

# הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

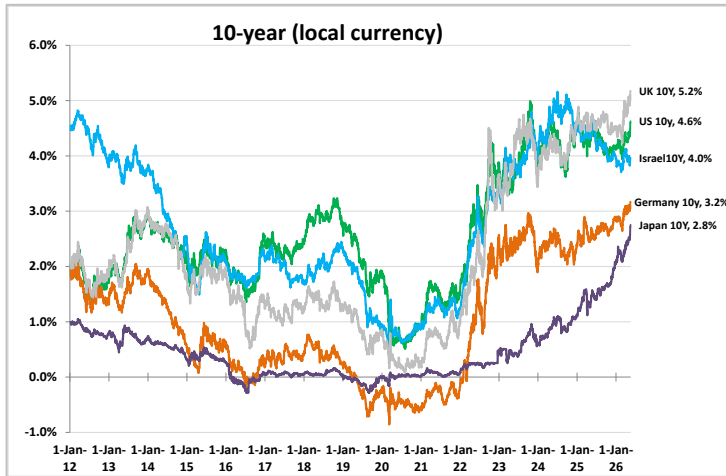
19 במאי 2026

תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
מינוס 0.2% במאי   0.0% ביוני	מינוס 0.1% במאי   0.1% ביוני	אינפלציה בחודשים הקרובים
1.95%	1.7%	אינפלציה ב-12 המדדים הקרובים
3.50%	3.50%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
₪ 2.95	₪ 2.93	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

## נקודות מרכזיות

- השיבושים במצרי הורמוז והעלייה במחירי האנרגיה ממשיכים לשנות את תמונת הריבית בעולם. נתוני האינפלציה בארה"ב היו גבוהים מהצפוי, מדד המחירים ליצרן האיץ בחדות, ותשואות האג"ח הארוכות עלו כמעט בכל השווקים המרכזיים.
- ישראל המשיכה להציג ביצועים יחסיים טובים יותר בשוק האג"ח, בעיקר בזכות התחזקות השקל, ירידה בפרמיית הסיכון וציפייה להפחתת ריבית. עם זאת, ככל שהלחץ הגלובלי על התשואות יימשך, גם השוק המקומי יתקשה להתנתק ממנו לאורך זמן.
- בישראל, התוצר התכווץ ברבעון הראשון ב 3.3% בשיעור שנתי, אך הנתון היה פחות חמור מהחששות המוקדמים והאינדיקטורים לאפריל מצביעים על התאוששות מהירה יחסית בפעילות. מדד אפריל עלה ב 1.2%, אך האינפלציה השנתית נותרה 1.9%, בתוך יעד בנק ישראל. לכן הפחתת ריבית בהחלטה הקרובה נותרת אפשרות סבירה, כל עוד לא תחול הסלמה ביטחונית משמעותית.

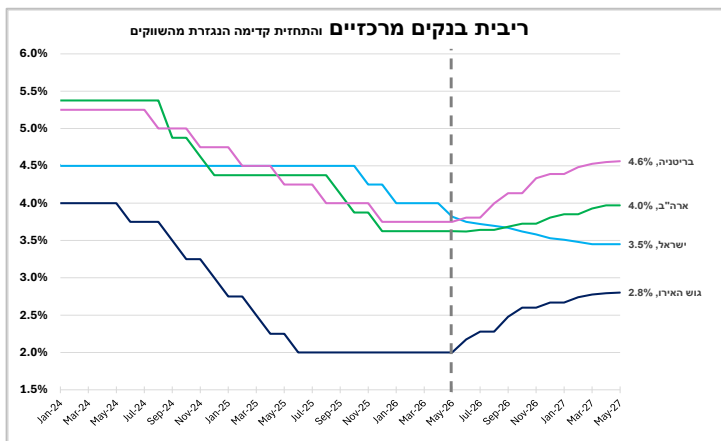
## השבוע שוק האג"ח העולמי הפסיק להגיב והתחיל לצעוק.



אחרי תקופה ממושכת שבה שוק ההון עוד ניסה להתעלם מהמלחמה, מהשיבושים בנתיבי הסחר ומהזינוק במחירי האנרגיה, הגיעו נתוני האינפלציה בארה"ב והזכירו למשקיעים שהריבית כבר לא בדרך למטה. **תשואות האג"ח הממשלתיות עלו כמעט בכל מקום**, מארה"ב במערב ועד יפן במזרח, כאשר בחלק מהמדינות התשואות שוברות שיאים של עשורים.

