

סקירה שבועית של התפתחויות מקרו כלכליות ושוקי הריביות ואגרות חוב

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

עיקרי דברים

מקרו

03.10.2021

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

נמשכת העלייה בציפיות האינפלציה הנגזרות. ציפיות האינפלציה בישראל מצויות ברמה הדומה לרמת הציפיות בארה"ב וזאת למרות שבישראל, סביבת אינפלציה בפועל, וזו החזויה נמוכות בהרבה.

הציפיות להעלאת ריבית בארץ עלו באופן משמעותי לאחרונה. להערכתנו בנק ישראל עוד ימתין זמן רב עד העלאת ריבית בעיקר על רקע המשך מגמת התחזקות השקל מול סל המטבעות בחזרה לרמות השיא מחודש ינואר. בכל מקרה לא צפויה העלאת ריבית לפני העלאה בארה"ב.

חברי ה-FOMC רמזו כבד לכך שהשינויים ב-QE יוכרזו רשמית בנובמבר. חברי ה-FOMC חושבים שכבר הושגה התקדמות ניכרת, עד כדי עמידה ביעד יציבות המחירים, ועתה רק מחכים לעוד קצת התקדמות לעמידה ביעד התעסוקה המלא.

חברי ה-FOMC סבורים כי הגורמים שמכבידים על הצמיחה - מחסור באספקה, צווארי בקבוק, והשפעות וריאנט הדלתא על אומן/ביטחון הציבור - יחלפו עם הזמן. בהודעה הנוכחית, ישנה עלייה במספר חברי ה-FOMC הצופים עליית ריבית עתידית. בטווח האורך, חברי ה-FOMC רואים את הריבית חוזרת לרמה ניטרלית של 2.5%.

גל חדלות הפירעון בענף הנדל"ן בסין יכול לגרור הידוק של תנאי האשראי שיאטו את השקעה במגזר העסקי. הדברים כבר באים לידי ביטוי בשוק אגרות החוב הקונצרני של סין.

הרמה הנוכחית של מדד הנדל"ן בסין דומה לרמה שהייתה בספרד ב-2005-2006 לפני הקריסה הגדולה שם.

אג"ח ממשלתי

עליית תשואות חדה נרשמה השבוע בשקלים הלא צמודים לטווח בינוני - ארוך על רקע עליית התשואות בעולם והמשך מגמת העלייה בציפיות האינפלציה הנגזרות.

ציפיות האינפלציה הנגזרות חזרו לרמת השיא מחודש מאי. להערכתנו ציפיות האינפלציה הבינוניות – ארוכות מעט גבוהות ביחס להערכתנו להתפתחות בסביבת האינפלציה המקומית.

אנו ממליצים על השקעה במח"מ קצר - בינוני.

השקלים הלא צמודים מומלצים לאחזקה בטווח של 3 - 5 שנים.

צמודי המדד מומלצים להשקעה בטווח של 1 - 5 שנים.

אג"ח קונצרני

ירידה ברמת המרווחים נרשמה בשבועיים האחרונים. נראה שירידה משמעותית ככמות הנפקות בחודש ספטמבר סייעה למגמה זו.

בדומה לאפיק הממשלתי בולטת באפיק הקונצרני מגמת הביצועים העודפים של צמודי המדד.

לא מומלצת הגדלת החשיפה לאפיק הקונצרני כרגע.

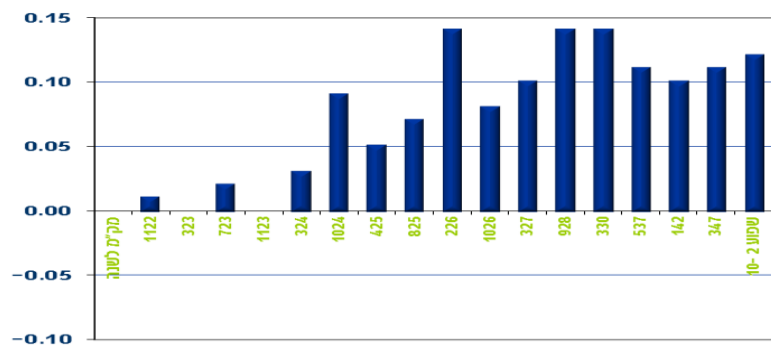
מומלצת השקעה בעיקר באגרות בדרוג בינוני – גבוה במח"מ קצר צמודות מדד.

אג"ח ממשלתי ומקרו

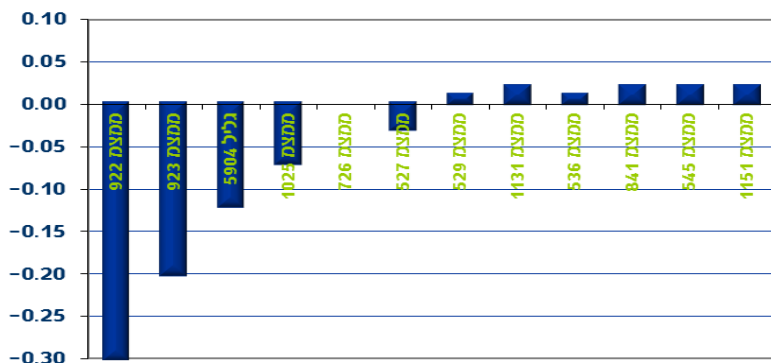
מבט שבועי – עליית תשואות חדה יחסית בשקלים הלא צמודים על רקע עליית התשואות בעולם והמשך מגמת העלייה בציפיות האינפלציה הנגזרות. מגמה מעורבת בצמודי המדד של ירידת תשואות חדה בחלק הקצר של העקום לעומת יציבות ונטייה לעליית תשואות בחלק הארוך של העקום.

שוק האג"ח הממשלתי המקומי נסחר השבוע (בשבוע מסחר מקוצר) במגמה מעורבת של ירידות שערים חדות ועליית תשואות בשקלים הלא צמודים. לעומת מגמה של ירידת תשואות חדה בצמודי המדד הקצרים. מגמות אלו שקפו את המשך מגמת עליית התשואות בעולם (התשואה הממשלתית ל-10 שנים בארה"ב שבה לרמה של סביב 1.50%) וכן את החשש מהמשך העלייה בסביבת האינפלציה על רקע עלייה מחודשת במחירי הנפט ששבנו ועלו לרמה של 75 – 78 דולר לחבית ברנט והתייקרות בסחורות אנרגיה אחרות. כתוצאה מכך נרשמה עליית תשואות של 10 – 15 נ"ב בחלק הבינוני – ארוך של העקום השקלי, עלייה שתורגמה לירידת מחירים ממוצעת של כ- 1.20% באיגרות החוב לטווח של 5 שנים ומעלה. בצמודי המדד נרשמה ירידת תשואות חדה בטווחים הקצרים, ירידה של כ- 20 נ"ב בממוצע. בחלק הבינוני – ארוך של העקום הצמוד נרשמה מגמה של יציבות יחסית תוך נטייה לעלייה קלה ברמת התשואות.

