

בנק ישראל



63 | דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2025

ירושלים, תמוז התשפ"ה | יולי 2025

תוכן העניינים

4.....	תקציר
5.....	א. צעדי המדיניות
6.....	ב. תנאי הרקע מנוקדת מבטה של הוועדה המוניתרית
9.....	1. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה
10.....	2. שוק העבודה
12.....	3. שער החליפין, פרמיית הסיכון והשווקים הפיננסיים
14.....	4. המדיניות הפיסקלית
14.....	5. שוק הדיור
16.....	6. הכלכלה העולמית
17.....	ג. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2025

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 – ממדד המחירים לצרכן של יולי 2024 (שפורסם בתאריך 15 באוגוסט 2024) ועד מדד המחירים לצרכן של מאי 2025 (שפורסם ב-15 ביוני 2025) חרג שיעור האינפלציה מעבר לגבול העליון של היעד. ההסברים לכך מובאים בסעיף ב' להלן ("תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית").

דוח המדיניות המוניטרית למחצית הראשונה של 2025 הוכן בהנחיית הוועדה המוניטרית בידי כלכלנים מחטיבת המחקר של בנק ישראל. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-7 ביולי 2025 וכוללים את מדד המחירים לחודש מאי 2025.

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. ברוב המחצית הנסקרת כיהנו בוועדה חמישה חברים במקום שישה – שניים מקרב הציבור לעומת שלושה בשגרה. במאי מונה חבר נוסף מקרב הציבור, והוועדה מונה כעת שישה חברים.

תקציר

המדיניות המוניטרית: הוועדה המוניטרית הותירה את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.5% בכל החלטותיה במחצית הראשונה של 2025. על רקע אי-הוודאות הגיאופוליטית, הן המקומית והן הגלובלית, ולנוכח סביבת האינפלציה, התמקדה מדיניות הוועדה המוניטרית במהלך המחצית בייצוב השווקים והתכנסות האינפלציה ליעדה, תוך תמיכה בפעילות הכלכלית.

סביבת האינפלציה: בסיום המחצית הראשונה של 2025, עמד קצב האינפלציה השנתי על 3.1% (מדד מאי) מעל יעד האינפלציה, לעומת 3.4% בסוף המחצית הקודמת (מדד נובמבר). קצב האינפלציה של הרכיבים הבלתי-סחירים נותר יציב ברמה גבוהה של 3.9% (מדד מאי), רמה המשקפת את עודפי הביקוש על רקע מגבלות ההיצע. קצב האינפלציה השנתי במהלך המחצית היה תנודתי ונע בין 3.1% ל-3.8%, על רקע העלאות מס, בפרט עליית המע"מ בינואר, ובהשפעת סעיף הטיסות לחו"ל. על פי תחזיות החזאים, האינפלציה צפויה להיכנס לתחום היעד ברבעון השלישי של 2025 – בדומה להערכה בסיום המחצית הקודמת. הציפיות והתחזיות לטווח של שנה ולטווחים הארוכים יותר ירדו במהלך המחצית הנסקרת והן מצויות סביב מרכז תחום יעד האינפלציה.

הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה: הפעילות הכלכלית במשק במחצית הנסקרת התאוששה בקצב מתון, על רקע ההתפתחויות הגיאופוליטיות. קצב הצמיחה ברבעון הראשון של 2025 במונחים שנתיים – 3.7% (3.4% בקריאה הראשונה) – דומה לקצבי הצמיחה טרם המלחמה ולמגמת הצמיחה ארוכת הטווח של המשק. עם זאת, רמת התוצר עדיין נמוכה מזה התואם את המגמה ארוכת הטווח בכ-4% – פער דומה לזה של סיום המחצית הקודמת. חלק ניכר מפער התוצר ממגמתו מוסבר על ידי מגבלות היצע הנובעות בעיקר ממחסור בעובדים בשל מחסור בעובדים לא-ישראלים והיעדרות עובדים בשל שירות מילואים. במהלך המחצית, שוק העבודה נותר הדוק והתאפיין בשיעור אבטלה נמוך. השכר הנומינלי במרץ-מאי 2025 משקף קצב עלייה שנתי ממוצע של מעל 4% לעומת רמתו ברבעון השלישי של 2023, ערב המלחמה. לקראת סוף המחצית חלה התמתנות מסוימת בהדיקות שוק העבודה.

שער החליפין, פרמיית הסיכון והשווקים הפיננסיים: במהלך המחצית הנסקרת, המסחר בשווקים הפיננסיים המשיך להתאפיין בתנודתיות, שהושפעה מאי-הוודאות המקומית והגלובלית. ביוני, עם סיום מבצע "עם כלביא", פרמיית הסיכון של ישראל – כפי שהיא נמדדת ע"י ה-CDS ומרווחי האג"ח הממשלתיות הדולריות בין ישראל לארה"ב – ירדה באופן בולט, אך עדיין נותרה גבוהה ביחס לרמתה ערב מלחמת "חרבות ברזל". מדדי המניות המקומיים עלו בחדות, תשואות האג"ח הממשלתיות השקליות ירדו משמעותית, והשקל התחזק באופן ניכר. במהלך המחצית הנסקרת האשראי העסקי המשיך להתרחב בהתאם למגמה, תוך יציבות ברמה נמוכה בשיעורי הפיגורים בכל מגזרי הפעילות.

המדיניות הפיסקלית: הגירעון המצטבר בתקציב המדינה ב-12 החודשים האחרונים, הסתכם בחודש יוני ב-5.0 אחוזי תוצר. סך תקבולי הממשלה ממיסים בחודש יוני, בניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד-פעמיות, חזרו למגמה ארוכת הטווח (במחירים קבועים), לאחר שבסיום המחצית הקודמת הם היו גבוהים מקו המגמה. העלות התקציבית המיידית של מבצע "עם כלביא" מוערכת בכאחוז תוצר. על פי תחזית חטיבת המחקר מיולי 2025, יחס החוב לתוצר צפוי לעלות מ-68% בשנת 2024 ל-70%-71% ב-2025 ו-2026, בהתאמה. ישנה חשיבות מכרעת לקבוע כבר בתקציב הקרוב תוואי מדיניות שיביא לכך שיחס החוב לתוצר יתכנס למגמת ירידה בשנתיים הקרובות.

שוק הדיור: בשוק הדיור חלה האטה מסוימת בפעילות – מספר העסקאות בדירות ירד, ומלאי הדירות הלא מכורות עלה. עם זאת, קצב התחלות בנייה נותר ברמה גבוהה יחסית. קצב עליית מחירי הדירות התמתן במהלך המחצית – ועמד על 5.1% (נתוני מרץ-אפריל) במונחים שנתיים, לעומת קצב עלייה של 7.7% בנתוני דצמבר-ינואר. קצב העלייה השנתי של סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן עמד על 4.0% בסיום המחצית (נתון מאי) ונע במהלכה בין 3.9% ל-4.4%. הנזק שהסבו מתקפות הטיילים מאיראן, שפגע בהצעת הדירות הזמינות למגורים, עלול לפעול לגידול בביקוש לשכירות וכתוצאה מכך לעלייה במחירי השכירות באזורים שנפגעו.

הכלכלה העולמית: במחצית הנסקרת חלה עלייה במדדי המניות תוך תנודתיות מוגברת בשווקים הגלובליים על רקע מדיניות המכסים של הממשל בארה"ב, והשפעותיה הפוטנציאלית על הסחר, הצמיחה והאינפלציה בעולם. קצב הצמיחה הגלובלי ברבעון הראשון של השנה נותר מתון, ותחזית הצמיחה הגלובלית לשנת 2025 עמדה בסיום המחצית על רמה נמוכה יחסית של 2.6%. במהלך המחצית הדולר נחלש ביחס למטבעות המרכזיים. נתוני האינפלציה במשקים העיקריים במחצית הנסקרת הצביעו על המשך התכנסות, אך בקצבים שונים. בעוד שה-Fed לא שינה את הריבית, ה-ECB הפחית את הריבית בכל החלטותיו במחצית, לצד הפחתות ריבית של בנקים מרכזיים נוספים.

תחזית חטיבת המחקר: תחזית חטיבת המחקר מיולי 2025 גובשה תחת ההנחה שההסכם הנידון כעת להפסקת אש בעזה יביא לכך שבאופק התחזית, החל מחודש יולי, לא תהיה בעזה לחימה עצימה, ובהנחה שהפסקת האש עם איראן תישמר. על פי תחזית זו, התוצר צפוי לצמוח ב-3.3% וב-4.6% בשנים 2025 ו-2026 בהתאמה (לעומת 4.0%-4.5% בהתאמה, בתחזית ינואר 2025). שיעור האינפלציה במהלך שנת 2025 צפוי לעמוד על 2.6%, ובמהלך 2026 על 2.0% (לעומת 3.4%-2.3%, בהתאמה, בתחזית ינואר 2025). בשנים 2025 ו-2026 שיעור האבטלה הרחבה בגילי העבודה העיקריים (25-64) צפוי לעמוד בממוצע על 2.9% ו-3.3% בהתאמה (לעומת, 3.1%-3.1%, בהתאמה, בתחזית ינואר 2025).

