

תמצית

1. **בארה"ב** - חרף הירידה של טראמפ בסקרים, ופרסום נתונים חלשים ביום שישי - תשואת ה- US10Y המשיכה לעלות בסופ"ש לרמה של **4.38% (עמוד 2)**.

2. היחס הבוחן את 'מספר המשרות הפנויות לכל מובטל' ירד ל- 1.07 - מתחת לרמתו ב- 2018-2019. השוק מתמחר הסתברות של כ- 100% להורדת ריבית בנובמבר, והסתברות של **85% להורדת ריבית נוספת בדצמבר (עמודים 2-5)**.

3. **באירופה** - הכלכלה צמחה ב- Q3 בשיעור חד מהציפיות, וליבת האינפלציה נותרה לל"ש ברמה של 2.7% YoY (צפי ל- 2.6%). השווקים מתמחרים עתה הורדת ריבית של 50bp בדצמבר בהסתברות של 17% בלבד **(עמודים 5-6)**.

4. **בישראל** - המדד המשולב ירד בספטמבר ב- 0.3%, ובב"י ציינו כי "ירידה זו מאותתת על החמרת השלכות המלחמה על הפעילות הכלכלית במשק." **(עמודים 7-8)**.

5. **סיום המלחמה - אינפלציוני או דיס-אינפלציוני?** מחד, ההתחזקות החדה הצפויה בשקל, בשילוב עם ירידה מסוימת במחירי הנפט, ופתרון (לפחות חלקי) למגבלות ההיצע, צפויים להוביל להתמתנות האינפלציה. מאידך, סיום המלחמה צפוי להוביל לעלייה באופטימיות האזרחים, ולהאצת הביקושים המקומיים **(עמודים 11-12)**.

6. **מתי הריבית תתחיל לרדת?** היות ואנו מעריכים כי ב"י יתחיל להוריד את הריבית לקראת סוף 2025, אנו ממליצים על פוזיציה של מכירת השיפוע 1-2 בעקום ה- IRS **(עמוד 13)**.

7. **הנפקות חוב ב- 2025?** בהנחה שהממשלה תצליח לעמוד ביעד גרעון של 4% בשנת 2025, היקף ההנפקות בשוק

המקומי ב- 2025 צפוי עדיין לעמוד על רמה שנתית גבוהה של כ- 150 מיליארד ₪ **(עמודים 15-16)**.

8. **מח"מ התיק** - אנו נותרים בהמלצתנו להחזקת התיק המקומי במח"מ בינוני, אך ממליצים להחזיק בעיקר את אגרות החוב הבינוניות. אנו ממליצים להגדיל את החשיפה לשוק המקומי (לתרחיש של סיום המלחמה בלבנון עד סוף 2024), בעיקר באמצעות הגדלת החשיפה לאגרות החוב הדולריות של ישראל בחו"ל המגלמות דירוג אשראי נמוך מ- BBB מינוס, וכן באמצעות הקטנה הדרגתית של החשיפה למט"ח **(עמודים 16-17)**.

ריביות	
4.50%	ריבית ב"י
4.50%	הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה
4.50%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים
4.50%	FRA 9*12 IRS Curve
אינפלציה	
0.45%	תחזית פועלים חודש אוקטובר
0.21%	מקדם עונתית אוקטובר
-0.15%	תחזית פועלים חודש נובמבר
-0.42%	מקדם עונתית נובמבר
3.10%	תחזית אינפלציה 12M
סחורות	
שינוי שבועי	ערך
-1.3%	1047
0.3%	6724
-3.0%	260
שינוי שבועי	ערך
עקומי האג"ח/IRS	
-0.25%	0.49%
-0.08%	0.33%
-0.05%	0.43%
-0.06%	2.60%
שינוי שבועי	ערך
עלויות גידור	
+0.06%	1.05%
+0.23%	1.28%

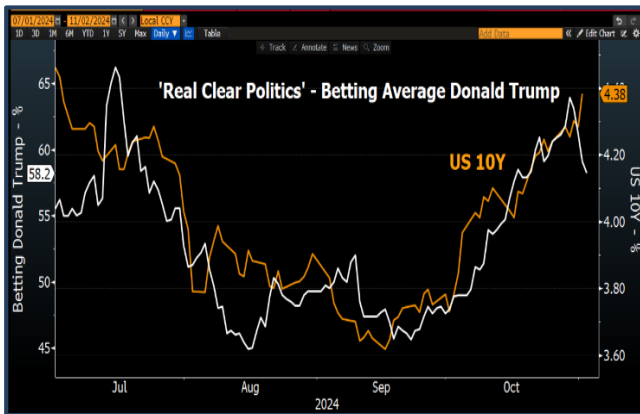
מאקרו

בארה"ב

- סקר CNN שהצביע על יתרון של האריס במשיגן וויסקונסין, ועל תיקו בין המועמדים בפנסילבניה, הקטין את ההסתברות לניצחון של טראמפ בבחירות, ולפי מודל של FiveThirtyEight הסיכוי של שני המועמדים לזכייה כמעט זהה - גרף 1. ירידה בצפייות לניצחון של טראמפ נרשמה גם לפי Real Clear Politics - גרף 2.
- מעניין לראות כי חרף הירידה של טראמפ בסקרים, ופרסום נתונים חלשים ביום שישי - תשואת ה-US10y המשיכה לעלות בסופ"ש לרמה של 4.38% - גרף 2.
- עוד נציין כי השוק צפוי להגיב גם לתוצאות הבחירות בבתי הקונגרס, היות וקונגרס/סנאט מפולגים יקשו הרבה יותר על העברת תמריצים פסקאליים משמעותיים.

גרף 2

גרף 1 (מקור - FiveThirtyEight)



Who Is Favored To Win The 2024 Presidential Election?

538 uses polling, economic and demographic data to explore likely election outcomes.

Trump wins 50 times out of 100

in our simulations of the 2024 presidential election.

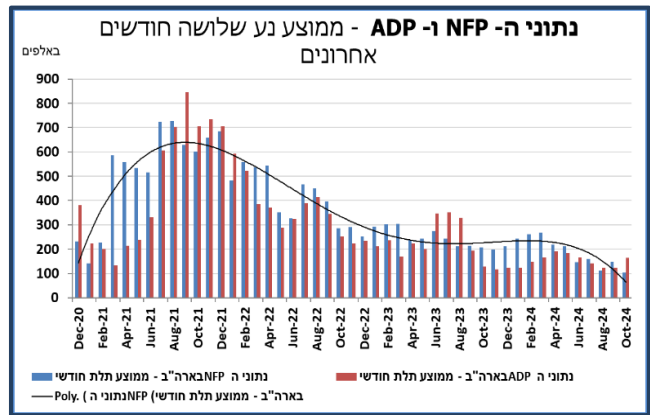
Harris wins 49 times out of 100.

There is a less than 1-in-100 chance of no Electoral College winner.

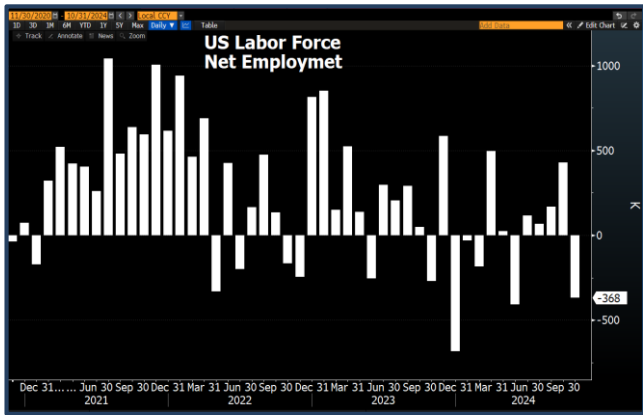
- דו"ח התעסוקה (NFP) של חודש אוקטובר הצביע על גיוס של 12 אלף מועסקים (צפי ל-100K), זאת לאחר שנתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מטה בחדות (-112K). במגזר הפרטי היקף המשרות ירד ב-28 אלף (צפי ל-70K+).
- חשוב להדגיש כי נתוני התעסוקה הושפעו לשלילה מהשביתה ב-Boeing (-44 אלף משרות), ומהוריקן 'מילטון' - ראו דברי עורכי המדד - "It is likely that payroll employment estimates in some industries were affected by the hurricanes".
- עם זאת, גם בנטרול אירועים אלו, נתוני ה-NFP מצביעים על התקררות שוק התעסוקה - היקף הגיוס החודשי הממוצע עמד בשלושת החודשים האחרונים על 104 אלף מועסקים בלבד - גרף 3.
- סקר כח האדם הצביע על עלייה קלה ב'שיעור האבטלה' מ-4.05% ל-4.14%, במקביל לירידה קלה ב'שיעור ההשתתפות בכח העבודה', כך שלפי סקר זה נגרעו בחודש אוקטובר כ-368 אלף משרות משוק העבודה - גרף 4.

