

הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

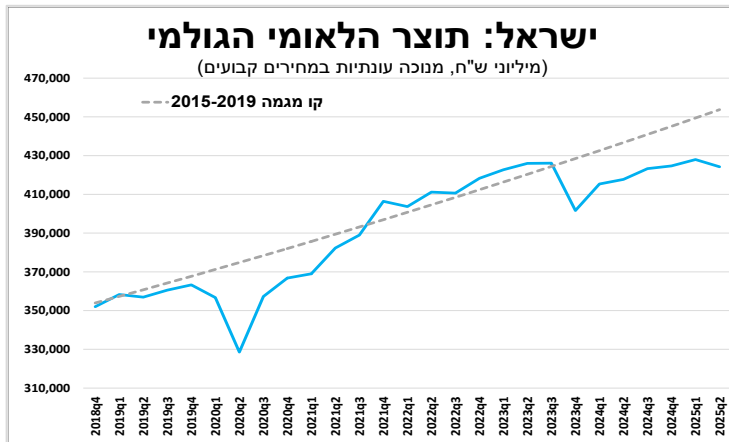
19 באוגוסט 2025

תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
0.6% באוגוסט מינוס 0.2% בספטמבר	0.6% באוגוסט מינוס 0.2% בספטמבר	אינפלציה בחודשים הקרובים
2.2%	1.85%	אינפלציה מצטברת ב-12 המדדים הקרובים (עד מדד יולי 2025)
4.0%	4.0%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
3.40 ₪	3.40 ₪	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

נקודות מרכזיות

- ברבעון השני השנה נרשמה צמיחה חלשה, שהושפעה באופן מהותי ממבצע "עם כלביא", כאשר התוצר התכווץ ב-3.5% בקצב שנתי. בעקבות הפרסום, תחזית הצמיחה השנתית שלנו עודכנה כלפי מטה ל-2.9% (לעומת 3.5% קודם).
- מדד המחירים לצרכן עלה ב-0.4% ביולי בהתאם לציפיות המוקדמות שלנו, והאינפלציה השנתית נחלשה מעט ל-3.1%. העלייה במדד נבעה בעיקר ממחירי השכירות הנופש והטיסות. התחזית הראשונית היא לעלייה של 0.6%-0.7% באוגוסט וירידה של 0.2% בספטמבר.
- בסוף השבוע הקרוב יישא פאוול את נאומו האחרון כנגיד הבנק המרכזי, בכנס השנתי בג'קסון הול. בעבר שימש הכנס במה לרמזים על שינוי במדיניות, ואנו מעריכים שגם הפעם פאוול יאותת על התגברות הסיכוי להפחתת ריבית כבר בספטמבר.
- ביולי האינפלציה בארה"ב נותרה על 2.7% אך אינפלציית הליבה עלתה ל-3.1%. במדדי המחירים ליצרן בלטה עוד יותר השפעת המכסים. הצריכה הפרטית נותרה חיובית גם ביולי כאשר המכירות הקמעונאיות ב-0.5% (מעל הציפיות) ונתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מעלה.
- התוצר בגוש האירו צמח ברבעון השני ב-0.5% בלבד בקצב שנתי, כרבע מהקצב שנרשם ברבעון הקודם שהושפע מעלייה חדה ביצוא לארה"ב לפני הטלת המכסים.
- אמש נפגשו טראמפ וז'לנסקי כדי לדון בדרכים לסיום המלחמה, לאחר פגישתו של טראמפ עם פוטין באלסקה. אף שנשמעו הצהרות על אפשרות לפסגת שלום בין הצדדים, לא ברור אם המפגש אכן יסלול את הדרך לסיום הלחימה בין רוסיה לאוקראינה, או שמא הציפיות יתפוגגו - כפי שקרה בתחילת השנה.