א. צעדי המדיניות

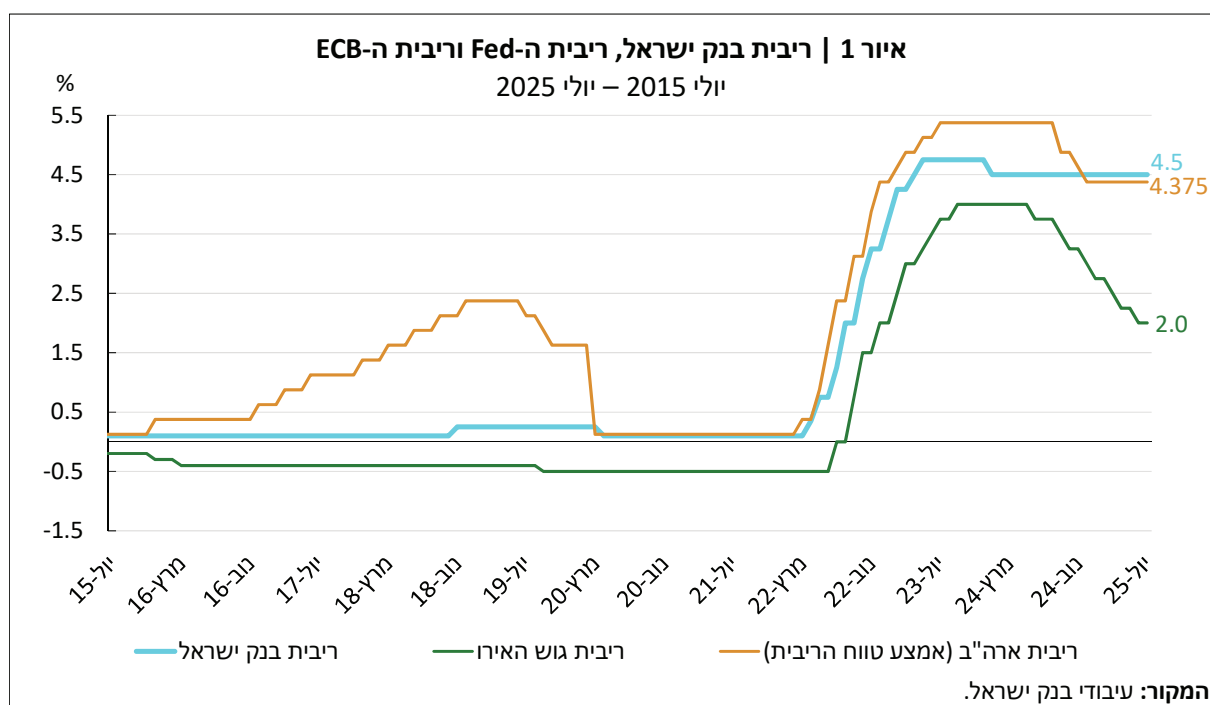
הוועדה המוניטרית הותירה את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.5% בכל החלטותיה במחצית הראשונה של 2025 (איור 1). עד החלטת הריבית במאי (ומהחלטת ינואר 2024), הוועדה הצהירה בהחלטותיה ש"על רקע המשך הלחימה, מדיניות הוועדה המוניטרית מתמקדת בייצוב השווקים והפחתת אי-הוודאות, לצד יציבות מחירים ותמיכה בפעילות הכלכלית, ושתוואי הריבית יקבע בהתאם להתכנסות האינפלציה ליעדה, המשך היציבות בשווקים הפיננסיים, הפעילות הכלכלית והמדיניות הפיסקלית". בהחלטת יולי התאימה הוועדה את הצהרתה לסביבה המשתנה וכתבה: "על רקע אי הוודאות הגיאופוליטית, תוואי הריבית ייקבע בהתאם להתכנסות האינפלציה ליעדה, היציבות בשווקים הפיננסיים, הפעילות הכלכלית והמדיניות הפיסקלית".

החלטות הריבית במהלך המחצית הראשונה של 2025 התקבלו על רקע אי-ודאות גבוהה, שהושפעה מההתרחשויות הגיאופוליטיות – מלחמת "חרבות ברזל" ומבצע "עם כלביא" מול איראן – וכן מההתפתחויות הגלובליות, ובראשן תכנית המכסים של הממשל האמריקאי.

בתוך כך, החלטות הריבית במרבית חודשי המחצית הראשונה (החלטות ינואר, פברואר, אפריל ומאי), התקבלו בסביבה של פרמיית סיכון גבוהה, שער החליפין תנודתי, ואינפלציה מעל היעד, בשל עודפי ביקוש שנבעו בעיקר ממגבלות בצד ההיצע.

החלטת הריבית ביולי לאחר סיום מבצע "עם כלביא", התקבלה על רקע ירידה חדה בפרמיית הסיכון, ייסוף ניכר בשקל וירידה משמעותית בתשואות השקליות. הוועדה העריכה באותה עת שהייסוף עשוי לתרום להתמתנות האינפלציה, ומנגד, שהירידה בפרמיית הסיכון והאפשרות להסדר בגזרת עזרה עשויות לעודד התרחבות בביקושים – מגמה אשר עלולה לתרום ללחצי האינפלציה, בפרט אם מגבלות בצד ההיצע יתמידו.

עם פרוץ מבצע "עם כלביא" בנק ישראל נקט במספר פעולות לתמיכה בפעילות הכלכלית. בכלל זאת, הבנק הוביל ופרסם מתווה בנקאי לתמיכה במשקי הבית ובעסקים שנפגעו בהתקפות הטילים. זאת, במטרה לאפשר לאוכלוסיות אלו זמן התארגנות פיננסית ארוך יותר. כמו כן, הבנק פעל כדי להבטיח את פעילותם התקינה של השווקים, מערכות התשלומים, והמזומן במדינה גם בעת חירום. כל זאת, במקביל לקיום קשר שוטף עם כלל הגורמים הרלוונטיים בממשלה ובסקטור העסקי. על מנת לתמוך בתפקודו התקין של שוק המט"ח, במהלך חודש יוני 2025, בנק ישראל מכר מט"ח בהיקף של 273 מיליון דולר.

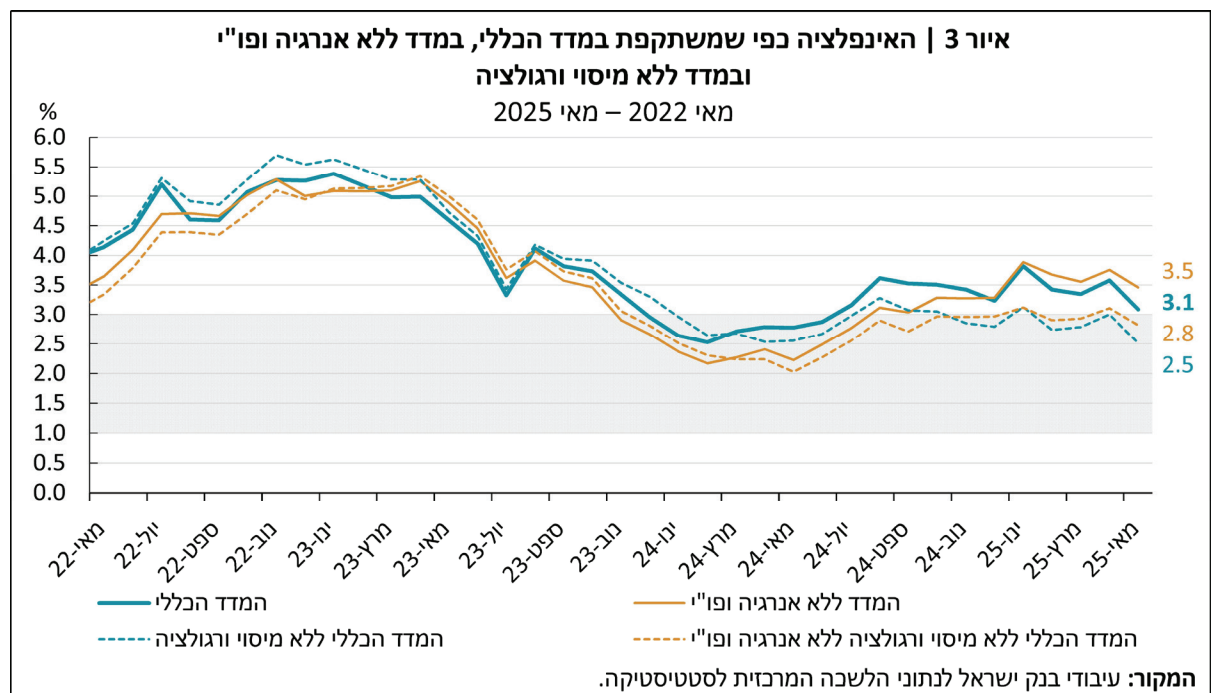
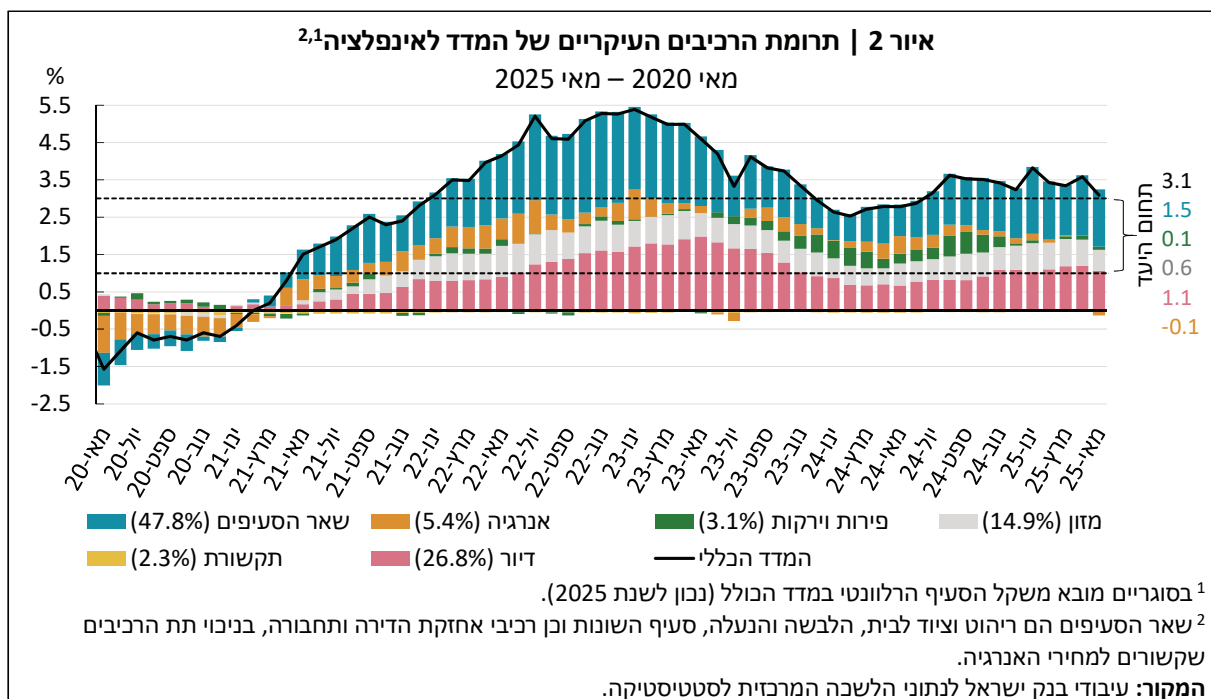


