|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **בנק ישראל**דוברות והסברה כלכלית | C:\Users\u34r\AppData\Local\Microsoft\Windows\INetCache\Content.Word\logo_70.png | ‏ירושלים, י"א תמוז, תשפ"ה7 יולי, 2025 |

הודעה לעיתונות:

התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, יולי 2025

תמצית

מסמך זה מציג את התחזית המקרו-כלכלית שחטיבת המחקר בבנק ישראל גיבשה ביולי 2025 בנוגע למשתני המקרו העיקריים – התוצר, האינפלציה והריבית.[[1]](#footnote-1) על פי התחזית, התוצר צפוי לצמוח בשנת 2025 ב-3.3% וב-2026 ב-4.6%. שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הקרובים (המסתיימים ברבעון השני של שנת 2026) צפוי לעמוד על 2.2%. במהלך שנת 2025 הוא צפוי לעמוד על 2.6% ובמהלך שנת 2026 על 2.0%. הריבית הממוצעת ברבעון השני של 2026 צפויה לעמוד על 3.75%.

התחזית גובשה לאחר שהוכרזה הפסקת האש בתום מבצע "עם כלביא", ובהנחה שהיא תישמר. למבצע "עם כלביא" יש השפעה על התחזית, הן בשל ההשפעה הכלכלית שהיתה לו בעת התרחשותו והן ביחס לתחזית קדימה. באשר ללחימה בעזה, התחזית גובשה תחת ההנחה שההסכם הנידון כעת להפסקת אש בעזה יביא לכך שבאופק התחזית, החל מחודש יולי, לא תהיה בעזה לחימה עצימה. בהשוואה לתחזית אפריל, התחזית הנוכחית משקפת התמתנות מסוימת של ההערכות לגבי השפעת מכסי הייבוא עליהם הודיעה ארה"ב באפריל. התחזית מאופיינת ברמה גבוהה במיוחד של אי-ודאות, עם אפשרויות חיוביות ושליליות, הן בתחום הגיאופוליטי והן בהקשר של תכנית המכסים של הממשל האמריקאי. בשלב זה קיימת גם אי-ודאות ניכרת לגבי החלטות הממשלה בנוגע לתקציב המדינה בשנים 2025 ו-2026, והתחזית מתבססת על הערכות והנחות עבודה שגובשו בחטיבת המחקר לגבי ההחלטות שיתקבלו.

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. המודל מספק מסגרת לניתוח הכוחות המשפיעים על המשק והוא מאפשר לגבש את המידע מהמקורות השונים לכדי תחזית מקרו-כלכלית למשתנים ריאליים ונומינליים, המתאפיינת בעקביות פנימית ובסיפור כלכלי.

1. הסביבה העולמית

הערכותינו לגבי ההתפתחויות בסביבה העולמית מתבססות בעיקרן על התחזיות שמגבשים מוסדות בין-לאומיים ובתי השקעות זרים. בהתאם, אנו מניחים כי האינפלציה במדינות המפותחות תעמוד על 2.6% ו-2.2% בשנים 2025 ו-2026, בהתאמה (לעומת 3.2% ו-3.1% בתחזית אפריל), התוצר של מדינות אלו יצמח בשיעורים של 1.2% ו-1.3% באותן שנים (בהשוואה ל-1.0% ו-1.2% בתחזית אפריל) והריבית תעמוד על 3.3% ו-2.8% בשנים אלו (לעומת 3.3% ו-2.9% בתחזית אפריל). אשר ליבוא המדינות המפותחות, אנו מניחים כי הוא יצמח ב-1.9% בשנת 2025 וב-2.0% בשנת 2026 (לעומת גידול של 0.3% וירידה של 0.7% בתחזית אפריל). התפתחויות אלה משקפות במידה רבה את התמתנות המכסים, ביחס לרמתם הצפויה באפריל. מחירה של חבית נפט מסוג "ברנט" חזר לרמתו טרם מבצע "עם כלביא", והוא עומד כעת על כ-68$, גבוה במעט מרמתו במועד פרסום תחזית אפריל.

