

### כלכלת ישראל מתאוששת והריבית בדרך למטה

- הכלכלה הגלובלית צפויה לצמוח בשנת 2025 ב-3.2%, בדומה לשנת 2024, כשאר"ב תמשיך להוביל את הצמיחה.
- בישראל, ללא עליה מחודשת בעצימות הלחימה, צפוי התוצר לצמוח ב-4.5%, בהובלת ההשקעות והיצוא. עם זאת, בתום השנה עדיין יותר פער תוצר שלילי של כ-2.5% בהשוואה לרמה אלמלא המלחמה.
- האינפלציה צפויה לזנק בראשית השנה לקצב שנתי של 4%, כאשר בהמשך השנה, במקביל להקלות במגבלות ההיצע ובתמיכת השקל החזק, תתמתן האינפלציה עד ל-2.5%.
- השקל צפוי להמשיך ולהפגין עוצמה, על רקע המשך ירידה בחששות הגיאופוליטיים והמשך התאוששות ההשקעות הזרות בישראל, אם כי שוקי המניות בעולם יוסיפו להיות גורם משמעותי שמשפיע על השקל.
- התמתנות האינפלציה, יציבות בשווקים הפיננסיים ומדיניות פסקאלית אחראית, יאפשרו לבנק ישראל להוריד את הריבית שלוש פעמים, במהלך המחצית השנייה של השנה, ל-3.75%.

#### גלובלי

הכלכלה העולמית המשיכה להתרחב בקצב של 3.2% בשנת 2024 בהובלת כלכלת ארה"ב שנהנתה מגידול מהיר בצריכה הפרטית, בגוש האירו נרשמה צמיחה חלשה בעקבות הפגיעה במגזר התעשייה וסין רשמה צמיחה איטית בעקבות חולשה בביקוש המקומי. **שנת 2025 תתאפיין במגמה דומה וקצבי צמיחה דומים לשנת 2024, כשאר"ב תמשיך להוביל את הצמיחה, במקביל, להמשך החולשה בגוש האירו ודשדוש בסין.**

הגורם המשמעותי ביותר שישפיע על המגמות הכלכליות הגלובליות ב-2025 ובשנים הקרובות הוא צעדי הממשל החדש בארה"ב, שישפיעו על הצמיחה, הסחר העולמי, ריביות ועוד. מדיניות זו צפויה לתמוך בצמיחה בארה"ב בשנים הקרובות, ולפגוע בכלכלות משקים מתפתחים המושפעים מהיצוא לארה"ב.

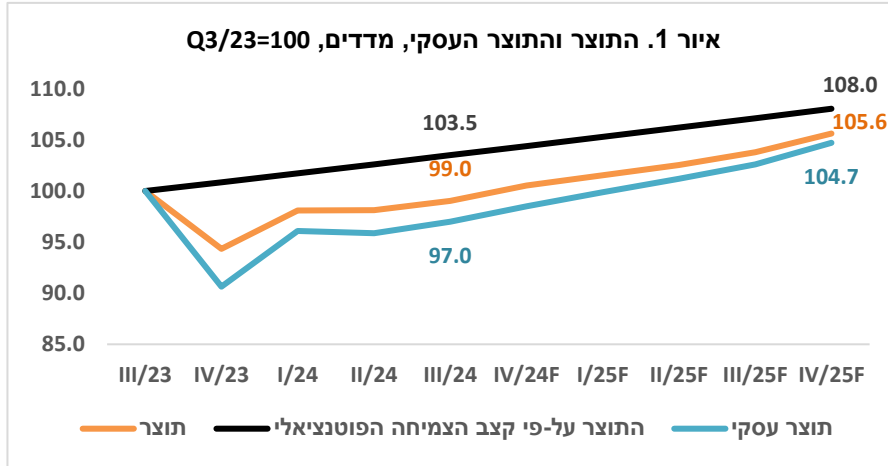
האינפלציה הגלובלית התמתנה בשנת 2024 ואפשרה לבנקים המרכזיים בעולם להפחית ריבית, בארה"ב ירדה הריבית ב-1% ל-4.25%-4.5%, ובגוש האירו ירדה הריבית ל-3%. האינפלציה ב-2025 צפויה להמשיך ולהתמתן ותאפשר לבנקים מרכזיים בעולם להמשיך ולהפחית ריבית, אך קצב ההפחתה יהיה זהיר והדרגתי. **בארה"ב צפויות שתי הפחתות ריבית, בדומה להערכות הפד, ואילו ה-ECB צפוי להפחית ריבית בקצב מהיר יותר, ל-1.75%.**