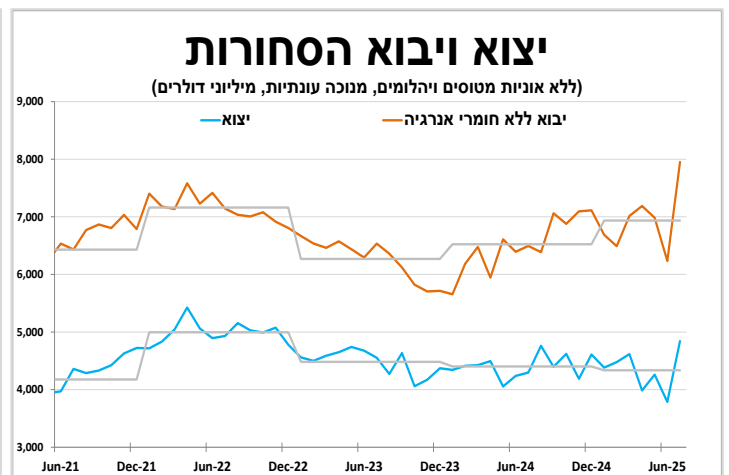
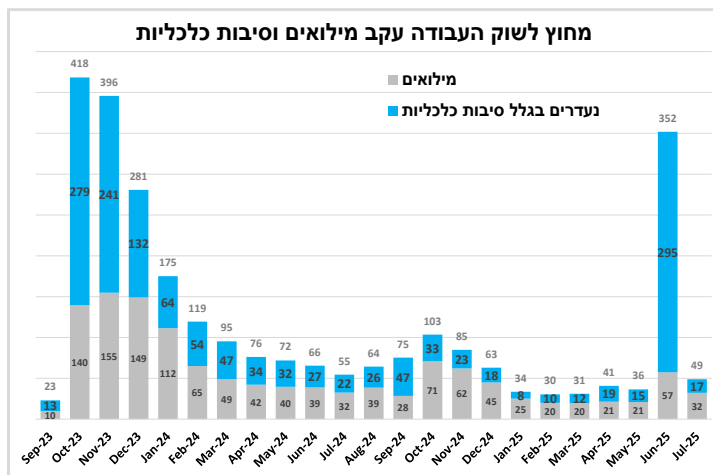
המבצע מול איראן וההגבלות החמורות על הפעילות הכלכלית ביוני הביאו להתכווצות התוצר ברבעון השני. בעקבות זאת עדכנו כלפי מטה את תחזית הצמיחה השנתית.



ברבעון השני נרשמה צמיחה חלשה, כאשר התוצר התכווץ ב-3.5% בקצב שנתי (על פי אומדנים ראשוניים). כל רכיבי הצמיחה העיקריים ירדו, ובמיוחד הצריכה הפרטית וההשקעות שהיוו את המקור המרכזי להתכווצות. בנוסף, נתון הצמיחה לרבעון הראשון של 2025 עודכן כלפי מטה ל-3.1% (לעומת 3.5% באומדן הקודם). העבר עוד לפנינו: במקביל, הלמ"ס עדכנה מעט כלפי מעלה את נתוני הצמיחה לשנים הקודמות: 2.1% ב-2023 (לעומת 2.0% קודם) ו-1.0% ב-2024 (לעומת 0.9%).

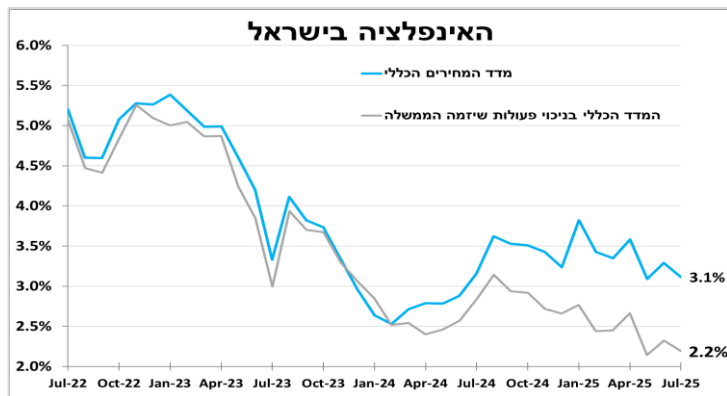
בעקבות הפרסום, **תחזית הצמיחה השנתית שלנו ל-2025 עודכנה כלפי מטה ל-2.9% (לעומת 3.5% קודם)**, בהנחה שהרבעון הנוכחי אכן יתאפיין בצמיחה מהירה יותר, כפי שאנו רואים באינדיקטורים הראשוניים ביולי ובאוגוסט.

גם בשבוע האחרון נוספו אינדיקטורים נוספים המעידים על התאוששות, עם **זינוק בסחר הסחורות בחודש יולי**. יבוא הסחורות (במונחים דולריים, ללא מוצרי אנרגיה) רשם עלייה חודשית של כ-20%, ויצוא הסחורות (ללא אוניות, מטוסים ויהלומים) זינק בכמעט 30% (נתונים מנוכי עונתיות). עם זאת, במבט מצטבר על החודשים האחרונים, התמונה מצביעה על עלייה מתונה בלבד בסחר הסחורות. גם נתוני **שוק התעסוקה הראשוניים ליולי** מדגישים את החזרה המהירה לפעילות, כאשר **מספר העובדים שנעדרו משוק העבודה צלל ביולי**, לרמה מעט גבוהה יותר מזו שנרשמה בחודשים שקדמו למבצע.



