

הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

11 בנובמבר 2025

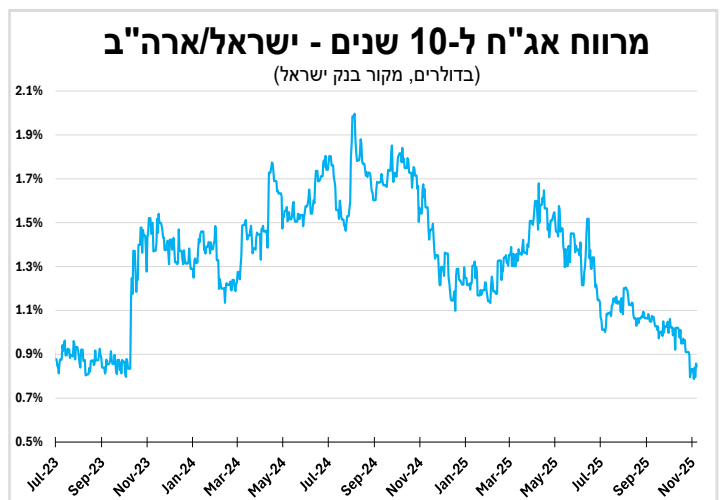
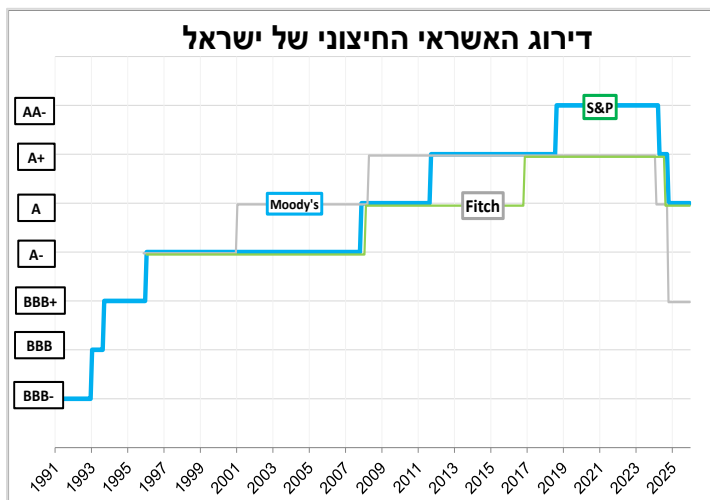
תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
0.5% באוקטובר מינוס 0.4% בנובמבר	0.4% באוקטובר מינוס 0.4% בנובמבר	אינפלציה בחודשים הקרובים
2.0%	1.7%	אינפלציה מצטברת ב-12 המדדים הקרובים (עד מדד ספטמבר 2025)
4.0%-3.75%	4.0%-3.75%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
3.20 ₪	3.23 ₪	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

