

הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

24 במרץ 2026

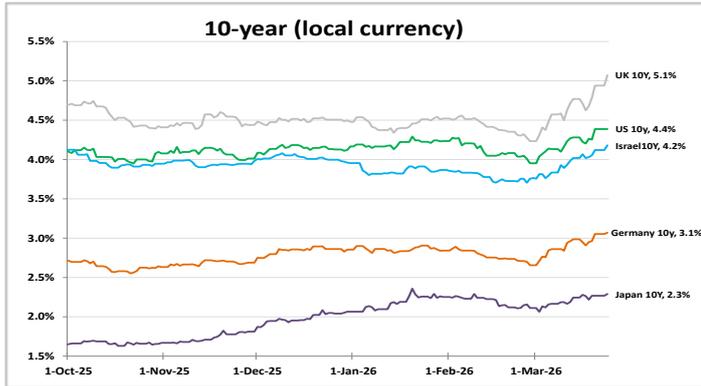
תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
0.4% במרץ 1.0% באפריל	0.4% במרץ 1.0% באפריל	אינפלציה בחודשים הקרובים
2.0%	1.9%	אינפלציה מצטברת ב-12 המדדים הקרובים (עד מדד מרץ 2027)
3.5%	3.75%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
3.0 ₪	3.13 ₪	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

נקודות מרכזיות

- בשבוע האחרון רוב הבנקים המרכזיים השאירו את הריבית ללא שינוי אך חלקם הקשיחו את טון הדברים, דבר שתמך בעלייה נוספת בתשואות. להערכתנו השווקים מתמחרים הסתברות גבוהה מידי להעלאות ריבית בקרוב.
- הבנק המרכזי בארה"ב השאיר את הריבית ללא שינוי והמשיך לשרד זהירות, אך עדיין אינו רואה בהעלאת ריבית תרחיש בסיס לשנה הנוכחית. להערכתנו השווקים מתמחרים תרחיש ניצי מדי וסביר יותר שעם סיום המלחמה והמשך חולשה בשוק העבודה הריבית דווקא תרד השנה.
- הבנק המרכזי ביפן הותיר את הריבית ללא שינוי והמשיך בגישה זהירה על רקע אי-הוודאות ועליית מחירי האנרגיה. המפתח להחלטה הבאה יהיה גם קצב עליית השכר, שעשוי להכריע אם נראה העלאת ריבית כבר באפריל.
- הבנק המרכזי בבריטניה השאיר את הריבית כצפוי ללא שינוי, אך ההודעה הייתה ניצית מהצפוי ואף כללה איתות אפשרי להעלאת ריבית אם לחצי המחירים יימשכו. למרות זאת להערכתנו השווקים מתמחרים מסלול אגרסיבי מדי, במיוחד נוכח העלייה באבטלה.
- הבנק המרכזי בגוש האירו השאיר גם הוא את הריבית ללא שינוי מסר זהיר ומאוזן, לצד עדכון כלפי מעלה של תחזית האינפלציה וכלפי מטה של הצמיחה.
- ברזיל הייתה החריגה השבוע כשהחלה להפחית ריבית על רקע ירידה באינפלציה ורמת ריבית גבוהה מאוד. עם זאת עליית מחירי האנרגיה והימשכות המלחמה צפויות למתן את קצב ההפחתות בהמשך.
- להערכתנו בנק ישראל ישאיר את הריבית ללא שינוי גם בהחלטה הקרובה. עם זאת, הבנק צפוי לעדכן מטה את תחזית הצמיחה ולשמר איתות להפחתת ריבית לאחר המלחמה.
- ההסתברות לצמיחה שלילית ברבעון הראשון עלתה לנוכח המשך ההגבלות וסגירת מערכת החינוך. בדומה לעבר, עם סיום המלחמה צפויה התאוששות מהירה יחסית בצמיחה.
- סקר הלמ"ס מצביע בינתיים על פגיעה משמעותית בפעילות העסקית, אך מתונה יותר לעומת יוני 2025. הפגיעה בולטת בעיקר בעסקים קטנים ובענפים תלויי נוכחות פיזית בדגש על מסעדות תעשייה ובינוי, בעוד שהיטק ופיננסים הפגינו עמידות יחסית.
- נתוני הבנייה ממשיכים להצביע על היצע גבוה כשגם התחלות הבנייה וגם היתרי הבנייה נותרו ברמות גבוהות. במקביל העלייה בגמר הבנייה צפויה להקל בהמשך על שוק השכירות.

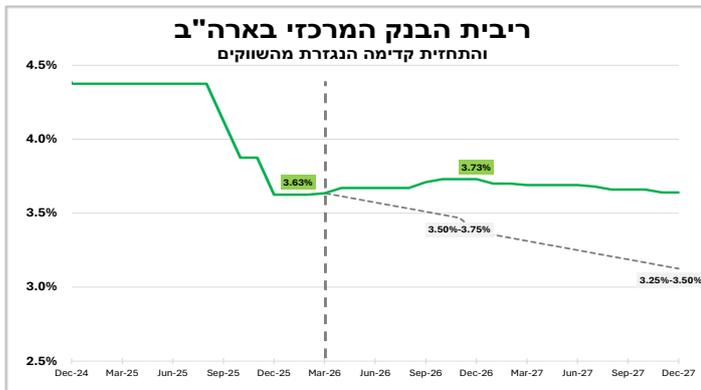
הבנקים המרכזיים בעולם מאותתים על זהירות נוכח הזינוק במחירי האנרגיה ואי-הוודאות. גורמים אלה תרמו לעלייה נוספת בתשואות האג"ח בעולם. להערכתנו, השווקים מתמחרים כעת הידוק מהיר מדי.

השבוע האחרון שינה את מוקד הסיפור הכלכלי, עם מעבר חד מהמתנה להפחתות ריבית לאפשרות של מהלכים בכיוון ההפוך. המוקד נותר בהתארכות המלחמה, עליית מחירי האנרגיה ובעיקר החשש מפגיעה מתמשכת בנתיבי השיט. במקביל גוברת ההבנה שגם לאחר סיום המלחמה ההתאמות במחירים ייקחו זמן. לכן כמעט כל הבנקים המרכזיים בחרו בשבוע האחרון להמתין להתפתחויות, וחלקן אותתו על נכונות לפעול אם האינפלציה תעלה מחדש, מה שתרם לעלייה נוספת בתשואות האג"ח בעולם.



להערכתנו השווקים מתמחרים בהסתברות גבוהה מדי מעבר לעליית ריבית. בעוד שהבנקים המרכזיים צפויים להיות זהירים יותר, נוכח ההשפעה השלילית של מהלך כזה על הפעילות הכלכלית ועל הגירעונות הממשלתיים. **מעבר לכך יש לזכור שהאירוע הנוכחי הוא זעזוע היצע** (דרך אנרגיה ושיבושי סחר) והעלאת ריבית היא כלי מוגבל לטפל בו, אך עלולה להכביד עוד יותר על הצמיחה, האשראי והשווקים.

הבנק המרכזי בארה"ב הותיר את הריבית ללא שינוי בפעם השנייה ברציפות בין 3.5%-3.75%. הנגיד ציין כי האינפלציה עדיין מעל היעד, לצד התקררות הדרגתית בשוק העבודה. עם זאת הדגיש כי ההתמתנות באינפלציה צפויה להיבלם ואף ייתכן עלייה בטווח הקצר.



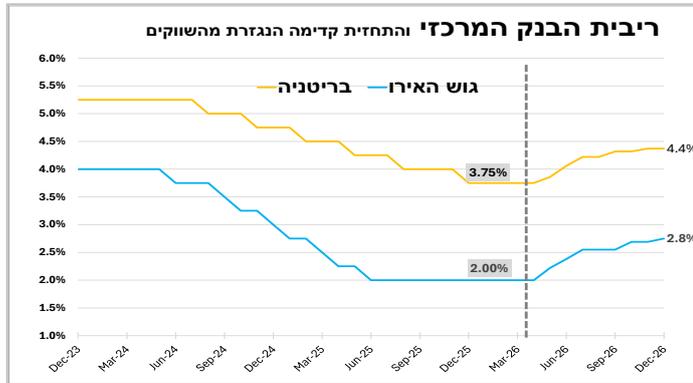
למרות זאת הנגיד ציין שרוב חברי הוועדה אינם צופים העלאת ריבית השנה, והבנק ממשיך לאותת בזהירות על אפשרות להפחתות בהמשך, כך על פי התחזיות המעודכנות.

בשלב זה השווקים מתמחרים הסתברות להעלאת ריבית בודדת השנה אך להערכתנו מדובר בתרחיש פסימי מדי. עם סיום המלחמה ובהינתן המשך התקררות בשוק העבודה, סביר יותר שהריבית תרד השנה.

ביפן הבנק המרכזי השאיר שוב את הריבית על 0.75% והמשיך בגישה זהירה על רקע אי הוודאות והעלייה במחירי האנרגיה. הבנק מעריך כי מחירי האנרגיה יתמכו בעלייה באינפלציה אך לא התחייב להעלאת ריבית קרובה. המפתח להחלטה הבאה יהיה להערכתנו קצב עליית השכר, במיוחד לאור דרישות איגודי העובדים הגדולים לעלייה של כ-6%. מימושן עשוי להגדיל משמעותית את הסיכוי להעלאת ריבית כבר בהחלטה באפריל.

באירופה הבנק המרכזי של שווייץ הותיר את הריבית ללא שינוי על 0% בהתאם לציפיות, והדגיש נכונות להגביר את ההתערבות בשוק המט"ח כדי למתן את התחזקות המטבע. בנוסף ציין כי הרף להפחתה לריבית שלילית נותר גבוה והריבית צפויה להישאר סביב האפס לאורך זמן.

הכותרות הגדולות הגיעו מבריטניה שם הבנק המרכזי השאיר את הריבית ללא שינוי על 3.75%. לפני פרוץ המלחמה נרשמה הסתברות גבוהה להפחתת ריבית על רקע עלייה באבטלה (5.2%) והתמתנות האינפלציה (3.0%), אך הזינוק במחירי האנרגיה מנע זאת.



ההודעה הייתה ניצית מהצפוי והתקבלה פה אחד לראשונה מזה 5 שנים, והבנק אף אותת כי הצעד הבא עשוי להיות העלאת ריבית אם הלחצים האינפלציוניים יתבררו כמתמשכים. בהתאם לכך השווקים מתמחרים כמעט שלוש העלאות ריבית השנה, תרחיש שלדעתנו בעל הסתברות נמוכה לנוכח רמת האבטלה הגבוהה, שצפויה למתן את לחצי השכר. עם זאת התמחר לא צפוי להשתנות כל עוד מחירי האנרגיה נותרים גבוהים.

בגוש האירו ההודעה הייתה מאוזנת יותר כאשר הריבית נותרה ללא שינוי על 2.0%, כפי שהיא מאז יוני אשתקד. הנגידה ציינה כי המלחמה הובילה לעדכון כלפי מעלה של תחזית האינפלציה ל-2.6% וכלפי מטה של תחזית הצמיחה ל-0.9%, אך הדגישה כי ההחלטות ימשיכו להתבסס על הנתונים ללא התחייבות לתוואי ריבית קבוע. למרות הטון הזהיר השווקים מתמחרים הסתברות גבוהה לעלייה עד 2.75% עד סוף השנה. להערכתנו מדובר בתרחיש מוגזם, שידרוש האצה משמעותית באינפלציית הליבה (ללא אנרגיה) כדי להתממש.

הזינוק במחירי האנרגיה עשוי דווקא להגביר את ההסתברות לסיום המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, שבסיומה יתאפשר לרוסיה במסגרת הסדר כלשהו לשוב ולספק גז לאירופה, מהלך שעשוי להקל על לחצי המחרים.

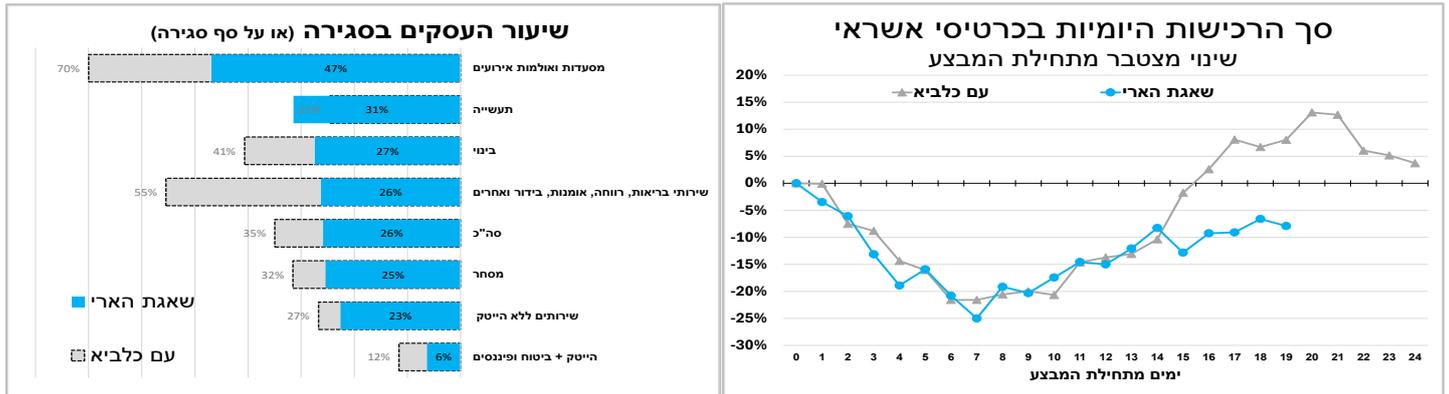
הבנק המרכזי החריג בשבוע האחרון היה ברזיל, שהפחית את הריבית ברבע נקודת אחוז ל-14.75%, הפחתה ראשונה מזה כשנתיים. על רקע ירידה באינפלציה (3.8% בפברואר), ציפיות להמשך התמתנות ורמת ריבית מרסנת מאוד. עם זאת גם כאן הודגשו העלייה במחירי האנרגיה ואי-הוודאות הגיאופוליטית. כך שלמרות הנטייה להמשיך ולהפחית את הריבית, ההתפתחויות האחרונות מצמצמות את הסיכוי לקצב הפחתות מהיר.

לגבי החלטת הריבית של בנק ישראל בשני הקרוב (30 במרץ), הערכתנו לא השתנתה. כל עוד הלחימה נמשכת ופרמיית הסיכון נותרת גבוהה, הבנק צפוי להמתין. במוקד ההחלטה יעמדו נאום הנגיד והתחזיות המעודכנות. אנו מעריכים כי תחזית הצמיחה לשנה הנוכחית תעודכן כלפי מטה (שהייתה גבוהה מלכתחילה), אך הבנק יאותת כי הריבית צפויה לרדת לפחות פעם אחת עד סוף השנה.

בישראל סקר מגמות בעסקים מצביע כצפוי על פגיעה משמעותית בצמיחה ברבעון הראשון, אך בשלב זה מתונה יותר לעומת יוני אשתקד, כשהפגיעה אינה סימטרית בין הענפים. קצב ההתאוששות ברכישות בכרטיסי אשראי האט בשבוע האחרון. אנחנו כשבוע לפני סיום הרבעון הראשון וההסתברות לצמיחה שלילית ברבעון גבוהה, אם כי עדיין מוקדם לכמת את היקף הפגיעה. נתוני הרכישות היומיים בכרטיסי אשראי הצביעו בשבועיים הראשונים של החודש על דפוס דומה למבצע הקודם, ירידה חדה בתחילה ולאחריה התאוששות, עדות לחוסן משקי הבית וליכולת ההסתגלות לאירועים ביטחוניים. עם זאת בשבוע האחרון ניכר כי קצב ההתאוששות נעצר, בין היתר בשל המשך ההגבלות על הפעילות וסגירת מוסדות חינוך.

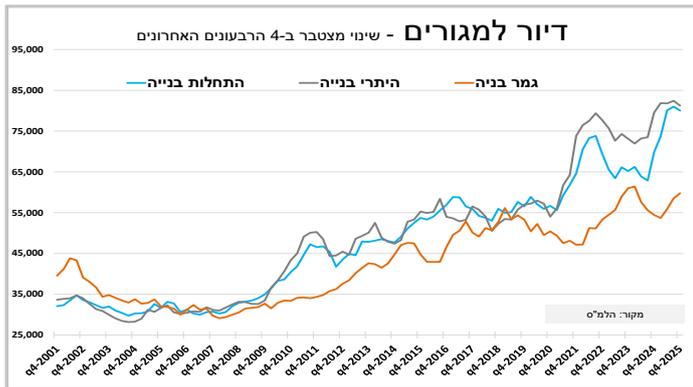
הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר



הפגיעה אינה אחידה כפי שעולה מסקר מגמות בעסקים של הלמ"ס שנערך לאחר כשבועיים מתחילת המבצע. מתוך הדוח עולה הפעילות העסקית נפגעה משמעותית, אך פחות לעומת יוני 2025. העסקים הקטנים והענפים התלויים בפעילות פיזית נפגעו יותר, בין היתר בשל סגירת מוסדות הלימוד. ענפי ההייטק והפיננסים הפגינו עמידות מרשימה, בעוד שבמסעדות ובאירועים כמעט מחצית מהעסקים היו על סף סגירה. בדומה לעבר, עם סיום המלחמה אנו צופים התאוששות מהירה בצמיחה.

