

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

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

27.03.2022

#### אגרות חוב וריביות

ד"ר גיל מיכאל בפמן | כלכלן ראשי  
[gilmichael.bufman@bankleumi.co.il](mailto:gilmichael.bufman@bankleumi.co.il)  
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

נתוני המדד המשולב למצב המשק חושפים חולשה יחסית בפעילות הכלכלית בחודשים דצמבר 2021-פברואר 2022, זאת ברקע השפעות גל ה"אומיקרון". זאת, עוד בטרם פרצה הלחימה ברוסיה-אוקראינה, אשר צפויה להכביד על הפעילות הכלכלית העולמית במהלך השנה.

נתוני האבטלה מנוכי העונתיות, אשר הינם זמינים עד חודש ינואר, מצביעים על ירידה מתמשכת בשיעור האבטלה ה"רגיל" עד לרמה של 3.9%, אשר הינה קרובה לרמת האבטלה שהייתה ערב פרוץ משבר הקורונה.

בחינה של נתון זה בהשוואה בינלאומית, מעלה כי ישראל נמצאת בשליש התחתון של התפלגות שיעור האבטלה הסטנדרטי בקרב מדינות ה-OECD.

על אף שהיצע הדירות החדשות התרחב אשתקד בקצב מהיר ביחס לעבר, הביקוש גדל מהר אף יותר. אי לכך, נרשמה האצה משמעותית במחירי הדירות.

לאור ההערכה כי למרבית העולים אין הון מספיק לרכישת דירה בישראל, אפשרות של גידול משמעותי בעלייה לישראל מאוקראינה צפויה להשפיע קודם כל על מחירי שכר הדירה, ורק בהמשך על מחירי הדירות. מדובר בגורם נוסף העלול ללחוץ את סביבת האינפלציה כלפי מעלה.

נמשכת העלייה בעקום הריביות הדולריות תוך המשך מגמת השתטחות העקום. התבטאויות ניציות של בכירי הפד הובילו להתגברות ציפיות המשקיעים להעלאת ריבית מהירה בארה"ב, כאשר הציפייה להעלאה של 50 נ"ב באחת מההחלטות נמצאת שוב על הפרק.

היין היפני נחלש בחדות ביחס לדולר לשער 121, שפל של 7 שנים. הפיחות החד בערכו של היין הוא תוצאה של המדיניות המרחיבה שצפויה ביפן, בניגוד להידוק מוניטרי והעלאות ריבית בשאר העולם המפותח

ההידוק המוניטארי בעולם נמשך כאשר השבוע הריבית בנורבגיה עלתה פעם נוספת.

#### אג"ח ממשלתי

המגמה השלילית בשוק האג"ח הממשלתי נמשכת. איגרות החוב הארוכות לטווח של 10 שנים ומעלה אבדו יותר מ 10% מראשית השנה.

אנו ממשיכים להמליץ על השקעה במח"מ בינוני.

מומלצת השקעה מאוזנת בין האפיקים.

צמודי המדד מומלצים להשקעה בטווח הקצר של העקום בלבד.

השתטחות העקום השקלי הלא צמוד נמשכת. לאחרונה חלה השתטחות משמעותית בטווח 10 - 30. בטווח זה פוטנציאל ההשתטחות עדיין קיים.

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

פוטנציאל התרחבות פער התשואה השלילי בין הריביות השקליות לאלו הדולריות המקבילות עדיין קיים.

# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

### אג"ח קונצרני

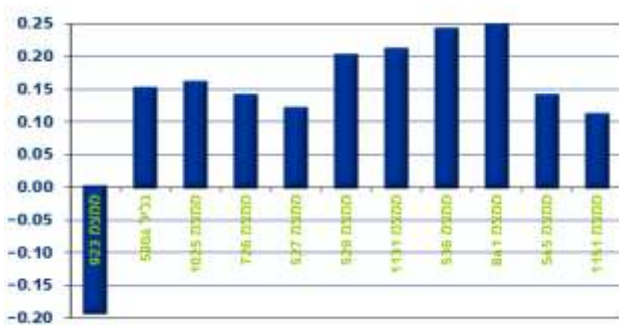
- רמת המרווחים שומרת על יציבות. <
- המרווחים בגיוסי פיקדונות בנקים עלו חדות לאחרונה. <
- ניכרת ירידה בגיוסי חברות שאינן מהתחום הפיננסי. <
- מומלצת השקעה בעיקר במח"מ קצר - בינוני. <
- על רקע הביצועים הנאים של כלכלת ישראל הצפויים להימשך בשנת 2022, אנו סבורים כי השקעה באפיק הקונצרני עדיפה מהשקעה באפיק הממשלתי. <
- מומלצת הגדלת החשיפה לפיקדונות בנקאיים ואג"ח בדרוג קבוצת A ומעלה. <

## אג"ח ממשלתי ומקרו

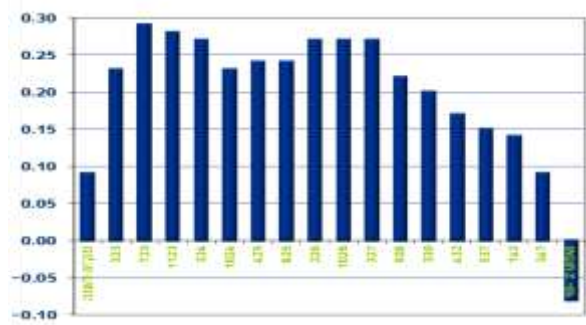
מבט שבועי – המגמה השלילית בשוק האג"ח הממשלתי נמשכה ואף התעצמה השבוע. ירידות שערים חדות יחסית נרשמו במרבית האפיקים למעט בצמודי המדד הקצרים שרשמו עליות שערים קלות. העקום השקלי הלא צמוד המשיך להשתטח על רקע עליית תשואות חדה יחסית בחלק הקצר – בינוני של העקום. ציפיות האינפלציה הקצרות המשיכו לעלות לעומת ירידה בציפיות האינפלציה לטווח ארוך.

מגמה שלילית נרשמה השבוע במסחר בשוק האג"ח הממשלתי. ירידות שערים חדות יחסית נרשמו בחלקים הבינוניים – ארוכים של העקומים כאשר איגרות החוב לטווח של 10 שנים ומעלה רושמות ירידות ממוצעות של קרוב ל - 2.5%. בלטו לשלילה צמודי המדד הארוכים בירידת מחירים שבועית ממוצעת של כ - 3.20%. מראשית השנה איגרות החוב הארוכות לטווח של 10 שנים ומעלה איבדו מערךן יותר מ - 10%. החשש מהמשך העלייה בסביבת האינפלציה והמשך המעבר למדיניות מוניטרית מהדקת בעולם ממשיכים להוות משקולת משמעותית על שוקי האג"ח הממשלתיים בעולם ובכלל זה שוק האג"ח הממשלתי המקומי.

