

תמצית

1. **שווקים** - תשואות האג"ח בשווקים המפותחים (ארה"ב ואירופה) עלו השבוע בחדות, תוך עלייה בתלילות העקום, על רקע הודעת ריבית יונית' פחות יונית' מהציפיות באירופה, וחששות מ'דביקות' האינפלציה בארה"ב (**עמוד 2**).

2. **בארה"ב** - הרכיבים המרכיבים את ליבת מדד ה-PCE עלו בנוב' בשיעור מתון, כך שעפ"י ההערכות מדד ה-Core PCE צפוי לעלות בנובמבר ב- 0.15% בלבד. השווקים מתמחרים הסתברות של כ- 94% לכך שהפד יוריד את הריבית השבוע (18/12) ב- 25bp, אך קצת פחות מ- 2 הורדות ריבית בכל שנת 2025 (**עמוד 2**).

3. **באירופה** - יו"ר ה-ECB אמרה כי חלק מחברי הוועדה הביעו תמיכה בהורדה של 50bp, אך ציינה במקביל כי סיכויי האינפלציה מאוזנים ("Two sided"), וכי לאחר ארבע הורדות ריבית הבנק המרכזי כבר עשה צעדים משמעותיים בכיוון של הרחבה מוניטרית (**עמוד 3**).

4. **אינפלציה בישראל** - תחזית מדד נובמבר יורדת קלות ל- 0.40% - 0.30%. סימן השאלה הגדול ביותר הינו שיעור הירידה הצפוי במחירי 'טיסות לחו"ל'. תחזית האינפלציה לשנה הקרובה יורדת קלות ל- 2.60-2.70% (**עמודים 4-5**).

5. **ריבית ב"י** - התמתנות האינפלציה, הירידה החדה בפרמיית הסיכון של ישראל והייסוף החד בשער השקל תומכים בהורדת ריבית ב"י במהלך 2025. אנו מעריכים הורדה ראשונה בסוף Q2 / תחילת Q3 (**עמוד 6**).

6. **פרמיית הסיכון של ישראל** המשיכה לרדת בשבועיים

האחרונים בחדות, כפי שבא לידי ביטוי גם בפרמיית ה-CDS של ישראל ובשער השקל (**עמודים 6-8**).

7. **שוק המט"ח** - אנו נותרים בהמלצתנו מתחילת נובמבר (03.11) להקטין את החשיפה למט"ח / לונג שקל, זאת על רקע ירידת פרמיית הסיכון של ישראל, הצטמצמות פערי הריביות הריאליות הקצרות בין ארה"ב לישראל, הכוחות הבסיסיים התומכים בשקל חזק בטווח הארוך, והערכתנו לשינוי צפוי בחשיפות המט"ח של הגופים המוסדיים בשנה הקרובה (בשנים 2022-2024 המוסדיים רכשו, נטו, כ- 48.5 מיליארד דולר) (**עמודים 6-8**).

הסקירה השבוע הנה במתכונת מתומצתת

ריביות	
4.50%	ריבית ב"י
4.50%	הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה
3.75%-4.0%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים
4.10%	FRA 9*12 IRS Curve
אינפלציה	
-0.35%	תחזית פועלים חודש נובמבר
-0.42%	מקדם עונתית נובמבר
0.05%	תחזית פועלים חודש דצמבר
-0.16%	מקדם עונתית דצמבר
2.70%	תחזית אינפלציה 12M
סחורות	
שינוי דו-שבועי	ערך
1.1%	1058
-0.3%	6606
2.0%	257
עקומי האג"ח/IRS	
שינוי דו-שבועי	ערך
-0.20%	0.03%
-0.08%	0.14%
0.00%	0.42%
0.00%	2.53%
עלויות גידור	
שינוי דו-שבועי	ערך
-0.07%	1.02%
-0.01%	0.98%

מאקרו

שווקים

- תשואות האג"ח בשווקים המפותחים (ארה"ב ואירופה) עלו השבוע בחדות, תוך עלייה בתלילות העקום (גרף 1), על רקע הודעת ריבית 'פחות יונית' מהציפיות באירופה, וחששות מ'דביקות' האינפלציה בארה"ב.

