

סקירה שבועית של התפתחויות מקרו כלכליות ושוקי הריביות ואיגרות החוב

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

07.01.2024

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

- בנק ישראל הוריד את הריבית השבוע ב- 25 נ"ב על רקע התייצבות השווקים המקומיים וירידת סביבת האינפלציה. תחזית בנק ישראל הינה לריבית של 3.75%-4.00% בסוף שנת 2024, דבר המלמד כי לעת עתה בנק ישראל לא מתכוון להוריד את הריבית בכל החלטה במהלך השנה הקרובה.
- העלייה בריביות הריאליות לאחרונה (נסחרות מעל לרמה של 1% לאורך העקום כולו) תורמת לריסון המוניטארי ומאפשרת גמישות לבנק ישראל במדיניות הריבית, זאת בתנאי שהאינפלציה תמשיך להתמתן.
- בנק ישראל לא שינה את תחזית הצמיחה לשנת 2024 העומדת על 2%. מדובר בתחזית גבוהה מתחזית לאומי וניתן להסביר זאת בהערכה יוצאת דופן של בנק ישראל הצופה ירידה משמעותית של היבוא ב-2024.
- הרכישות בכרטיסי אשראי, במונחים ריאליים, התאוששו חלקית בנובמבר 2023, ונראה כי מגמה זו נמשכה גם בדצמבר. הענפים שנפגעו בעיקר מהלחימה הינם: בנייה, תיירות וחקלאות.
- על רקע הירידה החדה בפדיון ענף יצוא השירותים והירידה בפדיון בענפי המשק בחודש אוקטובר 2023, בלט לחיוב ענף שירותי ההייטק.
- דו"ח התעסוקה לחודש דצמבר בארה"ב איננו "חזק" כפי שהמספר הכולל של תוספת המשרות מצביע עליו לכאורה. תוספת המשרות הייתה עם משקל גדול למגזר הממשלתי וענפים "לא מחזוריים" כמו שירותי בריאות וסיוע סוציאלי. תוספת המשרות בחודשים הקודמים עודכנה כלפי מטה ועליית השכר מתיישבת עם העלייה בפרייון. כמו כן נרשמה ירידה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה, שבלעדיה הייתה נרשמת עלייה של ממש בשיעור האבטלה.
- למרות שהשוק הוריד משמעותית את הסיכוי להורדת ריבית בחודש מרץ, אנו סבורים שבהיעדר נתונים אינפלציוניים חזקים, במדדי ה- CPI וה- PPI שיתפרסמו בקרוב, הפד עשוי לסמן את ההחלטה של חודש מרץ כהחלטה בה תחל הריבית לרדת.

אג"ח ממשלתי.

- על רקע ירידת ריבית בנק ישראל בלטו האפיקים הקצרים בעקומים בירידת תשואות. בחלק הבינוני – ארוך נרשמה יציבות תוך נטייה לעלייה (בעיקר בשקלים הלא צמודים).
- העלייה בכמות הנפקות האוצר, לפי שעה לא מביאה לעלייה משמעותית ברמת התשואות.
- אנו ממליצים על השקעה במח"מ בינוני.
- תשואות המק"מ מגלמות עוד ארבע הורדות ריבית במהלך השנה הקרובה. נראה שתסריט מותנה בירידה בסביבת האינפלציה, זאת לצד מדיניות פסקלית אחראית של הממשלה.
- בציפיות האינפלציה הנוכחיות מומלצת אחזקה מאוזנת בין האפיקים.
- באפיק השקלי מומלצת בעיקר השקעה בטווח של 5 – 7 שנים.
- צמודי המדד מומלצים להשקעה במח"מ דומה.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

אג"ח חברות

- רמת המרווחים רשמה ירידה חדה במהלך השבוע. רמת המרווחים בשפל של יותר משנה.
- שוק ההנפקות ממשיך את חודש דצמבר וגם השבוע נרשם היקף גבוה של גיוסים.
- ברמת המרווחים הנוכחית מומלצת הקטנת החשיפה לאפיק.
- מומלצת השקעה בעיקר במח"מ קצר.

אג"ח ממשלתי ומקרו

מבט שבועי – מגמה מעורבת נרשמה במהלך שבוע המסחר הראשון של שנת 2024 בשוק האג"ח הממשלתי המקומי. בחלקים הקצרים של העקומים נרשמה ירידת תשואות על רקע ירידת ריבית בנק ישראל. בחלקים הבינוניים – ארוכים נרשמה נטייה לעליית תשואות קלה ובעיקר באפיק השקלי הלא צמוד. בשלב זה, ההנפקות המאסיביות של משרד האוצר נקלטות בצורה טובה תוך השפעה מינורית יחסית על התשואות.

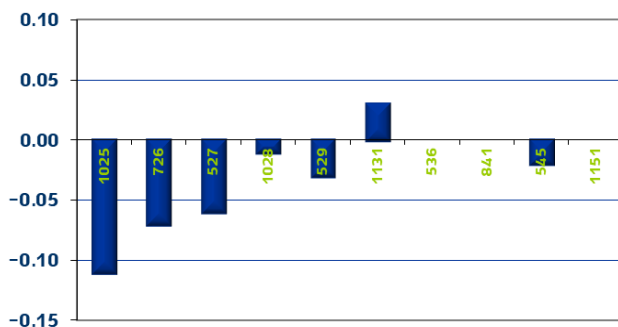
מגמה מעורבת נרשמה במהלך שבוע המסחר הראשון השנה בשוק האג"ח הממשלתי המקומי. באפיק השקלי הלא צמוד נרשמה ירידת תשואות בחלק הקצר של העקום ונטייה לעליית תשואות קלה בחלק הבינוני – ארוך של העקום. צמודי המדד הקצרים רשמו אף הם ירידת תשואות קלה כאשר התשואות בחלק הבינוני – ארוך של העקום שמרו על יציבות.

בסיכום שבועי נסחר מדד האג"ח הכללי ממשלתי כמעט ללא שינוי. איגרות החוב השקליות לטווח של 10 שנים ומעלה רשמו ירידות מחירים ממוצעות של 0.60%.

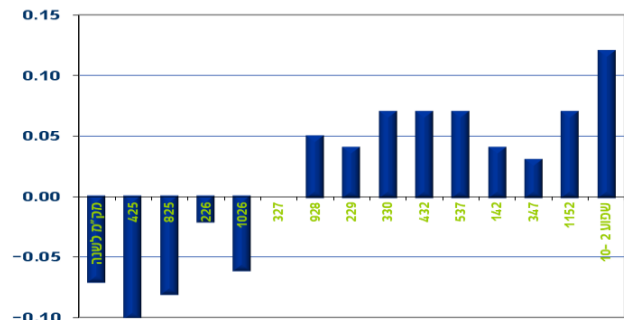
תשואות המק"מ רשמו ירידה קלה במהלך השבוע כאשר תשואת מק"מ לשנה נסחרת ברמה של סביב 4.00%. תשואות המק"מ מגלמות עוד ארבע הפחתות ריבית במהלך השנה הקרובה של 25 נ"ב כ"א. מדובר בתוואי של הפחתה רבה מאשר זו שבתחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל שהוצגה השבוע.

