

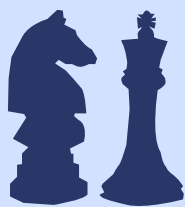
סקירה כלכלית ושווקים פיננסים



כלל x ביטוח ופיננסים

הניתוח הכלול במסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, אינו מתיימר להוות ניתוח מלא או להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, אינו מתחשב בנתונים ובצרכים הספציפיים של המשקיע הפוטנציאלי, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים אחרים. המידע בפרסום זה עדכני למועד פרסומו לראשונה.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים מנוחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה.

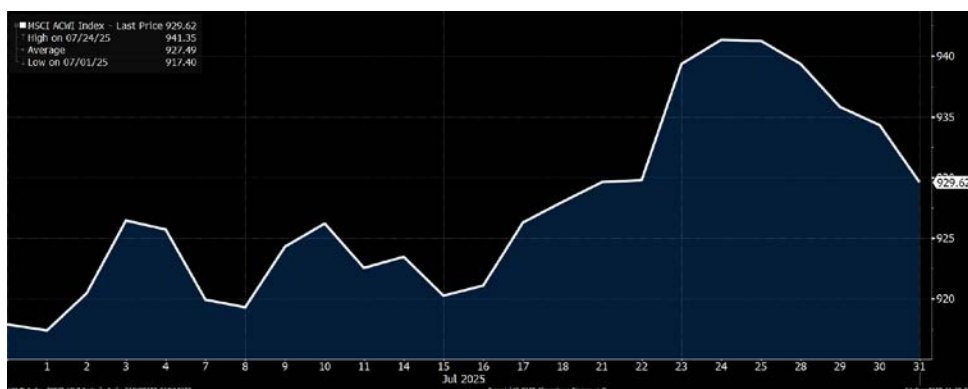


שווקים על רקע מגמות האינפלציה, סחר ומדיניות מוניטרית

יולי 2025 התאפיין בשילוב של אופטימיות זהירה וחששות מתמשכים. בישראל, סיום מבצע צבאי משמעותי, שכונה "עם כלביא", הוביל להפסקת אש עם איראן, מה שהביא לירידה ניכרת בפרמיית הסיכון של המדינה. מדדי המניות בתל אביב זינקו, תשואות האג"ח הממשלתיות ירדו, והשקל התחזק משמעותית. עם זאת, פרמיית הסיכון נותרה גבוהה בהשוואה לרמות שלפני מלחמת "חרבות ברזל", מה שמשקף את המשך אי-הוודאות הגיאופוליטית, ואת העובדה כי ישראל עדיין לא מצליחה להגיע למצב של סוף הלחימה.

ברמה הגלובלית, שווקי המניות בארצות הברית המשיכו להפגין חוסן במרבית החודש. חודש יולי 2025 נפתח באופטימיות מסויגת והסתיים בתחושת ערעור בטחון הולכת ומעמיקה. המשקיעים וקובעי המדיניות מצאו עצמם מתמודדים עם מציאות כלכלית עיקשת: חששות מהשפעות המכסים על האינפלציה שחוזרת להתגבר בארצות הברית, האטה ברורה בכלכלת ארה"ב, התלקחות מחודשת של מתחים בין סין לארצות הברית, וסימנים מדאיגים לכך שהשווקים הפיננסיים מתחילים לתמחר מחדש את הסיכונים, לאור הסטטוס הנוכחי של מלחמת הסחר. העובדה כי בחודש זה חוינו פרסום מדד מחירים גבוה מהצפי ודוח תעסוקה חלש מהצפי בהחלט לא עזרו לשווקים לקרוא סוף החודש ותחילת אוגוסט.

מדד המניות העולמי – יולי 2025



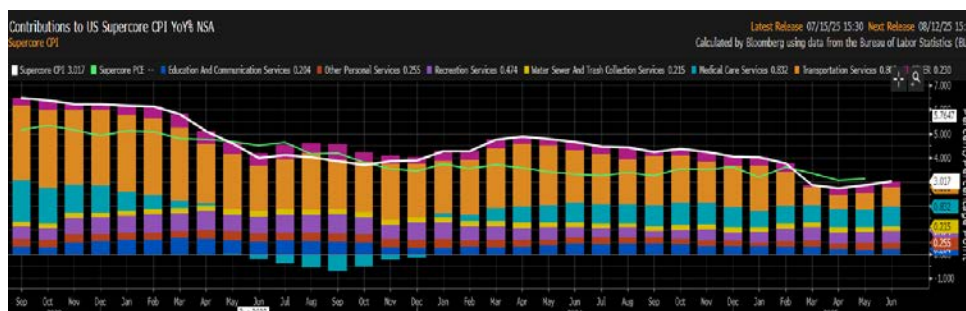
מקור – בלומברג, כנף

בעוד שחלק מהכלכלנים עדיין מקווים לנחיתה רכה, הנתונים והתפתחויות החודש האחרון מחזקים תרחיש של נחיתה פחות מבוקרת, או לפחות מסובכת הרבה יותר מהתחזיות שהובילו את סוף שנת 2024 ותחילת שנת 2025.