גרף - 2 שינוי שבועי בתשואת אג"ח צמוד מדד



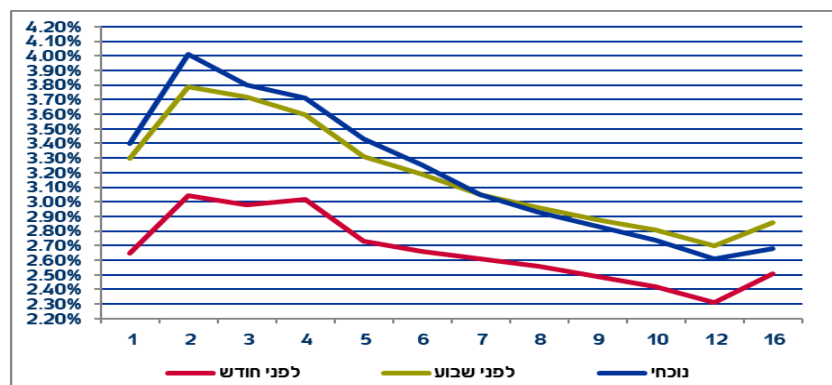
גרף - 1 שינוי שבועי בתשואת אג"ח שקלי



עליית התשואות בחלק הקצר – בינוני של העקום השקלי הלא צמוד מבטאת את שינוי הגישה שחל בשוק במהלך החודש האחרון. נראה שהשינוי משקף צפי בשוק כי בנק ישראל לא יוכל להישאר אדיש לעליית סביבת האינפלציה ולמהלך עליית הריביות בעולם. תימוכין לגישה זו אפשר היה למצוא בדברי המשנה לנגיד השבוע שטען כי המשבר באוקראינה מוסיף מורכבות בקביעת המדיניות המוניטארית: הוא יוצר זעזוע בצד ההיצע ועלול לעכב את חזרת האינפלציה ליעד. דברים אלו תומכים בהעלאת ריבית ראשונה כבר בהודעת הריבית הקרובה בעוד כשבועיים.

ציפיות האינפלציה רשמו עלייה השבוע בחלק הקצר של העקום וירידה בחלק הבינוני – ארוך של העקום. מראשית הלחימה באוקראינה נרשמה עלייה חדה בציפיות האינפלציה הנגזרות כפי שניתן לראות בגרף 3. בחלק הקצר של העקום הציפיות כבר חורגות משמעותית מהגבול העליון של יעד יציבות המחירים ועומדים במוצע על כ - 4% לשנה. הציפיות הארוכות שירדו במהלך השבוע התייצבו סביב רמה של כ - 3%, בגבול העליון של יעד יציבות המחירים. בדומה למגמה בעולם עקום הציפיות האינפלציה ירד משמאל לימין ומגלם הערכה כי האינפלציה צפויה להמשיך ולהיות גבוהה בתקופה הקרובה, אולם העלאות הריבית וההידוק המוניטארי בעתיד צפויים בהמשך להיות גורם התומך בהורדת האינפלציה, וזאת גם במחיר של האטת צמיחת הכלכלה.

## גרף 3 – ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק האג"ח הממשלתי.



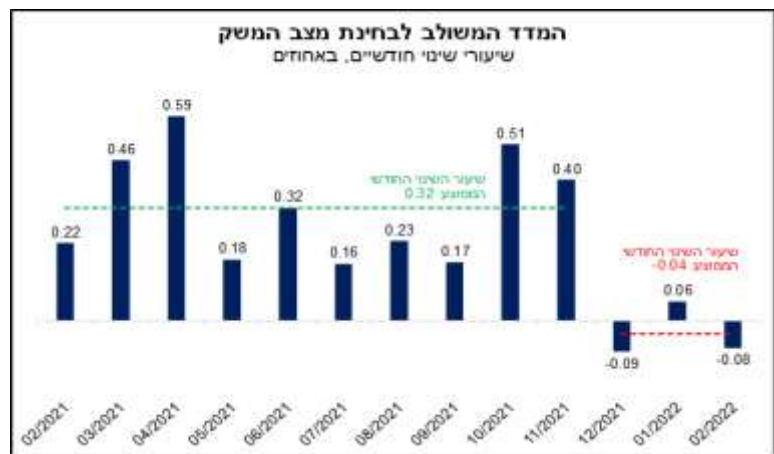
## חולשה יחסית בנתוני המדד המשולב בחודשים דצמבר 2021-פברואר 2022, ברקע השפעות גל ה"אומיקרון".

המדד המשולב לבחינת מצב המשק של בנק ישראל ירד בחודש פברואר בשיעור מתון של כ-0.08% (לעומת החודש הקודם). זאת, בהמשך לחולשתו בחודשים ינואר 2022 ודצמבר 2021. הירידה המתונה במדד המשולב בחודש פברואר חלה עקב ירידות ביבוא מוצרי הצריכה והתשומות לייצור, כמו גם ביצוא הסחורות. מנגד, המסחר הקמעונאי (ינואר), הייצור התעשייתי (ינואר) ויצוא השירותים (דצמבר 2021), קיזזו את הירידה.

בנק ישראל מציין בהודעתו כי החולשה בחודשים האחרונים חלה על רקע השפעות העלייה בתחלואה בקורונה, עקב התפרצות הגל החמישי (גל ה"אומיקרון"). ואכן, כפי שניתן לראות בגרף 4, שיעור השינוי החודשי הממוצע של המדד המשולב עמד על כ-0.32% בין החודשים פברואר-נובמבר 2021, ובחודשים דצמבר 2021-פברואר 2022 ירד בחדות לשיעור של כ-0.04%, שמשמעותו התכווצות מתונה בפעילות. לאור זאת, ולאור המתאם הגבוה יחסית (כ-75%) הקיים בין שיעור השינוי הרבעוני של המדד המשולב ושיעור השינוי הרבעוני של התוצר המקומי הגולמי (נתונים מנוכחי עונתיים, מתחילת 2010), נראה כי צפויה האטה מסוימת בקצב צמיחת התוצר ברביע הראשון של 2022. עם זאת, ההתאוששות בפעילות בחודש מרץ צפויה להשפיע לחיוב על הצמיחה ברביע הראשון של השנה.

נתוני המדד המשולב מצביעים על האטה מסוימת בהתרחבות הפעילות הכלכלית בחודשיים הראשונים של שנת 2022. זאת, עוד בטרם פרצה הלחימה ברוסיה-אוקראינה, אשר צפויה להכביד על הפעילות הכלכלית העולמית במהלך השנה. בהקשר זה, נציין כי תחזיות הצמיחה למרבית הכלכלות המפותחות, בדגש על כלכלות אירופה, הופחתו בעת האחרונה, זאת במקביל לעדכון כלפי מעלה של תחזיות האינפלציה, עקב השפעות הלחימה ברוסיה-אוקראינה. התפתחויות אלה, בדגש על תרחיש חמור יחסית של לחימה ממושכת, צפויות להשפיע בעקיפין גם על ישראל, זאת בדגש על האצת האינפלציה.

## גרף 4



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

## שיעור האבטלה של ישראל, בהגדרתו הסטנדרטית, נמוך ביחס למרבית מדינות ה-OECD

בחודש פברואר 2022, שיעור האבטלה ה"רחב" המשיך לרדת, ועמד על 5.4% לעומת 5.6% בינואר 2022 (נתונים מקוריים). זאת, בעיקר על רקע צמצום בהיקף האבטלה העודפת שנוצרה עקב המשבר.

