

סקירה שבועית של התפתחויות מקרו כלכליות ושוקי הריביות ואיגרות החוב

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

10.12.2023

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

- תחזית ה-OECD לצמיחה בישראל צופה ירידה בצמיחה בשנה הבאה ותואמת את תחזית לאומי. הסיכונים לתחזית הינם גבוהים, זאת לנוכח מידת אי הוודאות הרבה בנוגע לאורך הלחימה, היקפה ועצמותה.
- ההתאוששות ברכישות בכרטיסי אשראי נבלמה בסוף חודש נובמבר. בשנת 2023 צפוי קיפאון בצריכה הפרטית, בתרחיש מרכזי, לעומת צמיחה של 7.4% בשנת 2022. בשנת 2024 צפוי להתחיל תהליך איטי והדרגתי של שיקום והצטיידות מחודשת מצד משקי הבית.
- התאוששות השקל בחודש נובמבר הביאה להתערבות מזערית של בנק ישראל במסחר במט"ח. נראה כי כל עוד שער החליפין יסחר סביב הרמות הנוכחיות, בנק ישראל לא צפוי להתערב במסחר.
- דו"ח התעסוקה, בארה"ב, היה חיובי בסך הכול. מדובר בדו"ח שמלמד על תרחיש של נחיתה רכה ולא מיתון.
- השכר הממוצע לשעת עבודה עלה, בארה"ב, ב-0.4% ובמהלך 12 החודשים האחרונים העלייה הסתכמה בכ-4.0%. מדובר בהתמתנות הדרגתית של קצב העלייה לכיוון התואם את יעד יציבות המחירים ועליית פריון העבודה וגם זו התפתחות חיובית מבחינת הפד.
- הדו"ח צפוי לתת לפד זמן בהותרת הריבית ללא שינוי ככל הנראה עד הורדה ברבעון השני של 2024.
- יציאת כספים מן ה-REPO, ומעבר לכיוון האג"ח לשם "נעילת" תשואה, והגדלת הנזילות בשוק היו ככל הנראה גורם שסייע בהפחתת שיעור התשואה לפדיון של אג"ח ממשלת ארה"ב משיא של כ-5% באוקטובר לרמה הנמוכה יחסית כיום.

אג"ח ממשלתי

- ירידת התשואות בעולם והמשך התחזקות השקל תרמו למגמה חיובית השבוע בשוק האג"ח הממשלתי המקומי.
- אנו ממשיכים להמליץ על השקעה במח"מ בינוני.
- תשואות המק"מ מגלמות 4 – 5 הורדות ריבית במהלך השנה הקרובה. אנו סבורים כי מדובר בתסריט אופטימי, במיוחד לנוכח מידת הביקורת הרבה של בנק ישראל לגבי ההתנהלות של המדיניות התקציבית.
- בציפיות האינפלציה הנוכחיות מומלצת אחזקה מאוזנת בין האפיקים.
- באפיק השקלי מומלצת בעיקר השקעה בטווח של 5 – 8 שנים.
- צמודי המדד מומלצים להשקעה במח"מ קצר - בינוני.

אג"ח חברות

- מגמת הירידה ברמת המרווחים נמשכה גם השבוע. רמת המרווחים נמוכה מרמתה טרום המלחמה.
- נמשכים ביצועי היתר של צמודי המדד בעיקר ברמות דרוג בינוניות - נמוכות.
- ברמת המרווחים הנוכחית מומלצת הקטנת החשיפה לאפיק.

אג"ח ממשלתי ומקרו

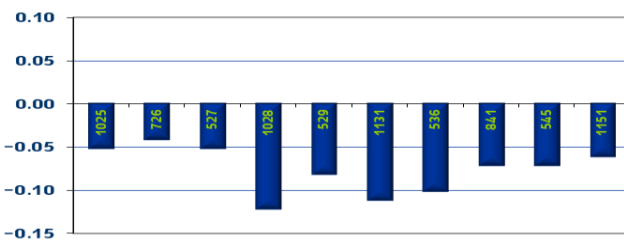
מבט שבועי – המגמה חיובית של ירידת תשואות נמשכה במהלך השבוע האחרון בשוק האג"ח הממשלתי המקומי. ירידת התשואות נרשמה על רקע המשך מגמת ירידת התשואות בעולם והמשך מגמת התחזקות השקל. עיקר ירידת התשואות נרשמה לאורך העקום השקלי הלא צמוד בדגש על השקלים הלא צמודים לטווח הארוך. ציפיות האינפלציה שבו וירדו לאורך העקום והן מתייצבות ברמה של כ- 2.40% בממוצע עד לטווח של 10 שנים.

מגמה חיובית של עליות מחירים וירידת תשואות נרשמה במהלך השבוע האחרון בשוק האג"ח הממשלתי המקומי. ירידת תשואות נרשמה לאורך העקומים בדגש על החלק הארוך בעקום השקלי הלא צמוד, שם נרשמה ירידת תשואות של מעל ל- 20 נ"ב בממוצע. בחלקים הקצרים של העקומים נרשמה ירידת תשואות מינורית יחסית כך שתלילות העקומים רשמה ירידה ובעיקר העקום השקלי הלא צמוד.

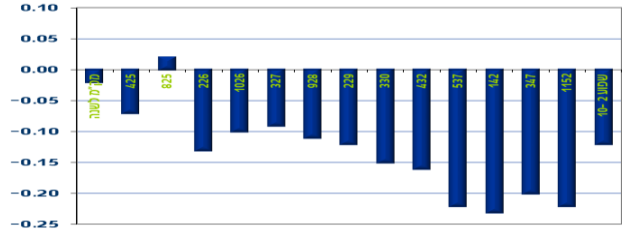
בסיכום שבועי רשם מדד האג"ח הכללי ממשלתי עליית מחירים שבועית של 0.8%. איגרות החוב השקליות לטווח של 10 שנים ומעלה רשמו עליות מחירים ממוצעות של 2.9% ואילו צמודי המדד המקבילים רשמו עליות מחירים ממוצעות של 1.2%. יש לציין כי איגרות החוב לטווח הארוך (הן השקליות הלא צמודות והן צמודות המדד) אשמו את הביצועים החלשים ביותר השנה תוך ירידת מחירים ממוצעת של כ- 6.0% מתחילת השנה.

המגמה החיובית, השבוע, נרשמה על רקע המשך ירידת התשואות בעולם כאשר התשואות הארוכות בארה"ב ממשיכות לרדת לרמה של כ- 4.2% בטווח של 10 שנים. השוק בארה"ב מתחיל לגלם הורדת ריבית כבר בהחלטה של חודש מרץ 2024.

