



בנק ישראל



דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2026

65



תוכן העניינים

4.....	תקציר
6.....	א. צעדי המדיניות
8.....	ב. תנאי הרקע מנוקדת מבטה של הוועדה המוניתרית
8.....	1. סביבת האינפלציה
11.....	3. הפעילות הריאלית בישראל
13.....	3. שוק העבודה
15.....	4. שער החליפין
18.....	5. המדיניות הפיסקלית
18.....	6. שוק הדיור
20.....	7. הכלכלה העולמית
22.....	8. תחזית חטיבת המחקר

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2026

על-פי חוק בנק ישראל, התש"ע 2010 לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) שמירה על יציבות המחירים – וזאת כיעד מרכזי; נקבע שיציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%. (2) תמיכה במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים. (3) תמיכה 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 הוא עוסק. כן סוקר הדוח את המדיניות שננקטה כדי לשמר את שיעור האינפלציה בתחום שקבעה הממשלה וכדי להשיג את יתר המטרות של מדיניותה הכלכלית. היציבות הפיננסית במשק נסקרת על ידי בנק ישראל בדוח היציבות הפיננסית.

בהתאם לסעיף 55(ב) של החוק מביא דוח המדיניות המוניטרית הנוכחי את הסיבות לסטייה בשיעור האינפלציה מתחום היעד שאותו קבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים ברציפות.

דוח המדיניות המוניטרית למחצית הראשונה של 2026 הוכן בהנחיית הוועדה המוניטרית בידי כלכלנים מחטיבת המחקר של בנק ישראל. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-6 ביולי 2026 וכוללים את מדד המחירים לחודש מאי 2026.

הוועדה המוניטרית הוקמה על פי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010. בשגרה הוועדה מונה שישה חברים: הנגיד, שמשמש יו"ר הוועדה, המשנה לנגיד, עובד של הבנק שמינה הנגיד ושלושה חברים מקרב הציבור. חברי הוועדה המוניטרית מנהלים דיון על המדיניות המוניטרית, ובסופו מתקיימת הצבעה על שיעור הריבית. לפי סעיף 18 (ג) לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010, ההחלטה על הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה המשתתפים בהצבעה. בהחלטות ינואר, פברואר, מרץ ומאי כיהנו ארבעה חברים, אחד מקרב הציבור, לעומת שלושה בשגרה. בהחלטת יולי כיהנו בוועדה חמישה חברים, שניים מקרב הציבור.

תקציר

המדיניות המוניטרית: המחצית הראשונה של השנה התאפיינה בהמשך האי-ודאות הגאופוליטית. האינפלציה השנתית ירדה, בשונה מהמגמה בעולם, והתייצבה סביב מרכז טווח היעד, ושיעור האבטלה נותר ברמה נמוכה, למעט עליה זמנית במהלך מבצע שאגת הארי. על רקע אלו, ובהתחשב באי-הודאות הגבוהה, הועדה הפחיתה את הריבית בהדרגה במשך המחצית הראשונה בהחלטות ינואר, מאי ויולי 2026 ב-0.25 נקודות אחוז בכל החלטה, כך שבסיום המחצית הריבית עמדה על רמה של 3.5%.

בתחילת התקופה הוועדה העריכה כי הסיכונים לאינפלציה מוטים כלפי מעלה. במהלך המחצית, בין היתר על רקע התגברות הייסוף, גברו גם הסיכונים לאינפלציה כלפי מטה. בראשית יוני, הבהיר הנגיד שככל שהציפיות לאינפלציה יוסיפו לרדת, ובפרט אם יתקרבו לגבול התחתון של היעד, הדבר יצדיק מדיניות מוניטרית מרחיבה יותר ובקצבים מהירים יותר. הוועדה בהחלטותיה ציינה כי תוואי הריבית ייקבע בהתאם להתפתחות האינפלציה, לפעילות המשק, לאי הוודאות הגאופוליטית ולהתפתחויות הפיסקליות. לפיכך הוועדה המוניטרית תמשיך לפעול בהתאם לנתונים ולהערכת ההתפתחויות הכלכליות העדכניות.

סביבת האינפלציה: האינפלציה נעה בכל המחצית סביב מרכז תחום היעד, לאחר שנכנסה אל תחום היעד במחצית הקודמת. בסיום המחצית הראשונה של 2026, עמד קצב האינפלציה השנתי על 1.9%, בסביבת מרכז היעד (על בסיס מדד מאי), זאת בהשוואה ל-2.4% ו-3.1% בסיום המחציות הקודמות (על בסיס מדדי נובמבר ומאי 2025, בהתאמה). לאורך המחצית, הציפיות לאינפלציה לשנה מכל המקורות נעו בסביבת מרכז היעד, וירדו מעט לקראת סוף התקופה. הציפיות לטווחים הארוכים נעו סביב מרכז היעד. סביבת האינפלציה הושפעה, בין היתר, מכך שהשקל התחזק באופן ניכר.

הפעילות הריאלית בישראל: נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של שנת 2026 שיקפו את השפעת מבצע "שאגת הארי" על הפעילות במשק. ברביע הראשון של השנה התכווץ התוצר בקצב שנתי של 3.8%, והתוצר העסקי התכווץ גם הוא ב-3.8% (במונחים שנתיים, בניכוי עונתיות). התכווצות זו הייתה מתונה יותר בהשוואה לתחזיות קודמות ולמבצע "עם כלביא". על רקע הירידה בצמיחה ברביע הראשון, הפער בין רמת התוצר למגמתו ארוכת הטווח גדל ועמד על כ-4.6%. עם זאת האינדיקטורים לצמיחה ברביע השני של 2026 הצביעו על כך שהפער צפוי להצטמצם בשיעור ניכר. את התכווצות התוצר ברביע הראשון של 2026 הובילה ירידה בצריכה הפרטית והציבורית, בעוד שביצוא נרשם גידול. לצד זאת, נרשם גידול משמעותי ביבוא האזרחי – נתון המתיישב עם כך שמגבלות ההיצע בשוק המקומי המשיכו להעבי על רמת הפעילות במהלך המחצית. ניתוחים שביצעה חטיבת המחקר מצביעים על כך שחלק ניכר מצמיחת המשק בתקופה האחרונה שיקף יצור בחו"ל של חברות גלובליות הפועלות בישראל, ובניכוי הפעילות של חברות אלה הצמיחה הייתה נמוכה יותר נוכח מגבלות ההיצע. ככל שמגבלות ההיצע יתמתנו, הצמיחה תתבסס על מספר רחב יותר של ענפים וחברות במשק, תוך התכנסות התוצר לקרבת קו המגמה ארוך הטווח.

שוק העבודה: במהלך המחצית שוק העבודה נותר הדוק – שיעור האבטלה היה נמוך והשכר עלה בקצב מהיר. שוק העבודה הושפע באופן ניכר אך זמני ממבצע "שאגת הארי": שיעור הנעדרים זמנית מהעבודה בשל שירות מילואים עלה בחדות בחודש מרץ, אך ירד משמעותית בחודשים אפריל ומאי ועמד במאי על שיעור נמוך יחסית של 0.5%. שיעור האבטלה הרחבה בגילים 25-64 ירד בחודש מאי לרמה נמוכה של 3%. שיעור המשרות הפנויות עלה מעט, אך הוא עדיין נמוך מכפי שהיה לפני "שאגת הארי". שיעור התעסוקה ושיעור ההשתתפות בגילים 15+ ירדו במאי, בדומה לחודשים האחרונים. בגילי העבודה העיקריים 25-64 שיעור התעסוקה ושיעור ההשתתפות שמרו על יציבות במאי. קצב עליית השכר במשק בחודשים מרץ-מאי עמד על 6.8% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. העלייה בשכר משקפת בין היתר שינויים בהרכב העובדים בעקבות מבצע "שאגת הארי", עלייה בשכר המינימום, וכן פעימת שכר במגזר הציבורי שחלה באפריל מתוקף הסכם המסגרת.

שער החליפין, פרמיית הסיכון והשווקים הפיננסיים: במהלך המחצית הנסקרת, המסחר בשווקים הפיננסיים המשיך להתאפיין בתנודתיות, שהושפעה מאי-הוודאות המקומית והגלובלית. השקל יוסף מינואר 2026 בכ-10% מול הדולר והגיע לרמה של 2.8 ש"ח בסוף מאי, ביוני פוחת ערכו של השקל, כך שבסיום המחצית הנסקרת שער החליפין דולר/שקל עמד על כ-3 שקלים. הייסוף בשנתיים האחרונות, הושפע במידה רבה משלושה גורמים: התפתחויות הגיאופוליטיות והירידה בפרמיית הסיכון של ישראל, עליות בבורסות בארה"ב והיחלשות הדולר בעולם. בחודש מאי יוני 2026 בוצעו רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל בסך של 801 מיליון דולר ו-1,027 מיליון דולר, בהתאמה, אשר בוצעו באופן נקודתי לצורך שמירה על המשך הפעילות הסדירה של השווקים. פרמיית הסיכון של ישראל – כפי שהיא נמדדת ע"י ה-CDS ומרווחי האג"ח הממשלתיות הדולריות – לאחר שעלתה בתחילת מבצע "שאגת הארי", הוסיפה לרדת ושהתה בסביבה הדומה לרמתה טרם השבעה באוקטובר. מדדי המניות המקומיים בלטו לטובה ביחס לעולם במרבית התקופה הנסקרת, אך מאז ההכרזה על מזכר ההבנות בין ארה"ב לאיראן ביוני, נרשמו ביצועי חסר ביחס לעולם. האשראי למגזר העסקי המשיך להתרחב בתקופה הנסקרת בקצב גבוה, בהובלת האשראי הבנקאי. התרחבות זו ניכרה בכלל הענפים – בדגש על ענף השירותים הפיננסיים וענף הבינוי – ובכל קבוצות גודל העסק, למעט העסקים הקטנים והזעירים. שיעורי הפיגורים בכל מגזרי הפעילות נותרו ברמה נמוכה. המערכת הבנקאית המשיכה לשמור על יחסי הון גבוהים, וחברות הביטוח – על כושר פירעון גבוה.

המדיניות הפיסקלית: הגירעון המצטבר בתקציב המדינה ב-12 החודשים האחרונים ירד במהלך המחצית הנסקרת והסתכם בחודש מאי ב-3.8 אחוזי תוצר, לעומת 4.7 אחוזי תוצר בדצמבר. זאת בעיקר בשל רמה נמוכה של הוצאות הממשלה על רקע התקציב ההמשכי ברביע הראשון של השנה. תקבולי הממשלה ממסים ישירים (במחירים קבועים ובניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד פעמיות) שהו מעל קו המגמה ארוכת הטווח.

שוק הדיור: רמת הפעילות בענף הבנייה נותרה גבוהה. התחלות הבנייה, גמר הבנייה והיתרי הבנייה שוהים ברמה גבוהה. אלו, לצד ירידה מסויימת של היקפי העסקאות לעומת 2024, הובילו לגידול במלאי הדירות הלא מכורות שבידי הקבלנים ולירידה במחירי הדירות שהסתכמה ב-1.3% במונחים שנתיים. קצב העלייה השנתי של סעיף שירותי דיור בבעלות הדיירים (שכר דירה בחוזים חדשים ומתחדשים) במדד המחירים לצרכן עמד על 4% בסיום המחצית (נתון מאי), בהשוואה ל-2.6% ו-3.6% בסיום המחציות הקודמות (נתוני נובמבר ומאי 2025, בהתאמה). בחודש מאי הועמדו משכנתאות בסך של כ-9.5 מיליארדי ש"ח (בניכוי עונתיות).