בהקשר זה, נציין כי האבטלה בהגדרה הרחבה, כוללת את היקף הבלתי מועסקים – המהווה את ההגדרה הסטנדרטית של שיעור האבטלה (שיעור האבטלה ה"רגיל"); וכן את האבטלה העודפת שנוצרה עקב משבר הקורונה, שכוללת את היקף המועסקים שנעדרו זמנית מעבודתם עקב המשבר (בעיקר עובדים שהוצאו לחל"ת) ועובדים שהפסיקו לעבוד עקב פיטורים או סגירת מקום העבודה מחודש מרץ 2020 (מרביתם, כפי הנראה, כתוצאה מהמשבר).

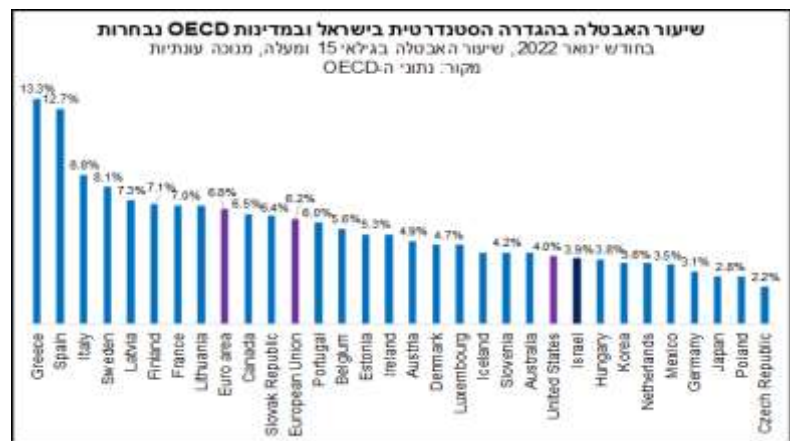
נתוני האבטלה לחודש פברואר, שפורסמו עד כה, ואשר אינם מנוכחים מהשפעות של עונתיות, מלמדים על אי שינוי בשיעור האבטלה בהגדרה הסטנדרטית בהשוואה לינואר. נתוני האבטלה מנוכחי עונתיים, אשר הינם זמינים עד חודש ינואר, מצביעים על ירידה

מתמשכת בשיעור האבטלה ה"רגיל" עד לרמה של 3.9%, אשר הינה קרובה לרמת האבטלה שהייתה ערב פרוץ משבר הקורונה.

בחינה של נתון זה בהשוואה בינלאומית, מעלה כי ישראל נמצאת בשליש התחתון של התפלגות שיעור האבטלה הסטנדרטי בקרב מדינות ה-OECD (גרף 5). דהיינו, השוואה של שיעור הבלתי-מועסקים מתוך כוח העבודה, המהווה את הרכיב העיקרי של האבטלה הכוללת במשק, מציגה תמונה חיובית יחסית עבור שוק העבודה המקומי ביחס למרבית הכלכלות המפותחות. שיעור האבטלה ה"רגיל" של ישראל נמוך באופן משמעותי מזה של גוש האירו והאיחוד האירופי, ודומה לזה של ארה"ב. הסבר אפשרי לכך הינו העובדה שהיקף הפעילות (כאחוז מהתוצר) של "ענפי הקרבה", שנפגעו במידה רבה מהמשבר, הינו נמוך יחסית בישראל (לעומת חלק ממדינות אירופה הגדולות, למשל), זאת במקביל להיקף פעילות גבוה יחסית של תחום ההייטק בישראל, שהמשיך לצמוח גם בזמן המשבר, התפתחות אשר תמכה בהתאוששות שוק העבודה.

השיפור בנתוני התעסוקה של המשק נמשך, ובא לידי ביטוי בירידת היקף האבטלה לצד עלייה חדה במספר המשרות הפנויות במשק, אם כי, היא אינה חריגה בהשוואה למרבית המדינות המפותחות, ובראשן ארה"ב ובריטניה. מגמה זו צפויה להימשך גם בחודשים הקרובים, ועשויה לתמוך בהמשך התפתחות לחצי שטר במשק, הגם אם מתונים יחסית במונחים ריאליים, אשר בתורם עשויים לתמוך בהתמשכות האינפלציה והארכת פרק הזמן שידרש על מנת לחזור "ליציבות מחירים". **במבט כולל, מדובר בנתונים אשר תומכים בהערכתנו להעלאת ריבית ראשונה מצד בנק ישראל כבר בישיבה הקרובה של הוועדה המוניטארית שעתידה להתקיים ב-11.4.**

### גרף 5



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

### היקף גמר הבנייה ירד בסיכום שנת 2021; מנגד, עלייה חדה נרשמה בהיקף התחלות הבנייה.

היקף התחלות הבנייה בשנת 2021 הסתכם בכ-63.3 אלף דירות, נתון המשקף עלייה של כ-13% לעומת היקף ההתחלות השנתי הממוצע בשנים 2016-2020. בהקשר זה, נציין כי היקף התחלות הבנייה בשנת 2021 עשוי להתברר בהמשך כגבוה יותר (כ-70 אלף דירות). זאת, לאור הנטייה של הנתונים להתעדן כלפי מעלה באופן משמעותי, וכן בהתחשב בהיקף שיא של היתרי בנייה אשתקד, שהגיע לכ-76 אלף דירות.

במבט קדימה, אנו מעריכים כי קצב התחלות הבנייה צפוי לעמוד על סביב 60 אלף דירות במהלך השנה, כאשר ירידה מסוימת צפויה במהלך 2023, עקב השפעה בפיגור של הירידה החדה בהיקף שיווקי הקרקעות במהלך 2020. התכנון הממשלתי להאיץ את הגידול בהיצע הדירות, בשילוב עם ציפיות לעלייה משמעותית יחסית מאוקראינה ומרוסיה, עשויים לתמוך בהתחלות הבנייה בטווח הבינוני, דהיינו לאחר השנתיים הקרובות. זאת, בפרט אם יעלה בידי הממשלה לקצר את פרק הזמן הדרוש לתרגום המלאי התכנוני לכדי התחלות בנייה, בין היתר, באמצעות גישור על פערי תשתיות בתכניות בנייה שאושרו ויעול תהליך הוצאת היתרי הבנייה ע"י הרשויות המקומיות.

מנגד, היקף גמר הבנייה טרם התאושש מהשפעות משבר הקורונה. שנת 2021 הסתכמה בירידה של כ-5.2% בגמר הבנייה לרמה של כ-46.8 אלף דירות – הנתון הנמוך ביותר משנת 2016 (גרף 6). זאת, לעומת קצב גמר בנייה של כ-52 אלף דירות בשנת 2019, ערב משבר הקורונה, ולעומת צרכי דיור המוערכים על ידינו בכ-60-55 אלף דירות גמורות מדי שנה. ברקע להתפתחות זו, עומדים בצד האובייקטיבי של ההסברים האפשריים, המחסור בכוח אדם בענף הבינוי, בדגש על עובדים מקצועיים (כפי שעולה מסקרי הלמ"ס), ומחסור בחומרי גלם, על רקע השיבושים בשרשראות האספקה העולמיות בשנה האחרונה.

