סקירה שבועית של התפתחויות מקרו כלכליות ושוקי הריביות ואיגרות החוב

דר' גיל מיכאל בפמן, כלכלן ראשי | דודי רזניק, אסטרטג ריביות

02.01.2022

אגרות חוב וריביות

ד"ר גיל מיכאל בפמן | כלכלן ראשי
gilmichael.bufman@bankleumi.co.il

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

- שיעור האבטלה ה"רחב" ממשיך לרדת; עמד בחודש נובמבר על 6.5% – הרמה הנמוכה ביותר מאז פרוץ המשבר.
- המדד המשולב של בנק ישראל מצביע על האטה בקצב התרחבות הפעילות במשק.
- רמתו הנוכחית של הפדיון בכלל ענפי הכלכלה (ללא יהלומים) הינה גבוהה בכ-14.9% מהרמה ערב המשבר. יש לציין שמדובר בשיעור צמיחה גבוה בהשוואה למגמה ארוכת הטווח. בלטת בעיקר הקפיצה בפעילות ענף הנדל"ן.
- הענפים כגון שירותי אוכל, אומנות, בידור ופנאי אשר פעילותם נפגעה באופן משמעותי מהגבלות הקורונה, ובראשן: ריחוק חברתי והגבלת התקהלויות, טרם התאוששו מהשלכותיו השליליות של המשבר.
- בניגוד לבנקים מרכזיים ובראשם הפד והבנק המרכזי בבריטניה, בנק ישראל צפוי להמשיך ולהציג גישה "יונית" יחסית בהודעת הריבית שתפורסם ביום ב' הקרוב.
- השקל סיים את שנת 2021 בסמוך לרמת השיא שלו למרות רכישות מט"ח בהיקף שיא, במהלך השנה, של בנק ישראל.
- "תיקון" של ממש כלפי מטה בשווי השוק של הנכסים, יחסית לרמה הגבוהה הנוכחית, עלולה לפגוע במידה ניכרת ביכולות הצריכה של משקי הבית של ארה"ב, תוך כדי "אפקט עושר" שלילי. התממשות של מצב כזה, תוך כדי השפעה שלילית על הצריכה הפרטית בארה"ב, שהינו הרכיב הגדול ביותר בתוצר של ארה"ב, עלול להביא להאטה גדולה ומפתיעה בצמיחה של המשק האמריקאי, תוך כדי פגיעה של ממש ברווחיות החברות.
- בנסיבות כאלו, של התממשות משבר פיננסי-ריאלי, מהלך העלאת הריבית של הפד צפוי יהיה להיות מתון בהרבה מאשר התמחור הנוכחי של השוק של שלוש העלאות ריבית במהלך 2022.

אג"ח ממשלתי.

- שנת 2021 תיזכר כשנת צמודי המדד שהציגו ביצועים עודפים משמעותיים על פני השקלים הלא צמודים.
- תנאי הרקע להשקעה בשוק האג"ח הממשלתי המקומי סבירים, אולם רמת התשואות נמוכה יחסית ולא צפויים רווחי הון בשנה הקרובה.
- אנו ממליצים על השקעה במח"מ בינוני.
- אנו נותנים עדיפות להשקעה באפיק השקלי הלא צמוד.
- מומלצת אחזקה סינתטית בשקלים הלא צמודים על רקע ירידת התשואות החדה יחסית לאחרונה בחלק הבינוני של העקום. תלילות העקום בטווח 5 – 10 גבוהה יחסית.
- צמודי המדד מומלצים להשקעה בטווח הבינוני של העקום.
- מומלצת אחזקת אג"ח בריבית משתנה חלף אחזקת מק"מ ואג"ח ממשלתי קצר.

- חשיפה לחלק הקצר של העקום השקלי מומלצת דרך מכירת IRS.

אג"ח קונצרני

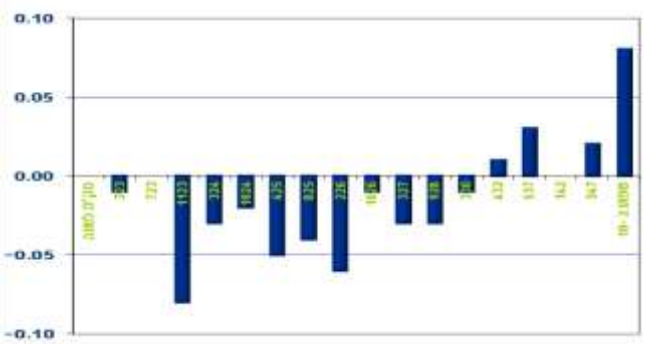
- מרבית המדדים באפיק הקונצרני הניבו תשואות נאות במהלך שנת 2021 שנתנן ביטוי לעלייה בתיאבון הסיכון של המשקיעים.
- שנת 2021 הייתה שנת שיא בגיוסים קונצרניים ובעיקר במחצית השנייה של השנה.
- על רקע הביצועים הנאים של כלכלת ישראל הצפויים להימשך בשנת 2022 ועל רקע התשואות הנמוכות באפיק הממשלתי, אנו סבורים כי השקעה באפיק הקונצרני עדיפה מהשקעה באפיק הממשלתי.
- מומלצת הגדלת החשיפה לפיקדונות בנקאיים ואג"ח בדרוג קבוצת A ומעלה.

אג"ח ממשלתי ומקרו

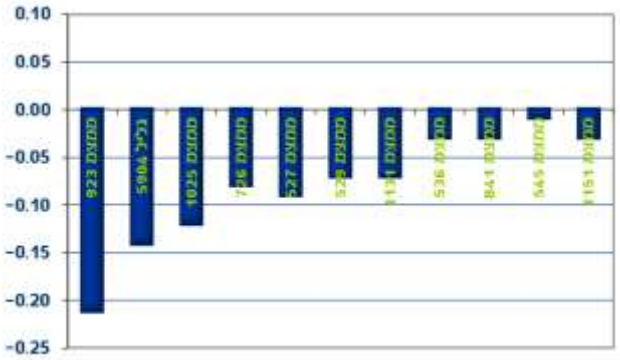
מבט שבועי –מגמה מעורבת נרשמה בשבוע המסחר האחרון לשנת 2021 בשוק האג"ח הממשלתי. צמודי המדד רשמו ירידות תשואות ועליות מחירים לאורך העקום כולו לעומת מגמה מעורבת בשקלים הלא צמודים. בחלק הקצר - בינוני של העקום השקלי הלא צמוד נרשמה ירידת תשואות לעומת עליית תשואות בחלק הארוך של העקום. על רקע זה נרשמה עלייה נוספת בתלילות העקום השקלי הלא צמוד לצד המשך עלייה מחודשת בציפיות האינפלציה הנגזרות.

שבוע המסחר האחרון של שנת 2021 בשוק האג"ח הממשלתי המקומי התאפיין במגמה מעורבת תוך המשך עליות מחירים בצמודי המדד לעומת מגמה מעורבת בשקלים הלא צמודים. למעשה, שבוע המסחר האחרון של השנה היה בבואה של שנת 2021 כולה, קרי עליות מחירים בצמודי המדד, לעומת מגמה מעורבת בשקלים הלא צמודים, תוך עלייה בתלילות העקום השקלי הלא צמוד ועלייה בציפיות האינפלציה הנגזרות.