הכלכלה העולמית: במחצית הנסקרת הפעילות הכלכלית בעולם התרחבה בקצב מתון. על אף אי הוודאות הגיאופוליטית הגבוהה בשל העימות בין ארה"ב לאיראן, הפגיעה בשרשראות האספקה והעלייה במחירי הסחורות, הצמיחה נותרה חיובית במרבית הגושים המרכזיים במהלך המחצית. מחירי האנרגיה היו תנודתיים מאוד והושפעו במידה רבה מההתפתחויות הגאופוליטיות – מחירי חבית נפט מסוג ברנט שעמד בתחילת המחצית על 60 דולר, עלה לכ-120 דולר במהלך המחצית, וירד בסיומה לכ-70 דולר. מדד מנהלי הרכש הגלובלי נותר כל המחצית ברמה המצביעה על המשך התרחבות בתוצר העולמי, בדומה למחצית הקודמת. באפריל, קרן המטבע הבינלאומית (IMF) עדכנה כלפי מטה את תחזית הצמיחה העולמית וכלפי מעלה את האינפלציה העולמית, כאשר ההשפעה המרכזית על התחזית נבעה מצד הזעזוע בשווקי האנרגיה ורמת אי הוודאות הגבוהה. בארה"ב התוצר צמח ברביע הראשון בקצב שנתי של כ-2%, גבוה משמעותית מהרביע הקודם. דוחות התעסוקה במחצית היו ברובם חזקים ובמבט כולל הצביעו על שוק עבודה הדוק. בגוש האירו, הנתונים לרביע הראשון של 2026 הצביעו על האטה בקצב הצמיחה, כאשר התוצר המקומי הגולמי עלה ב-0.1% בלבד במונחים רבעוניים, נמוך מציפיות השוק. האינפלציה השנתית בארה"ב האיצה ומדד המחירים לצרכן (CPI) לחודש מאי עמד על 3.2%, לעומת 4.2%, לעומת 2.7% בסיום המחצית הקודמת. גם בגוש האירו, האינפלציה השנתית האיצה ועמדה בחודש מאי על 3.2%, לעומת 2.1% בסיום המחצית הקודמת. בתקופה הנסקרת, ה-ECB העלה את הריבית ביוני, וה-FED הותיר את הריבית ללא שינוי. מאז תחילת העימות עם איראן תוואי הריבית המתומחר בשווקים של בנקים מרכזיים רבים עלה משמעותית.

תחזית חטיבת המחקר: על פי תחזית יולי 2026, התוצר צפוי לצמוח בשיעור של 4% בשנת 2026, לעומת 5.2% בתחזית ינואר 2026. החטיבה צפתה כי התוצר יצמח בשיעור של 5.5% ב-2027 לעומת 4.3% בתחזית ינואר. על פי תחזית יולי 2026, בשנת 2026 האינפלציה צפויה לעמוד על 1.8%, לעומת 2% בתחזית ינואר. החטיבה העריכה כי בעוד שנה הריבית תעמוד על 3%. בתחזית חודש יולי, הגירעון החזוי לשנת 2026 עמד על 4.9% תוצר – גבוה באחוז תוצר לעומת הגירעון שהיה צפוי בתחזית ינואר שנערכה לפני מבצע "שאגת הארי". על פי תחזית יולי 2026, האומדן ליחס החוב לתוצר עמד על 69% לשנים 2026 ו-2027, לעומת 68.5% בתחזית ינואר 2026. בממשלה נבחנת האפשרות להגדיל בהמשך השנה את תקציב הביטחון לשנת 2026 בהיקף של עד 25 מיליארדי ש"ח נוספים, כך שהתקציב יעמוד על 183 מיליארדי ש"ח. ככל שהדבר יתממש הגירעון צפוי להיות גבוה מהחזוי ולעמוד על כ-5.5 אחוזי תוצר, והאינפלציה לשנה קדימה תהיה גבוהה יותר מזו החזויה בכ-0.3 אחוזים, בהתאם להרכב ההוצאה והשפעתו על מגבלת ההיצע במשק.

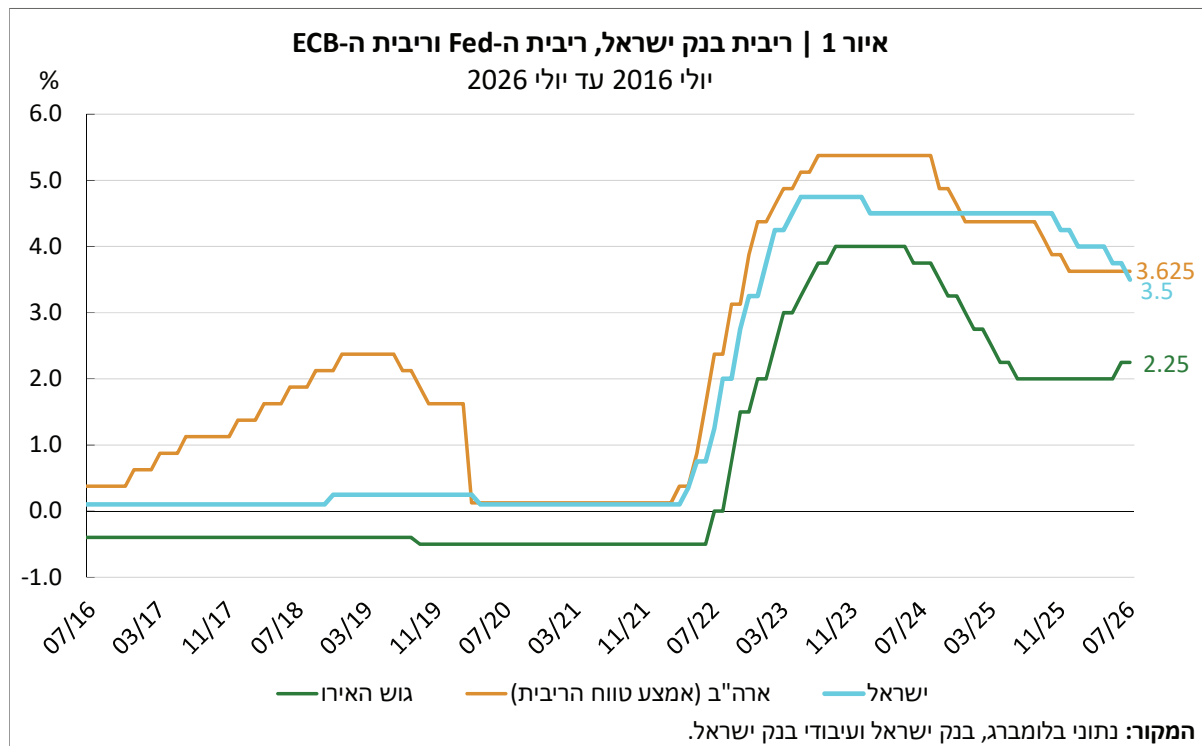
א. צעדי המדיניות

בכל ההחלטות במחצית ציינה הוועדה כי מדיניות הוועדה המוניטרית מתמקדת ביציבות מחירים, תמיכה בפעילות הכלכלית ויציבות השווקים. תוואי הריבית ייקבע בהתאם להתפתחות האינפלציה, לפעילות המשק, לאי הוודאות הגיאופוליטית ולהתפתחויות הפיסקליות.

בשלושת ההחלטות הראשונות של המחצית הנסקרת הדגישה הוועדה כי קיימים סיכונים לעלייה מחודשת של האינפלציה. בהחלטת מאי הוסיפה הוועדה כי הייסוף בשקל עשוי לפעול בכיוון של התמתנות האינפלציה. בהחלטת יולי ציינה הוועדה כי קיימים מספר גורמים שיכולים להשפיע בכיוונים מנוגדים על התפתחות האינפלציה. סביבת האינפלציה תושפע במידה רבה מההתפתחויות הגיאופוליטיות והשפעותיהן על הפעילות במשק ועל מחירי האנרגיה, מפרמיית הסיכון ושע"ח, מההתפתחות הביקושים לצד מגבלות ההיצע, וכן מההתפתחויות הפיסקליות.

בעת החלטת הריבית בחודש ינואר סביבת האינפלציה התמתנה, בין היתר בהשפעת התחזקות השקל. בנתוני הקצה בשוק העבודה הייתה אינדיקציה להקלה מסוימת במגבלות ההיצע. זו השתקפה בעלייה בשיעורי ההשתתפות והתעסוקה, בירידה בשיעור הנעדרים בשל שירות מילואים, ובירידה בקצב עליית השכר במגזר העסקי. היחס בין מספר המשרות הפנויות למספר המובטלים היה יציב ברמה גבוהה, ושיעור המשרות הפנויות עלה קלות. חברי הוועדה דנו בתמונת ההקלות על המגבלות בשוק העבודה ובמידה שהן אכן מייצגות תהליך מתמשך. פרמיית הסיכון של ישראל עמדה מספר חודשים על רמה הקרובה לזו ששררה ערב המלחמה. כל חברי הוועדה תמכו בהחלטה להפחית את הריבית ב 0.25 נקודות אחוז לרמה של 4% (איור 1).

בעת החלטת הריבית בחודש פברואר אי הודאות הגיאופוליטית שבה לעלות על רקע עימות אפשרי באזור, ואכן 5 ימים לאחר החלטת הריבית פרץ העימות מול איראן "שאגת הארי". האינפלציה הוסיפה להתמתן, שוק העבודה נותר הדוק ומגבלת ההיצע נשארה משמעותית. מחירי הדירות שבו לעלות. מאז החלטת הריבית של ינואר השקל התחזק במעט מול הדולר, בדומה למגמה העולמית, ופרמיית הסיכון של ישראל עלתה מעט. חברי הוועדה הדגישו שבניתוח מאזן הסיכונים ולאור שתי הורדות רצופות של הריבית, מכלול השיקולים איננו מצדיק הורדה נוספת של הריבית בשלב זה. כל חברי הוועדה תמכו בהחלטה להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 4%.



דיוני החלטת מרץ התקיימו תוך כדי מבצע "שאגת הארי" ואי הודאות הגיאופוליטית הייתה גבוהה, בפרט לגבי משך ועצימות הלחימה ואופן סיומה. מאז החלטת הריבית בפברואר חלה עלייה בסביבת האינפלציה בעיקר בעקבות עלייה ניכרת במחירי האנרגיה בעולם. תגובת המשתנים הפיננסיים, בהם פרמיות סיכון, שער חליפין ומחירי המניות הייתה מתונה יחסית. מאז החלטת הריבית בפברואר השקל נחלש מול הדולר והתחזק מול האירו. שוק העבודה נותר הדוק ומגבלת היצע העבודה המשיכה להיות המגבלה הדומיננטית במשק. כל חברי הוועדה תמכו בהחלטה להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 4%.

בהחלטת הריבית במאי על רקע התייצבות האינפלציה בסביבת מרכז היעד והעמידות שהפגינה הכלכלה, הוועדה בחנה את האזון הנכון בין שני סיכונים גיאופוליטיים משמעותיים העלולים להשפיע על האינפלציה בשני כיוונים מנוגדים: כלפי מעלה במקרה של החרפת הלחימה, וכלפי מטה בתרחיש של הסכם שיביא להמשך ירידה בפרמיית הסיכון ולייסוס נוסף בשקל. היה ניכר כי למבצע "שאגת הארי" השלכות על הפעילות הריאלית במשק, ובנתוני הקצה הסתמנה התאוששות. האינפלציה בישראל הוסיפה לשהות בסביבת מרכז היעד, אולם מאז החלטת הריבית במרץ חלה עלייה חדה בסביבת האינפלציה בעולם. השקל התחזק ביחס לדולר, ובלט ביחס למגמה העולמית. פרמיית הסיכון של ישראל, לאחר שעלתה בתחילת מבצע "שאגת הארי", הוסיפה לרדת ושהתה בסביבת רמתה טרם השבעה באוקטובר. שוק העבודה הושפע באופן ניכר ממבצע "שאגת הארי" ומגבלת היצע העבודה הייתה עדיין משמעותית. כל חברי הוועדה תמכו בהחלטה להפחית את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 3.75%.

בראשית יוני, הבהיר הנגיד שכלל שהציפיות לאינפלציה יוסיפו לרדת, ובפרט אם יתקרבו לגבול התחתון של היעד, הדבר יצדיק מדיניות מוניתרית מרחיבה יותר ובקצבים מהירים יותר.

בעת החלטת הריבית בחודש יולי מזכר ההבנות שנחתם בין ארצות הברית לאיראן הוביל לירידה במחירי האנרגיה ולהתמתנות במתיחות הגיאופוליטית הגלובלית, אולם רמת אי הוודאות נותרה גבוהה. הפעילות הכלכלית במשק הוסיפה להתאושש, קצב האינפלציה השנתי במדד מאי נותר יציב מעט מתחת למרכז היעד. מאז החלטת הריבית במאי, השקל פוחת, תוך תנודתיות רבה, ופרמיית הסיכון שהתה בסביבת רמתה טרם השבעה באוקטובר. עפ"י הערכות החזאים האינפלציה צפויה לרדת בחודשים הקרובים ולאחר מכן לשהות מעט מתחת למרכז היעד. כל חברי הוועדה תמכו בהחלטה להפחית את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 3.5%.

