

סקירה שבועית של התפתחויות מקרו כלכליות ושוקי הריביות ואגרות החוב

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

21.08.2022

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

העלייה החדה במדד המחירים לצרכן לחודש יולי הביאה את סביבת האינפלציה לשיא של קרוב ל-14 שנה. סעיף הדיור ממשיך לעלות ונראה שצפויות עליות נוספות בסעיף זה בחודשים הקרובים.

הצמיחה החזקה ברביע השני של 2022, 6.8% (במונחים שנתיים), מקורה בגידול במרבית רכיבי התוצר. נתון הצמיחה מלמד כי המשק הישראלי רחוק ממצב של האטה ובוודאי ממיתון. על פי אומדננו נראה כי שנת 2022 צפויה להסתכם בצמיחה של כ-6%.

נתוני התעסוקה לחודש יולי מצביעים על חוסנו של שוק העבודה הישראלי, אשר משקף, בין היתר, את נתוני הצמיחה החזקים של המשק לרביע השני של השנה. התפתחות זו, מהווה אף היא גורם אשר תומך בהמשך מהלך הידוק מוניטארי מהיר יחסית מצד בנק ישראל.

אנו סבורים כי הוועדה המוניטארית צפויה להעלות, השבוע, את הריבית ב-0.50 נקודת אחוז (לרמה של 1.75%), לכל הפחות. על רקע כוונת בנק ישראל, שהודגשה בהחלטת הריבית הקודמת, לתת משקל גדול יותר להעלאות ריבית בטווח הקרוב, כאמצעי בלימה לעליית האינפלציה, אין להוציא מכלל אפשרות העלאת ריבית של 0.75 נקודות אחוז.

על רקע המשך מגמת התחזקות השקל, בדומה למצב בשנים 2009 – 2011, יתכן ובנק ישראל יאלץ להתערב בשוק המט"ח במקביל להמשך תהליך העלאת הריבית.

פרוטוקול החלטת הריבית בארה"ב לא חושף עדין האם הפד ימשיך בהעלאות של 75 נ"ב או יסתפק במעבר להעלאות של 50 נ"ב. הריבית צפויה להגיע לרמה של 4%.

לחצי האינפלציה בגוש האירו ממשיכים להיות חזקים. קיים חשש ממצב של סטגפלציה בגוש האירו.

העלייה הנמשכת בסביבת האינפלציה בבריטניה צפויה להביא את הבנק המרכזי שם להגביר את קצב העלאות הריבית.

אג"ח ממשלתי

העקום השקלי השתטח כמעט לחלוטין עד לטווח של 10 שנים.

מומלצת השקעה במח"מ בינוני.

מומלצת השקעה מאוזנת בין האפיקים.

חשיפה לאפיק השקלי הלא צמוד מומלצת בעיקר דרך מכירת IRS לטווח קצר.

העלייה בתשואות הארוכות בארה"ב צפויה להעיב גם על החלק הארוך המקומי.

אג"ח קונצרני

רמת המרווחים שומרת על יציבות עם נטייה לירידה קלה בשבועות האחרונים.

ביצועי חברות הנדל"ן הזרות בולטים לחיוב מראשית השנה, כפי שמשקף במדד התל בונד גלובל.

אנו עדיין ניטראליים לגבי הגדלת החשיפה לאפיק הקונצרני.

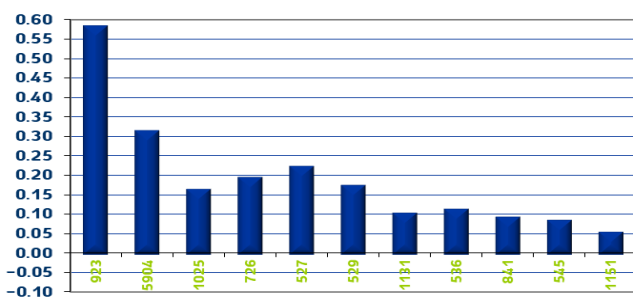
אג"ח ממשלתי ומקרו

מבט שבועי – על רקע פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש יולי, שהיה גבוה במידה משמעותית מהתחזיות ופרסום נתוני הצמיחה החזקים לרבעון השני של השנה, נרשמה מגמה מעורבת השבוע בשוק האג"ח הממשלתי המקומי. השקלים הלא צמודים רשמו עליית תשואות חדה לאורך העקום כולו, לעומת מגמה מעורבת בצמודי המדד, שרשמו אמנם עליית תשואות, אך מדובר בעלייה שבעיקרה הייתה טכנית, כך שמחירי האיגרות עד לטווח של 10 שנים רשמו עלייה בסיכום שבועי. תלילות העקום השקלי ירדה לרמת שפל.

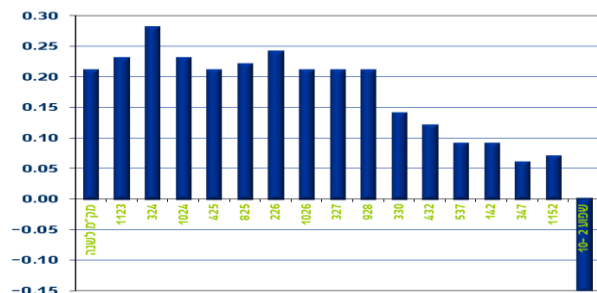
המסחר בשוק האג"ח הממשלתי התנהל השבוע על רקע פרסום מדד המחירים לצרכן שהיה גבוה משמעותית מהתחזיות המוקדמות ולמעשה העלייה הייתה כפולה מהערכות השוק המוקדמות (1.1% עלייה לעומת ציפייה לעלייה של 0.6%). עלייה זו הביאה את סביבת האינפלציה השנתית לרמה של 5.2%, שיא של כ-14 שנה. כמו כן פרסום נתון הצמיחה לרבעון השני של השנה (6.8% בחישוב שנתי) אושש את הערכות כי כלכלת ישראל רחוקה מיתון. על רקע זה עלו הציפיות להעלאות ריבית של בנק ישראל, כאשר ייתכן אף שבהחלטת הריבית ביום ב' הקרוב, יבחר בנק ישראל להעלות את הריבית ב-75 נ"ב ולא ב-50 נ"ב. בסיכום שבועי, רשמו צמודי המדד עליות מחירים בדגש על הטווח של עד 5 שנים, למעט בטווח הארוך ביותר של העקום, טווח של 10 שנים ומעלה. השקלים הלא צמודים רשמו ירידות שערים לאורך העקום כולו. עיקר עליית התשואות נרשמה בחלק הקצר – בינוני של העקום כך שתלילות העקום המשיכה לרדת לרמות שפל היסטוריות ועומדת על 26 נ"ב בטווח של 2 – 10 שנים.

יש לציין כי למרות הירידה בתלילות עד לטווח של 10 שנים העקום השקלי ממשיך להיות תלול מאוד בטווח של 10 – 30 שנה כאשר התלילות עומדת על כ-80 נ"ב.

גרף 2 - שינוי שבועי בתשואת אג"ח צמוד מדד



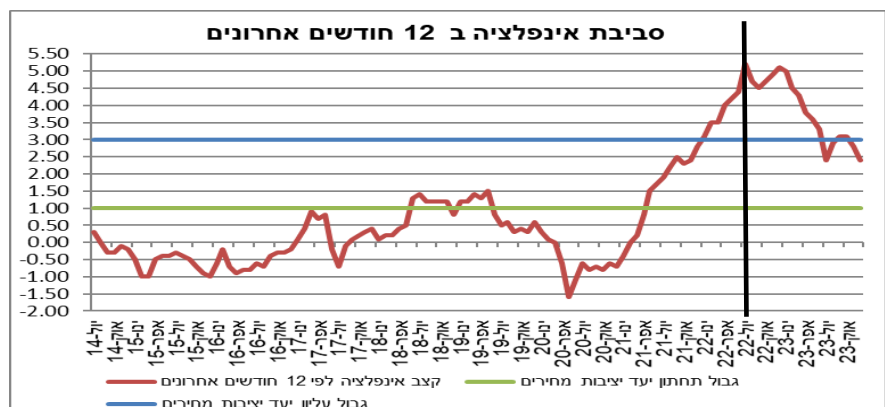
גרף 1 - שינוי שבועי בתשואת אג"ח שקלי



מקור: גלובס טרייד.