גרף - 1 שינוי שבועי בתשואת אג"ח שקלי

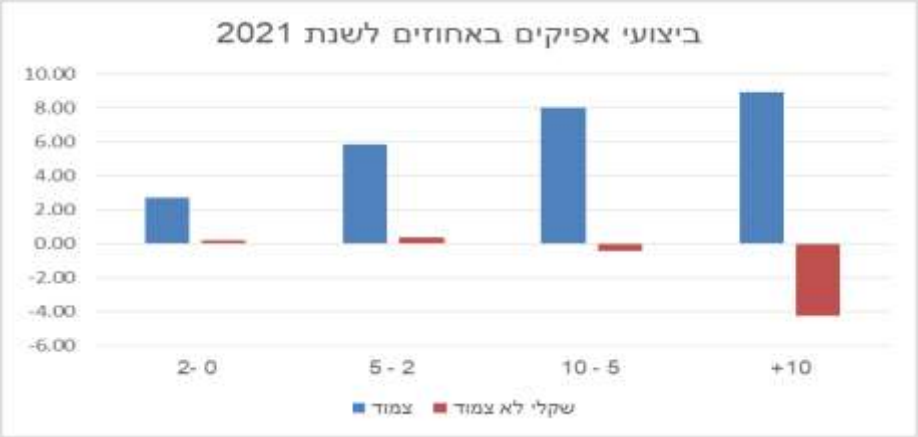


גרף - 2 שינוי שבועי בתשואת אג"ח צמוד מדד



ניתן לומר כי שנת 2021 הייתה שנת צמודי המדד. על רקע היציאה ממגבלות הקורונה, העלייה בצריכה הפרטית לצד העלייה במחירי הסחורות בדגש על מחירי האנרגיה, חלה עלייה חדה באינפלציה בעולם ובכלל זה, אם כי במידה פחותה בהרבה, גם בישראל. על רקע זה נרשמה עלייה חדה בציפיות האינפלציה לאורך העקום כולו, עלייה שתורגמה לביצועים עודפים משמעותיים של צמודי המדד אל מול השקלים הלא צמודים בכל טווח לאורך העקום. בגרף 3 ניתן לראות כי השקעה בצמודי המדד השנה הניבה תשואה של עד קרוב ל- 10 אחוזים (בחלקים הארוכים ביותר של העקום) לעומת תשואות אפסיות בשקלים הלא צמודים ואף תשואה שלילית משמעותית בחלק הארוך ביותר של העקום השקלי הלא צמוד בטווח של 10 שנים ומעלה.

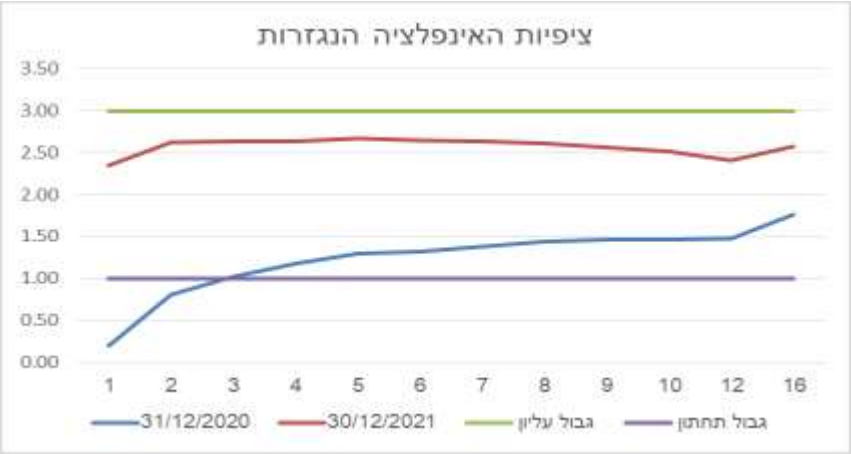
גרף 3



העלייה החדה יחסית בציפיות האינפלציה הביאה לכך שציפיות האינפלציה מצויות בסמוך לגבול העליון של יעד יציבות המחירים. מדובר ברמת ציפיות הגבוהה מזה כעשור. עם זאת, הציפיות בתוך היעד, דבר הצפוי לאפשר לבנק ישראל להמשיך במדיניות המוניטארית הנוכחית ולשמור על הריבית ברמת השפל.

ביום שני יפרסם בנק ישראל את החלטת הריבית הראשונה לשנת 2022. נראה כי נדגש יהיה על כך שסביבת האינפלציה מצויה בתוך היעד, כאשר בטווח הקצר עלה הסיכון להגבלות עקב התפשטות זן האומיקרון. בנק ישראל צפוי להדגיש כי המדיניות המרחיבה צפויה כרגע להימשך, מה שגוזר כי לפי שעה העלאות ריבית אינן על הפרק. גם המשך מגמת התחזקות השקל במהלך התקופה האחרונה וחזרתו לרמות שיא מול סל המטבעות תומכת בהמשך השמירה לפי שעה על הריבית ברמות השפל.

גרף 4



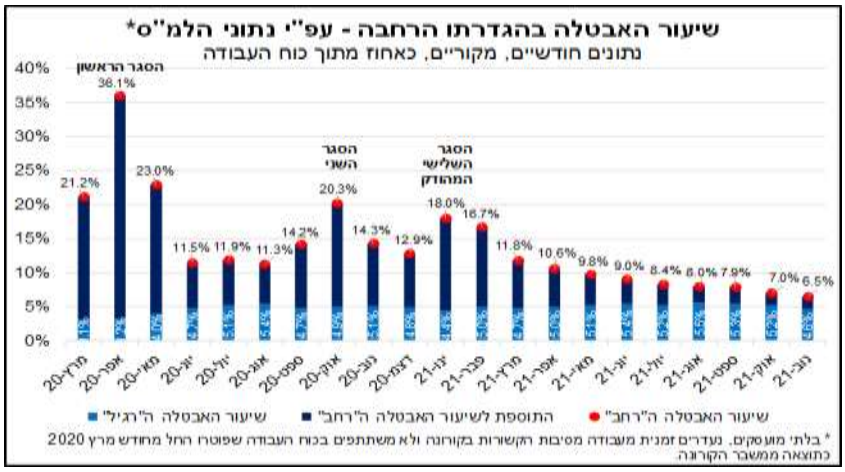
שיעור האבטלה ה"רחב" ממשיך לרדת; עמד בחודש נובמבר על 6.5% – הרמה הנמוכה ביותר מאז פרוץ המשבר.

שיעור האבטלה ה"רחב" המשיך לרדת בחודש נובמבר, לרמה של 6.5% לעומת 7.0% באוקטובר. מדובר בשיעור האבטלה ה"רחב" הנמוך ביותר מאז פרוץ משבר הקורונה, אשר נתמך בחזרתו של המשק לפעילות מלאה, בשילוב עם הפחתה משמעותית בתמיכות הממשלתיות למובטלי הקורונה. נזכיר כי האבטלה בהגדרה הרחבה, כוללת בעיקר את היקף הבלתי מועסקים, העובדים שהוצאו לחל"ת כתוצאה מהמשבר ועובדים שהפסיקו לעבוד עקב פיטורים או סגירת מקום העבודה מתחילת המשבר (מרץ 2020). כמו כן, נציין כי הנתונים המשמשים לניתוח המגמות בשוק העבודה אינם מנוכים מהשפעות של עונתיות, כך שייתכן שהן מושפעות במידה מסוימת מסיבות אלו.

בגרף 5 מוצגת ההתפתחות של שיעור האבטלה בהגדרה הרחבה מאז פרוץ המשבר, תוך חלוקה לשני רכיבים: שיעור האבטלה ה"רגיל" – מספר הבלתי מועסקים; והתוספת לשיעור האבטלה ה"רחב", שנוצרה עקב המשבר – בעיקר עובדים שהוצאו לחל"ת (מועסקים שנעדרו זמנית מעבודתם) ועובדים שפוטרו ונפלטו מכוח העבודה עקב המשבר. ניתן לראות בגרף שהתוספת העודפת לאבטלה שנוצרה עקב המשבר מצויה במגמת ירידה מתמשכת מאז חודש פברואר 2021, עד לרמת שפל של כ-1.9% בנובמבר לעומת כ-13.6% בינואר, זאת לאחר תום הסגר השלישי המהודק ופתיחת המשק לפעילות במקביל להסרת מרבית הגבלות הקורונה. מגמה זו, צפויה להימשך גם בחודשים הקרובים, עד לשחיקתה של התוספת לקראת סוף השנה הבאה, כך אנו מעריכים בתרחיש מרכזי. עם זאת, שיעור האבטלה צפוי להישאר עדיין גבוה מרמתו ערב המשבר (3.8% ב-2019).