גרף - 1 שינוי שבועי בתשואות אג"ח שקלי



גרף - 2 שינוי שבועי בתשואות אג"ח צמוד מדד



כתוצאה מכך נמשכה מגמת העלייה בציפיות האינפלציה הנגזרות בשוק. ציפיות האינפלציה שבו לרמת השיא שנרשמה בחודש מאי, השנה, ובחלקים מסוימים לאורך העקום רמת הציפיות נמצאת בשיא. ציפיות האינפלציה עומדות ברמה של כ- 2.50% בממוצע לשנה עד לטווח של 6 שנים ומעט מתחת בטווחים ארוכים יותר של העקום. להערכתנו ציפיות האינפלציה הבינוניות – ארוכות מעט גבוהות ביחס להערכתנו להתפתחות בסביבת האינפלציה המקומית.

במקביל, נמשכה השבוע העלייה בתלילות העקומים כאשר על רקע הצפי ליציבות בריבית בנק ישראל בתקופה הקרובה לא מן הנמנע כי מגמה זו עשויה להימשך. נציין עוד כי במהלך השבועיים האחרונים חלה עלייה חדה בריביות ה IRS השקליות, ייתכן וכתוצאה מפעילות משקיעים זרים החוששים מהמשך מגמת עליית התשואות בעולם. על רקע זה מרווחי ה- ASW החיוביים בחלקים הבינוניים של העקום מצויים ברמת שיא של עד 30 נ"ב. גם המשך מגמה זו עלולה להביא לעלייה נוספת בתשואות השקלים

הלא צמודים הממשלתיים, ובעלייה נוספת בתלילות העקום. עם זאת, אנו עדין סבורים כי בתנאים הנוכחיים לא צפויה העלאת ריבית על ידי בנק ישראל לפני עליית ריבית בארה"ב.

הנפקות האוצר ובנק ישראל לחודש אוקטובר

משרד האוצר פרסם את תכנית הנפקות לחודש אוקטובר ממנה עולים מספר דברים:

1. מונפקת סדרת בנצמרק חדשה ל 10 שנים (לפדיון 0432).
2. מכרזים הפוכים יערכו גם לסדרות במח"מ בינוני כגון ממשק 1026. נראה שהדבר נובע מחוסר הענות לאחרונה של משקיעים למכרזים הפוכים על רקע ירידת התשואות בחלק הקצר של העקום השקלי בסמוך לאפס. העובדה כי האוצר עשוי לרכוש עד 1.0 מיליארד ש"ח מסדרה ממצמ 922 ובמקביל הוא ממשיך להנפיק רק צמודי מדד ארוכים בעיקר, עלולה להגביר את המחסור בצמודי מדד קצרים ולהביא לעלייה נוספת בציפיות האינפלציה הנגזרות לטווח קצר.
3. האוצר איננו מנפיק ממצק החודש.
4. סך הגיוס ממשיך לרדת ועומד על 5.0 מיליארד ש"ח בלבד. דבר המלמד על ירידה נמשכת בצרכי הגיוס של האוצר. במידה והאוצר יספוג עד 3.0 מיליארד ש"ח במכרזים ההפוכים מקטינה עוד יותר את הסכום שיונפק נטו.
5. בנק ישראל הגדיל ב 1.0 מיליארד ש"ח את הנפקת המק"מ לשנה.

מקרו עולמי

מה ניתן ללמוד מהחלטת הפד האחרונה.

חברי ה-FOMC רמזו רמז כבד לכך שהשינויים ב-QE יוכרזו רשמית בנובמבר. חברי ה-FOMC חושבים שכבר הושגה התקדמות ניכרת, עד כדי עמידה ביעד יציבות המחירים, ועתה רק מחכים לעוד קצת התקדמות לעמידה ביעד התעסוקה המלא.

בהנחה שדו"ח התעסוקה לספטמבר יהיה "סביר", אז תגיע הודעה רשמית מהפד, בפגישה הבאה בתחילת נובמבר על שינויים בפועל במדיניות. תחילת המהלך צפוי להיות עם הפחתה של 10 מיליארד דולר לחודש ברכישות אג"ח ממשלת ארה"ב (מ - 80 מיליארד דולר לחודש) וכן הפחתה של 5 מיליארד דולר לחודש ברכישות MBS (מ - 40 מיליארד דולר). אין התחייבות מראש לקצב הביצוע, אך התהליך צפוי להסתיים באמצע 2022 ואז הפד יעצור את רכישותיו בשוק, אך ישמר את גודל המאזן, תוך שהוא ממחזר אחזקות המגיעות לפדיון.

התחזיות הכלכליות החדשות של חברי ה-FOMC השתנו. החציון לצמיחת התוצר בשנת 2021 תוקן לרמה של 5.9%, לעומת 7.0% קודם לכן (יוני), אך התחזית לשנת 2022 תוקנה ל- 3.8%, מ- 3.3%. חברי ה-FOMC סבורים כי הגורמים שמכבידים על הצמיחה - מחסור באספקה, צווארי בקבוק, והשפעות וריאנט הדלתא על אמון/ביטחון הציבור - יחלפו עם הזמן.

החציון של תחזיות חברי ה-FOMC מציג כעת את אינפלציית הליבה בשיעור של 3.7% בשנת 2021, 2.3% בשנת 2022 ו- 2.2% בשנת 2023, מה שמרמז על אינפלציה שתעלה על ב- 2% במוצע במשך זמן מה, ובכך האינפלציה תעמוד בתנאי מקדמי חשוב להעלאת ריבית עתידית. בהתאם לכך, תחזית הריבית החצינית לשנת 2022 עלתה ל- 0.3% (קודם 0.1%), התחזית לשנת 2023 עלתה ל- 1.0% (קודם 0.6%) והתחזית הראשונה לשנת 2024 מראה את עליית ריבית פד ל- 1.8%. בהודעה הנוכחית, ישנה עלייה במספר חברי ה-FOMC הצופים עליית ריבית עתידית. בטווח האורך, חברי ה-FOMC רואים את הריבית חוזרת לרמה ניטרלית של 2.5%.

לכאורה, התחזית לתוואי הריבית עד לשנת 2024 מרמזת מהלך די אגרסיבי עם 6.5 העלאות ריבית לעומת נקודת האמצע הנוכחית. עם זאת, כפי שאפשר לראות בלוח התחזיות, ישנו פיזור רחב של התחזיות לשנת 2024 של 0.6% עד ל- 2.4% והצהרת ה-FOMC מדגישה כי דרכה של הכלכלה עדיין תלויה במהלך מגיפת ה-COVID-19 ואיך העסקים והצרכנים יגיבו. מדובר במצב עם מידה יוצאת דופן של אי-וודאות. לפיכך, סביר להעריך שהריבית בשנת 2024 ולנקודה ארוכת טווח תהיה בסופו של דבר מתחת לחציון.

בסך הכול, פגישה ה-FOMC סיפקה מעט מידע חדש לשווקים, זאת מעבר למה שכבר היה ידוע או שהוערך כסביר. במסגרת זו יש להודעת הפד משהו לנצים וליונים כאחד והתמונה עדיין מעומעמת. מה שחשוב יותר לטווח הקרוב הוא הנושא של אישור

התקציב ותקרת החוב ארה"ב, זאת בכדי להימנע מהשבתת ממשלת ארה"ב ופגיעה בתשלומי החוב של המדינה. לשנת 2022, הסיכון עלול לבוא מכיוון של אישור תקציב "רזה מדי" ויצירת מצב של נפילה חדה של התמיכה הפיסקלית, שלמשק יהיה קשה להתמודד עימו.

