

הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

9 בספטמבר 2025

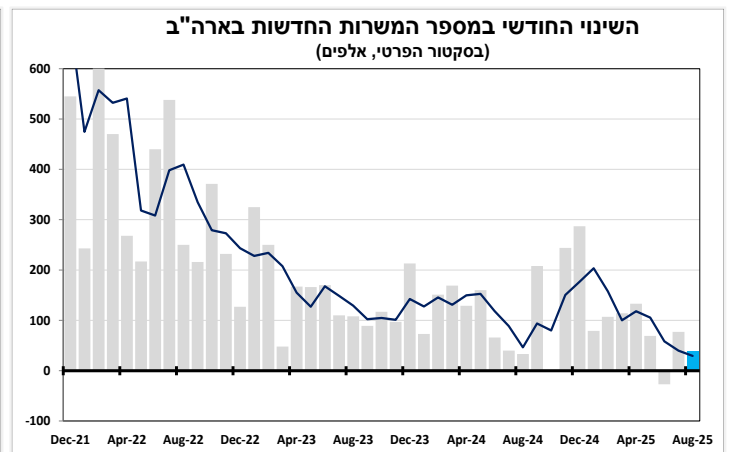
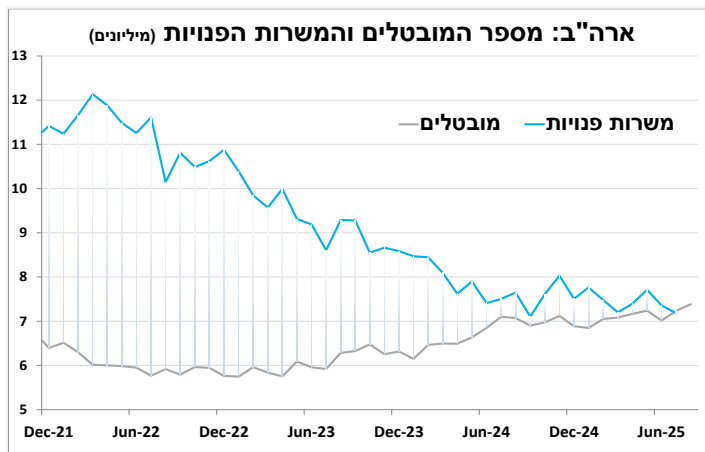
תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
0.7% באוגוסט מינוס 0.2% בספטמבר	0.6% באוגוסט מינוס 0.3% בספטמבר	אינפלציה בחודשים הקרובים
2.2%	2.0%	אינפלציה מצטברת ב-12 המדדים הקרובים (עד מדד יולי 2025)
4.0%	4.0%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
3.35 ₪	3.32 ₪	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

נקודות מרכזיות

- גם באוגוסט דוח התעסוקה בארה"ב היה חלש מהציפיות, עם גידול נמוך משמעותית מהתחזית במספר המשרות החדשות. הפרסום צפוי להוביל לירידת ריבית כבר ביום רביעי הבא. עם זאת, האינפלציה ה"עקשנית", שנותרה מעל היעד וצפויה להתפרסם ביום חמישי, מחזקת את הערכתנו כי הסיכוי שנראה שלוש הפחתות ריבית עד סוף השנה - נמוך מהסיכוי שהשווקים מתמחרים. עוד חודש של הכנסות ממסים גבוהות והגירעון כאחוז מהתוצר המשיך לרדת.
- סנטימנט החברות בישראל המשיך להשתפר באוגוסט (למעט ענף המלונאות), אם כי בקצב מתון יותר לעומת יולי. למרות המחירים הגבוהים והמחסור בחברות תעופה זרות, כמעט מיליון ישראלים יצאו לחו"ל באוגוסט - הנתון החודשי הגבוה ביותר מאז קיץ 2023.
- ביום שני הקרוב יתפרסם מדד המחירים לצרכן לחודש אוגוסט. אנו צופים עלייה של כ-0.7%, בהובלת מחירי הנופש, השכירות והטיסות. אף שהמדד צפוי להיות גבוה, האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים צפויה לרדת מתחת ל-3%.
- להערכתנו, ביום חמישי הקרוב הבנק המרכזי בגוש האירו ישאיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 2.0% (ריבית הפיקדונות), זו הפעם השנייה ברציפות. ההחלטה נתמכת ביציבות האינפלציה, שעמדה על 2.1% באוגוסט.
- נתוני היצוא של סין לחודש אוגוסט אכזבו, כאשר הגידול ביצוא לאירופה, אסיה ואפריקה לא הצליח לפצות על הירידה ביצוא לארה"ב.

