

מבט למחצית השניה שנת 2025

יחידת הייעוץ והמחקר

המחצית שהיתה: תנודתיות רבה אפיינה את שוק המניות האמריקאי מתחילת השנה כשברקע נשיא לא צפוי וחשש מהשפעות מלחמת הסחר. בינתיים בישראל, המלחמה עם אירן הגדילה את הוצאות הממשלה אך שוק ההון אופטימי וצופה שיפור במצב הביטחוני שיבוא לידי ביטוי בכלכלה. במקביל, השקל זינק לשיא של שנתיים מול הדולר.

המחצית הבאה: בארה"ב המצב הכלכלי יציב אך יש סימנים של האטה. במקביל, האינפלציה טרם התכנסה ליעד אך נראה שאנו מתקרבים לשם. אנו צופים 2 הורדות ריבית לקראת סוף השנה. במקביל, שוק המניות האמריקאי תיקן את כל הירידות של חודש אפריל והוא מצוי בשיאים חדשים. בישראל, פעולות צה"ל יצרו צפי ותקווה למציאות ביטחונית וגיאופוליטית משופרת וגם אצלנו מדדי הבורסה שוברים שיאים. הריבית עשויה לרדת 1-2 פעמים השנה.



עיקרי הדברים:

בארה"ב, האינפלציה התמתנה אך הרמה הנוכחית (2.7% במדד Core PCE) עדיין גבוהה מהיעד של הבנק המרכזי - 2%. הריבית עודנה גבוהה (4.50%-4.25%), אך החוזים מתמחרים 2-3 הורדות ריבית במחצית שלפנינו. **בישראל** שוררת אופטימיות רבה לאור הישגי צה"ל וקיים צפי להתאוששות כלכלית. עם זאת, החזרה לשגרה תהיה מאתגרת שכן השהות בתוך עזה נמשכת, הלחימה במספר גזרות גררה הוצאות גבוהות ובנוסף, הניסיונות לבצע שינויים במע"מ המשפט נמשכים ועשויים להעיב על ההתאוששות.

שוק המניות בארה"ב אחרי מחצית שנה תנודתית במיוחד

אחרי שנתיים פנטסטיות, בשנת 2025 נכנס טראמפ לתמונה ויצר תנודתיות חריגה עם הצגת תכנית המכסים שלו. השווקים קרסו אך התיקון היה מהיר כשברקע הסכמות בין ארה"ב לסין, צפי לירידה בריבית והתלהבות מחודשת מענקיות הטכנולוגיה והפוטנציאל של ה-AI.

מה הלאה?

בארה"ב אנו צופים האטה ב-2025 לקצב צמיחה של כ-1.5% (לעומת 2.8% ב-2024) כאשר שוק העבודה עדיין יציב. הפד חושש משילוב של האטה כלכלית בשילוב האצה באינפלציה והבהיר שישתמש בריבית לתמיכה ביעד שייפגע יותר. וכשברקע הלחץ שמפעיל הנשיא טראמפ, **אנו מעריכים שהריבית תרד פעמיים עד סוף השנה.**

חשוב לציין את ה-9 ביולי, הדד ליין שהציב טראמפ להגעה להסכמי סחר, תאריך שעשוי לגרור תנודתיות בשווקים. מבחינת מחירים, מכפיל הרווח הנוכחי (24) במדד ה-500 מעיד על תמחור גבוה בהשוואה היסטורית, אולם הוא מושפע מעליית משקל סקטור הטכנולוגיה כאשר מכפיל הרווח העתידי נוח יותר וצופה המשך צמיחה ברווחיות החברות.

בישראל סיום העימות מול אירן גרר צפי לשיפור ברמה הביטחונית והכלכלית ואנו צופים **צמיחה בשיעור של 3.5%.** בנוסף, האינפלציה צפויה להתכנס לתוך היעד **ואנו מעריכים שהריבית תרד 1-2 פעמים במהלך המחצית השנייה.** גם מדדי המניות בת"א בשיא אולם שוק המניות איננו יקר מאוד באופן יחסי (מכפיל 17).

ישראל

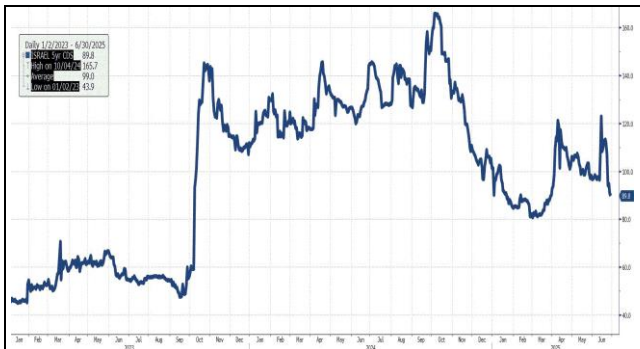
אופטימיות לצד אתגרים

כבר בשבוע הראשון למבצע עם כלביא, המשקיעים בת"א כבר תמחרו ניצחון ישראלי שיביא בהמשך התאוששות כלכלית והתפתחויות גיאופוליטיות משמעותיות נוספות. עם זאת, חשוב להימנע מאופוריה ולהמשיך להתנהל באחריות, שכן קיימים עדיין אתגרים משמעותיים הכוללים את מימון עלויות הלחימה והצורך בשיקום וזאת בזמן שהלחימה בעזה נמשכת וכך גם המהפיכה המשפטית.

ירידה בפרמיית הסיכון המיוחסת לישראל

את פרמיית הסיכון ניתן לגזור ממרווח התשואות הדולריות של אג"ח מדינת ישראל וארה"ב, חוזי CDS (מכשיר המספק ביטוח כנגד חדלות פירעון) ואיתנות השקל.

במחצית הראשונה של השנה, נע המרווח בין תשואת אג"ח ממשלת ישראל הדולרית למקבילתה האמריקאית בין 115 נ"ב ל- 161 נ"ב. כיום המרווח עומד על 125 נ"ב לעומת ממוצע 5 שנים של 102 נ"ב, כלומר, הוא עדיין גבוה יחסית. במקביל, השקל עשה מהלך התחזקות בחודשים האחרונים ובעיקר מאז פתיחת המערכה מול אירן. ערב המלחמה עמד שער הדולר על 3.5 ₪ וזינק ל-3.65 ₪ עם פתיחתה. אבל מאז חזינו במהלך התחזקות יוצא דופן עד לשער של 3.38 ₪, זינוק של כ-7.5% בשקל בתוך שבועיים. יש לציין כי גם מול מטבעות אחרים הדולר איבד גובה כאשר מדד DXY, הבוחן את מגמת הדולר ביחס לסל של מטבעות מובילים, ירד בכ-10% מתחילת השנה.