ב. תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית

1. סביבת האינפלציה

האינפלציה נעה בכל המחצית סביב מרכז תחום היעד, לאחר שנכנסה אל תחום היעד במחצית הקודמת. בסיום המחצית הראשונה של 2026, עמד קצב האינפלציה השנתי על 1.9% (איורים 2 ו-3), בסביבת מרכז היעד (על בסיס מדד מאי), זאת בהשוואה ל-2.4% ו-3.1% בסיום המחציות הקודמות (על בסיס מדדי נובמבר ומאי 2025, בהתאמה). לאורך המחצית, הציפיות לאינפלציה לשנה מכל המקורות נעו בסביבת מרכז היעד, וירדו מעט לקראת סוף התקופה (איור 5). הציפיות לטווחים הארוכים נעו סביב מרכז היעד (איור 6). סביבת האינפלציה הושפעה, בין היתר, מכך שהשקל התחזק באופן ניכר.

בדיוני החלטת ינואר הוועדה דנה בסביבת האינפלציה. האינפלציה השנתית עמדה על 2.4%. בניכוי אנרגיה ופ"י השיעור השנתי של האינפלציה עמד על 2.6% (איור 3). קצב אינפלציה הבלתי סחירים נותר ללא שינוי ועומד על 3.0%. קצב אינפלציה הסחירים ירד ועמד על 1.2% ב-12 החודשים האחרונים.

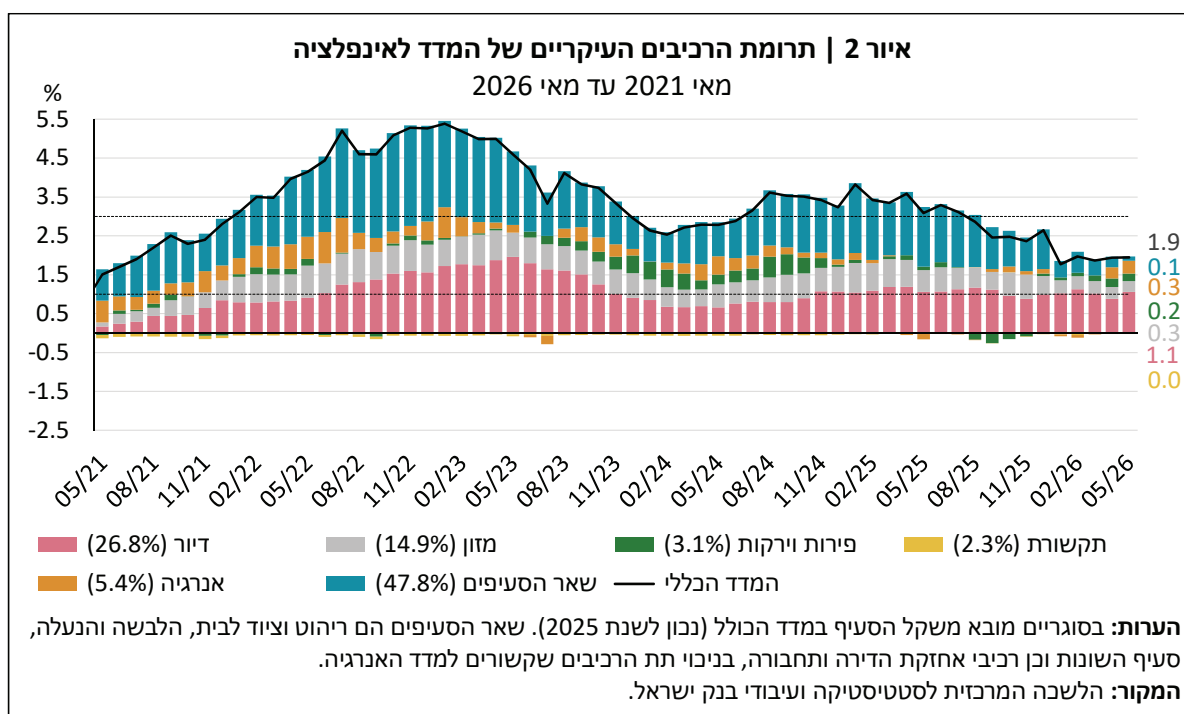
בדיוני החלטת פברואר הוועדה דנה בסביבת האינפלציה. מדד המחירים לצרכן בחודש דצמבר נותר ללא שינוי ובחודש ינואר ירד ב-0.3%. התפתחות האינפלציה השנתית תאמה את ההערכות הקודמות: לאחר מדד דצמבר האינפלציה השנתית עלתה, ולאחר מדד ינואר התמתנה לקרבת מרכז היעד ועמדה על 1.8%. בניכוי אנרגיה ופ"י השיעור השנתי של האינפלציה עמד בינואר על 1.9%. קצב אינפלציה הבלתי סחירים ירד ועמד על 2.9% במונחים שנתיים, וקצב אינפלציה הסחירים ירד בחודות ועמד על 0.2% ב-12 החודשים האחרונים.

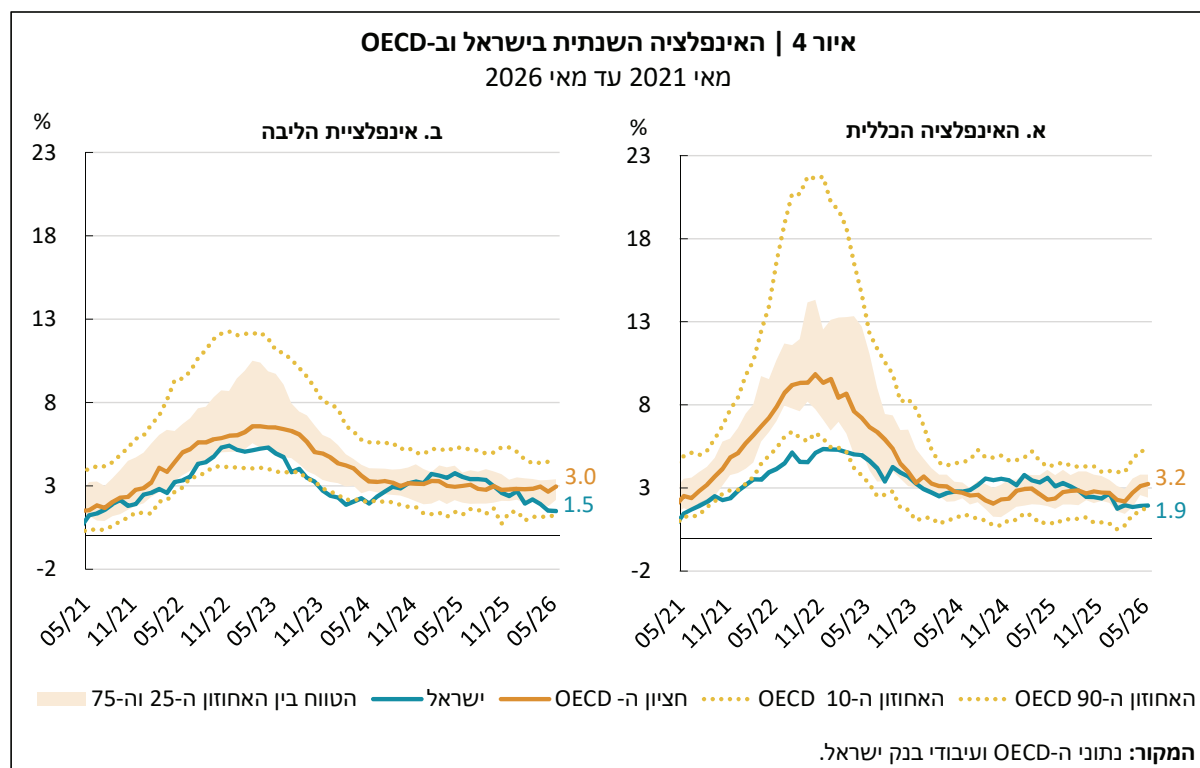
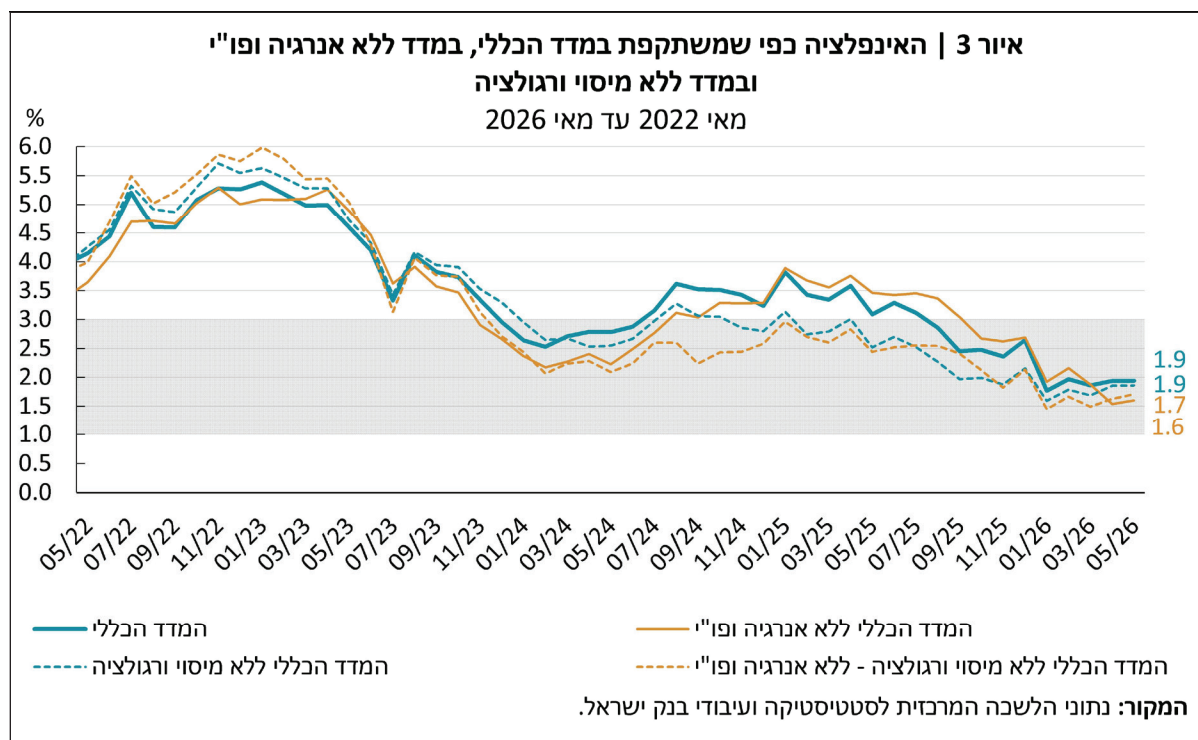
בדיוני החלטת מרץ הוועדה דנה בסביבת האינפלציה. האינפלציה בשנים-עשר החודשים האחרונים עלתה מעט ועמדה על 2.0%. מדד חודש פברואר לא שיקף עדיין את ההתפתחויות הכלכליות, ובפרט העלייה במחירי האנרגיה, שחלו עם פרוץ המבצע, ואלו העריכה הוועדה אז יבואו לידי ביטוי בחודשים הקרובים. בניכוי אנרגיה ופ"י עומדת האינפלציה השנתית על 2.2%. קצב העלייה השנתי של הרכיבים הבלתי סחירים עלה ועמד על 3.1% זאת בהשוואה ל-2.9% בחודש הקודם. קצב אינפלציה הסחירים השנתי עלה לרמה של -0.1%. בעקבות מבצע "שאגת הארי" ועליית מחירי הנפט העולמיים, העלו החזאים את תחזית האינפלציה השנתית לחודשים הקרובים בכ-0.5%. עלייה זו הייתה נמוכה יחסית למדינות אחרות, זאת בין היתר על רקע חשיפה נמוכה יותר של האינפלציה בישראל למחירי האנרגיה בעולם. הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה מהמקורות השונים עלו ונמצאו בסביבת מרכז היעד. הציפיות לשנה השנייה ואילך עלו מעט גם הן אך מוסיפות לשהות בסביבת מרכז היעד. להערכת הוועדה התגברו באותה עת הסיכונים לעלייה מחודשת של האינפלציה.