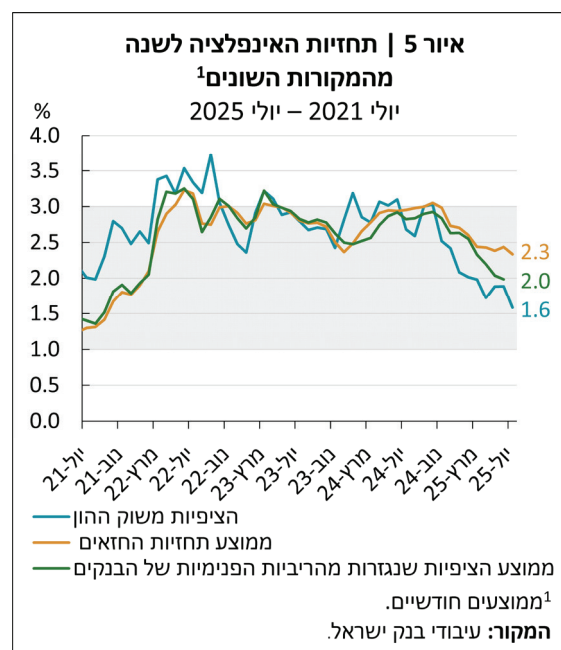
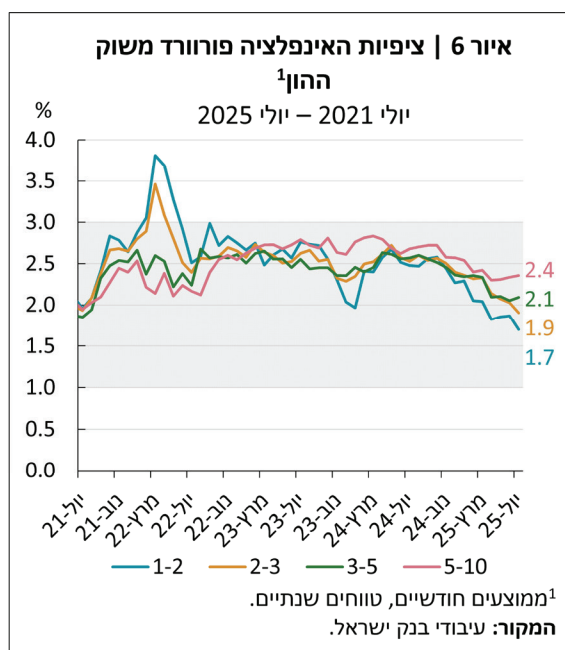
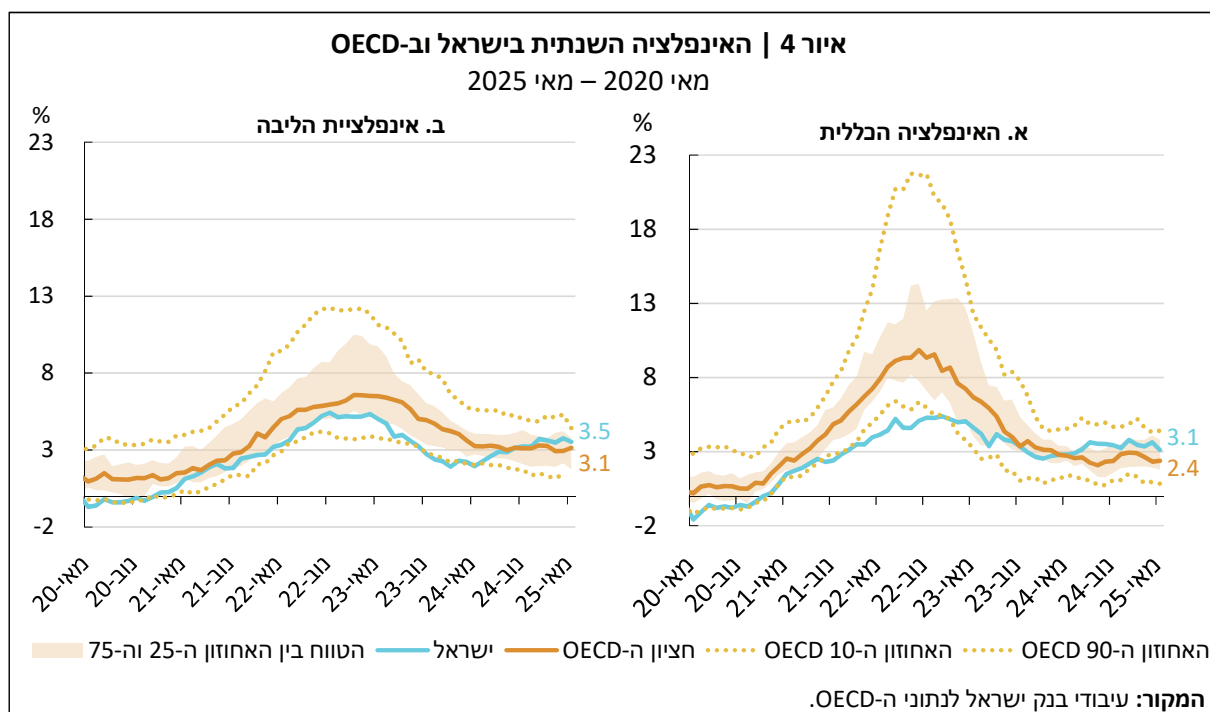
ב. תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית

בסיום המחצית הראשונה של 2025, עמד קצב האינפלציה השנתי על 3.1% (מדד מאי 2025) מעל יעד האינפלציה, לעומת 3.4% בסוף המחצית הקודמת (מדד נובמבר 2024), ו-2.8% בסיום המחצית הראשונה של 2024 (מדד מאי 2024). קצב האינפלציה השנתי במהלך המחצית היה תנודתי ונע בין 3.1% ל-3.8%, על רקע העלאות מס, בפרט עליית המע"מ בינואר, ובהשפעת סעיף הטיסות לחו"ל (איורים 2 ו-3). קצב האינפלציה של הרכיבים הבלתי-סחירים נותר יציב ברמה גבוהה של 3.9% (מדד מאי), רמה המשקפת את עודפי הביקוש על רקע מגבלות ההיצע; והתמתנות בשיעור האינפלציה של הרכיבים הסחירים לרמה של 1.5%. האינפלציה בישראל גבוהה מחציון ה-OECD (איורים 4'א ו-4'ב).

על פי הערכות החזאים, האינפלציה צפויה להיכנס לתחום היעד ברבעון השלישי של 2025 – בדומה להערכה בסיום המחצית הקודמת, ולנוע בשנה הקרובה בחלק העליון של טווח יעד האינפלציה. הציפיות והתחזיות לטווח של שנה ולטווחים הארוכים יותר ירדו במהלך המחצית הנסקרת והן מצויות סביב מרכז תחום יעד האינפלציה (איורים 5 ו-6).

להערכת הוועדה קיימים מספר סיכונים להאצה אפשרית באינפלציה או לאי-התכנסותה ליעד: ההתפתחויות הגיאופוליטיות והשפעותיהן על הפעילות במשק, עלייה בביקושים לצד מגבלות היצע והרעה בתנאי הסחר העולמיים.





1. הפעילות הריאלית בישראל

הפעילות הכלכלית במשק במחצית הנסקרת התאוששה בקצב מתון, על רקע ההתפתחויות הגיאופוליטיות. קצב הצמיחה ברבעון הראשון של 2025 במונחים שנתיים - 3.7% (3.4% בקריאה הראשונה) - דומה לקצבי הצמיחה טרם המלחמה ולמגמת הצמיחה ארוכת הטווח של המשק. עם זאת, רמת התוצר עדיין נמוכה מזה התואם את המגמה ארוכת הטווח בכ-4% - פער דומה לזה של סיום המחצית הקודמת. חלק ניכר מפער התוצר ממגמתו מוסבר על ידי מגבלות היצע הנובעות בעיקר ממחסור בעובדים בשל מחסור בעובדים לא-ישראלים והיעדרות עובדים בשל שירות מילואים (לוחות 1 ו-2).

האינדיקטורים השוטפים לפעילות הכלכלית הצביעו על המשך צמיחה מתונה של המשק. המאזן המצרפי בסקר המגמות בעסקים של הלמ"ס שמר על יציבות במהלך המחצית וירד באופן ניכר בנתון הקצה ביוני, על רקע מבצע "עם כלביא". על פי סקר הבזק שערכה הלמ"ס ביוני, נרשמה במהלך המבצע פגיעה בפעילות הסקטור העסקי, אך היא הייתה מתונה יותר מזו שבאוקטובר 2023. במהלך המחצית נרשמה עלייה ביצוא השירותים ויציבות ביצוא הסחורות, והעודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים עלה ברביע הראשון של השנה. ההוצאות בכרטיסי אשראי במחירים שוטפים - שהצביעו גם הם על יציבות יחסית במהלך המחצית - רשמו ירידה חדה עם תחילתו של מבצע "עם כלביא", והתאוששות מהירה בתום המבצע. גיוסי ההון במגזר ההייטק במהלך המחצית עלו ורמתם גבוהה מרמתם ערב מלחמת "חרבות ברזל".

לוח 1 | החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית

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

ההחלטה לחודש	06/01/2025	24/02/2025	07/04/2025	26/05/2025	07/07/2025
2024Q3	3.8	4.0	5.0	5.8	5.7
2024Q4			2.0	2.1	2.0
2025Q1				3.4	3.7
2024Q3	4.7	5.1	5.1	6.2	6.3
2024Q4			2.0	2.1	2.4
2025Q1				4.4	4.5
2024Q3	8.4	8.2	8.7	8.7	13.3
2024Q4			9.6	9.6	4.2
2025Q1				-5.0	-4.7
2024Q3	23.3	25.4	29.1	28.2	32.8
2024Q4			11.8	10.1	8.0
2025Q1				8.7	6.1
2024Q3	4.7	5.4	4.7	8.8	8.9
2024Q4			-1.0	1.6	2.3
2025Q1				6.2	9.8
2024Q3	26.1	26.3	26.2	26.2	26.1
2024Q4			13.2	13.2	11.7
2025Q1				2.5	3.6

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 2 | התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2025/1	2024/4	2024/3	2024/2	2024/1	2023/4	2024	2023	2022	
3.7	2.0	5.7	0.1	16.0	-20.9	1.0	1.8	6.3	התוצר המקומי הגולמי
4.5	2.4	6.3	-0.2	25.0	-33.2	-0.7	0.9	7.4	התוצר של המגזר העסקי
									היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים
3.6	11.7	26.1	-2.5	20.8	-35.5	-1.9	-7.0	12.9	ויהלומים
-4.7	4.2	13.3	11.3	24.9	-28.0	3.7	-1.2	7.6	הצריכה הפרטית
2.4	4.7	8.7	7.7	27.2	-26.8	3.2	-0.4	7.4	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
0.1	8.9	-1.9	-2.1	0.4	86.5	13.8	7.9	0.2	הצריכה הציבורית
-1.4	13.5	5.7	-10.7	-7.1	95.6	11.4	7.2	1.0	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
19.4	-19.7	54.6	-26.0	71.2	-69.9	-9.8	-3.9	11.3	ההשקעה המקומית הגולמית
6.1	8.0	32.8	-1.2	50.7	-68.9	-6.4	-1.8	10.6	מזה: בנכסים קבועים
2.3	10.6	11.4	-5.9	-9.2	-18.9	-4.6	0.2	10.1	היצוא ללא יהלומים
9.8	2.3	8.9	-2.7	-0.7	-23.5	-3.9	0.0	10.3	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות
									הזנק

המקור: עיבודי בנק ישראל על נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

2. שוק העבודה

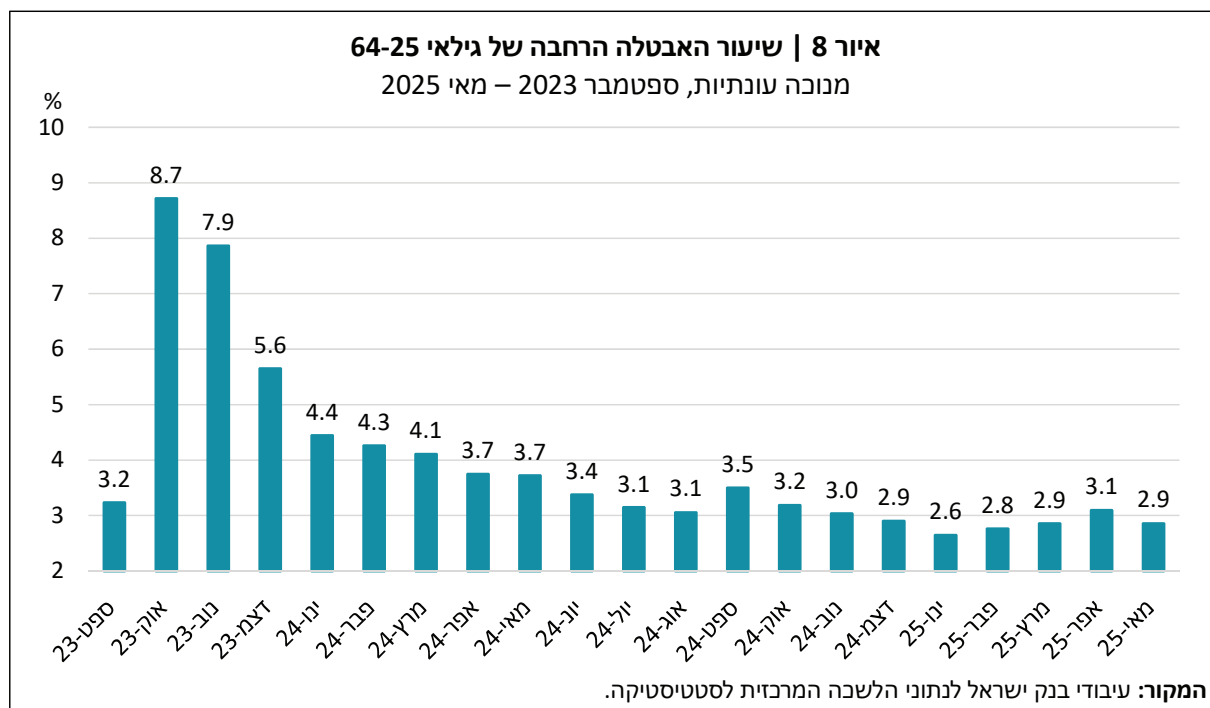
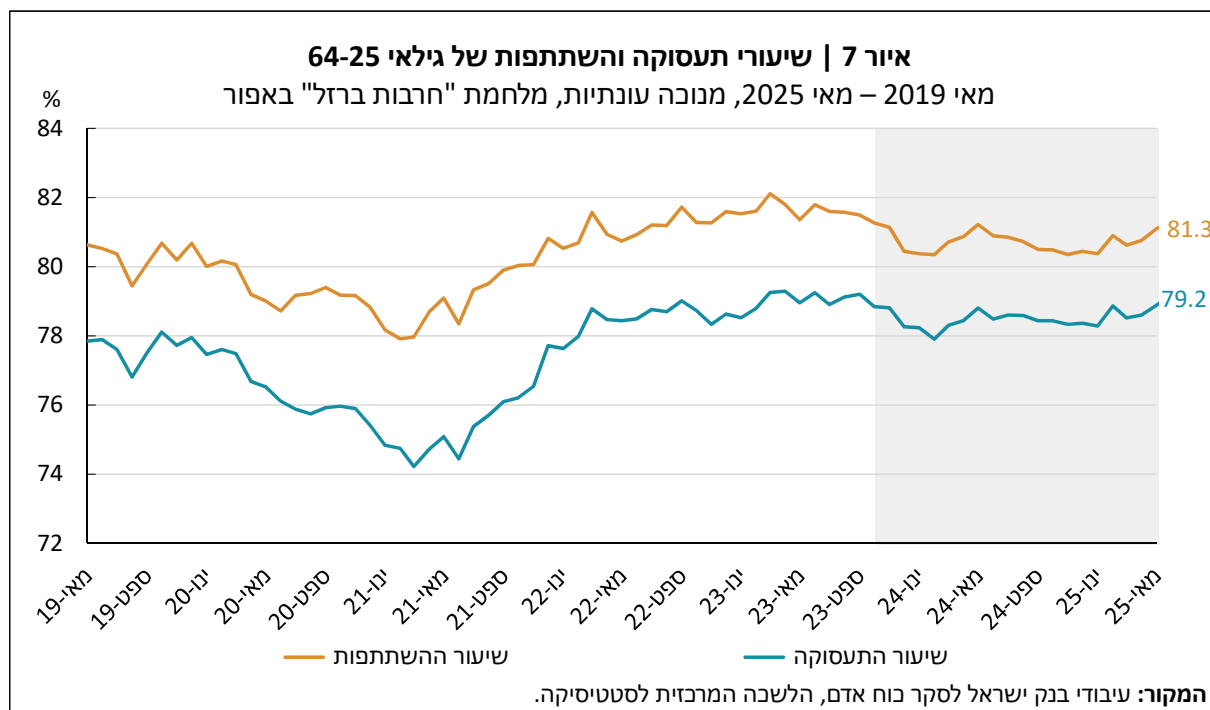
במהלך המחצית, שוק העבודה נותר הדוק והתאפיין בשיעור אבטלה נמוך, לקראת סוף המחצית חלה התמתנות מסוימת בהדיקות.

