

הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

30 בספטמבר 2025

תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
מינוס 0.3% בספטמבר 0.5% באוקטובר	מינוס 0.3% בספטמבר 0.6% באוקטובר	אינפלציה בחודשים הקרובים
2.2%	1.9%	אינפלציה מצטברת ב-12 המדדים הקרובים (עד מדד אוגוסט 2025)
4.0%	4.0%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
3.30 ₪	3.30 ₪	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

נקודות מרכזיות

- ריבית בנק ישראל ללא שינוי על 4.5%. הנגיד המשיך בקו הניצי והדגיש כי תנאי המשק עדיין אינם מצדיקים הפחתת ריבית.
- לאחר הזעזוע במהלך מבצע "עם כלביא", שוק העבודה התאושש באוגוסט, עם עלייה במספר המשרות הפנויות וירידה בשיעור האבטלה.
- בארה"ב, הנתונים הכלכליים שפורסמו בשבועיים האחרונים היו טובים מהציפיות, והתחזיות הן לצמיחה מהירה ברבעון השלישי שהסתיים היום. הנתונים, לצד העלייה באינפלציה, צפויים להקשות על הבנק להתמיד בהפחתות הריבית בשנה הבאה.
- הבנק המרכזי בשווייץ נמנע מהפחתת הריבית לרמה שלילית, למרות המכסים הגבוהים שהטיל טראמפ.
- סנטימנט החברות בגוש האירו ממשיך להשתפר באיטיות, והגיע לרמתו הגבוהה ביותר מזה כמעט שנה וחצי. השיפור בסנטימנט, לצד היציבות באינפלציה, תומכים בהערכה שהריבית תישאר ללא שינוי לפחות עד לסוף השנה.
- הבוקר הותיר הבנק המרכזי באוסטרליה את הריבית ללא שינוי על 3.6%. הסיבה המרכזית היא האטה בקצב ירידת האינפלציה בתקופה האחרונה.

התקווה לסיום המלחמה ולשחרור החטופים עלתה מספר פעמים בשנתיים האחרונות, אולם אתמול נראה כי מדובר בצעד המשמעותי ביותר עד כה. בשלב זה מוקדם עדיין לקבוע האם ההצהרות שנשמעו אכן יבשילו להסכם שיסיים את הלחימה בפועל, אך ניתן לומר בביטחון כי מדובר באבן דרך נוספת ומשמעותית בתהליך.

בתרחיש שבו ההצהרות יתממשו, הדבר יחזק את ההסתברות למימוש התחזית שלנו לצמיחה של כמעט 5% בשנת 2026. במקביל, המשך ייסוף השקל יקרב את האינפלציה למרכז היעד מוקדם מהצפוי. דבר הפותח פתח לבנק ישראל להתחיל להוריד ריבית מוקדם יותר, גם אם אתמול הנגיד היה נחוש בנאומו לומר שעדיין טרם הגיעה העת לכך.

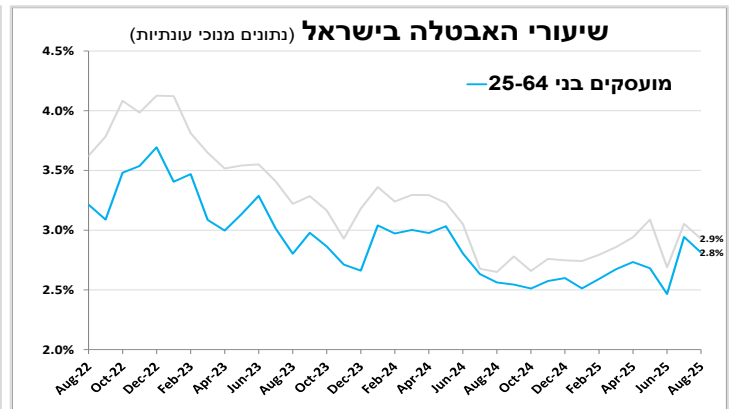
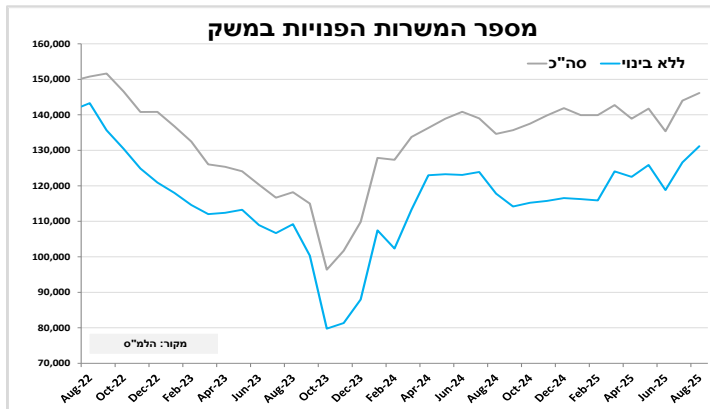
הריבית נשארה אמש ללא שינוי כאשר הקו הניצי של הנגיד מפחית את הסתברות הפחתת ריבית לפני הרבעון הראשון של 2026.