גרף 4 – הערכות חברי הפד בהחלטת הריבית האחרונה.

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2021

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run
	Change in real GDP	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8-6.0	3.4-4.5	2.2-2.5	2.0-2.2	1.8-2.0	5.5-6.3	3.1-4.9	1.8-3.0	1.8-2.5
June projection	7.0	3.3	2.4		1.8	6.8-7.3	2.8-3.8	2.0-2.5		1.8-2.0	6.3-7.8	2.6-4.2	1.7-2.7		1.6-2.2
Unemployment rate	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6-4.8	3.6-4.0	3.3-3.7	3.3-3.6	3.8-4.3	4.5-5.1	3.0-4.0	2.8-4.0	3.0-4.0	3.5-4.5
June projection	4.5	3.8	3.5		4.0	4.4-4.8	3.5-4.0	3.2-3.8		3.8-4.3	4.2-5.0	3.2-4.2	3.0-3.9		3.5-4.5
PCE inflation	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0-4.3	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.4-4.4	1.7-3.0	1.9-2.4	2.0-2.3	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2		2.0	3.1-3.5	1.9-2.3	2.0-2.2		2.0	3.0-3.9	1.6-2.5	1.9-2.3		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.3	2.2	2.1		3.6-3.8	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2		3.5-4.2	1.9-2.8	2.0-2.3	2.0-2.4	
June projection	3.0	2.1	2.1			2.9-3.1	1.9-2.3	2.0-2.2			2.7-3.3	1.7-2.5	2.0-2.3		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5	0.1	0.1-0.4	0.4-1.1	0.9-2.1	2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.6	0.6-2.6	2.0-3.0
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1		2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.6		2.0-3.0

משמעויות מאקרו לקריסת חברת Evergrande הסינית.

קריסתה המתמשכת של Evergrande מיקדה את תשומת הלב בגל חדלות הפירעון של מפתחי הנדל"ן ולהשפעה האפשרית שתהיה על הצמיחה של סין. ההשפעה במישרין צפויה לפגוע בעוצמת פעילות הבנייה תפגע בסין. בעקיפין, גל חדלות הפירעון בענף הנדל"ן יכול לגרור הידוק של תנאי האשראי שיאטו את השקעה במגזר העסקי. הדברים כבר באים לידי ביטוי בשוק איגרות החוב הקונצרני של סין.

כנגד, ראוי לציין שישנם מאפיינים ייחודיים לשוק הסיני אשר מגבירים את הסיכוי למהלך הצלה, חלקי מצד השלטון. בסין, היקף מן המכירות של הנדל"ן הן מכירות מוקדמות, וכ- 90% מהנדל"ן החדש נמכר לפני שהושלם ולרוב "על הניר". המצב של הסתמכות על ניכרת על מכירה מראש היא תוצאה של יישום רגולציה, מגבלות ובקורות על צורות שונות של מימון בשנה האחרונה, מה שאילץ את היזמים להסתמך במידה רבה על מכירות מוקדמות.

המשמעויות הכלכליות והחברתיות של משבר נדל"ן בנסיבות כאלו הן גדולות וזה נותן לשלטון מניע חזק להבטיח שהפרויקטים השוטפים ימשיכו ויושלמו. כלומר, רוכשי נכסים, שכבר שילמו את מיטב כספם, יקבלו עדיפות על פני נושים אחרים של חברות כושלות, אשר נפגעו מתגובת השרשרת שקריסת Evergrande יוצרת.

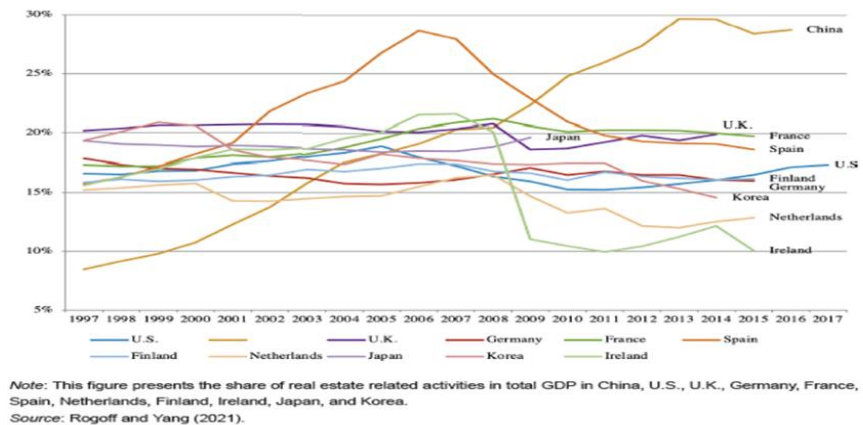
גרף 5



חשוב לזכור שהאירוע הנוכחי מגיע לאחר תוקפת פריחה של 25 שנים בתחום הנדל"ן של סין, מה שהרחיב את פעילות הבנייה ופעילויות נלוות לשיעור ניכר מהתוצר של סין, גבוה בהרבה מאשר בכלכלות גדולות אחרות. לכן, הרוח הגבית שהרימה את מגזר הבנייה ואת המשק הסיני נעלמה ועתה הגיעו קשיים.

במאמר שפורסם לאחרונה על ידי הכלכלן הנוודע קנט רוגוף, ישנה התייחסות למשקל הגדול של כלל פעילות הנדל"ן בסין, אשר מגיע לפי אומדנו לכמעט 30% מהתוצר. האומדן הזה, שבבנה בצורה אחידה למספר מדינות, כולל את כל פעילויות הבנייה לסוגיהן וגם את כל השירותים הנלווים לכך, המייצרים פעילות כלכלית נוספת שיש להתחשב בה – בעיקר בתחום השירותים (תכנון, רישוי, אדריכלות, תיווך ועוד ועוד). זה כפול ויותר מאשר היחס במדינות מפותחות. לכן, משבר נדל"ן מקומי המתחיל מחברת ענק אחת בסין עלול להיות בעל משמעות לכלל המשק הסיני וגם בעל השלכות חברתיות בלתי מייצבות כתוצאה בפגיעה במשקי בית וגורמים רבים אחרים שלא יקבלו תמורה לכספם ו/או יאבדו מקום עבודה בתחום הנוגע לנדל"ן. הרמה הנוכחית של מדד זה בסין דומה לרמה שהייתה בספרד ב-2005-2006 לפני הקריסה הגדולה שם בתחום הנדל"ן ואחר כך גם בתחומים נרחבים במשק הספרדי (גרף 6).

