

תמצית

- שווקים** - המשך פרסום נתונים כלכליים טובים בארה"ב, בשילוב עם צפי להמשך הורדות ריבית (חדות יחסית) במרבית השווקים המפותחים, והשקת תכניות התמריצים בסין תמכו השבוע בעליית מדדי המניות העיקריים (**עמוד 2**).
- בארה"ב** - הנתונים שפורסמו השבוע היו טובים ברובם, ואומדן ה-GDP צופה המשך צמיחה כלכלית נאה ב-Q3 (+3.1%). השווקים מתמחרים הסתברות של כ-54% לכך שהפד יוריד את הריבית ב-50bp גם בפגישתו הבאה בנובמבר ורמת ריבית של 2.90% בספטמבר 2025 (**עמודים 2-4**).
- באירופה** - הרעה בסקרי הציפיות בספטמבר, בשילוב עם התמתנות האינפלציה הגבירו את הציפיות להורדת ריבית ה-ECB גם באוקטובר (**עמודים 5-6**).
- בסין** - הבנק המרכזי הכריז השבוע על מגוון צעדים להמרצת הכלכלה והממשל הסיני רמז על השקה קרובה של תמריצים פסיקאליים - עובדה אשר הובילה לעלייה חדה בשוקי המניות בסין (**עמודים 6-7**).
- בישראל** - נתוני המדד המשולב מצביעים על התרחבות מחודשת של הכלכלה המקומית בחודשי הקיץ (לאחר הצמיחה האפסית ברבעון השני), אם כי רמת המדד עדיין נמוכה בכ-1.7% מהרמה אשתקד (**עמודים 7-8**).
- Moody's הורידה את דירוג האשראי של ישראל** בחדות (2 נוצים) ל-Baa1 והותירה את תחזית הדירוג על 'שלילית', בשל החשש מהסלמה נוספת במלחמה עם חיזבאללה, אשר עשויה (לטענת החברה) להוביל להורדת דירוג נוספת של מספר נוצים ("multiple notches") (**עמודים 11-12**).
- השלכות הורדת הדירוג & פרמיית הסיכון של ישראל** - אנו נותרים אמנם בהמלצתנו מה-07 ליולי לשמור על מח"מ בינוני בשוק המקומי, תוך המשך מתן עדיפות לאפיק הצמוד עפ"נ השקלי, אך מעריכים כי העקום הממשלתי 5-10 ו-10-30 צריך להיתלל, כך שאנו ממליצים להחזיק יותר את אמצע העקום השקלי (**עמודים 12-14**).
- אינפלציה** - תחזית מדד ספטמבר יורדת קלות ל-0.10% MoM (-3.60% YoY). תחזית האינפלציה לשנה הקרובה נותרת על כ-3.1% (**עמודים 15-16**).

ריביות	
4.50%	ריבית ב"י
4.50%	הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה
4.25%-4.50%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים
4.19%	FRA 9*12 IRS Curve
אינפלציה	
-0.10%	תחזית פועלים חודש ספטמבר
-0.22%	מקדם עונתית ספטמבר
0.40%	תחזית פועלים חודש אוקטובר
0.21%	מקדם עונתית אוקטובר
3.10%	תחזית אינפלציה 12M
סחורות	
שינוי שבועי	ערך
0.9%	1066
1.8%	6892
-5.9%	254
שינוי שבועי	ערך
-0.22%	0.99%
-0.06%	0.51%
0.01%	0.57%
-0.02%	2.61%
שינוי שבועי	ערך
-0.17%	0.89%
-0.22%	1.24%

מאקרו

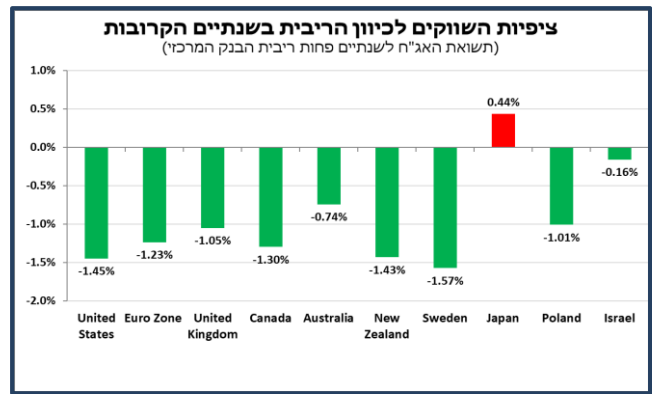
שווקים

- המשך נתונים כלכליים טובים בארה"ב, בשילוב עם צפי להמשך הורדות ריבית (חדות יחסית) במרבית השווקים המפותחים בשנה הקרובה (גרף 1), והשקת תכניות התמריצים בסין תמכו השבוע בעליית מדדי המניות העיקריים בארה"ב - מדד ה-S&P 500 עלה השבוע ב-0.6% לרמת שיא חדשה - גרף 2.
- הבנקים המרכזיים של שווייץ ושבדיה הורידו השבוע את הריבית ב-0.25%, זו הפעם השלישית ב-Cycle הנוכחי. יתרה מכך, הבנק של שבדיה הנמיך עוד יותר את תחזיתו לריבית בסוף 2025.

גרף 2



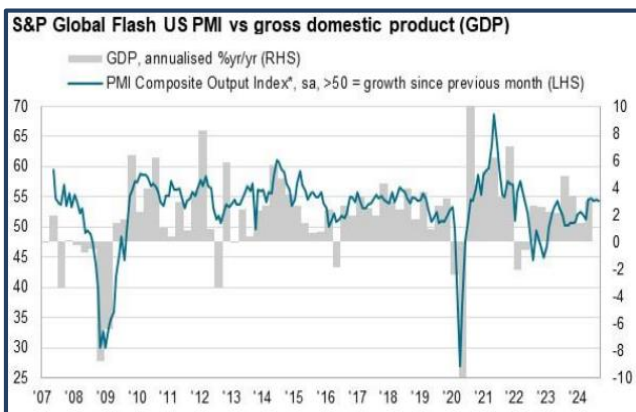
גרף 1



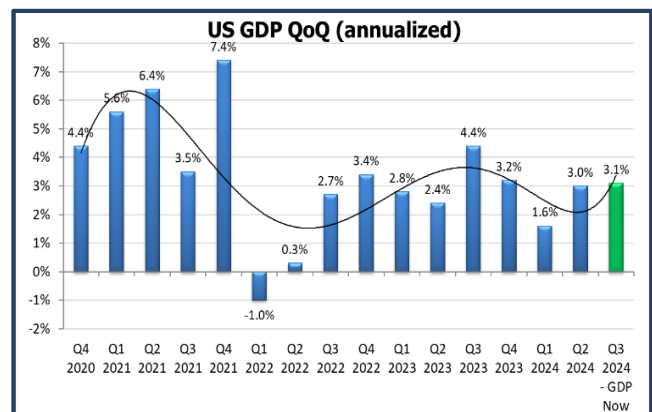
בארה"ב

- הנתונים הכלכליים שפורסמו השבוע היו טובים ברובם, ואומדן ה-GDP צופה המשך צמיחה כלכלית נאה ברבעון השלישי (+3.1%) - גרף 3, זאת לאחר שנתוני הצמיחה של השנים האחרונות עודכנו כלפי מעלה - הצמיחה ב-Q1/24 עודכנה ל-1.6% (+1.4% באומדן הקודם), הצמיחה בשנת 2023 עודכנה ל-2.9% (+2.5% באומדן הקודם), והצמיחה בשנת 2022 עודכנה ל-2.5% (+1.9% באומדן הקודם).
- בהקשר לכך, נציין כי מדד מנהלי הרכש (PMI) נותר בספטמבר כמעט ללא שינוי ברמה גבוהה של 54.4 נק' - גרף 4: בעוד שפעילות התעשייה התכווצה בשיעור חד מהצפיפות (47 נק' לעומת צפי ל-48.6), פעילות ענפי השירותים בארה"ב נותרה איתנה (55.4 נק').

