

הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

21 באוקטובר 2025

תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
0.5% באוקטובר מינוס 0.3% בנובמבר	0.4% באוקטובר מינוס 0.3% בנובמבר	אינפלציה בחודשים הקרובים
2.0%	1.8%	אינפלציה מצטברת ב-12 המדדים הקרובים (עד מדד ספטמבר 2025)
4.0%-3.75%	4.0%-3.75%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
3.25	3.30 ₪	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

נקודות מרכזיות

- פרמיית הסיכון של ישראל יורדת בהדרגה וכיום היא קרובה לרמה שנרשמה ערב המלחמה. למרות זאת, חברות הדירוג נוקטות גישה זהירה ורחוקות עדיין מלשנות את דירוג האשראי הרשמי.
- הכנסות המדינה ממסים בספטמבר היו גבוהות מהצפוי, אם כי נמוכות ביחס לחודשים הקודמים. ההוצאה הממשלתית נותרה גבוהה, והגירעון יציב ברמה של 4.7% מהתוצר, עם צפי לעלייה מסוימת עד סוף השנה.
- מדד המחירים לצרכן לחודש ספטמבר ירד ב-0.6%, כפול מהציפיות, בעיקר בשל ירידה במחירי הטיסות, הנופש והמזון. סביבת אינפלציה מתונה יותר וההתפתחויות הגיאופוליטיות האחרונות תומכות בהפחתת ריבית בנובמבר.
- מחירי הדירות ירדו זה החודש השישי ברציפות, עם ירידה חדה יותר במחירי הדירות החדשות. זאת על רקע האטה במכירות, ריבית גבוהה וצמצום מבצעי מימון מצד הקבלנים.
- קרן המטבע הבינלאומית העלתה את תחזית הצמיחה העולמית השנה ל-3.2%, אך מזהירה מפני סיכונים לצמיחה בשנתיים הקרובות בשל מכסים, אינפלציה וחוב ציבורי גבוה. התחזית לישראל לשנה הבאה עומדת על 3.9%, אך זו עודכנה לפני ההתפתחויות החיוביות האחרונות.
- ההשבתה הממשלתית בארה"ב נכנסת לשבוע הרביעי, וככל שהיא מתארכת כך הפגיעה בצמיחה גוברת. נגיד הבנק המרכזי מאותת על הפחתת ריבית בעוד כשבועיים ועל הפסקת צמצום המאזן, נוכח תנאים פיננסיים מתהדקים.
- סין מציגה נתוני צמיחה מעורבים, חולשה בהשקעות ובצריכה הפרטית מול חוזקה בתעשייה וביצוא. סין מגוונת את היצוא מעבר לארה"ב, אך איומי מכסים מצד טראמפ ממשיכים להעיב על השיחות הקרובות בין הצדדים.

פרמיית הסיכון של ישראל יורדת בהדרגה וכיום היא קרובה לרמה שנרשמה ערב המלחמה. למרות זאת, חברות הדירוג נוקטות גישה זהירה ורחוקות עדיין מלשנות את דירוג האשראי הרשמי.

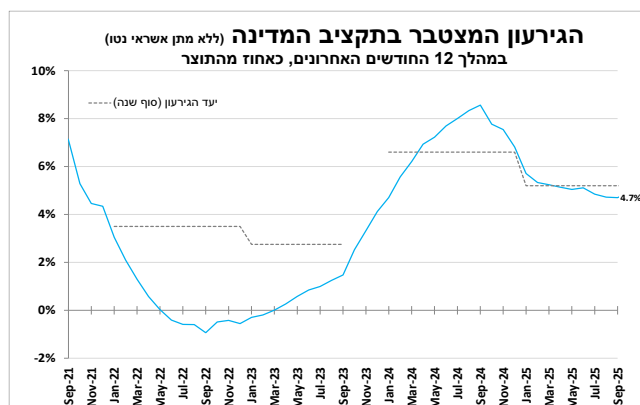


פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא משתקפת בשווקים הפיננסיים. אחד המדדים המרכזיים לכך הוא ה-CDS על אג"ח ממשלת ישראל, כלי פיננסי המשמש כמעין ביטוח שרוכשים משקיעים מפני מצב שבו המדינה לא תעמוד בהתחייבויותיה אשר נמצא כיום קרוב מאוד לרמתו ערב המלחמה. הירידה בפרמיית הסיכון באה לידי ביטוי גם במדדים נוספים, כגון הפער בין תשואות אג"ח ממשלת ישראל לארה"ב, התחזקות השקל ועוד. משמעות הדבר היא שבפועל, המשקיעים שיפרו את "דירוג האשראי" של ישראל, גם אם הדירוג הרשמי של סוכנויות הדירוג נותר ללא שינוי.

