

בנק ישראל



# דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2023



**בנק ישראל**



# **דוח המדיניות המוניטרית**

**המחצית השנייה של 2023**

**60** שבט התשפ"ד - ינואר 2024

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.  
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.  
במידה שיהיו תיקונים לסקירה, הם יתפרסמו באתר של בנק ישראל [www.boi.org.il](http://www.boi.org.il)

## תוכן העניינים

6	תקציר .....
7	צעדי המדיניות.....
12	תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניתרית .....
12	1. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה.....
15	2. סביבת האינפלציה.....
19	3. שער החליפין .....
20	4. המדיניות הפיסקלית .....
21	5. היציבות הפיננסית - שוק האשראי והתפתחויות בשווקים.....
23	6. שוק הדיור .....
23	7. הכלכלה העולמית.....
25	התחזית המקרו כלכלית והערכת הועדה לגבי התוואי הצפוי .....
25	1. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר.....
26	2. התוואים הצפויים של האינפלציה והצמיחה .....

# דוח המדיניות המוניטרית

## המחצית השנייה של 2023

---

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 עוסק הדוח. 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 מציג דוח המדיניות המוניטרית הנוכחי את הסיבות לסטייה בשיעור האינפלציה מתחום היעד שאותו קבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים ברציפות – מאז פרסומו של מדד המחירים לצרכן של ינואר 2022 (שפורסם בתאריך 15 בפברואר 2022) ועד לפרסום מדד המחירים לצרכן של נובמבר 2023, באמצע דצמבר. שיעור האינפלציה בתקופה זו נמצא מעל לגבול העליון של היעד, וההסברים לכך מובאים בסעיף ב' להלן ("תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית").

דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2023 הוכן בהנחיית הוועדה המוניטרית בידי כלכלנים מחטיבת המחקר של בנק ישראל. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-1 בינואר 2024.

## תקציר

**המדיניות המוניטרית:** במהלך המחצית השנייה של 2023 הותיר בנק ישראל את הריבית ללא שינוי ברמה מרסנת של 4.75%. בתחילת שנת 2024, ב-1 בינואר, החליטה הוועדה המוניטרית להפחית את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז, ל-4.5%. עד לפרוץ המלחמה, בראשית אוקטובר, פעלה המדיניות בסביבה של מגמת פיחות בשער החליפין, על רקע גידול אי-הוודאות לגבי ההשפעות של ההצעות לשינויי החקיקה על הכלכלה, לצד אינפלציה הגבוהה מהיעד. בחלק השני של המחצית, על רקע המלחמה שהחלה ב-7 לאוקטובר, התמקדה המדיניות המוניטרית תחילה בייצוב השווקים הפיננסיים, בפרט שוק המט"ח, ובהפחתת אי-הוודאות. זאת לצד שמירה על יציבות המחירים ותמיכה בפעילות הכלכלית. בהתאם לכך הפעילה הוועדה תוכנית למכירת מט"ח, ובהחלטת הנגיד הופעלה גם תוכנית להספקת נזילות בשוקי החלף והריפוי. נוסף על כך הפעיל בנק ישראל תוכנית ממוקדת של הלוואות מוניטריות לשם הקלה בתנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו מהמלחמה. צעדים אלו התווספו למתווה הרחבי שקידם הפיקוח על הבנקים לדחיית החזרי הלוואות של הבנקים וחברות כרטיסי האשראי למשקי בית.

**הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה:** הרבעון השלישי של 2023 התאפיין בהאטה מסוימת של הפעילות, כששוק העבודה נותר הדוק. בתחילת הרבעון הרביעי של 2023 פרצה מלחמת "חרבות ברזל", והשפעותיה ניכרו הן בצד ההיצע והן בצד הביקוש: ירידה בצריכה השוטפת; היעדרות עובדים ממקומות העבודה בשל גיוס למילואים וסגירת מוסדות חינוך; פגיעה משמעותית בענפי הבנייה והחקלאות, וכן בענפי התיירות, הבידור והפנאי. מגבלות ההיצע לצד הירידה המשמעותית של הביקוש בתחילת המלחמה באו לידי ביטוי בירידה של הצריכה הפרטית ובירידה משמעותית של היקף הפדיון במגזר העסקי. הפגיעה הגדולה ביותר הייתה בענפי שירותי המזון והבינוי. בהמשך הרביע ניכרה התאוששות בפעילות: ההוצאה בכרטיסי אשראי שבה לרמתה בשגרה, ורמת הניידות במשק השתפרה מאוד. סקרי הבזק של הלמ"ס הצביעו גם הם על שיפור לא מבוטל בתעסוקה בכל הענפים שנבחנו, במיוחד על רקע פתיחה מחודשת של מערכת החינוך; בסיום המחצית הייתה התאוששות בשיעור המשרות הפנויות בחלק מענפי המשק, שירד משמעותית עם פרוץ המלחמה.

**סביבת האינפלציה:** במהלך המחצית הנסקרת התמתנה האינפלציה השנתית בהדרגה, הן ברכיב הסחיר והן ברכיב הבלתי סחיר. בעת ההחלטה בראשית ינואר ירד קצב האינפלציה השנתי ל-3.3% (עפ"י מדד חודש נובמבר שהיה ידוע באותה העת) לאחר שעמד על 5.4% בינואר 2023. קצב העלייה השנתי של מדד הליבה (ללא פו"י ואנרגיה) ירד ל-2.9%. נראה כי המלחמה לא הובילה לעליית האינפלציה בטווח המיידי. בניגוד לאירועים ביטחוניים קודמים ירדו הציפיות לאינפלציה לשנה בתחילת המלחמה, אך בהמשך שבו לרמתן ערב המלחמה. תוואי הריבית הצפוי על פי עקום התלבור ירד במהלך המחצית הנסקרת, ובסופה הצביע על ריבית של 3.4% בעוד שנה; זאת לעומת רמה של 4.6% ערב המלחמה. לאחר ההחלטה שהתקבלה בראשית ינואר, ההחלטה האחרונה שנסקרת בדוח, התפרסם מדד דצמבר 2023 וממנו עלה כי קצב האינפלציה עמד על 3% בשנת 2023. משמעות הדבר הינה כי קצב האינפלציה נכנס לתחום יעד יציבות המחירים הקבוע בחוק בנק ישראל, וזאת על רקע המדיניות המוניטרית המרסנת כפי שהיא מתוארת בדוח.

**שער החליפין:** עם פרוץ המלחמה עלתה פרמיית הסיכון של ישראל עלייה חדה, והשקל פוחת משמעותית מול הדולר והאירו. כדי למתן את התנודות בשער השקל ולספק את הנזילות הנדרשת להמשך הפעילות הסדירה של השווקים הכריז בנק ישראל לפני יום המסחר הראשון שאחרי פרוץ המלחמה על תוכנית מכירת מט"ח בהיקף של עד 30 מיליארד דולרים. במסגרת תוכנית זו מכר בנק ישראל 8.2 מיליארד דולרים בחודש אוקטובר וכ-338 מיליוני דולרים בחודש נובמבר. בתחילת חודש נובמבר התהפכה המגמה, והחלה מגמת ייסוף משמעותית של השקל. מגמה זו נמשכה עד לסיומה של המחצית הנסקרת, כך שבסיומה השקל היה מיוסף לעומת רמתו בתחילתה.

**המדיניות הפיסקלית:** על רקע המלחמה עלה הגירעון בתקציב הממשלה בשנת 2023 והסתכם ב-4.2 אחוזי תוצר, לעומת עודף של 0.6 אחוז תוצר ב-2022. הגירעון בתקציב המעודכן לשנת 2024 צפוי לעמוד על 6.6 אחוזי תוצר ויחס החוב לתוצר צפוי לעלות ל-66% בסוף 2024, משיעור של כ-60% ערב המלחמה. עלויות המלחמה בצד ההוצאות הביטחוניות והאזרחיות ואובדן ההכנסות מוערכות על ידי החטיבה ביותר מ-200 מיליארדי שקלים. ב-15 בינואר, אישרה הממשלה את תקציב המדינה המעודכן לשנת 2024 הכולל התאמות תקציביות בהיקף של 17 מיליארדי ש"ח לשנת 2024 ולשנת 2025. עם זאת, הגידול הניכר הצפוי בהוצאות, גם לאחר ההתאמות, עלול ליצור לחצים אינפלציוניים בטווח הקצר-בינוני.

**היציבות הפיננסית:** מדדי המניות בישראל רשמו ברבעון השלישי של 2023 עליות שערים, ובכך בלטו ביחס למגמה העולמית. עם זאת, מדדי המניות בישראל מתחילת שנת 2023 התאפיינו בביצועי חסר משמעותיים בהשוואה למדדים בעולם. אי-הוודאות הגדולה בימים הראשונים של המלחמה באה לידי ביטוי בירידות חדות של מחירי הנכסים הפיננסיים – מניות, אג"ח תאגידיות ואג"ח ממשלתיות – בהתגברות התנודתיות של המחירים ובריידה של רמת הנזילות. מרבית ההשפעות התפוגגו לאחר זמן קצר, אך התנודתיות בשווקים נותרה גבוהה, וכמוה גם פרמיית הסיכון של המדינה. לנוכח המלחמה בישראל הודיעו שתיים מחברות הדירוג המובילות כי הן מכניסות את דירוג האשראי של ישראל ל"מעקב שלילי", וחברת הדירוג S&P החליטה להוריד את תחזית הדירוג. במהלך המחצית הנסקרת עלתה מעט יתרת האשראי רק עבור העסקים הגדולים והבינוניים – בהמשך למגמה שהחלה לפני פרוץ המלחמה. לאחר פרוץ המלחמה הודיעה הוועדה המוניטרית על תוכנית מוניטרית ממוקדת לשם הקלת תנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו כתוצאה מהמלחמה. בהקשר של הסיכונים הפיננסיים ראוי להדגיש במיוחד את ענף הבינוי והנדל"ן, שעוד ערב המלחמה התמודד עם הוצאות מימון גדולות ועם ירידה משמעותית בביקוש, לצד מגמה מתונה של ירידת מחירים. עם פרוץ המלחמה נסגרו מרבית אתרי הבינוי בשל היעדרות של עובדים פלסטינים. האשראי לענף הבינוי והנדל"ן מהווה כ-38% מסך האשראי הבנקאי וכ-44% מיתרת האג"ח התאגידיות הסחירות, ועל כן ליכולת ההתמודדות של חברות הבינוי עם הוצאות המימון הגבוהות לצד הירידה בהכנסותיהן יש השפעה חשובה על ביצועיה של המערכת הפיננסית.

**שוק הדיור:** במהלך המחצית נבלמה עליית מחירי הדירות, ואף ניכר בהם ירידה. לראשונה מאז שנת 2018 קצב העלייה השנתי של מחירי דירות הפך לשלילי ועמד על -1.3%. זאת לעומת הנתון המקביל, 9.8%, בסיום המחצית הקודמת, וקצב עלייה שהגיע לשיא של 20% בחודש ספטמבר 2022. הבלימה של עליית המחירים לוותה בירידה חדה של ביצועי המשכנתאות ושל מספר העסקאות. מגמה דומה ניתן לראות בהתפתחות דמי השכירות – בחודשים אוקטובר ונובמבר ניכרו ירידות של 0.3% ו-0.8% בהתאמה, לראשונה מזה שנתיים וחצי. עם זאת בשונה ממחירי הדירות, קצב העלייה השנתי בסיום המחצית עודנו חיובי, אך הוא התמתן ועומד על 3.9%.

**הכלכלה העולמית:** במחצית השנייה של שנת 2023 האטו הבנקים המרכזיים את קצב העלאות הריבית, וכעת נראה כי מחזור העלאות הריבית הגיע לסיומו – בין היתר על רקע ההתמתנות הנמשכת באינפלציה: תוואי הריבית הצפוי על פי השווקים ירד במידה משמעותית, ועל פיו צפויות מספר הורדות ריבית במהלך שנת 2024. עם זאת, גם בסיום המחצית הנסקרת רמות האינפלציה בגושים העיקריים נותרו גבוהות מיעדי הבנקים המרכזיים העיקריים, וזאת בעיקר בגלל המשכם של לחצי ביקוש בענפי השירותים. הפעילות הכלכלית במדינות המובילות התמתנה, וברקע נמשכה החולשה בסקטור התעשייה הגלובלי ובסחר העולמי. בשווקים רשמו מדדי המניות המובילים בעולם עליות חדות, בהובלת מניות הטכנולוגיה הגדולות. עם זאת המסחר אופיין בתנודתיות על רקע חוסר הוודאות הגבוה, שנבע, בין היתר, מהמשכה של מדיניות מוניטרית מהדקת וחשש מהשלכותיה על הפעילות הריאלית והפיננסית.

**תחזית חטיבת המחקר:** חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות מן המניין בצמידות להודעות הריבית בחודשים יולי 2023, אוקטובר 2023 וינואר 2024. נוסף עליהן פורסמה תחזית נוספת שלא מן המניין בנובמבר 2023, עם התבהרות מסוימת של אי-הוודאות ששררה בעת העריכה של תחזית אוקטובר, אשר פורסמה רק כשבועיים לאחר פרוץ המלחמה. על פי התחזית שפורסמה בראשית ינואר התוצר צפוי לצמוח בשיעור של 2% בכל אחת מהשנים 2023 ו-2024, כמו בתחזית נובמבר, וב-5% בשנת 2025 – כך שפער התוצר צפוי להיסגר בשנה זו. בשנים 2024 ו-2025 שיעור האבטלה הרחבה בגילי העבודה העיקריים (25–64) צפוי לעמוד בממוצע על 5.3% ו-3.2%, בהתאמה. האינפלציה השנתית במהלך ארבעת הרבעונים של שנת 2024 צפויה לעמוד על 2.4%, ובמהלך 2025 – על 2%.

