

הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

20 בינואר 2026

תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
מינוס 0.2% בינואר 0.2% בפברואר	מינוס 0.2% בינואר 0.1% בפברואר	אינפלציה בחודשים הקרובים
1.8%	1.6%	אינפלציה מצטברת ב-12 המדדים הקרובים (עד מדד נובמבר 2026)
3.5%	3.5%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
3.1 ₪	3.16 ₪	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

נקודות מרכזיות

- קרן המטבע הבינלאומית צופה צמיחה עולמית של כ-3.3% השנה בדומה לשנתיים הקודמות. התחזית לארה"ב עודכנה כלפי מעלה, על רקע השקעות בבינה מלאכותית. בגוש האירו הצמיחה צפויה להישאר מתונה יותר, בעוד שהגידול בהשקעה הציבורית בגרמניה צפויה לתמוך בצמיחה בעיקר בהמשך.
- טראמפ הודיע על כוונה להטיל מכסים על מדינות באירופה כחלק מלחץ פוליטי. המהלך האמריקאי עשוי להחריף את המתיחות עם אירופה, לעודד תגובה באמצעות מכסים מקבילים, ואף להאיץ השקעות ביטחוניות באיחוד מתוך חשש לאמינות ארה"ב כבעלת ברית.
- הנתונים בארה"ב מצביעים על אינפלציה מעט מתחת לצפי, צריכה פרטית חזקה וייצור תעשייתי משתפר. רצף הנתונים תומך בהערכתנו שהריבית תיוותר ללא שינוי בשבוע הבא, לאחר שלוש הפחתות רצופות.
- סין סיימה את 2025 עם צמיחה ריאלית של 5%, אם כי חלק מכך הוא כתוצאה של ירידה נוספת במחירים. נמשכה הירידה באוכלוסייה וגם מחירי הנדל"ן. נקודת החוזק נותרה ייצור הסחורות, שהמשיך לצמוח למרות ירידה ביצוא לארה"ב.
- בישראל מדד המחירים לצרכן לדצמבר נותר ללא שינוי בהתאם להערכתנו. בינואר צפויה ירידה של 0.2% במדד ושהאינפלציה תחזור למרכז יעד בנק ישראל.
- מכירות הדירות בישראל השתפרו בנובמבר אך סך המכירות ב-2025 נמוך משמעותית מהשנה הקודמת, עם עלייה בחלקם של הפרויקטים המסובסדים מסך המכירות. מדד מחירי הדירות עלה ב-0.7% לאחר שמונה חודשי ירידה, אך ב-12 החודשים האחרונים המחירים כמעט שלא השתנו.
- הביקוש לעובדים בישראל נותר גבוה, עם שיא במספר המשרות הפנויות, בעיקר בענפי המסחר והבנייה.
- הגירעון החודשי בדצמבר היה גבוה במיוחד בשל זינוק בהוצאות, אך בסיכום שנתי הגירעון ירד ל-4.7% מהתוצר, לעומת כמעט 7% בסוף 2024, טוב בהרבה מהציפיות בתחילת השנה. להערכתנו השנה צפויה ירידה נוספת בגירעון, בין היתר בשל התקציב ההמשכי.

קרבן המטבע הבינלאומית צופה צמיחה גלובלית השנה הדומה לשנתיים הקודמות, כאשר הסיכון העיקרי נובע מאי-ודאות לגבי מדיניות הסחר.