לפני יום כיפור, בנק ישראל הותיר את הריבית ללא שינוי על 4.5%, בהתאם לציפיות זו הפעם ה-14 ברציפות (כן, אנחנו עדיין סופרים). לכאורה, הירידה באינפלציה לתוך גבולות היעד (2.9% באוגוסט), הציפיות לאינפלציה שנמצאות במרכז היעד, התחזקות השקל והעובדה שהפחתות הריבית בארה"ב כבר החלו - כל אלה מאפשרים לדעתנו להפחית את הריבית כבר עכשיו. עם זאת, הנגיד והוועדה הדגישו את התרחבות המלחמה והחשש מהבידוד המדיני, לצד רצון לראות את האינפלציה בפועל מתבססת באופן ברור יותר בתוך גבולות היעד – דבר שלא יתממש לפני תחילת 2026 (הציפיות לאינפלציה מזכיר מבוססות הייטב במרכז היעד כבר תקופה). **במסיבת העיתונאים, הנגיד המשיך בקו הניצי** והדגיש כי תנאי המשק עדיין אינם מצדיקים הפחתת ריבית. הוא ציין כי קיימים גורמים שעשויים להעיד על "אינפלציה דביקה", הן במקרה של הימשכות הלחימה (בעיות בצד ההיצע) והן במקרה של סיומה (עלייה בביקושים). בהתאם לכך, ההסתברות שנראה ירידה בריבית גם בהחלטה האחרונה של השנה בנובמבר עומדת להערכתנו על כ-50 אחוז (ותתאפשר במיוחד אם נראה את המשך התחזקותו של השקל).

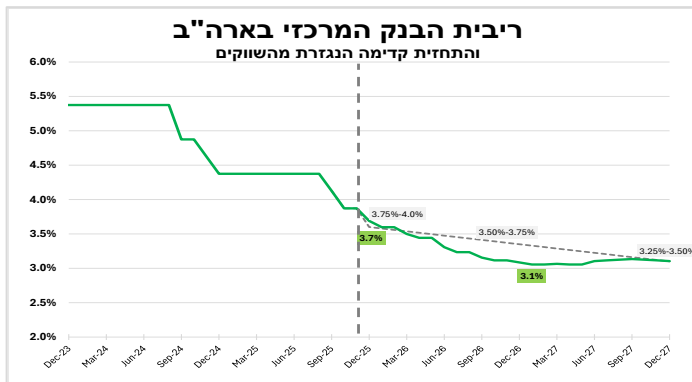
תחזית חטיבת המחקר ספטמבר 2025		בנק ישראל
2026	2025	
4.7%	2.5%	תוצר מקומי גולמי
7.0%	3.0%	צריכה פרטית
14.0%	7.5%	השקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
-1.0%	-0.5%	צריכה ציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
3.5%	3.5%	יצוא (ללא יהלומים והזנק)
8.5%	8.5%	יבוא אזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)
3.4%	3.4%	שיעור אבטלה – ממוצע שנתי (גילאי 25-64)
79.0%	78.4%	שיעור תעסוקה – ממוצע שנתי (גילאי 25-64)
4.3%	5.1%	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
71%	71%	יחס חוב לתוצר
2.2%	3.0%	אינפלציה (רבעון אחרון)

