

הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

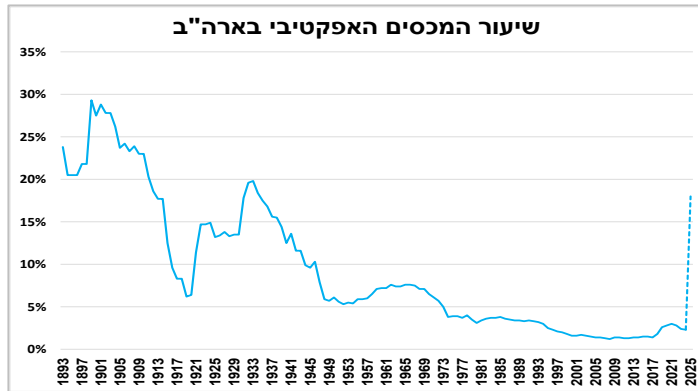
5 באוגוסט 2025

תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
0.4% ביולי 0.6% באוגוסט	0.4% ביולי 0.5% באוגוסט	אינפלציה בחודשים הקרובים
2.1%-2.2%	2.0%	אינפלציה מצטברת ב-12 המדדים הקרובים (עד מדד מאי 2025)
4.0%	4.0%-4.25%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
3.40 ₪	3.41 ₪	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

נקודות מרכזיות

- נשיא ארה"ב פרסם רשימת מכסים חדשה על כ-70 מדינות. רוב המדינות נכללות תחת מכסים של 15%-20%, כולל 15% על יבוא הסחורות מישראל.
- התוצר בארה"ב צמח מהר מהצפוי, אך הצמיחה נבעה בעיקר מירידה ביבוא וביצוא, בעוד שהצריכה הפרטית וההשקעות צמחו בקצב מתון. דוח התעסוקה ליולי הפתיע לרעה, עם עדכונים חדים כלפי מטה לנתוני החודשים הקודמים.
- הבנק המרכזי בארה"ב הותיר את הריבית על 4.25%-4.5% למרות לחץ מהנשיא להורדה. שני חברי ועדה, שמונו בידי טראמפ, הצביעו בעד הפחתה.
- הבנק הקנדי שמר על הריבית ברמה של 2.75% זו הפעם השלישית ברציפות, תוך הדגשת אי-הוודאות הנובעת ממדיניות המכסים והשלכותיה על הצמיחה והאינפלציה.
- בברזיל, לאחר שבע העלאות ריבית רצופות, הבנק המרכזי השאיר את הריבית על 15% - אך לא התחייב שהתהליך הסתיים.
- הבנק המרכזי ביפן הותיר את הריבית על 0.5%, אך העלה את תחזית האינפלציה, מה שמרמז על המשך העלאות ריבית.
- באוסטרליה, האינפלציה ברבעון השני המשיכה להתמתן ומאפשרת הפחתת ריבית בהחלטה הקרובה.
- האינפלציה בגוש האירו נותרה על 2.0% גם ביולי, בדיוק ביעד הבנק המרכזי. יציבות המחירים, לצד ההסכם העקרוני עם ארה"ב, תומכת בהשארת הריבית ללא שינוי בתקופה הקרובה.
- בבריטניה, הבנק המרכזי צפוי להפחית את הריבית ברבע נקודת אחוז ביום חמישי הקרוב, בשל גידול באבטלה וסימני חולשה נוספים - למרות אינפלציה גבוהה יחסית.

טראמפ הטיל מכסים של כ-15% עד 20% על מרבית מדינות העולם. כל עוד לא נרשמת תגובת נגד מצד המדינות, לא צפוי מיתון עולמי - אך כן תיגרם האטה בצמיחה ובסחר.