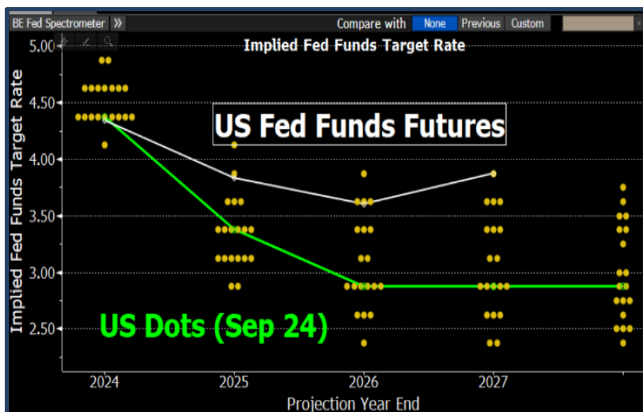
גרף 1



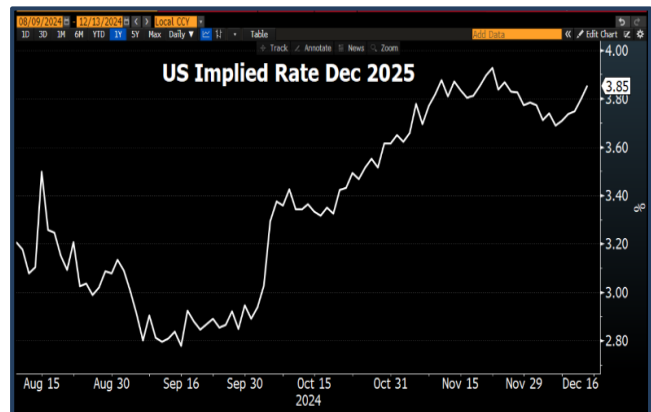
בארה"ב

- ליבת האינפלציה (Core CPI) עלתה בנובמבר ב-0.3% MoM (עלייה גבוהה יחסית וזהה לזו שנרשמה בשלושת החודשים הקודמים), ואינפלציית המוצרים ליצרן (PPI) הפתיעה כלפי מעלה (+0.4% לעומת צפי של -0.2%). עם זאת, הרכיבים המרכיבים את ליבת מדד ה-PCE (המדד המועדף על הפד) עלו בנובמבר בשיעור מתון, כך שעפ"י ההערכות מדד ה-Core PCE צפוי לעלות בנובמבר ב-0.15% MoM בלבד.
- השווקים מתמחרים עתה הסתברות של כ-94% לכך שהפד יוריד את הריבית השבוע (18/12) ב-25bp, אך קצת פחות מ-2 הורדות ריבית בסיכום כל שנת 2025 - גרף 2.
- חברי הפד צפו בספטמבר (תחזית ה-Dots) כי הריבית תרד בשנת 2025 ארבע פעמים (-100bp) - גרף 3. סביר להניח כי התחזיות יתעדכנו קלות כלפי מעלה בפגישת הפד השבוע, אך לא באופן ניכר.