נקודות מרכזיות

- חברת הדירוג הבינלאומית S&P הסירה את אופק הדירוג השלילי של ישראל, ואנו מצפים לראות חברות נוספות נוקטות בצעד דומה במהלך השנה הבאה. העלאת הדירוג הרשמי עדיין רחוקה, אך בשווקים הפיננסיים הדירוג כבר משקף עלייה, עם ירידה חדה במרווחים ובחוזי ה-CDS לרמות שלפני המלחמה.
- הכנסות המדינה ממסים באוקטובר היו חיוביות, אך ההוצאה הממשלתית המשיכה לעלות. הגירעון כאחוז מהתוצר עלה באוקטובר, ולהערכתנו צפוי לעלות שוב במתינות גם בחודשיים הקרובים.
- ביום שישי יתפרסם מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר, כאשר אנו צופים עלייה של 0.5%, בעיקר בשל התייקרות עונתית במחירי הטיסות והנופש. ביום ראשון יפורסמו האומדנים הראשוניים לצמיחה ברבעון השלישי, ואנו מעריכים כי תירשם צמיחה מהירה, בין היתר כפיצוי על הירידה שנרשמה ברבעון השני.
- השבתת הממשל הפדרלי בארה"ב נכנסת לשבוע השביעי, אך בימים האחרונים חלה התקדמות ונראה כי הושגה הסכמה עקרונית להחזרת המימון הממשלתי עד לסוף ינואר 2027.
- בית המשפט העליון בארה"ב החל לדון בחוקיות מדיניות המכסים של טראמפ, כאשר גם שופטים שמרנים, ובהם כאלה שמונו על ידו, הביעו ספקות לגבי חוקיות הצווים. טראמפ ציין ברשתות החברתיות כי הוא מתכנן לחלק לכל משק בית בארה"ב 2,000 דולר, אך לאור הפילוג הפוליטי והצורך באישור הקונגרס, הסבירות שיוכל לקדם תוכנית חלוקה רחבה בזמן הקרוב נמוכה מאוד.
- הבנק המרכזי בבריטניה הותיר את הריבית ללא שינוי על 4.0%. ההחלטה התקבלה על חודו של קול ולהערכתנו יש סבירות גבוהה שהבנק יחזור להפחית ריבית בהחלטת דצמבר. במקביל, בנקים מרכזיים באירופה, בהם שבדיה, נורבגיה וצ'כיה, הותירו את הריבית ללא שינוי ואותנו כי תהליך הפחתת הריבית הגיע למיצוי בשלב זה.
- נתוני סחר הסחורות של סין לאוקטובר הפתיעו לרעה, כאשר היצוא ירד לראשונה זה שמונה חודשים. עם זאת, ההסכם שהושג לפני כשבועיים על הפוגה זמנית במגבלות הסחר צפוי לתמוך בשיפור מסוים בנתוני הסחר בחודשים הקרובים.

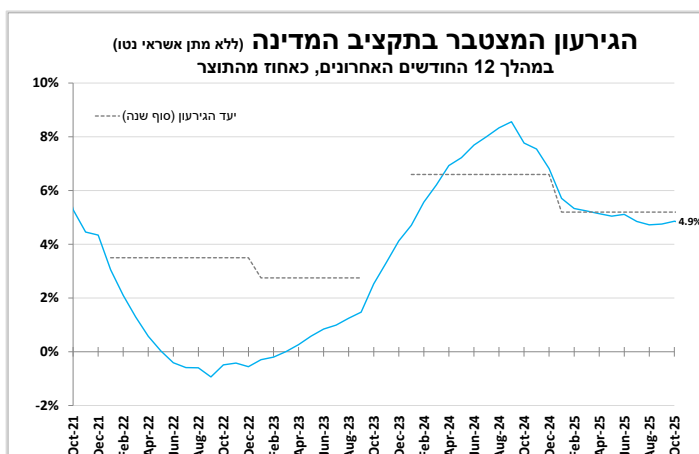
חברת הדירוג S&P העלתה את אופק הדירוג של ישראל לציב. להערכתנו חברות דירוג נוספות יבואו בעקבותיה. יחד עם זאת, העלאה רשמית של הדירוג עדיין רחוקה.

חברת הדירוג הבינלאומית S&P הותירה את דירוג האשראי של ישראל על A, אך העלתה את אופק הדירוג משלילי לציב. הסיבה המרכזית לעדכון היא הערכת החברה כי הסיכון המיידי לחזרה ללחימה עצימה בעזה או באזור ירד משמעותית, בעיקר בזכות המעורבות הישירה של ארה"ב. למרות, הגורמים המבניים החזקים יחסית של ישראל (כלכלה מגוונת וחזקה, עודף בחשבון השוטף ויתרות מט"ח גבוהות), לפי החברה, העלאת דירוג תיתכן רק אם יימשך תהליך ירידת הסיכונים הביטחוניים, ובמקביל תירשם צמיחה מהירה מהתחזיות (5.0% ב-2026) וירידה משמעותית בגירעון התקציבי. אנו סבורים שנראה בקרוב מהלך דומה גם מצד Fitch.