לפי שעה נראה כי הנפקות האוצר המאסיביות (גרף 3) נקלטות בצורה טובה על רקע העובדה שהביקוש לאיגרות חוב מקומיות גדול מאוד, במידה מספקת בכדי לקלוט את ההיקפים הגדולים של ההנפקות. כל שנת 2024 צפויה להתאפיין בהיקפי גיוס גדולים.

גרף 2 - שינוי שבועי בתשואות אג"ח צמוד מדד



גרף 1 - שינוי שבועי בתשואות אג"ח שקלי



מקור: גלובס טרייד.

בנק ישראל הפחית את הריבית השבוע ב- 25 נ"ב. הורדת הריבית נרשמה בעיקר על רקע התייצבות השווקים וירידת האינפלציה. תחזית בנק ישראל הינה לריבית של 3.75%- 4.00% בסוף שנת 2024 דבר המלמד כי בנק ישראל לא מתכוון להוריד את הריבית בכל החלטה במהלך השנה הקרובה. תחזית חטיבת המחקר מתבססת על הנחת העבודה שיעקר הלחימה הינו בדרום והלחימה תרד בעצמותה במהלך 2024. התחזית איננה מניחה "התפרצות ביקושים" לאחר שהלחימה תסתיים. על פי דברי הנגיד בהודעת הריבית, הצד התקציבי דורש "התאמות משמעותיות" וללא צעדים כאלו צפוי זינוק בחוב הממשלה ובסיכונים הכלכליים.

גרף 3



בנק ישראל הפחית את הריבית ב-25 נ"ב; לפי התחזית של חטיבת המחקר בעוד שנה תעמוד הריבית על 3.75%-4.00%.

בהחלטת הריבית, השבוע, החליטה הוועדה המוניטרית להפחית את שיעור הריבית ב-0.25% לרמה של 4.50%. ברקע להחלטה יש לציין את הירידה בקצב האינפלציה, לרבות במדידה בטווחי הזמן השונים (הרבעוניות והחצי שנתיים), ואת הצפי מהמקורות השונים לחזרתה של האינפלציה אל תוך טווח יעד יציבות המחירים (1%-3%) במהלך הרביעי הראשון של השנה.

בנוסף, נראה כי במסגרת ההחלטה נלקחה בחשבון ההערכה כי הבנקים המרכזיים בעולם יחלו בתהליך הפחתת ריבית במהלך השנה הנוכחית. בתדרוך לעיתונאים ציין הנגיד כי על-פי הערכת הוועדה, המדיניות המוניטרית הנוכחית תומכת בהתכנסות האינפלציה אל יעדה, וכי הייסוף המשמעותי בשערו של השקל שחל לאחרונה מסייע גם כן להתכנסות זו. **בהכוונה קדימה הודגש כי תוואי הריבית העתידי ייקבע על-פי קצב התכנסות האינפלציה ליעד, היציבות בשווקים הפיננסיים, הפעילות הכלכלית והמדיניות הפיסקלית.**

נוסף על כך, בנק ישראל הזכיר את השיפור בשווקים הפיננסיים המקומיים, אשר התאוששו לאחר הירידות בתחילת המלחמה. יחד עם זאת, פרמיית הסיכון החיצונית, המתבטאת במרווח ה-CDS של ישראל ובמרווח בין תשואות האג"ח הממשלתיות הדולריות בין ישראל לארה"ב, ירדה, אך היא עדיין מצויה ברמה גבוהה.

במקביל להחלטת הריבית, פורסמה התחזית המעודכנת של חטיבת המחקר של בנק ישראל ביחס למגוון פרמטרים מאקרו כלכליים. על פי תחזית זו, לא חל שינוי בקצב הצמיחה הצפוי לשנים 2023 (אומדן) ו-2024 (ראה/י טבלה) ביחס לתחזית מחודש נובמבר 2023. אולם, חלו שינויים בתחזיות לרכיבי התוצר השונים בשנים אלו, שעיקרם עדכון כלפי מטה לרכיב ההשקעה (ברקע איסור הכניסה של עובדים פלסטינים וההשפעה על ענף הבינוי) ועדכון כלפי מעלה לרכיב הצריכה הפרטית (על סמך ההתאוששות שנרשמה בנתוני הרכישות בכרטיסי אשראי). בשנת 2025 צפוי קצב הצמיחה של התוצר להאיץ ולהסתכם ב-5.5%. התחזית לגירעון התקציבי בשנים 2023-2024 עודכנה כלפי מעלה, ובבסיסה ההנחה כי הממשלה תבצע התאמות תקציביות ניכרות בכדי לקזז את העלייה המתמשכת בצפוייה בהוצאות הביטחון ובהוצאות האזרחיות. הנגיד התייחס לכך והזהיר מפני הסיכונים הפיננסיים והריאליים הגדולים העלולים להתממש אם לא יבוצעו ההתאמות התקציביות הנדרשות.

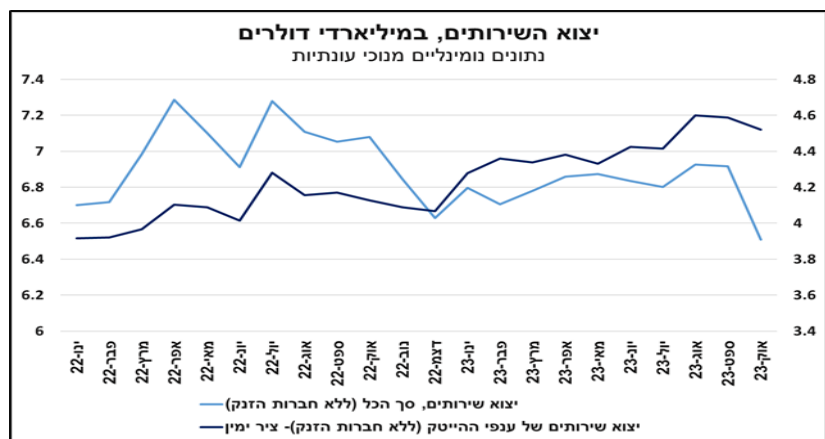
באשר לאינפלציה, זו צפויה, על פי תחזית חטיבת המחקר, לרדת ל-2.4% בשנת 2024, על רקע המדיניות המוניטרית המצמצמת, הייסוף שחל לאחרונה, וההשלכות השליליות של המלחמה על הביקוש והסנטימנט, ובמהלך שנת 2025 להתמתן מדרגה נוספת לכדי 2.0%. הריבית צפויה לעמוד על 3.75%-4.00% ברביעי הרביעי של 2024 (ללא שינוי מהתחזית הקודמת בנובמבר). הנגיד ציין כי קצב הפחתות הריבית יושפע מן המידה שבה המדיניות התקציבית תבצע את הצעדים הנדרשים.

תחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל					
2025		2024		2023	
עדכנית (ינואר 2024)	קודמת (נובמבר 2023)	עדכנית (ינואר 2024)	קודמת (נובמבר 2023)	עדכנית (ינואר 2024)	
5.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	תמ"ג
6.0%	2.0%	3.0%	-0.5%	-0.5%	צריכה פרטית
6.5%	1.0%	-3.0%	2.0%	0.5%	השקעה בנוכסים קבועים (ללא אגרות ומטוסים)
5.0%	1.5%	0.5%	1.0%	0.0%	יצוא (ללא יהלומים והזנק)
3.2%	4.5%	5.3%	4.3%	4.5%	שיעור האבטלה הרחב (גילאי 16-25, ממוצע שנתי)
2.0%	2.4%	2.4%	3.5%	3.3%	אינפלציה (ממוצע המדד ברביעי האחרון של השנה לעומת הרבעי האחרון אשתקד)
3.8%	5.0%	5.7%	3.7%	4.0%	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)

יצוא השירותים והפדיון בענפי המשק בחודש אוקטובר 2023 ירדו בחדות; ענף שירותי הייטק בלט לטובה.

יצוא השירותים, ללא מכירת חברות הזנק (נתונים מנוכי עונתיות, במונחים דולריים נומינליים) הסתכם בכ-6.5 מיליארד דולר בחודש אוקטובר 2023 (גרף 4), היקף המשקף ירידה בשיעור של כ-5.9% בהשוואה לספטמבר 2023, וירידה בשיעור של כ-8.1% ביחס לאוקטובר 2022, כך על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס). ירידה זו חלה על רקע מלחמת "חרבות ברזל", והיא החדה ביותר שנרשמה מאז אפריל 2020. הירידה בחודש אוקטובר הקיפה את כל תתי הקבוצות ביצוא השירותים, אך בלטה בעיקר ביצוא שירותי התיירות (ירידה בשיעור של כ-54%), יצוא שירותי התחבורה, הן דמי נסיעה (כ-31%) והן שירותי תחבורה אחרים (כ-12%), שנפגעו משמעותית מהירידה בתיירות הנכנסת בצל המלחמה. לעומת זאת, יצוא שירותי הייטק (ללא חברות הזנק) שהסתכם באוקטובר 2023 בכ-4.5 מיליארד דולר, ירד בשיעור מתון בלבד, כ-1.5%, לעומת החודש הקודם.

גרף 4



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

בהקשר זה, נדגיש כי גם נתוני הפדיון של ענפי המשק לחודש אוקטובר 2023 (נתונים מנוכי עונתיות, במחירים קבועים) מעלים ממצאים דומים. כך בעוד שהפדיון של כלל הענפים (ללא יהלומים) בחודש זה ירד ריאלי של כ-13.6%, הפדיון בענפי השירותים בתחום ההייטק רשם ירידה ריאלי של כ-3.9% בלבד. יצוין כי לצד שירותי הייטק, חלו ירידות מתונות יחסית בפדיון של הענפים: פעילויות בנדל"ן, תעשייה, כרייה וחציבה ושירותים פיננסיים ושירותי ביטוח. ואילו בענפים: בינוי, שירותי תחבורה, אחסנה ובלדרות, שירותי ניהול ותמיכה, חינוך, ואמנות בידור ופנאי, חלו ירידות תלולות בהיקף של עשרות אחוזים.

האיתנות היחסית של תחום שירותי הייטק המתוארת לעיל מיוחסת לפוטנציאל הקטן יחסית לפגיעה של הביקוש החיצוני לשירותי הייטק עקב המלחמה, בתרחיש מרכזי, זאת בשונה לדוגמה מתחום התיירות שנפגע במישרין ובהיקף גדול. בנוסף, היכולת הגבוהה לשמר את רציפות העבודה בתחום שירותי הייטק, באמצעות עבודה מרחוק, מובילה לכך שהענף חשוף פחות לפגיעה בהיצע העבודה מסיבות של חשש מפני ירי טילים או סגירת מסגרות החינוך. ביטוי לכך התקבל בסקר כוח האדם של הלמ"ס לאוקטובר 2023, אשר הצביע על כך ששיעור המועסקים שנעדרו מעבודתם בענף המידע והתקשורת (המשקף בעיקר פעילות בתחום שירותי התכנה) בחודש אוקטובר היה מהנמוכים מבין ענפי הכלכלה, ואילו שיעור המועסקים בענף המידע והתקשורת אשר עבדו מבתם באותו החודש היה הגבוה ביותר מבין כלל הענפים. כמו כן, גם סקרי הבזק של הלמ"ס שפורסמו בחודשים האחרונים הציגו תמונה דומה, כאשר כולם בלט לטובה ענף שירותי הייטק בהשוואה ליתר הענפים מבחינת היקף הפגיעה בתעסוקה ובהכנסות. במבט קדימה, אנו צופים כי בתרחיש מרכזי מגמה זו צפויה להימשך.

הרכישות בכרטיסי אשראי, במונחים ריאליים, התאוששו חלקית בנובמבר 2023, ונראה כי מגמה זו נמשכה גם בדצמבר

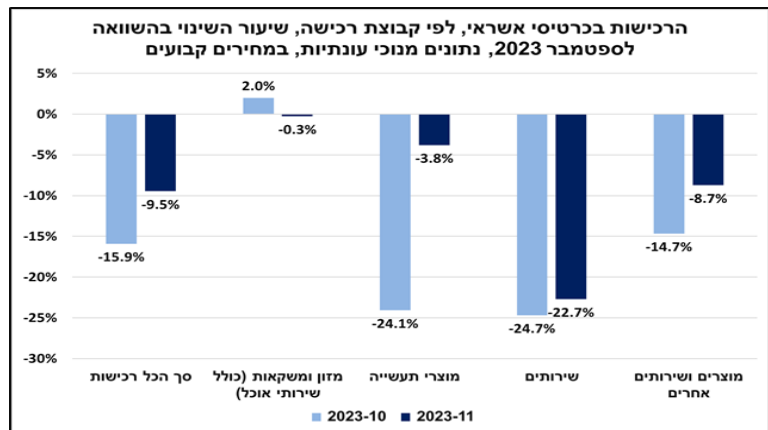
נתוני הרכישות בכרטיסי אשראי של הלמ"ס מלמדים כי היקף הרכישות בכרטיסי אשראי (נתונים מנוכי עונתיות, במחירים קבועים), על-ידי אנשים פרטיים (בבתי עסק מקומיים בלבד), עלה ריאלי של כ-7.6% בחודש נובמבר 2023, וזאת לאחר הירידה החדה שנרשמה בחודש אוקטובר בשיעור של כ-15.9%, בצל מלחמת "חרבות ברזל". בכך הצטמצם הפער השלילי ביחס לרמה שנרשמה ערב המלחמה (ספטמבר 2023) לכ-9.4% (גרף 5). העלייה ברכישות בכרטיסי אשראי חלה על רקע מגוון גורמים: חזרה מסוימת לשגרת פעילות במסגרות החינוך, פתיחה של עסקים הסמוכים לאזורי הלחימה אשר היו סגורים בראשית המלחמה, ירידה בשיגורי הטילים לעבר העורף, ואף תקופת הפסקת האש שחלה בשלהי חודש נובמבר.