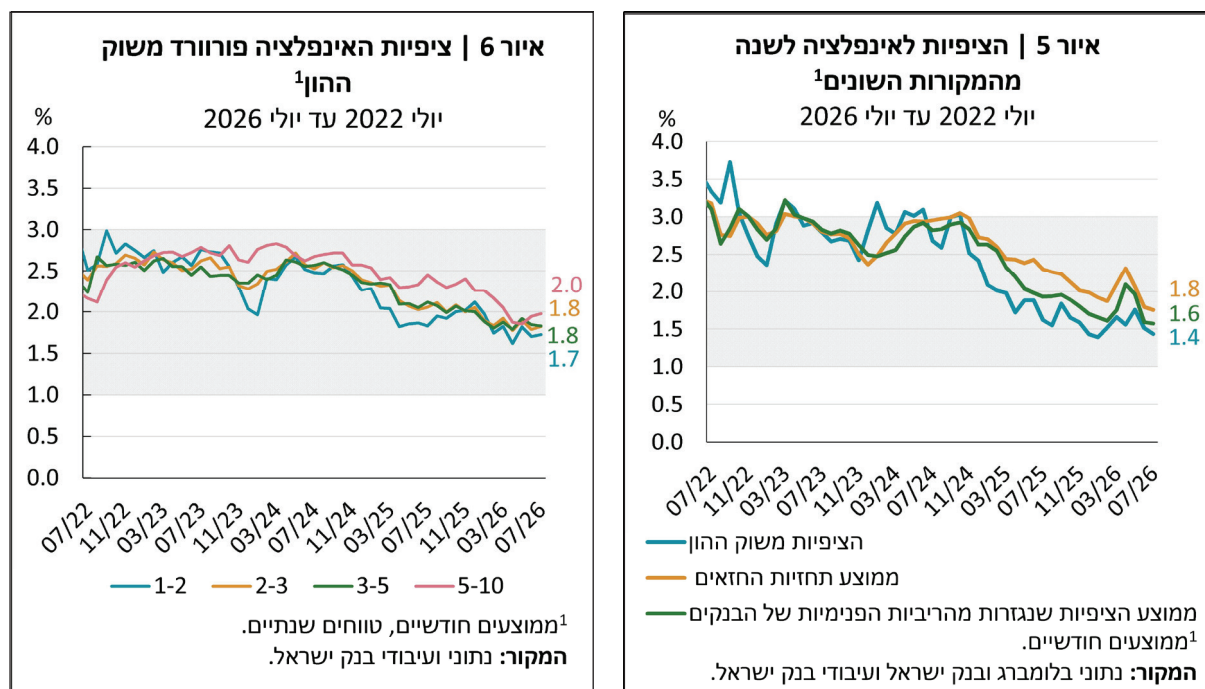
בעת דיוני החלטת מאי האינפלציה בשנים-עשר החודשים האחרונים עמדה על 1.9%. האינפלציה השנתית באפריל בניכוי אנרגיה ופ"י עמדה על 1.5%. קצב העלייה השנתי של הרכיבים הבלתי סחירים בחודשים מרץ ואפריל היה יציב ועמד על 2.8%. קצב אינפלציה הסחירים השנתי עלה לרמה של 0.3%, בעיקר על רקע העלייה במחירי האנרגיה

בעולם. בעת הדיונים, עפ"י הערכות החזאים האינפלציה הייתה צפויה לעלות מעט ולשהות בחודשים הבאים בסביבת מרכז טווח היעד. הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה מהמקורות השונים היו בסביבת מרכז היעד. הציפיות לשנה השנייה ואילך הוסיפו לשהות בסביבת מרכז היעד. הוועדה העריכה כי קיימים סיכונים לעלייה מחודשת של האינפלציה – כאשר הייסוף בשקל עשוי לפעול בכיוון של התמתנות האינפלציה.

בעת דיוני החלטת יולי האינפלציה השנתית נותרה על 1.9% בסביבת מרכז היעד. האינפלציה השנתית בניכוי אנרגיה ופז"י עמדה במאי על 1.6%. קצב העלייה השנתי של הרכיבים הבלתי סחירים והסחירים עמד בחודש מאי בהתאמה על 2.9%-0.4%. עפ"י הערכות החזאים האינפלציה צפויה לרדת בחודשים הקרובים ולאחר מכן לשהות מעט מתחת למרכז היעד. הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה מהמקורות השונים שוהות מתחת למרכז היעד. הציפיות לשנה השנייה ואילך נמוכות במקצת ממרכז היעד. הוועדה העריכה כי קיימים מספר גורמים שיכולים להשפיע בכיוונים מנוגדים על התפתחות האינפלציה. סביבת האינפלציה תושפע במידה רבה מההתפתחויות הגיאופוליטיות והשפעותיהן על הפעילות במשק ועל מחירי האנרגיה, מפרמיית הסיכון ושער חליפין, מהתפתחות הביקושים לצד מגבלות ההיצע, וכן מההתפתחויות הפיסקליות.







2. הפעילות הריאלית בישראל

נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של שנת 2026 שיקפו את השפעת מבצע "שאגת הארי" על הפעילות במשק. ברביע הראשון של השנה התכווץ התוצר בקצב שנתי של 3.8%, והתוצר העסקי התכווץ גם הוא ב-3.8% (במונחים שנתיים, בניכוי עונתיות). התכווצות זו הייתה מתונה יותר בהשוואה לתחזיות קודמות ולמבצע "עם כלביא" (לוחות 1 ו-2). על רקע הירידה בצמיחה ברביע הראשון, הפער בין רמת התוצר למגמתו ארוכת הטווח גדל ועמד על כ-4.6%. **עם זאת** האינדיקטורים לצמיחה ברביע השני של 2026 מצביעים על כך שהפער צפוי להצטמצם בשיעור ניכר. את התכווצות התוצר ברביע הראשון של 2026 הובילה ירידה בצריכה הפרטית והציבורית, בעוד שביצוא נרשם גידול. לצד זאת, נרשם גידול משמעותי ביבוא האזרחי – נתון המתיישב עם כך שמגבלות ההיצע בשוק המקומי המשיכו להעיב על רמת הפעילות במהלך המחצית. ניתוחים שביצעה חטיבת המחקר מצביעים על כך שחלק ניכר מצמיחת המשק בתקופה האחרונה שיקף יצור בחו"ל של חברות גלובליות הפועלות בישראל, ובניכוי הפעילות של חברות אלה הצמיחה הייתה נמוכה יותר נוכח מגבלות ההיצע. ככל שמגבלות ההיצע יתמתנו, הצמיחה תתבסס על מספר רחב יותר של ענפים וחברות במשק, תוך התכנסות התוצר לקרבת קו המגמה ארוך הטווח.

בדיוני החלטת פברואר הוועדה דנה בנתוני החשבונאות הלאומית לרביע הרביעי של שנת 2025. קצב הצמיחה הרבעונית עמד על 4% (במונחים שנתיים בניכוי עונתיות), מעל המגמה ארוכת הטווח. הגידול בתוצר ברביע הרביעי הושפע מעלייה חדה של 25.6% בייצוא. הצריכה השוטפת צמחה ב-3.6% במונחים שנתיים, בסביבת קו המגמה בעוד הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני ירדה במתינות. התוצר העסקי צמח ב-7.1% במונחים שנתיים בניכוי עונתיות, ובמקביל עודכנו נתוני צמיחת התוצר עבור הרביע השלישי של שנת 2025 כלפי מעלה ל-12.7%. בסיכום השנה ולאור העדכון של נתוני העבר, צמח התוצר בקצב של 3.1%, גבוה במעט מההערכות הקודמות.

בדינוי החלטת מרץ, תוך כדי מבצע "שאגת הארי" הוועדה דנה באינדיקטורים השונים לפעילות המשק, אשר שיקפו את השפעות המבצע על הפעילות. נתוני ההוצאות בכרטיסי אשראי במחירים שוטפים הצביעו, בדומה ל"עם כלביא", על ירידה חדה של כ-20% בפעילות עם תחילתו של מבצע "שאגת הארי". הנתונים הראו, התאוששות חלקית לאחר השבועיים הראשונים למבצע, והיו נמוכים מרמתם טרום המבצע. סקר הבזק של הלמ"ס שבוצע לאחר תחילת מבצע "שאגת הארי" העלה כי גורמי הפגיעה דומים ל"עם כלביא": מרבית העסקים מציינים כי הפגיעה בפעילות נובעת במידה רבה מהיעדרות עובדים וסגירת מוסדות הלימוד.

לוח 1 | החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים לפי חודשים

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

חודש	ינואר	פברואר	מרץ	אפריל	מאי	יוני	יולי
2025Q3	11.1	12.7	12.1	12.3	12.4	12.3	12.3
2025Q4		4.0	4.2	3.3	2.9	2.8	2.8
2026Q1					-3.3	-3.8	-3.8
2025Q3	13.2	16.3	15.6	15.5	15.5	15.2	15.2
2025Q4		7.1	7.2	6.1	5.4	4.9	4.9
2026Q1					-3.1	-3.8	-3.7
2025Q3	21.4	22.2	22.0	22.0	20.9	20.9	20.9
2025Q4		-3.6	-3.7	-3.0	-4.6	-4.6	-4.6
2026Q1					-4.7	-5.0	-4.9
2025Q3	34.5	33.6	33.7	33.7	33.3	33.3	33.3
2025Q4		-6.4	-4.0	-5.7	-4.3	-4.3	-4.3
2026Q1					12.6	12.8	12.8
2025Q3	12.2	14.4	15.4	15.2	15.7	15.3	15.3
2025Q4		25.6	24.5	20.2	20.1	19.9	19.9
2026Q1					5.6	1.9	1.9
2025Q3	12.8	11.0	13.9	13.9	13.9	14.1	14.1
2025Q4		-3.9	-2.9	-2.8	2.1	2.1	2.1
2026Q1					33.1	32.7	32.7

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 2 | התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2026/1	2025/4	2025/3	2025/2	2025/1	2024/4	2025	2024	2023
-3.8	2.8	12.3	-4.4	5.9	1.2	2.9	1.0	2.1
-3.8	4.9	15.2	-7.3	6.7	1.9	3.2	-0.4	1.1
32.7	2.1	14.1	9.5	2.8	13.1	8.8	-2.2	-6.9
-5.0	-4.6	20.9	-6.8	-2.0	3.5	2.7	3.9	-0.6
-10.1	1.4	18.8	-8.9	3.8	4.5	3.7	3.4	0.2
-4.8	0.5	4.2	-2.1	4.5	10.2	1.7	11.8	8.1
-5.8	-1.0	18.9	-6.3	-3.4	15.1	2.1	9.4	7.5
10.6	-11.8	22.9	3.1	22.8	-16.5	7.4	-8.9	-4.2
12.8	-4.3	33.3	-12.7	10.3	8.1	8.3	-5.5	-2.1
-3.1	27.2	18.6	-1.4	-0.2	7.8	5.8	-4.4	0.2
1.9	19.9	15.3	1.5	6.8	-0.3	5.7	-3.7	0.0