האישור הסופי. נתוני שוק העבודה בארה"ב שהתפרסמו בימים האחרונים המשיכו להיות חלשים מהציפיות, והשווקים מתמחרים כבר כמעט שלוש הפחתות ריבית עוד השנה - תואי מהיר מאוד.

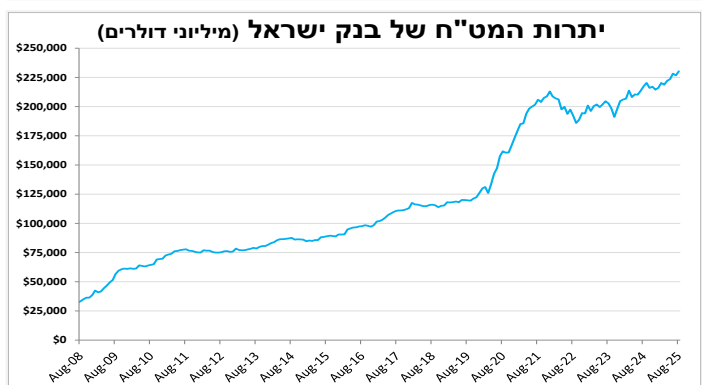
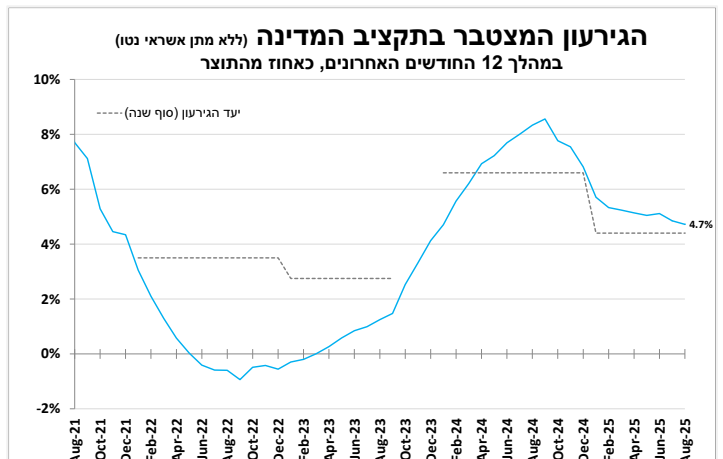
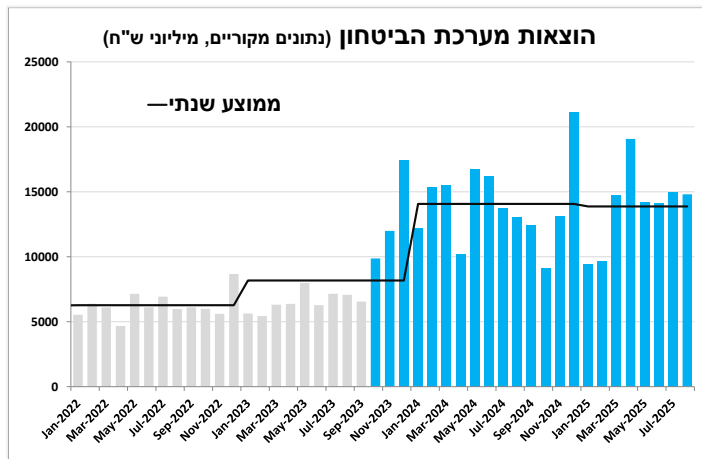
בארה"ב דוח התעסוקה (הראשוני) לאוגוסט היה חלש מהציפיות, אם כי פחות מהחודש הקודם. נוספו 36 אלף משרות חדשות בסקטור הפרטי, ונתוני החודשים הקודמים עודכנו כלפי מטה. במקביל, שיעור האבטלה עלה קלות ל-4.3% (לעומת 4.25% בחודש הקודם), וקצב עליית השכר השעתי התמתן ל-3.7% - עדיין מהיר מקצב האינפלציה. נתוני המשרות הפנויות ליולי הצביעו על ירידה לכ-7 מיליון, כך שהיחס בין מספר המשרות הפנויות למספר המובטלים ירד לראשונה זה ארבע שנים מתחת ל-1 - אינדיקציה נוספת להיחלשות לחצי השכר. למרות ההאטה בשוק העבודה, כלכלת ארה"ב ממשיכה לצמוח, כך גם על פי מדד מנהלי הרכש לענפי השירותים (ISM) לאוגוסט, שעלה ל-52 נקודות מעל הצפי, בהובלת גידול בהזמנות חדשות.



