצעת תהיה נמוכה בכ-5% ביחס למגמה טרם המשבר. שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים צפוי לעמוד על 0% וב-2021 על 0.4%. שיעור האבטלה הרחב³ בקרב גילאי 15 ומעלה (להלן "שיעור האבטלה") צפוי להיות 11.6% בסוף 2020 ולרדת ל-7.7% בסוף 2021, לעומת 10.5% ו-6.6% בהתאמה בתחזית יולי.

בתרחיש הפסימי התוצר ב-2020 צפוי להתכווץ ב-7%, ובשנה הבאה הצמיחה תסתכם ב-3% בלבד, כך שרמת הפעילות הממוצעת תהיה נמוכה בכ-10% ממגמת טרום המשבר. שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים צפוי לעמוד על -0.6% ועל 0.9% ב-2021. שיעור האבטלה הרחב צפוי לעלות ל-13.6% בסוף 2020 ולרדת ל-12.1% בסוף 2021.

בשני התרחישים, חטיבת המחקר מעריכה שהריבית צפויה לעמוד בעוד שנה בטווח שבין 0%-0.1%, בדומה לתחזית מתחילת יולי, אך ייתכן שבנק ישראל ירחיב או יאזן את השימוש בכלי מדיניות קיימים או נוספים, כולל כלי הריבית, בהתאם להתפתחויות.

¹ התחזית הוצגה לראשונה לוועדה המוניתרית ב-12/8/2020, לקראת החלטת הריבית שהתקבלה ב-24/8/2020.

² תרחישים אלה מבטאים טווח סביר, אך לא מוחלט, לחומרת הפגיעה הכלכלית כתוצאה מהקורונה. בהחלט יתכנו גם תרחישים פסימיים יותר (גלישה לסגרים חמורים כבעבר, ערעור יציבות פיננסית, התמשכות המשבר כתוצאה מאי-מציאת חיסון ועוד), וכן תרחישים אופטימיים יותר (מציאה מוקדמת של חיסון, כלכלה שמסוגלת לחצות את רף 7%-8% אי-פעילות בזמן קורונה, התאוששות מהירה מאוד אחרי הקורונה ועוד).

³ שיעור האבטלה הרחב מתייחס לסכימת המובטלים בהגדרתם הרגילה (מי שלא עבד, רצו לעבוד, היו פנויים לעבודה, וחיפשו עבודה), המועסקים שנעדרים זמנית כל השבוע מסיבות הקשורות לקורונה (הכוללים הן עובדים בחל"ת, הן עובדי שירות ציבורי שהיו בחופשה כפויה והן עצמאיים שלא עבדו). ולירידה עודפת במשתתפים בכח העבודה (ירידה בשיעור ההשתתפות שהיא מעבר למגמה).

התחזית

בתחזית זו, בדומה לתחזיות האחרונות שפורסמו, הושם דגש מיוחד על ניתוח ענפי לצורך הבנת ההשפעות הכלכליות של משבר הקורונה וצעדי המדיניות שננקטו בעקבות המשבר. בפרט, התחזית מושתתת על הערכה ביחס להשבתת ענפי המשק כתוצאה מצעדי הממשלה למאבק בהתפשטות הקורונה. בנוסף, התחזית מגלמת מידע מאינדיקטורים וממודלים נוספים, ואת השלמת התחזית לכדי תחזית מקרו-כלכלית לכלל המשתנים הריאליים והנומינליים ביצענו באמצעות מודל מבני שמבוסס על יסודות מיקרו-כלכליים – מודל ה-DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) שפותח בחטיבת המחקר⁴.

