

# הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

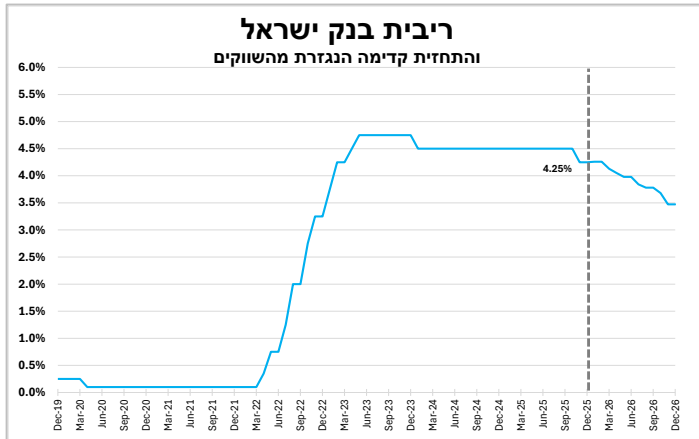
25 בנובמבר 2025

| תחזית שלנו                             | ציפיות הנגזרות משוק ההון               |                                                           |
|----------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| מינוס 0.5% בנובמבר   מינוס 0.1% בדצמבר | מינוס 0.5% בנובמבר   מינוס 0.1% בדצמבר | אינפלציה בחודשים הקרובים                                  |
| 1.9%                                   | 1.7%                                   | אינפלציה מצטברת ב-12 המדדים הקרובים (עד מדד אוקטובר 2026) |
| 3.75%                                  | 4.0%-3.75%                             | ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)                           |
| 3.20 ₪                                 | 3.28 ₪                                 | שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)                      |

## נקודות מרכזיות

- לאחר כמעט שנתיים, בנק ישראל הפחית את הריבית ברבע נקודת אחוז ל-4.25%. להערכתנו, הסיכוי להפחתה נוספת בינואר נמוך.
- לאחר הצמיחה המהירה ברבעון השלישי בישראל, הנתונים הראשוניים לתחילת הרבעון הנוכחי מצביעים על צמיחה חיובית אך מתונה הרבה יותר.
- דוח התעסוקה בארה"ב לספטמבר, שפורסם בעיכוב משמעותי, מציג תמונה מעורבת: גידול מהיר מהצפי במספר המשרות החדשות לצד עלייה בשיעור האבטלה. מחר (רביעי) יתפרסם ספר הבז' של הפד, שיהיה בין הנתונים המרכזיים האחרונים לפני החלטת הריבית בדצמבר.
- בארה"ב, למרות הירידה הקלה בריבית המשכנתאות, סנטימנט הקבלנים נותר פסימי לאור החולשה בביקושים וההשבתה הממשלתית.
- בגוש האירו, סנטימנט החברות נותר יציב וחיובי בנובמבר, נתון שמצביע על המשך צמיחה בסקטור הפרטי. עם זאת, ענף התעשייה ממשיך להתכווץ והחולשה בולטת במיוחד בגרמניה.
- בבריטניה, לאחר שבעה חודשים רצופים של עלייה, האינפלציה ירדה והגבירה את הציפיות שהבנק יחזור ויפחית את ריבית כבר בחודש הבא. במוקד השבוע, התקציב שצפויה להציג שרת האוצר, שלו תהיה השפעה משמעותית על תשואות האג"ח הארוכות.

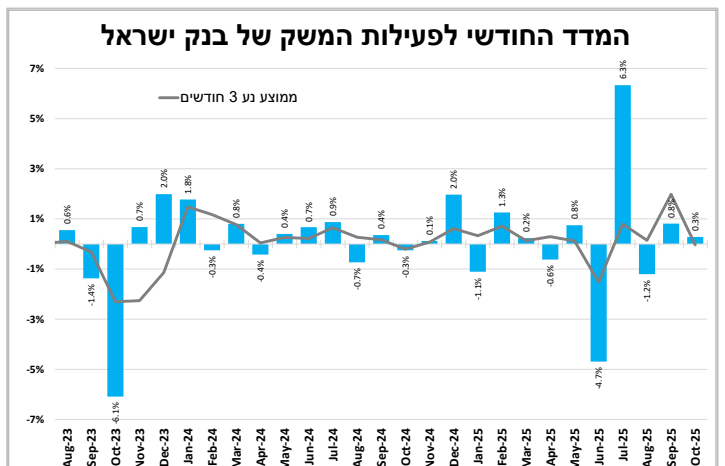
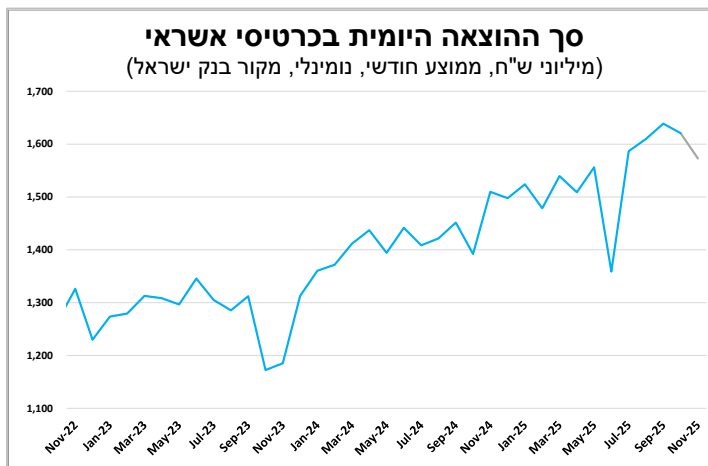
## אחרי כמעט שנתיים בנק ישראל מתחיל להרים את הרגל מדוושת הבלם.