	Estimate		Projections	
	2024	2025	2026	2027
World Output	3.3	3.3	3.3	3.2
Advanced Economies	1.8	1.7	1.8	1.7
United States	2.8	2.1	2.4	2.0
Euro Area 3/	0.9	1.4	1.3	1.4
Germany	-0.5	0.2	1.1	1.5
France	1.1	0.8	1.0	1.2
Italy	0.7	0.5	0.7	0.7
Spain	3.5	2.9	2.3	1.9
Japan	-0.2	1.1	0.7	0.6
United Kingdom	1.1	1.4	1.3	1.5
Canada	2.0	1.6	1.6	1.9
Other Advanced Economies 4/	2.3	1.8	2.0	2.1
Emerging Market and Developing Economies	4.3	4.4	4.2	4.1
Emerging and Developing Asia	5.3	5.4	5.0	4.8
China	5.0	5.0	4.5	4.0
India 5/	6.5	7.3	6.4	6.4
Emerging and Developing Europe	3.5	2.0	2.3	2.4
Russia	4.3	0.6	0.8	1.0
Latin America and the Caribbean	2.4	2.4	2.2	2.7
Brazil	3.4	2.5	1.6	2.3
Mexico	1.4	0.6	1.5	2.1
Middle East and Central Asia	2.7	3.7	3.9	4.0
Saudi Arabia	2.6	4.3	4.5	3.6
Sub-Saharan Africa	4.1	4.4	4.6	4.6
Nigeria	4.1	4.2	4.4	4.1
South Africa	0.5	1.3	1.4	1.5

קרבן המטבע הבינלאומית פרסמה עדכון לתחזיות הצמיחה הגלובליות והיא צופה צמיחה של כ-3.3% השנה, בדומה לשנתיים הקודמות. היציבות בצמיחה נשענת מצד אחד, על האטה במתיחות הסחר (הנחה חזקה לנוכח הסכסוך האחרון על גרינלנד), שיפור בתנאים הפיננסיים לאור הפחתות הריבית בעולם והמשך גידול בהשקעות בתחום הבינה המלאכותית, בעיקר בארה"ב ובאסיה. מנגד, אי-הוודאות המדינית ושינויים תכופים במדיניות הסחר ממשיכים להוות גורם סיכון מרכזי לתחזית, שנערכה כמובן לפני ההכרזה האחרונה של טראמפ על מכסים בסוף השבוע האחרון.

בעדכון הנוכחי ארה"ב בלטה לחיוב עם עדכון כלפי מעלה

בצמיחה ל-2.4% השנה, בשל זינוק בהשקעות בטכנולוגיה ובינה מלאכותית, תמריצים פסיקאליים על רקע התקציב האחרון ולצד השפעות הפחתות הריבית (יש לציין שאנחנו פחות אופטימיים). בגוש האירו התמונה זהירה יותר כאשר להערכתם הצמיחה השנה צפויה לעמוד על 1.3% ללא שינוי מהותי ביחס לשנה הקודמת. עלויות אנרגיה גבוהות, האטה בתעשייה, והשתלבות מוגבלת יותר בגל ההשקעות בבינה מלאכותית צפויות להגביל את קצב הצמיחה. עם זאת הגידול בהוצאה הציבורית, בפרט בגרמניה, צפוי לתמוך בצמיחה אם כי עיקר ההשפעה צפוי להתבטא רק בשנה הבאה. גם לסין הקרבן עדכנה את התחזית הצמיחה כלפי מעלה ל-4.5%, על רקע רגיעה זמנית במתיחות הסחר מול ארה"ב והרחבת צעדי התמיכה הפנימיים. עם זאת, החולשה המתמשכת בענף הנדל"ן צפויה להמשיך להעיב על תחזית הצמיחה בהמשך.

