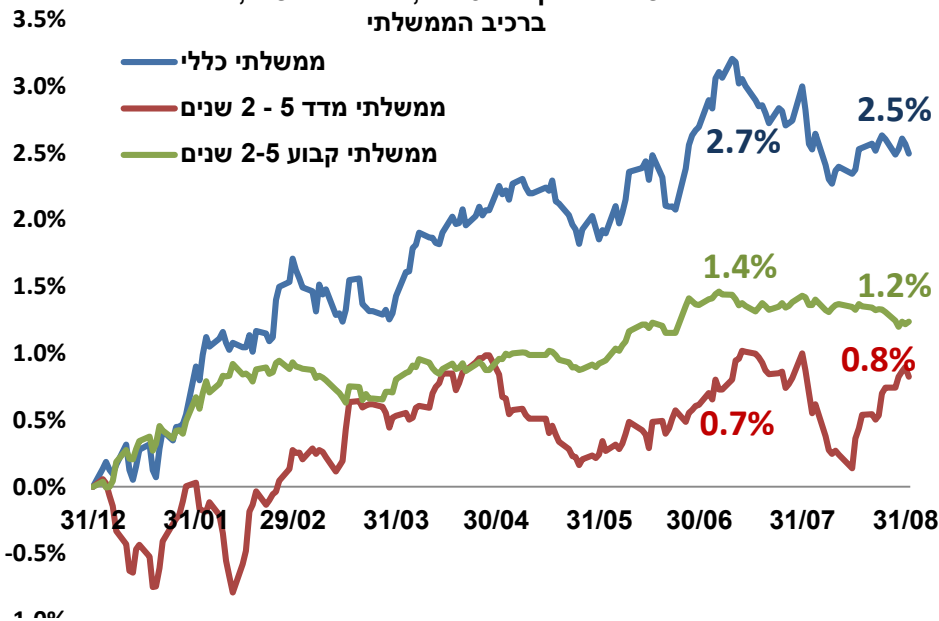


זרקור חודשי על שוק האג"ח הממשלתי

איפה ה-upside?

תשואת אחזקה מצטברת, מתחילת השנה, ברכיב הממשלתי



תחזית מחלקת מאקרו:

תחזית שנה קדימה	סוף 2016	
0.6%	0.2%	אינפלציה
0.1%	0.1%	ריבית בנק ישראל

עיקרי הדברים:

- אוגוסט היה חודש מנומנם עם תנודתיות נמוכה ומחזורים נמוכים. בישראל, ובעולם בכלל, אוגוסט ידוע כחודש של חופשות ורק אמירות חברי הפד, כי עלתה הסבירות להמשך העלאות ריבית, הצליחה להעיר את השוק מהתרדמת.
- השקל המשיך להתחזק והגיע החודש לשיא היסטורי. מגמת התיסוף, רגע לפני העלאת ריבית נוספת בארה"ב, אומרת כי פער הריביות הנוכחי (והחזוי) אינו מספיק בשביל לאזן את הכוחות הריאליים הפועלים להתחזקות המטבע המקומי. במילים אחרות, נדרשת האצה בקצב העלאות הריבית בארה"ב לפני שנראה תגובה של בנק ישראל.
- אנו מסכמים כבר למעלה מחודשיים שבהם האפיק הממשלתי נסחר ביציבות ותיק ההשקעות "נהנה" מהריבית הנצברת ללא רווחי הון. בטווח הארוך ולאור עובדה שהפוטנציאל לרווחי הון נוספים נמוך למדי, נדרש לשקול מחדש את המלצותינו ביחס לאפיק הממשלתי והאפיק השקלי בפרט.

הגרף המרכזי

במחצית הראשונה של השנה, ובכלל בשנים האחרונות, נהנו המשקיעים באג"ח הממשלתי מרווחי הון נאים. רווחי הון, שמקורם בירידת תשואות חדה שפיצתה על התשואה השוטפת הנמוכה.