ציפיות האינפלציה נמצאות לאורך העקום כולו בתוך יעד יציבות המחירים כאשר השוק מגלם אינפלציה של 2.5% ב-12 החודשים הקרובים, רמה התואמת את הערכותינו. לדעתנו, עיקר ההתלבטות של בנק ישראל להעלאה של 50 או 75 נ"ב תהיה על רקע מהלך התחזקות השקל. חשוב יותר מגודל המהלך הקרוב, הוא היקף העלייה הכולל של הריבית בתהליך הנורמליזציה המוניטרית, תוך הבאת הריבית לרמה שאיננה שלילית במונחים ריאליים – ככל הנראה ברמה נומינלית של 2.75% בראשית 2023.

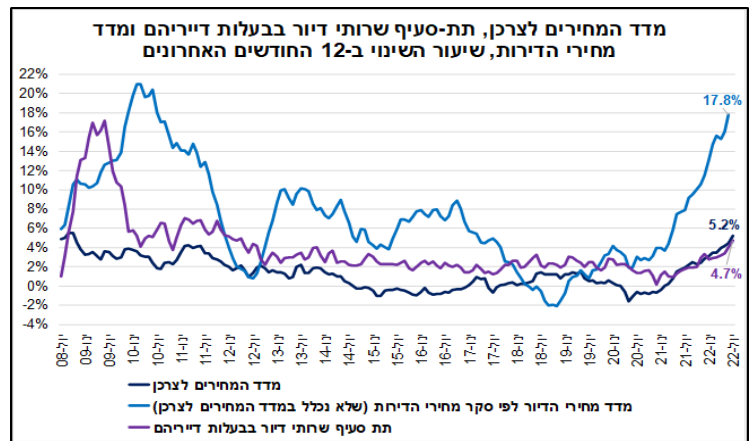
גרף 3



סביבת האינפלציה בישראל בשיא של קרוב ל- 14 שנה. סעיף הדיור צפוי להמשיך ולעלות בחודשים הקרובים.

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יולי בשיעור של 1.1%, והיה גבוה ביחס להערכות המוקדמות, כאשר ממוצע הקונצנזוס עמד על עלייה של כ-0.6%. לאור זאת, האינפלציה בחישוב שנתי עלתה בחדות. כך, בשנים עשר החודשים האחרונים (יולי 2022 לעומת יולי 2021) מדד המחירים לצרכן עלה ב-5.2%, לעומת אינפלציה (שנתית) של 4.4% בחודש יוני. כפי שניתן לראות בגרף 4, מדובר בשיעור האינפלציה הגבוה ביותר מאז אוקטובר 2008.

גרף 4



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

עלויות מחירים בולטות נרשמו בחודש יולי בסעיפים: פירות טריים (שעלה ב-8.5%), תחבורה (3.3%), תרבות ובידור (1.2%) ודיור (1.2%). ראוי לציין כי עלייה חריגה ביחס לעונתיות המאפיינת את חודשי יולי לאורך השנים נרשמה בהוצאה על נסיעות לחו"ל. זאת, כפי הנראה, ברקע מחירי הדלק הגבוהים, הפיחות בשקל (עד סוף חודש יוני) והמחסור בטיסות, שנפגשו עם ביקוש עונתי מוגבר לחופשות וטיסות. ככלל, נרשמה האצה בקצב עליית מחירי השירותים, בין היתר, עקב הלחצים לעליית השכר במשק, שמהווה את גורם הייצור העיקרי בענפים אלה.

העלייה בסעיף הדיור, חלה בין היתר, על רקע עלייה חדה וחריגה בתת-הסעיף שכר דירה, שעלה ב-0.7% לעומת שיעור עלייה חודשי של עד 0.2% לאורך השנים. זאת, כפי הנראה, על רקע ריבוי חוזי שכירות חדשים ומתחדשים בעונת הקיץ, ששיקפו התייקרות מחירים חדה. כמו כן, נציין כי תת-הסעיף שירותי דיור בבעלות הדיירים עלה ביולי ל-4.7% לעומת 4.1% בחודש הקודם. מדובר אמנם בקצב העלייה השנתי הגבוה ביותר מאז אפריל 2012 (גרף 4), אולם במונחים ריאליים (כלומר בניכוי מדד המחירים לצרכן) עלייה זו נשחקת לחלוטין. לאור זאת, אנו מעריכים כי מחירי שכר הדירה צפויים להמשיך לעלות גם בחודשים הקרובים, בכדי לתמוך בתשואה הריאלית מהשכרת דירות. במקביל, נציין כי קצב העלייה השנתי של מדד מחירי הדיירות (עפ"י סקר הדירות החודשי של הלמ"ס אשר איננו נכלל במדד המחירים לצרכן) הגיע לכ-17.8%, שהוא השיעור הגבוה ביותר מאז יולי 2010. עם זאת, לאור ההאטה בפעילות בשוק הדיור – היקפי המכירות והמשכנתאות – אנו צופים התמתנות הדרגתית בקצב עליית מחירי הדירות בחודשים הבאים.

הנתונים המאקרו-כלכליים שפורסמו השבוע – הפתעה כלפי מעלה באינפלציה ונתוני צמיחה חזקים מהצפוי לצד חוסנו המתמשך של שוק העבודה של המשק – תומכים בהימשכות תהליך העלאת הריבית מצד בנק ישראל ביתר שאת. **להערכתנו, בישיבתה הקרובה (22 באוגוסט) צפויה הוועדה המוניטארית להעלות את הריבית ב-0.5 נקודת אחוז (לרמה של 1.75%), לכל הפחות.** על רקע כוונת בנק ישראל, שהודגשה בהחלטת הריבית הקודמת, לתת משקל גדול יותר להעלאות ריבית בטווח הקרוב, כאמצעי בלימה לעליית האינפלציה, אין להוציא מכלל אפשרות העלאת ריבית של 0.75 נקודות אחוז. בהמשך הדרך אנו מעריכים כי ריבית בנק ישראל צפויה להגיע לרמה של 2.75% כבר בתחילת שנת 2023, ולהישאר ברמה זו במהלכה.

הצמיחה החזקה ברביע השני של 2022, 6.8% (במונחים שנתיים), מקורה בגידול במרבית רכיבי התוצר.

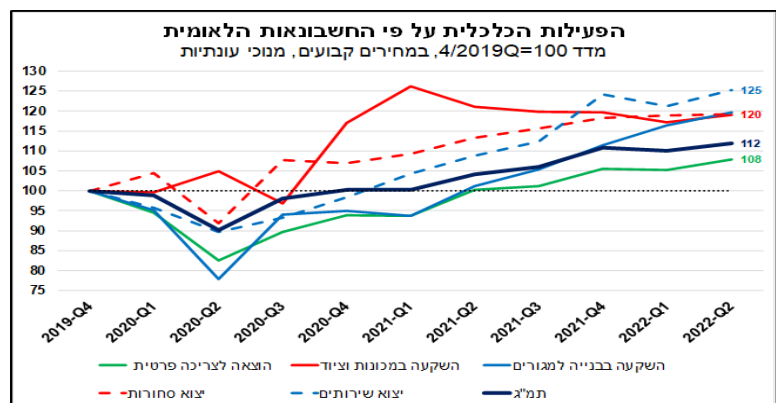
התוצר המקומי צמח בכ-6.8% (במונחים שנתיים) לעומת הרביע הקודם, בו נרשמה ירידה של 2.7% במונחים שנתיים (נתון שעודכן כלפי מטה), זאת על רקע צמיחה מהירה במרבית רכיבי התוצר.

יש לציין כי בפרסום הנוכחי, נתוני החשבונאות הלאומית עודכנו לאחור עקב מספר שינויים מתודולוגיים. במסגרת העדכון, קצבי הצמיחה בשנים 2015-2021 עודכנו כלפי מעלה, בדגש על השנים 2019-2021, התפתחות אשר הביאה לרמת תוצר גבוהה יותר משהייתה לפני השינוי. נציין כי רמתו הנוכחית של התוצר גבוהה בכ-12% ביחס לרמה ערב פרוץ משבר הקורונה (q4/19), וגבוהה בכ-1% בהשוואה לרמתו הפוטנציאלית (כלומר, רמת התוצר התיאורטית אילולא פרץ משבר הקורונה, שמחושבת על-פי קצב הצמיחה הממוצע בשנים 2016-2019). דהיינו, נתוני התוצר משקפים התרחבות מהירה של הפעילות הכלכלית ברביע השני של 2022.

באשר להתפתחות רכיבי הצמיחה, נציין כי הצריכה הפרטית צמחה בקצב מהיר של כ-10.4% (במונחים שנתיים), על רקע צמיחה בכל קבוצות הצריכה הראשיות – צריכה שוטפת (ההוצאות למזון, משקאות וטבק, לשירותים אישיים, לדיור, לדלק וחשמל לאחזקת בית, ולמוצרי תעשייה לצריכה שוטפת), צריכת מוצרי בני-קיימא (כלי רכב, ציוד חשמלי וריהוט) וצריכת מוצרים בני-קיימא למחצה (ההוצאה על הלבשה והנעלה, טקסטיל לבית, כלי עבודה ובית קטנים חשמליים, מוצרי בידור ופנאי וחפצים אישיים). נציין כי רמתם של כל רכיבי הצריכה הפרטית גבוהה מהרמה שהייתה ערב המשבר, לרבות צריכה שוטפת של שירותים (טיסות לחו"ל, מסעדות, בתי מלון ועוד), שהושפעה לשלילה באופן משמעותי עקב הגבלות הקורונה, אך הרמה הנוכחית עודנה נמוכה מהמגמה ארוכת הטווח. לאור זאת, רכיב זה צפוי להמשיך לתרום לצמיחה ברביעים הבאים.

ההשקעה בנכסים קבועים (ההשקעה בבתי מגורים והשקעות ענפי המשק בבנייה, בציוד וכלי תחבורה) עלתה ברביע השני של 2022 בקצב מהיר של כ-7.7% (במונחים שנתיים). עליות נרשמו ברכיבי הבנייה למגורים ושלא למגורים כמו גם בהשקעות במכונות וציוד. כמו כן, נציין כי יצוא הסחורות והשירותים (למעט יהלומים וחברות הזנק) עלה ברביע השני של השנה ב-13.9% (במונחים שנתיים), על רקע עליות ביצוא התעשייתי ויצוא שירותים אחרים (בעיקר שירותי טכנולוגיה). במבט קדימה, הודות לצמיחה המהירה במחצית הראשונה של השנה, על פי אומדננו נראה כי שנת 2022 צפויה להסתכם בצמיחה של כ-6% (ממוצע שנתי). מדובר אמנם בתחזית לשיעור צמיחה נמוך מזה של שנת 2021 (כ-8.6%), אולם גבוה משיעור הצמיחה ארוך הטווח (כ-4%). בסך הכול, מדובר בנתון אשר תומך בהמשך העלאת ריבית בנק ישראל.

גרף 5



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

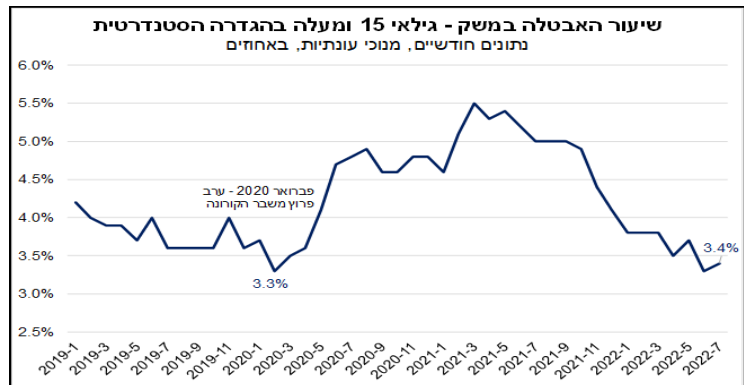
שיעור האבטלה של המשק מצוי בסביבה בה היה ערב פרוץ משבר הקורונה, ומצביע על חוסנו של שוק העבודה.

שיעור האבטלה (בגילאי 15 ומעלה) בהגדרתו הסטנדרטית, שכוללת את היקף הבלתי מועסקים בלבד, עלה מעט בחודש יולי השנה לרמה של 3.4% לעומת 3.3% בחודש יוני (נתונים מנכ"י עונתיים), כך על-פי נתוני הלמ"ס. כפי שניתן לראות בגרף 6 בעמוד הבא, על אף העלייה, שיעור האבטלה נותר בקרבת רמתו ערב פרוץ משבר הקורונה – 3.3% בפברואר 2020.

שיעור ההשתתפות בכוח העבודה עמד על כ-63.1%, מעט פחות מרמתו בחודש יוני, אך גבוה בהשוואה לרמה ערב המשבר – 62.8% בפברואר 2020. גם שיעור התעסוקה נותר גבוה מרמתו ערב המשבר (61.0% לעומת 60.7%).

נתוני התעסוקה לחודש יולי מצביעים על חוסנו של שוק העבודה הישראלי, אשר משקף, בין היתר, את נתוני הצמיחה החזקים של המשק לרביעי השני של השנה. התפתחות זו, מהווה גורם אשר תומך בהמשך מהלך הידוק מוניטארי מהיר יחסית מצד בנק ישראל.

גרף 6



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

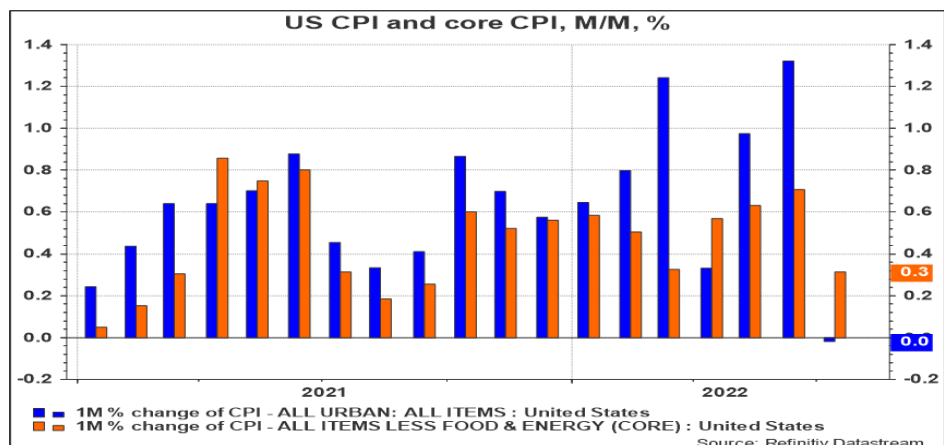
מקרו עולמי

פרוטוקול החלטת הריבית בארה"ב לא חושף עדין האם הפד ימשיך בהעלאות של 75 נ"ב או יסתפק במעבר להעלאות של 50 נ"ב.

הפרוטוקול לישיבת ה-FOMC בסוף יולי לא סיפקו אמירה חד משמעית משמעותיים לגבי האם פקידים נוטים לעלייה של 50 נקודות או 75 נקודות בסיס בספטמבר, אך היו כמה רמזים להמשך.