בגרף: חוזי CDS מתחילת שנת 2023

הפרמיה בחוזי CDS ל-5 שנים (מכשיר המספק ביטוח כנגד חדלות פירעון) על אג"ח של ממשלת ישראל זינקה עם פתיחת המערכה מול אירן ל-123 נ"ב וירדה בחדות מאז ל-90 נ"ב על רקע ציפיות שהמהלך להחלשת איראן יוביל להפחתת הסיכון הטמון בהשקעות במדינת ישראל. כמו כן, נציין שב-3 בינואר 2023, רגע לפני הצגת הרפורמה המשפטית, הפרמיה עמדה על 46 נ"ב בלבד.

צמיחה ותעסוקה

לאחר צמיחה חלשה של 0.4% בלבד בשנת 2024, הצפי שלנו הינו להתאוששות וצמיחה של 3.5% בשנת 2025 ולהאצה נוספת לכיוון 4% בשנת 2026. הרקע הינו צפי לירידה באיום הביטחוני שתביא לאופטימיות בקרב הציבור, לכניסה של הון זר להשקעות בתוככי ישראל ולתנופת שיקום ובינוי מחודשת. שוק התעסוקה נותר הדוק, עם שיעור אבטלה במאי (מנוכה עונתיות) נמוך של 3.1% ושיעור ההשתתפות של 62.8%.

תקציב, גירעון, יחס חוב-תוצר ודירוג

כשברקע לחימה ממושכת במספר גזרות, ההוצאות מטפסות. שנת 2024 הסתיימה עם גירעון של 6.8% ויעד הגירעון לשנת 2025 עומד על 5.4%. לפי הערכות חט' המחקר של ב"י, הגירעון בשנת 2025 צפוי לרדת לשיעור של 4.9% מהתוצר אך הערכה זו בוצעה לפני המערכה מול אירן. ישנה שונות בהערכות שמפורסמות אודות עלות המערכה מול אירן ואנו מעריכים כי עלות המערכה הכוללת (לחימה + פיזיונים + שיקום נזקים) תעמוד על 30-40 מיליארד ₪ ובהתאם שהגירעון בסוף שנת 2025 יעלה ויעמוד על כ-6% מהתוצר. **היחס בין החוב לתוצר** עמד על כ- 68% בסוף שנת 2024 ועפ"י ההערכות, בסוף שנת 2025 הצפי שיעלה ל-70%. עדיין, יחס החוב תוצר בישראל הוא בין הטובים בעולם המערבי. שתי חברות דירוג (S&P ופיץ') הודיעו במהלך המערכה מול אירן כי לעת עתה אין להן כוונה להוריד את הדירוג של ישראל למרות שהדירוג הנוכחי נמצא תחת אופק שלילי.

אינפלציה וריבית

לאחר התמתנות ב-2023, **האינפלציה** לאורך שנת 2024 היתה תנודתית ושנת 2025 אף נפתחה בסימן האצה (3.8%). עם זאת, לאחרונה נרשמה התמתנות לרמה של 3.1%, קרוב מאוד לטווח יעד האינפלציה של ב"י (1-3%). תחזיות הכלכלנים הינן לאינפלציה שנה קדימה בשיעור של 2.4% בעוד בשוק מגולמת אינפלציה נמוכה מעט יותר. נציין כי השקל האיתן צפוי לגרום הוזלה של היבוא ולתרום להתמתנות אך מנגד, מחירי השכירות צפויים לטפס. **הריבית** ירדה בחודש ינואר '24 ב-25 נ"ב ל-4.5% ומאז נותרה ללא שינוי. בנק ישראל ציין שוב ושוב שעקב רמה גבוהה של אי וודאות בעיתות מלחמה, נדרשת יציבות בגזרה המוניטרית. אנו צופים שהאינפלציה תתכנס לתוך יעד יציבות המחירים בתוך מספר חודשים ושריבית ב"י תרד 1-2 פעמים עד סוף השנה הנוכחית.

דרמות בשוק המט"ח

הבינלאומי חולקת ניירות ערך יחידת הייעוץ והמחקר

במחצית הראשונה של השנה הדולר נחלש ביחס לסל המטבעות בשיעור של 9.7%, והשקל התחזק מולו בכ-6.6%. ומה הלאה? סביר להניח כי התייצבות ביטחונית תמשיך לתמוך במטבע המקומי. עם זאת, יש מגוון גדול של גורמים המשפיעים על שוק המט"ח ולכן אנו נמנעים מלספק תחזיות לגבי מטבעות וממליצים למשקיע הסביר להקפיד על פיזור מטבעי מותאם.

שוק המניות המקומי

לאחר שנת 2023 המאכזבת בשוק המניות בת"א, 2024 היתה אחרת בתכלית כשברקע פעולות צה"ל בכל הגזרות אשר יצרו ציפיות למציאות ביטחונית וגיאופוליטית משופרת. בהתאם, מדד ת"א 125 עלה בשנת 2024 ב-28.6%, לא רחוק ממדד S&P500 (25.7%) והותיר את המדד האירופי יורוסטוקס 50 מאחור (12.1%). מגמה זו נמשכה ביתר שאת מתחילת 2025 ות"א 125 הניב ביצועי יתר (24%) ביחס ל-S&P500 (כ-4%) ואירופה (כ-8%). מבחינת רמות התמחור, מדדי הדגל בשוק המקומי נסחרים כיום בשיאים היסטוריים אולם מכפיל הרווח בת"א 125 עדיין נמוך מ-17 (ע"פ נתון ממערכת בלומברג) בעוד המכפיל הנוכחי של מדד S&P500 עומד על 24. באותו עניין נזכיר כי חלק ניכר מהשוני במכפילים נובע ממשקל היתר של סקטור הטכנולוגיה במדדים האמריקאים, סקטור שמאופיין במכפילי רווח גבוהים.

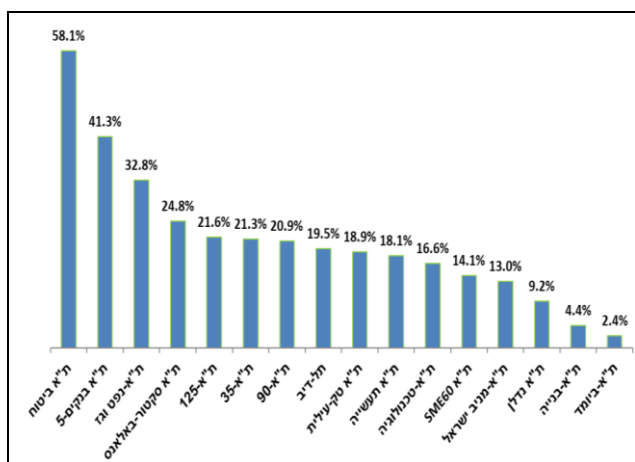
לסיכום, כפי שההיסטוריה מעידה מאירועים קודמים, הכלכלה המקומית חזקה, גמישה ובעבר ידעה להתאושש במהירות מטלטלות חזקות ואנחנו מעריכים כי כך יהיה גם הפעם. גם העובדה שישראל הקטנה הינה מעצמת הייטק מסייעת לה להישאר רלוונטית במיוחד בעידן של הייפ טכנולוגי.