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

גרף 3



גרף 4



גרף 5



גרף 6



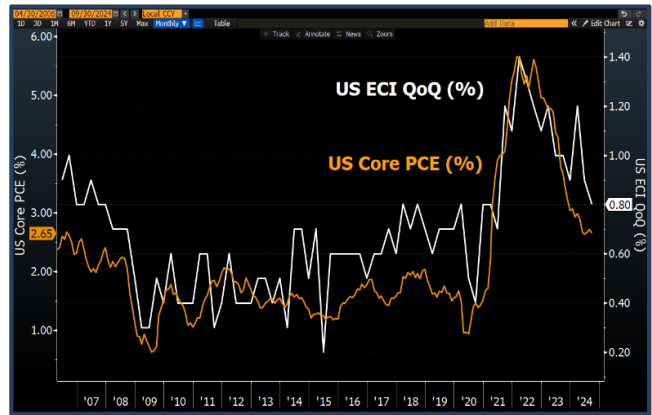
← עוד בנימה 'יונית' - הביקוש לעובדים ירד בספטמבר בחדות לרמה הנמוכה ביותר מאז ינואר 2021 (7.44) מיליון לעומת צפי ל- 8 מיליון), ושיעור ההתפטרות ירד לרמה הנמוכה ביותר מאז שנת 2015 (בנטרול הרמה בשיא משבר הקורונה) – גרף 5.

← היחס הבוחן את 'מספר המשרות הפנויות לכל מובטל' ירד לרמה של 1.07 – מתחת לרמתו ב-2018-2019 - אינדיקציה נוספת להתקררות שוק התעסוקה התומכת בהמשך התמתנות לחצי השכר - גרף 6.

← השכר הממוצע עלה באוקטובר ב- 0.4% MoM (צפי ל- +0.3%), אך זאת לאחר שנתוני ספטמבר עודכנו קלות כלפי מטה. בסיכום השנה האחרונה קצב עליית השכר התמתן ל- 4.0% YoY.

← עדות נוספת להתמתנות לחצי השכר התקבלה מהעלייה המתונה במדד ה- ECI (Employment Cost Index) - עלה ברבעון השלישי בקצב המתון ביותר מאז Q2/21 (תקופת הקורונה) - +0.8% QoQ - גרף 7.

גרף 7



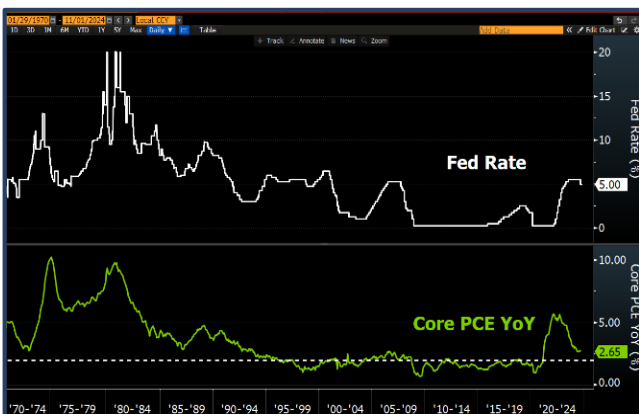
← בנימה פחות 'יונית' - סקר ה-ADP הצביע על גיוס של 233 אלף מעסקים בחודש אוקטובר (צפי ל-111K+), וירידה חדה נרשמה בתביעות לתשלום דמי אבטלה בשבוע האחרון (216 אלף לעומת צפי ל-230K+).

▪ בד הריאלי - הכלכלה האמריקאית צמחה ברבעון השלישי בשיעור נאה של 2.8% (בחישוב שנתי) - גרף 8, בתמיכת התרחבות חדה יחסית בצריכה הפרטית (+3.7% לעומת צפי ל-3.3%).

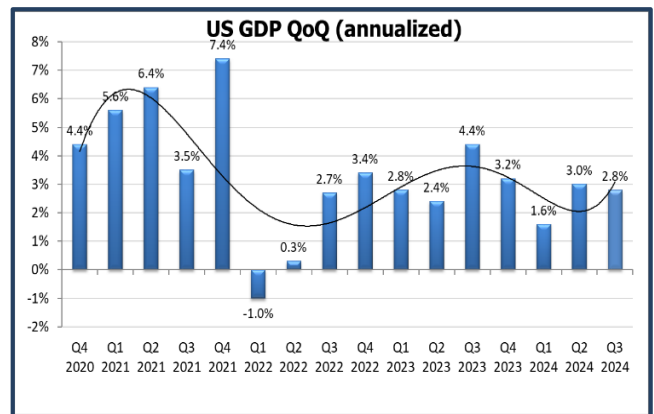
← עוד נציין לחיוב את העלייה החדה באוקטובר במדד אמון הצרכנים של ה-Conference Board לרמתה הגבוהה ביותר מאז ינואר 2024, ואת הזינוק בהיקף מכירות 'בתים בתהליך' בספטמבר (+7.4% MoM לעומת צפי ל-1.9%+).

← לשלילה נציין את הירידה החדה מהציפיות באוקטובר במדד ה-ISM Man. (צפי ל-47.6) ל-46.5.

גרף 9



גרף 8



▪ בד האינפלציה - ליבת מדד ה-PCE עלתה בספטמבר ב-0.25% MoM, כך שקצב העלייה השנתי עמד על 2.65% YoY (צפי ל-2.6%) - עדיין מעל יעד הפד (גרף 9), אם כי מדד ה-Headline PCE כבר ירד אל עבר היעד (+2.1% YoY, בהתאם לציפיות).

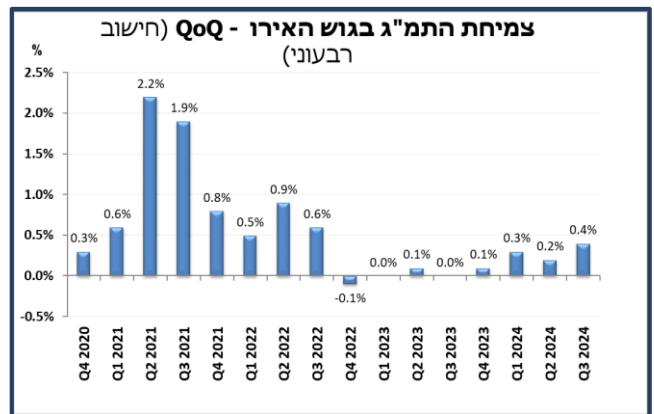
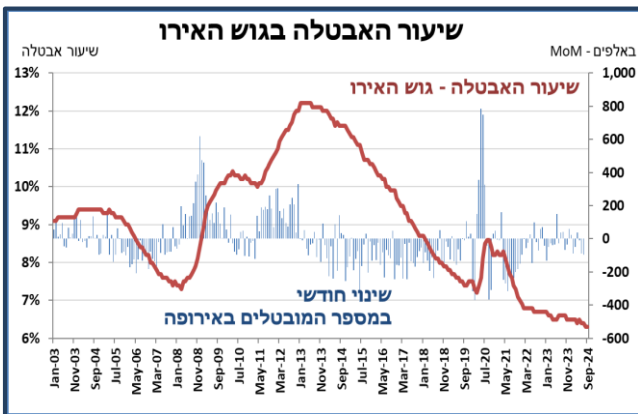
- לסיכום - הכלכלה האמריקאית ממשיכה לצמוח בקצב נאה, אך מקבץ הנתונים מעיד על המשך התקררות שוק התעסוקה האמריקאי (ללא עדות בינתיים לגלי פיטורים), במקביל להתמתנות מעודדת בלחצי השכר - עובדה התומכת בהורדת ריבית של 25bp בפגישת הפד בנובמבר - השוק מתמחר לכך עתה הסתברות של קרוב ל-100%, והסתברות גבוהה מאד (85%) להורדת ריבית נוספת גם בדצמבר.