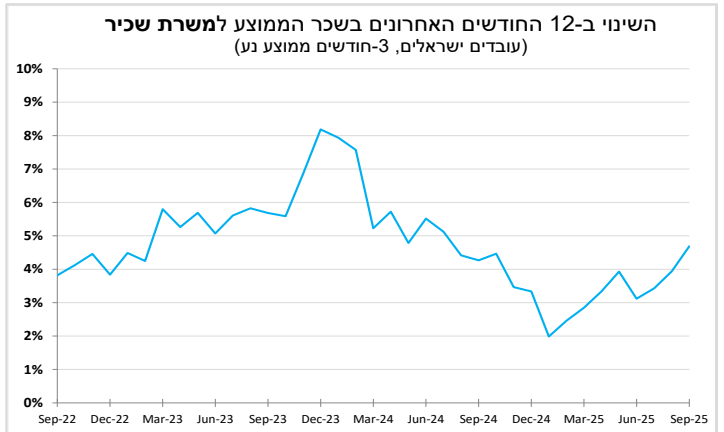
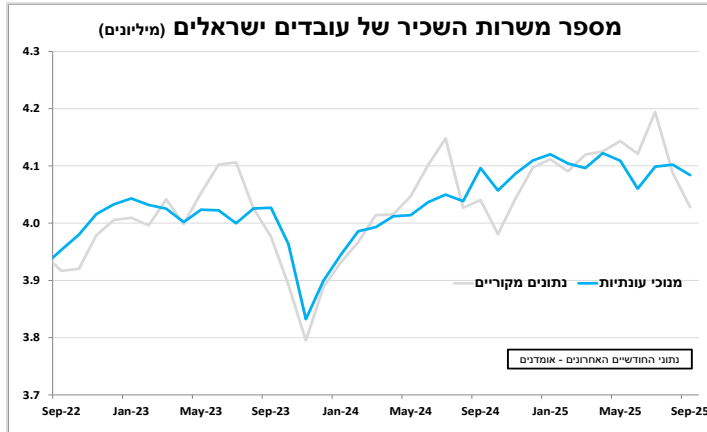
יש לציין כי בשווקים הפיננסיים, המרווחים של איגרות החוב הישראליות מול ארה"ב וכן חוזי ה-CDS ירדו כבר קרוב לרמות ששררו לפני פרוץ המלחמה. מגמה זו משקפת התאמה מחודשת לדירוג האשראי הקודם של ישראל בעיני השווקים.

הרבעון הרביעי הגיע וההוצאות גדלות - הגירעון כאחוז מהתוצר עלה וימשיך לעלות עד לסוף השנה.



סך הכנסות המדינה ממסים באוקטובר נותר ברמה מעודדת ועמד על כ-40 מיליארד ש"ח (ללא מע"מ יבוא ביטחוני) עם גידול יפה בהכנסות ממע"מ דבר שמלמד על המשך פעילות חזקה של הצרכן. מנגד, ההוצאה הממשלתית האיצה לכ-59 מיליארד ש, למרות ירידה בהוצאה הביטחונית החודשית (אנו רואים עלייה בהוצאות בכל סוף שנה - כשהמשרדים השונים ממהירים להספיק לנצל את התקציב). כתוצאה מכך נרשם גירעון חודשי של כ-15 מיליארד ש, נתון הגבוה ביותר השנה (למעט יוני שהיה חריג בשל מבצע "עם-כלביא"). בהתאם לכך, הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים עלה ל-4.9% מהתוצר, ואנו מעריכים כי בחודשיים הנוותרים של השנה נראה את הנתון חוצה במעט את רף ה-5%.

נתוני השכר והתעסוקה הראשונים לספטמבר, על פי המוסד לביטוח לאומי, מצביעים על תמונה מעורבת. מצד אחד, **השכר הממוצע של השכירים בישראל עלה ב-4.7% ב-12 החודשים** שהסתיימו בספטמבר, ומנגד, **מספר השכירים הישראלים רשם ירידה קלה במהלך אותה תקופה.**



נתוני האינפלציה והצמיחה שיתפרסמו בימים הקרובים יכריעו לגבי החלטת הריבית בעוד כשבועיים.

בנאומו בשבוע שעבר ציין **נגיד בנק ישראל** כי הירידה בעצמות הלחימה בתקופה האחרונה תורמת להמשך מגמת ההתמתנות באינפלציה. לדבריו, הוועדה המוניתרית תמשיך לפעול בהתאם לנתונים בלבד, אך הדגיש כי מדד המחירים לצרכן לספטמבר שהפתיע כלפי מטה מהווה **התפתחות חיובית** בכיוון הרצוי. הנגיד הוסיף, שהם מצפים לנתונים שיתפרסמו בימים הקרובים, ובהם **מדד אוקטובר** ונתוני **התוצר לרבעון השלישי**.