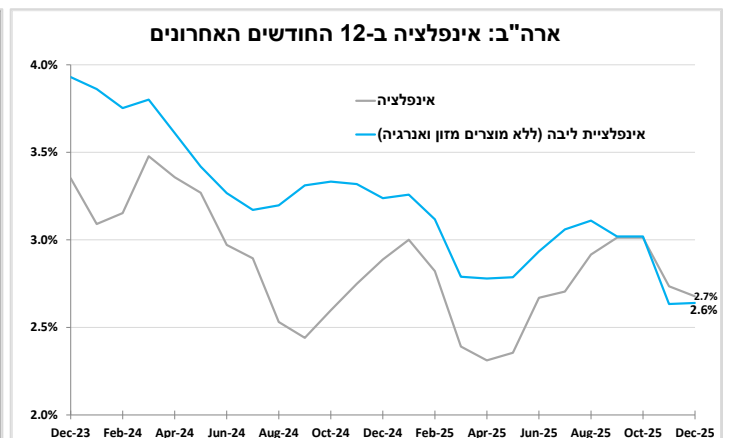
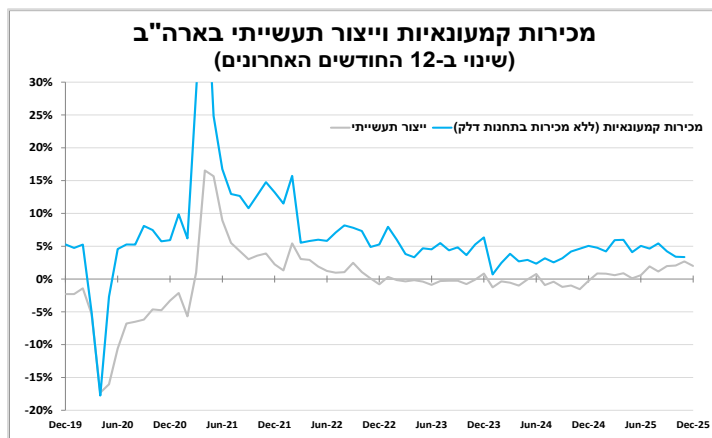
השימוש של טראמפ במכסים ככלי במדיניות החוץ מעלה את התנודתיות ומרחיק את ארה"ב משותפותיה באירופה ויגביר את ההשקעות הביטחוניות באירופה

נשיא ארה"ב הודיע בסוף השבוע על כוונתו להטיל מכסים מדורגים על יבוא ממספר מדינות אירופיות החל מפברואר, במטרה ללחוץ על דנמרק להסכים למכירת גרינלנד. המהלך הוצג ככלי מיקוח לצד נכונות למו"מ. ההודעה מעלה שאלות לגבי המכסים הקיימים והשלכות אפשריות על הסכמי סחר מתהווים עם האיחוד האירופי ובריטניה. חשוב לציין שיש אי-ודאות סביב האפשרות החוקית של טראמפ להישען על סמכויות חירום לצורך יישום המכסים הללו, הנבחנות ברגע זה בבית המשפט העליון, דבר שמגדיל את חוסר הוודאות לגבי יישום האיום והשלכותיו.

אנו סבורים כי ההסתברות שטראמפ יממש בפועל את איומו להטיל מכסים גורפים על מדינות אירופה ו/או לפלוש לגרינלנד נותרת נמוכה, אך ההצהרה עשויה להתפתח להחרף את המשבר הפוליטי בין ארה"ב לאירופה, כאשר התגובות הראשוניות של מנהיגים באירופה היו חריפות והם עשויים להגיב במכסים מקבילים (למשל על חברות הטכנולוגיה). הדבר כנראה יגביר עוד יותר את מאמצי ההשקעה הביטחונית של אירופה, במטרה לצמצם את התלות שלה בארה"ב, שנראית יותר ויותר מבחינת אירופה ככת-ברית בלתי אמינה.

בנוסף, המהלכים האחרונים של טראמפ בוונצואלה, בגרינלנד ואולי אף באיראן, מגבירים את התנודתיות בשווקים ומעלים את הסיכון שסין תראה במהלך הזדמנות להרחיב את השפעתה באזור הגיאוגרפי שלה, בדגש על טאיוואן.

בצד הכלכלי, הנתונים האחרונים מארה"ב היו ברובם חיוביים; **מדד המחירים לצרכן** היה מעט נמוך מהציפיות, **האינפלציה** הכללית נותרה על 2.7% ואינפלציית הליבה על 2.6%. העלייה החודשית נבעה בעיקר מסעיפי הדיור והטיסות, מול ירידה במחירי הרכבים והאנרגיה. בנוסף, נתוני **המכירות הקמעונאיות** לנובמבר עלו מהר מהצפי, גם בנטרול מכירות רכבים, עדות לעמידות הצריכה הפרטית. נתוני **הייצור התעשייתי המשיכו להיות חיוביים**, עם עלייה מהירה מהצפוי בחודשיים האחרונים של 2025, המעידה על שיפור בענף והאצה בקצב הגידול השנתי ביחס לשלוש השנים הקודמות.



