

הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

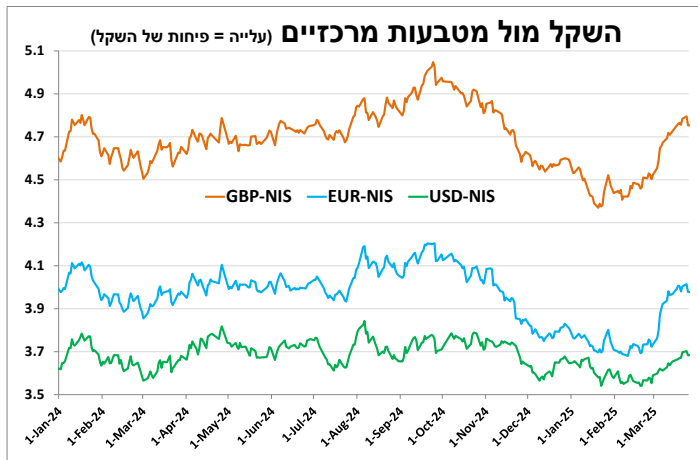
25 במרץ 2025

תחזית שלנו	ציפיות הנגזרות משוק ההון	
0.3% במרץ 0.6% באפריל	0.3% במרץ 0.6% באפריל	אינפלציה בחודשים הקרובים
2.4%	2.2%	אינפלציה מצטברת ב-12 המדדים הקרובים (עד מדד פברואר 2025)
4.25%-4.00%	4.25%-4.00%	ריבית בנק ישראל (בעוד 6 חודשים)
₪ 3.55	₪ 3.68	שער החליפין דולר-שקל (בעוד 6 חודשים)

נקודות מרכזיות

- העלייה בסיכונים הביטחוניים והפוליטיים משפיעה על השקל, מגדילה את התנודתיות והאינפלציה, ומעכבת את הורדת הריבית. עם זאת, להערכתנו, אין הצדקה להורדה בדירוג החוב של מדינת ישראל.
- התחלות הבנייה והיתרי הבנייה זינקו ברבעון האחרון של 2024 לרמה הגבוהה ביותר מאז אמצע שנות התשעים. לעומת זאת, סיומי הבנייה רשמו עלייה מתונה יותר לאור המשך התארכות זמן הבנייה, ומספר הדירות בבנייה פעילה המשיך לשבור שיאים.
- בנק ישראל פועל לצמצום מבצעי המימון של הקבלנים, שהיוו בשנה שעברה כחמישית מסך המשכנתאות.
- ימים בודדים לפני כניסת הפרלמנט החדש בגרמניה לתפקידו, ראש הממשלה המיועד העביר בחקיקה את התוכניות התקציביות שהכריז עליהן לפני מספר שבועות כולל השקעה עצומה בתשתיות והגדלת הוצאה על הביטחון. הציפיות לחקיקה תרמו להתחזקות האירו, לעלייה בתשואות אג"ח הממשלתיות ולשיפור בסנטימנט החברות בגרמניה. להערכתנו לצד היתרונות קיים גם החשש ששאר מדינות אירופה ילכו באותה הדרך וגם יגדילו את הגירעונות והחובות שלהן, דבר שעלול להביא לאינפלציה ותשואות גבוהות יותר לאורך זמן.
- הבנק המרכזי בארה"ב השאיר כצפוי את הריבית ללא שינוי על 4.25%-4.50%, אם כי הבנק הודיע שיאט את קצב צמצום אג"ח הממשלתיות מתוך המאזן. נגיד הבנק הדגיש שלמרות סימני ההאטה הם לא מרגישים צורך למהר עם הפחתת הריבית. בתחזיות הם עדיין מצפים ל-2 הפחתות ריבית עוד השנה.
- הבנק המרכזי בבריטניה השאיר את הריבית ללא שינוי על 4.5% בהתאם לצפי. להערכתנו הפחתת הריבית במאי עדיין אפשרית. הבנק המרכזי בשווייץ הוריד את הריבית ל-0.25%, אך נגיד הבנק ציין שכעת הצורך להמשיך ולהפחית את הריבית קטנה. הבנק המרכזי בברזיל העלה את הריבית בעוד 1 נקודת אחוז ל-14.25% לרמה הגבוהה ביותר מאז 2016.
- הבנק המרכזי ביפן השאיר את הריבית ללא שינוי על 0.5% אך אנו לא פוסלים עלייה בהחלטה הבאה לאור האינפלציה הגבוהה ועליית השכר.