עם זאת, אנו מתקרבים לנקודה שבה הכלים שבידי הבנקים המרכזיים בעולם (ובנק ישראל בפרט) כבר אינם אפקטיביים עוד, ומכאן שפוטנציאל ירידת התשואות בהמשך מוגבל למדי.

בגרף המרכזי ניתן לראות את תשואת האחזקה באפיקים ובמח"מים שונים באג"ח הממשלתי המקומי. כפי שניתן לראות, בחודשים יולי – אוגוסט התשואה באפיקים אלו הייתה אפסית, במקרה הטוב.

הסקירה הוכנה ע"י:

שי גוילי, אנליסט מאקרו ואג"ח ממשלתי

shay.gvily@dbank.co.il

טלפון: 03-5144597

מחלקת מאקרו כלכלה ואנליזה בנקאית

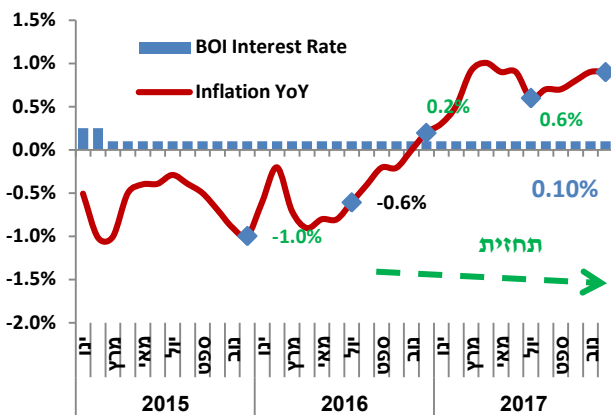
מנהלת המחלקה:

נירה שמיר, כלכלנית ראשית
nira.shamir@dbank.co.il

הפד לא עוזר לבנק ישראל להתמודד עם התיסוף

גם בנק ישראל לא התרגש יתר על המידה מהפתעה במדד, וממשיך להדגיש כי הסיכון לאי עמידה ביעד האינפלציה עדיין גבוה. בנק ישראל אומנם אופטימי (יותר מבעבר) באשר לקצב הצמיחה של השוק המקומי, אולם ממשיך להדגיש כי המדיניות המוניטארית תיוותר מרחיבה עוד זמן רב. אמירה זו והאינפלציה הממונת, מחזקות את עמדתנו כי ריבית בנק ישראל תיוותר ללא שינוי גם ב-2017 (איור 3).

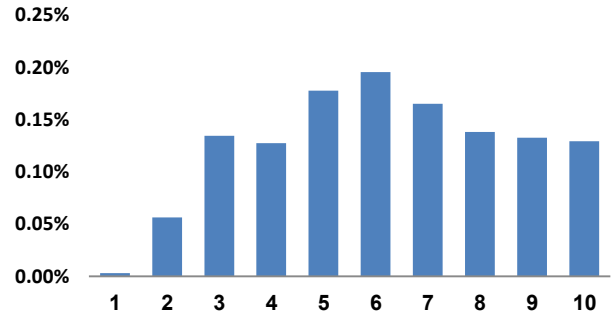
איור 3: תחזית ריבית ואינפלציה



אוגוסט היה חודש מנומנם עם תנודתיות נמוכה ומחזורים נמוכים. בישראל, ובעולם בכלל, אוגוסט ידוע כחודש של חופשות ורק אמירות חברי הפד, כי עלתה הסבירות להמשך העלאות ריבית, הצליחה להעיר את השוק מהתרדמת.

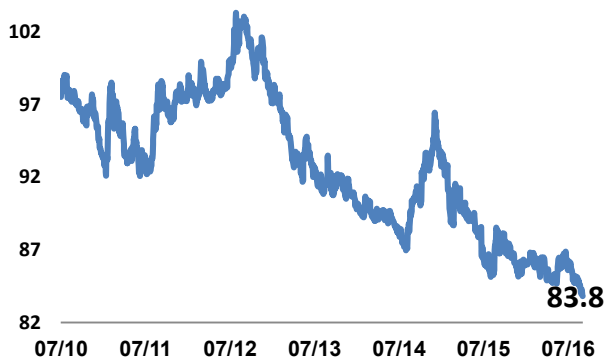
בסיכום חודשי נרשמה עליית תשואות של כ-12 נ.ב. (איור 1), כאשר התשואה ל-9 שנים (ממש"ק 825) נסחרת בתשואה של 1.75%, התשואה הגבוהה ביותר מאז אירועי ה-Brexit.