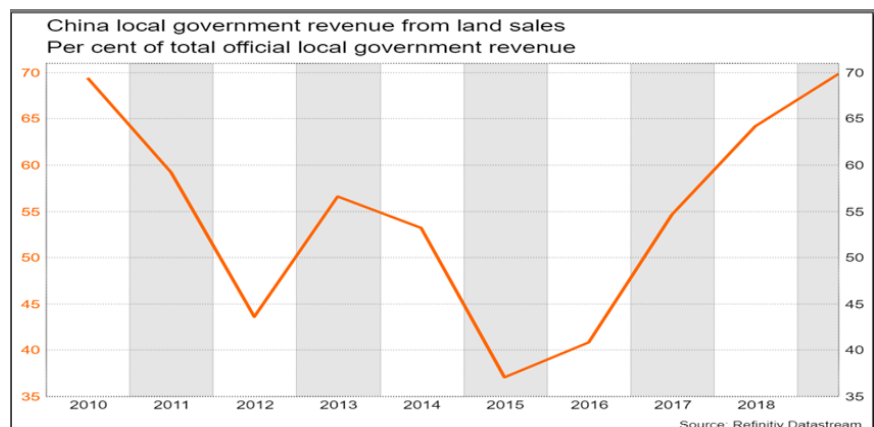
גרף 6



בהינתן ענף כה חשוב למשק הסיני, סביר שהשלטונות יתערבו בצורות שונות. חשיבותו של הענף בולטת גם בהקשר להכנסות המדינה ממסים וממכירת קרקעות, בעיקר בצד של רשויות מקומיות המסתמכות על מקור הכנסות זה כמקור עיקרי. מכאן חשיבות נוספת לייצוב המצב מבחינת השלטונות.

לכן, מעבר למתן עדיפות לרוכשים, השלטון עשוי להקל בכמה מגבלות המוגעות לרכישת נדל"ן, בפרט אם המחירים ירדו בחדות, ויהיה צורך במהלך לייצוב הביקוש. גם הבנק המרכזי, ה- PBOC, עשוי להתערב עם תוספת נזילות גדולה לענף, אבל בצורה סלקטיבית. קריסת Evergrande תהיה מבחן למערכת הפיננסית של סין ונראה שהשלטונות לא ירצו להיכשל בנושא זה, אשר בעל משמעויות מקומיות וגלובליות מבחינת הניראות של סין בעולם הפיננסי.

גרף 7

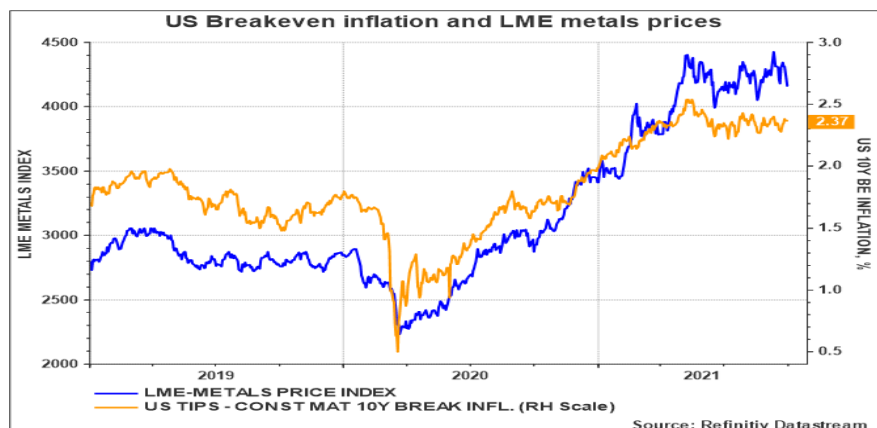


מבחינה תפעולית, סביר שיהיה ארגון מחדש של הפעילות למצב שבו חברות נדל"ן אחרות מקבלות על עצמן המשך ביצוע של הפרויקטים הלא גמורים של Evergrande עם תמורה כלשהי. התחייבויות למשקי בית לרוכשים ששילמו מראש ולספקים הן עיקר ההתחייבויות של החברה, אך ארגון מחדש שייתן עדיפות עליונה לרוכשי הדירות, לא ישאיר הרבה משאבים לנושים אחרים שסביר שיצטרכו לעבור "תספורת" משמעותית.

התמוטטות Evergrande תומכת בהערכה שמגזר הבנייה בסין עבר את שיאו ועתה נמצא בדרך לירידה מבנית. כתוצאה, זה יכול להוביל לכך שמחירי המתכות התעשייתיות ייחלשו בשנים הבאות, זאת לאחר העלייה המהירה שהייתה ב-2020-2021. המתכות הבסיסיות והתעשייתיות משמשות במידה רבה בבנייה הסינית. לשמש המחשה, הביקוש הסיני מהווה כמחצית מצריכת האבץ העולמית, מתוכם 70% מוצאים את דרכם לבנייה. גם הביקוש הגלובלי לנחושת מסתמך במידה רבה על תחום הבנייה הסיני ולא ניתן יהיה לפצות על ירידה כזו באמצעות ביקוש מוגבר ממקומות אחרים.

במידה וההתפתחויות בסין יובילו לבלימת עליית מחירי המתכות בעולם ואף לירידה, עשויה להיות לכך משמעות רחבה יותר, זאת לנוכח המתאם הרב יחסית אשר קיים בין האינפלציה BREAKEVEN בארה"ב (10 שנים) לבין מדד מחירי המתכות הגלובלי (מדד LME שכולל בעיקר אלומיניום, נחושת, אבץ, עופרת ועוד כמה מרכיבים קטנים יחסית). יתכן שמדובר גם בהשפעה עקיפה על סוגים נוספים של מחירי סחורות, כמו אנרגיה, וכל אלו עשויים להיות גורם שמביא בהמשך להתמתנות מסוימת של ציפיות האינפלציה בארה"ב ובמדינות מפותחות אחרות ובכך מביא לדחייה של המועד הראשון להעלאת ריבית בארה"ב ומיתון עוצמת העלאתה כאשר התהליך כבר יחל.

גרף 8



המלצות לפעילות: המשך העלייה בסביבת התשואות העולמית לצד היציבות הצפויה בריבית בנק ישראל עלולה להביא להמשך העלייה בתלילות העקומים. ציפיות האינפלציה הקצרות עשויות עוד להמשיך לעלות בעיקר בטווח הקצר.

עליית התשואות בשבועות האחרונים מקורה גם בהבנה כי הפד אכן קרוב להכרזה רשמית על TAPERING וגם בחשש המחודש מהמשך העלייה בסביבת האינפלציה העולמית על רקע חשש מעלייה נוספת במחירי הנפט וחשש להמשך בעיות אספקה והשפעות המחסור וצווארי הבקבוק בצד היצע. המחסור באספקה צפוי להמשיך ולהגביל את הצמיחה בעולם ולהפעיל לחץ כלפי מעלה על המחירים למשך מספר חודשים עד שתושג שליטה על הגל חדש של ה-COVID והכלכלה העולמית תיפתח מחדש בדגש על היצור, האספקה, התובלה, העבודה והשירותים. המחסור הינו משמעותי יותר בכלכלות שהתאוששו מהר, כולל ארה"ב, בריטניה וסין. סקר ה-PMI שמודד זמני האספקה של הספקים, מצא שאלו התארכו יותר בכלכלות אלה. כמו כן, כלכלות ומגזרים המסתמכים על המגזרים שבהם המחסור היה חריף נפגעו קשה יחסית מכך. לדוגמה, המחסור במוליכים למחצה עמד מאחורי ירידה של ממש בייצור כלי הרכב בגרמניה ובכך הביא להגבלת קצב ההתאוששות הכלכלית הרחבה יותר. על רקע זה נראה כי לפחות לגבי החלקים הקצרים בעקום תיתכן המשך העלייה בציפיות האינפלציה הנגזרות.