### גרף 6



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

במבט קדימה, גמר הבנייה למגורים צפוי להתרחב בהדרגה במהלך השנה הקרובה. זאת, בין היתר, על רקע העלייה המחודשת ברביעים האחרונים בהיקף ההשקעות בבנייה למגורים, לצד הגידול בהיקף משרות השכיר בענף הבינוי. מנגד, המשך שיבושים בהיצע העולמי של חלק מתשומות הבנייה, על רקע המלחמה באוקראינה (בפרט פלדה וברזל), עלולים להוסיף ולהכביד על ההתאוששות. גם התפתחות גלי תחלואה נוספים מהקורונה עלולה לעכב את עליית קצב מסירת הדירות.

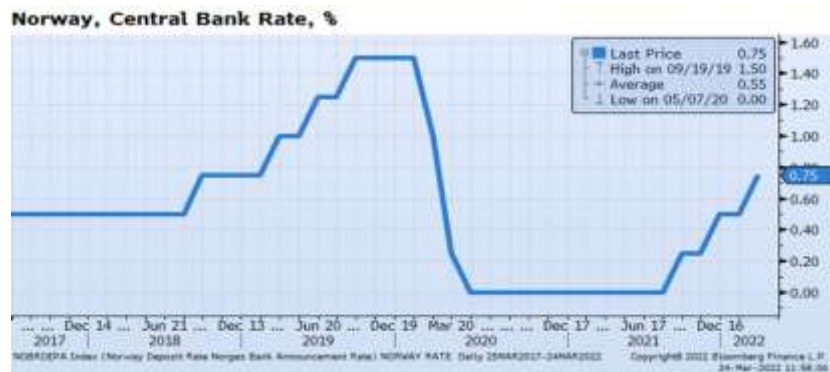
לסיכום, הנתונים מלמדים כי גמר הבנייה עדיין לא התאושש מהשפעות המשבר, זאת בניגוד להתחלות ולהיתרי הבנייה ופער זה עשוי ללמד על השפעתם של שיקולי השאת רווחים. מבחינת ההשפעה על המחירים, נציין כי **על אף שהיצע הדירות החדשות התרחב אשתקד בקצב מהיר ביחס לעבר, הביקוש גדל מהר אף יותר. אי לכך, נרשמה האצה משמעותית במחירי הדירות, שעלו בכ-13% בשנה האחרונה – שיא של כ-11 שנה.** במבט קדימה, לאור הצפי להאטה בהיקף השיא של מכירת הדירות במשק, עליית מחירי הדירות צפויה להיחלש רק במעט, וצפויה להישאר, לכל הפחות, בסביבה חד-ספרתית גבוהה במהלך 2022. זאת, בין היתר, לאור ההשפעה בפיקור של הירידה בביקוש, לצד האצת האינפלציה במשק בשנה הנוכחית. כמו כן, נציין כי **לאור ההערכה כי למרבית העולים אין הון מספיק לרכישת דירה בישראל, אפשרות של גידול משמעותי בעלייה לישראל מאוקראינה צפויה להשפיע קודם כל על מחירי שכר הדירה, ורק בהמשך על מחירי הדירות.**

### מקרו עולמי

הבנק המרכזי בנורבגיה ממשיך בהעלאות ריבית על רקע המשך העלייה בסביבת האינפלציה.

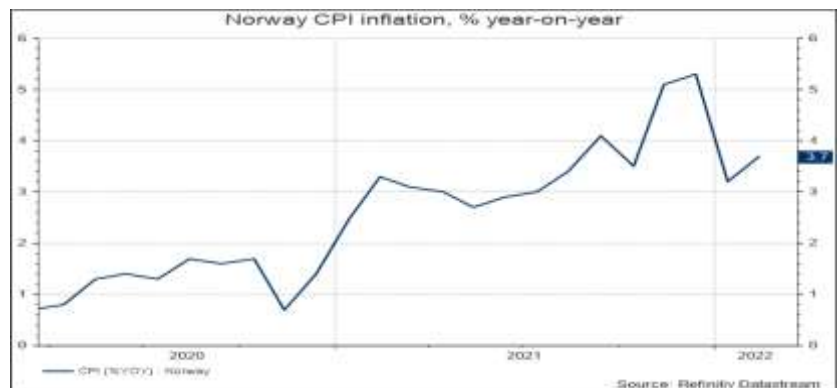
הבנק המרכזי הנורבגי העלה את הריבית ב-25 נקודות בסיס, ל-0.75%, וציין כי "סביר להניח שהריבית תועלה עוד ביוני". ההחלטה מדגישה שהאינפלציה ועלויות השכר גבוהות מהצפוי ומהרצוי. נורבגיה הינה מעצמת אנרגיה ולכן היא מצויה במצב טוב יותר ממדינות אחרות בהתמודדות עם ההשפעות הכלכליות של המלחמה באוקראינה, והיא אף יוצאת נשכרת מאוד מעליית מחירי האנרגיה.

### גרף 7



תחזית הבנק המרכזי עודכנה בצורה משמעותית כלפי מעלה עם שיעור ריבית של 2.5% בסוף 2023, זאת לעומת 1.7% בתחזית הקודמת. זה עולה בקנה אחד עם העלאת הריבית ב-25 נקודות בסיס אחת לרבעון. לא מן הנמנע שהבנק יקדים חלק מן ההעלאות בכדי לנסות ולהשפיע באופן משמעותי יותר על האינפלציה באופן מוקדם ככל האפשר.

### גרף 8



**המלצות לפעילות: ההידוק המוניטארי בעולם בשילוב המשך של סביבת אינפלציה גבוהה צפויים להמשיך ולהעיב על ביצועי האפיק הממשלתי בטווח הקצר. פוטנציאל השתטחות העקום השקלי הלא צמוד המקומי (למעט בטווח הארוך ביותר), מהרמות הנוכחיות, די מוגבלת.**

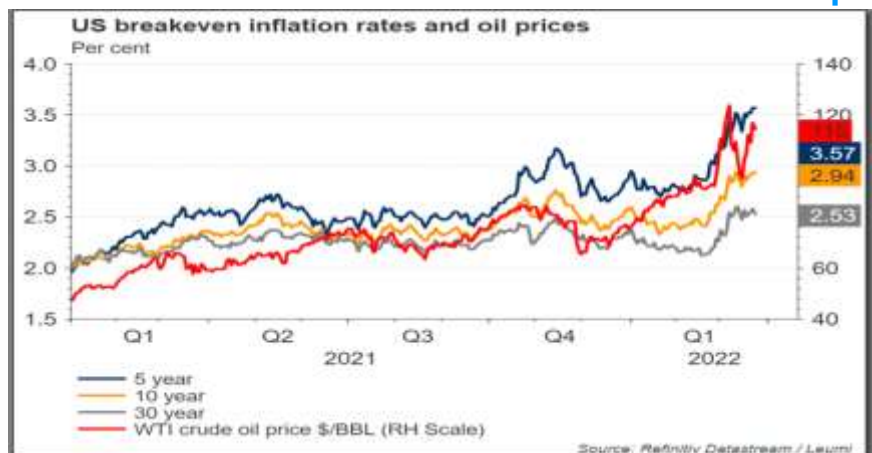
המשך העלייה בסביבת האינפלציה, מגמת העלייה בריביות בנקים מרכזיים בעולם וההשפעות של המלחמה באוקראינה צפויים להקדים את העלאות הריבית בישראל וכלל הנראה כבר בהחלטה הקרובה יעלה בנק ישראל את הריבית לרמה של 25 נ"ב. נראה כי בנוסף עד סוף השנה יעלה בנק ישראל את הריבית לפחות עוד פעמיים לרמה של 75 נ"ב בסוף שנת 2022. טון הדיבור של בנק ישראל השתנה משמעותית במהלך החודש האחרון ונראה כי העלייה באינפלציה בפועל במדדים הקרובים, לכ-4% ויותר, בשילוב העלייה בציפיות האינפלציה, מסמנים את הדרך לסדרה של העלאות ריבית.