נתוני שוק העבודה החלשים מהווים אישור כמעט חד-משמעי לכך שהבנק המרכזי יפחית את הריבית ביום רביעי הבא, כאשר תשואת האג"ח לשנתיים ירדה לשפל של כשלוש שנים. עם זאת, להערכתנו הנתונים אינם מצדיקים הפחתה חדה יותר, במיוחד כאשר מחירי הנכסים קרובים לשיא, אין עלייה בפיטורים, האינפלציה עדיין מעל היעד והשפעת המכסים על המחירים רק בתחילתה. לאור זאת, **נתוני מדד המחירים לצרכן לאוגוסט, שיתפרסמו ביום חמישי, יהיו במוקד**. ההערכות הן שהאינפלציה הכללית תעלה ל-2.8% (בהובלת מחירי טיסות ונופש), בעוד אינפלציית הליבה תיותר סביב 3%. האינפלציה ה"דביקה", שנותרה מעל היעד, מחזקת את הערכתנו כי הסיכוי לראות שלוש הפחתות ריבית עד סוף השנה אפשרי אך לא גדול - תרחיש שהשווקים כבר מתמחרים בהסתברות גבוהה.

הכנסות המדינה ממסים ממשיכות להפגיע לחיוב זה החודש השלישי ברציפות, והגירעון כאחוז מהתוצר מתמתן. במקביל, יתרות המט"ח של בנק ישראל ממשיכות לשבור שיאים, ובמוקד השבוע גם אצלנו יעמוד מדד המחירים לצרכן.

באוגוסט עמדו הכנסות המדינה ממסים על כ-43 מיליארד ₪ (ללא מע"מ יבוא ביטחוני) - נתון גבוה המעיד על המשך צמיחה בפעילות הכלכלית. מדובר בעלייה של כ-18% לעומת אוגוסט אשתקד, שהם כ-11% במונחים ריאליים בניכוי שינויי חקיקה. בעוד שצד הכנסות ממשיך להפגיע לחיוב זה החודש השלישי ברציפות, **גם צד ההוצאות נותר גבוה** ועמד על כ-53 מיליארד ₪ באוגוסט, בדומה לממוצע בחצי השנה האחרונה. כתוצאה מכך ירד **הגירעון ב-12 החודשים האחרונים ל-4.7% מהתוצר, להערכתנו הוא צפוי לשוב ולעלות ברבעון האחרון של השנה גם לאור המשך העלייה בהוצאה הביטחונית.**