#### צמיחה נאה בהובלת ההשקעות והיצוא

במהלך שנת 2024 ראינו את המשק מתאושש באופן מרשים למדי, מהמכה הקשה שספג בסוף 2023. להערכתנו, במהלך השנה נמחקה הירידה החדה שהתרחשה עם פרוץ המלחמה, והתוצר ברבעון האחרון אף גבוה במעט בהשוואה לרמתו ערב המלחמה. עם זאת, **אנו מעריכים, שבממוצע שנתי עמד שיעור הצמיחה על 0.6% בלבד.** למעשה, לאורך השנה החולפת הובלה הצמיחה במשק על ידי שני מנועי צמיחה מרכזיים - הצריכה הפרטית והצריכה הציבורית. מנגד, ההשקעות בבניה למגורים ושלא למגורים התאוששו באופן חלקי בלבד מהנסיגה החדה שחוו עם פרוץ המלחמה, והיצוא היה חלש.

# חטיבת שווקים פיננסים

## מחלקת מאקרו כלכלה

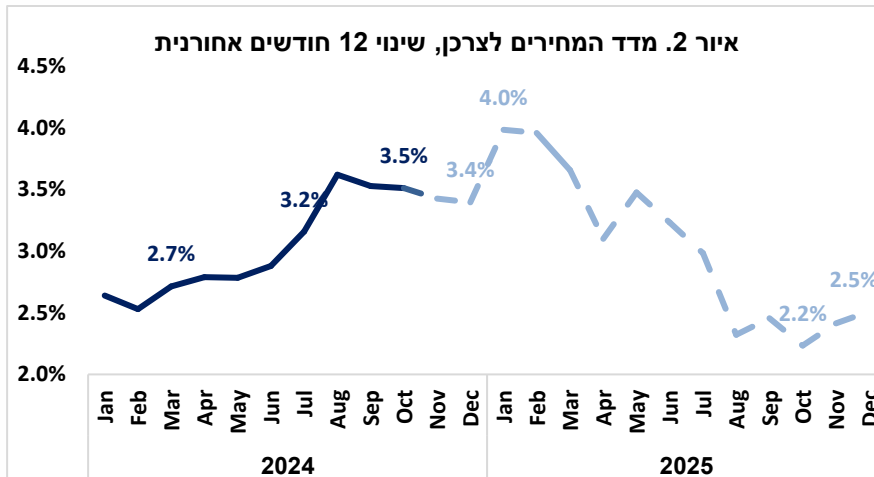


להערכתנו, ללא עליה מחודשת בעצמות המלחמה, צפויה שנת 2025 להיות שנה של צמיחה נאה, אולם מנועי הצמיחה יהיו שונים מאלה של אשתקד. לנוכח מיסים ומחירים יזומות, אי עדכון מדרגות המס, הקפאת השכר במגזר הציבורי ועוד) והפסקת הזרמות הממשלה (למפונים ולאנשי המילואים), שייפגעו בהכנסה הפנויה, תתקשה

הצריכה הפרטית להפגין עוצמה, והצריכה הציבורית תתמתן. מנגד, ההשקעות ייזכרו תאוצה, ובעיקר, כמענה לעבודות השיקום האדירות שנדרשות, והיצוא צפוי להאיץ בהובלת מגזר ההייטק והיצוא הביטחוני. כתוצאה, **צפוי התוצר לצמוח השנה ב-4.5%**, והתוצר העסקי ב-**5.5%** (לאחר צמיחה שלילית של 1% אשתקד). עם זאת, **בתום השנה עדיין יוותר פער תוצר שלילי של כ-2.5%** בהשוואה לרמה אלמלא המלחמה (בהנחה שקצב הצמיחה הפוטנציאלי עומד על 3.5% לשנה) (ראו איור 1).

