



62 | דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2024

תוכן העניינים

4.....	תקציר
5.....	א. צעדי המדיניות
7.....	ב. תנאי הרקע מנוקדת מבטה של הוועדה המוניתרית
7.....	1. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה
10.....	2. סביבת האינפלציה
14.....	3. שער החליפין והשווקים הפיננסיים
16.....	4. המדיניות הפיסקלית
17.....	5. שוק הדיור
18.....	6. הכלכלה העולמית
20.....	ג. התחזית המקרו-כלכלית והערכת הוועדה לגבי התוואי הצפוי
20.....	1. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר
20.....	2. התוואים הצפויים של האינפלציה והצמיחה

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2024

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 – מאז פרסומו של מדד המחירים לצרכן של יולי 2024 (שפורסם בתאריך 15 באוגוסט 2024) ועד לפרסום מדד המחירים לצרכן של נובמבר 2024. שיעור האינפלציה בתקופה זו עלה אל מעל לגבול העליון של היעד וההסברים לכך מובאים בסעיף ב' להלן ("תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית").

דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2024 הוכן בהנחיית הוועדה המוניטרית בידי כלכלנים מחטיבת המחקר של בנק ישראל. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-6 בינואר 2025 וכוללים את מדד המחירים לחודש נובמבר 2024.

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. במחצית הנסקרת כיהנו בוועדה חמישה חברים במקום שישה – שניים מקרב הציבור לעומת שלושה בשגרה.

תקציר

המדיניות המוניטרית: הוועדה המוניטרית הותירה את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.5% בכל החלטותיה במחצית השנייה של 2024. על רקע המשך הלחימה, מדיניות הוועדה המוניטרית מתמקדת בייצוב השווקים והפחתת אי הוודאות, לצד יציבות מחירים ותמיכה בפעילות הכלכלית. תוואי הריבית נקבע בהתאם להתכנסות האינפלציה ליעדה, המשך היציבות בשווקים הפיננסיים, הפעילות הכלכלית והמדיניות הפיסקלית.

הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה: במהלך המחצית השנייה של 2024 חלה עלייה מסוימת בפעילות תוך התאוששות הצריכה הפרטית. לאחר צמיחה במונחים שנתיים של 0.1% ברבעון השני, ברבעון השלישי של 2024 התרחב התוצר ב-3.8% (במונחים שנתיים), אולם רמתו נותרה נמוכה בכ-3.6% ממגמת הצמיחה ארוכת הטווח. חלק ניכר מהפער מוסבר על ידי מגבלות היצע הנובעות בעיקר ממחסור בעובדים – מחסור בעובדים לא-ישראלים, היעדרות עובדים בשל שירות מילואים, ובחלק מהמחצית, מגבלות על התעסוקה באזור הצפון. שוק העבודה נותר הדוק, עם שיעור אבטלה נמוך ושכר נומינלי שעלה במשך התקופה הנסקרת בקצב מתון.

סביבת האינפלציה: בסיום המחצית השנייה של 2024, עמד קצב האינפלציה השנתי על 3.4%, לעומת 2.9% בסיום המחצית הקודמת. ברבעון השלישי של 2024 שיעור האינפלציה עלה, תוך עלייה רוחבית במחירי הרכיבים הסחירים והבלתי-סחירים, ואילו ברבעון הרביעי של 2024 חלה התייצבות. הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים נותרו יציבות יחסית בסביבת הגבול העליון במהלך רוב המחצית, והתמתנו לקראת סיומה. יחד עם זאת, האינפלציה צפויה לעלות במהלך המחצית הראשונה של 2025 – על רקע שינוי מיסוי ובפרט עליית המע"מ, לצד המשך מגבלות ההיצע, בשילוב עודפי ביקוש – וצפויה להתמתן אל תוך היעד במחצית השנייה של השנה.

שער החליפין והשווקים הפיננסיים: במהלך המחצית השנייה של 2024, המסחר בשווקים הפיננסיים המשיך להתאפיין בתנודתיות, שהושפעה בעיקר מההתפתחויות הגיאופוליטיות. השקל נחלש בתחילת התקופה, אך בהמשך התחזק. באופן דומה, פרמיית הסיכון של המשק עלתה משמעותית בתחילת התקופה, אך לקראת סיומה ירדה באופן ניכר – זאת כפי שהיא נמדדת ע"י ה-CDS ומרווחי האג"ח הממשלתיים. יחד עם זאת פרמיית הסיכון עדיין גבוהה ביחס לתקופה שקדמה למלחמה. שוק ההון הישראלי מסכם שנה חיובית עם עליות במדדי המניות העיקריים, ובולט לטובה בהשוואה לשווקים המובילים בעולם. בתקופה הנסקרת סוכנויות הדירוג "מודי'ס" (בספטמבר) ו-S&P (באוקטובר) הורידו פעם נוספת את דירוג האשראי של ישראל והוסיפו אופק דירוג שלילי להמשך.

המדיניות הפיסקלית: במהלך המחצית השנייה של 2024, יעד הגירעון לשנת 2024 נקבע על 7.7 אחוזי תוצר, ולשנת 2025 על 4.4 אחוזי תוצר, תוך הקצאת רזרבה תוספתית מיוחדת של חצי אחוז תוצר שתשמש למקרה של המשך לחימה עצימה. עם זאת, תחזית חטיבת המחקר היא שהגירעון בשנת 2025 צפוי להסתכם ב-4.7 אחוזי תוצר. זאת, על רקע השינויים שחלו בצעדי ההתאמה מאז החלטת הממשלה והערכות לגבי התוספות שיינתנו לתקציב הביטחון במסגרת ועדת נגל. בשנת 2026 צפוי הגירעון לעמוד על 3.2 אחוזי תוצר, בעיקר בשל ירידה בנטל ההוצאה הביטחונית. יחס החוב לתוצר צפוי לעלות לרמה של כ-67% ב-2024, לכ-69% ב-2025, ולרדת בחזרה ל-67% ב-2026. בדיוני הוועדה עלה כי מסגרת התקציב שאושרה בממשלה עם צעדי ההתאמות שאושרו בכנסת – היוו צעדים משמעותיים שתרמו לאמון השווקים במשק הישראלי והביאו להתמתנות פרמיית הסיכון. יחד עם זאת, חשוב כי מסגרת התקציב ל-2025 תאושר ללא שינויים נוספים, ויאומץ תוואי יורד של יחס החוב לתוצר החל משנת 2026 – צעדים אלו יתרמו לשימור אמון השווקים ולחוסן הכלכלי של המשק.

שוק הדיור: הפעילות בענף הבינוי מתאוששת בהדרגה אך המגבלות על הפעילות נוכח המלחמה, בעיקר מגבלות כוח האדם, עדיין משמעותיות. מחירי הדירות המשיכו לעלות במהלך המחצית הנסקרת, וקצב העלייה השנתי עודנו גבוה ועומד על 6.7% (עד ספטמבר-אוקטובר). שיעור העלייה של סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן עמד על 4.1% בסוף

המחצית הנסקרת. מנתוני הלמ"ס לרביע השלישי עולה כי חלה עלייה ביחס לרביע הקודם בנתוני התחלות הבנייה, גמר הבנייה ומספר ההיתרים שניתנו. אולם, בהשוואה לרביע המקביל אשתקד טרם המלחמה – חלה ירידה. חברי הוועדה שבו והדגישו את החשיבות של שמירה על היצע בנייה גבוה לאורך זמן, מעבר לרמתו הנוכחית, על מנת שיתמוך בהתייבבות מחירי הדיור.

הכלכלה העולמית: הפעילות הכלכלית בארה"ב נותרה איתנה בהובלת הצריכה הפרטית. בגוש האירו הצמיחה ברבעון השלישי הפתיעה כלפי מעלה, אך במבט קדימה ההתאוששות בגוש צפויה להיות מתונה. בסין, הצמיחה ברבעון השלישי הפתיעה גם היא כלפי מעלה, אך נתוני הקצה עדיין חלשים יחסית. מגמות האינפלציה בעולם הצביעו בתקופה הנסקרת על התמתנות, אך בארה"ב האינפלציה נותרה דביקה יותר. בתקופה הנסקרת, ה-FED החל בסבב הורדות ריבית שהסתכמו בנקודת אחוז, אך בסיום התקופה תוואי הריבית הצפוי עלה. ה-ECB המשיך בסבב הורדות הריבית.

תחזית חטיבת המחקר: חטיבת המחקר עדכנה את התחזית המקרו-כלכלית שלה במהלך התקופה. תחזית חטיבת המחקר שפורסמה בינואר 2025 גובשה תחת ההנחה שההשפעה הכלכלית הישירה של המלחמה תימשך ברמת עצימות מתונה עד סוף הרביע הראשון של 2025. החטיבה מניחה כי במהלך תקופת התחזית, המגבלות הקיימות בצד ההיצע ידעכו בהדרגה, והביקושים המקומיים יתאוששו בתחילה בקצב מעט מהיר יותר מההיצע. התחזית משקללת גם את השפעתן הצפויה של ההתאמות התקציביות על הפעילות במשק. ההתפתחויות הגיאו-פוליטיות מאז תחזית אוקטובר הפחיתו להערכת החטיבה את הסיכונים כלפי מטה לתחזית הצמיחה. על פי הערכת החטיבה, התוצר צמח בשיעור של 0.6% בשנת 2024, ויצמח בשיעור של 4.0%-4.5% בשנת 2025 ו-2026, בהתאמה. על פי התחזית, האינפלציה השנתית בסוף 2025 תעמוד על 2.6% ועל 2.3% בשנת 2026.

א. צעדי המדיניות

הוועדה המוניטרית הותירה את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.5% בכל החלטותיה במחצית השנייה של 2024. על רקע המשך הלחימה, מדיניות הוועדה המוניטרית מתמקדת בייצוב השווקים והפחתת אי הוודאות, לצד יציבות מחירים ותמיכה בפעילות הכלכלית. תוואי הריבית נקבע בהתאם להתכנסות האינפלציה ליעדה, המשך היציבות בשווקים הפיננסיים, הפעילות הכלכלית והמדיניות הפיסקלית (אזור 1).