לגבי עליית התשואות הארוכות, נראה כי קיים פוטנציאל להמשך העלייה בקרוב, אם כי נראה כי העלייה צפויה להיות מתונה יחסית, זאת לנוכח הרמות הנוכחיות של התשואות. על רקע ההערכה כי ריבית בנק ישראל איננה צפויה להשתנות, נראה כי מגמת העלייה בתלילות העקום עלולה להימשך עוד.

ריכוז המלצותינו:

- ◀ אנו ממליצים על השקעה במח"מ קצר-בינוני.
- ◀ מומלצת השקעה מאוזנת בין שקלים לא צמודים לצמודי מדד.
- ◀ צמודי המדד מומלצים להשקעה בעיקר בטווח של 1 - 5 שנים.
- ◀ החשיפה לשקלים הלא צמודים מומלצת בעיקר בטווח של 3 - 5 שנים.
- ◀ מומלצת אחזקת מזומן ואג"ח בריבית משתנה לטווח בינוני – ארוך חלף השקעה במק"מ ואג"ח שקלי לטווח קצר.

אג"ח חברות

בדומה למגמה בשוק האג"ח הממשלתי גם באפיק הקונצרני ניכרת המשך מגמת הביצועים העודפים של השקלים צמודי המדד. במהלך השבועיים האחרונים בלט האפיק הקונצרני בביצועים עודפים כך שנרשמה ירידה מחודשת ברמת המרווחים.

המסחר באפיק הקונצרני התאפיין השבוע, כמו בתקופה האחרונה, במגמה מעורבת. המדדים צמודי המדד המשיכו בביצועים עודפים בדומה למגמה של התקופה האחרונה באפיק הממשלתי. באפיק הקונצרני המגמה בולטת אף יותר על רקע העובדה כי מרבית הסדרות הינן במח"מ קצר - בינוני שם מורגשת בצורה משמעותית מגמת הביצועים העודפים של צמודי המדד. ככלל בשבועיים האחרונים בלטה מגמת הירידה ברמת המרווחים לאחר תקופה של כחודשיים בהם נרשמה מגמה של עלייה ברמת המרווחים. ייתכן והעצירה בכמות הנפקות על רקע חגי תשרי והחופשות סייעה לירידה המחודשת ברמת המרווחים. זאת לאחר גיוס מאסיבי של כ- 17 מיליארד ₪ במהלך החודשים יולי - אוגוסט.

גרף 9 - מרווחים תל בונד 20, 40 ותל בונד שקלי 50



בגרף 9 ניתן לראות כי ירידת מרווחים חדה חלה בעיקר במדד התל בונד שקלי 50 לרמות השפל של השנה האחרונה. אנו סבורים כי לאור ירידת המרווחים לא מומלץ כרגע להגדיל החשיפה לאפיק הקונצרני בעיקר לא לאיגרות שקליות לא צמודות.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

המלצות לפעילות באפיק הקונצרני:

לא מומלצת הגדלת החשיפה לאפיק הקונצרני.

אנו ממליצים על חשיפה בעיקר לאיגרות במח"מ קצר - בינוני.

מומלצת חשיפה בעיקר לסדרות צמודות מדד.

אנו ממליצים להיחשף לחברות בדרוג בינוני – גבוה.

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**
----------	-----	-----------------------------	-------	---------------

לא היו הנפקות השבוע

סה"כ:	---
-------	-----

*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 2021 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 40.3 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 וبنק ישראל

◀ משרד האוצר יגייס השבוע (4.10) 1.25 מיליארד ₪ בהנפקה לעש"ר. הסדרות שיגויסו: ממשק 1024 – 200 מש"ח, ממשק 226 – 250 מש"ח, ממשק 432 (סדרה חדשה) – 350 מש"ח, ממשק 347 – 200 מש"ח, ממשק 726 – 250 מש"ח.

◀ בנק ישראל יגייס החודש (5.10) 11.0 מיליארד ₪ במק"מ. מדובר בעלייה של 1.0 מיליארד ₪ בהנפקת המק"מ לשנה. בנק ישראל יגייס 10.0 מיליארד ₪ במק"מ לשנה (סדרה חדשה 1012) ו 1.0 מיליארד ₪ בסדרה ל 90 יום (סדרה קיימת 112).

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

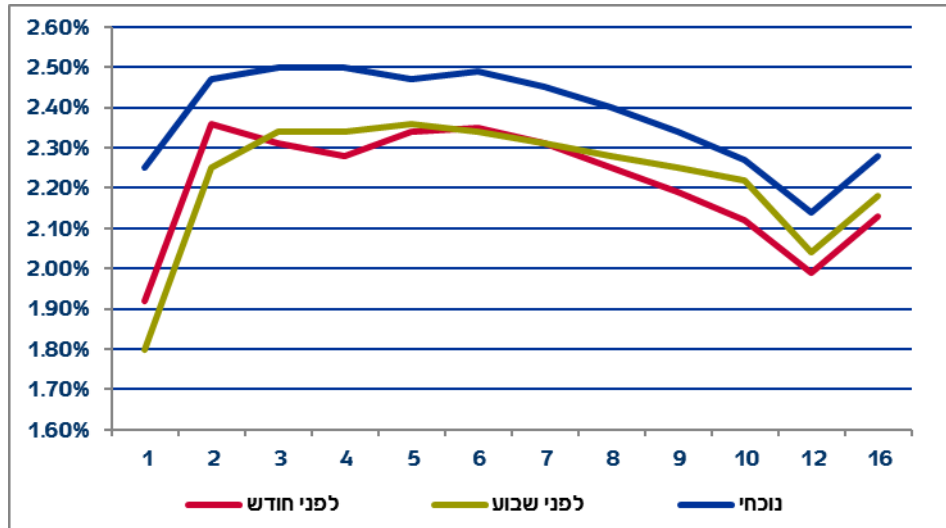
נספחים

שינויים שבועיים וחודשיים בפרמטרים עיקריים

הציפיות האינפלציוניות עלו באופן משמעותי לאורך העקום. (טבלה 1)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	1.92	1.80	2.25
2	2.36	2.25	2.47
3	2.31	2.34	2.50
4	2.28	2.34	2.50
5	2.34	2.36	2.47
6	2.35	2.34	2.49
7	2.31	2.31	2.45
8	2.25	2.28	2.40
9	2.19	2.25	2.34
10	2.12	2.22	2.27
12	1.99	2.04	2.14
16	2.13	2.18	2.28