בפרט, הודגש הקושי שבעובדה שירידת האינפלציה לאחרונה היא בעיקר תוצאה של ירידת מחירי הנפט ולא תוצאה של האטת מחירים נרחבת יותר, אשר היית צריכה לבוא לידי ביטוי ברכיב הליבה, ואיננה עושה כך. בעניין האינפלציה, מקבלי ההחלטות בוועדת השווקים הפתוחים טענו כי "אי אפשר לסמוך על ירידות במחירי הנפט וסחורות אחרות" כדי לספק את המצב של אינפלציה נמוכה מתמשכת וכי יש "עד כה ראיות מעטות" לכך שלחצי האינפלציה הבסיסיים הולכים ופוחתים. גם העלייה החלשה מהצפוי במדד הליבה ביולי לא משנה הערכה זו, וכפי שצוין בפרוטוקול, הנתונים האחרונים מצביעים על כך שהאינפלציה "ככל הנראה תישאר גבוהה בצורה לא נוחה לזמן מה", וזה לא יעצור אותם בהמשך העלאת הריבית.

גרף 7



החלק הנוח יותר בתמונת האינפלציה הינו בציפיות האינפלציה לטווחים בינוניים וארוכים, ולכן סיכוי האינפלציה לטווח ארוך יותר פחתו ומקבלי ההחלטות בוועדת השווקים הפתוחים טענו כי כנראה "יהיה מתאים בשלב מסוים להאט את קצב העלאות הריבית" וכי "הרבה" משתתפים ציינו שיש סיכון כי הפד יכול "להדק את עמדת המדיניות ביותר מהנדרש במאמציו להחזיר את יציבות המחירים". מדובר באמירות שאינן נוגעות להחלטה הקרובה, אלא לעתיד הרחוק יותר של ראשית 2023 ככל הנראה.

מבחינת מאזן הסיכונים, הפד המשיך להעריך כי הסיכונים סביב התרחיש המרכזי של תחזית הפעילות הכלכלית הריאלית מוטים כלפי מטה, זאת עקב סיכונים להחמרה מחודשת של צווארי בקבוק בשרשרת האספקה, מלחמת רוסיה נגד אוקראינה, נתונים חלשים על הוצאות, וההידוק בתנאים הפיננסיים מתחילת השנה. כנגד, הפד מעריך שהסיכונים לתחזית האינפלציה מוטים כלפי מעלה. אל מול מאזן הסיכונים, חברי ה-FOMC הדגישו מחדש את מחויבותם ליעד האינפלציה של 2%, אף שזה ייקח זמן מה עד שהאינפלציה תרד ליעד. חברי ה-FOMC הוסיפו כי מהלך האינפלציה מושפע מגורמים לא-מוניטריים שונים, כולל התפתחויות הקשורות ברוסיה, מלחמה נגד אוקראינה ושיבושים בשרשרת האספקה וזה הופך את מלאכת המדיניות למורכבת. חברי ה-FOMC הכירו בכך שהידוק המדיניות עלול להאט את קצב הצמיחה הכלכלית, אבל הם ציינו את החזרה של אינפלציה ל-2% כקריטית ובעלת עדיפות.

נראה שזה מצביע על המשך העלאת הריבית בקרוב, אך עם מהלך קטן יותר של 50 נקודות בסיס בספטמבר. הפד רוצה להישמר מפני מהעלאת ריבית גבוהה מדי מעבר לרמה הניטרלית. לכן, התחזית שלנו היא שה-FOMC יחליט על העלאת ריבית של 50 נקודות בסיס בספטמבר, 50 נקודות בסיס בנובמבר, 25 נקודות בסיס בדצמבר ו-25 נקודות בסיס בפברואר 2023, מה שייקח את ריבית הפד בשיא לכ-4.00%-3.75. שוק העבודה צפוי להתמתן בהמשך, מה שיוביל את ה-FOMC להפסיק להעלות את הריבית בתחילת השנה הבאה ולהחזיקה שם בהמתנה להערכת מצב עדכנית.

FED FUTURES	PRICE	IMPLIED	SPREAD	
30 DAY FED AUG2	97.669	2.331		
30 DAY FED SEP2	97.483	2.518	0.186	
30 DAY FED OCT2	97.078	2.923	0.405	
30 DAY FED NOV2	96.713	3.287	0.365	

[http://www.federalreserve.gov/fomc/Fed Reserve Guide](http://www.federalreserve.gov/fomc/FedReserveGuide) see page <US/FED>
 Overnight Fed Funds Rate 2.330
 Current Fed Target Range 2.25-2.50

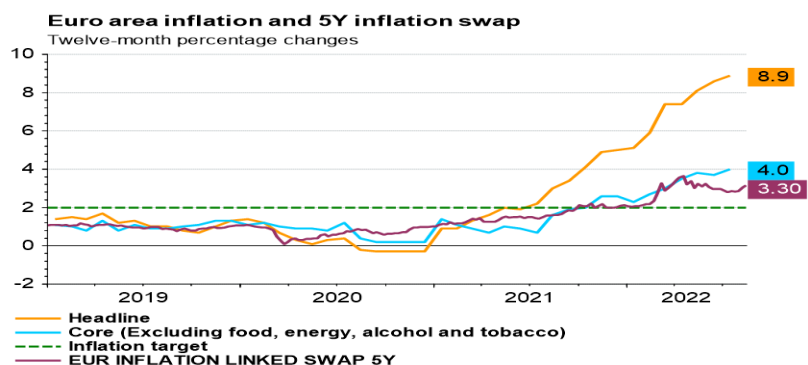
Feds Meeting Dates	IMPLIED RATE	IMPLIED BP	Prob. of 2.75-3.00	Prob. of 3.00-3.25
September 21, 2022	2.922	59.12	63.5 %	36.5
November 02, 2022	3.314	98.23		
December 14, 2022	3.515	118.3		
February 01, 2023	3.629	129.7		
March 22, 2023	3.683	135.1		
May 03, 2023	3.669	133.7		
June 14, 2023	3.612	128.0		
July 26, 2023	3.555	122.3		
September 20, 2023	3.463	113.1		
November 01, 2023	3.377	104.5		
December 13, 2023	3.285	95.37		

The calculation of target rate probabilities assumes that the Fed will move the target range by 25bp increments, and that the average effective rate responds to the target rate changes by the same amount.

לחצי האינפלציה בגוש האירו ממשיכים להיות חזקים.

נתוני האינפלציה הסופיים ליולי מדגישים שלחצי המחירים נותרו חזקים בגוש האירו ובעלי בסיס רחב. מחירי הגז הטבעי והחשמל הסיטונאיים עלו שוב בשבועות האחרונים ומחירי הגז והחשמל הקמעונאיים צפויים לעלות בחדות בחודשים הקרובים ולהשאיר את האינפלציה ברמה גבוהה. אינפלציית ה-HICP עלתה ל-8.9% ביולי ואינפלציית הליבה (ללא מחירי אנרגיה, מזון, אלכוהול וטבק) עלתה ל-4.0%. קיים חשש אמיתי ממצב של סטגפליציה בגוש האירו.

גרף 8



כמו בארה"ב, הדאגה העיקרית של קובעי המדיניות היא העלייה באינפלציית הליבה, כאשר האינפלציה התרחבה למגוון רחב של סחורות, כולל כלי רכב ורהיטים. האינפלציה הגבוהה יותר של השירותים מאשר סחורות לא נבעה רק מהשפעות הפתיחה מחדש לאחר הסגרים.

במבט קדימה, אינפלציית רכיב האנרגיה צפויה להישאר גבוהה מכיוון שמחירי הגז והחשמל הסיטונאיים עלו מאז יולי. מחירי הגז בגרמניה יזנקו באוקטובר עם כניסת היטל האנרגיה החדש, מה שעלול להוסיף נקודת אחוז אחת לאינפלציה בגרמניה.