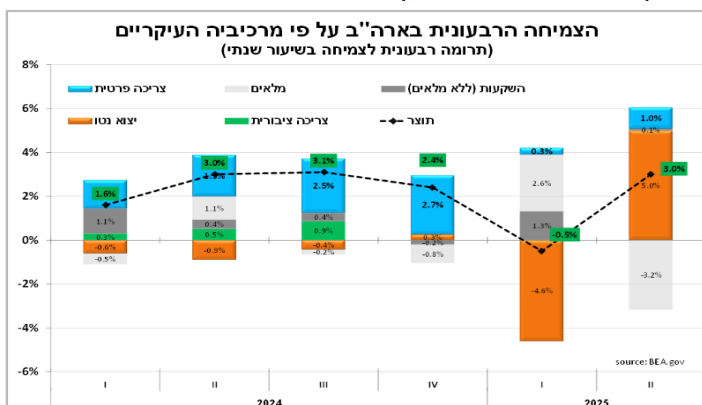


הנשיא מימש את הבטחותיו והעלה את רמת המכסים לרמה הגבוהה ביותר מאז תחילת המאה הקודמת. בניגוד לתחילת המאה העשרים, אז מהלך דומה גרר מכסים מקבילים של שאר שותפות הסחר והוביל למיתון עולמי, כעת מדינות רבות נמנעות מתגובה דומה גם לאור העובדה שארה"ב מספקת למרביתן מעטפת ביטחונית. מכסים ברמה ממוצעת של כ-15% עד 18% אינם משתקים את הסחר הגלובלי, אך כן פוגעים בצמיחה ומייקרים את העלויות לצרכנים ופוגעים במרווחי החברות.

בסופ"ש פרסם נשיא ארה"ב רשימת מכסים חדשה על כ-70 מדינות, בהתאם לאיומיו, כאשר אפשר לחלק את המדינות לארבע קבוצות: **מכסים של 10%** על 3 מדינות בודדות, בריטניה, ברזיל ואיי הפוקלנד. **מכסים של 15%** על כ-40 מדינות, ברובן מדינות מפותחות מערביות (אך לא רק) כולל **ישראל** יפן והאיחוד האירופאי. **מכסים של עד 20%** על כ-10 של מדינות בעיקר מאסיה (כמו תאילנד, וייטנאם והפיליפינים). **ומכסים של 25% עד 41% ומעלה** על כ-20 מדינות שחלקן עדיין בתהליך של משא ומתן ביניהן **הודו** (25%), קנדה (35%) ושווייץ (39%). בנוסף **מכסים של 40% על מוצרים במעבר** (כדי למנוע יבוא דרך מדינה עם מכס נמוך יותר), ו-10% מכס על כל שאר המדינות שלא נמצאות ברשימה. **סין** בלטה בהיעדרותה מהרשימה, בעקבות דיווחים על התקדמות חיובית במו"מ - מה שהגביר את הסיכוי לדחייה נוספת. יצוין כי מהלך המכסים כולו עובר בחינה משפטית שכנראה תגיע עד לבית המשפט העליון, אך לא סביר שהוא יבטל את הצעדים כולם.

יוצאים מהערפל: דוח תעסוקה חלש ונתוני צמיחה מאכזבים מאותתים על האטה בכלכלה - ומחזקים את ההערכות להפחתת ריבית כבר בספטמבר