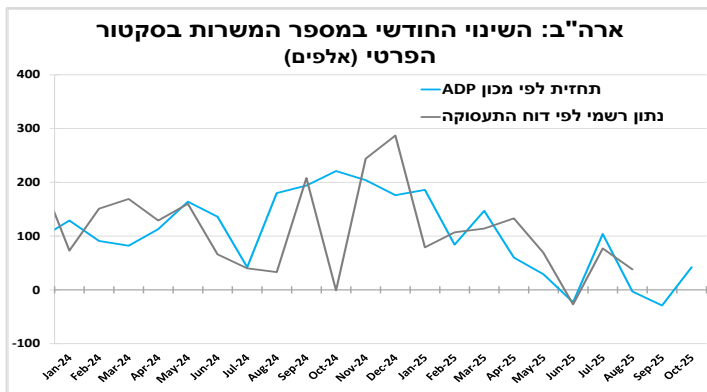
ביום שישי הקרוב יתפרסם מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר, כאשר אנו צופים עלייה של 0.5% במדד. עיקר העלייה צפויה לנבוע מהתייקרות עונתית במחירי הטיסות והנופש (בעקבות חגי תשרי), לצד עלייה חדה מהצפי במחירי הירקות (במיוחד העגבניות). **יומיים לאחר מכן (ראשון) יתפרסמו האומדנים הראשוניים לצמיחה ברבעון השלישי** ואנו צופים צמיחה מהירה, שבחלקה מהווה פיצוי על הירידה הזמנית שנרשמה ברבעון השני.

לאור מכלול הנתונים אנו סבורים כי **בנק ישראל צפוי להפחית את הריבית בהחלטתו הקרובה בעוד כשבועיים**, תרחיש שמתומחר בשווקים בהסתברות גבוהה (כ-80%). המשך הייסוס **בשקל** לשיא מול סל המטבעות, לצד **שיפור באופק הדירוג של ישראל**, מחזקים עוד יותר את הערכתנו להפחתת ריבית קרובה.

בארה"ב ההשבתה הארוכה בהיסטוריה קרובה לסיום. הפרסומים הכלכליים האלטרנטיביים הראו על המשך צמיחה מתונה של הסקטור העסקי והתכווצות של הסקטור הציבורי.

השבתת הממשל הפדרלי בארה"ב נכנסת לשבוע השביעי. מיליוני עובדי ציבור ממשיכים שלא לקבל שכר, והדבר גורם לשיבושים נרחבים בשירותים הציבוריים, לרבות ביטולים הולכים וגוברים של טיסות ושירותי בריאות. **ביומיים האחרונים חלה התקדמות ונראה כי הושגה הסכמה עקרונית להחזרת המימון הממשלתי עד לסוף ינואר 2027** - הסנאט האמריקני אישר אמש ברוב של 60 מול 40 את סיום ההשבתה כאשר שמונה דמוקרטים הצטרפו לרפובליקנים ותמכו בחבילת תקציב שאינה כוללת את הארכת סבסודי הבריאות. ההצעה עוברת כעת לבית הנבחרים.

אם ההסכמה תיושם, יחודש גם פרסום הנתונים הכלכליים הרשמיים, אך סביר כי חלק מנתוני אוקטובר לא יפורסמו כלל, משום שלא נאספו בזמן, וכתוצאה מכך חלק מהפרסומים יכללו נתונים חלקיים.



