



בנק ישראל



דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2025

64

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. שוק העבודה
12.....	3. שער החליפין, פרמיית הסיכון והשווקים הפיננסיים
14.....	4. המדיניות הפיסקלית
15.....	5. שוק הדיור
16.....	6. הכלכלה העולמית
18.....	ג. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2025

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 – ממדד המחירים לצרכן של יולי 2024 (שפורסם בתאריך 15 באוגוסט 2024) ועד מדד המחירים לצרכן של יולי 2025 (שפורסם ב-15 באוגוסט 2025) חרג שיעור האינפלציה מעבר לגבול העליון של היעד. ההסברים לכך מובאים בסעיף ב' להלן ("תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית").

דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2025 הוכן בהנחיית הוועדה המוניטרית בידי כלכלנים מחטיבת המחקר של בנק ישראל. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-5 בינואר 2026 וכוללים את מדד המחירים לחודש נובמבר 2025.

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. בתחילת המחצית הנסקרת כיהנו בוועדה שישה חברים. החל מהחלטת נובמבר, מנתה הוועדה ארבעה חברים – אחד מקרב הציבור לעומת שלושה בשגרה.

תקציר

המדיניות המוניטרית: הוועדה המוניטרית הותירה את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.5% בהחלטות יולי, אוגוסט, וספטמבר 2025. בהחלטות נובמבר 2025 וינואר 2026 הפחיתה הוועדה את שיעור הריבית ב-0.25 נקודת אחוז בכל אחת מההחלטות, כך שבסיום התקופה הנסקרת הריבית עמדה על רמה של 4%.

סביבת האינפלציה: בחלקה הראשון של התקופה הנסקרת, האינפלציה בפועל הייתה מעל יעד האינפלציה, הציפיות לשנה מרוב המקורות היו בחלקו העליון של היעד, והמשק אופיין במגבלות היצע. לעומת זאת, בחלקה השני של המחצית האינפלציה בפועל נכנסה אל תחום היעד, הציפיות לשנה מכל המקורות היו ברובן בסביבת מרכז היעד ושער החליפין תוסף בצורה ניכרת. לצד זאת, לאורך כל המחצית, נעו הציפיות לטווחים הארוכים סביב מרכז יעד האינפלציה. בסיום המחצית השנייה של 2025, עמד קצב האינפלציה השנתי על 2.4%, בתוך יעד האינפלציה (על בסיס מדד נובמבר), זאת לעומת 3.1% בסיום המחצית הקודמת (על בסיס מדד מאי). להערכת הוועדה נותרו מספר סיכונים לעלייה מחודשת באינפלציה: ההתפתחויות הגיאופוליטיות והשפעותיהן על הפעילות במשק, עלייה בביקושים לצד מגבלות ההיצע וההתפתחויות הפיסקליות.

הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה: הפעילות הכלכלית התאוששה בחדות במהלך הרבעון השלישי לאחר ההתכווצות ברבעון השני, על רקע מבצע "עם כלביא". קצב הצמיחה ברבעון השלישי של 2025 במונחים שנתיים – 11% – משקף גידול בכל רכיבי התוצר, זאת לאחר ההתכווצות של 4.8% במונחים שנתיים ברבעון השני. ברבעון השלישי נרשמה עלייה בשימושים, שקיבלה מענה, בין היתר, באמצעות עלייה חדה ביבוא – נתון המצביע על כך שבמהלך המחצית המשיכו מגבלות ההיצע בשוק המקומי להעיב את רמת הפעילות. הפער בין המגמה ארוכת הטווח ורמת התוצר בפועל הצטמצם ל-3.3%, ירידה בהשוואה לפער בשתי המחציות הקודמות שעמד על 4%. חלק ניכר מפער התוצר ממגמתו מוסבר על ידי מגבלות היצע הנובעות בעיקר ממחסור בעובדים בשל מחסור בעובדים לא-ישראלים והיעדרות עובדים בשל שירות מילואים. שוק העבודה נותר הדוק במהלך המחצית והתאפיין בשיעור אבטלה נמוך ועליית שכר מהירה במגזר העסקי. עם זאת, בנתוני הקצה חלה הקלה מסוימת במגבלות ההיצע אשר השתקפה בעלייה בשיעורי ההשתתפות והתעסוקה, בירידה בשיעור הנעדרים בשל שירות מילואים, ובירידה בקצב עליית השכר במגזר העסקי.

שער החליפין, פרמיית הסיכון והשווקים הפיננסיים: במהלך המחצית הנסקרת, המסחר בשווקים הפיננסיים המשיך להתאפיין בתנודתיות, שהושפעה מאי-הוודאות המקומית והגלובלית. השקל יוסף בכ-6% מול הדולר, לאחר קצב עלייה דומה גם במחצית הראשונה של 2025. פרמיית הסיכון של ישראל – כפי שהיא נמדדת ע"י ה-CDS ומרווחי האג"ח הממשלתיות הדולריות – ירדה באופן משמעותי לאחר מבצע "עם כלביא" ביוני, והוסיפה לרדת בתקופה הנסקרת, בעיקר לאחר הכרזת הפסקת האש ברצועת עזה – בסיום המחצית הנסקרת הפרמיה עמדה על רמה הגבוהה רק במקצת בהשוואה לרמתה ערב המלחמה. מדדי המניות המקומיים בלטו לטובה ביחס לעולם. האשראי למגזר העסקי המשיך להתרחב בתקופה הנסקרת בקצב גבוה. שיעורי הפיגורים בכל מגזרי הפעילות שמרו על רמה נמוכה. המערכת הבנקאית שמרה על יחסי הון גבוהים, וחברות הביטוח על כושר פירעון גבוה.

המדיניות הפיסקלית: הגירעון המצטבר בתקציב המדינה ב-12 החודשים האחרונים ירד במהלך המחצית הנסקרת והסתכם בחודש דצמבר ב-4.7 אחוזי תוצר, לעומת 5 אחוזי תוצר ביוני. על פי אומדני חטיבת המחקר מינואר 2026, יחס החוב לתוצר עלה מ-68% בשנת 2024 ל-68.5% ב-2025 והוא צפוי להיוותר באותו שיעור ב-2026. עם סיום המחצית, הממשלה אישרה את הצעת התקציב לשנת 2026 עם תקרת גירעון של 3.9 אחוזי תוצר, רמה הגבוהה מהגירעון שתוכנן מראש, ומזו התואמת תוואי יורד של יחס החוב לתוצר.

שוק הדיור: בשוק הדיור חלה האטה במהלך שנת 2025. זו משתקפת ברמה נמוכה של עסקאות בהשוואה לשנים האחרונות ורמה גבוהה של מלאי דירות לא מכורות שבידי הקבלנים. זאת לצד ירידה במחירי הדירות בכל חודשי המחצית הנסקרת. קצב העלייה השנתי של סעיף שירותי דיור בבעלות הדיירים (שכר דירה בחוזים חדשים ומתחדשים) במדד המחירים

לצרכן התמתן ועמד על 2.6% בסיום המחצית (נתון נובמבר), בהשוואה ל-3.6% בתחילת התקופה הנסקרת (נתון מאי). לצד זאת, רמת הפעילות בענף הבנייה גבוהה. בארבעת הרבעים שהסתיימו ברבעון השלישי נרשמה עליה של כ-31% בהתחלות הבניה ביחס לארבעת הרבעים הקודמים, בעוד שסיימי הבניה רשמו עליה של כ-4.3% ביחס לאותה התקופה. כמו כן, רכישות הקרקעות של הקבלנים במרכזי רמ"י שמרו על רמה גבוהה בשנת 2025.

הכלכלה העולמית: במחצית הנסקרת הפעילות הכלכלית בעולם התרחבה בקצב מתון. זאת בדומה לקצב הצמיחה הגלובלי במחצית הקודמת. יחד עם זאת תחזית הצמיחה הגלובלית לשנת 2025 שעמדה בסיום המחצית הקודמת על רמה נמוכה יחסית של 2.6% – על רקע מדיניות המכסים של ארה"ב, והשפעותיה הפוטנציאליות על הסחר, הצמיחה והאינפלציה בעולם – עודכנה כלפי מעלה לכ-3%, רמה דומה חזויה גם לשנים 2026 ו-2027. ברוב המדינות האינפלציה המשיכה להתמתן באיטיות בעיקר הודות לירידת מחירי האנרגיה והרגיעה היחסית במלחמת הסחר. בארה"ב שיעור האינפלציה (CPI) עמד בחודש נובמבר על 2.7%, ובגוש האירו עמדה על 2.1%. ה-FED הוריד את הריבית ב-0.75 נקודות אחוז במהלך המחצית, וה-ECB הותיר את הריבית ללא שינוי במחצית הנסקרת, לאחר שבמחצית הקודמת הפחית את הריבית בכל אחת מהחלטותיו.