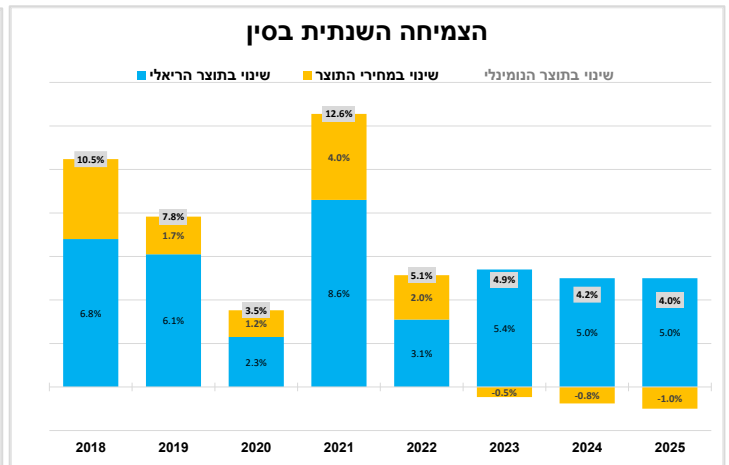
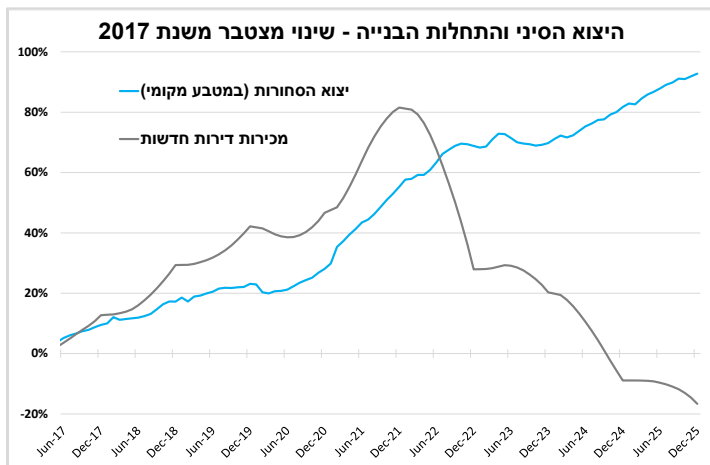
ספר הבז' של הפד מציג תמונה דומה לנתונים שפורסמו בשבועיים האחרונים: המשך צמיחה חיובית אם כי מתונה גם בחודשיים האחרונים. עוד עולה מהדוח כי שוק העבודה נותר יציב, האטה בגיוסים לצד הימנעות מפטרורים רחבים, וכי בניגוד לחודשים קודמים יותר חברות מדווחות שהן מעבירות באופן חלקי את עלויות המכסים לצרכנים. רצף הנתונים מחזק את הערכתנו שלאחר שלוש הפחתות רצופות, **הריבית תיוותר ללא שינוי בהחלטה הקרובה**, כאשר גם התבטאויות נגיד הבנק על רקע החקירה נגדו תומכות בכך.

סין עמדה ביעד הצמיחה הממשלתי אך מאחורי המספרים התמונה פחות מעודדת

את שנת 2025 סין סיימה עם צמיחה של 5%, במקרה בדיוק ביעד הממשלתי שנקבע בתחילת השנה. עם זאת, במבט מעמיק יותר על הנתונים התמונה פחות מעודדת. ראשית, **הצמיחה הנומינלית** עמדה על 4.0% בלבד, המשמעות היא **שמחירי התוצר ירדו** בכ-1%, ובכך נרשמה שנה שלישית ברציפות של ירידת מחירים. מגמה זו משקפת חולשה בביקושים המקומיים, אינה חיובית להשקעות נוכח ציפיות המשקיעים להמשך ירידות מחירים, ומקשה על המדינה לצמצם את יחס החוב לתוצר.