בשונה מהמחצית הקודמת, במהלכה האינפלציה השנתית נעה בתוך יעד האינפלציה, במחצית השנייה של 2024 קצב האינפלציה השנתי חרג מהגבול העליון של היעד לצד צפי לעליית מחירים במחצית הראשונה של 2025. נוכח ההתפתחויות, אי הוודאות הגאופוליטית וסיכוני האינפלציה שנטו כלפי מעלה, החליטה הוועדה המוניטרית להותיר על כנה את הריבית המוניטרית. בהחלטות הריבית במהלך כל המחצית הנסקרת חברי הוועדה תמכו פה אחד בהחלטה להותיר את הריבית ברמה של 4.5%.

דיוני הריבית עסקו בעיקר בהשלכות הכלכליות של אי-הוודאות הגיאופוליטית ושל פרמיית הסיכון, ונבחנו ההתפתחויות והשפעותיהן העתידיות האפשריות על סביבת האינפלציה, על רמת הפעילות במשק, על המצב הפיסקלי, על השווקים הפיננסיים ובכללם שוק המט"ח, על שוק העבודה ועל שוק הדיור. חברי הוועדה דנו בהתפתחויות האפשריות להתאמה בין ההיצע והביקוש במשק, ובהשלכות הפוטנציאליות של תהליכים אלו על האינפלציה.

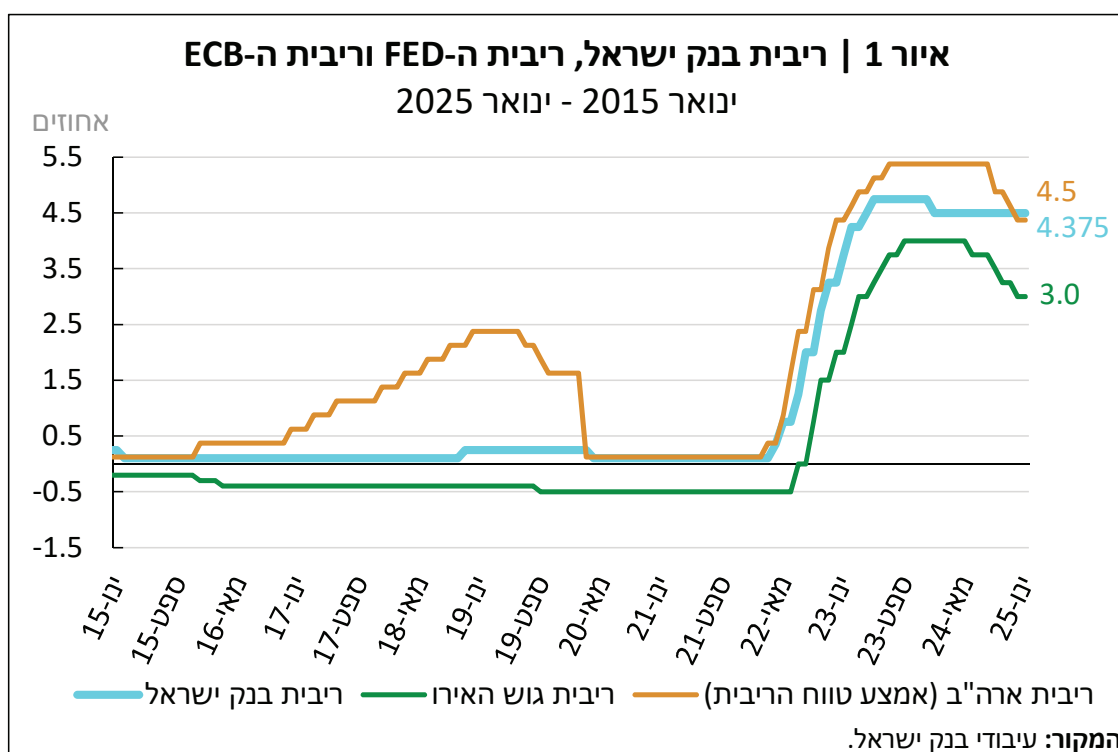
בחלקה הראשון של המחצית הנסקרת גברה אי-הוודאות הגיאופוליטית והמערכה המלחמתית התארכה והתעצמה. כתוצאה מכך הוצאות המלחמה גדלו, עלתה פרמיית הסיכון לצד הורדת דירוג האשראי של ישראל ע"י חברות הדירוג פעם נוספת, ובסביבת האינפלציה הייתה עלייה בהשוואה לרמתה במחצית הקודמת. על רקע אלו, הותירה הוועדה המוניטרית את הריבית על כנה, ותוואי הריבית החזוי עלה.

בחלקה השני של המחצית, על רקע ההתפתחויות הגיאו-פוליטיות ירדה פרמיית הסיכון של המשק, אם כי הרמה עדיין נותרה גבוהה מרמתה טרם המלחמה. שיעור האינפלציה התייצב על כ-3.4% – גבוה מתחום היעד אך יציב לעומת התוואי

העולה בחלקה הראשון של המחצית. להערכת הוועדה, העלאת המיסים בראשית 2025, יחד עם מגבלות ההיצע בשילוב התאוששות הביקושים צפויים להעלות את שיעורי האינפלציה במהלך המחצית הראשונה של 2025. בהמשך, במחצית השנייה של 2025, האינפלציה צפויה להתמתן אל תוך היעד.

במחצית הנסקרת לא נעשה שימוש בכלים המוניטריים הנוספים שהוועדה המוניתרית הפעילה עם פרוץ המלחמה. במחצית הנסקרת לא נעשה שימוש בתוכנית למכירת מט"ח, שהוועדה הפעילה בראשית המלחמה. התכנית הממוקדת של הלוואות מוניטריות לשם הקלה בתנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו מהמלחמה שהפעיל בנק ישראל בראשית המלחמה הגיעה לסיומה בסוף ינואר 2024, ובסיכומה אושרו כ-22 אלף בקשות להלוואות בסכום כולל של כ-8.1 מיליארדי ש"ח.

הפיקוח על הבנקים קידם מספר מתווים לסיוע לציבור ולבעלי העסקים במהלך המחצית הנסקרת. מתווה רוחבי לדחיית החזרי הלוואות של משקי בית לבנקים ולחברות כרטיסי האשראי – מתווה זה הוארך גם במהלך המחצית הנסקרת ביולי ובאוקטובר 2024. נוסף על כך, בדצמבר 2024 גובש מתווה ייעודי לבעלי עסקים הפועלים באזור הצפון במטרה לסייע להם כחלק מהשיקום הכלכלי לקראת החזרה לשגרה.



ב. תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית

1. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה

במהלך המחצית השנייה של 2024 חלה עלייה מסוימת בפעילות תוך התאוששות הצריכה הפרטית. לאחר צמיחה במונחים שנתיים של 0.1% ברבעון השני, ברבעון השלישי של 2024 התרחב התוצר ב-3.8% (במונחים שנתיים), אולם רמתו נותרה נמוכה בכ-3.6% ממגמת הצמיחה ארוכת הטווח. חלק ניכר מהפער מוסבר על ידי מגבלות היצע הנובעות בעיקר ממחסור בעובדים – מחסור בעובדים לא-ישראלים, היעדרות עובדים בשל שירות מילואים, ובחלק מהמחצית, מגבלות על התעסוקה באזור הצפון. שוק העבודה נותר הדוק, עם שיעור אבטלה נמוך ושכר נומינאלי שעלה במשך התקופה הנסקרת בקצב מתון.

קצב הצמיחה הואץ ברביע השלישי של 2024 בהובלת הסקטור העסקי, אולם הפער בין רמת התוצר בפועל למגמה ארוכת הטווח נשאר יציב. לאחר שרמת הפעילות נותרה ללא שינוי ברביע השני, התוצר חזר לצמוח ברביע השלישי (3.8% לעומת 0.1% ברביע השני). הצריכה הפרטית (8.4%) וההשקעה בנכסים קבועים (24.4%, ללא או"מ) הובילו את הצמיחה. עם זאת, רמת התוצר נמוכה בכ-3.6% ממגמתה. להערכת הוועדה, מגבלות היצע בשילוב עודפי הביקוש, צפויים להוביל לכך שהתאוששות הפעילות תלווה בלחצים לעליית מחירים (לוחות 1 ו-2).

אינדיקטורים ראשוניים לרביע הרביעי מצביעים על המשך התאוששות, אולם ללא סגירה משמעותית של הפער מהמגמה. עם זאת, אלה ברובם אינם כוללים את ההתפתחויות לאחר הפסקת האש. נרשמה עליה ניכרת בהוצאה בכרטיסי אשראי והמאזן המצרפי של סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס עלה, אך הוא עודנו נמוך מרמתו טרם המלחמה, ובענפים מסוימים לא ניכר שיפור.

הפסקת האש בצפון משלהי נובמבר והירידה בעצמות הלחימה בדרום צפויות לתמוך בהתאוששות הפעילות במשך. בדצמבר שוחרר ממילואים כ-0.7% מכוח העבודה – כאשר בנובמבר שיעור הנעדרים זמנית בגלל מילואים היה גבוה יחסית ועמד על כ-1.4%. חזרתם של משרתי המילואים למקומות עבודתם צפויה להקל על מגבלות היצע, להאיץ את התאוששת הפעילות ולקרב את רמתה אל קו המגמה.

מנגד, התאוששות איטית של ענף הבינוי עלולה להעיב על קצב ההתאוששות. חלק ניכר מהפער של התוצר ממגמתו נובע מענף הבינוי. בענף הבינוי צפוי גידול משמעותי בביקוש בשל הצורך לשקם מבני מגורים ותשתיות באזורי העימות, אולם ללא גידול משמעותי בתשומת העבודה בענף, מגבלות היצע בו יוחמרו.

שוק העבודה ממשיך להיות הדוק. יחס המשרות הפנויות למובטלים המשיך לעלות באוקטובר, והוא מצוי ברמה גבוהה. שחרור המילואים בדצמבר צפוי להקל במידה מסוימת על הדיקות שוק העבודה. שיעור ההשתתפות בשוק העבודה (גילי 15+) יציב יחסית מתחילת השנה ברמה הנמוכה מרמתו ערב המלחמה. על אף שוק העבודה ההדוק והתכווצות היצע העבודה, השכר הנומינאלי עלה בקצב מתון במהלך המחצית, והשכר הריאלי אמנם גבוה מרמתו ערב המלחמה, אך עדיין נותר פער ממגמתו ארוכת הטווח (איורים 2 א', ו-2 ב').