העלייה בסיכונים הביטחוניים והפוליטיים החלישו את השקל, מעלים את התנודתיות והאינפלציה, ועלולים להרחיק את הורדת הריבית. למרות זאת, לערכתנו, כרגע אין הצדקה להורדה נוספת בדירוג החוב של מדינת ישראל.



מאוקטובר אשתקד, שוקי ההון בישראל הציגו ביצועים עודפים בהשוואה למדדים המובילים בעולם, והשקל היה בין המטבעות החזקים בעולם. אולם, בשבועות האחרונים הייסוף כמעט ונמחק, במיוחד מול המטבעות הבולטים, בעקבות הירידה במדדי המניות בארה"ב והעלייה בסיכונים הפוליטיים והביטחוניים בארץ. אלו הובילו השבוע לירידה היומית החדה ביותר במדד המניות בישראל מאז תחילת המלחמה. בחזית המט"ח, מתחילת מרץ השקל נחלש ב-5% מול סל המטבעות, עם פיחות של 3% מול הדולר ו-7% מול האירו שהתחזק בעולם. אם הפיחות ימשך, נעדכן כלפי מעלה את תחזית מדד המחירים לאפריל ל-0.7%.

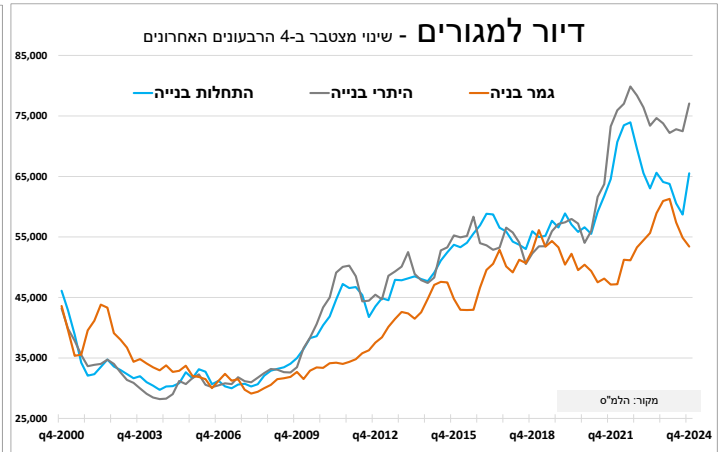
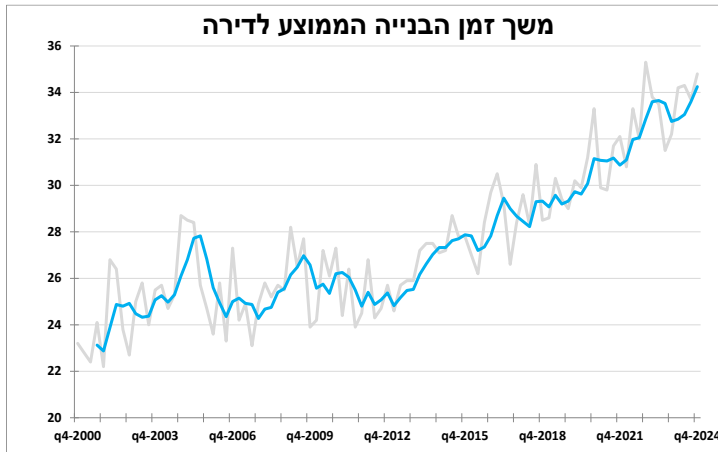
הנתונים האחרונים מקטינים את ההערכה הקודמת שלנו שאופק הדירוג השילי של ישראל יימחק השנה. למרות זאת, אנו עדיין סבורים שהנתונים אינם מצדיקים הפחתה נוספת בדירוג. זאת לאור הביצועים הטובים יותר של ישראל גם בצד הכלכלי וגם בצד התקציבי, במיוחד לאחר העלאת המיסים השנה והירידה החדה בגירעון, בהשוואה גם למדינות המפותחות וגם לתחזיות של חברות הדירוג. בנוסף, להערכתנו המצב הביטחוני כיום טוב מאשר היה במועד הפחתת הדירוג בספטמבר אשתקד, וגם מדד חוזק המוסדות הממשלתיים שלנו אצל חברות הדירוג כבר נמצא קרוב לרמות השפל עוד מלפני המלחמה.