באירופה

- הכלכלה האירופאית צמחה ברבעון השלישי ב-0.4% QoQ (צפי ל- +0.2%) – גרף 10, על רקע צמיחה חדה מהציפיות בגרמניה (+0.2% לעומת צפי ל- -0.1%), בצרפת (+0.4% לעומת צפי ל- +0.3%), ובספרד (+0.8% לעומת צפי ל- +0.6%). מאידך, הצמיחה באיטליה הייתה אפסית (לעומת צפי ל- +0.2%).
- ← עוד נציין לחיוב את ירידת שיעור האבטלה לרמת שפל מאז היווסדות הגוש (6.3%) – גרף 11.

גרף 11

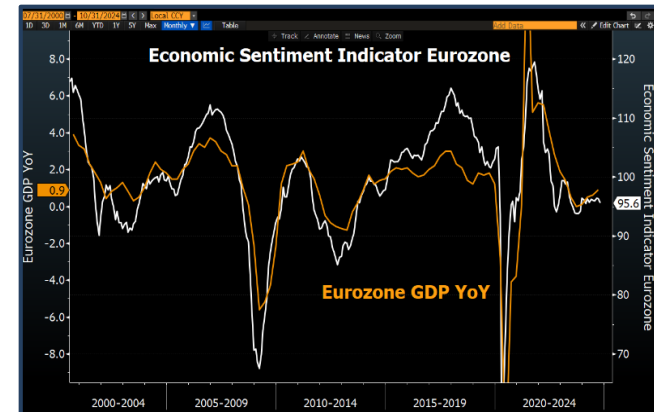
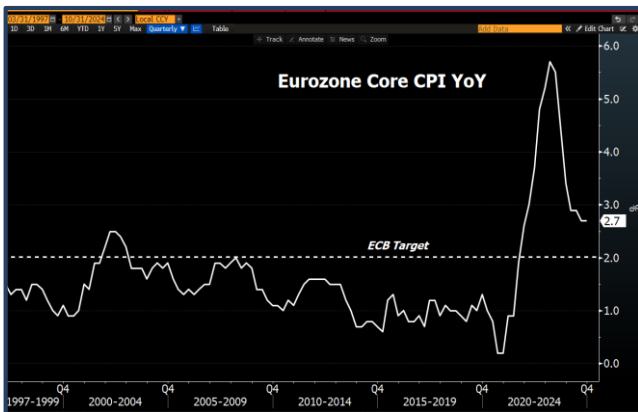
גרף 10



- ← בנימה 'יונית' יותר - מדד הסנטימנט הכלכלי של גוש האירו (ESI) ירד באוקטובר בשיעור חד מהציפיות לרמתו הנמוכה ביותר מאז חודש פברואר – גרף 12.

גרף 13

גרף 12



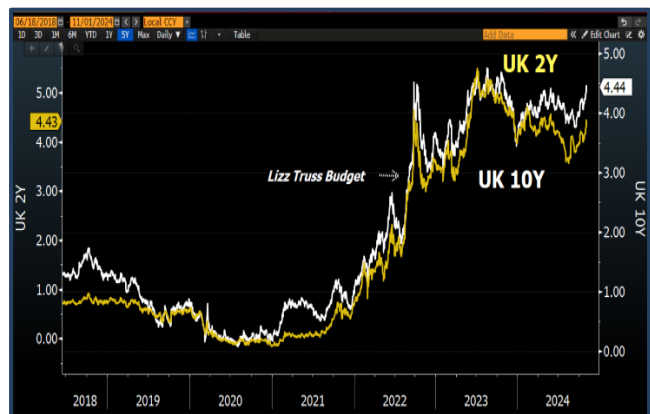
¹ בניגוד לפרסום נתוני הצמיחה בארה"ב ובישראל, נתוני הצמיחה המפורסמים באירופה הנם במונחים רבעוניים (ולא שנתיים).

- האינפלציה בגוש האירו עלתה באוקטובר ב- 2.0% YoY (צפי ל- 1.9%+), וליבת האינפלציה נותרה ל"ש ברמה של 2.7% YoY (צפי ל- 2.6%) - גרף 13. עם זאת, ציינו בסקירתנו בשבוע שעבר כי מרבית האינדיקציות מצביעות על צפי להתמתנות מחדשת באינפלציה בחודשים הקרובים.
- העלייה החדה מהציפיות בצמיחה ובאינפלציה והתבטאויות מעט 'ניציות' (פחות 'יוניות') של חברי ה- ECB מיתנו את ציפיות השווקים להורדת ריבית של 50bp בפגישת ה- ECB בדצמבר (מתמחרים לכך עתה סיכוי של 17% בלבד, לעומת מעל ל- 40% לפני כשבוע).
- ← בנוסף, ציפיות השווקים לרמת הריבית בספטמבר 2025 עלו השבוע ל- 1.98%.
- ← חברת הוועדה, Schnabel, אמרה כי יש להמשיך בקצב מדוד של הורדות ריבית (*"a gradual approach to removing policy restriction remains appropriate"*), וכי אין צורך להוריד את הריבית אל מתחת לרמתה הניטרלית ("*No need to go below neutral*").
- ← חבר ה- ECB, Nagel, הוסיף כי "*אין מה למהר*" ב- Cycle הורדות הריבית - *"my advice is to remain cautious and not to rush"*.

בריטניה

- החלטת ממשלת הלייבור על תקציב מרחיב מאד לחמש השנים הקרובות (גידול שנתי בהוצאות של כ- 70 מיליארד פאונד בחמש השנים הקרובות, במקביל להעלאת מיסים בהיקף שנתי של 36 מיליארד בלבד)², הובילה השבוע לעלייה חדה בתשואות ה- Gilts לאורך העקום – גרף 14 (זאת בנוסף ל"תרומת" עליית התשואות החדה של ה- Treasuries).

גרף 14

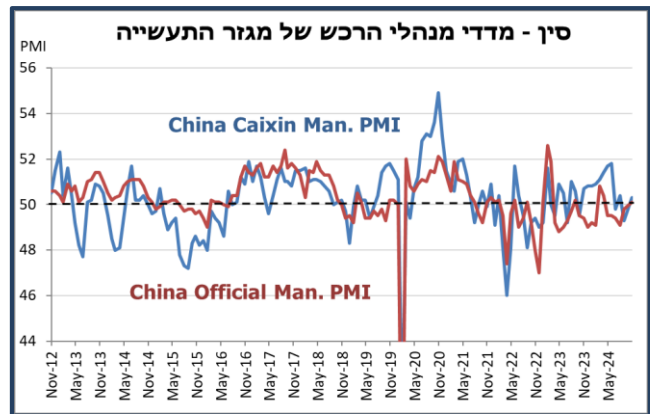


² ניתוח של DB.

בסין

- עלייה מעודדת נרשמה בחודש אוקטובר במדדי מנהלי הרכש, אם כי קצב צמיחת הכלכלה הסינית עודנו מתון:
 - ← מדד מנהלי הרכש של מגזר התעשייה (שמפרסם הממשל) עלה באוקטובר ב-0.3 נק' ל-50.1 נק' (צפי ל-49.9), והמדד המקביל של Caixin עלה ב-1 נק' ל-50.3 נק' (צפי ל-49.7) - גרף 15.
 - ← מדד מנהלי הרכש לענפי השירותים (של הממשל) עלה באוקטובר ב-0.2 נק' ל-50.2 (צפי ל-50.3).