**בבריטניה** נוסף גם לחץ פוליטי גובר על ראש הממשלה, לצד דייווחים לא רשמיים שהחליט לסיים את תפקידו. העובדה שמחליפו צפוי להגיע מתוך מפלגתו והחשש שבכדי להיבחר

הוא יידרש להבטחות פסיקאליות רחבות, המשיכו את הסנטימנט השלילי של מחירי האג"ח.

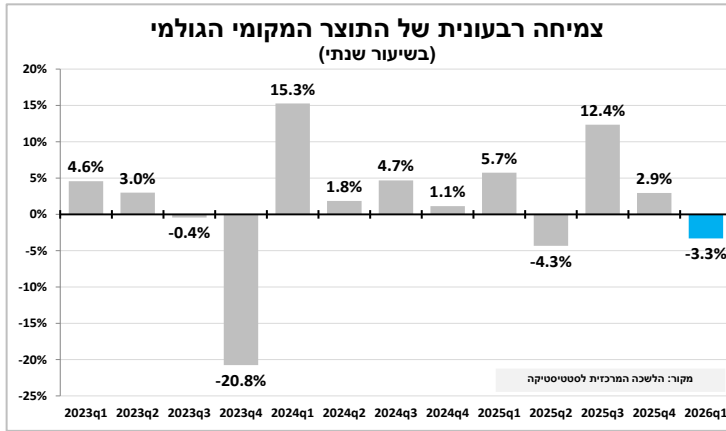


מרבית העלייה בתשואות נובעת מציפייה לריבית קצרה גבוהה יותר, כלומר מהערכה שיותר בנקים מרכזיים יעברו לתהליך של העלאת ריבית. **בגוש האירו** השוק צופה שנראה מעבר להעלאת ריבית כבר בחודש הבא, אך לאור ההשפעה השלילית של מחירי הנפט הגבוהים על הפעילות הכלכלית והצריכה הפרטית, אנו סבורים שהבנק המרכזי יתקשה להעלות את הריבית באופן משמעותי בלי לפגוע בצמיחה. לכן גם אם הריבית תעלה היקף העלייה בפועל צפוי להיות מוגבל. **לגבי ארה"ב** אנו סבורים שהרף להעלאת ריבית עדיין גבוה מאוד בין היתר לנוכח

התנגדות הנשיא וחילופי התפקידים בבנק המרכזי. עם זאת התקוות להפחתת ריבית עוד השנה הצטננו.

גם **ישראל** לא התחמקה מהמגמה הגלובלית אם כי חשוב לציין שבהשוואה לכמעט כל המדינות המפותחות ביצועי שוק האג"ח המקומי היו טובים בהרבה מתחילת המבצע במפרץ. זאת על רקע הירידה בפרמיית הסיכון של ישראל, התחזקות השקל, הירידה היחסית בגירעון והעובדה שישראל היא בין המדינות הבודדות (לצד ברזיל ומקסיקו) שבהן השווקים עדיין מתמחרים ובצדק הפחתת ריבית. אם זאת ישראל לא תוכל להיפרד לגמרי מהמגמה הגלובלית.

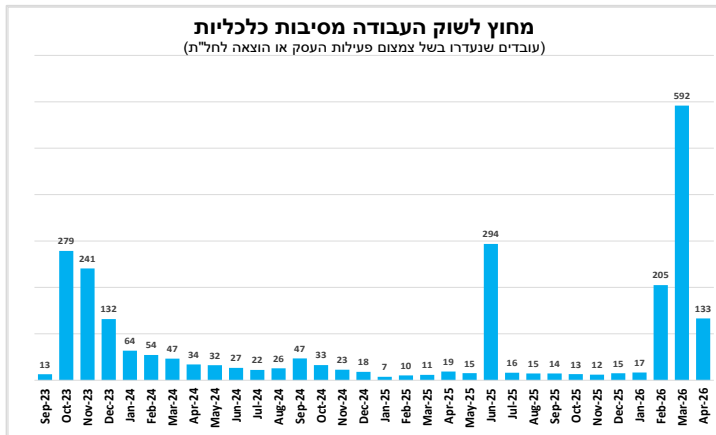
## התוצר בישראל התכווץ כצפוי בשיעור חד ברבעון הראשון אך ההתכווצות הייתה נמוכה מההערכות המוקדמות ומההתכווצות שנרשמה בזמן מבצע עם כלביא.