תחזית חטיבת המחקר: על פי הערכת החטיבה בינואר 2026, התוצר צמח בשיעור של 2.8% בשנת 2025, לעומת ההערכה של 3.3% בתחזית יולי 2025. בתרחיש הבסיסי בתחזית ינואר 2026, התוצר צפוי לצמוח בשיעור של 5.2% בשנת 2026, כחצי אחוז יותר מתחזיות ספטמבר ויולי (שהיו דומות). החטיבה צפתה כי התוצר יצמח בשיעור של 4.3% בשנת 2027, כך שבסוף השנה פער התוצר ביחס למגמה ארוכת הטווח צפוי להצטמצם לכ-1%. על פי תחזית ינואר 2026, האינפלציה השנתית בסוף 2025 תעמוד על 2.5%, זאת בהשוואה ל-3% בתחזית ספטמבר, ו-2.6% בתחזית יולי. בשנת 2026 האינפלציה צפויה לעמוד על 1.7%, בהשוואה ל-2.2% בתחזית ספטמבר, ו-2% בתחזית יולי. בשנת 2027 היא צפויה לעמוד על 2%. האומדן ליחס החוב לתוצר עמד על 68.5% בסוף 2025, וצפוי להישאר ברמה דומה ב-2026 ו-2027. החטיבה העריכה כי בסוף שנת 2026 הריבית תעמוד על 3.5%.

א. צעדי המדיניות

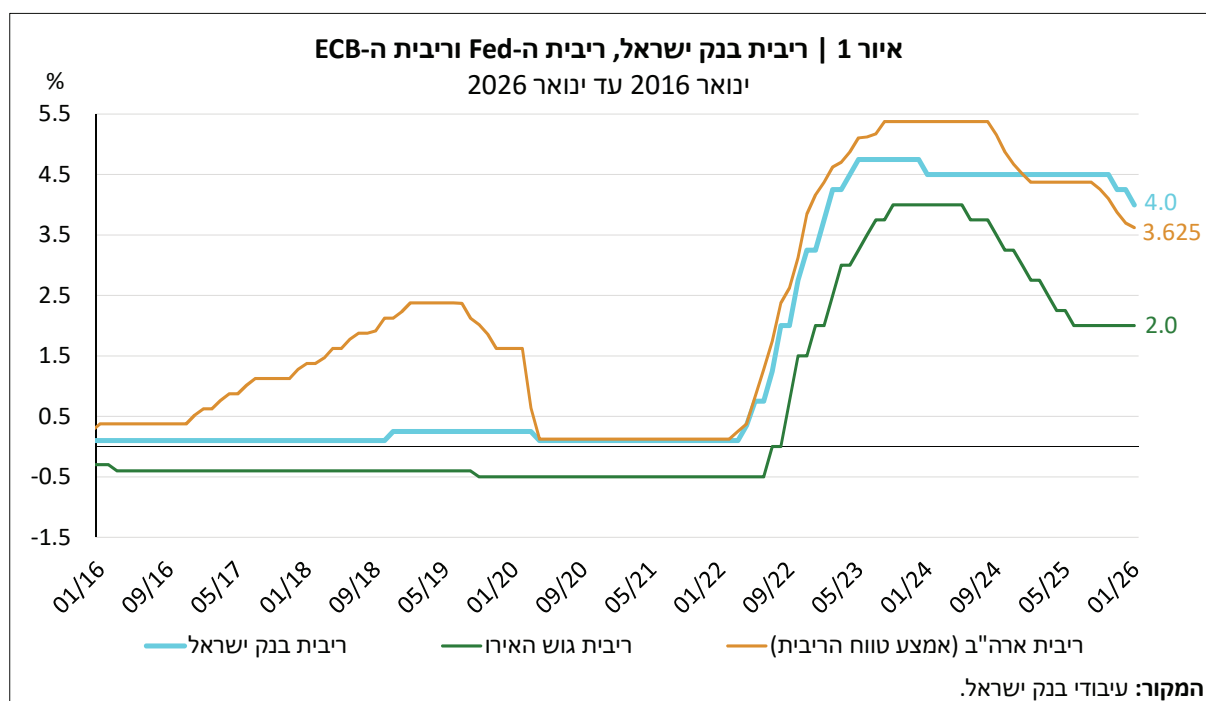
הוועדה המוניטרית הותירה את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.5% בהחלטות יולי, אוגוסט, וספטמבר 2025. בהחלטות נובמבר 2025 וינואר 2026 הפחיתה הוועדה את שיעור הריבית ב-0.25 נקודות אחוז בכל אחת מההחלטות, כך שבסיום התקופה הנסקרת הריבית עמדה על רמה של 4% (איור 1). כל החלטות הריבית במהלך המחצית התקבלו פה אחד. בחלקה הראשון של המחצית הוועדה הותירה את הריבית על כנה על רקע אי-הוודאות הגיאופוליטית, המקומית והגלובלית, התמשכות מגבלות ההיצע ולנוכח אינפלציה שעדיין שהתה מעל הגבול העליון של היעד. בתקופה זו המשיכה מדיניות הוועדה להתמקד בייצוב השווקים ובחיזוק ההתכנסות של האינפלציה ליעדה, תוך תמיכה בפעילות הכלכלית. בחלקה השני של המחצית, לאחר הסכם הפסקת האש ולאחר שחלה התמתנות בסביבת האינפלציה כפי שהתבטא באינפלציה בפועל, בציפיות האינפלציה, וכן בשער החליפין ובפרמיית הסיכון – הפחיתה הוועדה את הריבית בהחלטות נובמבר 2025 וינואר 2026. הוועדה הדגישה כי תוואי הריבית ייקבע בהתאם להתפתחות האינפלציה, לפעילות במשק, לאי-הוודאות הגיאופוליטית ולהתפתחויות הפיסקליות.

גורם חשוב שהשפיע על הסביבה הכלכלית בישראל בתקופה הנסקרת היה המצב הגיאופוליטי והתמורות בו. ההיסטוריה הכלכלית – מהעולם ומישראל – מראה כי מלחמות, בוודאי עצימות וממושכות, נוטות לחולל אינפלציה ואף היפר-אינפלציה, לצד פגיעה משמעותית בתוצר. השפעתן הכלכלית של מלחמות על אינפלציה וצמיחה נקבעת לפי מאזן בין מספר כוחות. מצד אחד, אי-ודאות ועלייה בחיסכון מטעמי זהירות נוטות למתן ביקושים פרטיים לצריכה ולהשקעות. מצד שני, בזמן מלחמה הביקוש הממשלתי מתרחב בעקבות גידול בהוצאות ביטחון והוצאות אזרחיות הנלוות למלחמה. במקביל, פגיעה בצד ההיצע, בשל צמצום בפעילות בחלקים מהמשק שפעילותם משתבשת באמצעות צמצום זמינות עובדים ותשומות,

שיבוש שרשראות אספקה ועלייה בעלויות תפעול, מפעילה לחצים אינפלציוניים ופוגעת בתוצר. כאשר שיבושי ההיצע ניכרים ומתמשכים, ובפרט כשמקביל פועלת הרחבה פיסקלית, האפקט הכולל נוטה להיות אינפלציוני. בהתאם, בחנה הוועדה המוניטרית את הדינמיקה וההתאמה בין הביקוש להיצע, בכדי להתאים את המדיניות לתנאי המשק המשתנים. בישראל במהלך המלחמה, הביקושים נשמרו ברמה ערה, כפי שמשתקף למשל מנתוני ההוצאה בכרטיסי האשראי והוצאות הממשלה. במקביל, התוצר נפגע בשל מגבלות היצע, ובראשן מחסור בולט בעובדים, בעיקר בעקבות גיוסי מילואים וירידה במספר העובדים הלא-ישראלים. שוק העבודה נותר הדוק לאורך התקופה, עם ריבוי משרות פנויות, שיעור אבטלה נמוך היסטורית, ועלויות שכר ניכרות במגזר העסקי.

שוק העבודה ההדוק, לצד רמת הביקושים הערה, מלמדים כי המגבלה העיקרית על הפעילות במשק נבעה מצד ההיצע. בנסיבות אלו, הפחתת ריבית הייתה עלולה להתבטא בעיקר בלחצי מחירים, תוך תרומה מוגבלת בלבד לצמיחה הריאלית. על רקע זאת, ובצל אי-הוודאות הגבוהה, העריכה הוועדה כי הקלה מוניטרית תתרום מעט לפעילות בטווח הקצר, אך מנגד עלולה להסיט את האינפלציה כלפי מעלה – דווקא לאחר שהחלה להתכנס לעבר היעד. תרחיש כזה היה עלול לערער את עיגון הציפיות לאינפלציה ולהגדיל את הסיכון לעלויות שכר ומחירים נוספות.

בהסתכלות אחורה, רמת הריבית לאורך המחצית לא לוותה בהיחלשות שוק העבודה ההדוק – האבטלה נותרה נמוכה, שיעור המשרות הפנויות נותר גבוה וקצב עליית השכר לא התמתן משמעותית. לצד זאת, השמירה על רמת הריבית יצרה את התנאים להתכנסות האינפלציה ליעדה כך שבסיום המחצית הנסקרת האינפלציה עמדה על 2.4%, לעומת 3.1% בסיום המחצית הקודמת.