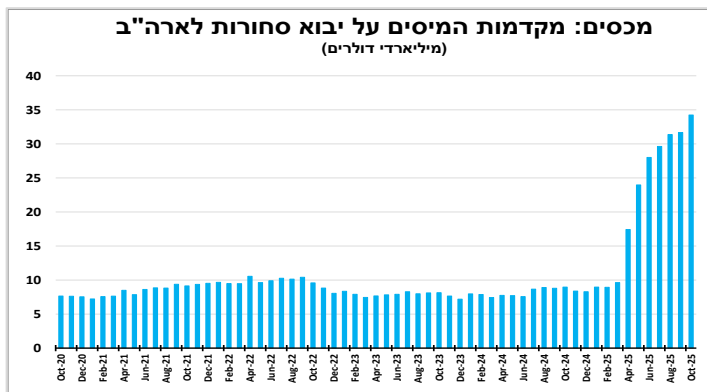
היעדר נתונים רשמיים לאוקטובר מוביל לכך שהשווקים מתמקדים בנתונים אלטרנטיביים. מדד מנהלי הרכש של ISM לענף השירותים עלה באוקטובר ל-52.4 נקודות, מעל הציפיות, בעיקר בזכות זינוק בהזמנות החדשות. במקביל, תת-סעיף המחירים ששולמו קפץ ל-70 נקודות, הרמה הגבוהה ביותר מזה שלוש שנים, על רקע השפעת המכסים החדשים.

בצד שוק העבודה, החברות ממשיכות לדווח על ירידה בביקוש לעובדים, כאשר רבות מהן מציירות שהשבתת הממשל פוגעת

בפעילות ועלולה להוביל לפיטורים. סקר של חברת **Challengers** הצביע על ירידה חדה של כ-150 אלף משרות באוקטובר, אם כי חלק ניכר מהירידה נובע ככל הנראה מפיטורים בסקטור הציבורי ובמעגלים הקרובים אליו, בעקבות ההשבתה הממשלתית. סקר **ADP** המקביל לאוקטובר שמתמקד רק בסקטור הפרטי הצביע על גיוס חיובי של כ-42 אלף עובדים, כמעט כפול מהצפוי, זאת לאחר שני חודשי ירידה.

בסיכום, הנתונים מצביעים על צמיחה מתונה בסקטור העסקי לצד התכווצות של הסקטור הציבורי **ולהערכתנו, ההסתברות להפחתת ריבית בעוד כחודש נותרת גבוהה, אך קצב ההפחתות צפוי להיות מתון יותר בתחילת 2026** נוכח האינפלציה העקשנית.

בית המשפט העליון בארה"ב החל לדון לגבי חוקיות המכסים הנוכחיים של טראמפ



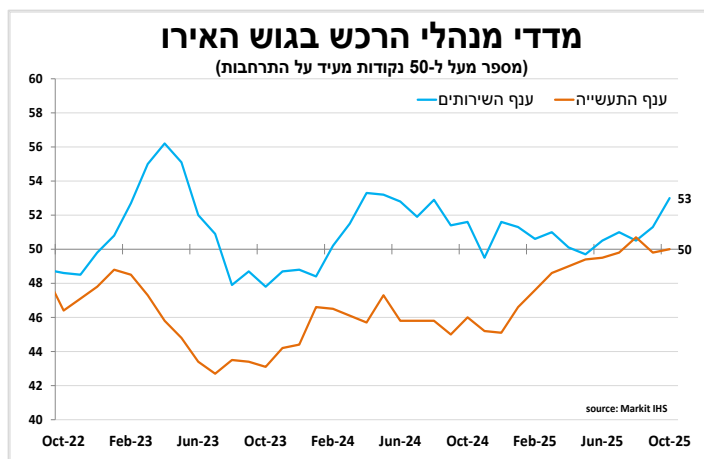
בשבוע שעבר החל בית המשפט העליון בארה"ב לדון בחוקיות מדיניות המכסים של טראמפ, שהסתמך על **חוק הסמכויות הכלכליות לשעת חירום שחוקק בשנות השבעים**. עמדת הממשל היא כי החוק מאפשר לנשיא להטיל מכסים להגנה על הביטחון הלאומי. עם זאת, גם שופטים שמרנים, בהם כאלה שמונו על ידי טראמפ עצמו, הביעו ספקות לגבי חוקיות הצווים. בהתאם לכך, גוברים הסיכויים שבית המשפט **יפסול את סמכות הנשיא להטיל מכסים לפי חוק זה**.

הממשל יוכל עדיין להשתמש בכלים חלופיים, כגון סעיפים המתירים מכסים זמניים, או מכסים ממוקדים על ענפים מסוימים (פלדה, רכב), אך עם מגבלות זמן והצורך בהצדקה משפטית מפורטת. אם פסיקה כזו תתקבל, שיעור המכס האפקטיבי בארה"ב עשוי לרדת משמעותית וייתכן שהממשל יידרש להשיב לחברות כ-150 **מיליארד דולר** בגין מכסים שכבר נגבו השנה (כ-0.5% מהתוצר).