חברת הדירוג Moody's הייתה הראשונה להתייחס להתפתחויות האחרונות. היא ציינה לחיוב את החוסן הכלכלי והפיננסי של ישראל, אך הותירה את הדירוג על **Baa1** עם אופק שלילי, דירוג שלדעתנו נמוך מדי. אם לא תתרחש חזרה ללחימה בעצימות גבוהה (תרחיש שסיכוי נמוכים אך קיימים), אנו מעריכים כי בתחילת 2026 רוב סוכנויות הדירוג יסירו את האופק השלילי מדירוג האשראי של ישראל.

הכנסות המדינה ממסים בספטמבר היו גבוהות מהצפוי, אם כי נמוכות ביחס לחודשים הקודמים. ההוצאה הממשלתית נותרה גבוהה, והגירעון יציב ברמה של 4.7% מהתוצר, עם צפי לעלייה מסוימת עד סוף השנה.

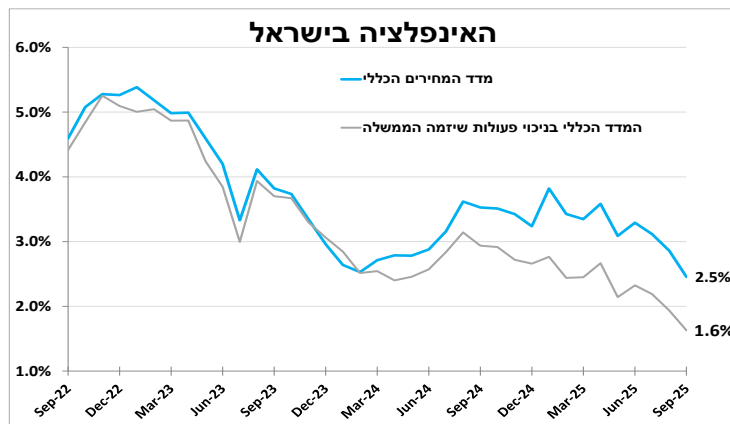
בספטמבר עמדו הכנסות המדינה ממסים על כ-43 מיליארד ₪ (ללא מע"מ יבוא ביטחוני), גבוה מהציפיות. מדובר בעלייה של כ-10% לעומת ספטמבר אשתקד, בהובלת המיסים הישירים, בעוד המיסים העקיפים עלו בקצב מתון יותר, בין היתר בשל מיעוט ימי עסקים. למרות הנתון המעודד יש לציין כי הגידול בהכנסות נמוך ביחס לחודשים הקודמים.



מן העבר השני, ההוצאה הממשלתית נותרה גבוהה ועמדה על כ-55 מיליארד ₪, בדומה לממוצע של חצי השנה האחרונה. כתוצאה מכך **הגירעון** נותר יציב ברמה של 4.7% מהתוצר ב-12 החודשים האחרונים. **להערכתנו**, למרות סיום הלחימה, הגירעון צפוי לעלות במתינות ברבעון האחרון של השנה ולהתכנס סביב היעד (שעודכן למעלה) כ-5.2%.

העליות בשווקי ההון בעולם בספטמבר תרמו גם ליתרות המט"ח של בנק ישראל, שחלקן מושקע בשווקי ההון. בספטמבר סך היתרות עלה לשיא חדש של 232 מיליארד דולר, כ-41% מהתוצר.

מדד המחירים לצרכן בספטמבר היה נמוך מהערכות, עם ירידה ברוב הסעיפים הראשיים. המדד הנמוך וההתפתחויות הגיאו-פוליטיות יובילו להערכתנו בהסתברות גבוהה להפחתת ריבית בסוף נובמבר.