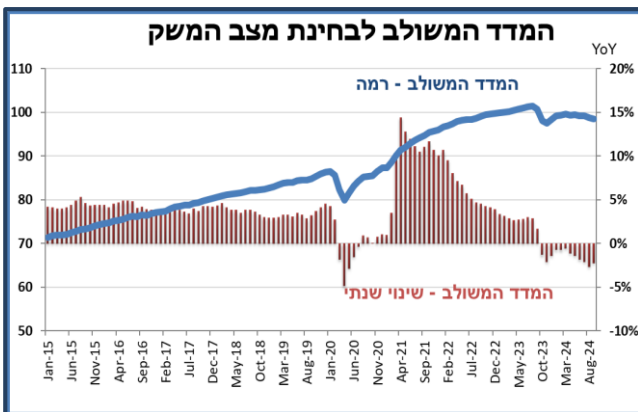
גרף 15



בישראל

- משרד האוצר עדכן כלפי מטה בחדות את תחזיתו לצמיחת הכלכלה בשנת 2024 ל-0.4% בלבד (לעומת 1.1% בתחזית הקודמת), ואת תחזיתו לצמיחה בשנת 2025 ל-4.3% (+4.6% בתחזית הקודמת) – גרף 16.
- ← תחזית זו מבוססת על הנחה של "המשך לחימה עצימה במהלך רוב הרבעון האחרון של 2024, מה שמלווה בגיוס מילואים מוגבר, וצמצום היקפי הגיוס לאחר מכן ובכל שנת 2025".

גרף 17



גרף 16 (מקור - משרד האוצר)

תחזיות הצמיחה של משרד האוצר עבור ישראל בהשוואה לנופים מובילים אחרים

	2025	2024
משרד האוצר (אוקטובר 2024)	4.3	0.4
בנק ישראל (אוקטובר 2024)	3.8	0.5
קרן המטבע (אוקטובר 2024)	2.7	0.7
OECD (מאי 2024)	4.6	1.9

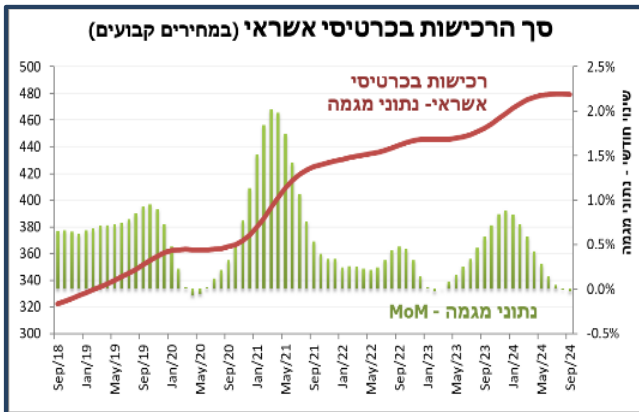
מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

- בהקשר לכך, נציין כי המדד המשולב ירד בספטמבר ב-0.3%, זאת לאחר שנתוני החודשים הקודמים עודכנו כלפי מטה בחדות (המדד של חודש אוגוסט עודכן מעלייה של +0.23%, לירידה של -0.42%). בב"י ציינו כי "ירידה זו מאותתת על החמרת השלכות המלחמה על הפעילות הכלכלית במשק." - גרף 17.

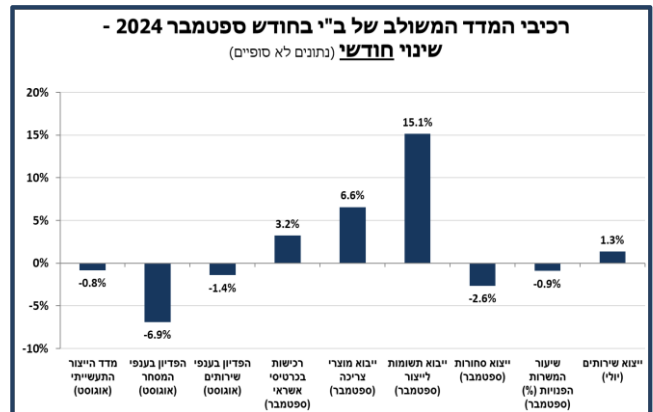
← בצד הנתונים שהובילו לירידת המדד המשולב בספטמבר, נציין את הירידה ביצוא סחורות (-2.6% MoM), בשיעור המשרות הפנויות, ובייצור התעשייתי (-0.8% MoM). בנוסף, התכווצות חדה נרשמה בצריכה הפרטית באוגוסט, כפי שבא לידי ביטוי בירידה החדה בפדיון ענפי המסחר (-6.9% MoM) ובפדיון ענפי השירותים (-1.4% MoM) - גרף 18.

← בנימה מעט מעודדת יותר, נציין את העלייה המחודשת בספטמבר בצריכה הפרטית (בתמיכת הרכישות לפני תקופת החגים), כפי שבא לידי ביטוי בעליית רכישות הצרכנים בכרטיסי אשראי (+3.2% MoM), כך שבסיכום הרבעוני - נתוני ב"י ונתוני הלמ"ס מצביעים על התרחבות קלה ברכישות בכרטיסי אשראי (+0.9% QoQ, עפ"י הלמ"ס) - גרף 19.