## א. צעדי המדיניות

בהחלטת הריבית של 1 בינואר 2024 החליטה הוועדה המוניטרית, פה אחד, להוריד את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז, ל-4.5%. זאת לאחר שבמהלך המחצית השנייה של 2023 הותיר בנק ישראל את הריבית ללא שינוי ברמה מרסנת של 4.75%, במטרה להחזיר את האינפלציה לסביבה של יציבות מחירים – בהתאם ליעד ובשקלול מכלול יעדי המדיניות. צעד זה בא לאחר מגמה הפוכה במחצית הראשונה של 2023, שבה שיעור הריבית עלה ב-1.5 נקודות אחוז, כך שנרשמה העלאה מצטברת של 4.65 נקודות אחוז מאז אפריל 2022. במבט קדימה – הוועדה הצהירה כי תוואי הריבית ייקבע בהתאם להמשך התכנסות האינפלציה ליעדה, המשך היציבות בשווקים הפיננסיים, הפעילות הכלכלית והמדיניות

**הפיסקלית. תואי ירידת הריבית שהעריכה חטיבת המחקר מתון יותר מזה שהעריך השוק, וזאת על רקע ההרחבה הפיסקלית הצפויה (איור 1).**

**בחלק הראשון של המחצית פעלה הוועדה בסביבה של מגמת פיחות בשער החליפין – על רקע ההשפעות של שינויי החקיקה על הכלכלה, לצד אינפלציה גבוהה מהיעד. אי-הוודאות שיצרו ההצעות לשינויי החקיקה השתקפו, בין היתר, בפיחות עודף של השקל ובביצועי חסר של שוק המניות הישראלי (איור 9). תחזית חטיבת המחקר באותה תקופה ביטאה את המחירים הכלכליים הפוטנציאליים של השינויים, והדוח של קרן המטבע הבין-לאומית הצביע אף הוא על הנזק מהמשך אי-הוודאות לאורך זמן.**

**בחלק השני של המחצית, על רקע המלחמה שפרצה ב-7 לאוקטובר, פעלה הוועדה המוניטרית קודם כול כדי למנוע פגיעה ביציבות הפיננסית, ובחרה בהפעלת שילוב של כלים מוניטריים כדי להתמודד עם האתגרים השונים. כבר ביום המסחר הראשון שאחרי פרוץ המלחמה הפעילה הוועדה תוכנית למכירת מט"ח, ובהחלטת הנגיד הופעלה גם תוכנית להספקת נזילות בשוקי ההחלף והריפוי. נוסף על אלה הפעיל בנק ישראל תוכנית ממוקדת של הלוואות מוניטריות לשם הקלה בתנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו כתוצאה מהמלחמה. צעדים אלו התווספו על מתווה רוחבי שקידם הפיקוח על הבנקים לדחיית החזרי הלוואות של הבנקים וחברות כרטיסי האשראי למשקי בית. בהחלטת נובמבר הצהירה הוועדה כי ככל שהיציבות בשווקים הפיננסיים תתבסס וסביבת האינפלציה תוסיף להתמתן אל עבר טווח היעד, המדיניות המוניטרית תוכל להתמקד יותר בתמיכה בפעילות הכלכלית (איור 1).**

**בהחלטת ינואר 2024 סברה הוועדה כי הבשילו התנאים להורדת הריבית בהתאם להצהרתה בהחלטת נובמבר: היציבות בשווקים הפיננסיים התבססה, וסביבת האינפלציה הוסיפה להתמתן אל עבר טווח היעד. בניתוח דינמיקת האינפלציה במדידה רבעונית וחצי-שנתית ניכר כי קצב האינפלציה התמתן. כמו כן הציפיות מהמקורות השונים היו לכניסה אל היעד ברבעון הראשון של השנה. גם בשווקים הפיננסיים ניכרה התאוששות לאחר הירידות בתחילת המלחמה.**

**המדיניות המוניטרית במהלך המחצית הנסקרת, ובפרט מאז פרוץ המלחמה בראשית אוקטובר, התמקדה בשמירה על יציבות השווקים, תוך דאגה ליציבות המחירים ותמיכה בפעילות. החשש המרכזי במהלך המחצית היה חוסר היציבות בשווקים הפיננסיים, ובפרט התנודתיות הרבה בשוק המט"ח – פיחות של השקל על רקע שינויי החקיקה, שהתעצם בפרוץ המלחמה. מעבר לכך, השפעות המלחמה על הפעילות, ובפרט על ההיצע והביקוש, ולכן על האינפלציה, היו שיקול חשוב בקביעת המדיניות. על כן סקרה הוועדה את ערוצי ההשפעה של המלחמה ואת מידת הפגיעה בהיצע לצד הירידה בביקושים. בפרט נבחנו: היעדרות של עובדים בשל גיוס מילואים נרחב ובשל ההשבתה של מערכת החינוך; פגיעה בהון פיזי וביכולת לעבוד באזורים מאוימים; פגיעה בענפים שונים, כגון הבנייה, החקלאות, המסחר ושירותי התיירות והפנאי; פגיעה בפריון העבודה, והשפעה של אי-הוודאות המשמעותית ושל עלייה בפרמיית הסיכון על ההשקעות במשק. נוסף על הפיחות, מגבלות בצד ההיצע בעטייה של המלחמה עשויות לגרום גם הן לעליית מחירים. כנגד זאת עשויה ירידת הביקושים למתן את האינפלציה בענפים שונים. חברי הוועדה העריכו שכלי המדיניות אשר הפעילו במהלך המחצית הנסקרת עולים בקנה אחד גם עם המחויבות להחזיר את האינפלציה ליעד, וזאת בשקלול מכלול הגורמים.**

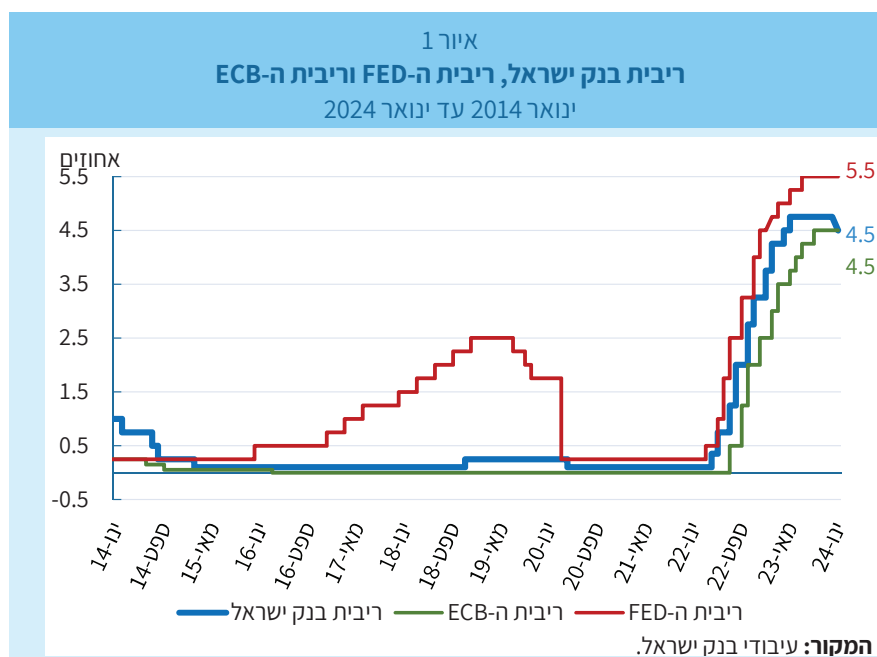
**החלטות הוועדה המוניטרית על מדיניותה לאחר פרוץ המלחמה הביאו בחשבון שיקולים שונים: בהורדת הריבית תמכו פגיעת המלחמה בתוצר, החשש מקריסת עסקים והצורך באספקת אשראי זמין בריבית נמוכה כדי לשקם חלקים בכלכלה שנפגעו ולסייע לעסקים ולמשקי הבית. כנגד אלה תמכו בהשאת הריבית בעינה: השיקול המרכזי, שהוא החזרת היציבות לשווקים, ובפרט לשוק המט"ח, ושיעור האינפלציה הגבוה מהיעד זה זמן ממושך, בשילוב עם הפיחות המשמעותי, שהתעצם בתחילת המלחמה, ותרם גם הוא לעלייה נוספת של האינפלציה. בשקלול השיקולים החליטה הוועדה המוניטרית על מספר צעדים: בהחלטות יולי, ספטמבר, אוקטובר ונובמבר 2023 הוחלט פה אחד שלא לשנות את הריבית המוניטרית לטובת שמירת היציבות והוודאות בשווקים, ואילו בינואר 2024 הוחלט על הורדה כאמור (איור 1). כן הוחלט לאחר פרוץ המלחמה על הפעלת כלים מוניטריים ממוקדים כדי להקל על קשיי הנזילות של משקי הבית והעסקים על ידי תמיכה באספקת אשראי זול לעסקים קטנים ודחיית תשלומי הלוואות למשקי הבית שנפגעו מהמלחמה.**

**כצעד מרכזי לשמירה על היציבות בשווקים הכריז בנק ישראל ב-9 באוקטובר, לפני יום המסחר הראשון שאחרי פרוץ**

**המלחמה, על תוכנית למכירה של מט"ח בהיקף של עד 30 מיליארדי דולרים**, מתוך יתרות המט"ח שעמדו על כ-200 מיליארדי דולרים (כ-40 אחוזי תוצר). זאת כדי למתן את התנודות בשער השקל ולספק את הנזילות הנדרשת להמשך הפעילות הסדירה של השווקים הפיננסיים. נוסף על כך הודיע הבנק על הפעלת מנגנוני עסקות החלף בשוק המט"ח בסכום של עד 15 מיליארדי דולרים בהתאם לצורך, וכן על תוכנית של עסקות ריפו כנגד אג"ח ממשלתיות וקונצרניות, שמטרתה לספק נזילות שקלית לגופים המוסדיים ולקרנות הנאמנות. זאת על רקע ירידות חדות של מדדי המניות ועלייה של תשואות האג"ח הממשלתיות הארוכות ומרווחי האג"ח הקונצרניות. כבר בסוף חודש אוקטובר, על רקע פעילות בנק ישראל בשוק המט"ח והערכות שהמלחמה לא תפתח לחזיתות נוספות, התייצב השקל, ואף המשיך להתחזק משמעותית עד סיום המחצית.

**ב-15 באוקטובר פרסם הפיקוח על הבנקים מתווה רוחבי לדחיית הלוואות למשקי בית.**<sup>1</sup> הבנקים המסחריים אימצו את המתווה, ורובם הגדול אף הרחיבו אותו. המתווה הרחיב נועד להקל על נטל האשראי והעמלות למשקי הבית ולעסקים השוכנים ופועלים בטווח של 30 ק"מ מרצועת עזה, אזרחים שפוננו מביתם, שגויסו למילואים בצו 8, או שהם בעלי קרבה ראשונה להרוגי המלחמה או לחטופים או לנעדרים. הוא מתייחס לדחיית תשלומי הלוואות בשלושה מגזרי פעילות (משכנתאות, אשראי צרכני ואשראי עסקי), ליתרת חובה בחשבון עו"ש ולעמלות. על פי המתווה יידחו ההלוואות לקבוצות אלו ללא חיוב בריבית וללא חיוב בעמלות. ליתר לקוחות הבנקים תינתן האפשרות לדחות את ההלוואות למשך 3 חודשים, התשלומים הנדחים יישאו ריבית שלא תעלה על שיעור הריבית בחוזה ההלוואה, הם יתווספו בסוף תקופת ההלוואה, והדחייה תבוצע ללא חיוב בעמלות. הוועדה ציינה כי המתווה יקל על משקי הבית ויפחית את חוסר הוודאות הפיננסית שלהם. ב-6 לנובמבר הורחב המתווה זה גם לתושבי הצפון. לקראת סיום שלושת חודשי המתווה ב-17 לדצמבר הוא הוארך ל-3 חודשים נוספים, והוכנסו אליו אוכלוסיות נוספות שיהיו זכאיות להטבות.

**ב-6 בנובמבר הודיע בנק ישראל על תוכנית מוניטרית ממוקדת להקלת תנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו כתוצאה מהמלחמה.** הוועדה המוניטרית החליטה להפעיל תוכנית לתמיכה בהיצע האשראי לעסקים קטנים וזעירים בהיקף של עד 10 מיליארד ש"ח, אשר תופעל בגין אשראי שיינתן עד סוף חודש ינואר 2024. במסגרת התוכנית יספק בנק ישראל למערכת הבנקאית הלוואות מוניטריות לתקופה של שנתיים או שלוש בריבית משתנה – ריבית בנק ישראל פחות 1.5 נקודות אחוז; זאת כנגד הלוואות שהבנקים יעניקו לעסקים קטנים וזעירים שפדיונם נפגע בשיעור של לפחות 25% כתוצאה מהמלחמה, ובתנאי שממוצע הריבית על ההלוואות לאותם עסקים קטנים וזעירים לא יעלה על ריבית הפריים. ב-21 בנובמבר הורחב הצעד ואיפשר גם לנותני אשראי חוץ-בנקאיים מפקחים להקל בתנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים. ב-19 בנובמבר פורסמו צעדים לקידום שוק התשלומים – העלאת התקרה להפקדת צ'קים ועוד.



<sup>1</sup> זה אינו צעד שעליו החליטה הוועדה המוניטרית, אולם הפיקוח על הבנקים הוא באחריות הנגיד, יו"ר הוועדה המוניטרית. הוועדה המוניטרית הביאה צעד זה בחשבון בקביעת מדיניותה במהלך המחצית, והוא נמנה עם הצעדים המשלימים שנקט בנק ישראל. צעדים אלה, בין היתר, איפשרו לוועדה המוניטרית לא להפחית את הריבית בהחלטות אוקטובר ונובמבר 2023, בטפלים נקודתית באוכלוסיות שנפגעו מהמלחמה.