במהלך המחצית עקבו חברי הוועדה אחרי מגבלות היצע והביקוש על מנת להעריך את השפעותיהן על הענפים השונים. מסקר מגמות של הלמ"ס עולה כי מגבלת העובדים דומיננטית בענפי הבינוי, השירותים העסקיים והתעשייה, ואילו מגבלת הביקוש דומיננטית במלונאות, תחבורה, מסחר, ומידע ותקשורת (איור 3).

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

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

ההחלטה לחודש	27/05/2024	08/07/2024	28/08/2024	09/10/2024	25/11/2024	06/01/2024
2024Q1	14.1	14.4	17.3	17.2	16.6	16.8
2024Q2			1.2	0.7	0.3	0.1
2024Q3					3.8	3.8
2024Q1	21.0	21.3	25.5	25.4	26.2	26.3
2024Q2			-1.9	-2.7	-0.5	-0.9
2024Q3					5.4	4.7
2024Q1	26.3	26.9	23.5	23.4	24.2	24.4
2024Q2			12.0	11.4	13.2	13.1
2024Q3					8.6	8.4
2024Q1	49.2	48.5	34.7	34.2	46.2	46.6
2024Q2			1.1	4.0	8.5	8.5
2024Q3					21.8	23.3
2024Q1	-10.4	-5.5	0.0	0.1	1.3	1.2
2024Q2			-7.1	-8.3	-5.9	-5.7
2024Q3					5.2	4.7
2024Q1	13.9	17.0	17.0	17.4	17.3	17.2
2024Q2			-7.3	-5.7	-3.1	-3.3
2024Q3					26.7	26.1

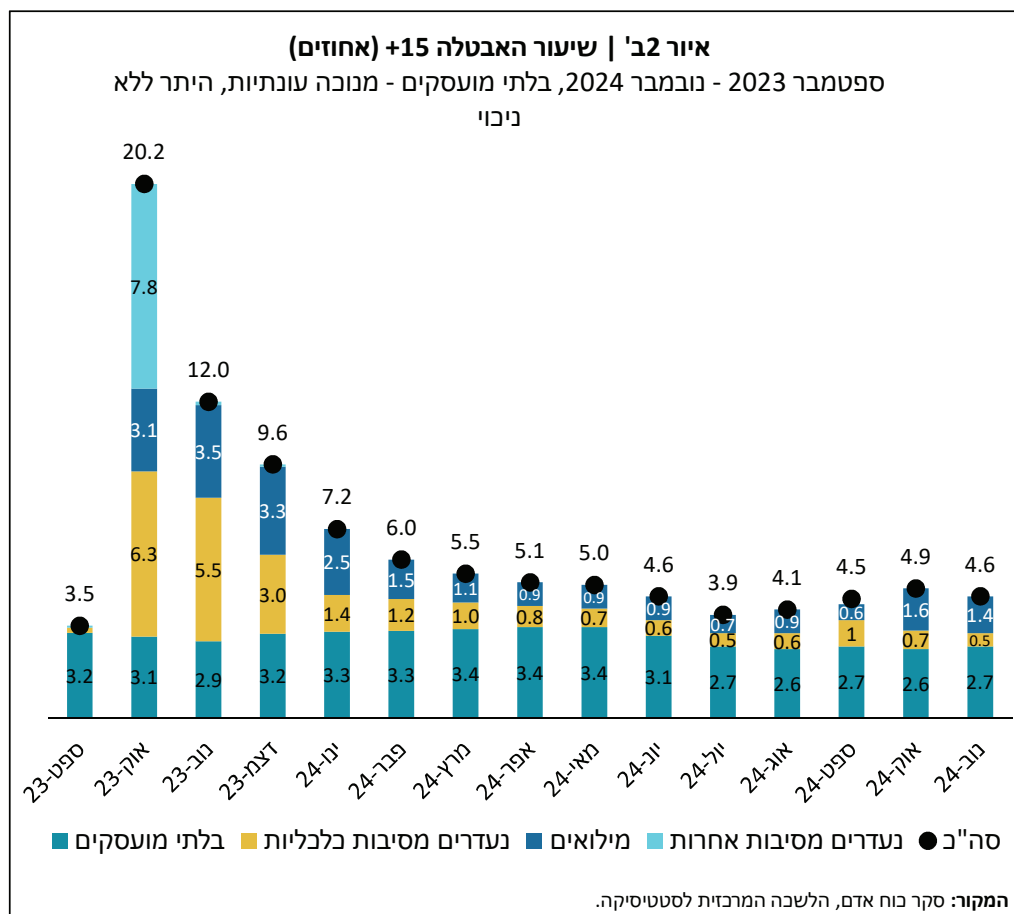
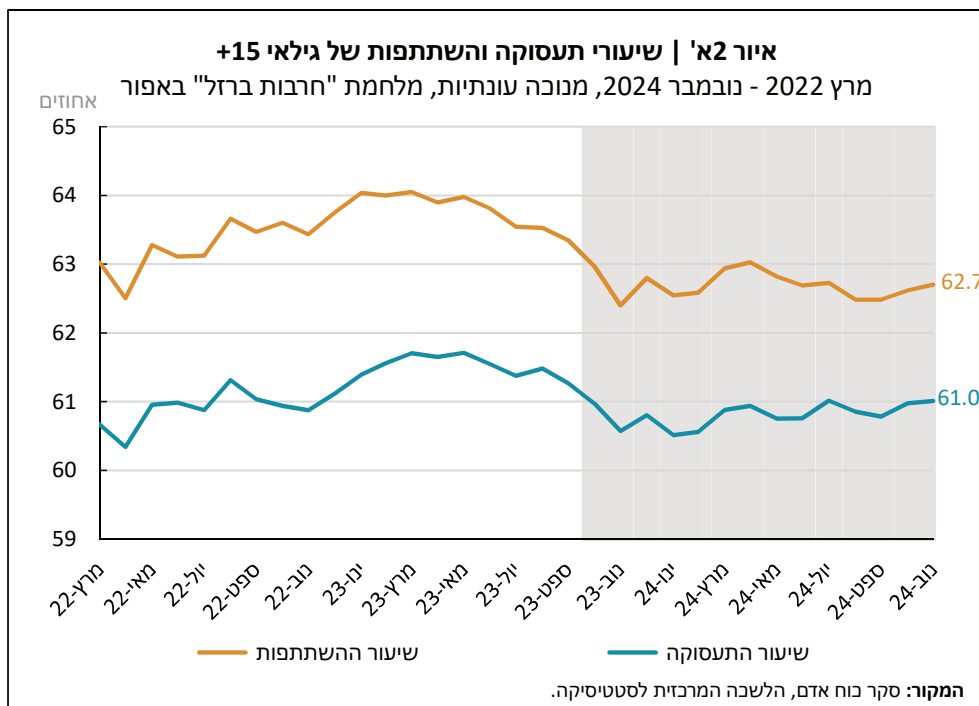
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ובידודי בנק ישראל.

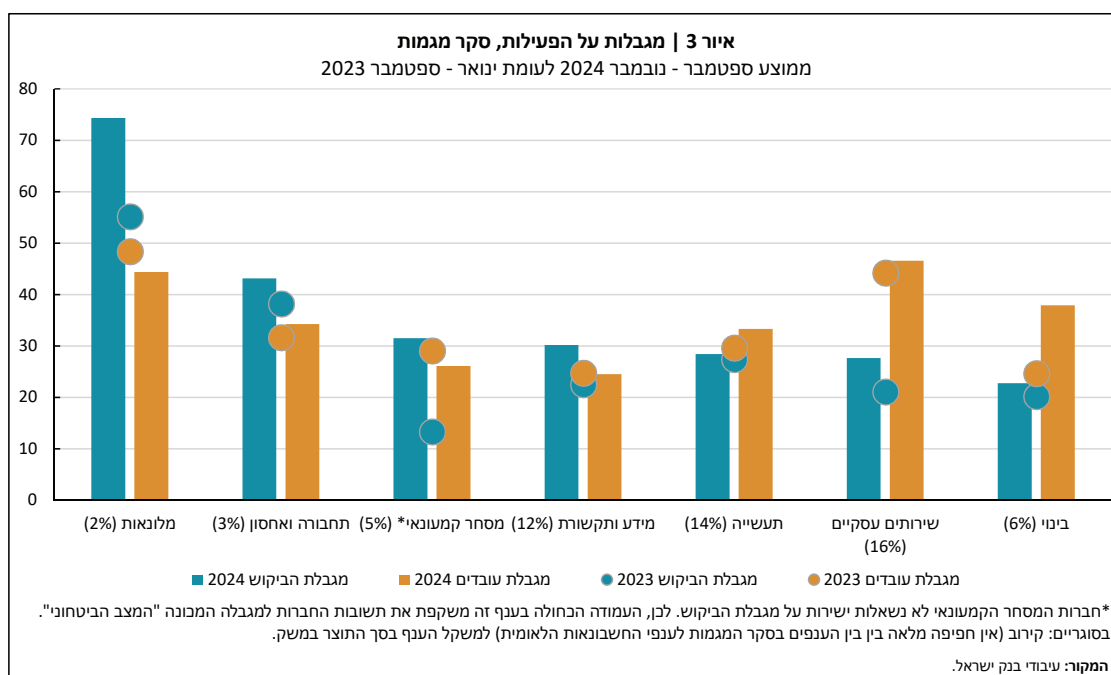
לוח 2 | התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

	2021	2022	2023	2023/2	2023/3	2023/4	2024/1	2024/2	2024/3
התוצר המקומי הגולמי	9.5	6.4	2.0	2.7	-0.1	-20.8	16.6	0.3	3.8
התוצר של המגזר העסקי	11.6	7.5	1.2	2.2	-1.9	-32.5	26.2	-0.5	5.4
היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים	18.6	12.3	-7.2	-8.9	-8.1	-32.8	17.3	-3.1	26.7
הצריכה הפרטית	11.3	7.4	-0.9	-0.6	-1.0	-24.2	24.2	13.2	8.6
מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא	10.6	7.3	0.0	-0.5	1.0	-24.7	28.4	7.3	9.0
הצריכה הציבורית	5.1	0.2	8.0	3.3	7.9	85.8	-0.7	-0.4	-10.8
מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני	4.6	1.0	7.2	6.3	4.1	81.0	-5.7	-2.3	-8.6
ההשקעה המקומית הגולמית	15.0	13.0	-2.8	5.1	-5.3	-67.8	69.1	-23.9	49.4
מזה: בנקסים קבועים	14.1	10.8	-1.4	5.0	-0.2	-67.9	46.2	8.5	21.8
היצוא ללא יהלומים	13.5	9.4	0.0	1.4	2.6	-20.9	-5.1	-8.1	7.0
מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק	12.1	9.5	-0.2	1.1	1.3	-24.2	1.3	-5.9	5.2