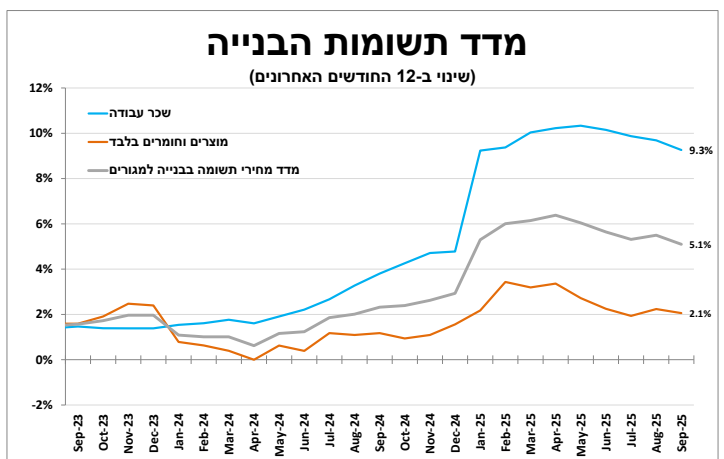
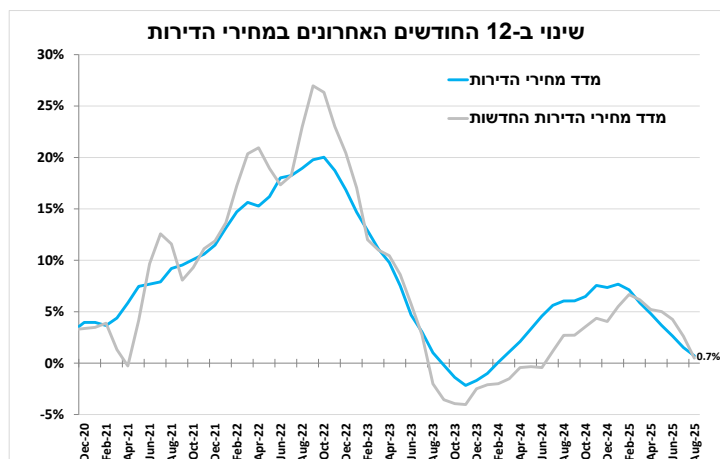
מדד המחירים לצרכן לחודש ספטמבר רשם ירידה של 0.6%, המדד החודשי הנמוך ביותר מאז 2023 וכפול מהציפיות המוקדמות לירידה של 0.3%. לאור המדד קצב האינפלציה השנתי ירד ל-2.5%. הגורם המרכזי לירידה במדד היה צניחה עונתית חדה במחירי הטיסות לחו"ל (-16%), לצד ירידה מקבילה במחירי הנופש (-10%) וירידה במחירי המזון (-0.5%), בעיקר על רקע מבצעי החגים. בנוסף, מדד הדיור (בעיקר שכר דירה) שציפינו שימשיך לעלות נשאר ללא שינוי.

הערכתנו למדדים הקרובים מצביעה על עלייה של כ-0.5% באוקטובר, בהובלת עלייה עונתית בסעיפי ההלבשה, הנופש הטיסות והירקות, ולאחר מכן ירידה של כ-0.3% בנובמבר, ואף מעבר לכך, אם הירידה במחיר הנפט תימשך עד לסוף החודש. בהתאם לכך, תחזית האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים עודכנה כלפי מטה ל-2.0%, בין היתר בעקבות הייסוף בשקל והירידה במחירי הנפט בשבועיים האחרונים.

המדד הנמוך, לצד ההתפתחויות הגיאו-פוליטיות האחרונות - שהביאו לירידה נוספת בפרמיית הסיכון של ישראל ולצמצום צפוי בחלק מהמגבלות בצד ההיצע שתרמו לעליות המחירים בשנתיים האחרונות - מקרבות את האינפלציה למרכז יעד הציבות מוקדם מהצפוי. בהתאם לכך, אנו ממשיכים להעריך שבהסתברות גבוהה בנק ישראל יפחית את הריבית ברבע אחוז בהחלטתו הקרובה (24 בנובמבר), ושיפחית את הריבית פעם נוספת כבר בינואר 2026.

מחירי הדירות יורדים בחצי השנה האחרונה והעליות במדד תשומות הבנייה מתמתנות.

לאחר עדכון המשקולות במדד בחודש שעבר, מדד תשומות הבנייה נותר בספטמבר ללא שינוי. במבט על מרכיביו המרכזיים ניתן לראות כי רכיב החומרים והמוצרים ירד ב-0.2% (בלטו ירידות קלות במחירי הברזל והמעלות), אך הירידה קוזזה עם עלייה מקבילה של 0.2% בשכר העבודה. במבט לחודשיים הקרובים: הייסוף בשקל והירידה במחירי השילוח הגלובליים יתמכו בהמשך ירידה קלה במחירי המוצרים, במקביל להמשך עלייה מתונה בשכר העבודה, כאשר המחסור החריף בעובדים צפוי להתמתן.