## מכלול הצעדים נועד לסייע לעסקים קטנים וזעירים, וכן למשקי בית, לצלוח תקופה מאתגרת זו עד לשובם לפעילות שגרתית.

**בעת החלטת הריבית של חודש יולי 2023** ירדה האינפלציה השנתית משיעור של 5% לשיעור של 4.6%, ומדד חודש מאי היה נמוך מהתחזיות.<sup>2</sup> כמו כן התגברו הסימנים למגמת התמתנות של האינפלציה. הפעילות נמשכה ברמה גבוהה, ונתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון עודכנו כלפי מעלה והצביעו על צמיחה בקצב גבוה יחסית. שוק העבודה נותר הדוק, ושיעורי התעסוקה וההשתתפות בשוק העבודה נמצאו ברמות שיא. עם זאת המשיכו נתוני הקצה של האינדיקטורים השוטפים להצביע על התמתנות. סימנים להתמתנות נצפו גם בשוק העבודה, ובהם מגמת ירידה של שיעור המשרות הפנויות, בפרט במגזר ההייטק. הוועדה דנה בהתפתחויות בשוק הדיור, ובפרט בהתמתנות של היקף העסקאות ושל ביצועי המשכנתאות. קצב עליית מחירי הדירות בשנים עשר החודשים האחרונים המשיך לרדת, ומתחילת השנה נותרו המחירים ללא שינוי. כנגד זאת סעיף שירותי הדיור בבעלות במדד המחירים לצרכן המשיך לעלות. הוועדה דנה גם בתחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, וציינה כי הסיכון המרכזי לתחזית הוא התממשות של תרחיש שבו שינויים חוקיים ומוסדיים ילוו בעליית פרמיית הסיכון של המדינה.

בתום הדיון סברו ארבעה מחברי הוועדה שיש להותיר את הריבית בעינה ברמה של 4.75%, ואילו חבר אחד סבר שיש להעלות את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 5%. חברי הוועדה הדגישו כי קיימת היתכנות לא מבוטלת להמשך העלאה של הריבית בהחלטותיה הבאות, ככל שסביבת האינפלציה לא תמשיך להתמתן בהתאם למצופה.

**בעת החלטת הריבית של חודש ספטמבר 2023** המשיך שיעור האינפלציה השנתי להתמתן, וירד ל-3.3% במדד יולי, הנתון האחרון דאז. הוועדה ציינה כי הירידה החדה בשיעור השנתי של האינפלציה משקפת גם השפעת קצה של מדד יולי, וכי ניתן להעריך שלאחר פרסום המדד הבא שיעור האינפלציה בחודשים הקרובים צפוי להיות גבוה יותר. הוועדה העריכה כי תהליכי ההידוק המוניטרי והתמתנות הביקושים בישראל ובעולם פועלים למיתון האינפלציה, ואכן הציפיות והתחזיות לאינפלציה לשנה ואילך נמצאו בתוך תחום היעד. הפיחות בשקל המשיך להוות גורם משמעותי המעכב את התכנסות האינפלציה בחזרה ליעד. סביבת האינפלציה העולמית התמתנה בחלק ניכר מהמדינות, אך עדיין שהתה מעל ליעדי הבנקים המרכזיים. עם זאת מדדי הליבה נותרו ברובם "דביקים". חברי הוועדה דנו בנתוני הפעילות במשק ובשוק העבודה: ברבעון השני של 2023 צמח המשק בקצב שנתי של 3%, רמת תוצר הייתה גבוהה מקו המגמה ששרר טרם משבר הקורונה, שוק העבודה היה בתעסוקה מלאה, והשכר הריאלי עלה. ואולם גם בעת החלטה זו ניכרו סימנים להתמתנות בשוק העבודה, ובהם מגמת ירידה של שיעור המשרות הפנויות, בעיקר במגזר ההייטק. הוועדה דנה בהתפתחויות בשוק הדיור, ובפרט בהמשך של הירידה במחירי הדיור ושל התמתנות בהיקף העסקאות וביצועי המשכנתאות.

בתום הדיון סברו כל חברי הוועדה שיש להותיר את הריבית בעינה ברמה של 4.75%. הוועדה סברה שהפעילות הכלכלית במשק הישראלי מצויה ברמה גבוהה ומלווה בשוק עבודה הדוק, למרות התמתנות מסוימת במספר אינדיקטורים. האינפלציה הייתה עדיין רוחבית ברמה גבוהה, ועם זאת הסתמנה בה בחודשים האחרונים מגמת האטה. לכן החליטה הוועדה להותיר את הריבית בעינה, אך ראתה היתכנות לא מבוטלת להמשך העלאה של הריבית בהחלטותיה הבאות.

**בעת החלטת הריבית של חודש אוקטובר 2023**, שהתקבלה כשבועיים לאחר פרוץ מלחמת "חרבות ברזל", הסכימו חברי הוועדה שלנוכח המלחמה המדיניות בשלב זה צריכה להתמקד בייצוב השווקים הפיננסיים ובהפחתה של אי-הוודאות. הוועדה דנה במצב הכלכלי של המשק ערב הכניסה למלחמה. המשק הישראלי התאפיין ביחס חוב-תוצר נמוך, יתרות מט"ח גבוהות ועודף בחשבון השוטף. הפעילות הכלכלית הייתה ברמה גבוהה, למרות התמתנות בקצב הצמיחה, ושוק העבודה היה הדוק ובסביבת תעסוקה מלאה, עם שיעור אבטלה נמוך מאוד. חברי הוועדה ציינו שתנאי פתיחה אלה משפרים את יכולתו של המשק להתמודד עם השלכות המלחמה.

הוועדה דנה בהשפעות על השווקים הפיננסיים, ובפרט על שוק המט"ח, וזאת לנוכח הפיחות החד עם פרוץ הלחימה. כדי לייצב את השווקים הכריז בנק ישראל, כאמור, ב-9 באוקטובר על תוכנית למכירה של מט"ח והפעלת מנגנוני עסקות החלף בשוק המט"ח, וכן על תוכנית של עסקות ריפו כנגד אג"ח ממשלתיות וקונצרניות.

נידונו גם ההשפעות הצפויות של המלחמה על הפעילות במשק, הן על ההיצע והן על הביקושים. ערוצי ההשפעה כוללים, כאמור,

<sup>2</sup> ההחלטה התקבלה ב-10 ביולי. נתון האינפלציה השנתית שהיה זמין באתה עת היה לחודש מאי.

היעדרות של עובדים, פגיעה בהון פיזי וביכולת לעבוד באזורים מאוימים, פגיעה בענפים שונים (גם בשל האפקט המנטלי), והשפעה של אי-הוודאות המשמעותית ושל עלייה בפרמיית הסיכון על ההשקעות במשק. הוועדה ציינה כי עוצמת ההשפעה של המלחמה תגדל ככל שחלק גדול יותר של המשק יושפע למשך זמן ארוך יותר, וכי אי-הוודאות לגבי המשך המלחמה והשפעותיה גבוהה מאוד.

הוועדה דנה גם בסביבת האינפלציה ובהשפעות של המלחמה עליה. שיעור האינפלציה השנתי בספטמבר עמד על 3.8%, גבוה מהיעד. נוסף על כך דנה הוועדה בהתפתחויות בשוק הדיור לפני המלחמה ובהשלכות של המלחמה על ענף הבנייה. צוין שהפעילות בענף הבנייה נפגעה בעקבות המלחמה בשל מחסור בעובדים וסגירה של אתרי בנייה על ידי רשויות מקומיות. בתום הדיון סברו כל חברי הוועדה שיש להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.75%.

**בעת החלטת הריבית של חודש נובמבר 2023**, כשמונה שבועות לאחר פרוץ מלחמת "חברות ברזל", העריכה הוועדה שלמלחמה השלכות כלכליות משמעותיות, הן על הפעילות הריאלית והן על השווקים הפיננסיים. האינדיקטורים לפעילות הכלכלית הצביעו תחילה על התכווצות בפעילות העסקית של המשק, אך לאחר מכן ניכרה התאוששות הדרגתית.

הוועדה ציינה כי שוררת אי-ודאות רבה לגבי עומק הלחימה ומשך הלחימה, וכי זו משליכה גם על מידת הפגיעה בפעילות. הוועדה דנה בכך שהתנודתיות בשווקים אמנם התמתנה, והשווקים הפיננסיים מתפקדים כיאות, אך פרמיית הסיכון של המשק נותרה גבוהה. הנתונים לגבי שוק העבודה העידו על ירידה משמעותית של תשומת העבודה במשק בחודש אוקטובר. לפי סקר הבזק של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, שנערך בשל המלחמה, היעדרות עובדים הייתה באוקטובר המגבלה העיקרית לפעילות המגזר העסקי, אך הדיווחים לנובמבר כבר הצביעו על הקלה במגבלה זו. הפגיעה המשמעותית על פי סקרי הבזק היא בענפי שירותי המזון והבינוי. חברי הוועדה דנו גם בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, וכן בתנודתיות המשמעותית בשוק המט"ח: לאחר פחות חודש בשבועות הראשונים של המלחמה נרשם ייסוף משמעותי, ושער השקל חצה כלפי מטה את רמתו ערב המלחמה. בתום הדיון סברו כל חברי הוועדה שיש להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.75%, וציינו שככל שהיציבות בשווקים הפיננסיים תתבסס וסביבת האינפלציה תוסיף להתמתן אל עבר טווח היעד, המדיניות המוניטרית תוכל להתמקד יותר בתמיכה בפעילות הכלכלית.

**בעת החלטת הריבית של חודש ינואר 2024** החליטה הוועדה המוניטרית להוריד את הריבית ב-0.25%, לרמה של 4.5%. הוועדה ציינה שלמלחמה ישנן השלכות כלכליות משמעותיות על הפעילות הריאלית. אי-הוודאות לגבי היקף והמשך הצפויים של הלחימה גדולה מאוד, וזו משליכה גם על מידת הפגיעה בפעילות. בהחלטת ינואר 2024 סברה הוועדה כי הבשילו התנאים להורדת הריבית בהתאם להצהרת הוועדה בהחלטת נובמבר: היציבות בשווקים הפיננסיים התבססה, וסביבת האינפלציה הוסיפה להתמתן אל עבר טווח היעד. קצב האינפלציה הוסיף לרדת, וזאת גם בניתוח דינמיקת האינפלציה, במדידה רבעונית וחצי-שנתית. הציפיות מהמקורות השונים היו לכניסה אל היעד ברבעון הראשון של השנה. בשווקים הפיננסיים ניכרה התאוששות לאחר הירידות בתחילת המלחמה.

האינדיקטורים לפעילות הכלכלית ומצב התעסוקה הצביעו על התאוששות הדרגתית לאחר הירידה החדה עם פרוץ המלחמה, אך תוך שונות רבה בין ענפי המשק. צוין כי בשנים עשר החודשים האחרונים ירד מדד מחירי הדירות ב-1.3%. היקף הפעילות בשוק הדיור מוסיף להתמתן, וישנם קשיי פעילות בענף לנוכח המלחמה. בשוק האשראי נמשכה מגמת ההאטה באשראי הבנקאי לעסקים ולמשקי הבית, במקביל להאטה הכללית של הפעילות במשק. בעולם – הפעילות הכלכלית והאינפלציה במדינות המובילות מתמתנות, וברקע הסחר העולמי ממשיך להצביע על חולשה וההערכות הן כי יחל תהליך הרחבה מוניטרית בבנקים המרכזיים במהלך 2024.

הוועדה הצהירה שעל רקע המלחמה מדיניות הוועדה המוניטרית מתמקדת בייצוב השווקים והפחתת אי-הוודאות, לצד יציבות מחירים ותמיכה בפעילות הכלכלית. כאשר תואי הריבית ייקבע בהתאם להמשך התכנסות האינפלציה ליעדה, המשך היציבות בשווקים הפיננסיים, הפעילות הכלכלית והמדיניות הפיסקלית.

## ב. תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית

תחילת המחצית הנסקרת התאפיינה באי יציבות פוליטית ניכרת – מחאות נרחבות על רקע השינויים החקיקתיים שקידמה הממשלה. חלקה השני של המחצית הושפע באופן משמעותי מפרוץ מלחמת "חרבות ברזל", אשר החלה ב-7.10.23. במתקפת פתע על אזרחים וחיילים בעוטף עזה, שהביאה למספר גדול מאוד של הרוגים, חטופים ופצועים ולנזק רב לרכוש. בעקבות אירועים ביטחוניים בגבול הצפון גבר החשש להתלקחות הגזרה. לגזרות הצפונית והדרומית גויסו אנשי מילואים רבים מאוד, ותושבי קווי העימות הדרומי והצפוני פונו מיישוביהם.

**מלחמת "חרבות ברזל" נמשכה בעצימות גבוהה עד סיום המחצית הנסקרת.** רצועת עזה הייתה זירת הלחימה העיקרית, אך במקביל נמשכת לחימה בעצימות נמוכה בגבול הצפוני לצד הסלמה בפעילות החות'ים בתימן נגד חופש השיט בים האדום. יישובי העוטף והיישובים הסמוכים לגבול הצפוני נותרו ריקים לאורך כל הרבעון הרביעי של 2023, לאחר שפונו מהם כ-126,000 תושבים. צה"ל המשיך להחזיק כוחות מילואים משמעותיים. המלחמה גבתה (עד סיום המחצית) את חייהם של כ-1,300 ישראלים, כ-460 מהם חללי צה"ל. עד סיום המחצית הנסקרת שבו לישראל 110 חטופים וחולצו 11 גופות. 129 חטופים נותרו ברצועה, ונקבע מותם של 21 מהם.