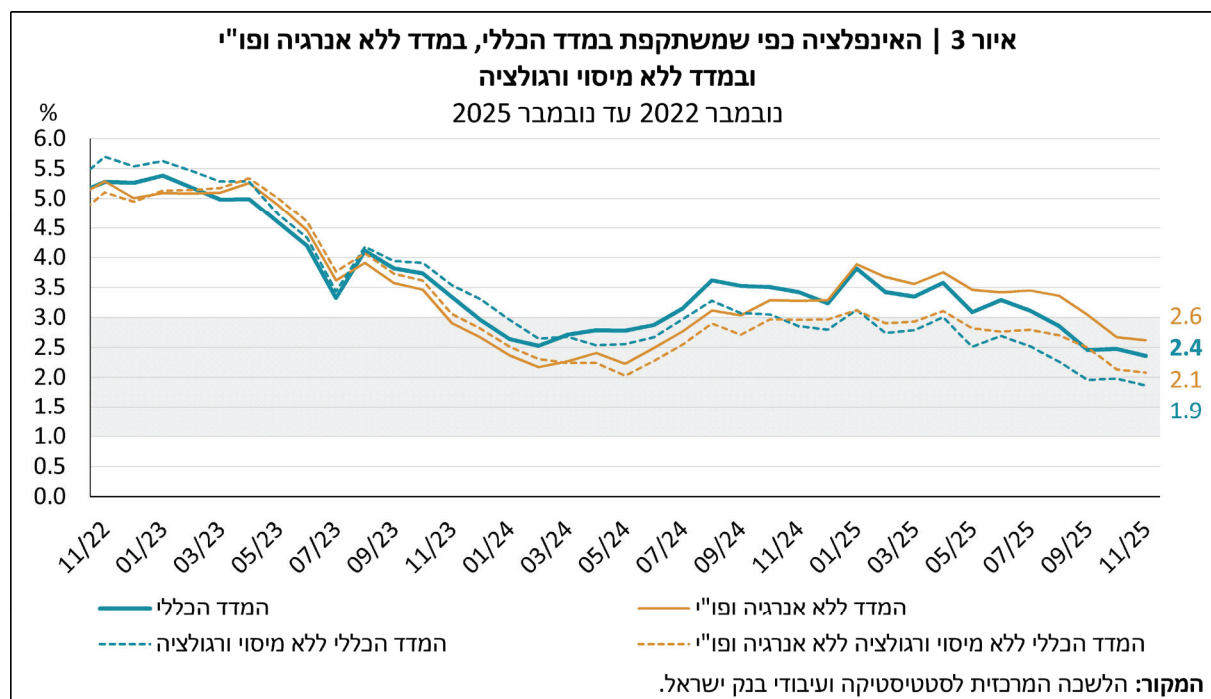
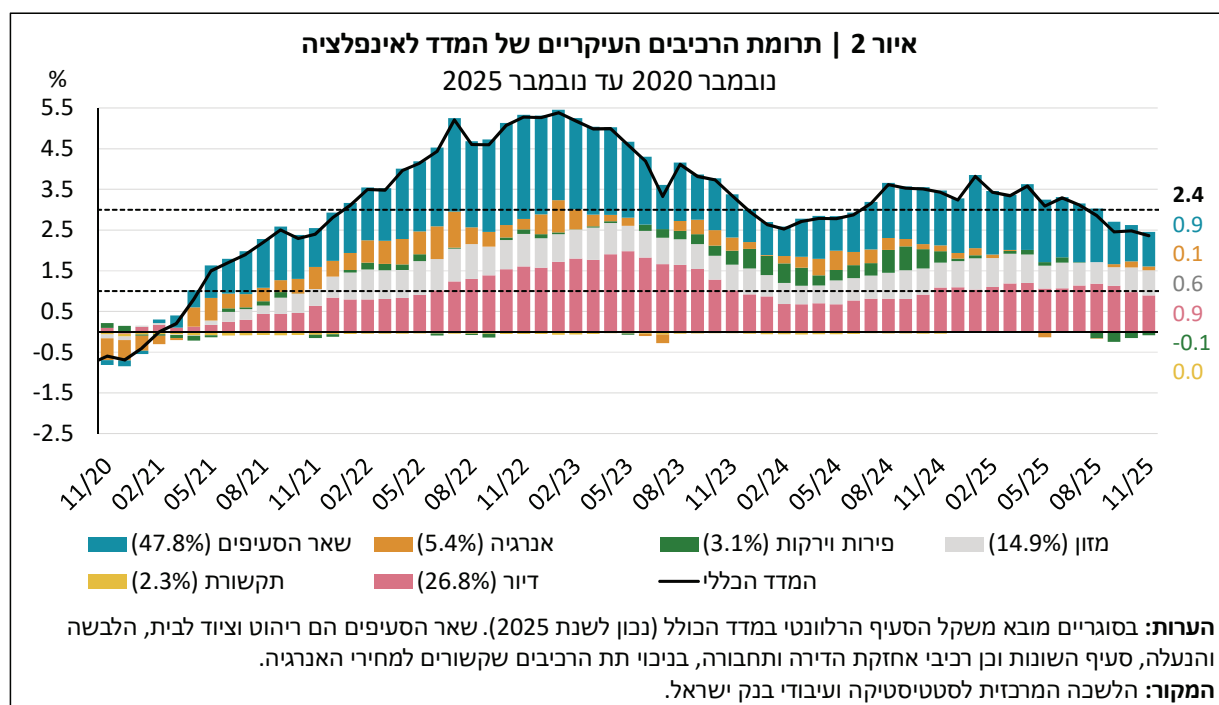
ההתפתחויות והנתונים שהצטברו בחלק השני של המחצית, לאחר הפסקת האש, הובילו להבשלת התנאים להפחתת ריבית. אי-הוודאות הגאופוליטית ירדה, מגבלות ההיצע הוקלו, וסביבת האינפלציה התמתנה באופן ניכר, בין היתר בהשפעת התחזקות שער החליפין של השקל – שהתחזק במחצית השנייה של 2025 מול הדולר בכ-6%, ובכ-12% במהלך כל שנת

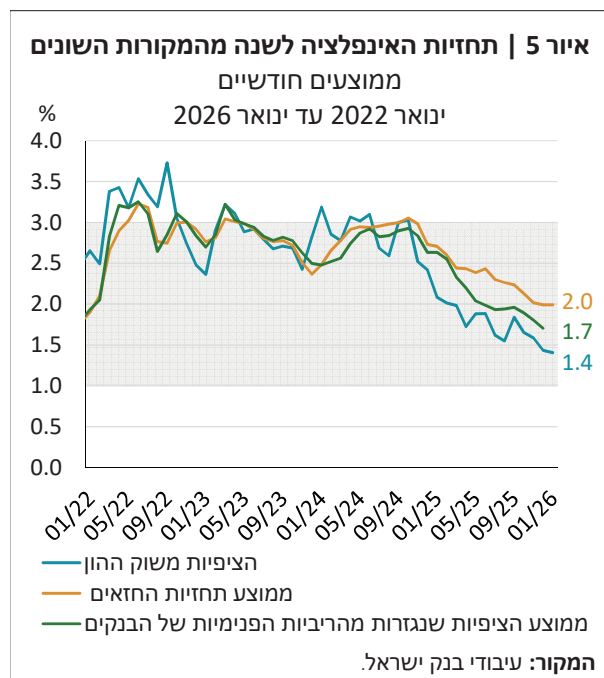
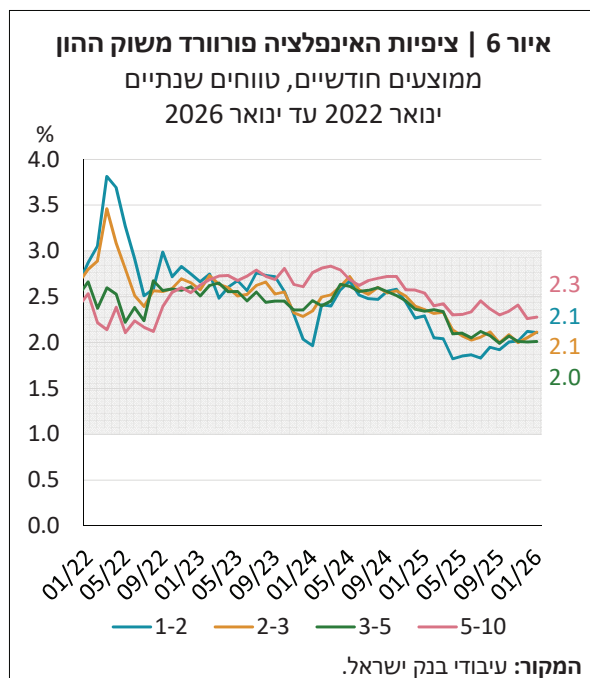
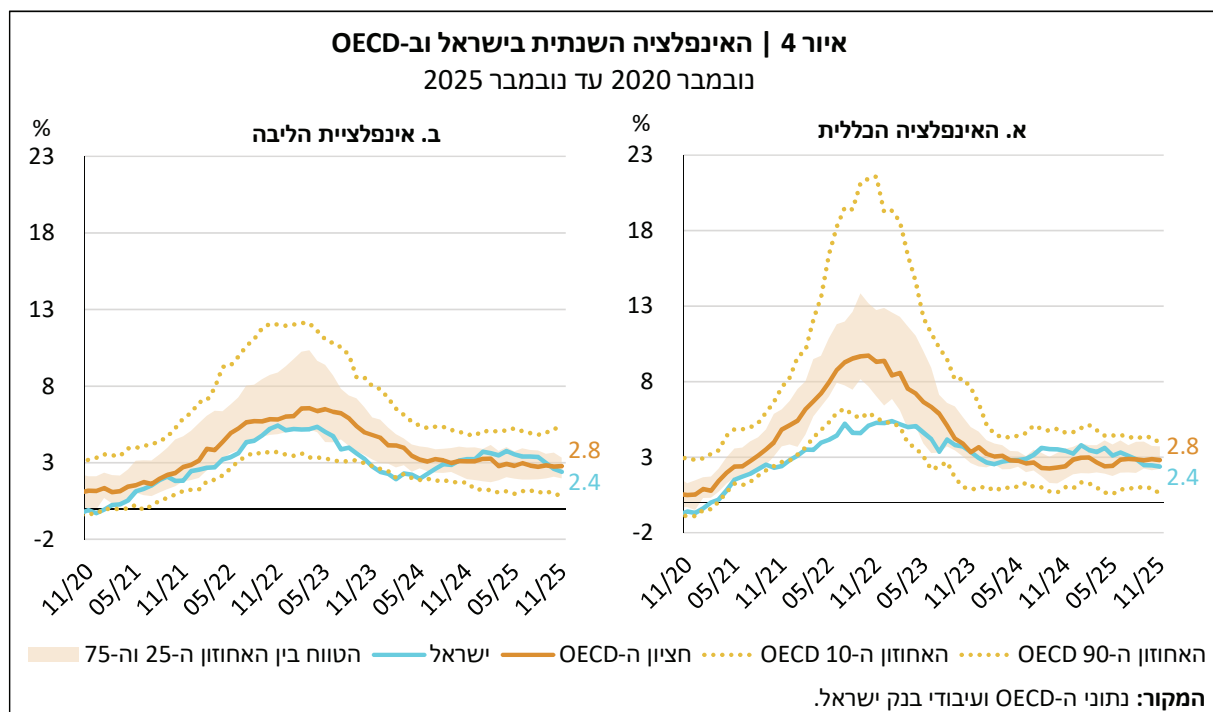
2025. פרמיית הסיכון של ישראל ירדה והתייצבה על רמה הקרובה לזו ששררה ערב המלחמה. בנתוני הקצה לקראת החלטת ינואר 2026 הופיעה אינדיקציה להקלה במגבלות ההיצע בשוק העבודה – עלייה בשיעורי ההשתתפות והתעסוקה, ירידה בשיעור הנעדרים בשל שירות מילואים והתמתנות בקצב עליית השכר במגזר העסקי. לצד אלו, האינפלציה התמתנה בחלקה השני של המחצית לרמה של 2.4% בנובמבר. התמתנות זו הייתה רוחבית וניכרה הן ברכיבים הסחירים והן בבלתי-סחירים, לרבות סעיף הדיור, והשתקפה גם בקצבים המתקבלים מנתוני הקצה ל-3 ו-6 חודשים אחרונים.