התחלות הבנייה נותרו גבוהות גם ברבעונים האחרונים. סיומי הבנייה רשמו עלייה בחצי השנה האחרונה אל קרוב לרמות שיא.



נתוני התחלות והיתרי הבנייה לרבעון האחרון של 2025 נותרו גבוהים והסתכמו בארבעת הרבעונים האחרונים במעט מעל 80 אלף, מעל קצב הגידול במספר משקי הבית. מנגד גמר הבנייה (שפיגר שנים אחרי התחלות הבנייה) בין היתר בשל התארכות תהליכים ומחסור בעובדים, מתחיל להדביק את הקצב עם עלייה בולטת בשני הרבעונים האחרונים שהיו הגבוהים ביותר מאז סוף שנות התשעים. מגמה זו צפויה להימשך גם השנה להגדיל את היצע הדירות הגמורות ולהקל במידה מסוימת על הלחצים בשוק השכירות ועל קצב עליית מחירי השכירות. במקביל, היקף גבוה של התחלות והיתרים צפוי לשמור על מלאי דירות גבוה למכירה שכבר נמצא ברמת שיא, ולהמשיך להפעיל לחץ על הקבלנים להפחית מחירים או להרחיב הטבות כדי לשמר את קצב המכירות.

פרסומים בולטים בשבוע הקרוב

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
יום שלישי, ה-24 במרץ	לינות תיירים		מדד מנהלי הרכש בגוש האירו	אינפלציה ביפן
יום רביעי, ה-25 במרץ			אינפלציה בריטניה. סקר IFO גרמניה	
יום חמישי, ה-26 במרץ			החלטת הריבית בנורבגיה	
יום ראשון, ה-29 במרץ			ייצור תעשייתי ופדיון ענפי המשק	
יום שני, ה-30 במרץ			החלטת הריבית ועדכון תחזיות. שכר ממוצע למשרת שכיר. סקר כח אדם. יצוא שירותים	

הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

סקירה זו מתפרסמת בכתובת

<https://www.harel-group.co.il/finance/research-and-reviews/economic-surveys/Pages/default.aspx>

oferkl@harel-ins.co.il והערות ושאלות ניתן להפנות לעפר קליין; בדואר אלקטרוני

אם ברצונך להסיר את שמך מרשימת התפוצה של קבוצת הראל, אנא שלח אלינו בקשה זו במייל חוזר.

המידע המובא במסמך זה הוא למטרות אינפורמטיביות וכלליות בלבד. מידע זה מבוסס, בין היתר, על נתונים, הערכות, תחזיות, הנחות וניתוחים אשר עשויים להשתנות מעת לעת, ואשר נכונותם, שלמותם ודיוקם אינם מובטחים. החברה ו/או מי מטעמה אינם מתחייבים לעדכן או לתקן את המידע הכלול במסמך זה, כולו או חלקו, ואין לראות במידע המופיע במסמך זה משום ייעוץ השקעות, שיווק השקעות, הצעה או המלצה לביצוע פעולה כלשהי בניירות ערך, בנכסים פיננסיים או בכל מוצר השקעה אחר. המידע במסמך אינו מהווה תחליף לייעוץ מקצועי המתחשב בנתונים ובצרכים הייחודיים של כל אדם או גוף, ובכלל זה מצבו הפיננסי, מטרותיו, צרכיו ונסיבותיו האישיות. כל הסתמכות על המידע המצוי במסמך נעשית על אחריות המשתמש בלבד. הכותב/ים ו/או חברות בקבוצת הראל ו/או בעלי עניין בהן ו/או בעלי השליטה בקבוצה, עשויים להחזיק ו/או לסחור, בעבור עצמם ו/או בעבור אחרים, בניירות הערך והנכסים הפיננסיים המצוינים במסמך זה, וזאת אף באופן המנוגד לאמור במסמך זה. החברה, עובדיה ונציגיה אינם נושאים בכל אחריות להפסד או לנזק – ישיר או עקיף – שעשוי להיגרם למי שיעשה שימוש במידע. כל הזכויות במסמך זה שמורות ואין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ, לפרסם או להעביר את המסמך או חלקים ממנו ו/או לעשות כל שימוש אחר ללא אישור מראש ובכתב מהחברה