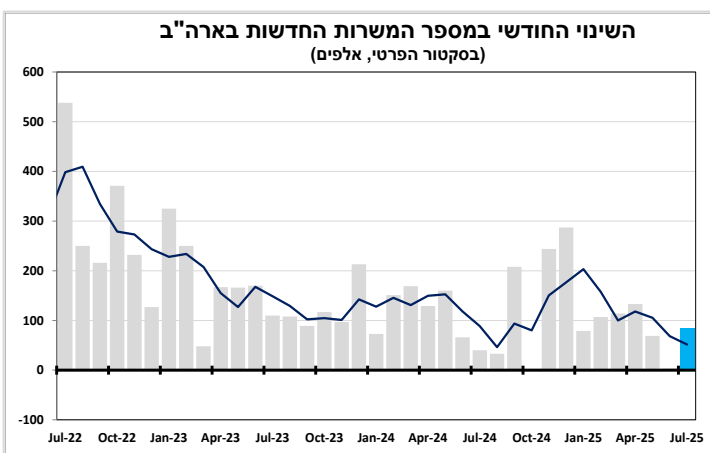
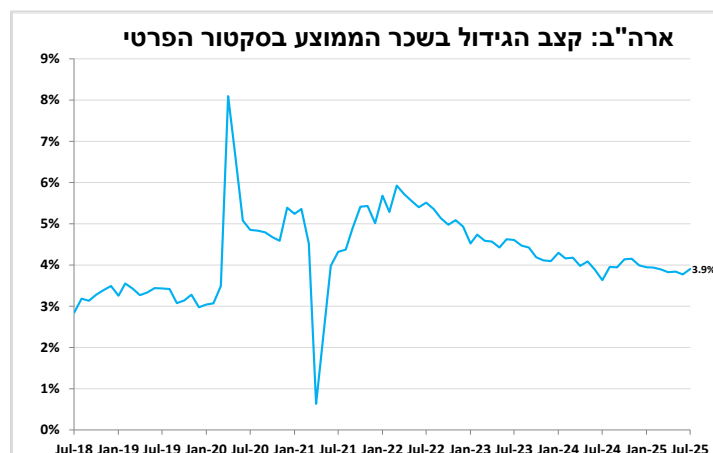
לאורך תקופה ממושכת התמונה הכלכלית בארה"ב הייתה מעורפלת: הנתונים הריאליים נותרו יחסית איתנים, אך מדיניות המכסים של טראמפ הגבירה את אי-הוודאות ופגעה בסנטימנט של חברות ומשקי בית. השבוע האחרון הביא עמו בהירות מסוימת: **התוצר**



צמח בקצב מהיר של 3% (שנתי) ברבעון השני, לאחר התכווצות של כ-0.5% ברבעון הקודם. עם זאת, **מאחורי המספר הגבוה מסתתרת תמונה פחות מעודדת** - מרבית הצמיחה נבעה מהשפעה חריגה של סחר החוץ, כאשר ירידה חדה ביבוא (בעקבות זינוק חד ברבעון הקודם) וקטון ביצוא גרעו יחד כ-5 נקודות אחוז לצמיחה. במקביל, הביקושים הפנימיים - ובראשם **הצריכה הפרטית וההשקעות** - צמחו בקצב מתון של כ-1.5% בלבד, כמחצית מהממוצע בשנים האחרונות.

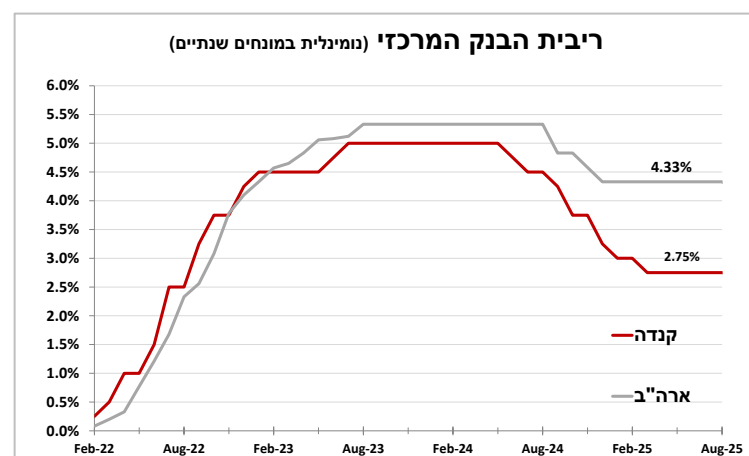
דוח התעסוקה הראשוני ליולי הפתיע לרעה עם תוספת של 73 אלף משרות בלבד - הרבה מתחת לציפיות - לצד עדכון חד כלפי מטה של נתוני החודשים הקודמים ב-258 אלף משרות, הובילו לכך שקצב גיוס העובדים ברבעון השני היה הנמוך ביותר זה 15 שנה (למעט תקופת הקורונה). גם **סקר המשרות הפנויות** ליוני היה חלש מהצפי, עם כי עדיין ברמה היסטורית גבוהה. למרות **ששיעור**

האבטלה נותר נמוך (4.2%) והשכר ממשיך לעלות בקצב של כ-3.9% ב-12 החודשים האחרונים, המשך קצב גיוס משרות מתון לצד פרישת עובדים מהסקטור הציבורי ברבעון האחרון צפוי להביא לעלייה באבטלה בהמשך השנה.



