

### תמצית

1. **שווקים / מלחמת סחר** - דיווח ברויטרס בשישי כי טראמפ מתכנן להכריז על מכסים הדדיים על מדינות רבות בתחילת השבוע העיב על שוקי המניות (**עמוד 2**).

2. **בארה"ב** - נתוני התעסוקה הצביעו אמנם על המשך שוק תעסוקה 'הדוק', אך כהגדרת יו"ר הפד - מכלול הנתונים מצביע על שוק פחות 'הדוק' מזה שנרשם טרום משבר הקורונה וכזה אשר אינו תומך בהאצת האינפלציה. השוק מתמחר עתה בין הורדת ריבית אחת לשתיים בשנה הקרובה, ו-Terminal rate ברמה של כ- 3.95% (**עמודים 2-5**).

3. **באירופה** - נתונים כלכליים חלשים בשילוב עם התמתנות לחצי השכר, הובילו לכך שהשוק ממשיך לתמחר עוד 3-4 הורדות ריבית בשנת 2025 (**עמוד 5**).

4. **בסין** - פרסומים על שיחה צפויה בין מנהיגי ארה"ב וסין מיתנו במעט את החששות כי המצב בין שתי המעצמות הגדולות בעולם יסלים למלחמת סחר כוללת (**עמוד 6**).

5. **ביפן** - פרסום נתונים על עלייה חדה בשכר ובהוצאות משקי הבית, תמכו בעליית תשואת אגרת החוב היפנית ל- 10 שנים לרמתה הגבוהה ביותר מאז 2011 (**עמוד 7**).

6. **אינפלציה** - תחזית מדד ינואר נותרת על 0.50%, ותחזית מדד פברואר על 0.40%. תחזית האינפלציה לשנה הקרובה נותרת על 2.80% (**עמודים 10-12**).

7. **שקלי / צמוד** - באופן שאינו שכיח, ציפיות האינפלציה בשוק האג"ח נמוכות עתה מרמת הציפיות בעקום ה- OTC לאורך כמעט כל העקום (**עמוד 13**).

8. **מח"מ תיק מקומי** - השיפוע 5-10 בשוק האג"ח הממשלתי ירד בחדות ל- 11bp (+) (לעומת +17bp בעקום ה- IRS) (**עמודים 14-15**).

9. **שוק המט"ח** - הגופים המוסדיים הורידו את חשיפתם למט"ח בחודש דצמבר - מכרו נטו כ- 3.7 מיליארד דולר. עם זאת, בסיכום שנת 2024 המוסדיים רכשו, נטו, כ- 12.3 מיליארד דולר, לאחר רכישות של כ- 22.5 מיליארד דולר ב- 2023 וכ- 17.7 מיליארד דולר ב- 2022. אנו נותרים בהערכתנו כי הגופים המוסדיים לא יגדילו בשנת 2025 את חשיפתם למט"ח - עובדה אשר תתמוך, להערכתנו, בהמשך התחזקות השקל (**עמודים 15-16**).

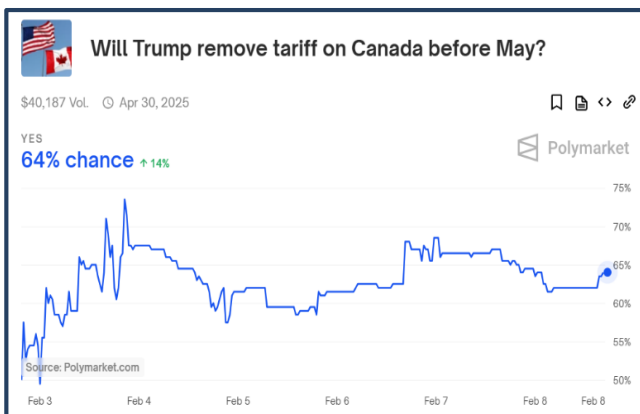
ריביות		
4.50%	ריבית ב"י	
4.50%	הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה	
4.00%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים	
3.91%	FRA 9*12 IRS Curve	
אינפלציה		
0.50%	תחזית פועלים חודש ינואר	
-0.32%	מקדם עונתית ינואר	
0.40%	תחזית פועלים חודש פברואר	
0.07%	מקדם עונתית פברואר	
2.80%	תחזית אינפלציה 12M	
סחורות		
שינוי שבועי	ערך	
-0.4%	1097	
-0.2%	6772	
-3.6%	253	
שינוי שבועי	ערך	
עקומי האג"ח/IRS		
-0.09%	-0.20%	מרווח ישראל - ארה"ב 10Y (נכון לסיום המסחר חמישי)
-0.10%	0.10%	שיפוע 2-10 ישראל - שוק אג"ח
0.00%	0.40%	שיפוע 10-30 ישראל - שוק אג"ח
-0.01%	2.41%	ציפיות אינפלציה 5Y/5Y ישראל - שוק האג"ח
שינוי שבועי	ערך	
עלויות גידור		
-0.02%	0.89%	עלות גידור דולר/שקל - 1Y
-0.04%	0.66%	עלות גידור דולר/שקל - 3M (במונחים שנתיים)

### מאקרו

#### שווקים / מלחמת סחר

- דיווח ברויטרס בשישי כי טראמפ מתכנן להכריז על מכסים הדדיים על מדינות רבות בתחילת השבוע העיב על שוקי המניות – ראו ציטוט מהכתבה: "I'll be announcing that, next week, reciprocal trade, so that we're treated evenly with other countries".
- חרף הירידות בשישי - בסיכום שבוע מסחר תנודתי מדד ה- S&P 500 ירד בכ- 0.2% בלבד (-0.5% בנאסד"ק). באירופה מדד ה- Europe Stoxx 600 אף עלה השבוע ב- 0.6% לרמת שיא חדשה - גרף 1.
- לאחר ירידה חדה בתחילת השבוע, מדדי המניות בעולם עלו עד יום שישי בשל אופטימיות המשקיעים כי דחיית העלאת המכסים על מקסיקו וקנדה ל- 04 למרץ מעידה על כך שטראמפ משתמש באימוני בעיקר לצורך השגת תנאים טובים יותר "לעסקה" עם שותפות הסחר של ארה"ב<sup>1</sup>.
- שוקי ההימורים מתמחרים סבירות של כ- 64% לכך שטראמפ יסיר את אימויו להעלאת מכסים על קנדה ומקסיקו עד חודש מאי – גרף 2.
- בהקשר לכך נציין שבשל דחיית העלאת המכסים - המטבע הקנדי (CAD) התחזק השבוע קלות, זאת לאחר שירד בסוף ינואר לרמתו הנמוכה ביותר ב- 9 השנים האחרונות.

