|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **בנק ישראל**דוברות והסברה כלכלית | C:\Users\u34r\AppData\Local\Microsoft\Windows\INetCache\Content.Word\logo_70.png | ‏ירושלים, ז' בתשרי, תשפ"ו29 ספטמבר, 2025 |

הודעה לעיתונות:

התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, ספטמבר 2025

תמצית

מסמך זה מציג את התחזית המקרו-כלכלית שחטיבת המחקר בבנק ישראל גיבשה בספטמבר 2025 בנוגע למשתני המקרו העיקריים – התוצר, האינפלציה והריבית.[[1]](#footnote-1) על פי התחזית, בתרחיש בו הלחימה בעזה תסתיים ברבעון הראשון של 2026, התוצר צפוי לצמוח בשנת 2025 ב-2.5% וב-2026 ב-4.7%. שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הקרובים (המסתיימים ברבעון השלישי של שנת 2026) צפוי לעמוד על 2.4%. במהלך שנת 2025 הוא צפוי לעמוד על 3.0% ובמהלך שנת 2026 על 2.2%. הריבית הממוצעת ברבעון השלישי של 2026 צפויה לעמוד על 3.75%.

התחזית בתרחיש זה גובשה לאחר גיוס מילואים נרחב ותחילת מהלך קרקעי משמעותי ברצועת עזה, ותחת הנחה שהלחימה תסתיים במהלך הרבעון הראשון של שנת 2026. להתפתחות זו יש השפעה ניכרת על התחזית; היא מעצימה את המגבלות בצד ההיצע, בעיקר בשל גיוס המילואים הנרחב, ומגבירה את אי-הוודאות הכלכלית, ובכך תורמת להפחתת תחזית הצמיחה, ולהעלאת התחזית לאינפלציה ותוואי הריבית הצפוי ביחס לתחזית שפורסמה ביולי. במקביל, ההתפתחויות הובילו להעלאה של התחזיות לגרעון בתקציב המדינה, בעקבות הגידול בהוצאות הממשלה הנובע מהתארכות המלחמה. עם זאת, אי הוודאות לגבי התפתחות המצב הגאופוליטי גדולה, כפי שמפורט בסעיף הסיכונים לתחזית. התארכות הלחימה בעזה למשך זמן ממושך יותר תתבטא בצמיחה נמוכה יותר, בתוואי אינפלציה ובריבית גבוהים יותר, בהתרחבות הגירעון בתקציב המדינה והעמקה בסיכונים הכלכליים. מאידך, אם השיחות המתקיימות בימים אלו יבשילו לכדי הסכם הפסקת אש וסיום מהיר של המלחמה, הדבר יקל על מגבלות ההיצע במשק, מה שיתמוך בהרחבת הפעילות.

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 התוצר של המדינות המפותחות יצמח בשיעור של 1.4% בכל אחת מהשנים 2025 ו-2026 (בהשוואה ל-1.2% ו-1.3% בהתאמה, בתחזית יולי), האינפלציה של מדינות אלו תעמוד על 2.6% ו-2.2% באותן שנים (ללא שינוי לעומת תחזית יולי), והריבית תעמוד על 3.3% ו-2.7% בשנים אלו (לעומת 3.3% ו-2.9% בתחזית יולי). אשר ליבוא המדינות המפותחות, אנו מניחים כי הוא יצמח ב-1.8% בשנת 2025 וב-1.2% בשנת 2026 (לעומת 1.9% ו-2.0% בתחזית יולי). מחירה של חבית נפט מסוג "ברנט" עומד כעת על כ-68$, דומה לרמתו בעת עריכת תחזית יולי (68$).