בנסיבות רגילות הבנק המרכזי היה כבר מפחית את הריבית, אך בשבוע האחרון הבנק המרכזי בארה"ב הותיר כצפוי את הריבית ללא שינוי ברמה של **4.25%-4.5%**, זאת למרות מכש לחצים מצד הנשיא להורדת הריבית ולפני פרסום נתוני התעסוקה האחרונים. נגיד הבנק ציין כי הבנק נוקט בגישה זהירה מחשש שהפחתה מוקדמת תזין אינפלציה והדגיש שהשפעת המכסים האחרונים היא גורם מרכזי בשיקולים להמשך. שני חברי ועדה (מתוך 11) - שמונו בידי טראמפ - הצביעו בעד הפחתה, ונתפסים כמי שעשויים להחליף את פאוול בעתיד. ימים לאחר מכן, אחת מחברות הוועדה התפטרה, מה שיאפשר לנשיא למנות מחליף עוד לפני ההחלטה הבאה בספטמבר.

בקנדה ממתנים למכסים ומחכים עם הריבית. ביפן מאותתים שהריבית עוד תעלה אך ממשיכים בגישה הזהירה.

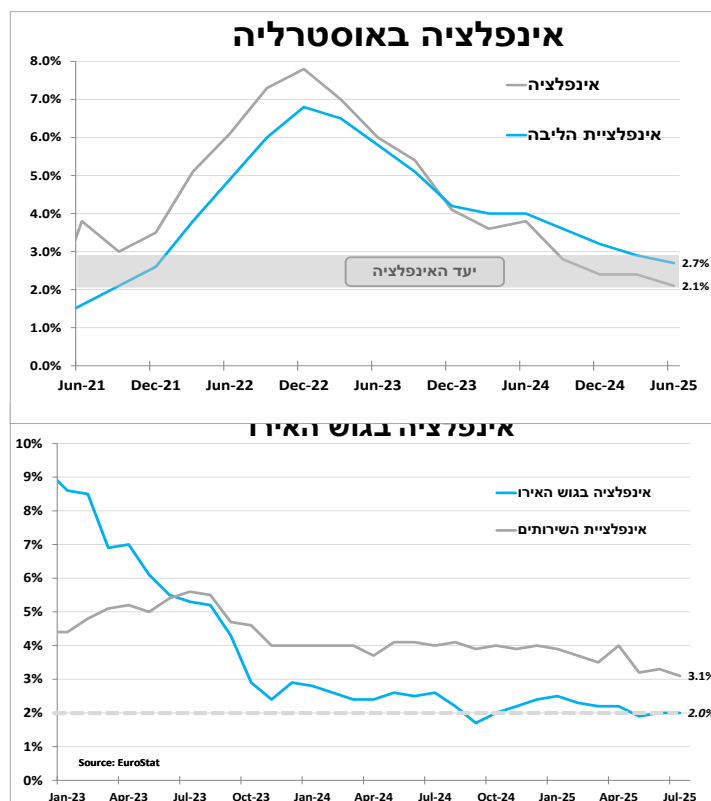


הבנק המרכזי בקנדה השאיר את הריבית על 2.75% - זו הפעם השלישית ברציפות. הבנק צופה התכווצות התוצר ברבעון השני וצמיחה מתונה בהמשך. למרות אינפלציה ליבה גבוהה, הבנק מצפה שתצטמצם בהדרגה דבר שיתמוך בחידוש תהליך הפחתת הריבית. יחד עם זאת הבנק הדגיש את אי-הוודאות כתוצאה ממדיניות המכסים של טראמפ וההשלכות על הצמיחה ואינפלציה שממשיכים להשאיר את הבנק בעמדת המתנה. יישום המכסים הגבוהים החל מתחילת החודש מגביר את הסיכוי להפחתת ריבית עוד השנה.

לאחר שבע העלאות ריבית רצופות, **הבנק המרכזי בברזיל הותיר את הריבית ברמה של 15%** הרמה הגבוהה ביותר מזה שנים. למרות העצירה, הבנק ציין כי אין בכך כדי להעיד שהתהליך הסתיים, וכי הוא יבחן את הנתונים שיתפרסמו בחודשים הקרובים. עם זאת, אי הוודאות נותרת גבוהה, על רקע איומיו של נשיא ארה"ב להעלות באופן חריג את המכסים על יצוא לארה"ב - מהלך שעלול לפגוע בצמיחה ובתחזית האינפלציה.

הבנק המרכזי ביפן השאיר את הריבית ללא שינוי על 0.5%, בהתאם לצפי, אך בתחזיות המעודכנות העלה את תחזית האינפלציה לשנים הקרובות - מה שאותת שתהליך העלאת הריבית עדיין לא הסתיים. נגיד הבנק אמנם ציין את הצורך בהמשך העלאת הריבית, הוא המשיך בגישה הזהירה שלו נוכח העלייה בתשואות אג"ח הממשלתיות ואי הוודאות סביב הסחר הגלובלי, למרות ההסכם העקרוני בין יפן לארה"ב. אנו סבורים כי הריבית אכן תעלה לקראת סוף השנה, כאשר הבנק יבצע במקביל התאמות בקצב צמצום המאזן שלו.

האינפלציה באוסטרליה נחלשת - וסוללת את הדרך להפחתת ריבית בשבוע הבא. בגוש האירו, אינפלציה יציבה סביב היעד תומכת בהותרת הריבית בעינה בתקופה הקרובה. ביום חמישי הפחתת ריבית צפויה בבריטניה.



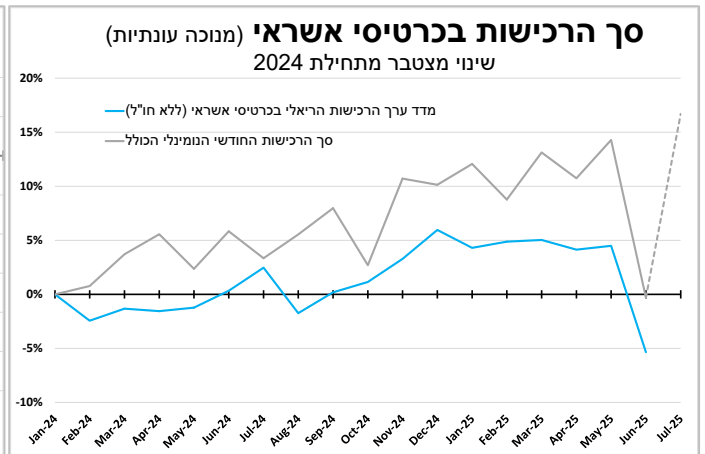
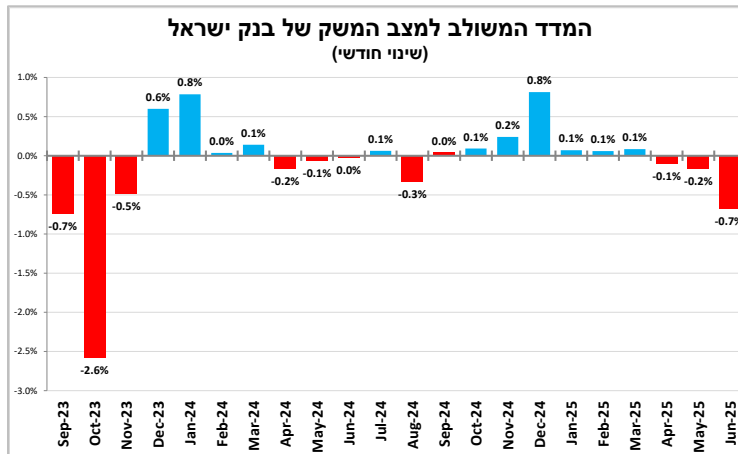
האינפלציה באוסטרליה ברבעון השני (כן, באוסטרליה הנתון הרשמי מתפרסם פעם ברבעון) ירדה מעט יותר מהצפי לרמה של 2.1%, בעוד אינפלציית הליבה נותרה על 2.7% - בתוך גבולות היעד של 2% עד 3%. להערכתנו, הנתון מהווה את הסיבה האחרונה שתאפשר לבנק המרכזי להפחית את הריבית ברבע נקודת אחוז בהחלטה הקרובה ביום שלישי הבא, מהרמה הנוכחית של 3.85% - אם כי הריבית עדיין תישאר ברמה מרסנת.