א. הסביבה העולמית

הערכותינו לגבי ההתפתחויות בסביבה העולמית מתבססות בעיקרן על התחזיות שמגבשים מוסדות בין-לאומיים ובתי השקעות זרים. ההנחות בדבר התוצר, האינפלציה, הסחר העולמי והריבית במדינות המפותחות דומות לאלו ששימשו אותנו בתחזית הקודמת, תוך עדכון קל בהתאם להתפתחויות ולתרחישים השונים. בפרט, בתרחיש האופטימי תחזית צמיחת יבוא המדינות המפותחות בשנת 2020 עודכנה מעלה בנקודת אחוז ל-12%, והתחזית לשנת 2021 הופחתה ל-7%. האינפלציה הצפויה עודכנה כלפי מעלה בכל אחת מהשנים 2020 ו-2021 ל-0.5% ו-1.6% בהתאמה. בדומה לתרחיש הבסיס בתחזית יולי אנחנו מניחים כי התוצר במדינות המפותחות יתכווץ ב-2020 ב-8.0% ויצמח ב-2021 ב-4.8%, וכן שהריבית המוניטרית תישאר עד סוף 2021 על רמה ממוצעת של 0.1%.

בתרחיש הפסימי אנו מניחים גם לגבי העולם מצב פחות טוב ביחס למצבו בתרחיש האופטימי, והוא כולל גל תחלואה שני ברבעון הרביעי של 2020. יבוא המדינות המפותחות בשנת 2020 צפוי להתכווץ ב-13.5%, ולצמוח ב-4.5% ב-2021, והתוצר צפוי להתכווץ ב-9.8% ולצמוח ב-2.2% בהתאמה. האינפלציה במדינות המפותחות צפויה לעלות בתרחיש זה ב-0.3% ב-2020 וב-1.1% ב-2021 ואילו הריבית צפויה להגיע לרמה ממוצעת של 0% ב-2021.

מחיר הנפט הוסיף להתאושש מאז פרסום תחזית יולי – המחיר הממוצע ברבעון השלישי של 2020 של חבית נפט מסוג "ברנט" עמד על כ-44 דולרים (תחת הנחת יציבות במחיר הנפט עד סוף הרבעון), גבוה בכ-30% מהמחיר הממוצע ברבעון השני. אנו מניחים שהמחירים יוותרו יציבים בהמשך.

ב. הפעילות הריאלית בישראל

בנקודת המוצא של שני התרחישים, פגיעת המשבר בכלכלה נמוכה מכפי שהערכנו בבסיס התחזית ביולי. על פי האומדן הראשון לנתוני החשבונאות הלאומית שפרסמה הלמ"ס, התוצר התכווץ ברבעון השני ב-28.7% במונחים שנתיים - התכווצות נמוכה מההערכה עליה התבססה התחזית ביולי. אנו מעריכים כי הפער בין הערכותינו ובין הנתון שפורסם על ידי הלמ"ס נובע משני מרכיבים – הערכת היתר שלנו את אי-הפעילות הכלכלית בזמן הסגר הראשון, והתאוששות הפעילות הכלכלית בחודש יוני מעבר להערכותינו (ומעבר לרמה בת הקיימא בתנאים הנוכחיים של הקורונה) בשל הניסיון לפתוח מהר את המשק ופיצוי על חסכים מהסגר.

בנוסף לעדכון החשבונאות הלאומית, בשני התרחישים הופנמו תכניות הסיוע הממשלתיות אשר הורחבו בהיקף ניכר בחודשים יולי ואוגוסט. מעבר לתרומה הישירה של צעדים אלה, ניתן גם להעריך שיש להם השפעה עקיפה על התוצר בכך שהם מונעים קריסה כלכלית חמורה יותר שהייתה עלולה להיווצר בהיעדרם. מאידך, השתנתה

⁴ הסבר על התחזיות המקרו-כלכליות שחטיבת המחקר מגבשת, וכן סקירה של המודלים שהן מושתתות עליהם, מופיעים בדוח האינפלציה 31 (לרבעון השני של 2010), סעיף ג3. נייר העבודה על מודל ה-DSGE זמין באתר האינטרנט של בנק ישראל. כותרתו

ההערכה לגבי המשך ההתאוששות הכלכלית ב-2020 ו-2021: בעוד שבתחזית יולי הנחנו כי המשק ימצא בתהליך רציף של שיפור בפעילות, בתרחיש האופטימי הנוכחי אנו מעריכים כי לכל היותר (עד מציאת חיסון) המשק יוכל להתייצב על רמת אי-פעילות של 7%-8%; זאת מכיוון שמספר תחומי פעילות המאופיינים בנוכחות רבת משתתפים, לא יוכלו לחזור לפעילות בטווח הנראה לעין, ובשל ההשפעות המתמשכות יותר של המשבר עד כה.