היקף האבטלה הנגזר משיעור אבטלה "רחב" של 6.5% בנובמבר, עומד על כ-282.6 אלף מובטלים, בפילוח הבא: כ-196.7 אלף בלתי מועסקים, שהם כ-4.6% מכוח העבודה (שהוא שיעור האבטלה ה"רגיל"); כ-21.4 אלף עובדים שנעדרו זמנית כל השבוע בגלל סיבות הקשורות בקורונה (עובדים שהוצאו לחל"ת, בעיקר); וכ-64.5 אלף עובדים שהפסיקו לעבוד עקב המשבר (ואינם חלק מכוח העבודה). במקביל, מספר המועסקים (לא כולל נעדרים זמנית בגלל הקורונה) עלה אל מעבר ל-4 מיליון עובדים. במבט קדימה, יש לציין כי במקרה שיתעורר הצורך בהחרפת ההגבלות על הפעילות, עקב התפרצות זן האומיקרון בישראל ובעולם, עלולה להיות לכך השפעה שלילית על קצב ההתאוששות של שוק העבודה מהשלכותיו השליליות של משבר הקורונה. אחרת, המגמות הנוכחיות צפויות להימשך גם בחודשים הקרובים.

גרף 5



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

המדד המשולב של בנק ישראל מצביע על האטה בקצב התרחבות הפעילות במשק.

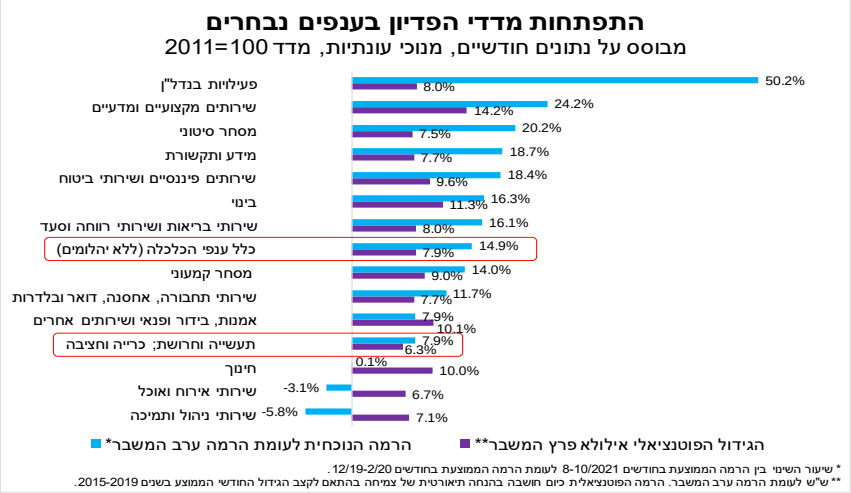
המדד המשולב לבחינת מצב המשק עלה בחודש נובמבר בשיעור של כ-0.16% (לעומת החודש הקודם) לעומת החודש הקודם, כך עולה מנתוני בנק ישראל. מדובר בשיעור עלייה מעט גבוה בהשוואה לזה של החודשים האחרונים, אך מתון משמעותית בהשוואה לקצבי הצמיחה החודשיים של המדד המשולב בחודשים פברואר-יוני 2021. התפתחות אשר מצביעה על המשך התרחבות הפעילות במשק תוך האטה בקצב. רכיבי המדד המשולב שתרמו לעלייתו בנובמבר, הם: הייצור התעשייתי (אוקטובר), מדד הפדיון בענפי השירותים (אוקטובר), יבוא מוצרי הצריכה והתשומות לייצור ויצוא השירותים (ספטמבר). מנגד, התחלות הבנייה (ספטמבר) ויצוא הסחורות, קיזזו את עליית המדד המשולב בנובמבר.

באשר לפעילות בפילוח ענפי, נציין כי בגרף 6 מוצג ניתוח של התפתחות הפדיון בענפי כלכלה נבחרים (בהתבסס על נתונים מנוכי עונתיות, במחירים קבועים), מנתונים שפורסמו על-ידי הלמ"ס. התרשים כולל שני חישובים: 1. שיעור השינוי של הרמה הנוכחית של הפדיון (ממוצע החודשים אוגוסט-אוקטובר 2021, בכדי למתן את התנודתיות הקיימת בנתונים החודשיים) בהשוואה לרמה ערב פרוץ המשבר (ממוצע החודשים דצמבר 2019 – פברואר 2020); 2. שיעור השינוי של רמת הפדיון התיאורטית שהייתה צפויה להתקבל (עבור החודשים אוגוסט-אוקטובר 2021, בממוצע) אילולא פרץ משבר הקורונה (בהתבסס על המגמה בכל ענף, שחושבה על-ידי קצב הצמיחה החודשי הממוצע במהלך השנים 2015-2019) בהשוואה לרמה ערב פרוץ המשבר (ממוצע החודשים דצמבר 2019 – פברואר 2020).

מהגרף עולה כי רמתו הנוכחית של הפדיון בכלל ענפי הכלכלה (ללא יהלומים) הינה גבוהה בכ-14.9% מהרמה ערב המשבר. יש לציין שמדובר בשיעור צמיחה גבוה בהשוואה למגמה ארוכת הטווח. מגמה זו, הייתה רוחבית במרבית ענפי המשק, אשר פעילותם צמחה בקצב מהיר יותר בהשוואה למגמה, ובראשם: פעילויות בנדל"ן, על רקע ההאצה בפעילות בשוק הדיור; שירותים מקצועיים ומידע ותקשורת, על רקע הצמיחה מהירה של תחום ההייטק; מסחר סיטוני ותעשייה, כרייה וחציבה.

מנגד, בענפים שירותי ניהול ותמיכה (שכולל גם פעילות של סוכנויות נסיעות וארגון טיולים, מה שכנראה השפיע לשלילה על פעילות הענף), שירותי אירוח ואוכל וחינוך, כלל לא נרשמה צמיחה בפדיון לעומת הרמה שלפני המשבר. כמו כן, הפדיון בענף אמנות, בידור ופנאי, צמח אמנם מאז פרוץ המשבר, אולם בשיעור נמוך מהמגמה ארוכת הטווח. המשותף לענפים אלה, הוא שהם מהווים את "ענפי הקרבה", אשר פעילותם נפגעה באופן משמעותי מהגבלות הקורונה, ובראשן: ריחוק חברתי והגבלת התקהלויות, וטרם התאוששה מהשלכותיו השליליות של המשבר. במבט קדימה, ככל שהפעילות הכלכלית במשק תמשיך להתרחב, ובהנחה שלא תחול החרפה בהגבלות הקורונה, מדדי הפדיון צפויים להמשיך ולצמוח, לרבות הענפים שקצב התאוששותם היה איטי יחסית עד כה. במבט קדימה, שנת 2021 צפויה להסתכם, להערכתנו בתרחיש מרכזי, בצמיחה של כ-6.6% בתוצר המקומי, ושנת 2022 צפויה להסתכם בצמיחה של כ-4.6%.

גרף 6



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

<u>מקרו עולמי</u>

המשמעות האפשרית של התלות הגוברת של יציבות הכלכלה האמריקאית בהמשך מגמה חיוביות בשווקים הפיננסיים.