גרף - 2 שינוי שבועי בתשואת אג"ח צמוד מדד



גרף - 1 שינוי שבועי בתשואת אג"ח שקלי



מקור: גלובס טרייד.

תשואות המק"מ שמרו השבוע על יציבות כאשר תשואת מק"מ לשנה נסחרת ברמה של כ- 4.10%. תשואות המק"מ מגלמות 4 – 5 הפחתות ריבית במהלך השנה הקרובה של 25 נ"ב כ"א. עקום ריביות התל - בור מגלם אף הורדה אגרסיבית יותר. להערכתנו מדובר בתסריטים אופטימיים יחסית, אם כי לא בלתי סבירים.

בנק ישראל יידרש בעוד 3 שבועות לקבוע את גובה הריבית. נראה שבנק ישראל ימשיך להתלבט האם להותיר את הריבית ללא שינוי או להתחיל ולהוריד את הריבית. בצד התומך בהורדת ריבית המשך מגמת התחזקות השקל וירידת סביבת האינפלציה בפועל והציפיות לשנה הקרובה. בצד התומך בהותרת הריבית ללא שינוי המשך רמת האי וודאות הגבוהה והצורך שבנק ישראל משדר לשמור על זהירות במדיניות המוניטארית. נכון לעכשיו נראה שקיימים סיכונים כמעט זהים להותרת הריבית ללא שינוי או להורדה של 25 נ"ב.

מהלך התחזקות השקל בחודש נובמבר הביא לירידה דרמטית בהתערבות בנק ישראל בשוק המט"ח. לאחר מכירה של יותר מ 8 מיליארד דולר במהלך חודש אוקטובר, בנק ישראל הסתפק במכירה סמלית של מעט מעל ל- 300 מיליון דולר במהלך חודש נובמבר.

גרף 3



תחזית ה-OECD לצמיחה בישראל צופה ירידה חדה בצמיחה בשנה הבאה ותואמת את תחזית לאומי.

ארגון ה-OECD פרסם תחזית מאקרו כלכלית מעודכנת למדינות החברות בארגון, לרבות ישראל, כמדי חצי שנה. על פי תחזית זו, אשר מתחשבת בהשפעות השליליות הצפויות של מלחמת "חרבות ברזל", הוערך שקצב הצמיחה (הריאלי) של התוצר בישראל יסתכם ב-2.3% בשנת 2023, וירד בשנה הבאה לכדי 1.5% (ראה/י טבלה). מדובר בתחזית דומה לזו של לאומי (2.5% ב-2023, ו-1% ב-2024). תחזית זו מניחה כי עיקר הלחימה יתרכז במהלך הרביעי הרביעי של 2023, אך היא תימשך בהיקף נמוך יותר גם במהלך הרביעי הראשון של 2024, וכי הפעילות הכלכלית תחל להתאושש במהלך שנת 2024.

תחזית ה-OECD לישראל			
שיעורי שינוי כמותיים, אלא אם כן צוין אחרת			
2024	2023	2022	
1.5%	2.3%	6.4%	תוצר
1.6%	-0.4%	7.5%	צריכה פרטית
-2.3%	4.6%	10.4%	השקעה בנכסים קבועים
3.1%	0.5%	8.5%	יצוא סחורות ושירותים
1.9%	-4.5%	12.1%	יבוא סחורות ושירותים
4.4%	3.6%	3.8%	שיעור האבטלה (ממוצע שנתי)
-5.2%	-3.1%	0.4%	גירעון תקציבי (ב-% תוצר)
2.7%	4.3%	4.4%	אינפלציה (ממוצע שנתי)

על פי אומדני ה-OECD הצריכה הממשלתית (רכישות הממשלה) תעלה בצל המלחמה, אך כנגד תהיה הכבדה על הצריכה הפרטית וההשקעות כתוצאה מהשפעתם של גורמים כגון: אי ודאות גבוהה, היחלשות הסנטימנט בקרב העסקים והצרכנים, סגירה זמנית של עסקים (בפרט בענפי הבינוי, המסחר ושירותי המזון), וירידה משמעותית בהיצע העובדים. הפגיעה הניכרת בתיירות הנכנסת תעיב על היצוא; התפתחות האינפלציה תהיה תלויה במאזן שבין זעזועי צד הביקוש לאלו שבצד ההיצע. לפי התחזית, השיבושים בהיצע המוצרים והשירותים במשק יובילו ללחצי אינפלציה בטווח הזמן הקצר. אך לאחר מכן, עם היחלשות ההשפעה של השיבושים מצד ההיצע, ובמקביל לכך שהביקושים יתאוששו באופן הדרגתי בלבד, האינפלציה צפויה להתמתן.

עוד לפי התחזית, הוצאות הממשלה (רכישות הממשלה והעברות הממשלה) יעלו במידה משמעותית על רקע התמיכה בעסקים שהכנסותיהם נפגעו, טיפול במשקי הבית שפוננו מבתיים, גידול בהוצאות הביטחון, ועלויות השיקום של האזורים שנפגעו. הגידול בהוצאות ימומן חלקית באמצעות הסיוע שיתקבל מארה"ב (לצרכי ביטחון), קיצוץ בהוצאות בתחומים אחרים וקרנות חוץ תקציביות משמעותיות (קרן הפיצויים של מס רכוש למשל). אף על פי כן, הגירעון התקציבי צפוי לעלות ולעמוד על כ-4% תוצר בממוצע בכל אחת מהשנים 2023-2025. לצד זאת, ציינו ב-OECD כי בשל העלייה הצפויה בהוצאות הממשלה בשנים הקרובות, בתחומים שצוינו לעיל, על הממשלה לבצע תיעודף מחדש להוצאותיה הפרמנטיות, באמצעות בחינה של ההוצאות, בכדי למתן את ההשלכות על המימון הציבורי, וזאת תוך שימור ההוצאות בתחומים התומכים בצמיחה העתידית, דוגמת השקעה בתשתיות ושיפור מערכת החינוך.

לסיכום, הסיכונים לתחזית המוצגת מעלה הנים גבוהים, זאת לנוכח מידת אי הוודאות הרבה בנוגע לאורך הלחימה, היקפה ועצמותה. על כן, הסלמה במלחמה לאזורים נוספים, או מלחמה ממושכת יותר, עלולים להוביל לשיבושים חמורים יותר בצד ההיצע, לפגיעה משמעותית יותר בסנטימנט הצרכני והעסקי ולהוביל לתפיסת סיכון גבוהה יותר בנוגע לישראל, וכפועל יוצא להתבטא בפגיעה עמוקה יותר בצמיחה ובתחום הפיסקלי.