### 1. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה

**ברבעון השלישי של השנה, ערב המלחמה, התמונה המקרו-כלכלית הייתה של האטה מסוימת בפעילות, ושוק העבודה נותר הדוק.** התוצר ברבעון השני עלה ב-3.1%. רמת התוצר עדיין מעל זו שנגזרת ממגמת טרם הקורונה, אך הסטייה החיובית הצטמצמה. נראו סימנים להמשך החולשה ביצוא וביבוא ברבעון השלישי (לוח 1). נתוני סחר החוץ הצביעו על המשך ירידה ביצוא הסחורות וביבוא בחודשים יוני-אוגוסט, ויצוא השירותים הצביע על המשך גידול, אך בשיעור נמוך במאי-יולי, ובדומה לרבעון השני (לוח 2). שוק העבודה הוסיף להיות הדוק ברבעון השלישי. השכר הריאלי ביולי המשיך להתכנס למגמתו: קצב עליית השכר הנומינלי של עובדים ישראלים ב-12 החודשים האחרונים עלה לכ-6%. אומדני הבזק לאוגוסט הצביעו על ירידה קלה בקצב השנתי של עליית השכר הנומינלי. כבר בראשית המחצית ניכרה התקררות בעודף הביקוש לעובדים (המשרות הפנויות) בכל ענפי המגזר העסקי. בעוד שהתעסוקה הוסיפה לעלות, ירד שיעור המשרות הפנויות, מה שהעיד על התכנסות איטית לכיוון השיעורים שאפיינו את המשק לפני הקורונה מהשיעורים הגבוהים ששררו אחריה ועל היחלשות עודף הביקוש לעובדים כגורם הלוחץ לעליות שכר (איור 2). אשר למצב הכלכלה ערב המלחמה – מעדכון נתוני החשבונאות הלאומית עלה כי ברביע השלישי המשק צמח ב-2.5% (עדכון כלפי מטה מ-2.8% באומדן הקודם), קצב שתאם התכנסות איטית-ממה-שהוערך של רמת התוצר למגמה (לוח 1).

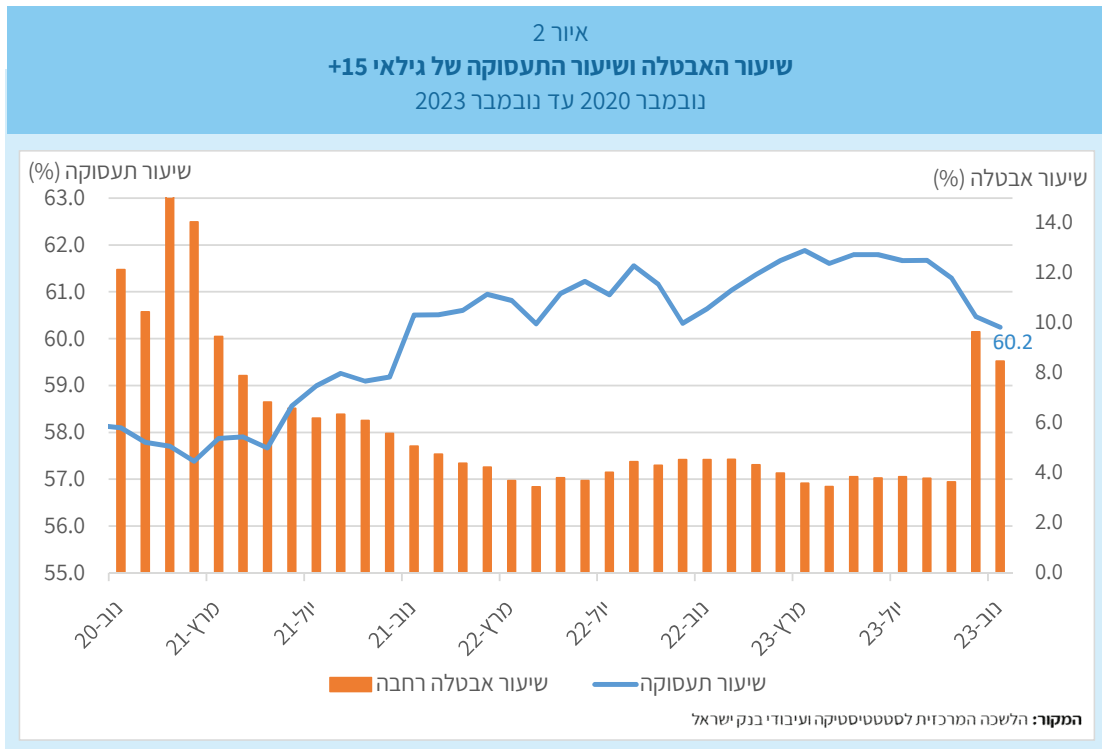
עם פרוץ המלחמה בראשית אוקטובר, אלה הערוצים העיקריים לפגיעה הכלכלית הישירה של הלחימה בדרום ובצפון:

- פגיעה בצריכה השוטפת במהלך תקופת הלחימה – שניכרה בירידה של הרכישות בכרטיסי אשראי.
- היעדרות עובדים ממקום העבודה בשל גיוס למילואים, חשש לצאת מהבית וסגירת מוסדות חינוך.
- הרס מבנים ותשתיות ביישובים שנפגעו מירי טילים או מתקיפות מחבלים.
- פגיעה מתמשכת בעבודת ענף הבנייה.
- פגיעה מתמשכת בענפי התיירות, הבידור והפנאי.
- פגיעה מתמשכת בעבודת ענף החקלאות, עקב יציאת עובדים זרים מישראל.

**בפרוץ המלחמה ניכרה פגיעה משמעותית בפעילות המשק בהסתכלות על אינדיקטורים שונים. אולם בהמשך הצביעו אינדיקטורים אלו על התאוששות בולטת, אמנם הדרגתית ולא בכל רכיבי הפעילות.** האינדיקטורים לפעילות הכלכלית באוקטובר הצביעו על התכווצות חדה בפעילות העסקית של המשק. הפגיעה במשק מצד ההיצע נובעת מהיעדרות עובדים רבים עקב גיוסם למילואים, מפניו של תושבים מאזורים שנפגעו ובסיכון ומפעילות חלקית של מערכת החינוך, שאילצה הורים רבים להישאר בבית. (על פי סקר חירום, כחמישית מכלל המועסקים במשק נעדרו מהעבודה.) ירידת הפעילות במשק מצד הביקושים נבעה מרמה גבוהה של אי-ודאות כלכלית וביטחוניות ומפגיעה בהכנסה של חלק ממשקי בית. **בפרוץ המלחמה**

**הירידה בביקושים באה לידי ביטוי בירידה של הצריכה פרטית, כפי שהתבטא בהיקף הרכישות בכרטיסי אשראי.** בחודש אוקטובר ירדו הרכישות בכרטיסי אשראי של רוב המוצרים, למעט רכישות מוצרים חיוניים, שבהן נרשם זינוק לפרק זמן קצר. בנובמבר הייתה התאוששות ברכישות בכרטיסי אשראי במרבית בענפים, אולם הן טרם חזרו לרמה ששררה ערב פרוץ המלחמה (למעט מזון). **הירידה בפעילות התבטאה בירידה של היקף הפדיון במגזר העסקי – בכ-16% (בממוצע) לפחות לעומת אוקטובר אשתקד. הפגיעה הגדולה ביותר הייתה בענף שירותי המזון ובענף הבינוי, שלפי סקר חירום של הלמ"ס סבל ממחסור חמור בעובדים עקב הפסקת עבודתם של עובדים פלסטינאים ועובדים זרים. בענף הבינוי אי-הוודאות והסיכון לחדלות פירעון הם הגבוהים ביותר במשק. גם סקר המגמות מראה שהפגיעה החזקה ביותר ניכרה בענף הבינוי: הפעילות בו ירדה אל מתחת לרמתה בסגר הראשון שבתקופת הקורונה. גם היצע העבודה בענף החקלאות נפגע משמעותית מסיבות אלו, וכן מהעובדה שחלק לא מבוטל משטחי החקלאות נמצא באזורי המלחמה. הפגיעה המינימלית בפדיון הייתה בענף ההייטק, שבו גם הירידה של מספר העובדים הייתה מינימלית (משום שבו האפשרות של עבודה מהבית גבוהה יותר מאשר בשאר הענפים).** עם זאת, סקר של רשות החדשנות, אשר נערך בתחילת אוקטובר, מראה שפגיעתו של המצב הביטחוני בענף ההייטק נבעה לא רק ממחסור בעובדים אלא גם מפגיעה ביישום של הסכמי מימון והשקעה; בעיה זו חריפה יותר בחברות שחייבות לגייס כספים כעת, בגלל קושי להיפגש עם משקיעים. בנתוני אוקטובר לא נצפו שינויים משמעותיים, והם תואמים את המגמות ששררו לפני המלחמה – ירידה ביבוא ויציבות ביצוא (לוח 2).

**הנתונים שהיו זמינים בסיום המחצית הצביעו כאמור על התאוששות הדרגתית של הפעילות הכלכלית והתעסוקה, לאחר ירידתן החדה עם פרוץ המלחמה – אך ניכרה בהתאוששות שונות רבה בין ענפי המשק. ההוצאה בכרטיסי אשראי שבה לרמתה בשגרה; רמת הניידות במשק השתפרה והגיעה, בתחבורה הציבורית, ל-85% מרמתה בשגרה, ומספר אינדיקטורים לתחבורה הפרטית מצביעים על רמה קרובה מאוד לזו שבשגרה; המספר היומי של נרשמים חדשים בשירות התעסוקה עדיין גבוה, לאחר שזינק לכ-10,000 עם פרוץ המלחמה, אך הוא במגמת ירידה, ולפי הנתונים שהיו זמינים בסיום המחצית הנסקרת עומד בממוצע על כ-2000; ניתוחים של סקרי הבזק של הלמ"ס הצביעו גם הם על שיפור לא מבוטל בתעסוקה בכל הענפים שנבחנו, במיוחד על רקע פתיחה מחודשת של מערכת החינוך; נוסף על כך הייתה בחודש נובמבר התאוששות בשיעור המשורות הפנויות, שירד משמעותית עם פרוץ המלחמה בחלק מענפי המשק. נתוני הרביע הרביעי טרם פורסמו, אך מדד הנאוקאסט העקיף מאותת על ירידה של התוצר בכ-16% (מונחים שנתיים) ברביע הרביעי של 2023.**



לוח 1

**החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמניים בעת ההחלטות על גובה הריבית**  
(נתונים מנכ"י עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

1/1/24	27/11/23	23/10/23	4/9/23	10/7/23	ההחלטה לחודש
3.0	2.9	2.9	2.9	3.1	2023Q1
3.1	3.1	3.1	3.0		2023Q2
2.5					2023Q3
3.4	3.5	3.6	3.6	3.8	2023Q1
2.9	2.4	2.6	2.4		2023Q2
2.5					2023Q3
-2.3	-1.9	-2.0	-1.4	-1.7	2023Q1
0.3	0.7	0.5	1.9		2023Q2
2.0					2023Q3
12.5	13.3	13.6	13.6	15.3	2023Q1
4.8	-1.1	-0.7	-1.1		2023Q2
1.6					2023Q3
-0.8	-0.6	-0.4	-0.4	3.1	2023Q1
0.3	0.1	0.3	-4.2		2023Q2
9.2					2023Q3
-11.7	-10.8	-10.8	-11.1	-9.9	2023Q1
-5.3	-7.0	-7.0	-7.5		2023Q2
-2.1					2023Q3

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 2

**התפתחות התוצר, היבוא והשימושים**

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

2023/3	2023/2	2023/1	2022/4	2022/3	2022/2	2022	2021	2020	
2.8	3.3	3.1	4.4	2.6	6.3	6.5	9.3	-1.5	התוצר המקומי הגולמי
2.9	3.3	3.5	5.1	1.8	8.1	7.7	11.4	-1.8	התוצר של המגזר העסקי
-2.0	-5.7	-11.8	-1.4	-4.0	7.7	12.4	18.7	-7.0	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
1.8	0.4	-2.3	7.8	-2.9	8.8	7.4	11.5	-7.4	הצריכה הפרטית
0.3	0.2	0.4	6.4	-1.2	4.3	7.2	10.7	-8.0	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
5.9	3.8	-0.1	4.1	2.6	-0.3	0.1	5.1	2.7	הצריכה הציבורית
3.9	4.6	-4.5	6.9	2.1	0.3	1.0	4.6	2.5	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
-4.2	6.0	-1.0	0.0	24.0	-2.3	13.3	14.3	1.4	ההשקעה המקומית הגולמית
1.2	4.9	12.5	-3.8	19.0	5.9	10.4	13.6	-3.1	מזה: בנכסים קבועים
12.2	0.2	0.0	-5.7	1.3	18.0	9.6	13.6	-1.6	היצוא ללא יהלומים
10.8	-0.1	-0.2	-4.0	2.7	15.1	9.7	12.2	0.6	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: עיבודי בנק ישראל על נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