גרף 4 (מקור - S&P)

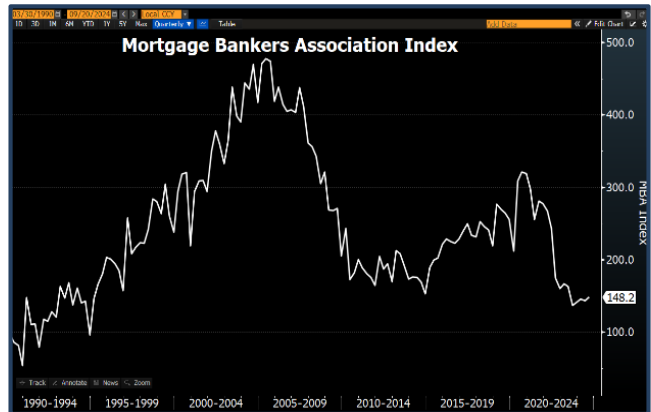


גרף 3



← עוד נציין לחיוב כי הירידה החדה בריבית ובתשואות ה- Treasuries (ריבית המשכנתאות ל- 30 שנה ירדה לרמתה הנמוכה ביותר בשנתיים האחרונות) מתחילה לתת אותותיה בשוק הנדל"ן האמריקאי. כפי שבא לידי ביטוי בעליית מדד ה- Mortgage Bankers Association לרמתו הגבוהה ביותר מאז פברואר 24 (אם כי עדיין ברמה היסטורית נמוכה) – גרף 5.

גרף 5



גרף 6

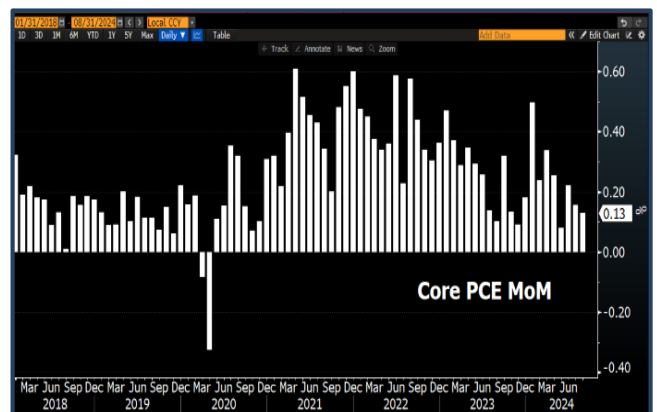


← הצריכה הפרטית התרחבה באוגוסט ב- 0.2% MoM (צפי ל- 0.3%), ו'שיעור החיסכון' ירד קלות – גרף 6.

← לשלילה נציין את הירידה החדה במדד אמון הצרכנים של ה- Conference board בספטמבר ל- 98.7 נק' (צפי ל- 104 נק'), אם כי מגמה הפוכה נרשמה במדד המקביל של אונ' משיגן (עלה בספטמבר).

▪ בצד האינפלציה: ליבת מדד ה- PCE עלתה באוגוסט ב- 0.13% MoM (צפי ל- 0.2%+) - גרף 7, כך שבסיכום ארבעת החודשים המדד עלה ב- 1.8% (במונחים שנתיים) - אינדיקציה מעודדת בראיית הפד.

גרף 7



גרף 8



▪ הנתונים משוק התעסוקה ממשיכים להצביע אמנם על התמתנות הביקוש לעובדים, אך במקביל ללא עדות לגלי פיטורים שיעיבו באופן משמעותי על הכלכלה האמריקאית:

← התביעות החדשות לתשלום דמי אבטלה ירדו השבוע ל- 218 אלף, כך שממוצע התביעות בארבעת השבועות האחרונים ירד ל- 225 אלף בלבד (הרמה הנמוכה ביותר מאז חודש מאי) - גרף 8.

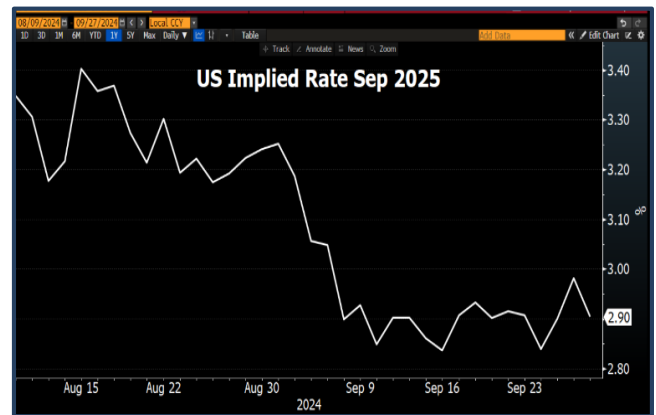
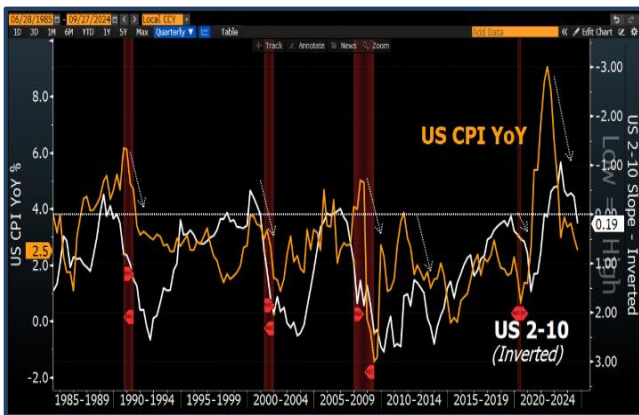
← בנימה 'יונית' יותר, הפער בין שיעור המשיבים כי קיים "שפע של משרות" (plentiful) לשיעור המשיבים שטענו כי "המשרות קשות להשגה" (hard to get)¹ הצטמצם לרמה הנמוכה ביותר מאז מרץ 2021 (12.6 נק').

▪ לסיכום: השווקים מתמחרים עתה הסתברות של כ- 54% לכך שהפד יוריד את הריבית ב- 50bp גם בפגישתו הבאה בנובמבר ורמת ריבית של 2.90% בספטמבר 2025 - גרף 9.

← התגברות הציפיות להורדות ריבית חדות הובילה השבוע לעלייה נוספת בתלילות העקום 2-10 לרמתו הגבוהה ביותר מאז יוני 2022 (+19bp) - גרף 10.

גרף 10

גרף 9



▪ בהקשר לכך, נציין לסיכום כי התבטאויות חברי הפד השבוע היו 'יוניות' ברובם, עת הביעו תמיכה בהורדת הריבית החדה האחרונה (לא מפתיע בהינתן הרוב המכריע שהצביע בעד הורדה של 50bp):

← חבר הפד Bostic ציין כי הריבית הנוכחית עדיין משמעותית יותר גבוהה מ'הריבית הניטרלית' ארוכת הטווח.

← חבר הפד, Goolsbee, הוסיף כי הפד צריך להוריד את הריבית בחדות, ולטעמו הריבית תרד עוד מספר רב של פעמים בשנה הבאה - "many more rate cuts over the next year".

← חבר הפד Kashkari נקט בגישה מעט מאוזנת יותר - אמר כי האינפלציה "התמתנה באופן משמעותי" ("cooled significantly"), וכי גברו הסיכונים להאטה חריפה בשוק העבודה, אך במקביל הוסיף כי הורדות הריבית בהמשך יהיו, ככל הנראה, מדודות יותר - "we will probably take smaller steps unless the data changes materially".

¹ הפער ידוע כאינדיקטור מקדים לשינוי במצב שוק התעסוקה האמריקאי (בתוני מדד אמון הצרכנים של ה- Conference Board).

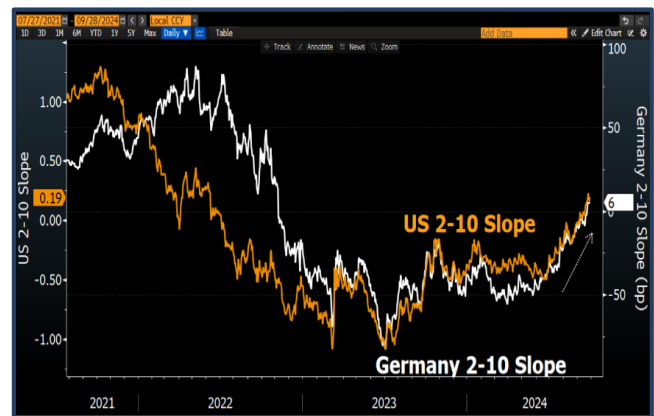
באירופה

- הרעה בסקרי הציפיות בחודש ספטמבר, בשילוב עם התמתנות האינפלציה הגבירו השבוע את הציפיות להורדת ריבית ה- ECB גם באוקטובר (עד עתה קצב הורדות הריבית עמד על אחת לרבעון) - השווקים מתמחרים לכך הסתברות של 82%. ביום חמישי פורסמה ידיעה ברויטרס לפיה "חברי הוועדה ה'יוניים' דוחפים להורדת ריבית באוקטובר" ("ECB doves to push for rate cut in Oct")², וחבר ה- ECB, Muller, אמר השבוע כי "לא ניתן לשלול הורדת ריבית באוקטובר" - "An October cut isn't totally excluded".

לשנה הקרובה השווקים מתמחרים הורדת ריבית מצטברת של כ- 170bp ב- 8 פגישות - משמע הורדה ממוצעת של כ- 21bp בכל פגישה.

התגברות הציפיות להורדת ריבית אגרסיבית יותר של ה- ECB הובילה השבוע גם להיתללות עקום ה- 2-10 Bunds לרמה חיובית (+6bp), לראשונה מאז נובמבר 2022 – גרף 11.

גרף 11



- מדד מנהלי הרכש המשוקלל של גוש האירו ירד בספטמבר בחדות (2.1- נק') לרמה הנמוכה מ- 50 נק' לראשונה מאז חודש פברואר (48.9 נק' לעומת צפי ל- 50.5 נק') - גרף 12, המצביעה על צפי להתכווצות קלה של הכלכלה ב- Q3 (לאחר הצמיחה הנאה בשני הרבעונים הקודמים).

ירידה חדה נרשמה הן במדד המשוקלל של גרמניה (ל- 47.2 נק') והן במדד של צרפת ל- 47.4 נק'.

עוד נציין לשלילה את הירידה במדד בטחון העסקים בגרמניה (IFO) לרמתו הנמוכה ביותר בשמונת החודשים האחרונים - גרף 13.

על רקע ההרעה בנתונים, גופים מרכזיים הורידו את תחזיות הצמיחה לכלכלה הגרמנית בשנת 2024 ל- 0.1% (לעומת +0.1% בתחזית הקודמת), ואת תחזית הצמיחה ל- 2025 ל- 0.8% בלבד.

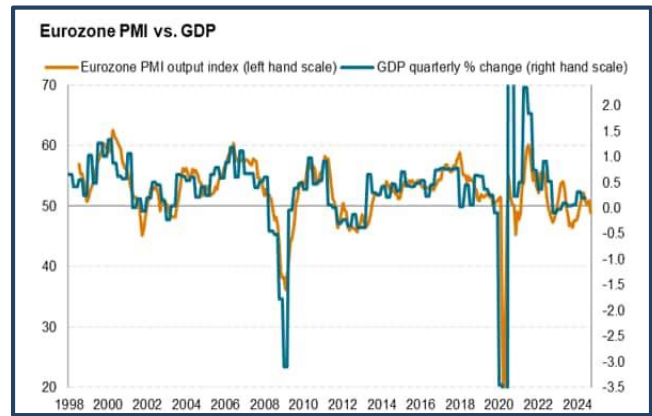
² <https://www.reuters.com/markets/europe/ecb-doves-push-rate-cut-oct-hawks-dig-sources-2024-09-26/>

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

גרף 13

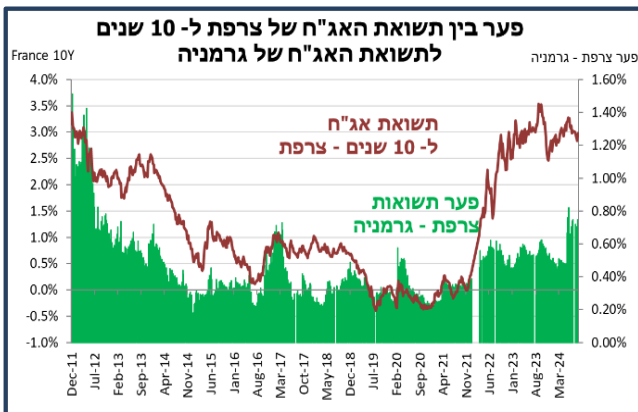


גרף 12 (מקור - S&P)

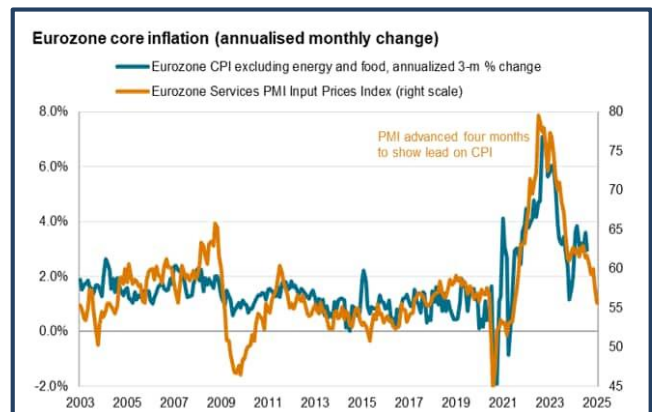


- נתוני האינפלציה של צרפת וספרד לחודש ספטמבר היו משמעותית יותר נמוכים מהציפיות, ורכיב ה- Input cost inflation במדד מנהלי הרכש של ענפי השירותים ירד לרמה הנמוכה ביותר מאז מרץ 2021 (גרף 14) - אינדיקציה מעודדת להתמתנות צפויה באינפלציית השירותים.

גרף 15



גרף 14 (מקור - S&P)



- לסיום, בצד הפיסקאלי - הפער בין תשואת האג"ח הצרפתית ל- 10 שנים ל- Bund הגרמני המקביל שב להתרחב השבוע ל- +79bp (גרף 15), על רקע התבטאות שר האוצר של צרפת כי הגרעון בשנת 2024 עלול להיות גבוה מ- 6% - *"in 2024 the public deficit risks exceeding 6% of gross domestic product, according to the latest estimates we have."*

בסין

- הבנק המרכזי הכריז השבוע על מגוון צעדים להמרצת הכלכלה והממשל הסיני רמז על השקה קרובה של תמריצים פיסקאליים (*Politburo says will ensure necessary fiscal spending*) - עובדה אשר הובילה לעלייה חדה בשוקי המניות בסין, בציפייה כי מהלכים אלו יתמכו בהתאוששות הכלכלה ובסקטור הנדל"ן בפרט.

- ← מדד ה- CSI 300 עלה השבוע ב- 16.3% - העלייה השבועית החדה ביותר מאז שנת 2008 - גרף 16.
- ← מדד ה- NASDAQ Golden Dragon China Index, המורכב ממניות הנסחרות בארה"ב אך שמרבית פעילותן בסין, זינק השבוע בכ- 24%.
- ← נכונות הממשל לתמוך בכלכלה תמכה השבוע גם בהתחזקות היואן הסיני (במהלך השבוע אף חצה את הרף הפסיכולוגי של 7 יואן לדולר) - גרף 17, ובעלייה החדה במחירי הנחושת בעולם - גרף 16.

גרף 17

גרף 16



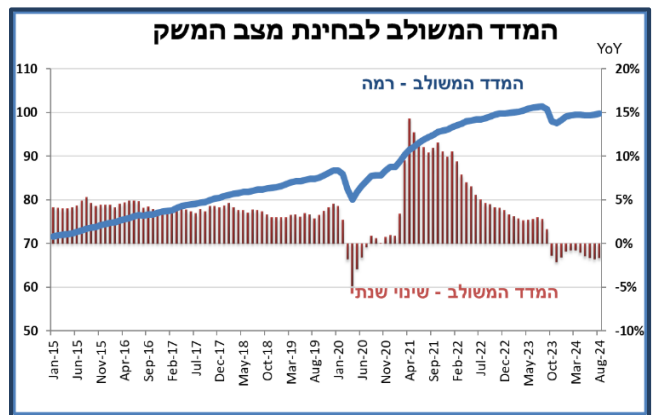
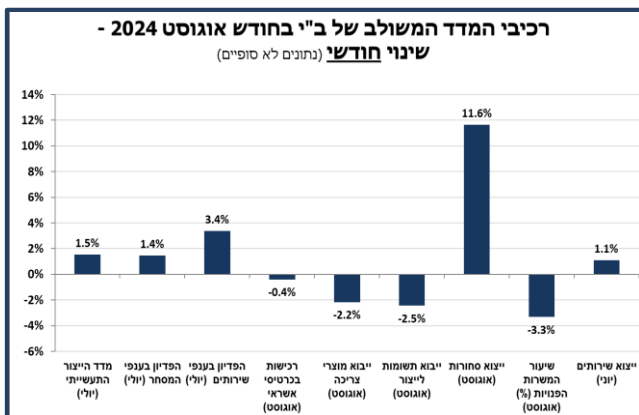
- ← מבין הצעדים עליהם הכריז הבנק המרכזי (PBoC), נציין את הורדת הריבית על הרזרבות של הבנקים ב- 50bp, הורדת ריבית המשכנתאות, הורדה חדה של ריבית ההלוואות מ- 2.3% ל- 2%, והקלת של הכללים לרכישת דירות להשקעה.

בישראל

- נתוני המדד המשולב מצביעים על התרחבות מחודשת של הכלכלה המקומית בחודשי הקיץ (לאחר הצמיחה האפסית / התכווצות חדה של התוצר העסקי ברבעון השני), אם כי רמת המדד עדיין נמוכה בכ- 1.7% מהרמה אשתקד - גרף 18:

גרף 19

גרף 18



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

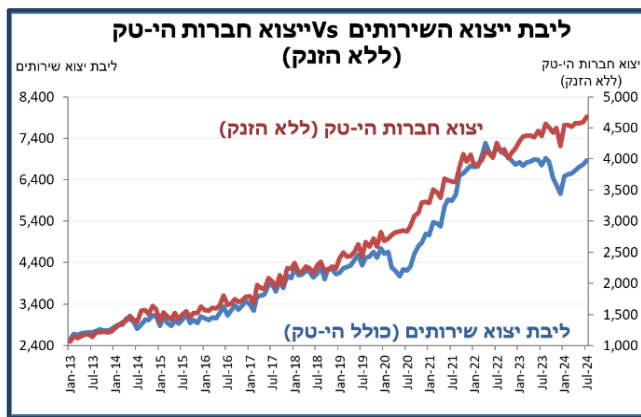
← המדד המשולב לחודש אוגוסט עלה ב-0.23%, זאת לאחר שנתוני החודשים הקודמים עודכנו קלות כלפי מעלה. בב"י ציינו כי מדד חודש אוגוסט "גבוה מכלל המדדים מאז חודש פברואר, אך עדין נמוך מקצב הצמיחה הממוצע של המדד בעבר", והוסיפו כי "המדד מלמד שהמשק עדין מושפע באופן משמעותי מהמלחמה והשלכותיה".

← גרף 19 מציג את התפתחות רכיבי המדד העיקריים של חודש אוגוסט.

▪ התאוששות נרשמה לאחרונה גם ביצוא השירותים (על רקע המשך התרחבות יצוא שירותי הי-טק בתמיכת הסנטימנט החיובי בעולם כלפי מניות הטכנולוגיה) - גרף 20: ליבת יצוא השירותים עלתה ביולי ב-1.5% MoM - גרף 21.

גרף 21

גרף 20



▪ לסיום נציין לחיוב כי רכישות הצרכנים בכרטיסי אשראי עלו בחודש האחרון ב-3.1% MoM - גרף 22. בתמיכת התגברות הקניות לפני החגים. עם זאת, בסיכום הרבעון השלישי היקף הרכישות עלה בשיעור נומינלי מתון של 1.3% בהשוואה ל-Q2/24, משמע שינוי ריאלי אפסי (נתונים נכונים ל-23.09.24).

← הערה: הנתונים מנוכי העונתיות של ב"י שונים מעט מנתוני הלמ"ס, אשר הצביעו על עלייה חדה יותר ברכישות בחודש יולי.

גרף 22

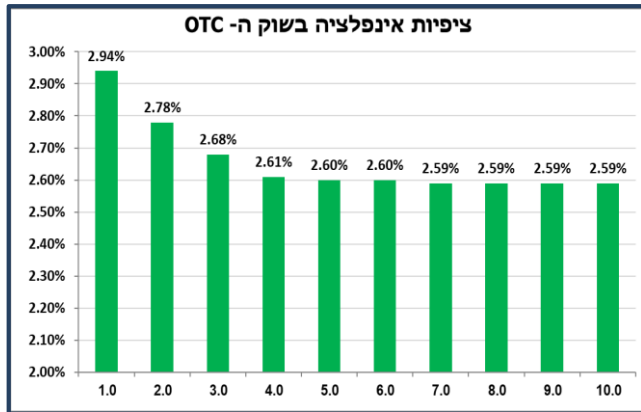


שוק הנדל"ן

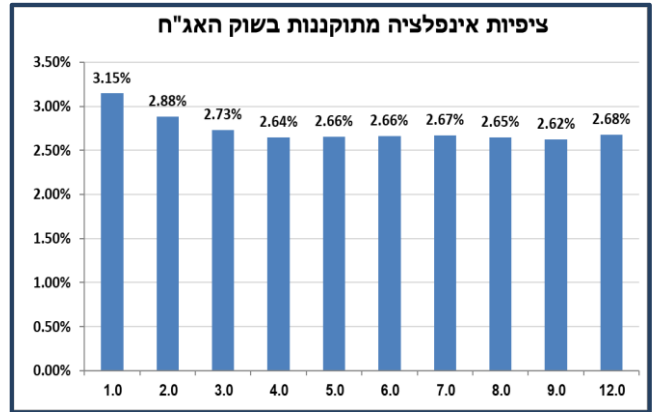
- ד"ר אפרת טולקובסקי, מנכ"לית מכון G לחקר נדל"ן באוני' רייכמן, ציינה השבוע כי גם לפי אומדנים של המכון - מחירי דירות יד שנייה במגמת עלייה: במסגרת כנס נדל"ן של גלובס, טולקובסקי אמרה כי בניגוד ללמ"ס "אנחנו מסתכלים על עסקאות על אותה דירה ממש, וההפרש במחירים הוא השינוי (במחיר). יש לזה כמובן חסרונות, כי זה אומר שדירות יד ראשונה לא נמצאות במדד [...]. ומה מלמדות תוצאות המדד? גם אצלנו יש עליות מחירים שדי דומות ללמ"ס בזמן האחרון. גם אצלנו רואים שכמות העסקאות לא קטנה בכלל. אנו רואים ירידה ב- 2023 בדירות במרכז, ואז בתקופת המלחמה קפיצת מחירים, זאת בניגוד למלחמות קודמות".

אינפלציה, אג"ח ממשלתי, IRS ושוק המט"ח

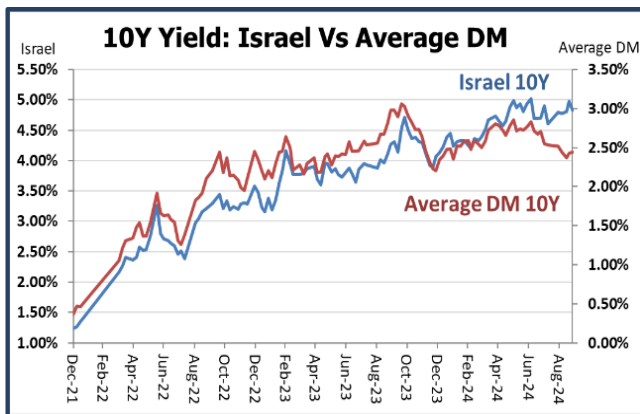
גרף 24



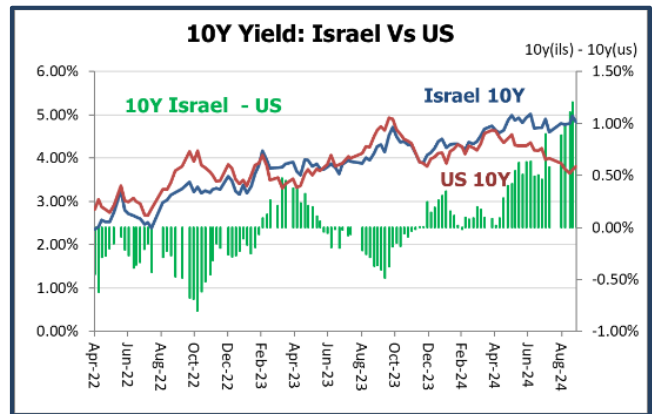
גרף 23



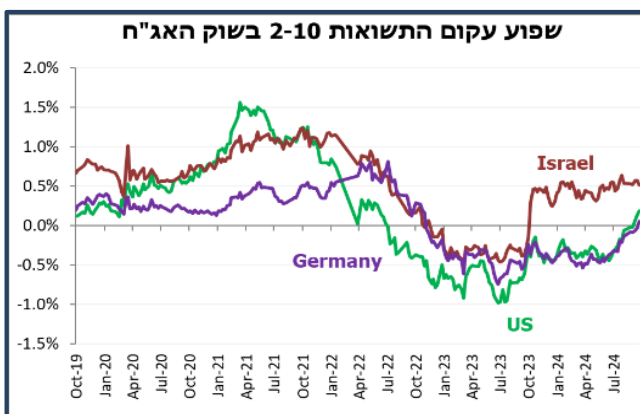
גרף 26



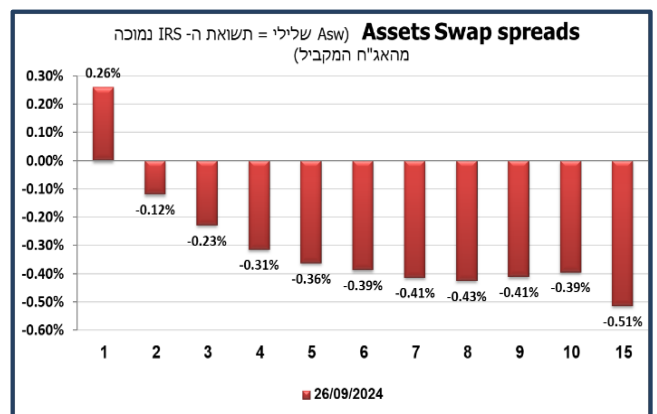
גרף 25



גרף 28



גרף 27 (בכון ליום חמישי בסגירה)



Moody's הורידה את דירוג האשראי של ישראל בחדות

- חברת הדירוג Moody's הורידה את דירוג האשראי של ישראל בחדות (2 נוצים) ל- Baa1 והותירה את תחזית הדירוג על 'שלילית'. יתרה מכך, דוח הדירוג היה שלילי מאד. ב-Moody's הסבירו את הורדת הדירוג בעלייה הניכרת בסיכון הגיאופוליטי (The key driver for the downgrade is our view that geopolitical risk (has intensified significantly further, to very high levels).
- בחברה ציינו כי תחזית הדירוג נותרה 'שלילית', בשל החשש מהסלמה נוספת במלחמה עם חיזבאללה, אשר במידה ותפגע עוד יותר בכלכלה ובחוסן הפיסקאלי עשויה להוביל להורדת דירוג נוספת של מספר נוצים (multiple notches) - A severe escalation of the conflict with Hezbollah could be consistent with a markedly lower rating, in particular if Israel's economic and fiscal strength were to weaken further.... The ratings would likely be downgraded further, potentially by multiple notches, if the current heightened tensions with Hezbollah turned into a full-scale conflict with more material risk to Israel's economy and infrastructure.
- בנוסף, בחברה ציינו כי פגיעה ביחסים של ישראל עם בנות בריתה (הגם שלא התרחיש המרכזי) תוביל להורדת דירוג חדה נוספת של ישראל - A significant erosion of Israel's relations with key allies, while not our baseline, would also have a material negative rating impact for Israel
- בחברה מעריכים כי המלחמה המתארכת תעיב על הכלכלה גם בטווח הארוך יותר - Longer term, we consider that Israel's economy will be more durably weakened by the military conflict than expected earlier...We no longer expect a swift and strong economic recovery as in previous conflicts.
- במודיס הורידו בחדות את תחזיות הצמיחה לכלכלה המקומית ל- 0.5% בשנת 2024 ול- 1.5% בלבד ב- 2025 (לעומת תחזית קודמת לצמיחה של 4%).
- בחברה מניחים גרעון תקציבי של 7.5% בשנת 2024 וגרעון גבוה מאד של 6% בשנת 2025 (forecast) (a higher deficit of around 6% of GDP), על רקע ציפייה לצמיחה נמוכה, הוצאות בטחון גבוהות וספקנות מסוימת באשר להצלחת האוצר ליישם את כלל הצעדים עליהם הכריז (בין היתר הקפאת השכר בסקטור הציבורי). במודיס הביעו ביקורת על כך שתהליך אישור התקציב חורג מהזמן המיועד לכך - process has been delayed by around two months already
- במודיס הביעו גם חשש מהשלכות המצב החברתי והביטחוני בישראל על ענף ההי-טק, ובפרט על הגירת עובדי הי-טק לחו"ל - longer-term risks to the highly mobile high-tech sector particularly relevant.
- לסיום, בחברה הביעו ביקורת על כך שאין לממשלת ישראל אסטרטגיה לסיום המלחמה - More generally speaking, there is no visibility on an exit strategy from the military conflict that would

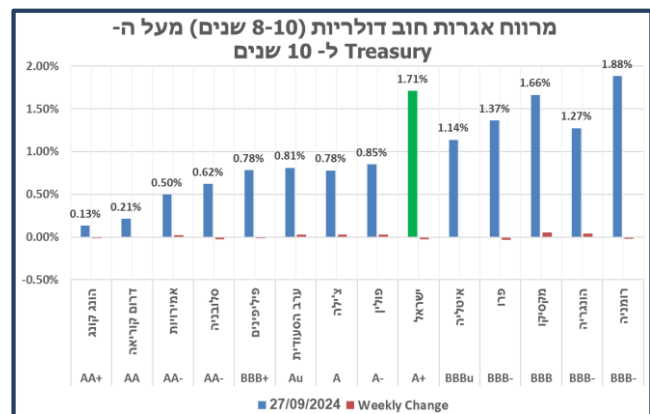
restore a level of certainty and security, on which the economy and business investment ultimately rely.

← S&P צפויה לפרסם את דו"ח דירוג האשראי על ישראל ב- 08 לנובמבר. הדירוג הנוכחי עומד על A+ עם תחזית 'שלילית', ולאור ההתפתחויות האחרונות (ולאור העובדה כי הדירוג של Moody's נמוך עתה בשלושה נוצים מהדירוג של S&P), יש לצפות גם להורדת דירוג מצד S&P.

השלכות הורדת הדירוג & פרמיית הסיכון של ישראל

▪ מחד, שוק האג"ח הגלובאלי כבר תמחר בחודשים האחרונים הורדת דירוג חדה של ישראל, אף לרמה של כ-BBB מינוס, לראייה - המרווח בין האג"ח הדולרית של ישראל ל- 10 שנים ל- Treasury המקביל עמד ביום שישי בצהריים על 171bp (לעומת מרווח ממוצע של 151bp לאגרות חוב קונצרניות בדירוג BBB- בעולם) – גרף 29.

גרף 29



▪ עם זאת, בעוד שהפעילים בשוק העריכו בסבירות גבוהה כי Moody's תוריד את דירוג האשראי של ישראל, ההערכה הרווחות הייתה כי הדירוג יירד בנוף אחד בלבד (בסקירתנו מה- 15.09.24 ציינו את אזהרת Moody's כי למלחמה כוללת עם חיזבאללה יהיו "השלכות שליליות משמעותיות" על דירוג האשראי של ישראל, ולכן הערכנו כי מהלך שכזה יגרוור הורדת דירוג של לפחות נוף אחד באופן מיידי, אך ההערכה הסבירה הייתה להורדה של נוף אחד).

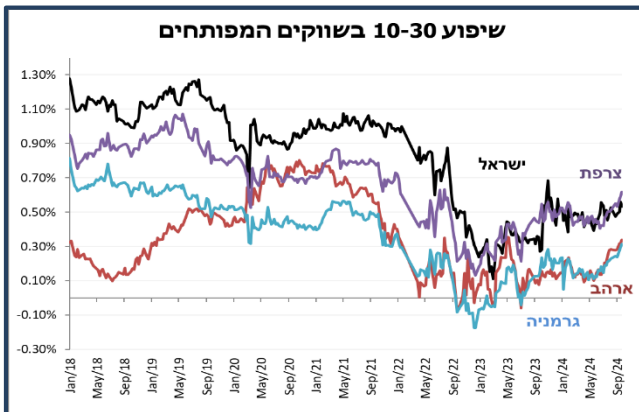
← בנוסף, דוח הדירוג הנו שלילי מאד, ו-Moody's הזהירה כי הדירוג עלול לרדת שוב בתרחישים מסוימים בעוד מספר נוצים.

▪ בצד האופטימי - הצלחת המתקפה עד כה כנגד חיזבאללה (כולל מאורעות הסופ"ש), והתמתנות החששות משיתוק כללי של המשק בתרחיש של הסלמה ניכרת מול חיזבאללה (נקווה שלא נתבדה בהמשך...), צפויים לשפר את מצבה האסטרטגי של ישראל במזה"ת.

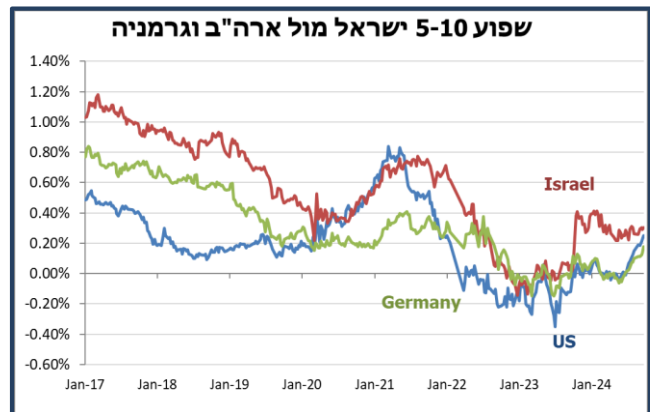
מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

- שורה תחתונה - אנו נותרים אמנם בהמלצתנו מה-07 ליולי לשמור על מח"מ בינוני בשוק המקומי, תוך המשך מתן עדיפות לאפיק הצמוד עפ"נ השקלי, אך מעריכים כי העקום הממשלתי 5-10 ו-10-30 צריך להיתלל, כך שאנו ממליצים להחזיק יותר את אמצע העקום השקלי.
- מדוע העקום השקלי צריך, להערכתנו, להיתלל?
 - החרפת הסיכון הפיסקאלי על רקע הורדת הדירוג החדה של Moody's, הסיכון מפני הורדות דירוג נוספות והורדת הדירוג הצפויה של S&P.
 - תלילות העקום 5-10 ו-10-30 בישראל עלתה עם פרוץ המלחמה באוקטובר 23 לרמה גבוהה משמעותית מהרמה בשווקים המפותחים (גרפים 30 ו-31), אך לאחרונה חלה גם בעולם עלייה חדה בתלילות העקומים בשל הציפייה לתואי הורדות ריבית חד בשווקים המפותחים: בגרף 30 ניתן לראות כי שיפועי העקומים 5-10 בארה"ב ובגרמניה שוהים כבר ברמה קרובה מאד לשיפוע 5-10 בישראל, ובגרף 31 ניתן לראות כי שיפוע העקום 10-30 בצרפת כבר גבוה מהשיפוע בישראל.
- מכאן, בתרחיש האופטימי בו המלחמה נגמרת בקרוב, במהלך שיאפשר לב"י להתחיל להוריד את הריבית במחצית הראשונה של 2025 - אזי תלילות העקומים צריכה לעלות, בדומה למגמה הגלובאלית.
- בתרחיש הפסימי של הסלמה נוספת במלחמה, המשך גרעון תקציבי גבוה והורדות דירוג נוספות, אזי תלילות העקומים צריכה לעלות על רקע עליית הסיכון הפיסקאלי של המדינה.

גרף 31

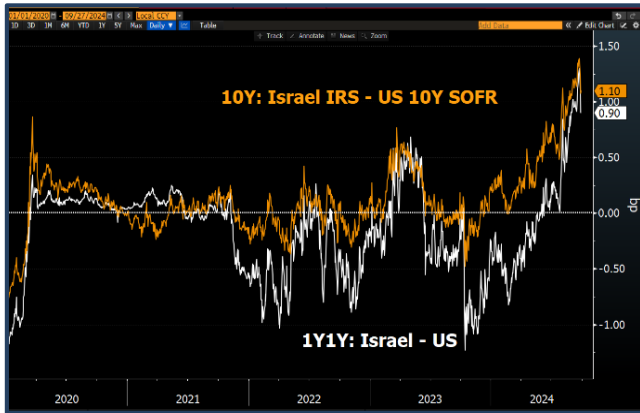


גרף 30

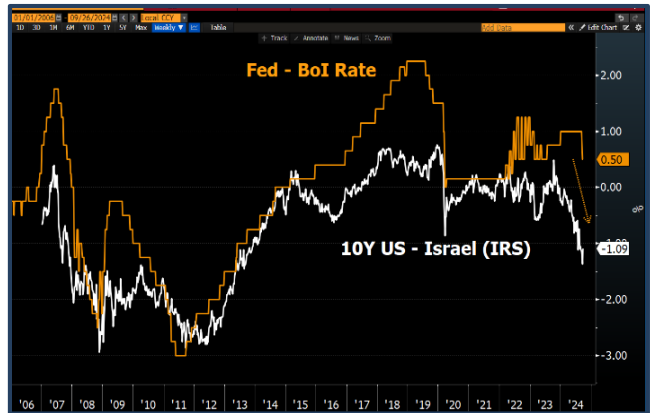


- הערה 1: מעבר לפרמיית הסיכון הגלומה בעקום השקלי בישראל, התשואות בטווחים הארוכות מושפעות כמובן גם מתוואי הריבית הצפוי בישראל (ראו בהמשך), כך שלאור ציפיות השווקים כי הריבית בארה"ב בעוד שנה (כ-2.9%) תשהה ברמה משמעותית יותר נמוכה מהריבית בישראל (כ-4.13% לפי שוק הריביות), השוק מתמחר כבר עתה רמת ריבית גבוהה יותר בישראל בטווחים הארוכים יותר בעקום - גרפים 32 ו-33.

גרף 33 (נכון לשישי בצהריים)



גרף 32 (נכון לשישי בצהריים)



- הערה 2: גורם נוסף התומך באחזקת העקום באמצעות האג"חים בטווחים הבינוניים, הנו העובדה כי מרווחי ה- Assets swap באמצע העקום שוהים ברמה דומה מאד למרווחים בטווחים הארוכים (כ- 40bp) - ראו גרף לעיל.

ריבית ב"י

- העלייה החדה והרוחבית בסביבת האינפלציה בחודשים האחרונים (ממש לא רק אינפלציית היצע...), בשילוב עם פרמיית הסיכון הגבוהה של ישראל והשקל החלש, היו מובילים להערכתנו להעלאת ריבית ב"י, אילמלא הורדת הריבית החדה בארה"ב (וציפיות השווקים לתוואי הורדות ריבית חד בארה"ב ובאירופה בשנה הקרובה).

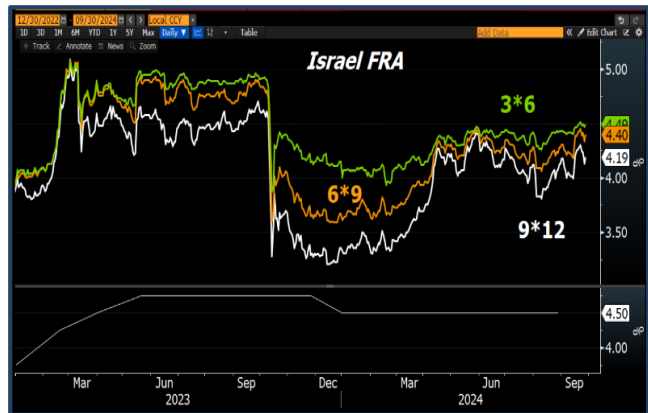
← מצד שני - הסיכוי להורדת ריבית בתקופה הקרובה נמוך מאד (עד כדי אפס!). הנגיד, ירון, אמר השבוע בכנס של דה-מרקר כי "כנראה שרק באמצע השנה הבאה נוכל להתחיל לחשוב על תהליך של הורדת הריבית".

← השוק גילם ביום שישי ריבית של כ- 4.13% בעוד שנה מהיום - גרף 34.

- שורה תחתונה - בעוד שהסיכוי להורדת ריבית קרובה נמוך מאד, לא ניתן לפסול את האפשרות כי ב"י יאלץ להעלות את הריבית בחודשים הקרובים במידה והאינפלציה תמשיך להפתיע כלפי מעלה ו/או במידה והשקל ייחלש בחדות (כתוצאה מהרחבה נוספת של המלחמה) - אנו מעניקים לכך עתה הסתברות של 20-30%. אי לכך, אנו ממליצים לשלם את הריביות הקצרות מאד (FRA 1*4 לדוג') המגלמות יציבות בריבית בחודשים הקרובים.

← הערה: הפסקת אש (במידה ותתממש) תוביל לירידת תשואות רוחבית (גם של ה-FRA הקצרים מאד). אי לכך, פעילים המעניקים לכך הסתברות גבוהה יחסית, יכולים להמתין טקטית עם הפוזיציה של Pay על ה-FRA הקצרים מאד.