|  |  |
| --- | --- |
|  | **לוח 1 | תחזית חטיבת המחקר לשנים 2025—2026 (תרחיש סיום הלחימה ברבעון הראשון של 2026)** |
|  | (שיעורי השינוי השנתיים באחוזים1, אלא אם צוין אחרת) |
|   | **2025** | **2026** |  |
|   | התחזית ל-2025 | השינוי מתחזית יולי | התחזית ל-2026 | השינוי מתחזית יולי |  |
| תוצר מקומי גולמי | **2.5** | -0.8 | **4.7** | 0.1 |  |
| צריכה פרטית | **3.0** | -0.5 | **7.0** | 0.0 |  |
| השקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים) | **7.5** | -2.0 | **14.0** | 0.5 |  |
| צריכה ציבורית (ללא יבוא ביטחוני) | **0.5-** | 2.0- | **-1.0** | 0.0 |  |
| יצוא (ללא יהלומים והזנק) | **3.5** | 0.5- | **3.5** | 0.5 |  |
| יבוא אזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים) | **8.5** | 0.5 | **8.5** | 0.5 |  |
| שיעור האבטלה הרחבה (גילאי 25–64)2 | **3.4** | 0.5 | **3.4** | 0.1 |  |
| שיעור התעסוקה המותאם (גילאי 25–64)2 | **78.4** | 0.2- | **79.0** | 0.3 |  |
| גירעון הממשלה (אחוזי תוצר) | **5.1** | 0.2 | **4.3** | 0.1 |  |
| יחס החוב לתוצר (אחוזי תוצר) | **71** | 1 | **71** | 0 |  |
| אינפלציה3 | **3.0** | 0.4 | **2.2** | 0.2 |  |
|  | 1 התחזית לרכיבי החשבונאות הלאומית מעוגלת לחצי נקודת אחוז והתחזית לחוב הציבורי מעוגלת לאחוזים שלמים. |
|  | 2 ממוצע שנתי. בהתאם להגדרה של הלמ"ס, שיעור האבטלה הרחבה 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. הגידול בתחזית לשיעור האבטלה הרחבה, בהשוואה לתחזית מיולי, משקף עלייה משמעותית וזמנית באבטלה במהלך ימי "עם כלביא" ואינו משקף שינוי משמעותי. בהתפתחות האבטלה בהמשך השנה.  |
|  | 3 הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברבעון האחרון בשנה לעומת הממוצע ברבעון האחרון בשנה הקודמת. |

1. הפעילות הריאלית בישראל

**התוצר צפוי לצמוח ב-2.5% בשנת 2025** **וב-4.7% בשנת 2026** (לוח 1). מאז פרוץ המלחמה באוקטובר 2023, רמת התוצר נמוכה ממגמת טרום הקורונה; ברבעון השני של השנה התכווצה הפעילות בשיעור שנתי של 4.0%, במידה רבה בהשפעת הפגיעה בפעילות בזמן מבצע "עם כלביא" בחודש יוני. על הפעילות ממשיכות להעיב מגבלות בצד ההיצע, בעיקר בשוק העבודה ­– עקב גיוסי מילואים ומחסור בעובדים שאינם ישראלים. אלו משתקפות, בין השאר, בשיעור אבטלה נמוך (כ‑3% בקרב גילאי 25–64)[[2]](#footnote-2), ברמה גבוהה של משרות פנויות (מעל 4%) ובהתרחבות היבוא. נציין כי עדכון תחזית הצריכה הציבורית כלפי מטה (לוח 1) משקף בעיקר התפתחות שכבר התרחשה – במחצית הראשונה של 2025 הצריכה הציבורית הריאלית הייתה נמוכה מן ההערכה הקודמת.[[3]](#footnote-3) הסביבה הכלכלית מאופיינת מזה זמן רב באי‑ודאות גבוהה הנובעת מהמלחמה. ההסלמה בתקופה האחרונה, ועימה הפגיעה בקשרי החוץ של ישראל, מחריפים את אי-הוודאות. פרמיית הסיכון של המשק, כפי שהיא משתקפת ברמת ה‑CDS ובמרווחי התשואה על אג"ח דולריות של ממשלת ישראל, אמנם ירדה בשיעור ניכר לאחר מבצע "עם כלביא", אך היא עדיין גבוהה מהרמה ששררה ערב מלחמת "חרבות ברזל".

