

הסקירה השבועית

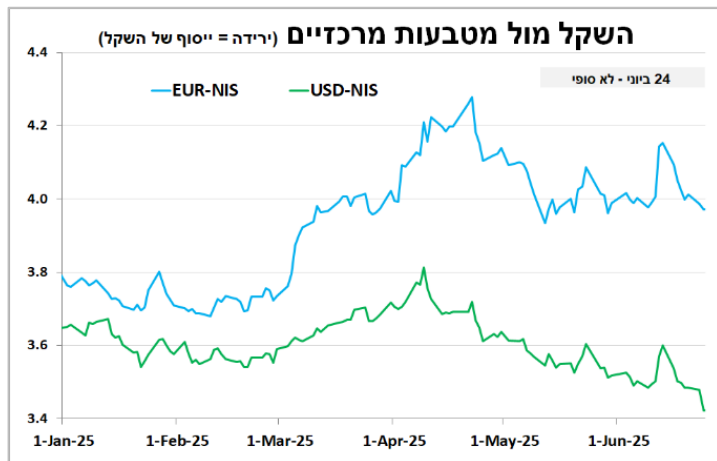
של אגף כלכלה ומחקר

24 ביוני 2025

תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
0.1% ביוני 0.4% ביולי	0.1% ביוני 0.5% ביולי	אינפלציה בחודשים הקרובים
2.2%	2.0%	אינפלציה מצטברת ב-12 המדדים הקרובים (עד מדד מאי 2025)
4.25%-4.00%	4.25%-4.50%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
3.40 ₪	3.40 ₪	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

נקודות מרכזיות

- הפסקת האש הצפויה (במזרח התיכון, זה לא סופי עד שזה לא סופי) בין ישראל ואיראן צפויה להוביל להערכתנו לתגובות חיוביות נוספת בטווח הקצר בשווקים הפיננסיים. עם ירידה בפרמיית הסיכון של ישראל נראה השלכות חיוביות בתחום האג"ח והמניות לצד המשך התחזקות של השקל. בגזרה המאקרו כלכלית נראה ירידה באינפלציה הצפויה (התחזקות המטבע וירידה במחירי הדלק), הגירעון אומנם יעלה אבל עדיין נשאר בתחום הנסבל.
- התחלות הבנייה והיתרי הבנייה ממשיכים לעלות, אך קצב סיום הבנייה איטי מאוד בשל מחסור בעובדים (בעיקר פלסטינים וזרים).
- ארה"ב הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי אך צופה שתי הפחתות בהמשך השנה. הבנק הפגין גישה זהירה, כשחבריו חלוקים בדעותיהם וההסתברות להפחתה בהחלטה הבאה נמוכה. אנו סבורים שהריבית תרד יותר משהפד צופה.
- בבריטניה הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי. להערכתנו הבנק יפחית את הריבית באוגוסט נוכח התמתנות בשוק העבודה ותחזיות להמשך ירידה באינפלציה.
- בשווייץ הבנק המרכזי הוריד את הריבית לרמה של 0% עקב אינפלציה שלילית והתחזקות המטבע. ייתכן שתהיה הפחתה נוספת לריבית שלילית ברבעון הבא, אם התחזקות המטבע תימש. בברזיל הריבית עלתה ל-15% כדי להילחם באינפלציה אם כי ככל הנראה מדובר בהעלאה האחרונה בשלב זה.
- ביפן האינפלציה הגבוהה (3.5%), בדגש על מחירי האורז, פוגעת בפופולריות של ראש הממשלה לקראת הבחירות. אנו צופים שהריבית תעלה שוב השנה, אך הבנק יזהר כדי למתן את ההשפעות השליליות על שוק האג"ח.
- סנטימנט החברות בגוש האירו מעיד על דשדוש בצמיחה ברבעון הנוכחי, אך הדבר עדיין לא מספיק כדי להבטיח הפחתת ריבית נוספת גם בחודש הבא. בפסגת נאט"ו השבוע צפויה הצעה להעלות את יעד ההוצאה הביטחונית, לא ברור אם זה יספק את טראמפ.