|  |
| --- |
| **לוח 1** | **תחזית חטיבת המחקר לשנים 2025—2026** |
| (שיעורי השינוי השנתיים באחוזים1, אלא אם צוין אחרת) |
|   | **2025** | **2026** |
|   | התחזית ל-2025 | השינוי מתחזית אפריל | התחזית ל-2026 | השינוי מתחזית אפריל |
| תוצר מקומי גולמי | **3.3** | -0.2 | **4.6** | 0.6 |
| צריכה פרטית | **3.5** | -2.5 | **7.0** | 3.5 |
| השקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים) | **9.5** | -0.5 | **13.5** | 1.5 |
| צריכה ציבורית (ללא יבוא ביטחוני) | **1.5** | 2.0 | **-1.0** | 1.5 |
| יצוא (ללא יהלומים והזנק) | **4.0** | 1.5 | **3.0** | 0.5 |
| יבוא אזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים) | **8.0** | -4.5 | **8.0** | 0.5 |
| שיעור האבטלה הרחב (גילאי 25–64)2 | **2.9** | 0.0 | **3.3** | 0.1 |
| שיעור התעסוקה המותאם (גילאי 25–64)2 | **78.6** | 0.0 | **78.7** | 0.3 |
| גירעון הממשלה (אחוזי תוצר) | **4.9** | 0.7 | **4.2** | 1.3 |
| יחס החוב לתוצר (אחוזי תוצר) | **70** | 1 | **71** | 3 |
| אינפלציה3 | **2.6** | 0.0 | **2.0** | -0.2 |
| 1 התחזית לרכיבי החשבונאות הלאומית מעוגלת לחצי נקודת אחוז והתחזית לחוב הציבורי מעוגלת לנקודת אחוז. |
| 2 ממוצע שנתי. 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. |

1. הפעילות הריאלית בישראל

**התוצר צפוי לצמוח ב-3.3% בשנת 2025** **וב-4.6% בשנת 2026** (לוח 1).תרחיש הבסיס של התחזית גובש תחת ההנחה שיוסכם בתקופה הקרובה על הפסקת אש בעזה וכי בהמשך אופק התחזית לא תהיה בעזה לחימה עצימה. התחזית גם מניחה שהפסקת האש עם איראן תישמר. להערכתנו, ההשפעה הישירה על הפעילות הכלכלית של מבצע "עם כלביא", שארך 12 ימים, מתמצה בהשפעה השלילית הישירה במהלך ימי הלחימה. עם זאת, כתלות בהתפתחויות הגיאו-פוליטיות, יתכנו השפעות ארוכות טווח על המשק - על פרמיית הסיכון וההשקעות במשק, על הביקוש ליצוא, על הצמיחה הפוטנציאלית ועוד. ייסוף השקל ועליית מדדי המניות בבורסה בתל אביב, עוד טרם נכנסה לתוקפה הפסקת האש בין ישראל לאיראן, וגם אחריה, משקפים אופטימיות של השווקים באשר להתפתחויות אלו. ואולם, בשלב זה פרמיית הסיכון במשק, כפי שהיא משתקפת ברמת ה-CDS ובמרווחי תשואות האג"ח של ממשלת ישראל, אמנם ירדה ביחס לרמתה ערב מבצע "עם כלביא", אך עודנה גבוהה מרמתה ערב מלחמת "חרבות ברזל".

התחזית כוללת הערכה מעודכנת לגבי השפעת המכסים עליהם הכריז הממשל האמריקאי. לפי ההערכה המעודכנת, במרבית המדינות לא תהיה עלייה משמעותית ברמת המכסים ביחס לרמה הנוכחית, אך אי-הוודאות סביב הנושא עודנה גבוהה וכשלעצמה משפיעה לרעה על הפעילות, ובפרט על ההשקעות בעולם ובישראל.