האירוע המרכזי של חודש יולי בשוק האמריקאי היה ללא ספק פרסום מדד המחירים לצרכן (CPI) שרכיב הליבה בו עלה ב-0.3% לחודש – קצב חודשי שעקף את ציפיות השוק, והוביל לעלייה באינפלציית הליבה השנתית לרמה של 2.9%. התגובה בשווקים לא איחרה לבוא כשתשואות האג"ח הממשלתיות האמריקאיות זינקו, במיוחד בטווחים הקצרים, כאשר המשקיעים מתחילים להפנים שתהליך הורדת הריבית שהפך רמז עליו בתחילת השנה – יידחה שוב.

אם מסתכלים על מדד המחירים לצרכן בגרסת ה SUPERCORE שלו, שמלמד ממש על הליבה של שירותים שצורך הצרכן, אזי ניתן לראות כי מאז חודש מרץ 2025 יש התייבבות ואולי אפילו עלייה קלה, מה שלכל הפחות מעורר חשד וספק בעיניים הבוחנות של הפד.

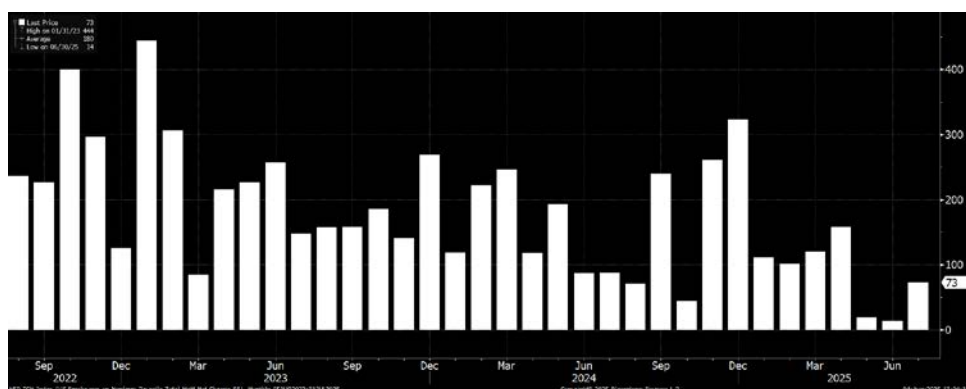
מדד מחירים לצרכן – Supercore – שלוש שנים אחרונות



מקור – בלומברג, כנף

דוח התעסוקה שפורסם ממש ביום שישי האחרון, לימד על המשך חולשה מהותית של הכלכלה האמריקאית. מה שהכה את המשקיעים בהלם היה בעיקר העדכון מטה של נתוני יצירת המשרות בחודשיים האחרונים (כמעט 300 אלף כלפי מטה). העדכון הביא את המספר הממוצע של יצירת המשרות בשלושת החודשים האחרונים על כ-35 אלף משרות בלבד. החשש הוא שמשקי הבית עם נקודת פתיחה הכוללת רמת חסכון נמוכה, שוק עבודה נחלש ופגיעה כתוצאה מהטלת המכסים יתקשו להמשיך בהצגת ביקושים צומחים שיתמכו בצמיחת הכלכלה ורווחיות החברות.

היקף יצירת המשרות החודשית במשק האמריקאי – שלוש שנים אחרונות



מקור – בלומברג, כנף

אם אנו בוחנים את החלטת הריבית האחרונה של הפד בהמשך לנתונים שפורסמו, אנו רואים חזרה על תמצית השקפתו של יו"ר הפד בחודשים האחרונים. המשמעות היא שהפד (לפחות כל עוד הוא תחת הובלת פאוול), לא ממהר להוריד את הריבית והוא נחרץ בצורך להמתין לראות את השפעת מלחמת הסחר על אינפלציית הסחורות. החשש הגדול של הפד הוא שהסמיכות לאינפלציה של שנים 2022-2024 יכולה להעיר את השד מרובצו, לכן אין למהר עם הורדת הריבית, לפחות כל עוד הנתונים הכלכליים לא נחלשים משמעותית.