על רקע המלחמה במפרץ, התוצר בישראל התכווץ בשיעור חד של 3.3% בשיעור שנתי ברבעון הראשון של השנה, כך על פי האומדנים הראשוניים. למרות הנתון השלילי הוא היה פחות חמור מהציפיות במיוחד בהשוואה להתכווצות בזמן מבצע "עם כלביא" שבו התוצר התכווץ ב-4.3%. ייתכן שחלק מהסיבה לכך הוא שכלכלת ישראל החלה את השנה במומנטום חזק, עם צמיחה מהירה בחודשיים הראשונים של השנה (מאחר שלא נראה שהמבצע האחרון פחות אינטנסיבי מהקודם – אם כבר אז יותר).

בהרכב הצמיחה נרשמה כצפוי חולשה בצריכה הפרטית שירדה בשיעור שנתי של כמעט 5%, מלבד זינוק במוצרים בני קיימא (כגון מזון). שאר הרכיבים היו מעורבים עם ירידה חדה בהשקעות בבנייה לצד זינוק בהשקעות בשאר ענפי המשק (בעיקר תשתיות מתקדמות). היצוא עלה ב-6% ביצוא (ללא יהלומים וחברות הזנק) ונרשם גידול של כ-33% ביבוא (ללא יבוא ביטחוני).

**בשורה התחתונה:** למרות הנתון השלילי, הסרת מרבית ההגבלות באפריל והשיפור שנרשם מאז בפעילות הכלכלית (כמו שאנו רואים גם בהכנסות ממסים וברכישות בכרטיסי אשראי) מצביעים על חזרה מהירה לצמיחה חיובית כבר ברבעון הנוכחי. גם נתוני שוק



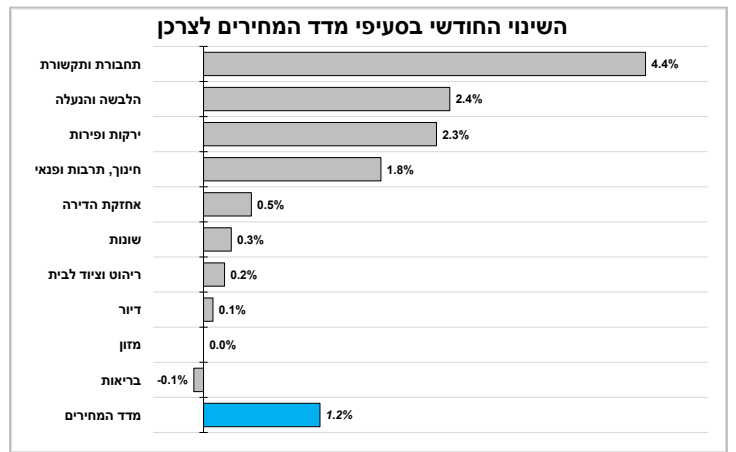
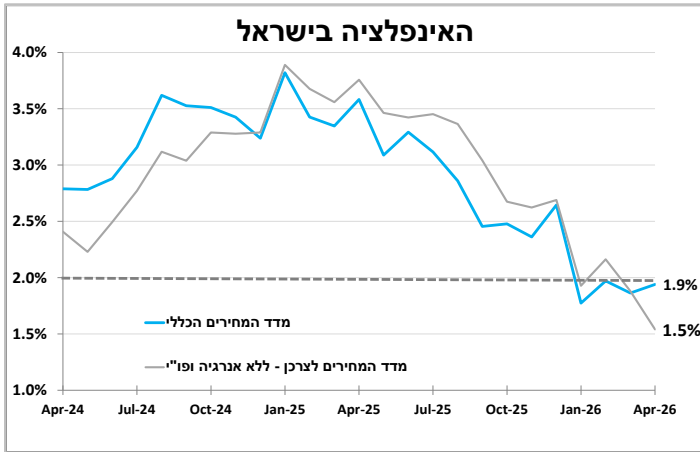
**העבודה הראשוניים לאפריל תומכים בכך, עם ירידה חדה במספר הנעדרים משוק העבודה מסיבות כלכליות (בעיקר חל"ת או סגירה זמנית של מקומות עבודה) מרמת שיא במרץ לכ-130 אלף באפריל, ובהינתן המשך השיפור סביר שבמאי תירשם ירידה נוספת לרמות הקרובות לאלו שנצפו בתחילת השנה. על רקע הפרסום אנו מעלים במעט את תחזית הצמיחה השנתית ל-3.5%. בהנחה שגם אם המלחמה לא תסתיים ברבעון הנוכחי לא נחזור לסגירה משמעותית בפעילות הכלכלית.**

## האינפלציה בשליטה, אבל בנק ישראל עדיין תלוי בגיאופוליטיקה

מדד המחירים לצרכן לחודש אפריל עלה ב-1.2% בהתאם לצפי, העלייה החודשית הגבוהה ביותר מזה כשנה. למרות המדד הגבוה כ-1 נקודת אחוז מהעלייה נבעה מסעיפי הטיסות לחו"ל, הדלק והנופש. בשאר הסעיפים לא נרשמה עלייה משמעותית ובלטה המתנתות בסעיף הדיור כך שהאינפלציה במבט לאחור נותרה על 1.9%, במרכז יעד האינפלציה. זאת בניגוד למרבית המדינות המפותחות שבהן חודשיים לאחר המלחמה האינפלציה כבר מציגה מגמת עלייה ברורה וחורגת מגבולות יעדי האינפלציה.

# הסקירה השבועית

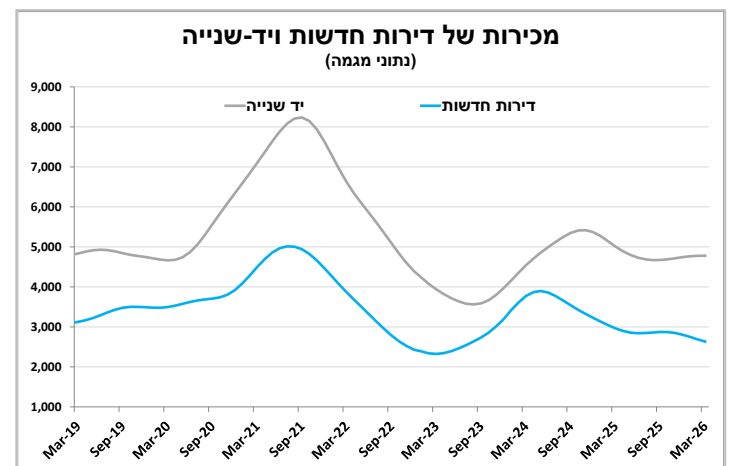
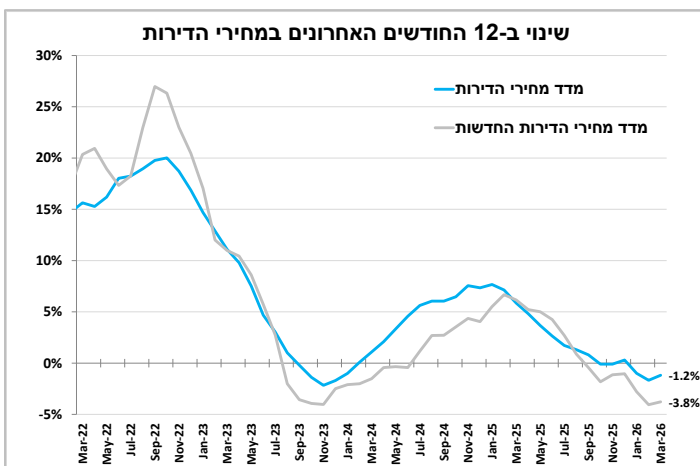
של אגף כלכלה ומחקר



**התחזית הראשונית שלנו** היא לירידה של 0.2% במדד מאי, לאור ירידה צפויה במחירי הטיסות והנופש. מדד יוני צפוי להישאר ללא שינוי בשל ירידה עונתית במחירי ההלבשה ועלייה בסעיף הדיור. התחזית שלנו ל-12 החודשים הבאים עומדת על 1.9%-2.0%.

למרות המדד הגבוה **אנו סבורים שבנק ישראל צריך ויכול להוריד את הריבית בהחלטה הקרובה**. המכשול היחיד היה ונשאר האפשרות לחידוש הלחימה העצימה עד מועד ההחלטה, דבר שעלול לעכב שוב את ההחלטה.

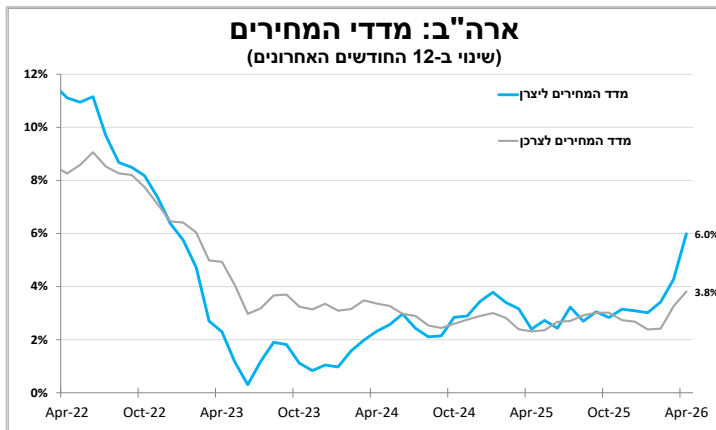
**בשוק הדיור** נרשמה עלייה קלה של 0.3% במדד מחירי הדירות בבעלות. קשה לקרוא לזה שינוי מגמה כאשר המחירים עדיין נמוכים בכ-1% בהשוואה לשנה שעברה (מינוס 4% בדירות חדשות). מכירות הדירות עדיין יחסית חלשות, והמלאי של דירות חדשות עדיין גבוה מאוד עם מעל ל-85 אלף דירות חדשות שנותרו למכירה אם כי מגמת העלייה נעצרה בחודשיים האחרונים. גם כן יש פיצול קל במגמה כאשר מכירות דירות חדשות במגמת האטה איטית לצד יציבות מעודד בקצב המכירות בשוק הדירות היד שנייה.



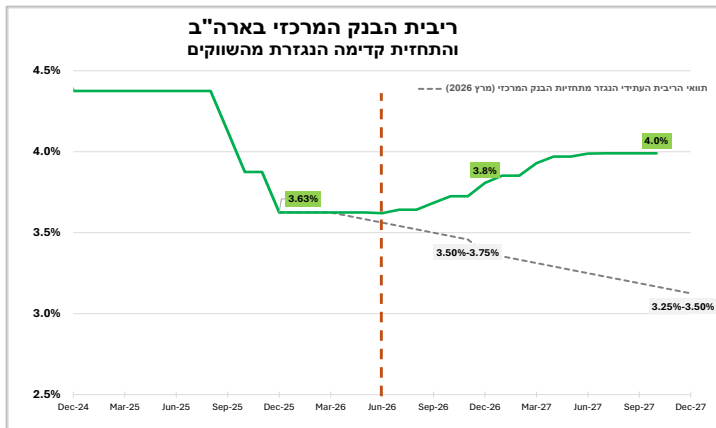
גם מדד תשומות הבנייה עלה בחדות עם עלייה של 1.1% באפריל, גם פה הסיפור הוא חומרי הגלם. ללא שכר עבודה נרשמה עלייה של 1.3% מה שמרמז שהלחץ הגיע בעיקר מהחומרים, בהובלת סעיף האיטום. כלומר אחרי כמה חודשים יחסית שקטים, אפריל הזכיר שהלחצים בענף הבנייה לא נעלמו.

## הזינוק במחירי האנרגיה ממשיך לחלחל לאינפלציה בארה"ב והשווקים כבר מתמחרים עלייה של הריבית. דבר שיקשה על קווין וורש, הנגיד החדש של הפד לגייס את הוועדה לתמוך בהפחתת הריבית

נתוני האינפלציה בארה"ב בשבוע האחרון הצביעו על עלייה מחדשת בלחצי המחירים. מחירי האנרגיה המשיכו לדחוף כלפי מעלה את מדד המחירים לצרכן שכבר עלה ב-3.8% ב-12 החודשים שהסתיימו באפריל, כאשר מחירי האנרגיה תרמו כמעט נקודת אחוז לעלייה בחודשיים האחרונים. גם אינפלציית הליבה עלתה קלות ל-2.8% אם כי חלק מכך נבע מעלייה במדד השכירות, שבחלקה משקפת עדכון מדידה לאחר שיבוש שנגרם בעקבות השביתה בממשל לפני כחצי שנה.