גרף 3



גרף 2

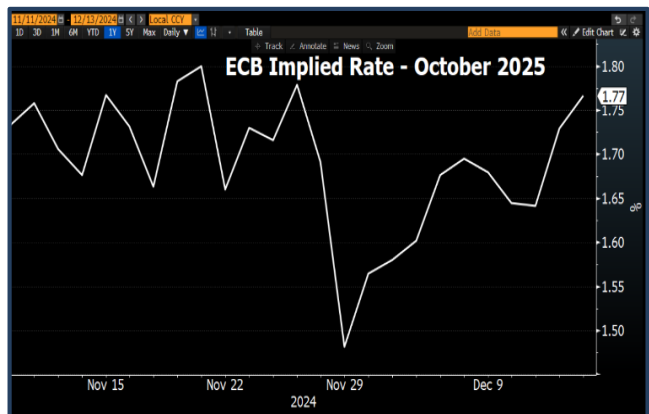


2

באירופה

- ה- ECB הוריד את הריבית ב- 25bp ל- 3.0% (בהתאם לציפיות). יו"ר ה- ECB אמרה כי חלק מחברי הוועדה הביעו תמיכה בהורדה של 50bp, אך ציינה במקביל כי סיכוני האינפלציה מאוזנים ("Two sided"). וכי לאחר ארבע הורדות ריבית הבנק המרכזי כבר עשה צעדים משמעותיים בכיוון של הרחבה מוניטרית.
- ← השווקים מתמחרים עתה הורדת ריבית של 38bp בינואר 2025 ורמת ריבית של 1.77% באוקטובר 2025 - גרף 4.

גרף 4



בסין

- על רקע האינפלציה האפסית (+0.2% YoY), הירידה הנמשכת במחירי המוצרים ליצרן (-2.5% YoY), וההאטה בכלכלה – תשואת אגרת החוב ל- 10 שנים ירדה השבוע לרמת שפל היסטורית של 1.77% - גרף 5.

גרף 5



אינפלציה בישראל

- תחזית מדד נובמבר יורדת קלות ל-0.40% -0.30% (YoY -3.40%-3.50%)
 - ← מחירי פירות וירקות צפויים לרדת בחדות ולהוריד את המדד בכ-0.15% (ירידה חדה מהעונתיות צפויה במחירי הירקות הטריים, וירידה דומה לעונתיות במחירי הפירות הטריים).
 - ← מאידך, מחירי מזון (ללא פו"י) צפויים לעלות בכ-0.6% ולהעלות את המדד בכ-0.09% (עליית מחירים עם תום מבצעי החגים).
 - ← רכיב 'דיוור' צפוי לרדת בשיעור קל מאד (קרוב ל"ש"), על רקע ירידה קלה ברכיב 'שירותי דיוור', במקביל לעלייה קלה ברכיב 'שכר דירה'.
 - ← רכיב 'אחזקת דירה' צפוי להיוותר פחות או יותר ל"ש.
 - ← רכיב 'ריהוט וציוד לבית' צפוי לרדת קלות ולהוריד את המדד בכ-0.01%.
 - ← רכיב 'הלבשה והנעלה' צפוי לעלות קלות (כ-1%) ולהעלות את המדד בכ-0.02%.
 - ← רכיב 'חינוך, תרבות ובידור' צפוי לרדת בכ-0.3% (0.03% למדד), על רקע ירידה קלה במחירי החינוך, 'חופשות בישראל' ו'עריכת מסיבות ואירועים'.
 - ← רכיב 'בריאות' צפוי לרדת בשיעור קל מאד (ירידת מחירי השב"ן וביטוחי בריאות).
 - ← רכיב 'שונות' צפוי לעלות קלות, ועלייה קלה צפויה גם במחירי הדלקים (+0.013% למדד).
 - ← סימן השאלה הגדול ביותר במדד נובמבר הינו שיעור הירידה הצפוי במחירי 'טיסות לחו"ל' בנוב' 2023 המחירים ירדו בכ-11.7% דולרית, ולפי אומדנים שאספנו (עדיין לא מהימנים לגמרי) נראה כי שיעור הירידה בנובמבר השנה חד יותר, בין היתר בשל העובדה כי חגי תשרי הסתיימו לקראת סוף אוקטובר. אי לכך, במסגרת התחזית הנחנו ירידת מחירים של 15% במונחים דולריים במחירי הטיסות לחו"ל, שתוריד לבדה את המדד בקרוב ל-35.0% (אם כי מרווח הטעות ברכיב זה גדול).
- תחזית מדד דצמבר יורדת קלות ל-0% MoM (+3.55%), על רקע הייסוף החד בשער השקל, והירידה החדה יחסית בתחילת החודש במחירי הירקות הטריים ובמחירי המזון (ללא פו"י).
- תחזית האינפלציה לשנה הקרובה יורדת קלות ל-2.60%-2.70% (נפרסם טבלה מסודרת לאחר פרסום מדד נובמבר).
- בלמ"ס פרסמו השבוע סקר מעניין¹ במסגרתו שאלו את המנהלים שאלה 'לגבי השינוי במחירי מוצרים/שירותים בשנה האחרונה (2024)' ושאלה נוספת לגבי 'הצפי לשינויים במחירים בשנה הקרובה (2025)':
- ← באשר לשנת 2024: כ-42% מהעסקים דיווחו שמחירי המוצרים/השירותים שלהם עלו בשנה האחרונה (כ-35% ציינו שהמחירים עלו וכ-6% ציינו שהמחירים עלו מאוד). בחלוקה לענפים: בענף המסחר כ-