## 2. סביבת האינפלציה

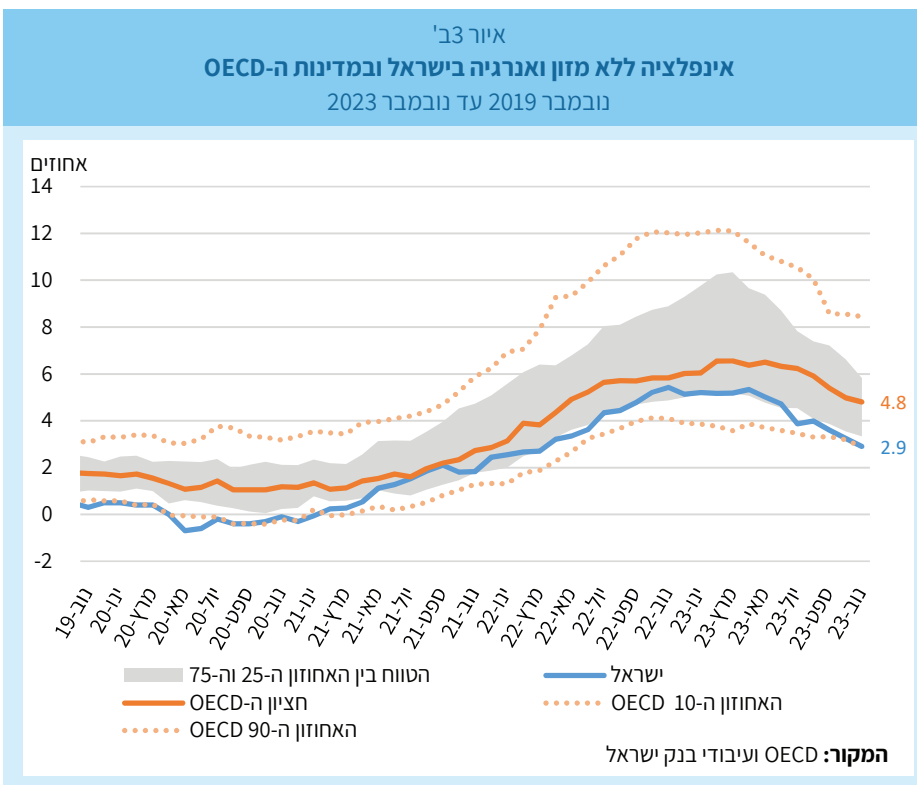
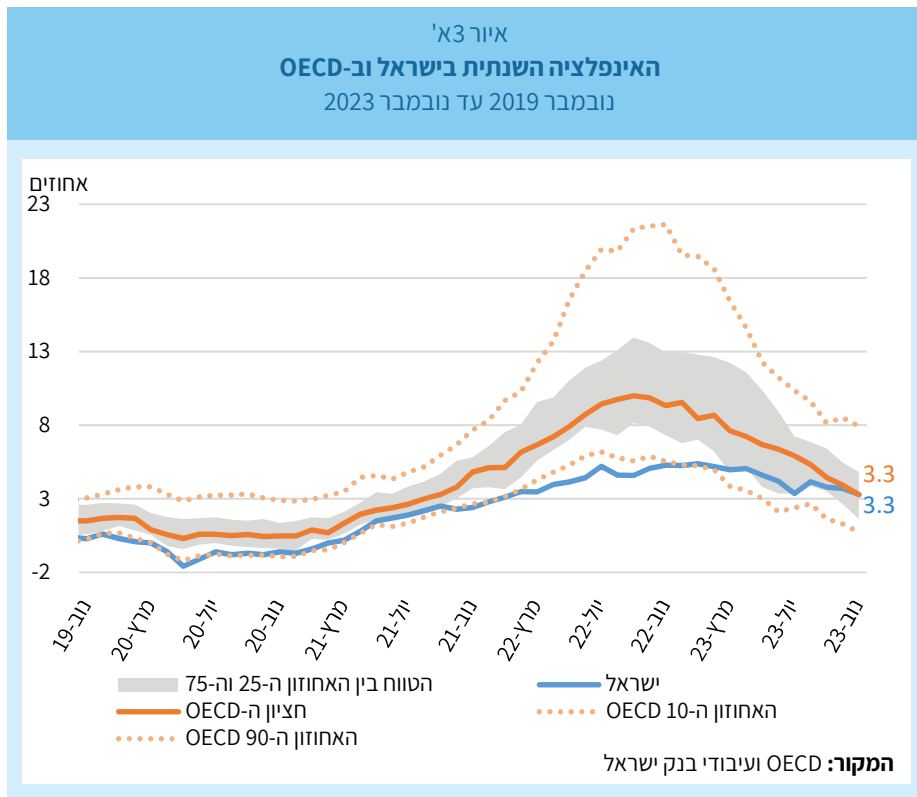
האינפלציה השנתית התמתנה בהדרגה במהלך המחצית הנסקרת, הן ברכיב הסחיר והן ברכיב הבלתי סחיר - אך נותרה גבוהה מהגבול העליון של היעד. לאחר ההחלטה שהתקבלה בראשית ינואר, ההחלטה האחרונה שנסקרת בדוח, התפרסם מדד דצמבר 2023 וממנו עלה כי קצב האינפלציה עמד על 3% בשנת 2023. משמעות הדבר הינה כי קצב האינפלציה נכנס לתחום יעד יציבות המחירים הקבוע בחוק בנק ישראל, וזאת על רקע המדיניות המוניטרית המרסנת כפי שהיא מתוארת בדוח.

לאחר פרוץ המלחמה ניכרה התמתנות נוספת בקצב האינפלציה הכללית, במדדי הליבה ובמדדים חלקיים שונים, והציפיות לאינפלציה לטווחים השונים ומהמקורות השונים נעו בתוך יעד האינפלציה, בקרבת גבולו העליון. במשך המחצית ניתן היה לראות את ההתמתנות בקצב האינפלציה: קצב האינפלציה ב-6 החודשים האחרונים, וביתר שאת ב-3 החודשים האחרונים (במונחים שנתיים מנוכי עונתיות), היה נמוך מהקצב השנתי, הן במחירי המוצרים הסחירים והן באלה של הבלתי סחירים. מגמת ההתמתנות של האינפלציה בישראל התרחשה במקביל למגמה במדינות רבות בעולם (איורים 3א' ו-3ב').

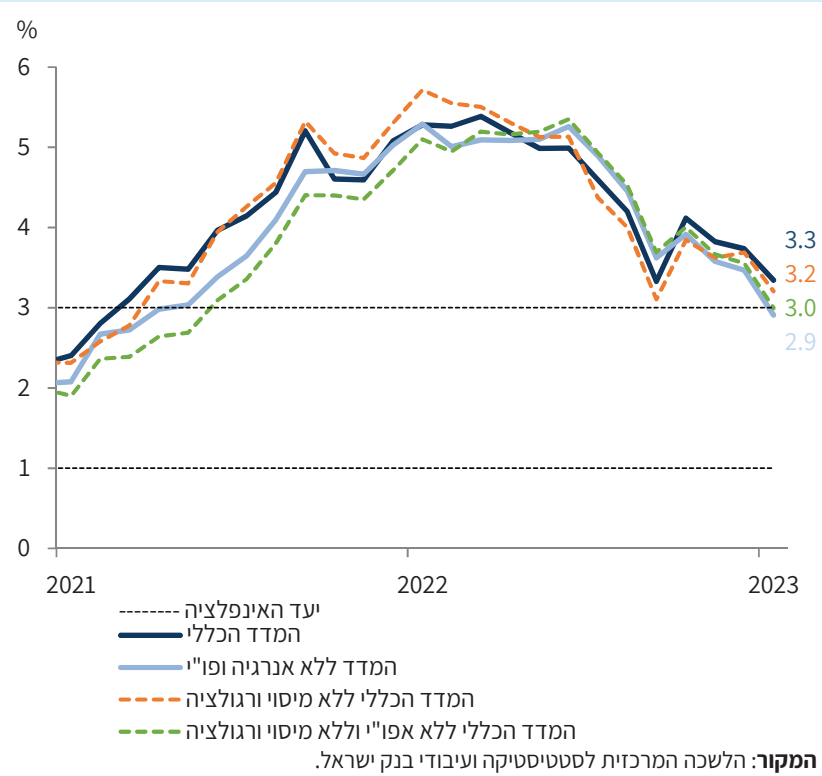
**בחלק הראשון של התקופה הנסקרת פעלו תהליכי ההידוק המוניטרי והתמתנות הביקושים בישראל ובעולם למיתון האינפלציה, ורמת הריבית במשק נמצאה בסביבה מרסנת.** הפיחות בשקל המשיך להוות גורם משמעותי המעכב את התכנסות האינפלציה בחזרה ליעד ותורם לעליית קצב האינפלציה.

**בעת ההחלטה שהתקבלה בראשית ינואר ירד קצב האינפלציה השנתי ל-3.3% (עפ"י מדד חודש נובמבר שהיה ידוע באותה העת), ונראה כי המלחמה לא הובילה לעליית האינפלציה בטווח המיידי.** לאחר שהאינפלציה השנתית בחודש ינואר 2023 הייתה 5.4%, היא הוסיפה וירדה עד חודש מאי - הנתון האחרון שהיה ידוע בסיום המחצית הקודמת - ל-4.6% (איור 3א'). ירד גם קצב העלייה השנתי של מדד הליבה (ללא פו"י ואנרגיה), וזאת לשיעור של 2.9% (איור 4). **ישנה שונות בהשפעת המלחמה על רכיבי המדד השונים.** כך ברכיב השכירות, שעלה תקופה ממושכת, ניתן לראות ירידת מחירים באוקטובר-נובמבר, וגם ברכיב התחבורה (בהובלת הטיסות) נרשמה ירידה חריגה יחסית בנובמבר; לעומת זאת ברכיבים אחרים, כגון מזון, נראית עלייה חריגה יחסית בנובמבר (בהשוואה לנובמבר בשנים קודמות). הרכיב הבלתי סחיר הוביל את העלייה של מדד

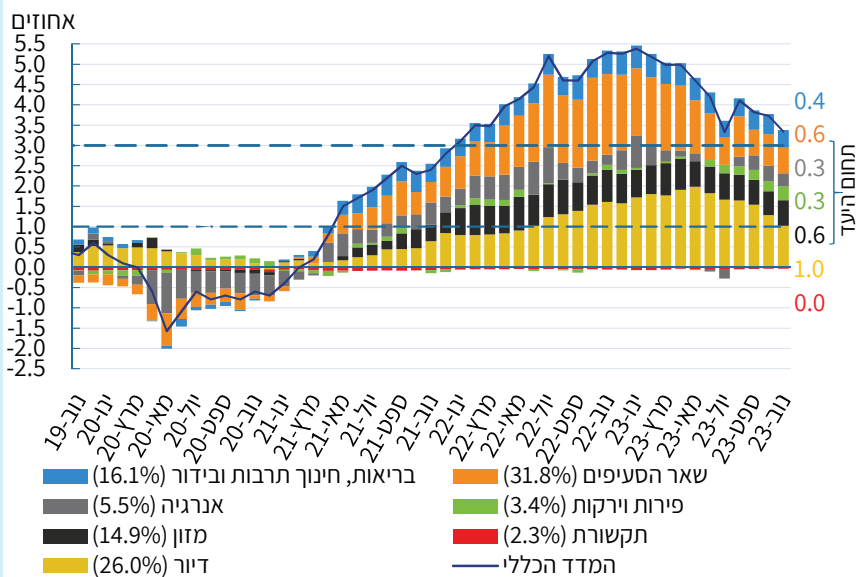
המחירים לצרכן, אך התמתן בהדרגה בתקופה הנסקרת, תוך התפתחות דומה ברכיביו – ובנובמבר הוא עמד על 3.8%. הרכיב הסחיר התאפיין בתנודתיות גבוהה. במהלך המחצית נמשכה ההתמתנות בקצב העלייה השנתי שלו, ובנובמבר הוא עמד על 2.4% (איור 5).



איור 4  
**המדד הכללי, המדד ללא אפ"י, והמדד ללא מיסוי ורגולציה**  
 נובמבר 2021 עד נובמבר 2023



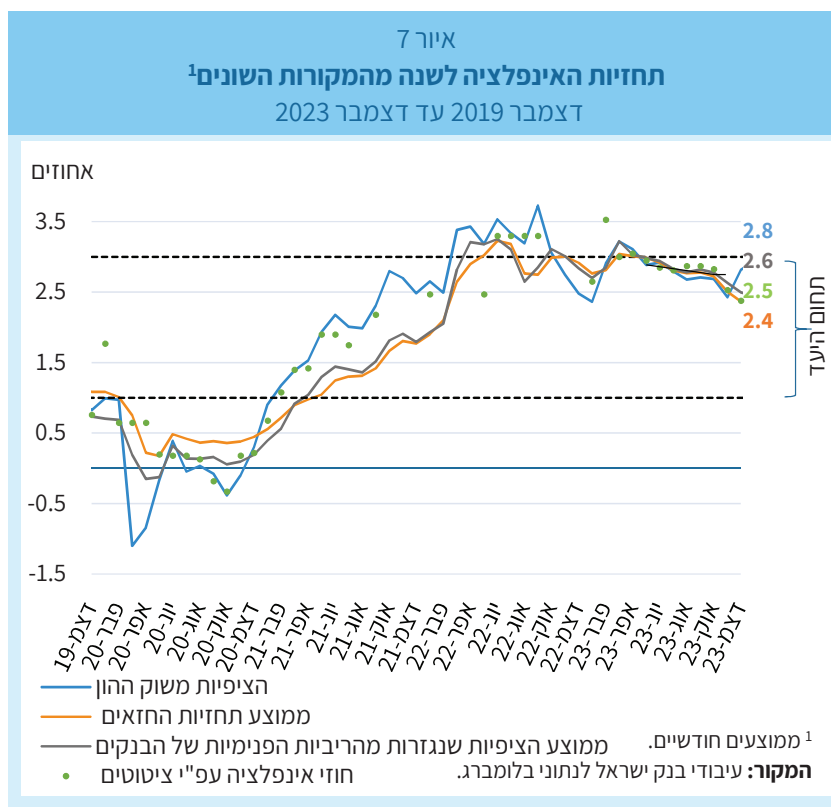
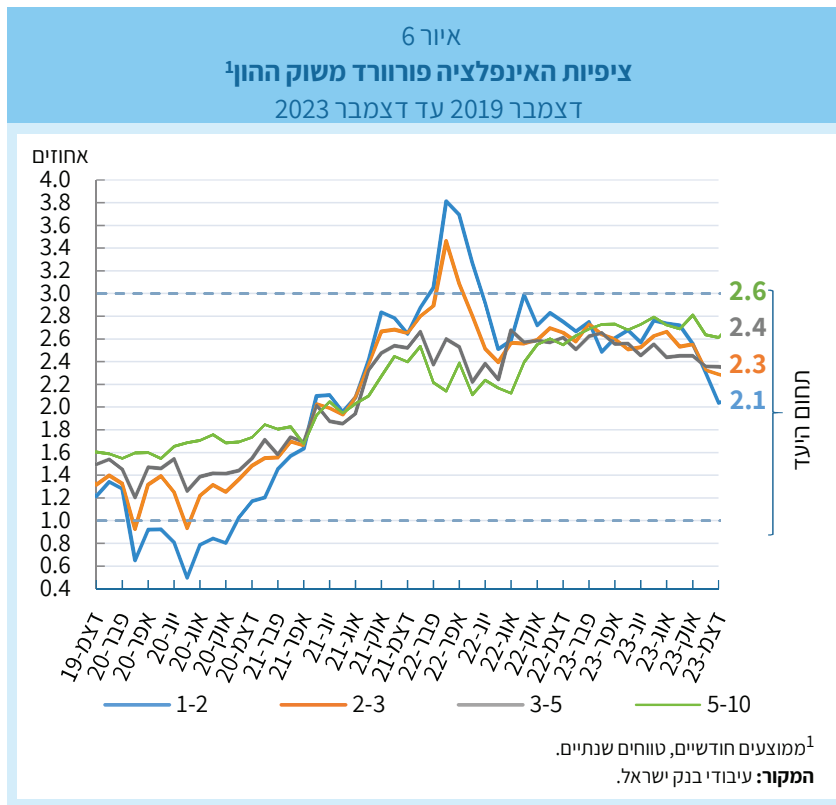
איור 5  
**תרומת הרכיבים העיקריים של המדד לאינפלציה<sup>1,2</sup>**  
 נובמבר 2019 עד נובמבר 2023



<sup>1</sup> בסוגריים מופיע משקל הסעיף הרלוונטי במדד הכולל (נכון לשנת 2021).