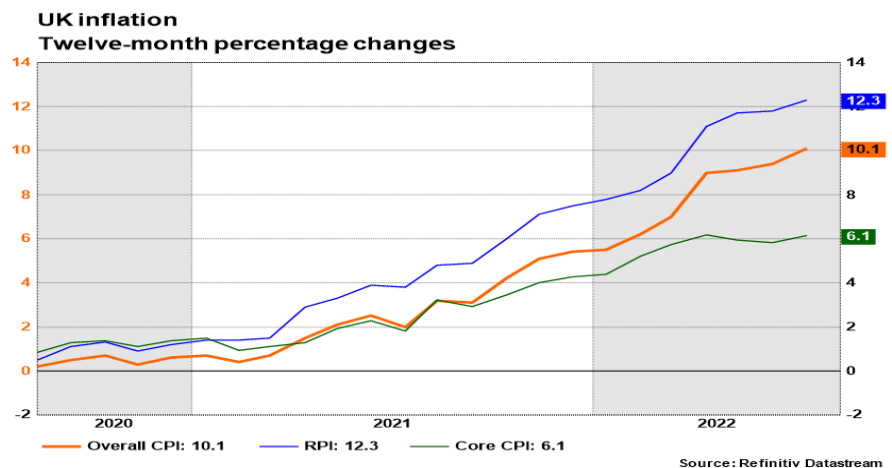
בסך הכול, גוש האירו עדיין חווה עלייה רחבה באינפלציה, מה שלא ישאיר ל-ECB ברירה אלא להדק את המדיניות במהירות בחודשים הקרובים. צפוי שריבית הפיקדונות של ה-ECB תעלה מאפס ל-0.5% בספטמבר ול-1.25% עד סוף השנה.

הצפי בשווקים לריביות של בנקים מרכזיים, %			
	צפי השוק לדצמבר 2022	שיעור ריבית נוכחי	18/8/2022
השינוי	2022		
1.19	3.52	2.33	FED
1.46	3.21	1.75	BOE
1.09	1.09	0.00	ECB

העלייה הנמשכת בסביבת האינפלציה בבריטניה צפויה להביא את הבנק המרכזי שם להגביר את קצב העלאות הריבית.

העלייה באינפלציה באנגליה מ-9.4% ביוני, לשיא חדש של 10.1% של שנה של 40 ביולי, הפתיעה שוב כלפי מעלה. זה מגדיל את הסיכוי שה-BOE יבחר בהעלאת ריבית של 50 נקודות בסיס ב-15 בספטמבר, ולא ב-25 נקודות בסיס. העלייה באינפלציה היתה חדה מהצפוי (תחזית קונצנזוס: 9.8%, ו-9.9% BOE). ההפתעה הגדולה הייתה שוב בעלייה גדולה יותר באינפלציית המחירים המזון, אמנם, ישנם סימנים לכך שלחצי המחירים העולמיים מתפוגגים והלחצים על שרשרת האספקה נפתרים, אך ישנם סימנים רבים לכך שגורמי האינפלציה העולמיים מוחלפים עתה בגורמים מקומיים של התייקרויות. כך, אינפלציית רכיב שכר הדירה עלתה מ-3.2% ל-3.8% ביולי ואינפלציית רכיבי השירותים עלתה מ-5.2% ביוני לשיא של 30 שנה של 5.7% ביולי. בעוד שהאינפלציה בארה"ב אולי הגיעה לשיאה, האינפלציה בבריטניה תעלה עוד ל-12.5% או יותר באוקטובר ונראה שה-BOE יעלה את הריבית מ-1.75% כעת ל-3.00%, גם כאשר הכלכלה במיתון.

גרף 9



המלצות לפעילות: המשך מגמת העלייה בריבית בנק ישראל צפויה להביא את העקום השקלי הלא צמוד להשתטחות כמעט מלאה לפחות בחלק הקצר – בינוני. על רקע זה מומלצת השקעה במח"מ בינוני. ציפיות האינפלציה מצויות ברמה הוגנת כך שמומלצת השקעה מאוזנת בין האפיקים.

העלייה בסביבת האינפלציה בישראל בדגש על המשך העליות במחירי הדירות וסעיף שכר הדירה במדד, בשילוב נתוני הצמיחה החזקים לא מותירים הרבה ברירות לבנק ישראל אלא להמשיך ולהעלות את הריבית בהחלטות הקרובות. נראה שריבית של 2.75% בראשית שנת 2023 נראית כרמה סבירה כרגע. מהלך התחזקות השקל של החודש וחצי האחרונים מעלה דילמה בפני בנק ישראל, אולם נראה שהאינפלציה תתפוס מקום גבוה יותר בקבלת ההחלטה, אגב בדומה לתרחיש בשנים 2009 - 2011 עת בנק ישראל העלה את הריבית בשילוב רכישות בשוק המט"ח.

גרף 10



על רקע זה נראה כי השקעה במח"מ בינוני הינה הסבירה בימים אלו. להערכתנו בציפיות האינפלציה הנוכחיות מומלצת אחזקה מאוזנת בין האפיקים.

אנו סבורים כי השקעה ישירה במח"מ זה מומלצת בעת הנוכחית.

אנו סבורים כי בציפיות האינפלציה הנוכחיות מומלצת אחזקה מאוזנת בין האפיקים.

חשיפה לאפיק השקלי הלא צמוד מומלצת גם ואולי בעיקר דרך מכירת IRS שקלי לטווחים קצרים – בינוניים שם מרווחי ה-ASW החיוביים מגדילים את הכדאיות.

על רקע המרווחים הגבוהים יחסית בצמודי המדד הקונצרניים מומלצת חלק מהחשיפה הצמודה דרך שוק האג"ח הקונצרני.

ריכוז המלצותינו:

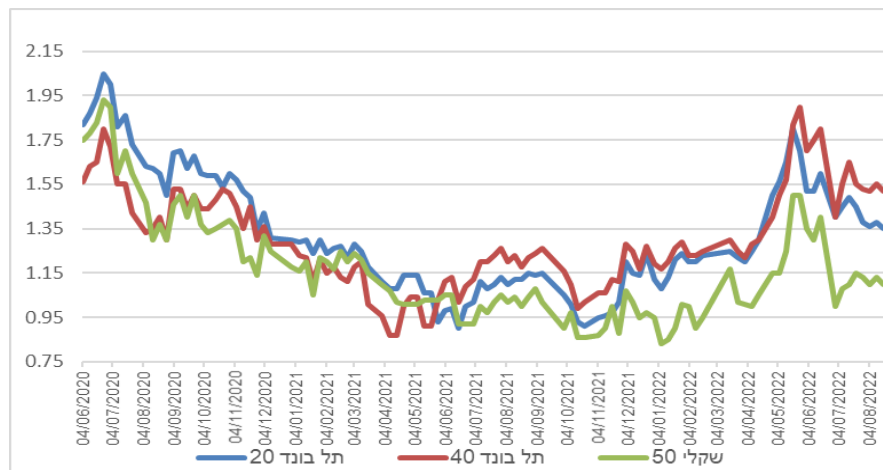
- אנו ממליצים על השקעה במח"מ בינוני.
- מומלצת אחזקה מאוזנת בין האפיקים.
- השקלים הלא צמודים מומלצים לאחזקה גם דרך מכירת IRS.
- מומלצת השקעה באג"ח בריבית משתנה.
- פוטנציאל פתיחת פער התשואה השלילי בין הריביות השקליות לריביות הדולריות המקבילות די מוצה בשלב זה.

אג"ח חברות

שוק האג"ח הקונצרני נסחר השבוע במגמה מעורבת בדומה לאפיק הממשלתי. השקלים הלא צמודים רשמו ירידות שערים לעומת עליות שערים בצמודי המדד. רמת המרווחים המשיכה לרדת קלות. בשבועות האחרונים רמת המרווחים די יציבה עם נטייה לירידה קלה, לאחר שבראשית השנה חלה עלייה חדה ולאחר מכן נרשמה ירידה מסיימת.

המסחר באפיק הקונצרני התאפיין השבוע במגמה מעורבת בדומה למסחר באפיק הממשלתי. מדדי התל בונד צמודי המדד המובילים (20 ו 40 ו 60) נסחרו במגמה חיובית ובסיכום שבועי רשמו עליות מחירים ממוצעות של כ- 0.40%. לעומת זאת המדדים השקליים הלא צמודים נסחרו בירידות שערים של כ- 0.45% בממוצע בדומה למגמת המסחר באפיק הממשלתי. רמת המרווחים ממשיכה לשמור על יציבות יחסית עם נטייה לירידה קלה, מגמה נמשכת מזה מספר שבועות.

