

סקירה שבועית של התפתחויות מקרו כלכליות ושוקי הריביות ואגרות החוב

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

22.01.2023

אגרות חוב וריביות

ד"ר גיל מיכאל בפמן | כלכלן ראשי
דודי רזניק | אסטרטג ריביות
Dudi.reznik@bankleumi.co.il

דסק אסטרטגיה

קובי לוי | מנהל דסק אסטרטגיה ומט"ח
Koby.levi@bankleumi.co.il

מחלקת מחקר מניות

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

ניירות ערך זרים

עופר הלל | מנהל דסק מחקר בנקאות פרטית
oferhi@bll.co.il

עיקרי דברים

מקרו

- מדד חודש דצמבר עלה מעט מתחת לתחזית, אולם בשנת 2022 האינפלציה הגיעה לשיא של 20 שנים. הירידה המשמעותית בסביבת האינפלציה צפויה להתחיל בחודשים הבאים.
 - מחירי הדירות עלו ב-0.3% (אוקטובר-נובמבר 2022), העלייה החודשית הנמוכה ביותר מאז ראשית 2021. נראה שהתמתנות זו תואמת את ראשיתו של התהליך אשר הוצג על-ידי לאומי כבר לפני מספר חודשים, של האטה ניכרת ב"אינפלציית מחירי הדירות" ואף ירידה נומינלית מתונה של המחירים במהלך 2023-2024.
 - לאור הגידול המהיר יותר ביצוא מאשר ביבוא, הגירעון בחשבון הסחר הבסיסי (ללא אניות, מטוסים, יהלומים ודלק) ירד מעט, והסתכם בשנת 2022 בהיקף של כ-1.25 מיליארד דולר, לעומת שיא של כ-26.2 מיליארד דולר בשנת 2021. הגירעון המסחרי צפוי להמשיך להתכווץ במתינות גם השנה.
 - שנת 2022 הסתכמה בשיעור אבטלה של 3.8% (בממוצע שנתי). מדובר בשיעור אבטלה נמוך מזה שהיה בשנים 2020-2021, ודומה לזה של שנת 2019, לפני פרוץ משבר הקורונה. בשנת 2023 צפויה עלייה קלה בשיעור האבטלה הממוצע.
 - אנו צופים עוד העלאת ריבית אחת של 25 נ"ב.
 - נמשכים הסימנים להתקררות סביבת האינפלציה בארה"ב.
 - סביבת האינפלציה הכללית באירופה מתמתנת, אולם אינפלציית הליבה נותרה חזקה. על רקע זה צפויות העלאות ריבית נוספות בגוש האירו לרמה של 3.00%.
 - כלכלת גרמניה: התחזית משתפרת, אך ריביות הגבוהות עוד יכבידו על הכלכלה.
- #### אג"ח ממשלתי
- מגמת ירידת התשואות נמשכה השבוע בכל האפיקים מלבד צמודי המדד לטווח קצר.
 - הפער השלילי בטווח 1 – 10 שנים על העקומים המשיך להתרחב השבוע.
 - 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.
 - בציפיות האינפלציה הנוכחיות, אנו ממליצים על השקעה מאוזנת בין האפיקים.
- #### אג"ח חברות
- המגמה החיובית נמשכה השבוע גם בשוק אג"ח החברות.
 - רמת המרווחים נטתה לעלות קלות על רקע עליות שערים משמעותיות יותר בשוק האג"ח הממשלתי.
 - נמשכת המלצתנו להשקעה בעיקר באפיק צמוד המדד.
 - מראשית השנה בולטת דומיננטיות של חברות ליסינג בשוק הראשוני.

אג"ח ממשלתי ומקרו

מבט שבועי – המגמה החיובית נמשכה גם השבוע בשוק האג"ח הממשלתי. ירידת התשואות נרשמה בכל הטווחים כמעט למעט בחלקים הקצרים של העקומים. ירידת התשואות נרשמה על רקע המשך מגמת ירידת התשואות בעולם כתוצאה מנתוני מקרו הממשיכים להצביע על התקררות סביבת האינפלציה העולמית. גם מדד דצמבר בישראל, שפורסם השבוע והיה מעט נמוך מהתחזיות תרם למגמת ירידת התשואות. בנוסף, בנק ישראל מאט במקצת את קצב הנפקות המק"מ.

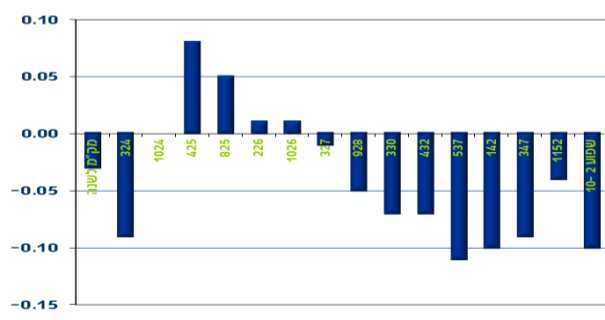
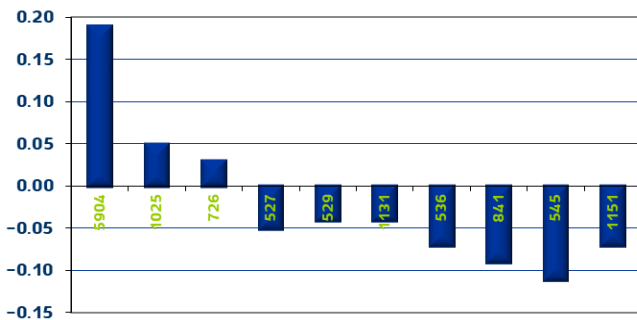
המסחר בשוק האג"ח הממשלתי התנהל השבוע במגמה חיובית תוך עליות שערים לאורך העקומים. בלטו בעליות שערים חדות במיוחד איגרות החוב לטווח של 10 שנים ומעלה שרשמו עליות מחירים של כ- 1.50% בממוצע. מראשית השנה עלו איגרות אלו בכ- 6.00% בממוצע. בחלקים הקצרים – בינוניים של העקומים נרשמו עליות שערים מתונות בהרבה. בסיכום שבועי רשם מדד האג"ח הכללי ממשלתי עליית מחירים שבועית של 0.60%. בשלוש השבועות הראשונים של השנה עלה מדד זה ב- 2.40%.

ירידת התשואות נרשמה על רקע המשך ירידת התשואות בעולם כתוצאה מאינדיקטורים שהצביעו על התקררות סביבת האינפלציה בארה"ב ובראשם הירידה במדד המחירים ליצרן. גם בבריטניה ובאירופה ניכרת ירידה בסביבת האינפלציה בעיקר תודות לירידת מחירי האנרגיה כאשר אינפלציות הליבה בשלב זה עדין כמעט ואינן יורדות. לצד ירידת האינפלציה, ישנה מידה רבה של חשש מפני האטה ניכרת בפעילות הכלכלית העולמית.

בדומה לשוק הריביות בארה"ב, גם בשוק המקומי מגולמת עוד העלאת ריבית אחת נוספת לרמה של 4.00% ולאחר מכן מספר הורדות ריבית לקראת סוף שנת 2023. השוק מגלם ריבית לשנה בעוד שנה ברמה של כ- 3.30%. תרחיש זה נראה סביר כרגע בהתאם לציפיתנו להתפתחות סביבת האינפלציה. כתוצאה מפרסום המדד החיובי נרשמה עלייה בתשואות הצמודות הקצרות וירידה של ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון. עקום הציפיות שוב חוזר להיות עקום "רגיל" העולה משמאל לימין מטווח של שנתיים ומעלה.