<sup>2</sup> שאר הסעיפים כוללים את הסעיפים ריהוט וציוד לבית, הלבשה והנעלה, סעיף השונות וכן רכיבי אחזקת הדירה והתחבורה, בניכוי תת הרכיבים שקשורים למחירי האנרגיה.

ציפיות האינפלציה לשנה משוק ההון, שירדו עם פרוץ המלחמה, שבו לרמתן ערב המלחמה, ואילו הציפיות לשנה בעוד שנה נותרו נמוכות מרמתן ערב המלחמה. תוואי האינפלציה הצפוי על פי ממוצע החזאים ב-12 החודשים הבאים ירד גם הוא במהלך המחצית, וביתר שאת ברבעון האחרון של 2023 (איורים 6 ו-7).

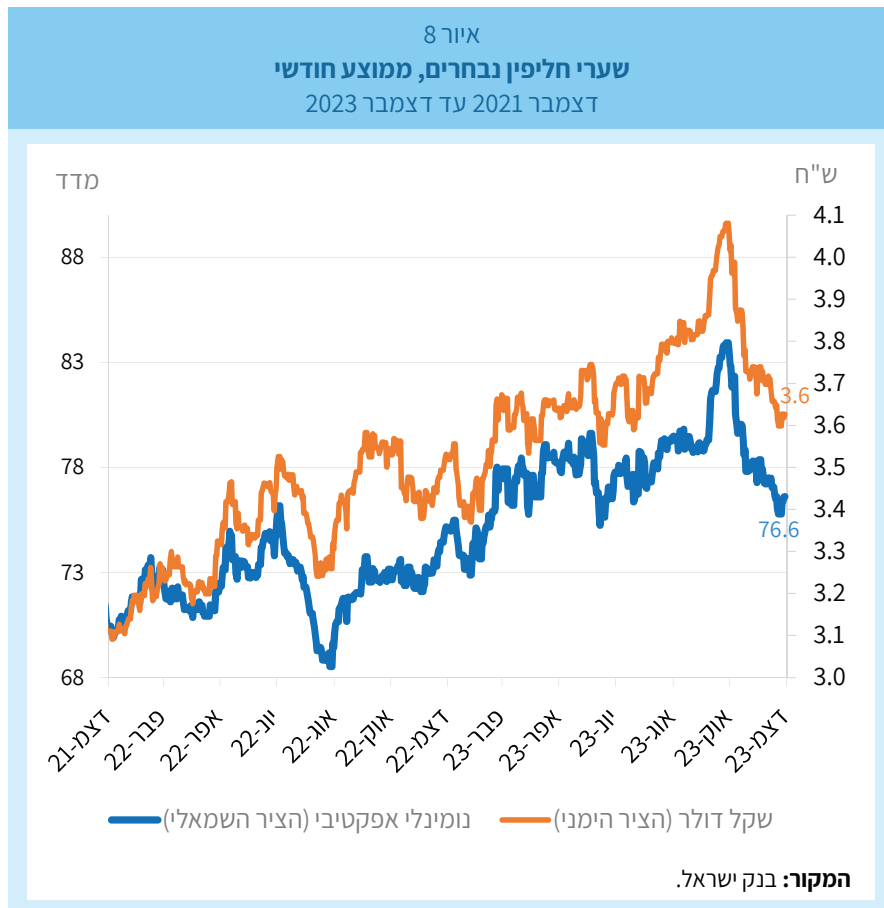


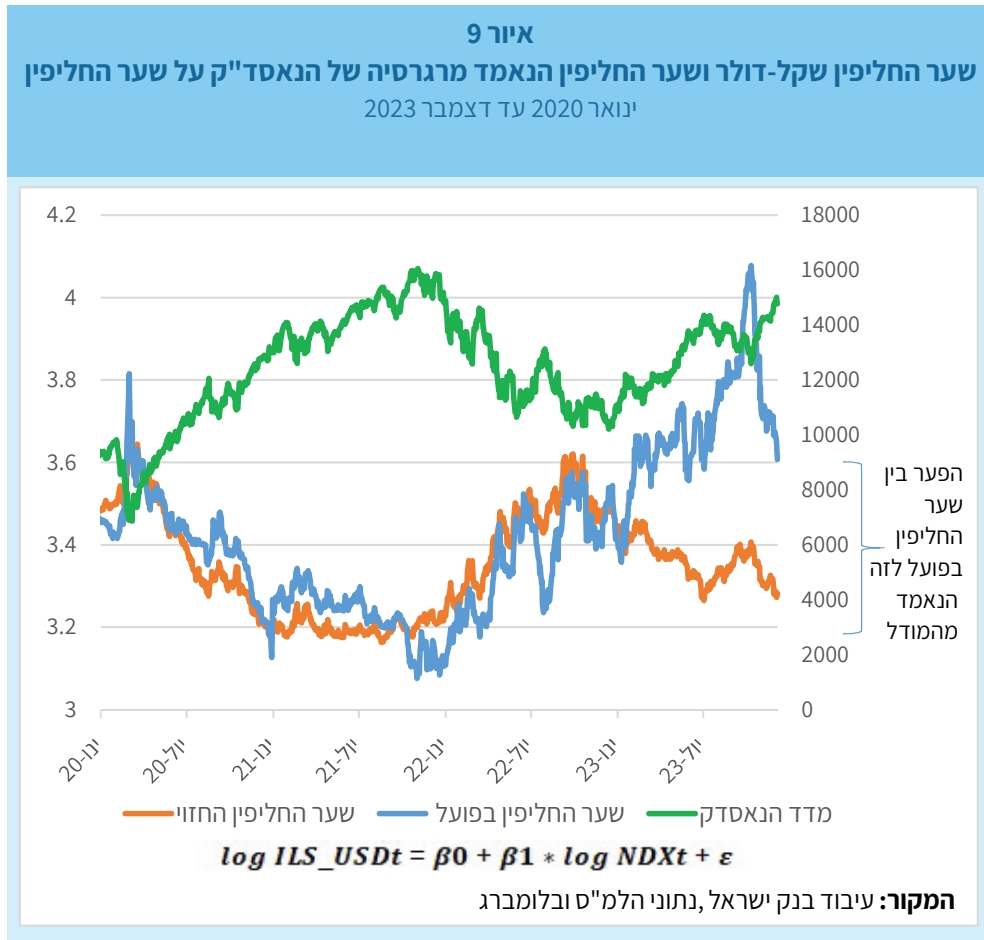
תוואי הריבית הצפוי על פי עקום התלבור ירד במהלך המחצית הנסקרת: בסופה הוא הצביע על ריבית של 3.4% בעוד שנה, וזאת לעומת 4.57% ערב המלחמה.

### 3. שער החליפין

עם פרוץ המלחמה עלתה פרמיית הסיכון של ישראל עלייה חדה, ושער החליפין של השקל פוחת משמעותית מול הדולר והאירו. כדי למתן את התנודות בשער השקל ולספק את הנזילות הנדרשת להמשך הפעילות הסדירה של השווקים הכריז בנק ישראל לפני יום המסחר הראשון שאחרי פרוץ המלחמה על תוכנית מכירת מט"ח בהיקף של עד 30 מיליארד דולרים. במסגרת תוכנית זו מכר בנק ישראל 8.2 מיליארדי דולרים בחודש אוקטובר וכ-338 מיליוני דולרים בחודש נובמבר.

בתחילת חודש נובמבר התהפכה המגמה, והחלה מגמת ייסוף משמעותית של השקל, שנמשכה עד לסיומה של המחצית הנסקרת. ברקע לייסוף עומדת התבהרות-לכאורה במצב המלחמה, הסתברות לגלישה אל מספר זירות וגם הערכות בדבר הפחתות ריבית מתקרבות של ה-Fed וה-ECB. שער החליפין דולר-שקל נמצא בסיום המחצית בשפל זה כחמישה חודשים – 3.63 שקלים לדולר. גם שער החליפין שקל-אירו ושער החליפין הנומינלי האפקטיבי יוספו לעומת רמותיהם ערב המלחמה (איור 8).





#### 4. המדיניות הפיסקלית

על רקע המלחמה, עלה הגירעון בתקציב הממשלה בשנת 2023 והסתכם ב-4.2 אחוזי תוצר לעומת עודף של 0.6 אחוז תוצר ב-2022. הגירעון בתקציב המעודכן לשנת 2024 צפוי לעמוד על 6.6 אחוזי תוצר. כפועל יוצא צפוי יחס החוב לתוצר לעלות במידה ניכרת עד לכ-66% ב-2024. זאת לאחר שהמדיניות הפיסקלית הביאה את המשק ליחס חוב תוצר רצוי של כ-60% ערב המלחמה. עלויות המלחמה – הביטחוניות והאזרחיות (גידול בהוצאות והפסד הכנסות) – מוערכות על ידי חטיבת המחקר ביותר מ-200 מיליארדי שקלים. ב-15 בינואר, אישרה הממשלה את תקציב המדינה המעודכן לשנת 2024 הכולל התאמות תקציביות בהיקף של 17 מיליארדי ש"ח לשנת 2024 ולשנת 2025. עם זאת, הגידול הניכר הצפוי בהוצאות, גם לאחר ההתאמות, עלול ליצור לחצים אינפלציוניים בטווח הקצר-בינוני.

העלייה של הוצאות הממשלה בשנת 2023 נובעת בעיקר מעלויות שמשקפות את הגדלת הוצאות הביטחון לכיסוי עלויות הלחימה ואת גידול ההוצאה האזרחית על טיפול במפונים, פיצוי לעסקים שנפגעו ושיקום האזורים שנפגעו. חלק מההוצאות מומנו באמצעות קרן הפיצויים, ולכן לא נרשמו השנה בתקציב, אך משמעותן מבחינת ההשפעה על המשק זהה לזו של העלויות שנרשמו בתקציב.

**תוספת הוצאות הכוללת בגין ההשפעות הישירות של המלחמה צפויה להסתכם בכ-10 אחוזי תוצר.** על פי הערכת חטיבת המחקר, הוצאות הממשלה בגין המלחמה (ברוטו, לפני ניכוי סיוע מממשלת ארצות הברית והפחתת הוצאות אחרות) בתוספת הצפי לאובדן הכנסות יעמדו, כאמור, על יותר מ-200 מיליארדי ש"ח. ההערכה מאופיינת, מטבע הדברים, ברמה גבוהה במיוחד של אי-ודאות – בין היתר על רקע אי-ודאות לגבי המשך, ההיקף והאופי של המלחמה. הגירעון הממשלתי צפוי לגדול אף יותר בשנת 2024 בשל גידול הוצאות הביטחון לכיסוי עלויות הלחימה ושיקום המלאים, הוצאות שיקום שאינן מבוטחות בקרן הפיצויים, וירידה בהכנסות ממסים בגלל הפגיעה בפעילות. גם עלויות גיוס החוב של הממשלה צפויות לעלות. לאחר המלחמה, הוצאות הביטחון צפויות להשאר ברמה גבוהה מאשר טרום המלחמה. ייתכן שחלק ניכר מהגידול של הוצאות

הביטחון – בעיקר בסעיף הרכש – ימומן באמצעות סיוע מממשלת ארצות הברית, אך הדבר אינו וודאי, ובכל מקרה גם הוצאות הביטחון המקומיות צפויות לגדול.