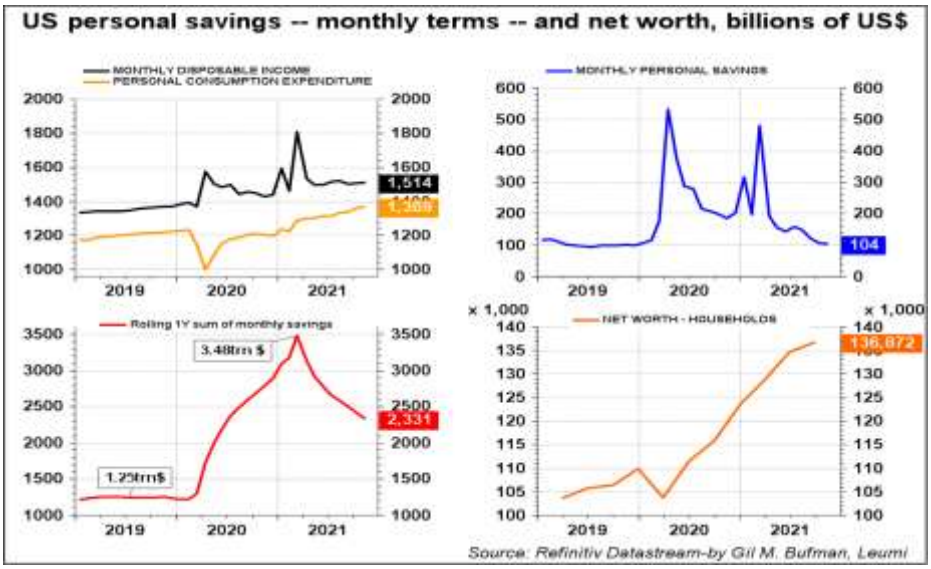
עד כה, במהלך משבר הקורונה, הממשל האמריקאי הזרים כ-2.5 מיליארד דולר במישרין לחיזוק ההכנסה הפרטית הפנויה של משקי הבית בארה"ב. מדובר בשלל אמצעים להעברת סכום אדיר זה, כמו סבבים של משלוח צקים לאזרחים ("פיזור כסף מההליקופטר"), שיפור ניכר בתנאים של דמי אבטלה (עד כדי 1000 דולר לכל שבוע אבטלה) ועוד. במהלך תקופת הקורונה שיעור העלייה של ההכנסה הפרטית הפנויה של משקי הבית בארה"ב הואץ במידה ניכרת מקצב ממוצע של כ-5 אחוזים לשנה לפני הקורונה, בעיקר בתקופה שעד אפריל 2021, תקופה שבמהלכה ההטבות מצד הממשל של ארה"ב היו בשיאן. אלמלא הטבות אלו, ההכנסה הפרטית הפנויה הייתה יורדת בטריליון דולר.

מלבד העלייה בהכנסה הפרטית הפנויה, משקי הבית הפחיתו את צריכתם בתחומים שהושפעו לרעה ממגבלות הקורונה, בעיקר בתחומי צריכת השירותים כמו טיסות, נופש, בתי-מלון, מסעדות, ברים, בידור ועוד. השילוב של עלייה בהכנסה הפרטית הפנויה מחד ומגבלות על תחומי צריכה רבים מאידך, הביא לכך שהחיסכון השוטף (אי צריכה של ההכנסה השוטפת) של משקי הבית עלה מאוד בתקופת הקורונה. בהשוואה למגמות שלפני תקופת הקורונה, מדובר להערכתנו, בחיסכון "עודף" בסדר גודל של כ-4 טריליון דולר, זאת מעבר לחיסכון "הרגיל" שהסתכם בשנים קודמות בכ-1.25 טריליון דולר לשנה בממוצע. חלק ניכר מסכום זה מצא את דרכו, במישרין ובעקיפין, לאפיקים שונים בשוק ההון של ארה"ב וחיסכון זה, בשילוב עם עליית השערים בשווקים, הביאה לכך ששווי הנכסים נטו של משקי הבית בארה"ב הגיע במהלך הרביע השלישי של 2021 לשיא כל הזמנים של כ-137 טריליון דולר. מדובר בעלייה של כ-30 טריליון מאז תחילת תקופת הקורונה. יחסית לגובה ההכנסה הפרטית הפנויה, שווי הנכסים נטו של משקי הבית זינק ממכפיל של 6 לפני הקורונה למכפיל של 8 ולכן התלות של משקי הבית, והצמיחה, במצב שוק ההון, עלתה מאוד.

עתה, כאשר ההטבות המיוחדות והחריגות של ממשלת ארה"ב פסקו, יכולת הצריכה של משקי הבית תלויה במידה רבה יחסית בהכנסות משכר עבודה וכן משמירת הערך הגבוה של הנכסים הפיננסיים, והאחרים, של משקי הבית. "תיקון" של ממש כלפי מטה בשווי השוק של הנכסים, יחסית לרמה הגבוהה הנוכחית, עלולה לפגוע במידה ניכרת ביכולות הצריכה של משקי הבית של ארה"ב,

תוך כדי "אפקט עושר" שלילי. התממשות של מצב כזה, תוך כדי השפעה שלילית על הצריכה הפרטית בארה"ב, שהינו הרכיב הגדול ביותר בתוצר של ארה"ב, עלול להביא להאטה גדולה ומפתיעה בצמיחה של המשק האמריקאי, תוך כדי פגיעה של ממש ברווחיות החברות. רווחיות החברות משפיעה, מטבע הדברים על רמת מחירי השוק, ולכן זעזוע פיננסי, עלול לתרגם את עצמו לזעזוע ריאלי ומשם לחזור שוב באופן שלילי לשווקים הפיננסיים. בנסיבות כאלו, של התממשות משבר פיננסי-ריאלי, מהלך העלאת הריבית של הפד צפוי יהיה להיות מתון בהרבה מאשר התמחור הנוכחי של השוק של שלוש העלאות ריבית במהלך 2022.

גרף 7



המלצות לפעילות: תנאי הרקע להשקעה בשוק האג"ח הממשלתי המקומי סבירים אולם רמת התשואות נמוכה ולכן לא צפויים רווחי הון משמעותיים במהלך שנת 2022. ציפיות האינפלציה גבוהות מעט לטעמנו ולכן אנו סבורים כי יש לתת עדיפות להשקעה באפיק השקלי הלא צמוד. בנק ישראל צפוי להמשיך במדיניות "יונית" בוודאי ביחס לבנקים המרכזיים אחרים בעולם.

בפרוס שנת 2022 תנאי הרקע להשקעה בשוק האג"ח הממשלתי המקומי סבירים, בוודאי ביחס לעולם, אולם מבט לרמת התשואות מגלה כי פוטנציאל רווחי ההון נמוך מאוד לאורך שני העקומים.

תנאי הרקע, כאמור, להשקעה בשוק האג"ח הממשלתי סבירים זאת על רקע סביבת האינפלציה הנמוכה יחסית בישראל בדגש על הימצאותה בתוך היעד, השקל הממשיך להפגין עוצמה וצפוי להמשיך במגמה זו גם לאורך שנת 2022 בעיקר על רקע המשך ההשקעות הצפויות של זרים ,הן השקעות ריאליות בחברות והן השקעות בבורסה המקומית, וכן על רקע המשכו הצפוי של העודף בחשבון השוטף. בנוסף מצבה הפיסקלי של ישראל סביר מאוד וצפויה המשך מגמת הירידה של הגרעון הממשלתי. גם הצמיחה המקומית צפויה להמשיך להיות גבוהה ביחס למדינות ה- OECD, מגמה הנמשכת מזה תקופה.