שקל חזק לעם חזק. עוצמה ישראלית – פצצה אמריקאית

הפסקת האש הצפויה (במזרח התיכון, זה לא סופי עד שזה לא סופי) בין ישראל ואיראן צפויה להוביל להערכתנו לתגובות חיוביות נוספת בטווח הקצר בשווקים הפיננסיים. עם ירידה בפרמיית הסיכון של ישראל נראה השלכות חיוביות בתחום האג"ח והמניות לצד המשך התחזקות של השקל. בגזרה המאקרו כלכלית נראה ירידה באינפלציה הצפויה (התחזקות המטבע וירידה במחירי הדלק), הגירעון אמנם יעלה אבל עדיין נשאר בתחום הנסבל.

בנוסף, הפחתת המתיחות תסייע בחידוש זרימת ההשקעות הזרות, בדגש על תחומי הטכנולוגיה והאנרגיה, שהושפעו לרעה מהחששות למלחמה ממושכת. עם זאת, בטווח הבינוני והארוך, אי-הוודאות עדיין קיימת (עכשיו רק יתחילו את המשא ומתן בין ארה"ב ואיראן שיכול להימשך גם שבועות וחודשים). לכן, המשמעות הכלכלית העמוקה של הפסקת האש תהיה תלויה בעיקר ביכולת שני הצדדים לשמר הסדר יציב שימנע התלקחות חוזרת בעוד כמה שבועות-חודשים. נציין כי השווקים הפיננסיים בישראל כבר מתמחרים לפחות באופן חלקי את התרחיש החיובי הזה בהסתברות גבוהה מאז תחילת המבצע.

עדכון תחזיות

לאור ההתפתחויות, עדכנו כלפי מטה את תחזית שלנו **שער החליפין** בעוד חצי שנה ל-3.4 שקל לדולר ואת תחזית **האינפלציה** ל-2.2%. (כאשר שני המדדים הקרובים עדיין צפויים להיות גבוהים יחסית לעונתיות על רקע מחירי השכירות ומחירי הטיסות).

ריבית בנק ישראל – אינפלציה נמוכה יותר ושקל חזק יותר וירידה בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל – תומכים בהפחתת ריבית מוקדמת יותר – ספטמבר נראה סביר ובהפחתות ריבית נוספות במהלך 2026

לגבי הגירעון, המלחמה, כמו תמיד, עולה כסף – והרבה. העלות הכלכלית של המבצע מורגשת לא רק בטווח הקצר, אלא גם בתחזיות התקציביות לשנים הבאות (צורך בהצטיידות מחודשת ושיקום תשתיות צפון דרום מרכז לאחר שנה וחצי של מלחמה שנזכיר שעדיין לא נגמרה). מנגד, בטווח הארוך יותר אם אכן האיום האיראני הוסר לחלוטין הדבר צפוי כמובן להקל תקציבית באופן משמעותי. להערכתנו, הגירעון השנה יעמוד על כ-6% מהתוצר – גבוה בכאחוז מהתחזית הקודמת שלנו. גם בשנים הבאות יישאר הגירעון ברמה גבוהה יחסית לתוואי הרצוי, וידרוש מהממשלה התאמות פיסקליות.