למרות ירידת קצב האינפלציה השנתית (שבאוגוסט תיכנס לטווח היעד) ונתוני הצמיחה המאכזבים לרבעון השני, ריבית בנק ישראל צפויה להיוותר מחר (רביעי) ללא שינוי.

ביום שישי פורסם **מדד המחירים לצרכן ליולי**, שעלה ב-0.4% בהתאם לציפיות המוקדמות שלנו, והאינפלציה השנתית נחלשה מעט ל-3.1%. העלייה במדד נבעה בעיקר ממדד הדיור (1.1%), עליית מחירי נופש בישראל (6.3%) וטיסות לחו"ל (12%). מנגד, את העלייה קיזזו ירידות עונתיות במחירי הלבשה והנעלה (-4.2%) ובמחירי פירות וירקות.



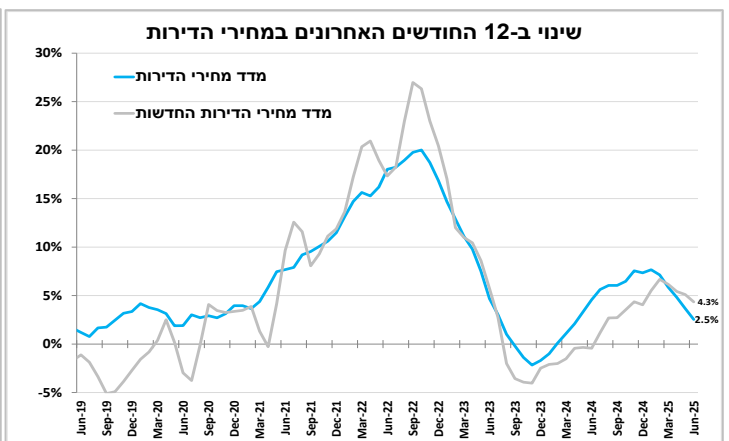
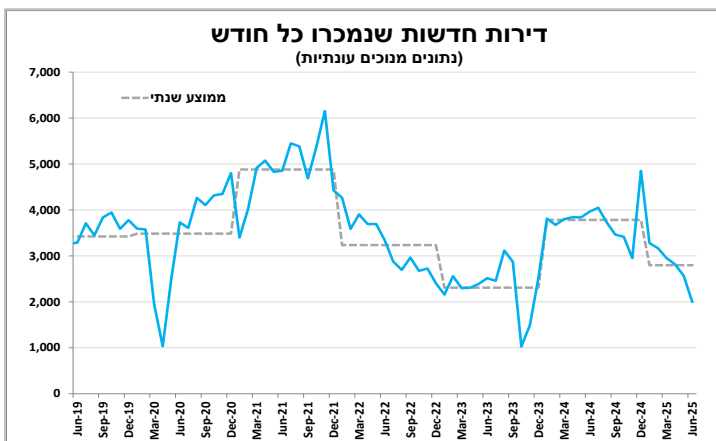
תחזית ראשונית למדדים הקרובים: אוגוסט: עלייה של 0.6% - 0.7%, בהובלת מחירי השכירות, הנופש והטיסות. ספטמבר: ירידה של כ-0.2%, על רקע ירידה במחירי נופש, טיסות ומזון (מבצעי חגי תשרי). 12 חודשים קדימה: תחזית האינפלציה נותרה על 2.2%.

למרות ירידת קצב האינפלציה השנתית (שבאוגוסט תיכנס לטווח היעד) ונתוני הצמיחה המאכזבים לרבעון השני, **ריבית בנק ישראל צפויה להיוותר ביום רביעי ללא שינוי**. יחד עם זאת, הנתונים מחזקים את דעתנו שנראה יותר הורדות ריבית בישראל מאשר השוק צופה כרגע עד לסוף 2026.

האטה במכירת דירות ממשיכה להשפיע על המחירים.

במחצית הראשונה של השנה נרשמה ירידה עקבית בקצב מכירת הדירות בישראל. חלק מהירידה נובע מהקדמת רכישות לקראת העלאת המע"מ בסוף 2024, אך חלקה האחר נובע מהריבית הגבוהה על המשכנתאות, מהתפוגגות הציפיות להפחתת ריבית השנה, ומרמות המחירים הגבוהות שאלוהן הגיעו מחירי הדירות. ראוי לציין כי **ביוני נרשמה ירידה חריגה של כ-20% במכירת דירות** (נתון מנוכה עונתיות) בהשוואה למאי, בשל המבצע הצבאי מול איראן, אשר גרם לשיבושים משמעותיים בפעילות. אנו מצפים לשיפור בנתוני חודש יולי.

הירידה בקצב המכירות באה לידי ביטוי גם במחירים: מדד מחירי הדירות בבעלות רשם ירידה זה החודש הרביעי ברציפות, בשיעור של מינוס 0.5% (מאמצע מאי עד אמצע יוני), כאשר עיקר הירידה נרשמה במחוזות תל אביב והמרכז כך קצב העלייה ב-12 החודשים האחרונים התמתן ל-2.5%. **במדד מחירי הדירות החדשות** נרשמה ירידה חודשית של 1.5% - הירידה החדה ביותר מאז תחילת 2021. המשך הגידול במספר הדירות שנותרו למכירה, אשר חצה את רף ה-80 אלף, ממשיך להפעיל לחץ כלפי מטה על המחירים.

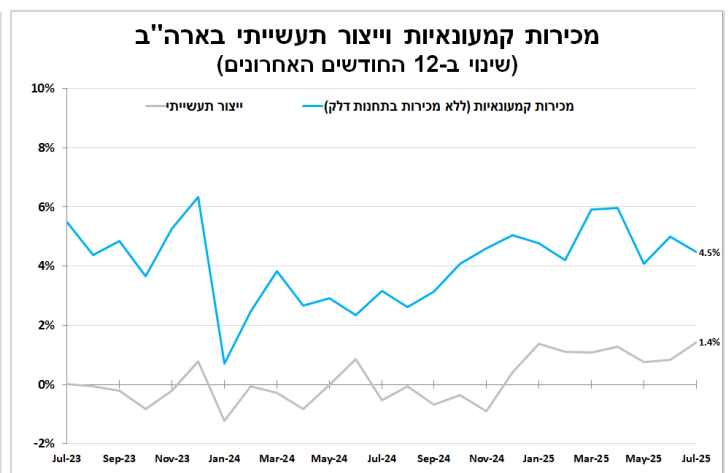
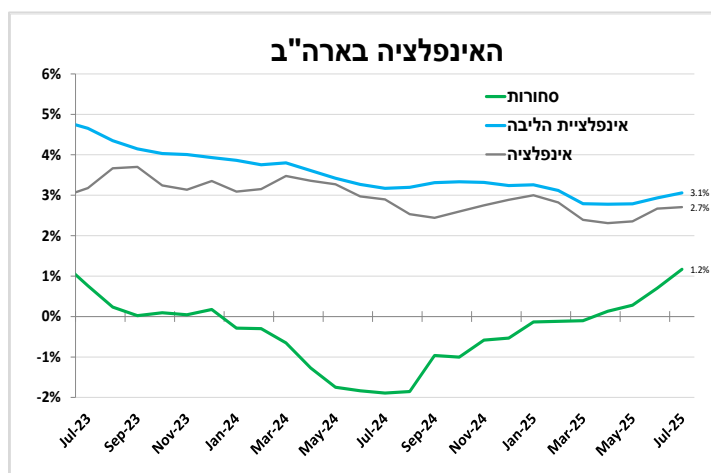


נאום נגיד הבנק המרכזי של ארה"ב בסופ"ש הזה יהיה במוקד - מחכים לרמזים על תזמון הפחתת הריבית. אינפלציית הליבה עלתה חודש שלישי ברציפות.

בסוף השבוע הקרוב יישא פאוול את נאומו האחרון כנגיד הבנק המרכזי, בכנס השנתי בג'קסון הול. בעבר שימש הכנס במה לרמזים על שינוי במדיניות, ואנו מעריכים שגם הפעם פאוול יאותת על התגברות הסיכוי להפחתת ריבית בהחלטה הקרובה. כיום השווקים מתמחרים בהסתברות גבוהה ירידה בריבית בספטמבר, וכן ירידה של כ-1 נקודת אחוז בריבית במהלך השנה הקרובה. תרחיש זה תואם כרגע את הערכתנו.