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



מגמת המסחר בשוק האג"ח הקונצרני תאמה כאמור את המגמה באפיק הממשלתי והושפעה מהמשך העלייה בסביבת האינפלציה והחשש להאצה בקצב עליית ריבית בנק ישראל. על רקע זה רשמו צמודי המדד שברובם בעלי מח"מ קצר - בינוני מגמה חיובית של עליות שערים.

בשוק הראשוני קצב בגיוסים יורד לאחרונה כאשר עיקר החברות המגייסות הינן חברות בעלות דרוג בינוני ברובן מענף הנדל"ן. כך בלטו השבוע בגיוסים החברות מנה אור, נתנאל גרופ וחברת הנדל"ן הזרה ספנסר. יש לציין כי ביצועי חברות הנדל"ן הזרות מתאפיינות מראשית השנה בביצועים טובים יחסית כאשר מדד התל בונד גלובל רושם ירידה של פחות מחצי אחוז מראשית השנה, ביצועים שעולים בהרבה על ביצועי מרבית המדדים המובילים האחרים הם השקליים הלא צמודים והן צמודי המדד.

המלצות לפעילות באפיק הקונצרני:

אנו בדעה ניטראלית כרגע לגבי הגדלת החשיפה לאפיק הקונצרני.

מומלצת חשיפת יתר לאג"ח צמוד מדד.

אנו ממליצים על חשיפה בעיקר לאיגרות במח"מ בינוני.

מומלצת השקעה דרוג קבוצת A ומעלה.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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**
מגה אור ז'	נדל"ן	387	A+	1.22%	1.82%	0.65%
מגה אור ח'	נדל"ן	71	AA-	0.96%	צמוד מדד. כולל בטוחות.	1.00%
ספנסר ד'	נדל"ן ארה"ב	260	A	7.54%	שקלי בריבית קבועה.	לא נסחר עדיין.
נתנאל גרופ י"ג	נדל"ן	103	ללא דרוג	6.40%	שקלי בריבית קבועה.	-0.40%
סה"כ:						821

*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 – 49.0 מיליארד ש"ח.

בשנת 2021 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 74.7 מיליארד ש"ח.

בשנת 2020 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 53.7 מיליארד ש"ח.

בשנת 2019 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 69.6 מיליארד ש"ח.

** רווח מחושב ביחס למחיר המכרז המוסדי.

הנפקות האוצר ובנק ישראל

◀ אין הנפקות ו/או מכרזים של האוצר השבוע.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

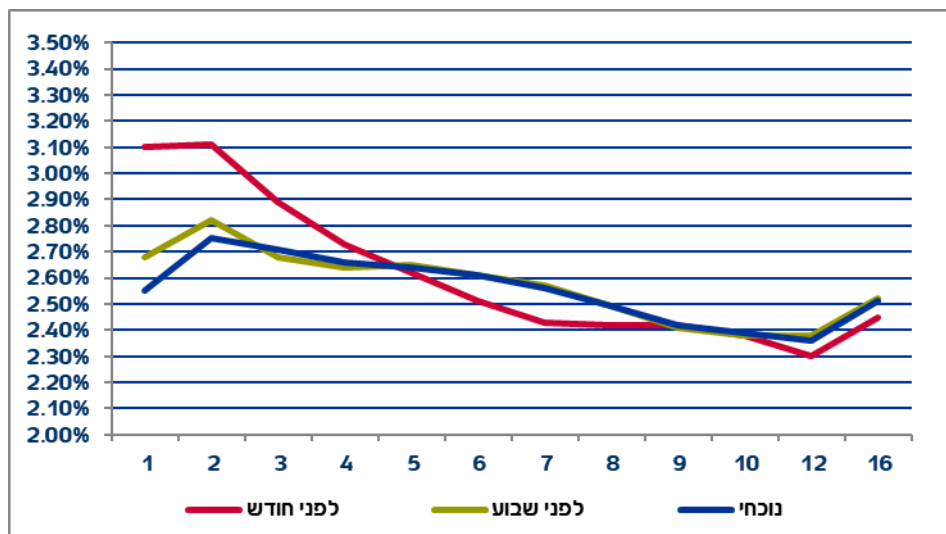
נספחים

שינויים שבועיים וחודשיים בפרמטרים עיקריים

הציפיות האינפלציוניות ירדו בטווח של עד שנתיים, שמרו על יציבות מטווח של שנתיים. (טבלה 1)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	3.10	2.68	2.55
2	3.11	2.82	2.75
3	2.89	2.68	2.71
4	2.73	2.64	2.66
5	2.62	2.65	2.64
6	2.51	2.61	2.61
7	2.43	2.57	2.56
8	2.42	2.49	2.49
9	2.42	2.41	2.42
10	2.38	2.38	2.39
12	2.30	2.38	2.36
16	2.45	2.52	2.51

*אינפלציה נגזרת לשנה מחושבת על פי עסקאות OTC בחדר עסקאות



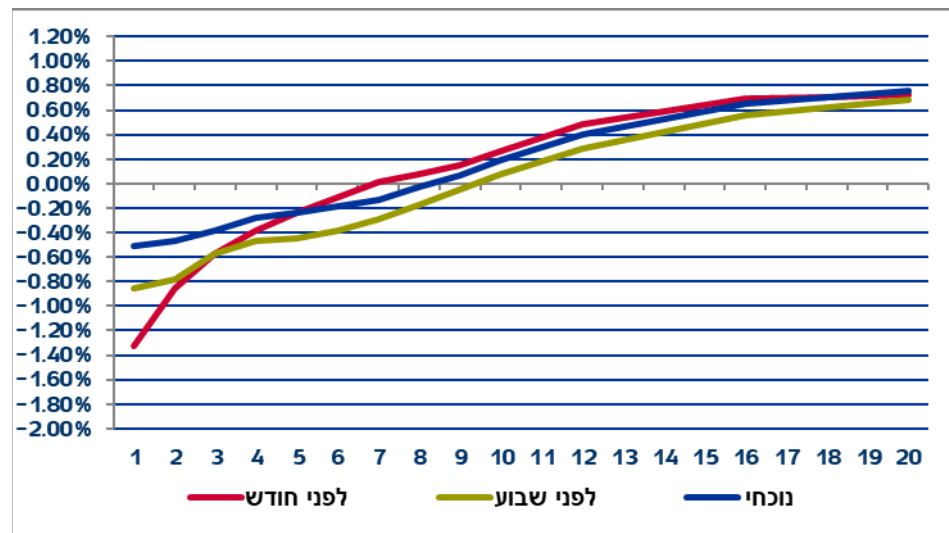
חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	-1.33	-0.86	-0.51
2	-0.86	-0.78	-0.47
3	-0.57	-0.57	-0.38
4	-0.38	-0.47	-0.28
5	-0.24	-0.45	-0.24
6	-0.11	-0.38	-0.19
7	0.01	-0.29	-0.13
8	0.08	-0.17	-0.03
9	0.15	-0.05	0.07
10	0.26	0.08	0.19
12	0.49	0.29	0.40
16	0.69	0.56	0.65
18	0.70	0.62	0.71
20	0.73	0.68	0.76

*תשואה לשנה ניגזרת ממחיר עסקאות OTC בחדר עסקאות

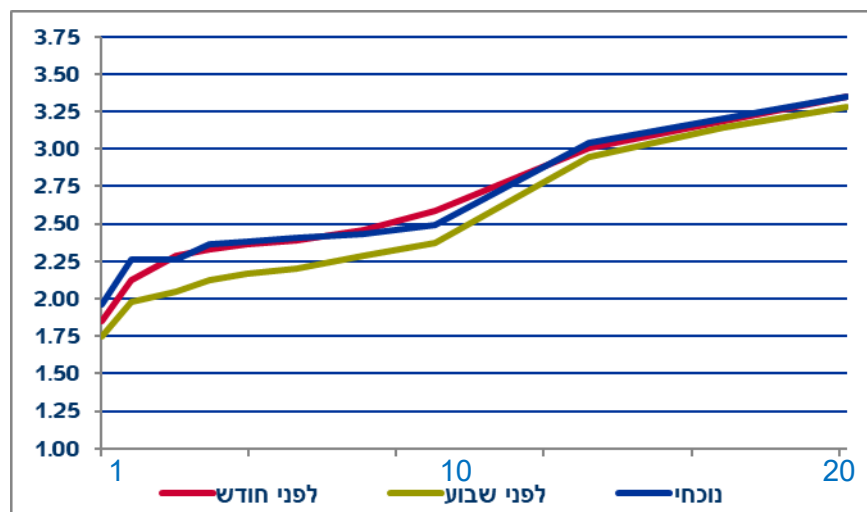


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח השקליות עלו לאורך כל העקום ובעיקר בחלק הקצר – הבינוני. (טבלה 3)