העקומים ממשיכים להיות בעלי שיפוע שלילי עד לטווח של 10 שנים כאשר השיפוע השלילי המשיך להתרחב השבוע.

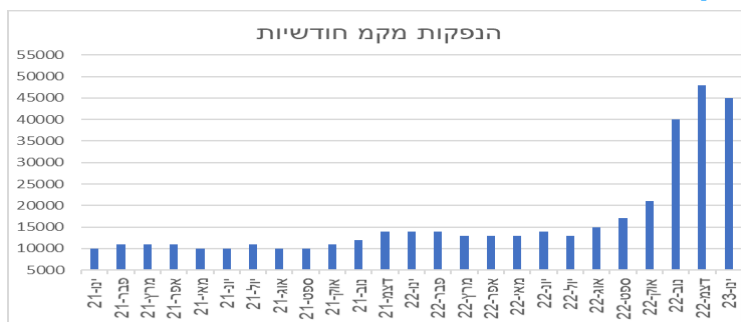
גרף 1 שינוי דו שבועי בתשואת אג"ח שקלי גרף 2 שינוי דו שבועי בתשואת אג"ח צמוד מדד



מקור: גלובסטרייד.

בנק ישראל הפחית במעט את קצב הנפקות המק"מ החודש לרמה של 45 מיליארד ₪ לאחר גיוס השיא שנרשם בחודש דצמבר ועמד על 48 מיליארד ₪. ייתכן ובנק ישראל מאות על כך שהעלייה בסביבת האינפלציה צפויה להיבלם מהרמות הנוכחיות ובכך ניתן להתחיל ולשחרר במעט את ההידוק המונוטארי. לפי שעה עדיין נראה שבהחלטה הבאה (20.2.2023) תעלה הריבית ב- 25 נ"ב נוספות.

גרף 3



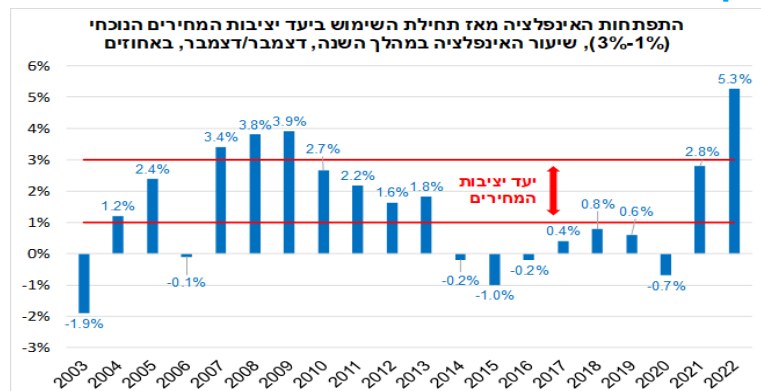
מדד דצמבר עלה מעט מתחת לתחזיות אולם עדיין בשנת 2022 האינפלציה הגיעה לשיא של 20 שנה.

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש דצמבר 2022 בשיעור של 0.3%, זאת לעומת ממוצע התחזיות וגם תחזית לאומי לעלייה בשיעור של 0.4%. עליות מחירים בולטות נרשמו בסעיפי תחבורה, דיור, שירותים אישיים וקוסמטיקה ושירותים רפואיים. ירידות מחירים בולטות נרשמו בסעיפי פירות וירקות טריים, תרבות ובידור, הלבשה והנעלה וריהוט וציוד לבית. נציין כי אינפלציית מחירי השירותים עודנה גבוהה יותר מזו של מחירי המוצרים.

בחודש דצמבר אשתקד תת-הסעיף שירותי דיור בבעלות הדיירים (שמשקף את מחירי שכר הדירה בחוזים חדשים ומתחדשים) עלה בשיעור של כ-0.7%, לעומת נובמבר. נתון זה, הביא להאצה בקצב העלייה השנתי של תת-הסעיף בחודש דצמבר 2022 ל-6.3% (שיא של כ-11 שנה) לעומת 5.9% בנובמבר. במבט קדימה, ברקע מחירי הדירות שממשיכים לעלות, גם אם תוך האטה קלה בקצב (הרחבה בפסקה הבאה) מחירי השכירות צפויים להמשיך ולעלות בחודשים הקרובים.

לסיכום, שנת 2022 הסתכמה באינפלציה של 5.3% (במהלך השנה), לאחר עליית מחירים של 2.8% במהלך שנת 2021. כפי שניתן לראות בגרף 4, מדובר באינפלציה גבוהה מהגבול העליון של יעד יציבות המחירים של הממשלה (1%-3%), זאת לראשונה מאז שנת 2009, והגבוהה ביותר ב-20 השנים האחרונות (2003-2022), בהן קיים היעד של 1%-3%, אשר במהלך הסתכמה האינפלציה בממוצע שנתי של 1.4%. במבט לקצב האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים, נראה שהקצב הנוכחי קרוב מאוד לשיאו ובחודשים הקרובים צפויה ירידה של שיעור זה. כמו כן, בין היתר, בעקבות ההכרזה על צעדי הממשלה להפחתת נקודתית של יוקר המחיה (הפחתת העליות שתוכננו במחירי החשמל, המים והארנונה), עדכנו כלפי מטה את תחזית האינפלציה לשנת 2023, אשר מצויה עתה סביב מרכז היעד (2%). בנוסף, אנו מעריכים כי בנק ישראל צפוי להעלות את הריבית ב-25 נ"ב בהחלטה הקרובה (20.2) לרמה של 4.00%.

גרף 4



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

נמשכת הירידה בביקוש לרכישת דירות, אשר החלה בראשית שנת 2022.

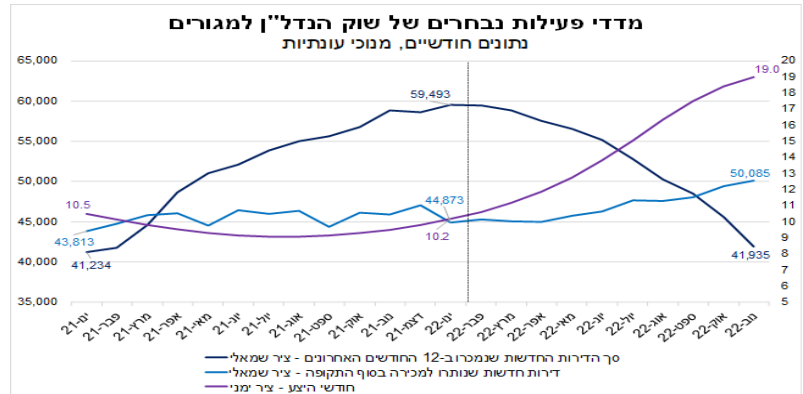
סך הדירות החדשות שנמכרו ב-12 החודשים שהסתיימו בנובמבר 2022 עמד על כ-41.9 אלף דירות – נמוך בכ-29.5% ביחס לרמת השיא שנרשמה בחודש ינואר אשתקד (גרף 5). זאת, כתוצאה ממספר גורמים, ובהם: העלייה המהירה של ריבית בנק ישראל (מרמה של 0.1% בתחילת 2022 ל-3.25% בסוף חודש נובמבר), האצת האינפלציה (מקצב שנתי של כ-3% בראשית 2022 לקצב של 5.3% בנובמבר), וכן הקטנת היקף הפעילות של משקיעי הנדל"ן בעקבות העלאת מס הרכישה בסוף שנת 2021.

על רקע זה, מלאי הדירות הלא-מכורות המשיך לעלות, ועמד בחודש נובמבר אשתקד על כ-50 אלף דירות. מגמות אלה, משתקפות בהימשכות מגמת העלייה החדה יחסית במספר חודשי היצע (פרק הזמן שבו מלאי הדירות צפוי להימכר בהינתן קצב המכירות), שעלה לכ-19 בנובמבר 2022 לעומת כ-10 בינואר.

לסיכום, מדדי הפעילות משוק הדיור מצויים ברמה התומכת בהיווצרות לחצים לעצירה של מחירי הדירות, וייתכן שאף על ירידת מחירים (נומינלית) מתונה. בהקשר זה, נציין כי אמנם קצב עליית מחירי הדירות עודנו מצוי בסביבת שיא של כ-12 שנים, בהשפעת הביקוש המוגבר לרכישות דירות שהיה עד לאחרונה, אולם הנתון האחרון מצביע על האטה קלה. מחירי הדירות עלו ב-0.3% (אוקטובר-נובמבר 2022), העלייה החודשית הנמוכה ביותר מאז ראשית 2021. שיעור העלייה השנתי של מחירי הדירות התמתן לכ-18.8% לעומת 20.1% בחודש הקודם (עפ"י סקר הדירות החודשי של הלמ"ס אשר איננו נכלל במדד המחירים לצרכן).

נראה שהתמתנות זו תואמת את ראשיתו של התהליך אשר הוצג על-ידי לאומי כבר לפני מספר חודשים, של האטה ניכרת ב"אינפלציית מחירי הדירות" ואף ירידה נומינלית מתונה של המחירים במהלך 2023-2024.

גרף 5



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

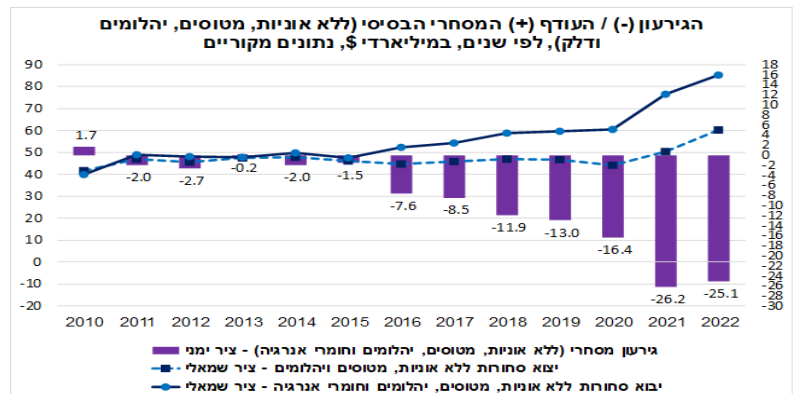
בשנת 2022 נרשמה ירידה מתונה בהיקף הגירעון בחשבון הסחר הבסיסי.

יצוא הסחורות של ישראל הסתכם בשנת 2022 בהיקף שיא של כ-60.2 מיליארד דולר (נתונים מקוריים, ללא אוניות, מטוסים ויהלומים). נתון זה, משקף עלייה של כ-19.8% (במונחים דולריים נומינליים) לעומת שנת 2021, אשר במהלכה נרשמה עלייה של כ-14.1%, ובכך מסכמת שנתיים רצופות של גידול נומינלי מהיר ביצוא הסחורות. יש לציין שלא מדובר בגידול ריאלי (ממשי) אלא בשיעור שינוי אשר משקף בחלקו גם עליות מחירים ושינויים בשער החליפין. מבין ענפי היצוא המרכזיים, בלטו לחיוב בשנת 2022 הענפים: תרופות, כימיקלים, כלי תחבורה ורכיבים אלקטרוניים.

יבוא הסחורות הסתכם בשנת 2022 בהיקף שיא של כ-85.3 מיליארד דולר (ללא אוניות, מטוסים, יהלומים וחומרי אנרגיה). נתון המשקף עלייה של כ-11.6% בהשוואה לשנת 2021, בה צמח היבוא בשיעור גבוה של כ-26.6%. צמיחה נרשמה בכל קבוצות המוצרים, בהובלת יבוא של חומרי גלם.

לסיכום, לאור הגידול המהיר יותר ביצוא מאשר ביבוא, הגירעון בחשבון הסחר הבסיסי (ללא אוניות, מטוסים, יהלומים ודלק) ירד מעט, והסתכם בשנת 2022 בהיקף של כ-25.1 מיליארד דולר, לעומת שיא של כ-26.2 מיליארד דולר בשנת 2021 (גרף 6). מדובר עדיין ברמה גבוהה בראייה היסטורית. במבט קדימה, לאור תחזיתנו לגידול מהיר יותר ביצוא מאשר ביבוא בשנת 2023, אנו מעריכים כי הגירעון המסחרי צפוי להמשיך להתכווץ במתינות גם השנה. גירעון מסחרי בהיקף משמעותי, מהווה גורם אשר מקזז את העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, אשר צפוי להערכתנו לרדת מעט במהלך 2023.

גרף 6



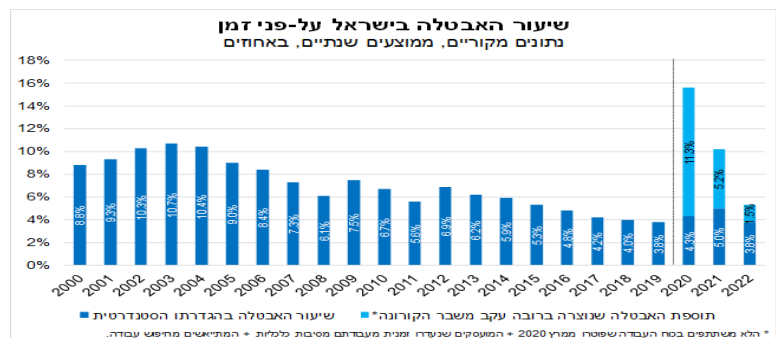
מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

שנת 2022 הסתכמה בשיעור אבטלה של 3.8% (בממוצע שנתי).

שיעור האבטלה (בגילאי 15 ומעלה) בהגדרתו הסטנדרטית, שכוללת את היקף הבלתי מועסקים בלבד, עמד בשנת 2022 על 3.8% (נתונים מקוריים, בממוצע שנתי), כך על-פי נתוני הלמ"ס. כפי שניתן לראות בגרף 7, מדובר בשיעור אבטלה נמוך מזה שהיה בשנים 2020-2021, ודומה לזה של שנת 2019, לפני פרוץ משבר הקורונה. כמו כן, נציין כי תוספת האבטלה שנוצרה ברובה בעקבות המשבר – בעיקר עובדים שהוצאו לחל"ת כתוצאה מהמשבר ועובדים שהפסיקו לעבוד עקב פיטורים או סגירת מקום העבודה מתחילת המשבר (מרץ 2020) – נשחקה בחלקה הגדול בשנת 2022, אשר במהלכה שוק העבודה התאושש ממרבית השפעות המשבר.

עם זאת, בחודשים האחרונים נרשמה עלייה בשיעור האבטלה. נתון הקצה של שנת 2022 (דצמבר), הצביע על עלייה בשיעור האבטלה לרמה של 4.2% (נתון ממוצע עונתי), אך יש לציין שהוא בא במקביל לעלייה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה ובשיעור התעסוקה, תוך גידול במספר המועסקים. על אף העלייה, מדובר עדיין ברמת אבטלה נמוכה היסטורית, המשקפת סביבה של תעסוקה מלאה. במבט קדימה, אנו מעריכים כי לאור ההאטה הצפויה בפעילות במהלך השנה, שנת 2023 צפויה להסתכם בעלייה מתונה בשיעור אבטלה לרמה של כ-4.1% (בממוצע שנתי).

גרף 7



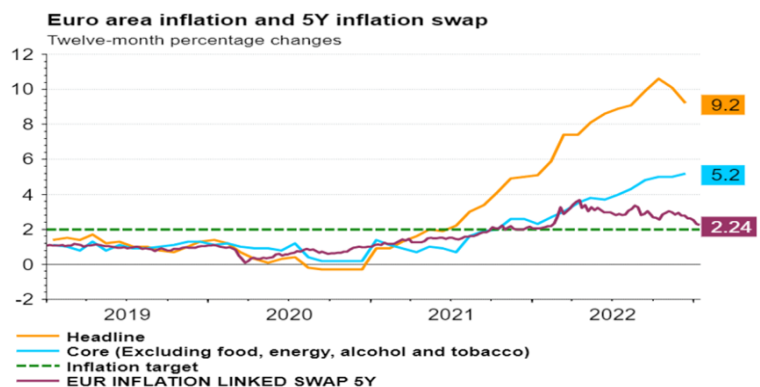
מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

מקור עולמי

סביבת האינפלציה הכללית באירופה מתמתנת, אולם אינפלציית הליבה נותרה חזקה.

גוש האירו עבר את שיא האינפלציה, ברמת המדד הכולל, זאת עקב ירידות באינפלציית המזון והאנרגיה. אינפלציית ה-HICP בגוש האירו בדצמבר ירדה מ-10.1% בנובמבר ל-9.2% (שיעור שינוי שנתי), בהתאם לאומדן הבזק שפורסם לפני שבועיים. עם זאת, נתוני ה-HICP של דצמבר הראו שהאינפלציה הבסיסית, ברמת הליבה, נותרה חזקה.

גרף 8



Source: Refinitiv Datastream and Bank Leumi

אינפלציית סעיפי המזון, המשקאות והטבק עלתה עוד יותר בדצמבר, אך היא קרובה לשיא. אינפלציית מחירי יצרני המזון, שהיא אינדיקטור מוביל טוב למחירים לצרכן, ירדה בנובמבר וגם הירידה במחירי הסחורות החקלאיות אמורה להשפיע בקרוב. אינפלציית הדלק, הקשורה קשר הדוק למחירי הנפט, כבר נמצאת במגמת ירידה. גם אינפלציית החשמל והגז ירדה בדצמבר: זה נבע גם מתמיכה ממשלתית זמנית בגרמניה, אבל השפעות הבסיס והירידה האחרונה במחירי הגז גורמים לכך שהיא תמשיך לרדת.

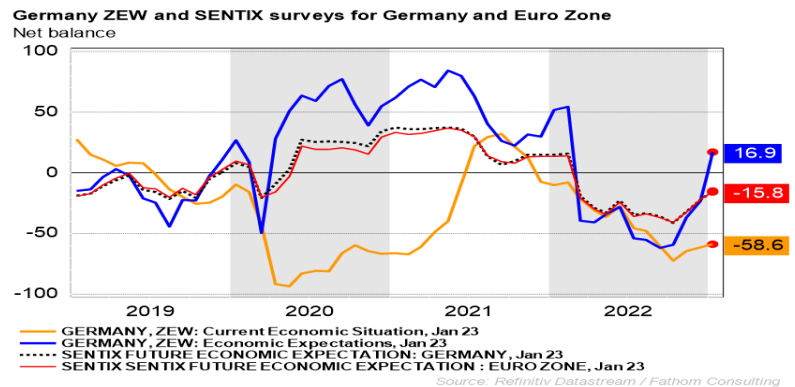
עם זאת, לחצי המחירים הבסיסיים המשיכו והתחזקו. אינפלציית הליבה עלתה ל-5.2% בדצמבר, כאשר אינפלציית השירותים והאינפלציה של מוצרים תעשייתיים שאינם אנרגיה עלתה לשיאים חדשים. אינפלציית הליבה תתחיל לרדת בקרוב, אך רק באופן איטי. ההקלה המשמעותית בשיבוי שרשאות האספקה העולמית והירידה בעלויות המשלוחים כבר הובילה לירידת אינפלציית הסחורות בארה"ב ובבריטניה, ונראה כי גוש האירו ילך בעקבותיו בקרוב.

אך המשך החוזק של שוק העבודה והתחזקות בגידול השכר באירופה מצביעים על כך שאינפלציית השירותים תישאר גבוהה. במבט כולל, צפוי שה-ECB יעלה את ריבית הפיקדונות שלו לשיא של 3% וישאיר אותו שם עד 2024.

כלכלת גרמניה: התחזית משתפרת, אך ריביות הגבוהות עוד יכבידו על הכלכלה.

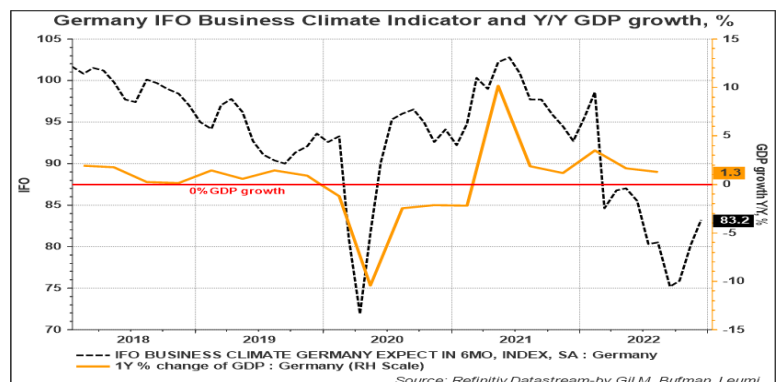
הסנטימנט הכלכלי בגרמניה השתפר בתחילת 2023 והוסיף סימנים לכך שהכלכלה מחזיקה מעמד טוב יחסית. בהתאם לכך, סקר ZEW לינואר מצביע על כך שהשיפור בסנטימנט שהחל בסוף השנה שעברה נמשך לתוך 2023. אינדיקטור הסנטימנט עלה זה החודש הרביעי ברציפות. גם מדד התנאים הנוכחיים עלה יותר מהצפוי, למרות שרמת המדד עדיין עקבית עם התכווצות בתוצר.

גרף 9



עם זאת, מבחינת הדיוק, ה-ZEW לא תמיד היווה מדריך טוב לעוצמת השינויים בתוצר. ישנם סקרים נוספים, עם קשר טוב יותר עם צמיחת התמ"ג, כמו מדד ה-PMI ומדד התנאים הנוכחיים של סקר ה-Ifo, והם מצביעים על התכווצות קטנה בלבד בתוצר בדצמבר ובהנחה שהם יעלו עוד בינואר, הם כנראה יהיו עקביים עם קיפאון בתוצר. השילוב של ירידה במחירי הגז הטבעי, שיפור בביקוש חיצוני, במיוחד מסין, והצפי להמשך התמיכה הממשלתית באנרגיה פירושו שהתחזית לכלכלה הגרמנית התבהרה ואף עשויה להשתפר.

גרף 10



נתוני האינפלציה לגרמניה, HICP ה- סופיים, לדצמבר מראים כי האינפלציה ירדה מ-11.6% ל-9.6% בחודש שעבר. אבל זה שיקף בעיקר ירידות גדולות באינפלציית הגז והדלק עקב סובסידיות גז ממשלתיות חד פעמיות וירידת מחירי הנפט, בהתאמה. כנגד, שיעור אינפלציית הליבה עלה מ-5.1% ל-5.4% כאשר אינפלציית הסחורות והשירותים התגברה ול-ECB יש הרבה סיבות להישאר ניצי.

המלצות לפעילות: על רקע ירידת התשואות החדה מראשית השנה בשילוב העמקת הפער השלילי בטווח 1-10 שנים או ממליצים על השקעה במח"מ קצר יחסית. בנוסף, אנו עדיין סבורים כי ריבית בנק ישראל תעלה בלפחות עוד 25 נ"ב. ציפיות האינפלציה ירדו לרמות סבירות לאורך העקום ועדיין ממשיכה להיות מומלצת אחזקה מאוזנת בין האפיקים.

על רקע העובדה שסביבת האינפלציה בישראל עדיין גבוהה במידה משמעותית מהיעד ולמרות סימנים קלים להאטה בסביבת האינפלציה, ההידוק המוניטארי של בנק ישראל צפוי להימשך עם עוד העלאת ריבית אחת (ככל הנראה של 25 נ"ב) והן דרך המשך הנפקות מק"מ מואצות (למרות ירידה קלה החודש) 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 4.25%-4.00%. בהחלטה הקרובה בחודש פברואר צפויה העלאת ריבית נוספת, כאשר העלאה נוספת בחודש אפריל עדיין בסימן שאלה. האינפלציה בישראל – שיעור עליית המדד ב-12 החודשים החולפים -- צפויה עוד לעלות רק במעט, להגיע לשיאה בקרוב ואז להתחיל לרדת אל יעד יציבות המחירים, תוך התכנסות לטווח זה באמצע השנה.

תנאים אלו בתוספת ירידת התשואות החדה מראשית חודש ינואר, גם בישראל וגם בארה"ב, 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 כ-2.55% לאורך העקום. מדובר ברמה סבירה, הרכישה מחודשת של צמודי מדד בעיקר לטווח בינוני בעיקר, 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 4.5% – 5.0% ולאחר מכן לרדת.

לאור החלטות הממשלה ממדי המחירים בתחילת השנה (לחודשים ינואר ופברואר) צפויים להיות נמוכים יחסית ולכן השקעה בחלק הקצר של העקום הצמוד פחות מומלצת.

ריכוז המלצותינו:

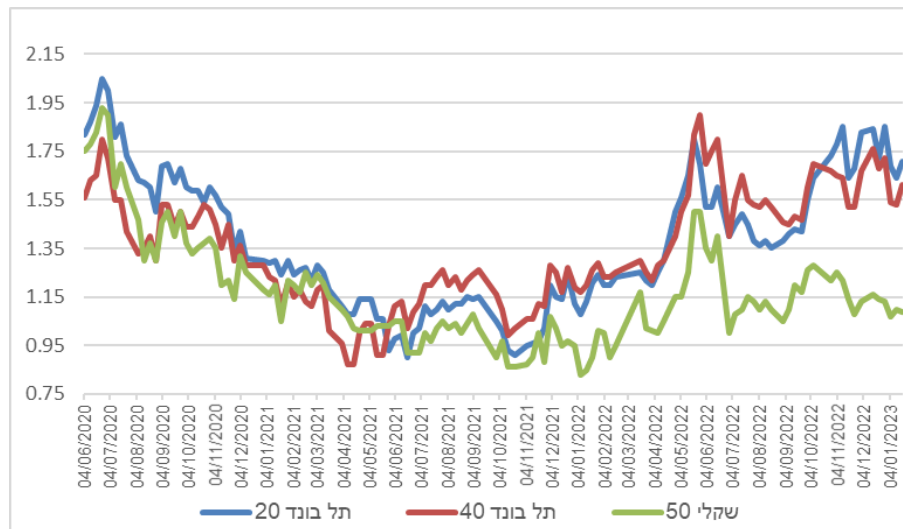
- אנו ממליצים על השקעה במח"מ קצר יחסית.
- באפיק השקלי הלא צמוד מומלצת אחזקה סינתטית של המח"מ על ידי איגרות חוב קצרות טווח ואיגרות ארוכות לטווח מח"מ של 8 שנים ומעלה.
- מומלצת רכישת מק"מ בהנפקות שם הפרמיה על תשואות השוק גבוהה באופן יחסי.
- באפיק צמוד המדד מומלצת אחזקה בטווח הבינוני של העקום.
- מומלצת אחזקה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

אג"ח חברות

שוק האג"ח הקונצרני נסחר השבוע במגמה חיובית כאשר המדדים המובילים רושמים עליות שערים של כ- 0.30% בממוצע. על רקע המשך העליות בשוק האג"ח הממשלתי, נרשמה עלייה קלה במרמת מרווחי התל בונד צמודי המדד ויציבות ברמת המרווחים בשקלים הלא צמודים. בשוק ההנפקות נרשמת, מראשית השנה, דומיננטיות של חברות הליסינג.

המסחר באפיק הקונצרני התאפיין במגמה חיובית השבוע, אם כי עליות השערים התמתנו ביחס למגמה בשבועיים הקודמים. מדדי התל בונד רשמו עליות שערים ממוצעות של כ- 0.30% במהלך השבוע האחרון. על רקע המשך מגמת עליות השערים בשוק האג"ח הממשלתי נרשמה מגמה של עלייה קלה ברמת המרווחים באפיק צמוד המדד ויציבות ברמת המרווחים של השקלים הלא צמודים. יש לציין כי מרווחי השקלים הלא צמודים ממשיכים להיות נמוכים משמעותית מרמת המרווחים באפיק צמוד המדד. כל מדד התל בונד 60 נסחר במרווח של כ- 165 נ"ב לעומת מרווח של כ- 110 נ"ב בלבד במדד התל בונד שקלי 50.

גרף 11 - מרווחים תל בונד 20, 40 ותל בונד שקלי 50



שוק ההנפקות החל את שנת 2023 בפעילות התואמת פחות או יותר את הפעילות הממוצעת בשנת 2022. מראשית השנה בלטו בגיוסים חברות הליסינג והתחבורה אלדן, קרסו, יוניברסל ושלמה אחזקות בגיוסים. חברות הליסינג גייסו עד כה כ- 2.0 מיליארד ש"ח מסך כולל של גיוסים של כ- 4.0 מיליארד ש"ח מראשית השנה.

רמת המרווחים הנוכחית סבירה להשקעה אם כי ברמות האלו לא מומלצת הגדלת החשיפה לאפיק.

מומלצת השקעה עודפת משמעותית באפיק צמוד המדד על רקע רמת המרווחים הגבוהה יחסית.

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. סיכוני מח"מ (אם בכלל) 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.

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**
שלמה אחזקות כ'	ליסינג	299	4.2	AA	2.31% צמוד מדד. כולל שעבוד כלי רכב	לא נסחר עדין.
שלמה אחזקות י"ט	ליסינג	297	4.0	AA	4.74% שקלי בריבית קבועה. כולל שעבוד כלי רכב	לא נסחר עדין.
יוניברסל ו'	ליסינג	300	3.7	AA-	4.87% שקלי בריבית קבועה. כולל שעבוד כלי רכב	0.50%
יוניברסל ה'	ליסינג	300	3.9	AA-	2.31% צמוד מדד. כולל שעבוד כלי רכב	0.35%
הראל ביטוח י"ט	ביטוח	500	6.1	-AA	4.50% שקלי בריבית קבועה.	לא נסחר עדין.
סה"כ:						1,596

*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 2023 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 4.0 מיליארד ₪.

בשנת 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 ₪.

** רווח מחושב ביחס למחיר המכרז המוסדי.

הנפקות האוצר ובנק ישראל

- ◀ משרד האוצר יגייס השבוע 1.25 (23.01) מיליארד ₪ בהנפקה לעש"ר. הסדרות שיגויסו: ממשק 928 - 250 מש"ח, ממשק 432 - 300 מש"ח, ממשק 1152 - 200 מש"ח, ממצמ 1131 - 250 מש"ח, ממשמ 1130 - 250 מש"ח.
- ◀ משרד האוצר יקיים השבוע (24.01) מכרז החלף במסגרתו ירכוש מהציבור את ממשק 323 וינפיק כנגד הסדרות הבאות: ממשק 825, ממשק 327, ממצמ 1025.
- ◀ בנק ישראל ינפיק השבוע (24.01) 7.0 מיליארד ₪ במק"מ. 4.0 מיליארד ₪ במק"מ 114 ו 3.0 מיליארד ₪ במק"מ ל 3 חודשים 413.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

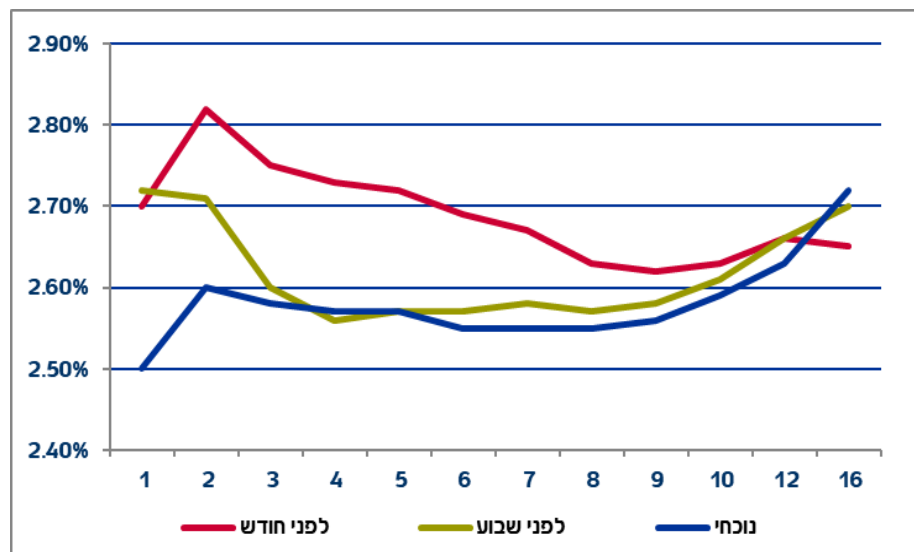
נספחים

שינויים שבועיים וחודשיים בפרמטרים עיקריים

הציפיות האינפלציוניות ירדו חדות בטווח הקצר ירדו קלות בטווח הבינוני – ארוך של העקום. (טבלה 1)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	2.70	2.72	2.50
2	2.82	2.71	2.60
3	2.75	2.60	2.58
4	2.73	2.56	2.57
5	2.72	2.57	2.57
6	2.69	2.57	2.55
7	2.67	2.58	2.55
8	2.63	2.57	2.55
9	2.62	2.58	2.56
10	2.63	2.61	2.59
12	2.66	2.66	2.63
16	2.65	2.70	2.72

*אינפלציה נגזרת לשנה מחושבת על פי עסקאות OTC בחדר עסקאות



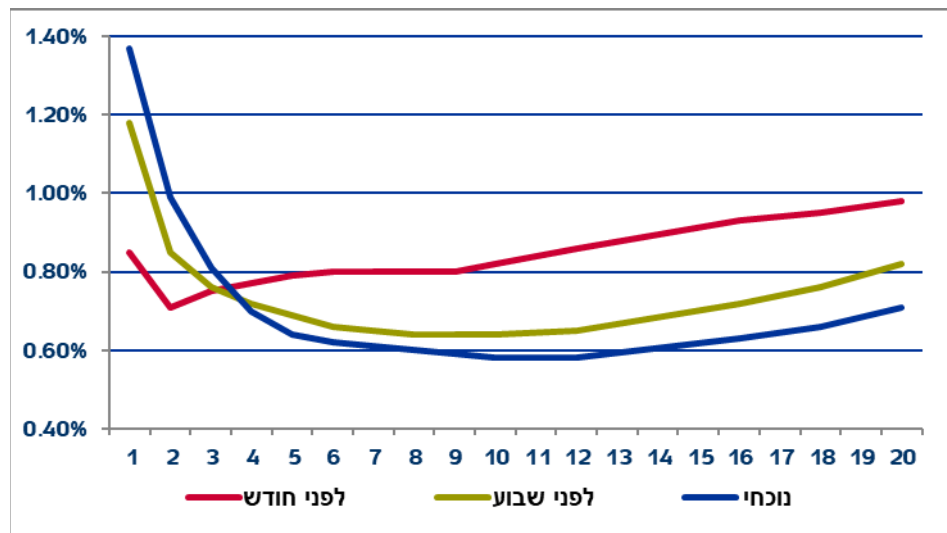
חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח צמודות המדד עלו בטווח הקצר, ירדו בטווח הבינוני ובעיקר בטווח הארוך ביותר של העקום. (טבלה 2)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	0.85	1.18	1.37
2	0.71	0.85	0.99
3	0.75	0.76	0.81
4	0.77	0.72	0.70
5	0.79	0.69	0.64
6	0.80	0.66	0.62
7	0.80	0.65	0.61
8	0.80	0.64	0.60
9	0.80	0.64	0.59
10	0.82	0.64	0.58
12	0.86	0.65	0.58
16	0.93	0.72	0.63
18	0.95	0.76	0.66
20	0.98	0.82	0.71

*תשואה לשנה ניגזרת ממחיר עסקאות OTC בחדר עסקאות

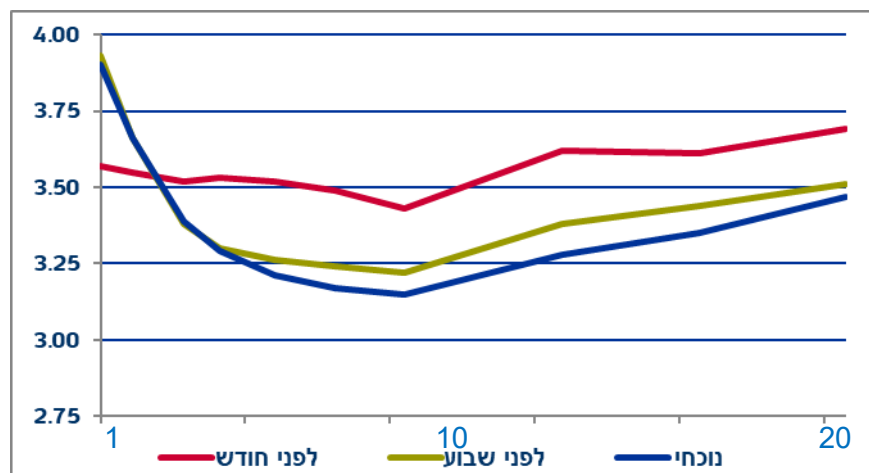


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח השקליות ירדו לאורך כל העקום ובעיקר בטווח הבינוני - ארוך. (טבלה 3)

אג"ח שקלי ריבית קבועה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ לשנה	3.57	3.93	3.90
324	3.55	3.82	3.73
1024	3.55	3.66	3.66
425	3.56	3.49	3.57
825	3.52	3.43	3.48
226	3.52	3.38	3.39
1026	3.52	3.31	3.32
327	3.53	3.30	3.29
928	3.52	3.26	3.21
330	3.49	3.24	3.17
432	3.43	3.22	3.15
537	3.57	3.35	3.24
142	3.62	3.38	3.28
347	3.61	3.44	3.35
1152	3.69	3.51	3.47
שיפוע 2/10	-0.10	-0.35	-0.45
שיפוע 5/10	-0.07	-0.04	-0.08
שיפוע 2/5	-0.03	-0.31	-0.37

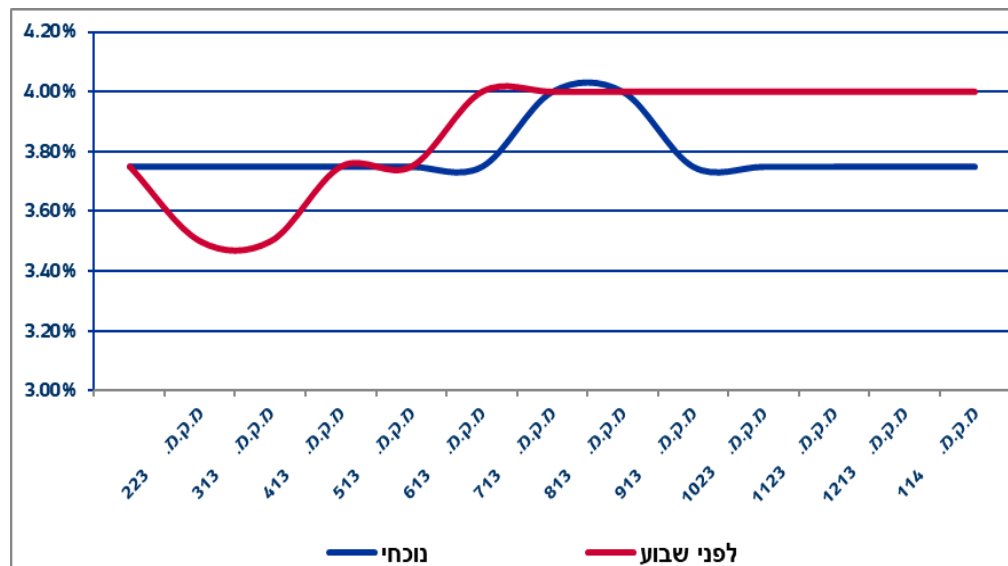


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מק"מ	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ 223	3.50	3.75
מק"מ 313	3.50	3.75
מק"מ 413	3.75	3.75
מק"מ 513	3.75	3.75
מק"מ 613	4.00	3.75
מק"מ 713	4.00	4.00
מק"מ 813	4.00	4.00
מק"מ 913	4.00	3.75
מק"מ 1023	4.00	3.75
מק"מ 1123	4.00	3.75
מק"מ 1213	4.00	3.75
מק"מ 114	4.00	3.75
ממוצע	3.88	3.79



חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
526	0.12	0.18	0.23
1130	0.13	0.19	0.22

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

	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
ריבית ב"י חזויה בעוד שנה	3.50	4.00	3.75
ריבית לשנה בעוד שנה	3.70	3.25	3.33
ריבית לשנה בעוד שנתיים	3.46	2.99	3.01

מרווחים בעקום השקלי (טבלה 7)

סדרות	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
2 - 5	0.10	-0.03	-0.31	-0.37
5-10	-0.15	-0.07	-0.04	-0.08
2-10	-0.05	-0.10	-0.35	-0.45
10-30	0.25	0.25	0.27	0.30

המרווח השלילי בין אג"ח שקלי ממשלת ישראל לאג"ח ממשלת ארה"ב הצטמצם בכל הטווחים (טבלה 8)

	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מרווח לשנתיים	-0.70	-0.59	-0.49
מרווח ל-5 שנים	-0.26	-0.36	-0.23
מרווח ל-10 שנים	-0.23	-0.32	-0.23
מרווח ל-30 שנים	-0.06	-0.21	-0.09

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מדד	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
תל בונד 20	1.72	1.64	1.71
תל בונד 40	1.68	1.53	1.61
תל בונד שקלי 50	1.14	1.10	1.09

דרוג	צמוד מדד	שקלי משתנה	שקלי קבוע	ממוצע
AAA	0.65		0.40	0.60
+AA	0.90		0.60	0.80
AA	1.20		0.65	1.00
-AA	1.60	0.90	0.90	1.35
+A	1.85	1.10	1.50	1.70
A	2.30		2.10	2.15
-A	2.60		2.20	2.50
+BBB	3.70		2.75	3.30
BBB	3.50		3.70	3.55

← לא כולל אג"ח חברות נדל"ן אמריקאיות.

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

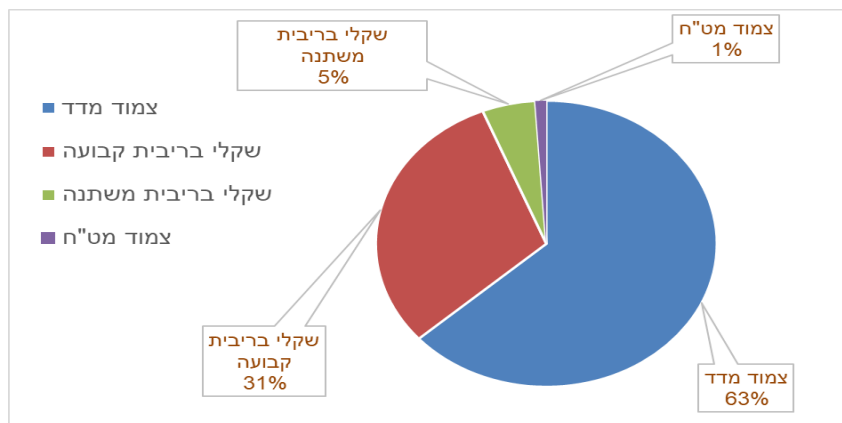
שם המדד	תשואה בשבוע האחרון	מתחילת השנה
אג"ח מדד ממשלתי +10 שנים	1.70%	6.51%
אג"ח ממשלתי לא צמוד + 10 שנים	1.34%	5.57%
אג"ח מדד ממשלתי 5 - 10 שנים	0.60%	2.10%
מדד אג"ח כללי ממשלתי	0.57%	2.44%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 5 - 10 שנים	0.48%	3.36%
תל בונד גלובל	0.41%	2.04%
תל בונד 20	0.33%	2.26%
תל בונד 60	0.33%	2.09%
תל בונד שקלי	0.31%	2.11%
תל בונד צמוד יתר	0.30%	2.14%
מדד אג"ח צמוד מדד קונצרני	0.30%	2.04%
אג"ח מדד ממשלתי 2 - 5 שנים	0.29%	0.84%
תל בונד תשואות שקלי	0.28%	1.97%
תל בונד שקלי 50	0.27%	2.20%
מדד אג"ח כללי קונצרני	0.27%	1.89%
תל בונד 40	0.26%	1.80%
תל בונד צמוד בנקים	0.25%	0.94%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 0 - 2 שנים	0.11%	0.12%
תל בונד תשואות	0.08%	3.96%
מדד מק"מ	0.08%	0.15%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 5 - 2 שנים	0.00%	1.25%
אג"ח מדד ממשלתי 0 - 2	0.00%	-0.29%
אול בונד ריבית משתנה	-0.02%	0.36%
מדד אג"ח ממשלתי ריבית משתנה	-0.09%	-0.11%

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

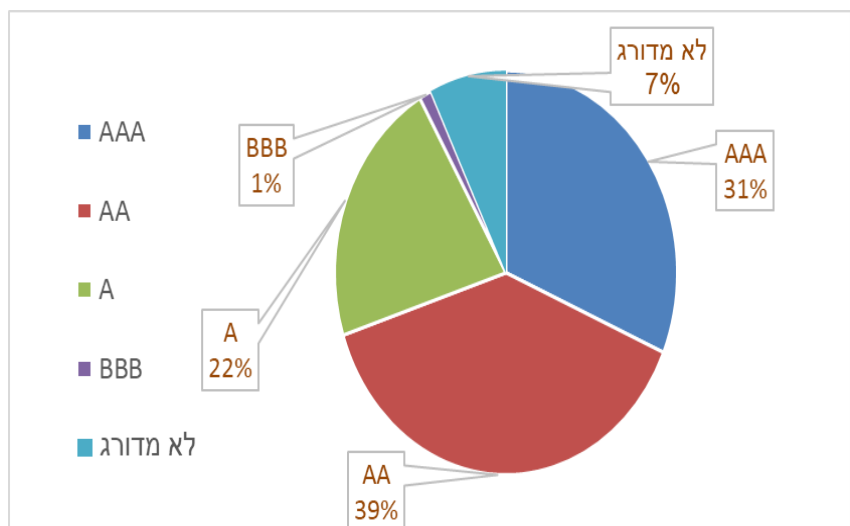
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי בסיס הצמדה

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
100.0	75,472	סה"כ



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
100.0	75,472	סה"כ

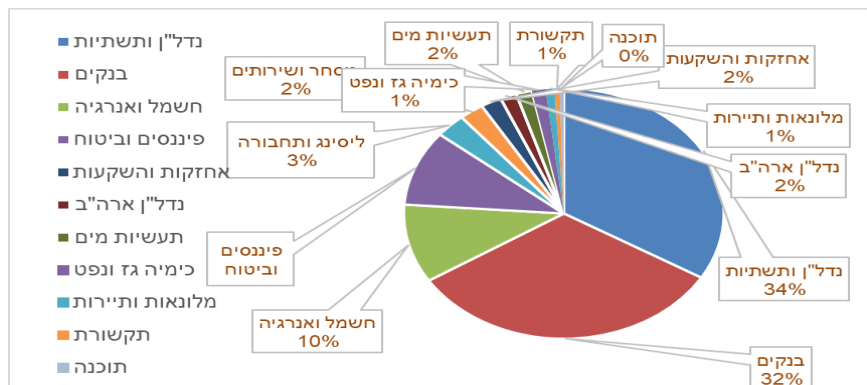


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

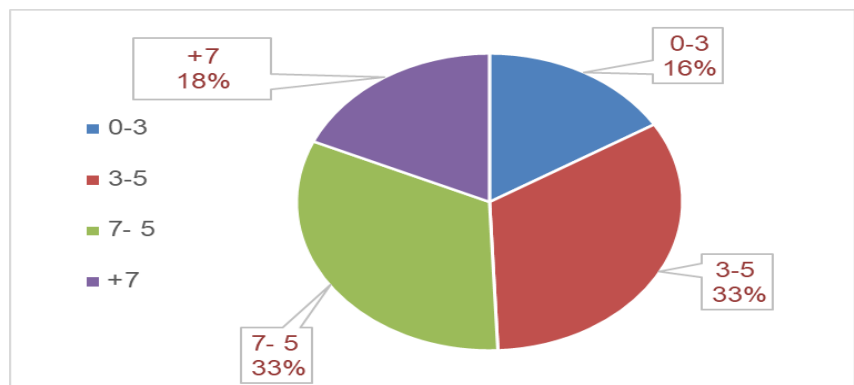
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי ענפים

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
סה"כ	75,472	100.0



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
סה"כ	75,472	100.0



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"

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

מסחר בניירות ערך

מחקר

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

מחקר מיקרו וני"ע זרים.

אייל דבי מנהל תחום מחקר מיקרו 076-8858553 eyald@bll.co.il	אלה פריד אנליסטית בכירה 076-8859699 ELLA.FRIED@bll.co.il	גיל דטנר אסטרטג מניות חו"ל 076-8859343 gil.dattner@bll.co.il
--	--	---

מנהל מסחר ני"ע ישראליים

רוני גיטלין
03-5118691
Rony.gitlin@bankleumi.co.il

דסק אג"ח

שחר ליבוביץ מנהל הדסק. 076-8859342 shahar.lebovitch@bankleumi.co.il	דניאל שרמן סוחר 076-8859345 daniel.shermen@bll.co.il	גיא גיל כהן סוחר 076-8859342 Guygil.cohen@bankleumi.co.il
מיכל קלוג-גלנטי סוחרת 076-8859342 michal.klug-galanti@bll.co.il	מיכאל סברדליק סוחר 03-5112605 Michel.sverdlik2@bankleumi.co.il	

דסק מניות נגזרים ולקוחות זרים

דניאל רפפורט מנהל הדסק 03-5112606 daniel.rapoport@bll.co.il	מעוז הראל סוחר 03-5112606 Maoz.harel@bank leumi.co.il	מזי שמחוני לריה סוחרת 03-5112606 Mazi.laria@bankleumi.co.il
שני סלוקי כהן סוחרת 03-5112606 shani.slukicohen@bankleumi.co.il	סער גולן סוחר 03-5112606 Saar.golan@bankleumi.co.il	

דסק השאלות

דודי רבינשטיין מנהל דסק השאלות 03-5112605 Dudi.rubinstein@bankleumi.co.il	גיא גזית סוחר 03-5112605 Guy.gazit@bankleumi.co.il	חיים קיסוס סוחר 03-5112605 Chaim.kisos@bankleumi.co.il
--	---	---