גרף 2



גרף 1



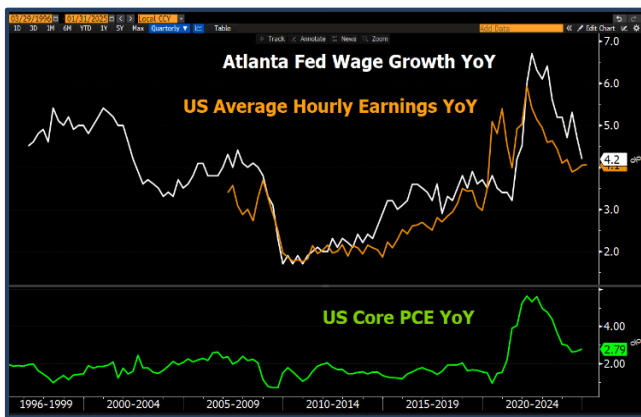
#### בארה"ב

- נתוני התעסוקה שפורסמו בשישי הצביעו אמנם על המשך שוק תעסוקה 'הדוק', אך כהגדרת יו"ר הפד, פאוול - מכלול הנתונים מצביע על שוק תעסוקה פחות 'הדוק' מזה שנרשם טרום משבר הקורונה וכזה אשר אינו תומך בהאצת האינפלציה:

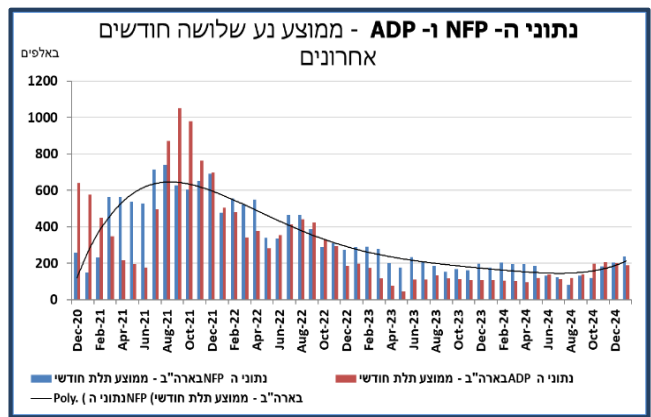
<sup>1</sup> טראמפ דחה את הטלת המכסים על קנדה ומקסיקו עד ה-4 במרץ, לאחר שנשיאת מקסיקו הסכימה לפרוס 10,000 חיילים בגבול כדי למנוע הברחת סמים ומהגרים בלתי חוקיים. ראש ממשלת קנדה טרודו הכריז על צעדים נוספים לחיזוק הביטחון בגבול, כולל מינוי "צאר פנטנל" והשקעה במודיעין. טראמפ ציין שהעיכוב נועד לבחון אפשרות להסכם כלכלי עם קנדה ומקסיקו.

- ← דו"ח התעסוקה (NFP) הצביע על גיוס של 143 אלף עובדים בינואר (צפי ל-175K), אך נתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מעלה ב-100 אלף משרות, כך שהיקף הגיוס החודשי הממוצע בשלושת החודשים האחרונים עלה ל-237 אלף – גרף 2.
- ← היקף גיוס העובדים למגזר הממשלתי עמד בינואר על 32 אלף (בדומה לקצב החודשי הממוצע בשנת 2024 – 38 אלף). בהינתן תשומת לב ממשל טראמפ בייעול המגזר הציבורי, סביר להניח כי היקפי הגיוס למגזר הציבורי יתמתנו בשנה הקרובה.
- ← סקר כח האדם הצביע על ירידת שיעור האבטלה ל-4.0% (צפי ל-4.1%), זאת במקביל לעלייה (מעודדת) בשיעור ההשתתפות בכח העבודה.
- ← עוד בנימה 'ניצית' - השכר הממוצע עלה ב-4.1% YoY (צפי ל-3.8%) – עדיין קצב עלייה מתון בהשוואה למגמה בשנים האחרונות – גרף 4.

גרף 4



גרף 3

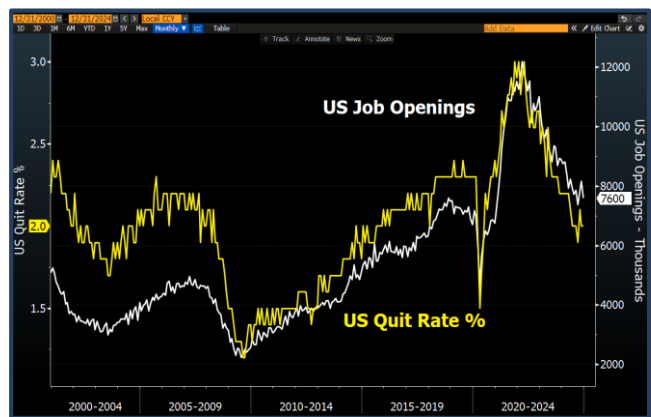


- ← מאידך, נתוני ה- Jolts הצביעו על ירידה חדה במספר המשרות הפנויות לרמה השנייה הכי נמוכה מאז תחילת 2021 - גרף 5. בנוסף, 'שיעור ההתפטרות' נותר בקרבת רמתו הנמוכה ביותר מאז יוני 2020.
- ← 'שיעור המשרות הפנויות לכל מובטל' (Job Openings Per Unemployed Person) ירד בדצמבר בחדות לרמה של 1.11, מתחת לרמתו בשנים 2018-2019, אז עמד על כ-1.2 - גרף 6.

גרף 6

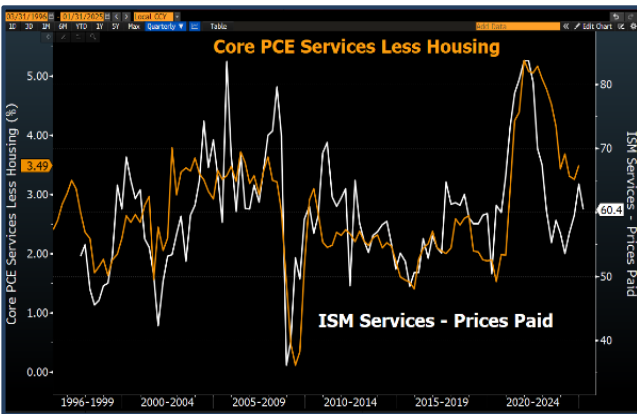


גרף 5

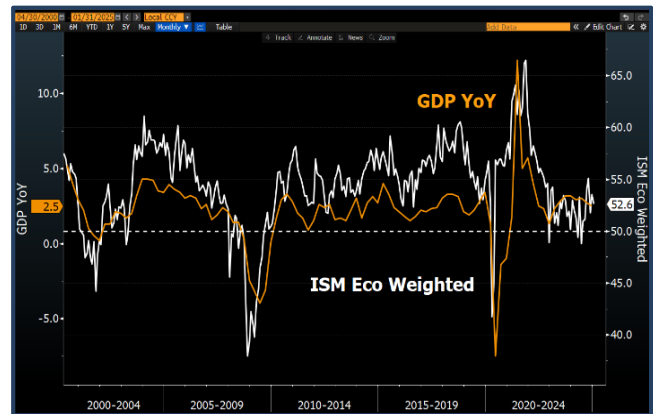


- בצד הכלכלה - מדד ה-ISM המשוקלל ירד בינואר קלות, אך נותר ברמה המצביעה על צפי להמשך צמיחה נאה של הכלכלה (אומדן ה- GDP Now צופה בינתיים צמיחה של 2.9% ב- Q1) – גרף 7.
- ← מדד ה- ISM Man. עלה בינואר לרמתו הגבוהה ביותר מאז ספטמבר 2022 (50.9 נק' לעומת צפי ל- 50.0), בתמיכת העלייה החדה ברכיב 'הזמנות חדשות' לרמה הגבוהה ביותר מאז מאי 2022.
- ← מדד ה- ISM Services ירד, מאידך, ב- 1.3 נק' ל- 52.8 נק' (צפי ל- 54.0), על רקע ירידה חדה ברכיב 'הזמנות חדשות' ל- 51.3 נק'.
- ← רכיב 'מחירים מבוקשים' במדד של ענפי השירותים ירד בינואר בחדות ל- 60.4 נק' (צפי ל- 65.1) - גרף 8.
- 8. נזכיר כי העלייה החדה ברכיב זה בדצמבר הובילה לפני כחודש לחששות מהאצה מחודשת באינפלציה.