ההתאוששות ברכישות בכרטיסי אשראי נבלמה בסוף חודש נובמבר

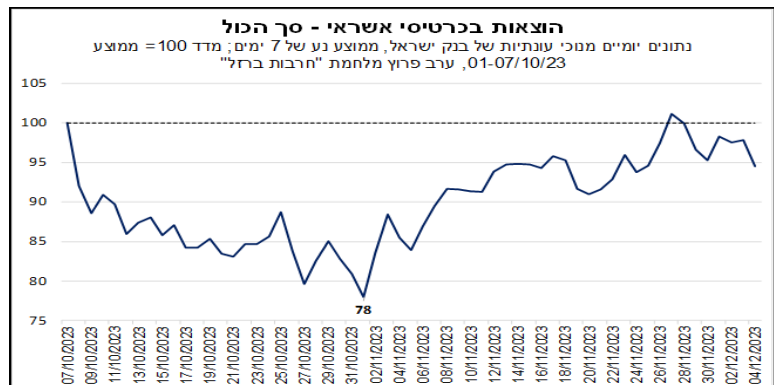
על פי בנק ישראל, בימים האחרונים, החל מסוף חודש נובמבר, היקף הרכישות בכרטיסי אשראי שב להתמתן.

בגרף 4 מוצגת ההתפתחות של סך הרכישות בכרטיסי אשראי מאז פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" ביחס לרמה שהייתה לפני המלחמה (ממוצע סך הרכישות בשבוע הראשון של חודש אוקטובר 2023). ניתן לראות כי מאז תחילת המלחמה סך הרכישות היה במגמת ירידה, והגיע בנקודת השפל (סוף אוקטובר) לרמה הנמוכה בכ-22% מהרמה של טרום המלחמה.

מתחילת חודש נובמבר היקף סך הרכישות החל לעלות, מגמה אשר נשמרה עד סוף החודש. זאת, בין היתר, על רקע התייבבות מסוימת בלחימה, העובדה שהחשש לפתיחת חזית נוספת בצפון הארץ פחת במידה מסוימת ומהלך שחרור חטופים מהשבי בעזה במקביל הפוגה בלחימה. אולם, מתחילת חודש דצמבר, במקביל להתחדשות הלחימה וירי הרקטות מעזה, נרשמה ירידה מסוימת, והרמה של סך הרכישות ב-4.12 הייתה נמוכה בכ-5% ביחס לרמת טרום המלחמה.

נציין כי קטגוריות הצריכה שבלטו לשלילה עד ה-4.12, הינם: חינוך ופנאי ותיירות, על רקע הסנטימנט הצרכני הנמוך והירידה החדה בכניסות תיירים, ובמידה פחותה יותר גם דלק, כפי הנראה עקב נידודת נמוכה מהרגיל. בשאר הקטגוריות נרשמו ירידות מתונות יותר, כאשר היקף הרכישות ברשתות המזון עודנו גבוה בהשוואה לרמה מלפני המלחמה. במבט קדימה, התפתחות המלחמה צפויה להמשיך להשפיע על המגמה של הצריכה הפרטית. להערכתנו, בשנת 2023 צפוי קיפאון בצריכה הפרטית, בתרחיש מרכזי, לעומת צמיחה של 7.4% בשנת 2022. בשנת 2024 צפוי להתחיל תהליך איטי והדרגתי של שיקום והצטיידות מחודשת מצד משקי הבית.

גרף 4



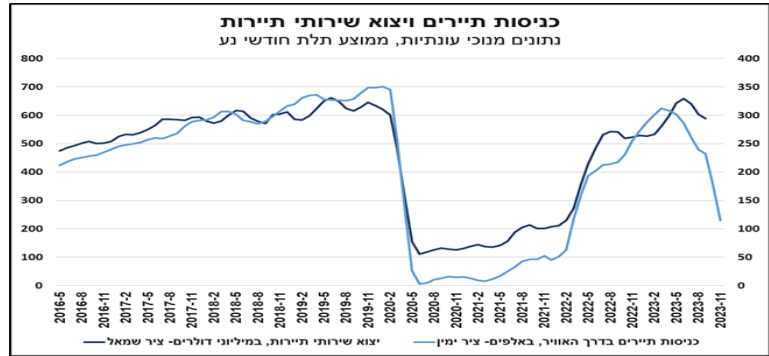
מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

ייצוא השירותים של ישראל צפוי להתכווץ על רקע הקריסה בתיירות נכנסת.

תנועת הנוסעים אל ומחוץ לישראל המשיכה לרדת גם בחודש נובמבר, לאחר הירידה החדה שנרשמה בחודש שעבר. כניסות התיירים (בדרך האוויר, נתונים מנכי עונתיות) בנובמבר הסתכמו בכ-38.3 אלף תיירים, היקף הנמוך בכ-37% בהשוואה לחודש הקודם, ובכ-84% ביחס לחודש שקדם לפרוץ מלחמת "חרבות ברזל" (ספטמבר 2023). היקף היציאות של ישראלים לחו"ל (בדרך האוויר, נתונים מנכי עונתיות) בחודש נובמבר הסתכם בכ-149 אלף, רמה המשקפת ירידה בשיעור של 38% בהשוואה לחודש הקודם, ובשיעור של כ-79% ביחס לספטמבר 2023. הירידה בחודש נובמבר נבעה בעיקר מהעובדה שבחודש אוקטובר עוד היו כ-6 ימים של פעילות מלאה במלל התעופה.

לאור הירידה החדה בכניסות התיירים לישראל בחודשיים האחרונים צפוי יצוא שירותי התיירות לרדת גם כן בתלילות. בהנחה שהרמה של כניסות התיירים בחודש דצמבר תהיה זהה לזו שנרשמה בנובמבר, ועל סמך המתאם החיובי בין היקף כניסות התיירים לבין היקף יצוא שירותי התיירות (גרף 5), ניתן להעריך, בחישוב גס, כי יצוא שירותי התיירות ירד בשיעור של כ-66% ברביע הרביעי של 2023, ביחס לרביע הקודם. בהמשך לכך, מכיוון שיצוא שירותי התיירות היווה כ-8% מסך יצוא השירותים ברביע השלישי של 2023, הערכה זו משקפת תרומה שלילית של כ-5.3% ליצוא השירותים הכולל ברביע הרביעי.