בנוסף, **נתוני האוכלוסייה הראשוניים לשנת 2025 מצביעים על התכווצות האוכלוסייה** בכ-3.5 מיליון איש, כפול לעומת 2024, על רקע המשך ירידה בשיעור הילודה ועלייה קלה בשיעור התמותה. מגמה זו צפויה להימשך לפחות בעשור הקרוב, ולהמשיך להפעיל לחץ כלפי מטה על ענף הנדל"ן שממשיך להתכווץ, כאשר המחירים יורדים כמעט ארבע שנים ברציפות.

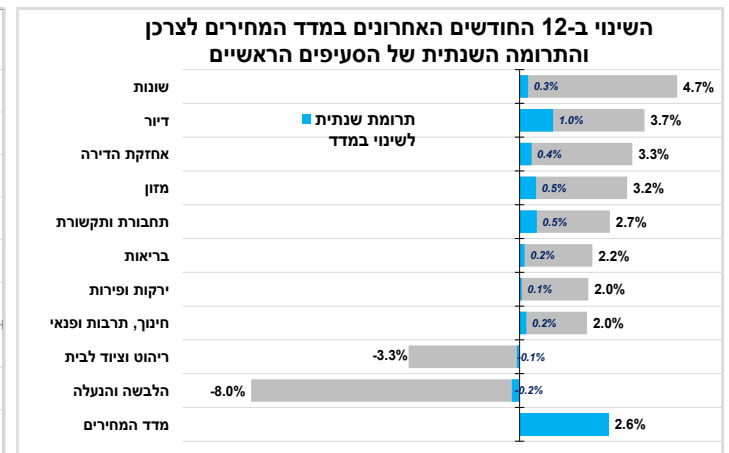
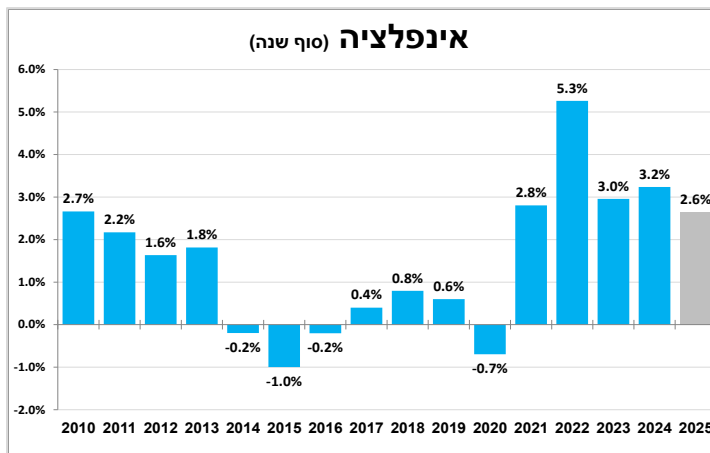
נקודת החוזק של סין נותרה יצוא הסחורות שעלה בכ-7% בשנת 2025, זאת למרות ירידה של כמעט בשליש ביצוא הישיר לארה"ב עקב המתיחות בין המעצמות. הנתון ממשיך להצביע על עליונות תעשייתית של סין בחלק מהענפים, אך גם מגדיל את רגישות המשק במקרה של האטה בסחר הגלובלי. הנתונים תומכים **בהפחתת ריבית נוספת של הבנק המרכזי**, אך להערכתנו מהלך כזה יגיע רק לאחר חופשת ראש השנה הסיני, לא לפני חודש מרץ.



בארץ

מדד המחירים לדצמבר נותר ללא שינוי והאינפלציה בסוף 2025 עמדה על 2.6%. בחודש הבא האינפלציה תרד קרוב למרכז היעד, דבר שיאפשר את המשך הפחתות הריבית השנה.

מדד המחירים לצרכן האחרון לשנת 2025 נותר ללא שינוי בדומה להערכתנו. סעיפי הדיור והטיסות הובילו את העליות בדצמבר, מול ירידה חדה במחירי הנופש והמזון. הירידה החודשית במדד המזון הייתה החדה ביותר מאז 2020. **האינפלציה בסוף 2025 עמדה על 2.6%**, רמה נמוכה יותר מזו שנרשמה בסוף 4 השנים הקודמות.