במקביל להתאוששות המשק, **המשיך שוק העבודה להפגין עוצמה**, עם ירידה של שיעור הבלתי מועסקים מכ-3.3% במחצית הראשונה של השנה (בדומה לרמה ערב המלחמה) ל-2.7% בסופה. עם זאת, שיעור ההשתתפות בכוח העבודה (מועסקים + מובטלים שמחפשים עבודה) המשיך לרדת, והתייצב בחודשים האחרונים על 62.6% (63.5% ערב המלחמה). לפיכך, להערכתנו, במהלך השנה, נראה חזרה מסוימת של מחפשי עבודה לשוק (דהיינו: עליה בשיעור ההשתתפות), ועימה עליה מתונה בשיעור האבטלה. **מכל מקום, מדובר על משק בתעסוקה מלאה.**

### האינפלציה תזנק בטרם תתמתן



על רקע המלחמה, ובניגוד למגמה במדינות המפותחות, **צברה האינפלציה תאוצה מקצב שנתי של 3% במהלך 2023 ל-3.4% ב-2024.** ההאצה באינפלציה התרחשה במידה רבה כתוצאה ממגבלות מצד ההיצע, ובהן: מחסור בעובדים (בענף הבניה ובענפים נוספים), מגבלות על שרשרת האספקה ועליה בעלויות התובלה, הפסקת טיסות של חברות תעופה

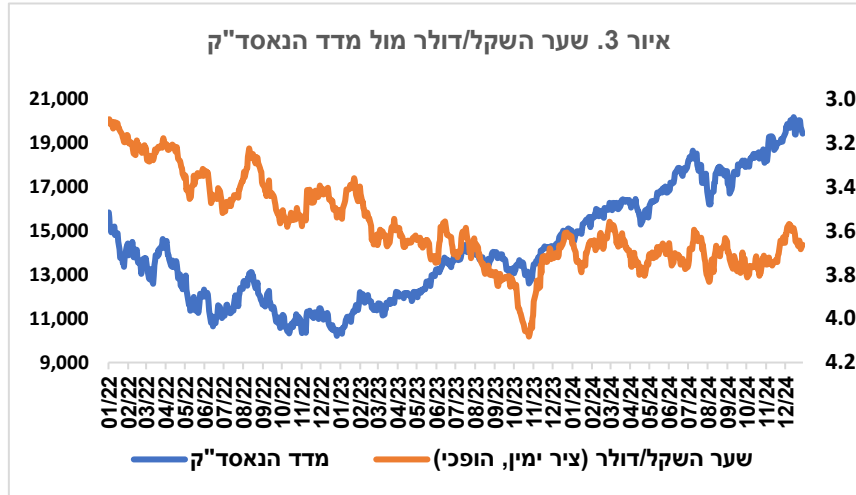
זרות, מחסור בפירות וירקות ועוד. בראשית השנה, על רקע העלאת המע"מ והתייקרויות נוספות ביזמת הממשלה (תחבורה ציבורית, ארנונה, חשמל ועוד) צפויה האינפלציה לזנק לקצב שנתי של 4%, אולם, מדובר בקפיצה חד-פעמית, ולא במגמה מתמשכת של תהליך אינפלציוני. בהמשך השנה, במקביל להקלות במגבלות ההיצע ובתמיכת השקל החזק, **תתמתן האינפלציה עד ל-2.5%** (ראו איור 2). תחזית שעולה בקנה אחד עם האינפלציה המגולמת בשוק. עם זאת, יש להצביע על מספר איומים על האינפלציה, ובהם: סעיף הדיור, שוק העבודה ההדוק, ההתפתחויות הגיאופוליטיות והשפעותיהן על הפעילות במשק, מגבלות היצע מתמשכות, תנודתיות בשקל וההתפתחויות הפיסקליות.