אג"ח שקלי ריבית קבועה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ לשנה	1.85	1.75	1.96
723	1.75	1.79	2.01
1123	1.89	1.85	2.08
324	2.12	1.98	2.26
1024	2.30	2.04	2.27
425	2.29	2.05	2.26
825	2.30	2.09	2.31
226	2.33	2.12	2.36
1026	2.34	2.15	2.36
327	2.36	2.17	2.38
928	2.39	2.20	2.41
330	2.46	2.29	2.43
432	2.59	2.37	2.49
537	2.91	2.80	2.89
142	3.01	2.95	3.04
347	3.19	3.14	3.20
1152	3.35	3.28	3.35
שיפוע 2/10	0.39	0.38	0.26
שיפוע 5/10	0.23	0.21	0.13
שיפוע 2/5	0.15	0.16	0.13

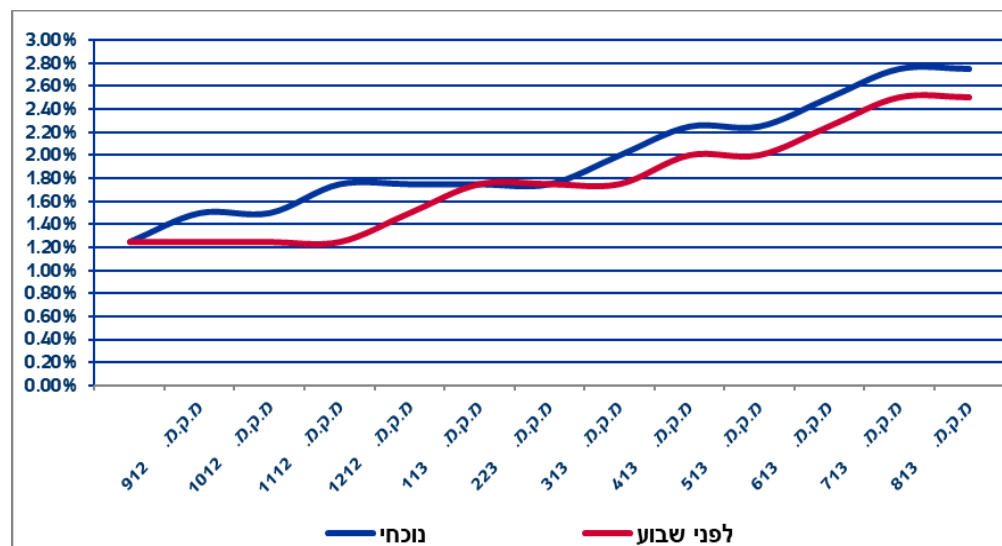


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מק"מ	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ 912	1.25	1.50
מק"מ 1012	1.25	1.50
מק"מ 1112	1.25	1.75
מק"מ 1212	1.50	1.75
מק"מ 113	1.75	1.75
מק"מ 223	1.75	1.75
מק"מ 313	1.75	2.00
מק"מ 413	2.00	2.25
מק"מ 513	2.00	2.25
מק"מ 613	2.25	2.50
מק"מ 713	2.50	2.75
מק"מ 813	2.50	2.75
ממוצע	1.81	2.04



חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
526	0.03	0.01	-0.01
1130	0.09	0.06	0.02

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

ריבית ב"י חזויה בעוד שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
ריבית לשנה בעוד שנה	2.75	2.50	2.75
ריבית לשנה בעוד שנתיים	2.47	2.22	2.39
ריבית לשנה בעוד שנה	2.70	2.23	2.50

מרווחים בעקום השקלי (טבלה 7)

סדרות	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
2 - 5	0.46	0.15	0.16	0.13
5-10	0.70	0.23	0.21	0.13
2-10	1.16	0.39	0.38	0.26
10-30	1.31	0.73	0.89	0.83

המרווחים השלילי בין אג"ח שקלי ממשלת ישראל לאג"ח ממשלת ארה"ב הצטמצם מאוד בכל הטווחים ובעיקר בטווח הקצר. (טבלה 8)

מרווח לשנתיים	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מרווח ל-5 שנים	-0.68	-0.72	-0.61
מרווח ל-10 שנים	-0.38	-0.42	-0.33
מרווח ל-30 שנים	0.21	0.19	0.24
מרווח לשנתיים	-0.98	-1.15	-0.96

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

מדד	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
תל בונד 20	1.45	1.38	1.35
תל בונד 40	1.55	1.55	1.52
תל בונד שקלי 50	1.15	1.13	1.10

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

דרוג	צמוד מדד	שקלי משתנה	שקלי קבוע	מוצע
AAA	0.90		0.65	0.80
+AA	1.10		0.50	0.95
AA	1.35		1.25	1.30
-AA	1.40	0.80	1.45	1.40
+A	1.85	1.10	1.60	1.80
A	2.00		1.80	1.90
-A	2.55		2.20	2.35
+BBB	2.80		2.20	2.50
BBB	4.00		3.50	3.60

← 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	2.91	0.89	2.52	0.55	2.85	0.78	
נדלן	3.31	3.06	1.97	3.58	2.55	3.34	
פיננסים	1.40	2.75	3.59	1.25	3.12	1.57	
תקשורת	1.56	1.50	2.53	1.06	2.15	1.16	
חשמל ואנרגיה	6.17	1.27	2.35	1.35	5.02	1.29	
אחזקות	1.92	9.33	2.48	1.20	2.30	3.91	
כימיה ונפט	4.20	19.29	2.72	7.84	3.11	10.90	
מזון	3.25	0.98	3.20	0.63	3.21	0.75	
ליסינג	1.85	1.73	1.07	1.97	1.28	1.90	
תעשייה	7.80	1.02	1.93	1.12	3.76	1.02	0.47 0.80

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

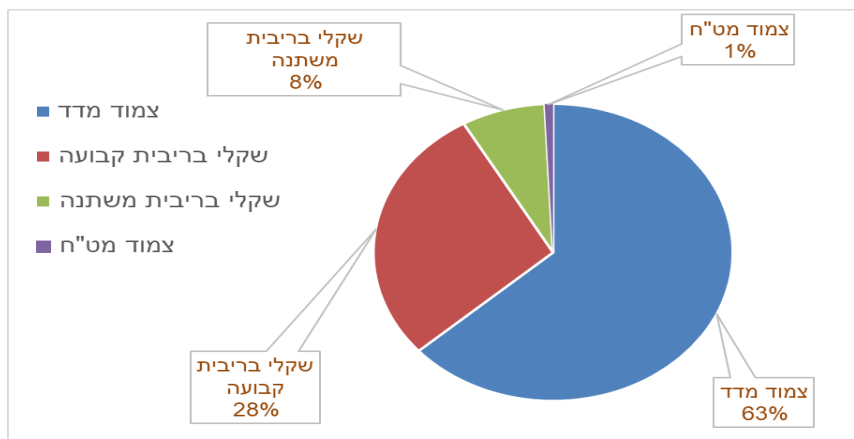
שם המדד	תשואה בשבוע האחרון	מתחילת השנה
אג"ח מדד ממשלתי 2 - 0	0.45%	1.55%
תל בונד תשואות	0.42%	-2.28%
תל בונד 40	0.42%	-3.91%
תל בונד צמוד בנקים	0.40%	-1.73%
תל בונד 60	0.40%	-4.52%
אג"ח מדד ממשלתי 2 - 5 שנים	0.39%	-2.24%
מדד אג"ח צמוד מדד קונצרני	0.39%	-3.59%
אול בונד ריבית משתנה	0.38%	0.12%
תל בונד 20	0.38%	-5.21%
תל בונד צמוד יתר	0.36%	-2.62%
מדד אג"ח ממשלתי ריבית משתנה	0.28%	0.69%
תל בונד גלובל	0.14%	-0.48%
מדד אג"ח כללי קונצרני	0.09%	-3.13%
אג"ח מדד ממשלתי 5 - 10 שנים	0.05%	-5.82%
מדד מק"מ	-0.08%	-0.33%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 0 - 2 שנים	-0.20%	-1.34%
אג"ח מדד ממשלתי +10 שנים.	-0.21%	-11.18%
מדד אג"ח כללי ממשלתי	-0.30%	-5.82%
תל בונד תשואות שקלי	-0.34%	-3.32%
תל בונד שקלי	-0.49%	-4.02%
תל בונד שקלי 50	-0.65%	-4.87%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 2 - 5 שנים	-0.67%	-5.24%
אג"ח ממשלתי לא צמוד + 10 שנים	-1.03%	-12.51%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 5 - 10 שנים	-1.04%	-8.09%