גרף 5



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

מקרו עולמי

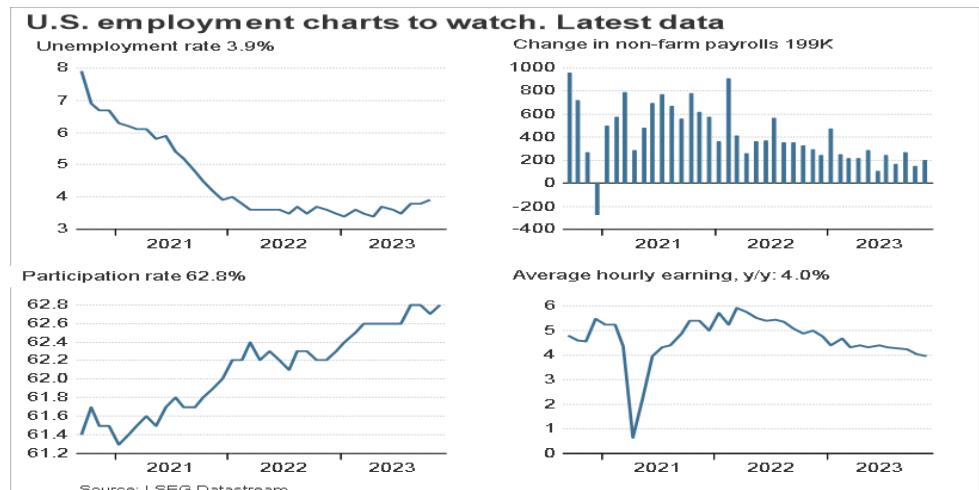
דו"ח תעסוקה ארה"ב- נובמבר 2023

מספר המשרות הפתיע במקצת כלפי מעלה ועלה יותר מהצפי המוקדם של כ-185,000, וגדל ב-199,000 בנובמבר. שיעור האבטלה שב וירד ל-3.7%. עליית מועסקים התרחשה בענפי בריאות ובממשלה, וגם בתעשייה, מה שמשקף את חזרת עובדי תעשיית הרכב משביתה. שיעור ההשתתפות בכוח העבודה עלה ל-62.8% מ-62.7% ומדובר בהתפתחות חיובית מבחינת הפד בהיבט של הגדלת היצע העבודה.

עליית מספר המספר המשרות ב-199,000 בנובמבר נמוכה במקצת מהגידול החודשי הממוצע של 240,000 במהלך 12 החודשים הקודמים. השינוי בסך התעסוקה לחודש ספטמבר עודכן כלפי מטה ב-35,000, מ+297,000 ל+262,000, והשינוי לאוקטובר נותר על +150,000.

בנובמבר, השכר הממוצע לשעת עבודה עלה ב-0.4% ובמהלך 12 החודשים האחרונים העלייה הסתכמה בכ-4.0%. מדובר בהתמתנות הדרגתית של קצב העלייה לכיוון התואם את יעד יציבות המחירים ועליית פריון העבודה וגם זו התפתחות חיובית מבחינת הפד.

גרף 6



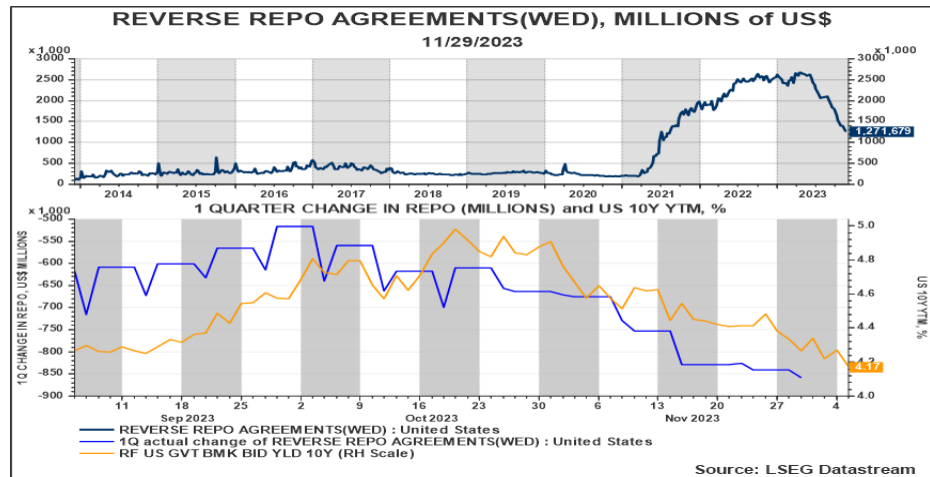
יתרת המערכת הפיננסית ב- REPO של הפד ותשואות האג"ח הממשלתיות של ארה"ב.

פעולות ה- REPO היו "מקום חנייה" פופולרי לנזילות במהלך תוקפת הקורונה עבור בנקים, קרנות כספיות ומוסדות פיננסיים רבים. פעילות זו מתנהלת בהיקפים גדולים מול הפדרל ריזרב ויציאת הנזילות ממסגרת זו בצורה מוגברת עשויה לתת הסבר חלקי לירידת תשואות האג"ח הממשלתיות בארה"ב לאחרונה.

לפני שנה, השימוש במסגרת הריפו של הפד תפח לשיא של כמעט 3 טריליון דולר, אך מאז השיא של נובמבר 2022, היתרה הצטמצמה במידה ניכרת. נראה שהשימוש המופחת במסגרת זו משקף צפי מוגבר לגבי ההערכה שהפד שסיים את מחזור העלאות הריבית שלו, כאשר הבנק המרכזי צפוי בשבוע הבא (13/12/2023) לשמור את הריבית ללא שינוי, ולהתחיל להוריד את הריבית במהלך השנה הקרובה.

יציאת כספים מן ה- REPO, ומעבר לכיוון האג"ח לשם "נעילת" תשואה, והגדלת הנזילות בשוק היו ככל הנראה גורם שסייע בהפחתת שיעור התשואה לפדיון של אג"ח ממשלת ארה"ב משיא של כ- 5% באוקטובר לרמה הנמוכה יחסית כיום. הגידול הזה בנזילות מאפשר גם הקצאה מחדש של הסיכון ותשואות נמוכות יותר.

גרף 6



המלצות לפעילות: המשך מגמת ירידת התשואות בעולם, התחזקות השקל והסבירות לכך שהמלחמה בדרום תסתיים בתוך שבועות עשויים לתמוך בהמשך המגמה החיובית בשוק האג"ח הממשלתי. בנוסף, ברבעון הראשון של שנת 2024 צפויות להתחיל הורדות ריבית ראשונות בעולם וככל הנראה גם בארץ.

ירידת סביבת האינפלציה בעולם וסימני התקררות הפעילות הכלכלית הן בארה"ב והן באירופה מלמדים כי שמהלך העלאות הריבית מאחורינו. השווקים מתמחרים הורדות ריבית לקראת אמצע השנה אולם לא בלתי נמנע כי כבר במהלך הרבעון הראשון של השנה נראה הורדות ריבית ראשונות, בעיקר בדגש על הפד בארה"ב.

הפד אמנם צפוי להמתין לעוד נתונים לפני שיוריד את הריבית (כפי שעולה מדברי בכירי הפד כולל היו"ר פאוול) אך נראה כי העלאות ריבית ירדו מהפרק והנתונים בפועל יכריעו מתי יחל מהלך הורדת הריבית. הן בארה"ב והן באירופה השווקים מצפים להיקף ניכר של הפחתות של כ- 150 נ"ב במצטבר במהלך שנת 2024.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

בישראל, בנק ישראל התווה דרך לקראת מהלך הורדות ריבית. מהלך זה ייצא לדרך כאשר נראה ירידה נוספת בפרמיות הסיכון המקומיות, ירידה ברמת האי וודאות והתייצבות של השקל ביחס למטבעות המרכזיים. סביר להניח כי נראה ירידת ריבית במהלך הרבעון הראשון של השנה. ככל שהיציבות בשווקים הפיננסיים תתבסס וסביבת האינפלציה תוסיף להתמתן אל עבר טווח היעד, המדיניות המוניטרית תוכל להתמקד יותר בתמיכה בפעילות הכלכלית. ככלל, בנק ישראל מסמן שיוריד את הריבית בשלב מאוחר יותר ולפי התחזית של בנק ישראל, ברביע הרביעי של 2024 הריבית צפויה לעמוד על -3.75% עד 4.00% לעומת 4.75% כיום.

בנוסף, בנק ישראל קורא למדיניות פיסקלית אחראית לאור המצב המסובך. לפי התחזית של בנק ישראל, צפויה עלייה בגירעון בתקציב הממשלה שיסתכם ב-3.7% תוצר וב-5.0% תוצר בשנים 2023 ו-2024, בהתאמה. לאור זאת, יחס החוב/תוצר בסוף שנת 2024 צפוי לעלות לכ-66%. הוצאות הממשלה בגין המלחמה (ברוטו, לפני ניכוי סיוע ממשלת ארצות הברית והפחתות הוצאות אחרות) צפויות להסתכם במונחי ברוטו בכ-160 מיליארדי ש"ח עד סוף שנת 2025 וצפי לאובדן הכנסות של כ-35 מיליארדי ש"ח. הנגיד קרא בדבריו לממשלה לנקוט במדיניות פיסקאלית אחראית, עם חשיבה לטווח הבינוני-ארוך כבר עכשיו, שכוללת צמצום של הוצאות בעלות אופי פרמננטי ובעלות תרומה נמוכה לצמיחה העתידית. זאת, בין היתר, על רקע ההערכה שהוצאות הביטחון יגדלו גם מעבר לשנות המלחמה, כמו גם תשלומי הריבית על החוב.

ירידת התשואות בשוק המק"מ מגלמת 4 - 5 הורדות ריבית במהלך השנה הקרובה ואנו סבורים כי מדובר בתרחיש ריאלי יחסית ביחס לסביבת האינפלציה הצפויה במהלך השנה הקרובה, אם כי מעט אופטימית כל עוד בנק ישראל מצוין מידה רבה של חוסר שביעות רצון מהנושא התקציבי. להערכתנו כאמור, ריבית בנק ישראל צפויה להתחיל לרדת במהלך הרבעון הראשון של שנת 2024 ולרדת בהדרגה במהלך 2024 ל כ-3.75% ברביע האחרון של 2024. יהיה מקום להמשך הפחתת הריבית גם לאחר מכן, לכ-3.00-3.50%, זאת בתלות בהתכנסות האינפלציה למרכז יעד יציבות המחירים. בנסיבות אלו, התשואה של המק"מ לשנה צפויה להמשיך ולרדת אל מתחת ל-4.0% ולאחר מכן, בטווח הארוך יותר, תשואה זו צפויה להמשיך ולרדת לכ-3%. תהליך זה צפוי להשפיע גם על החלק הבינוני של העקום השיקלי.

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 2.50% בממוצע ואף מתחת, 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 של העקום.
- גם האפיק השקלי הלא צמוד מומלץ להשקעה בטווח של 5 - 8 שנים.

אג"ח חברות

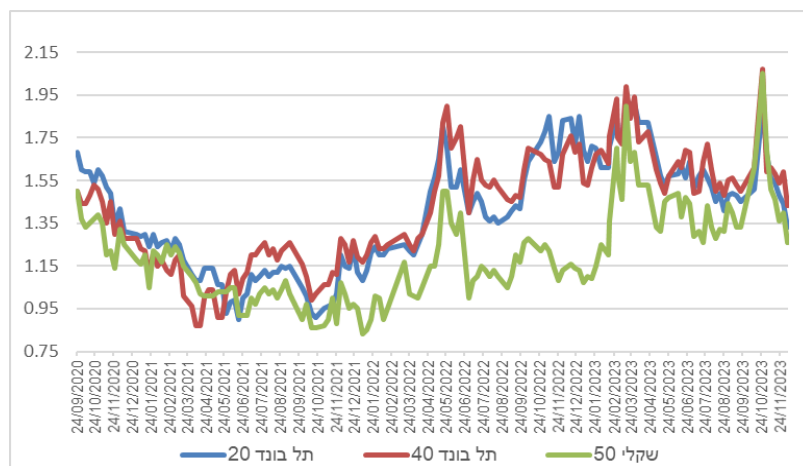
המגמה החיובית נמשכת כאשר עליות שערים נרשמו השבוע במדדים המובילים. רמת המרווחים המשיכה לרדת לרמות הנמוכות מהרמות טרום הלחימה בדרום. שוק ההנפקות מעט התעורר השבוע כאשר במהלך השבועות הקרובים צפויות הנפקות נוספות אם כי מרביתן הנפקות בהיקפים בינוניים.

עליות מחירים נרשמו השבוע בשוק אג"ח החברות המקומי. מדדי התל בונד המובילים רשמו עליות ממוצעות של כ-0.80%. בלטו בעיקר מדדי התל בונד צמודי המדד והמדדים של חברות בדרוגים בינוניים. המגמה החיובית הנמשכת מזה מספר שבועות הביאה לירידה משמעותית ברמת המרווחים לרמה הנמוכה מרמתן טרום המלחמה. מדובר בסיגנל של השוק לגבי ירידת הסיכון בשוק המקומי בדומה למגמות בשוק המט"ח שם השקל התחזקות משמעותית במהלך החודש האחרון.

מרווחי מדדי התל בונד צמודי המדד נסחרים במרווחים נמוכים במיוחד, מרווחי שפל של יותר משנה.