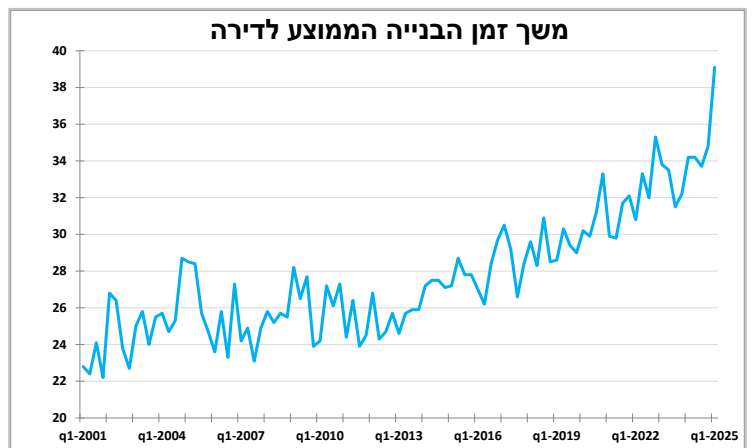
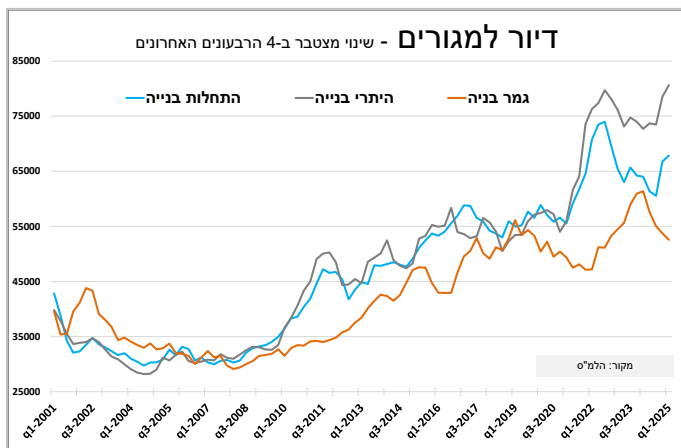
צמיחה - הנתונים היומיים הראשוניים **מרכישות בכרטיסי אשראי** מצביעים על ירידה משמעותית בצריכה בשבועיים האחרונים, על רקע ההגבלות על התקהלות, פעילות עסקית וסגירת מוסדות חינוך. ירידה זו צפויה לפגוע בצמיחה ברבעון השני, כשנזכיר **שהצריכה הפרטית** מהווה כ-50% מהתוצר.

מנגד, אנחנו מצפים להתאוששות מהירה ברכישות עם הסרת ההגבלות, כפי שראינו לאחר סבבים ביטחוניים קודמים. בהתאם לכך, התחזית היא חזרה לצמיחה מהירה יותר ברבעון השלישי והרביעי. בשלב זה אנו שומרים על תחזית הצמיחה השנתית ל-2025 ללא שינוי על 3.5% – עד לפרסום אינדיקטורים כלכליים נוספים.

מתחילים מהר – מסיימים לאט: התחלות ואישורי בנייה המשיכו לעלות גם ברבעון הראשון של השנה, אך סיומי הבנייה ממשיכים לפגר – בעיקר בשל מחסור בעובדים וצפוי להחמיר עוד יותר בעקבות הנזקים מהעימות עם איראן

הנתונים שפורסמו השבוע מתייחסים לתקופה שלפני העימות עם איראן. **סקר המשרות הפנויות** למאי הצביע על עלייה מפתיעה בביקוש לעובדים, לאחר תקופה של ירידה – ככל הנראה בשל מחסור בעובדים, בין היתר על רקע הרחבת גיוסי המילואים.

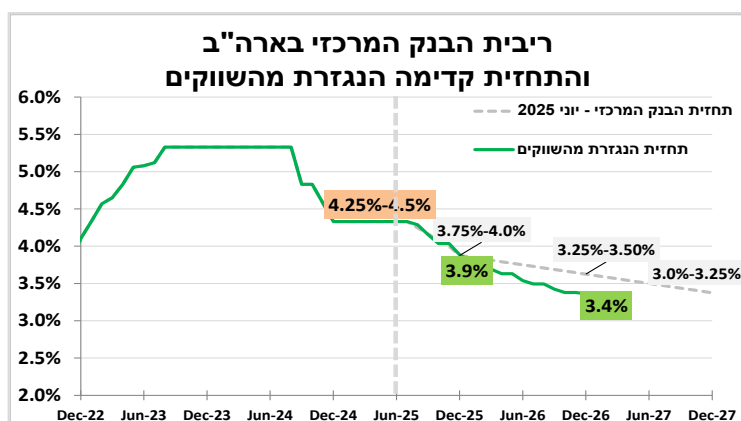
הפעילות בענף הבנייה רשמה שיפור ברבעון הראשון, עם המשך עלייה **בסך התחלות הבנייה ובהיתרי הבנייה** בארבעת הרבעונים האחרונים. ייתכן שהעלייה נובעת מציפיות הקבלנים לשיפור בביקושים ומהקלה רגולטורית בענף. עם זאת, קצב **סיום הבנייה** נותר איטי בשל שיבושים בענף והמשך מחסור בעובדים, ומשך הבנייה הממוצע לדירה התארך לכמעט 39 חודשים (!). **מספר הדירות בבנייה פעילה** עלה לשיא של כמעט 190 אלף.