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

3. שוק העבודה

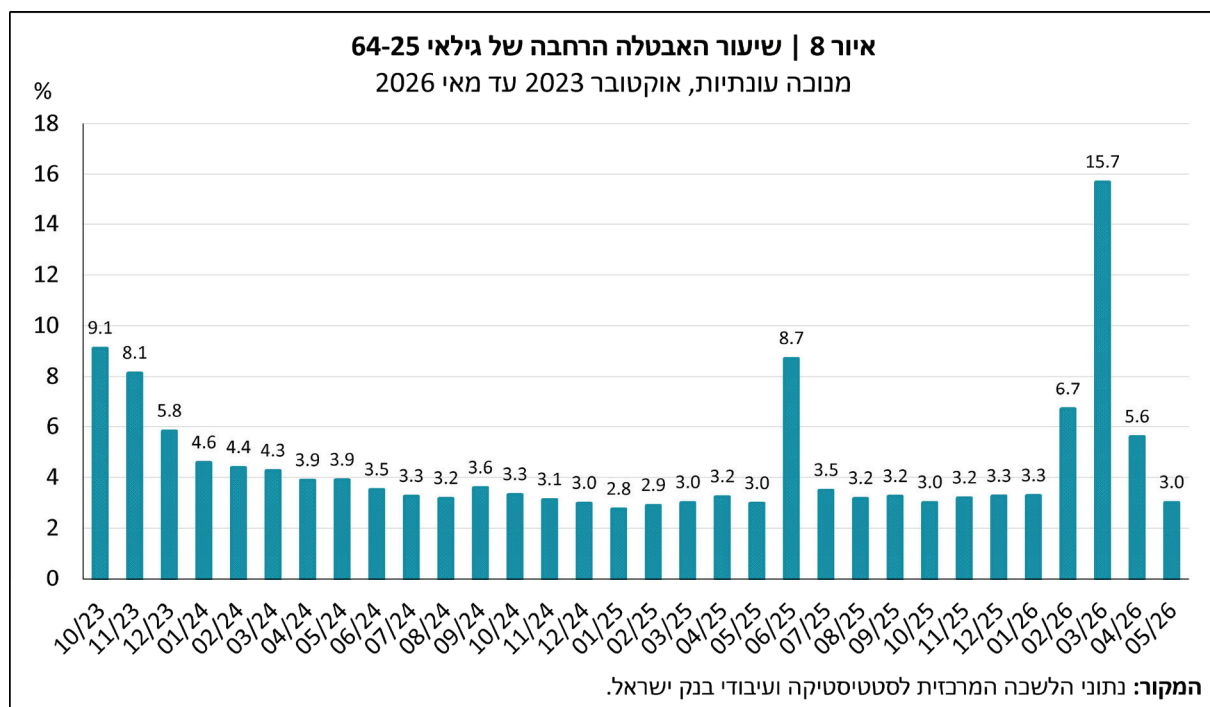
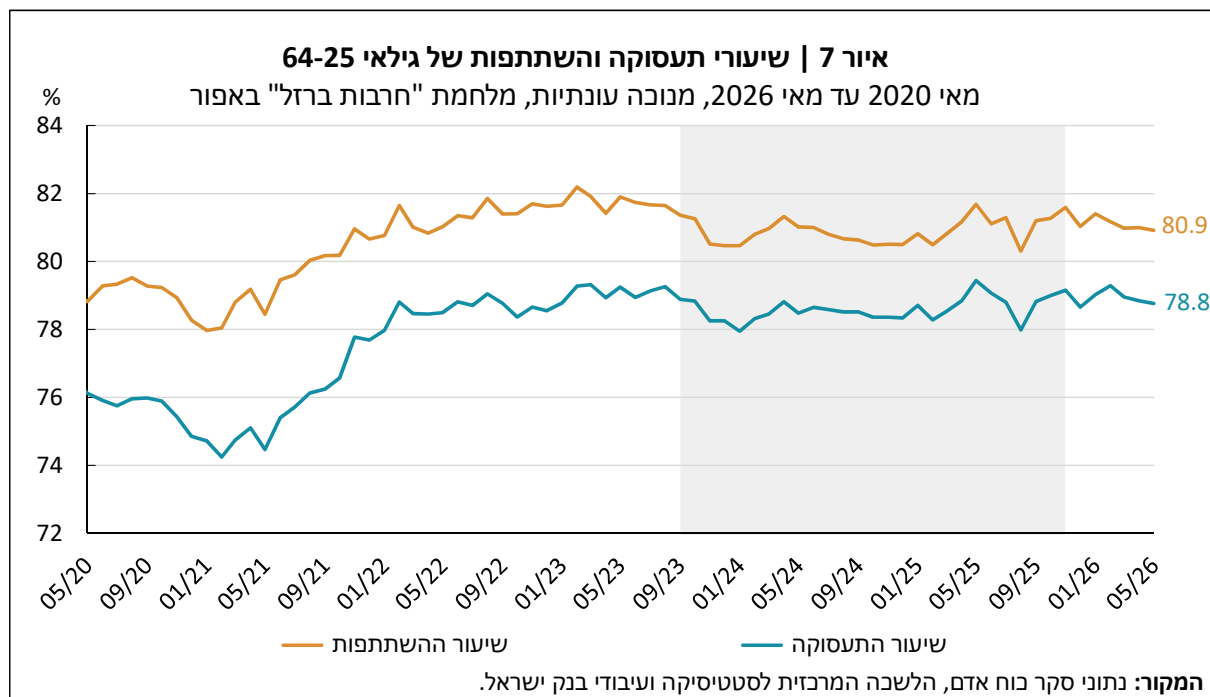
במהלך המחצית שוק העבודה נותר הדוק – שיעור האבטלה היה נמוך והשכר עלה בקצב מהיר. שוק העבודה הושפע באופן ניכר אך זמני ממבצע "שאגת הארי": שיעור הנעדרים זמנית מהעבודה בשל שירות מילואים עלה בחדות בחודש מרץ, אך ירד משמעותית בחודשים אפריל ומאי ועמד במאי על שיעור נמוך יחסית של 0.5%. שיעור האבטלה הרחבה בגילים 25-64 ירד בחודש מאי לרמה נמוכה של 3% (איור 8). שיעור המשרות הפנויות עלה מעט, אך הוא עדיין נמוך מכפי שהיה לפני "שאגת הארי". שיעור התעסוקה ושיעור ההשתתפות בגילים 15+ ירדו במאי, בדומה לחודשים האחרונים. בגילי העבודה העיקריים 25-64 שיעור התעסוקה ושיעור ההשתתפות שמרו על יציבות במאי (איור 7). קצב עליית השכר במשק בחודשים מרץ-מאי עמד על 6.8% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. העלייה בשכר משקפת בין היתר שינויים בהרכב העובדים בעקבות מבצע "שאגת הארי", עלייה בשכר המינימום, וכן פעימת שכר במגזר הציבורי שחלה באפריל מתוקף הסכם המסגרת.

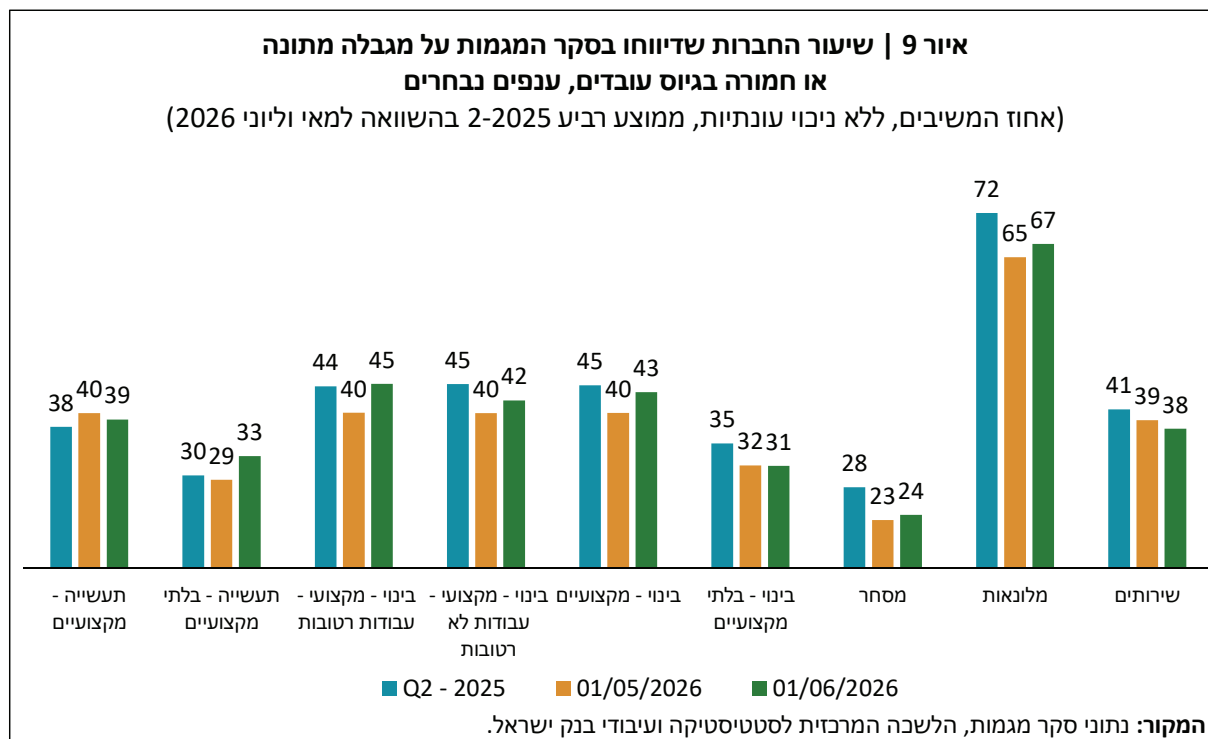
בדינוי החלטת ינואר שוק העבודה נותר הדוק, אך בנתוני הקצה היה נראה כי ישנה אינדיקציה להקלה במגבלות ההיצע. שיעור התעסוקה ושיעור ההשתתפות בגילי העבודה העיקריים (25-64) עלו בחודש נובמבר, ושיעור האבטלה הרחבה בגילי העבודה העיקריים (25-64) נותר יציב. שיעור הנעדרים זמנית מהעבודה בשל שירות מילואים בחודש נובמבר ירד קלות ועומד על 0.5%. בחודשים אוגוסט-אוקטובר השכר במגזר העסקי עלה ב-5.3% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, זאת בהשוואה ל-5.9% בחודשים יולי-ספטמבר. לצד זאת, היחס בין מספר המשרות הפנויות למספר המובטלים היה יציב ברמה גבוהה, ושיעור המשרות הפנויות עלה קלות. חברי הוועדה דנו בתמונת ההקלות על המגבלות בשוק העבודה ובמידה שהן מייצגות תהליך מתמשך.

בדינוי החלטת פברואר חברי הוועדה סברו שנתוני הקצה מאז החלטת הריבית בינואר מעידים על כך ששוק העבודה נותר הדוק ומגבלת ההיצע נותרה משמעותית. יחס מספר המשרות הפנויות למספר המובטלים נותר גבוה כאשר שיעור המשרות הפנויות יציב ועמד בחודשים דצמבר וינואר על 4.6%. שיעור האבטלה הרחבה בגילי העבודה העיקריים (25-64) נותר נמוך ויציב ועמד בחודש דצמבר על 3.2%. שיעור הנעדרים זמנית מהעבודה בשל שירות מילואים בחודש דצמבר ירד קלות ועמד על 0.4%. שיעור התעסוקה ושיעור ההשתתפות בגילי העבודה העיקריים (25-64) ירדו בחודש דצמבר לרמות הדומות לאלו של טרום הפסקת האש, ועמדו על 78.8% ו-81.1% בהתאמה, לאחר שעלו בכחצי אחוז בחודש נובמבר. השכר במגזר העסקי עלה בחודשים ספטמבר-נובמבר בשיעור גבוה, של כ-5.1% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, שיעור הדומה לעליה בחודשים אוגוסט-אוקטובר. לפי נתון הבזק קצב עליית השכר הכללי בחודשים אוקטובר-דצמבר התמתן, ולהערכת חברי הוועדה מצביע על האפשרות למיתון דומה בקצב גידול השכר העסקי.

בעת דינוי החלטת מרץ יחס מספר המשרות הפנויות למספר המובטלים נותר גבוה כאשר שיעור המשרות הפנויות נותר יציב ועמד בחודש פברואר על 4.5%. בחודש ינואר, שיעור האבטלה הרחבה בגילי העבודה העיקריים (25-64) עמד על 3% עם עלייה מתונה בשיעור הנעדרים בגלל מילואים בהשוואה לדצמבר. קצב עליית השכר במגזר העסקי שב לעלות, נמצא ברמה גבוהה, ועמד בחודשים נובמבר-ינואר על כ-4.7% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד.

בדינוי החלטת מאי היה נראה כי שוק העבודה הושפע באופן ניכר ממבצע "שאגת הארי" ומגבלת היצע העבודה נותרה משמעותית. שיעור הנעדרים זמנית מהעבודה בשל שירות מילואים עלה בחדות בחודש מרץ, ובחודש אפריל ירד קלות ועמד על 1.2%. שיעור האבטלה הרחבה בגילי 15+ ירד בחדות מ-15.9% במרץ, ל-5.9% באפריל, וזאת למרות שהלחימה נמשכה לתוך חודש אפריל. לפני "שאגת הארי", קצב עליית השכר במגזר העסקי נותר יציב ברמה גבוהה, ועמד בחודשים דצמבר-פברואר על 4.6% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. קצב עליית השכר במשק בחודש מרץ עמד על 5.9%, אך נתון זה הושפע משינויי הרכב העובדים, על רקע מבצע "שאגת הארי".





4. שער החליפין, פרמיית הסיכון והשווקים הפיננסיים

במהלך המחצית הנסקרת, המסחר בשווקים הפיננסיים המשיך להתאפיין בתנודתיות, שהושפעה מאי-הוודאות המקומית והגלובלית. השקל יוסף מינואר 2026 בכ-10% מול הדולר והגיע לרמה של 2.8 ש"ח בסוף מאי, ביוני פוחת ערכו של השקל, כך שבסיום המחצית הנסקרת שער החליפין דולר/שקל עמד על כ-3 שקלים (איור 10 ולוח 3). הייסוף בשנתיים האחרונות, הושפע במידה רבה משלושה גורמים: התפתחויות הגיאופוליטיות והירידה בפרמיית הסיכון של ישראל, עליות בבורסות בארה"ב והיחלשות הדולר בעולם. בחודש מאי ויוני 2026 בוצעו רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל בסך של 801 מיליון דולר ו-1,027 מיליון דולר, בהתאמה, אשר בוצעו באופן נקודתי לצורך שמירה על המשך הפעילות הסדירה של השווקים.