על רקע הלחימה בדרום, מראשית חודש אוקטובר נרשמה ירידה חדה בכמות ההנפקות. למעשה במהלך חודש נובמבר התבצעו הנפקות רק של ני"ע לטווח קצר בריבית משתנה וני"ע מסחריים. בשבועיים האחרונים נראה ששוק ההנפקות מתחיל להתעורר מעט כאשר מספר חברות החלו בתהליכי הנפקה. במהלך השבוע האחרון הנפיקו חברות כגון: כלל ביטוח, בנק פועלים ובנק ירושלים. בהמשך החודש צפוי גם גיוס של בנק לאומי.

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



עלייה בכמות ההנפקות עלולה ללחוץ את רמת המרווחים בעיקר לאור העובדה כי הם נמצאים אף מתחת לרמתם טרום הלחימה בדרום.

אנו סבורים כי יש לנצל את הירידה ברמת המרווחים להפחתת החשיפה לאפיק הקונצרני. מראשית הלחימה חלה עלייה מסוימת ברמת התשואות הממשלתיות וירידות משמעותיות בשוק המניות. על רקע זה השוק הקונצרני התייקר באופן יחסי ולכן קיימת עדיפות להגדיל חשיפה לשוק המניות ולשוק האג"ח הממשלתי חלף חשיפה לאפיק הקונצרני.

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 דפנסיביים 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**
כלל ביטוח ג'	ביטוח	500	5.8	AA-	5.43%	1.07%
ירושלים י"ט	בנקים	450	5.3	AA-	2.70%	0.55%
פועלים י"א	בנקים	384	5.4	AA	3.81%	0.55%
שלמה אחזקות י"ט	ליסינג	255	3.5	AA	5.57%	1.25%
שלמה אחזקות כ	ליסינג	252	3.8	AA	3.17%	0.67%
פתאל אחזקות ד'	מלונאות	203	3.9	A	4.77%	1.00%
הכשרת היישוב 24	נדל"ן	151	2.8	A-	4.92%	0.47%
סה"כ:						2,195

*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 2023 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 49.8 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 יגייס השבוע (11.12) 4.40 מיליארד ₪ בהנפקה לעש"ר. הסדרות שיגויסו: ממשק 226 – 550 מש"ח, ממשק 229 – 550 מש"ח, ממשק 537 – 550 מש"ח, ממשק 1131 – 550 מש"ח, ממשק 1151 – 450 מש"ח, ממשק 1130 – 500 מש"ח, ממשק 824 – 1,250 מש"ח.
- משרד האוצר יקיים השבוע (12.12) מכרז החלף במסגרתו ירכוש מהציבור את ממשק 324 וגליל 5904 וינפיק כנגד הסדרות הבאות: ממשק 928, ממשק 330, ממשק 726.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

נספחים

שינויים שבועיים וחודשיים בפרמטרים עיקריים

הציפיות האינפלציוניות ירדו לאורך כל העקום ובעיקר בטווח הבינוני - ארוך של העקום. (טבלה 1)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	2.65	2.50	2.50
2	2.62	2.45	2.43
3	2.51	2.45	2.40
4	2.51	2.46	2.41
5	2.54	2.46	2.41
6	2.57	2.48	2.41
7	2.56	2.48	2.42
8	2.54	2.47	2.42
9	2.61	2.54	2.47
10	2.68	2.61	2.52
12	2.86	2.77	2.62
16	2.98	2.84	2.70

*אינפלציה נגזרת לשנה מחושבת על פי עסקאות OTC בחדר עסקאות



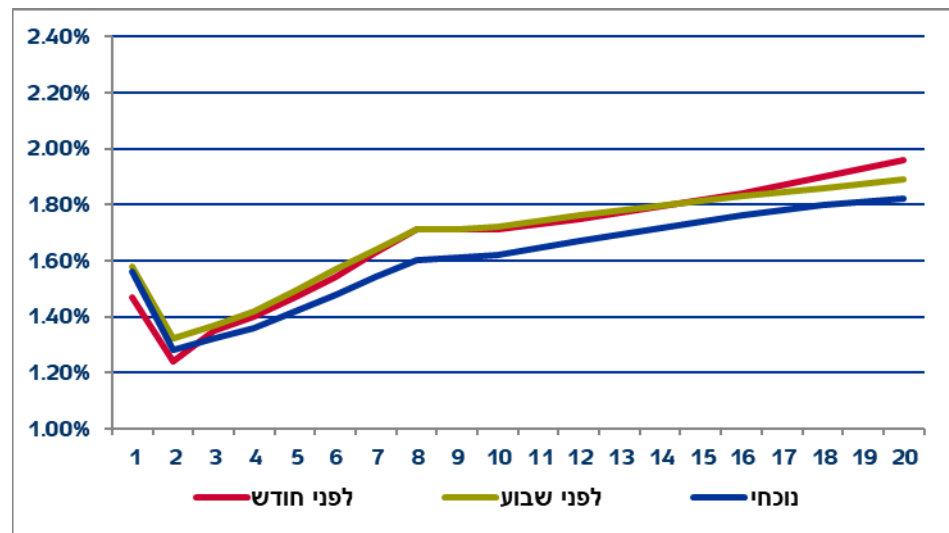
חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח צמודות המדד ירדו לאורך כל העקום ובעיקר בטווח הבינוני - ארוך. (טבלה 2)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	1.47	1.58	1.56
2	1.24	1.32	1.28
3	1.35	1.37	1.32
4	1.40	1.42	1.36
5	1.47	1.49	1.42
6	1.54	1.57	1.48
7	1.63	1.64	1.54
8	1.71	1.71	1.60
9	1.71	1.71	1.61
10	1.71	1.72	1.62
12	1.75	1.76	1.67
16	1.84	1.83	1.76
18	1.90	1.86	1.80
20	1.96	1.89	1.82

*תשואה לשנה ניגזרת ממחיר עסקאות STC בחדר עסקאות

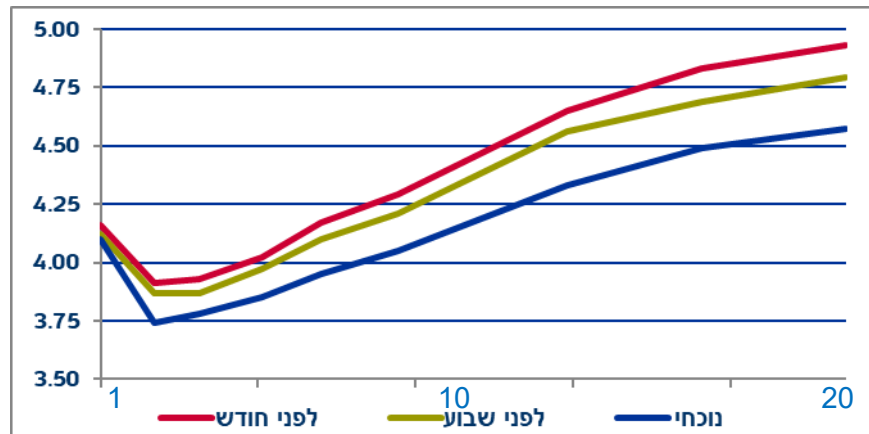


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח השקליות ירדו לאורך כל העקום. ירדו חדות בטווח הארוך. (טבלה 3)