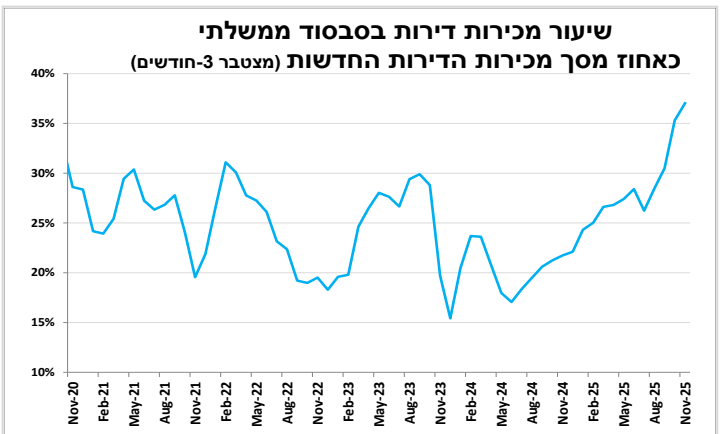
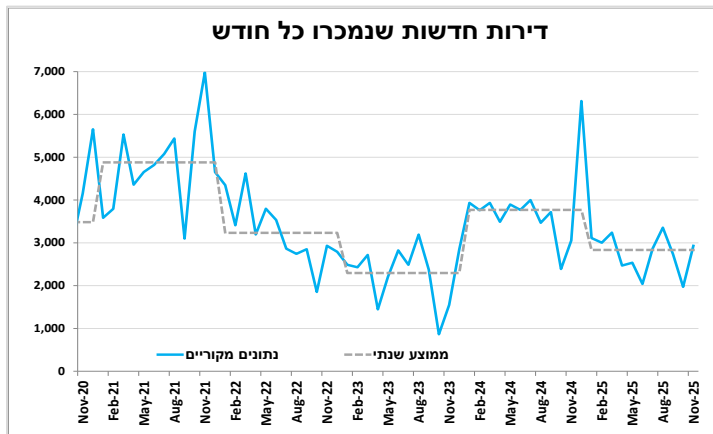


במבט קדימה **לינואר** אנו צופים ירידה של 0.2% במדד, כאשר העלייה במחירי החשמל והמים תקוזז עם ירידה עונתית במחירי ההלבשה והטיסות ועם הירידה במחיר הדלק. בחודש **פברואר** אנו צופים עלייה קלה של 0.1% עד 0.2% בהתאם למחירי הדלק שייקבעו בסוף החודש. העלאת המע"מ בינואר 2025 תרמה בזמנו למדד גבוה, אך לאחר פרסום מדד ינואר הקרוב המדד הגבוה "ייצא" מהחישוב השנתי. צעד זה צפוי להביא את **האינפלציה במבט לאחור ל-2%** ואף נמוך מכך במהלך השנה.