סקטורים שוק מקומי

להלן תקציר על הסקטורים הבולטים:

סקטור הפיננסים כולל מניות מ-3 ענפים: בנקים, ביטוח וענף שירותים פיננסיים הכולל בין היתר גם את מניות בתי ההשקעות. סקטור זה אטרקטיבי בתקופות של צמיחה כלכלית ועליות בשוק ההון. בנוסף, רוב החברות הנכללות במדד ת"א פיננסים הן חברות גדולות, מבוססות ורווחיות. בנוסף, תשואת הדיבידנד נאה לאור מדיניות החלוקה הסדירה שקיימת אצל מרביתן.

סקטור הבנקאות המשיך להציג תוצאות חזקות ולא נצפתה הרעה בתיקי האשראי. במקביל, ריבית בנק ישראל נותרה גבוהה (4.5%), מה שתמך במרווחי הריבית. במבט קדימה, קיימת ציפייה ששנת 2025 תתאפיין בשיפור במצב הכלכלי ובירידה בפרמית הסיכון שימשיכו לתמוך ברווחי הענף כאשר הבנקים נהנים מהרווח הגבית שמעניקה הממשלה באמצעות כספי סיוע ללקוחות כדי לעמוד בתשלומי החובות שלהם. בנוסף, הירידה בפרמיית הסיכון של ישראל תקל על גיוסי ההון של הבנקים.



בגרף: ביצועי המדדים והסקטורים העיקריים בבורסת ת"א מתחילת השנה.

בבורסה המקומית המשקיעים אופטימיים על גבול האופוריה וזאת למרות שהמלחמה בעזה נמשכת קרוב לשנתיים, ושהעימות מול איראן זרע הרס והרוגים. המשקיעים חושבים על היום שאחרי. ביצועי מדד הדגל ת"א 125 (מעל 20%) מפתיעים לטובה. מבין המדדים הענפיים, בלטו בהובלה מניות הפיננסים עם שנה שניה שסקטור הביטוח בהובלה. עליות נאות נרשמו גם בקרב הבנקים.

סקטור הנדל"ן היזמי (מדד ת"א בניה) פתח את 2025 בירידות והמגמה התהפכה במהלך העימות מול אירן כשהמשקיעים החלו לתמחר תנופה של שיקום ופיתוח.

ביטוח – מדד ת"א ביטוח נסק בשנת 2024 בלמעלה מ-60% הודות לרווחיהן של 5 חברות הביטוח הגדולות אשר הסתכמו במיליארדי ₪. מתחילת השנה מדד הביטוח ממשיך במגמה, ובולט לטובה עם תשואה של עשרות אחוזים. חברות הביטוח מנהלות נכסים פיננסיים בהיקף גבוה של כ-2.5 טריליון ₪ ורובם מושקע בשוק ההון. העליות בבורסה המקומית דוחפות את שווי תיק הנכסים שלהן למעלה, ועליית שווי זו מגדילה את דמי הניהול שהן גובות, הכנסה הנגזרת משווי הנכסים. לצד זה, חברות הביטוח לא נושאות בנזק שנגרם מהמלחמות כי אם המדינה (מס רכוש).

נדל"ן יזמי - ענף הנדל"ן היזמי חווה ירידות בתחילת השנה כשברקע הריבית הגבוהה, הגבלות בנק ישראל על מבצעי הקבלנים ומחסור בעובדים. סיום ההמלחמה מול איראן הוביל להיפוך מגמה וההמשקיעים מעריכים כי חברות הנדל"ן צפויות ליהנות מביקוש חזק להתחדשות עירונית לבניינים באזורי הביקוש, בדגש על מבנים חסרי מגוון וכן לפרוייקטים משמעותיים לצורך שיקום בצפון ובדרום. בנוסף הריבית צפויה לחזור ולרדת במהלך המחצית השנייה של השנה והערכה

הבינלאומי חולקת ניירות ערך יחידת הייעוץ והמחקר

זו מציבה אופק חיובי עבור הנדל"ן. לצד זאת, נראה כי צוואר הבקבוק המשמעותי ביותר שמעיב על פעילות הסקטור הינו מחסור בעובדים והממשלה תצטרך לספק פתרונות.

שוק הנדל"ן המניב – נתייחס ל-3 תתי מגזרים: מרכזי מסחר, משרדים וחוות השרתים והלוגיסטיקה. מרכזי מסחר – עמידות לצד ריבית גבוהה ומלחמה- למרות מציאות מאתגרת שכוללת מלחמה, אינפלציה וריבית גבוהה, מרבית חברות הנדל"ן המניב מציגות תפוסה יציבה ודוחות כספיים חיוביים. תחום הקמעונאות מושפע מהמצב הגיאופוליטי והביטחוני והוא נהנה כרגע מביקוש מוגבר במיוחד ממבקרים מקומיים, מגמה אשר צפויה להתמתן עם פתיחת השמיים וחזרת הטיסות לחו"ל. רפורמות ממשלתיות עתידיות – עליה במע"מ, ארנונה ורגולציה עשויה להשפיע על הרווחיות בעוד ירידת ריבית במשק תתרום לשיפור במרווחי המימון ותחזק את הרווחיות.

משרדים – נתונים שונים מצביעים על האטה. בין היתר, לוקח זמן רב יותר לאכלס בנייני משרדים חדשים שמתארך ככל שמתרחקים מאזורי הביקוש והחברות מדווחות על התארכות משאים ומתנים לחידושי חוזים ועל התקצרות של חלק מהחוזים. ברקע עצירת גיוסים בהייטק כשברקע הרפורמה המשפטית והמלחמה הממושכת.

חוות שרתים ולוגיסטיקה – תחום זה נהנה בשנים האחרונה מצמיחה ומביקושים מרשימים והוא מהווה כבר היום חלק ניכר מפורטפוליו הנכסים של חברות נדל"ן מניב מובילות בישראל. תחום חוות השרתים (Data Centers) צומח עקב הגידול האדיר בפעילות הענן בכל רחבי העולם. רוב הביקוש בתחום מגיע מחב' הטק הענקיות (גוגל, מיקרוסופט וכו') והחוזים הם ארוכי טווח ועם שיעורי הנטישה נמוכים. התחום מהווה מנוע צמיחה עבור חברות הנדל"ן המניב כאשר תחום הלוגיסטיקה יציב, הביקוש הגבוה אליו נשמר והמחירים התייצבו.