גרף 19

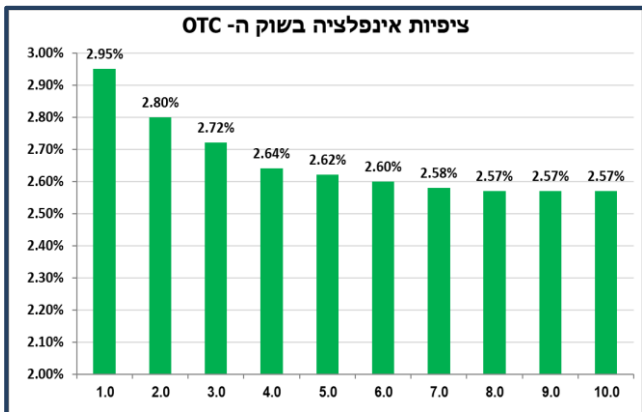


גרף 18

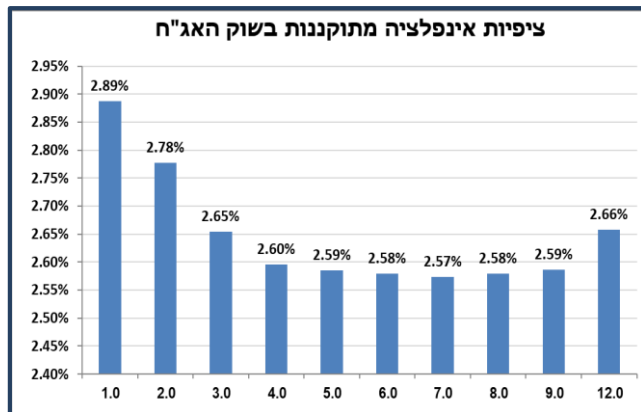


אינפלציה, אג"ח ממשלתי, IRS ושוק המט"ח

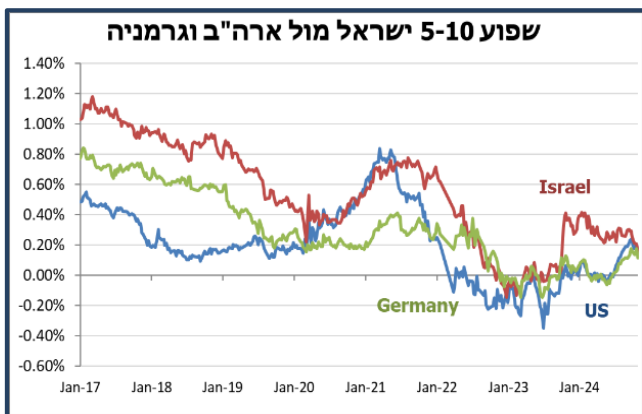
גרף 21



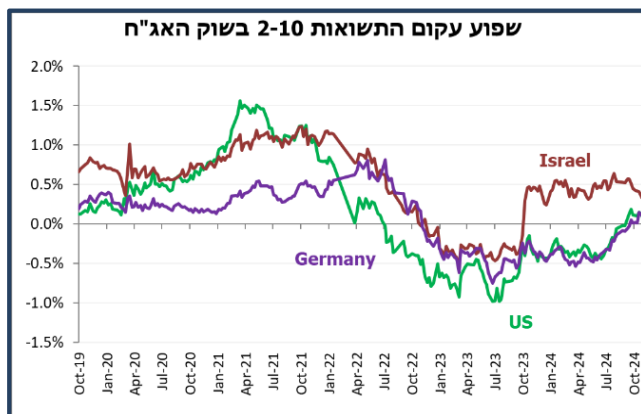
גרף 20



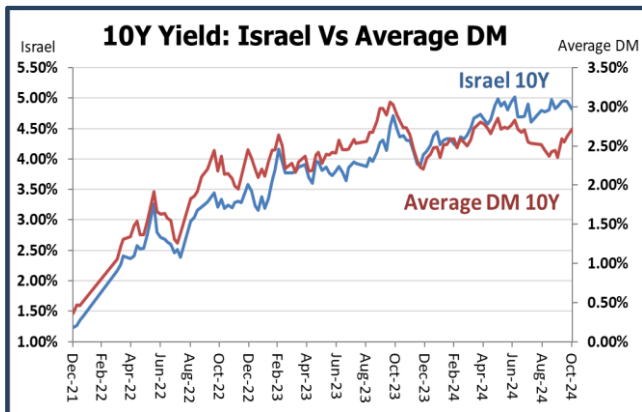
גרף 23



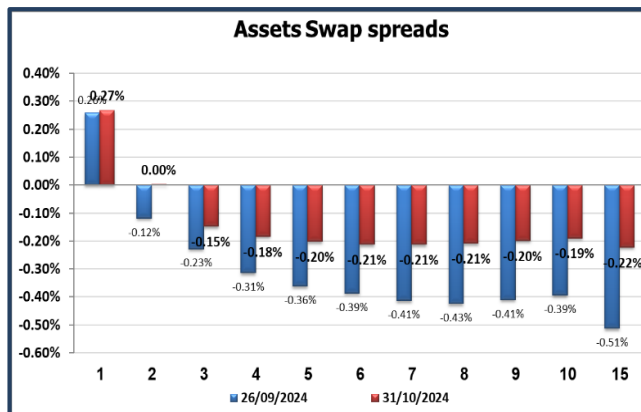
גרף 22



גרף 25



גרף 24 (נכון ליום חמישי בסגירה)



אינפלציה

- תחזית מדד אוקטובר נותרת על בין 0.4% ל- 0.5% (YoY -3.50%-+3.40%)
 - ← מחירי מזון (ללא פו"י) צפויים לעלות באוקטובר בכ- 0.3% - לא סופי.
 - ← רכיב 'פירות וירקות' צפוי לעלות בשיעור מתון מהעונתיות ולהוסיף למדד כ- 0.02% (תחזית ראשונית).
 - ← רכיב 'דיוור' צפוי להיוותר פחות או יותר לל"ש - מחד, ירידה קלה צפויה ברכיב 'שירותי דיוור'. מאידך, רכיב 'שכר דירה' ורכיב 'הוצאות דיוור אחרות' צפויים לעלות.
 - ← רכיב 'אחזקת דירה' צפוי לעלות בכ- 0.2% (+0.02% למדד).
 - ← רכיב 'ריהוט וציוד לבית' צפוי להיוותר פחות או יותר לל"ש.
 - ← רכיב 'הלבשה והנעלה' צפוי, להערכתנו, לעלות בשיעור מעט מתון מהעונתיות - הנחנו עלייה של כ- 3.0% שתעלה את המדד בכ- 0.07%.
 - ← רכיב 'חינוך, תרבות ובידור' צפוי לרדת בכ- 0.1%, על רקע ירידה קלה במחירי החופשות בישראל ובמחירי 'מסיבות ואירועים', זאת במקביל לעלייה קלה ברכיב 'חינוך'.
 - ← רכיב 'בריאות' צפוי לעלות בכ- 0.3-0.4% (+0.02% למדד).
 - ← רכיב 'תחבורה ותקשורת' צפוי לעלות בחדות, בשל העלייה החדה הצפויה במחירי 'טיסות לחו"ל' (+15% להערכתנו). מאידך, מחירי הדלקים צפויים להוריד את המדד בכ- 0.045%.
- תחזית מדד נובמבר נותרת בינתיים על בין -0.1% ל- -0.2% (YoY -3.70%-+3.60%)
 - ← מחירי הדלקים עלו בנובמבר ב- 0.56% (+0.01% למדד).
- תחזית האינפלציה לשנה הקרובה עומדת על כ- 3.1%

	CPI MoM	CPI YoY
Oct - 24	0.45%	3.45%
Nov - 24	-0.15%	3.65%
Dec - 24	0.10%	3.85%
Jan - 25	0.35%	4.20%
Feb - 25	0.35%	4.15%
Mar - 25	0.45%	4.05%
Apr - 25	0.65%	3.85%
May - 25	0.25%	3.90%
Jun - 25	-0.05%	3.75%
July - 25	0.30%	3.50%
Aug - 25	0.45%	3.00%
Sep - 25	-0.05%	3.10%
Next 12M		+3.10%

1. שכר המינימום יעלה בחודש אפריל, בניגוד להערכות הראשוניות כי במסגרת הגזרות לשנת 2025

הממשלה תקפיא את העלייה.

2. מחירי הנפט ירדו בתחילת השבוע שעבר בחדות, על רקע הימנעות ישראל מתקיפת מתקני האנרגיה באירן, אך שבו לעלות לקראת הסופ"ש על רקע איומי אירן כי תגיב בחריפות, ובשל דיווח ברויטרס כי ארגון OPEC+ עשוי לדחות את כוונתו להגדיל את תפוקת חברות הארגון שתוכנה במקור לחודש דצמבר. בסיכום השבועי מחירי הנפט ירדו ב- 3.9%.

סיום המלחמה - אינפלציוני או דיס-אינפלציוני? ומה לגבי ריבית ב"י?