# חטיבת שווקים פיננסים

## מחלקת מאקרו כלכלה

### השקל יוסיף להפגין עוצמה

מתחילת 2023, על רקע אי הוודאות הפוליטית בישראל, וביתר עוצמה, מאז תחילת המלחמה, גברה משמעותית השפעת האירועים הגיאופוליטיים על שער השקל, והתנודתיות במסחר במט"ח עלתה בחדות. כך, עם פרוץ המלחמה נרשם פיחות חד בשקל, אולם, הסנטימנט החיובי בשוקי המניות בעולם, יחד עם הודעת בנק ישראל כי ימכור דולרים, הובילו לתיסוף חד בשקל, לרמה הנמוכה מרמתו לפני המלחמה. בהמשך, בפרקי הזמן בהם



ההתפתחויות הגיאופוליטיות היו פחות דרמטיות (לחיוב או לשלילה), חזרו שוקי המניות בחו"ל להיות הגורם הדומיננטי בהשפעה על שער השקל, כאשר הסנטימנט החיובי ששלט בשווקים לאורך השנה, תמך בעוצמת השקל. זאת, לאור העובדה, שהגופים המוסדיים שהגדילו משמעותית במהלך השנים האחרונות את מרכיב ההשקעה בחו"ל, מגדירים חלק מהחשיפה למטבע חוץ. כתוצאה, עליות

בשוקי המניות בחו"ל מובילות להתחזקות השקל, ולהיפך (ראו איור 3).

בנוסף, במהלך 2024 ניכרת התאוששות בהשקעות זרים בחברות טכנולוגיה בישראל, לאחר שהעלאות הריבית בעולם והפגיעה במגזר הטכנולוגיה בישראל ובעולם, הובילו לצמצום ההשקעות ופגעו בשקל. כמו כן, העודף בחשבון השוטף, ובמרכזו עודף היצוא על היבוא, ממשיך לתמוך בשקל, גם במהלך המלחמה. כך, על אף שמתחילת 2024, התחזק הדולר בעולם בכ-7%, השקל נחלש מול הדולר ב-0.5% בלבד.

**להערכתנו, במהלך 2025 צפוי השקל להמשיך ולהפגין עוצמה**, על רקע המשך ירידה בחששות הגיאופוליטיים והמשך התאוששות ההשקעות הזרות בישראל, אם כי שוקי המניות בעולם יוסיפו להיות גורם משמעותי שמשפיע על המגמות בשקל. עם זאת, אי וודאות פוליטית, עשויה להמשיך ולהעיב על השקל.

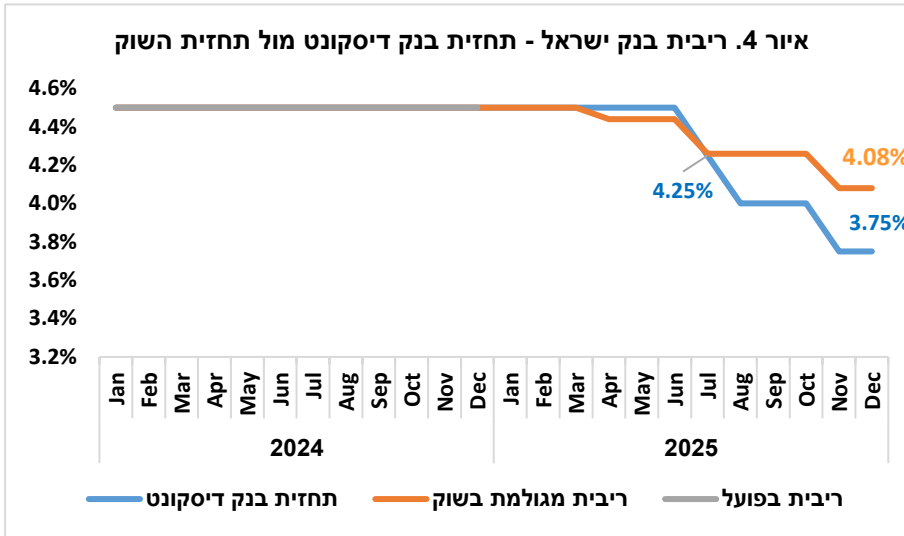
### הריבית תרד במהלך המחצית השנייה של השנה