על רקע זה מדיניות בנק ישראל צפויה להמשיך ולהיות "יונית" יחסית לבנקים מרכזיים בעולם שחלקם כבר החל במגמה של מעבר למדיניות מהדקת דבר שבא לידי ביטוי בעליית ריבית במספר מדינות וטון ניצי של מדינות נוספות ובראשן הפד בארה"ב. שנת 2022 צפויה להיות שנה של העלאות ריבית במדינות רבות בעולם, ככל הנראה, כאשר בנק ישראל, כאמור, דווקא צפוי להיות חריג יחסית עם המשך אימוץ מדיניות מוניטארית די מרחיבה לאורך מרבית שנת 2022.

לפיכך ולאור העובדה כי בנקים מרכזיים מתחילים לשנות את הכיוון לכיוון ניצי יותר, בעיקר על רקע של מצב של "אבדן עוגן" לאינפלציה וחשש מפני התפתחות של ספירלות מחירים-ציפיות כפי המסתמן במקומות אחרים בעולם, כפי שעולה מהחלטות הריבית האחרונות בארה"ב ובבריטניה ומהחלטות ריבית בבנקים מרכזיים נוספים בעולם, תיתכן ולקראת סוף שנת 2022 ובהנחה כי הפד אכן יעלה את הריבית לפחות פעמיים עד אז, ישקול בנק ישראל העלאת ריבית קלה, גם אם סמלית בלבד. תרחיש זה כבר קרה בעבר ולא תהיה זו הפעם הראשונה בה הפד העלה את הריבית בצורה משמעותית בעוד שבנק ישראל כמעט ולא שינה את הריבית. להתפתחות כזו עשויות להיות השפעות בכיוון של פערים של ממש בהתפתחות התשואות והעקומים של ארה"ב מול ישראל.

אנו נותרים כרגע בהמלצתנו להשקעה במח"מ בינוני. אנו סבורים כי רווחי הון משמעותיים לא צפויים בתשואות הנוכחיות הגלומות בשוק האג"ח הממשלתי המקומי.

לאור סביבת האינפלציה החזויה על ידינו ולאור רמת הציפיות הגלומה בשוק, אנו ממליצים על השקעה עודפת בשקלים הלא צמודים.

ריכוז המלצותינו:

- אנו ממליצים על השקעה במח"מ בינוני.
- מומלצת אחזקה עודפת באפיק השקלי הלא צמוד.
- מומלצת אחזקה סינתטית באפיק השקלי הלא צמוד של אג"ח קצר בשילוב אג"ח ארוך על רקע ירידת התשואות בחלק הבינוני של העקום.
- צמודי המדד מומלצים להשקעה בעיקר בטווח בינוני.
- כחלופה להשקעה בשקלים קצרים, מומלצת מכירת IRS לטווח קצר – בינוני.
- מומלצת השקעה באג"ח בריבית משתנה.

אג"ח חברות

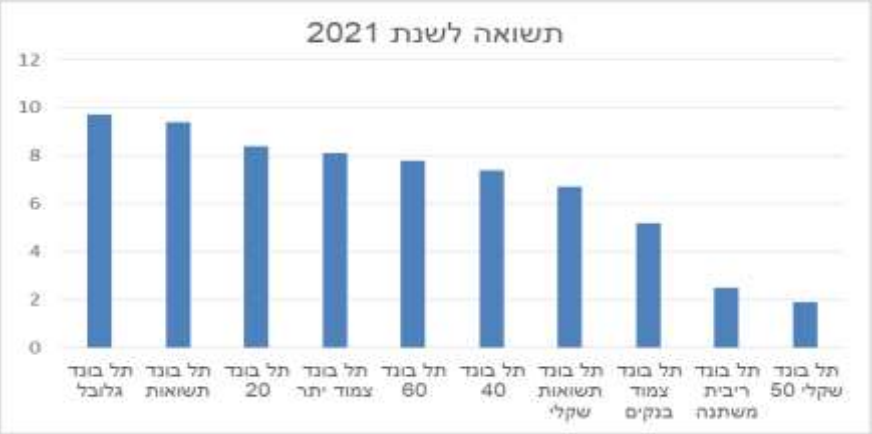
שבוע המסחר האחרון של השנה התאפיין במגמה חיובית של עליות שערים וירידה מחודשת ברמת המרווחים. שנת 2021 תיזכר כשנת שיא בכל הקשור לגיוסים בשוק הראשוני לצד מגמה חיובית של המדדים המרכזיים לאחר יריות השערים בשנת 2020.

המסחר באפיק הקונצרני התאפיין השבוע, בדומה למגמה לאורך כמעט כל השנה, במגמה חיובית כאשר מרבית מדדי התל בונד בדגש על המדדים צמודי המדד רושמים עליות שערים. באפיקים השקליים הלא צמודים דווקא נרשמה מגמה של יציבות יחסית ולכן עיקר ירידת המרווחים נרשמה בצמודי המדד על רקע עלית מחירים שבועית ממוצעת של כ - 0.8% במדדי התל בונד 20 40 ו 60. רמות המרווחים, בעיקר במדדי התל בונד צמודי המדד, ירדו לאחר עלייה לאורך מרבית החודש האחרון.

גרף 8 - מרווחים תל בונד 20, 40 ותל בונד שקלי 50

בסיכום שנתי האפיק הקונצרני הניב תשואה ממוצעת נאה השנה של מעל ל 7% זאת לאחר תשואה ממוצעת כמעט אפסית במהלך שנת 2020. היציאה של המשק המקומי בצורה טובה משנת הקורונה הביאה לעליות נאות באפיק הקונצרני במקביל לביצועים עודפים משמעותית של שוק המניות המקומי. בלטו בעיקר מדדי התל בונד צמודי המדד ומדד התל בונד גלובל (של חברות נדל"ן זרות) בעליית מחירים שנתית של קרוב ל 10%. מדדי התל בונד בדרוגים נמוכים יחסית בלטו לחיוב על רקע העלייה בתיאבון הסיכון של המשקיעים.

גרף 9



שנת 2021 תיזכר כשנת שיא בכל הקשור לגיוסים קונצרניים. לאחר מחצית ראשונה חלשה יחסית המחצית השנייה של השנה התאפיינה בקצב הנפקות חסר תקדים שהביא את סך הגיוס הקונצרני השנה לרמה של כ – 75 מיליארד ₪. בלטו בחזרה לשוק הגיוסים הבנקים שגייסו כ – 20 מיליארד ₪, מרבית הסכום ברבעון האחרון של השנה בפיקדונות צמודי מדד. קצב הגיוס הגבוה במחצית השנייה של השנה היה בין הגורמים שהביאו לעצירה במגמת ירידת המרווחים, מגמה שהחלה במחצית השנייה של שנת 2020.

גרף 10

במבט לשנת 2022 נראה כי תנאי הרקע להשקעה בשוק הקונצרני סבירים בהחלט. רמת המרווחים אמנם לא גבוהה אך בהחלט סבירה ביחס לממוצע טרום פרוץ משבר הקורונה. בנוסף הציפייה הינה לשנה טובה נוספת של המשק המקומי. זאת לצד העובדה כי רמת התשואות הממשלתיות די נמוכה מביאה אותנו להמלצה על הגדלת החשיפה לאפיק הקונצרני על חשבון האפיק הממשלתי.

המלצות לפעילות באפיק הקונצרני:

מומלצת הגדלת החשיפה לאפיק על רקע העלייה ברמת המרווחים.

אנו ממליצים על חשיפה בעיקר לאיגרות במח"מ בינוני באפיק צמוד המדד.

מרווחי הפיקדונות של הבנקים נמצאים ברמה סבירה להגדלת החשיפה.

מומלצת השקעה דרוג קבוצת A ומעלה.

מומלצת השקעה בחברות החשופות בעיקר לפעילות בשוק המקומי.

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**
רני צים ג'	נדל"ן	350	5.7	BBB+	1.04%	2.95%	צמוד מדד.	לא נסחר עדין.
אשטרום קבוצה ד'	נדל"ן	308	6.0	A	0.42%	2.28%	צמוד מדד.	1.60%
דה לסר ז'	נדל"ן ארה"ב	260	3.8	A-	8.03%	7.63%	שקלי בריבית קבועה.	0.00%
גירון ח'	נדל"ן	250	8.7	A+	0.48%	1.95%	צמוד מדד.	.0.80%
גי אף איי ד'	נדל"ן ארה"ב	200	2.8	BBB+	9.80%	9.60%	שקלי בריבית קבועה.	1.78%
אי די איי ו'	ביטוח	164	6.5	A	2.30%	1.50%	שקלי בריבית קבועה.	0.50%
פריורטק א'	תעשייה	150	3.9	ללא דרוג	2.18%	1.75%	שקלי בריבית קבועה. כולל שעבוד מניות.	לא נסחר עדין.
חגג נדל"ן י"א	נדל"ן	150	3.9	BBB+	3.05%	2.65%	שקלי בריבית קבועה. כולל שעבוד מניות.	0.40%
מלרן ג'	פיננסים	126	2.5	A-	3.32%	3.15%	שקלי בריבית קבועה.	0.65%
סה"כ:		**1,958**						

*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.

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

- בנק ישראל ינפיק החודש (04.01) 14.0 מיליארד ₪ במק"מ. 12.0 מיליארד ₪ במק"מ לשנה (סדרה 0113) ו 2.0 מיליארד ₪ בהרחבת סדרה ל 90 יום (סדרה 412).

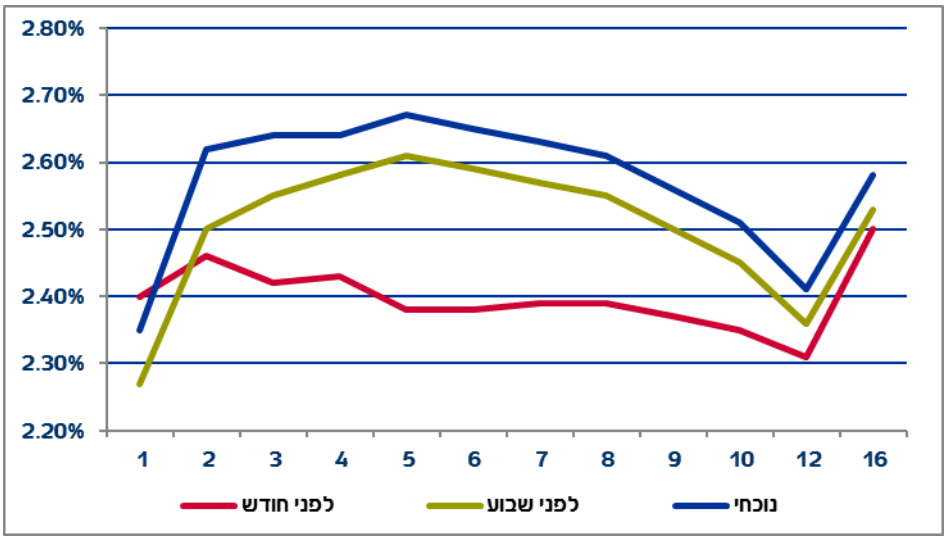
נספחים

שינויים שבועיים וחודשיים בפרמטרים עיקריים

הציפיות האינפלציוניות עלו לאורך כל העקום. (טבלה 1)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	2.40	2.27	2.35
2	2.46	2.50	2.62
3	2.42	2.55	2.64
4	2.43	2.58	2.64
5	2.38	2.61	2.67
6	2.38	2.59	2.65
7	2.39	2.57	2.63
8	2.39	2.55	2.61
9	2.37	2.50	2.56
10	2.35	2.45	2.51
12	2.31	2.36	2.41
16	2.50	2.53	2.58

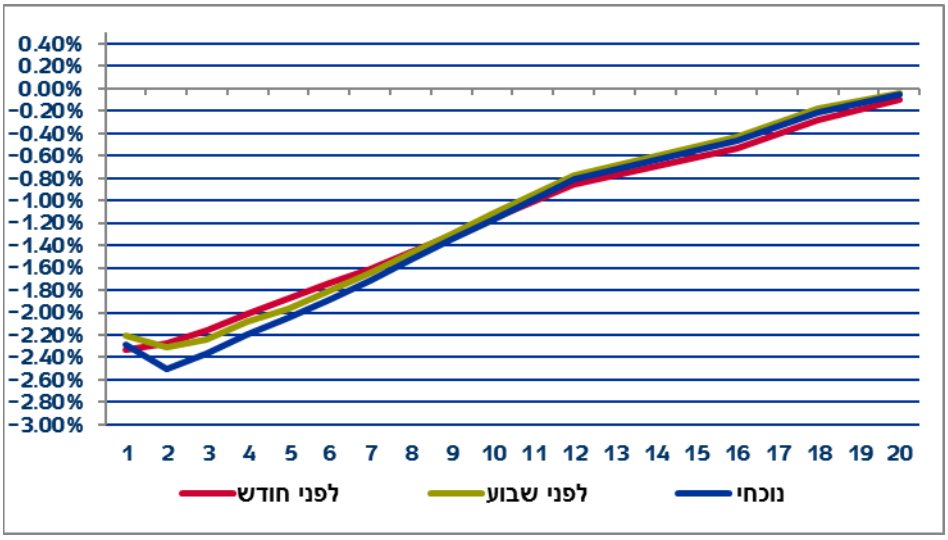
*אינפלציה נגזרת לשנה מחושבת על פי עסקאות OTC בחדר עסקאות



תשואות האג"ח צמודות המדד ירדו לאורך כל העקום ובעיקר בחלק הקצר - בינוני. (טבלה 2)

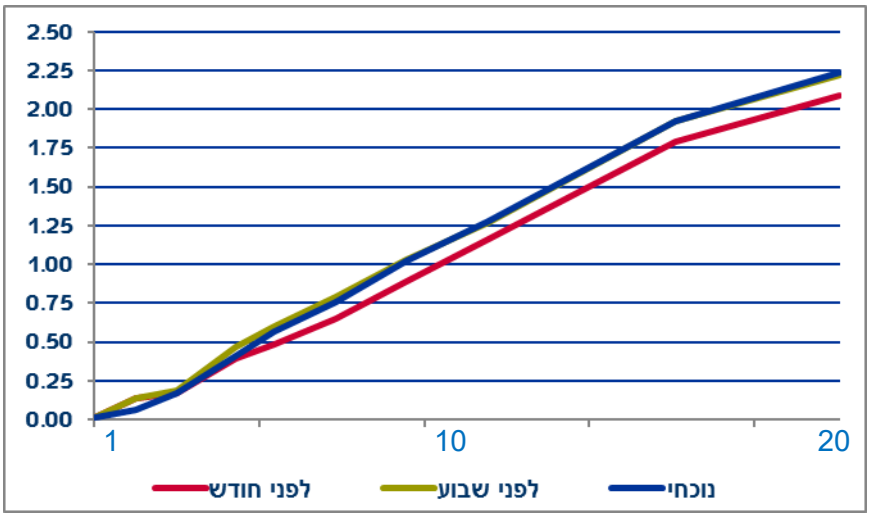
מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	-2.33	-2.21	-2.29
2	-2.27	-2.31	-2.50
3	-2.16	-2.24	-2.37
4	-2.01	-2.08	-2.19
5	-1.87	-1.96	-2.04
6	-1.74	-1.80	-1.88
7	-1.61	-1.64	-1.71
8	-1.46	-1.47	-1.53
9	-1.31	-1.30	-1.35
10	-1.16	-1.12	-1.17
12	-0.85	-0.78	-0.81
16	-0.53	-0.43	-0.46
18	-0.28	-0.18	-0.21
20	-0.10	-0.04	-0.05