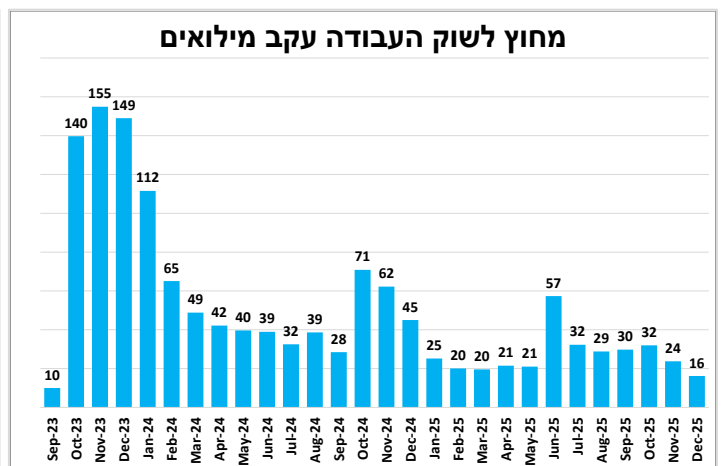
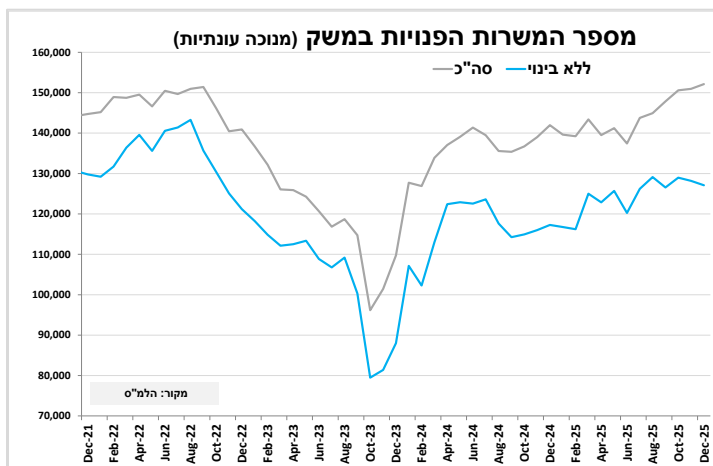
אין שינוי בהערכתנו שבנק ישראל ימתין בחודש פברואר ויוריד את הריבית פעם נוספת ב-0.25 רק בסוף חודש מרץ. אנו צופים שהריבית תגיע ל-3.25% בסוף השנה, הערכה זו נמוכה מהערכת הבנק.

סך מכירות הדירות השתפרו בנובמבר, אך נסיים את 2025 בקצב מכירות איטי יותר בהשוואה לשנה הקודמת.

סך מכירות הדירות בישראל רשמו שיפור בנובמבר כאשר הנתונים הראשוניים מצביעים על שיפור גם בדצמבר. עם זאת, על פי האומדנים הראשוניים סך מכירות הדירות החדשות ב-2025 נמוך ברבע מזה שנרשם ב-2024. עוד עולה כי שיעור מכירות הדירות במסגרת סבסוד ממשלתי (מחיר למשתכן, דירה בהנחה וכדומה) המשיך לעלות ומהווה מעל לשליש מסך המכירות בחודשים האחרונים. מדד מחירי הדירות בבעלות הפתיע כאשר עלה ב-0.7% לאחר 8 חודשים רצופים של ירידה, יחד עם זאת העלייה המצטברת ב-12 החודשים האחרונים כמעט אפסית ועומדת על כ-0.1% בלבד.



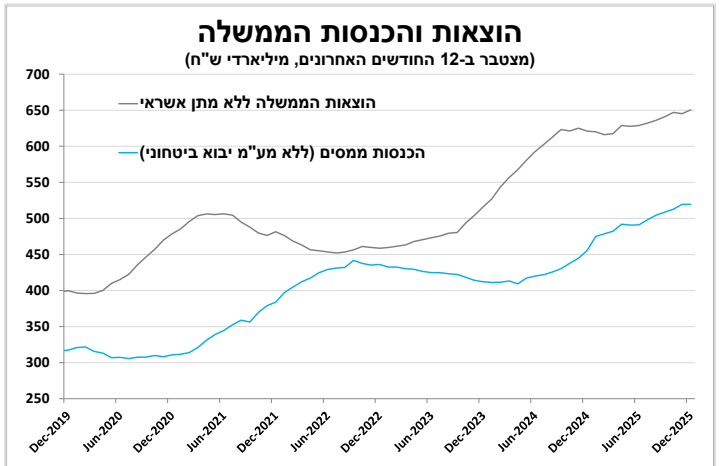
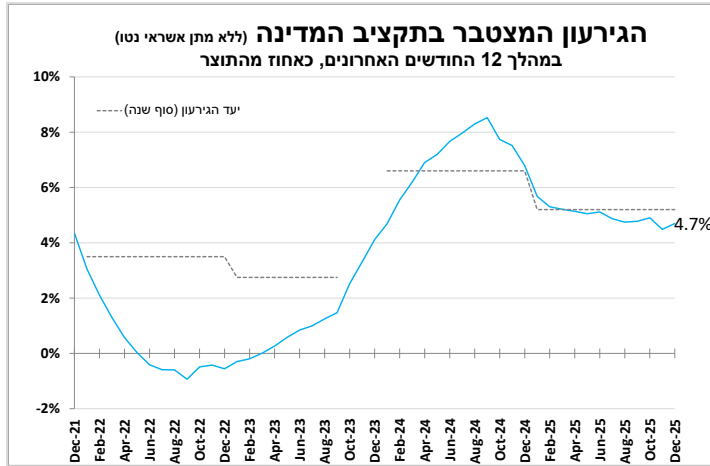
הביקוש לעובדים בישראל נותר גבוה, כך עולה מסקר המשרות הפנויות שהצביע על עלייה לשיא חדש בדצמבר, בדגש על ענפי המסחר והבנייה. אם כי בנטרול ענפים אלו נרשמה יציבות בחודשים האחרונים. במבט קדימה, מספר העובדים הנעדרים משוק העבודה עקב שירות מילואים ירד גם בדצמבר והוא קרוב לרמה שנרשמה ערב המלחמה. מגמה זו צפויה לתמוך בהאטה בקצב עליית השכר, לאור ההערכה שיותר עובדים יחזרו לשוק העבודה, מגמה שכבר מתחילה לבוא לידי ביטוי בנתונים.