המקור: עיבודי בנק ישראל על נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



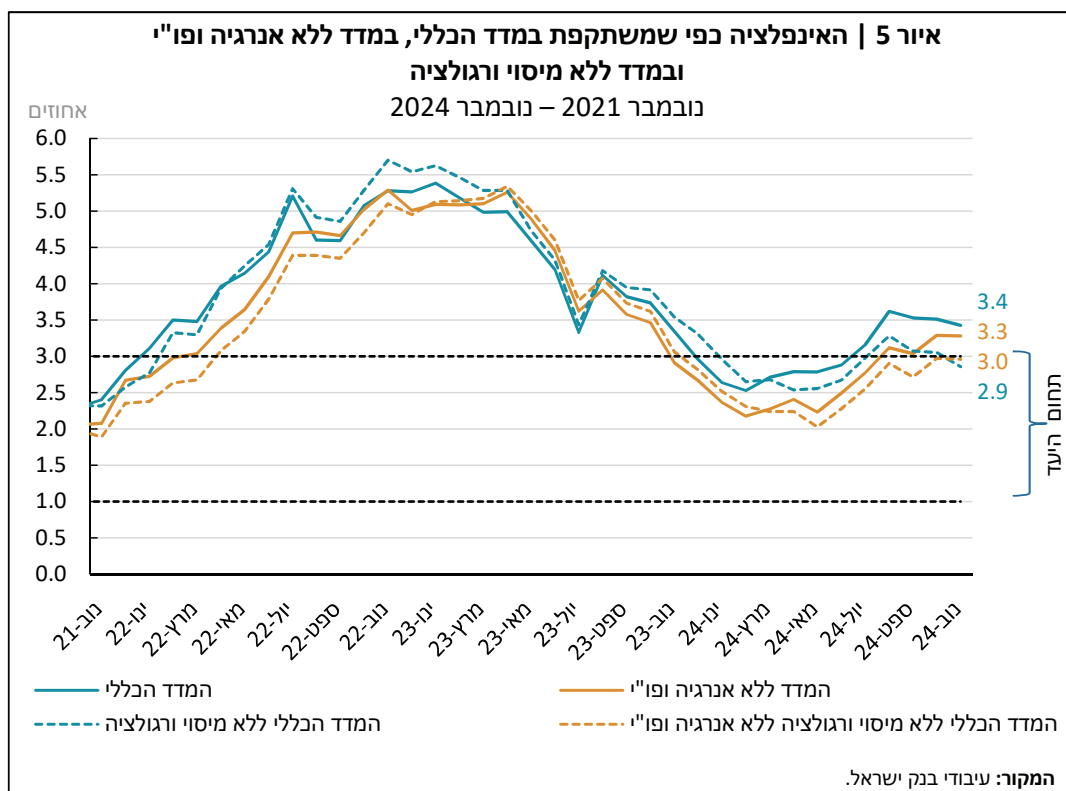
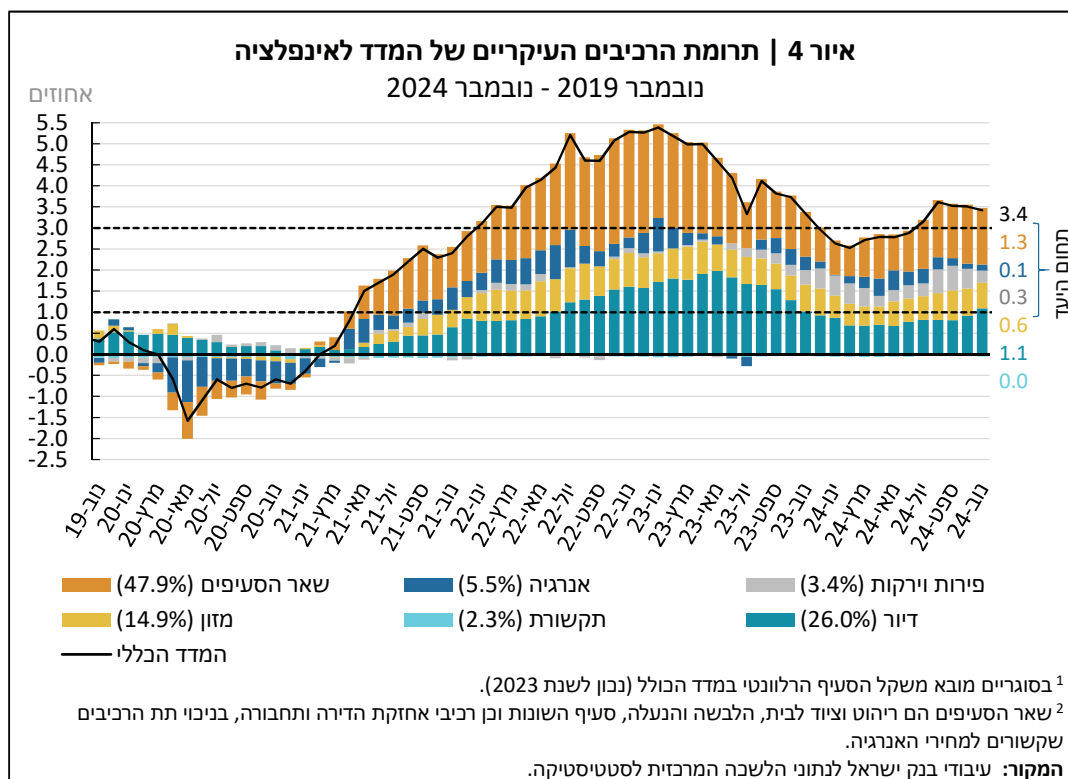


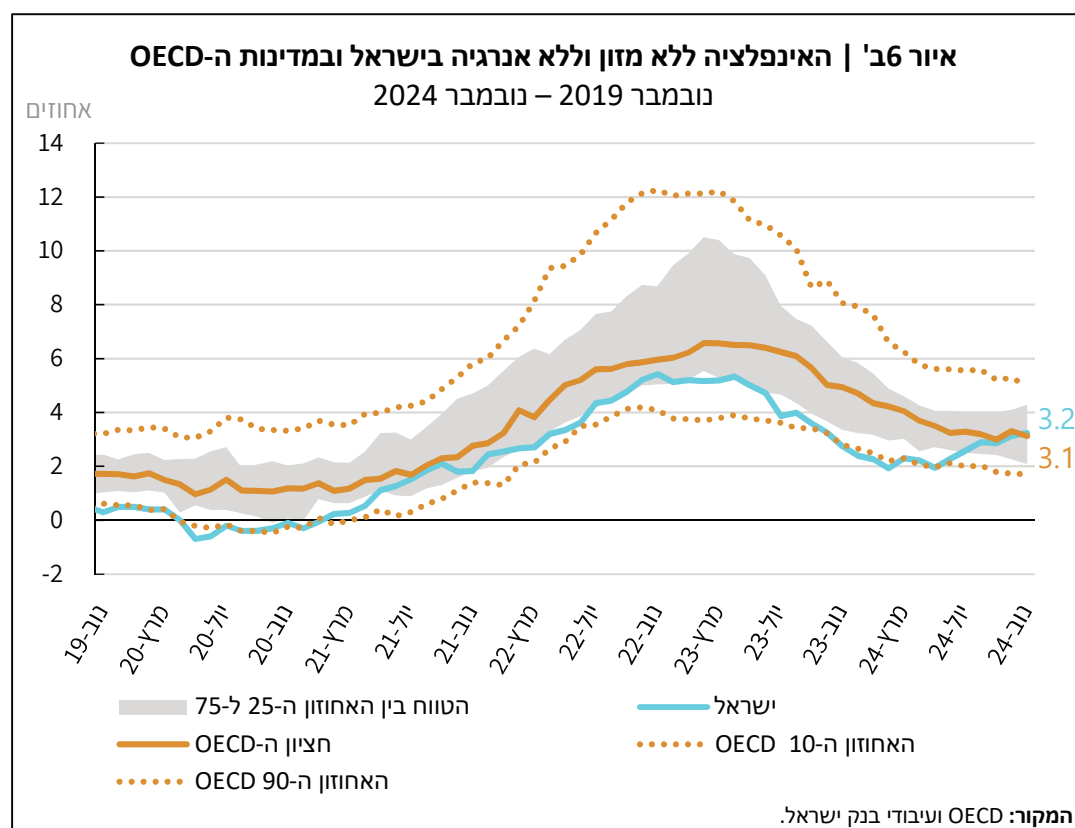
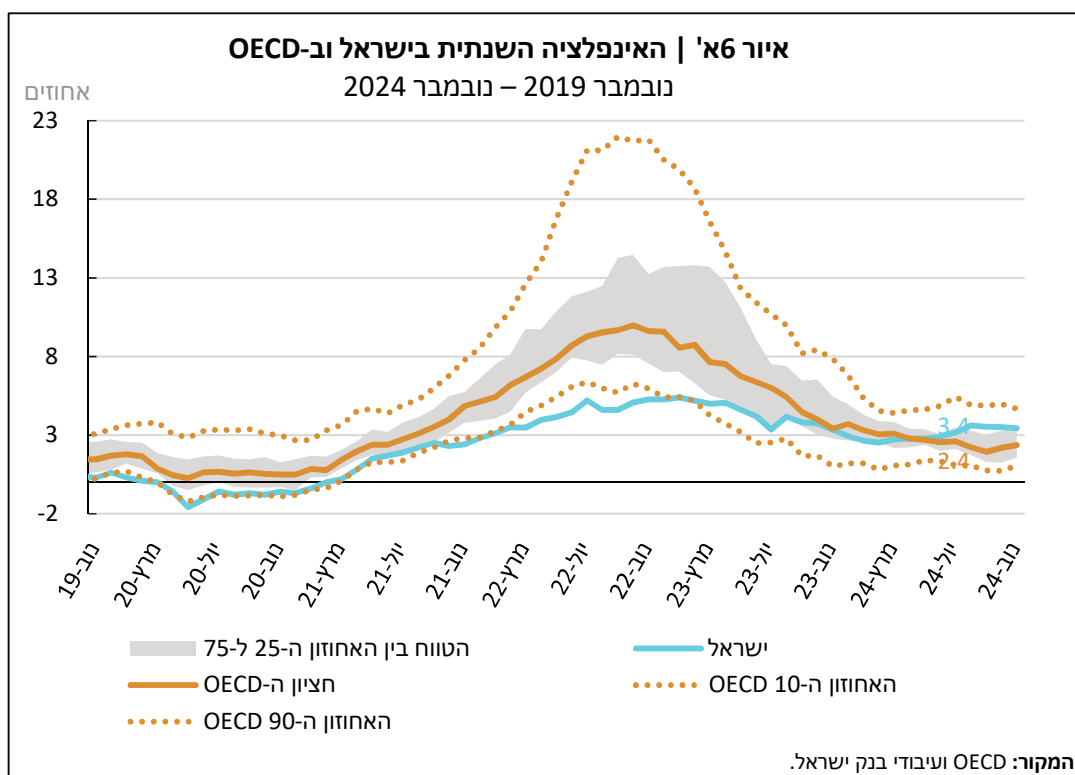
2. סביבת האינפלציה