בנוגע לריבית בנק ישראל, אנו עדיין סבורים שנראה אותה יורדת באיטיות במחצית השנייה של השנה. התקווה שהפחתת הריבית תוקדם לאחר מדד פברואר שהיה נמוך מהצפי התפוגגה עם ההתפתחויות האחרונות. כמובן, אם הסיכונים יגדלו ונראה עלייה מחודשת במגבלות ההיצע, כגון מחסור בעובדים בעקבות גיוס מילואים רחב וצמצום טיסות של חברות זרות, הדבר עלול לעכב עוד יותר את מועד הפחתת הריבית.

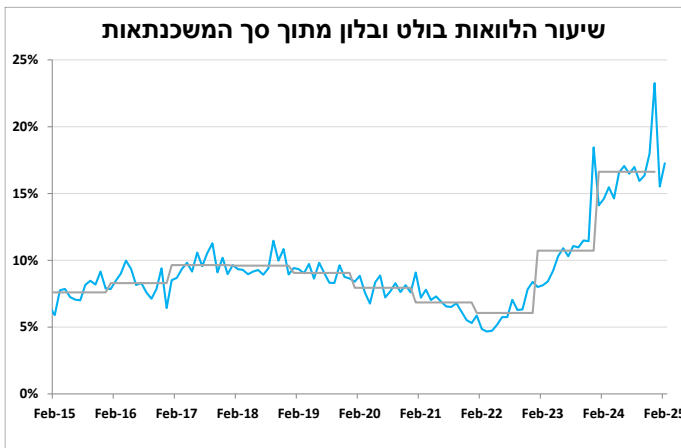
מתחילים מהר, מסיימים לאט.

התחלות ואישורי הבנייה זינקו ברבעון האחרון של 2024, אך סיומי הבנייה ממשיכים לפגור מאחור. צעדי בנק ישראל נועדו להקטין את הסיכון בענף, אך עלולים לצמצם עוד יותר את המכירות.

הפעילות בענף הבנייה רשמה שיפור משמעותי בסוף השנה שעברה, כאשר התחלות הבנייה והיתרי הבנייה עלו בשיעור חד ל-20 ו-25 אלף דירות בהתאמה ברבעון האחרון של 2024 – הרמה הרבעונית הגבוהה ביותר מאז אמצע שנות התשעים. העלייה נובעת ככל הנראה מציפיות הקבלנים והיזמים לשיפור בביקושים לצד הקלה במגבלות בענף. לעומת זאת, סיומי הבנייה רשמו עלייה מתונה יותר ועמד על כ-15 אלף דירות, זאת לאור המשך השיבושים בענף והמחסור בעובדים, למרות השיפור בהשוואה לתחילת המלחמה. כך, זמן הבנייה הממוצע לדירה הולך ומתארך ועמד על כ-34 חודשים בממוצע, ומספר הדירות בבנייה פעילה המשיך לעלות לשיא של 183 אלף.



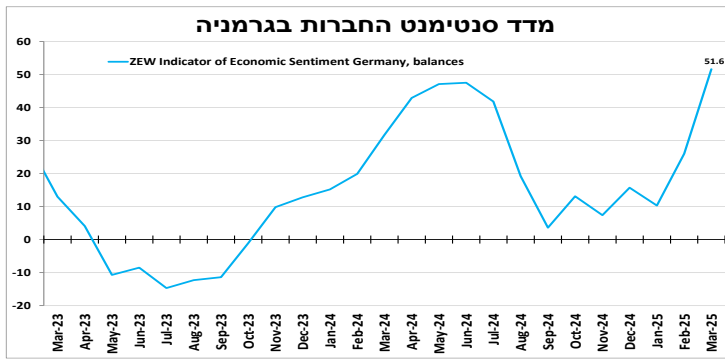
מתחילת המלחמה נרשמה עלייה משמעותית במכירת דירות במסגרת מבצעי קבלנים, בהם הרוכש יכול לדחות חלק משמעותי מהתשלומים עד למועד מסירת הדירה. הדבר גרר גידול בהלוואות מסוג בלון ו/או בולט, בהן הקבלן משלם את הריבית (או חלק ממנה), ועודד רכישת דירות על ידי רוכשים שאולי לא יוכלו בסופו של דבר להשלים את העסקה. למרות שהמפקח על הבנקים הדגיש את העלייה בסיכון, שיעור המשכנתאות הללו המשיך לעלות והיווה כחמישית מההלוואות ב-2024. לכן, **בנק ישראל** פעל לצמצום הסיכון בכך שהודיע על כוונתו להטיל מגבלות בנושא למשך שנתיים לפחות; בתנאים מסוימים הבנק המלווה יצטרך לרתק הון עצמי גבוה יותר (מה שמייקר את ההלוואה), לצד תקרה של 10% משיעור הלוואות בלון/בולט שהבנק יכול לאשר כאחוז מסך תיק האשראי שלו בענף.



להערכתנו, הפעולה תצמצם את מבצעי היזמים אך לא תעלים אותם לגמרי. עם זאת, יישום התקנות החדשות עלול להוביל לירידה נוספת בקצב המכירות, לאור הרתיעה של חלק מהרוכשים לקחת משכנתא כיום בעקבות ריבית המשכנתאות הגבוהה. יזמים וקבלנים הנשענים מאוד על המבצעים הללו עלולים להיפגע.

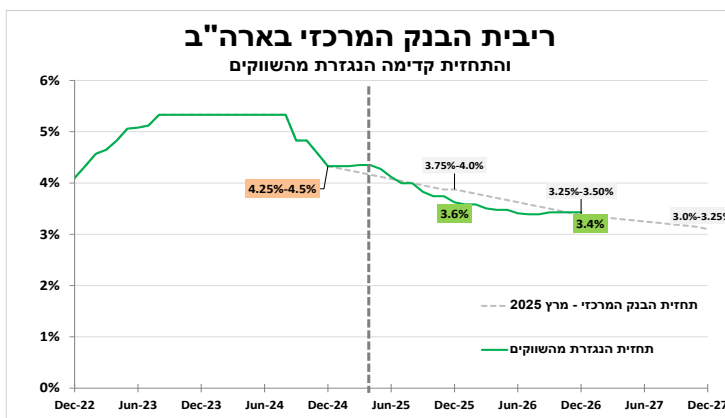
מה שטוב לגרמניה לא ברור שיהיה טוב לשאר מדינות אירופה.

ימים בודדים לפני כניסת הפרלמנט החדש בגרמניה לתפקידו, ראש הממשלה המיועד העביר בחקיקה בפרלמנט הקודם את התוכניות התקציביות שהכריז עליהן לפני מספר שבועות. התוכניות כוללות הגדלת ההשקעה בתשתיות בכ-500 מיליארד אירו ב-12 השנים הבאות (כ-1% מהתוצר בכל שנה), החרגת ההוצאה הביטחונית ממגבלות ההוצאה, ואישור למחוזות במדינה להגדיל עוד יותר את הגירעון המקומי. הציפיות לחקיקה תרמו להתחזקות האירו ולעלייה בתשואות אג"ח הממשלתיות בתקופה האחרונה, וכמובן לשיפור בסנטימנט החברות. **מדד אמון העסקים של מכון ZEW** זינק במרץ לרמה הגבוהה ביותר מאז פלישת רוסיה לאוקראינה.