זינוק בהוצאות הממשלה בסוף השנה לא משנה את התמונה התקציבית הטובה מהציפיות בשנת 2025.

נתוני התקציב הראשוניים לסוף 2025 הצביעו על גידול בגירעון החודשי שעמד על כ-24 מיליארד ₪, בעיקר בשל עלייה חדה בהוצאות הממשלה בדצמבר שזינקו לכ-72 מיליארד ₪. בצד ההכנסות נמשכה המגמה החיובית: הכנסות ממסים עלו לכ-44 מיליארד ₪ בדצמבר, בעיקר בשל המשך גידול במיסים ישירים. עם זאת, נרשמה ירידה בהכנסות ממסים עקיפים בהשוואה לדצמבר 2024, בעיקר בשל יבוא נמוך של כלי רכב, זאת בניגוד לזינוק בשנים האחרונות ביבוא הרכבים בסוף השנה לפני עליית מס הקנייה.

למרות הנתונים המעורבים בדצמבר הם אינם משנים את התמונה בסוף 2025 שהייתה טובה בהרבה מהציפיות בתחילתה. לאחר שישאל סיימה את 2024 בגירעון של כמעט 7% מהתוצר, הגירעון ירד ל-4.7% בסוף 2025. זו עדיין רמה גבוהה שתרמה לעלייה ביחס החוב לתוצר, אך היא טובה משמעותית מהתחזיות בתחילת השנה, וגם אינה רחוקה מהגירעון בחלק ניכר ממדינות ה-OECD.



במבט קדימה אנו צופים המשך ירידה בגירעון גם ב-2026, בין היתר בשל העובדה שהשנה התחילה עם תקציב המשכּי, שהוא מרסן מטבעו. הדבר תומך בביטול האופק השלילי של מדינת ישראל, ואף עשוי לתמוך בעלייה בדירוג במהלך השנה.

פרסומים בולטים בשבוע הקרוב

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
יום שלישי, ה-20 בינואר			דוח תעסוקה בבריטניה	החלטת הריבית בסין
יום רביעי, ה-21 בינואר			אינפלציה בריטניה	
יום חמישי, ה-22 בינואר		הכנסה וצריכה פרטית	החלטת הריבית בנורבגיה	
יום שישי, ה-23 בינואר			מדד מנהלי הרכש בגוש האירו	החלטת הריבית ביפן
יום ראשון, ה-25 בינואר	מדד פדיון ענפי המשקל. ייצור תעשייתי			
יום שני, ה-26 בינואר	עדכון אוכלוסיית ישראל			

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 המיידיים.