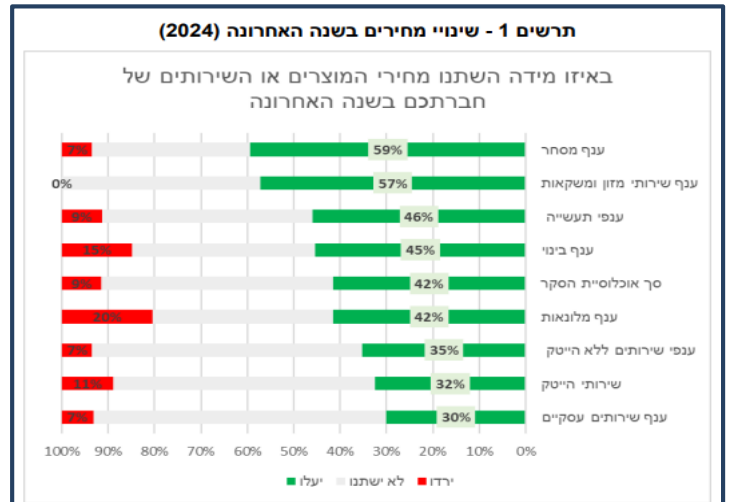
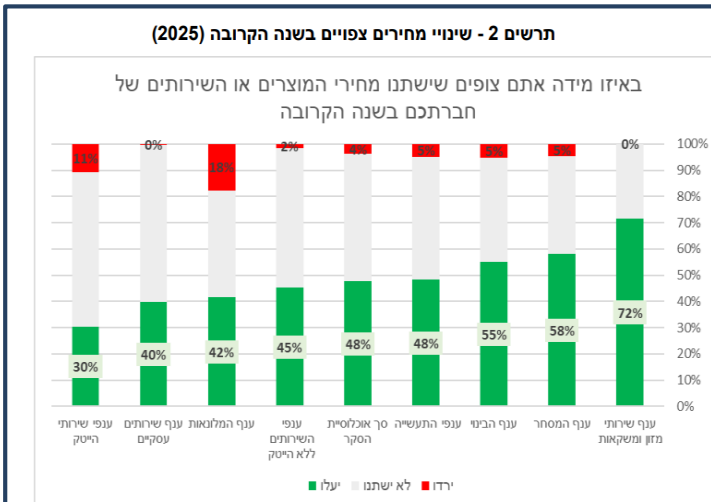
¹ כחלק מסקר המגמות בעסקים.

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

59% מהעסקים ציינו שמחירי המוצרים/השירותים שלהם עלו, בענפי שירותי מזון ומשקאות (מסעדות ואולמות) – כ-57%. בענף שירותים עסקיים רק כ-30% מהעסקים דיווחו שהמחירים עלו בשנה האחרונה, נמוך מהנתונים בשאר הענפים – גרף 6.

גרף 6 (מקור – למ"ס)