עלייה בולטת חלה בקבוצת הרכישות של מוצרי תעשייה (הלבשה והנעלה, מוצרי חשמל וריהוט), אשר אפיינה את כל רכיבי הקבוצה. זאת, בין השאר, על רקע הגורמים שתוארו לעיל, כמו גם, מבצעי קידום מכירות בקטגוריות נבחרות, אשר גם כך מתרחשים בחודש נובמבר מדי שנה, אך כפי הנראה הורחבו והועמקו בשנה הנוכחית. הודות לכך, היקף הרכישות בכרטיסי אשראי, במונחים ריאליים, בקבוצה זו, בחודש נובמבר, היה נמוך רק ב-3.8% ביחס לרמתו ערב המלחמה. מנגד, היקף הרכישות בכרטיסי אשראי של קבוצת השירותים (תיירות, פנאי ובילוי, ביטוח ועוד) נותר נמוך משמעותית מרמתו ערב המלחמה, לנוכח הרמה הנמוכה של רכישות בקטגוריות התיירות והפנאי והבילוי. הרכישות באשראי של מזון ומשקאות (כולל שירותים) בנובמבר, הייתה כמעט זהה לרמתה ערב המלחמה.

במבט קדימה, נתוני הרכישות בכרטיסי אשראי שמפורסמים על ידי בנק ישראל (נתונים מנוכי עונתיות, במונחים נומינליים) מצביעים על המשכה של מגמת ההתאוששות שתוארה לעיל גם בחודש דצמבר 2023, וזו חלה במגוון קטגוריות, לרבות מסעדות ופנאי ובילוי, וזאת, כפי הנראה, לנוכח הימשכותן של הסיבות שתוארו לעיל. כך שבנתוני הקצה, דהיינו בימים האחרונים של החודש, אף הגיעה רמת הרכישות הכוללת לזו שנרשמה ערב המלחמה.

לסיכום, נתוני הרכישות בכרטיסי אשראי, מהמקורות השונים, מצביעים על התאוששות מהירה יחסית, בהתחשב בהתפתחויות הביטחוניות והכלכליות שחלו ברקע המלחמה, ולפיכך משקפים מגמה דומה בצריכה הפרטית (למעט כלי תחבורה). עם זאת, נדגיש כי להערכתנו, השלכות המלחמה, בדמות הפגיעה באמון הצרכנים, הצפי לעלייה ברמת האבטלה בהגדרתה הסטנדרטית, וההיקף הנרחב של משרתי מילואים, צפויים להכביד על הצריכה הפרטית בתקופה הקרובה.

גרף 5



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

מקרו עולמי

דו"ח התעסוקה לחודש דצמבר בארה"ב – פחות חזק ממה שנראה.

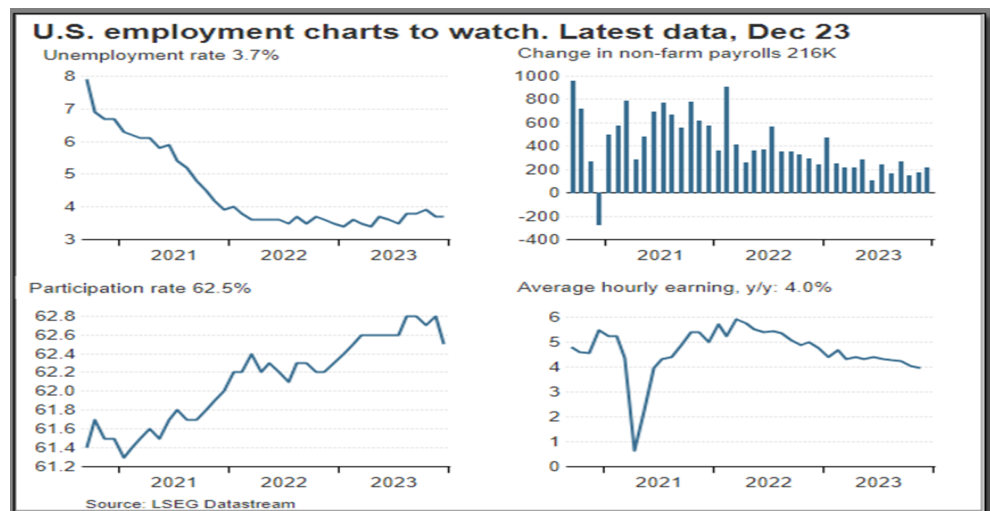
מספר המועסקים גדל ב-216,000 בדצמבר – מעל לצפי הקונצנזוס של כ-175,000. התעסוקה המשיכה לעלות בממשלה ובממשל מקומי, שירותי בריאות, סיוע סוציאלי ובנייה. חלק משמעותי מהגידול בתעסוקה בא כתוצאה מענפים שאינם "מחזוריים", כמו ממשלה, ולא כתוצאה מעוצמה של הסקטור הפרטי. מעבר לכך, השינוי במספר המועסקים לאוקטובר עודכן כלפי מטה ב-45,000, מ-150,000+ ל-105,000+, והשינוי לנובמבר עודכן למטה ב-26,000, מ-199,000+ ל-173,000+. עקב תיקונים אלה, התעסוקה באוקטובר ונובמבר נמוכה ב-71,000 ממה שדווח בעבר.

במהלך כל שנת 2023 מספר המועסקים עלה ב-2.7 מיליון (גידול חודשי ממוצע של 225,000), פחות מהגידול של 4.8 מיליון ב-2022 (גידול חודשי ממוצע של 399,000). שיעור ההשתתפות בכוח העבודה איכזב וירד ל-62.5%, ויחס תעסוקה-אוכלוסייה היה כ-60.1%, שניהם ירדו ב-0.3 נקודות האחוז בחודש דצמבר. שיעור האבטלה עמד על 3.7% בדצמבר, כמו בחודש נובמבר, ומספר המובטלים נותרו ללא שינוי, ברמה של 6.3 מיליון. בתקופה המקבילה אשתקד, שיעור האבטלה היה 3.5% ומספר המובטלים היה 5.7 מיליון, אלמלא הירידה בשיעור ההשתתפות בחודש דצמבר, שיעור האבטלה היה ממשך ועולה.

בחודש דצמבר, השכר השעתי הממוצע עלה ב-0.4%, ובמהלך 12 החודשים האחרונים, השכר עלה ב-4.1%. מדובר במצב שבו התמתנות קצב עליית השכר נבלמה, אך בהתחשב בעליית הפריזון בשנה האחרונה, לא מדובר בשיעור חריף של עליית שכר.

בנסיבות אלו, השוק מיהר יתר על המידה לשינוי של הצפי להפחתת ריבית קרובה, תוך שזה פחת בחדות והשוק דחה את מועד הפחתת ריבית מחודש מרץ לחודש מאי 2024. נראה שמדובר בהערכה שאיננה מתחשבת בפרטי דו"ח התעסוקה, שהינו חלש בהרבה מאשר המספר "הכותרתי" של 216,000 ומדובר במצב של תגובת יתר על ידי השוק.

גרף 6



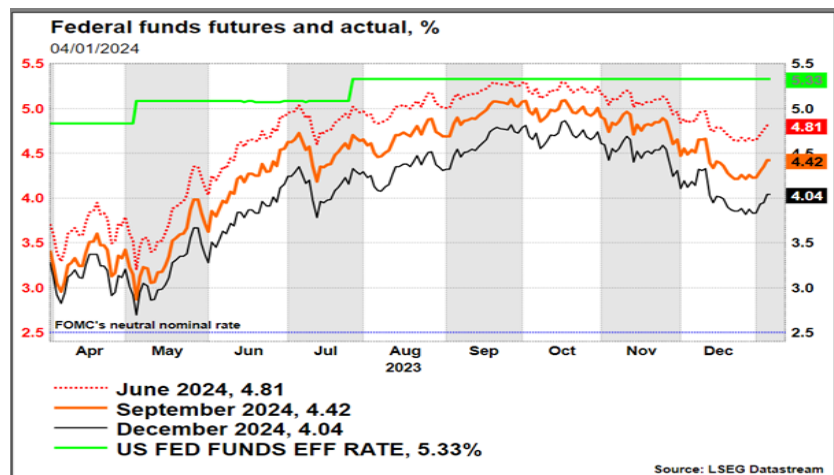
המלצות לפעילות: קצב ירידת ריבית בנק ישראל ייגזר בעיקר מהתפתחות סביבת האינפלציה אל מול התפתחות הסיכונים הביטחוניים המקומיים ומדיניות הפיסקלית של הממשלה. בכל מקרה נראה שבנק ישראל יסתפק בעד 4 הורדות ריבית נוספות במהלך השנה הקרובה

בבסיס הורדת הריבית השבוע עמדו בפני בנק ישראל התייצבות השווקים המקומיים וירידת סביבת האינפלציה. בנק ישראל גם נסמך על העלייה בריביות הריאליות בתקופה האחרונה. הרמה הגבוהה יחסית של ריבית ריאלית, לדוגמה ל-5 שנים לפדיון (1.2%), משקפת מידה רבה יחסית של ריסון מוניטרית, מה שמאפשר הגמשה והקלה במדיניות הריבית של בנק ישראל.

בנק ישראל איננו צפוי להוריד את הריבית ברציפות במהלך החלטות הקרובות, כך שסביר שבהחלטה הקרובה בחודש פברואר נראה את הריבית נותרת ללא שינוי. קצב הורדות הריבית יהיה תלוי בעיקר בקצב ירידת האינפלציה, הסיכונים הביטחוניים והמדיניות הפיסקלית של הממשלה. ההנחה של בנק ישראל ברקע לתחזית הינה כי הממשלה תבצע התאמות תקציביות ניכרות בכדי לקזז את העלייה המתמשכת הצפויה בהוצאות הביטחון ובהוצאות האזרחיות. הנגיד התייחס לכך, בהודעת הריבית השבוע, והזהיר מפני הסיכונים הפיננסיים והריאליים הגדולים העלולים להתממש אם לא יבוצעו ההתאמות התקציביות הנדרשות. על רקע זה סביר כי נראה עד ארבע הורדות ריבית נוספות במהלך שנת 2024 וראשית 2025. בתרחיש המרכזי נראה כי החלק הקצר בעקום השקלי הלא צמוד מתומחר בצורה סבירה. החלק הארוך של העקום יהיה תלוי בעיקר ביכולת השוק להמשיך ולקלוט את כמות הגיוסים הגבוהה הצפויה במהלך החודשים הקרובים לצד התפתחות התשואות הארוכות בארה"ב.

לגבי התשואות בארה"ב כרגע השוק מגלם כ-6 הורדות ריבית במהלך השנה הקרובה. אגב, בקרב חברי הפד יש פיזור די גבוה בין דעות "יוניות" יחסית הדומות לתחזית השוק לבין דעות ניציות הרואות מספר הורדות ריבית נמוך בהרבה עד כדי אי שינוי כמעט בריבית במהלך שנת 2024.

גרף 6 - צפי השוק לריבית הפד.



על רקע זה אנו ממליצים להמשיך ולהשקיע במח"מ אחזקות בינוני.

ציפיות האינפלציה מעוגנות בתחום יעד יציבות המחירים. ברמת הציפיות הנוכחיות הנעה סביב רמה של 2.45% בממוצע, בטווח של עד 10 שנים, אנו ממליצים על אחזקה מאוזנת בין שקלים לא צמודים לצמודי מדד.

ריכוז המלצותינו:

- אנו ממליצים על השקעה במח"מ בינוני.
- מומלצת אחזקה מאוזנת בין צמודי מדד לשקלים לא צמודים.
- באפיק צמוד המדד מומלצת אחזקה בטווח הבינוני פלוס של העקום.
- האפיק השקלי הלא צמוד מומלץ להשקעה בטווח של 5 – 7 שנים בשילוב אג"ח לטווח קצר ומק"מ.

אג"ח חברות

מגמה חיובית נרשמה במהלך שבוע המסחר הראשון של השנה. עליות שערים חדות יחסית נרשמו במדדים המובילים תוך ירידת רמת המרווחים לשפל של יותר משנה. שוק ההנפקות ממשיך את התנופה של חודש דצמבר עם ריבוי הנפקות גם בראשית חודש ינואר.

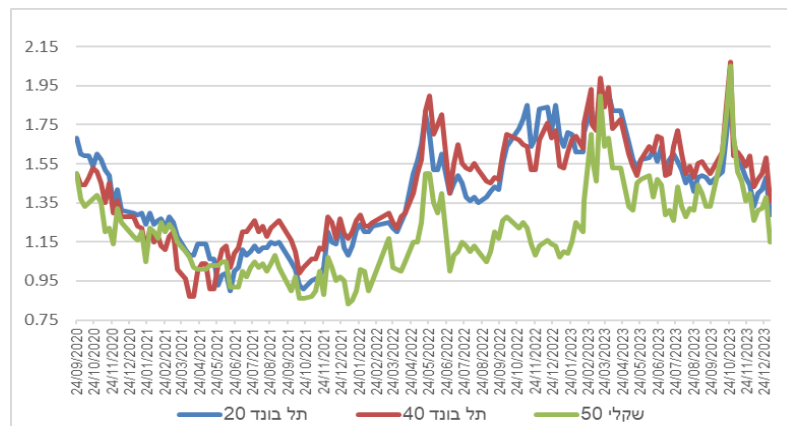
עליות מחירים חדות יחסית נרשמו במהלך שבוע המסחר שפתח את שנת 2024 בשוק אג"ח החברות המקומי. מדדי התל בונד המובילים רשמו עליות שערים ממוצעות של כ- 0.70%. בלטו לחיוב מדדי התל בונד בדרוגים בינוניים – נמוכים בעליות שערים ממוצעות של יותר מאחוז.

על רקע זה ניתן לראות בגרף 8 כי רמת המרווחים רשמה ירידה חדה במהלך השבוע האחרון ולמעשה נמצאת ברמת שפל של יותר משנה. מדדי התל בונד צמודי המדד נסחרים ברמת שפל של קרוב לשנתיים.

המגמה החיובית בלטה השבוע על רקע המשך גיוסים מואצים בשוק הראשוני. לאחר חודש דצמבר חזק במהלכו גייסו חברות כ- 16.0 מיליארד ₪, שבוע המסחר הראשון של שנת 2024 נפתח עם גיוס של כ- 4.0 מיליארד ₪. בלטו השבוע חברות מקורות עם גיוס של כ- 1.3 מיליארד ₪, והחברות מבנה נדל"ן ודליה אנרגיה עם גיוס של כ- 0.7 מיליארד ₪ כ"א.

הגיוסים המואצים מאז ראשית חודש דצמבר לא השפיעו לפי שעה על רמת המרווחים ולמעשה ראינו בתקופה מגמה ברורה של ירידה ברמת המרווחים. העלייה כמות ההנפקות הקונצרניות בשילוב העלייה בגיוסים הממשלתיים צפויים לאתגר את רמת המרווחים המצויה כאמור ברמה נמוכה.

גרף 7 - מרווחים תל בונד 20, 40 ותל בונד שקלי 50



המלצות לפעילות באפיק הקונצרני:

אנו ממליצים על הקטנת החשיפה לאפיק הקונצרני ברמה הנוכחית.

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

מומלצת השקעה בקבוצת דרוג AA ומעלה.

מומלצת חשיפה לחברות מענפים דפנסביים כגון: מוצרי צריכה, בנקים וכן לחברות החשופות בעיקר לפעילות בחו"ל.

מומלצת חשיפת יתר לאג"ח צמוד מדד.

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**
מקורות 11	תעשיות מים	1,277	12.4	AAA	2.81%	1.18% צמוד מדד	0.10%
דליה אנרגיה ב'	אנרגיה	701	6.2	A-	4.05%	2.73% צמוד מדד.	0.25%
מבנה נדל"ן כ"ה	נדל"ן	525	6.6	AA	3.07%	1.68% צמוד מדד.	0.40%
מבנה נדל"ן כ	נדל"ן	143	4.2	AA	2.66%	1.48% צמוד מדד.	0.10%
ישרס ט"ז	נדל"ן	307	3.9	AA	2.63%	1.46% צמוד מדד.	0.00%
סה"כ:							2,953

*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 2023 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 66.3 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 ₪.

** רווח מחושב ביחס למחיר המכרז המוסדי.

הנפקות האוצר ובנק ישראל

- משרד האוצר ינפיק השבוע (8.1) 4.2 מיליארד ₪ בהנפקה לציבור. הסדרות המונפקות: ממשק 226 – 450 מש"ח, ממשק 229 – 500 מש"ח, ממשק 335 (סדרה חדשה) – 550 מש"ח, ממשק 537 – 500 מש"ח, ממשק 1152 – 450 מש"ח, ממצמ 1131 – 500 מש"ח, ממשק 1124 – 1,250 מש"ח.
- משרד האוצר יקיים השבוע (9.1) 34.0 מרכז החלף במסגרתו ירכוש מהתיבור את ממשק 324 וינפיק כנגד הסדרות הבאות: ממשק 327, ממשק 432, ממצמ 529.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

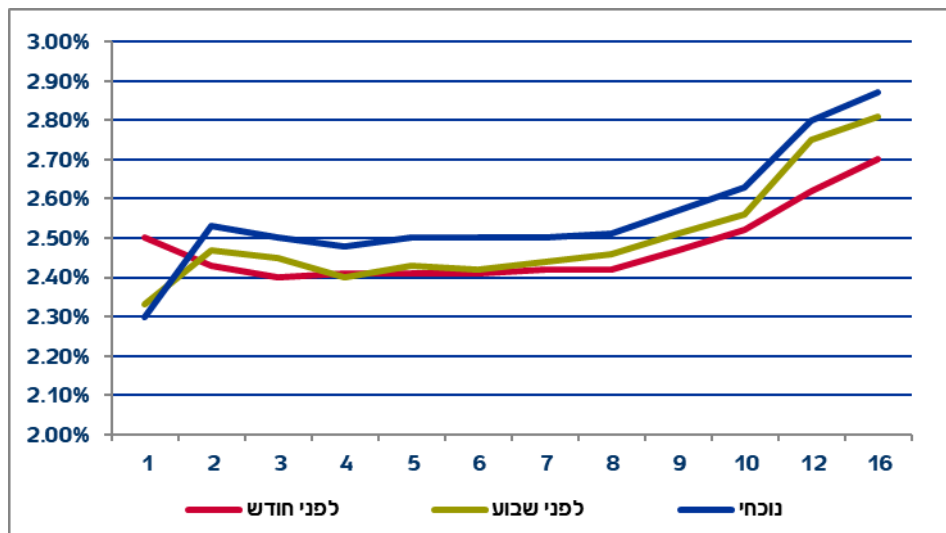
נספחים

שינויים שבועיים וחודשיים בפרמטרים עיקריים

הציפיות האינפלציוניות עלו לאורך כל העקום. (טבלה 1)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	2.50	2.33	2.30
2	2.43	2.47	2.53
3	2.40	2.45	2.50
4	2.41	2.40	2.48
5	2.41	2.43	2.50
6	2.41	2.42	2.50
7	2.42	2.44	2.50
8	2.42	2.46	2.51
9	2.47	2.51	2.57
10	2.52	2.56	2.63
12	2.62	2.75	2.80
16	2.70	2.81	2.87

*אינפלציה נגזרת לשנה מחושבת על פי עסקאות OTC בחדר עסקאות



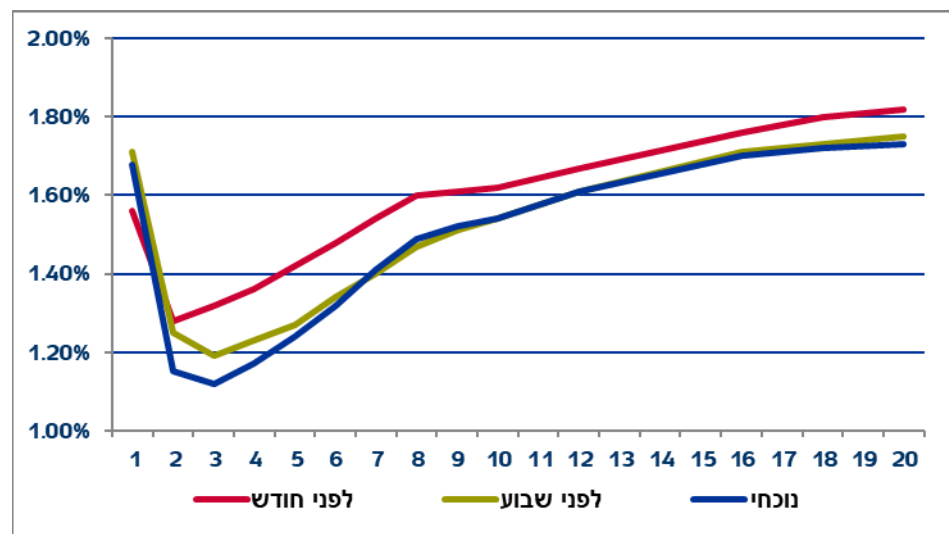
חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	1.56	1.71	1.68
2	1.28	1.25	1.15
3	1.32	1.19	1.12
4	1.36	1.23	1.17
5	1.42	1.27	1.24
6	1.48	1.34	1.32
7	1.54	1.40	1.41
8	1.60	1.47	1.49
9	1.61	1.51	1.52
10	1.62	1.54	1.54
12	1.67	1.61	1.61
16	1.76	1.71	1.70
18	1.80	1.73	1.72
20	1.82	1.75	1.73

*תשואה לשנה ניגזרת ממחיר עסקאות OTC בחדר עסקאות

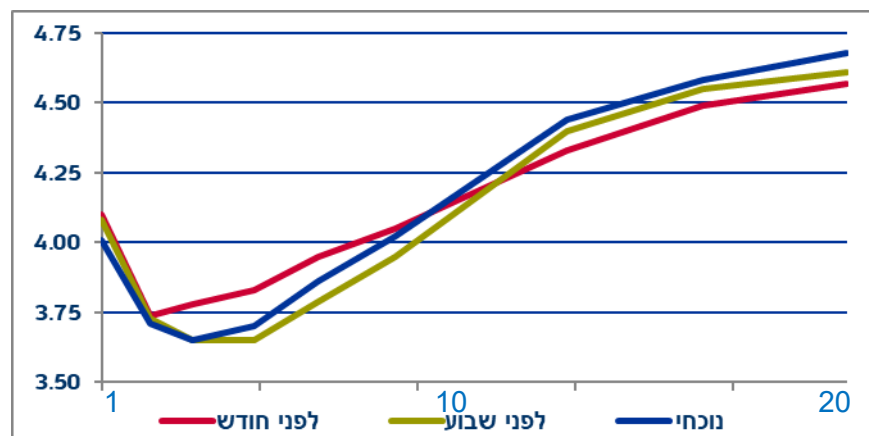


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

אג"ח שקלי ריבית קבועה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ לשנה	4.10	4.08	4.01
425	3.75	3.85	3.75
825	3.75	3.79	3.71
226	3.74	3.73	3.71
1026	3.73	3.72	3.66
327	3.78	3.65	3.65
928	3.83	3.65	3.70
229	3.85	3.71	3.75
330	3.95	3.79	3.86
432	4.05	3.95	4.02
537	4.29	4.31	4.38
142	4.33	4.40	4.44
347	4.49	4.55	4.58
1152	4.57	4.61	4.68
שיפוע 2/10	0.38	0.31	0.43
שיפוע 5/10	0.29	0.38	0.41
שיפוע 2/5	0.09	-0.07	0.02

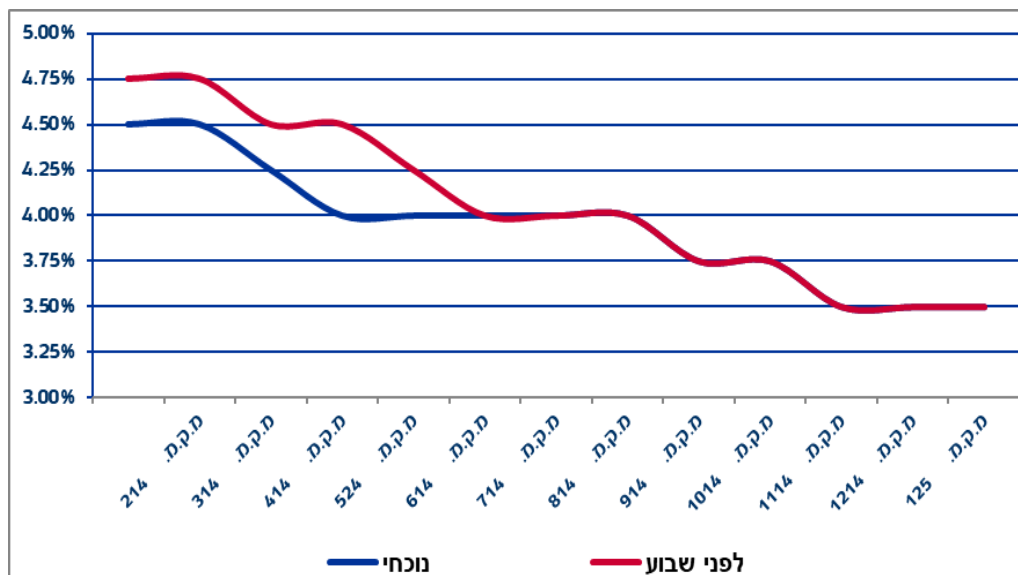


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מק"מ	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ 214	4.75	4.50
מק"מ 314	4.50	4.25
מק"מ 414	4.50	4.00
מק"מ 524	4.25	4.00
מק"מ 614	4.00	4.00
מק"מ 714	4.00	4.00
מק"מ 814	4.00	4.00
מק"מ 914	3.75	3.75
מק"מ 1014	3.75	3.75
מק"מ 1114	3.50	3.50
מק"מ 1214	3.50	3.50
מק"מ 125	3.50	3.50
ממוצע	4.00	3.90



חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
526	0.50	0.54	0.55
1130	0.63	0.67	0.70

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

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
ריבית ב"י חזויה בעוד שנה	3.50	3.50	3.50
ריבית לשנה בעוד שנה	3.39	3.42	3.40
ריבית לשנה בעוד שנתיים	3.74	3.58	3.55

מרווחים בעקום השקלי (טבלה 7)

סדרות	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
2 - 5	-0.07	0.09	-0.07	0.02
5-10	0.38	0.29	0.38	0.41
2-10	0.31	0.38	0.31	0.43
10-30	0.55	0.45	0.55	0.56

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

סדרה	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מרווח לשנתיים	-0.52	-0.86	-0.52	-0.67
מרווח ל-5 שנים	-0.14	-0.30	-0.14	-0.24
מרווח ל-10 שנים	0.24	-0.02	0.24	0.15
מרווח ל-30 שנים	0.64	0.32	0.64	0.57

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מדד	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
תל בונד 20	1.33	1.48	1.29
תל בונד 40	1.43	1.58	1.36
תל בונד שקלי 50	1.26	1.38	1.15

דרוג	צמוד מדד	שקלי משתנה	שקלי קבוע	ממוצע
AAA	0.75		0.40	0.60
+AA	1.00		0.55	0.75
AA	1.75	0.90	0.85	1.20
-AA	2.00	1.45	1.10	1.50
+A	2.30		1.50	1.85
A	2.50		1.75	2.10
-A	3.00		2.25	2.65
+BBB	3.35		4.25	3.80
BBB			3.00	3.00

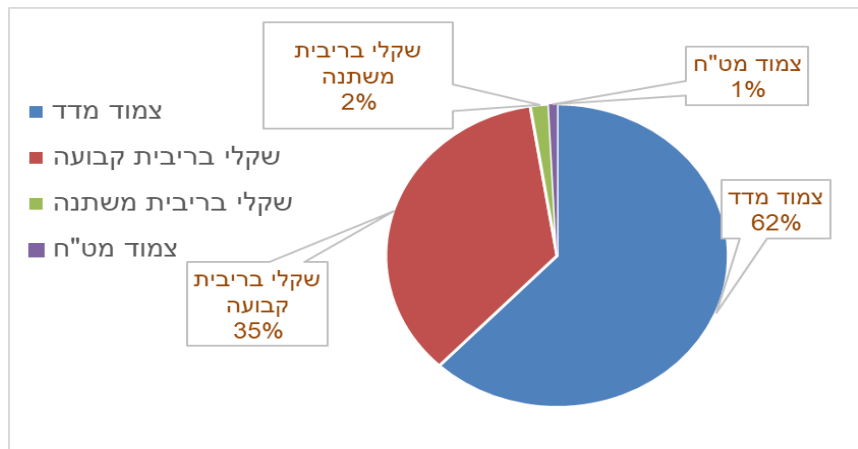
• לא כולל אג"ח חברות נדל"ן אמריקאיות.