*אינפלציה נגזרת לשנה מחושבת על פי עסקאות OTC בחדר עסקאות



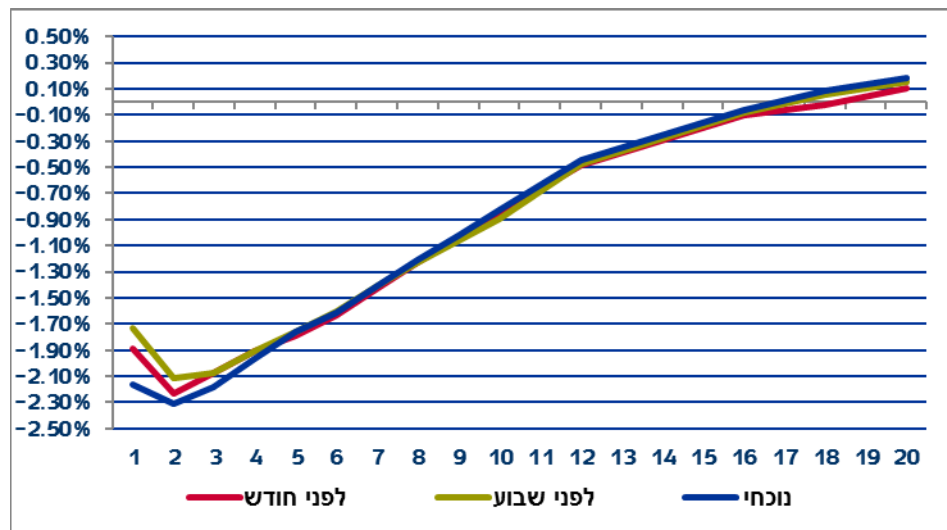
חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	-1.89	-1.73	-2.16
2	-2.23	-2.11	-2.31
3	-2.07	-2.07	-2.18
4	-1.91	-1.91	-1.97
5	-1.79	-1.76	-1.76
6	-1.63	-1.60	-1.61
7	-1.43	-1.41	-1.41
8	-1.23	-1.23	-1.21
9	-1.04	-1.06	-1.02
10	-0.85	-0.90	-0.83
12	-0.48	-0.47	-0.45
16	-0.10	-0.08	-0.06
18	-0.02	0.06	0.08
20	0.10	0.15	0.18

*תשואה לשנה נגזרת מעסקאות OTC בחדר עסקאות

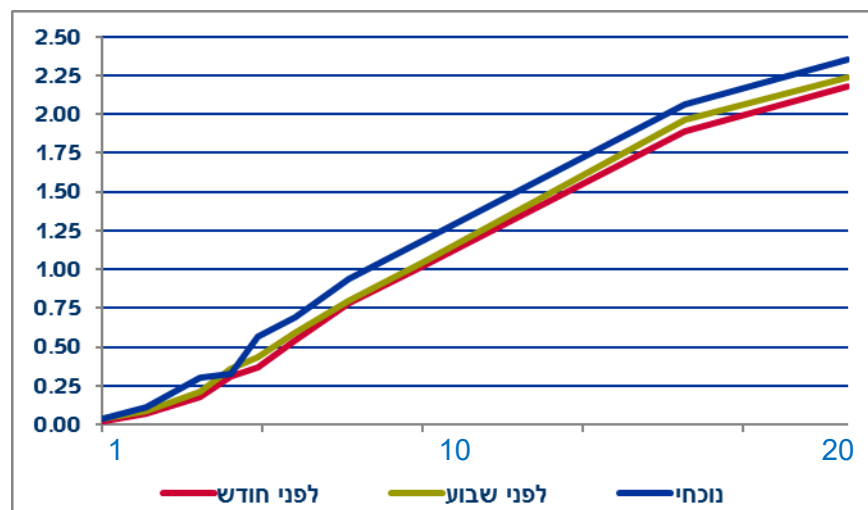


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח השקליות עלו בטווח הבינוני – ארוך של העקום. (טבלה 3)

אג"ח שקלי ריבית קבועה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ לשנה	0.02	0.04	0.04
1122	0.00	0.05	0.06
323	0.02	0.05	0.05
723	0.07	0.09	0.11
1123	0.10	0.10	0.10
324	0.13	0.14	0.17
1024	0.18	0.21	0.30
425	0.27	0.31	0.36
825	0.31	0.36	0.43
226	0.37	0.43	0.57
1026	0.45	0.50	0.58
327	0.54	0.59	0.69
928	0.78	0.80	0.94
330	1.02	1.05	1.19
537	1.77	1.82	1.93
142	1.89	1.96	2.06
347	2.18	2.24	2.35
שיפוע 2/10	1.09	1.12	1.24
שיפוע 5/10	0.74	0.72	0.76
שיפוע 2/5	0.35	0.40	0.48

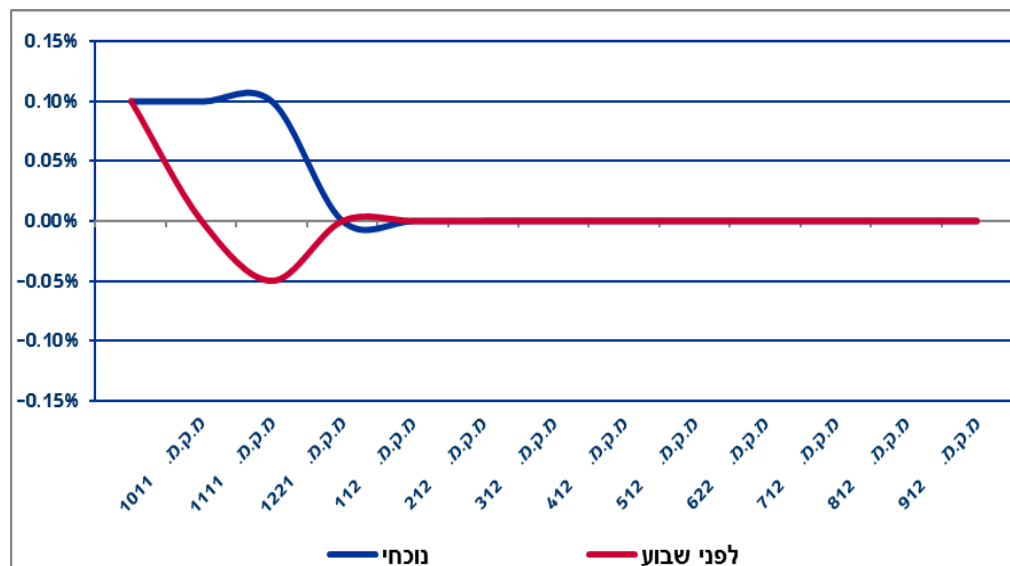


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מק"מ	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ 1011	0.00	0.10
מק"מ 1111	-0.05	0.10
מק"מ 1221	-0.05	0.00
מק"מ 112	0.00	0.00
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	0.00	0.00
מק"מ 812	0.00	0.00
מק"מ 912	0.00	0.00
ממוצע	-0.01	0.02



חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
526	0.10	0.11	0.10
1130	0.17	0.21	0.18

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

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
ריבית ב"י חזויה בעוד שנה	0.00	0.00	0.00
ריבית לשנה בעוד שנה	0.17	0.15	0.17
ריבית לשנה בעוד שנתיים	0.40	0.46	0.57

מרווחים בעקום השקלי (טבלה 7)

סדרות	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
2 - 5	0.27	0.35	0.40	0.48
5-10	0.70	0.74	0.72	0.76
2-10	0.97	1.09	1.12	1.24
10-30	1.22	1.26	1.27	1.27

המרווח השלילי בין אג"ח שקלי ממשלת ישראל לאג"ח ממשלת ארה"ב שמר על יציבות . (טבלה 8)

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מרווח לשנתיים	-0.13	-0.17	-0.19
מרווח ל-5 שנים	-0.34	-0.46	-0.42
מרווח ל-10 שנים	-0.13	-0.23	-0.20
מרווח ל-30 שנים	0.51	0.54	0.52
CDS ישראל ל-5 שנים	42	45	45
CDS ישראל ל-10 שנים	70	72	72

