



הודעה לעיתונות:

## התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אפריל 2021

### תמצית

מסמך זה מציג את התחזית המקרו-כלכלית שחטיבת המחקר בבנק ישראל גיבשה באפריל 2021 בנוגע למשתני המקרו העיקריים – התוצר, האינפלציה והריבית. כזכור, התחזיות שפורסמו לאורך משבר הקורונה כללו שני תרחישים, על רקע אי הוודאות הגבוהה לאורך המשבר. לאור התקדמות מבצע החיסונים בחודשים האחרונים והירידה בתחלואה, התחזית הנוכחית כוללת תרחיש מרכזי יחיד, המתבסס על ההנחה כי בטווח התחזית לא תחול הרעה משמעותית בתחלואה אשר תצריך את הממשלה להטיל מחדש מגבלות בעלות השלכות מקרו-כלכליות משמעותיות על הפעילות במשק.

על פי התחזית, התוצר צפוי לצמוח בשיעור של 6.3% ו-5.0% בשנים 2021 ו-2022 בהתאמה, תוך ירידה בשיעור האבטלה הרחב ל-6% בסוף 2022. רמת התוצר בשנים אלו צפויה להיות גבוהה יותר בהשוואה לתרחיש החיסון המהיר מהתחזית שפורסמה בינואר, וב-2022 היא צפויה להיות נמוכה רק ב-1.4 אחוזים מהרמה שהייתה צפויה לפני המשבר. שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים (המסתיימים ברבעון הראשון של 2022) צפוי לעמוד על 1.1% וב-2022 הוא צפוי לעמוד על 1.2% – שיעורי אינפלציה גבוהים מאלו שהערכנו בתרחיש החיסון המהיר בתחזית הקודמת. על פי התחזית, הריבית המוניטרית צפויה לעמוד על 0.1% בעוד שנה.

קיימת אי-וודאות משמעותית בנוגע לתוואי המדיניות שתאמץ הממשלה הבאה. במסגרת התחזית, אנו מניחים ש"קופסאות הקורונה" שאושרו לא ינוצלו במלואן, בזכות התאוששות המשק, וכי הממשלה לא תאשר קופסאות נוספות. בנוסף, אנו מניחים כי במסגרת התקציב הבסיסי, שאינו כולל את "קופסאות הקורונה", הממשלה תתאים את הוצאותיה לתקרת ההוצאות הקבועה בחוק<sup>1</sup>, והחל משנת 2022, תפעל גם לצמצום הדרגתי של הגירעון המבני. תחת הנחות אלה, גירעון הממשלה ב-2021 צפוי לעמוד על 8.2 אחוזי תוצר, וב-2022 על 3.6 אחוזי תוצר. יחס החוב לתוצר צפוי להסתכם בכ-77 אחוזים בכל אחת מהשנים הללו.

### התחזית

תחזית זו, בדומה לתחזיות האחרונות שפורסמו, מבוססת על ניתוח היקף הפעילות במשק כתוצאה מהמגבלות שהטילה הממשלה למאבק בהתפשטות הקורונה והשינויים שחלו בהן, והיא מגלמת גם מידע מאינדיקטורים וממודלים נוספים. הגיבוש הסופי, לכדי תחזית מקרו-כלכלית קוהרנטית לכלל

---

<sup>1</sup> בשנת 2021 משמעות הדבר היא הגדלת התקציב בכ-6 מיליארדי ש"ח, מעבר לתקציב ההמשכי שקבוע כעת בחוק ומעבר ל-"קופסאות הקורונה".

המשתנים הריאליים והנומינליים, בוצע באמצעות מודל מבני שמבוסס על יסודות מיקרו-כלכליים – מודל ה-DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) שפותח בחטיבת המחקר.<sup>2</sup>

#### א. הסביבה העולמית

הערכותינו לגבי ההתפתחויות בסביבה העולמית מתבססות בעיקרן על התחזיות שמגבשים מוסדות בין-לאומיים ובתי השקעות זרים. בהתאם, אנו מניחים כי התוצר במדינות המפותחות יצמח ב-5.1% וב-3.6% ב-2021 ו-2022, בהתאמה – גבוה מההערכה שעמדה בבסיס התחזית הקודמת. גם התחזיות לסחר העולמי עודכנו כלפי מעלה, והוא צפוי לצמוח ב-8.4% ו-6.5% ב-2021 ו-2022, בהתאמה. תחזית האינפלציה במדינות המפותחות ב-2021 עודכנה מעלה לשיעור של 2.0% ב-2021, וב-2022 היא צפויה לעמוד על 1.7%. הריבית הממוצעת של הבנקים המרכזיים צפויה לעלות לרמה של כ-0.2% עד סוף 2022, בדומה להערכות בבסיס התחזית הקודמת. מאז פרסום התחזית בינואר, עלה מחירה של חבית נפט מסוג "ברנט" מרמה של כ-51\$ לרמה של כ-66\$.