מהנתונים עולה כי הממשלה והרשויות המקומיות אכן מקדמות תוכניות בנייה – אך בקצב שעולה על הגידול במספר משקי הבית. עם זאת, הממשלה לא מצליחה לספק פתרון למחסור בעובדים פלסטינים, הנמשך כבר כמעט שנתיים מאז תחילת הלחימה – דבר שפוגע בהיצע הדירות העתידי, וצפוי להחמיר עוד יותר בעקבות הנזקים מהעימות עם איראן.

בארה"ב הריבית ללא שינוי והבנק בעמדת המתנה, אנו צופים שהבנק יוריד את הריבית מעבר לציפיותיו (בן אם זה יהיה הנגיד הנוכחי או זה שיחליף אותו במחצית הראשונה של 2026)

הבנק המרכזי בארה"ב הותיר, כצפוי, את הריבית ללא שינוי (בפעם הרביעית) ברמה של 4.25%–4.50%, אך אותה על כוונתו להפחיתה במחצית השנייה של השנה. נגיד הבנק ציין כי שוק העבודה מראה סימני התמתנות, אם כי שיעור האבטלה עדיין נמוך. פאוול הדגיש כי הבנק המרכזי מחויב להיאבק באינפלציה, לצד שמירה על שוק עבודה חזק, אך הודה כי קיימים סימני שאלה רבים – בין היתר, האם העלאות המחירים בעקבות המכסים יועברו לצרכנים, או שיבואו לידי ביטוי בירידה בביקושים. **(התשובה שלנו גם וגם. אבל מאחר שההשפעה על האינפלציה היא חד פעמית והפגיעה בצרכן פרמננטית - כן יש מקום להפחית ריבית).**



המוקד היה **בתחזיות המעודכנות**, כאשר הבנק עדכן כלפי מטה את תחזית הצמיחה לשנה זו לרמה של 1.4% – בדומה להערכות המעודכנות שלנו ולשנה הבאה – ואת תחזיות האבטלה והאינפלציה העלה במעט לשלוש השנים הבאות. **הפתעה נרשמה** בזה שחברי הפד העלו את צפי הריבית שלהם ל-2026 מ-3.4% ל-3.6%, והריבית ל-2027 מ-3.1% ל-3.4%. **(להערכתנו הריבית תרד בשנה הבאה יותר מהצפי של הפד – אם הנגיד הנוכחי לא יעשה זאת המחליף שימונה לו במחצית הראשונה של 2026 יעשה את זה).**

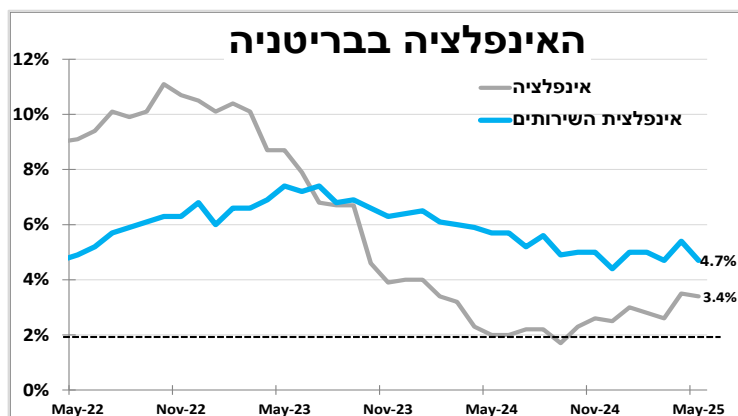
הנגיד גם התייחס לתחזיות הריבית, שמצביעות על כך שרוב חברי הבנק עדיין צופים שתי הפחתות ריבית השנה, אך בלט הפיצול בין חברי הוועדה: **עשרה** סבורים שיהיו שתי הפחתות ריבית או יותר, ואילו **שבעה** חושבים שלא תהיה כל הפחתה. הפיצול משקף את הגישה הזהירה של הבנק, שאינו מעוניין למהר ולהפחית ריבית כל עוד אין סימנים ברורים של חולשה כלכלית, מחשש להחמרת האינפלציה.