גרף 8



גרף 7



- מדד אמון הצרכנים של אונ' משיגן ירד בתחילת פברואר לרמתו הנמוכה ביותר בשבעת החודשים האחרונים, אם כי ציפיות האינפלציה לשנה הקרובה ול- 5-10 שנים עלו.
- לסיום נציין כי התבטאויות חברי הפד השבוע היו מעורבות:

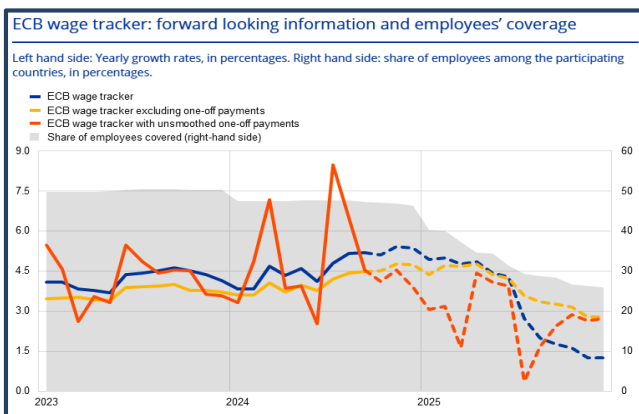
- ← בצד ה'יוני' - סגן יו"ר הפד, Jefferson, אמר כי הריבית צפויה להמשיך ולרדת באופן הדרגתי ( "a gradual reduction in the level of monetary policy restraint - the most likely outcome"), אך במקביל הוסיף כי הפד לא צריך למהר ("I do not think we need to be in a hurry to change our stance").
- ← בנימה 'ניצית' יותר, חבר הפד Goolsbee אמר כי במידה והאינפלציה תחזור לעלות בשנת 2025, יהיה לפד קשה לדעת האם זאת תוצאה של העלאת מכסים (אפשרית), או בשל התחממות יתר של הכלכלה "If we see inflation rising or progress stalling in 2025, the Fed will be in the difficult position – of trying to figure out if the inflation is coming from overheating or if it's coming from tariffs"
- ← חבר הפד Logan אמר כי גם אם האינפלציה תרד ל- 2% הפד לא צריך בהכרח למהר ולהוריד את הריבית. "it wouldn't necessarily allow the FOMC to cut rates soon, in my view".

- לסיכום - השוק מתמחר עתה בין הורדת ריבית אחת לשניים בשנה הקרובה (-36bp), וכי הריבית תיעצר בסוף ה-Cycle הנוכחי (Terminal rate) ברמה של כ-3.95%.

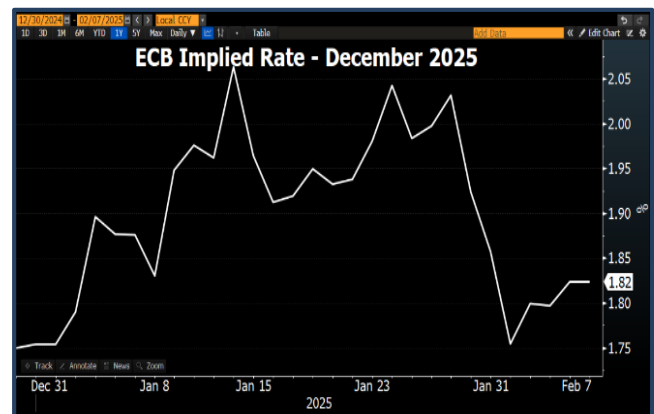
### באירופה

- נתונים כלכליים חלשים בשילוב עם התמתנות לחצי השכר באירופה, והתגברות החששות כי טראמפ יממש את איומיו להטלת מכסים בשיעור של 10% על מוצרים מהיבשת, הובילו לכך שהשוק ממשיך לתמחר עוד כ-3-4 הורדות ריבית (-84bp) של ה-ECB בשנת 2025, לרמת ריבית של 1.82% בסוף השנה - גרף 9, עובדה אשר תמכה השבוע בירידת תשואות ה-Bund הגרמני לאורך העקום.
- בצד הגורמים הנוספים התומכים בהמשך הורדת הריבית, נציין את פרסום ה-ECB ביום שישי כי הריבית הניטרלית ארוכת הטווח ( $r^*$ ) עומדת להערכת כלכלני הבנק על בין 1.75% ל-2.25% - משמע ריבית הפיקדונות הנוכחית (2.75%) עדיין מאד מרסנת...

גרף 10 (מקור - ECB)



גרף 9



- ה-ECB גם פרסם השבוע שלפי אומדן הבנק - קצב עליית השכר (Wage Tracker) צפוי להתמתן מאד בשנת 2025 ולעמוד ב-Q4/25 על +1.5% בלבד (לעומת +5.3% ב-Q4/24) - גרף 10: "The growth of negotiated wages is expected to ease in 2025. This is the information emerging from the ECB wage tracker".
- בינתיים, נתוני האינפלציה שפורסמו השבוע באירופה דווקא היו מעט גבוהים מהציפיות - ליבת האינפלציה נותרה ל"ש ברמה של YoY 2.7% (צפי ל-2.6%).

### בבריטניה

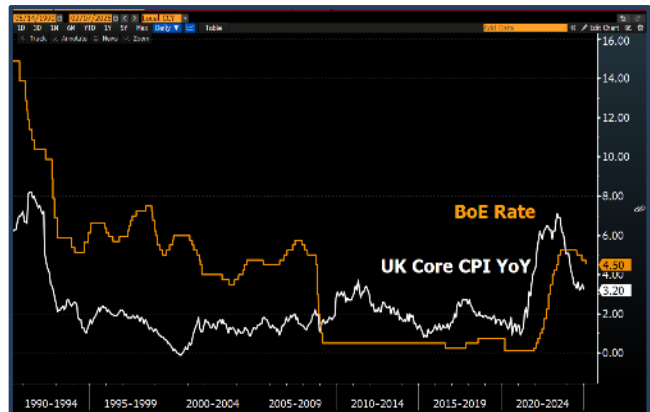
- הבנק המרכזי (BoE) הוריד את הריבית ב-25bp (בהתאם לציפיות) ל-4.5%, כאשר 2 מתוך 9 חברי הועדה אף הצביעו בעד הורדה של 50bp. ה-BoE גם חתך את תחזית הצמיחה ל-2025 ל-0.75% (לעומת +1.5%

## מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

בתחזית הקודמת). עם זאת, בבנק ציינו כי הורדות הריבית ימשכו בקצב מתון - *"a gradual and careful approach to the further withdrawal of monetary policy restraint is appropriate."*

← השוק מתמחר כי ריבית ה- BoE תרד השנה בעוד 65bp ותעמוד בסוף 2025 על 3.80%.

גרף 11



בסין

פרסומים בתקשורת על שיחה צפויה בין מנהיגי ארה"ב וסין (לאחר הכרזת טראמפ על העלאת המכסים) הגבירו במעט את אופטימיות המשקיעים כי המצב בין שתי המעצמות הגדולות בעולם לא יסלים למלחמת סחר כוללת. עם זאת, טראמפ ציין את ההתלהבות כשציין כי "אינו ממהר" לקיים את השיחה - *"We'll speak to him at the appropriate time. I'm in no rush"*.

← בשורה התחתונה - חוסר הוודאות באשר לעתיד מלחמת הסחר הוביל לכך שבועד שמדדי המניות בסין עלו בשבוע האחרון, היואן הסיני דווקא נחלש - גרף 12.

גרף 13



גרף 12

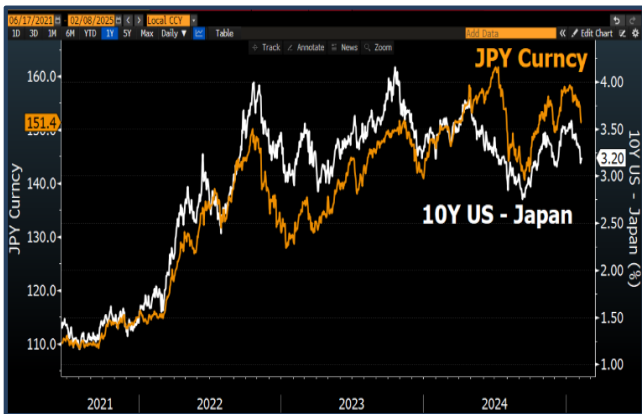


בצד הכלכלה - סקרי הציפיות מצביעים על האטה ניכרת בפעילות בתחילת 2025 - גרף 13: מדד מנהלי הרכש של Ciaxin למגזר התעשייה ירד בינואר ל- 50.1 נק' (צפי ל- 50.6), וירידה חדה אף יותר (-1.2 נק') נרשמה במדד של ענפי השירותים לרמה נמוכה של 51 נק'.

#### ביפן

- השכר הנומינלי עלה בדצמבר בשיעור החד ביותר מאז 1997 (+4.8% YoY לעומת צפי ל- +3.7%) והצריכה של משקי הבית עלתה בדצמבר ב- 2.7% YoY במונחים ריאליים (צפי ל- +0.5%) - נתונים אשר הגבירו את ההערכות כי ה- BoJ ימשיך להעלות את הריבית (השווקים עוד 33bp של העלאות עד סוף השנה).
  - פרסום הנתונים בשילוב עם התבטאות אחד מחברי ה- BoJ כי הבנק יהיה חייב להעלות את הריבית לרמה של 1% בהמשך השנה, הובילו לעליית תשואת אגרת החוב היפנית ל- 10 שנים לרמתה הגבוהה ביותר מאז 2011 גרף 14, עובדה אשר תמכה גם בהתחזקות היין היפני (לאור הירידה שנרשמה במקביל בתשואות ה- Treasuries בארה"ב) - גרף 15.
- ← בצד הגורמים הנוספים שתמכו השבוע ביין היפני, נציין את חששות השווקים מהעלאת מכסים גורפת של ממשל טראמפ שתוביל למגמת Risk off בשווקים.

גרף 15



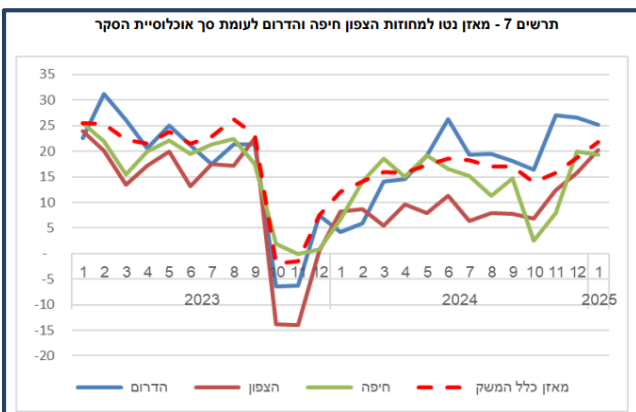
גרף 14



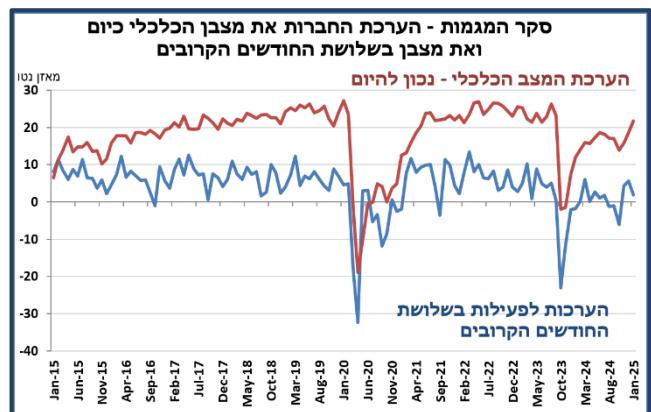
#### בישראל

- סקר המגמות הצביע על עלייה חדה באופטימיות העסקים בחודש ינואר לרמה הגבוהה ביותר מאז ספטמבר 23 - גרף 16. בחלוקה לענפים - בלמ"ס ציינו כי "מאזן הנטו על המצב הכלכלי בחודש ינואר בענפי התעשייה הגיע לרמת שיא של 37, והיה גבוה אף מהמאזן לפני המלחמה".

גרף 17 (מקור - למ"ס)



גרף 16

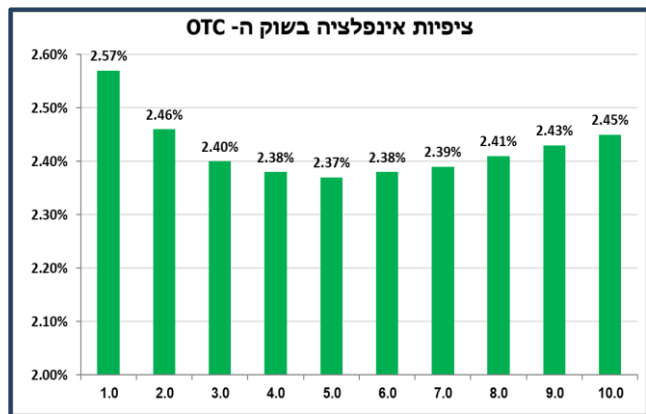


- ← בחלוקה גיאוגרפית - ציינו בלמ"ס כי "מאזן המצב הכלכלי של עסקים במחוז הצפון המשיך להשתפר ועלה ל-20, קרוב לאומדן טרם המלחמה (22 בספטמבר 2023)" - גרף 17.
- עוד בהתייחס לצריכה הפרטית - מנכ"ל חברת שב"א, אמר השבוע לכלכליסט כי "תחילת שנת 2025 הביאה איתה גם עלייה בהוצאות באשראי בכל ענפי הצריכה המרכזיים של המשק. על רקע הפסקת האש אנו רואים שענפי התיירות נמצאים במגמת התאוששות נוספת".

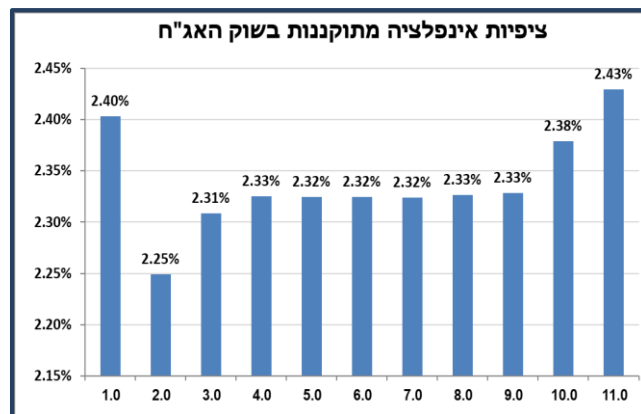


### אינפלציה, אג"ח ממשלתי, IRS ושוק המט"ח

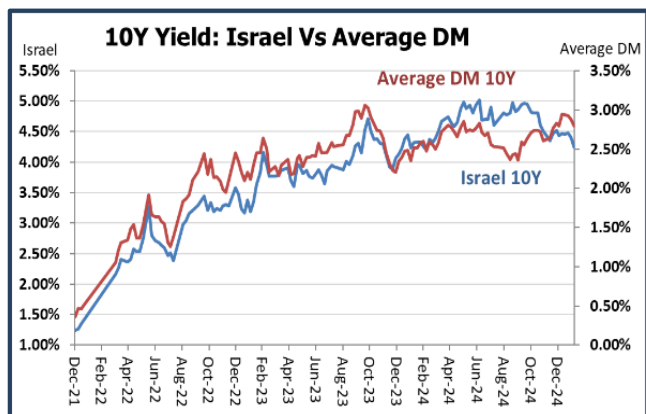
גרף 19



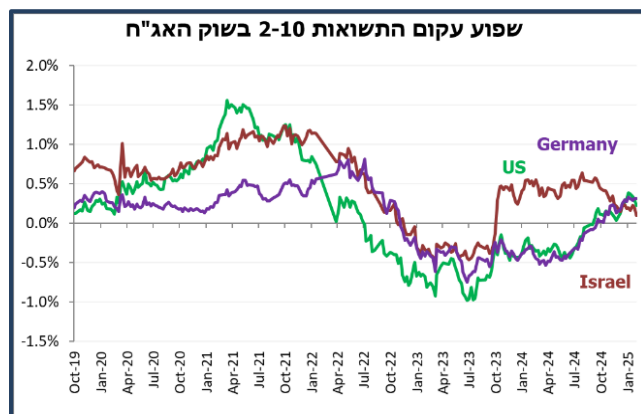
גרף 18



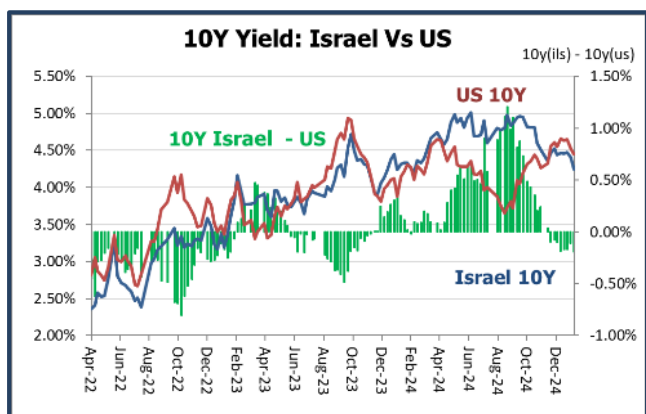
גרף 21



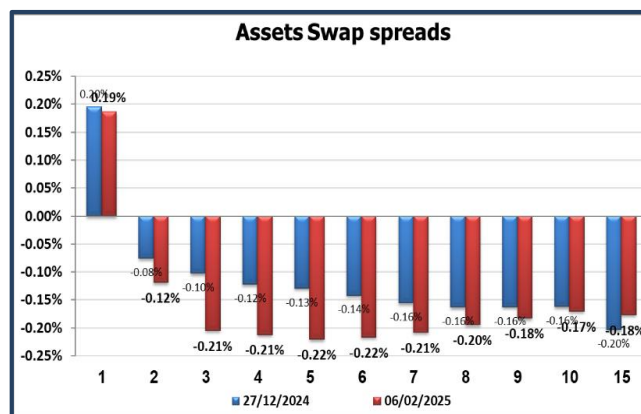
גרף 20



גרף 23



גרף 22 (נכון לחמישי בתום המסחר)



### אינפלציה

- תחזית מדד ינואר נותרת על +0.50% MoM (YoY 3.70%). הלמ"ס תפרסם ב- 10 לפברואר את המשקולות החדשים של מדד המחירים לצרכן, כך שהתחזית הסופית עשויה להשתנות.
- ← רכיב מזון ללא פו"י צפוי לעלות בכ- 1.2%, על רקע עלייה חדה במחירי המזון, ועלייה חדה הצפויה במחירי הארוחות במסעדות.
- ← רכיב 'פירות וירקות' צפוי לעלות קלות (+0.04% למדד) - עלייה חדה במחירי פירות החורף, תקוזז בירידה של מחירי הירקות.
- ← רכיב 'אחזקת דירה' צפוי לעלות בחדות ולהוסיף למדד כ- 0.20%, בעיקר בשל עליית מחירי החשמל, המים, והארנונה.
- ← רכיב 'ריהוט וציוד' צפוי לעלות קלות ולהוסיף למדד כ- 0.02%.
- ← מחירי 'הלבשה והנעלה' צפויים, מאידך, לרדת בכ- 4% ולהוריד את המדד בכ- 0.10%.
- ← רכיב 'חינוך, תרבות ובידור' צפוי לעלות בכ- 0.1% - מחירי החופשות ובישראל ומחירי מסיבות ואירועים צפויים לרדת בשיעור מתון מהעונתיות, ועלייה קלה צפויה במחירי החינוך וברכיבים נוספים בשל עליית המע"מ.
- ← רכיב 'בריאות' צפוי לעלות קלות ולהעלות את המדד בכ- 0.02%.
- ← רכיב 'תחבורה ותקשורת' צפוי להיוותר פחות או יותר לל"ש - עלייה במחירי הדלקים (+0.024% למדד), במחירי רכבים חדשים ומשומשים (+0.02% למדד), במחירי ביטוח רכב חובה ובמחירי התקשורת (בשל העלאת המע"מ), תקוזז בירידת מחירי טיסות לחו"ל (בתמיכת ייסוף השקל).
- ← רכיב 'שונות' צפוי לעלות בחדות (+0.13% למדד), בעיקר בשל עלייה חדה במחירי הסיגריות.
- תחזית מדד פברואר נותרת על +0.40% MoM (+3.70% YoY).
- ← סקר המגמות של חודש ינואר צופה עלייה חדה ורוחבית במדד פברואר 2025 - ראו בטבלה את העלייה בהערכות המנהלים בענפים השונים את רמות המחירים הצפויות בחודש הבא:

שירותים	תעשייה וחרושת (ללא יהלומים)	קמעונאי	
ציפיות לשינוי במחירי השירותים הנמכרים בחודש הבא	ציפיות לשינוי במחירי המוצרים המוגמרים בחודש הבא	ציפיות לשינוי במחירי הסחורות הנמכרות בחודש הבא	
1.84	0.77	-2.55	Jan-18
2.45	1.90	-2.20	Jan-19
-0.69	-2.34	-5.80	Jan-20
-4.12	1.06	1.81	Jan-21
5.49	11.09	10.13	Jan-22
5.91	5.22	1.92	Jan-23
3.86	0.76	-0.79	Jan-24
<b>7.35</b>	<b>6.40</b>	<b>8.75</b>	<b>Jan-25</b>

## מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

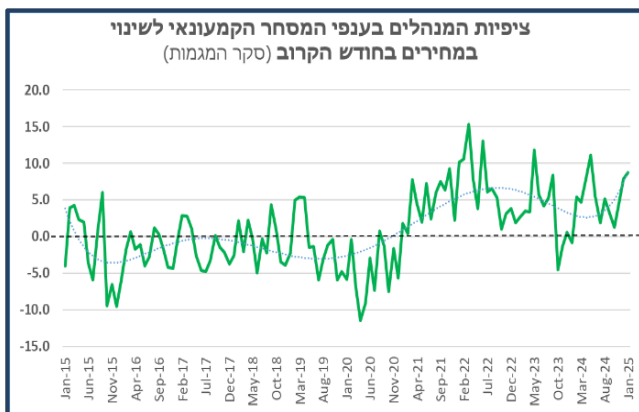
- ← מחירי הדלקים עלו קלות בתחילת פברואר ויעלו את המדד בקרוב ל- 0.04%.
- ← עלייה חדה (עונתית ברובה) צפויה גם במחירי פירות החורף.
- ← מאידך, מחירי הירקות צפויים לרדת בחודש פברואר בשיעור חד מהעונתיות, וייסוף השקל צפוי להוריד את המדד ישירות בכ- 0.01%.
- תחזית האינפלציה לשנה הקרובה נותרת על 2.80% - מצב בטבלה:

	CPI MoM	CPI YoY
Jan - 25	0.50%	3.70%
Feb - 25	0.40%	3.70%
Mar - 25	0.40%	3.60%
Apr - 25	0.65%	3.35%
May - 25	0.20%	3.35%
Jun - 25	-0.05%	3.30%
July - 25	0.30%	3.00%
Aug - 25	0.50%	2.60%
Sep - 25	-0.20%	2.60%
Oct - 25	0.45%	2.55%
Nov - 25	-0.35%	2.50%
Dec - 25	0.00%	2.80%
<b>Next 12M</b>		<b>+2.80%</b>

- מספר נקודות מפרסומי השבוע האחרון:

1. סקר המגמות הצביע על כך שהמנהלים בענפי השירותים, הקמעונאות והתעשייה צפויים להעלות בשיעור חד יחסית את המחירים בחודשים הקרובים - גרפים 24 ו- 25.