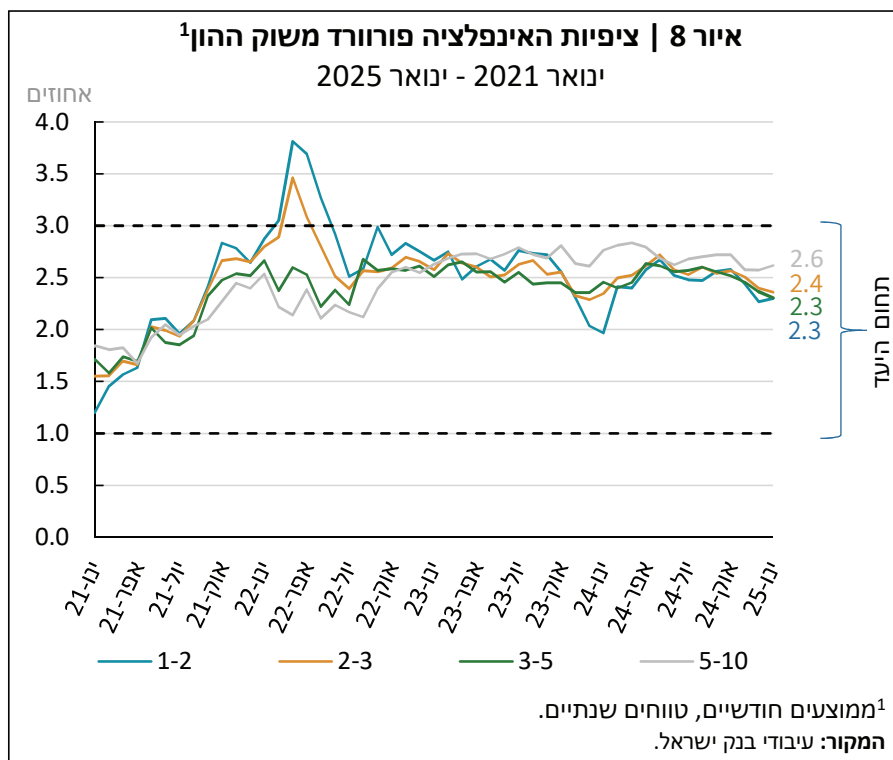
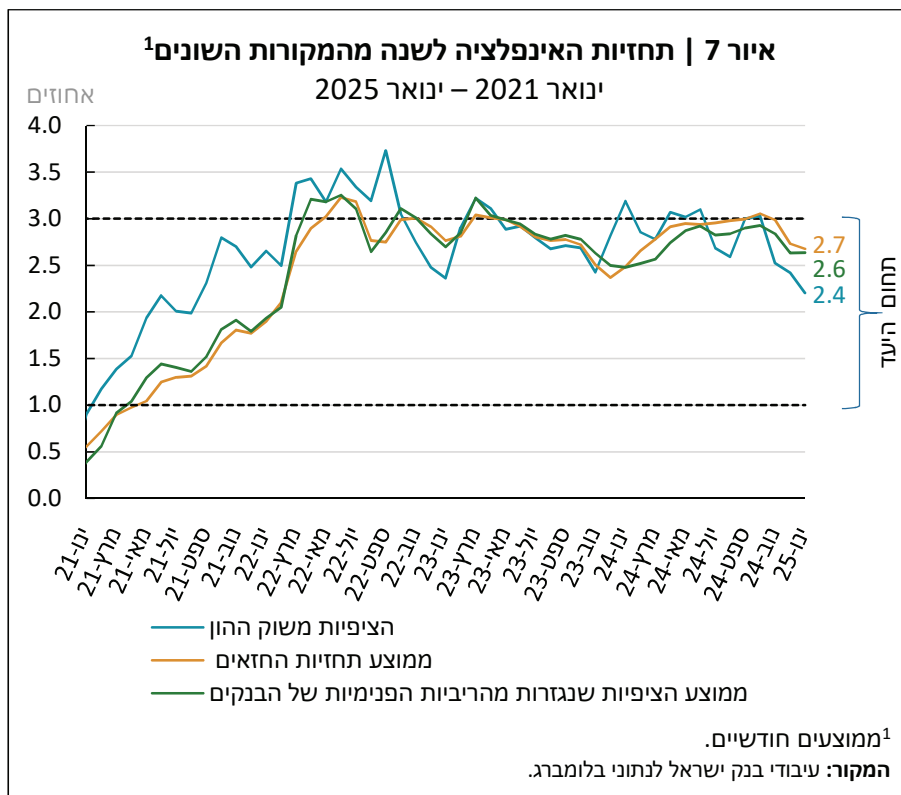
בסיום המחצית השנייה של 2024, עמד קצב האינפלציה השנתי על 3.4%, לעומת 2.9% בסיום המחצית הקודמת. ברבעון השלישי של 2024 שיעור האינפלציה עלה, תוך עלייה רוחבית במחירי הרכיבים הסחירים והבלתי-סחירים, ואילו ברבעון הרביעי של 2024 חלה התייצבות. הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים נותרו יציבות יחסית בסביבת הגבול העליון במהלך רוב המחצית, והתמתנו לקראת סיומה (איור 4). יחד עם זאת, האינפלציה צפויה לעלות במהלך המחצית הראשונה של 2025 – על רקע שינויי מיסוי ובפרט עליית המע"מ, לצד המשך מגבלות ההיצע, בשילוב עודפי ביקוש – וצפויה להתמתן אל תוך היעד במחצית השנייה של השנה. קצב האינפלציה השנתי בניכוי אנרגיה ופז"י עמד על 3.3% במדד נובמבר (איור 5). התייצבות קצב עליית המחירים כוללת הן את מחירי המוצרים הסחירים והן את הלא סחירים (ללא דיור).

מגמת האינפלציה בישראל במהלך המחצית הנסקרת, שונה ממגמתה בעולם. בעוד במהלך המחצית הנסקרת עלה קצב האינפלציה השנתי בישראל, במשקים העיקריים בעולם הוא ירד. כך שבסיום המחצית קצב האינפלציה השנתי בישראל עמד על רמה גבוהה יותר מחציון ה-OECD בשונה מהמחציות הקודמות (איורים 6 א' ו-6 ב').

ממוצע תחזיות האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים של החזאים החיצוניים והציפיות לאינפלציה מכל המקורות ירדו בעיקר בשלהי המחצית הנסקרת, והן עומדות על רמה של בין כ-2.4% עד כ-2.7% (איור 7). על פי תחזיות החזאים לתוואי האינפלציה השנתית במהלך השנה הקרובה היא צפויה לעלות עד לרמה של כ-4.0% בראשית 2025, בעיקר בשל עליית המע"מ, ולאחר מכן לרדת בהדרגה אל תחום היעד. התאוששות הביקוש בקצב מהיר מההיצע מהווה גורם סיכון להתייצבות האינפלציה בתחום היעד. הציפיות לשנה השנייה ואילך המשיכו לשהות בתוך תחום היעד (איור 8). להערכת הוועדה קיימים מספר סיכונים להאצה אפשרית באינפלציה: ההתפתחויות הגיאופוליטיות והשפעותיהן על הפעילות במשק, מגבלות היצע מתמשכות, תנודתיות בשקל, וההתפתחויות הפיסקליות.



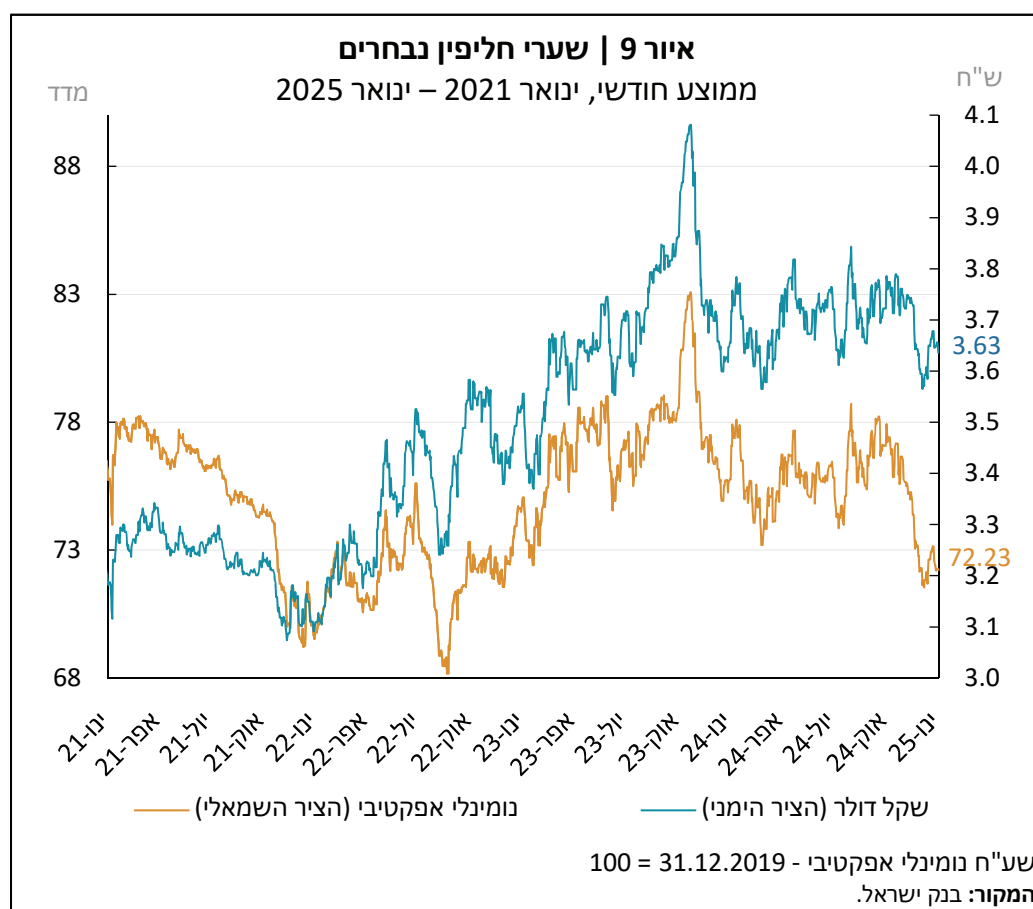




3. שער החליפין והשווקים הפיננסיים

במהלך המחצית השנייה של 2024, המסחר בשווקים הפיננסיים המשיך להתאפיין בתנודתיות, שהושפעה בעיקר מההתפתחויות הגיאופוליטיות. השקל נחלש בתחילת התקופה, אך בהמשך התחזק. באופן דומה, פרמיית הסיכון של המשק עלתה משמעותית בתחילת התקופה, אך לקראת סיומה ירדה באופן ניכר – זאת כפי שהיא נמדדת ע"י ה-CDS ומרווחי האג"ח הממשלתיות. יחד עם זאת פרמיית הסיכון עדיין גבוהה ביחס לתקופה שקדמה למלחמה. שוק ההון הישראלי מסכם שנה חיובית עם עליות במדדי המניות העיקריים, ובולט לטובה בהשוואה לשווקים המובילים בעולם. בתקופה הנסקרת סוכנויות הדירוג "מודי'ס" (בספטמבר) ו-S&P (באוקטובר) הורידו פעם נוספת את דירוג האשראי של ישראל והוסיפו אופק דירוג שלילי להמשך.

במהלך התקופה הנסקרת נותר הסיכון לפעילות הכלכלית ברמה גבוהה על רקע המצב הביטחוני והשלכותיו על הפעילות הכלכלית שנותרה ברמה נמוכה מהמגמה ארוכת הטווח. במקביל, צורכי המימון של הממשלה ועלותם גדלו. סוכנויות דירוג האשראי כאמור הפחיתו את הדירוג של ישראל והותירו אופק שלילי לתחזיות הדירוג. עם זאת, לקראת תום התקופה הנסקרת ירדו פרמיית הסיכון ועלויות מימון החוב, על רקע התמתנות בהערכות הסיכון הגיאופוליטי ושיפור הסנטימנט כלפי השווקים המקומיים. מדדי המניות המקומיים עלו ברביע האחרון של השנה וצמצמו חלקית את ביצועי החסר שהצטברו מתחילת 2023, המשקפים עדיין רמת תמחור נמוכה ביחס לרווחיות החברות וביחס למדדי מניות בעולם. שיעורי הפיגור בהחזרי האשראי נותרו יציבים, והוצאות הבנקים להפסדי אשראי ירדו.



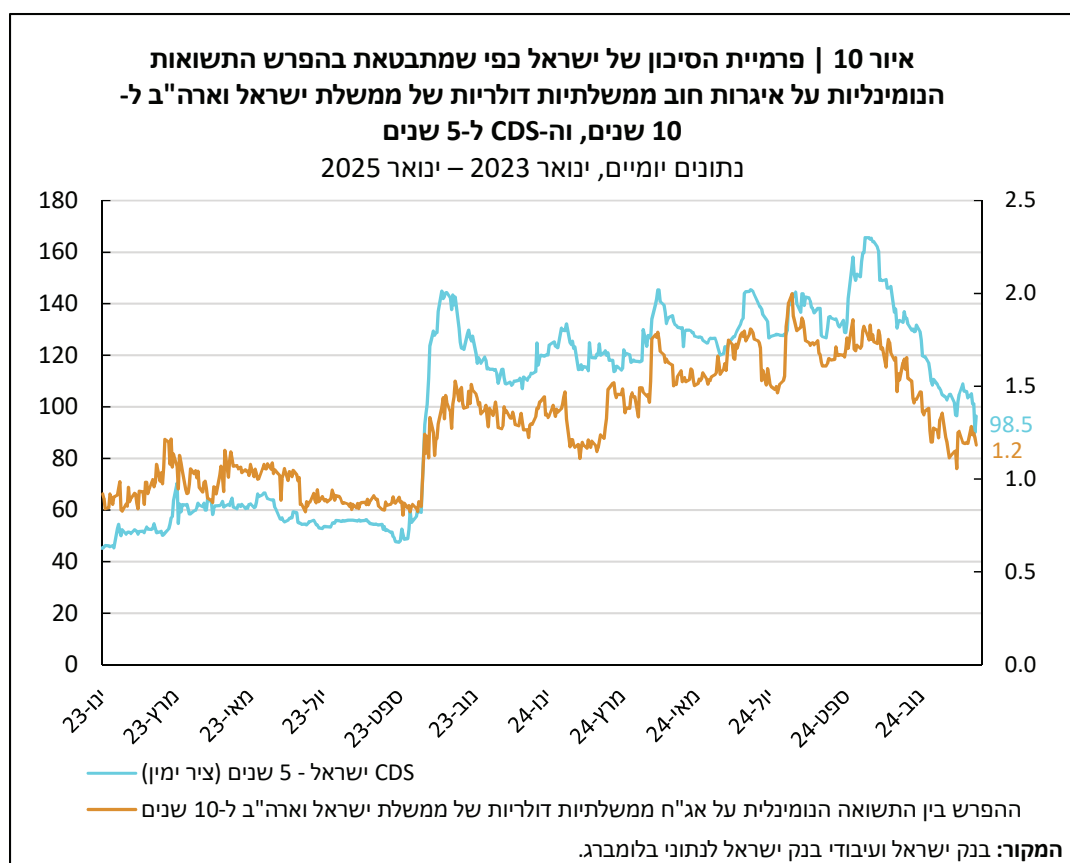
ברבעון הרביעי של 2024 התחזק השקל משמעותית, לאחר ששמר על רמתו ברבעון השלישי. מגמת הייסוף התחזקה עם כניסת הפסקת האש לתוקפה בסוף נובמבר (איור 9, לוח 3). נראה שהירידה בפרמיית הסיכון של ישראל התבטאה גם בייסוף השקל (איור 10).

האשראי העסקי המשיך להתרחב במהלך המחצית בהובלת האשראי לעסקים גדולים, וענף הבינוי והנדל"ן. ברבעון הרביעי של 2024 חלה עלייה חדה גם בהיקף האשראי לענף השירותים הפיננסיים. עלות האשראי לעסקים זעירים עלתה לצד עליה בפיגורים של עסקים אלו; שיעור האשראי בפיגור נותר יציב יחסית בחצי השנה האחרונה. האשראי שמגויס דרך אג"ח תאגידיות צמח גם הוא במהלך המחצית, כאשר הצמיחה מלווה בירידה מתמשכת במרווחים, שהגיעו לרמות נמוכות היסטורית (לוח 3).

לוח 3 | ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

12/24	11/24	10/24	09/24	08/24	07/24	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	תשואות מק"ם ל-3 חודשים
4.2	4.3	4.4	4.2	4.1	4.2	תשואות מק"ם לשנה
4.3	4.5	4.7	4.6	4.4	4.6	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
4.5	4.7	4.9	4.9	4.8	4.9	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים
4.8	5.1	5.4	5.4	5.2	5.4	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
1.8	1.8	1.3	1.2	1.5	1.5	תשואות אג"ח צמודות לשנה
1.9	2.0	2.0	1.9	1.8	1.9	תשואות אג"ח צמודות ל-5 שנים
2.0	2.2	2.2	2.2	2.1	2.2	תשואות אג"ח צמודות ל-10 שנים
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות						
1.2	1.1	1.1	1.3	1.3	1.3	בדירוג AA (נקודות אחוז) 1
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
6.5	4.0	5.1	1.9	4.4	3.2	מדד המניות הכללי
5.9	2.6	3.8	1.5	4.0	1.4	מדד ת"א 35
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
0.1	-1.9	0.1	1.5	-2.9	0.2	הדולר מול השקל
-1.4	-4.7	-2.7	2.4	-0.6	1.5	האירו מול השקל
-1.0	-3.5	-1.7	2.2	-1.9	0.8	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