**הגרעון בתקציב המדינה צפוי לעמוד על 4.9% ו-4.2% תוצר בשנים 2025 ו-2026, בהתאמה. החוב הציבורי צפוי לעמוד על 70% תוצר בשנת 2025, ועל 71% בשנת 2026.** תחזית זומשקללת את ההערכות הראשוניות לעלויות המערכה מול איראן לצד עלויות נוספות שלא תוקצבו במקור בשנת 2025 עבור המשך הלחימה ברצועת עזה. היא מניחה גם שהממשלה תאמץ את התוספות לתקציב הביטחון שהומלצו על ידי ועדת נגל לבחינת תקציב הביטחון ובניין הכוח, בניכוי חלק מרכיבי ההתעצמות שרכישתם הוקדמה עבור מבצע "עם כלביא". במקביל, אנו מעריכים כי העלויות האזרחיות של המערכה יסתכמו בכ-10 מיליארדי ₪, שמרביתן ישולמו מקרן מס רכוש ועל כן אינן נרשמות בגירעון הממשלה המרכזית, אך כן מצריכות גיוס חוב למימונן. תחזית הגרעון לשנת 2025 משקפת גם את הגידול המשמעותי בהכנסות ממסים בתחילת השנה, שנבע מהקדמת רכישות וחלוקת דיבידנדים לפני העלאת שיעורי המס על רווחים לא מחולקים. גידול זה מאפשר את הגדלת הוצאות הממשלה ללא גידול משמעותי בגירעון שנקבע בתקציב 2025. התחזית לשנת 2026 מניחה גם שיתקבלו הכנסות חד-פעמיות כתוצאה מעסקת המכירה של חברת וויז (Wiz), אך האומדן הנוכחי לגבי גודלן נמוך בכחצי אחוז תוצר מהאומדנים המוקדמים באפריל. כמו כן אנו מניחים שהממשלה תאריך את ההפרשות המוגברות לקרן מס רכוש כדי להחזיר את יתרת הקרן לרמה שתוכננה ערב המבצע.

1. האינפלציה והריבית

שיעור האינפלציה המצטברת במהלך ארבעת הרבעונים הבאים, המסתיימים ברבעון השני של שנת 2026, צפוי לעמוד על 2.2% **(לוח 2).** במהלך שנת 2025 הוא צפוי להסתכם ב-2.6% וב-2026 ב-2.0% **(לוח 1). למבצע "עם כלביא" ייתכנו בטווח הקצר השפעות מנוגדות על התפתחות האינפלציה. השיבושים בהיצע הדירות והגידול בביקוש לשכירות בשל הפגיעה במבנים עלולים להיות בעלי השלכות אינפלציוניות בטווח התחזית. אולם** השפעות אלו צפויות להיות מקוזזות במידה מסויימת על ידי מגמת הייסוף של השקל. **בסיכום ההשפעות, תחזית האינפלציה של החטיבה לשנת 2025 דומה לתחזית מאפריל אך התחזית לשנה קדימה מעט נמוכה יותר.**

**אנו צופים שבהינתן ההנחה על סיום הלחימה בעזה, וצמצום היקף גיוס המילואים הנגזר מכך, תהיה הקלה במגבלות ההיצע בשוק העבודה, בשילוב עם התמתנות בביקוש לצריכה הציבורית – התפתחות שצפויה להוביל להמשך התמתנות האינפלציה. מאז פרסום תחזית אפריל התקבלו מדדי המחירים של חודשים אפריל ומאי, והשפעתם המצטברת דומה להערכותינו בתחזית אפריל.**

ריבית בנק ישראל צפויה לעמוד על 3.75% בממוצע ברבעון השני של 2026 **(לוח 2). תחזית זו מגלמת ירידה הדרגתית של הריבית מרמתה הנוכחית, בהתאם לקצב התכנסות האינפלציה למרכז היעד על פי התרחיש בבסיס התחזית.**