בתרחיש האופטימי, התוצר צפוי להתכווץ בשיעור של 4.5% בשנת 2020, גבוה ב-1.5 נקודות אחוז מהתחזית הקודמת, ובשנת 2021 הוא צפוי לצמוח בשיעור של 6% (לוח 1). העדכון כלפי מעלה בפעילות הריאלית ב-2020 מוסבר כאמור בנקודת המוצא השונה בבסיס התחזית, בתוכניות הסיוע הממשלתיות ובמגבלת אי-הפעילות אשר מהווה חסם לצמיחה עד למציאת החיסון. העלייה הצפויה בתוצר ב-2020, ביחס לתחזית יולי, משתקפת בכל השימושים, למעט בצריכה הפרטית (לוח 2).

לוח 1

תחזית חטיבת המחקר לשנים 2020–2021 התרחיש האופטימי והתרחיש הפסימי (שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם צוין אחרת)

תרחיש פסימי	תרחיש אופטימי			2019 ¹	
התחזית ל-2021	התחזית ל-2020	התחזית ל-2021	התחזית ל-2020		
3.0	-7.0	6.0	-4.5	3.5	התמ"ג
6.5	-10.5	9.0	-7.5	3.8	הצריכה הפרטית
1.0	-8.5	4.5	-7.5	2.7	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
1.5	7.0	1.0	7.0	2.7	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
2.0	-6.5	4.0	-4.0	5.5	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
4.5	-10.0	7.0	-7.5	5.0	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)
12.1	13.6	7.7	11.6	3.7	שיעור אבטלה רחב ²
0.9	-1.5	0.4	-1.0	0.4	האינפלציה ³

1. עפ"י אומדן הלמ"ס, נכון ל-16 באוגוסט 2020.

2. האבטלה בגילי 15 ומעלה ברבעון האחרון של השנה.

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

לוח 2

התרחיש האופטימי מול תרחיש הבסיס שפורסם ב-6/7/2020 (שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם צוין אחרת)

השינוי מהתחזית הקודמת	התחזית ל-2021	השינוי מהתחזית הקודמת	התחזית ל-2020	2019 ¹	
השינוי מהתחזית הקודמת	התחזית ל-2021	השינוי מהתחזית הקודמת	התחזית ל-2020		
-1.5	6.0	1.5	-4.5	3.5	התמ"ג
0.5	9.0	-1.0	-7.5	3.8	הצריכה הפרטית
-1.0	4.5	6.0	-7.5	2.7	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
-1.5	1.0	2.5	7.0	2.7	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
-3.5	4.0	9.0	-4.0	5.5	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
0.5	7.0	6.5	-7.5	5.0	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)
1.1	7.7	1.1	11.6	3.7	שיעור אבטלה רחב ²
-0.3	0.4	0.1	-1.0	0.4	האינפלציה ³

1. עפ"י אומדן הלמ"ס, נכון ל-16 באוגוסט 2020.

2. האבטלה בגילי 15 ומעלה ברבעון האחרון של השנה (ראו הערה 3 לעיל).

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

הצריכה הפרטית צפויה לרדת ב-7.5% ב-2020, על אף התאוששותה הצפויה החל מהרבעון השלישי. זאת, על רקע פגיעה צפויה בתעסוקה ובהכנסות, עלייה באי-הוודאות ומגבלות התו הסגול, אשר ימתנו את הביקושים. ב-2021 צפויה הצריכה הפרטית להתאושש ולצמוח ב-9% אולם עדיין רמתה תהיה נמוכה ביחס לרמה הנגזרת מהמגמה טרם המשבר.

ההשקעות צפויות לרדת ב-2020 ב-7.5% על רקע העלייה באי-הוודאות והצפי לירידה בפעילות, ולעלות ב-2021 ב-4.5%. היצוא צפוי לרדת ב-2020 ב-4.0%, והתכווצותו עודכנה כלפי מטה על רקע נתונים טובים יחסית ברבעון הראשון והשני, ביחס לירידה הגדולה המוערכת בסחר העולמי. ב-2021 אנו מעריכים כי היצוא יצמח ב-4.0%.

לעומת אלו צפויה הצריכה הציבורית לעלות ב-2020 ב-7.0% – בעיקר בשל תרומת חבילות הסיוע הפיסקאליות שאישרה הממשלה לתמיכה בפעילות הכלכלית ובתעסוקה. גרעון הממשלה צפוי לעמוד ב-2020 על כ-13.2 אחוזי תוצר ויחס החוב לתוצר צפוי לעלות ל-75% (בדומה לתחזית יולי). ב-2021 צפוי הגרעון לעמוד על 8.2 אחוזי תוצר ויחס החוב-תוצר על 78%.

בצד המקורות, היבוא צפוי להתכווץ אף הוא ב-2020, בשיעור של 7.5%, ולצמוח ב-7.0% ב-2021, על רקע התפתחות הצריכה הפרטית וההשקעות בשנים אלו.

בהתאם להערכתנו המעודכנת, ועל בסיס ניתוח הענפים שצפויים בסבירות גבוהה להישאר במצב פגיע (תיירות ואירוח, בידור ותרבות), אנו צופים כי שיעור האבטלה הרחב בגילאי 15 ומעלה ברבעון האחרון של 2020 יעלה ל-11.6% (לעומת 10% בתחזית הקודמת), ובמהלך 2021 תחול ירידה, כך שברבעון האחרון של השנה, שיעור האבטלה יעמוד על 7.7% (לעומת 6.6%). כלומר, גם בסוף 2021 המשק לא צפוי לחזור לתעסוקה מלאה.

בתרחיש הפסימי התוצר צפוי להתכווץ בשיעור של 7% בשנת 2020, ולצמוח בשיעור של 3% בשנת 2021. בתרחיש זה צפויים כל השימושים והמקורות להתכווץ ב-2020 בשיעור גבוה יותר ביחס לתרחיש האופטימי, למעט הצריכה הציבורית, על רקע המגבלות החמורות יותר שישררו במשק בתרחיש זה. במקביל הצמיחה ב-2021 צפויה להיות מתונה יותר לעומת התרחיש האופטימי. בתרחיש הפסימי שיעור האבטלה הרחב ברבעון האחרון של 2020 מגיע ל-13.6% ויורד באופן מתון בלבד ל-12% בסוף 2021. גרעון הממשלה צפוי לעמוד ב-2020 על כ-14.6 אחוזי תוצר ויחס החוב לתוצר צפוי לעלות ל-78%. ב-2021 צפוי הגרעון לעמוד על 12 אחוזי תוצר ויחס החוב-תוצר על 87%.

ג. האינפלציה והריבית

להערכתנו, בתרחיש האופטימי שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הקרובים צפוי לעמוד על 0% (לוח 3), ובסוף 2021 היא תסתכם ב-0.4% (לוח 1). בתרחיש הפסימי שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הקרובים צפוי לעמוד על -0.6% (לוח 3), ובסוף 2021 היא תסתכם ב-0.9% (לוח 1).

הערכת תוואי האינפלציה בתקופת התחזית אינה פשוטה בתקופה זו של אי-ודאות. בפרט, מעבר להערכת הפגיעה הן בצד ההיצע והן בצד הביקוש כתוצאה ממשבר הקורונה נדרשת גם הערכה היכן הפגיעה גבוהה יותר – בהיצע או בביקוש – על מנת להעריך את השפעת המשבר על המחירים.