מלחמת הסחר

מלחמת הסחר הגלובלית, שהסלימה באפריל 2025 עם הכרזתו של הנשיא האמריקאי דונלד טראמפ על צונאמי של מכסים על כל מדינות העולם. לאחר מכן נוצרה הפוגה, עם דחיית המכסים ב-90 יום וכניסה למהלך מאסיבי של משא ומתן בין ארה"ב לכל שאר המדינות. חודש יולי 2025 עמד בסימן של התדרדרות מחודשת אך איטית מבחינת תוצאות המשאים ומתנים. אנו למדנו כי חלק ניכר מההסכמים עם המדינות המרכזיות ובראשן יפן ואירופה, נגמרו

עם מכסים של 15% והתחייבויות משמעותיות של יפן ואירופה להשקעה ורכש בארה"ב. הסכמים אלו משפרים את מצבה של ארה"ב, אך מטריד כי חלק ניכר מהפרטים על אופן היישום לא גובשו ולא פורסמו.

מול מרבית המדינות לא הגיעו כלל להסכם, וכעת טראמפ החליט על שורה של מספרי מכסים חד צדדיים בטווח של 10% עד 41%. מחלקת המחקר של YALE, שעוקבת אחר ההתפתחויות בגזרה הזו פרסמה כי הרמה הממוצעת של המכס האמריקאי עומדת כעת על כ 19%-18%, לא רחוק כלל מהרמה ההתחלתית של אפריל 25. הדבר מעלה את השאלה, האם השוק לא אדיש מדי ביחס לתוצאות מכסי הסחר והאם לא תיווצר פה פגיעה משמעותית מהמצופה על ידי המשקיעים בסיכומו של דבר. בהקשר זה מכון המחקר של YALE פרסם גם מחקר כי המכסים צפויים לפגוע באופן ממוצע במשק בית אמריקאי בהיקף של \$2400 ברמה שנתית. אם כך יהיה הדבר, אנו רחוקים מאוד מסיום חיובי של האירוע.

מכס אפקטיבי ממוצע על יבוא לארה"ב – על פי מחלקת המחקר של YALE

Figure 3. U.S Average Effective Tariff Rate Since January 1, 2025

Policy as of July 31, Pre-Substitution
Percent of goods import

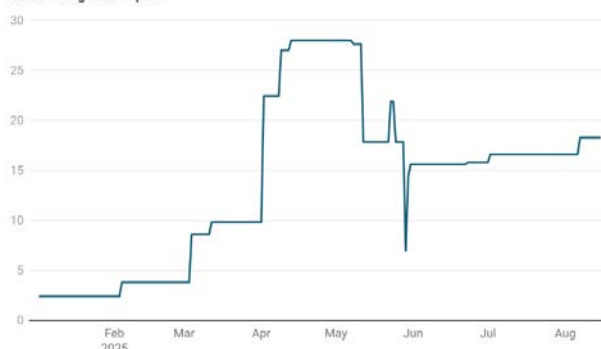


Chart: The Budget Lab • Source: The Budget Lab analysis • Created with Datawrapper

מקור – YALE

לסיכום:

חודש יולי היה חיובי במרבית השווקים, אבל השווקים מתמודדים עדיין עם חוסר בהירות, לא רק בכלכלה אלא גם במדיניות הכלכלית והגיאופוליטית. חודש יולי 2025 היה חודש של חידוד מגמות ולא של שינוי כיוון. האינפלציה מטרידה שוב את המשקיעים, מלחמת הסחר עדיין כאן, והשווקים מגיבים בהתאם – לא בפאניקה, אבל בזהירות הולכת וגוברת.

עבור משקיעים, רגולטורים וחברות – המסר ברור: עידן הוודאות המוניטרית לא צובר תאוצה והורדות הריבית אינן מובנות מאליהן ובכלל אנו בעידן שבו השאלות הפתוחות רבות מהתשובות. ומי שלא לגמרי מבין למה הכוונה במשפט זה, מספיק לראות את הקללות וההעלבות החוזרות של הנשיא טראמפ כלפי יו"ר הפד פאוול. אם לא די בכך, מטריד היה לראות את העובדה כי לאחר פרסום דוח התעסוקה האחרון, פיטר הנשיא טראמפ את יו"ר הלמ"ס בארה"ב, תוך טענה כי היא לא יודעת למדוד את הנתונים ורמיזה שהיה פה גם זדון פוליטי. אנו כה רגילים לחדשות מוזרות עד שאפילו אירוע כזה שבימים כתיקונם היה פוגע בביטחון המשקיעים, אבל כעת נראה כי רף הרגישות שלנו הפך גם הרבה יותר.

תעשו טוב!

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי