

### סקירה שבועית של התפתחויות מקרו כלכליות ושוקי הריביות ואגרות החוב

#### ד"ר גיל מיכאל בפמן, כלכלן ראשי | דודי רזניק, אסטרטג ריביות

15.01.2023

#### אגרות חוב וריביות

ד"ר גיל מיכאל בפמן | כלכלן ראשי  
דודי רזניק | אסטרטג ריביות  
[Dudi.reznik@bankleumi.co.il](mailto:Dudi.reznik@bankleumi.co.il)

#### דסק אסטרטגיה

קובי לוי | מנהל דסק אסטרטגיה ומט"ח  
[Koby.levi@bankleumi.co.il](mailto:Koby.levi@bankleumi.co.il)

#### מחלקת מחקר מניות

אייל דבי | מנהל מחקר מניות  
[eyald@bll.co.il](mailto:eyald@bll.co.il)  
אלה פריד | אנליסטית בכירה - אנרגיה  
[ella.fried@bll.co.il](mailto:ella.fried@bll.co.il)  
גיל דטנר | אסטרטג - מניות חול  
[gil.dattner@bll.co.il](mailto:gil.dattner@bll.co.il)

#### ניירות ערך זרים

עופר הלל | מנהל דסק מחקר בנקאות פרטית  
[oferhi@bll.co.il](mailto:oferhi@bll.co.il)

#### עיקרי דברים

#### מקרו

- לראשונה משנת 1987 שנת 2022 הסתכמה בעודף תקציבי. הגרעון הממשלתי צפוי לחזור בשנת 2023. אנו צופים, בתרחיש המרכזי, עלייה בגירעון התקציבי בשנה הבאה לכ-2.6% תוצר.
- אמון הצרכנים בישראל ירד לרמה הקרובה לרמות השפל של העשור האחרון. לעומת זאת סקר מגמות בעסקים מצוי ברמתו טרום משבר הקורונה.
- מנתוני הסקר עולה כי כשני שלישי מהחברות דיווחו על פגיעה בפעילות (בדרגות חומרה שונות) עקב העלאת ריבית בנק ישראל.
- סביבת האינפלציה בארה"ב מאטה ומקרבת את סוף מהלך העלאות הריבית של הפד.
- התמתנות הדרגתית של סביבת האינפלציה בארה"ב צפויה להיות מודגשת יותר מאשר בא לידי ביטוי בתחזיות הפד לאחריה. ככל שתהליך זה ימשך, ולא ייווצרו הפרעות ושיבושים, ניתן יהיה להכריז בקרוב על סיום תהליך העלאות הריבית וזאת בגבולות של ריבית פד של 4.50-5.00%.
- במידה וירידת האינפלציה ב-2023 אכן תהיה משמעותית, זאת לצד התמתנות ניכרת של הצמיחה הכלכלית, הדבר עשוי להכשיר את השטח לקראת הפחתת ריבית ראשונה בשלהי המחצית השנייה של השנה.
- בשבועות האחרונים חל שיפור מסוים במצב הנתונים הכלכליים של גוש האירו. הסקרים העסקיים מצביעים על כך שהפעילות כבר לא מצטמצמת בחדות, נראה שהאינפלציה עברה את השיא, ומחירי הגז ירדו. עם זאת אינפלציית הליבה עדין גבוהה ותגרור העלאות ריבית נוספות לרמה של כ-3.0%.

#### אג"ח ממשלתי.

- ירידת תשואות חדה נרשמה השבוע בכל האפיקים.
- ירידת התשואות בשילוב תנאי הרקע תומכים בהשקעה במח"מ קצר יחסית.
- באפיק השקלי הלא צמוד מומלצת השקעה בעיקר בחלק הקצר של העקום בשילוב השקעה בחלק הארוך ביותר.
- באפיק צמוד המדד מומלצת השקעה במח"מ בינוני.
- צעדי הממשלה צפויים להוריד במקצת את האינפלציה בחודשיים הקרובים.
- בציפיות האינפלציה הנוכחיות, אנו ממליצים על השקעה מאוזנת בין האפיקים.

#### אג"ח חברות

- בדומה למגמה בשוק האג"ח הממשלתי, נרשמו עליות שערים בשוק אג"ח החברות.
- רמת המרווחים שמרה על יציבות השבוע.
- נמשכת המלצתנו להשקעה בעיקר באפיק צמוד המדד.
- לא מומלצת הגדלת החשיפה הכללית לאפיק.

### אג"ח ממשלתי ומקרו

מבט שבועי – מגמה חיובית של ירידת תשואות חדה ועליות מחירים חדות נרשמו השבוע בשוק האג"ח הממשלתי. ירידת התשואות נרשמה בכל הטווחים כמעט והסתכמה במוצע ב- 20 – 25 נ"ב. ירידת התשואות נרשמה על רקע ירידת התשואות בעולם כתוצאה מנתוני מקרו הממשיכים להצביע על התקררות סביבת האינפלציה העולמית. בדומה לשוק בארה"ב השוק המקומי מגלם עוד העלאת ריבית אחת ולקראת סוף השנה מספר הורדות ריבית.

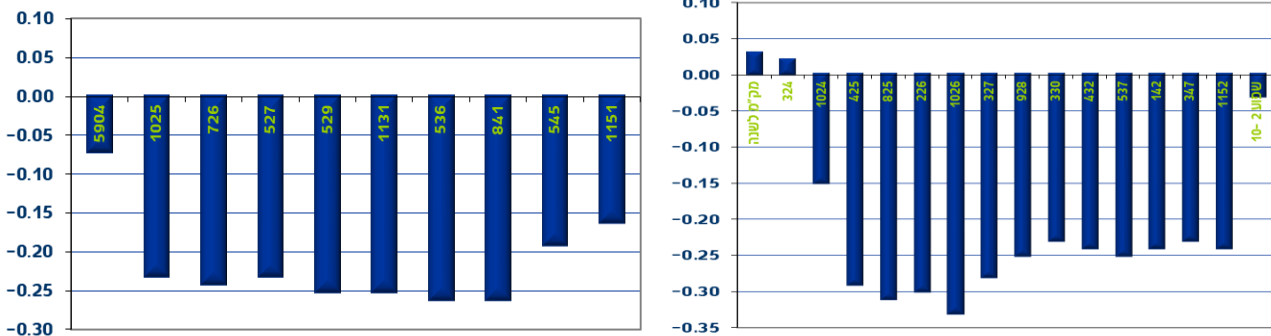
המסחר בשוק האג"ח הממשלתי התנהל השבוע במגמה חיובית תוך עליות שערים חדות לאורך העקומים. התשואות השקליות הלא צמודות רשמו ירידת תשואות ממוצעת של כ- 25 נ"ב (למעט בטווח הקצר ביותר). צמודי המדד רשמו ירידת תשואות דומה לאורך העקום ובעיקר בטווח של שנתיים ומעלה.

בסיכום שבועי רשם מדד האג"ח הכללי ממשלתי עליית מחירים שבועית של 1.50%. איגרות החוב לטווח של 10 שנים ומעלה בלטו בעליות שערים חדות במיוחד של כ- 3.50% במוצע.

ירידת התשואות נרשמה על רקע המשך ירידת התשואות בעולם כתוצאה ממספר אינדיקטורים שהצביעו על התקררות סביבת האינפלציה בארה"ב ובהם: עליית השכר הנמוכה יחסית, מדד ה-ISM שהיה נמוך מהתחזיות ומדד המחירים לצרכן לחודש דצמבר בארה"ב שירד ב- 0.10% (הרחבה בהמשך) והצביע על המשך מגמת ירידת האינפלציה, מגמה הנמשכת מאמצע שנת 2022.

בדומה לשוק הריביות בארה"ב, גם בשוק המקומי מגולמת העלאת ריבית נוספת לרמה של 4.00% ולאחר מכן מספר הורדות ריבית לקראת סוף שנת 2023. השוק מגלם ריבית לשנה בעוד שנה ברמה של כ- 3.25%.

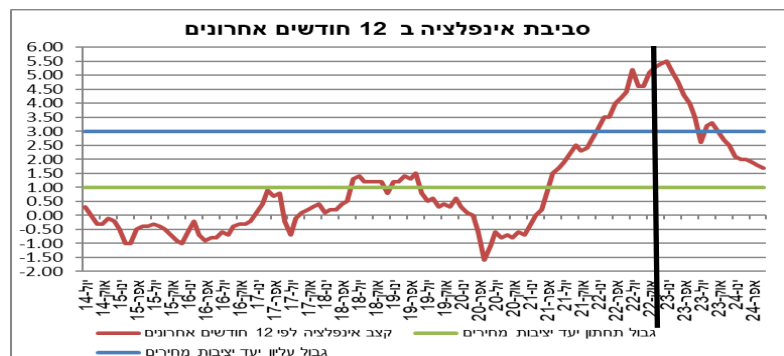
### גרף 1 - שינוי דו שבועי בתשואות אג"ח שקלי



מקור: גלובס טרייד.

ביום א' הקרוב יתפרסם מדד המחירים לצרכן בישראל הצפוי לעלות בכ- 0.40% ולהשלים עלייה של 5.40% במהלך שנת 2022. צעדי הממשלה שהוכרזו השבוע בשילוב עם מהלך התחזקות השקל (עלה בכ- 4% במהלך השבוע האחרון) צפויים למתן את מדדי המחירים לחודשים ינואר – פברואר. מדובר בשינויים חד פעמיים במחירים ולא בצעדים בעלי אופי מתמשך. שיעור עליית מדד המחירים לצרכן בשנת 2023 צפויה לנוע סביב כ- 2.50%.

### גרף 3



מקור: למ"ס ותחזית אגף כלכלה בנק לאומי.

### לראשונה משנת 1987 שנת 2022 הסתכמה בעודף תקציבי. הגרעון הממשלתי צפוי לחזור בשנת 2023.

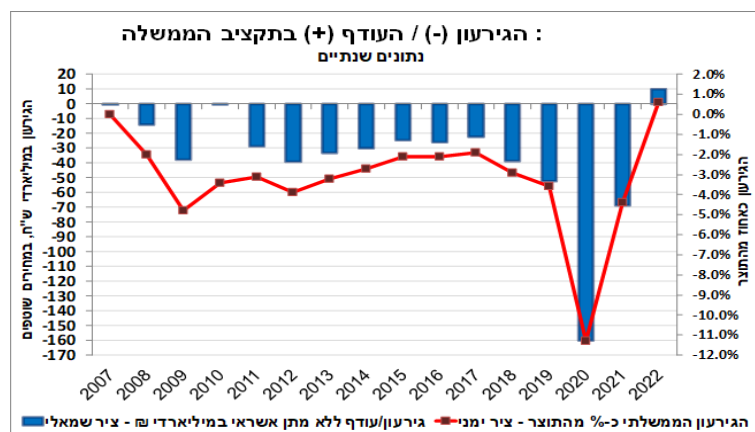
בחודש דצמבר 2022 פעילות הממשלה הסתכמה בגירעון של כ-18.7 מיליארד ₪ לעומת גירעון גדול יותר של כ-21.5 מיליארד ₪ בדצמבר 2021. על אף הגירעון בדצמבר, אשר הינו גבוה בדרך כלל לאורך השנים, שנת 2022 כולה (ינואר-דצמבר) הסתכמה בעודף תקציבי, לראשונה מזה 35 שנה. העודף התקציבי אשתקד עמד על כ-9.8 מיליארד ₪, זאת לעומת גירעון של כ-69.2 מיליארד ₪ בשנת 2021.

כפי שניתן לראות בגרף 4, במונחים של אחוזי תוצר, שנת 2022 הסתכמה בעודף תקציבי של כ-0.6% תוצר, לעומת גירעון של כ-4.4% תוצר ב-2021. זאת, בזמן שיעד הגירעון המקורי של האוצר לשנת 2022 עמד על 4.1% תוצר והמעודכן על 3.5% תוצר. בהקשר זה, נציין כי הערכות הגירעון עודכנו כלפי מטה לאורך שנת 2022, על רקע השיפור המתמשך בנתוני התקציב.

המעבר מגירעון בשנת 2021 לעודף תקציבי בשנת 2022, הינו בעיקר תוצאה של גידול חד בהכנסות המדינה ממסים, בעוצמה אשר הפתיעה יחסית להערכות המוקדמות וכן ביחס לתחזית הגביה המעודכנת, זאת לצד קיטון בהוצאות התכנית הכלכלית. הגידול המשמעותי בהכנסות המדינה ממסים החל כבר במחצית השנייה של 2021, ובשנת 2022 עלו ההכנסות ממסים בכ-8.2% (במונחים ריאליים ובשיעורי מס אחידים) לעומת שנת 2021. הגידול המשמעותי יותר היה בהכנסות ממסים ישירים (עלייה של כ-12.5% לעומת 2021), אשר הגיע בעיקר הודות להכנסות גבוהות במיוחד ממס הכנסה ומיסוי מקרקעין, כאשר מנגד ההכנסות מרווחי הון ירדו, על רקע ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים.

עם זאת, יש לציין כי נתוני הגבייה למחצית השנייה של 2022 מצביעים על ירידה לעומת המחצית הראשונה, התפתחות אשר צפויה להימשך גם בשנת 2023, לאור הצפי להאטת הצמיחה במשק. מנגד, נרשם גידול מסוים בהוצאות השוטפות במהלך 2022. בהקשר זה, נציין כי הממשלה צפויה לפעול תחת מגבלת הוצאה של תקציב המשכי (1/12 מתקציב השנה החולפת) בחודשים הקרובים (כפי הנראה, עד מאי-יוני), עד אשר יאושר התקציב לשנת 2023. התפתחות זו, צפויה, בתרחיש מרכזי, להגביל את היקף ההוצאה לשנה הנוכחית. במבט קדימה, לאור האמור, ועל רקע ירידת שיעורי הצמיחה בישראל ובעולם, המשך תהליך העלאת הריבית וסביבה אינפלציונית גבוהה, לצד רמה גבוהה של חוסר וודאות, אנו צופים עלייה בגירעון התקציבי בשנה הבאה לכ-2.6% תוצר. נדגיש כי זו התחזית בתרחיש מרכזי, אולם בהינתן התממשות של תרחיש פסימי כזה או אחר, שמקורו במשק המקומי או בכלכלה הגלובלית, הגירעון עלול לעלות לרמה גבוהה יותר וירידת יחס החוב/תוצר של הממשלה תיעצר ותתהפך.

### גרף 4



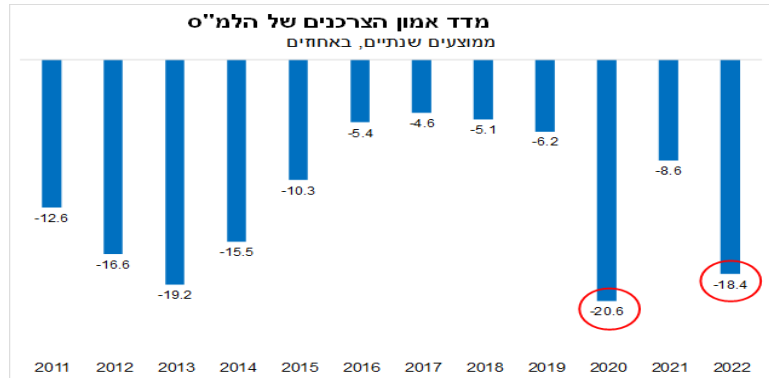
מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

אמון הצרכנים בישראל ירד לרמה הקרובה לרמות השפל של העשור האחרון. לעומת זאת סקר מגמות בעסקים מצוי ברמתו טרום משבר הקורונה.

מדד אמון הצרכנים של הלמ"ס עמד בשנת 2022 במוצע על רמה נמוכה של כ-18.4% לעומת 8.6% בשנת 2021. כפי שניתן לראות בגרף 5, הייתה זו שנה שהתאפיינה בפסימיות מצד משקי הבית ביחס לשנים קודמות, להוציא שנת 2020 (מוצע של

-5.3% (בשנים 2016-2019). רמת השיא אליה הגיע המדד אשתקד עמדה על 14%- (בחודש מאי) ורמת השפל עמדה על 23%- (ביולי).

### גרף 5



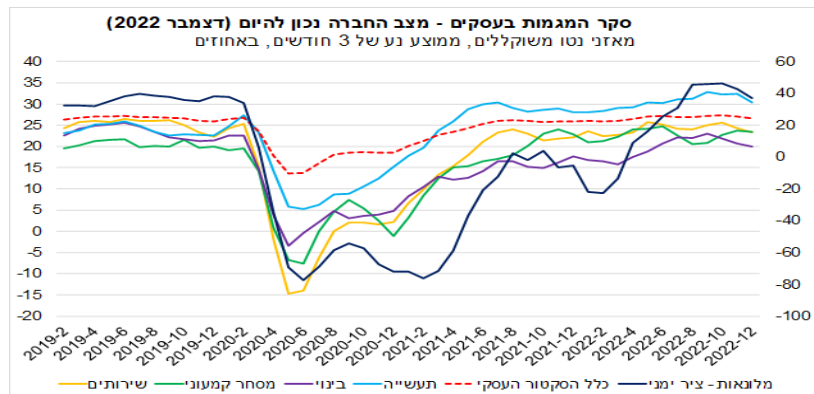
מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

ירידת מדד אמונ הצרכנים (לעומת ממוצע 2021) כללה את מרבית רכיבי המדד, בדגש על רכיבי הציפיות למצב הכלכלי בשנה הקרובה, גם זה של המדינה וגם זה של משקי הבית. לאור זאת, הירידה בסנטימנט הצרכני של משקי הבית, אשר טרם בא לידי ביטוי במידה משמעותית בתנוני הפעילות (הצריכה הפרטית, הרכישות בכרטיסי אשראי, פדיון רשתות השיווק, האשראי הצרכני ועוד), בשילוב עם סביבה מאקר-כלכלית פחות תומכת צריכה (בדגש על אינפלציה גבוהה מהיעד וסביבת ריבית גבוהה ביחס לשנים קודמות), צפויה להשתקף במהלך השנה הקרובה (2023) בהאטת קצב צמיחת הצריכה הפרטית. אנו צופים כי בתרחיש מרכזי, שנת 2022 צפויה להסתכם בצמיחה של כ-7.0% בצריכה הפרטית, ובשנת 2023 צפויה התמתנות לקצב של כ-3.7%.

סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס לחודש דצמבר, מצביע על הערכת החברות בסקטור העסקי המקומי להמשך התרחבות הפעילות הכלכלית תוך האטה מסוימת בקצב, בעת הנוכחית ובמבט קדימה. ממצאי הסקר מלמדים כי מאזן הנטו (כלומר, הפרש המשוקלל בין אחוז מנהלי החברות אשר דיווחו על הטבה במצב לבין אחוז מנהלי החברות אשר דיווחו על הרעה) של כלל הסקטור העסקי לגבי מצב החברה בעת הנוכחית (המצב הכלכלי נכון להיום) מצוי בסביבה בה היה ערב פרוץ משבר הקורונה, אם כי, ירד מעט לאחרונה. כפי שניתן לראות בגרף 6, מגמה זו מאפיינת את מרבית ענפי הפעילות, לרבות ענף המלונאות. במבט קדימה, הצפי של החברות בנוגע לפעילות הכלכלית בשלושת החודשים הקרובים (ממוצע משוקלל של כלל הענפים) מצוי בירידה. כמו כן, נציין כי מנתוני הסקר עולה כי כשני שלישי מהחברות דיווחו על פגיעה בפעילות (בדרגות חומרה שונות) עקב העלאת ריבית בנק ישראל.

לסיכום, הסנטימנט העסקי חיובי יותר מזה הצרכני, אך גם בו נרשמה התמתנות מסוימת, אך בסך הכול, מדובר בנתון אשר תומך בהמשך תהליך העלאת הריבית מצד בנק ישראל, תוך הפחתת עוצמת ההעלאות. להערכתנו, בישיבה הקרובה (20.02.23) צפויה העלאת ריבית של 25 נ"ב לרמה של 4.00%.

### גרף 6



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

### מקור עולמי

#### סביבת האינפלציה בארה"ב מאטה ומקרבת את סוף מהלך העלאות הריבית של הפד.

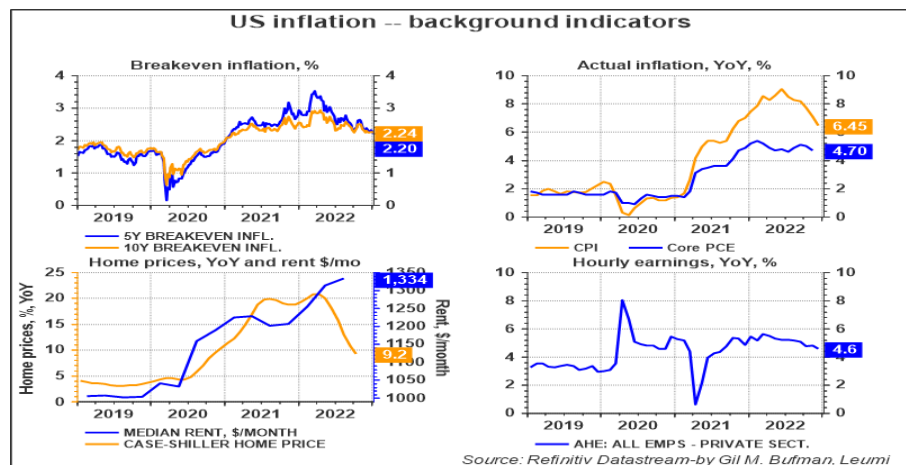
מדד המחירים לצרכן, בארה"ב, ירד ב-0.1% בדצמבר, זאת לאחר עלייה של 0.1% בנובמבר. הירידה הייתה בהתאם לתחזית העדכנית בשוק. רכיב הבניין היה התורם הגדול ביותר לירידת המדד. מדד המזון עלה ב-0.3% ומדד האנרגיה ירד במהלך חודש דצמבר, זאת עקב מחירי הבנזין שירדו. מדד הליבה, שאיננו כולל מזון ואנרגיה, עלה ב-0.3% בדצמבר, לאחר עלייה של 0.2% בנובמבר. במהלך 12 החודשים האחרונים עלה המדד ב-6.5%. זהו השיעור הנמוך ביותר מאז אוקטובר 2021. מדד הליבה עלה ב-5.7% ב-12 החודשים האחרונים.

בהמשך לאמור לעיל, מדד האנרגיה ירד ב-4.5% בדצמבר לאחר ירידה של 1.6% בנובמבר. מחיר הבנזין שבמדד ירד ב-9.4% במהלך חודש דצמבר, לאחר ירידה של 2.0% בנובמבר. מדד הגז הטבעי עלה במהלך חודש דצמבר, עלייה של 3.0% לאחר ירידה של 3.5% בנובמבר. מדד החשמל עלה ב-1.0% בדצמבר. סעיף הדיור המשיך לעלות, ועלה ב-0.8% במהלך חודש דצמבר. מדד שכר הדירה עלה ב-0.8% במהלך חודש דצמבר, וגם מדד הדיור שבבעלות הדיירים עלה ב-0.8%. סעיף הדיור היה הגורם הדומיננטי בעלייה החודשית במדד הליבה, בעוד שברכיבי מדד אחרים היה שילוב של עליות וירידות. שיעור עליית רכיב הדיור צפוי להתחיל ולהתמתן בחודשים הקרובים, זאת בהתבסס על התמתנות שיעור עליית דמי שכירות בחוזים חדשים בחודשים האחרונים.

במסגרת הסימנים לנורמליזציה של שרשראות האספקה, רכיבי המדד שירדו במהלך חודש דצמבר כוללים את המדד לרכבים ומשאיות משומשות, שירד ב-2.5% בדצמבר, הירידה השישית ברציפות במדד זה. מדד מחירי הטיסות ירד ב-3.1% במהלך חודש דצמבר, לאחר ירידה של 3.0% בנובמבר ומדד כלי הרכב החדשים ירד ב-0.1% בדצמבר.

במבט לחודשים הקרובים, שיעור עליית הקצב השנתי של המדד צפוי להתמתן, אך באופן הדרגתי. עם זאת, התמתנות הדרגתית זו צפויה להיות מודגשת יותר מאשר בא לידי ביטוי בתחזיות הפד לאחרונה. ככל שתהליך זה ימשך, ולא ייווצרו הפרעות ושיבושים, ניתן יהיה להכריז בקרוב על סיום תהליך העלאות הריבית וזאת בגבולות של ריבית פד של 4.50-5.00% לעומת 4.00-4.25% עתה. במידה וירידת האינפלציה ב-2023 אכן תהיה משמעותית, זאת לצד התמתנות ניכרת של הצמיחה הכלכלית, הדבר עשוי להכשיר את השטח לקראת הפחתת ריבית ראשונה בשלהי המחצית השנייה של השנה.

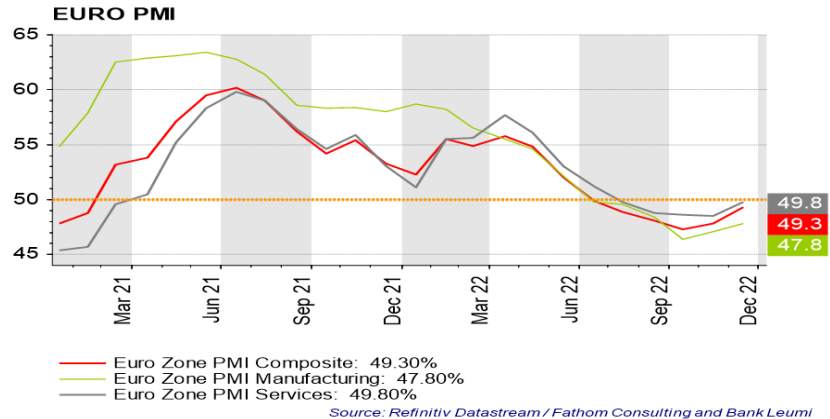
### גרף 7



#### תמונת המצב של הפעילות הכלכלית בגוש האירו.

בשבועות האחרונים חל שיפור מסוים במצב הנתונים הכלכליים של גוש האירו. הסקרים העסקיים מצביעים על כך שהפעילות כבר לא מצטמצמת בחדות, נראה שהאינפלציה עברה את השיא, ומחירי הגז ירדו. עם זאת, הכלכלה כנראה התכווצה ברביע הרביעי והתחזית לטווח הקרוב עדיין חלשה, לא מעט בגלל ההשפעה של המדיניות המוניטרית ההדוקה יותר. לחצי המחירים הבסיסיים, ברמת מדד הליבה ורכיביו, נותרו משמעותיים. אינפלציית הליבה עלתה במקצת בדצמבר ונראה שתישאר הרבה מעל ליעד של 2% השנה. צפוי שה-ECB יעלה עוד יותר את הריבית שלו בחודשים הקרובים, לשיא של 3%.

### גרף 8

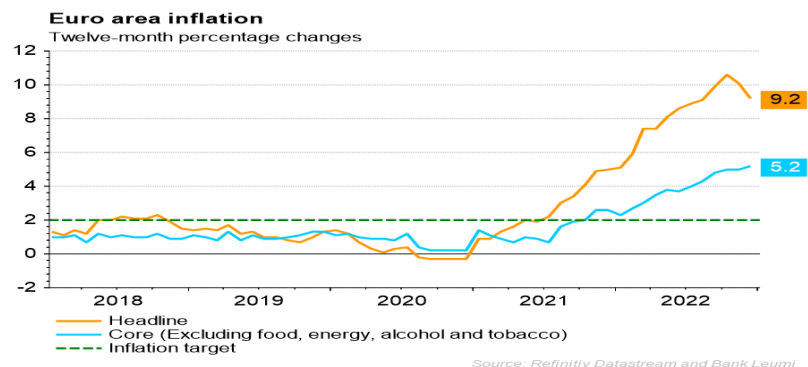


מדד ה-PMI (מנהלי הרכש) של גוש האירו מצביע על ירידה בתוצר, אם כי ירידה קטנה ברמה הרבעונית. סקר ה-PMI גם מצביע על כך שהצפי הכלכלי בקרב חברות השתפר במעט לאחרונה, כאשר המדד המשולב, כמו גם מדד התפוקה העתידית ומדד ההזמנות החדשות עלו הן בנובמבר והן בדצמבר. ברמת המדינה, נראה שהפעילות עדיין הייתה החלשה ביותר בגרמניה ובאיטליה ברביע הרביעי בכללותו.

מבחינת חשבונות החוץ של גוש האירו, הירידה במחירי הגז הטבעי בחודשים האחרונים תרמה לירידת הגירעון המסחרי. נתונים שפורסמו עבור גרמניה מצביעים על כך שהגירעון בגוש האירו הצטמצם עוד בנובמבר. כמו כן, שווי הייצוא עלה בצורה חדה בכלכלות הגדולות בגוש האירו, אך הדבר נבע בעיקר מעליית מחירים. היקף הייצוא התאושש מאוד מאז הקורונה, אך קצב הצמיחה שלו הואט מאז. רכיב הזמנות הייצוא ב-PMI של התעשייה עלה בדצמבר, במיוחד עבור גרמניה. בהתבסס על התחזיות לתוצר ברוב שוקי הייצוא המרכזיים של גוש האירו, צפוי כי לכל היותר נפחי הייצוא של גוש האירו ישמרו על רמתם במהלך המחצית הראשונה של השנה.

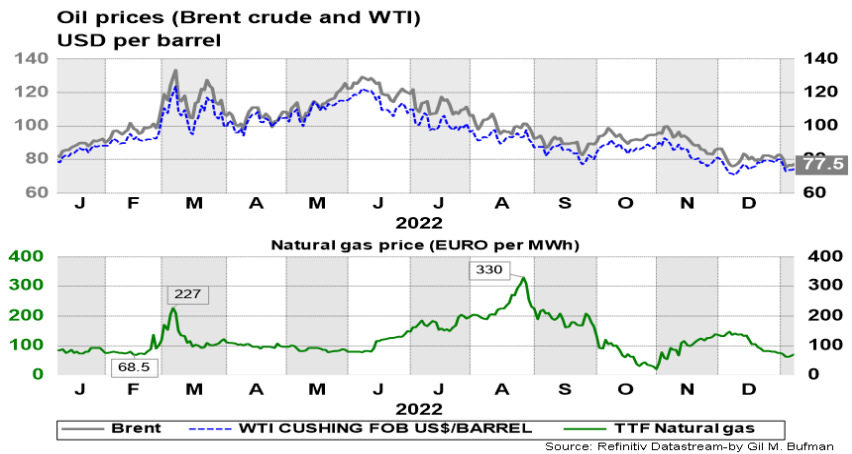
האינפלציה בגוש האירו הגיעה לשיא ובחודש דצמבר הקצב ירד זה החודש השני ברציפות. זה נבע בעיקר מירידה חדה באינפלציית האנרגיה, שעוד צפויה להמשיך ולרדת. סובסידיות הגז הגרמניות, אשר יסתיימו בקרוב, תרמו לירידה באינפלציית האנרגיה בגוש האירו בדצמבר. אינפלציית האנרגיה ירדה גם בצרפת, איטליה וספרד. חשוב מכך, השפעות בסיס חיוניות והירידות האחרונות במחירי הנפט והגז יביאו לכך שאינפלציית מרכיבי האנרגיה שבמדד ירדו עוד יותר במהלך החודשים הקרובים. עם זאת, ה-ECB ימשיך להעלות את הריבית בטווח הקרוב, בהתחשב בסימנים שלחצי המחירים הבסיסיים – ליבה – נותרו חזקים.

### גרף 9



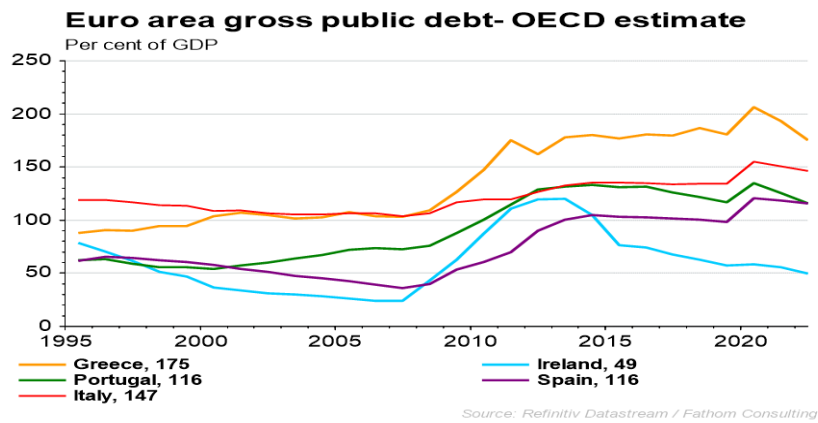
הממשלות במדינות גוש האירו סיפקו תמיכה פיסקלית משמעותית בכדי להתמודד עם משבר האנרגיה בשנה שעברה וימשיכו לעשות זאת בשנת 2023. צרפת האריכה את תקרת מחירי האנרגיה שלה ל-2023, אם כי בצורה פחות נדיבה מאשר ב-2022; גרמניה הכריזה על תיקרות מחירי חשמל ואיטליה האריכה את רוב אמצעי התמיכה בתחום האנרגיה משנת 2022 לרביע הראשון של 2023 וכנראה שתצטרך להאריך אותם עוד יותר.

### גרף 10



הירידה האחרונה במחירי הגז תפחית את העלויות הפיסקליות של הצעדים הנ"ל, אך הם יישארו משמעותיים וישאירו גירעונות תקציביים גדולים יותר מהתחזיות המוקדמות של ממשלות. בפרט, נראה שהגירעונות התקציביים יגדלו בצרפת ובגרמניה ב-2023. למרות שהגירעון התקציבי של איטליה כנראה יצטמצם, הוא עדיין יישאר קרוב ל-5% תוצר. יחסי החוב/תוצר ירדו באופן איטי מאוד וישארו גבוהים למרות ירידה זו, במיוחד באיטליה. דמת החוב הגבוהה, בשילוב עם הסיכוי למיתון, עליית הריבית והידוק כמותי של ה-ECB, מצביעים על כך שהסיכון לעלייה בתשואות האג"ח של המדינות הפריפריאליות נותר.

### גרף 11



**המלצות לפעילות: ירידת התשואות מראשית השנה מעלה את הסיכון כרגע בהשקעה במח"מ ארוך. זאת על רקע הצפי להשלמת העלייה הצפויה בריבית בנק ישראל בהחלטות הקרובות מחד והשינוי בתמונה התקציבית עם עלייה בצרכי הגיוס נטו של הממשלה מאידך. לפיכך מומלצת השקעה במח"מ קצר יחסית. ציפיות האינפלציה משקפות תרחיש סביר להתפתחות סביבת האינפלציה, עם ירידה בהמשך 2023, ולכן מומלצת השקעה מאוזנת בין האפיקים.**

ההידוק המוניטארי של בנק ישראל צפוי להימשך במהלך החודשים הקרובים, הן דרך העלאות ריבית נוספות והן דרך המשך הנפקות מק"מ מואצות (בהיקף של כ- 50 מיליארד ₪ לחודש) כפי שפרסם בנק ישראל בתוכנית הנפקות המק"מ לחודש ינואר. לפיכך, הלחץ לעליית תשואות בחלק הקצר של העקום השקלי הלא צמוד צפוי להימשך. אנו סבורים כי ריבית בנק ישראל צפויה להמשיך לעלות בטווח הקצר עד רמה של 4.00-4.25%. האינפלציה בישראל – שיעור עליית המדד ב-12 החודשים החולפים -- צפויה עוד לעלות רק במעט בחודשים הקרובים, להגיע לשיאה במהלך הרביע הראשון של 2023 ואז להתחיל לרדת אל יעד יציבות המחירים, תוך התכנסות לטווח זה באמצע השנה.

**תנאים אלו בתוספת ירידת התשואות החדה בשבועיים האחרונים ממשיכים לתמוך באחזקת מח"מ קצר.**

אנו סבורים כי יש לנצל את הגידול בהנפקות מק"מ לרכישת מק"מ לשנה, אך בתשואות הגבוהות מתשואות המק"מ הנוכחיות שבשוק המשני. אנו סבורים כי בהנפקות הקרובות התשואה צפויה לעלות מעבר לרמה של 4%. ככלל, באפיק השקלי הלא צמוד אנו ממליצים על השקעה במח"מ קצר בשילוב עם איגרות לטווח ארוך של מעל ל- 10 שנים.

האינפלציה הנגזרת לאורך העקום ירדה משמעותית, השבוע, ועומדת ברמה של 2.55%-2.70%. מדובר ברמה סבירה, לרכישה מחודשת של צמודי מדד בעיקר לטווח בינוני, וככלל עדיין מומלצת אחזקה מאוזנת בין האפיקים. ציפיות האינפלציה צפויות להתחיל לרדת ברביע השני של 2023, עם דגש על החלק הקצר של העקום. אנו סבורים כי בחודשיים הקרובים קצב האינפלציה בפועל, הנמדד ב- 12 החודשים האחרונים, צפוי להמשיך ולנוע סביב רמה של 5% ולאחר מכן לרדת.

החלטות הממשלה השבוע צפויות להוריד את מדדי המחירים בתחילת השנה ולכן השקעה בחלק הקצר של העקום הצמוד פחות מומלצת.

ריכוז המלצותינו:

- ◀ אנו ממליצים על השקעה במח"מ קצר.
- ◀ באפיק השקלי הלא צמוד מומלצת אחזקה סינתטית של המח"מ על ידי איגרות חוב קצרות טווח ואיגרות ארוכות לטווח מח"מ של 8 שנים ומעלה.
- ◀ מומלצת רכישת מק"מ בהנפקות שם הפרמייה על תשואות השוק גבוהה באופן יחסי.
- ◀ באפיק צמוד המדד מומלצת אחזקה בטווח הבינוני של העקום.
- ◀ מומלצת אחזקה מאוזנת בין האפיקים.

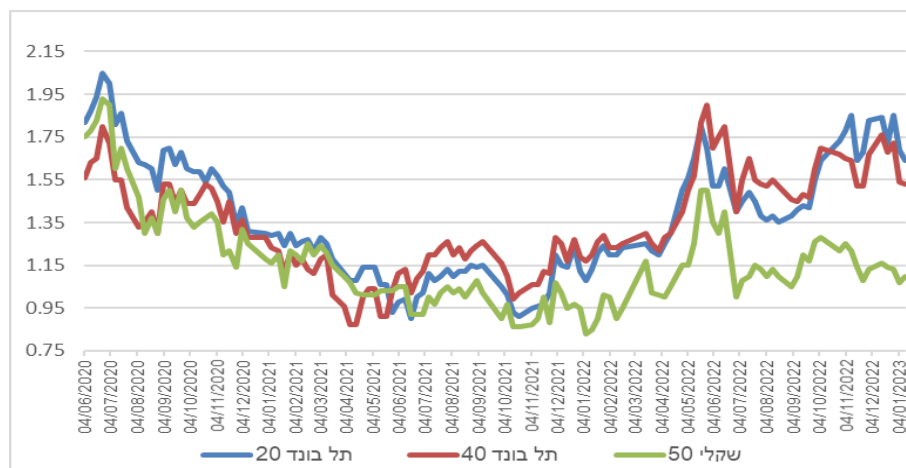


### אג"ח חברות

שוק האג"ח הקונצרני נסחר השבוע במגמה חיובית כאשר המדדים המובילים רושמים עליות שערים של כאחוז בממוצע. על רקע המשך העליות בשוק האג"ח הממשלתי, נרשמה יציבות יחסית ברמת המרווחים.

המסחר באפיק הקונצרני התאפיין במגמה חיובית השבוע, במקביל לעליות השערים החדות יחסית באפיק הממשלתי. כל מדדי התל בונד רשמו עליות שערים. במהלך השבוע בלטו מדדי התל בונד צמודי המדד בעלייה שבועית ממוצעת של כ- 1.30% בממוצע. מדד האג"ח הכללי קונצרני רשם עלייה של 1 אחוז בסיכום שבועי. על רקע עליות השערים באפיק הממשלתי רמת המרווחים שמרה על יציבות יחסית. מדדי התל בונד צמודי המדד ממשיכים להיסחר במרווחים גבוהים משמעותית ממרווחי המדדים השקליים הלא צמודים.

### גרף 12 - מרווחים תל בונד 20, 40 ותל בונד שקלי 50



שוק ההנפקות החל את שנת 2023 בפעילות מתונה. מראשית השנה בלטו חברות הליסינג והתחבורה אלדן וקרסו בגיוסים. רמת המרווחים הנוכחית סבירה להשקעה אם כי ברמות האלו לא מומלצת הגדלת החשיפה לאפיק. אנו סבורים כי על רקע ההאטה בעולם הצפויה להשפיע גם על ישראל מומלצת בעיקר השקעה בחברות בדרוגים גבוהים במח"מ קצר יחסית. אנו סבורים כי לא מומלצת הגדלת החשיפה לאפיק כרגע. סיכויי מח"מ מומלצים בעיקר דרך שוק האג"ח הממשלתי.

המלצות לפעילות באפיק הקונצרני:

לא מומלצת הגדלה החשיפה לאפיק הקונצרני.

מומלצת חשיפת יתר משמעותית לאג"ח צמוד מדד על חשבון חשיפה לשקלים לא צמודים.

בדומה לאפיק הממשלתי, אנו ממליצים על חשיפה בעיקר לאיגרות במח"מ קצר - בינוני.

מומלצת השקעה דרוג קבוצת A ומעלה.

# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

הנפקות אג"ח חברות בולטות (לפחות 100 מש"ח) בשבוע האחרון (לא כולל ני"ע מסחרי ואג"ח בעל אופציית פירעון לטווח קצר).\*

שם החברה	ענף	סכום מח"מ	דירוג	תשואה מרווח	הערות	רווח בהנפקה**
אלדן תחבורה ט'	ליסינג	305	A+	5.85%	שקלי בריבית קבועה. כולל שעבוד כלי רכב	לא נסחר עדין.
אלדן תחבורה ח'	ליסינג	255	A+	3.38%	צמוד מדד. כולל שעבוד כלי רכב	לא נסחר עדין.
שטראוס ו'	מזון	318	AA+	4.26%	שקלי בריבית קבועה.	0.60%
סלע נדל"ן ד'	נדל"ן	318	AA	2.53%	צמוד מדד.	0.60%
<b>סה"כ:</b>		<b>1,196</b>				

\*רשימה כוללת רק חברות שהשלימו את המכרז לציבור. תשואה כוללת עמלות למשקיעים מוסדיים. סכום הגיוס אינו כולל עסקאות החלפת אג"ח והנפקות אג"ח עתידיות.

מראשית שנת 2022 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 75.5 מיליארד ₪.

בשנת 2021 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 74.7 מיליארד ₪.

בשנת 2020 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 53.7 מיליארד ₪.

בשנת 2019 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 69.6 מיליארד ₪.

\*\* רווח מחושב ביחס למחיר המכרז המוסדי.

### הנפקות האוצר ובנק ישראל

◀ משרד האוצר יגייס השבוע (09.01) 1.25 מיליארד ₪ בהנפקה לציבור. הסדרות שיגויסו: ממשק 425 - 350 מש"ח, ממשק 432 - 300 מש"ח, ממשק 726 - 200 מש"ח, ממשק 1151 - 150 מש"ח, ממשק 1130 - 250 מש"ח.

# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

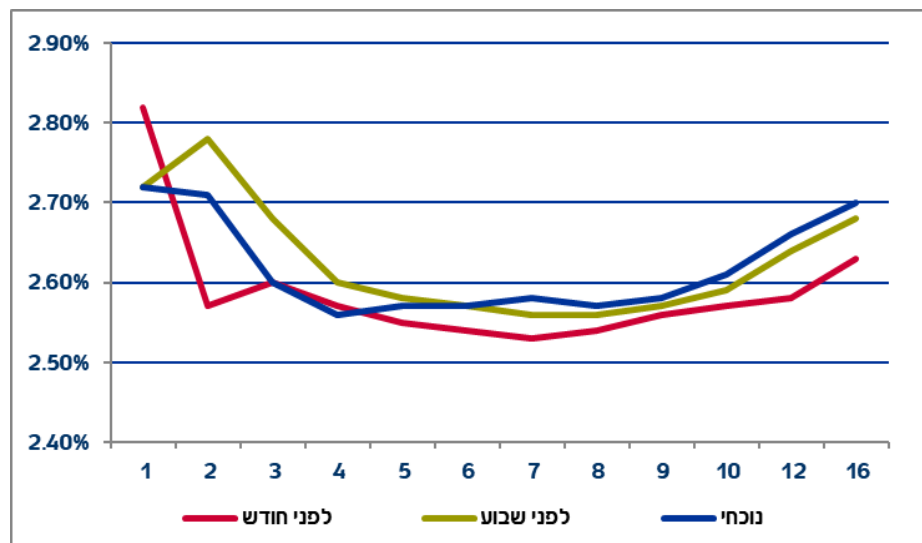
### נספחים

#### שינויים שבועיים וחודשיים בפרמטרים עיקריים

הציפיות האינפלציוניות ירדו בטווח הקצר שמרו על יציבות בטווח הבינוני – ארוך של העקום. (טבלה 1)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	2.82	2.72	2.72
2	2.57	2.78	2.71
3	2.60	2.68	2.60
4	2.57	2.60	2.56
5	2.55	2.58	2.57
6	2.54	2.57	2.57
7	2.53	2.56	2.58
8	2.54	2.56	2.57
9	2.56	2.57	2.58
10	2.57	2.59	2.61
12	2.58	2.64	2.66
16	2.63	2.68	2.70

\*אינפלציה נגזרת לשנה מחושבת על פי עסקאות OTC בחדר עסקאות



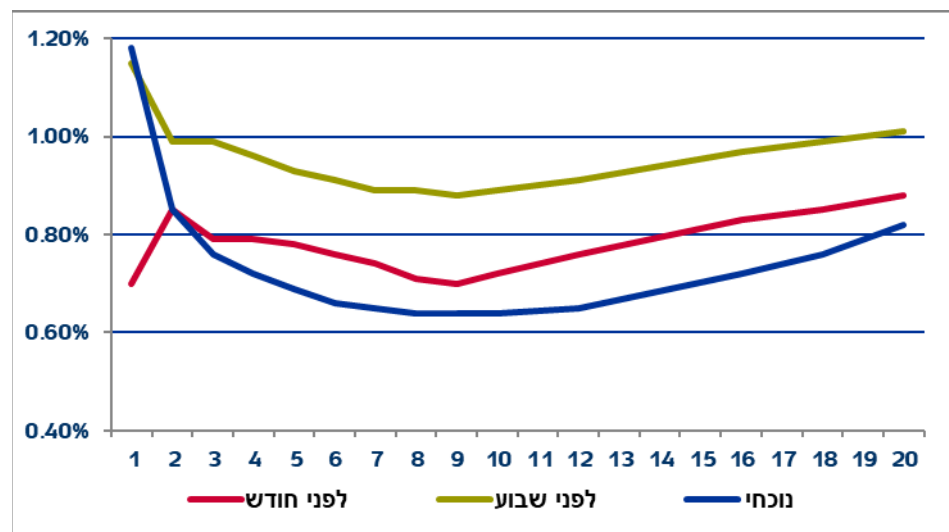
# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח צמודות המדד ירדו לאורך כל העקום. (טבלה 2)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	0.70	1.15	1.18
2	0.85	0.99	0.85
3	0.79	0.99	0.76
4	0.79	0.96	0.72
5	0.78	0.93	0.69
6	0.76	0.91	0.66
7	0.74	0.89	0.65
8	0.71	0.89	0.64
9	0.70	0.88	0.64
10	0.72	0.89	0.64
12	0.76	0.91	0.65
16	0.83	0.97	0.72
18	0.85	0.99	0.76
20	0.88	1.01	0.82

\*תשואה לשנה ניגזרת ממחיר עסקאות STC בחדר עסקאות

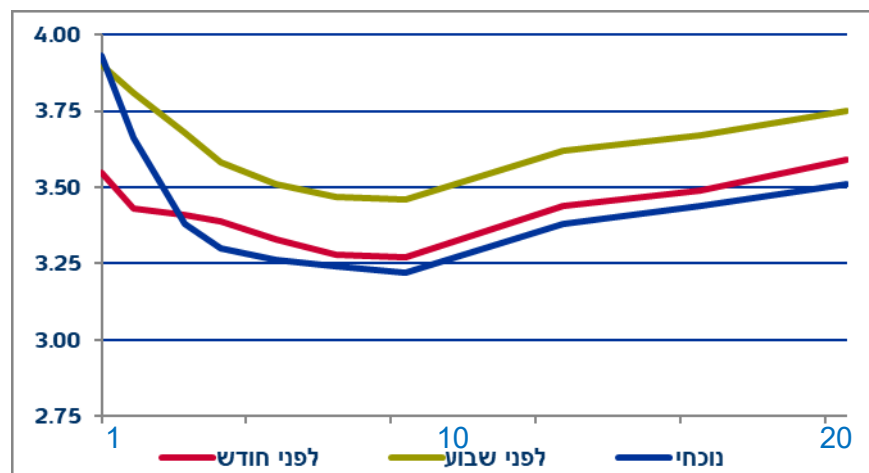


# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח השקליות עלו בטווח הקצר, ירדו חדות מטווח של שנתיים ומעלה. (טבלה 3)

אג"ח שקלי ריבית קבועה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ לשנה	3.55	3.90	3.93
324	3.48	3.80	3.82
1024	3.43	3.81	3.66
425	3.46	3.78	3.49
825	3.43	3.74	3.43
226	3.41	3.68	3.38
1026	3.39	3.64	3.31
327	3.39	3.58	3.30
928	3.33	3.51	3.26
330	3.28	3.47	3.24
432	3.27	3.46	3.22
537	3.38	3.60	3.35
142	3.44	3.62	3.38
347	3.49	3.67	3.44
1152	3.59	3.75	3.51
שיפוע 2/10	-0.16	-0.32	-0.35
שיפוע 5/10	-0.08	-0.07	-0.04
שיפוע 2/5	-0.08	-0.25	-0.31

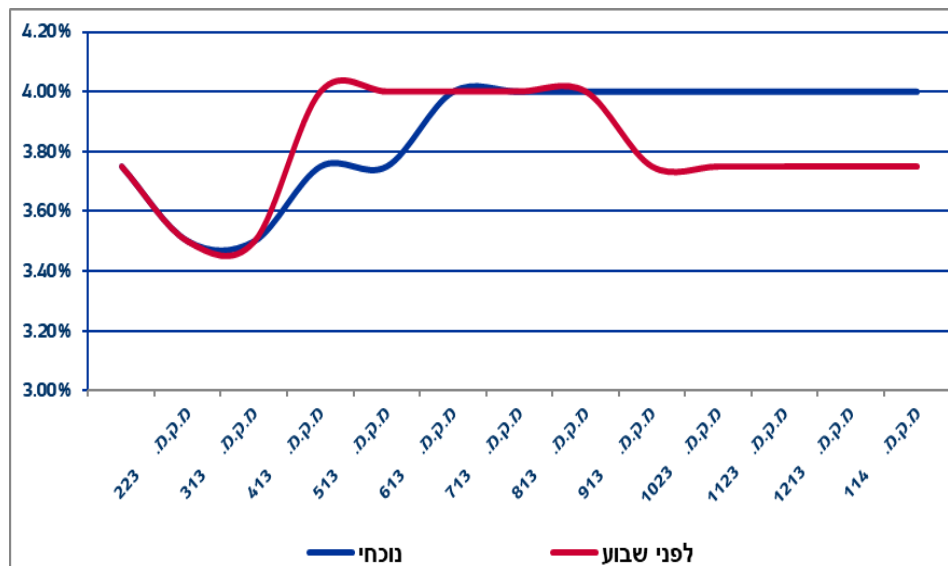


# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

ציפיות הריבית של בנק ישראל הנגזרות משוק המק"מ (טבלה 4)

מק"מ	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ 223	3.50	3.50
מק"מ 313	3.50	3.50
מק"מ 413	4.00	3.75
מק"מ 513	4.00	3.75
מק"מ 613	4.00	4.00
מק"מ 713	4.00	4.00
מק"מ 813	4.00	4.00
מק"מ 913	3.75	4.00
מק"מ 1023	3.75	4.00
מק"מ 1123	3.75	4.00
מק"מ 1213	3.75	4.00
מק"מ 114	3.75	4.00
<b>ממוצע</b>	<b>3.81</b>	<b>3.88</b>



# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

ממשלתי בריבית משתנה - המרווח הממוצע מעל המק"מ לשנה (טבלה 5)

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
526	0.11	0.19	0.18
1130	0.10	0.17	0.19

ריבית עתידית הנגזרת משוק האג"ח השקלי (טבלה 6)

	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
ריבית ב"י חזויה בעוד שנה	3.75	3.75	4.00
ריבית לשנה בעוד שנה	3.55	3.87	3.25
ריבית לשנה בעוד שנתיים	3.37	3.51	2.99

מרווחים בעקום השקלי (טבלה 7)

סדרות	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
2 - 5	0.10	-0.16	-0.25	-0.31
5-10	-0.15	-0.08	-0.07	-0.04
2-10	-0.05	-0.08	-0.32	-0.35
10-30	0.25	0.30	0.28	0.27

המרווח השלילי בין אג"ח שקלי ממשלת ישראל לאג"ח ממשלת ארה"ב הצטמצם בטווח הקצר - בינוני, התרחב בטווח הארוך של העקום.  
(טבלה 8)

	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מרווח לשנתיים	-0.82	-0.68	-0.59
מרווח ל-5 שנים	-0.29	-0.42	-0.36
מרווח ל-10 שנים	-0.20	-0.29	-0.32
מרווח ל-30 שנים	0.09	-0.10	-0.21

# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

המרווח הממוצע של אג"ח קונצרניות\* (טבלה 11,12,13)

מדד	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
תל בונד 20	1.87	1.69	1.69
תל בונד 40	1.67	1.54	1.54
תל בונד שקלי 50	1.13	1.07	1.07

דרוג	צמוד מדד	שקלי משתנה	שקלי קבוע	ממוצע
AAA	0.75		0.45	0.60
+AA	1.20		0.65	0.80
AA	1.50		0.70	1.10
-AA	1.65	1.20	1.25	1.50
+A	1.85	1.50	1.60	1.75
A	2.25		2.00	2.15
-A	2.60		2.10	2.35
+BBB	3.75		3.30	3.60
BBB	3.20		3.65	3.45

← לא כולל אג"ח חברות נדל"ן אמריקאיות.

ביצועי מדדי אג"ח מובילים (ממשלתי וקונצרני), ממוין על פי תשואה בשבוע האחרון

שם המדד	תשואה בשבוע האחרון	מתחילת השנה
אג"ח מדד ממשלתי 10+ שנים	3.62%	4.73%
אג"ח ממשלתי לא צמוד + 10 שנים	3.44%	4.17%
תל בונד תשואות	1.84%	3.88%
אג"ח מדד ממשלתי 5 – 10 שנים	1.81%	1.49%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 5 – 10 שנים	1.60%	2.86%
מדד אג"ח כללי ממשלתי	1.54%	1.86%
תל בונד 20	1.53%	1.93%
תל בונד 60	1.38%	1.75%
תל בונד צמוד יתר	1.20%	1.84%
מדד אג"ח צמוד מדד קונצרני	1.20%	1.73%
תל בונד 40	1.16%	1.54%
תל בונד שקלי 50	1.12%	1.93%
תל בונד שקלי	0.99%	1.79%
מדד אג"ח כללי קונצרני	0.99%	1.61%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 2 – 5 שנים	0.97%	1.25%
אג"ח מדד ממשלתי 2 – 5 שנים	0.84%	0.55%
תל בונד תשואות שקלי	0.82%	1.69%
תל בונד צמוד בנקים	0.76%	0.69%
תל בונד גלובל	0.64%	1.63%
אול בונד ריבית משתנה	0.16%	0.38%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 0 – 2 שנים	0.11%	-0.01%
מדד מק"מ	0.07%	0.07%
אג"ח מדד ממשלתי 0 - 2	0.07%	-0.29%
מדד אג"ח ממשלתי ריבית משתנה	0.04%	-0.01%

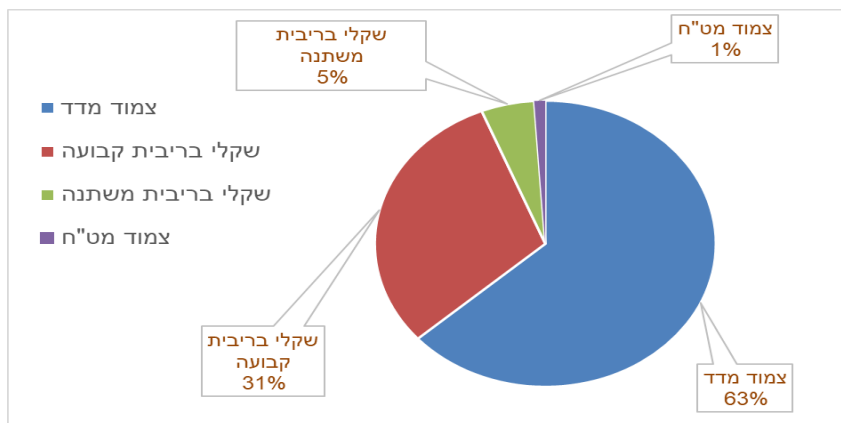


# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

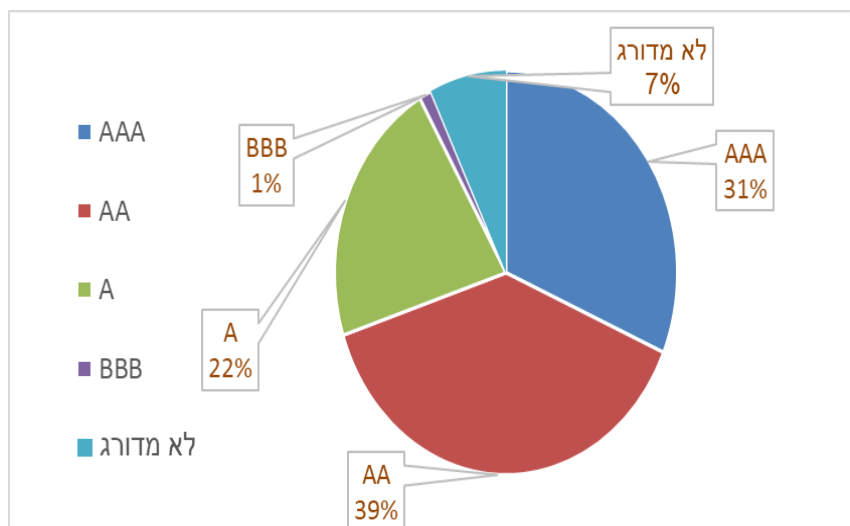
### התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי בסיס הצמדה

באחוזים	סכום במש"ח	בסיס הצמדה
63.4	47,884	צמוד מדד
30.5	22,997	שקלי ריבית קבועה
5.1	3,809	שקלי ריבית משתנה
1.0	782	צמוד מט"ח
<b>100.0</b>	<b>75,472</b>	<b>סה"כ</b>



### גיוסים קונצרנים לשנת 2022 לפי דירוג

באחוזים	סכום במש"ח	קבוצת דירוג
30.7	23,182	קבוצת AAA
38.6	29,151	קבוצת AA
22.5	16,963	קבוצת A
1.1	862	קבוצת BBB
7.1	5,314	לא מדורג
<b>100.0</b>	<b>75,472</b>	<b>סה"כ</b>

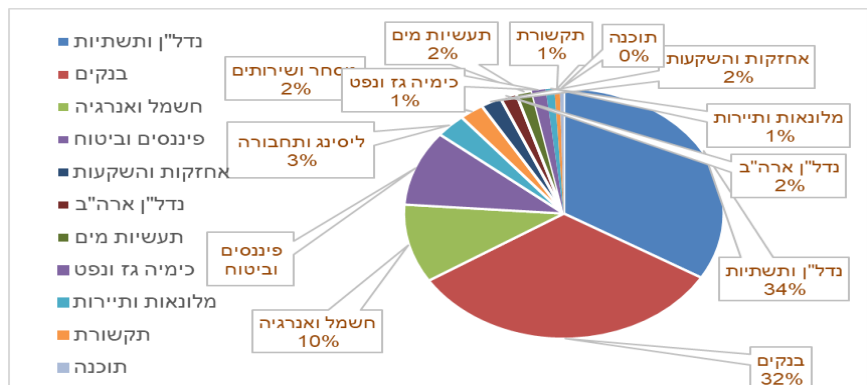


# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

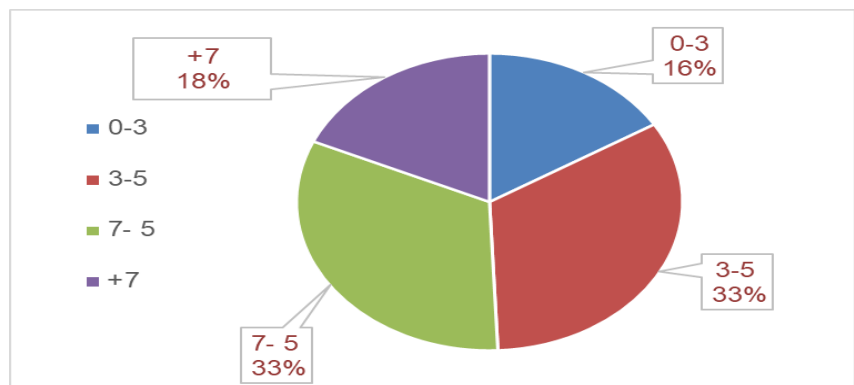
### התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי ענפים

שם הענף	סכום במש"ח	באחוזים
נדל"ן ותשתיות	25,903	34.3
בנקים	23,897	31.7
פיננסים וביטוח	7,794	10.3
חשמל ואנרגיה	7,480	9.9
ליסינג ותחבורה	2,268	3.0
שירותים ומסחר	1,816	2.4
אחזקות והשקעות	1,554	2.1
נדל"ן ארה"ב	1,218	1.6
תעשיות מים	1,183	1.6
כימיה גז ונפט	1,025	1.4
מלונאות	644	0.9
תקשורת	395	0.5
תוכנה	295	0.4
<b>סה"כ</b>	<b>75,472</b>	<b>100.0</b>



### התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי מח"מ

מח"מ	סכום במש"ח	באחוזים
0-3	12,102	16.0
3-5	25,024	33.2
5-7	24,714	32.7
7+	13,632	18.1
<b>סה"כ</b>	<b>75,472</b>	<b>100.0</b>



# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

אין למסור, להעביר, להביא לידיעה, להעתיק, לפרסם, במישרין או בעקיפין, בכל אופן או שיטה, את המידע שלעיל או חלקים ממנו.

אין לראות באמור לעיל תחליף לשיקול דעתך העצמאי או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות או ייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן. יצוין כי כל החלטה בקשר עם האמור לעיל (כולו או חלקו) תתקבל ותבוצע על ידך באחריותך המלאה.

המידע נמסר על סמך נתונים ופרטים עדכניים נכון למועד שליחתו. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים.

תחזיות בדבר מגמות עתידיות עשויות שלא להתממש, בין היתר, משום שהן מבוססות על מידע צופה פני עתיד. כמו כן, עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין ההערכות המובאות כאן לבין התוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב לעדכן את המידע ו/או להודיע בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד.

אין לראות במידע האמור משום התחייבות מצד הבנק לביצוע עסקה ו/או לתנאי עסקה.

אין לראות במסמך זה משום המלצה בנושאי מיסוי ו/או רישום חשבונאי.

מכשירים פיננסיים נגזרים כרוכים בסיכון מיוחד ובהם פועל הבנק כמשווק, באופציות ובחוזים עתידיים הבנק עוסק בשיווק השקעות. הבנק הינו בעל זיקה לנכסים האמורים ויש לו אינטרס כלכלי בשיווקם.

מסמך זה בוצע בהסתמך אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור ולא בוצעו בדיקות לאימות הנתונים.

לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע.

"באם אינך מעוניין לקבל סקירה זאת, נא לשלוח הודעה לתיבת המייל [bill.unsubscribe@bankleumi.co.il](mailto:bill.unsubscribe@bankleumi.co.il)"

# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

### מסחר בניירות ערך

#### מחקר

<b>ד"ר גיל מיכאל בפמן</b> כלכלן ראשי פרטית 076-8857439	<b>דודי רזניק</b> אסטרטג ריביות 076-8857439	<b>קובי לוי</b> ראש דסק אסטרטגיה 076-8858173	<b>עופר הילל</b> ראש דסק מחקר בנקאות 076-8858752
---	---	--	--

#### מחקר מיקרו וני"ע זרים.

<b>אייל דבי</b> מנהל תחום מחקר מיקרו 076-8858553 <a href="mailto:eyald@bll.co.il">eyald@bll.co.il</a>	<b>אלה פריד</b> אנליסטית בכירה 076-8859699 <a href="mailto:ELLA.FRIED@bll.co.il">ELLA.FRIED@bll.co.il</a>	<b>גיל דטנר</b> אסטרטג מניות חו"ל 076-8859343 <a href="mailto:gil.dattner@bll.co.il">gil.dattner@bll.co.il</a>
--	--	---

#### מנהל מסחר ני"ע ישראליים

רוני גיטלין  
03-5118691  
[Rony.gitlin@bankleumi.co.il](mailto:Rony.gitlin@bankleumi.co.il)

#### דסק אג"ח

<b>שחר ליבוביץ</b> מנהל הדסק. 076-8859342 <a href="mailto:shahar.lebovitch@bankleumi.co.il">shahar.lebovitch@bankleumi.co.il</a>	<b>דניאל שרמן</b> סוחר 076-8859345 <a href="mailto:daniel.shermen@bll.co.il">daniel.shermen@bll.co.il</a>	<b>גיא גיל כהן</b> סוחר 076-8859342 <a href="mailto:Guygil.cohen@bankleumi.co.il">Guygil.cohen@bankleumi.co.il</a>
<b>מיכל קלוג-גלנטי</b> סוחרת 076-8859342 <a href="mailto:michal.klug-galanti@bll.co.il">michal.klug-galanti@bll.co.il</a>	<b>מיכאל סברדליק</b> סוחר 03-5112605 <a href="mailto:Michel.sverdlik2@bankleumi.co.il">Michel.sverdlik2@bankleumi.co.il</a>	

#### דסק מניות נגזרים ולקוחות זרים

<b>דניאל רפפורט</b> מנהל הדסק 03-5112606 <a href="mailto:daniel.rapoport@bll.co.il">daniel.rapoport@bll.co.il</a>	<b>מעוז הראל</b> סוחר 03-5112606 <a href="mailto:Maoz.harel@bankleumi.co.il">Maoz.harel@bankleumi.co.il</a>	<b>מזי שמחוני לריה</b> סוחרת 03-5112606 <a href="mailto:Mazi.laria@bankleumi.co.il">Mazi.laria@bankleumi.co.il</a>
<b>שני סלוקי כהן</b> סוחרת 03-5112606 <a href="mailto:shani.slukicohen@bankleumi.co.il">shani.slukicohen@bankleumi.co.il</a>	<b>סער גולן</b> סוחר 03-5112606 <a href="mailto:Saar.golan@bankleumi.co.il">Saar.golan@bankleumi.co.il</a>	

#### דסק השאלות

<b>דודי רבינשטיין</b> מנהל דסק השאלות 03-5112605 <a href="mailto:Dudi.rubinstein@bankleumi.co.il">Dudi.rubinstein@bankleumi.co.il</a>	<b>גיא גזית</b> סוחר 03-5112605 <a href="mailto:Guy.gazit@bankleumi.co.il">Guy.gazit@bankleumi.co.il</a>	<b>חיים קיסוס</b> סוחר 03-5112605 <a href="mailto:Chaim.kisos@bankleumi.co.il">Chaim.kisos@bankleumi.co.il</a>
--	---	---