גרף 25



גרף 24



2. השכר הממוצע עלה ב- 4.4% בהשוואה לדצמבר אשתקד (אומדני בזק). עם זאת, יש לציין כי נתוני השכר הממוצע של נובמבר ודצמבר 2023 הוטו כלפי מעלה עם פרוץ המלחמה, בשל יציאת עובדים בעלי

## מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

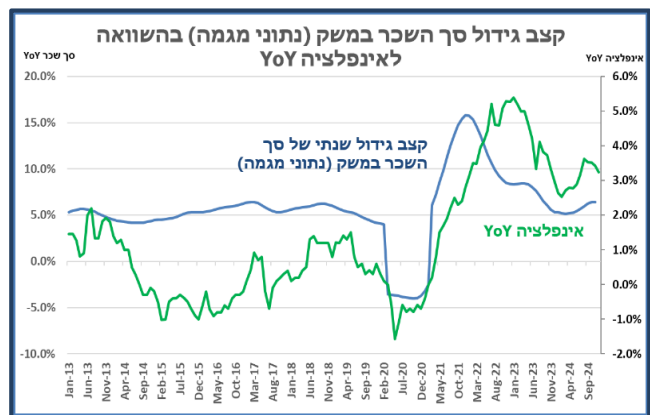
שכר נמוך מ"כח העבודה". לראייה, ניתן לראות שמספר משרות השכיר עלה בדצמבר בחדות בהשוואה לדצמבר 2023 (+4.4% YoY, אומדן ראשוני).

← בשורה התחתונה - 'סך השכר במשק' עלה בשנה האחרונה ב-6.7% YoY נתונים מקוריים<sup>2</sup> - נתון התומך בהמשך עליית האינפלציה בשנה הקרובה. עם זאת, ניתן לראות בגרף 26 כי קצב עליית 'סך השכר במשק' אינו חריג בהשוואה לממוצע העשור האחרון (בנטרול בשנים 2020-2022).

3. בהקשר לכך, נוסף כי סקר המגמות לחודש ינואר הצביע על גידול בביקוש לעובדים (גרף 27) - עלייה חדה במיוחד נרשמה בחודשים האחרונים בביקוש לעובדים בענפי התעשייה והשירותים.

גרף 27

גרף 26



4. המשך עלייה במחירי השכירות - רמי רונן מנכ"ל Wecheck אמר השבוע כי "נתוני חודש ינואר מראים המשך מגמת העלייה בשוק השכירות הארצי, עם עלייה של 0.7% בהשוואה לחודש דצמבר. זהו החודש השלישי ברציפות שבו אנו עדים לעליית מחירים." יתרה מכך, ב-Wecheck ציינו כי "אם המצב הביטחוני ימשיך להתייבב, אנו צופים המשך מגמת עלייה במחירי השכירות בחודשים הקרובים, זאת במקביל לכך שהיצע דירות נמוך יותר יתמוך במגמה של עליות המחירים."

5. בצד הגורמים הצפויים למתן את האינפלציה בשנה הקרובה, נציין את המשך התחזקות השקל (ראו התייחסותנו בהמשך). עם זאת, ההשפעה הישירה של שע"ח על האינפלציה צפויה להצטמצם בשנתיים הקרובות, בשל הירידה החדה הצפויה במשקל של רכיב 'טיסות לחו"ל' ו'הוצאות על שהייה בחו"ל' במדד (בעדכון המשקולות הדו שנתי). בנוסף, בעוד השקל מתחזק, מחירי הסחורות בעולם עלו בשבוע האחרון ב-2.2% ומתחילת השנה ב-5.9% - עובדה אשר צפויה למתן את ההשפעה הדיס אינפלציונית של השקל.

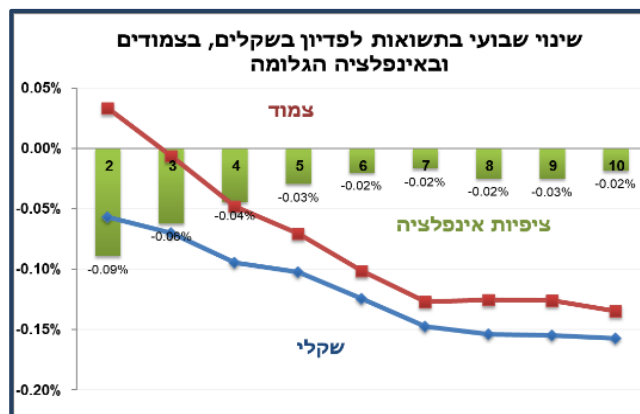
<sup>2</sup> YoY +6.4% נתוני מגמה.

## מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

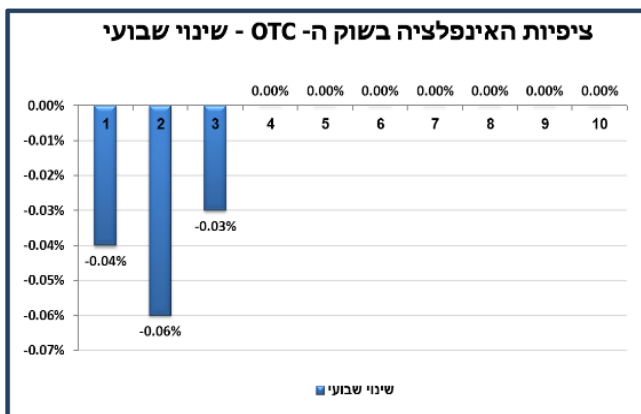
### שקלי / צמוד

- ציפיות האינפלציה בשוק האג"ח ירדו השבוע קלות לאורך העקום ובמיוחד בטווחים הקצרים - גרף 28. בשוק ה- OTC הציפיות ירדו קלות בטווחים הקצרים ושמרו על יציבות לאורך שאר העקום - גרף 29.

גרף 28

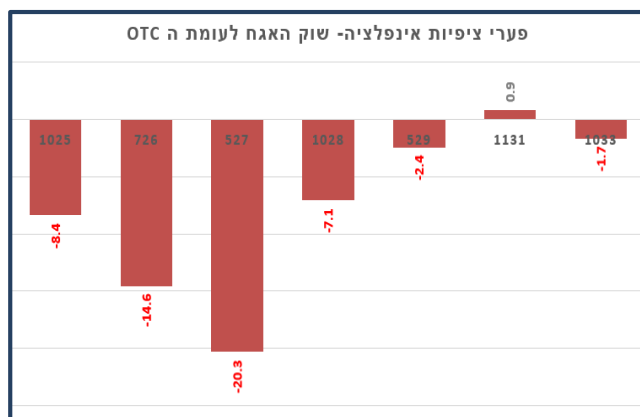


גרף 29

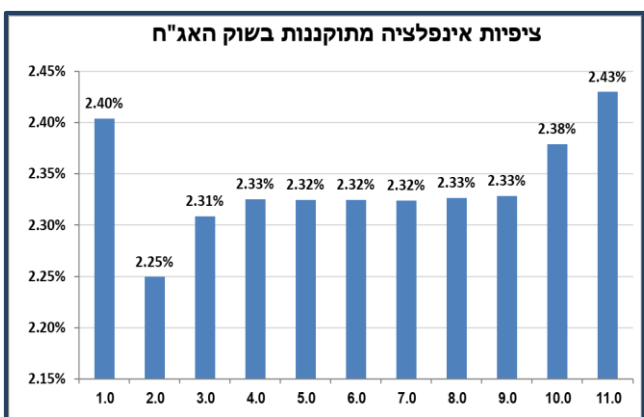


- על רקע הירידה בציפיות בשוק האג"ח בתקופה האחרונה, במקביל ליציבות היחסית בציפיות האינפלציה בשוק ה- OTC, באופן שאינו שכיח - ציפיות האינפלציה בשוק האג"ח נמוכות עתה מרמת הציפיות בעקום ה- OTC לאורך כמעט כל העקום - גרף 30. הפער בולט במיוחד בטווחים של 3-1.5 שנים (ממצ"מ 726 ו- 527), כפי שבא לידי ביטוי גם ברמת הציפיות הנמוכה באגרות הללו (מתוכננת עונתיות) - גרף 31.