פרמיית הסיכון של ישראל – כפי שהיא נמדדת ע"י ה-CDS ומרווחי האג"ח הממשלתיות הדולריות – לאחר שעלתה בתחילת מבצע "שאגת הארי", הוסיפה לרדת ושהתה בסביבה הדומה לרמתה טרם השבעה באוקטובר (איור 11). מדדי המניות המקומיים בלטו לטובה ביחס לעולם במרבית התקופה הנסקרת, אך מאז ההכרזה על מזכר ההבנות בין ארה"ב לאיראן ביוני, נרשמו ביצועי חסר ביחס לעולם. האשראי למגזר העסקי המשיך להתרחב בתקופה הנסקרת בקצב גבוה, בהובלת האשראי הבנקאי. התרחבות זו ניכרה בכלל הענפים – בדגש על ענף השירותים הפיננסיים וענף הבינוי – ובכל קבוצות גודל העסק, למעט העסקים הקטנים והזעירים. שיעורי הפיגורים בכל מגזרי הפעילות נותרו ברמה נמוכה. המערכת הבנקאית המשיכה לשמור על יחסי הון גבוהים, וחברות הביטוח – על כושר פירעון גבוה.

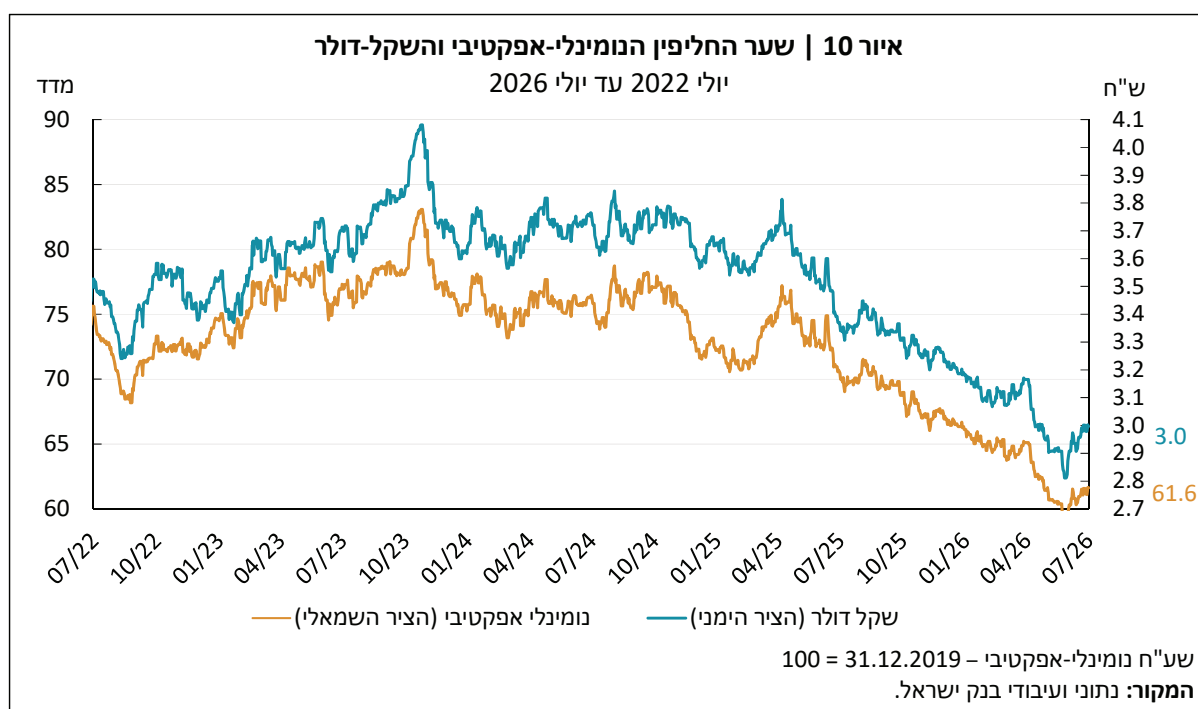
בדיוני החלטת ינואר הוועדה דנה בהתפתחויות בשוק המט"ח ובשווקים הפיננסיים. השקל התחזק מול הדולר מאז החלטת הריבית בנובמבר 2025 ב-3.1%, ובמהלך שנת 2025 ב-12.5%. פרמיית הסיכון של ישראל הוסיפה לשהות בתקופה הנסקרת ברמה הקרובה לזו ששררה ערב המלחמה. במהלך התקופה הנסקרת, עלו מדדי המניות המקומיים ובלטו לטובה ביחס לעולם.

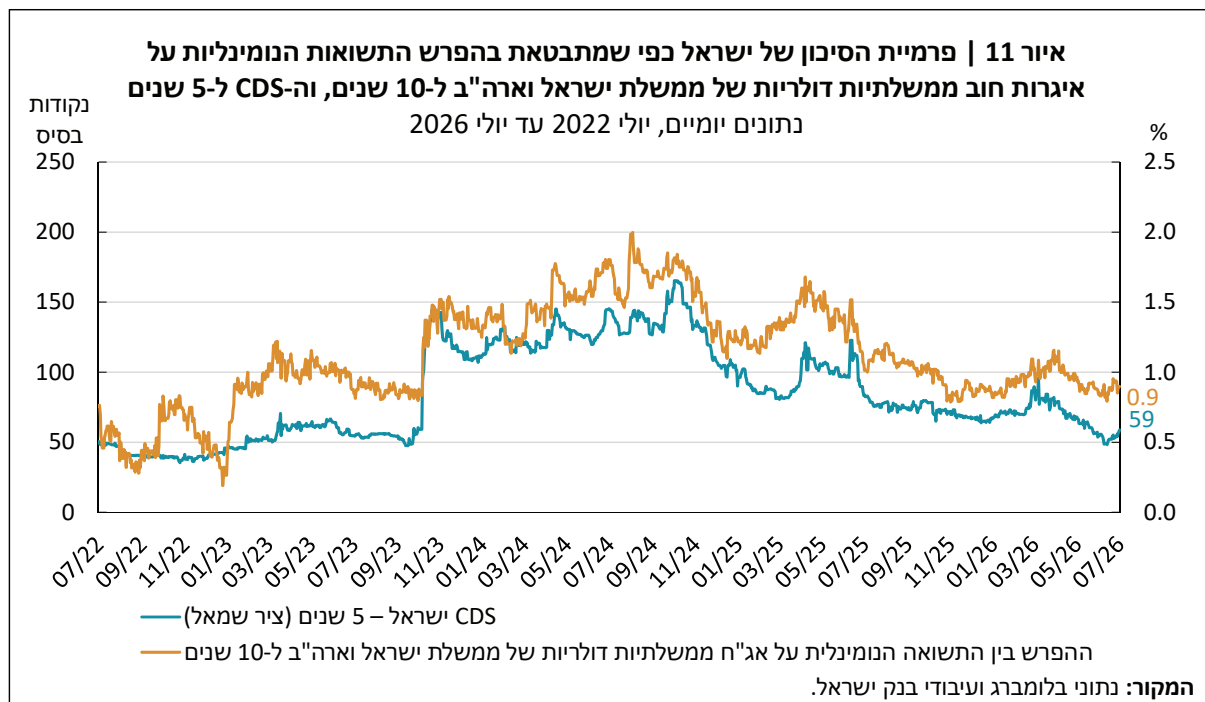
בעת דיוני החלטת פברואר השקל התחזק בשיעור של 1.1% מול הדולר, ושל 0.4% מול האירו מאז החלטת ינואר 2026. מדדי המניות המקומיים הוסיפו לעלות ובלטו לטובה ביחס לעולם, ופרמיית הסיכון של ישראל עלתה מעט בימים האחרונים שקדמו להחלטה בעקבות ההתפתחויות הגיאופוליטיות.

בדיוני החלטת מרץ השקל נחלש בשיעור של 0.8% מול הדולר, והתחזק בשיעור של 1.4% מול האירו מאז החלטת ריבית פברואר 2026. במקביל, מדדי המניות המקומיים ירדו, אך באופן מתון בהשוואה למגמה העולמית, ופרמיית הסיכון של ישראל עלתה מעט.

בעת דיוני החלטת מאי השקל יוסף בשיעור של 8.3% מול הדולר, ובשיעור של 7.2% מול האירו מאז החלטת הריבית במרץ, ובמונחים נומינליים אפקטיביים התחזק השקל ב-7.4%. מדדי המניות המקומיים הוסיפו לעלות. פרמיית הסיכון של ישראל, לאחר שעלתה בתחילת מבצע "שאגת הארי", הוסיפה לרדת ושהתה בסביבת רמתה טרם השבעה באוקטובר.

בעת דיוני החלטת יולי השקל פוחת בשיעור של 3.1% מול הדולר, ובשיעור של 1.5% מול האירו, זאת תוך תנודתיות במהלך התקופה ולאחר שתוסף באופן ניכר בתחילתה (מאז החלטת הריבית במאי עפ"י השער היציג שנקבע ביום 21.5.2026), במונחים נומינליים אפקטיביים פוחת השקל ב-2.1%. מדדי המניות המקומיים ירדו ובלטו לרעה ביחס לעולם, וזאת לאחר ביצועים עודפים בשנתיים האחרונות. פרמיית הסיכון של ישראל שהתה בסביבת רמתה טרם השבעה באוקטובר.





לוח 3 | ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

06/26	05/26	04/26	03/26	02/26	01/26	
התשואות לפדיון (מומצעים חודשיים, באחוזים)						
3.4	3.8	3.8	3.8	3.7	3.8	תשואות מק"ם ל-3 חודשים
3.3	3.6	3.7	3.7	3.5	3.6	תשואות מק"ם לשנה
3.4	3.7	3.8	3.8	3.5	3.6	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
3.8	3.9	4.0	4.0	3.8	3.9	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים
4.2	4.3	4.4	4.4	4.3	4.3	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
1.7	1.8	2.1	2.0	1.9	2.2	תשואות אג"ח צמודות לשנה
1.7	1.8	2.0	1.9	1.7	1.8	תשואות אג"ח צמודות ל-5 שנים
1.9	2.1	2.2	2.0	1.8	1.8	תשואות אג"ח צמודות ל-10 שנים
0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
1.2	9.0	6.5	-0.6	2.5	7.6	מדד המניות הכללי
-8.7	1.8	6.7	-0.7	3.1	10.2	מדד ת"א 35
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
5.9	-4.7	-6.8	1.4	0.9	-3.0	הדולר מול השקל
3.8	-5.4	-4.9	-1.4	-0.2	-1.4	האירו מול השקל
4.6	-4.9	-5.6	-0.4	0.6	-2.1	שער חליפין הנומינלי האפקטיבי

¹ החישוב לאג"ח צמודות למדד בריבית קבועה, ללא אג"ח להמרה ומובנות, בעלות שיעור תשואה שמגיע עד 100% וטווח לפדיון ארוך משישה חודשים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

5. המדיניות הפיסקלית

בעת דיוני החלטת ינואר הממשלה אישרה את הצעת התקציב לשנת 2026 עם תקרת גירעון של 3.9 אחוזי תוצר, רמה הגבוהה מהגירעון שתוכנן מראש, ומזו התואמת תוואי יורד של יחס החוב לתוצר. עמידה ביעד גרעון זה הייתה תלויה, בין היתר, בכך שלא יהיו התפתחויות גיאופוליטיות שיחייבו גידול נוסף בהוצאות הביטחון ושההנחות בתוואי ההכנסות אכן ימומשו. חברי הוועדה התייחסו להשפעת התקציב על הביקושים ועל האינפלציה, וסברו שחשוב לאשר את תקציב 2026 בכנסת, תוך הקפדה על אי חריגה מיעד גירעון זה. זאת על מנת לתמוך באמון השווקים במשק ובהמשך הירידה של פרמיית הסיכון.

בעת דיוני החלטת פברואר שנת 2026 החלה עם תקציב המשכי, זאת מאחר שתקציב המדינה טרם אושר בכנסת. הגירעון המצטבר בתקציב המדינה ב-12 החודשים האחרונים, עלה ועמד על 4.9 אחוזי תוצר בחודש ינואר. תקבולי הממשלה ממיסים ישירים בחודש זה (במחירים קבועים ובניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד פעמיות) שהו ברמה גבוהה בהשוואה למגמה ארוכת הטווח.