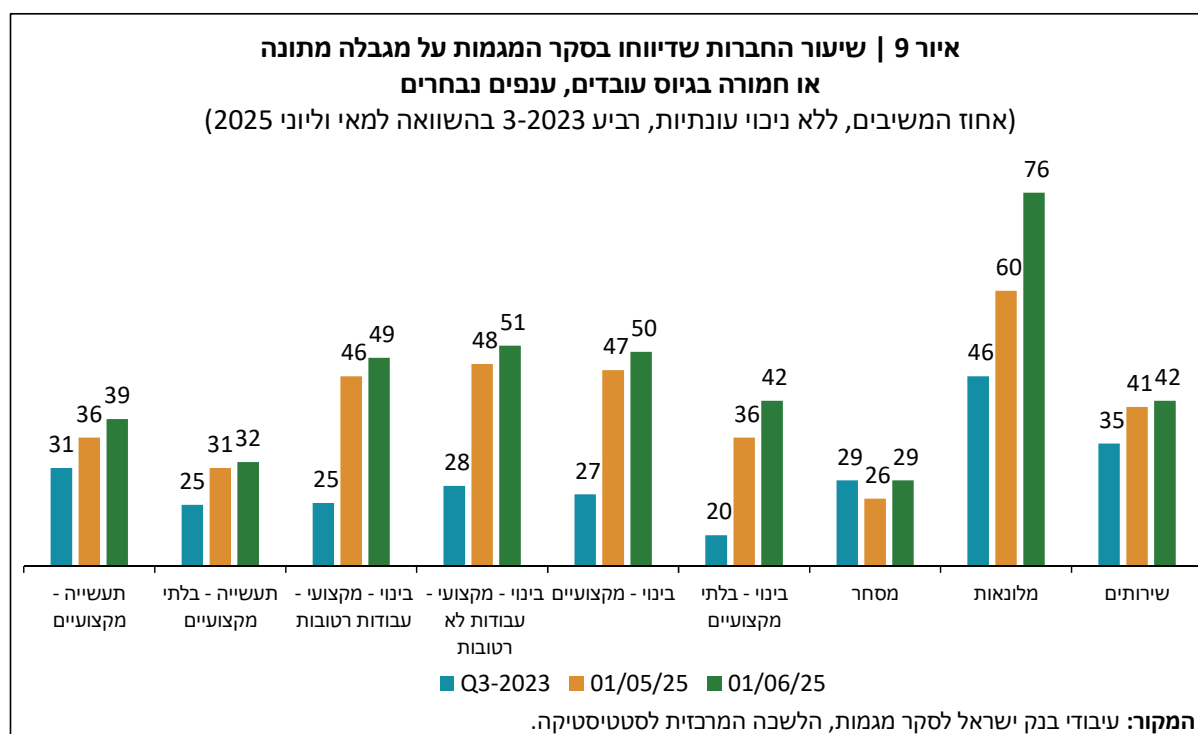
היחס בין מספר המשרות הפנויות למובטלים שהה ברמה גבוהה. שיעור האבטלה הרחבה של גילאי 25-64 שמר על יציבות במהלך המחצית ועמד על 2.9% (בניכוי עונתיות) בסיומה¹. שיעור המשרות הפנויות עמד על 4.4% ושמר על יציבות בשנה האחרונה ברמה גבוהה מזו טרם מלחמת "חרבות ברזל". שיעור הנעדרים זמנית בשל מילואים נע במהלך המחצית בין 0.2% ל-0.5%, בסיומה. שיעור התעסוקה ושיעור ההשתתפות של גילאי 25-64 עמדו בנתון האחרון (מאי) על 79.2% ו-81.3% בהתאמה, והם נמוכים מעט מרמתם ערב המלחמה (איורים 7 ו-8).

השכר הנומינלי בשלושת החודשים האחרונים (מרץ עד מאי) צמח ב-4.5% (במונחים שנתיים) ביחס לרבעון השלישי של 2023, טרם המלחמה. במהלך החודשים האחרונים קצב עליית השכר במגזר העסקי האיץ, כך שקצב הגידול בו בין הרבעון הראשון של 2025 לרבעון השלישי של 2023 היה 5.2% (במונחים שנתיים). השכר במגזר העסקי ללא הייטק עלה אף בקצב גבוה יותר של 5.6%, בעוד שבמגזר הציבורי הקצב מתון יותר. השכר הריאלי למשרת שכיר בכלל המשק שמר על רמתו במהלך המחצית וצמח ב-1.1% במונחים שנתיים ביחס לאותה תקופה.

הפעילות בענף הבינוי התמתנה ברביע הראשון של השנה אך נותרה ברמה גבוהה, על רקע המחסור בעובדים מקצועיים שנותר משמעותי. גם בענף המלונאות מגבלת גיוס העובדים, כפי שמשתקפת בסקר המגמות, גבוהה באופן ניכר לאורך כל המחצית לעומת ערב "מלחמת חרבות ברזל", זו המשיכה ועלתה גם על רקע מבצע "עם כלביא" (סקר יוני) (איור 9).

¹ אבטלה רחבה מתייחסת למדידה של אבטלה הכוללת לא רק אנשים שאינם מועסקים ומוגדרים רשמית כמובטלים, אלא גם אנשים נוספים שאינם מועסקים, כמו אנשים שהוצאו לחל"ת, מועסקים שנעדרו מעבודתם כל ימות השבוע מסיבת כלכליות, ולא למשל מטעמי חופשה יזומה, מילואים, וכדומה.





3. שער החליפין, פרמיית הסיכון והשווקים הפיננסיים

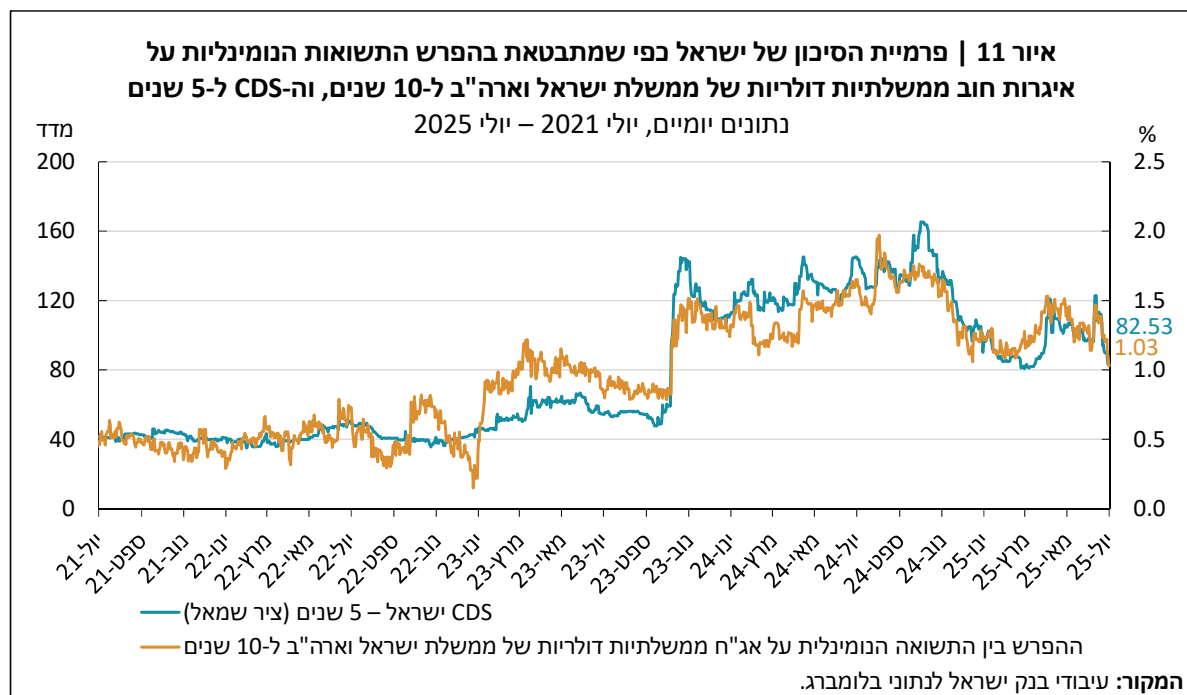
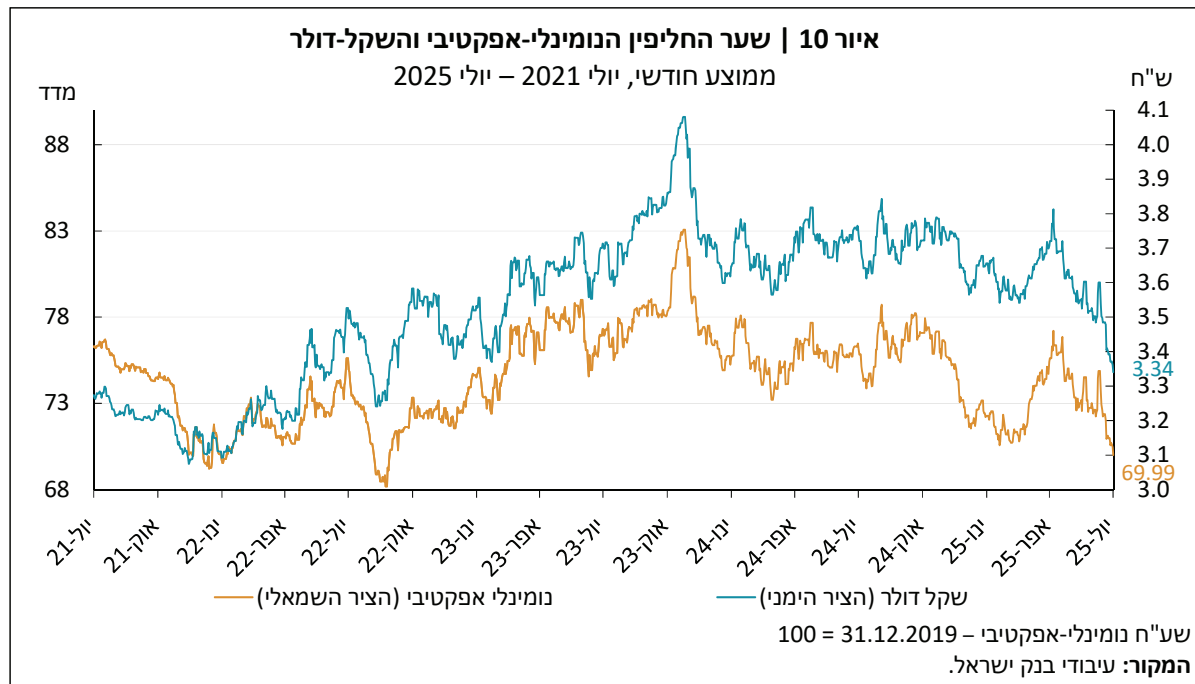
במהלך המחצית הנסקרת, המסחר בשווקים הפיננסיים המשיך להתאפיין בתנודתיות, שהושפעה מאי-הוודאות המקומית והגלובלית - על רקע המשך מלחמת "חרבות ברזל", מבצע "עם כלביא", ומדיניות המכסים של ארה"ב. במהלך הרבעון הראשון של 2025 נמשכה היציבות היחסית בפרמיית הסיכון של המשק הישראלי, לאחר ירידה חדה שנרשמה ברבעון האחרון של 2024. מדדי ה-CDS (ל-5 שנים) נעו בין 80 ל-100 נקודות בסיס, ומרווחי האג"ח הממשלתיים הדולריים (ל-10 שנים) נעו בין 1.1% ל-1.3%, רמות גבוהות משמעותית לעומת אלו שקדמו למלחמת "חרבות ברזל" (כ-55 נ"ב ו-0.8% בהתאמה). במהלך תקופה זו נרשמה חולשה של השקל מול האירו ומטבעות אחרים, תוך התחזקות קלה מול הדולר. במקביל, השווקים הפיננסיים המקומיים נותרו יציבים יחסית.