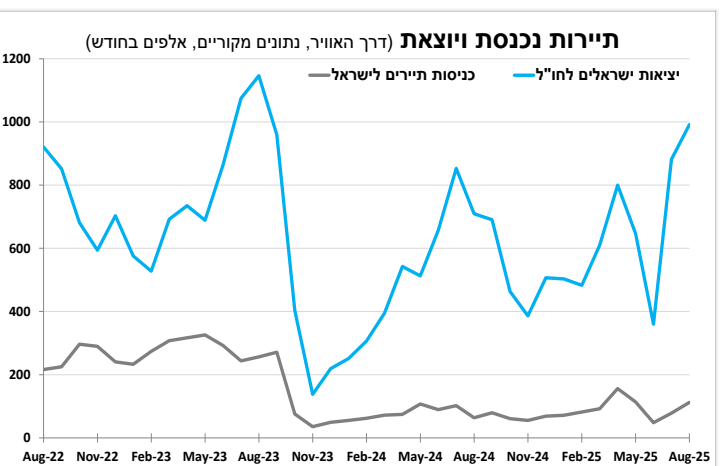
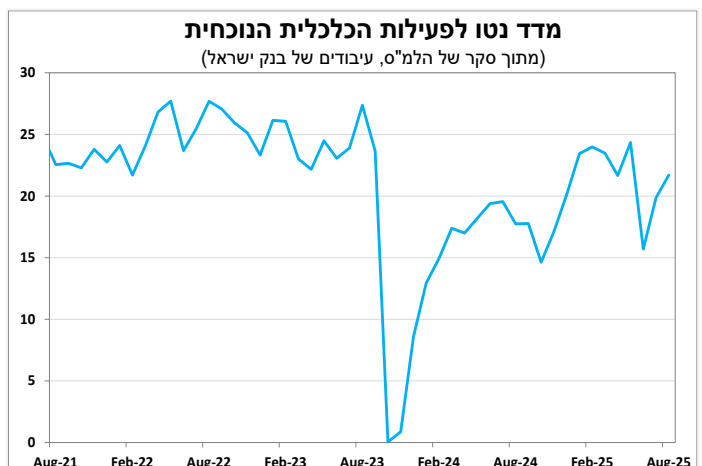
העליות בשווקי ההון בעולם באוגוסט תרמו גם ליתרות המט"ח של בנק ישראל, שחלקן מושקע בשווקי ההון. באוגוסט סך היתרות עלו לשיא חדש של 230 מיליארד דולר, כ-41% מהתוצר. היתרות מהוות גם "כרית ביטחון" המאפשרת לבנק ישראל לצמצם תנודות בשקל במקרה של אירועים מקומיים או גלובליים חריגים.

ביום שני הקרוב יתפרסם מדד המחירים לצרכן לחודש אוגוסט.

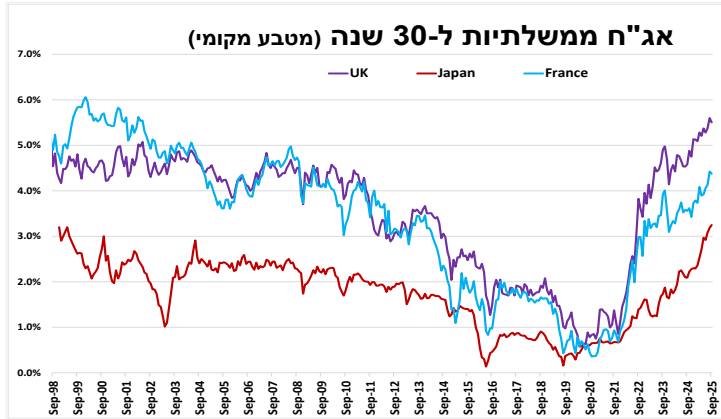
אנו צופים עלייה של כ-0.7%, בהובלת עלייה עונתית במחירי הנופש, השכירות, ובעיקר עלייה דו-ספרתית במחירי הטיסות. אף שהמדד צפוי להיות גבוה, האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים צפויה לרדת מתחת ל-3%.

כמעט מיליון ישראלים טסו לחו"ל באוגוסט. סנטימנט החברות השתפר, אם כי בקצב מתון.