מעבר להעלאת הריבית הצפויה בישראל ב-11/4/2022, שתכלול, ככל הנראה, מסר ניצי לגבי ההמשך, הרי שב-12/4/2022 יתפרסם מדד המחירים לצרכן לחודש מרץ בארה"ב, הצפוי לעלות בשיעור גבוה של כ-1.1-1.2%, תוך עליית הקצב השנתי של עליית המדד בארה"ב לכ-8.4% או אף יותר. התפתחות זו, יחד עם "אבדן העוגן" של ציפיות האינפלציה בארה"ב צפויה להגביר את הציפיות להאצת העלאת הריבית בארה"ב כבר בהחלטה של 4/5/2022, בשילוב עם הפעלת התכנית לצמצום גודל המאזן של הבנק הפדרלי כבר בהקדם. התפתחות כזו, תוך הגעה לריבית פד של כ-2.5% עוד במהלך 2022, צפוי לתמוך בהמשך עליית התשואות בארה"ב, תוך המשך העלייה של התשואה ל-10 שנים לכ-2.6-2.8%.

לא נראה שהפד ירפה ממהלך ההידוק, גם במחיר של האטת הצמיחה, זאת כפי שכבר בא לידי בתחזיות העדכניות של הפד אשר משקפות את ההתפתחויות הבאות: הפחתת תחזית הצמיחה של המשק האמריקאי בשנת 2022 מ-4.0% בתחזית מחודש דצמבר ל-2.8% בתחזית מחודש מרץ; העלאת הריבית והשפעה על התשואות בשוק, עד אשר אלו יעלו לרמה ריאלית חיובית מן הסביבה השלילית הנוכחית; העלאת הריבית במידה ניכרת במהלך 12-18 החודשים הקרובים לכ-2.8% ואף יותר, ורק לאחר מכן, בטווח הארוך יותר, הפחתת הריבית, זאת במקביל לירידת האינפלציה חזרה לרמה התואמת את היעד של 2.0%.

העלייה בתשואות הבינוניות בעקום השקלי הלא צמוד הביאו את התלילות בטווח של 5 – 10 שנים לרמה של כ-40 נ"ב. מדובר ברמה נמוכה יחסית לעקום המקומי ונראה כי פוטנציאל השתטחות נוספת של העקום די מוגבלת. השתטחות משמעותית נרשמה לאחרונה גם בטווח 10 – 30 בישראל כאשר מרמה של כ-130 נ"ב ירדה התלילות לרמה נוכחית של מתחת ל 100 נ"ב. אנו סבורים כי בטווח זה קיים פוטנציאל להמשך מגמת ההשתטחות.

## גרף 9



ריכוז המלצותינו:

- אנו ממליצים על השקעה במח"מ בינוני.
- מומלצת אחזקה מאוזנת בין האפיקים.
- השקלים הלא צמודים מומלצים לאחזקה בצורה סינתטית, כולל אחזקה בחלק הארוך ביותר.
- צמודי המדד מומלצים להשקעה בעיקר בטווח הקצר.
- מומלצת השקעה באג"ח בריבית משתנה.
- מומלצת מכירת IRS שקלי כנגד רכישת IRS דולרי בטווח הארוך.

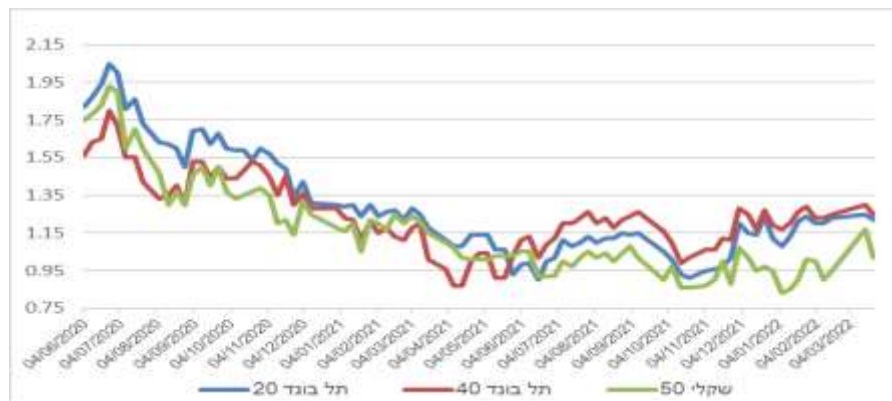


## אג"ח חברות

בדומה למגמת המסחר בשוק האג"ח הממשלתי, שוק האג"ח הקונצרני נסחר השבוע במגמה שלילית. מרבית מדדי התל בונד רשמו ירידות שערים ורמת המרווחים שמרה על יציבות. מדד התל בונד גלובל ממשיך לבלוט בביצועים עודפים ביחס למרבית מדדי התל בונד האחרים.

מגמה שלילית נרשמה השבוע במסחר באפיק הקונצרני. מדדי התל בונד צמודי המדד רשמו ירידות שערים ממוצעות של כ-0.75% בדומה למגמת המסחר השלילית באפיק הממשלתי. המדדים השקליים הלא צמודים רשמו ירידות שערים גם כן בדומה למגמת המסחר בשקלים הלא צמודים הממשלתיים, אם כי מינוריות מעט יותר. כתוצאה מכך נרשמה יציבות יחסית ברמת המרווחים.

## גרף 10 - מרווחים תל בונד 20, 40 ותל בונד שקלי 50



בשוק הראשוני נמשכת העלייה בגיוסי בנקים שגייסו מראשית השנה יותר מ-8 מיליארד ₪. השבוע גייס בנק לאומי כ-2.7 מיליארד ₪ בהנפקת אג"ח בדרגת פיקדון, שטר הון עליון מסוג COCO וניע מסחרי. הפיקדון גויס במרווח של קרוב ל-100 נ"ב בדומה למרווח הגיוס של בנק פועלים מוקדם יותר החודש. מדובר בעליית מדרגה נוספת במרווחי הגיוס של הבנקים ונראה כי צרכי גיוס גבוהים בהמשך השנה עלולים לשמר רמת מרווחים גבוהה זו.

בעוד שהבנקים העלו הילוך בגיוסים קונצרניים ניכרת ירידה בגיוסי חברות שאינן מענף הבנקים והפיננסים. ייתכן ומגמת העלייה בתשואות וברמות המרווחים מראשית השנה ועל רקע הגיוסים המואצים לאורך המחצית השנייה של שנת 2021 הביאו לירידת הביקוש לגיוסי אג"ח בקרב חברות שאינן מהתחום הפיננסי.

המלצות לפעילות באפיק הקונצרני:

מומלצת הגדלת החשיפה לאפיק ובעיקר לצמודי המדד.

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

מרווחי הפיקדונות של הבנקים נמצאים ברמה נוחה 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**
לאומי 184	בנקים	1,336	5.0	AAA	2.86%	שקלי בריבית קבועה. אג"ח בדרגת פיקדון.	לא נסחר עדין
לאומי 405	בנקים	655	5.9	AA	1.00%	צמוד מדד. שטר הון עליון מסוג COCO.	לא נסחר עדין
לאומי 1	בנקים	697	1.0	A-1+	בני+0.35% 0.35%	שקלי בריבית ני"ע מסחרי.	לא נסחר עדין
רבע נדל"ן ו' רבע נדל"ן	נדל"ן	495	3.6	AA-	-0.19%	צמוד מדד.	-0.40%
<b>סה"כ: 3,183</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 – 19.3 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 ינפיק השבוע (28.03) 1.0 מיליארד ₪ בהנפקה לעש"ר. הסדרות שיגויסו: ממשק 1024 – 250 מש"ח, ממשק 226 – 200 מש"ח, ממשק 432 – 200 מש"ח, ממשק 1152 – 200 מש"ח, ממשק 1131 – 150 מש"ח.

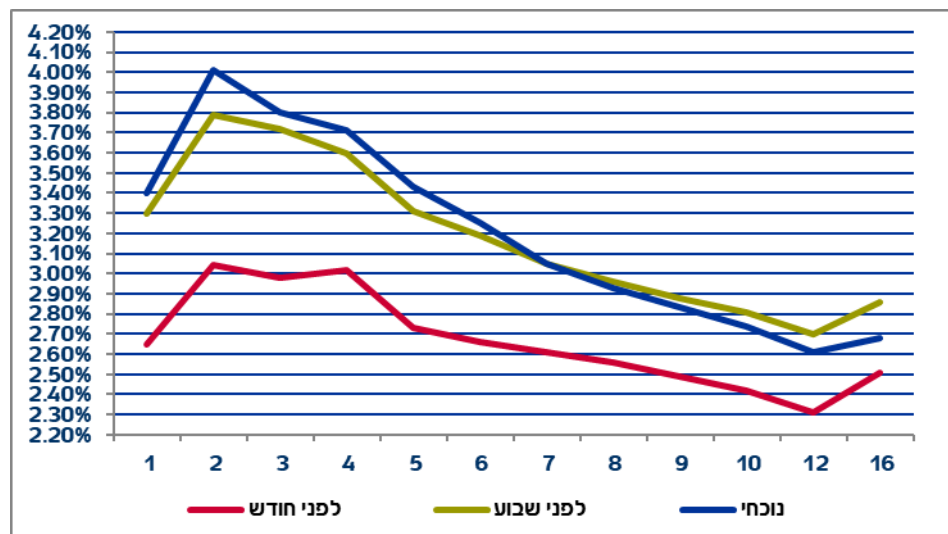
## נספחים

### שינויים שבועיים וחודשיים בפרמטרים עיקריים

הציפיות האינפלציוניות עלו בטווח הקצר, ירדו בטווח הארוך של העקום. (טבלה 1)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	2.65	3.30	3.40
2	3.04	3.79	4.01
3	2.98	3.72	3.80
4	3.02	3.60	3.71
5	2.73	3.31	3.43
6	2.66	3.19	3.25
7	2.61	3.05	3.05
8	2.56	2.96	2.93
9	2.49	2.88	2.83
10	2.42	2.81	2.74
12	2.31	2.70	2.61
16	2.51	2.86	2.68

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



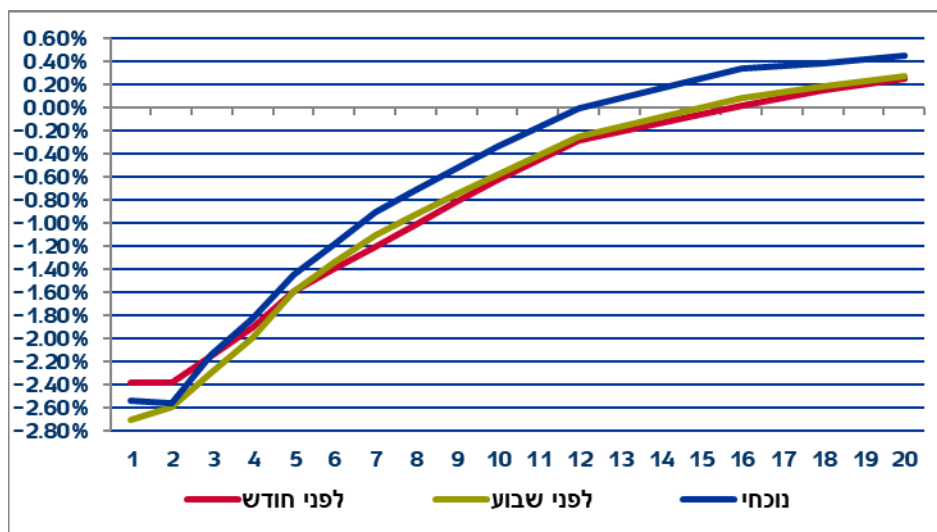
# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

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

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	-2.39	-2.71	-2.54
2	-2.38	-2.60	-2.56
3	-2.15	-2.30	-2.14
4	-1.91	-1.99	-1.83
5	-1.60	-1.59	-1.45
6	-1.39	-1.34	-1.18
7	-1.21	-1.11	-0.91
8	-1.02	-0.93	-0.72
9	-0.82	-0.75	-0.53
10	-0.63	-0.58	-0.34
12	-0.28	-0.25	0.00
16	0.02	0.09	0.34
18	0.15	0.19	0.38
20	0.25	0.27	0.45

\*תשואה לשנה נגזרת מעסקאות OTC בחדר עסקאות

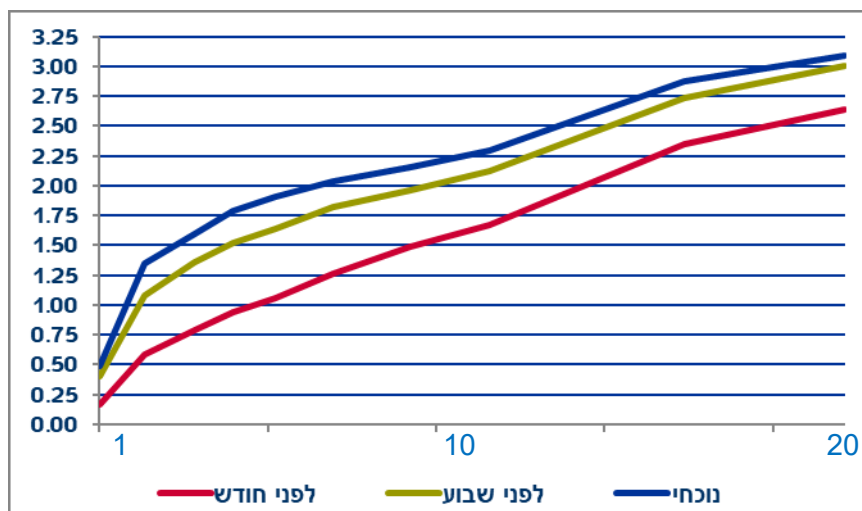


# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

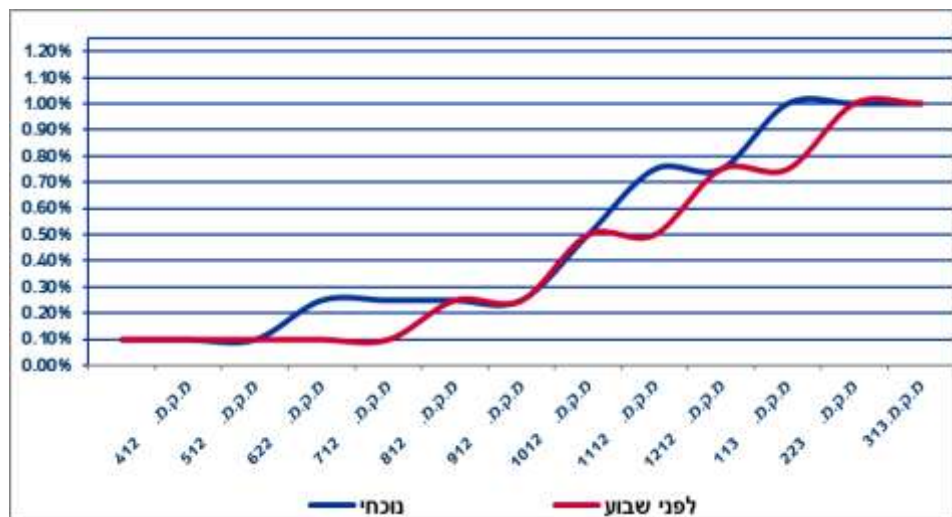
תשואות האג"ח השקליות עלו לאורך העקום כולו. (טבלה 3)

אג"ח שקלי ריבית קבועה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ לשנה	0.17	0.40	0.50
323	0.26	0.56	0.79
723	0.45	0.71	1.00
1123	0.57	0.90	1.18
324	0.59	1.08	1.35
1024	0.73	1.25	1.48
425	0.79	1.36	1.60
825	0.86	1.44	1.68
226	0.94	1.52	1.79
1026	0.97	1.57	1.84
327	1.06	1.64	1.91
928	1.26	1.82	2.04
330	1.49	1.96	2.16
432	1.67	2.12	2.29
537	2.21	2.60	2.76
142	2.35	2.74	2.88
347	2.64	3.00	3.09
שיפוע 2/10	1.10	1.07	0.99
שיפוע 5/10	0.64	0.50	0.42
שיפוע 2/5	0.46	0.57	0.57



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

מק"מ	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ 412	0.10	0.10
מק"מ 512	0.10	0.10
מק"מ 622	0.10	0.25
מק"מ 712	0.10	0.25
מק"מ 812	0.25	0.25
מק"מ 912	0.25	0.25
מק"מ 1012	0.50	0.50
מק"מ 1112	0.50	0.75
מק"מ 1212	0.75	0.75
מק"מ 113	0.75	1.00
מק"מ 223	1.00	1.00
מק"מ 313	1.00	1.00
<b>ממוצע</b>	<b>0.45</b>	<b>0.52</b>



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

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
526	0.06	0.07	0.05
1130	0.07	0.09	0.10

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

ריבית ב"י חזויה בעוד שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
ריבית לשנה בעוד שנה	0.25	1.00	1.00
ריבית לשנה בעוד שנתיים	1.11	1.86	2.06

## מרווחים בעקום השקלי (טבלה 7)

סדרות	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
2 - 5	0.46	0.46	0.57	0.57
5-10	0.70	0.64	0.50	0.42
2-10	1.16	1.10	1.07	0.99
10-30	1.31	1.22	1.12	0.98

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

מרווח לשנתיים	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מרווח ל-5 שנים	-0.83	-0.52	-0.48
מרווח ל-10 שנים	-0.31	-0.05	-0.04
מרווח ל-30 שנים	0.58	0.78	0.75

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

מדד	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
תל בונד 20	1.23	1.25	1.22
תל בונד 40	1.25	1.30	1.25
תל בונד שקלי 50	0.95	1.17	1.02

# חדר עסקאות

## החטיבה לשוקי הון

דרוג	צמוד מדד	שקלי משתנה	שקלי קבוע	מוצע
AAA	0.90		0.80	0.85
+AA	1.25		0.60	1.00
AA	1.25		1.25	1.25
-AA	1.30	1.20	1.50	1.50
+A	2.40	1.25	1.50	1.70
A	2.10		1.85	1.95
-A	2.80		2.30	2.60
+BBB	3.00		2.40	2.75
BBB			2.80	2.80

◀ לא כולל אג"ח חברות נדל"ן אמריקאיות.

ענף	מדד		משתנה		שקלי		סה"כ ממוצע סה"כ ממוצע מח"מ מרווח
	ממוצע של מח"מ	ממוצע של מרווח	ממוצע של מח"מ	ממוצע של מרווח	ממוצע של מח"מ	ממוצע של מרווח	
בנקים	2.40	0.56		0.66	1.85	0.62	2.34
נדלן	3.60	2.80	1.32	3.32	2.11	3.21	2.76
פיננסים	1.65	2.57		1.08	3.72	1.40	3.27
תקשורת	1.73	0.66	0.84	0.70	2.67	1.17	2.31
חשמל ואנרגיה	5.50	1.27		1.24	2.75	1.26	4.47
אחזקות	2.00	9.93		1.32	2.61	4.19	2.41
כימיה ונפט	4.44	19.18	1.24	2.17	2.70	11.17	3.17
מזון	3.72	1.04		0.76	3.46	0.85	3.54
ליסינג	2.00	1.96		1.61	1.32	1.71	1.51
תעשייה	8.32	1.00	0.60	1.20	2.13	1.01	4.09

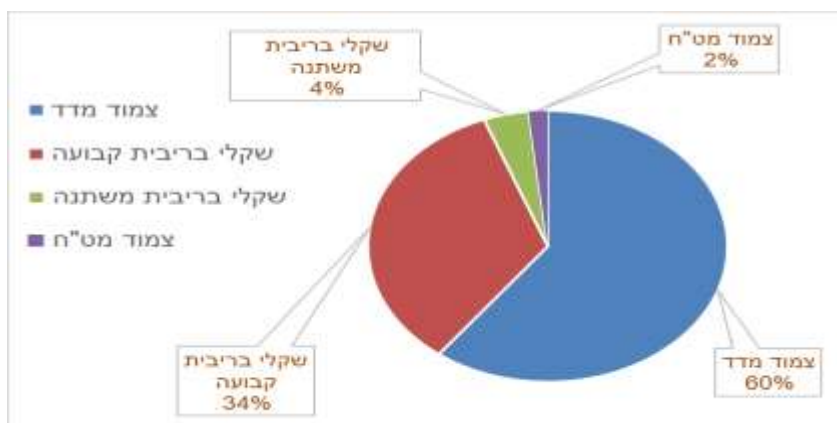


ביצועי מדדי אג"ח מובילים (ממשלתי וקונצרני), ממוין על פי תשואה בשבוע האחרון.