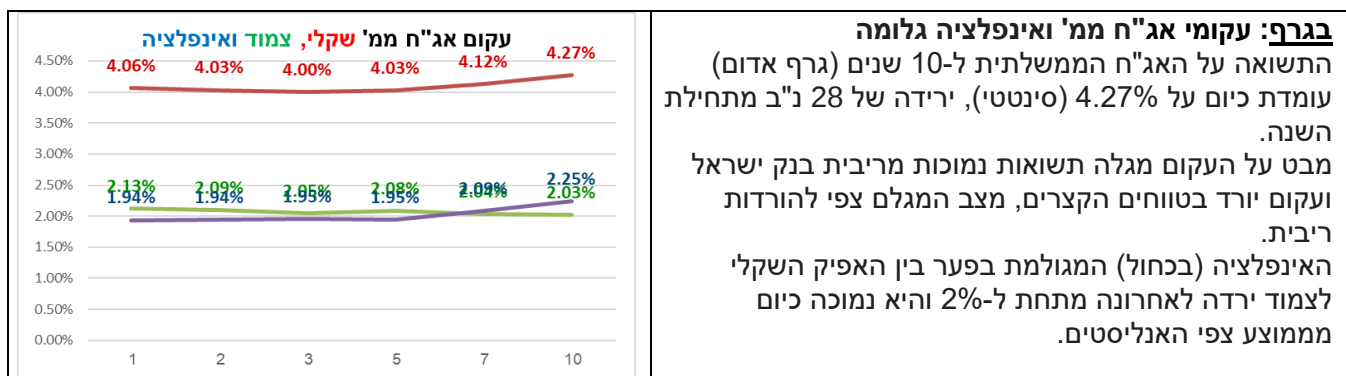
קמעונאות מזון – בתחילת 2025 נרשמה ירידה בצריכת המזון לנפש לעומת שנה קודמת, בעיקר בשל ירידה בכוח הקניה והקדמת הרכישות בסוף השנה לפני העלאת שיעור המע"מ. כמו כן, העלאות המחירים של רשתות המזון הובילו לצמצום בצריכה. עם זאת, ההתייכרות הובילו לשיפור ברווחיות ובנוסף, המעבר לדיגיטל ורכישות באונליין, כמו גם חיזוק המותג הפרטי, תרמו לשיפור ברווחיות.

בהמשך, התנאים הייחודיים של המלחמה מול איראן השפיעו על הצרכנים בדומה למאפייני הצריכה בתקופת הקורונה. והן צמצמו את הנסיעות לחו"ל ואת צריכת המזון במסעדות ובתי הקפה, והובילו לצריכה ביתית מוגברת ולירידה ברכישות של הציבור למחירים. מגמות אלו פעלו לטובת רשתות המזון. רגיעה ביטחונית בהמשך צפויה להפוך את המגמה אולם צפוי גם שיפור במצב הכלכלי שימתן אותה.

שוק החוב

בשוק החוב התשואות חיוביות מתחילת השנה בשל הצפי האופטימי באשר לכלכלה וכן עקב הריבית השוטפת הגבוהה. מדד תל גוב כללי הניב תשואה של 2.4% ובגזרה הקונצרנית התשואה של מדד תל בונד 50 עמדה על 3.1% וזו של תל בונד 60 הצמוד עמדה על 2.8%.

הצפי להתייצבות ביטחונית צפוי להשפיע לטובה על שוק החוב, כאשר הירידה הצפויה בפרמיות הסיכון תוביל לעלייה בביקושים גם מצד משקיעים זרים ותתמוך בירידה בתשואות, כשברקע נותר הצורך בגיוס הון של המדינה.



לסיכום

המשק הישראלי הראה בעבר יכולת התאוששות מצוינת מאירועים גיאופוליטיים וביטחוניים שפקדו אותו לאורך השנים ועל כן אנו מביטים קדימה באופטימיות. גדלה הסבירות שנראה בהמשך שיפור אסטרטגי במצב הביטחוני שעשוי להוביל להתפתחויות חיוביות הן במישור הגיאופוליטי והן במישור הכלכלי. התפתחויות חיוביות צפויות במישור הגיאופוליטי – הסכם חדש מול אירן על פיקוח נשק גרעיני, עסקה עם חמאס והחזרת כל החטופים ועסקאות לש"פ כלכלי עם מדינות ערביות מתונות. התפתחויות חיוביות צפויות במישור הכלכלי – הגברה של קצב זרימת ההון מצד משקיעים זרים למשק המקומי תוך ירידה בפרמיית סיכון, תנופת בינוי ושיקום שתגרור צמיחה מואצת, והאצה בביקוש המוגבר לתוצרת ביטחונית ישראלית נוכח הביצועים במלחמה. בנוסף, האינפלציה התמתנה (כיום 3.1%) ומתקרבת לגבול העליון של יעד יציבות המחירים של ב", מה שעשוי לקרב הורדות ריבית כבר השנה.

הבינלאומי חולקת ניירות ערך יחידת הייעוץ והמחקר

יחד עם זאת, קיימים עדיין סיכונים. ישראל עודנה מדשדשת ברצועת עזה, ללא פתרון ארוך טווח ותוך שהיא משלמת מחירים גבוהים בחיי חיילים. בנוסף, ללחימה ממושכת עלויות גבוהות ויש חשש מפני הגדלת הגירעון ויחס החוב/תוצר וצורך בגיוסי הון משמעותיים ואף הכבדת נטל המס הגבוה ממילא. כמו כן, ישראל תצטרך לשקם את הדרום והצפון וגם את הפגיעות במרכז הארץ ומדובר בעלויות משמעותיות.

בנוסף, כדי להחזיר את הקטר הכלכלי למסילה, יש להתנהל באחריות פיסקלית רבה ולמצוא את האיזון הנכון בין מימון הוצאות המלחמה לבין הצורך להמשיך ולהשקיע בהוצאות האזרחיות האחרות, הנמוכות ממילא, ובפרט במנועי צמיחה כתשתיות וחינוך ליברלי. לצורך כך נדרשת יכולת ביצוע ממשלתית משופרת.

ארה"ב

תכנית המכסים של הנשיא טראמפ

התכנית הסעירה את השווקים והגבירה את התנודתיות. מדדי המניות, שרשמו רמות שיא בפברואר, אחרי ראלי של שנתיים, צנחו אחרי ההכרזה על תכנית המכסים ב-2.4 ומאז הם בעיקר מגיבים בירידות, להכרזות על מכסים ומזנקים כשהנשיא מודיע על דחייה או ביטול של מכסים. דחיית המכסים תסתיים ב-9 ביולי ובינתיים נחתמו הסכמים עם מדינות ספורות בלבד, כמו בריטניה וסין ונמסר על התקדמות משמעותית מול עוד כעשר שותפות סחר גדולות. בסיכומה של מחצית, מדדי הדגל בוול סטריט עלו ב-3%-5%, כשמדד דאו ג'ונס עלה 3% ואילו המדדים S&P500 ונאסד"ק עלו 5%. שני האחרונים הצליחו לקבוע שיאים חדשים ביום שישי האחרון.

התקציב והשלכותיו

חוק התקציב אושר בבית הנבחרים וצריך לקבל את אישור הסנאט. הרפורמה במס תביא לקיצוץ בהכנסות של 4 טריליון \$ בעשור הקרוב, מול קיצוץ הוצאות של 1.5 טריליון \$ בתכניות זכאות כמו Medicaid. ומנגד, תכניות הסיוע מימי הקורונה עדיין מכבידות וכמוהן חבילות הסיוע לאוקראינה, ישראל ומדינות נוספות. החזר החוב הלאומי גדל בהתמדה ומגיע ל-1.3 טריליון \$, הרמה השנייה בגובהה בהיסטוריה. עלות שירות החוב הופכת לנטל על התקציב הפדרלי ומתחילה לעורר דאגה. מודי'ס הורידה את דירוג האשראי של ארה"ב והתשואות הארוכות עלו.

מדיניות מוניטרית יציבה (שלא לומר מקובעת)

בשנת 2024 התאפיין שוק החוזים על הריבית בתנודתיות גבוהה וההסתברויות השתנו באופן קיצוני. במחצית הראשונה של 2025 אנו עדים למצב הפוך – כזכור, בדצמבר הפד הוריד את תחזית הריבית שלו לשנת 2025 מ-4 הפחתות לשתיים בלבד והוא שב ואשרר תחזית זו גם במאסר וגם ביוני. בניגוד לשנה שעברה, גם התחזית של סוחר הריבית התכנסה לאותו כיוון והיא נעה רוב הזמן סביב כ-2 הפחתות. עם זאת, "יום השחרור" של טראמפ עיכב את מועד ההפחתה הראשונה מיוני-יולי לספטמבר-אוקטובר, במקביל לכך שהבנק הפדרלי אימץ לעצמו עמדת המתנה, ע"מ לבחון את השפעת מדיניות המכסים על הכלכלה ולהגיב כשהמצב יתבהר. **הסיבה לכך היא שתכנית המכסים צפויה להאיץ את האינפלציה ובמקביל להאט את הצמיחה**, מצב שמייצר מתח בין היעדים של הבנק המרכזי – שמירה על יציבות מחירים ותעסוקה מקסימלית.

בישיבת ה-FOMC האחרונה, שהתקיימה החודש, הותיר הפד את הריבית לל"ש, בפעם הרביעית ברציפות והתחזיות הרבעוניות המעודכנות ביטאו את החששות שלו. תחזית הצמיחה השנה ירדה מ-1.7%-ל-1.4% ותחזית האינפלציה הועלתה מ-2.7%-ל-3% (אף שהאינפלציה בפועל היא 2.3%). תחזית אינפלציית הליבה הועלתה מ-2.8%-ל-3.1%, אף שהנתון בפועל הינו 2.7%. כלומר, הפד צופה עלייה משמעותית באינפלציה במחצית השנייה של השנה, בתגובה לגלגול המכסים על הצרכנים.

שוק העבודה יציב, עם שיעור אבטלה נמוך היסטורית של 4.2%. חלה ירידה בקצב יצירת המשרות, אך במקביל שיעור הפיטורין פחת. השכר הריאלי נשחק ואינו מייצר לחצים אינפלציוניים. הפד הדגיש לא אחת **שהרעה בשוק העבודה תהווה טריגר להורדת ריבית** וזהו אכן הגורם המרכזי אשר יכול לייצר את הפחתת הריבית הקרובה שנראה.

הבינלאומי מחלקת ניירות ערך יחידת הייעוץ והמחקר

להלן ה-SEP העדכני (סיכום תחזיות הפד) בישיבה של יוני 2025 והשוואה לתחזית הקודמת ממאוס:

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³		
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8	1.2–1.5	1.5–1.8	1.7–2.0	1.7–2.0	1.1–2.1	0.6–2.5	0.6–2.5
March projection	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5–1.9	1.6–1.9	1.6–2.0	1.7–2.0	1.0–2.4	0.6–2.5	0.6–2.5
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2	4.4–4.5	4.3–4.6	4.2–4.6	4.0–4.3	4.3–4.6	4.3–4.7	4.0–4.7
March projection	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3–4.4	4.2–4.5	4.1–4.4	3.9–4.3	4.1–4.6	4.1–4.7	3.9–4.7
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0	2.8–3.2	2.3–2.6	2.0–2.2	2.0	2.5–3.3	2.1–3.1	2.0–2.8
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6–2.9	2.1–2.3	2.0–2.1	2.0	2.5–3.4	2.0–3.1	1.9–2.8
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.4	2.1		2.9–3.4	2.3–2.7	2.0–2.2		2.5–3.5	2.1–3.2	2.0–2.9
March projection	2.8	2.2	2.0		2.7–3.0	2.1–2.4	2.0–2.1		2.5–3.5	2.1–3.2	2.0–2.9
Memo: Projected appropriate policy path											
Federal funds rate	3.9	3.6	3.4	3.0	3.9–4.4	3.1–3.9	2.9–3.6	2.6–3.6	3.6–4.4	2.6–4.1	2.6–3.9
March projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9–4.4	3.1–3.9	2.9–3.6	2.6–3.6	3.6–4.4	2.9–4.1	2.6–3.9

ארה"ב - מבט קדימה אל המחצית השנייה

כמו שצפינו בתחילת השנה – רוחו של הנשיא טראמפ שורה על השווקים ומשפיעה על המסחר:

המבחן הקרוב לתכנית המכסים – 9 ביולי.

דחיית המכסים מתקרבת לקיצה ורק בריטניה עם הסכם סחר וסין עם אישור של ההסכמות שהושגו בלונדון. יפן והודו מתקרבות ויש התקדמות עם עוד שותפות סחר, לצד משבר מול קנדה. כשלוש המ"מ וחזרה לשיעורים שהוכרזו ב"יום השחרור" יכבידו על השווקים ויגבירו את החשש מהאטה כלכלית והאצת האינפלציה. מאידך, הסכמים בריאים עשויים לתמוך בהמשך של מגמה חיובית בת קיימא.

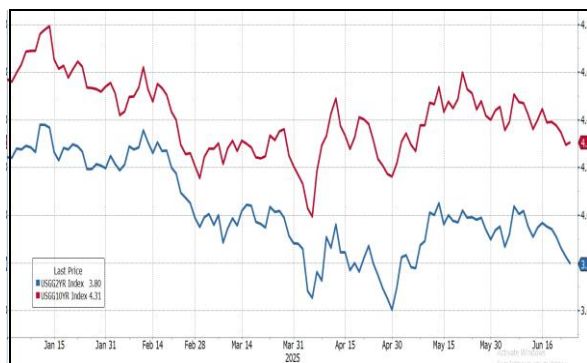
מכסים, תקציב גרעוני, הורדת דירוג, ה-Treasuries עדיין עוגן? התשואות עלו, עכשיו הן יורדות. מה הלאה?

"יום השחרור" טלטל את השווקים והטיס את תשואות האג"ח, עד שהנשיא הכריז על דחיית המכסים בשלושה חודשים. במאי אישר בית הנבחרים את הצעת התקציב של הנשיא (צריכה לקבל את אישור הסנאט בקרוב), שכללה הפחתות מס ובמקביל, תמריצים אדירים בתחומי התשתיות, הביטחון והחדשנות. החוב הלאומי, שחצה כבר את הרף של 36 טריליון \$, צפוי לגדול משמעותית בעשור הקרוב והתגובה המיידית היתה זינוק בתשואות האג"ח, בדגש על מח"מים ארוכים, שרגישים לנטל החוב. סוכנות מודי'ס הורידה את דירוג האשראי של ארה"ב והתשואה ל-30 שנה חצתה את הסף של 5% והתשואה ל-10 שנים עלתה ל-4.60%.

החשש שתכנית המכסים תכביד על כלכלת ארה"ב ושהחוב ימשיך לתפוח, הביאו לפיחות מסוים במעמד של אג"ח ממשלת ארה"ב כנכס המקלט האולטימטיבי. בהמשך, נתוני אינפלציה נמוכים מהצפוי וירידה במחירי הנפט, הביאו לירידת תשואות והמחצית מסתיימת כשהתשואה לשנתיים סביב 3.75% וה-10 שנים סביב 4.28%.

הצפי להורדת ריבית מצטברת עד סוף השנה עלה ל-64 נ"ב, כלומר 2.6 הורדות ריבית (של 25 נ"ב כ"א). אז מה צפוי במחצית השנייה? השוק מתחיל להשתכנע שהפד ישוב בקרוב להוריד את הריבית והסוחרים כבר מתמחרים הפחתת ריבית בספטמבר בהסתברות של 110%, לעומת צפי להפחתה רק באוקטובר, שראינו בחודש שעבר.

הבינלאומי חולקת ניירות ערך יחידת הייעוץ והמחקר



בגרף: התשואה לשנתיים והתשואה ל-10 שנים מתחילת השנה

טראמפ הכריז על "יום השחרור" בתחילת אפריל והתשואות הגיבו בזינוק מהיר – התשואה לשנתיים זינקה מ-3.65% ל-3.97% והתשואה ל-10 שנים מ-3.99% ל-4.49% תוך שבוע. דחיית המכסים הפכה את המגמה, התשואה לשנתיים נסוגה ל-3.60% והתשואה ל-10 שנים ל-4.15% בסוף אפריל. במאי ראינו עליית תשואות, במיוחד הארוכות, עקב חשש מהגדלה משמעותית של החוב הממשלתי והורדת דירוג האשראי של ארה"ב. ביוני רואים נסיגה של התשואות, במיוחד של הקצרות, כשהשווק מתמחר הורדת ריבית כבר בספטמבר ולפחות שתיים עד סוף השנה.

הלחץ שמפעיל הנשיא טראמפ על הפד

בחודש האחרון הנשיא טראמפ אינו מסתיר את רצונו בהורדה חדה של הריבית, ע"מ שהאוצר יוכל להנפיק אג"ח בריביות נמוכות יותר, לכיסוי הגירעונות העמוקים בתקציב שצינו. זה התחיל בסדרת ציורים מעליבים כלפי יו"ר הפד, ג'רום פאוול ("הוא טיפש גמור שאינו מבין..." "הוא פרד עקשן..." ועוד) והעלה הילוך השבוע, כשטראמפ הודיע על כוונתו למנות מחליף לג'רום פאוול תוך כשלושה חודשים, ע"מ שזה ישמש "נגיד צללים" וילחץ על בכירי הפד... **עצמאות הבנק המרכזי היא עקרון מקודש. מעניין יהיה לראות האם הנשיא יצליח לקעקע אותו ומה יהיו ההשלכות על השווקים.**

אירופה ושווקים נוספים

נתונים עיקריים

מדינה	ריבית הבנק המרכזי	אינפלציה שנה אחורה	צמיחה שנה אחורה	ביצועי מדדי המניות העיקריים מתחילת השנה
אירופה				
גוש היורו	2.0%	1.9%	1.5%	
גרמניה		2.1%	0%	
ספרד		2.0%	2.8%	
בריטניה	4.25%	3.4%	1.3%	
פולין	5.25%	3.3%	3.2%	
שווקים נוספים				
סין	3%	0.2%	5.4%	
הודו	5.5%	5.48%	7.4%	
יפן	0.5%	2.3%	3.3%	
ד. קוריאה	2.5%	1.5%	0%	

אירופה

חזרתו של טראמפ מטלטלת את השווקים

כלכלת **גוש היורו**, דשדשה בשנים האחרונות, ברקע מגפת הקורונה שהובילה כמו בשאר העולם להאצה באינפלציה עד לרמה דו ספרתית, ובעקבותיה להעלאות ריבית. בחודשים האחרונים האינפלציה התייצבה ברמה נוחה, ובתוך כך, הבנק המרכזי ביצע כבר 8 הורדות ריבית רצופות. ועדיין, אירופה מאותגרת ע"י צמיחה חלשה, **והחזרה של טראמפ לבית הלבן, מאיימת על התאוששותה.**

הצגת מדיניות הסחר החדשה של טראמפ באפריל האחרון טלטלה את כל שותפות הסחר של ארה"ב. לפיה, יחולו מכסים גבוהים על היצוא מאירופה לארה"ב, ומכסים גבוהים במיוחד על יצוא הפלדה והאלומיניום, מה שצפוי להכביד על תעשיית הרכב האירופית המהווה רכיב משמעותי בכלכלת הגוש, אשר מתמודדת עם המעבר לרכבים חשמליים ומהתחרות הגוברת מצד יצרניות סיניות. במקביל, מדיניות הסחר של טראמפ ערערה את בטחון המשקיעים והרחיקה אותם מהנכסים הדולריים. תשואות האג"ח האמריקאיות הגיבו בעליית תשואות, הדולר נחלש בעולם ומנגד היורו

הבינלאומי חולקת ניירות ערך יחידת הייעוץ והמחקר

התחזק, וזאת למרות הורדות הריבית שביצע הבנק המרכזי. נתון זה תומך ביבוא לגוש, אולם עלול להחליש יותר את הצמיחה, לכן ידרשו השקעות ותמריצים לעידוד הסקטורים המקומיים, ביניהם חברות הצריכה, הביטחון והתשתיות. בנוסף, הביקורת של טראמפ על ההשתתפות הדלה של אירופה בהגנה המשותפת של נאט"ו, אילצה את הארגון השבוע להגיע להסכם לפיו **מדינות נאט"ו יעלו את תקציב הביטחון ל-5% מהתוצר השנתי**, כאשר 3.5% מהתוצר יופנה להוצאות הגנה צבאיות, ו-1.5% ממנו להגנה על תשתיות, רשתות וחיזוק התעשייה הביטחונית, אזרחית וכד'. בימים אלו אמורים להתגבש בין היתר, הסכמי הסחר בין אירופה לארה"ב, בתקווה שאי הוודאות הגלובלית סביב מלחמת הסחר תגיע לסיומה.