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

שווקים (אג"ח ל- 10 שנים), הנתונים נכונים ליום חמישי האחרון בצהריים ממזין על פי הרווח מגבוה לנמוך (טבלה 9)
5 ימי מסחר אחרונים לא מעודכן

מדינה	תשואה של האג"ח ל-10 שנים*	שינוי בתשואה של האג"ח ל-10 שנים	פיחות (-)/תיסוף (+) של המטבע המקומי ביחס ל-US\$	רווח/הפסד ב-\$
Poland	1.87	0.08	2.2%	1.6%
Malaysia	3.18	-0.05	1.1%	1.5%
Czech	1.75	-0.01	1.4%	1.5%
Sweden	0.15	0.01	1.2%	1.1%
France	-0.05	0.00	0.8%	0.8%
Italy	0.66	0.00	0.8%	0.8%
Germany	-0.40	0.01	0.8%	0.7%
South Korea	1.92	0.02	0.8%	0.6%
Thailand	1.59	0.04	0.9%	0.6%
USA	1.28	-0.07		0.6%
China	2.82	-0.06	0.0%	0.5%
Greece	0.73	0.05	0.8%	0.4%
Hungary	2.97	0.09	1.0%	0.3%
Israel	1.00	0.03	0.5%	0.3%
switzerland	-0.37	0.03	0.3%	0.1%
Uk	0.67	0.07	0.6%	0.0%

*מחושב לפי תשואת ממשק 330

חודש אחרון

מדינה	שינוי בתשואה של האג"ח ל-10 שנים*	פיחות (-)/תיסוף (+) של המטבע המקומי ביחס ל-US\$	רווח/הפסד ב-\$
Thailand	0.12	2.4%	1.4%
Malaysia	0.03	1.5%	1.3%
Hungary	0.21	1.7%	0.0%
China	0.01	0.0%	-0.1%
Israel	0.08	0.1%	-0.5%
Sweden	0.09	0.1%	-0.6%
France	0.09	0.0%	-0.7%
Italy	0.09	0.0%	-0.7%
Germany	0.09	0.0%	-0.7%
USA	0.10		-0.8%
Czech	0.12	0.1%	-0.9%
Poland	0.22	0.9%	-0.9%
Greece	0.18	0.0%	-1.4%
switzerland	0.07	-1.1%	-1.7%
South Korea	0.06	-1.5%	-2.0%
Uk	0.15	-1.0%	-2.2%

*מחושב לפי תשואת ממשק 330

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

השוואת תשואות הריאליות וציפיות האינפלציה (באחוזים) לטווח 10 שנים לפדיון, נכון ליום חמישי (טבלה 10) לא מעודכן

מדינה	ציפיות האינפלציה	תשואה ריאלית	שינוי שבועי
S.AFRICA	5.66	3.24	- 0.05
BRAZIL	5.60	4.70	0.30
MEXICO	4.11	2.73	0.04
UK	3.76	-2.98	0.08
CHILE	3.18	1.70	-0.12
USA	2.35	-1.05	-0.03
ISRAEL	2.19	-1.02	0.11
AUSTRALIA	2.10	-0.88	0.03
SWEDEN	1.85	-1.67	-0.01
CANADA	1.80	-0.62	0.00
SPAIN	1.64	-1.31	0.03
GERMANY	1.62	-1.99	0.02
FRANCE	1.43	-1.46	-0.01
ITALY	1.30	-0.63	0.01
JAPAN	0.21	-0.18	0.02
ממוצע	2.59	-0.09	0.03
לפני שבוע	2.56	-0.08	
לפני חודש	2.51	-0.16	

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

מדד	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
תל בונד 20	1.14	1.15	1.05
תל בונד 40	1.24	1.22	1.16
תל בונד שקלי 50	1.08	1.04	0.90

דרוג	צמוד מדד	שקלי משתנה	שקלי קבוע	ממוצע
AAA	0.66		0.42	0.60
+AA	0.83	0.20	0.35	0.60
AA	1.08		1.05	1.06
-AA	1.60	0.95	1.33	1.40
+A	1.75	1.05	1.40	1.60
A	2.10		1.85	1.95
-A	2.50		2.90	2.70
+BBB	2.70		3.00	2.80
BBB	2.50		3.40	2.95

לא כולל אג"ח חברות גדל"ן אמריקאיות.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

ענף	מדד		משתנה		שקלי		סו"כ ממוצע סה"כ ממוצע מח"מ	מרווח
	ממוצע של מרווח	ממוצע של מח"מ	ממוצע של מרווח	ממוצע של מח"מ	ממוצע של מרווח	ממוצע של מח"מ		
בנקים	1.21	1.94	1.10	4.37	1.39	1.65	1.27	1.97
נדלן	2.83	3.43	1.11	3.84	3.78	2.36	3.37	2.80
פיננסים	2.86	1.83			0.94	4.15	1.30	3.71
תקשורת	1.16	2.14	0.82	0.55	1.45	3.16	1.31	2.61
חשמל ואנרגיה	1.09	5.97			0.36	1.82	0.88	4.78
אחזקות	10.01	1.76			1.14	2.62	4.80	2.27
כימיה ונפט	19.88	4.63	1.01	2.70	9.16	3.06	11.83	3.49
מזון	0.82	3.74			0.58	3.72	0.66	3.73
ליסינג	2.15	2.15			1.44	1.63	1.63	1.77
תעשייה	0.78	8.78	0.20	1.26	0.72	1.71	0.68	4.02

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

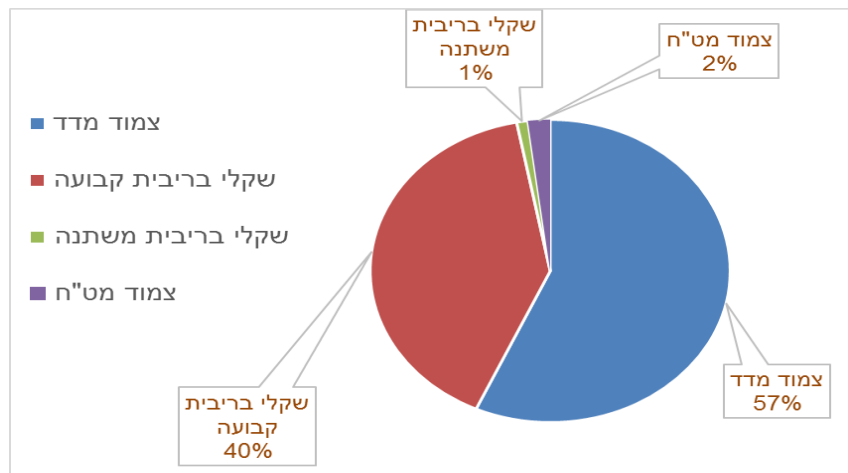
שם המדד	תשואה בשבוע האחרון	מתחילת השנה
אג"ח מדד ממשלתי 0 - 2	0.37%	2.88%
אג"ח מדד ממשלתי 2 - 5 שנים	0.14%	5.18%
תל בונד צמוד יתר	0.11%	6.90%
תל בונד צמוד בנקים	0.10%	5.22%
מדד אג"ח צמוד מדד קונצרני	0.09%	7.12%
תל בונד תשואות	0.08%	8.21%
תל בונד 60	0.05%	6.50%
תל בונד 40	0.05%	6.22%
תל אול בונד ריבית משתנה	0.05%	1.70%
תל בונד 20	0.04%	6.78%
אג"ח מדד ממשלתי 5 - 10 שנים	0.02%	6.12%
מדד אג"ח כללי קונצרני	0.02%	5.94%
מדד אג"ח צמוד מדד ממשלתי	0.00%	4.16%
מדד אג"ח שקלי ממשלתי בריבית משתנה	0.00%	0.27%
מדד המק"מ	0.00%	-0.01%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 0 - 2 שנים	-0.01%	0.08%
תל בונד תשואות שקלי	-0.08%	5.14%
תל בונד גלובל	-0.11%	7.64%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 2 - 5 שנים	-0.17%	-0.02%
תל בונד שקלי	-0.25%	2.14%
אג"ח מדד ממשלתי +10 שנים.	-0.26%	2.56%
תל בונד שקלי 50	-0.29%	1.23%
מדד אג"ח כללי ממשלתי	-0.33%	0.55%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 5 - 10 שנים	-0.72%	-1.60%
אג"ח ממשלתי לא צמוד + 10 שנים	-1.62%	-6.46%