*תשואה לשנה נגזרת מעסקאות OTC בחדר עסקאות



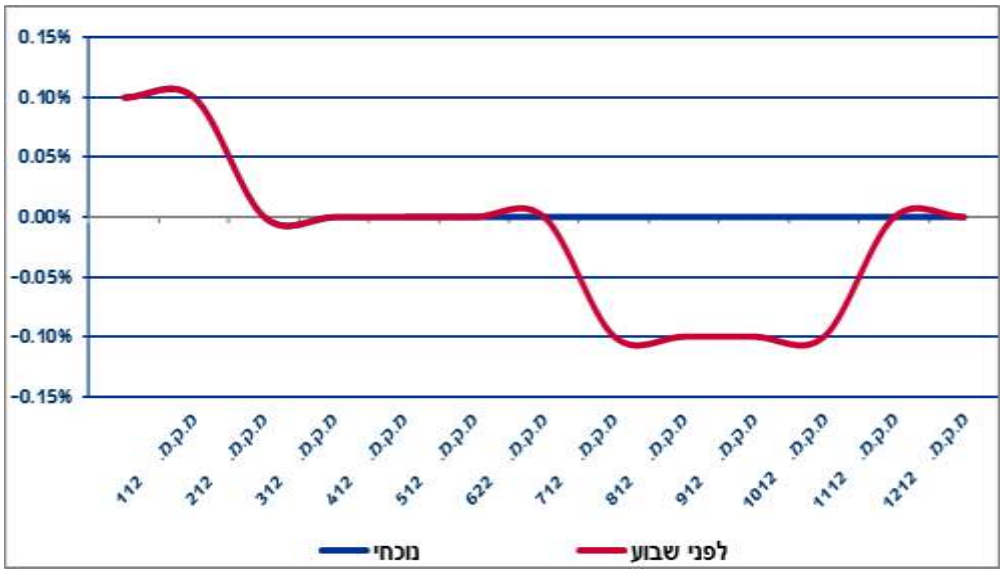
תשואות האג"ח השקליות ירדו בחלק הקצר - בינוני של העקום. (טבלה 3)

אג"ח שקלי ריבית קבועה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ לשנה	0.01	0.01	0.01
323	0.01	0.02	0.01
723	0.05	0.02	0.02
1123	0.14	0.14	0.06
324	0.11	0.10	0.07
1024	0.17	0.19	0.17
425	0.26	0.31	0.26
825	0.32	0.36	0.32
226	0.39	0.47	0.41
1026	0.41	0.50	0.49
327	0.48	0.60	0.57
928	0.65	0.79	0.76
330	0.89	1.03	1.02
432	1.16	1.27	1.28
537	1.69	1.79	1.82
142	1.79	1.92	1.92
347	2.09	2.22	2.24
שיפוע 2/10	0.94	1.08	1.08
שיפוע 5/10	0.65	0.68	0.68
שיפוע 2/5	0.29	0.40	0.40



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

מק"מ	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ 112	0.10	0.10
מק"מ 212	0.00	0.00
מק"מ 312	0.00	0.00
מק"מ 412	0.00	0.00
מק"מ 512	0.00	0.00
מק"מ 622	0.00	0.00
מק"מ 712	-0.10	0.00
מק"מ 812	-0.10	0.00
מק"מ 912	-0.10	0.00
מק"מ 1012	-0.10	0.00
מק"מ 1112	0.00	0.00
מק"מ 1212	0.00	0.00
ממוצע	**-0.03**	**0.01**



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

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
526	0.05	0.08	0.04
1130	0.08	0.08	0.07

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

	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
ריבית ב"י חזויה בעוד שנה	0.00	0.00	0.00
ריבית לשנה בעוד שנה	0.27	0.25	0.11
ריבית לשנה בעוד שנתיים	0.33	0.46	0.49

מרווחים בעקום השקלי (טבלה 7)

סדרות	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
2 - 5	0.27	0.29	0.40	0.46
5-10	0.70	0.65	0.68	0.70
2-10	0.97	0.94	1.08	1.16
10-30	1.22	1.28	1.27	1.31

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

	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מרווח לשנתיים	-0.49	-0.55	-0.69
מרווח ל-5 שנים	-0.77	-0.70	-0.77
מרווח ל-10 שנים	-0.36	-0.28	-0.31
מרווח ל-30 שנים	0.60	0.58	0.57

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

מדד	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
תל בונד 20	1.20	1.24	1.12
תל בונד 40	1.28	1.27	1.19
תל בונד שקלי 50	1.07	0.97	0.95

דרוג	צמוד מדד	שקלי משתנה	שקלי קבוע	ממוצע
AAA	0.80		0.40	0.69
+AA	1.00		0.35	0.70
AA	1.03		0.95	1.00
-AA	1.30	0.75	1.35	1.25
+A	1.40		1.40	1.40
A	2.00		1.80	1.90
-A	2.60		2.30	2.40
+BBB			2.90	2.90
BBB			2.90	2.90

- לא כולל אג"ח חברות נדל"ן אמריקאיות.

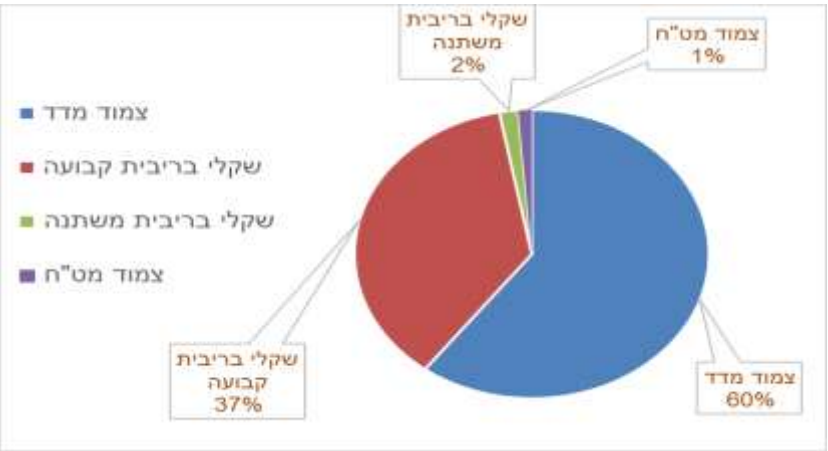
ענף	מדד		משתנה		שקלי		סה"כ ממוצע	סה"כ ממוצע
	ממוצע של מרווח	ממוצע של מח"מ	ממוצע של מרווח	ממוצע של מח"מ	ממוצע של מרווח	ממוצע של מח"מ	מרווח	מח"מ
בנקים	0.83	2.54			0.36	1.89	0.68	2.43
נדלן	2.63	3.71	0.74	3.52	3.57	2.20	3.15	2.85
פיננסים	2.63	1.79			0.86	3.89	1.23	3.45
תקשורת	1.10	1.94	0.45	0.46	1.24	2.88	1.15	2.38
חשמל ואנרגיה	1.02	5.71			0.74	2.96	0.91	4.67
אחזקות	9.90	1.77			1.15	2.79	4.38	2.41
כימיה ונפט	20.69	4.66	0.74	2.37	9.52	2.91	12.30	3.38
מזון	0.77	3.95			0.51	3.62	0.60	3.73
ליסינג	1.89	2.06			1.29	1.43	1.46	1.60
תעשייה	0.77	8.75	0.15	1.41	0.55	2.35	0.56	4.38

ביצועי מדדי אג"ח מובילים (ממשלתי וקונצרני), ממוין על פי תשואה מתחילת השנה.