גרף 30



גרף 31



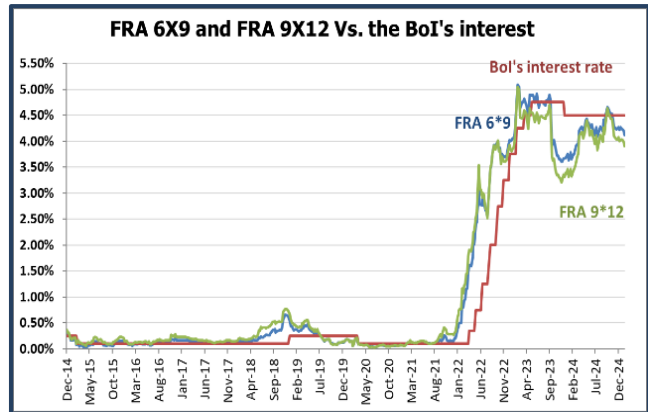
- שורה תחתונה - לאור סיכוני האינפלציה (בחודשים הקרובים), רמת הציפיות הנמוכה לאורך העקום הממשלתי, והסיכונים מהסלמת מלחמת הסחר בשנים הקרובות, אנו נותרים בהמלצתנו לתת עדיפות לאפיק הצמוד עפ"ן השקלי.

← ברמות הנוכחיות, אנו ממליצים להגדיל במיוחד את האחזקה באגרות החוב הצמודות 527 ו- 726.

### ריבית ב"י

- התחזקות השקל הובילה השבוע להתגברות הציפיות להיקף הורדות הריבית - השוק צופה הורדה ראשונה בשנת 2025 בחודש יולי, רמת ריבית של 3.90% בעוד שנה ו-Terminal Rate ברמה של 3.55% - גרף 32.

גרף 32

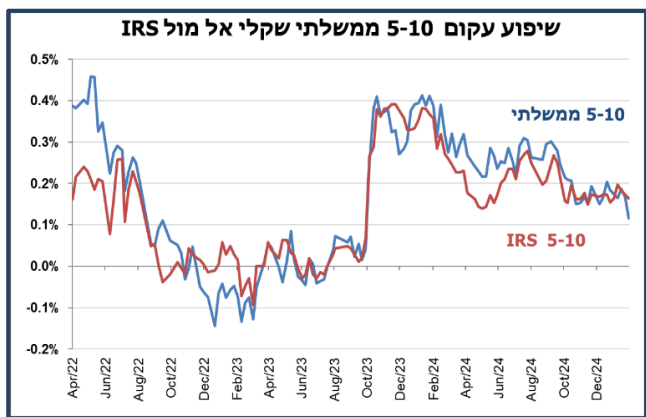
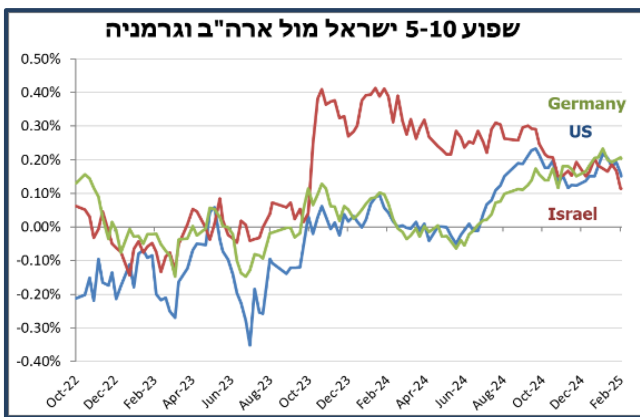


### מח"מ התיק המקומי והתיק בחו"ל

- המשך ירידת פרמיית הסיכון של ישראל בשבוע האחרון (במיוחד לאחר מסיבת העיתונאים של נתניה וטראמפ) הובילה לירידה חדה בתשואות לאורך העקום, ובמיוחד בטווחים הארוכים, כך שהשיפוע 5-10 בשוק האג"ח הממשלתי ירד בחדות ל- +11bp בלבד (לעומת +17bp בעקום ה-IRS) - גרף 33.
- ← הרמה הנמוכה של השיפוע 5-10 בשוק האג"ח הממשלתי בולטת גם בהשוואה גלובאלית לארה"ב (+14bp) ולגרמניה (+21bp) - גרף 34.

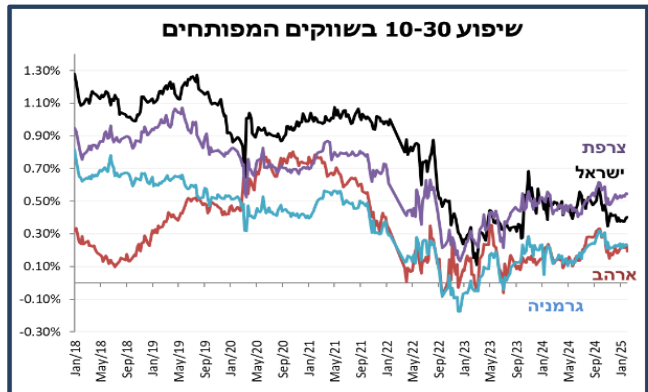
גרף 34

גרף 33



- השיפוע 10-30 האג"ח הממשלתי נותר מאז נובמבר 2023 כמעט ללא שינוי ברמה של +40b, ובניגוד לרמות השיפוע 2-10 ו-5-10 רמתו גבוהה מרמות השיפוע בארה"ב (+19bp) ובגרמניה (+24bp) - גרף 35.

גרף 35

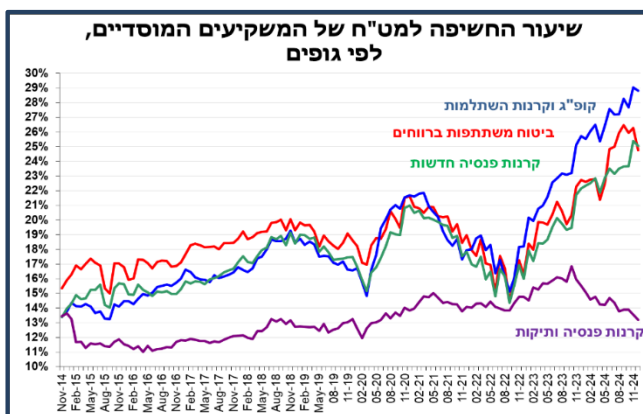


- שורה תחתונה - אנו ממליצים לגופים המחזיקים את האג"ח הממשלתי לכ- 10 שנים (ממשק 335) למכור את האיגרת ולרכוש במקום את האג"ח ל- 5 שנים ול- 30 שנה, תוך שמירה על מח"מ בינוני בתיק המקומי.
- בחו"ל - אנו נותרים בהמלצתנו להחזקת התיק במח"מ בינוני-ארוך, תוך הגדלת האחזקה בריביות הריאליות הארוכות בארה"ב וב- Bund הגרמני הארוך.
- ← למרות הביקורת של שר האוצר, Bessent, כלפי קודמיו בתפקיד - תוכנית הנפקות של האוצר האמריקאי לתחילת 2025 זהה בהיקף ובמח"מ לרבעונים הקודמים.
- ← Bessent גם הדגיש השבוע בריאיון לפוקס כי טראמפ "מעוניין ברמת תשואות נמוכה בחלק הארוך של העקום, ופחות מתעניין בריבית הפד", וכן הדגיש כי מדיניות הממשל החדש להורדת הגרעון התקציבי והגדלת היצע האנרגיה תתמוך בירידת התשואות הארוכות.
- ← הדגש של Bessent וטראמפ על תשואות האג"ח הארוכות, ממתן את החששות מהארכה משמעותית של מח"מ תוכנית הנפקות בארה"ב גם בהמשך השנה.