ב. תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית

1. סביבת האינפלציה

בחלקה הראשון של התקופה הנסקרת, האינפלציה בפועל הייתה מעל יעד האינפלציה, הציפיות לשנה מרוב המקורות היו בחלקו העליון של היעד, והמשק אופיין במגבלות היצע. לעומת זאת, בחלקה השני של המחצית האינפלציה בפועל נכנסה אל תחום היעד, הציפיות לשנה מכל המקורות היו ברובן בסביבת מרכז היעד ושער החליפין תוסף בצורה ניכרת. לצד זאת, הציפיות לטווחים הארוכים נעו סביב מרכז יעד האינפלציה לכל אורך המחצית. בסיום המחצית השנייה של 2025, עמד קצב האינפלציה השנתי על 2.4%, בתוך יעד האינפלציה (על בסיס מדד נובמבר), זאת לעומת 3.1% בסיום המחצית הקודמת (על בסיס מדד מאי) (איור 2). קצב האינפלציה של מדד הרכיבים הבלתי-סחירים ירד ל-3%, לעומת 3.9% בסיום המחצית הקודמת – רמה ששיקפה את עודפי הביקוש על רקע מגבלות ההיצע. קצב אינפלציית הסחירים המשיך לרדת במהלך המחצית ועמד בסיומה על 1.2%, לעומת 2.9% לפני שנה ו-1.5% בסיום המחצית הקודמת. בניכוי אנרגיה ופז"י השיעור השנתי של האינפלציה עמד על 2.6% (איור 3). העלאת המע"מ בינואר 2025 השפיעה על קצב האינפלציה השנתי (ב-12 חודשים האחרונים) לאורך כל השנה, והחל ממדד ינואר 2026 (שיתפרסם ב-15 בפברואר 2026) העלאת המע"מ הנזכרת לא תשפיע עוד על קצב האינפלציה השנתי. בהתאם, החזאים צפו שבמדד דצמבר תחול עליה מסוימת בקצב האינפלציה השנתי, ולאחר מכן הוא צפוי לרדת לסביבת מרכז היעד. הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה מכל המקורות השונים, ירדו במהלך המחצית, ובסיומה היו נמוכות במעט ממרכז היעד (איורים 5 ו-6). במהלך המחצית הציפיות והתחזיות לטווחים הארוכים יותר נעו סביב מרכז תחום יעד האינפלציה. להערכת הוועדה קיימים מספר סיכונים לעלייה מחודשת באינפלציה: ההתפתחויות הגיאופוליטיות והשפעותיהן על הפעילות במשק, עלייה בביקושים לצד מגבלות ההיצע וההתפתחויות הפיסקליות. במחצית הנסקרת, קצב האינפלציה בישראל ירד, ובסיומה הינו מעט מתחת לחציון ה-OECD (איורים 4 ו-4ב').





2. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה

הפעילות הכלכלית התאוששה בחדות במהלך הרבעון השלישי לאחר ההתכווצות ברבעון השני, על רקע מבצע "עם כלביא". קצב הצמיחה ברבעון השלישי של 2025 במונחים שנתיים – 11% – משקף גידול בכל רכיבי התוצר, זאת לאחר ההתכווצות ברבעון השני של השנה בעקבות מבצע "עם כלביא" של 4.8% במונחים שנתיים. ברבעון השלישי נרשמה עלייה בשימושים, שקיבלה מענה, בין היתר, באמצעות עלייה חדה ביבוא – נתון המצביע על כך שבמהלך המחצית המשיכו מגבלות הייצע בשוק המקומי להעיב על רמת הפעילות. הפער בין המגמה ארוכת הטווח ורמת התוצר בפועל הצטמצם ל-3.3%, ירידה בהשוואה לפער בשתי המחציות הקודמות שעמד על 4%. חלק ניכר מפער התוצר ממגמתו מוסבר על ידי מגבלות הייצע הנובעות בעיקר ממחסור בעובדים בשל מחסור בעובדים לא-ישראלים והיעדרות עובדים בשל שירות מילואים (לוחות 1 ו-2).

האינדיקטורים השוטפים לפעילות המשק הצביעו על המשך התרחבות. ההוצאות בכרטיסי אשראי גדלו במחצית הנסקרת, ונעו סביב קו המגמה. המאזן המצרפי בסקר המגמות בעסקים של הלמ"ס (בניכוי עונתיות) נותר יציב לאחר ההתאוששות בסיום מבצע "עם כלביא" – אך עודנו נמוך מרמתו טרם המלחמה. חלה התאוששות בפעילות בענף המלונאות בחודש נובמבר, על פי הסקר (ועל פי נתוני הלינות והפדיון). בענף הבינוי מספר העובדים המשיך לעלות ברבעון השלישי והוא חזר לרמתו טרם המלחמה (תוך שינוי בהרכבם). מדד אמון הצרכנים התייצב ברמה גבוהה אחרי עלייה משמעותית בחודש אוקטובר. גיוסי ההון במגזר ההייטק במחצית הנסקרת שהו ברמה גבוהה משמעותית לעומת המחציות הקודמות. ברבעונים השני והשלישי של 2025 נרשמה ירידה חדה בעודף במאזן הסחורות והשירותים.

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

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

ההחלטה לחודש	07/07/2025	20/08/2025	29/09/2025	24/11/2025	05/01/2026
2025Q1	3.7	3.5	3.1	3.1	4.8
2025Q2			-3.5	-3.9	-4.3
2025Q3					12.4
2025Q1	4.5	4.4	3.0	3.1	5.3
2025Q2			-6.2	-6.8	-7.6
2025Q3					14.9
2025Q1	-4.7	-4.1	-6.0	-6.4	-5.6
2025Q2			-4.1	-4.8	-5.3
2025Q3					23.0
2025Q1	6.1	6.2	6.4	8.3	9.6
2025Q2			-12.3	-12.8	-11.1
2025Q3					36.9
2025Q1	9.8	7.7	5.9	6.2	8.2
2025Q2			-3.5	-2.2	-2.2
2025Q3					18.9
2025Q1	3.6	3.7	4.0	4.2	0.5
2025Q2			3.1	3.7	6.2
2025Q3					38.6

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

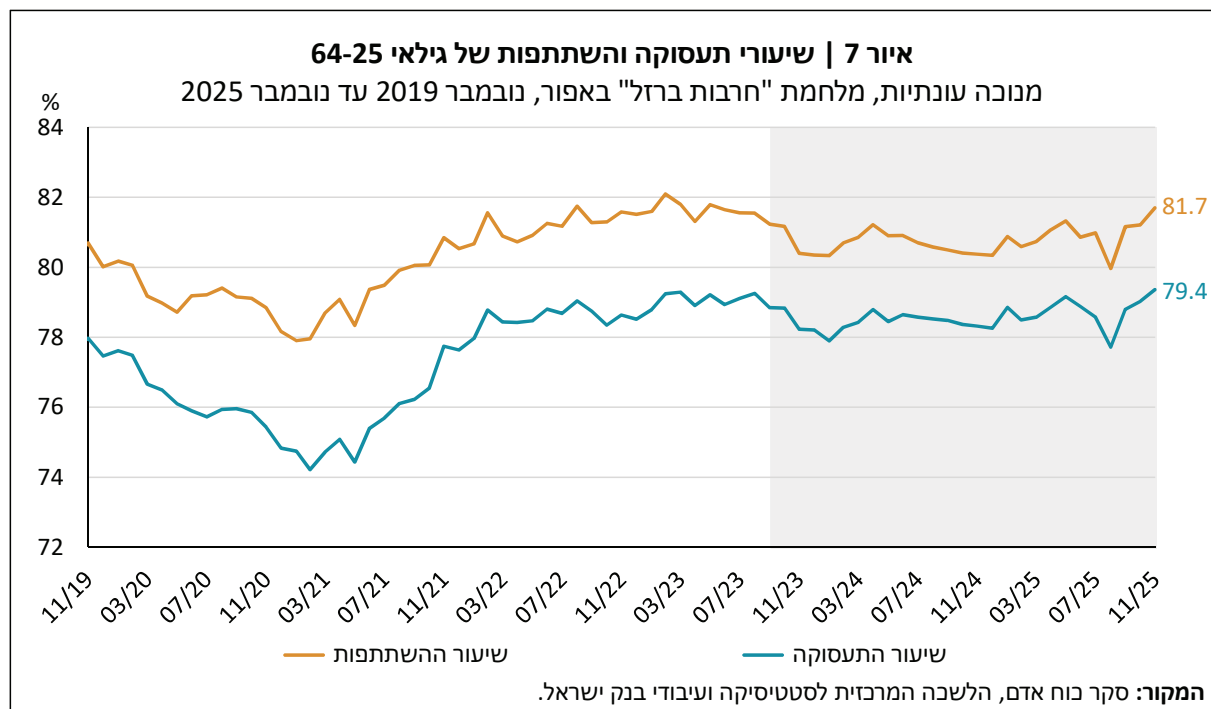
לוח 2 | התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

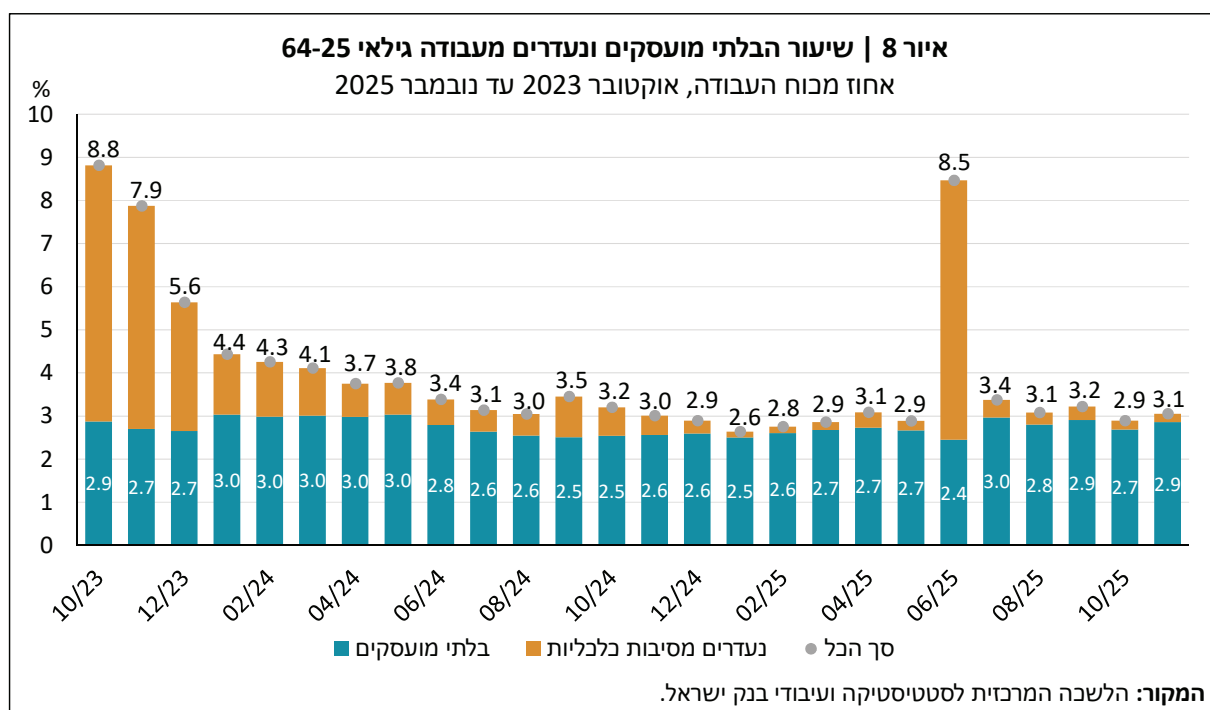
(נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

2025/3	2025/2	2025/1	2024/4	2024/3	2024/2	2024	2023	2022	
11.0	-4.8	4.5	1.9	4.4	2.0	1.0	2.1	6.4	התוצר המקומי הגולמי
13.1	-7.8	4.8	2.9	4.8	3.0	-0.4	1.1	7.6	התוצר של המגזר העסקי
13.4	9.2	5.0	12.0	23.0	-1.9	-2.2	-6.9	12.4	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
21.6	-5.1	-5.6	3.5	10.9	15.4	3.9	-0.6	7.3	הצריכה הפרטית
17.8	-8.2	1.6	4.5	8.2	9.2	3.4	0.2	7.1	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
4.4	0.1	1.5	10.1	-5.5	-2.8	11.8	8.1	0.3	הצריכה הציבורית
19.4	-4.5	-4.9	13.9	3.4	-11.3	9.4	7.5	1.1	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
23.1	3.3	25.9	-18.3	51.6	-25.1	-8.9	-4.2	11.8	ההשקעה המקומית הגולמית
34.0	-11.3	9.5	7.2	31.5	3.7	-5.5	-2.1	11.1	מזה: בנכסים קבועים
15.5	-6.6	0.5	9.8	11.5	-1.2	-4.4	0.2	10.1	היצוא ללא יהלומים
12.2	-3.9	7.6	1.6	9.0	2.2	-3.7	0.0	10.2	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

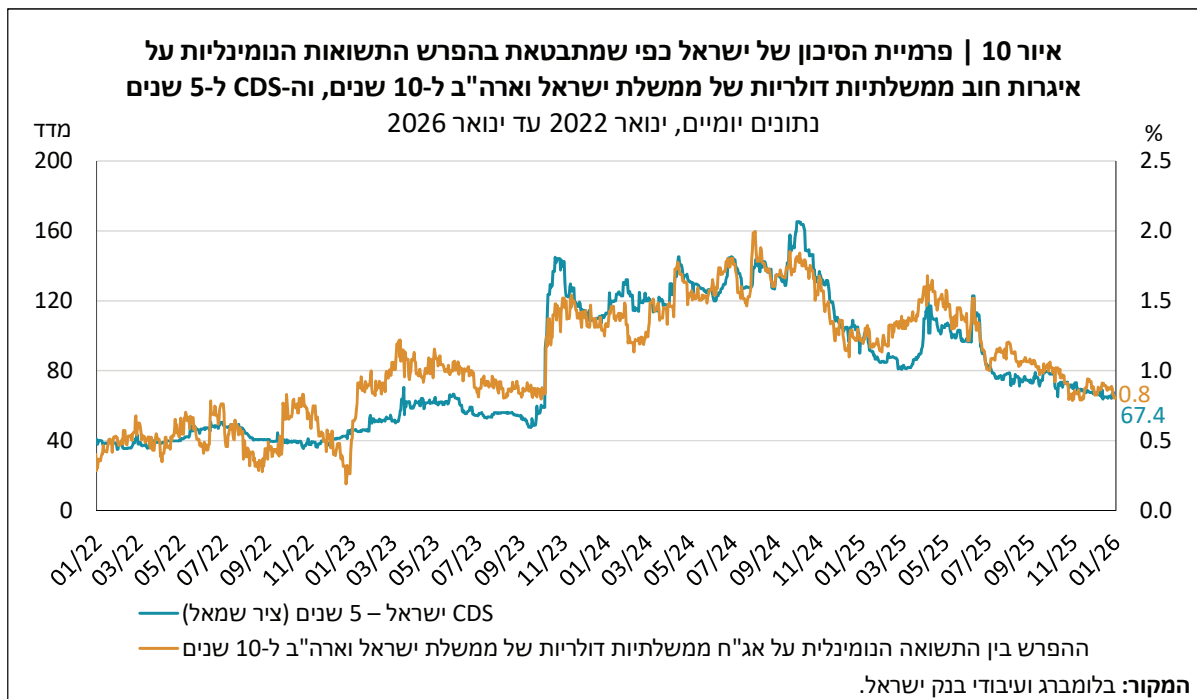
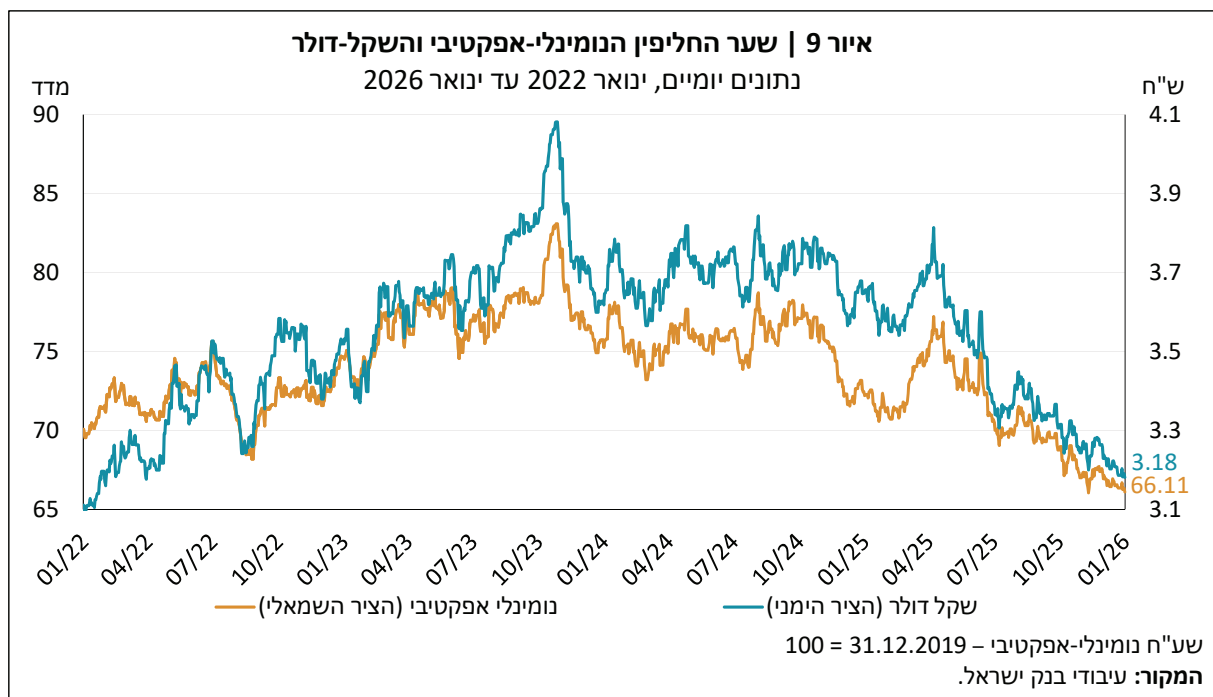
שוק העבודה נותר הדוק במהלך המחצית והתאפיין בשיעור אבטלה נמוך ועליית שכר מהירה במגזר העסקי. עם זאת, בנתוני הקצה חלה הקלה מסוימת במגבלות ההיצע אשר השתקפה בעלייה בשיעורי ההשתתפות והתעסוקה, בירידה בשיעור הנעדרים בשל שירות מילואים, ובירידה בקצב עליית השכר במגזר העסקי. שיעור התעסוקה ושיעור ההשתתפות בגילי העבודה העיקריים (25-64) עלו בחודש נובמבר ושיעור הנעדרים זמנית מהעבודה בשל שירות מילואים בחודש נובמבר ירד קלות ועומד על 0.5% (אירוס 7 ו-8). בחודשים אוגוסט-אוקטובר קצב עליית השכר העסקי התמתן לאחר שהאיץ בחודשים שקדמו – השכר במגזר העסקי עלה ב-5.3% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, בהשוואה ל-5.9% בחודשים יולי-ספטמבר. לצד זאת, היחס בין מספר המשרות הפנויות למספר המובטלים יציב ברמה גבוהה, ושיעור המשרות הפנויות עלה קלות.





3. שער החליפין, פרמיית הסיכון והשווקים הפיננסיים

במהלך המחצית הנסקרת, המסחר בשווקים הפיננסיים המשיך להתאפיין בתנודתיות, שהושפעה מאי-הוודאות המקומית והגלובלית. השקל יוסף בכ-6% מול הדולר, לאחר קצב עלייה דומה גם במחצית הראשונה של 2025 (איור 9). פרמיית הסיכון של ישראל – כפי שהיא נמדדת ע"י ה-CDS ומרווחי האג"ח הממשלתיות הדולריות – ירדה באופן משמעותי לאחר מבצע "עם כלביא" ביוני, והוסיפה לרדת בתקופה הנסקרת, בעיקר לאחר הכרזת הפסקת האש ברצועת עזה. בסיום המחצית הנסקרת הפרמיה עמדה על רמה הגבוהה רק במקצת בהשוואה לרמתה ערב המלחמה (איור 10). במהלך התקופה, חברת הדירוג S&P עדכנה את תחזית הדירוג של ישראל משלילית ליציבה, ומדדי המניות המקומיים בלטו לטובה ביחס לעולם (לוח 3). האשראי למגזר העסקי המשיך להתרחב בתקופה הנסקרת בקצב גבוה, בהובלת האשראי לעסקים הגדולים. שיעורי הפיגורים בכל מגזרי הפעילות שמרו על רמה נמוכה. המערכת הבנקאית שמרה על יחסי הון גבוהים, וחברות הביטוח על כושר פירעון גבוה. הנגישות לאשראי, על פי סקר המגמות לחודש נובמבר, נותרה גבוהה יחסית.



לוח 3 | ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

12/25	11/25	10/25	09/25	08/25	07/25	
התשואות לפדיון (מוצעים חודשיים, באחוזים)						
4.0	4.2	4.2	4.3	4.3	4.3	תשואות מק"ם ל-3 חודשים
3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.1	תשואות מק"ם לשנה
3.8	3.8	3.8	4.0	4.0	4.0	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
4.0	4.0	4.0	4.2	4.2	4.2	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים
4.4	4.4	4.4	4.6	4.6	4.6	תשואות אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
2.4	2.2	2.2	2.2	2.5	2.4	תשואות אג"ח צמודות לשנה
1.8	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	תשואות אג"ח צמודות ל-5 שנים
1.9	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	תשואות אג"ח צמודות ל-10 שנים
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות						
0.9	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	בדירוג AA (נקודות אחוז) ¹
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
5.2	3.8	3.0	3.3	1.1	1.9	מדד המניות הכללי
6.0	4.7	2.3	4.7	1.5	1.7	מדד ת"א 35
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-2.2	0.6	-1.9	-0.8	-1.7	0.5	הדולר מול השקל
-0.8	0.6	-3.3	-0.3	0.4	-2.0	האירו מול השקל
-1.6	0.6	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0	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

הגירעון המצטבר בתקציב המדינה ב-12 החודשים האחרונים ירד במהלך המחצית הנסקרת והסתכם בחודש דצמבר ב-4.7 אחוזי תוצר, לעומת 5 אחוזי תוצר ביוני. על פי אומדני חטיבת המחקר מינואר 2026, יחס החוב לתוצר עלה מ-68% בשנת 2024 ל-68.5% ב-2025 והוא צפוי להיוותר באותו שיעור ב-2026.