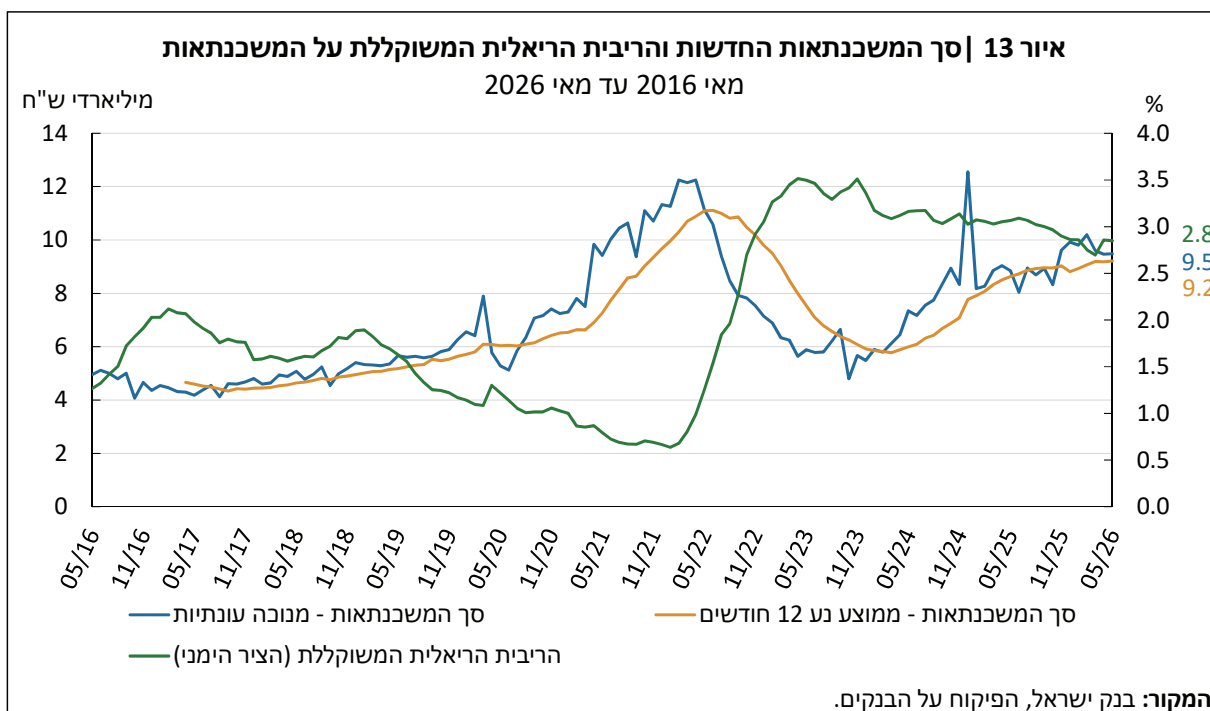
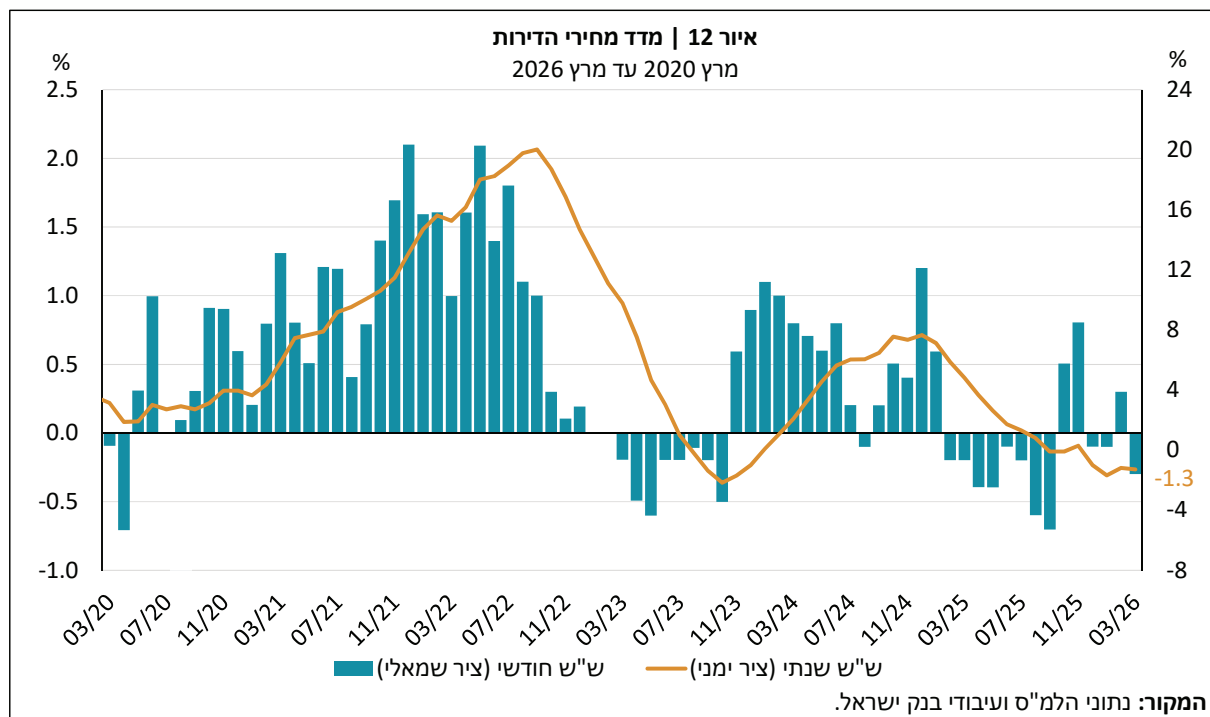
בעת דיוני החלטת מרץ הגירעון המצטבר בתקציב המדינה ב-12 החודשים האחרונים, עמד על 4.7 אחוזי תוצר בחודש פברואר. תקבולי הממשלה ממיסים ישירים בחודש פברואר (במחירים קבועים ובניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד פעמיות) המשיכו להימצא מעל קו המגמה ארוכת הטווח. הממשלה העלתה את יעד הגירעון בתקציב 2026 שאושר בכנסת ל-4.9 אחוזי תוצר בעקבות עדכון מסגרת התקציב לאחר תחילת מבצע "שאגת הארי".

בעת דיוני החלטת מאי הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (מאי 2025–אפריל 2026) ירד ל-3.8% תוצר, בעיקר בשל רמה נמוכה של הוצאות הממשלה על רקע התקציב המשכי ברביע הראשון של השנה. תקבולי הממשלה ממיסים ישירים בחודש אפריל (במחירים קבועים ובניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד פעמיות) המשיכו להימצא מעל קו המגמה ארוכת הטווח. שררה אי-ודאות לגבי הגדלת תקציב הביטחון, ואיתה עלייה ביעד הגירעון.

בעת דיוני החלטת יולי הגירעון המצטבר בתקציב המדינה ב-12 החודשים האחרונים ירד במהלך המחצית הנסקרת והסתכם בחודש מאי ב-3.8 אחוזי תוצר, לעומת 4.7 אחוזי תוצר בדצמבר. זאת בעיקר בשל רמה נמוכה של הוצאות הממשלה על רקע התקציב המשכי ברביע הראשון של השנה. תקבולי הממשלה ממיסים ישירים (במחירים קבועים ובניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד פעמיות) שהו מעל קו המגמה ארוכת הטווח.

6. שוק הדיור

רמת הפעילות בענף הבנייה נותרה גבוהה. התחלות הבנייה, גמר הבנייה והיתרי הבנייה שוהים ברמה גבוהה. אלו, לצד ירידה מסוימת של היקפי העסקאות לעומת 2024, הובילו לגידול במלאי הדירות הלא מכורות שבידי הקבלנים ולירידה במחירי הדירות שהסתכמה ב-1.3% במונחים שנתיים (איור 12). קצב העלייה השנתי של סעיף שירותי דיור בבעלות הדיירים (שכר דירה בחוזים חדשים ומתחדשים) במדד המחירים לצרכן עמד על 4% בסיום המחצית (נתון מאי), בהשוואה ל-2.6% ו-3.6% בסיום המחציות הקודמות (נתוני נובמבר ומאי 2025, בהתאמה). בחודש מאי הועמדו משכנתאות בסך של כ-9.5 מיליארדי ש"ח (בניכוי עונתיות) (איור 13).



7. הכלכלה העולמית

במחצית הנסקרת הפעילות הכלכלית בעולם התרחבה בקצב מתון, זאת בדומה לקצב הצמיחה הגלובלי במחצית הקודמת. על אף אי הוודאות הגיאופוליטית הגבוהה בשל העימות בין ארה"ב לאיראן, הפגיעה בשרשראות האספקה והעלייה במחירי הסחורות, הצמיחה נותרה חיובית במרבית הגושים המרכזיים במהלך המחצית. מחירי האנרגיה היו תנודתיים מאוד והושפעו במידה רבה מההתפתחויות הגאופוליטיות – מחיר חבית נפט מסוג ברנט שעמד בתחילת המחצית על 60 דולר, עלה לכ-120 דולר במהלך המחצית, וירד בסיומה לכ-70 דולר. מדד מנהלי הרכש הגלובלי נותר כל המחצית ברמה המצביעה על המשך התרחבות בתוצר העולמי, בדומה למחצית הקודמת. באפריל, קרן המטבע הבינלאומית (IMF) עדכנה כלפי מטה את תחזית הצמיחה העולמית וכלפי מעלה את האינפלציה העולמית, כאשר ההשפעה המרכזית על התחזית נבעה מצד הזעזוע בשווקי האנרגיה ורמת אי הוודאות הגבוהה. בארה"ב התוצר צמח ברביע הראשון בקצב שנתי של כ-2%, גבוה משמעותית מהרביע הקודם. דוחות התעסוקה במחצית הראשונה היו ברובם חזקים והצביעו על שוק עבודה הדוק. בגוש האירו, הנתונים לרביע הראשון של 2026 הצביעו על האטה בקצב הצמיחה, כאשר התוצר המקומי הגולמי עלה ב-0.1% בלבד במונחים רבעוניים, נמוך מציפיות השוק. האינפלציה השנתית בארה"ב האיצה ומדד המחירים לצרכן (CPI) לחודש מאי עמד על 4.2%, לעומת 2.7% בסיום המחצית הקודמת. גם בגוש האירו, האינפלציה השנתית האיצה ועמדה בחודש מאי על 3.2%, לעומת 2.1% בסיום המחצית הקודמת. בתקופה הנסקרת, ה-ECB העלה את הריבית ביוני, וה-FED הותיר את הריבית ללא שינוי. מאז תחילת העימות עם איראן תוואי הריבית המתומחר בשווקים של בנקים מרכזיים רבים עלה משמעותית.

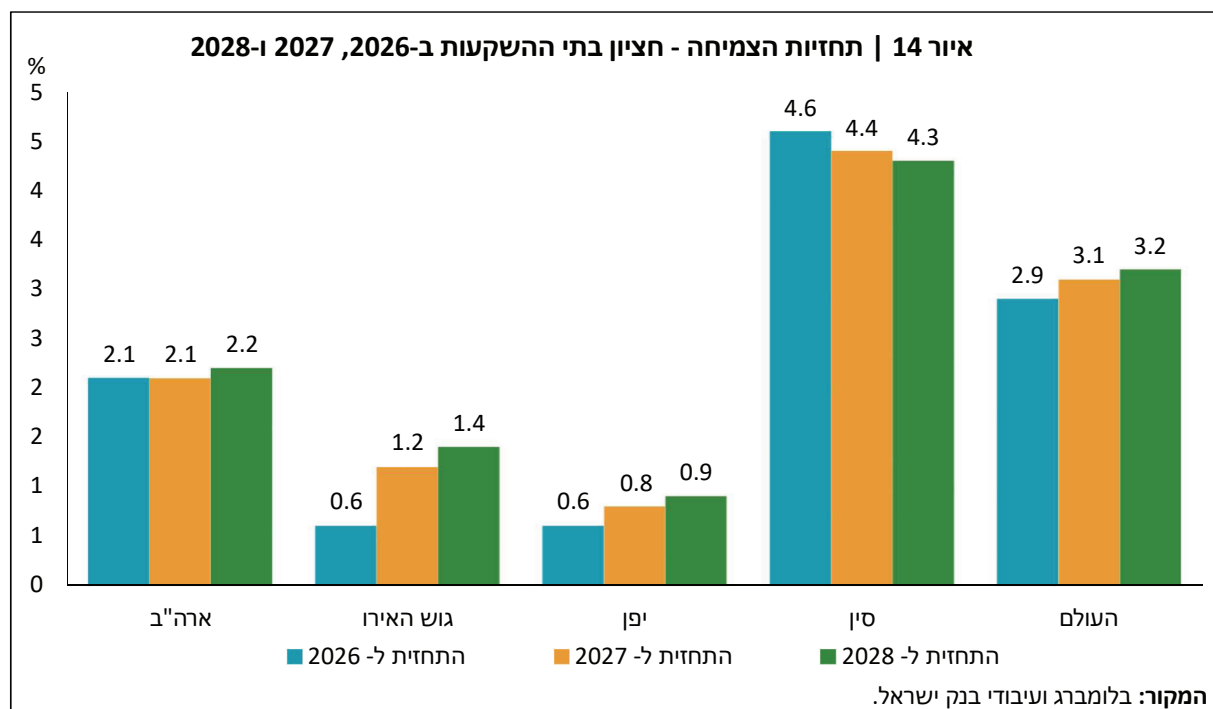
בעת דיוני החלטת ינואר הפעילות הכלכלית בעולם המשיכה להתרחב בקצב מתון, ותחזית הצמיחה העולמית לשנת 2025 הייתה צפויה להסתכם בכ-3%. האינפלציה העולמית המשיכה להתמתן באיטיות בעיקר הודות לירידת מחירי האנרגיה והרגיעה היחסית במלחמת הסחר. בארה"ב מדד המחירים לצרכן התמתן ועמד בנובמבר על קצב שנתי (CPI) של 2.7%. בגוש האירו, האינפלציה המשיכה להיות מתונה, ובמונחים שנתיים האינפלציה לחודש נובמבר נותרה על 2.1%. בהחלטת הריבית בדצמבר ה-FED הוריד את הריבית ב-25 נ.ב., ואילו ה-ECB הותיר את הריבית ללא שינוי.