התארכות המלחמה מעבר להערכה בבסיס תחזית יולי צפויה לעכב את דעיכת מגבלות ההיצע, להגדיל את הוצאות הממשלה ולהעמיק את הפגיעה בביקוש העולמי לייצוא הישראלי. עדכון תחזית היבוא כלפי מעלה משקף את העיכוב בהתאוששות ההיצע. במסגרת התחזית המוצגת בלוח 1 הנחנו כי מהרבעון הראשון של 2026 לא תימשך בעזה לחימה בעצימות גבוהה, גיוסי המילואים יפחתו ובהתאם יתמתנו מגבלות ההיצע. בתרחיש כזה הביקושים צפויים להיוותר יציבים, ושיעור האבטלה צפוי לעלות מעט, לרמה של 3.4%. ביחס לתחזית מיולי אנו מעריכים כעת גידול בצמיחת התוצר והשימושים ב-2026, בין היתר עקב דחיית ההתאוששות מהמחצית השנייה של 2025 לשנת 2026.

**הגרעון בתקציב המדינה צפוי לעמוד על 5.1 ו-4.3 אחוזי תוצר בשנים 2025 ו-2026, בהתאמה. החוב הציבורי צפוי לעמוד על 71 אחוזי תוצר בשנים 2025 ו-2026.** תחזית זומשקללת את הגדלת מסגרת התקציב – בעיקר עקב מבצעי "מרכבות גדעון" ו"עם כלביא" – והערכות לגבי עלות התארכות המלחמה וצרכי הביטחון המוגברים בשנים הקרובות. בנוסף, התחזית לוקחת בחשבון את הגידול שחל בהכנסות בחודשים האחרונים, וצפי להכנסות חריגות ממכירת חברת Wiz.[[4]](#footnote-4) שנת 2026 צפויה להתחיל עם תקציב המשכי, אולם אנו מניחים לצורך התחזית שהתקציב יאושר עד סוף הרבעון הראשון, וזאת ללא התאמות תקציביות משמעותיות. התחזית ממחישה שללא התאמות תקציביות (העלאת מסים או צמצום הוצאות אחרות) יחס החוב לתוצר אינו צפוי לרדת ב-2026.

1. האינפלציה והריבית

שיעור האינפלציה במהלך ארבעת הרבעונים הבאים, המסתיימים ברבעון השלישי של שנת 2026, צפוי לעמוד על 2.4% **(לוח 2).** במהלך שנת 2025 הוא צפוי להסתכם ב-3.0% וב-2026 ב-2.2% **(לוח 1).** המדדים שפורסמו מאז פרסום תחזית יולי תורמים להעלאה קלה בתוואי האינפלציה ברבעונים הקרובים. מנגד, נרשם ייסוף מתון בשקל, מחירי הנפט נותרו יציבים, ותחזית קרן המטבע לאינפלציה במדינות המפותחות לא השתנתה. הימשכות המלחמה מעכבת את דעיכת מגבלות ההיצע, ולכן מתבטאת בעדכון תחזית האינפלציה כלפי מעלה. עם הפסקת הלחימה וצמצום היקף גיוסי המילואים, הצפויים בתרחיש זה ברבעון הראשון של 2026, צפויה הקלה במגבלות ההיצע בשוק העבודה, בשילוב עם צמצום הצריכה הציבורית – התפתחויות שצפויות להביא להתמתנות האינפלציה.