אג"ח שקלי ריבית קבועה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ לשנה	4.16	4.12	4.10
425	3.86	3.82	3.75
825	3.88	3.73	3.75
226	3.91	3.87	3.74
1026	3.86	3.83	3.73
327	3.93	3.87	3.78
928	3.97	3.94	3.83
229	4.02	3.97	3.85
330	4.17	4.10	3.95
432	4.29	4.21	4.05
537	4.59	4.51	4.29
142	4.65	4.56	4.33
347	4.83	4.69	4.49
1152	4.93	4.79	4.57
שיפוע 2/10	0.49	0.50	0.38
שיפוע 5/10	0.39	0.35	0.29
שיפוע 2/5	0.10	0.15	0.09

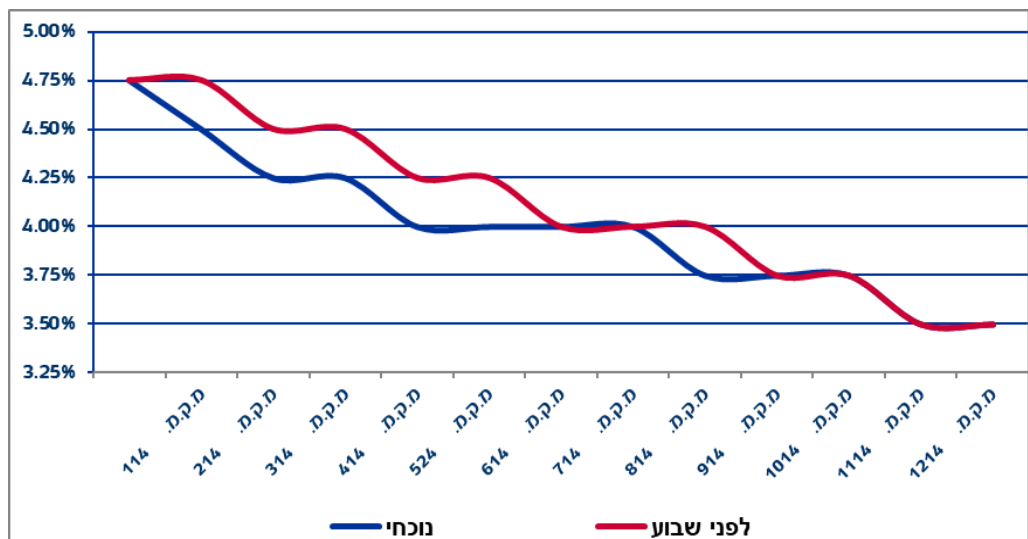


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מק"מ	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ 114	4.75	4.50
מק"מ 214	4.50	4.25
מק"מ 314	4.50	4.25
מק"מ 414	4.25	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	3.75
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
ממוצע	4.06	3.94



חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
526	0.56	0.47	0.50
1130	0.57	0.58	0.63

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

	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
ריבית ב"י חזויה בעוד שנה	3.75	3.50	3.50
ריבית לשנה בעוד שנה	3.62	3.49	3.39
ריבית לשנה בעוד שנתיים	3.83	3.91	3.74

מרווחים בעקום השקלי (טבלה 7)

סדרות	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
2 - 5	0.10	0.10	0.15	0.09
5-10	-0.15	0.39	0.35	0.29
2-10	-0.05	0.49	0.50	0.38
10-30	0.25	0.57	0.51	0.45

המרווח השלילי בין אג"ח שקלי ממשלת ישראל לאג"ח ממשלת ארה"ב הצטמצם קלות בכל הטווחים. (טבלה 8)

מרווח לשנתיים	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מרווח ל-5 שנים	-0.23	-0.56	-0.33	-0.30
מרווח ל-10 שנים	-0.27	-0.16	-0.04	-0.02
מרווח ל-30 שנים	-0.12	0.25	0.30	0.32
מרווח לשנתיים	-0.73	-1.07	-0.90	-0.86

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מדד	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
תל בונד 20	1.67	1.44	1.33
תל בונד 40	1.59	1.59	1.43
תל בונד שקלי 50	1.69	1.40	1.26

דרוג	צמוד מדד	שקלי משתנה	שקלי קבוע	ממוצע
AAA	0.90		0.55	0.75
+AA	1.40		0.70	1.25
AA	1.75		1.10	1.50
-AA	2.00	1.65	1.50	1.75
+A	2.75	2.00	2.00	2.40
A	3.10		2.30	2.80
-A	3.75		2.75	3.25
+BBB	4.50		4.25	4.40
BBB			5.00	5.00

• לא כולל אג"ח חברות נדל"ן אמריקאיות.

