|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **בנק ישראל**  דוברות והסברה כלכלית | לוגו בנק ישראל | ‏ירושלים, ז' בתשרי, תשפ"ה  ‏‏‏‏‏‏9 באוקטובר 2024 |

הודעה לעיתונות:

התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אוקטובר 2024

תמצית

מסמך זה מציג את התחזית המקרו-כלכלית שחטיבת המחקר בבנק ישראל גיבשה באוקטובר 2024 בנוגע למשתני המקרו העיקריים – התוצר, האינפלציה והריבית.[[1]](#footnote-1) התחזית גובשה תחת ההנחה שההשפעה הכלכלית הישירה של המלחמה תמשיך להיות משמעותית אל תוך תחילת שנת 2025. הנחה זו משקפת רמת עצימות גבוהה יותר של הלחימה בסוף 2024 ובתחילת 2025 בהשוואה להנחה שעמדה בבסיס תחזית יולי. בפרט, העצימות הגבוהה שמאפיינת את התקופה האחרונה צפויה להימשך בתקופה הקרובה, תוך שיבוש רחב יותר של הפעילות הכלכלית בעורף, בעיקר בצפון הארץ. התחזית מאופיינת כמובן ברמה גבוהה במיוחד של אי ודאות. בפרט, עלתה ההסתברות לתרחישים ביטחוניים חמורים יותר מאלו שמגולמים בתרחיש הבסיסי של התחזית, לרבות התעצמות המלחמה בזירות השונות והתארכות נוספת שלה. אלו, אם יתממשו, צפויים להתבטא בפגיעה נוספת בפעילות.

על פי התרחיש הבסיסי של התחזית, התוצר צפוי לצמוח בשנת 2024 בשיעור של 0.5% ובשנת 2025 ב-3.8%. שיעור זה נמוך מהתחזית מיולי, ב-1.0 ו-0.4 נקודות אחוז, בהתאמה. שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הקרובים (המסתיימים ברבעון השלישי של שנת 2025) צפוי לעמוד על 3.2%, על רקע סביבה מקומית אינפלציונית יותר משהערכנו ביולי, בין היתר בשל עדכון ההנחות לגבי עצימות המלחמה. שיעור האינפלציה במהלך שנת 2024 צפוי לעמוד על 3.8% (לעומת 3.0% בתחזית מיולי), ובמהלך שנת 2025 הוא צפוי להתמתן ל-2.8% (בדומה לתחזית מיולי). תוואי הריבית הצפוי עודכן כלפי מעלה – ברבעון השלישי של 2025 הריבית צפויה לעמוד על 4.5%. לנוכח האי-ודאות הגיאו-פוליטית הגבוהה ועליית ההסתברות שאנו מייחסים לתרחישים ביטחוניים חמורים יותר, הסיכון לתחזית הצמיחה נוטה כלפי מטה והסיכון לתחזיות האינפלציה, הריבית וגירעון הממשלה נוטה כלפי מעלה.

התחזית

חטיבת המחקר של בנק ישראל עורכת בכל רבעון תחזית מקרו-כלכלית שמתבססת על מספר מודלים, על מקורות מידע שונים ועל הערכות שיפוטיות. בתהליך זה יש תפקיד מרכזי למודל ה-DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) שפותח בחטיבת המחקר – מודל מבני שמבוסס על יסודות מיקרו-כלכליים.[[2]](#footnote-2) המודל מספק מסגרת לניתוח הכוחות המשפיעים על הכלכלה והוא מאפשר לגבש את המידע מהמקורות השונים לכדי תחזית מקרו-כלכלית למשתנים ריאליים ונומינליים, המתאפיינת בעקביות פנימית ובסיפור כלכלי.

לצורך גיבוש אומדנים להשפעות הכלכליות של המלחמה ניתן דגש מיוחד לניתוח נתונים מהירים המעידים על היקפי הפגיעה ועל קצב ההתאוששות של תוצר ענפי המשק והשימושים, המושפעים מהמחסור בעובדים במהלך תקופת הלחימה ומהמגבלות הביטחוניות על הפעילות באזורי העימות, וכן על ניתוח של אירועים ביטחוניים מן העבר.