למרות ששוק ההון "אהב" את המהלך להערכתנו לצד היתרונות קיים גם החשש ששאר מדינות אירופה ילכו באותו הכיוון וגם יגדילו את הגירעונות והחובות שלהן (גרמניה הייתה עד כה שומר הסף לגירעון האירופאי), דבר שעלול להביא לאינפלציה וריבית (קצרה וארוכה) גבוהות יותר לאורך זמן. מצב זה עלול להשפיע על יציבות הכלכלה האירופית ולהכביד על הצמיחה הכלכלית בטווח הארוך.

הבנק המרכזי בארה"ב מניח שהכלכלה תאט והריבית תרד, אך אין צורך עדיין למהר עם היישום.



הבנק המרכזי בארה"ב השאיר כצפוי את הריבית ללא שינוי על 4.25%-4.50%, והודיע שיאט את קצב צמצום אג"ח הממשלתיות מתוך המאזן ל-5 מיליארד דולר בחודש לעומת 25 מיליארד דולר עד עכשיו. בהתאם להערכתנו הבנק הותיר כמעט ללא שינוי את תחזית הריבית שמניחה כ-2 הפחתות עד לסוף השנה ועדכן כלפי מטה את תחזית הצמיחה ל-1.7%. נגיד הבנק הדגיש שלמרות סימני ההאטה האחרונים הכלכלה עדיין חזקה והבנק מתכוון להשתמש בכלים שברשותו שכך המצב יישאר, אך חברי הוועדה המוניטרית לא מרגישים צורך

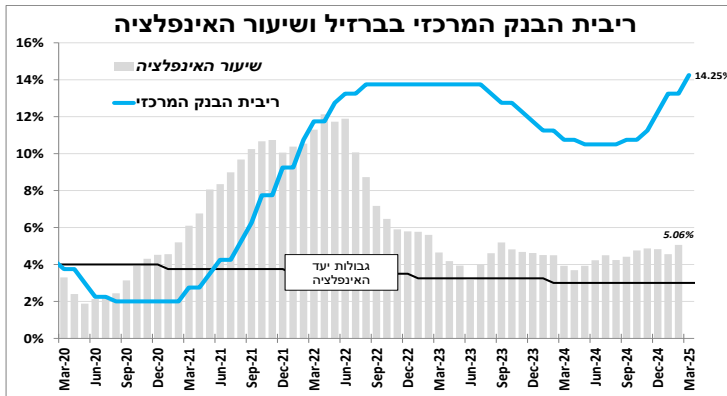
למהר עם הפחתת הריבית. בנוגע למכסים הנגיד ציין שלהערכתו ההשפעה תהיה זמנית, בדומה לעליית המכסים ב-2018 כאשר חלק מהשינוי כבר בא לידי ביטוי במחירי המוצרים. אנו סבורים שבהמשך השנה ההשפעה תהיה יותר מוחשית במיוחד לאחר שטראמפ ציין שב-2 באפריל יציג מכסים חדשים. במקביל טראמפ משתמש במכסים גם ככלי לחץ פוליטי כאשר לאחרונה איים גם במכס של 25% על כל מדינה שתקנה נפט וגז מוונצואלה, במטרה ללחוץ על ממשל לקבל יותר מהגרים. אנו סבורים שהמדיניות הזו צפויה ללוות אותנו בשנים הקרובות.

ריביות מסביב לעולם. ההחלטות בהתאם לצפי, תחזיות מעורבות.

הבנק המרכזי בבריטניה השאיר כצפוי את הריבית ללא שינוי על 4.5%. ההחלטה הייתה הפעם ברוב גדול של 8 מול אחד שתמך בהפחתת הריבית, והבנק ציין שבמבט קדימה הפחתת הריבית תהיה הדרגתית וזהירה. להערכתנו הפחתת הריבית במאי עדיין אפשרית, אם כי נמתין עם ההכרעה לאחר פרסום נתוני האינפלציה שיתפרסמו מחר.