בתחזיות המעודכנות של חטיבת המחקר, הבנק עדכן כצפוי כלפי מטה את תחזית הצמיחה לשנה הנוכחית ל-2.5% (לא רחוק מהתחזית שלנו ל-2.8%) לאור הצמיחה השלילית הזמנית ברבעון השני. מנגד, **תחזית הצמיחה לשנת 2026** עודכנה כלפי מעלה ל-4.7%, בהנחה שהמלחמה בעצימות גבוהה תסתיים עד סוף הרבעון הראשון של אותה שנה. להערכתם **האינפלציה** צפויה לעמוד בסוף 2026 על כ-2.2%, קרוב למרכז היעד והריבית בעוד שנה מעכשיו צפויה לרדת ל-3.75%.

שוק העבודה בישראל נותר הדוק, בין היתר בשל המחסור בעובדים, הן עקב שירות מילואים והן בשל היעדרות של עובדים פלסטינים. לחצי השכר הנובעים מהמצב הזה היו גורם נוסף שהוביל את בנק ישראל להחלטה להשאיר את הריבית ללא שינוי. **נתוני שוק העבודה לחודש אוגוסט** היו יחסית מעודדים, עם עלייה **במספר המשרות הפנויות** לרמה הגבוהה ביותר השנה, גם בניכוי הביקוש הגבוה לעובדים בענף הבנייה. במקביל, **שיעור האבטלה** רשם ירידה קלה ל-2.8% (בגילאי 24 עד 65), אם כי חלק מכך נובע מירידה בשיעור ההשתתפות.

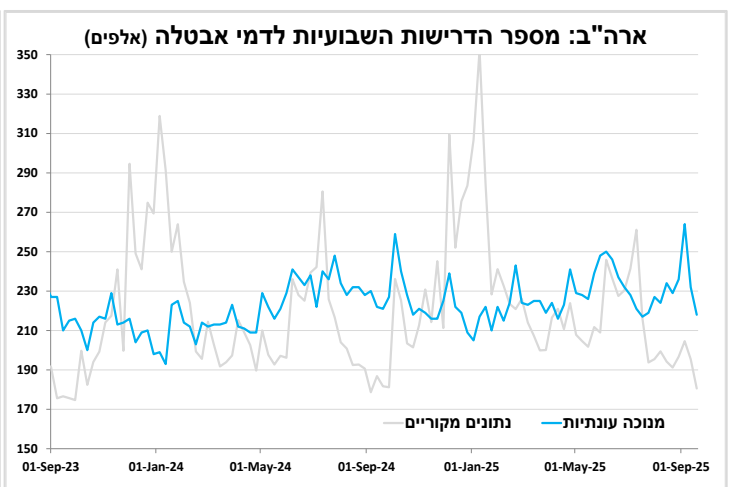
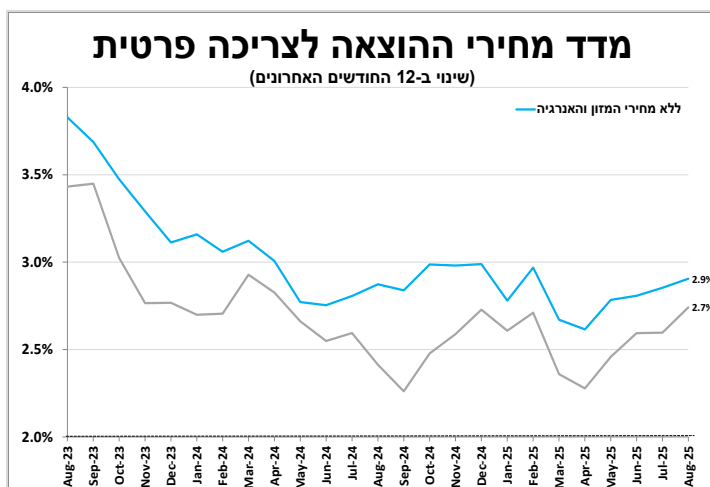


הריבית בארה"ב ירדה לראשונה השנה, אך הצמיחה החזקה והמשך העלייה באינפלציה יקשה על הפחתות בקצב המהיר שהשווקים מצפים לו.