גרף 34



אינפלציה

- תחזית מדד ספטמבר יורדת קלות ל-0.10% MoM (+3.60% YoY):
 - ← מבצעי רשתות השיווק לקראת חגי תשרי צפויים להוריד את מחירי המזון (ללא פו"י) בכ- 0.4%, וכן להוריד את רכיב 'חומרים ומוצרים לאחזקת משק הבית'.
 - ← מחירי הדלקים צפויים להוריד את מדד ספטמבר בכ- 0.07%.
 - ← מחירי טיסות לחו"ל צפויים לרדת בחדות יחסית (ירידת מחירים לאחר חודש אוגוסט). בספטמבר אשתקד המחירים ירדו דולרית בכ- 13.5% MoM, ולעת עתה הנחנו ירידת מחירים של 10% בספטמבר הנוכחי.
 - ← ירידה צפויה גם במחירי החופשות בישראל (לאחר עליית המחירים בחודשי הקיץ), אם כי בשיעור מתון מהעונתיות – אנו מניחים ירידה של כ- 6% שתוריד את המדד בקרוב ל- 0.06%.
 - ← מאידך, עלייה חדה צפויה בספטמבר במחירי החינוך (בעיקר מחירי הצהרונים, וגנים פרטיים).
 - ← עלייה חדה נוספת צפויה במחירי הירקות - אנו מניחים בינתיים עלייה של כ- 6% שתעלה את המדד בכ- 0.11%. מאידך, מחירי הפירות הטריים צפויים לרדת קלות, וכך גם מחירי הירקות הקפואים והפירות המיובשים על רקע המבצעים ברשתות השווק.
 - ← רכיב 'דיור' צפוי לעלות בכ- 0.3-0.4% ולהעלות את המדד בכ-0.09%.
 - ← רכיב 'ריהוט וציוד לבית' צפוי לעלות (עונתית) בכ- 0.6% (+0.02% למדד).
 - ← רכיב 'הלבשה והנעלה' צפוי להיוותר פחות או יותר לל"ש.
 - ← לסיום - רכיב 'בריאות' צפוי להעלות את המדד בכ- 0.03%, בעיקר על רקע עליית מחירי השב"ן והביטוח הסיעודי.
- תחזית האינפלציה לשנה הקרובה נותרת על כ- 3.1%:

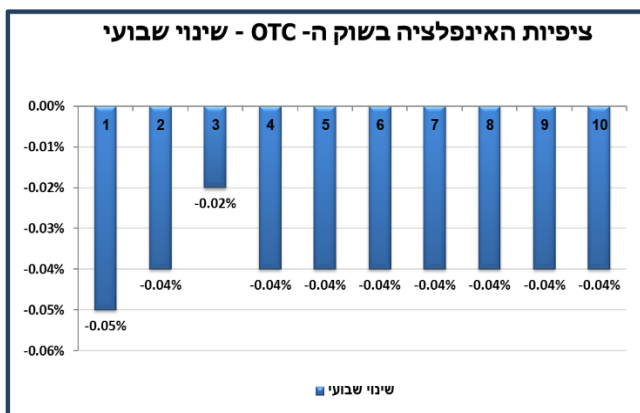
	CPI MoM	CPI YoY
Sep - 24	-0.10%	3.60%
Oct - 24	0.40%	3.50%
Nov - 24	-0.25%	3.55%
Dec - 24	0.10%	3.75%
Jan - 25	0.35%	4.10%
Feb - 25	0.40%	4.20%
Mar - 25	0.45%	4.05%
Apr - 25	0.65%	3.80%
May - 25	0.30%	3.90%
Jun - 25	-0.05%	3.80%
July - 25	0.30%	3.50%
Aug - 25	0.55%	3.10%
Next 12M		+3.10%

← העלינו קלות את תחזית מדד ינואר 2025, על רקע העלייה החדה הצפויה במחירי הרכבים המשומשים והחדשים בשל העלאת המיסוי החדה. בצד הגורמים הנוספים הצפויים להוביל לעלייה חדה יחסית במדד ינואר, נציין את העלאת המע"מ (לפחות 1%), עלייה חדה הצפויה בתשלום אגרות הרישוי לרכבים חשמליים, זינוק במחירי הארנונה (עלייה נומינלית של כ- 5.6%), עלייה צפויה במחירי המים ועוד...

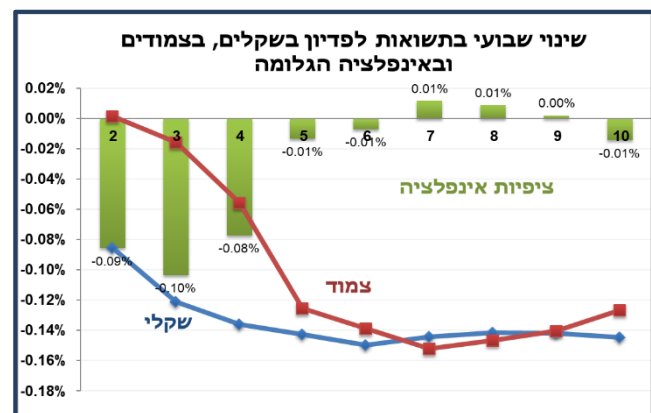
שקלי/צמוד

- ירידת התשואות החדה באפיק השקלי בשבוע שעבר (בתמיכת התגברות ההערכות להפסקת אש בצפון ביום חמישי) והתחזקות השקל, תמכו השבוע בירידת ציפיות האינפלציה בטווחים הקצרים-בינוניים - גרף 35. ירידה קלה נרשמה גם בציפיות האינפלציה בשוק ה- OTC - גרף 36.

גרף 36



גרף 35



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

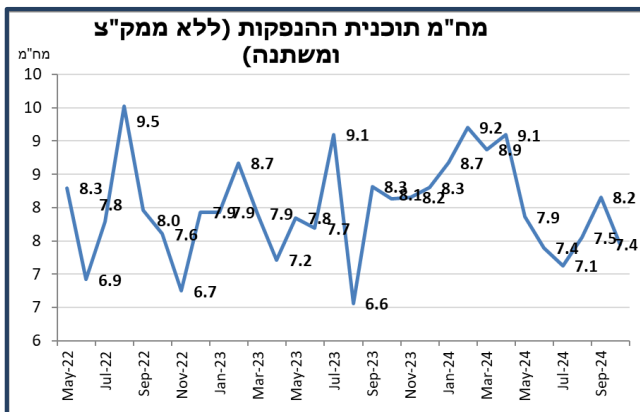
- שורה תחתונה - אנו נותרים בהמלצתנו מסוף יולי להגדלת האחזקה באגרות החוב הצמודות ולמתן עדיפות לאחזקת האפיק הצמוד עפ"נ האפיק השקלי. ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק האג"ח בטווחים הבינוניים והארוכים שוהות ברמה סבירה לקנייה (הציפיות בטווחים הקצרים דומות להערכתנו את תוואי האינפלציה הצפוי בשנה הקרובה).

מימון החוב המקומי

- משרד האוצר ינפיק באוקטובר חוב מקומי בהיקף של כ- 12 מיליארד ₪ בשלוש הנפקות (כ- 4 מיליארד ₪ בממוצע להנפקה), בדומה לקצב ההנפקות השבועי מאז נובמבר 2023 – גרף 37.
- ← מח"מ תוכנית ההנפקות מעט התקצר, אך נותר בטווח של החודשים האחרונים – גרף 38.

גרף 38

גרף 37



מח"מ התיק בחו"ל

- בסקירתנו מה- 30.04.24 (כאשר תשואת ה- US 10Y עלתה ל- 4.68%) המלצנו להאריך את מח"מ התיק בחו"ל לבינוני-ארוך. חרף ירידת התשואות החדה בחודשים האחרונים, אנו נותרים עדיין בהמלצה זו. להערכתנו - לאור שינוי הגישה של פאוול (לגישה 'יונית' יותר, השמה דגש רב על התקררות שוק התעסוקה), הרף לעלייה חדה בתשואות ה- Treasuries עלה.
- ← אחזקת מח"מ בינוני-ארוך בחו"ל מהווה גם סוג של הגנה על התיק המקומי, בתרחיש של חחרפה ניכרת במתיחות הגיאופוליטית, היות וזו תוביל, ככל הנראה, גם למגמת Risk off בשווקים הגלובאליים.

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.