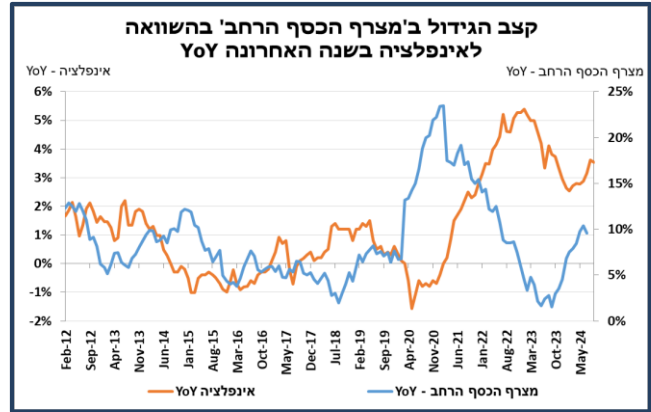
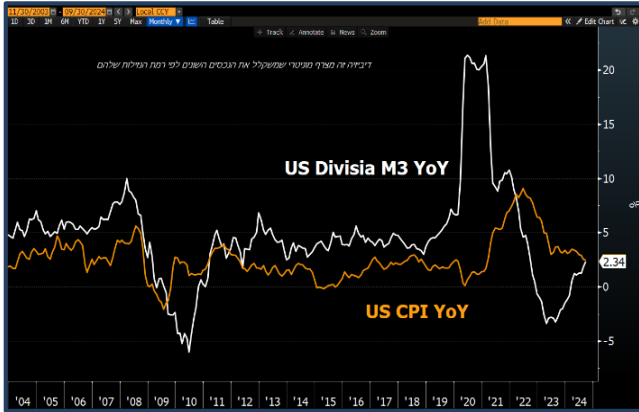
- על רקע התגברות הציפיות להפסקת אש קרובה בצפון (וחרף ההסלמה המחודשת עם אירן והישמרות הסטטוס קוו בעזה), שוק האג"ח המקומי החל לתמחר תרחיש בו המלחמה תסתיים בקרוב בכלל הגזרות (נרחיב עוד בהמשך).
- אחת השאלות המרכזיות הנה מה יקרה לסביבת האינפלציה המקומית עם תום המלחמה?
 - ← מחד, ההתחזקות החדה הצפויה בשער השקל, בשילוב עם ירידה מסוימת הצפויה במחירי הנפט, ופתרון (חלקי לפחות) למגבלות ההיצע, צפויים להוביל להתמתנות האינפלציה. בצד גורמי ההיצע המובילים בעת הנוכחית להאצת האינפלציה, נציין את המחסור הגדול בעובדים (גיוס בהיקף נרחב של מילואימניקים, וחוסר בעובדים פלסטינים), העלייה במחירי הטיסות על רקע היצע נמוך (אם כי הזינוק במחירי הטיסות לא באמת בא לידי ביטוי במדידת הלמ"ס את רכיב 'מחירי הטיסות' במדד בשנה האחרונה...), העלייה במחירי התובלה הימית והאווירית לישראל, וייתכן כי גם סיום החרם של טורקיה על ישראל.
 - ← מאידך, סיום המלחמה צפוי להוביל לעלייה (חדה?) באופטימיות האזרחים, ולהאצת הביקושים המקומיים. בצד הגורמים שיתמכו בהאצת הצריכה הפרטית (חרף העלאות המיסים בתחילת 2025), נציין את חזרת המילואימניקים למעגל הצריכה, ובעיקר את רצון הצרכנים לפצות את עצמם על השנה האחרונה (גידול חד צפוי לדוג' בהיקף תיירות הפנים, וגם בהיקף התיירות הנכנסת העומדת על רמה נמוכה מאד).
 - ← בהקשר לכך, נציין את הגידול החד ($+10\% \text{ YoY}^3$) ב'כמות הכסף' ('מצרף הכסף הרחב') שבידי הציבור בשנה האחרונה – העלייה החדה ביותר מאז שנת 2015 (בנטרול תקופת הקורונה) – גרף 26. בהקשר לכך, נזכיר כי הזינוק בכמות הכסף תמך בתקופת הקורונה בזינוק באינפלציה (גרף 26), אם כי בתקופת הקורונה הריבית הייתה אפסית, ומכאן המוטיבציה לצריכה (על חשבון חסכון) הייתה גבוהה יותר.
 - ← הערה: הגידול ב'כמות הכסף' בארה"ב עמד בשנה האחרונה על כ- 2.3% בלבד (לעומת $+20\% \text{ YoY}$ בתקופת הקורונה) – גרף 27.
 - ← בנוסף, נראה שגם עם תום המלחמה עובדים פלסטינים לא יחזרו לעבוד בהיקפים גדולים בישראל והיקפי המילואים עדיין יהיו גבוהים מאד בהשוואה לשנים עברו.

³ נכון לחודש יולי 24.

← לסיום נציין שבתרחיש האופטימי הנ"ל, סביר להניח כי השקעות גופים זרים בענפי היי-טק יגדלו, עובדה אשר תוביל גם לעלייה מחודשת בביקוש לעובדי הי-טק, ומכאן לעלייה חדה יחסית בשכר העובדים.

גרף 27

גרף 26



- שורה תחתונה - סיום המלחמה יוביל להשפעות מוגדות על סביבת האינפלציה המקומית, אך להערכתנו בסופו של דבר יתמוך בהתמתנות האינפלציה, על רקע ההתחזקות (החדה?) הצפויה בשער השקל, והתמתנות סביבת האינפלציה הגלובאלית.
 - עם זאת, סביבת האינפלציה צפויה להיוותר גבוהה גם בשנת 2025 (וחלק לא מבוטל מהזמן ברמה הגבוהה מהיעד), כך שבשילוב עם ההאצה הצפויה בצריכה הפרטית ובצמיחת הכלכלה (ראו לעיל⁴), נראה כי גם לאחר תום המלחמה ב"י לא ימהר להוריד את הריבית.
- ← נזכיר כי ב"י מעריך כי הריבית תיוותר לל"ש עד ל-Q3/25 לפחות.

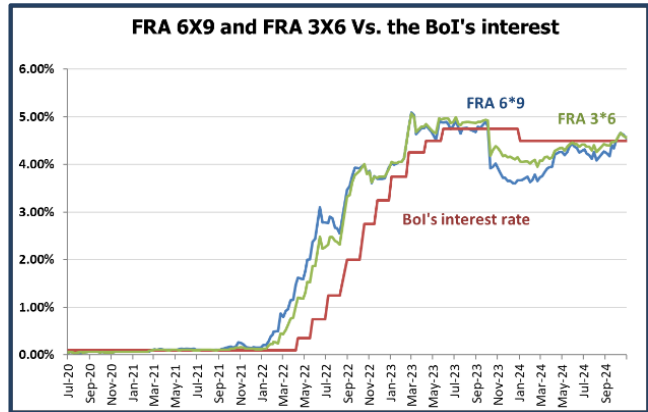
ריבית ב"י - ומה לגבי העלאת ריבית?

- ההרעה בפעילות הכלכלה המקומית (ראו הירידה החדה במדד המשולב בחודשיים האחרונים), בשילוב עם העברת תקציב המדינה לשנת 2025 בממשלה (יעד גרעון של 4%), וההפתעה כלפי מטה במדד חודש ספטמבר, אינם תומכים בהעלאת ריבית ב"י בתקופה הקרובה (אנו מעניקים לכך עתה הסתברות של כ-10%).
- ← מצד שני - אנו נותרים, כאמור, בהערכתנו כי ריבית ב"י תיוותר על כנה למשך תקופה ממושכת. כפי שצינו לעיל - גם בתרחיש של סיום המלחמה והתמתנות האינפלציה, הכלכלה המקומית צפויה לצמוח בחדות יחסית, כך שב"י לא יצטרך למהר ולהוריד את הריבית....

⁴ ב"י והאוצר מעריכים צמיחה של כ-3.8%, ו-4.3%, בהתאמה בשנת 2025 - בדומה להערכתנו.

← שוק הריביות תמחר ביום שישי רמת ריבית של 4.48% בעוד שנה, ורמת ריבית של כ- 4.55% באפריל 2025 - גרף 28.

גרף 28

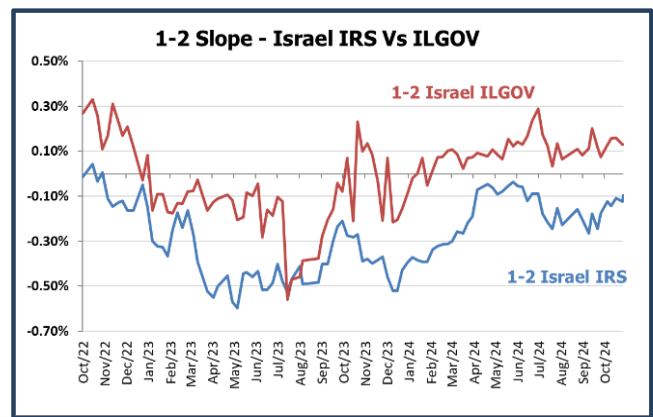
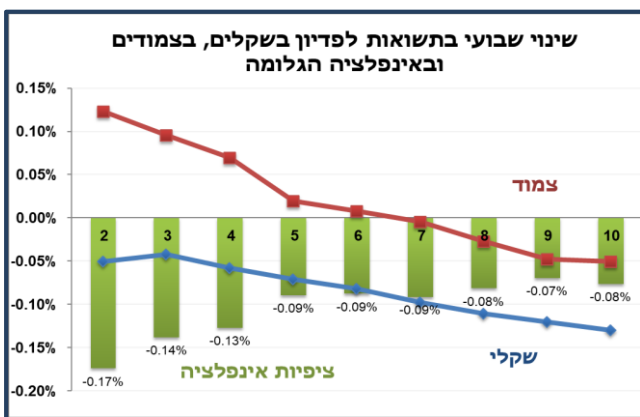


מתי ריבית ב"י תתחיל לרדת?