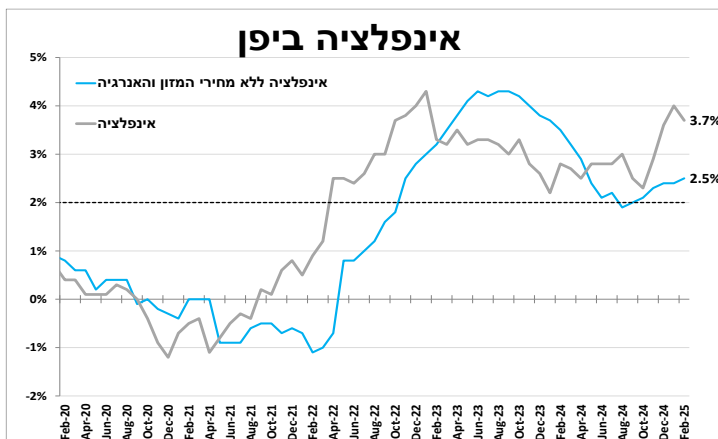
הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר



הבנק המרכזי בברזיל העלה את הריבית בעוד 1 נקודת אחוז ל-14.25% לרמה הגבוהה ביותר מאז 2016, לאור האינפלציה הגבוהה, שיעור האבטלה הנמוך וההוצאה הממשלתית המאוד מרחיבה (תחזית לגירעון של כ-10% השנה). יחד עם זאת הבנק ציין שלאור הסביבה הגלובלית 'המאתגרת' סביב נושא הסחר והריבית הגבוהה הנוכחית הם מצפים שתהליך עליית הריבית יהיה מתון יותר בהמשך. לאור זאת אנו מצפים להעלאת ריבית נמוכה בהחלטה הבאה לצד איתות שתהליך קרוב לסיום.

הבנק המרכזי בשוויץ הוריד את הריבית ברבע נקודת אחוז ל-0.25%, בהתאם לצפי. זו הפעם החמישית שהבנק מפחית את הריבית כתוצאה מהאינפלציה הנמוכה (0.3% בפברואר), אך נגיד הבנק ציין שכעת קטן הצורך להמשיך ולהפחית את הריבית. דברי הנגיד מקטינים מאוד את הסיכוי שהריבית תגיע ל-אפס בהחלטה הבאה. ההתפתחויות באינפלציה ובמטבע המקומי יהוו משקל משמעותי בהחלטה הבאה כאשר במידה והתנודתיות בשווקים תימשך ונראה 'נהירה' למטבע השוויצרי יגברו הסיכויים להפחתה נוספת.



הבנק המרכזי ביפן השאיר כצפוי את הריבית ללא שינוי על 0.5% והנגיד ציין שהמחירים והשכר מתקדמים בהתאם לתחזיות שלהם ותומכים בהעלאת הריבית, אם כי התזמון עוד לא נקבע גם נוכח אי-הוודאות סביב מדיניות המכסים של ארה"ב. האינפלציה בינאר אמנם ירדה ל-3.7%, אך היא הייתה גבוהה מהערכות המוקדמות כאשר **אינפלציית הליבה** עלתה ל-2.5%. לאור נתוני האינפלציה והדיווחים הראשוניים של איגוד העובדים הגדול במדינה על עליית שכר גבוהה של כ-5% השנה, גדלים הסיכויים שנראה את הריבית עולה בהחלטה הבאה.

פרסומים בולטים בשבוע הקרוב

תאריך	ישראל	ארה"ב	אירופה	עוד בעולם
יום שלישי, ה-25 במרץ	סקר כח אדם. לינות תיירים			
יום רביעי, ה-26 במרץ	ייצור תעשייתי ופדיון ענפי המשק. יצוא שירותים		אינפלציה בבריטניה	
יום חמישי, ה-27 במרץ	המדד המשולב למצב המשק			
יום שישי, ה-28 במרץ		הכנסה וצריכה פרטית		
יום ראשון, ה-30 במרץ				
יום שני, ה-31 במרץ			אומדן אינפלציה בגוש האירו	

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

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

הסקירה השבועית

של אגף כלכלה ומחקר

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.