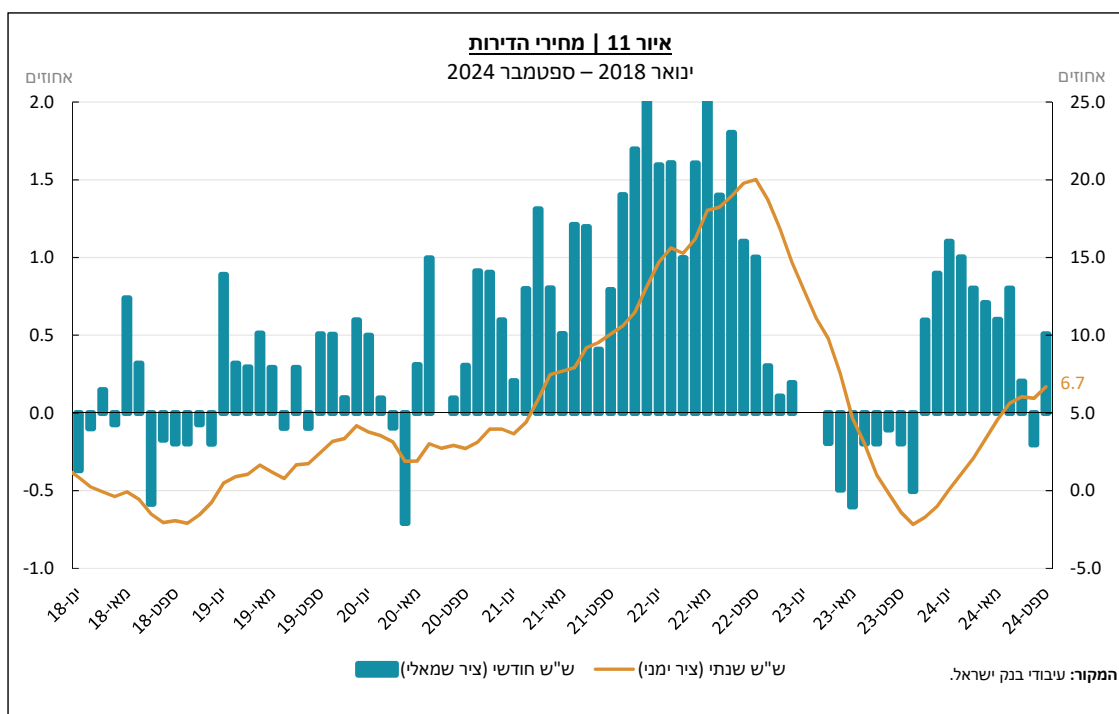
במהלך המחצית השנייה של 2024, יעד הגירעון לשנת 2024 נקבע על 7.7 אחוזי תוצר, ולשנת 2025 על 4.4 אחוזי תוצר, תוך הקצאת רזרבה תוספתית מיוחדת של חצי אחוז תוצר שתשמש למקרה של המשך לחימה עצימה. עם זאת, תחזית חטיבת המחקר היא שהגירעון בשנת 2025 צפוי להסתכם ב-4.7 אחוזי תוצר. זאת, על רקע השינויים שחלו בצעדי ההתאמה מאז החלטת הממשלה והערכות לגבי התוספות שיינתנו לתקציב הביטחון במסגרת ועדת נגל. בשנת 2026 צפוי הגירעון לעמוד על 3.2 אחוזי תוצר, בעיקר בשל ירידה בנטל ההוצאה הביטחונית. יחס החוב לתוצר צפוי לעלות לרמה של כ-67% ב-2024, לכ-69% ב-2025, ולרדת בחזרה ל-67% ב-2026. בדיוני הוועדה עלה כי מסגרת התקציב שאושרה בממשלה עם צעדי ההתאמות שאושרו בכנסת – היוו צעדים משמעותיים שתרמו לאמון השווקים במשק הישראלי והביאו להתמתנות פרמיית הסיכון. יחד עם זאת, חשוב כי מסגרת התקציב ל-2025 תאשר ללא שינויים נוספים, ויאומץ תוואי יורד של יחס החוב לתוצר החל משנת 2026 – צעדים אלו יתרמו לשימור אמון השווקים ולחוסן הכלכלי של המשק.

הגירעון בתקציב ב-12 החודשים האחרונים (דצמבר 2023 – נובמבר 2024) הסתכם ב-7.7% תוצר. בספטמבר הגירעון המצטבר הגיע לשיא של 8.5% תוצר מכיוון שהוא כלל לראשונה 12 חודשים של הוצאות מלחמה מוגברות. באוקטובר הגירעון המצטבר החל לרדת בשל התאוששות רכיב ההכנסות חזרה לרמתו ערב המלחמה לצד התייצבות של ההוצאה המצטברת במונחי תוצר. ההוצאה המצטברת בניכוי הוצאות המלחמה הייתה יציבה לאורך השנה והגירעון המצטבר ללא הוצאות המלחמה נע סביב 3 אחוזי תוצר וירד בחודשים האחרונים לסביבה של 2 אחוזי תוצר. יחד עם זאת, ההמלצה של ועדת נגל להגדיל את תקציב הביטחון, טרם באה לידי ביטוי.

5. שוק הדיור

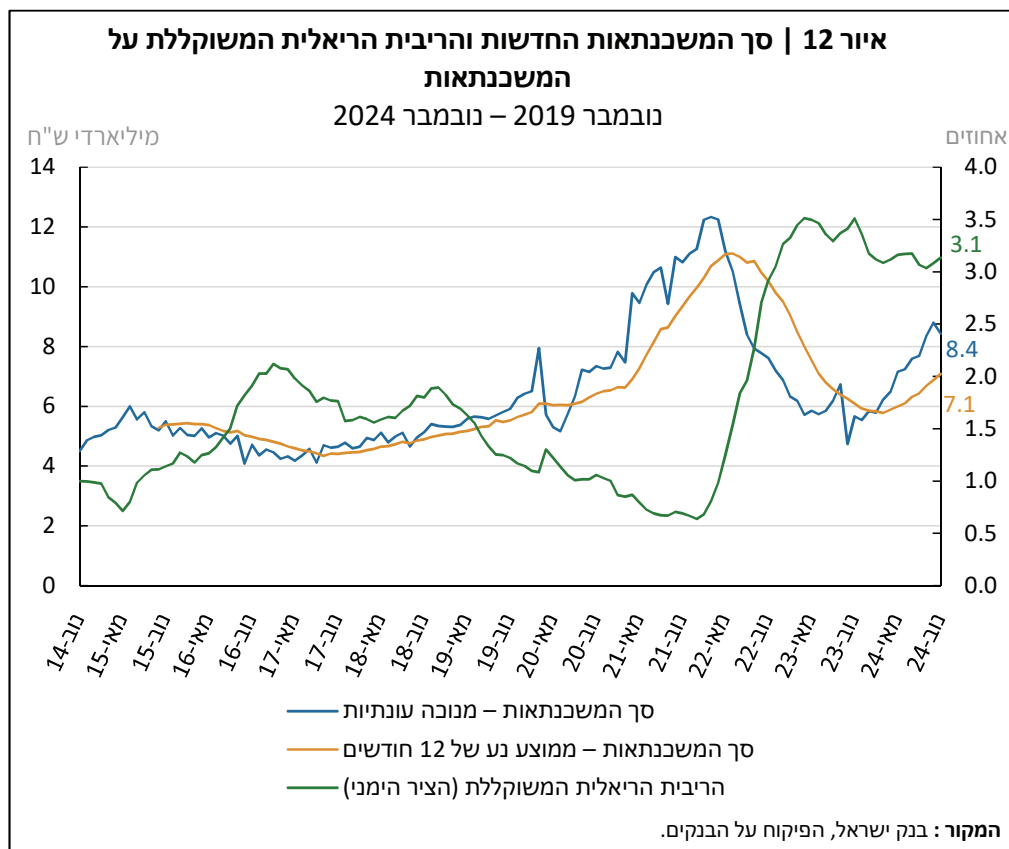
הפעילות בענף הבינוי מתאוששת בהדרגה אך המגבלות על הפעילות נוכח המלחמה, בעיקר מגבלות כוח האדם, עדיין משמעותיות. מחירי הדירות המשיכו לעלות במהלך המחצית הנסקרת, וקצב העלייה השנתי עודנו גבוה ועומד על 6.7% (עד ספטמבר-אוקטובר). שיעור העלייה של סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן עמד על 4.1% בסוף המחצית הנסקרת. מנתוני הלמ"ס לרביע השלישי עולה כי חלה עלייה ביחס לרביע הקודם בנתוני התחלות הבנייה, גמר הבנייה ומספר ההיתרים שניתנו. אולם, בהשוואה לרביע המקביל אשתקד טרם המלחמה – חלה ירידה. חברי הוועדה שבו והדגישו את החשיבות של שמירה על היצע בנייה גבוה לאורך זמן, מעבר לרמתו הנוכחית, על מנת שיתמוך בהתייצבות מחירי הדיור.

הקצב החודשי של עליית מחירי הדירות במהלך המחצית התמתן לעומת המחצית הקודמת. מחירי הדירות חזרו לעלות במדד ספטמבר-אוקטובר שעלה ב-0.5%, וזאת לאחר שני מדדים אפסיים. ב-12 החודשים האחרונים עליית מחירי הדירות הסתכמה ב-6.7% (איור 11). מניתוח של חטיבת המחקר עולה כי עליית מחירי דירות יד שניה היא שהובילה את עליית מחירי הדירות בשנה האחרונה. ניכרה התאוששות של כמות העסקאות בדירות מהשפל אליו הגיעה עם פרוץ המלחמה, והיא מצויה מעט מתחת למגמתה.



חלה עליה בהיקף משכנתאות תוך עליה בריבית במרבית המסלולים. המסלול הפופולרי ביותר הוא המסלול הלא צמוד בריבית קבועה (כ-30% מהביצועים). בשקלול המסלולים השונים הריבית הנומינלית הממוצעת על משכנתאות עומדת על כ-5.1%. מדדי הסיכון של המשכנתאות החדשות ממשיכים להיות גבוהים: שיעור המשכנתאות עם LTV הגבוה מ-60% וגם PTI הגבוה מ-30%, הגיע בנובמבר לשיא של כ-25% מהביצועים. גם הלוואות הבולט ממשיכות לעלות וחלקן מסך המשכנתאות החדשות הגיע בנובמבר לכ-18% (איור 12).

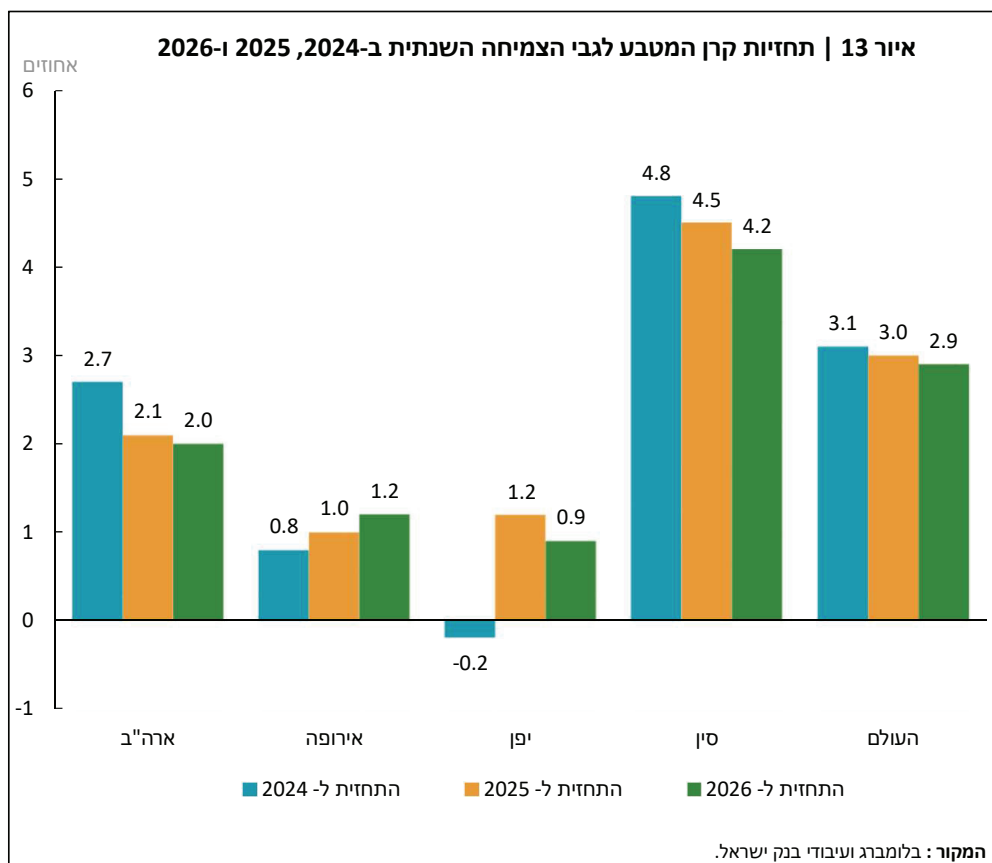
סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן – המבטא את עלויות שכר הדירה – עלה בקצב מתון יחסית במהלך המחצית הנסקרת, אך קצב עלייתו השנתי קפץ בנובמבר (מ-2.9% ל-4.0%) בעיקר בשל השפעת קצה (יציאת מדד נמוך, -0.7%). בהשוואה של קצב עלייתו בשלושת החודשים האחרונים לעלייתו בחצי השנה האחרונה, ניכרה בו התייבבות.