- בעוד שאיננו מעריכים כי ב"י יוריד את הריבית בתשעת החודשים הקרובים / השנה הקרובה, בהחלט ייתכן כי לקראת סוף 2025 ב"י יצטרף ל- Cycle הורדות הריבית בעולם, על רקע ההתמתנות הצפויה באינפלציה, ולאור הציפייה להמשך הורדות הריבית בעולם במהלך השנה הקרובה.
- אי לכך, אנו ממליצים על פוזיציה של מכירת השיפוע 1-2 בעקום ה- IRS שעמד ביום שישי על כ- 10bp- (גרף 29). פוזיציה זו רלוונטית עוד יותר בשוק האג"ח הממשלתי, שם השיפוע עומד על רמה חיובית - גרף 29. כלומר, אנו ממליצים למכור את המק"מ לשנה ולקנות במקום את ממש"ק 1026 או ממש"ק 927.

גרף 30

גרף 29



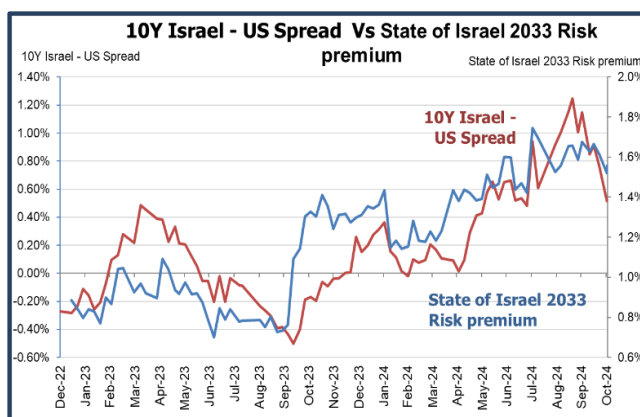
שקלי / צמוד

- ציפיות האינפלציה ירדו השבוע בחדות בעקום הממשלתי - גרף 30. עם זאת, אנו נותרים עדיין בהמלצתנו מה- 13.10 לאחזקת האפיק השקלי והצמוד במשקל שווה.

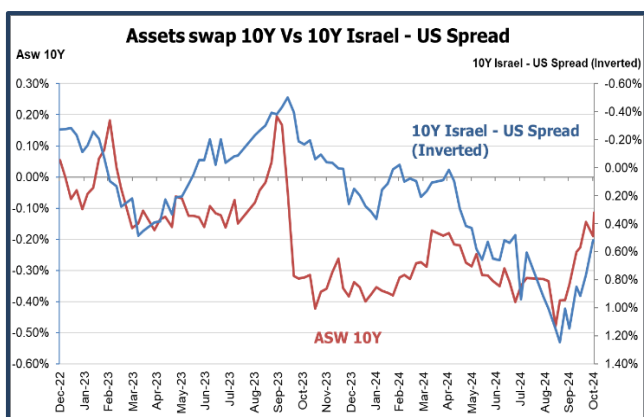
פרמיית הסיכון של ישראל

- פרמיית הסיכון של ישראל ירדה עד יום חמישי בחדות יחסית, על רקע התגברות ההערכות להפסקת אש קרובה בלבנון וההעברה הצפויה של תקציב המדינה בממשלה (עם הקיצוצים הנדרשים).
- ירידת פרמיית הסיכון באה לידי ביטוי בהתחזקות השקל, בירידת פרמיית ה-CDS של ישראל, בירידת מרווחי האג"ח הדולריות של ישראל, ובירידת התשואות החדה בשוק האג"ח המקומי - גרפים 31 ו-32.

גרף 31

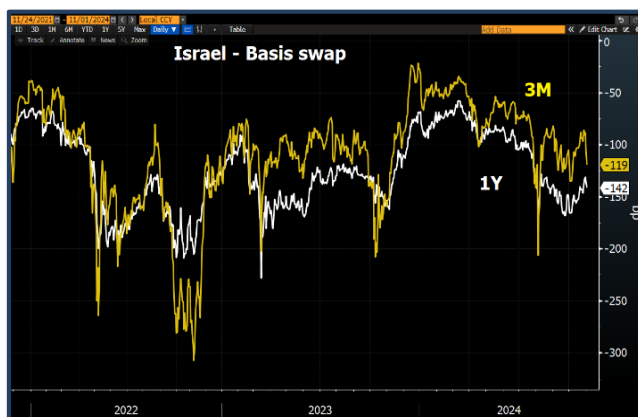


גרף 32



- בימים חמישי ושישי המגמה התהפכה, בעיקר על רקע החרפת איומי אירן לתגובה חריפה - שער השקל חזר להיחלש, מרווחי אגרות החוב של ישראל שבו להתרחב, ועלייה חדה נרשמה בתשואות עקום ה-IRS ביום שישי, תוך עלייה מחודשת בתלילות העקום - תשואות ה-IRS בטווחים הקצרים עלו ביום שישי בכ- 2-4bp, בטווחים הבינוניים בכ- 6-7bp ובטווחים הארוכים בכ- 8bp (נתונים נכונים טרם פרסום ה-NFP).
- בנוסף, ה-Basis עלה בשישי בחדות יחסית (בערך מוחלט) – גרף 33, אך זאת גם בשל הירידה החדה בשוקי המניות בעולם ביום חמישי.

גרף 33



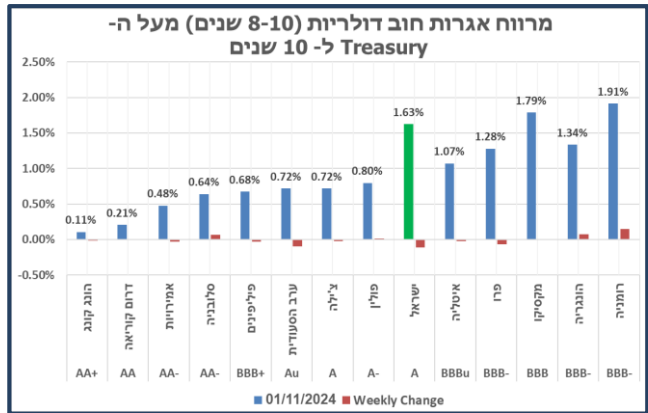
- המרווח של האג"ח הדולרית לשנת 2034 עמד ביום שישי על 163bp מעל ה-US Treasury (לעומת מרווח ממוצע של 150bp באגרות החוב הקונצרניות בעולם בדירוג BBB מינוס) – גרפים 34 ו-35.

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

גרף 35



גרף 34



הנפקות חוב בשוק המקומי בחודש נובמבר ובשנת 2025?

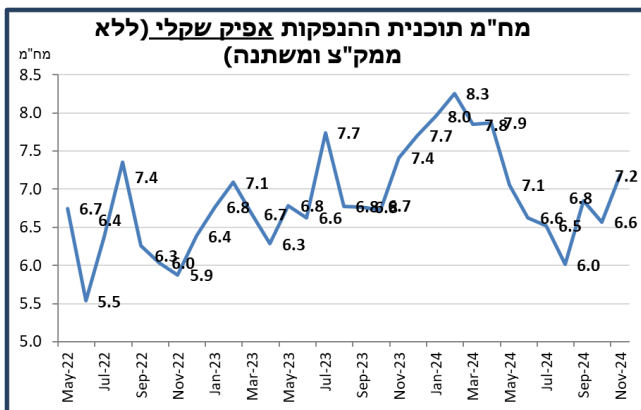
- משרד האוצר ינפיק בחודש נובמבר חוב בשוק המקומי בהיקף של כ-15.7 מיליארד ש"ח - כלומר הנפקה של קרוב ל-4 מיליארד ש"ח מדי שבוע (בממוצע), בדומה להיקף ההנפקות מאז פרוץ המלחמה – גרף 36.