האינפלציה בגוש האירו נותרה על 2.0% גם ביולי - חודש שני ברציפות שבו האינפלציה עומדת בדיוק על יעד ה-ECB. אינפלציית השירותים ממשיכה להתמתן באיטיות, וירדה ל-3.1% - הקצב הנמוך ביותר מזה כשלוש שנים. היציבות באינפלציה, לצד ההסכם הסחר העקרוני בין ארה"ב לאיחוד האירופי, מחזקת את הערכתנו כי הריבית בגוש האירו תישאר ללא שינוי בחודשים הקרובים.

ביום חמישי הקרוב תתפרסם החלטת הריבית בבריטניה, ולמרות העלייה באינפלציה - יש סבירות גבוהה שהריבית תרד ברבע נקודת אחוז ל-4.0%, לאור העלייה באבטלה ושאר סימני החולשה בכלכלה. בכך, הבנק צפוי להמשיך במדיניות של הפחתת ריבית אחת לרבעון. המיקוד יהיה בתחזיות המעודכנות לצמיחה ולאינפלציה, שעשויות להעיד האם הבנק ימשיך בקצב זה גם עד לסוף השנה.

רצף הנתונים האחרונים מצביעים על התכווצות, זמנית, בתוצר בישראל ברבעון השני שיפורסם בעוד כשבועיים. הנתונים הראשוניים לחודש יולי מצביעים על התאוששות בפעילות.

רצף הנתונים הכלכליים מצביע על ירידה חדה בפעילות הכלכלית בישראל בחודש יוני, כתוצאה מההגבלות המחמירות שהוטלו בזמן המלחמה עם אירן. כך עולה גם מהמדד המשולב למצב המשק של בנק ישראל, שרשם ירידה של 0.7% ביוני - הירידה החודשית החדה ביותר זה זמן רב. חלק מהירידה נובע מירידה בצריכה הפרטית, שבאה לידי ביטוי גם בירידה ריאלית חריגה של כ-9% ביוני (בניכוי עונתיות) ברכישות ריאליות בכרטיסי אשראי.



הנתונים האחרונים מגבירים את ההסתברות שהתוצר ירשום צמיחה שלילית ברבעון השני - אם כי באופן זמני - עם פרסום הנתונים על ידי הלמ"ס בעוד פחות משבועיים. עם זאת, חשוב לציין כי הנתונים הראשוניים לחודש יולי מצביעים על התאוששות מהירה בפעילות, כך גם על פי הנתונים היומיים הנומינליים של רכישות בכרטיסי אשראי, שמצביעים על זינוק לשיא חדש.

פרסומים בולטים בשבוע הקרוב

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
יום שלישי, ה-5 באוגוסט		ISM שירותים	מדד מחירים ליצרן	
יום רביעי, ה-6 באוגוסט				
יום חמישי, ה-7 באוגוסט	כניסות תיירים ויציאות ישראלים לחו"ל. סקר מגמות בעסקים		החלטת הריבית בבריטניה ועדכון תחזיות. סחר חוץ בגרמניה	סחר חוץ בסין
יום שישי, ה-8 באוגוסט				
יום ראשון, ה-10 באוגוסט	מדד אמון הצרכנים			אינפלציה בסין
יום שני, ה-11 באוגוסט				

סקירה זו מתפרסמת בכתובת

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

oferk1@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.

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 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.