יום לאחר מכן הגיעה ההפתעה הגדולה כאשר מדד המחירים ליצרן עלה בשיעור חריג של 1.4% בחודש וב-6% ב-12 החודשים האחרונים, הקצב המהיר ביותר מאז 2023. גם כאן האנרגיה הייתה כמובן הגורם הדומיננטי, אך גם מחירי השירותים רשמו עלייה משמעותית כאשר הסיטונאים מגלגלים יותר מעליות המחירים לקמעונאים. מדובר באיתות לכך שחלק מהעלויות מתחילות לעבור הלאה לאורך שרשרת המחירים. הנתונים הגבוהים צפויים לחלחל ישירות למדד מחירי ההוצאה לצריכה פרטית שיתפרסם בשבוע הבא והוא המדד המועדף על הפד והוא כנראה יחצה את רף ה-3%.



עבור הבנק המרכזי והנגיד החדש, אם בשבוע שעבר נתוני שוק העבודה המעורבים עוד נתנו תקווה שנראה את הריבית יורדת השנה, נתוני המחירים מהשבוע האחרון היו גבוהים מהצפוי ובשווקי ההון כבר החלו לתמחר את האפשרות שהמהלך הבא יהיה כלפי מעלה. כפי שצינו קודם אנו סבורים שההסתברות לכך עדיין נמוכה לאור היעד הכפול של הבנק המרכזי והעובדה שהריבית עדיין ברמה מרסנת. עם זאת ללא סיום המלחמה באיראן וירידה מהירה במחירי האנרגיה, לא יהיה שיח רציני על הפחתת ריבית.

להערכתנו בהחלטת הריבית הבאה ביוני הריבית תישאר שוב ללא שינוי, אך הבנק יעדכן את התחזיות כלפי מעלה כך שהן יצביעו שמרבית חברי הוועדה אינם מצפים להפחתת ריבית השנה.

## טראמפ ושי (Boeing, beans, bits) BBB

הפגישה המתוקשרת בין מנהיגי ארה"ב וסין הייתה במידה רבה מפגש שבו כל צד הדגיש על מה שמטריד אותו והצד השני הקשיב בנימוס. טראמפ רצה לדבר על איראן והשיבושים במצרי הורמוז והיציבות בשוקי האנרגיה, שי רצה לדבר על טייוואן ועל הקווים האדומים של סין. שני המנהיגים שמרו על טון חגיגי ומפויס יחסית אך מעבר לאווירה הטובה לא נרשמה פריצת דרך משמעותית או

# הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

שינוי מהותי בעמדות מלבד הכרזה על עסקאות של רכישת מטוסים, פולי סויה והצהרה לגבי שבבים שהיו צפויות לנוכח שרשרת המנכ"לים שהצטרפו לנשיא ארה"ב.

ועדיין החדשות החיוביות הן עצם קיום הפגישה הראשונה מתוך ארבע שמתוכננות בשנה הקרובה, לאחר יותר משנה שבה היחסים בין שתי המעצמות נעו בעיקר בכיוון של הסלמה. עצם החזרה לדיאלוג קבוע מאותתת שהצדדים לפחות מנסים לנהל את המתח ולא רק להעמיק אותו. העובדה שיש עוד שלוש פגישות מתוכננות גם הפחיתה את הלחץ לצאת בהצהרות משמעותיות כבר עכשיו. מבחינתנו לא נראה שהפגישה קידמה במיוחד את סיום השיבושים במצרי הורמוז אם כי איננו יודעים מה סוכם הרחק מעיני התקשורת.

## פרסומים בולטים בשבוע הקרוב

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
יום שלישי, ה-19 במאי			דוח תעסוקה בריטניה	צמיחה רבעון ראשון ביפן
יום רביעי, ה-20 במאי		סיכומי הדיונים של הפד	אינפלציה בריטניה	החלטת הריבית בסין
יום חמישי, ה-21 במאי			מדד מנהלי הרכש בגוש האירו	
יום שישי, ה-22 במאי	שבועות			אינפלציה ביפן
יום ראשון, ה-24 במאי				
יום שני, ה-25 במאי	החלטת הריבית			

סקירה זו מתפרסמת בכתובת

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

הערות ושאלות ניתן להפנות לעפר קליין; בדואר אלקטרוני [oferkl@harel-ins.co.il](mailto:oferkl@harel-ins.co.il)

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

הכותבים 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.