סנטימנט החברות בישראל המשיך להשתפר באוגוסט, אם כי בקצב מתון יותר לעומת יולי, כך לפי סקר מגמות בעסקים של הלמ"ס. השיפור נרשם בכל הענפים למעט מלונאות. במקביל, על אף המחירים הגבוהים והירידה בהיצע הטיסות של החברות הזרות, באוגוסט יצאו לחו"ל כמעט מיליון ישראלים - הנתון החודשי הגבוה ביותר מאז קיץ 2023. לעומת זאת, מספר התיירים הנכנסים נותר מאכזב: אמנם באוגוסט המספר הוכפל בהשוואה לקיץ שעבר, אך עדיין מדובר בכ-40% בלבד מהיקף הכניסות בקיץ 2023.



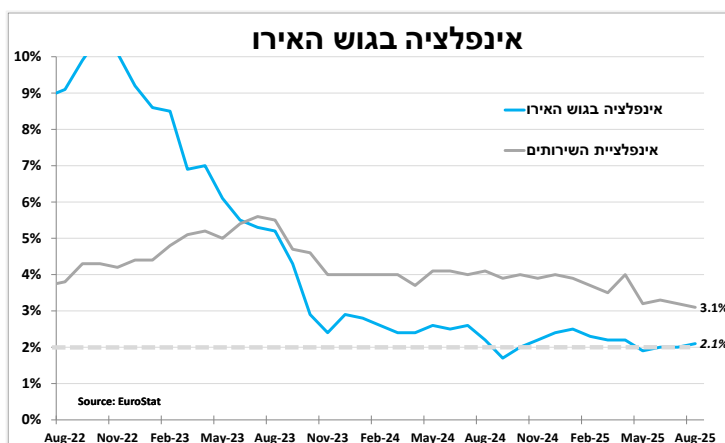
חזרה לנייטז. תשואות אג"ח ממשלתיות ביפן, צרפת ובריטניה חזרו לרמות שלא נראו מאז סוף שנות ה-90. אינפלציה "דביקה", משברים פוליטיים וחששות מהמשך הרחבה פיסקלית תרמו לכך. למרות זאת, הריבית בגוש האירו צפויה להישאר ללא שינוי בחמישי הזה.



ב-2025 שוקי האג"ח המפותחים חווים תנודתיות חריגה, על רקע שילוב של האטה בצמיחה, אינפלציה עיקשת, משברים פוליטיים וגירעונות מתמשכים. **צרפת, יפן ובריטניה** מובילות את העליות בתשואות הארוכות, לרמות הגבוהות ביותר מאז סוף שנות ה-90. המשותף לשלושתן הוא עלות שירות חוב הולכת וגדלה, לצד קושי פוליטי ליישם תוכניות אמינות לצמצום הגירעון. יש לציין שהירידה בתשואות אג"ח בארה"ב בסוף השבוע האחרון תרמה לתיקון חלקי גם בשווקים אחרים.

ראש ממשלת צרפת הפסיד אמש כצפוי בהצבעת האמון בממשלתו, זאת בשל העובדה שמפלגות האופוזיציה מחזיקות ברוב בפרלמנט (בצרפת הנשיא הוא שקובע את זהות ראש הממשלה). ההצבעה התקיימה במסגרת ניסיוני לצמצם את הגירעון לשנת 2025 מ-5.5% ל-4.5%, במטרה להתחיל להפחית את החוב הציבורי הגבוה. כעת עומדות בפני הנשיא מספר אפשרויות: למנות ראש ממשלה ממפלגתו, שיחזיק בשליש בלבד מהמושבים בפרלמנט; למנות ראש ממשלה מהאופוזיציה; להכריז על בחירות חדשות; להתפטר (לא יקרה). כל אחת מהאפשרויות מגבירה את אי-הוודאות הפוליטית והפיסקלית במדינה.