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

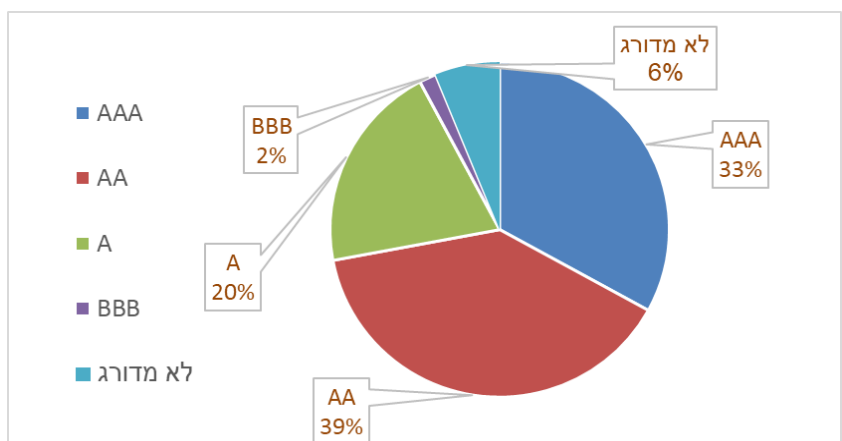
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי בסיס הצמדה

באחוזים	סכום במש"ח	בסיס הצמדה
63.4	29,942	צמוד מדד
28.0	13,217	שקלי ריבית קבועה
7.5	3,522	שקלי ריבית משתנה
1.2	576	צמוד מט"ח
100.0	47,257	סה"כ



גיוסים קונצרנים לשנת 2022 לפי דירוג

באחוזים	סכום במש"ח	קבוצת דירוג
33.0	15,598	קבוצת AAA
39.0	18,453	קבוצת AA
20.2	9,527	קבוצת A
1.6	762	קבוצת BBB
6.2	2,917	לא מדורג
100.0	47,257	סה"כ

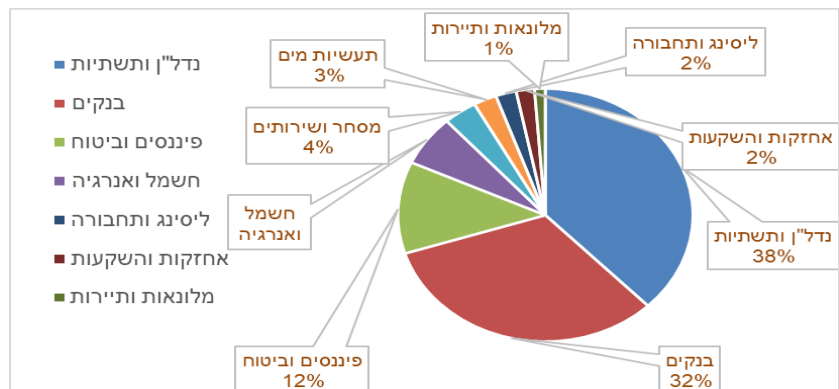


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

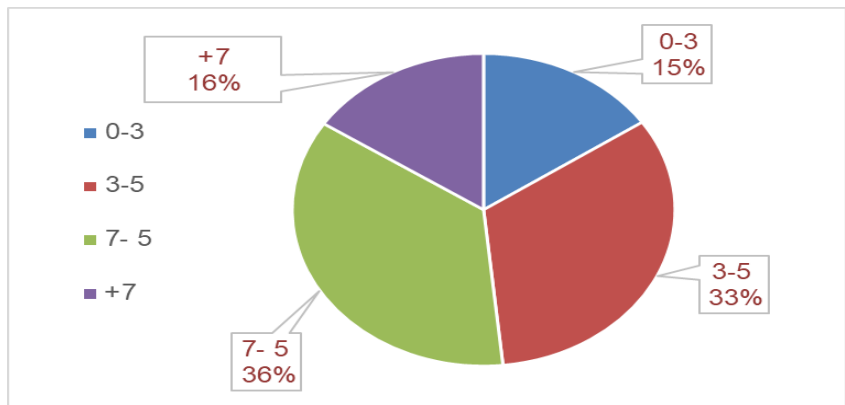
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי ענפים

שם הענף	סכום במש"ח	באחוזים
נדל"ן ותשתיות	17,646	37.3
בנקים	15,111	32.0
פיננסים וביטוח	5,498	11.6
חשמל ואנרגיה	3,036	6.4
שירותים ומסחר	1,722	3.6
תעשיות מים	1,183	2.5
ליסינג ותחבורה	1,056	2.2
אחזקות והשקעות	934	2.0
מלונאות	552	1.2
נדל"ן ארה"ב	519	1.1
סה"כ	47,257	100.0



התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי מח"מ

מח"מ	סכום במש"ח	באחוזים
0-3	7,339	15.5
3-5	15,525	32.9
5-7	16,969	35.9
7+	7,424	15.7
סה"כ	47,257	100.0



חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

אין למסור, להעביר, להביא לידיעה, להעתיק, לפרסם, במישרין או בעקיפין, בכל אופן או שיטה, את המידע שלעיל או חלקים ממנו.

אין לראות באמור לעיל תחליף לשיקול דעתך העצמאי או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות או ייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן. יצוין כי כל החלטה בקשר עם האמור לעיל (כולו או חלקו) תתקבל ותבוצע על ידך באחריותך המלאה.

המידע נמסר על סמך נתונים ופרטים עדכניים נכון למועד שליחתו. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים.

תחזיות בדבר מגמות עתידיות עשויות שלא להתממש, בין היתר, משום שהן מבוססות על מידע צופה פני עתיד. כמו כן, עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין ההערכות המובאות כאן לבין התוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב לעדכן את המידע ו/או להודיע בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד.

אין לראות במידע האמור משום התחייבות מצד הבנק לביצוע עסקה ו/או לתנאי עסקה.

אין לראות במסמך זה משום המלצה בנושאי מיסוי ו/או רישום חשבונאי.

מכשירים פיננסיים נגזרים כרוכים בסיכון מיוחד ובהם פועל הבנק כמשווק, באופציות ובחוזים עתידיים הבנק עוסק בשיווק השקעות. הבנק הינו בעל זיקה לנכסים האמורים ויש לו אינטרס כלכלי בשיווקם.

מסמך זה בוצע בהסתמך אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור ולא בוצעו בדיקות לאימות הנתונים.

לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע.

"באם אינך מעוניין לקבל סקירה זאת, נא לשלוח הודעה לתיבת המייל bill.unsubscribe@bankleumi.co.il"

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

מסחר בניירות ערך

מחקר

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

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

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