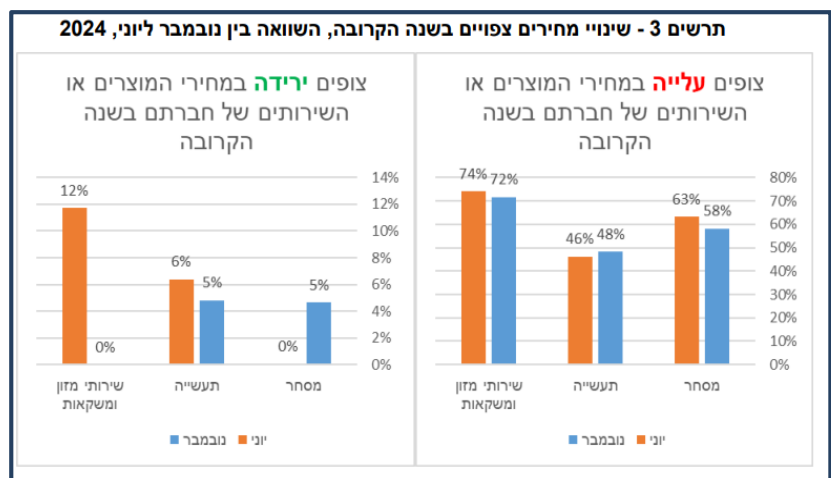
גרף 7 (מקור – למ"ס)



← באשר לשנת 2025: כ-48% מהעסקים צופים שמחירי המוצרים/השירותים שלהם יעלו בשנה הקרובה, וכ-48% צופים שמחירי מוצריהם/שירותיהם לא ישתנו. בחלוקה לענפים: בענף שירותי מזון ומשקאות כ-72% מהעסקים צופים שהמחירים יעלו בשנה הקרובה, ובענף המסחר כ-58% - גרף 7.

← בנוסף, מעניין לראות כי בהשוואה בין תשובות המנהלים בחודשים יוני 2024 ונובמבר 2024 – נראה כי לא חל שינוי משמעותי בציפיות בענפים המרכזיים לשינויי מחירים בשנה הקרובה – גרף 8.

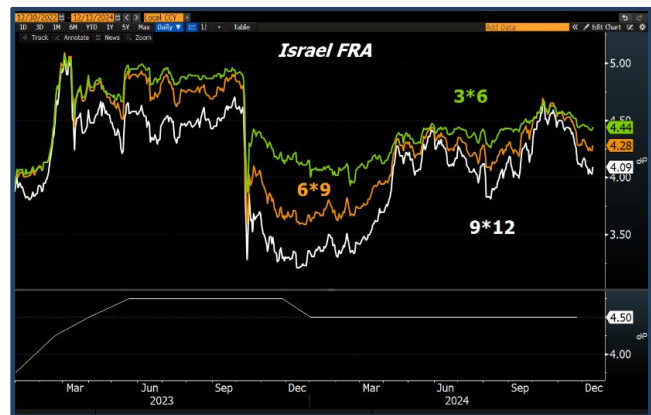
גרף 8 (מקור – למ"ס)



ריבית ב"י

- התמתנות האינפלציה, הירידה החדה בפרמיית הסיכון של ישראל והייסוף החד בשער השקל תומכים בהורדת ריבית ב"י במהלך 2025. אנו מעריכים הורדה ראשונה בסוף Q2 / תחילת Q3, והורדה מצטברת של 50-75bp ב-2025.
- ← שוק הריביות תמחר ביום שישי הורדת ריבית ראשונה בסוף Q2/25, ובסה"כ קרוב ל-2 הורדות ריבית בשנה הקרובה.

גרף 9



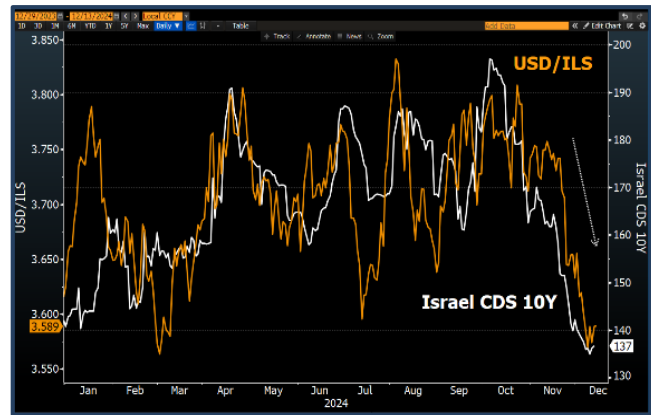
- ← באשר לעיתוי הורדת הריבית, יש לקחת בחשבון כי האינפלציה YoY צפויה לעלות בחדות יחסית במדד ינואר, ולהיות גבוהה מהרף העליון של היעד לאורך כל המחצית הראשונה של 2025.
- ← נגיד ב"י ירון, אמר לפני כשבוע וחצי בראיון לגלובס כי האינפלציה YoY עוד אמורה לעלות, בגלל המע"מ אך גם בגלל המשך בעיות בצד היצע, ולפיכך הדגיש כי הורדת ריבית בעת הנוכחית תהיה "כמו לכבות שריפה עם דלק".
- ← בנימה 'יונית' יותר, הנגיד אמר שלאור הציפייה לפתרון בעיות היצע ב-2025, "ב"י יוכל לטפל במדיניות המוניטארית לקראת המחצית השנייה" (תחזית חטיבת המחקר האחרונה של ב"י צופה יציבות בריבית עד Q3/2025 לפחות). בנוסף, הנגיד הדגיש את אי הוודאות הרבה, ולכן אמר שאם האינפלציה תתמתן בקצב מהיר יותר, ב"י יוכל להוריד את הריבית מוקדם יותר, ולהפך.