אחרי כמעט שנתיים רצופות של המתנה, **בנק ישראל הפחית את הריבית ברבע נקודת אחוז ל-4.25%**. הירידה באינפלציה ובציפיות לאינפלציה, הייסוף בשקל, הירידה בפרמיית הסיכון, הירידה במחירי הדירות והפחתות הריבית בעולם תרמו להחלטה זו.

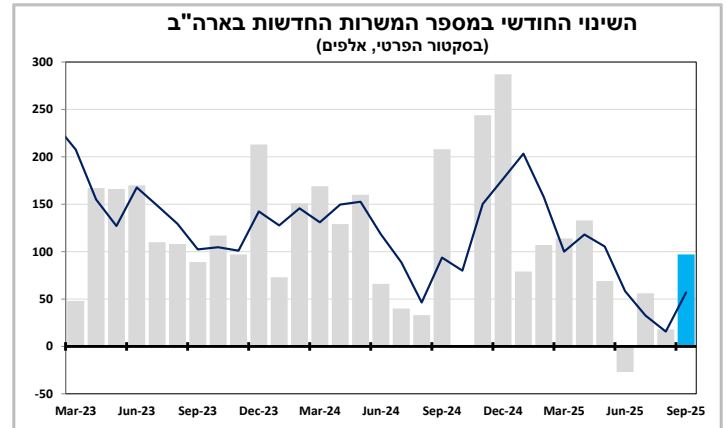
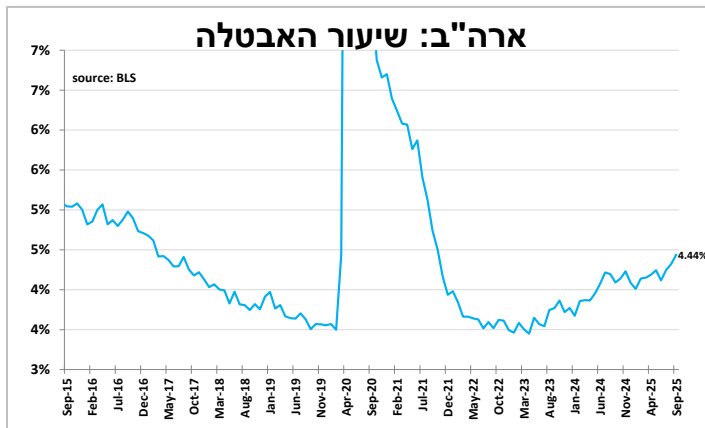
אנו סבורים שתהליך הפחתת הריבית יימשך בשנה הבאה בקצב הדרגתי, אך ככל הנראה לא בינואר, זאת לאור שוק העבודה ההדוק, הצמיחה החזקה ברבעון הקודם והדגשת בנק ישראל כי קיימים עדיין סיכונים כלפי מעלה לתחזית האינפלציה.

לאחר נתוני הצמיחה החזקים מאוד ברבעון השלישי, **התמונה לתחילת הרבעון הנוכחי נראית מעורבת יותר ומצביעה על צמיחה חיובית אך מתונה. סך הרכישות הנומינליות בכרטיסי אשראי ירד באוקטובר ובשלושת השבועות הראשונים של נובמבר, והמדד החודשי לפעילות המשק של בנק ישראל נותר כמעט ללא שינוי באוקטובר בהשוואה לספטמבר.** נתוני שוק העבודה ממשיכים להיות חיוביים: בקרב גילאי העבודה העיקריים (25–64) **שיעור האבטלה ירד ל-2.7%**, תוך עלייה בשיעור ההשתתפות.

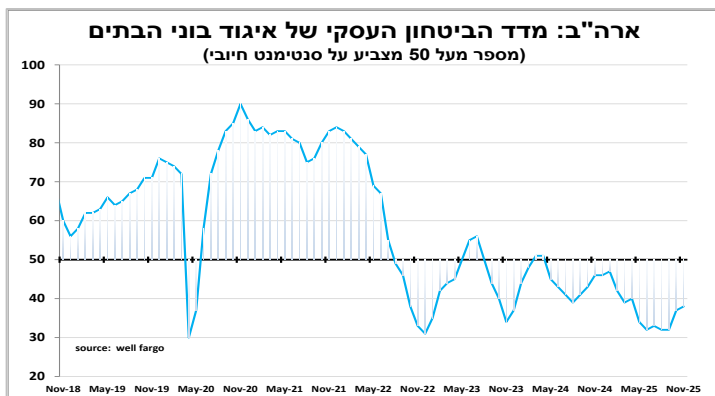


## משהו לכל אחד. דוח התעסוקה בארה"ב לחודש ספטמבר לא סיפק הכרעה ברורה לקראת החלטת הריבית.

באחור של כמעט חודשיים, **דו"ח התעסוקה בארה"ב לספטמבר** פורסם והוא מציג תמונה מעורבת, שאינה מספקת כיוון חד-משמעי לשוק העבודה. בצד החיובי, נוספו כמעט 100 אלף **משרות חדשות בסקטור הפרטי**, פי שניים מהתחזיות המוקדמות, וזהו החודש החזק ביותר מאז אפריל השנה והשכר המשיך לעלות בקצב מהיר. מנגד, **שיעור האבטלה עלה ל-4.4%** (בחישוב מדויק), אם כי חלק מהעלייה נובע מעלייה בשיעור ההשתתפות, כלומר יותר אנשים נכנסים לשוק העבודה. בנוסף, **מספר הדרישות השבועיות לדמי אבטלה נותר יציב בשבועיים האחרונים**, אך המספר המצטבר המשיך לעלות והגיע לשיא של כארבע שנים.

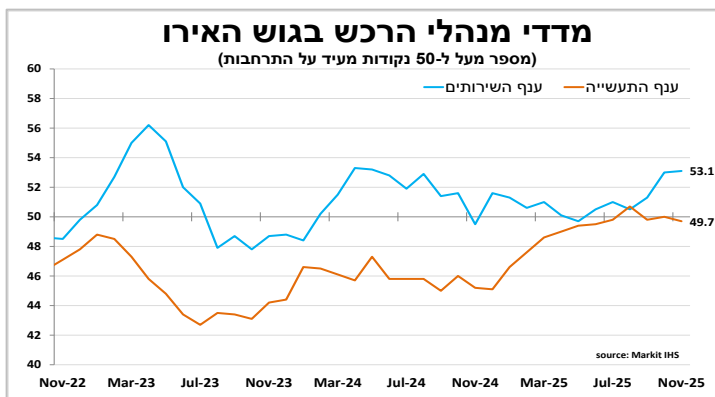


החלטת הריבית הבאה ב-10 בדצמבר תתקבל ללא נתוני התעסוקה לאוקטובר, שלא יתפרסמו כלל, וללא נתוני נובמבר שידחו לאחר ההחלטה. לפיכך הדו"ח הנוכחי מספק "תחמושת" לשני הצדדים: הניצים יבליטו את הגידול במספר המשרות, בעוד היוניזם יתמקדו בעלייה באבטלה. הנתון המרכזי שנותר לפני ההחלטה הוא **ספר הבז' של הפד שיתפרסם ברביעי**, אך אין ודאות כי יספק תמונה ברורה יותר. אנו צופים הפחתה בודדת של הריבית בדצמבר או בינואר, ולאחר מכן צפויה הפוגה, נוכח האינפלציה העקשנית.



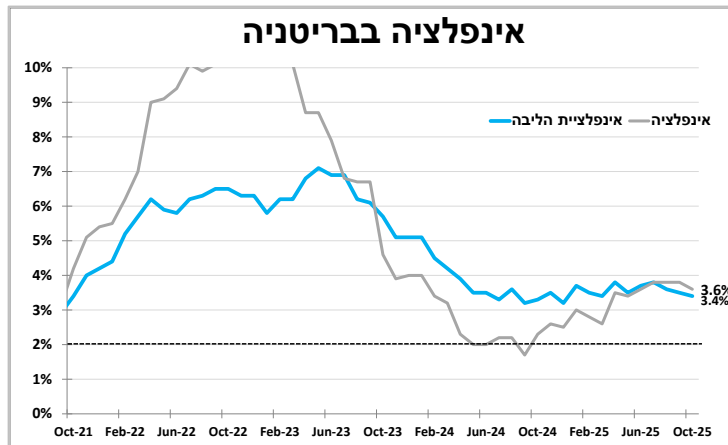
**הפעילות בענף הבנייה למגורים ממשיכה להיות חלשה מהציפיות**, כך לפי מדד אמון הקבלנים לחודש נובמבר שנותר ברמה נמוכה מאוד של 38 נקודות, רמה המשקפת פסימיות עמוקה בענף. בסקר צוין כי למרות הירידה הקלה בריבית המשכנתאות, הביקושים נותרו חלשים מהצפוי על רקע החששות מהמצב הכלכלי וההאטה בשוק העבודה, וזאת אף ששיעור משמעותי של קבלנים דיווחו על הפחתת מחירים והגדלת תמריצי מכירה שונים. הקבלנים ציינו כי ההשבתה הממשלתית תרמה לירידה בסנטימנט, לכן אנו מעריכים כי הוא צפוי להשתפר חלקית בחודשים הבאים לאחר סיומה.

**הכלכלה בגוש האירו ממשיכה להתרחב באיטיות, למרות המשך החולשה בענף התעשייה בגרמניה.**



**הכלכלה בגוש האירו ממשיכה להתרחב בקצב יציב**, כך לפי האומדן הראשוני **למדד מנהלי הרכש לנובמבר** שנותר כמעט ללא שינוי על 52.4 נקודות. הצמיחה עדיין מונעת בעיקר מענפי השירותים, שבהם המדד עלה קלות ל-53.1, הרמה הגבוהה ביותר מזה כשנה וחצי. מנגד, הסנטימנט בענף התעשייה נחלש מחדש וירד ל-49.7 נקודות, בעיקר בשל חולשה בסחר החוץ. **בגרמניה ובצרפת ענף התעשייה ממשיך לנוע באותו כיוון שלילי**, עם המשך התכווצות בפעילות, ירידה ביצוא הסחורות ודיווחים על חולשה בגיוס עובדים. מדיניות פסיקלית מרחיבה יותר בגרמניה, בעיקר בתחום הביטחון, צפויה לתמוך בתעשייה בהמשך, אך בשלב זה המומנטום הכללי במדינה עדיין חלש ואנו מתקרבים לעוד רבעון של צמיחה אפסית.

**האינפלציה בבריטניה ירדה ופתחה את הדלת להפחתת ריבית בחודש הבא. במוקד השבוע, תקציב שרת האוצר.**



**האינפלציה בבריטניה ירדה** לראשונה זה שבעה חודשים ל-3.6% באוקטובר, קרוב לציפיות ובדומה לתחזיות האחרונות של הבנק המרכזי. גם אינפלציית השירותים התמתנה ל-4.5%, אך היא עדיין כמעט כפולה מיעד האינפלציה. למרות שהאינפלציה עדיין נותרת גבוהה, הנתון מחזק את הערכות הבנק המרכזי כי האינפלציה הגיעה לשיאה ומכאן צפויה ירידה הדרגתית בקצב עליית המחירים. יחד עם העלייה החדה באבטלה ל-5.0% והחלטה הצמודה להשאיר את הריבית ללא שינוי לפני כחודש, **ההסתברות להפחתת ריבית בעוד כחודש התחזקה משמעותית.**

**עם זאת, לא ניתן להתעלם מהאירוע המרכזי השבוע:** הצגת התקציב המתוכננת למחר (רביעי). אם התקציב יהיה מרחיב ללא התאמות פסיקליות מתאימות, כלומר הגדלת ההוצאה הציבורית ללא העלאות מס למימון, הדבר עשוי להשפיע על החלטת הבנק המרכזי ולדחוף מחדש את תשואות האג"ח הממשלתיות הארוכות כלפי מעלה. מנגד, אם התקציב יהיה מאוזן או צפויים לראות צמצום בפער התשואות בין בריטניה לבין ארה"ב ומדינות גוש האירו.

## פרסומים בולטים בשבוע הקרוב

| תאריך                   | ישראל | ארה"ב                                                                            | אירופה | עוד בעולם |
|-------------------------|-------|----------------------------------------------------------------------------------|--------|-----------|
| יום שלישי, ה-25 בנובמבר |       | מדד מחירים ליצרן                                                                 |        |           |
| יום רביעי, ה-26 בנובמבר |       | ספר הבז של הפד.<br>צמיחה רבעון שלישי – לא סופי.<br>הכנסה וצריכה פרטית – לא סופי. |        |           |
| יום חמישי, ה-27 בנובמבר |       |                                                                                  |        |           |
| יום שישי, ה-28 בנובמבר  |       |                                                                                  |        |           |
| יום ראשון, ה-30 בנובמבר |       |                                                                                  |        |           |
| יום שני, ה-1 בדצמבר     |       | ISM תעשייה                                                                       |        |           |

סקירה זו מתפרסמת בכתובת

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

[oferkl@harel-ins.co.il](mailto: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.

# הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

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 ממצה 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.