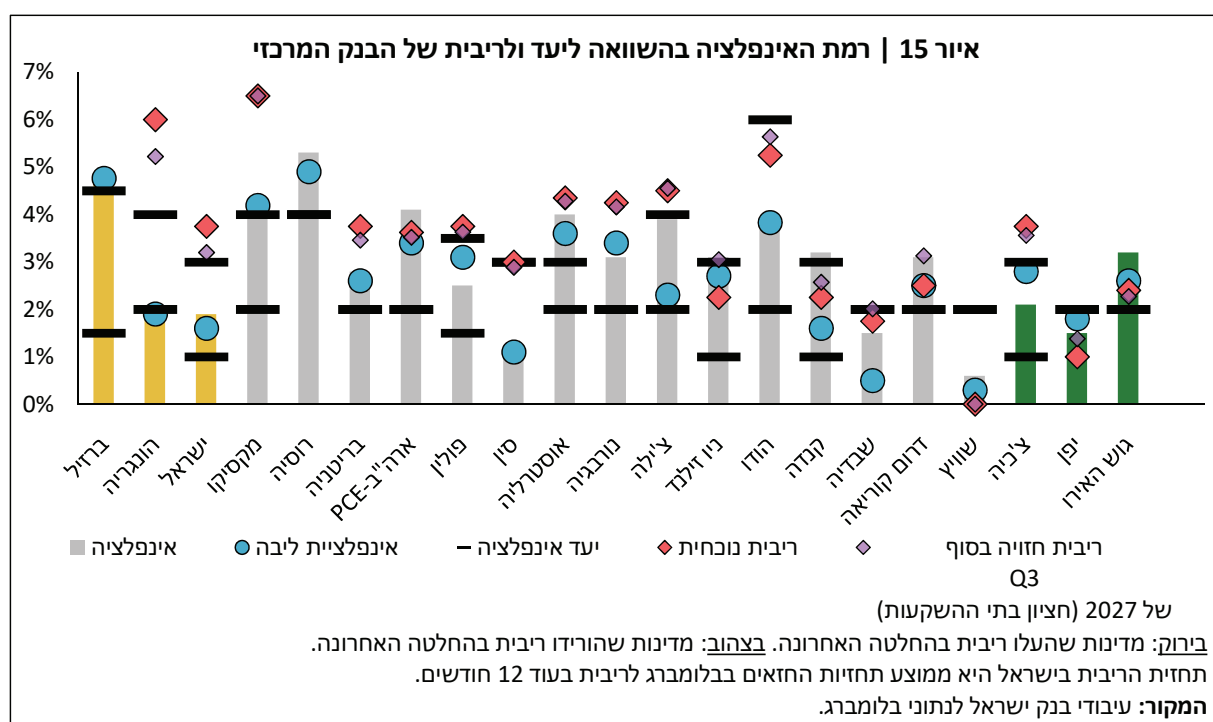
בעת דיוני החלטת פברואר הפעילות הכלכלית בעולם המשיכה להתרחב תוך מגמת התמתנות באינפלציה, אם כי במספר מדינות מפותחות האינפלציה עדיין הייתה גבוהה מהיעד. נפח הסחר העולמי בסחורות רשם עלייה של 1.1% בנובמבר, לאחר ירידה של 0.9% באוקטובר. עם זאת, חברי הוועדה סברו שקיימת אי-ודאות לגבי ההשפעה של החלטת בית המשפט העליון בארה"ב בנוגע למדיניות המכסים על הסחר העולמי. בתקופה שמאז החלטת ריבית ינואר, הבנקים המרכזיים העיקריים במדינות המפותחות הותירו את הריבית ללא שינוי. תוואי הריבית של ה-FED עלה מעט ואילו ה-ECB התוואי נותר ללא שינוי משמעותי.

בעת דיוני החלטת מרץ הייתה קיימת אי-ודאות גבוהה ביחס להשפעות הצפויות של העימות הצבאי עם איראן כפי שהשתקף בשווקים ובהודעות של בנקים מרכזיים. התחזיות להשפעת העימות על הירידה בצמיחה והעלייה באינפלציה תלויות בעומק הפגיעה בתשתיות, התארכות המלחמה והפגיעה בשרשראות האספקה. על רקע העימות, מחיר חבית נפט מסוג ברנט עלה בחדות תוך תנודתיות ועמד בסוף התקופה הנסקרת על כ-113 דולר (שיעור שינוי של כ-60%), ומחיר הגז באירופה עלה ועמד על 55 EUR/MWh (שיעור שינוי של כ-70%). עם זאת, החוזים העתידיים הצביעו כי השווקים מעריכים שחלק מהעלייה היא זמנית ושמחירי האנרגיה צפויים לרדת לרמה של כ-84 דולר לחבית נפט מסוג ברנט עד סוף 2026. בתקופה הנסקרת, הבנקים המרכזיים העיקריים במדינות המפותחות הותירו את הריבית ללא שינוי. אי-הוודאות והעימות עם איראן הובילו לעלייה בציפיות האינפלציה ובתוואי הריבית של בנקים מרכזיים רבים המתומחר בשווקים.

בעת דיוני החלטת מאי, האינפלציה העולמית עלתה באופן ניכר. האינפלציה השנתית בארה"ב לחודש אפריל האיצה ומדד המחירים לצרכן (CPI) עמד על 3.8% ומדד הליבה (Core CPI) על 2.8%. בגוש האירו, האינפלציה השנתית האיצה גם היא ועמדה בחודש אפריל על 3%, כשמדד הליבה עומד על 2.2%. בתקופה הנסקרת, הבנקים המרכזיים העיקריים במדינות המפותחות הותירו את הריבית ללא שינוי. מאז תחילת "שאגת הארי" תוואי הריבית המתומחר בשווקים של בנקים מרכזיים רבים עלה משמעותית.

בדיוני החלטת יולי מזכר ההבנות שנחתם בין ארה"ב ואיראן הוביל לירידה חדה במחירי הנפט ובציפיות האינפלציה ברחבי העולם, תוך חזרתם לרמות דומות לאלו ששררו לפני העימות מול איראן שהחל בסוף בפברואר 2026. מאז החלטת ריבית מאי, מחיר חבית נפט מסוג ברנט ירד בכ-30% והוא נסחר סביב ה-72\$ לחבית. מדד מנהלי הרכש הגלובלי לחודש מאי נותר ללא שינוי ברמה המצביעה על המשך התרחבות בתוצר העולמי. בארה"ב התוצר צמח ברביע הראשון בקצב שנתי של 2.1%. למרות החולשה של תוספת המשרות בשוק התעסוקה האמריקאי בחודש יוני, הממוצע בחודשים האחרונים נותר גבוה. בגוש האירו, הנתונים לרביע הראשון של 2026 הצביעו על האטה בקצב הצמיחה. האינפלציה השנתית בארה"ב לחודש מאי עלתה בחדות ומדד המחירים לצרכן (CPI) עמד על 4.2% ומדד הליבה (Core CPI) על 2.9%. בגוש האירו, האינפלציה השנתית התמתנה ועמדה בחודש יוני על 2.8%, כשמדד הליבה גם התמתן לרמה של 2.4%. בתקופה הנסקרת, בארה"ב ה-FED הותיר את הריבית ללא שינוי, והבנק המרכזי באירופה (ECB) העלה את הריבית ב-25 נ"ב לראשונה מאז ספטמבר 2023 (איור 15). בארה"ב תוואי הריבית מגלם העלאת ריבית וחצי בטווח של שנה ובאירופה התוואי מגלם עוד העלאת ריבית אחת בטווח של שנה.





8. תחזית חטיבת המחקר

על פי תחזית יולי 2026, התוצר צפוי לצמוח בשיעור של 4% בשנת 2026, לעומת 5.2% בתחזית ינואר 2026. החטיבה צפתה כי התוצר יצמח בשיעור של 5.5% ב-2027 לעומת 4.3% בתחזית ינואר. על פי תחזית יולי 2026, בשנת 2026 האינפלציה צפויה לעמוד על 1.8%, לעומת 1.7% בתחזית ינואר, ובשנת 2027 היא צפויה לעמוד על 1.8%, לעומת 2% בתחזית ינואר. החטיבה העריכה כי בעוד שנה הריבית תעמוד על 3%. בתחזית חודש יולי, הגירעון החזוי לשנת 2026 עמד על 4.9% תוצר – גבוה באחוז תוצר לעומת הגירעון שהיה צפוי בתחזית ינואר שנערכה לפני מבצע "שאגת האר". על פי תחזית יולי 2026, האומדן ליחס החוב לתוצר עמד על 69% לשנים 2026 ו-2027, לעומת 68.5% בתחזית ינואר 2026. בממשלה נבחנת האפשרות להגדיל בהמשך השנה את תקציב הביטחון לשנת 2026 בהיקף של עד 25 מיליארדי ש"ח נוספים, כך שהתקציב יעמוד על 183 מיליארדי ש"ח. ככל שהדבר יתממש הגירעון צפוי להיות גבוה מהחזוי ולעמוד על כ-5.5 אחוזי תוצר, והאינפלציה לשנה קדימה תהיה גבוהה יותר מזו החזויה בכ-0.3 אחוזים, בהתאם להרכב ההוצאה והשפעתו על מגבלת ההיצע במשק (לוח 4).

לוח 4 | תחזיות חטיבת המחקר

(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם כן צוין אחרת)

2027			2026			2025	התחזית לשנים
07/26	03/26	01/26	07/26	03/26	01/26	01/26	תאריך התחזית
5.5	5.5	4.3	4.0	3.8	5.2	2.8	התמ"ג
6.5	7.0	5.0	3.0	3.0	7.5	4.0	הצריכה הפרטית
6.0	14.5	8.0	8.0	6.5	13.0	10.0	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
0.5	2.5	3.5	2.0	2.5	1.0	2.0	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
7.0	8.0	5.0	8.0	5.5	4.5	4.5	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
5.5	12.0	7.0	10.5	10.0	8.0	10.0	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)
3.0	3.4	3.5	4.6	4.5	3.3	3.4	שיעור אבטלה – ממוצע שנתי (גילאי 25-64)
4.2	4.4	3.6	4.9	5.3	3.9	4.8	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
69.0	70.5	68.5	69.0	70.5	68.5	68.5	יחס חוב תוצר
1.8	1.8	2.0	1.8	2.2	1.7	2.5	האינפלציה ¹
			07/26	03/26	01/26		תאריך התחזית
			1.8	2.3	1.7		האינפלציה בשנה הקרובה ²
			3.00	3.75/3.5	3.50		ריבית בעוד שנה ³

¹ הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברביע האחרון בשנה לעומת הממוצע ברביע האחרון בשנה

² בארבעת הרבעים שמסתיימים ברביע המקביל בשנה הבאה.

³ ברביע המקביל בעוד שנה.

המקור: בנק ישראל.