מדד מחירי הדירות בבעלות המשיך להצביע על ירידה זה חודש שישי ברציפות והפעם ב-0.6%. כאשר **מחירי הדירות החדשות רשמו ירידה חודשית כפולה של 1.2%.** באופן מצטבר ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות ב-0.7% בלבד (ומתוכן עלייה של 0.5% במחירי דירות חדשות). ההאטה בקצב מכירת הדירות, ריבית המשכנתאות הגבוהה לצד צמצום מבצעי המימון של הקבלנים תרמו לכך.

קרבן המטבע צופה צמיחה מעט גבוהה יותר השנה והאטה מזערית בשנים הבאות, תוך שהיא מדגישה את הסיכונים לתחזית בשל מדיניות המכסים של ארה"ב, ומתריעה מפני אינפלציה גבוהה וחוב ציבורי גבוה.

Table 1.1. Overview of the World Economic Outlook Projections
(Percent change, unless noted otherwise)

	2024	Projections	
		2025	2026
World Output	3.3	3.2	3.1
Advanced Economies	1.8	1.6	1.6
United States	2.8	2.0	2.1
Euro Area	0.9	1.2	1.1
Germany	-0.5	0.2	0.9
France	1.1	0.7	0.9
Italy	0.7	0.5	0.8
Spain	3.5	2.9	2.0
Japan	0.1	1.1	0.6
United Kingdom	1.1	1.3	1.3
Canada	1.6	1.2	1.5
Other Advanced Economies ²	2.3	1.8	2.0
Emerging Market and Developing Economies	4.3	4.2	4.0
Emerging and Developing Asia	5.3	5.2	4.7
China	5.0	4.8	4.2
India ³	6.5	6.6	6.2
Emerging and Developing Europe	3.5	1.8	2.2
Russia	4.3	0.6	1.0
Latin America and the Caribbean	2.4	2.4	2.3
Brazil	3.4	2.4	1.9
Mexico	1.4	1.0	1.5
Middle East and Central Asia	2.6	3.5	3.8
Saudi Arabia	2.0	4.0	4.0
Sub-Saharan Africa	4.1	4.1	4.4
Nigeria ⁴	4.1	3.9	4.2
South Africa	0.5	1.1	1.2

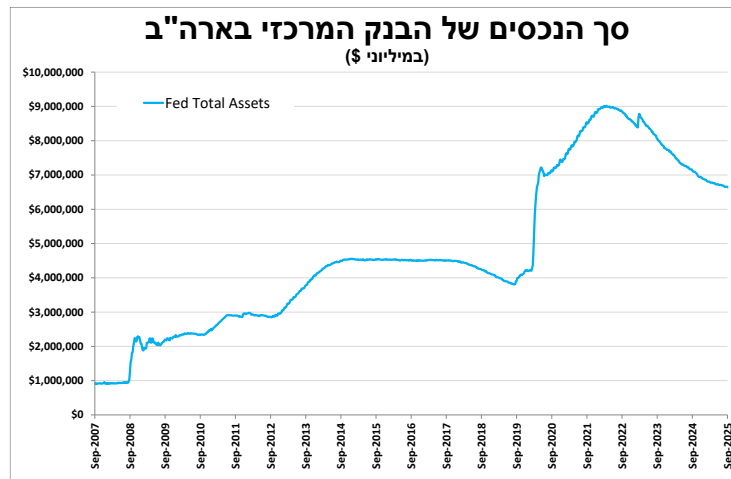
כמדי חצי שנה, **קרבן המטבע הבינלאומית** מעדכנת את תחזית הצמיחה העולמית כשהפעם העלתה את התחזית לשנת 2025 ל-3.2% (לעומת 3% ביולי). העלייה בתחזית נובעת, להערכת הקרבן, בעיקר מגורמים חד-פעמיים, בדגש על גידול בסחר החוץ לקראת הטלת מכסים חדשים בארה"ב והיחלשות הדולר. עם זאת, **הקרבן מציינת כי בשנתיים הקרובות צפויים אתגרים:** המכסים האמריקאיים מתחילים להכביד, שיעור האבטלה בארה"ב עלה, והאינפלציה חדלה מלרדת. באירופה ובסין ניכרת האטה, למרות צעדים פיסקליים תומכים. ההשפעה השלילית של גורמים אלה נבלמה לעת עתה, בזכות גידול בהשקעות בטכנולוגיית הבינה המלאכותית, הרחבה תקציבית בגרמניה והסטט יצוא סיני לשווקים חלופיים מחוץ לארה"ב, אך לא ברור אם מגמות אלו יתמידו בשנתיים הקרובות. הקרבן גם מתריעה כי האינפלציה נותרת מעל ליעדי הבנקים המרכזיים במדינות רבות, דבר שיקשה על המשך הפחתות הריבית בשנה הבאה. במקביל, גירעונות תקציביים גבוהים והצטברות חוב ציבורי (בעיקר באירופה) מגבירים את החשש לאי-יציבות פיסקלית בשנים הקרובות.

לגבי ישראל, הקרבן צופה צמיחה של 3.9% בשנת 2026, תחזית הנמוכה מהערכתנו, אך יש לציין כי היא עודכנה לפני ההתפתחויות הגיאוגרפיות החיוביות האחרונות.

ההשבתה הממשלתית בארה"ב צפויה לפגוע בצמיחה ולהחריף את אי-הוודאות הכלכלית. הבנק המרכזי מאותת על המשך הפחתת ריבית והפסקת צמצום המאזן נוכח תנאים פיננסיים מתהדקים

ההשבתה הממשלתית בארה"ב נכנסת היום לשבוע הרביעי. ההשבתה צפויה לפגוע בצמיחה ברבעון האחרון של השנה, כאשר עוצמת הפגיעה תלויה במשך ההשבתה ובמספר העובדים שיפוטרו מהמגזר הציבורי כתוצאה ממנה. בנוסף, ההשבתה הביאה לביטול פרסומים כלכליים רשמיים, אם כי באופן חריג **נתוני האינפלציה**, שהיו אמורים להתפרסם בשבוע שעבר, **יתפרסמו ביום שישי הקרוב.** הציפיות הן לעלייה רביעית ברציפות באינפלציה הכללית לרמה של 3.1%, לצד יציבות באינפלציית הליבה באותה רמה.

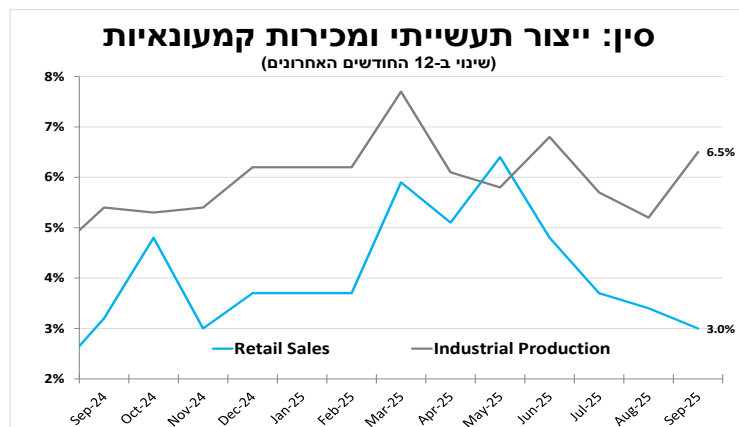
ספר הבז' של הבנק המרכזי, המסכם את הפעילות הכלכלית במחוזות השונים של הבנק, מצביע על יציבות יחסית בפעילות הכלכלית בחודשים האחרונים. שוק העבודה נותר יציב, עם ירידה בביקוש למשרות, לצד המשך עליות מחירים, חלקן בשל עליית המכסים, אם כי חלק מהחברות לא גלגלו את העלייה בתשומות לצרכנים.