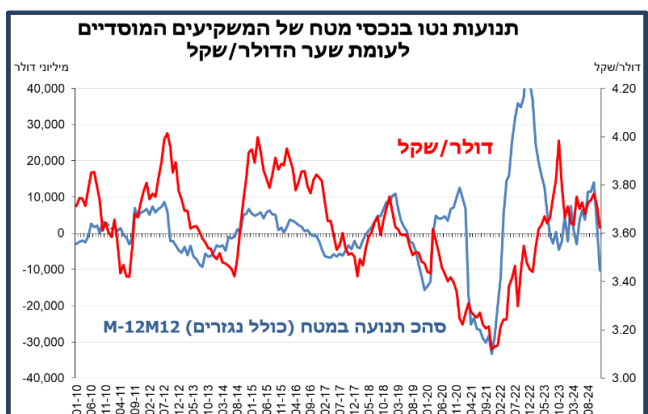
### שוק המט"ח / שער השקל

- הגופים המוסדיים הורידו את חשיפתם למט"ח בחודש דצמבר - מכרו נטו כ- 3.7 מיליארד דולר (כך לפי נתוני ב"י) – עובדה אשר תמכה לקראת סוף השנה בהתחזקות החדה של השקל - גרף 36.

גרף 37



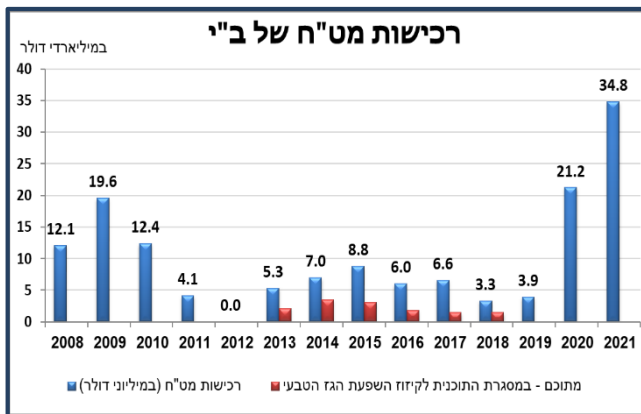
גרף 36



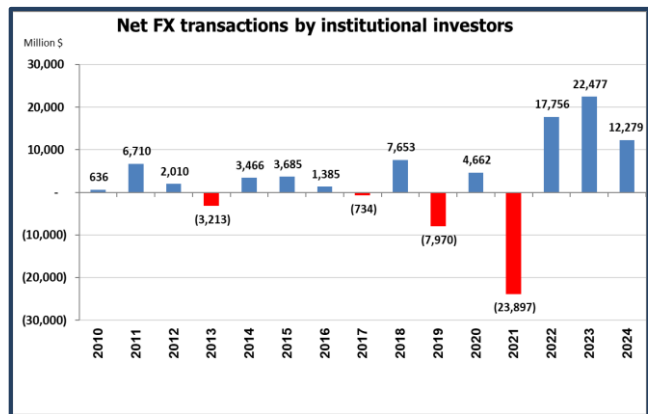
## מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

- ← ירידה חדה במיוחד נרשמה בחשיפות מט"ח של חברות הביטוח - גרף 37.
- חרף מכירות המט"ח לקראת סוף השנה, בסיכום שנת 2024 המוסדיים רכשו, נטו, כ- 12.3 מיליארד דולר, לאחר רכישות של כ- 22.5 מיליארד דולר ב- 2023 וכ- 17.7 מיליארד דולר ב- 2022 - גרף 38.
- אנו נותרים בהערכתנו כי הגופים המוסדיים לא יגדילו בשנת 2025 את חשיפתם למט"ח - עובדה אשר תתמוך, להערכתנו, בהמשך התחזקות השקל, זאת לאור העודף הניכר במאזן התשלומים של ישראל (ובהינתן כי מדדי המניות בעולם לא ירדו בחדות).
- ← בהקשר לכך, נזכיר גם כי טרם רכישות המט"ח המאסיביות של המוסדיים ב- 3 שנים האחרונות (52.5 מיליארד דולר במצטבר), היה זה ב"י אשר רכש בשנים 2020-2021 כ- 55 מיליארד דולר במצטבר - גרף 39. מיותר לציין כי ב"י לא צפוי לשוב ולרכוש בקרוב דולרים בשוק...

גרף 39



גרף 38



- לסיום נציין כי שער השקל המשיך להתחזק השבוע כנגד סל המטבעות (+0.7%). מתחילת נובמבר 23 השקל התחזק כנגד הסל ב- 7.8% - גרף 40.

גרף 40





### Basis swap

המשך ירידת פרמיית הסיכון של ישראל לוותה השבוע גם בירידה נוספת של ה- Basis swap (בערך מוחלט)

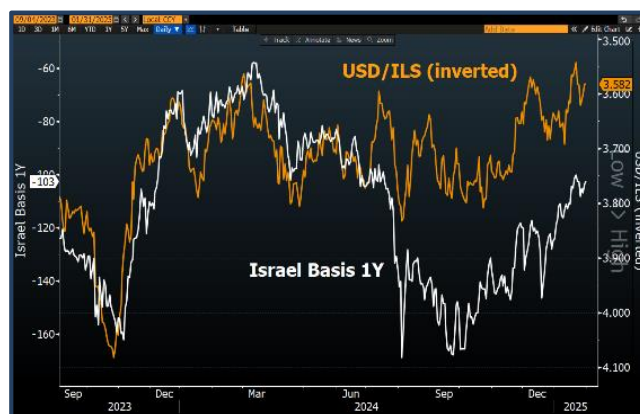
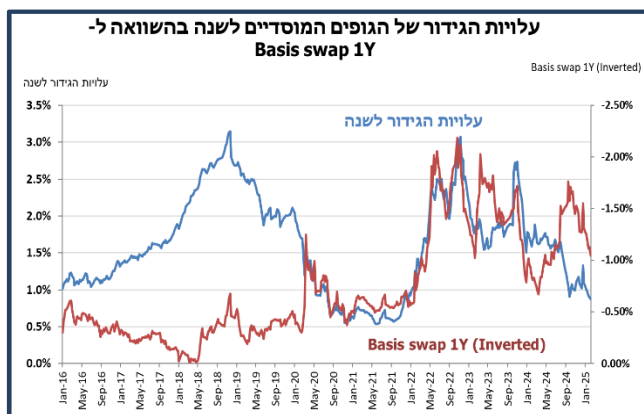
- גרף 41.

← נציין כי הירידה החדה ב- Basis בתקופה האחרונה תמכה גם בירידה החדה בעלויות גידור המט"ח - גרף

42.

גרף 42

גרף 41



הערות ואזהרות כלליות נוספות:

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו כנכונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. סקירה זו עשויה לכלול דעות ו/או המלצות שונות מסקירות אשר מפורסמות על ידי יחידות אחרות בבנק, ביחס לנייר ערך או נכס פיננסי נשוא הסקירה. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכיו האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם ייגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.