#### ב. הפעילות הריאלית בישראל

לאור התקדמות מבצע החיסונים והירידה בתחלואה, התחזית מתמקדת בתרחיש בסיסי יחיד הדומה במהותו לתרחיש החיסון המהיר מינואר. בפרט, אנו מניחים כי בטווח התחזית לא תחול הרעה משמעותית בתחלואה אשר תצריך את הממשלה להטיל מחדש מגבלות בעלות השלכות מקרו-כלכליות משמעותיות על הפעילות. תחת הנחה זו, אנו מעריכים כי **התוצר יצמח ב-6.3% בשנת 2021 וב-5.0% בשנת 2022** (לוח 1).

נתוני הצמיחה ל-2020 היו גבוהים מהערכתנו בינואר ומעידים על כך שהחל מהסגר השני, מגבלות אפידמיולוגיות על הפעילות פוגעות בתוצר במידה פחותה משהערכנו. על כן, עדכנו כלפי מעלה את התחזית לרמת התוצר ב-2021 ו-2022 בהשוואה לתרחיש החיסון המהיר מינואר, ובהתאם הצטמצמה התחזית לסטיית התוצר ממגמת טרום המשבר. סגירת הפער מהמגמה מתבטאת בקצב צמיחה מעט מתון יותר בשנת 2022 בהשוואה לתרחיש החיסון המהיר מינואר, לאור הפגיעה המתונה יותר שהתבררה לשנת 2020. תחזית הצמיחה ל-2021 נותרה ללא שינוי. התכנסות רמת התוצר למגמת טרום המשבר צפויה להיות מלווה בירידה הדרגתית בשיעור האבטלה הרחב, אך לרמה גבוהה מזו ששררה לפני המשבר (שיעור ממוצע של 7.5% ו-6.0% ברבעון האחרון של 2021 ו-2022, בהתאמה).

בשנת 2020 הצריכה הפרטית התכווצה בחריפות. זאת כיוון שהסגרים והמגבלות על הפעילות השפיעו בעיקר על ענפי המסחר והשירותים המקומיים, ועל אף העלייה בהכנסה הפנויה של משקי הבית באותה שנה.<sup>3</sup> בהתאם, הסרת המגבלות ב-2021, צפויה להתבטא בראש ובראשונה

---

<sup>2</sup> הסבר על התחזיות המקרו-כלכליות שחטיבת המחקר מגבשת, וכן סקירה של המודלים שהן מושתתות עליהם, מופיעים בדוח האינפלציה 31 (לרבעון השני של 2010), סעיף 3.3. נייר העבודה על מודל ה-DSGE זמין באתר האינטרנט של בנק ישראל. כותרתו: MOISE: A DSGE Model for the Israeli Economy, Discussion Paper No. 2012.06.

<sup>3</sup> בשנת 2020 עלתה ההכנסה הפרטית הגולמית הפנויה ב-3.9%, כאשר כ-40% מהעלייה נבע מגידול בתשלומי ההעברה למשקי הבית. להרחבה בנוגע להתפתחות ההכנסה הפנויה והשפעתה על הצריכה הפרטית, ראו פרק ב' בדוח בנק ישראל לשנת 2020.

בהתאוששות הצריכה הפרטית, והיא הגורם הדומיננטי ביותר לצמצום סטיית התוצר מהמגמה בשנה זו. עם זאת, ב-2022 רמת הצריכה הפרטית צפויה להיות נמוכה ממגמת טרום המשבר, לאור שיעור האבטלה הגבוה וצמצום התמיכות הממשלתיות שצפויים לפגוע בהכנסה הפנויה של משקי הבית בהשוואה למגמת טרום המשבר.

גם קצב הגידול בהשקעות צפוי להתאושש בטווח התחזית, אך רמת ההשקעה צפויה להישאר מתחת למגמת טרום המשבר לאור אי-הוודאות הרבה שתלויה את המגזר העסקי בתקופה הקרובה. היצוא נפגע רק באופן מתון יחסית בשנת 2020, ולכן הוא צפוי לצמוח בדומה לקצב הצמיחה שאפיין אותו טרום המשבר.

**לוח 1**  
**התפתחויות מקרו כלכליות עיקריות לשנים 2021–2022**  
(שיעורי השינוי באחוזים<sup>1</sup>, אלא אם צוין אחרת)

| השינוי מתרחיש החיסון המהיר בתחזית הקודמת | התחזית ל-2022 | השינוי מתרחיש החיסון המהיר בתחזית הקודמת | התחזית ל-2021 | 2020 |  |
|--|---------------|--|---------------|------|--|
| -0.8                                     | 5.0           | 0.0                                      | 6.3           | -2.6 | <b>תוצר מקומי גולמי</b>                      |
| -1.0                                     | 7.0           | -1.5                                     | 11.0          | -9.5 | צריכה פרטית                                  |
| -4.0                                     | 4.5           | 2.0                                      | 5.5           | -3.5 | השקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)     |
| 3.5                                      | 2.5           | -2.5                                     | 4.0           | 2.9  | צריכה ציבורית (ללא יבוא ביטחוני)             |
| -0.5                                     | 4.0           | 1.0                                      | 4.0           | 1.3  | יצוא (ללא יהלומים והזנק)                     |
| -1.5                                     | 6.0           | 0.0                                      | 11.0          | -8.0 | יבוא אזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)     |
| 0.5                                      | -1.4          | 1.2                                      | -3.1          | -5.9 | <b>סטיית התוצר ממגמת טרום המשבר (אחוזים)</b> |
| 0.4                                      | 6.6           | 0.3                                      | 9.9           | 15.7 | שיעור האבטלה <sup>2</sup> – ממוצע שנתי       |
| 0.6                                      | 6.0           | -0.2                                     | 7.5           | 16.1 | <b>שיעור האבטלה<sup>2</sup> – רביע אחרון</b> |
| 0.0                                      | 3.6           | 0.2                                      | 8.2           | 11.6 | גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)                   |
| 0.3                                      | 1.2           | 0.7                                      | 1.3           | -0.7 | אינפלציה <sup>3</sup>                        |

- בתחזית לרכיבי החשבונאות הלאומית, שיעור השינוי מעוגל לחצי נקודת אחוז.
- שיעור האבטלה הרחב בגילאי 15 ומעלה. בהתאם להגדרה המרחיבה של הלמ"ס, שיעור האבטלה הרחב כולל את המובטלים בהגדרתם הרגילה (מי שלא עבדו, רצו לעבוד, היו פנויים לעבודה, וחיפשו עבודה), המועסקים שנעדרים זמנית כל השבוע מסיבות הקשורות לקורונה (הכוללים עובדים בחל"ת) ולא משתתפים בשוק העבודה מסיבות הקשורות לקורונה.
- הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברבעון האחרון בשנה לעומת הממוצע ברבעון האחרון בשנה הקודמת.

## ג. האינפלציה והריבית

להערכתנו, האינפלציה במהלך ארבעת הרבעונים הקרובים (המסתיימים ברבעון הראשון של 2022) תסתכם ב-1.1% (לוח 2). בשנים 2021 ו-2022, היא צפויה להסתכם ב-1.3% ו-1.2%, בהתאמה (לוח 1). התחזית עודכנה כלפי מעלה בהשוואה לתרחיש החיסון המהיר מינואר לאור מדדי המחירים שהתקבלו מאז, שהיו גבוהים משהערכנו, ולאור העלייה במחירי הסחורות ובתחזיות לאינפלציה בעולם. העלייה במחירי הסחורות ובציפיות לאינפלציה בעולם צפויה לתרום לעלייה באינפלציה של מחירי המוצרים הסחירים בטווח התחזית.

אשר לאינפלציה במחירי המוצרים והשירותים הבלתי סחירים, אנו מעריכים כי בטווח הקצר יפעלו מספר כוחות לעלייתה. ראשית, לאור התרת המגבלות על הפעילות, צפויה עלייה בביקוש לשירותים

שצריכתם הוגבלה בשנה החולפת (כגון מסעדות, פנאי ותיירות פנים). שנית, לביקוש זה צפויים לתרום החיסכון של משקי הבית שהצטבר בשנה החולפת. השפעתם של כוחות אלה צפויה להיות משמעותית בטווח הקצר, אך להתמעט בהמשך טווח התחזית. בפרט, אנו מעריכים כי עד סוף 2022 האינפלציה במחירי המוצרים והשירותים הבלתי סחירים תעלה בהדרגה, אך לרמה נמוכה מעט מזו שאפיינה אותה ערב המשבר. זאת כיוון שרמת האבטלה צפויה להיות גבוהה והתמיכות הממשלתיות צפויות לפחות, כך שסך ההכנסה הפנויה של משקי הבית צפויה להיות נמוכה מהרמה הנגזרת ממגמת טרום המשבר.

אנו מעריכים כי הריבית תעמוד על 0.1% בעוד שנה (לוח 2). רמת הריבית הנמוכה, המהווה חלק ממכלול הכלים בהם משתמש בנק ישראל בהתמודדות עם המשבר והיציאה ממנו, תומכת בהתאוששות הביקושים ובהתבססות האינפלציה בתחום היעד. ככל שיהיה צורך בהרחבה נוספת מעבר להרחבה באמצעות הריבית המוניטרית, בנק ישראל יוכל להשתמש בכלי מדיניות קיימים או נוספים.

מלוח 2 עולה כי תחזית חטיבת המחקר לגבי האינפלציה והריבית בעוד שנה דומה למוצע תחזיות החזאים ונמוכה מעט מהציפיות הנגזרות משוק ההון. נדגיש כי לאור הסמיכות של מועד פרסום התחזית לפרסום מדד המחירים לצרכן לחודש מרץ, תחזיות החזאים ושוק ההון המופיעות בלוח 2 הן אלו שהתקבלו לפני פרסום מדד זה.

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

| החזאים הפרטיים <sup>2</sup> | שוק ההון <sup>1</sup> | חטיבת המחקר של בנק ישראל |                                       |
|-----------------------------|-----------------------|--------------------------|---------------------------------------|
| 1.0 (0.2–1.4)               | 1.5                   | 1.1                      | האינפלציה <sup>3</sup> (טווח התחזיות) |
| 0.09 (-0.1–0.1)             | 0.13                  | 0.10                     | הריבית <sup>4</sup> (טווח התחזיות)    |

1. ממוצע הציפיות בשבוע שלפני פרסום מדד מרץ. ציפיות האינפלציה מנוכות עונתיות.
2. ממוצע התחזיות שפורסמו לפני פרסום מדד מרץ.
3. האינפלציה בשנה הקרובה (חטיבת המחקר – בארבעת הרבעונים המסתיימים ברבעון הראשון של 2022).
4. הריבית בעוד שנה (חטיבת המחקר – ברבעון הראשון של 2022). הציפיות משוק ההון מבוססות על שוק התלבור. המקור: בנק ישראל.

#### ד. הסיכונים העיקריים לתחזית

כאמור, לאור הנתונים שהצטברו מאז פרסום התחזית הקודמת, התחזית הנוכחית מתמקדת בתרחיש מרכזי שדומה במהותו לתרחיש החיסון המהיר מינואר. עם זאת, אנו מעריכים כי הסיכונים להצלחת מבצע החיסונים לא נעלמו כליל. למשל, נותר בעינו הסיכון להתפתחות מוטציה שתהיה עמידה בפני החיסון או שתתבטא בתחלואה קשה יותר בקרב האוכלוסייה שאינה מחוסנת. כמו כן ייתכן ויתברר כי משך השפעת החיסונים קצר מההערכות הנוכחיות. אנו מעריכים כי אם יתממשו סיכונים אלו, הממשלה תנקוט בצעדים להגבלת הפעילות, בדומה לתרחיש החיסון האיטי מינואר. אולם לאור הנתונים מתקופת הסגר השני והשלישי, אנו מעריכים כי השפעתן של מגבלות מסוג זה על הפעילות המקרו-כלכלית תהיה מצומצמת. נוסף על סיכוני התחלואה, קיימת אי-ודאות משמעותית באשר למועד העברת התקציב לשנים 2021 ו-2022, כמו גם למאפייניו, וכן לצעדים שתנקוט הממשלה הבאה בכל תחומי פעילותה.