בגרמניה, הכלכלה השלישית בגודלה בעולם, הכלכלה מתקשה לצמוח. תעשיית הפלדה המפוארת של גרמניה נפגעה על רקע הצפת השוק ע"י מתחרתה סין בסחורות, בעיקר פלדה, אותם מכרה במחירי הפסד. תעשיית הרכב הגרמנית, מהגדולות והמפוארות בעולם, חווה בימים אלה טלטלה גדולה בעקבות זינוק בייצור הרכב הסיני שהיטה לגמרי את מאזן הסחר בין שתי המדינות, כאשר סין הפכה מלקוחה למתחרה. בנוסף, מדיניות המכסים של טראמפ על אירופה בכלל ועל יצוא הפלדה והאלומיניום בפרט, מעלים את אי הוודאות בתעשייה המקומית ועתיד הכלכלה הגרמנית בהמשך. מבחינת תמחור, מדד דאקס הגרמני שבר שיא נוסף ביוני, וביצועיו היו חזקים יותר יחסית למדדים בארה"ב, ועדיין מכפיל הרווח של המניות נמוך יותר (18) לעומת מקביליו בארה"ב (24).

כלכלת **בריטניה** רשמה באפריל האחרון התכווצות מפתיעה של 0.3% בתמ"ג כאשר מגזר הייצור הוביל את הירידה עם האטה של 0.6% בפעילות, ובמגזר השירותים נצפתה האטה של 0.4%. מנגד, פעילות הבנייה צמחה ב-0.9%, ובשלושת החודשים האחרונים התמ"ג הבריטי צמח ב-0.7%. לאחר זינוק באינפלציה בעקבות הקורונה, האינפלציה האטה לרמה של 3.4% לגבי הריבית, הבנק המרכזי מתחילת 2024 החל להוריד אותה (4 פעמים) מרמתה בשיא בשיעור של 5.25% לרמתה כיום 4.25%. ביוני האחרון הריבית נשארה ל"ש אולם הצפי הוא ל-2 הורדות נוספות עד סוף השנה כשבדומה לארה"ב, הנתונים הכלכליים הם שיקבעו את המשך המדיניות המוניטרית. מבחינת ההתפתחויות במלחמת הסחר, בריטניה היא המדינה הראשונה עמה נחתם הסכם סחר מול ארה"ב אשר כולל בין היתר הקלות מכסים לרכבים, תעופה ופלדה. מדד המניות העיקרי בבריטניה, FTSE100, עלה מתחילת השנה בכ-8%, כשאת חלק מהעלייה ניתן לזקוף להסתת כספים מהשוק האמריקאי לשוק המניות הבריטי בעקבות מלחמת הסחר הגלובלית. הממשלה הבריטית בדומה לאיחוד האירופי, הגדילה את תקציב הביטחון וההשקעות הביטחוניות עם תוכנית בהיקף של 1.5 מיליארד פאונד (2 מיליארד \$) להקמת לפחות 6 מפעלים לייצור כלי נשק וחומרי נפץ. בתוך כך, בלטו לחיוב מניות ההגנה והביטחון. מבחינת תמחור, תשואת מדד המניות FTSE100 מתחילת השנה גבוהה מביצועי המדדים בארה"ב, ומכפיל הרווח שלו נמוך מאוד (סביב 13).

כלכלת **ספרד** הציגה צמיחה חזקה ב-2024 הודות להקלות המוניטריות של הבנק המרכזי באירופה, תיירות משגשגת, שוק עבודה איתן וצריכה פנימית חזקה. ספרד פחות חשופה למלחמות הסחר מאשר שווקים אחרים באירופה מאחר והיא תלויה פחות ביצוא לארה"ב. מבחינת התמחור, מדד המניות IBEX35 הניב למשקיעים תשואה של קרוב ל-20% מתחילת השנה, ולמרות זאת, מכפיל הרווח הממוצע נמוך משמעותית לעומת השווקים המערביים.

סיכום

אחרי שנים מאתגרות שכללו את מגפת הקורונה והמלחמה בין רוסיה לאוקראינה, בעיית ההגירה והצמיחה הנמוכה, כעת היבשת מתמודדת עם השלכות מלחמת הסחר שטרם הגיעה לקו הסיום. בשנה האחרונה הבנק המרכזי השתלט על האינפלציה הגבוהה וביצע כבר 8 הורדות ריבית השנה. ביצועי מדדי המניות העיקריים באירופה היו גבוהים ממקביליהם בארה"ב על אף שהם מאופיינים בחברות ערך בשונה מהרכב המדדים בארה"ב המאופיינים לרוב במניות צמיחה, ועדיין המכפילים שלהם נמוכים מהם.

שוקי המזרח

סין, הודו, דר' קוריאה ויפן

סין - הכלכלה השנייה בגודלה בעולם, הציגה צמיחה של 5.4% בשנה האחרונה עפ"י נתוני הרבעון האחרון, בדומה ליעדי הצמיחה של הממשל הסיני אשר מעוניין להגדיל את תרומת הצריכה של משקי הבית לכ-60-70% ע"י עידוד הצריכה באמצעות הקלות מס, תוכניות רווחה למשפחות ותמריצים לפיתוח הטכנולוגיה בדגש על ה-AI והתיירות. אתגר נוסף של הממשל הוא חיזוק סקטור הנדל"ן שנמצא במשבר בשנים האחרונות, ע"י תמרוץ המערכת הפיננסית. מגזר הייצור מציג חולשה כאשר מדד מנהלי הרכש נמצא מתחת ל-50 נק' המאפיין כלכלה מתכווצת, לעומת זאת המגזר הלא יצרני (שירותים) נמצא בהתרחבות. כלכלת סין "סובלת" מאינפלציה נמוכה עד שלילית על רקע החולשה בצריכה כאמור, והריבית (הלואות לשנה) ירדה מרמה של 3.8% לאחר הקורונה לרמה של 3% כיום.

הבינלאומי מחלקת ניירות ערך יחידת הייעוץ והמחקר

ההתפתחויות במלחמת הסחר- לאחר הטלת מכסים אגרסיביים של עד 145% על סחורות סיניות המיוצאות לארה"ב, ולאחר הודעה על מכסי תגמול של 125% מצד סין, הושגה הפוגה זמנית לפיה שני הצדדים הורידו את המכסים ב-115% לתקופה של 90 ימים (עד ה-9 ביולי). **בסוף השבוע הנשיא טראמפ הכריז כי נחתם הסכם בין שתי המעצמות אולם פרטיו טרם נמסרו.**

חשוב לציין כי לאירועים סביב מלחמת הסחר היתה השפעה ישירה על שוק ההון הסיני ובאסיה בכלל, ומשך מאחר ואין עדיין וודאות בנושא, תתכן תנודתיות פתאומית בשווקים אלו ובסין בפרט. מבחינת תמחור, מדד המניות של סין היבשתית (CSI300) שמר על יציבות מתחילת השנה, עם מכפיל רווח נמוך של כ-15.

דרום קוריאה - לאחר בחירתו של הנשיא לי ג'אה מיון בתחילת יוני השנה, מדד המניות הקוריאני קוספי זינק ב-7%, העלייה הגבוהה ביותר ב-3 שנים אחרונות. ממשלתו החדשה מקדמת רפורמות תאגידיות, הטבות מס ותמיכה בשוק ההון המקומי. הבנק המרכזי הוזיל את הריבית מ-3.5% בשיא ל-2.5%, בניסיון לתמוך בצמיחה החלשה, מה שמספיע לחיוב על שוק המניות. בנקי השקעות גדולים שיפרו את תחזיות הצמיחה לכלכלה הדר' קוריאנית לשנה הקרובה, והעלו את מחירי היעד למדד המניות. כלכלת דר' קוריאה מונעת ע"י צמיחה בענפים אסטרטגיים, רפורמות תאגידיות, תמיכה ממשלתית וכניסה מאסיבית של משקיעים זרים, אשר בחודש האחרון הזרימו כ-1.5 מיליארד \$ לשוק, זרם משמעותי ראשון מאז יולי 2024 לתוך מגזרים כגון שבבים, פיננסים, טכנולוגיה ותשתיות.

הודו - כלכלת הודו ממשיכה להציג שיעורי צמיחה גבוהים עם צפי צמיחה של סביב 6% בשנים הקרובות, על רקע ביקוש פנימי חזק שמונע מעידוד צריכה ביתית ותמיכה ממשלתית. האינפלציה התמתנה משיא של סביב 7% במרץ 2022 לרמה של כ-2.8% כיום. לגבי הריבית, הבנק המרכזי הוריד את הריבית מ-6.5% בשיא ל-5.5% כיום. מבחינת מדיניות הסחר מול ארה"ב, שיחות הסחר בין שתי המדינות נתקלו בקשיים בעיקר סביב המכסים על חלקי רכב, פלדה ומוצרים חקלאיים.

מבחינת תמחור, השוק ההודי חווה ירידה חדה החל מהרבעון האחרון של שנת 24 עקב הסטת כספים לשווקים אחרים בדגש על סין, אולם מאפריל האחרון, לאחר השקת מדיניות הסחר האגרסיבית של טראמפ, המדדים שינו כיוון ועלו משמעותית עם מכפיל רווח סביב 23.

יפן - הצמיחה האיצה ואיתה האינפלציה. ברבעון הראשון של השנה המשק היפני שמר על יציבות אך בשנה כולה צמח ב-3.3%. כעת הצפי הינו להאטה לקצב של כ-1%. במקביל, האינפלציה ביפן מאיצה והבנק המרכזי נאלץ לצאת ממדיניות האפס ריבית ו"להקפיץ" את הריבית מ-0.1% עד ל-0.5% כיום. מבחינת צמיחת הכלכלה, השפעת מלחמת הסחר - במסגרת מדיניות הסחר של טראמפ, הוגדלו מכסים ספציפיים ל-24% על יפן ו-25% על רכבים ואביזרים יפניים. המכסים הובילו לפגיעה קשה בענף הרכב ביפן, ויצרניות רכבים חתכו את תחזיות הרווח. עד עתה, למרות מו"מ כשכלל כמה וכמה פגישות וגם פסגת G7, לא הושגו פשרות משמעותיות. יפן החלה במקביל לחזק את קשריה עם CPTPP - הסכם הסחר חופשי בין 11 מדינות באזור האוקיינוס השקט, אירופה סינגפור ודרום קוריאה, אולם ניכרת ההשפעה השלילית של מגבלות הסחר על הייצוא היפני לארה"ב.

מבחינת שוק ההון- לאחר עליה מרשימה של כ-19% ב-2024, מדד Nikkei 225 מדשדש השנה. מבחינת תמחור, מכפיל הרווח של המדד כיום סביב 20.

אנו מאחלים בשורות טובות, לכם/ן ולכל בית ישראל.

פרסום זה אינו מהווה המלצה, ייעוץ או חוות דעת בנוגע לכדאיות השקעות ואינו יכול לבוא במקום ייעוץ המותאם לנתוניו, צרכיו ומטרותיו של כל אדם. הפרסום הוכן על ידי מחלקת המחקר של הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ (להלן: "הבנק") לצרכי הבנק, ולא הותאם לצרכיו הבלעדיים או המיוחדים של מי ממקבלי הפרסום ואין להסתמך עליו לצורך ביצוע פעולות על פי האמור בו, או כתחליף לייעוץ המותאם לנתוניו, צרכיו ומטרותיו של כל אדם. הבנק אינו מתחייב כי פעולה בהתאם לפרסום ו/או בהסתמך עליו תניב תשואה מסוימת או מינימאלית, ויתכן כי השקעה בניירות הערך המפורטים בפרסום, ככל שמפורטים, יכול שתהיה השקעה הכרוכה בסיכונים מיוחדים. הבנק לא יהיה אחראי בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם כתוצאה משימוש בפרסום זה. הבנק, תאגידים הקשורים אליו, בעלי מניותיו וחברות בשליטתם עוסקים, בין היתר, במתן שירותי חיתום, ניהול השקעות, ניהול קרנות נאמנות (עד לא יאוחר מהמועד האחרון שבו על פי החוק על קבוצת הבנק למכור אחזקותיה בחברה לניהול קרנות נאמנות) וניהול קופות גמל. מובהר, כי הפרסום עשוי לכלול סקירות של ניירות ערך המונפקים על ידי מי מהתאגידים האמורים ו/או שהתאגידים האמורים מחזיקים ו/או יחזיקו ו/או ירכשו ו/או ימכרו ניירות ערך כאמור.