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

שם המדד	מתחילת השבוע	מתחילת השנה
תל בונד תשואות צמודות	1.40%	0.84%
תל בונד גלובל	1.35%	1.01%
תל בונד תשואות שקלי	0.96%	0.69%
תל בונד צמוד יתר	0.84%	0.48%
מדד אג"ח צמוד מדד קונצרני	0.73%	0.36%
מדד אג"ח כללי קונצרני	0.70%	0.41%
תל בונד 40	0.70%	0.31%
תל בונד 60	0.70%	0.30%
תל בונד 20	0.69%	0.28%
תל בונד שקלי	0.66%	0.45%
תל בונד שקלי 50	0.61%	0.43%
תל בונד צמוד בנקים	0.54%	0.28%
אג"ח מדד ממשלתי 2 - 5 שנים	0.21%	0.07%
אג"ח מדד ממשלתי 0 - 2	0.20%	0.17%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 0 - 2 שנים	0.18%	0.16%
אג"ח מדד ממשלתי +10 שנים	0.17%	-0.17%
מדד מק"מ	0.12%	0.08%
אול בונד ריבית משתנה	0.10%	0.04%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 2 - 5 שנים	0.05%	0.03%
אג"ח מדד ממשלתי 5 - 10 שנים	-0.01%	-0.12%
מדד אג"ח כללי ממשלתי	-0.02%	-0.10%
מדד אג"ח ממשלתי ריבית משתנה	-0.04%	-0.10%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 5 - 10 שנים	-0.29%	-0.21%
אג"ח ממשלתי לא צמוד + 10 שנים	-0.56%	-0.66%

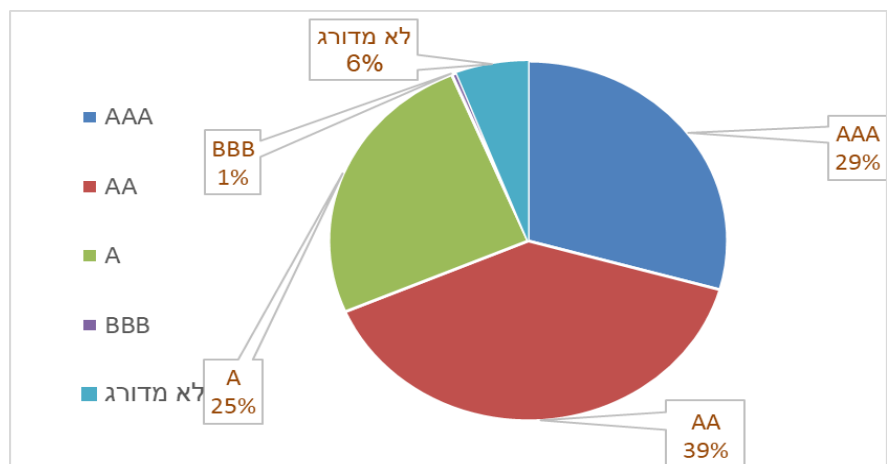
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2023 על פי בסיס הצמדה

באחוזים	סכום במש"ח	בסיס הצמדה
62.2	41,249	צמוד מדד
35.4	23,441	שקלי ריבית קבועה
1.7	1,139	שקלי ריבית משתנה
0.7	491	צמוד מט"ח
100.0	66,320	סה"כ



התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2023 לפי דירוג

באחוזים	סכום במש"ח	קבוצת דירוג
29.4	19,486	קבוצת AAA
39.2	25,976	קבוצת AA
25.2	16,714	קבוצת A
0.4	281	קבוצת BBB
5.8	3,863	לא מדורג
100.0	66,320	סה"כ

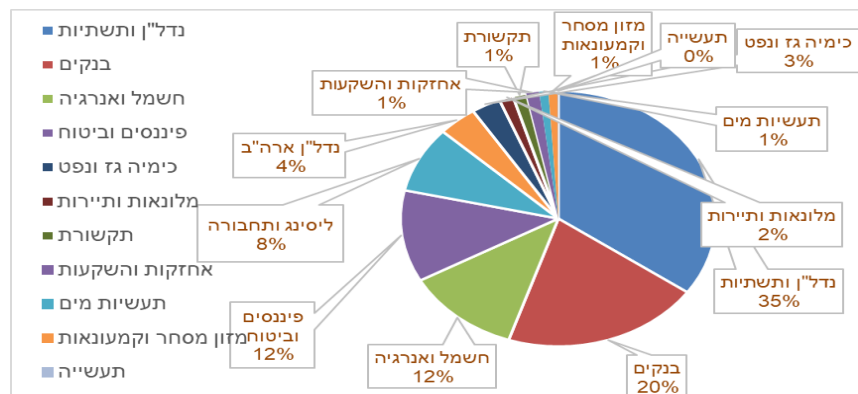


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

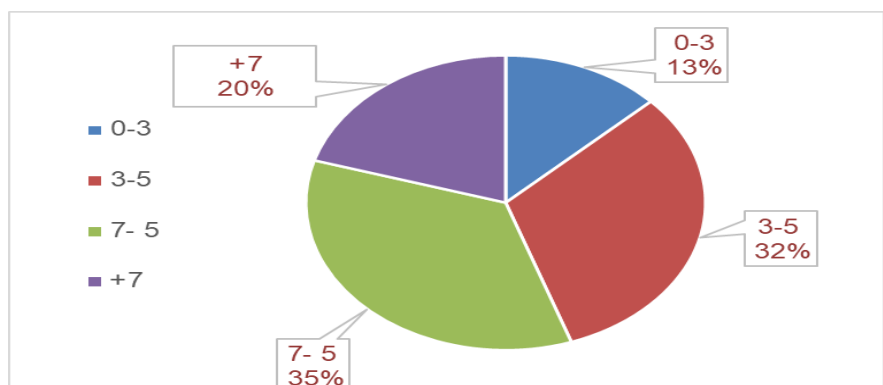
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2023 על פי ענפים

שם הענף	סכום במש"ח	באחוזים
נדל"ן ותשתיות	23,068	34.8
בנקים	13,477	20.3
חשמל ואנרגיה	7,860	11.9
פיננסים וביטוח	7,700	11.6
ליסינג ותחבורה	5,547	8.4
נדל"ן ארה"ב	2,647	4.0
כימיה גז ונפט	1,984	3.0
מלונאות ותיירות	952	1.4
תקשורת	924	1.4
אחזקות והשקעות	870	1.3
תעשיות מים	624	0.9
מזון ומסחר	618	0.9
תעשייה	49	0.1
סה"כ	66,320	100.0



התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2023 על פי מח"מ

מח"מ	סכום במש"ח	באחוזים
0-3	8,582	12.9
3-5	21,048	31.7
5-7	23,191	35.0
7+	13,499	20.4
סה"כ	66,320	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 Gil michael.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

ענת עזריה סוחרת 03-5112605 Anat.azaria@bankleumi.co.il	חיים קיסוס סוחר 03-5112605 Chaim.kisos@bankleumi.co.il	דודי רובינשטיין מנהל דסק השאלות 03-5112605 Dudi.rubinstein@bankleumi.co.il
--	--	--