האירועים הגיאופוליטיים והשלכותיהם על יציבות השווקים עמדו במוקד השיקולים של בנק ישראל, בקביעת מתווה הריבית. כתוצאה, הפחית בנק ישראל בראשית 2024 את הריבית מ-4.75% ל-4.5%, על מנת לסייע למשקי בית ולעסקים, אולם סימן כי הפחתת הריבית תהיה איטית. ואמנם, על רקע העליה בסביבת האינפלציה, הזינוק בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל, כפי שבאה לידי ביטוי בשוק ההון<sup>1</sup>, וחוסר הוודאות באשר לניהול התקציב, הותיר בנק ישראל את הריבית ברמה זו לאורך כל השנה. שוק ההון שחזה בראשית השנה שהריבית תעמוד בסוף 2024 על 3.3%, הפנים בהדרגה את מדיניות בנק ישראל, וכך החלה זחילה מעלה של ציפיות הריבית לסוף השנה, עד שאלו התייצבו בספטמבר על 4.5%.

<sup>1</sup> פערי התשואות של האג"ח הממשלתי השקלי והדולרי מול האג"ח האמריקאי ופרמיית הביטוח של מדינת ישראל (CDS).

# חטיבת שווקים פיננסים

## מחלקת מאקרו כלכלה



להערכתנו, בנק ישראל לא ימהר להפחית ריבית, וימתין עד לאמצע השנה. זאת כיוון שירצה להיווכח שהאינפלציה אכן מתמתנת לכיוון היעד, ואינפלציה הליבה בניכוי התייקרויות ממשלתית, אף סביב מרכז היעד. מעבר לכך, כמובן, תחת ההנחה שהשקל, שהתחזק לאחרונה באופן מרשים, לא יחזור וייחלש, פרמיית הסיכון של מדינת ישראל, שרשמה ירידה חדה, לא תשוב להרים ראש,

והממשלה תשדר משמעת פסיקאלית (גירעון בשיעור של 4.4%-4.9% תוצר). בהתקיים תנאים אלה, יפחית בנק ישראל את הריבית שלוש פעמים, עד 3.75% בסוף 2025, תחזית נמוכה מהמגולם בשוק (ראו איור 4). הפחתת הריבית הצפויה עשויה לתמוך בצריכה הפרטית, שכאמור, תעמוד בפני אתגר לא פשוט של פגיעה בהכנסה הפנויה.

### הסקירה הוכנה על ידי מחלקת מאקרו כלכלה, בנק דיסקונט

### נירה שמיר, כלכלנית ראשית

#### הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:

הניתוח הכלול בסקירה זו הינו למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או תחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ ("להלן: "הבנק") לייעוץ ללקוחותיו בהתאם לאמור בו. הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שנבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בסקירה מייצגות את עמדת מחבריה והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי השקעות בבנק. הדעות האמורות נכונות ליום פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת. הניתוח מופץ כחלק מתפוצה רחבה, וגם אם במסגרת תפוצה רחבה זו, הוא מגיע אליך אישית באמצעות הדוא"ל או בכל דרך או מדיה אחרת, אין לראות בו משום ניתוח או סקירה המותאמים לצרכיך ולנתונים האישיים שלך, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי הני"ע והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שהיה ולא מכל בחינה אחרת. עשוי להיות למחברי הסקירה ו/או לבנק עניין אישי בנושא הסקירה. הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בסקירה זו, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על סקירה זו, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת הסקירה ופרסומה במלואה או בחלקה, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט. הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בסקירה זו, ככל שנזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטבעיים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך לא ישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר.

# חטיבת שווקים פיננסים

מחלקת מאקרו כלכלה