בשורה התחתונה, למרות הנתונים המעורבים, הנגיד לא רמז על כוונה להפחית את הריבית כבר בהחלטה הקרובה ביולי, וציין כי ההחלטות יתקבלו בהתאם לנתונים שיגיעו בהמשך הקיץ. אנו מעריכים שבחודשים הקרובים יתגלו יותר סימני האטה בכלכלה, שיובילו לשתי הפחתות ריבית החל מחודש ספטמבר ולהפחתות נוספות במהלך 2026.

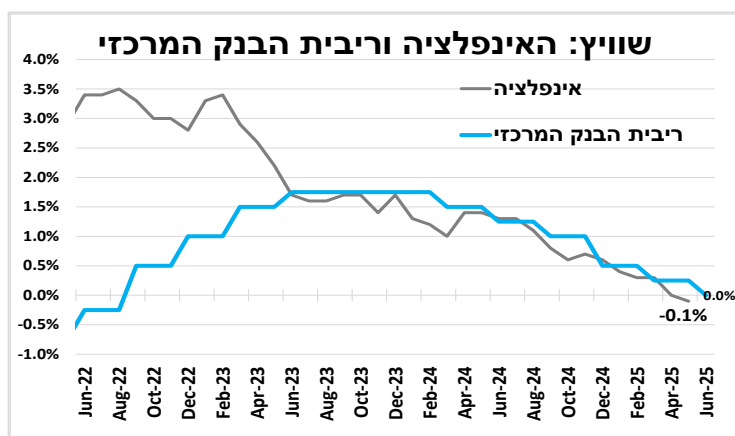
הפרסום הכלכלי הבולט השבוע היה **המכירות הקמעונאיות** שירדו ב-0.9% במאי, יותר מהצפי בעיקר בשל ירידה חדה במכירות רכבים (לאחר הזינוק במרץ מחשש לעלייה חדה במחירים בעקבות המכסים). ללא רכבים ודלקים נרשמה עלייה קלה.

ריבית מסביב לעולם. בבריטניה הריבית נותרה ללא שינוי אך הנגיד הדגיש שהיא תמשיך לרדת. בשווייץ הריבית חזרה לאפס ועלתה הסבירות שהיא תהפוך לשלילית. בברזיל הריבית עלתה לשיא של שנים.

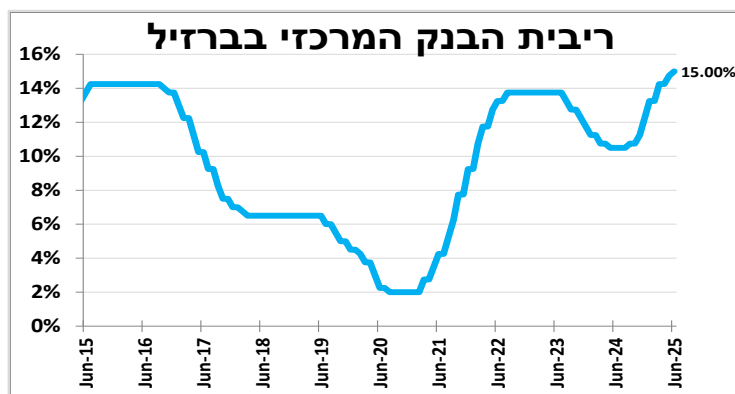
הבנק המרכזי של בריטניה הותיר, כצפוי, את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.25%, לאחר שבישיבתו הקודמת הפחית אותה, על רקע אינפלציה גבוהה שעדיין נותרת מעל היעד – ועמדה על 3.5% בחודש מאי. נגיד הבנק ציין כי הריבית עדיין נמצאת במסלול



ירידה, לאור סימני התמתנות בשוק העבודה ולנוכח ציפיותיהם להמשך ירידה באינפלציה בהמשך השנה. עם זאת, הוא הדגיש את רמת אי-הוודאות הגבוהה, בעיקר בשל מלחמות הסחר והמתיחות הגוברת במזרח התיכון – גורמים שמקשים עוד יותר על גיבוש תחזיות קדימה. **להערכתנו**, גברה ההסתברות להפחתת ריבית בהחלטה הקרובה באוגוסט, גם לנוכח העובדה שמספר חברים בוועדה המוניטרית של הבנק קראו להפחתת ריבית כבר עכשיו.