טראמפ ציין ברשתות החברתיות כי הוא מתכנן לחלק לכל משק בית בארה"ב 2,000 דולר, במסגרת מה שכינה "חלוקת רווחים" מכספי גביית המכסים, ייתכן והיוזמה היא ניסיון **להפעיל לחץ ציבורי על בית המשפט העליון** טרם הכרעתו בסוגייה ואמצעי לשפר את הפופולריות. במידה ותוכנית זו תצא לפועל, היא צפויה **להגדיל משמעותית את הגירעון התקציבי**, בחישוב גס חלוקה כזו תגדיל את הגירעון בכ-1.5%. הצעד יעלה את האינפלציה, יעכב את תהליך הפחתת הריבית, כאשר חלק מהכסף צפוי לזרום ישירות לשוק ההון, כפי שנצפה בתקופת הקורונה.

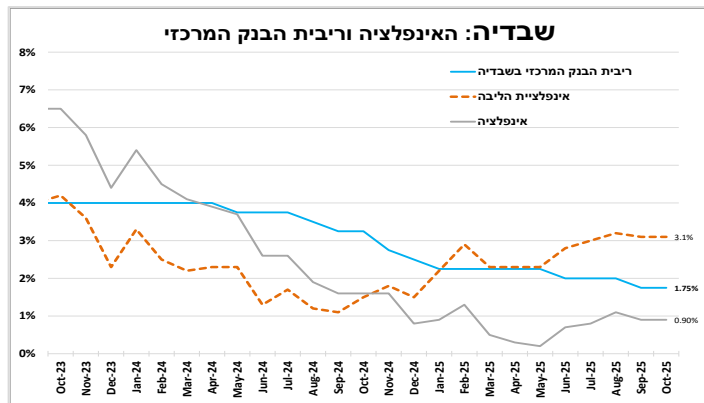
עם זאת, חשוב להדגיש כי **יישום המהלך איננו פשוט מבחינה פוליטית**. בניגוד למענקים שחולקו בתקופת הקורונה (3,500–3,000 דולר למשק בית) שאושרו באמצעות חקיקה דו-מפלגתית בשני בתי הקונגרס, הממשל הנוכחי מצוי בעיצומה של **השביתה ממושכת** ונשיא שאינו יכול להעביר אפילו תקציב לתשלום משכורות לעובדי המדינה. לאור **הפילוג הפוליטי** והקיפאון בקונגרס, הסבירות שטראמפ יצליח לקדם תוכנית חלוקה כספים רחבת היקף בזמן הקרוב, נמוכה מאוד.

אירופה בהמתנה. בשבוע האחרון עוד בנקים מרכזיים באירופה השאירו את הריבית ללא שינוי והדגישו שהם לא מתכוונים לשנותה בקרוב.



סנטימנט החברות בגוש האירו עלה לשיא של כמעט שנתיים וחצי, כך לפי **מדד מנהלי הרכש המעודכן לאוקטובר שעלה ל-53 נקודות** שהיה טוב מההערכות המוקדמות. השיפור נבע בעיקר מהתחזקות ענף השירותים בגרמניה, בזכות תוכנית התמריצים הממשלתית, ומהמשך מגמת הצמיחה בספרד ובאיטליה. מנגד, בצרפת הסנטימנט נותר שלילי על רקע המתיחות הפוליטית. על פי הסקר החברות ממשיכות לגייס עובדים, אך הסקר אינו מצביע על עלייה משמעותית בלחצי המחירים, נתון שמחזק את עמדת הבנק המרכזי בגוש האירו להשאיר את הריבית ללא שינוי, כפי שעשה גם בשבוע שעבר.

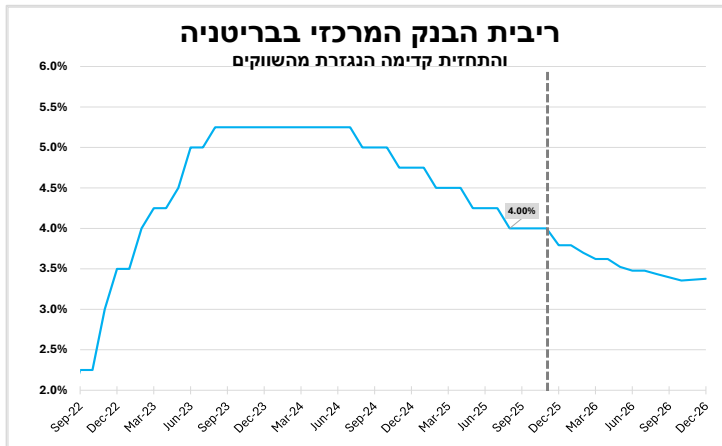
בעקבות עצירת ההפחתות בגוש האירו והפסקת הירידה באינפלציה, גם בנקים מרכזיים אחרים עצמאיים באירופה הותירו את הריבית ללא שינוי ואותו שתהליך הפחתת הריבית כנראה הגיע למיצוי.



- שבדיה:** הריבית נותרה על 1.75%, הבנק אותת שכנראה סיים את מחזור הפחתות הריבית וצפוי לשמור על ריבית ברמה הנוכחית לפחות לשנה קדימה, עד שיראה התבססות בצמיחה והמשך ירידת באינפלציית הליבה (כיום 3.1%).
- נורבגיה:** הריבית נשארה ללא שינוי ברמתה הגבוהה של 4.0%. נגידת הבנק ציינה לחצי שכר מתמשכים ואינפלציה גבוהה שמעכבים את התכנסותה ליעד ותומכים בהשאת הריבית ברמתה לעוד זמן ממושך.

- צ'כיה:** הריבית נותרה 3.5% זו הפעם הרביעית ברציפות. הבנק העריך כי לחצי השכר ומחירי השירותים ממשיכים להציב סיכון אינפלציוני כלפי מעלה ולכן הסתברות נמוכה שהיא תרד בשנה הבאה.

על חודו של קול. הריבית בבריטניה שוב נשארה ללא שינוי אך עלתה ההסתברות שהיא תרד בהחלטה הבאה

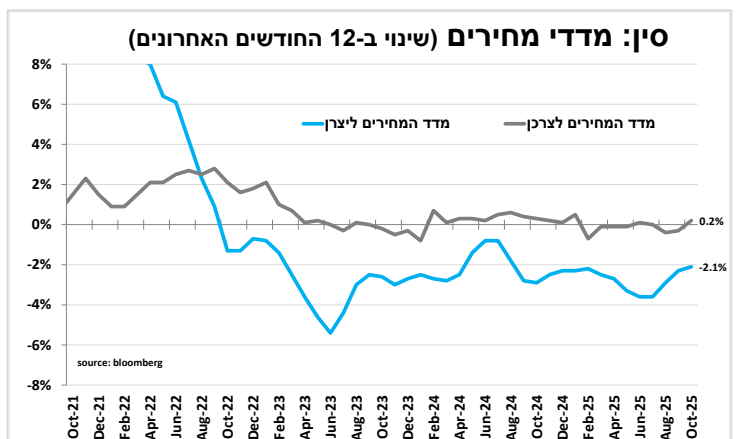
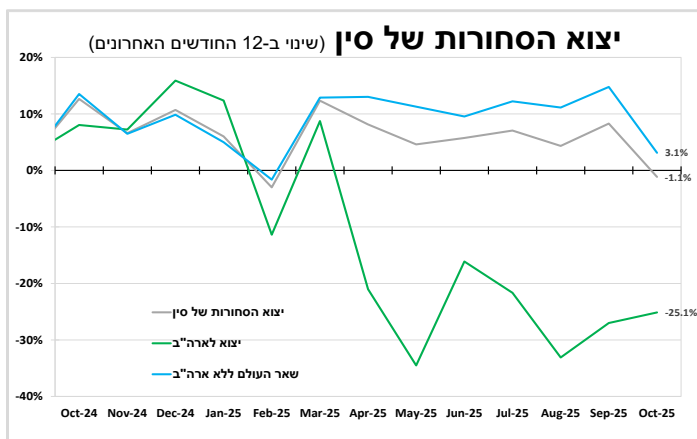


הבנק המרכזי בבריטניה הותיר את הריבית ללא שינוי על 4.0%, ועצר את רצף ההפחתות הרבועיות שהחל בקיץ שעבר. ההחלטה הייתה צמודה, חמישה חברים תמכו בהשארת הריבית, מול ארבעה שתמכו בהפחתה. הנגיד ציין כי האינפלציה נותרה גבוהה על 3.8% אך חלק מהעלייה נובע מהתייקרות שירותים ממשלתיים ולא מגידול בביקושים פרטיים. לפי התחזיות המעודכנות, האינפלציה צפויה להמשיך לרדת אך לא תתכנס ליעד ה-2% לפני 2027. הנגיד הדגיש כי הריבית עדיין בתוואי ירידה הדרגתי, בכפוף להתמתנות האינפלציה ולתקציב ממשלתי מאוזן, שצפוי להתפרסם בסוף נובמבר. **להערכתנו**, יש סבירות גבוהה שהבנק יחזור להפחית ריבית כבר בהחלטת דצמבר.

מנוע הצמיחה הבולט של סין האט במפתיע באוקטובר.

נתוני **הסחר הסחורות בסין באוקטובר** הפתיעו לרעה כאשר היצוא ירד לראשונה זה שמונה חודשים. הירידה באוקטובר מוסברת בחלקה בהחרפת המתיחות עם ארה"ב ובהגבלות החדשות של סין על יצוא (כגון, מתכות נדירות). עם זאת, ההסכם לפני כשבועיים על הפוגה זמנית במלחמת הסחר צפוי לשפר את נתוני הסחר בחודשים הקרובים, גם אם באופן מוגבל, שכן המכסים על היצוא הסיני עדיין גבוהים.

למרות סימני ההאטה, היצוא הסיני ממשיך לשמש מנוע צמיחה מרכזי, הודות לשילוב של יואן חלש ותמיכה ממשלתית נרחבת. **מדד המחירים ליצרן (PPI)** נותר שלילי זה שלוש שנים ברציפות, מה שמצביע על ירידה עקבית במחירים בענף התעשייה, תהליך שממשיך להקנות ליצואנים הסינים יתרון תחרותי בשווקים הגלובליים.



פרסומים בולטים בשבוע הקרוב

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
יום שלישי, ה-11 בנובמבר	מדד אמון הצרכנים. ריבית משכנתא ממוצעת		דוח תעסוקה בבריטניה	
יום רביעי, ה-12 בנובמבר				
יום חמישי, ה-13 בנובמבר	מכירות דירות	אינפלציה	צמיחה בבריטניה	
יום שישי, ה-14 בנובמבר	מדדי המחירים לחודש אוקטובר	מכירות קמעונאיות וייצור תעשייתי		מכירות קמעונאיות וייצור תעשייתי בסין
יום ראשון, ה-16 בנובמבר	צמיחה רבעון שלישי			
יום שני, ה-17 בנובמבר	סקר כח אדם אוקטובר. משרות פנויות			אינפלציה בקנדה

סקירה זו מתפרסמת בכתובת

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

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

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

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 בעבודה זו, וזאת אף באופן המנוגד לאמור בעבודה זו. ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בעבודה זו עלולים שלא להתאים לכל משקיע. אין לראות בעבודה זו משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות המתחשב בצרכיו האישיים והמיוחדים של כל משקיע. העבודה אינה מהווה תחליף לייעוץ מס ואין בה תיאור ממצא של כל הוראות המיסוי.

אין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ, או להעביר את העבודה או חלקים ממנה ללא קבלת אישור מראש ובכתב מהראל. עבודה זו מתבססת על מידע פומבי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני החברה כאמינים. האמור בעבודה זו משקף את חוות דעתנו במועד פרסום העבודה, וזו יכולה להשתנות בכל עת וללא מתן הודעה נוספת. החברה לא תהיה אחראית, בכל צורה שהיא, לנזק ו/או הפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות על עבודה זו, וכן אינה מתחייבת כי התבססות על המידע המופיע בעבודה זו עשוי להניב רווחים. הפרסום אינו מהווה הצעה לרכישת ני"ע/יחידות בקרן/תעודת סל והרכישה תיעשה רק על פי התשקיפים שבתוקף והדיווחים המיידיים.