**מלוח 2 עולה כי תחזית החטיבה לאינפלציה במהלך ארבעת הרביעים הקרובים נמוכה במעט מממוצע תחזיות החזאים הפרטיים וגבוהה מהתחזית הנגזרת משוק ההון. תחזית החטיבה לריבית בעוד ארבעה רביעים דומה לציפיות הנגזרות משוק ההון ומממוצע תחזיות החזאים.**

|  |
| --- |
| **לוח 2 | התחזיות לגבי האינפלציה במהלך השנה הקרובה ולגבי הריבית בעוד שנה**  |
| (אחוזים) |
|   | חטיבת המחקר של בנק ישראל1 | שוק ההון2 | החזאים הפרטיים3(טווח התחזיות) |
| האינפלציה | 2.2 | 1.6 | 2.3 (1.8—2.7) |
| ריבית בנק ישראל | 3.75 | 3.7 | 3.7 (4.3—3.3) |
| 1 תחזית לאינפלציה בארבעת הרבעונים המסתיימים ברבעון השני של 2026 ולריבית הממוצעת ברבעון השני של 2026. |
| 2 נכון לנתוני ה-6/7/2025. ציפיות האינפלציה מנוכות עונתיות ומתייחסות לשנה קדימה מה-6/7/2025, והציפיות לריבית מבוססות על ממוצע ציטוטי שוק ה-SHIR ועיבודי בנק ישראל.  |
| 3 נכון לנתוני ה-6/7/2025. תחזיות החזאים מתייחסות ל-12 המדדים הבאים (יוני 2025 עד מאי 2026). |
| **המקור:** בנק ישראל. |

1. הסיכונים העיקריים לתחזית

אי-הוודאות סביב התחזית גבוהה, אך בשונה מהתחזיות הקודמות היא מכילה סיכונים לתחזית הן כלפי מעלה והן כלפי מטה. מצד אחד, תוצאות הלחימה במבצע "עם כלביא" משקפות אפשרות להפחתה בסיכונים הביטחוניים לישראל, ומסתמן גם פוטנציאל להסדר שיסיים את הלחימה בעזה ואולי גם יאפשר הסדרה רחבה יותר של היחסים באזורנו. זאת בפרט אם הפסקת האש בעזה תוליך להסכם שיסיים את הלחימה ויסיר לאורך זמן את האיום שנשקף לישראל מחמאס. התממשות הסדרה בזירות השונות צפויה להפחית את רמת הסיכון של המשק, ולהקל על מגבלות ההיצע. הסדרה כזו גם עשויה להגדיל את הביקושים וההשקעות במשק במהלך השנים הקרובות.

מנגד, אי הוודאות ביחס להשפעות ארוכות הטווח של מבצע "עם כלביא" ולמצב הביטחוני מול איראן, טומנת בחובה סיכונים שהשיפור יהיה מוגבל בזמן והשפעתו החיובית על המשק קצרה. גם בגזרת עזה, ככל שהפסקת האש לא תוביל להסדרה בת-קיימא, ושהמלחמה תתעצם או תתארך, קיים סיכון שמגבלות ההיצע יוסיפו להעיב על התאוששות הפעילות, הצמיחה תהיה מתונה יותר והגרעון בתקציב גבוה יותר.

מובן שהתפתחויות לעיל אינן מתכללות את כל התרחישים האפשריים, ושתתכנה התפתחויות נוספות שעשויות להוביל לשינויים משמעותיים של פרמיית הסיכון.

הסיכון לתחזית הגירעון והחוב נוטה להערכתנו כלפי מעלה, לנוכח חוסר הוודאות באשר לעלות התקציבית של מבצע "עם כלביא" ולנוכח הסיכון שהלחימה העצימה בעזה תתמשך ולפיכך תגדיל עוד את ההוצאות על המילואים.

גם בתחום הסחר הבינלאומי נמשכת רמת אי וודאות גבוהה, וגם בהקשר זה יתכנו התפתחויות בשני הכיוונים, הן של החרפה של המכסים וביטול השהיית המכסים ה"הדדיים", והן בכיוון של הפחתת מכסים.

1. התחזית הוצגה לוועדה המוניטרית ב-6/7/2025, לקראת החלטת הריבית שהתקבלה ב-7/7/2025. [↑](#footnote-ref-1)