שוק המט"ח & ופרמיית הסיכון של ישראל

- פרמיית הסיכון של ישראל המשיכה לרדת בשבועיים האחרונים בחדות, כפי שבא לידי ביטוי גם בפרמיית ה-CDS של ישראל ובשער השקל (גרף 10), וכן במרווח של אגרות החוב הדולריות של ישראל - גרף 11.

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

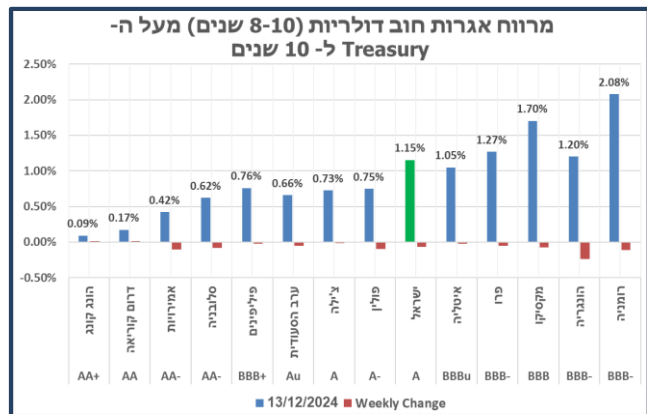
גרף 10



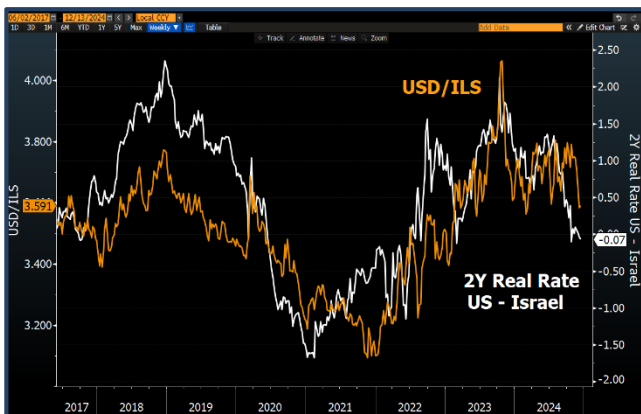
גרף 11



גרף 12



גרף 13 (נכון לשישי בצהריים)



← חרף הירידה החדה, השוק מתמחר עדיין את ישראל (מרווח של 115bp באג"ח לכ- 10 שנים) כמדינה בדירוג של בין BBB (מרווח ממוצע של כ- 103bp) ל- BBB מינוס (מרווח ממוצע של 133bp) – גרף 12.

← אי לכך, אנו נותרים עדיין בהמלצתנו מתחילת נובמבר להגדיל את החשיפה לשוק המקומי, גם באמצעות הגדלת החשיפה לאג"ח של ישראל במט"ח.