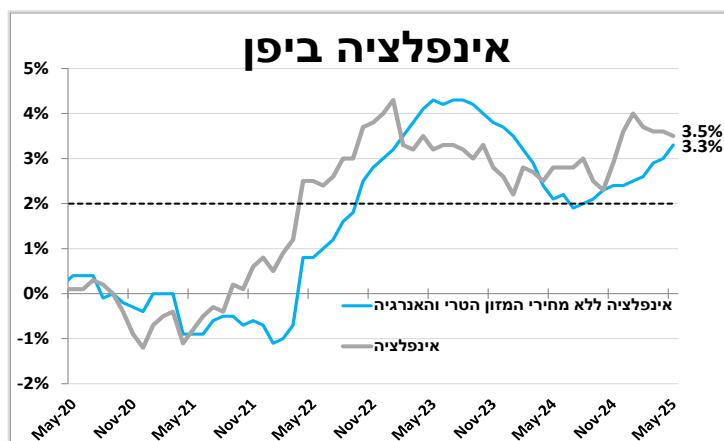


פועם ברבעון) לרמה שלילית, במיוחד אם נראה את המטבע ממשיך להתחזק (אנו סבורים שהבנק יעדיף להתערב בשוק המטבע מלחזור לריבית שלילית – אך יתכן שיהיה צורך גם וגם).



התחזיות, הגירעון צפוי לעמוד השנה על כ-8.5% מהתוצר זה בלי מלחמה). לשם כך הדגיש הבנק כי נדרשת מדיניות ריבית מרסנת מאוד. למעשה קיימת חוסר קואורדינציה בין המדיניות המוניטרית שמצמצמת והפיסקאלית שמרחיבה בברזיל – דבר שגורם נזק לכלכלה.

האינפלציה הגבוהה ביותר מבין הכלכלות הגדולות היא עדיין ביפן, דבר שעלול לפגוע במפלגתו של ראש הממשלה בבחירות לבית העליון ביולי. הריבית עוד תעלה אך הבנק ינסה למזער את ההשפעה השלילית על שוק אג"ח.



השנה, כאשר תזמון ההחלטה יהיה תלוי בהתפתחויות סביב הסכם הסחר עם ארה"ב.

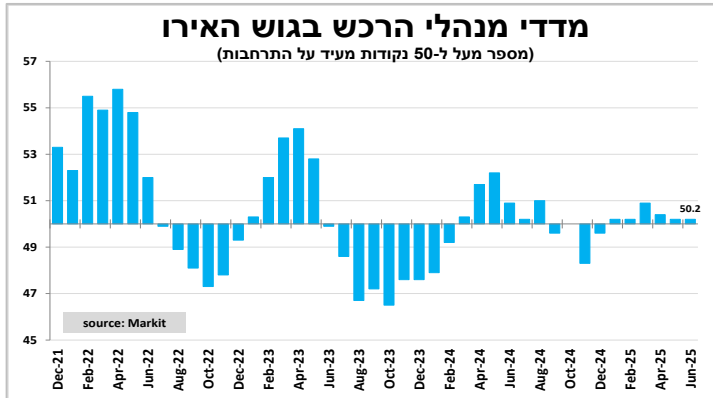
הבנק המרכזי של שווייץ הוריד את הריבית בעוד רבע נקודות אחוז חזרה לרמה של אפס, על רקע ירידה מהירה מהצפוי באינפלציה, שהפכה שלילית במאי (מינוס 0.1%) – בעיקר בשל התחזקות חדה של המטבע המקומי. הבנק צופה שהאינפלציה תישאר נמוכה גם בשנתיים הקרובות, ותחזית הצמיחה הגלובלית נחלשה עקב המתיחות בסחר העולמי. הבנק ציין שהוא מוכן להתאים את המדיניות בעת הצורך, כולל התערבות בשוק המט"ח. להערכתנו, קיים סיכוי להפחתת ריבית נוספת ברבעון הבא (כן, בשווייץ מקבלים החלטת ריבית