בתרחיש האופטימי אנו מעריכים כי האינפלציה הצפויה בארבעת הרבעונים הבאים המסתיימים ברבעון השני של 2021 תעמוד על 0%, לעומת -0.1% בתחזית יולי. העדכון נובע בין היתר ממדד יולי שהיה גבוה ביחס לתחזיות עבורו וכן מעדכון התחזיות קצרות הטווח לאוגוסט וספטמבר. ב-2021 האינפלציה צפויה להסתכם ב-0.4%, לעומת 0.7% בתחזית יולי.

בתרחיש הפסימי, תוואי האינפלציה הצפויה בשנה הקרובה נמוך יותר ביחס לתרחיש האופטימי. בארבעת הרבעונים הקרובים המסתיימים ברבעון השני של 2021 האינפלציה צפויה לעמוד על -0.6%. יחד עם זאת, בסוף

2021 האינפלציה בארבעת הרבעונים האחרונים עולה בחדות ל-0.9% והיא אף גבוהה ביחס לקצב האינפלציה בסוף 2021 בתרחיש האופטימי. ההסבר לעלייה בקצב האינפלציה בתרחיש זה בסוף 2021 הוא מגבלות בצד ההיצע בעקבות המיתון החריף יותר שצפוי בתקופה שעד למציאת החיסון.

בשני התרחישים, חטיבת המחקר מעריכה כי בעוד שנה **ריבית בנק ישראל תעמוד ברמה של 0%-0.1%** (לוח 3), בדומה להערכתנו בתרחיש הבסיסי בתחזית יולי, אך ייתכן שבנק ישראל ירחיב או יאיץ את השימוש בכלי מדיניות קיימים או נוספים, כולל כלי הריבית, בהתאם להתפתחויות.

מלוח 3 עולה כי טווח תחזיות האינפלציה במהלך השנה הקרובה של חטיבת המחקר נמוך משמעותית מממוצע החזאים הפרטיים, ונמוך במעט מהציפיות בשוק ההון. באשר לריבית, הן תחזיות החזאים והן הציפיות הנגזרות משוק ההון נמצאות בטווח תחזית הריבית של החטיבה.

לוח 3
התחזיות לגבי האינפלציה במהלך השנה הקרובה ולגבי הריבית בעוד שנה
(אחוזים)

חזאים הפרטיים ²	שוק ההון ¹	חטיבת המחקר של בנק ישראל	
0.4 (-0.4–1.0)	0.1	-0.6 – 0	האינפלציה ³ (טווח התחזיות)
0.1 (-0.4–0.1)	0.0	0 – 0.1	הריבית ⁴ (טווח התחזיות)

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

ד. הסיכונים העיקריים לתחזית⁵

תחזית חטיבת המחקר מציגה שני תרחישים המבטאים גבולות גזרה בין התממשות תרחיש אופטימי של שליטה בהיקף התחלואה לבין תרחיש פסימי בו השליטה בהיקף התחלואה היא נמוכה. הסיכונים לתחזית הם לפיכך התפתחויות בתחום הרפואי שיובילו לתרחיש אופטימי יותר מהתרחיש האופטימי או לתרחיש פסימי אף יותר מהתרחיש הפסימי בתחזית. לכן, מציאת חיסון מוקדמת יותר, כמו גם התאוששות מהירה יותר בפעילות בעולם מהווים סיכון כלפי מעלה ביחס לתחזית. מנגד, החמרה משמעותית בנתוני התחלואה, עיכוב במציאת החיסון והתערערות המצב הפוליטי מהווים סיכון כלפי מטה לתחזית. סיכונים נוספים לתחזית נמצאים בצד הפיסקאלי, ומושפעים הן מההתפתחויות הפוליטיות ובפרט מאי הוודאות לגבי המועד בו יתקבלו החלטות בנוגע לתקציב המדינה, והן מצעדי ותכניות הממשלה להמרצת המשק.

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