שם המדד	תשואה בשבוע האחרון	מתחילת השנה
אג"ח מדד ממשלתי 2 - 0	0.27%	1.29%
תל בונד גלובל	0.18%	-0.54%
אול בונד ריבית משתנה	0.13%	-0.53%
תל בונד תשואות	0.06%	-0.12%
מדד אג"ח ממשלתי ריבית משתנה	0.00%	-0.13%
מדד מק"מ	-0.03%	-0.12%
תל בונד צמוד יתר	-0.19%	-0.98%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 0 - 2 שנים	-0.22%	-0.88%
תל בונד צמוד בנקים	-0.28%	-0.05%
תל בונד תשואות שקלי	-0.33%	-3.11%
תל בונד שקלי	-0.38%	-3.75%
מדד אג"ח כללי קונצרני	-0.43%	-2.07%
מדד אג"ח צמוד מדד קונצרני	-0.51%	-1.82%
אג"ח מדד ממשלתי 2 - 5 שנים	-0.56%	-0.21%
תל בונד שקלי 50	-0.58%	-4.56%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 2 - 5 שנים	-0.75%	-3.97%
תל בונד 40	-0.76%	-2.23%
תל בונד 60	-0.79%	-2.52%
תל בונד 20	-0.82%	-2.86%
מדד אג"ח כללי ממשלתי	-1.12%	-4.89%
אג"ח מדד ממשלתי 5 - 10 שנים	-1.25%	-4.10%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 5 - 10 שנים	-1.33%	-7.09%
מדד אג"ח צמוד מדד ממשלתי	-1.55%	-4.51%
אג"ח ממשלתי לא צמוד + 10 שנים	-1.62%	-11.85%
אג"ח מדד ממשלתי +10 שנים.	-3.19%	-9.72%

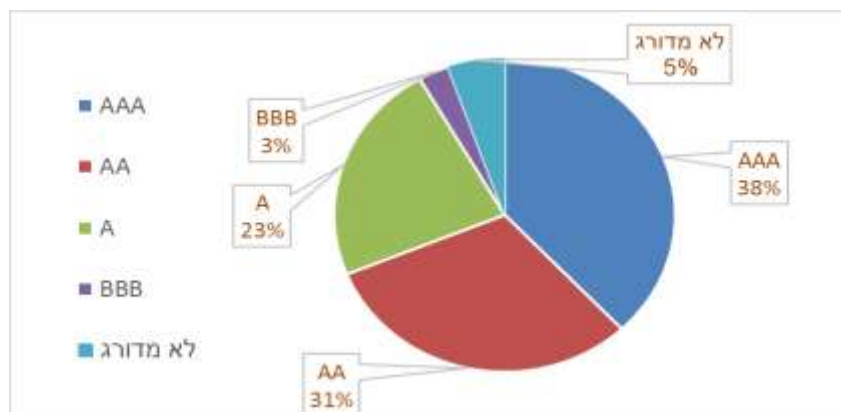
## התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי בסיס הצמדה

באחוזים	סכום במש"ח	בסיס הצמדה
60.3	11,667	צמוד מדד
33.9	6,550	שקלי ריבית קבועה
4.1	784	שקלי ריבית משתנה
1.7	329	צמוד מט"ח
100.0	19,330	סה"כ



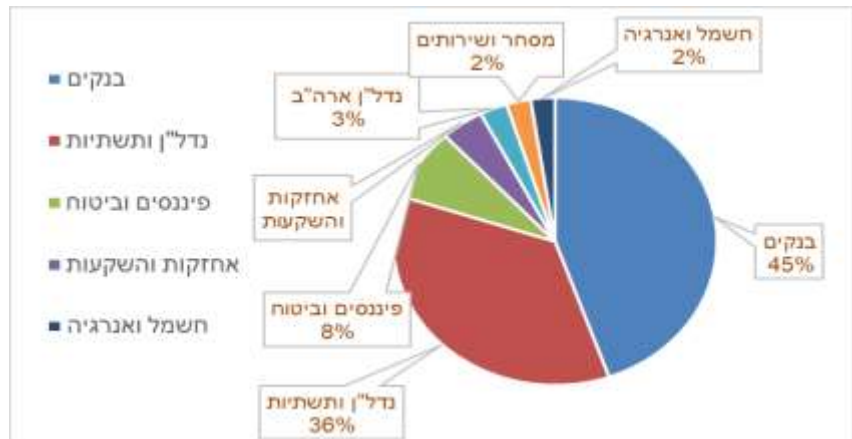
## גיוסים קונצרנים לשנת 2022 לפי דירוג

באחוזים	סכום במש"ח	קבוצת דירוג
38.0	7,337	קבוצת AAA
30.8	5,966	קבוצת AA
22.9	4,423	קבוצת A
2.9	564	קבוצת BBB
5.4	1,040	לא מדורג
100.0	19,330	סה"כ



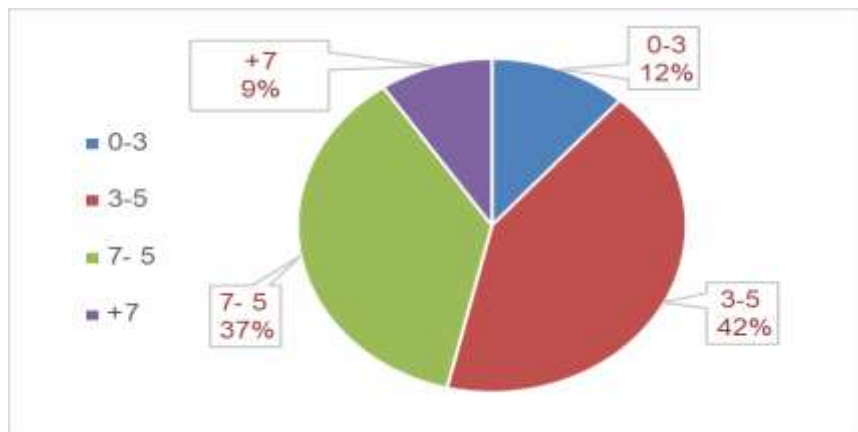
## התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי ענפים

שם הענף	סכום במש"ח	באחוזים
בנקים	8,390	43.4
נדל"ן ותשתיות	6,680	34.6
פיננסים וביטוח	1,509	7.8
אחזקות והשקעות	805	4.2
נדל"ן ארה"ב	519	2.7
שירותים ומסחר	458	2.4
חשמל ואנרגיה	453	2.3
מלונאות	292	1.5
ליסינג ותחבורה	224	1.2
<b>סה"כ</b>	<b>19,330</b>	<b>100.0</b>



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

מח"מ	סכום במש"ח	באחוזים
0-3	2,218	11.5
3-5	8,167	42.2
5-7	7,118	36.8
7+	1,827	9.5
<b>סה"כ</b>	<b>19,330</b>	<b>100.0</b>



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](mailto:bl.unsubscribe@bankleumi.co.il)"

## מסחר בניירות ערך

### מחקר

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

### מחקר מיקרו וני"ע זרים.

<b>גיל דטנר</b> אסטרטג מניות חו"ל 076-8859343 gil.dattner@bll.co.il	<b>אלה פריד</b> אנליסטית בכירה 076-8859699 ELLA.FRIED@bll.co.il	<b>אייל דבי</b> 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

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

### דסק מניות נגזרים ולקוחות זרים

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

### דסק השאלות

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