הבנק המרכזי בברזיל ממשיך להילחם באינפלציה במטרה לשמור על אמינותו, גם במחיר של האטה כלכלית. הבנק העלה את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 15% – מעט מעל לציפיות השווקים, אם כי מדובר בהעלאה מתונה יותר בהשוואה להחלטות קודמות. הבנק הדגיש כי הריבית הגבוהה נועדה להתמודד עם האינפלציה הכללית ואינפלצית ליבה שעדיין גבוהות מהיעד, בין היתר בשל שוק עבודה הדוק במיוחד – תוצאה של מדיניות ממשלתית מרחיבה מאוד (לפי

האינפלציה ביפן נותרת גבוהה, כאשר ירידה פחות מהצפי לרמה של 3.5% במאי. הבולטת ביותר הייתה העלייה החדה במחירי האורז, שהכפילו את עצמם בשנה האחרונה – נתון שפוגע בפופולריות של הממשלה, מספר שבועות בלבד לפני הבחירות לבית העליון בפרלמנט, שבהן עלול ראש הממשלה לאבד את הרוב שלו. גם כאשר מנטרלים את השפעת מחירי המזון הטריים והאנרגיה, נרשמה עלייה באינפלציה לרמה של 3.5% – גבוהה משמעותית מיעד הבנק המרכזי. נתונים אלו מחזקים את הערכתנו כי הריבית ביפן תועלה פעם נוספת עוד

כלכלת גוש האירו מדשדשת ברבעון הנוכחי, אך יש עדין סימן שאלה האם הריבית תרד בהחלטה הבאה בעוד חודש. פסגת

נאט"ו: הוצאה ביטחונית והמתח עם טראמפ



כלכלת גוש האירו ממשיכה לדשדש ברבעון הנוכחי, עם קיפאון בענפי השירותים ושיפור קל בלבד בתעשייה – כך עולה ממדד מנהלי הרכש הראשוני לחודש יוני, שנותר ללא שינוי לעומת חודש מאי. מבין הכלכלות הגדולות, גרמניה מציגה שיפור מתון, בעוד צרפת ממשיכה להיחלש. לפי הסקר, זמני האספקה אמנם התארכו, אך החברות מצליחות להסתגל, והירידה במחירי המוצרים נמשכת. עם זאת, עליית מחירי האנרגיה טרם באה לידי ביטוי במדדים. הפרסום אינו מקרב את הבנק המרכזי להפחתת ריבית נוספת בהחלטה הקרוב, בין היתר על רקע המתיחות הגיאופוליטית באזור ובאירופה, וכן בשל התייקרות האנרגיה – גורמים שעשויים להוביל לעלייה בתחזית האינפלציה.

השבוע תתקיים פסגת נאט"ו בהולנד, והנושא המרכזי שיידון הוא העלאת יעד ההוצאה הביטחונית כאחוז מהתוצר. הדיווחים הראשונים מדברים שההצעה על הפרק היא להעלות את יעד ההוצאה הביטחונית של המדינות החברות עד ל-5% מהתוצר בעשור הקרוב. לא ברור אם מהלך כזה יספק את נשיא ארה"ב טראמפ – שעדיין מהווה עוגן הכרחי לתמיכה הצבאית באירופה בטווח הקצר, ולסיוע לאוקראינה (אירוע שבו לא יירשמו תקריות פומביות עם טראמפ ייחשב להצלחה בזירה הדיפלומטית). בנוסף, ייתכן שהפסגה תספק רמזים לגבי התקדמות המשא ומתן בין ארה"ב לאיחוד האירופי בנוגע להסכם הסחר – כחודש לפני סיום הקפאת המכסים שטראמפ הכריז עליה.

פרסומים בולטים בשבוע הקרוב

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
יום שלישי, ה-24 ביוני	לינות בבתי מלון			אינפלציה בקנדה
יום רביעי, ה-25 ביוני			פסגת נאטו	
יום חמישי, ה-26 ביוני	ייצור תעשייתי ופדיון ענפי המשק			
יום שישי, ה-27 ביוני		הכנסה וצריכה פרטית. מדד אמוץ הצרכנים		
יום ראשון, ה-29 ביוני	המדד המשולב של בנק ישראל			
יום שני, ה-30 ביוני	יצוא שירותים			

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 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.