1. הסביבה העולמית

הערכותינו לגבי ההתפתחויות בסביבה העולמית מתבססות בעיקרן על התחזיות שמגבשים מוסדות בין-לאומיים ובתי השקעות זרים. תחזיות אלו – לגבי הצמיחה, האינפלציה והריבית במדינות המפותחות – נותרו ללא שינוי ניכר בהשוואה לאלו ששימשו לתחזית שפורסמה ביולי. בהתאם, אנו מניחים כי התוצר במשקים המפותחים יצמח בשיעורים של 1.4% ו-1.5% בשנים 2024 ו-2025, בהתאמה (בדומה לתחזית מיולי). אשר לסחר העולמי, אנו מניחים כי הוא יצמח ב-3.1% ו-3.4% בשנים 2024 ו-2025 (בהשוואה ל-3.0% ו-3.3% בתחזית יולי). התחזיות של בתי ההשקעות לאינפלציה במשקים המפותחים לשנת 2024 עודכנו מעט כלפי מטה ל-2.4% (לעומת 2.6% בתחזית יולי), ואילו עבור שנת 2025 התחזית היא 2.1% (בדומה לתחזית יולי). התחזית של בתי ההשקעות לריבית הממוצעת במדינות המפותחות עודכנה כלפי מטה, והיא עומדת על 3.9% בסוף 2024 ועל 2.9% בסוף 2025 (לעומת 4.1% ו-3.2% בתחזית יולי). מחירה של חבית נפט מסוג "ברנט" אופיין בתנודתיות וירד לרמה של כ-77$, לעומת כ-85$ בעת עריכת תחזית יולי.

1. הפעילות הריאלית בישראל

**התוצר צפוי לצמוח ב-0.5% בשנת 2024 וב-3.8% בשנת 2025** (לוח 1). התחזית מבוססת על ההנחה שההשפעה הכלכלית הישירה של המלחמה תימשך אל תוך תחילת שנת 2025 ולאחר מכן יתכנס התוצר בהדרגה אל מגמתו אך יישאר מתחת לה בטווח הבינוני. בהשוואה לתחזית הקודמת מיולי, תחזית הצמיחה ל-2024 עודכנה כלפי מטה בעיקר לנוכח נתוני הצמיחה למחצית הראשונה שהיו נמוכים מהצפוי, והשפעות ההסלמה הביטחונית האחרונה על הפעילות. עדכון תחזית הצמיחה ל-2025 משקף עצימות מלחמה גבוהה יותר בתחילת 2025 (בהשוואה להערכה בתחזית יולי) ודחיית ההתאוששות ההדרגתית בפעילות למחציתה השנייה.

כל עוד נמשכת המלחמה, צמיחת התוצר צפויה להיות מוגבלת בעיקר מצד ההיצע (לעומת פגיעה מתונה יותר בצד הביקוש). גיוס המילואים אומנם פחת בהשוואה לתחילת המלחמה, אך עודנו פוגע בהיצע העבודה בכל ענפי המשק. בענף הבניה ניכרת במיוחד פגיעה בהיצע העבודה – בשל הגבלות משמעותיות על כניסת עובדים פלסטינאים מיהודה ושומרון והפסקה מוחלטת של העסקת עובדים מעזה. נוסף על הירידה בהיצע העבודה, באזורי הלחימה ובאזורים מאוימים נפגע כושר הייצור בשל השיבושים בפעילות הסדירה וביכולת לעבוד. הפגיעה באזור הדרום אמנם מצטמצמת לאור חזרה הדרגתית של התושבים, אולם פינוי התושבים בצפון וההפרעות לפעילות התרחבו, והם צפויים להמשיך להקשות על חזרת הפעילות לשגרה.

בצד הביקוש, היקף התיירות הנכנסת נפגע באופן ניכר והניסיון מאירועים ביטחוניים קודמים מלמד שפגיעה זו צפויה להיות ממושכת. מנגד, בענף הבניה צפויה בטווח התחזית עלייה בביקוש, בין היתר בשל הצורך בשיקום מבנים שנפגעו במלחמה. עלייה זו צפויה להתבטא בגידול בעלויות הבניה עד שיימצא מענה למחסור בעובדים.