ברבעון השני של 2025, פרמיית הסיכון התאפיינה בתנודתיות ניכרת, בעיקר לקראת סופה. עם פרוץ מלחמת הסחר באמצע מרץ, החלה עלייה בפרמיה, שהגיעה לשיאה באמצע אפריל: ה-CDS טיפס ל-120 נ"ב ומרווחי האג"ח ל-1.5%. לאחר מכן חלה ירידה הדרגתית, ובתחילת יוני שבו המדדים לרמות של מעט פחות מ-100 נ"ב ו-1.3% בהתאמה. אולם באמצע יוני, עם תחילתו של מבצע "עם כלביא", נרשמה עלייה חדה נוספת בפרמיית הסיכון - ה-CDS עלה ל-123 נ"ב ומרווחי האג"ח ל-1.5%.

לאחר סיום המבצע בסוף יוני, ניכרה ירידה משמעותית בפרמיית הסיכון: ה-CDS ירד לרמה של כ-80 נ"ב ומרווחי האג"ח לכ-1.0%. במקביל, השווקים הפיננסיים הגיבו בעלויות חדות במדדי המניות, בירידה ניכרת בתשואות האג"ח השקליות ובהתחזקות מהירה של השקל. מאז תחילת המבצע (12.6.25), השקל התחזק בכ-6.6% מול הדולר, תשואות האג"ח השקליות ל-10 שנים ירדו בכ-0.5 נ"א, ומדדי המניות עלו בכ-12.6%.

בסיכום המחצית הראשונה של 2025, פרמיית הסיכון של ישראל נותרה גבוהה ביחס לרמות שקדמו למלחמת "חרבות ברזל", על אף ירידה הדרגתית לעומת השיאים של 2024 (שאז הגיעה פרמיית ה-CDS למעל 160 נ"ב, ומרווחי אג"ח שעמדו על 1.7%). השקל רשם ייסוף של כ-9% מול הדולר, תשואות האג"ח השקליות ירדו בכ-0.4 נ"א, ומדדי המניות עלו בכ-27% (ראו איורים 10-11 ולוח 3).

במהלך המחצית הנסקרת, האשראי העסקי להרחיב בהתאם למגמה, תוך יציבות ברמה נמוכה בשיעורי הפיגורים בכל מגזרי הפעילות. במקביל, האשראי למשקי הבית המשיך לגדול אף הוא, בהובלת האשראי לדיור, ולא ניכרה עלייה משמעותית בשיעורי הפיגורים. על פי סקר המגמות של הלמ"ס לחודש יוני שיעור העסקים המדווחים על מגבלת אשראי חמורה נותר נמוך. המרווחים בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות נותרו נמוכים, בדומה למגמה בעולם.



לוח 3 | ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

06/25	05/25	04/25	03/25	02/25	01/25	
						התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)
4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	תשואות מק"ם ל-3 חודשים
4.3	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	תשואות מק"ם לשנה
4.3	4.2	4.2	4.2	4.2	4.3	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.5	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים
4.8	4.8	4.8	4.8	4.7	4.8	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
2.3	2.3	2.4	2.2	2.1	2.1	תשואות אג"ח צמודות לשנה
2.3	2.2	2.2	2.0	1.9	2.0	תשואות אג"ח צמודות ל-5 שנים
2.3	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	תשואות אג"ח צמודות ל-10 שנים
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות
0.9	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	בדירוג AA (נקודות אחוז) ¹
						שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)
10.6	6.3	4.7	-4.3	1.5	2.7	מדד המניות הכללי
9.5	7.3	4.1	-2.1	0.9	2.2	מדד ת"א 35
						שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)
-4.2	-3.3	-2.2	3.6	0.4	-1.9	הדולר מול השקל
-0.9	-3.6	2.9	7.7	0.7	-2.3	האירו מול השקל
-3.0	-3.1	-0.1	4.9	0.7	-1.7	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.

4. המדיניות הפיסקלית

הגירעון המצטבר בתקציב המדינה ב-12 החודשים האחרונים, הסתכם בחודש יוני ב-5.0 אחוזי תוצר. סך תקבולי הממשלה ממסים בחודש יוני, בניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד-פעמיות, חזרו למגמה ארוכת הטווח (במחירים קבועים), לאחר שבסיום המחצית הקודמת הם היו גבוהים מקו המגמה. העלות התקציבית המיידית של מבצע "עם כלביא" מוערכת בכאחוז תוצר.

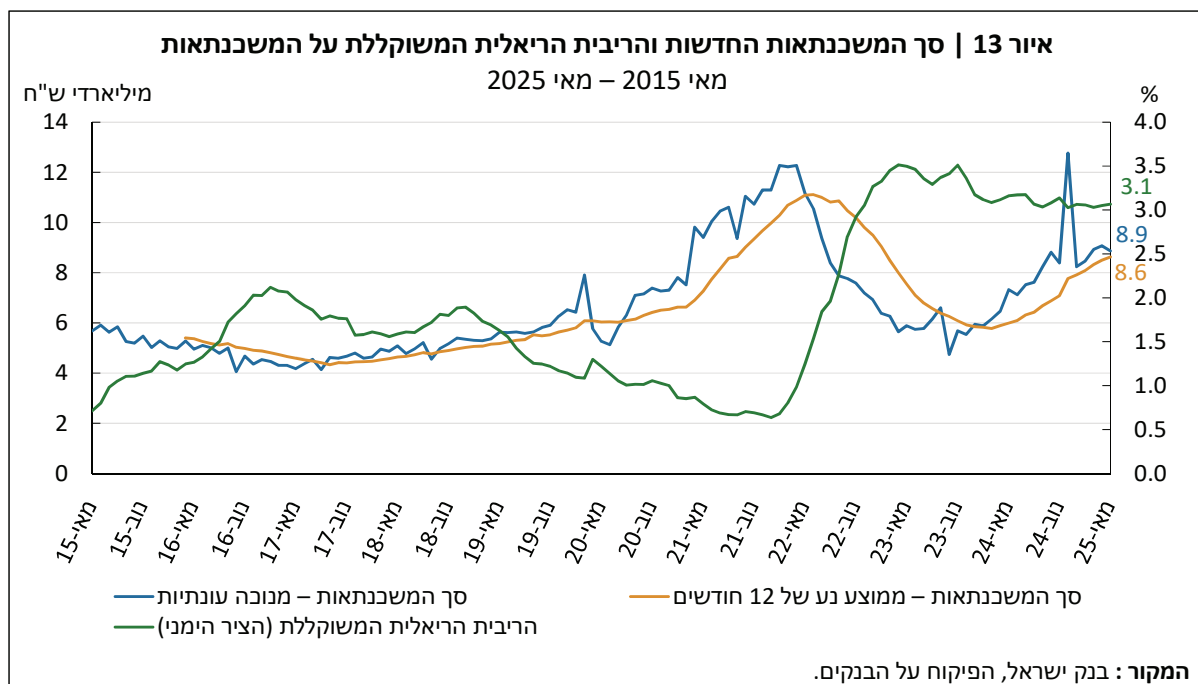
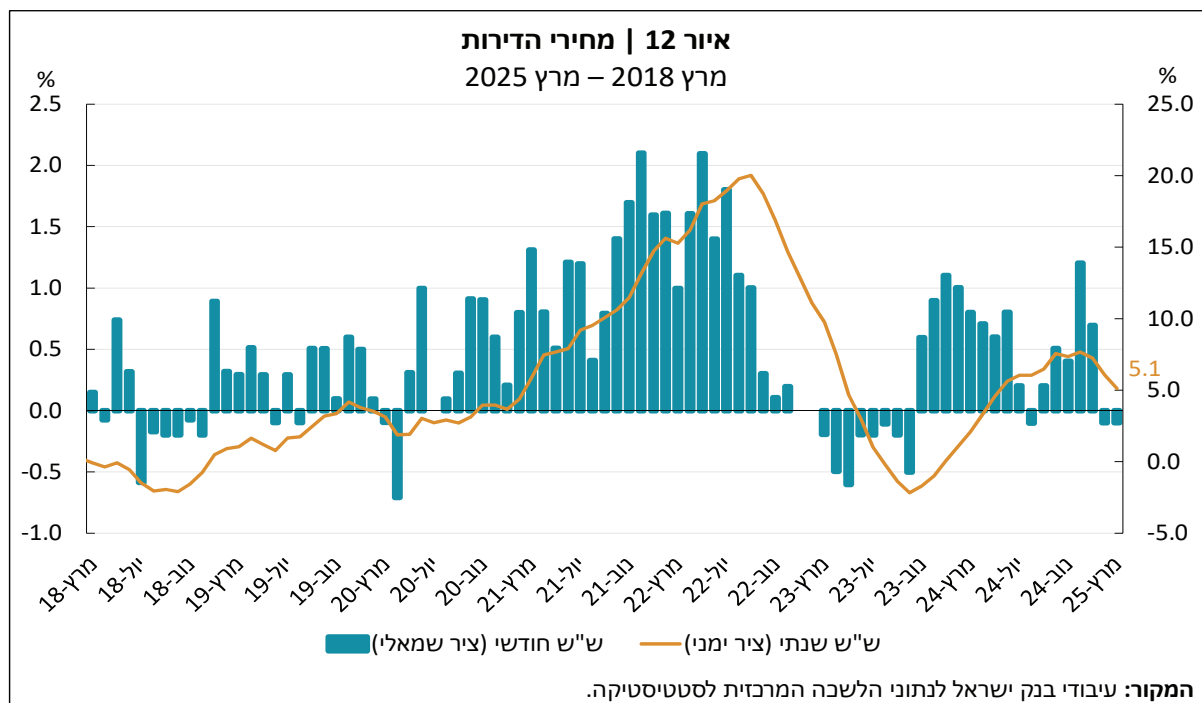
על פי תחזית חטיבת המחקר מיולי 2025, יחס החוב לתוצר צפוי לעלות מ-68% בשנת 2024 ל-70% ו-71% ב-2025 ו-2026, בהתאמה. ישנה חשיבות מכרעת לקבוע כבר בתקציב הקרוב תוואי מדיניות שיביא לכך שיחס החוב לתוצר יתכנס למגמת ירידה בשנתיים הקרובות.

5. שוק הדיור

בשוק הדיור חלה האטה מסוימת בפעילות. מספר העסקאות בדירות ירד, ומלאי הדירות הלא מכורות עלה. יחד עם זאת, קצב התחלות בנייה נותר ברמה גבוהה יחסית. קצב עליית מחירי הדירות התמתן במהלך המחצית – ועמד על 5.1% (נתוני מרץ-אפריל) במונחים שנתיים, לעומת קצב עלייה של 7.7% בנתוני דצמבר-ינואר (איור 12). קצב העלייה השנתי של סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן עמד על 4.0% בסיום המחצית (נתון מאי) ונע במהלכה בין 3.9% ל-4.4%. הנזק שהסבו מתקפות הטילים מאיראן, שפגע בהצעת הדירות הזמינות למגורים, עלול לפעול לגידול בביקוש לשכירות וכתוצאה מכך לעלייה במחירי השכירות באזורים שנפגעו.

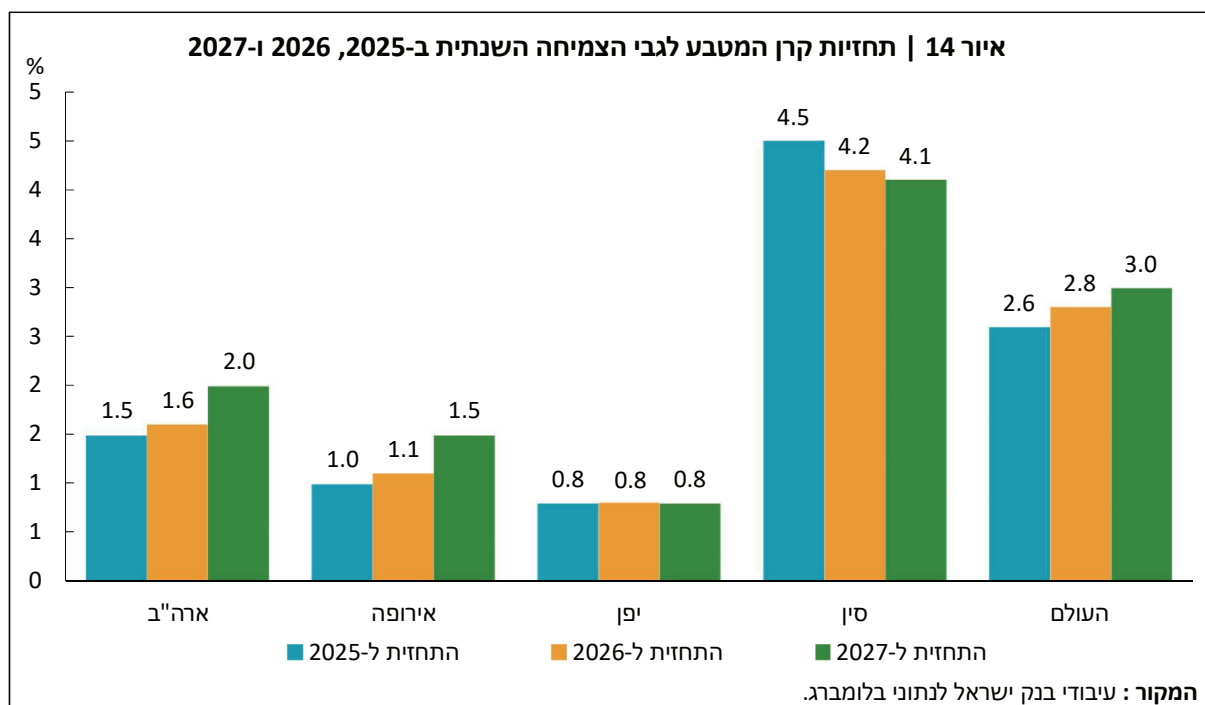
הפעילות בענף הבינוי התמתנה ברביע הראשון של השנה אך נותרה ברמה גבוהה. מגבלות הציווד וחומרי הגלם בענף הבינוי קרובות לרמתן ערב המלחמה. המחסור בעובדים – בעיקר מקצועיים – עודנו משמעותי. מנתוני הלמ"ס עולה כי

ביחס לרביע המקביל אשתקד חלה עלייה של 6.5% בהתחלות הבנייה, ו-14.2% בהיתרי הבנייה. אולם בסיומי הבניה חלה ירידה של 8.8%, ורמתם עדיין נמוכה לעומת רמתן ערב המלחמה. בנתון האחרון שהתפרסם במחצית (מאי) ניטלו משכנתאות בסך של 9.3 מיליארדי ש"ח (איור 13).



6. הכלכלה העולמית

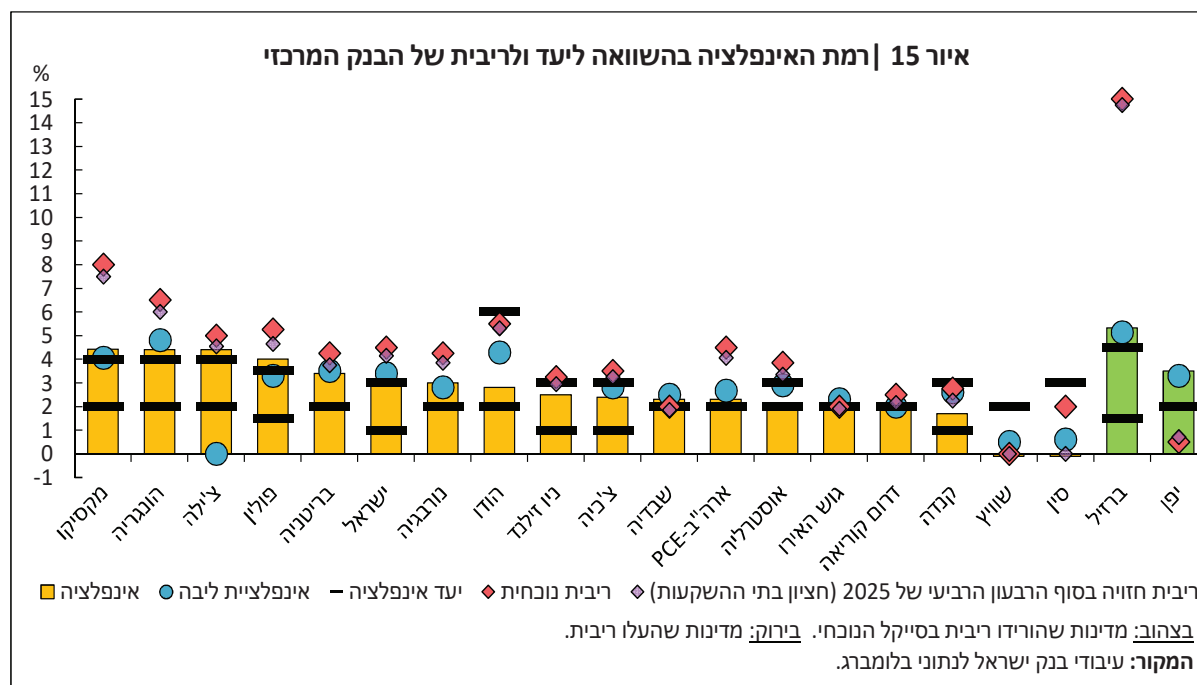
במחצית הנסקרת חלה עלייה במדדי המניות תוך תנודתיות מוגברת בשווקים הגלובליים על רקע מדיניות המכסים של הממשל בארה"ב, והשפעותיה הפוטנציאלית על הסחר, הצמיחה והאינפלציה בעולם. קצב הצמיחה הגלובלי ברבעון הראשון של השנה נותר מתון, ותחזית הצמיחה הגלובלית לשנת 2025 עמדה בסיום המחצית על רמה נמוכה יחסית של 2.6% (איור 14). במהלך המחצית הדולר נחלש ביחס למטבעות המרכזיים. נתוני הפעילות הכלכלית לרבעון הראשון הצביעו על מגמה מעורבת. לעומת זאת, קצב ההתרחבות בסחר העולמי בשנה האחרונה נותר גבוה, כתוצאה מהקדמת פעילות על רקע מדיניות המכסים. מדד מנהלי הרכש הגלובלי הפגין תנודתיות במהלך המחצית – ועמד במהלכה ברמה המעידה על התרחבות מתונה. במהלך המחצית, נרשמה תנודתיות גבוהה במיוחד במחירי הנפט, בפרט על רקע העימות מול איראן, אך לאחר הפסקת האש נרשמה ירידה בתנודתיות.



קצב הצמיחה הגלובלי ברבעון הראשון של השנה נותר מתון. התוצר בארה"ב התכווץ ברבעון הראשון של השנה ב-0.5% במונחים שנתיים (עודכן מ-0.3%), כאשר הצריכה הפרטית צמחה רק ב-0.5% – הנתון הנמוך ביותר מאז הקורונה. מנגד, נתוני שוק העבודה לחודשים מאי-יוני מצביעים עדיין על שוק עבודה הדוק בצד היחלשות מסוימת בחלק מהפרמטרים, תוך המשך הירידה בשיעור ההשתתפות. בגוש האירו נרשמה צמיחה רבעונית של 0.6% ברביע הראשון לשנה (עודכן מ-0.3%). בסין הצמיחה ברבעון הראשון הייתה בשיעור שנתי של 5.4%. תחזיות הצמיחה צופות התאוששות מתונה בקצב הצמיחה העולמי בשנתיים הקרובות, עם זאת הרמה צפויה להיות נמוכה יותר יחסית נמוכה.

נתוני האינפלציה במשקים העיקריים במחצית הנסקרת הצביעו על המשך התכנסות, אך בקצבים שונים. בארה"ב שיעור האינפלציה (CPI) עמד על 2.4% ומדד הליבה של המחירים לצרכן (Core CPI) עמד על 2.8% (מדד מאי). בגוש האירו, בקריאה מקדמית לחודש יוני האינפלציה עלתה מעט ועומדת על 2% ומדד הליבה נותר ללא שינוי – 2.3%.

בעוד שה-Fed לא שינה את הריבית, ה-ECB הפחית את הריבית בכל החלטותיו במחצית, לצד הפחתות ריבית של בנקים מרכזיים נוספים. ה-Fed הותיר את הריבית ללא שינוי במהלך המחצית – לאחר הפחתות ריבית שהסתכמו בנקודת אחוז במחצית הקודמת – תוואי הריבית המתמחר בשווקים ירד במהלך המחצית. נוסף לזאת, דירוג האשראי של ארה"ב הורד ע"י מוד'ים בחודש מאי, בשל העלייה החדה בחוב האמריקאי ובתשלומי הריבית הגבוהים בגינו, ועל רקע תוכנית המכסים של הממשל (איור 15).



ג. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות מן המניין בצמידות להודעות הריבית בחודשים ינואר 2025, אפריל 2025 ויולי 2025.

תחזית חטיבת המחקר מיולי 2025 גובשה תחת ההנחה שההסכם הנידון כעת להפסקת אש בעזה יביא לכך שבאופק התחזית, החל מחודש יולי, לא תהיה בעזה לחימה עצימה, ובהנחה שהפסקת האש עם איראן תישמר. להערכת החטיבה במהלך תקופת התחזית צפויה להימשך ההתמתנות במגבלות ההיצע במשק, תוך עלייה בביקושים לצריכה הפרטית ולהשקעות.

על פי תחזית חטיבת המחקר מיולי 2025, התוצר צפוי לצמוח ב-3.3% וב-4.6% בשנים 2025 ו-2026 בהתאמה (לעומת 4.0% ו-4.5% בהתאמה, בתחזית ינואר 2025). בשנים 2025 ו-2026 שיעור האבטלה הרחבה בגילי העבודה העיקריים (25-64) צפוי לעמוד בממוצע על 2.9% ו-3.3% בהתאמה (לעומת, 3.1% ו-3.1%, בהתאמה, בתחזית ינואר 2025). שיעור האינפלציה במהלך שנת 2025 צפוי לעמוד על 2.6%, ובמהלך 2026 על 2.0% (לעומת 3.4% ו-2.3%, בהתאמה, בתחזית ינואר 2025). הגרעון בתקציב הממשלה צפוי להסתכם ב-4.9% תוצר בשנת 2025 ולרדת ל-4.2% בשנת 2026 (לעומת 4.7% ו-3.2%, בהתאמה, בתחזית ינואר 2025). יחס החוב לתוצר צפוי לעמוד על כ-70% בסוף 2025 ועל כ-71% ב-2026 (לעומת 69% ו-67%, בהתאמה, בתחזית ינואר 2025) (לוח 4).

תחזיות המחצית אופיינו ברמה גבוהה של אי-ודאות. בתחזית יולי אי-הוודאות שררה לשני הכיוונים: עם סיכונים לתחזית כלפי מעלה וכלפי מטה – זאת בשונה מהתחזיות הקודמות שהוצגו במהלך המחצית, בהן הסיכונים נטו בעיקר כלפי מטה. בתחזית יולי, הסיכונים משקפים בעיקר את אי-הוודאות הנובעת מההתפתחויות הגיאופוליטיות בחזיתות מול עזה ואיראן. ההתפתחויות ישפיעו על קצב ההתאוששות הכלכלית, על התפתחות תוואי האינפלציה, על הגירעון בתקציב ועל יחס החוב לתוצר.

בהסתכלות קדימה, ניתן לזהות שני כוחות הצפויים להשפיע בכיוונים מנוגדים על התפתחות האינפלציה. מחד, התחזקות השקל צפויה לסייע בהפחתת האינפלציה. מאידך, הירידה בפרמיית הסיכון על רקע המבצע באיראן והעלייה בהיתכנות של הסדר בחזית עזה, יכולה להוביל להתרחבות של הביקושים בקצב מהיר יותר מזה של התמתנות מגבלות ההיצע בשוק העבודה. התפתחות כזו צפויה לפעול בכיוון של הגברת הלחץ האינפלציוני. בנקודת הזמן הזו, קיימת אי ודאות לגבי עוצמת השפעתם של שני הכוחות הללו בטווחי הזמן השונים.

לוח 4 | תחזיות חטיבת המחקר

(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם כן צוין אחרת)

2026			2025			2024	התחזית לשנים
07/25	04/25	01/25	07/25	04/25	01/25	01/25	תאריך התחזית
4.6	4.0	4.5	3.3	3.5	4.0	0.6	התמ"ג
7.0	3.5	5.5	3.5	6.0	7.5	4.0	הצריכה הפרטית
13.5	12.0	15.0	9.5	10.0	8.0	-7.5	ההשקעה בבנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
-1.0	-2.5	2.0	1.5	-0.5	-1.5	12.0	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
3.0	2.5	5.5	4.0	2.5	4.5	-5.0	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
8.0	7.5	13.0	8.0	12.5	12.0	-2.0	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)
3.3	3.2	3.1	2.9	2.9	3.1	3.5	שיעור אבטלה – ממוצע שנתי (גילאי 25-64)
4.2	2.9	3.2	4.9	4.2	4.7	7.0	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
71.0	68.0	67.0	70.0	69.0	69.0	67.0	יחס חוב תוצר
2.0	2.2	2.3	2.6	2.6	2.6	3.4	האינפלציה ¹
			07/25	04/25	01/25		תאריך התחזית
			2.2	2.5	2.6		האינפלציה בשנה הקרובה ²
			3.75	4.0	4.0/4.25		ריבית בעוד שנה ³

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

² בארבעת הרבועים שמסתיימים ברביע המקביל בשנה הבאה.

³ ברביע המקביל בעוד שנה.

המקור: בנק ישראל.