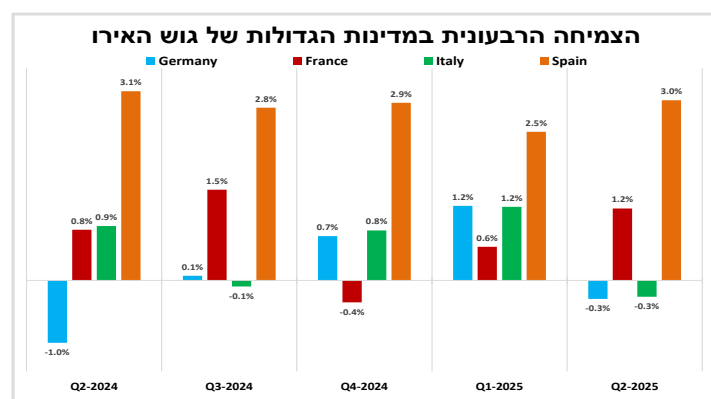
ביולי נותרה **האינפלציה** על 2.7% (מעט מתחת לציפיות), אך **אינפלציית הליבה** עלתה ל-3.1% (3.06% במדויק), בעיקר בשל זינוק במחירי הטיסות. מנגד, נמשכת התמתנות בקצב עליית **מדד הדיור** - נתון התומך בהפחתת ריבית. במקביל, השפעת המכסים מתחילה לבוא לידי ביטוי כאשר, **מדד מחירי הסחורות** (ללא אנרגיה) עלה ב-1.2% בשנה החולפת - הקצב המהיר ביותר זה שנתיים. ימים ספורים לאחר מכן פורסמו **מדדי המחירים** ליצרן, ושם בלטה עוד יותר השפעת המכסים: עלייה חודשית של 0.9% - הגבוהה ביותר זה שלוש שנים, עדות לכך שהחברות מתמודדות עם עלויות גבוהות יותר, שחלקן יתגלגל בהמשך לצרכן.

למרות נתוני תעסוקה חלשים שהגבירו חששות לגבי הצמיחה, הצריכה הפרטית נותרה יציבה. ביולי עלו **המכירות הקמעונאיות** ב-0.5% (מעל הציפיות) ונתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מעלה.



לאחר הזינוק ברבעון הקודם, הצמיחה בגוש האירו חזרה לממדיה הטבעיים ברבעון השני.

אמש נפגשו טראמפ וזלנסקי כדי לדון בדרכים לסיום המלחמה, לאחר פגישתו של טראמפ עם פוטין באלסקה. אף שנשמעו הצהרות על אפשרות לפסגת שלום בין הצדדים, לא ברור אם המפגש אכן יסלול את הדרך לסיום הלחימה בין רוסיה לאוקראינה, או שמא הציפיות יתפוגגו - כפי שקרה בתחילת השנה. סיום המלחמה עשוי לשפר באופן משמעותי את סנטימנט החברות ומשקי הבית באירופה, ולתמוך בצמיחה בטווח הקצר.



בינתיים, **התוצר בגוש האירו** צמח ברבעון השני ב-0.5% בלבד בקצב שנתי, כרבע מהקצב שנרשם ברבעון הקודם שהושפע מעלייה חדה ביצוא לארה"ב לפני הטלת המכסים. הפערים בין המדינות נותרו בולטים: **ספרד** המשיכה לצמוח בקצב גבוה של 3.0%, **גרמניה ואיטליה** התכווצו ב-0.3%, ואילו **בצרפת** נרשמה צמיחה של 1.2% - ברובה כתוצאה מגידול במלאים. למרות הצמיחה המתונה, מדובר בקצב שאינו חריג ביחס לעבר, מה שמחזק את ההערכה כי הבנק המרכזי בגוש האירו יותיר את הריבית ללא שינוי גם בהחלטתו הקרובה.

פרסומים בולטים בשבוע הקרוב

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
יום שלישי, ה-19 באוגוסט				אינפלציה בקנדה
יום רביעי, ה-20 באוגוסט	החלטת הריבית		אינפלציה בבריטניה	החלטת הריבית בסין
יום חמישי, ה-21 באוגוסט		מכירות בתים קיימים	מדד מנהלי הרכש בגוש האירו	
יום שישי, ה-22 באוגוסט		כנס ג'קסון הול		אינפלציה ביפן
יום ראשון, ה-24 באוגוסט				
יום שני, ה-25 באוגוסט	סקר כח אדם		IFO גרמניה	

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.

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.