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

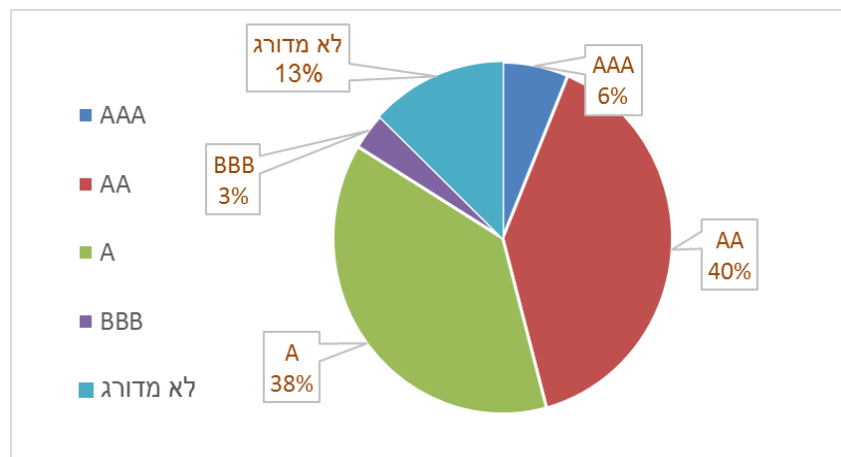
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2021 על פי בסיס הצמדה

באחוזים	סכום במש"ח	בסיס הצמדה
56.7	22,858	צמוד מדד
40.5	16,302	שקלי ריבית קבועה
0.9	381	שקלי ריבית משתנה
1.9	752	צמוד מט"ח
100.0	40,293	סה"כ



גיוסים קונצרנים לשנת 2021 לפי דירוג

באחוזים	סכום במש"ח	קבוצת דירוג
6.3	2,529	קבוצת AAA
39.6	15,941	קבוצת AA
37.9	15,260	קבוצת A
3.4	1,379	קבוצת BBB
12.8	5,184	לא מדורג
100.0	40,293	סה"כ

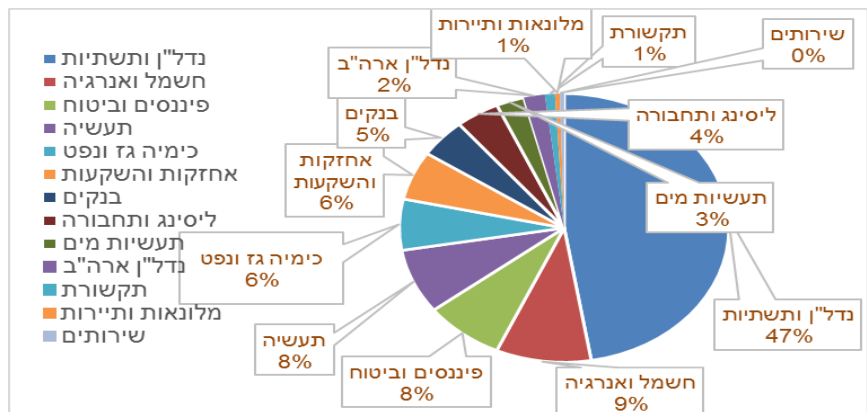


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

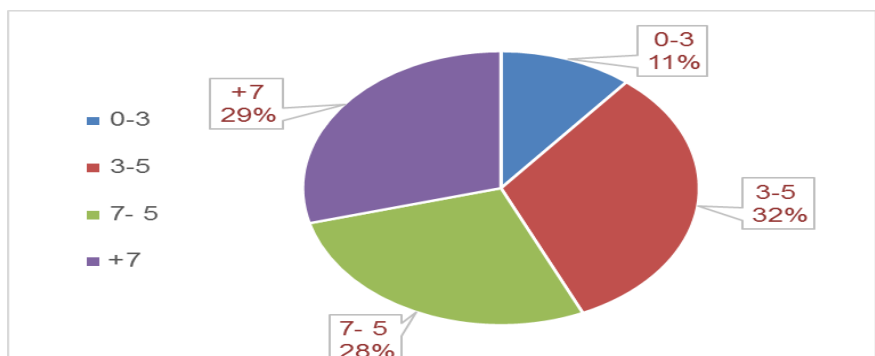
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2021 על פי ענפים

שם הענף	סכום במש"ח	באחוזים
נדל"ן ותשתיות	19,087	47.4
חשמל ואנרגיה	3,761	9.3
פיננסים וביטוח	3,150	7.8
תעשייה	3,143	7.8
כימיה גז ונפט	2,476	6.1
אחזקות והשקעות	2,374	5.9
בנקים	1,879	4.7
ליסינג ותחבורה	1,733	4.3
תעשיות מים	1,104	2.7
נדל"ן ארה"ב	833	2.1
תקשורת	394	1.0
מלונאות	192	0.5
שירותים	167	0.4
סה"כ	40,293	100.0



התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2021 על פי מח"מ

מח"מ	סכום במש"ח	באחוזים
0-3	4,392	10.9
3-5	13,028	32.3
5-7	11,140	27.6
7+	11,733	29.1
סה"כ	40,293	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 bl.unsubscribe@bankleumi.co.il"

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

מסחר בניירות ערב

מחקר

עופר הילל ראש דסק מחקר בנקאות פרטית 076-8858752 oferhi@bll.co.il	קובי לוי ראש דסק אסטרטגיה 076-8858173 Koby.levi@bankleumi.co.il	דודי רזניק אסטרטג ריביות 076-8857439 Dudi.reznik@bankleumi.co.il	דר' גיל מיכאל בפמן כלכלן ראשי 076-8857439 Gilmichael.bufman@bankleumi.co.il
--	---	--	---

מחקר מיקרו וני"ע זרים.

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

מנהל מסחר ני"ע ישראליים

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

דסק אג"ח

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

דסק מניות נגזרים ולקוחות זרים

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

דסק השאלות

לירון אבנרי סוחרת 03-5112605 Liron.avnery@bankleumi.co.il	גיא גזית סוחר 03-5112605 Guy.gazit@bankleumi.co.il	דודי רובינשטיין מנהל דסק השאלות 03-5112605 Dudi.rubinstein@bankleumi.co.il
---	--	--