לפני כשבועיים הוריד הבנק המרכזי בארה"ב את הריבית ברבע נקודת אחוז לטווח **4.0%-4.25%**. הנגיד ציין כי הסיכונים לאינפלציה נוטים כלפי מעלה, בעיקר בשל המכסים, אך מנגד הסיכונים לשוק העבודה נוטים כלפי מטה. בנאומו בשבוע האחרון חזר הנגיד על הדברים והדגיש כי מדובר ב-Risk Management cut הפחתה שנועדה לשמש ביטוח במקרה שנראה האטה משמעותית יותר.

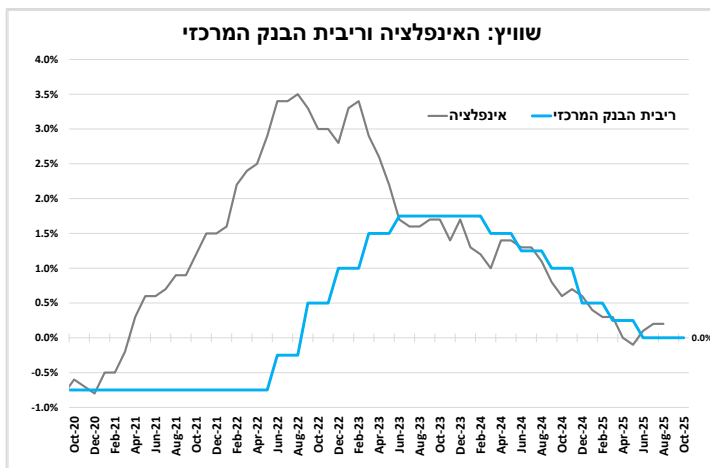
מאז החלטת הריבית הנתונים הכלכליים הפתיעו לטובה: **מספר הדרישות השבועיות לדמי אבטלה ירד יותר מהצפי בשבועיים האחרונים**, בניגוד למגמה שנראתה באוגוסט. גם נתוני **הצריכה הפרטית** לאוגוסט היו חזקים מהצפוי, נתוני החודשים הקודמים עודכנו כלפי מעלה ותרמו לעדכון הצמיחה ברבעון השני ל-**3.8%** בשיעור שנתי. **האומדנים האחרונים מצביעים על צמיחה מהירה** גם ברבעון השלישי של כמעט 4% קצב הצמיחה הגבוה ביותר בקרב הכלכלות הגדולות. במקביל, **האינפלציה המשיכה לעלות** ארבעה חודשים ברציפות, ומדד מחירי ההוצאה לצריכה פרטית עלה ל-**2.7%** באוגוסט (2.9% מדד הליבה).



כתוצאה מכך, **תשואות האג"ח הממשלתיות עלו בשבועיים האחרונים** והסיכוי להפחתות מהירות בריבית הצטמצם, למרות זאת השווקים עדיין מתמחרים כמעט חמש הפחתות ריבית רצופות. אנו צופים שהריבית תרד עד לסוף השנה, **להערכתנו** הקצב יאט בשנה הבאה, שכן האינפלציה צפויה להישאר עקשנית, בין היתר בשל השפעת המכסים וחוזקה של הכלכלה.