**המחצית השנייה של 2023 התאפיינה בגירעון תקציבי הולך וגדל, שהחריף עם פרוץ מלחמת "חרבות ברזל". לאחר כמעט חמישה חודשים, שבהם פעלה הממשלה במתכונת של תקציב המשכי, חוקקה הכנסת בסוף מאי 2023 את תקציב המדינה לשנים 2023-2024, והדבר הביא להאצת הגידול של הוצאות משרדי הממשלה במחצית השנייה של 2023. במקביל נמשכה הירידה של ההכנסות ממסים, שנבעה בעיקר מחזרה למגמה ארוכת טווח של המסים הישירים (בעיקר מס החברות ומסי הנדל"ן), ובמידה מסויימת – מירידה של ההכנסות מהמסים העקיפים. מגמות אלו החריפו עם פרוץ מלחמת "חרבות ברזל". בפרט, הקיפאון בפעילות ענף הבנייה – מקור משמעותי למסים ישירים (מס שבח ומס רכישה) ועקיפים (מע"מ על דירות חדשות וקרקעות) – העצים את אובדן ההכנסות.**

**בסוף נובמבר אישרה הממשלה את תקציב המדינה המעודכן לשנת 2023, הרחיבה את מסגרת התקציב בכ-26 מיליארדי ש"ח (גידול של כ-6% ביחס למסגרת המקורית) וקבעה יעד גירעון חדש של 3.7 אחוזי תוצר, במקום 0.8 אחוז תוצר בתקציב המקורי. לצורך השלמת התמונה המקרו כלכלית יש להוסיף לגירעון בתקציב הוצאות חוץ-תקציביות בסכום של כחצי אחוז תוצר בגין הפיצויים הישירים והעקיפים שישולמו על חשבון קרן הפיצויים (קרן מס רכוש). עלות זו כוללת, בין היתר, את הפיצוי המלא על נזק עקיף ליישובים בטווח שעד 40 ק"מ מרצועת עזה, ליישובי גבול הצפון ורמת הגולן וכן את תוכנית המענקים להמשכיות עסקית בכל הארץ.**

## 5. היציבות הפיננסית – שוק האשראי וההתפתחויות בשווקים

**ברבעון השלישי של 2023 רשמו מדדי המניות בישראל עליות שערים, ובלטו בכך ביחס למגמה העולמית. ואולם, מדדי המניות בישראל התאפיינו מתחילת שנת 2023 בביצועי חסר בהשוואה למדדים בעולם, וזאת על רקע שינוי החקיקה בישראל. תשואות איגרות החוב הממשלתיות הארוכות עלו מעט, ומרווחי איגרות החוב הקונצרניות נותרו ללא שינוי משמעותי. מגמת האטה נרשמה באשראי הבנקאי והחוץ-בנקאי לכלל מגזרי הפעילות ולכל הענפים. על פי סקר המגמות של הלמ"ס לחודש יולי הקושי להשגת אשראי, שעליו מדווח מהמגזרים השונים, נשאר ברמה נמוכה יחסית. לצד זאת היו אינדיקציות לעלייה קלה של מדדי הסיכון באשראי לעסקים בינוניים, קטנים וזעירים. ירידה משמעותית בהשוואה לשנים האחרונות נרשמה בסכומי גיוסי ההון של מגזר ההייטק, וזאת גם על רקע מגמה עולמית.**

**פתיחתה של מלחמת "חרבות ברזל" השפיעה לרעה על כלל ערוצי הסיכון, והשפעתה ניכרה במערכת הפיננסית. בדומה לאירועים ביטחוניים חמורים בעבר, אי-הוודאות הגדולה של הימים הראשונים באה לידי ביטוי בירידות חדות של מחירי הנכסים הפיננסיים – מניות, אג"ח תאגידיות ואג"ח ממשלתיות – בהתגברות התנודתיות של המחירים ובירידה של רמת הנזילות (לוח 3). מרבית ההשפעות התפוגגו לאחר זמן קצר, אך התנודתיות בשווקים נותרה גבוהה, וכמוה גם פרמיית הסיכון של המדינה. הפגיעה בפעילות הכלכלית בטווח המיידי – בשל ירידה הן בצד הביקוש (אי-ודאות גדולה, ירידה אפשרית בהכנסות) והן בצד ההיצע (מחסור בעובדים) – והעלייה החדה בהוצאות הממשלה בא לידי ביטוי במדדי סיכון המדינה השונים, בהם פער תשואת האג"ח הממשלתית מול ארה"ב ומחיר ה-CDS. לנוכח המלחמה בישראל הודיעו שתיים מחברות הדירוג המובילות כי הן מכניסות את דירוג האשראי של ישראל ל"מעקב שלילי", וחברת הדירוג S&P החליטה להוריד את תחזית הדירוג.**

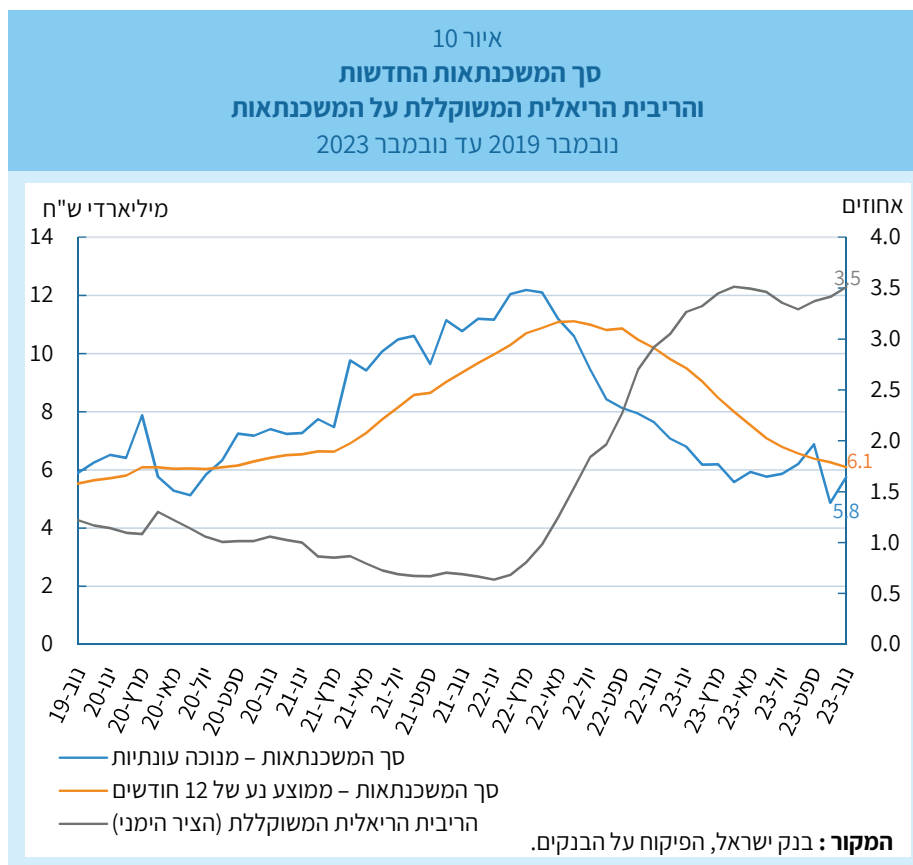
**במהלך המחצית הנסקרת עלתה מעט יתרת האשראי רק עבור העסקים הגדולים והבינוניים – המשך למגמה שהחלה לפני פרוץ המלחמה. לאחר פרוץ המלחמה הודיעה הוועדה על תוכנית מוניטרית ממוקדת לשם הקלת תנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו כתוצאה מהמלחמה. ביחס חוב משקי בית לתוצר נמשכה מגמת הירידה, והוא הגיע בחודש אוקטובר לרמה של 42.5%. יתרת החוב לדיור עלתה מעט, ואילו ביתרת החוב שלא לדיור נמשכה מגמת הירידה. ביחס החוב של המגזר העסקי לתוצר לא חל שינוי משמעותי.**

**בהקשר של הסיכונים הפיננסיים התמודדו משקי הבית והעסקים ערב המלחמה עם הוצאות מימון שגדלו, מה שהתבטא בעלייה של שיעורי האשראי שבפיגור. מבין המגזרים שבהם עלה סיכון האשראי ראוי להדגיש במיוחד את ענף הבינו והנדל"ן. החברות בענף זה – בעיקר חברות הבינוי, שהן לרוב ממונפות מאוד – התמודדו עוד ערב המלחמה עם הוצאות מימון גדולות ועם ירידה משמעותית בביקוש, לצד מגמה מתונה של ירידת מחירים. עם פרוץ המלחמה נסגרו מרבית אתרי הבנייה בשל היעדרות של עובדים פלסטינים, אשר חלקם גבוה ומרכזי במיוחד בפרויקטים הנמצאים בתחילתם. הקיפאון בבנייה עלול**

להשפיע משמעותית על קצב ההתקדמות של הפרויקטים, על תזרים ההכנסות הצפוי לחברה, וכפועל יוצא – גם על יכולתה לעמוד בתשלומי חובתיה למלווים. **האשראי לענף הבינוי והנדל"ן מהווה כ-38% מסך האשראי הבנקאי וכ-44% מיתרת האג"ח התאגידיות הסחירות, ועל כן ליכולת ההתמודדות של חברות הבינוי עם הוצאות המימון הגבוהות לצד הירידה בהכנסות יש השפעה חשובה על ביצועיה של המערכת הפיננסית.**

**יתרת המשכנתאות צמחה בדצמבר בכמיליארד שקלים – הנתון הנמוך ביותר מאז 2018.** נמשכת ההאטה בקצב גידולה של יתרת האשראי, האטה שהחלה עם ההידוק המוניטרי. קצב צמיחת החוב של המגזר העסקי ומשקי הבית היה במחצית הנסקרת נמוך יותר מאשר בתקופה המקבילה אשתקד (איור 10).

**יציבותה של המערכת הפיננסית אינה נקבעת אך ורק על ידי רמת הסיכון בערוצי הפגיעות השונים, אלא גם על ידי עמידותה ויכולתה לספוג זעזועים, וגם על ידי צעדי מדיניות – אם ננקטים כאלה – אשר מצמצמים את ההשלכות של התממשות הסיכונים על המערכת.** ואכן, עמידותה של המערכת הפיננסית וצעדי מדיניות שננקטו בתגובה לאירועים מאפשרים למערכת להתמודד עם התממשות הסיכונים ולשמור על יציבותה. למערכת הבנקאית ערב המלחמה היו כריות הון ויחסי נזילות גבוהים מהמינימום שדורש הפיקוח על הבנקים, וההפרשות שכבר בוצעו להפסדי אשראי שיקפו הערכה שמרנית לגבי יכולת החזר של המגזרים השונים. בדומה לכך בחברות הביטוח יחס כושר הפירעון גבוה משמעותית מזה שדורשת רשות שוק ההון. עם פרוץ המלחמה נקטה הממשלה מספר צעדים שמיתנו מעט את אי-הוודאות הכלכלית אשר נוצרה, ואיפשרו החלקה של פגיעה זמנית בהכנסות וביכולת שירות החוב. בנק ישראל סייע במיתון של פיחות השקל על ידי מכירת מט"ח, בגיבוש מתווה לדחיות תשלומים של החזרי חוב לנפגעים הישירים מהמלחמה ובמתן הלוואות מוניטריות בריבית נמוכה לבנקים, לצורך העמדת אשראי לעסקים הקטנים. **צעדי מדיניות אלה של הממשלה ובנק ישראל התאפשרו, בין היתר, בזכות כריות הביטחון המקרו-כלכליות שנבנו לאורך השנים האחרונות, ובהן יחס נמוך של החוב הממשלתי לתוצר ויתרות מט"ח גדולות. כלל הגורמים הללו מאפשרים למערכת הפיננסית לשמור על יציבותה גם בתקופה של התממשות סיכונים.**



לוח 3

התפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

12/23	11/23	10/23	09/23	08/23	07/23	
<b>התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)</b>						
4.5	4.5	4.6	4.6	4.7	4.6	תשואת מק"ם ל-3 חודשים
4.1	4.1	4.4	4.8	4.7	4.8	תשואת מק"ם לשנה
3.7	4.0	4.2	4.0	3.9	3.8	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
4.1	4.4	4.5	4.0	3.9	3.8	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים
4.5	4.9	4.9	4.3	4.2	4.1	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
1.1	1.6	1.6	1.9	1.9	1.8	תשואת אג"ח צמודות לשנה
1.3	1.6	1.6	1.4	1.2	1.1	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
1.5	1.9	1.8	1.4	1.3	1.0	תשואת אג"ח צמודות ל-10 שנים
1.5	1.7	1.8	1.5	1.5	1.5	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות
<b>שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)</b>						
5.7	7.6	-11.1	0.2	-1.1	5.6	מדד המניות הכללי
5.1	7.7	-10.7	-0.1	-1.3	7.0	מדד ת"א 35
<b>שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)</b>						
-2.3	-7.5	5.0	0.6	2.9	-0.2	הדולר מול השקל
-1.1	-5.3	5.7	-1.9	1.5	1.4	האירו מול השקל
-1.7	-6.0	5.1	-0.8	1.7	0.6	שער חליפין הנומינלי האפקטיבי

<sup>1</sup> 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.

## 6. שוק הדיור

במהלך המחצית הנסקרת נבלמה עליית מחירי הדירות, ואף ניכרה בהם ירידה. לראשונה מאז שנת 2018 קצב העלייה השנתי של מחירי הדירות הפך לשלילי, ועל פי הנתון שהיה ידוע בסיום המחצית (ספטמבר-אוקטובר) הוא עמד על 1.3%. זאת לעומת הנתון המקביל בסיום המחצית הקודמת, 9.8%, וקצב עלייה שהגיע לשיא של 20% בחודש ספטמבר 2022. במדדים שהתפרסמו בתקופה הנסקרת לא נרשמה עלייה של מחירי הדירות, וזאת לצד המשך מגמת הירידה של מספר העסקאות בדירות.