לאור מגבלות ההיצע בשוק העבודה אנו מעריכים כי שיעור האבטלה הרחב בגילי העבודה העיקריים יישאר נמוך השנה, וב-2025 יעמוד בממוצע על 3.2%. צמצום מספר המשרתים במילואים ב-2025 יקל את מגבלות ההיצע בשוק העבודה ויתמוך בחזרת היקף התעסוקה אל עבר המגמה.

**הגירעונות בתקציב הממשלה בשנים 2024 ו-2025 צפויים להסתכם ב-7.2% וב-4.9% תוצר, בהתאמה. החוב הציבורי צפוי לעלות לרמה של כ-68% תוצר ב-2024 ולכ-69% תוצר ב-2025.** בהשוואה לתחזית הקודמת מיולי, התחזית הנוכחית מגלמת בעיקר עליה בתחזית להוצאות הביטחון הזמניות ב-2024 ו-2025, על רקע ההתפתחויות הביטחוניות האחרונות ולאור עדכון הנחת העבודה לגבי עצימות הלחימה. בנוסף, אנו מניחים כי חלק ממענק הסיוע האמריקאי יוסט משנת 2024 לשנים הבאות. מאידך, תחזית ההכנסות לשנת 2024 עודכנה כלפי מעלה לאור גידול מהיר מהצפוי בהיקף ההכנסות בפועל שממתן את עליית הגירעון. התחזית נבנתה תחת ההנחה כי הממשלה תבצע התאמות תקציביות פרמננטיות של כ-30 מיליארדי ש"ח החל מ-2025, מעבר להעלאת המע"מ שכבר אושרה, במטרה לצמצם את הגרעון המבני בטווח הבינוני. הנחת העבודה שלנו היא כי ההתאמות יתחלקו במידה דומה בין צד ההוצאות וההכנסות בתקציב. בהנחה שתקציב הביטחון יוגדל בהתאם לתכניות להגדלת היקף כוח האדם בצבא, לרבות המילואים, ולפני תוספת התקציב בה דנה ״ועדת נגל״ לבחינת בניין הכוח ותקציב הביטחון, התאמות אלו יסייעו למתן את העלייה של יחס החוב לתוצר בשנת 2025, ואף צפויות לסייע לצמצומו החל משנת 2026. ללא ביצוע התאמות אלה, יחס החוב הציבורי ימשיך לגדול בטווח הבינוני.

**לוח 1  
 תחזית חטיבת המחקר ל-2024—2025**

(שיעורי השינוי באחוזים**1**, אלא אם צוין אחרת)

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2023** |  | **2024** | |  | **2025** | |
|  | בפועל |  | התחזית  ל-2024 | השינוי מתחזית יולי |  | התחזית  ל-2025 | השינוי מתחזית יולי |
| תוצר מקומי גולמי | 2.0 |  | **0.5** | -1.0 |  | **3.8** | -0.4 |
| צריכה פרטית | -0.9 |  | **3.0** | 1.0 |  | **7.0** | 2.0 |
| השקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים) | -2.0 |  | **-10.0** | -1.0 |  | **12.0** | 4.0 |
| צריכה ציבורית (ללא יבוא ביטחוני) | 7.2 |  | **13.0** | 5.0 |  | **-4.0** | 1.5 |
| יצוא (ללא יהלומים והזנק) | -0.2 |  | **-6.0** | -4.5 |  | **4.0** | -0.5 |
| יבוא אזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים) | -7.2 |  | **-6.0** | -1.0 |  | **11.5** | 8.0 |
| שיעור האבטלה הרחב – ממוצע שנתי (גילאי 25–64) 2 | 4.4 |  | **3.5** | -0.5 |  | **3.2** | -0.6 |
| שיעור התעסוקה המותאם – ממוצע שנתי(גילאי 25–64) 2 | 77.8 |  | **77.9** | 0.3 |  | **78.3** | 0.6 |
| גירעון הממשלה (אחוזי תוצר) | 4.0 |  | **7.2** | 0.6 |  | **4.9** | 0.9 |
| יחס החוב לתוצר | 61.4 |  | **68** | 0.5 |  | **69** | 0.5 |
| אינפלציה3 | 3.3 |  | **3.8** | 0.8 |  | **2.8** | 0.0 |