ריבית בנק ישראל צפויה לעמוד על 3.75% בממוצע ברבעון השלישי 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 גבוהה מממוצע תחזיות החזאים הפרטיים ומהתחזית 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 | 2.4 | 2.1 | 2.2 (1.9—2.8) |
| ריבית בנק ישראל | 3.75 | 3.8 | 3.7 (4.0—3.25) |
| 1 תחזית לאינפלציה בארבעת הרבעונים המסתיימים ברבעון השלישי של 2026 ולריבית הממוצעת ברבעון השלישי של 2026. |
| 2 נכון לנתוני ה-28/09/2025. ציפיות האינפלציה מנוכות עונתיות ומתייחסות לשנה קדימה מה-28/09/2025 והציפיות לריבית מבוססות על ממוצע ציטוטי שוק ה-SHIR ועיבודי בנק ישראל.  |
| 3 נכון לנתוני ה-28/09/2025. תחזיות החזאים מתייחסות ל-12 המדדים הבאים (ספטמבר2025 עד אוגוסט 2026). |
| **המקור:** בנק ישראל. |

1. הסיכונים העיקריים לתחזית

אי‑הוודאות סביב התחזית גבוהה וכוללת, בין היתר, סיכונים הנובעים מהתעצמות או התארכות של הלחימה, העלולים להתממש יחד או בנפרד: מגבלות ההיצע ימשיכו להעיב על התאוששות הפעילות, הוצאות הביטחון יעלו, והביקוש לייצוא הישראלי ירד (בעקבות פגיעה בסנטימנט כלפי ישראל). כמו כן פרמיית הסיכון עלולה לעלות ולהוביל לירידה בהשקעות במשק. מנגד, ככל שהמלחמה תסתיים מוקדם יותר מהרביע הראשון של 2026, ניתן לצפות להקלה מוקדמת יותר במגבלות ההיצע, ולפיכך להתאוששות מוקדמת יותר של הפעילות; תרחיש כזה גם ימתן את הוצאות הביטחון כמובן.

רבעון בודד נוסף של התארכות המלחמה בעזה, מעבר למה שהונח במסגרת התחזית, צפוי להתבטא בהחרפת מגבלות ההצע במשק ובפגיעה של כ-0.25% בתוצר השנתי לצד המשך הפגיעה בביקוש ליצוא מישראל. זאת לצד עלייה בהוצאות הממשלה בשיעור של כ-0.15% מהתוצר וגידול מקביל בגירעון באותו רבעון. כל אלו צפויים להתבטא בעלייה באינפלציה במהלך השנה, ביותר מ-0.1 נקודות אחוז, ובהאטת קצב ההפחתה של הריבית. ההשלכות של התארכות המלחמה מעבר לרבעון אחד הן קשות לחיזוי. בפרט, קיים סיכון שלכל התארכות נוספת במלחמה תהיה השפעה נוספת חמורה יותר, הולכת וגדלה, ועם השלכות מתמשכות על פעילות המשק.

נוסף על סיכוני המלחמה קיימים כמובן סיכונים נוספים, לרבות החרפה במלחמת הסחר על השלכותיה הגלובליות והמקומיות.

1. התחזית הוצגה לוועדה המוניטרית ב-28/9/2025, לקראת החלטת הריבית שהתקבלה ב-29/9/2025. [↑](#footnote-ref-1)
2. בימי מבצע "עם כלביא" נרשמה אבטלה גבוהה במיוחד, אשר השפיעה על הממוצע השנתי (להערכתנו, ברבעון הרביעי שיעור האבטלה הרחבה בקרב גילאי 64-25 יעמוד על 3%). [↑](#footnote-ref-2)
3. הערכות אלו התבססו על הגידול של ההוצאה הביטחונית בתקציב המדינה כתוצאה מהיציאה למבצעים "מרכבות גדעון א' " ו"עם כלביא" במהלך הרבעון השני לשנת 2025. עם זאת, מחירי הצריכה הציבורית היו גבוהים מהצפוי ולכן בחלוקת ההוצאה הביטחונית בין השקעה ביטחונית, צריכה שוטפת ריאלית ומחירים, ייחסנו משקל יתר לצריכה הציבורית הריאלית שהתבררה כנמוכה יותר בדיעבד. [↑](#footnote-ref-3)
4. ככל שהכנסות אלה לא יתקבלו בשנת 2026, אנו מעריכים שהן יתקבלו בשנת 2027, ולכן השפעתן על רמת החוב הציבורי בטווח הבינוני לא תשתנה. [↑](#footnote-ref-4)