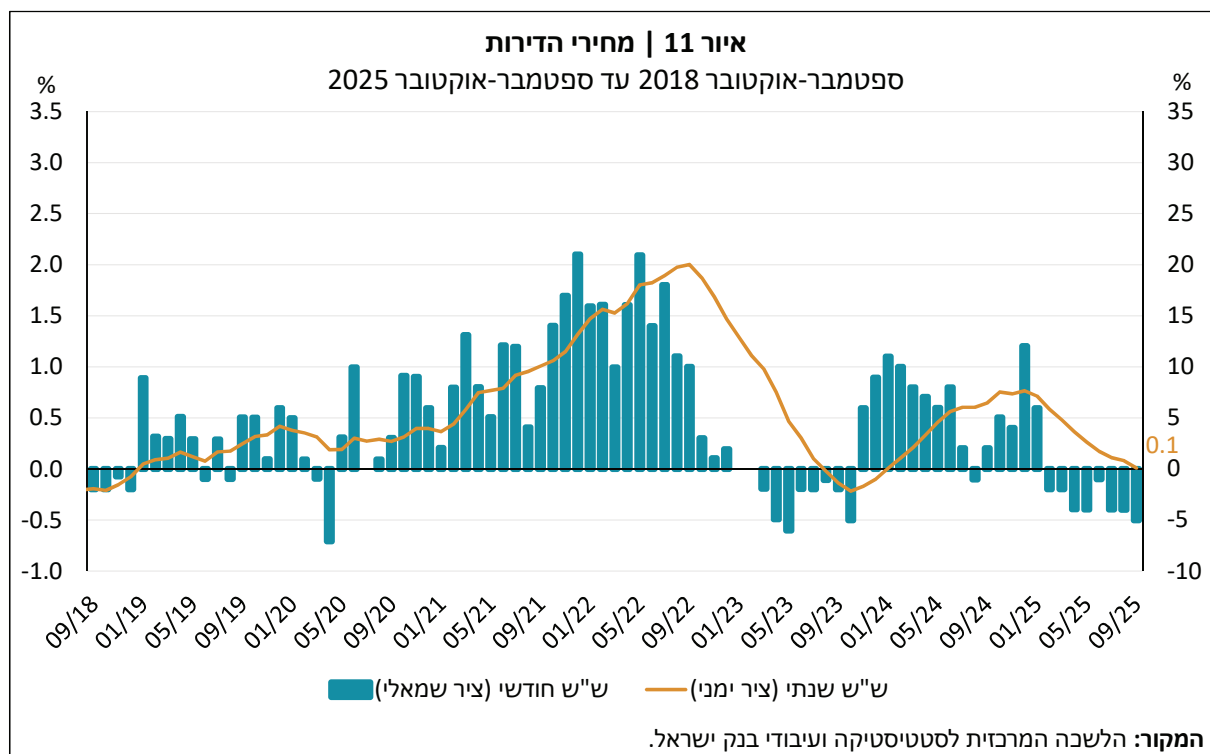
חברי הוועדה התייחסו להשפעת התקציב על הביקושים ועל האינפלציה. חברי הוועדה סברו במהלך המחצית שגיבוש תקציב לשנת 2026 המיישם תוואי יורד של יחס החוב לתוצר, יסייע לשימור אמון השווקים ובהתאם יתמוך ביציבות תשואות האג"ח ועיגון ציפיות האינפלציה.

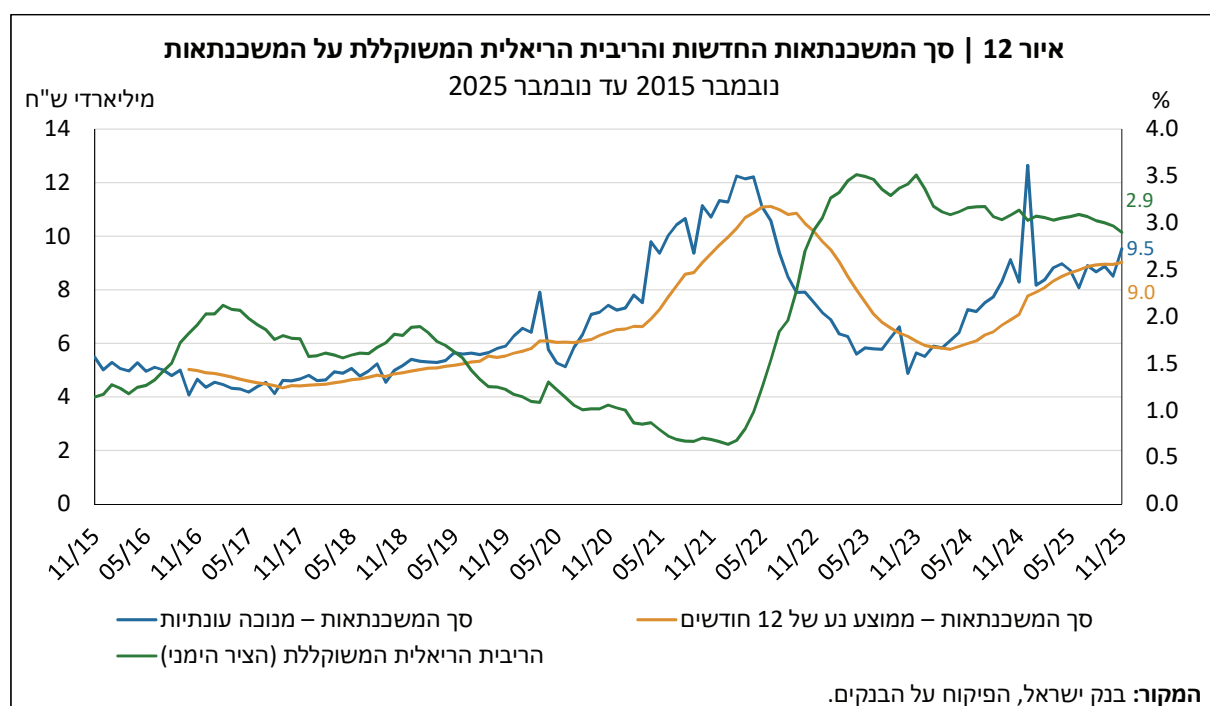
עם סיום המחצית, הממשלה אישרה את הצעת התקציב לשנת 2026 עם תקרת גירעון של 3.9 אחוזי תוצר, רמה הגבוהה מהגירעון שתוכנן מראש, ומזו התואמת תוואי יורד של יחס החוב לתוצר. עמידה ביעד גרעון זה תלויה, בין היתר, בכך שלא יהיו התפתחויות גיאופוליטיות שיחייבו גידול נוסף בהוצאות הביטחון ושההנחות בתוואי ההכנסות אכן ימומשו. חברי הוועדה סברו שחשוב לאשר את תקציב 2026 בכנסת, תוך הקפדה על אי חריגה מיעד גירעון זה. זאת על מנת לתמוך באמון השווקים במשך ובהמשך הירידה של פרמיית הסיכון.

5. שוק הדיור

בשוק הדיור חלה האטה במהלך שנת 2025. זו משתקפת ברמה נמוכה של עסקאות בהשוואה לשנים האחרונות ורמה גבוהה של מלאי דירות לא מכורות שבידי הקבלנים. זאת לצד ירידה במחירי הדירות בכל חודשי המחצית הנסקרת. מחירי הדירות ירדו במהלך המחצית והביאו לירידה בקצב העלייה השנתי שעמד בספטמבר-אוקטובר על 0.1% לעומת 5.1% בסיום המחצית הקודמת (נתון מרץ-אפריל) (איור 11). קצב העלייה השנתי של סעיף שירותי דיור בבעלות הדיירים (שכר דירה בחוזים חדשים ומתחדשים) במדד המחירים לצרכן התמתן ועמד על 2.6% בסיום המחצית (נתון נובמבר), בהשוואה ל-3.6% בתחילת התקופה הנסקרת (נתון מאי). במהלך המחצית הועמדו בכל חודש משכנתאות בסך של כ-9 מיליארדי ₪ (בניכוי עונתיות) (איור 12).