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

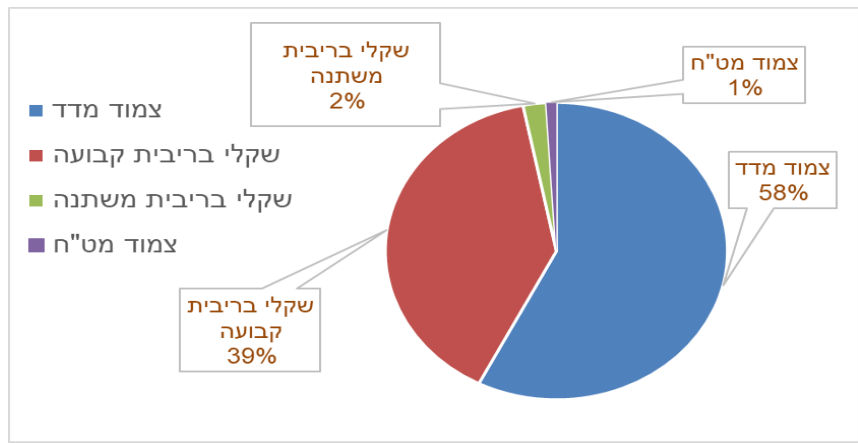
שם המדד	מתחילת השבוע	מתחילת השנה
אג"ח ממשלתי לא צמוד + 10 שנים	2.94%	-5.81%
תל בונד תשואות	1.29%	11.08%
אג"ח מדד ממשלתי +10 שנים.	1.18%	-6.46%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 5 – 10 שנים	0.99%	2.34%
תל בונד תשואות שקלי	0.93%	4.78%
תל בונד 40	0.88%	5.22%
תל בונד צמוד יתר	0.87%	6.29%
תל בונד 60	0.85%	4.76%
תל בונד גלובל	0.85%	4.65%
תל בונד 20	0.84%	4.19%
מדד אג"ח צמוד מדד קונצרני	0.83%	5.58%
תל בונד שקלי 50	0.82%	4.41%
תל בונד שקלי	0.79%	4.48%
מדד אג"ח כללי ממשלתי	0.79%	0.26%
מדד אג"ח כללי קונצרני	0.78%	5.48%
אג"ח מדד ממשלתי 5 – 10 שנים	0.65%	-0.11%
תל בונד צמוד בנקים	0.55%	3.67%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 2 – 5 שנים	0.42%	3.65%
אג"ח מדד ממשלתי 2 – 5 שנים	0.20%	3.36%
אג"ח מדד ממשלתי 0 – 2	0.18%	4.56%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 0 – 2 שנים	0.18%	4.06%
אול בונד ריבית משתנה	0.15%	3.88%
מדד מק"מ	0.12%	3.81%
מדד אג"ח ממשלתי ריבית משתנה	-0.11%	2.12%

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

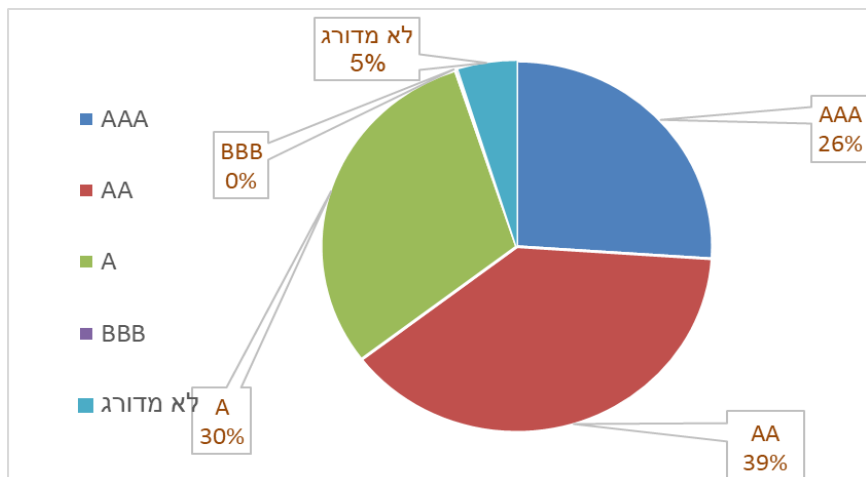
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2023 על פי בסיס הצמדה

באחוזים	סכום במש"ח	בסיס הצמדה
57.5	29,917	צמוד מדד
39.4	20,493	שקלי ריבית קבועה
2.2	1,139	שקלי ריבית משתנה
0.9	491	צמוד מט"ח
100.0	52,040	סה"כ



התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2023 לפי דירוג

באחוזים	סכום במש"ח	קבוצת דירוג
25.8	13,435	קבוצת AAA
39.1	20,341	קבוצת AA
30.0	15,643	קבוצת A
0.3	136	קבוצת BBB
4.8	2,485	לא מדורג
100.0	52,040	סה"כ

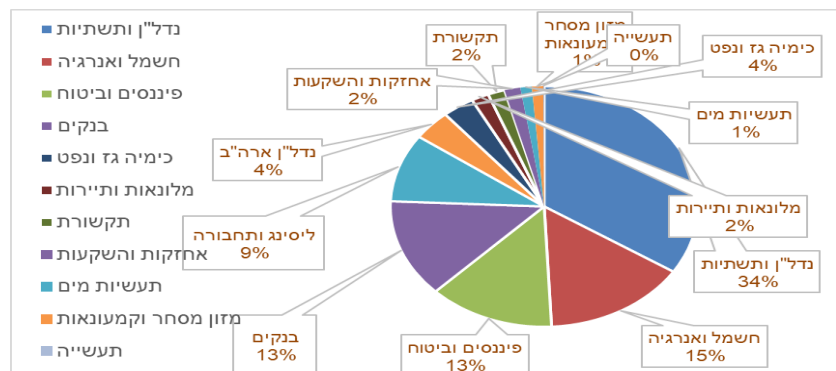


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

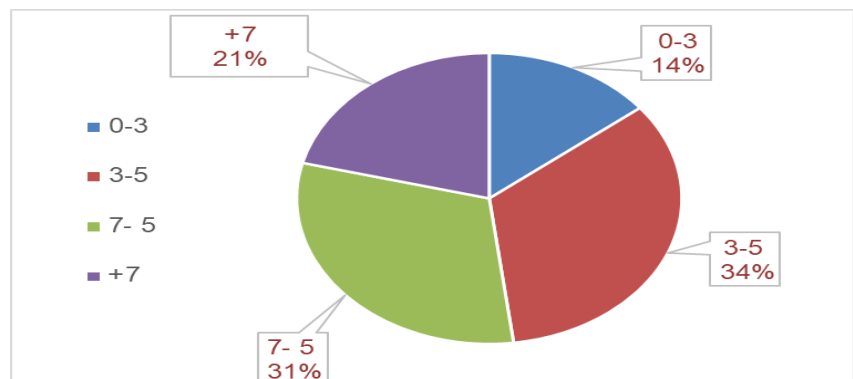
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2023 על פי ענפים

שם הענף	סכום במש"ח	באחוזים
נדל"ן ותשתיות	17,761	34.1
חשמל ואנרגיה	7,860	15.1
פיננסים וביטוח	6,900	13.3
בנקים	6,872	13.2
ליסינג ותחבורה	4,763	9.2
נדל"ן ארה"ב	2,096	4.0
כימיה גז ונפט	1,751	3.4
מלונאות ותיירות	952	1.8
תקשורת	924	1.8
אחזקות והשקעות	870	1.7
תעשיות מים	624	1.2
מזון ומסחר	618	1.2
תעשייה	49	0.1
סה"כ	52,040	100.0



התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2023 על פי מח"מ

מח"מ	סכום במש"ח	באחוזים
0-3	7,446	14.3
3-5	17,525	33.7
5-7	16,108	31.0
7+	10,961	21.0
סה"כ	52,040	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
--	--	--