1. התחזית לרכיבי החשבונאות הלאומית ולחוב הציבורי מעוגלת לחצי נקודת אחוז.
2. בהתאם להגדרה של הלמ"ס, שיעור האבטלה הרחב כולל את המובטלים בהגדרתם הרגילה (מי שלא עבדו, רצו לעבוד, היו פנויים לעבודה, וחיפשו עבודה) ואת המועסקים שנעדרים זמנית מעבודתם מסיבות כלכליות (כולל עובדים בחל"ת). בהתאם, שיעור התעסוקה המותאם אינו כולל את הנעדרים זמנית מסיבות כלכליות.
3. הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברבעון האחרון בשנה לעומת הממוצע ברבעון האחרון בשנה הקודמת.
4. האינפלציה והריבית

שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הקרובים (המסתיימים ברבעון השלישי של שנת 2025) צפוי להיות 3.2% **(לוח 2).** **שיעור האינפלציה במהלך שנת 2024 צפוי לעמוד על 3.8%, לעומת 3.0% בתחזית יולי. בשנת 2025 האינפלציה צפויה לעמוד על 2.8%, בדומה לתחזית יולי (לוח 1). תחזית האינפלציה עודכנה כלפי מעלה ביחס לתחזית יולי בשל עדכון הנחות העבודה לגבי עוצמת הלחימה, וכן נתוני אינפלציה שהיו גבוהים מהצפוי. נתוני האינפלציה בחודשים האחרונים משקפים סביבה אינפלציונית גבוהה על רקע מגבלות ההיצע במשק. בהסתכלות קדימה, המגבלות על היצע העבודה צפויות להיות משמעותיות גם בתחילת 2025, בעיקר בשל גיוס המילואים, ואלו צפויות להוסיף לתרום לעלייה במחירים המקומיים. נוסף על כך, בדומה לתחזית יולי אנו מניחים כי העלאות מסים עקיפים על מוצרי צריכה יתרמו לעלייה זמנית באינפלציה הנמדדת. העלאות מסים אלו כוללות בעיקר את העלייה הצפויה במע"מ (מרמה של 17% לרמה של 18%) שכבר נחקקה בכנסת. בניכוי השפעות המיסים העקיפים, אנו מעריכים כי האינפלציה השנתית בשנת 2025 תהיה קרובה למרכז טווח היעד.**

הריבית צפויה לעמוד על 4.5% ברבעון השלישי של 2025 **(לוח 2). לאור סביבת אינפלציה גבוהה יותר משהערכנו ביולי, על רקע הימשכות המלחמה והתרחבותה, אנו מעריכים כי תידרש ריבית גבוהה לתקופה ממושכת יותר על מנת לייצב את האינפלציה.**

| **לוח 2**  **התחזיות לגבי האינפלציה במהלך השנה הקרובה ולגבי הריבית בעוד שנה** (אחוזים) | | | |
| --- | --- | --- | --- |
|  | חטיבת המחקר של בנק ישראל | שוק ההון1 | החזאים הפרטיים2  (טווח התחזיות) |
| האינפלציה3 | 3.2 | 3.2 | 3.0 (2.6—3.3) |
| הריבית4 | 4.5 | 4.5 | 4.25 (4.0—4.5) |
| 1. ציפיות האינפלציה מנוכות עונתיות (נכון לנתוני ה-08/10/2024). 2. נכון לנתוני ה-08/10/2024. 3. חטיבת המחקר – בארבעת הרבעונים המסתיימים ברבעון השלישי של 2025. 4. חטיבת המחקר – הריבית הממוצעת ברבעון השלישי של 2025. הציפיות משוק ההון מבוססות על שוק התלבור (נכון לנתוני ה-08/10/2024).   **המקור:** בנק ישראל. | | | |

**מלוח 2 עולה כי תחזיות החטיבה לאינפלציה ולריבית דומות לתחזיות הנגזרות משוק ההון וגבוהות מעט מממוצע תחזיות החזאים הפרטיים.**