6. הכלכלה העולמית

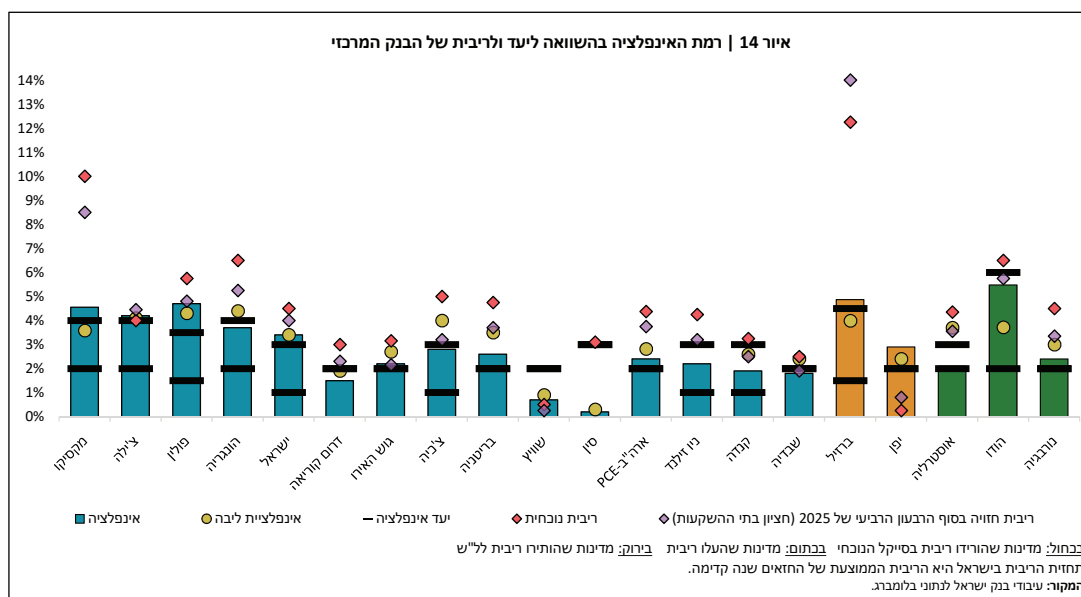
הפעילות הכלכלית בארה"ב נותרה איתנה בהובלת הצריכה הפרטית. בגוש האירו הצמיחה ברבעון השלישי הפתיעה כלפי מעלה, אך במבט קדימה ההתאוששות בגוש צפויה להיות מתונה. בסין, הצמיחה ברבעון השלישי הפתיעה גם היא כלפי מעלה, אך נתוני הקצה עדיין חלשים יחסית (איור 13). מגמות האינפלציה בעולם הצביעו בתקופה הנסקרת על התמתנות, אך בארה"ב האינפלציה נותרה דביקה יותר. בתקופה הנסקרת, ה-FED החל בסבב הורדות ריבית שהסתכמו בנקודת אחוז, אך בסיום התקופה תוואי הריבית הצפוי עלה. ה-ECB המשיך בסבב הורדות הריבית.

מגמת האינפלציה בישראל במהלך המחצית שונה ממגמתה בעולם – בעוד במהלך המחצית הנסקרת עלה קצב האינפלציה השנתי בישראל, קצב האינפלציה בעולם התמתן. בארה"ב קצב השינוי השנתי של מדד המחירים לצרכן (CPI) עמד על 2.7% בסיום המחצית, ובגוש האירו הוא עמד על 2.2%.



בנק ישראל היה מהראשונים בעולם שהחליט להפחית את הריבית המוניטרית בינואר 2024, ומאז השאיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.5% – בעוד בנקים מרכזיים אחרים החלו בתהליך בשלב מאוחר יותר בשנת 2024, אך הספיקו להפחית את הריבית מספר רב יותר של פעמים, וצפויים להמשיך ולהפחית אותה. זאת בשונה מבנק ישראל, שהציפיות להפחתת ריבית הלכו ופחתו במהלך המחצית הנסקרת, בשל תנאי הרקע הייחודיים של המשק הישראלי.

מרבית הבנקים המרכזיים, ובניהם המשקים העיקריים – ארה"ב, גוש האירו, בריטניה וסין, הורידו ריבית בסבב הנוכחי של הורדות הריבית בעולם. יחד עם זאת, ברזיל ויפן – העלו את הריבית המוניטרית, בעוד הודו, נורבגיה ואוסטרליה – לא שינו את הריבית, אך צפויות לעשות כן (איור 14).



ג. התחזית המקרו-כלכלית והערכת הוועדה לגבי התוואי הצפוי

1. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר עדכנה את התחזית המקרו-כלכלית שלה במהלך התקופה. תחזית חטיבת המחקר שפורסמה בינואר 2025 גובשה תחת ההנחה שההשפעה הכלכלית הישירה של המלחמה תימשך ברמת עצימות מתונה עד סוף הרביע הראשון של 2025. החטיבה מניחה כי במהלך תקופת התחזית, המגבלות הקיימות בצד ההיצע ידעכו בהדרגה, והביקושים המקומיים יתאוששו בתחילה בקצב מעט מהיר יותר מההיצע. התחזית משקללת גם את השפעתן הצפויה של ההתאמות התקציביות על הפעילות במשק. ההתפתחויות הגיו-פוליטיות מאז תחזית אוקטובר הפחיתו להערכת החטיבה את הסיכונים כלפי מטה לתחזית הצמיחה. על פי הערכת החטיבה, התוצר צמח בשיעור של 0.6% בשנת 2024, ויצמח בשיעור של 4.0%-4.5% בשנת 2025 ו-2026, בהתאמה. על פי התחזית, האינפלציה השנתית בסוף 2025 תעמוד על 2.6% ועל 2.3% בשנת 2026 (לוח 4).

2. התוואים הצפויים של האינפלציה והצמיחה

חברי הוועדה דנו בהתפתחות מגבלת ההיצע וקצב התאוששות הביקושים, ובהשלכות הפוטנציאליות של תהליכים אלו על האינפלציה והצמיחה. הוועדה מעריכה, בדומה לתחזית חטיבת המחקר כי במהלך 2025 המגבלות הקיימות בצד ההיצע ידעכו בהדרגה, ושהביקושים המקומיים יתאוששו תחילה בקצב מעט מהיר יותר מההיצע. האינפלציה צפויה לעלות במהלך המחצית הראשונה של השנה, גם על רקע שינויי מיסוי ובפרט עליית המע"מ, לצד המשך מגבלות ההיצע, בשילוב עודפי ביקוש, ולאחר מכן היא צפויה להתמתן לתוך הגבול העליון של היעד במחצית השנייה של השנה. להערכת הוועדה קיימים מספר סיכונים להאצה אפשרית באינפלציה: ההתפתחויות הגיו-פוליטיות והשפעותיהן על הפעילות במשק, מגבלות היצע מתמשכות, תנודתיות בשקל, וההתפתחויות הפיסקליות. על כן, הערכת הוועדה כי מאזן הסיכונים לאינפלציה נוטה כלפי מעלה.

בדומה לחטיבת המחקר מעריכה הוועדה כי קצב הצמיחה ב-2025 יהיה כ-4%, זאת תחת ההנחה שההשפעה הכלכלית הישירה של המלחמה תימשך עד הרביע הראשון בלבד. ההתפתחויות הגיאו-פוליטיות מאז תחזית אוקטובר הפחיתו להערכת הוועדה את הסיכונים כלפי מטה לתחזית הצמיחה.

על רקע המשך הלחימה, מדיניות הוועדה המוניטרית מתמקדת בייצוב השווקים והפחתת אי הוודאות, לצד יציבות מחירים ומתיכה בפעילות הכלכלית. תוואי הריבית ייקבע בהתאם להתכנסות האינפלציה ליעדה, המשך היציבות בשווקים הפיננסיים, הפעילות הכלכלית והמדיניות הפיסקלית.

לוח 4 | תחזיות חטיבת המחקר

(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם כן צוין אחרת)

2026	2025			2024			התחזית לשנים
01/26	01/25	10/24	07/24	01/25	10/24	07/24	תאריך התחזית
4.5	4.0	3.8	4.2	0.6	0.5	1.5	התמ"ג
5.5	7.5	7.0	5.0	4.0	3.0	2.0	הצריכה הפרטית
15.0	8.0	12.0	8.0	-7.5	-10.0	-9.0	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
2.0	-1.5	-4.0	-5.5	12.0	13.0	8.0	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
5.5	4.5	4.0	4.5	-5.0	-6.0	-1.5	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
13.0	12.0	11.5	3.5	-2.0	-6.0	-5.0	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)
3.1	3.1	3.2	3.8	3.5	3.5	4.0	שיעור אבטלה – ממוצע שנתי (גילאי 25-64)
3.2	4.7	4.9	4.0	7.0	7.2	6.6	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
67.0	69.0	69.0	68.5	67.0	68.0	67.5	יחס חוב תוצר
2.3	2.6	2.8	2.8	3.4	3.8	3.0	האינפלציה ¹
				01/25	10/24	07/24	תאריך התחזית
				2.6	3.2	3.2	האינפלציה בשנה הקרובה ²
				4.0/4.25	4.5	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.