גרף 36

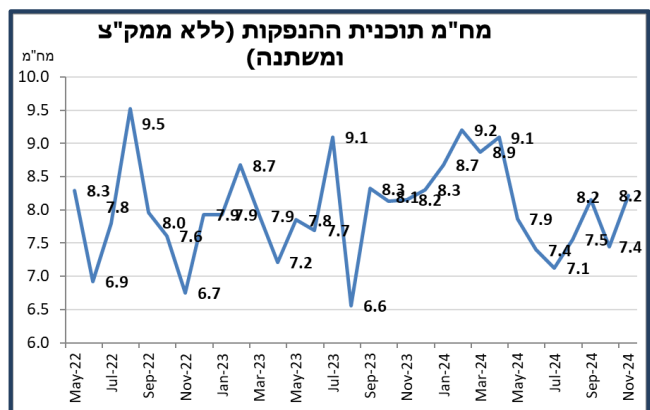


- משרד האוצר ניצל את ירידת התשואות האחרונה לצורך הארכת מח"מ תוכנית ההנפקות (במיוחד באפיק השקלי), זאת בהשוואה לרמה הממוצעת בחודשים האחרונים – גרפים 37 ו-38.

גרף 38



גרף 37



- באשר לעתיד - בהנחה שהממשלה תצליח לעמוד ביעד גרעון של 4% בשנת 2025, היקף ההנפקות בשוק המקומי ב- 2025 צפוי עדיין לעמוד על רמה שנתית גבוהה של כ- 150 מיליארד ₪ (כ- 12.5 מיליארד ₪ בחודש), תחת הנחת עבודה כי האוצר ינפיק בחו"ל כ- 6.5 מיליארד דולר בשנת 2025 (מקור - אבישר כהן). נדגיש כי כל גידול של 1% בגרעון מעבר ליעד יגדיל את היקף ההנפקות השנתית בכ- 20 מיליארד ₪.

תקציב המדינה / מח"מ התיק המקומי ועוד...

1. תקציב המדינה לשנת 2025 אושר עם קיצוצים של כ- 37 מיליארד ₪. עם זאת, התקציב לא עבר חלק (7 שרים התנגדו), כך שייטכנו עוד שינויים עד לאישורו הסופי בכנסת.
 - ← בנוסף, נגיד ב"י אמר ביום שישי כי "ההצעה הנוכחית (של התקציב) אינה כוללת עדיין את מסקנות הוועדה לבחינת תקציב הביטחון בראשות פרופסור נגל. אמנם, מנדט הוועדה קובע כי ככל שהיא תמליץ על הגדלה נוספת של תקציב הביטחון הרב-שנתי היא גם תמליץ על מקורות לכך, אך היקף המקורות מוגבל". במילים אחרות – היות והוועדה תמליץ כמובן על הגדלה נוספת ופרמננטית של תקציב הביטחון, הדבר יצריך צעדי התכנסות תקציבית נוספים כדי לעמוד ביעד הגרעון של 4%.
 - ← אנו מניחים כי לאור התבטאויות שר האוצר בתקופה האחרונה, העברת התקציב כבר הייתה גלומה בשוקי האג"ח והמט"ח – לראייה ניתן לראות בגרף 39 כי עם פרסום הידיעה ביום שישי שער השקל אמנם התחזק קלות, אך חזר במיידית להיחלש.

גרף 39 (נכון לשישי בצהריים)

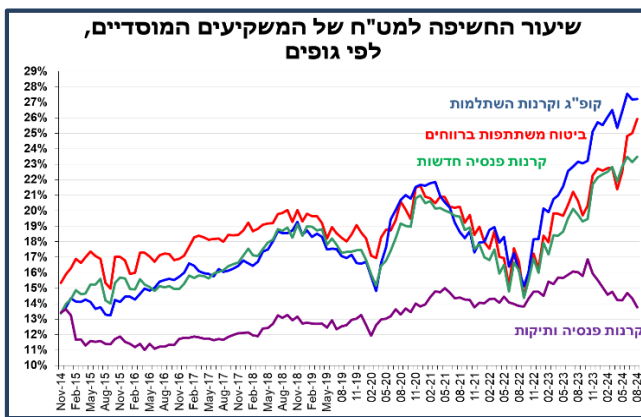


2. שוק האג"ח החל, כאמור, לתמחר בשבוע שעבר הסתברות גבוהה מאד להשגת הפסקת אש קרובה בלבנון, אך נכון לכתיבת שורות אלה נראה כי חיזבאללה מתנגד לדרישת ישראל לאכופ בעצמה את יישום החלטה 1701. בנוסף, נראה כי ישראל ואירן לקראת התלקחות נוספת - דבר אשר עלול להוביל להורדת דירוג נוספת (ראו הדוחות האחרונים של Moody's ו-S&P).

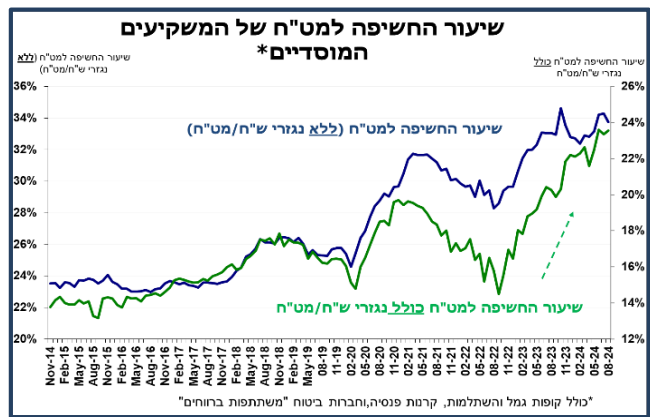
שורה תחתונה:

1. אנו נותרים בהמלצתנו להחזקת התיק המקומי במח"מ בינוני, אך ממליצים להחזיק בעיקר את אגרות החוב הבינוניות (תשואת ממש"ק ל- 5 שנים עומדת על כ- 4.66%, לעומת 4.82% באג"ח ל- 10 שנים).
2. אנו ממליצים להגדיל את החשיפה לשוק המקומי (לתרחיש של סיום המלחמה בלבנון עד סוף 2024), בעיקר באמצעות הגדלת החשיפה לאגרות החוב הדולריות של ישראל בחו"ל המגלמות דירוג אשראי נמוך מ-BBB מינוס (ראו לעיל), וכן באמצעות הקטנה הדרגתית של החשיפה למט"ח, זאת לאחר העלייה החדה בחשיפות מט"ח של הגופים המוסדיים בשנתיים האחרונות - גרפים 40 ו-41.

גרף 41



גרף 40

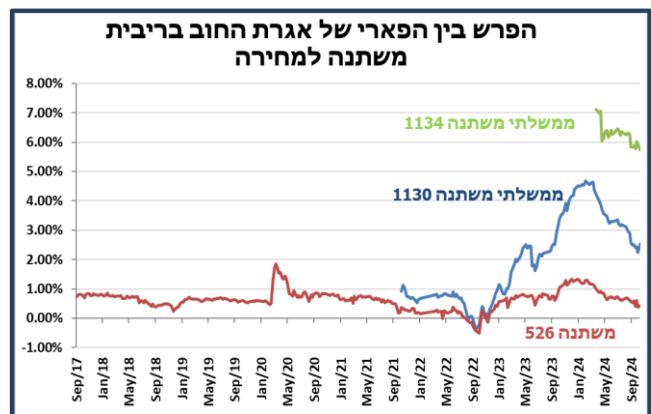


3. אנו נותרים בהמלצתנו מה- 13.10 להחזיק את האפיק הצמוד והשקלי באחזקה שווה.
4. אנו נותרים בהמלצתנו מהשבוע שעבר לסגור ברמות הנוכחיות את פוזיציות קניית ה- Asw בטווחים הבינוניים והארוכים.
5. אנו נותרים בהמלצתנו מה- 29.09.24 להיכנס לפוזיציה של תלילות העקום 5-10 בעקום הממשלתי ובעקום ה- IRS.
6. אנו ממליצים להגדיל את האחזקה בממשלתי משנתה 1134 (בעיקר דרך הנפקות האוצר) – גרפים 42 ו-43.

גרף 43



גרף 42



מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו ככוננים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנתונים. 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.