1. הסיכונים העיקריים לתחזית

כאמור, התרחיש הבסיסי של התחזית מבוסס על הנחה שההשפעה הכלכלית הישירה של המלחמה תימשך אל תוך תחילת שנת 2025. עם זאת, אי הודאות בתקופה הנוכחית היא גבוהה, וההסתברות להתממשותם של תרחישים חמורים יותר מתרחיש הבסיס גדלה. משום כך ניתחנו גם תרחישים חליפיים הבוחנים את השפעתן הצפויה של התפתחויות שונות הנוגעות למשך המלחמה, להיקפה ולעוצמתה, ועקב כך גם משפיעות על ההתפתחויות הכלכליות. תרחישים אלה מצביעים, כצפוי, על כך שככל שעצימות המלחמה תגבר ומשכה יתארך כך השפעותיה עלולות להיות חריפות יותר ולגרום לפגיעה מקרו-כלכלית מהותית יותר. כך, למשל, נבחן תרחיש הכולל החרפה זמנית משמעותית נוספת במלחמה, אשר תדרוש גיוס מילואים בהיקף הדומה לתחילת המלחמה ותוביל להרחבה של הגבלת הפעילות הכלכלית ולהשבתת מערכת החינוך למשך מספר שבועות, בפרט באזור הצפון אך גם במרכז הארץ. על פי תרחיש זה, החרפת המצב הביטחוני תביא לפגיעה בצמיחה השנתית כך שהתוצר ירד משמעותית ברביע הרביעי של 2024. בתרחיש כזה, על רקע צמצום מספר המשרתים במילואים ושחרור המגבלות החמורות על הפעילות ב-2025, הצמיחה בשנה זו תהיה גבוהה מאשר בתרחיש הבסיס, אך רמת התוצר ב-2025 תהיה עדיין נמוכה יותר מזו שבתרחיש הבסיסי. במידה שהמלחמה תתארך עוד יותר במהלך 2025, מגבלות ההיצע יוסיפו להעיב על התאוששות הפעילות, הצמיחה תהיה מתונה יותר והפער מהתרחיש הבסיסי יתרחב. בתרחיש כזה הימשכות והתעצמות המלחמה יובילו לעלייה נוספת של הגירעון והחוב, בשל העלייה בהוצאות הביטחון והפגיעה בפעילות ובהכנסות ממיסים, מה שיצריך התאמות תקציביות נוספות. אלו עלולים להוביל לעיכוב בהתכנסות האינפלציה ליעדה.

סיכון נוסף הוא שהממשלה תבצע באופן חלקי בלבד את ההתאמות הפיסקליות הנדרשות, בפרט על רקע עלייה אפשרית נוספת בהוצאות המלחמה ובהוצאות הביטחון הפרמננטיות. אלו עלולים להוביל לעלייה נוספת בפרמיית הסיכון של ישראל, לנוכח החשש בשווקים שיחס החוב לתוצר נמצא בתוואי מתבדר. מצב כזה עלול להוביל לפגיעה בתוואי הצמיחה של המשק גם בטווח הארוך, להיחלשות השקל ולהתגברות הלחצים האינפלציוניים, שגם יתבטאו בריביות גבוהות יותר.

לאור כל אלה, אנו מעריכים כי מאזן הסיכונים ביחס לתחזית הצמיחה נוטה כלפי מטה. ואילו ביחס לתחזיות האינפלציה, הגירעון והריבית – מאזן הסיכונים נוטה כלפי מעלה.

1. התחזית הוצגה לוועדה המוניטרית ב-8/10/2024, לקראת החלטת הריבית שהתקבלה ב-9/10/2024. [↑](#footnote-ref-1)
2. הסבר על התחזיות המקרו-כלכליות שחטיבת המחקר מגבשת, וכן סקירה של המודלים שהן מושתתות עליהם, מופיעים בדוח האינפלציה 31 (לרבעון השני של 2010), סעיף 3ג. 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](https://www.boi.org.il/media/ybvpydng/dp12065e.pdf). [↑](#footnote-ref-2)