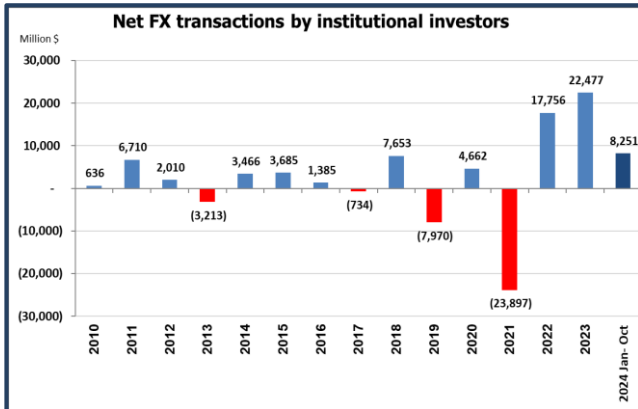
▪ בנוסף, אנו נותרים בהמלצתנו מתחילת נובמבר (03.11) להקטין את החשיפה למט"ח / לונג שקל, זאת על רקע ירידת פרמיית הסיכון של ישראל, הצטמצמות פערי הריביות הריאליות הקצרות בין ארה"ב לישראל (גרף 13), הכוחות הבסיסיים התומכים בשקל חזק בטווח הארוך, והערכתנו כי צפוי שינוי בחשיפות המט"ח של הגופים המוסדיים בשנה הקרובה.

▪ נתונים עדכניים של ב"י מצביעים על כך שהגופים המוסדיים המשיכו לרכוש בחודש אוקטובר מט"ח (כ- 1.7 מיליארד דולר, נטו), אך חשיפתם למט"ח ירדה קלות (גרף 14), ככל הנראה בשל הירידות בשוקי המניות בעולם באוקטובר.

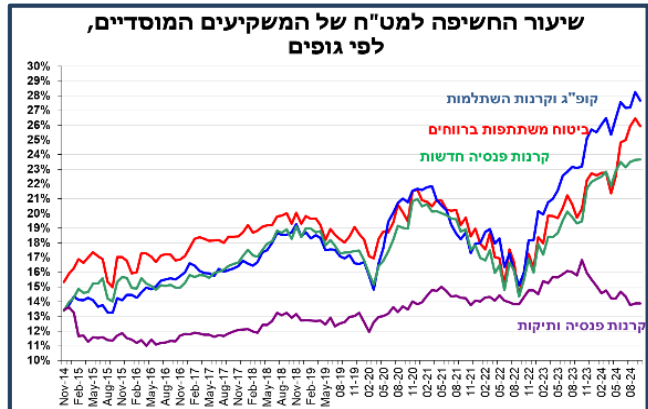
מודי שפרי, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

← בעשרת החודשים הראשונים של שנת 2024 המוסדיים רכשו, נטו, כ- 8.2 מיליארד דולר, לאחר רכישות של כ- 22.5 מיליארד דולר ב- 2023 ושל 17.7 מיליארד דולר ב- 2022 - גרף 15. מאידך, נזכיר כי בשנת 2021 המוסדיים מכרו קרוב ל- 24 מיליארד דולר (ובזמנו השקל התחזק עד לרמה הנמוכה מ- 3.1 לדולר...) - גרף 16.

גרף 15

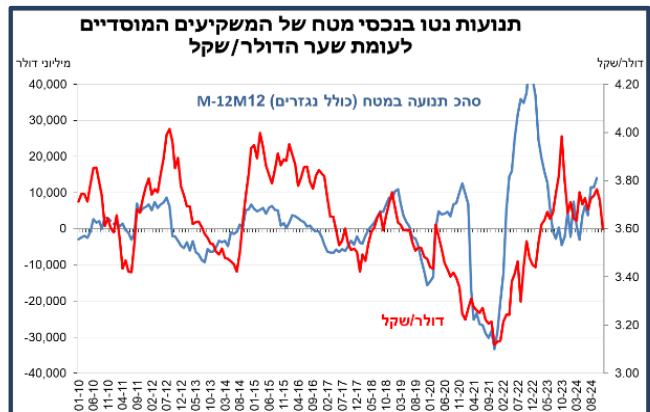


גרף 14



← עוד ניתן לראות בגרף 16 את ההשפעה הניכרת של פעילות הגופים המוסדיים על שער השקל.

גרף 16



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 לצרכי 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.