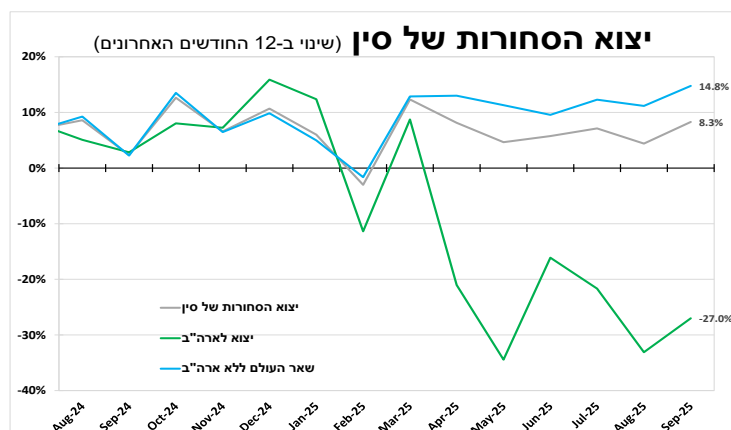
אם היה חשש שההשבתה תוביל את הבנק המרכזי לנקוט בגישת המתנה, הרי שבנאומו האחרון הנגיד הפריך את האפשרות הזו. הוא ציין כי למרות המחסור בנתונים רשמיים, הנתונים האלטרנטיביים ממשיכים להצביע על עלייה בסיכון להיחלשות בשוק העבודה **איתות לכך שהריבית צפויה לרדת בהחלטה הקרובה בעוד כשבועיים**. בנוסף, הנגיד ציין כי **הבנק עשוי להפסיק את תהליך צמצום המאזן בחודשים הקרובים, תהליך שהחל עוד ב-2022**, לאור הערכתם כי נרשם הידוק בתנאים הפיננסיים בשווקים, לצד הערכות שהמאזן הגיע לרמה מספקת.

הצמיחה בסין האטה ברבעון השלישי כאשר חוזקה ביצוא מפצה על החולשה בנדל"ן ובצריכה הפרטית. סין מגוונת את היצוא שלה הרחק מארה"ב, אך איומי מכסים ממשיכים להעיב לקראת סבב השיחות הקרוב.

הצמיחה בסין האטה ברבעון השלישי ל-4.8% בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, וממשיכה להציג תמונה מעורבת. מצד אחד, **היצוא והייצור התעשייתי** הפתיעו לחיוב עם עליות של 8.3% ו-6.5% בהתאמה ב-12 החודשים האחרונים עד ספטמבר. מנגד,



ההשקעות נותרו חלשות (מינוס 0.5%) בעיקר בשל החולשה בסקטור הנדל"ן, **והצריכה הפרטית** עדיין מאכזבת כאשר המכירות הקמעונאיות עלו ב-3% בלבד ב-12 החודשים האחרונים עד לספטמבר, הקצב האיטי ביותר השנה. לכך מצטרפת המשך ירידת המחירים, כך שהפחתת ריבית נוספת היא רק עניין של זמן. למרות זאת, הקצב הנוכחי עדיין מספיק כדי לעמוד ביעד הצמיחה השנתי של כ-5%, אך ללא שינוי בצריכה הפרטית וצמצום התלות ביצוא, צפויה האטה נוספת בשנה הבאה.



נתוני סחר החוץ ממשיכים להוות את נקודת החוזק של הכלכלה הסינית. יצוא הסחורות בספטמבר היה הגבוה ביותר בחצי השנה האחרונה, והמחיש את יכולתה של סין לצמצם את ההשפעה השלילית של המכסים האמריקאיים. היצוא למדינות אחרות, מלבד ארה"ב, זינק בכ-15% ב-12 החודשים האחרונים עד ספטמבר, בעוד שהיצוא לארה"ב ירד בכמעט 30% באותה תקופה. כך סין מגוונת את שווקי היעד שלה כדי להפחית תלות בכלכלה האמריקאית. למרות הפיזור, ארה"ב עדיין מהווה שוק מרכזי ליצוא הסיני, לעיתים דרך מדינות מתווכות כגון וייטנאם.

לכן, האיום האחרון של הנשיא טראמפ להטיל מכסים נוספים בשיעור של 100% (צעד שלדבריו כנראה לא יתממש בשלב זה) מוסיף לאי-ודאות, במיוחד לקראת סבב השיחות הקרוב בין הצדדים שצפוי להתחיל בקרוב.

פרסומים בולטים בשבוע הקרוב

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
יום שלישי, ה-21 באוקטובר	כניסות תיירים ויציאות ישראלים. פדיון רשתות שיווק			אינפלציה בקנדה
יום רביעי, ה-22 באוקטובר			אינפלציה בבריטניה	
יום חמישי, ה-23 באוקטובר	מכירות דירות. ריבית ממוצעת למשכנתא.	מכירות בתים קיימים		
יום שישי, ה-24 באוקטובר		אינפלציה	מדד מנהלי הרכש בגוש האירו	אינפלציה ביפן
יום ראשון, ה-26 באוקטובר	מדד אמון הצרכנים			
יום שני, ה-27 באוקטובר	סקר כח אדם. משרות פנויות. סחר סחורות. לינות תיירים			

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.

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 המידיים.