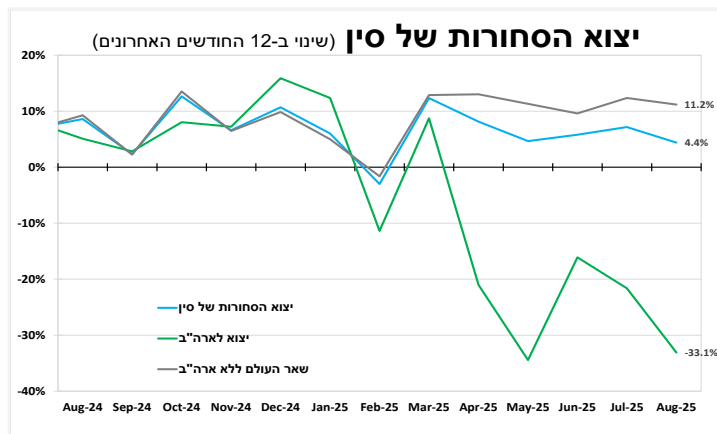
ביפן ראש הממשלה סיים את תפקידו כאשר הודיע שיתפטר, על רקע ביקורת ציבורית על האינפלציה הגבוהה והכישלון של מפלגתו בבחירות האחרונות, שהובילו לממשלה צרה המתקשה ליישם מדיניות. ראש הממשלה הבא צפוי להגיע מאותה מפלגה, אך טרם ברור אם יצליח להחזיר את אמון המשקיעים ולחזק את יציבות הממשל.



למרות העלייה בתשואות אג"ח באירופה, אנו מעריכים כי **ביום חמישי הקרוב הבנק המרכזי בגוש האירו ישאיר את הריבית על 2.0% (ריבית הפיקדונות) בפעם השנייה ברציפות**. ההחלטה נתמכת ביציבות האינפלציה סביב גבולות היעד: האומדן הראשוני לאוגוסט הראה עלייה קלה ל-2.1%, בעוד **אינפלציית השירותים המשיכה להתמתן ל-3.1%** - הרמה הנמוכה ביותר מאז תחילת 2022.

להערכתנו, התייצבות האינפלציה סביב היעד תוביל לכך שהנגידה צפויה לאותת כי הריבית תיוותר ללא שינוי גם בהחלטה הבאה. ייתכן שתתייחס לעלייה האחרונה בתשואות אג"ח של צרפת, במיוחד לנוכח כהונתה הקודמת כשרת האוצר שם, אך תדגיש כי העלייה אינה חריגה וכי מצבה הפיסקלי של צרפת רחוק ממשבר.

בסין נמשכת מגמת הגיוון ביעדי היצוא, אך הקצב עדיין אינו מספיק כדי לפצות על הירידה ביצוא לארה"ב



נתוני היצוא של סין באוגוסט אכזבו, עם גידול מתון מהצפוי של 4.4% בהשוואה לאוגוסט אשתקד. הירידה ביצוא לארה"ב הייתה הגורם המרכזי - ירידה של כשליש ב-12 החודשים האחרונים, גם כתוצאה ממדיניות המכסים של הנשיא וההאטה בביקושים. כתוצאה מכך מנסות החברות הסיניות לגוון את שווקי היעד, והיצוא למדינות אסיה, אירופה ואפריקה צמח בקצב דו-ספרתי בשנה האחרונה. עם זאת, הגידול לא מספיק כדי לפצות על הירידה החדה ביצוא לארה"ב. היצוא מהווה מנוע צמיחה מרכזי של סין בשנים האחרונות, במיוחד לנוכח חולשת שוק הנדל"ן והצמיחה המתונה בצריכה הפרטית. גם נתוני היבוא מחזקים את התמונה הזו, כאשר בתקופה המקבילה היבוא עלה ב-1.3% בלבד - עדות לכך שהביקוש המקומי נותר חלש מהצפוי.

פרסומים בולטים בשבוע הקרוב

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
יום שלישי, ה-9 בספטמבר				
יום רביעי, ה-10 בספטמבר		מדד מחירי ליצרן		
יום חמישי, ה-11 בספטמבר	מדד אמון הצרכנים	אינפלציה	החלטת הריבית בגוש האירו	
יום שישי, ה-12 בספטמבר				
יום ראשון, ה-14 בספטמבר	מכירות דירות. מאזן תשלומים רבעון שני. סחר סחורות			
יום שני, ה-15 בספטמבר	מדדי המחירים לחודש אוגוסט. סקר כח אדם			

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.

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 ליעוץ 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.