שם המדד	תשואה בשבוע האחרון	מתחילת השנה
תל בונד גלובל	-0.27%	**9.68%**
תל בונד תשואות	0.24%	9.36%
אג"ח מדד ממשלתי +10 שנים.	0.43%	8.94%
מדד אג"ח צמוד מדד קונצרני	0.58%	8.74%
תל בונד 20	0.86%	8.37%
תל בונד צמוד יתר	0.24%	8.09%
אג"ח מדד ממשלתי 5 – 10 שנים	0.50%	8.04%
תל בונד 60	0.78%	7.84%
מדד אג"ח צמוד מדד ממשלתי	0.39%	7.42%
תל בונד 40	0.70%	7.35%
מדד אג"ח כללי קונצרני	0.38%	7.24%
תל בונד תשואות שקלי	0.10%	6.73%
אג"ח מדד ממשלתי 2 – 5 שנים	0.36%	5.84%
תל בונד צמוד בנקים	0.39%	5.19%
תל בונד שקלי	0.10%	2.99%
אג"ח מדד ממשלתי 0 - 2	0.21%	2.70%
אול בונד ריבית משתנה	0.28%	2.49%
מדד אג"ח כללי ממשלתי	0.17%	2.31%
תל בונד שקלי 50	0.20%	1.92%
מדד אג"ח שקלי ממשלתי בריבית משתנה	0.09%	0.77%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 2 – 5 שנים	0.12%	0.36%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 0 – 2 שנים	0.00%	0.17%
מדד מק"מ	-0.01%	0.00%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 5 – 10 שנים	0.14%	-0.42%
אג"ח ממשלתי לא צמוד + 10 שנים	-0.22%	-4.24%

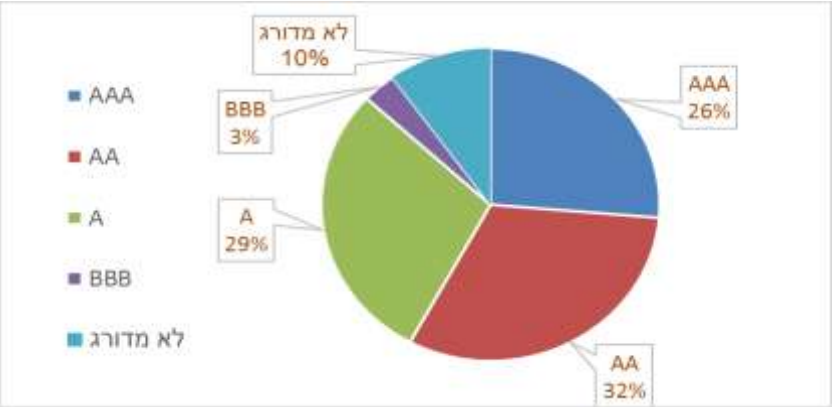
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2021 על פי בסיס הצמדה

בסיס הצמדה	סכום במש"ח	באחוזים
צמוד מדד	44,945	60.3
שקלי ריבית קבועה	27,387	36.8
שקלי בריבית משתנה	1,288	1.7
צמוד מט"ח	905	1.2
סה"כ	**74,525**	**100.0**



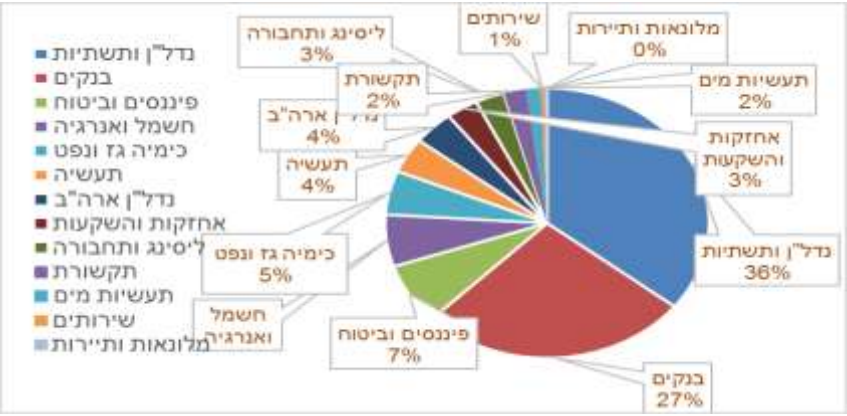
גיוסים קונצרנים לשנת 2021 לפי דירוג

קבוצת דירוג	סכום במש"ח	באחוזים
קבוצת AAA	19,629	26.3
קבוצת AA	23,524	31.6
קבוצת A	21,617	29.0
קבוצת BBB	2,422	3.3
לא מדורג	7,333	9.8
סה"כ	**74,525**	**100.0**



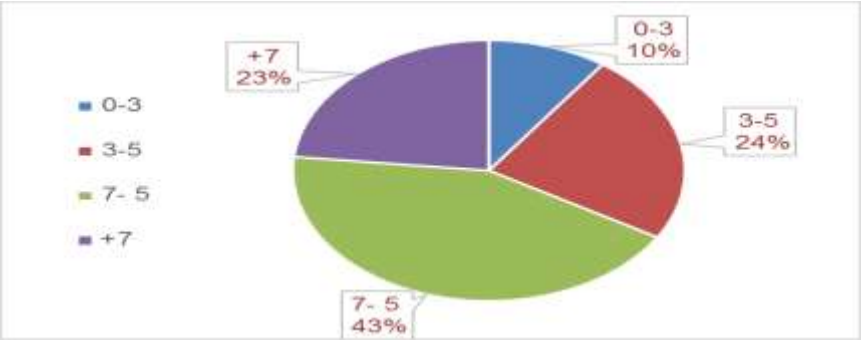
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2021 על פי ענפים

שם הענף	סכום במש"ח	באחוזים
נדל"ן ותשתיות	26,545	35.6
בנקים	20.044	26.9
פיננסים וביטוח	5,420	7.3
חשמל ואנרגיה	4,641	6.2
כימיה גז ונפט	3,931	5.3
תעשייה	3.143	4.2
נדל"ן ארה"ב	3,055	4.1
אחזקות והשקעות	2.374	3.2
ליסינג ותחבורה	2,163	2.9
תקשורת	1,642	2.2
תעשיות מים	1,104	1.5
שירותים	271	0.4
מלונאות	192	0.3
סה"כ	**74,525**	**100.0**



התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2021 על פי מח"מ

מח"מ	סכום במש"ח	באחוזים
0-3	7.420	10.0
3-5	17,572	23.6
5-7	32.083	43.0
7+	17,450	23.4
סה"כ	**74,525**	**100.0**



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 bll.unsubscribe@bankleumi.co.il "

מסחר בניירות ערך

מחקר

דר' גיל מיכאל בפמן
כלכלן ראשי
076-8857439
Gilmichael.bufman@bankleumi.co.il

דודי רזניק
אסטרטג ריביות
076-8857439
Dudi.reznik@bankleumi.co.il

קובי לוי
ראש דסק אסטרטגיה
076-8858173
Koby.levi@bankleumi.co.il

עופר הילל
ראש דסק מחקר בנקאות פרטית
076-8858752
oferhi@bll.co.il

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 ניע 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 רובינשטיין
מנהל דסק השאלות
03-5112605
Dudi.rubinstein@bankleumil.co.il

גיא גזית
סוחר
03-5112605
Guy.gazit@bankleumi.co.il

לירון אבנרי
סוחרת
03-5112605
Liron.avnery@bankleumi.co.il