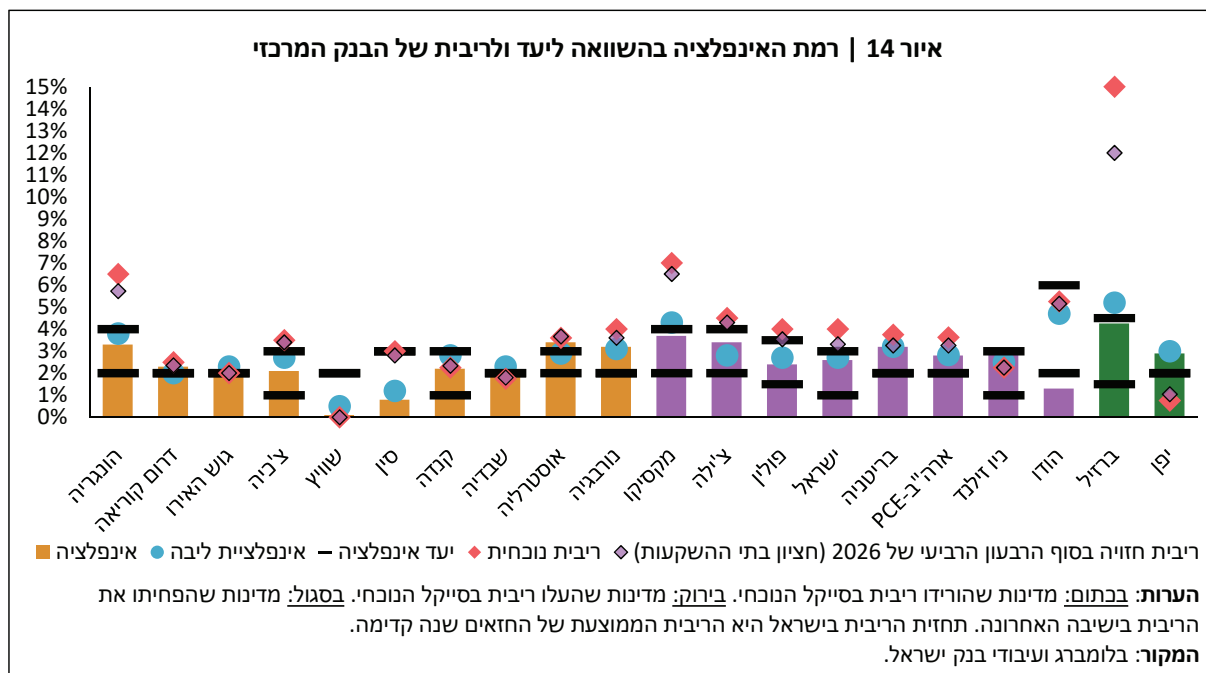
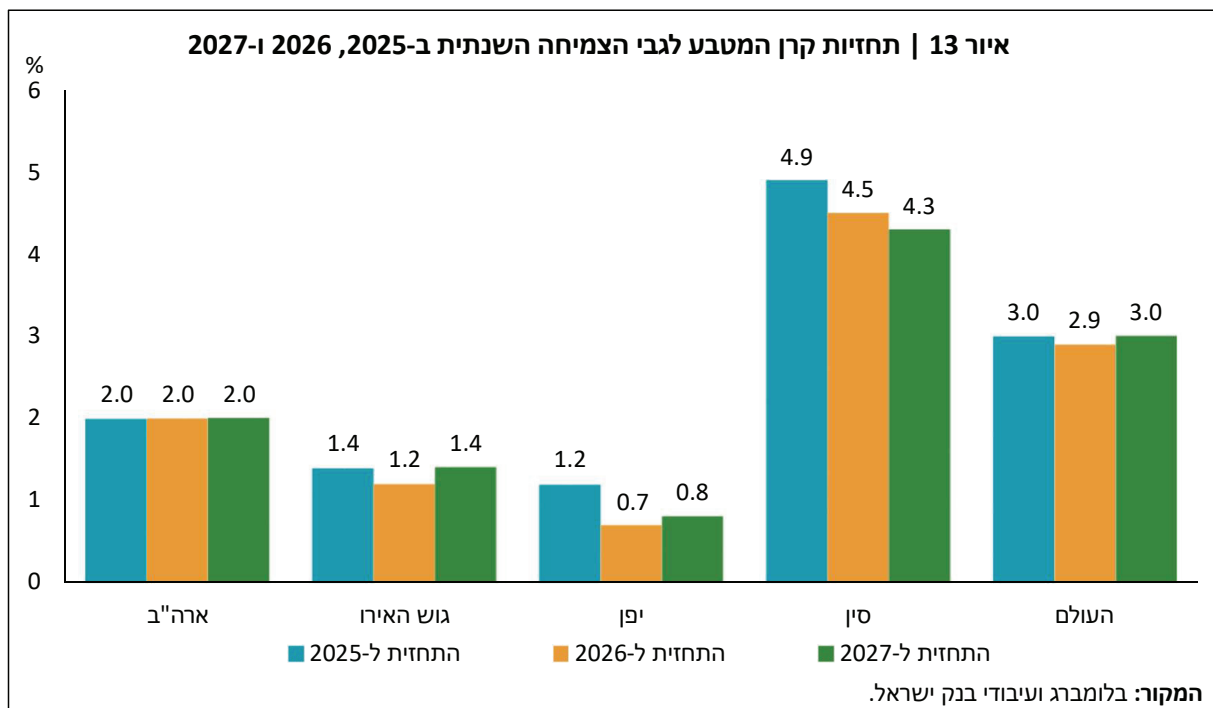
לצד זאת, רמת הפעילות בענף הבנייה גבוהה. בארבעת הרבעים שהסתיימו ברבעון השלישי נרשמה עליה של כ-31% בהתחלות הבניה ביחס לארבעת הרבעים הקודמים (23% ביחס לארבעת הרבעים שקדמו למלחמה), בעוד שסיומי הבניה רשמו עליה של כ-4.3% ביחס לאותה התקופה. כמו כן, רכישות הקרקעות של הקבלנים במרכזי רמ"י שמרו על רמה גבוהה בשנת 2025.





6. הכלכלה העולמית

במחצית הנסקרת הפעילות הכלכלית בעולם התרחבה בקצב מתון. זאת בדומה לקצב הצמיחה הגלובלי במחצית הקודמת. יחד עם זאת תחזית הצמיחה הגלובלית לשנת 2025 שעמדה בסיום המחצית הקודמת על רמה נמוכה יחסית של 2.6% – על רקע מדיניות המכסים של ארה"ב, והשפעותיה הפוטנציאליות על הסחר, הצמיחה והאינפלציה בעולם – עודכנה כלפי מעלה לכ-3%, רמה דומה חזויה גם לשנים 2026 ו-2027 (איור 13). מדד מנהלי הרכש הגלובלי עומד על רמה המצביעה על המשך התרחבות בתוצר העולמי. קצב התרחבות הסחר העולמי היה מתון. בארה"ב מדדי סנטימנט שונים הצביעו על המשך התרחבות בפעילות הכלכלית, התוצר ברבעון השלישי הפתיע וצמח ב-4.3% במונחים שנתיים. מדדי המניות בארה"ב במחצית השנייה בלטו לטובה, בייחוד לאחר מחצית ראשונה מעורבת. בגוש האירו המשיכה התאוששות מתונה. בסין הצמיחה הייתה מעט מעל התחזיות אך אינדיקטורים שונים הצביעו על חולשה מסוימת בצריכה הפרטית. ברוב המדינות האינפלציה המשיכה להתמתן באיטיות בעיקר הודות לירידת מחירי האנרגיה והרגיעה היחסית במלחמת הסחר. בארה"ב שיעור האינפלציה (CPI) עמד בחודש נובמבר על 2.7%. בגוש האירו, האינפלציה המשיכה להיות מתונה, ובמונחים שנתיים האינפלציה לחודש נובמבר עמדה על 2.1%. ה-FED הוריד את הריבית ב-0.75 נקודות אחוז במהלך המחצית, וה-ECB הותיר את הריבית ללא שינוי במחצית הנסקרת, לאחר שבמחצית הקודמת הפחית את הריבית בכל אחת מהחלטותיו (איור 14).



ג. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות מן המניין בצמידות להודעות הריבית בחודשים יולי 2025, ספטמבר 2025 וינואר 2026 (לוח 4).

תחזית יולי גובשה לאחר שהוכרזה הפסקת האש בתום מבצע "עם כלביא", ובהנחה שהיא תישמר. תחזית ספטמבר גובשה לאחר גיוס מילואים נרחב ותחילת מהלך קרקעי משמעותי ברצועת עזה, ותחת הנחה שהלחימה תסתיים במהלך הרבעון הראשון של שנת 2026. תחזית ינואר 2026 גובשה תחת ההנחה שהפסקת האש תישמר והיקף המילואים יוסיף לרדת. החטיבה העריכה כי במהלך תקופת התחזית המגבלות בצד ההיצע יצטמצמו בהדרגה, תוך עלייה מדודה בביקוש המקומי. על פי הערכת החטיבה בינואר 2026, התוצר צמח בשיעור של 2.8% בשנת 2025, לעומת ההערכה של 3.3% בתחזית יולי 2025. בתרחיש הבסיסי בתחזית ינואר 2026, התוצר צפוי לצמוח בשיעור של 5.2% בשנת 2026, כחצי אחוז יותר מתחזיות ספטמבר ויולי (שהיו דומות). החטיבה צפתה כי התוצר יצמח בשיעור של 4.3% בשנת 2027, כך שבסוף השנה פער התוצר ביחס למגמה ארוכת הטווח צפוי להצטמצם לכ-1%.

על פי תחזית ינואר 2026, האינפלציה השנתית בסוף 2025 תעמוד על 2.5%, זאת בהשוואה ל-3% בתחזית ספטמבר, ו-2.6% בתחזית יולי. בשנת 2026 האינפלציה צפויה לעמוד על 1.7%, בהשוואה ל-2.2% בתחזית ספטמבר, ו-2% בתחזית יולי. בשנת 2027 היא צפויה לעמוד על 2%. האומדן ליחס החוב לתוצר עמד על 68.5% בסוף 2025 וצפוי להישאר ברמה דומה ב-2026 ו-2027. החטיבה העריכה כי בסוף שנת 2026 הריבית תעמוד על 3.5%.

לוח 4 | תחזיות חטיבת המחקר

(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם כן צוין אחרת)

2027	2026			2025			התחזית לשנים
01/26	01/26	09/25	07/25	01/26	09/25	07/25	תאריך התחזית
4.3	5.2	4.7	4.6	2.8	2.5	3.3	התמ"ג
5.0	7.5	7.0	7.0	4.0	3.0	3.5	הצריכה הפרטית
8.0	13.0	14.0	13.5	10.0	7.5	9.5	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
3.5	1.0	-1.0	-1.0	2.0	0.5	1.5	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
5.0	4.5	3.5	3.0	4.5	3.5	4.0	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
7.0	8.0	8.5	8.0	10.0	8.5	8.0	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)
3.5	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4	2.9	שיעור אבטלה – ממוצע שנתי (גילאי 25-64)
3.6	3.9	4.3	4.2	4.8	5.1	4.9	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
68.5	68.5	71.0	71.0	68.5	71.0	70.0	יחס חוב תוצר
2.0	1.7	2.2	2.0	2.5	3.0	2.6	האינפלציה ¹
				01/26	09/25	07/25	תאריך התחזית
				1.7	2.4	2.2	האינפלציה בשנה הקרובה ²
				3.50	3.75	3.8	ריבית בעוד שנה ³

¹ הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברביע האחרון בשנה לעומת הממוצע ברביע האחרון בשנה הקודמת.

² בארבעת הרבעים שמסתיימים ברביע המקביל בשנה הבאה.

³ ברביע המקביל בעוד שנה.

המקור: בנק ישראל.