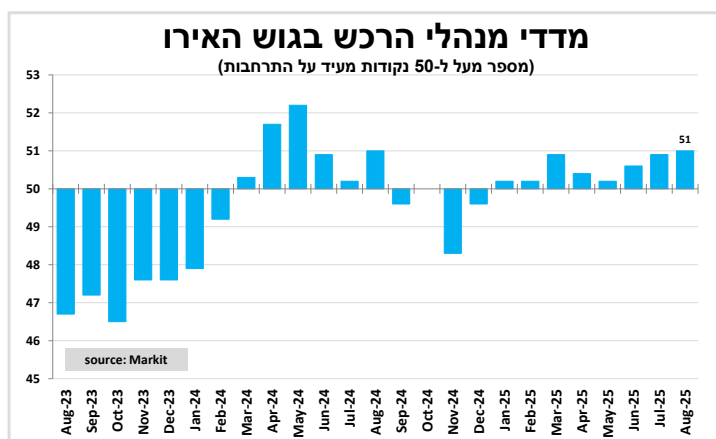
בישראל, יום הכיפורים ייכנס מחר בערב ויביא עמו עצירה זמנית בפעילות המשק. בארה"ב עלולה להתרחש עצירה במגזר הציבורי, על רקע סיכוי גובר להשבתת הממשל, בשל חוסר הסכמות בקונגרס בנוגע להמשך המימון. אם לא תושג פשרה, ייתכן שנראה השבתה של מספר ימים ואף יותר, שתפגע בפעילות הכלכלית באוקטובר ותבוא לידי ביטוי בירידה זמנית בנתוני התעסוקה, עם גידול חד במספר העובדים הממשלתיים שיפוטרו. **במוקד השבוע עומד דו"ח התעסוקה, שצפוי להתפרסם ביום שישי** אם הממשל לא יושבת, השבתת הממשל תביא לדחיית פרסום הנתונים.

בשווייץ, הבנק המרכזי נמנע מהורדת הריבית לרמה שלילית, למרות המכסים החריגים של טראמפ.



בשווייץ הבנק המרכזי בחר בשבוע שעבר **להותיר את הריבית ללא שינוי על אפס**, לאחר שבע הפחתות רצופות. זאת למרות הפגיעה ביצוא, בעקבות המכסים החריגים של טראמפ (בשיעור של 39%). נכון לעכשיו, ההשפעה השלילית על הכלכלה עוד לא באה לידי ביטוי באופן משמעותי. הנגיד הדגיש שהם נמנעו מלחזור לריבית שלילית, משום שזה מהלך חריג ובעייתי עבור חלקים נרחבים בכלכלה. דבריו צמצמו את ההסתברות להפחתת ריבית נוספת בהחלטה הקרובה (בשווייץ מקבלים החלטה אחת ברבעון).

בגוש האירו, סנטימנט החברות ממשיך להשתפר, חרף הסערות הפוליטיות בצרפת.



בגוש האירו סנטימנט החברות המשיך להשתפר גם בספטמבר. לפי האומדן הראשוני **למדד מנהלי הרכש** שעלה ל-51.2 נקודות, הרמה הגבוהה ביותר מזה כמעט שנה וחצי. המדד היה גבוה אף יותר אילולא נפילת הממשלה בצרפת, שפגעה בפעילות ובביטחון הכלכלי שם. השיפור בסנטימנט, לצד יציבות באינפלציה וההסכמה העקרונית על רמות המכסים מול ארה"ב, תומכים בהערכתנו **שהריבית בגוש האירו** תישאר ללא שינוי לפחות עד סוף השנה, לאחר שירדה משמעותית בשנה וחצי האחרונה.

הבוקר באוסטרליה, הבנק המרכזי החליט לקחת הפסקה בתהליך הפחתת הריבית.

לאחר שלוש הפחתות ריבית מתחילת השנה, הבוקר הותיר **הבנק המרכזי באוסטרליה** את הריבית ללא שינוי על 3.6%. הסיבה המרכזית היא האטה בקצב ירידת האינפלציה בתקופה האחרונה. בבנק ציינו את ההתאוששות האחרונה בצריכה הפרטית ובשוק הדיור, שתומכים בגישה זהירה יותר, לצד הסיכונים מהסביבה הגלובלית בדגש על מדינות הסחר. בהודעתו הדגיש הבנק כי הוא

נוקט גישה זהירה שתהיה תלויה בנתונים שיתפרסמו, מה שגדיל את ההסתברות שהריבית תישאר ללא שינוי גם בהחלטה הבאה בנובמבר.

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 המידיים.