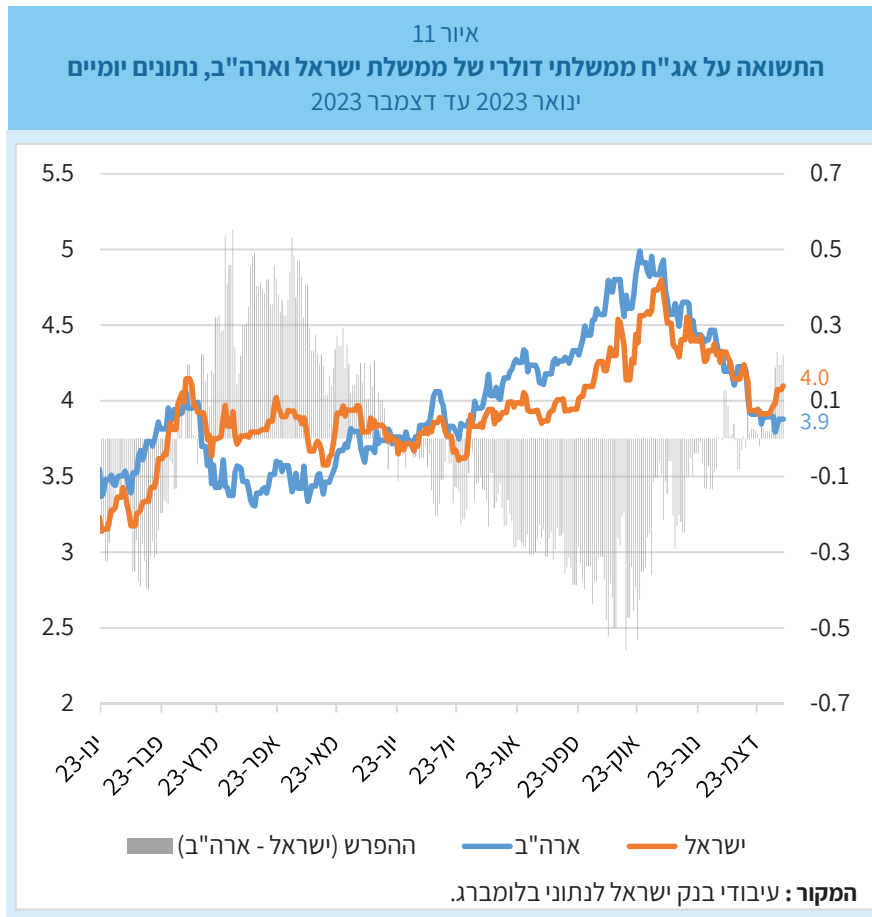
הבלימה בעליית המחירים לוותה בירידה חדה של ביצועי המשכנתאות ומספר העסקות (איור 10). במקביל נרשמה עלייה של מלאי הדירות הלא-מכורות שבידי הקבלנים. התחלות הבנייה והיתרי הבנייה פחתו עוד במהלך הרבעון הראשון של 2023, לאחר שהגיעו לשיא באמצע 2022, אך רמותיהם נותרו גבוהות ביחס לעבר. מגמה דומה ניתן לראות בהתפתחות דמי השכירות: בחודשים אוקטובר ונובמבר הם ירדו ב-0.3% וב-0.8%, בהתאמה, לראשונה מזה שנתיים וחצי. עם זאת, בשונה ממחירי הדירות, קצב העלייה השנתי בסיום המחצית עודנו חיובי, אך הוא התמתן ועומד על 3.9%. הדבר מתבטא במדד שירותי הדיור בבעלות הדיירים שבמדד המחירים לצרכן, הנמדד באמצעות חוזי השכירות החדשים והמתחדשים. את הירידה החודשית של המדד אפשר להסביר באפקט הסולידריות בקרב משכירי דירות, שייתכן כי נמנעו מהעלאת מחירים בתקופת המלחמה.

## 7. הכלכלה העולמית

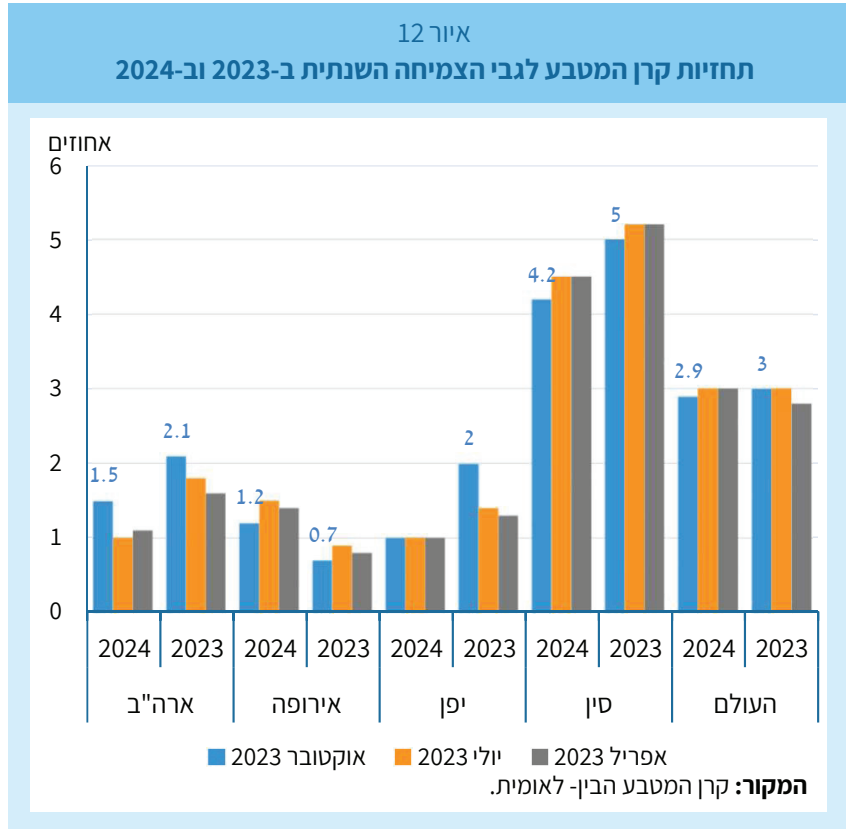
במחצית השנייה של שנת 2023 האטו הבנקים המרכזיים את קצב העלאות הריבית, וכעת נראה שמחזור העלאות הריבית הגיע לסיומו. זאת, בין היתר, על רקע ההתמתנות הנמשכת באינפלציה: תוואי הריבית הצפוי על פי השווקים ירד משמעותית, ועל פיו צפויות מספר הורדות ריבית במהלך שנת 2024. במשקים מפותחים רבים רמת הריבית הריאלית חיובית, וזאת לאחר תקופה ממושכת של רמות שליליות. הגורמים המרכזיים שהשפיעו במהלך התקופה על השווקים והאפיקים השונים היו: העלאות הריבית, תנודתיות במחירי הסחורות, שינויים בשרשראות האספקה והתפתחויות גאו-פוליטיות – בראשן המשך המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, המלחמה במרחב המזרח התיכון והמתחויות בין ארה"ב לסין.

במהלך המחצית השנייה של שנת 2023 נמשכה ההתמתנות של האינפלציה בעולם. התמתנות נרשמה גם באינפלציית הליבה, המנכה את ההשפעות הנובעות משינויי המחיר בסעיפים תנודתיים כגון האנרגיה והמזון. ואולם גם עם סיום המחצית הנסקרת רמות האינפלציה בגושים העיקריים נותרו גבוהות מייעדי הבנקים המרכזיים, וזאת בעיקר בגלל הימשכותם של לחצי ביקוש בענפי השירותים.

**בשווקים - מדדי המניות המובילים בעולם רשמו עליות חדות, בהובלת מניות הטכנולוגיה הגדולות.** עם זאת אופיין המסחר בתנודתיות, על רקע חוסר הוודאות הגבוה, שנבע, בין היתר, מהמשכה של מדיניות מוניטרית מהדקת ומחשש להשלכותיה על הפעילות הריאלית והפיננסית. תשואות האג"ח הממשלתיות ירדו, על רקע שינוי התחזית לריבית על ידי הבנק המרכזי של ארה"ב ואיתותים נוספים, מצד בנקים מרכזיים אחרים, על סיום מחזור העלאות הריבית; זאת, בין היתר, על רקע הגעה לרמות ריביות הנתפסות כמהדקות דיין (איור 11).



הפעילות הכלכלית במדינות המובילות התמתנה בתקופה הנסקרת, וברקע סקטור התעשייה הגלובלי והסחר העולמי ממשיכים להצביע על חולשה. הפעילות הכלכלית בארה"ב הפתיעה לטובה, וזאת בתמיכת עודפי חיסכון אצל משקי הבית, שוקי עבודה הדוקים ועלייה באפקט העושר. בגוש האירו, על רקע חולשה במגזרי הייצור וסחר החוץ, בעיקר בגרמניה, הואט קצב הפעילות הכלכלית. בסין התאוששות חלשה מהצפוי ממשבר הקורונה לצד בעיות מבניות כגון רמות חוב גבוהות, עלייה בחסכון משקי הבית ומשבר משמעותי בסקטור הנדל"ן העיבו על הפעילות בכלכלה השנייה בגודלה בעולם (איור 12).



## ג. התחזית המקרו-כלכלית והערכת הוועדה לגבי התוואי הצפוי

### 1. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות מן המניין בצמידות להודעות הריבית בחודשים יולי 2023, אוקטובר 2023 וינואר 2024. נוסף עליהן פורסמה תחזית שלא מן המניין בנובמבר 2023; זאת עם התבהרות מסוימת של אי-הוודאות ששררה בעת העריכה של תחזית אוקטובר, אשר פורסמה רק כשבועיים לאחר פרוץ המלחמה. תחזית ינואר 2024 נבנתה בהנחה שההשפעה הכלכלית הישירה של המלחמה הגיעה לשיאה ברבעון הרביעי של 2023, ושהמלחמה תימשך עד סוף 2024, אך בעצמות הולכת ופוחתת. בדומה לתחזיות הקודמות, באוקטובר ובנובמבר, התחזית הנוכחית מבוססת על הנחת עבודה שלפיה המלחמה תתרכז בעיקר בחזית הדרומית. על פי התחזית, **התוצר צפוי לצמוח בכל אחת מהשנים 2023 ו-2024 בשיעור של 2%, כמו בתחזית נובמבר, וב-5% בשנת 2025 – כך שפער התוצר צפוי להיסגר בשנה זו.** בשנים 2024 ו-2025 שיעור האבטלה הרחבה בגילי העבודה העיקריים (25–64) צפוי לעמוד בממוצע על 5.3% ו-3.2%, בהתאמה. **האינפלציה השנתית במהלך ארבעת הרבעונים של שנת 2024 צפויה לעמוד על 2.4%, ובמהלך 2025 – על 2%.** התחזית מאופיינת ברמה גבוהה במיוחד של אי-ודאות – בין היתר על רקע אי-ודאות לגבי משך המלחמה והיקפה. ההערכה לגבי תקציב המדינה לשנת 2024 בעת הנוכחית חשופה עדיין לאי-ודאות לגבי ההחלטות שתקבל הממשלה בעניין ההתמודדות התקציבית עם הצרכים הביטחוניים והאזרחיים הנובעים מהמלחמה. לנוכח השפעות המלחמה צפוי כי הפגיעה בפעילות המשקית תוביל לירידה של ההכנסות ממסים, ובמקביל יגדלו הוצאות הממשלה על הביטחון ועל התוכניות לסיוע אזרחי. להערכת החטיבה כל אלו צפויים להתבטא בגידול ניכר של הגירעון בתקציב הממשלה, כפי שפורט בפרק 4 של דוח זה, העוסק במדיניות הפיסקלית (לוח 4).

לוח 4

**תחזיות חטיבת המחקר**

(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם כן צוין אחרת)

2024				2023				
01/24	11/23	10/23	07/23	01/24	11/23	10/23	07/23	
								התחזית לשנים
								תאריך התחזית
2.0	2.0	2.8	3.0	2.0	2.0	2.3	3.0	התמ"ג
3.0	2.0	1.5	3.5	-0.5	-0.5	0.5	3.0	הצריכה הפרטית
-3.0	1.0	0.0	3.0	0.5	2.0	4.0	4.5	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
6.5	1.5	6.5	3.0	9.5	8.5	2.5	2.0	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
0.5	1.5	4.0	2.5	0.0	1.0	-0.5	1.5	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
-4.0	1.0	2.0	4.0	-5.5	-3.0	-6.0	1.5	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)
5.3	4.5	3.6	4.1	4.5	4.3	3.2	3.7	שיעור אבטלה - ממוצע שנתי (גילאי 15-64)
5.7	5.0	3.5	1.5	2.3	3.7	4.0	1.3	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
66.0	66.0	65.0	59.0	62.0	63.0	62.0	60.0	יחס החוב לתוצר
2.4	2.4	2.5	2.4	3.5	3.5	3.3	3.5	האינפלציה <sup>1</sup>
				01/24	11/23	10/23	07/23	תאריך התחזית
				2.4	2.4	3.0	3.0	האינפלציה בשנה הקרובה <sup>2</sup>
				3.75/4.0	3.75/4.0	4.0/4.25	4.75/5.0	הריבית בעוד שנה <sup>3</sup>

<sup>1</sup> הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברביע האחרון של השנה לעומת הממוצע ברביע האחרון של השנה הקודמת.

<sup>2</sup> בארבעת הרביעים שמסתיימים ברביע המקביל בשנה הבאה.

<sup>3</sup> ברביע המקביל בעוד שנה.

המקור: בנק ישראל.

## 2. התוואי הצפוי של האינפלציה והצמיחה

למלחמה השלכות כלכליות משמעותיות על הפעילות הריאלית. מידת אי-הוודאות לגבי משך הלחימה והיקפה הצפויים גדולה מאוד, וזו משליכה גם על מידת הפגיעה בפעילות. בדומה לחטיבת המחקר מעריכה הוועדה כי ההשפעה הכלכלית של המלחמה תתבטא בקצב צמיחה מתון ב-2024, ובהתאוששות והתכנסות למגמת הצמיחה שאפיינה את השנים שלפני 2019 רק ב-2025. בהערכה זו יש מידה גבוהה של אי-ודאות, גם כתוצאה מאי-הוודאות לגבי ההחלטות שתקבל הממשלה בעניין ההתמודדות התקציבית עם הצרכים הביטחוניים והאזרחיים הנובעים מהמלחמה.

בדומה לתחזית של חטיבת המחקר מעריכה הוועדה כי האינפלציה השנתית תתכנס לתוך תחום יעד האינפלציה במהלך השנה הקרובה, ותגיע למרכז היעד, 2%, במהלך 2025.

התנודתיות בשווקים, ובייחוד בשוק המט"ח, במהלך המחצית הנסקרת, ובפרט לאחר פרוץ המלחמה בראשית אוקטובר, הייתה שיקול עיקרי בהחלטות הוועדה שלא להוריד את הריבית ולהשאירה ברמה של 4.75%. בשלהי המחצית היה נראה כי היציבות חוזרת לשווקים, דבר שאיפשר לוועדה, על רקע מגמת ההאטה באינפלציה והפגיעה בפעילות כתוצאה מהמלחמה, להפחית את הריבית בינואר 2024 ל-4.5%. תוואי הריבית העתידי ייקבע בהתאם להמשך התכנסות האינפלציה ליעדה, המשך היציבות בשווקים הפיננסיים, הפעילות הכלכלית והמדיניות הפיסקלית. עם זאת, תוואי הפחתות הריבית שהוועדה מעריכה מתון מזה שמעריך השוק.