איור 1: השינוי בתשואות השיקליות במהלך יולי (במונחי מח"מ)



יחד עם זאת, העובדה שהשקל נמצא ברמות שיא היסטוריות רגע לפני העלאת ריבית נוספת בארה"ב, אומרת כי פער הריביות הנוכחי¹ אינו מספיק בשביל לאזן את הכוחות הריאליים הפועלים להמשך התחזקות של המטבע המקומי (איור 4). במילים אחרות, נדרשת האצה בקצב העלאות ריבית בארה"ב, לפני שנראה תגובה של בנק ישראל.

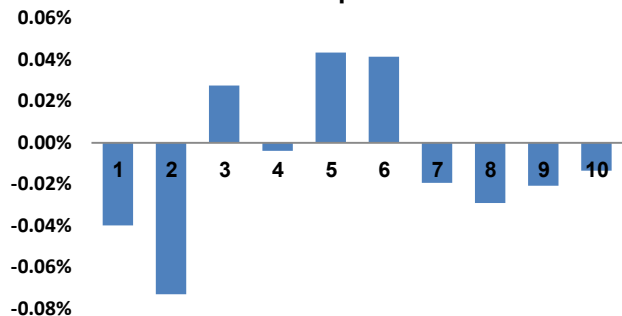
איור 4: שע"ח נומינלי אפקטיבי



בעולם, התשואות הממשלתיות נסחרו במגמה של עליית תשואות מתונה (איור 5).

באפיק הצמוד, ציפיות האינפלציה נותרו ללא שינוי מהותי (איור 2), וזאת למרות מדד יולי שהפתיע לחיוב עם עלייה של 0.4%, לעומת צפי לעלייה של 0.2%.

איור 2: השינוי בציפיות האינפלציה במהלך אוגוסט



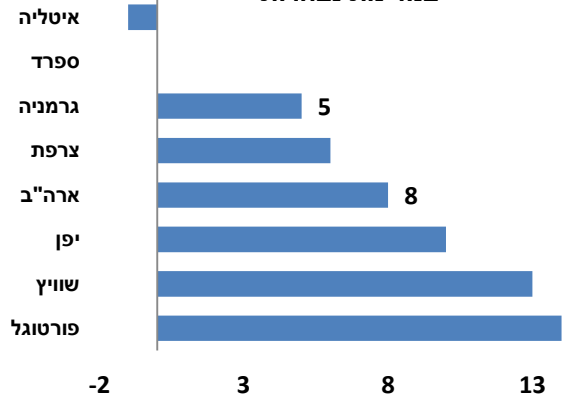
חשוב לשים לב שההפתעה במדד נבעה מעלייה חדה בסעיף שכר הדירה (תרומה של 0.3%), אולם העלייה החדה מקורה בשיטת המדידה של הלמ"ס ואינה מעידה על האצה בקצב עליית שכר הדירה. בהתאם לזאת, התחזית שלנו ל-12 החודשים הבאים עומדת על 0.6%, ללא שינוי מהתחזית המקורית.

¹ והמגולם בשווקים לשנים הבאות.

בכל מקרה, השינוי בהסתברות אינו מהותי, ושינוי של 10%, למעלה או למטה, אינו מספיק על מנת לבשר על שינוי מתקרב במדיניות הריבית ו/או שינוי בכיוון התשואות. יתרה מזאת, דוח התעסוקה, שפורסם בשישי האחרון (תוספת של 151K משרות לעומת צפי 180K) הספיק כדי לצנן את ההתלהבות סביב האפשרות להעלאת ריבית כבר ב-21 בספטמבר.

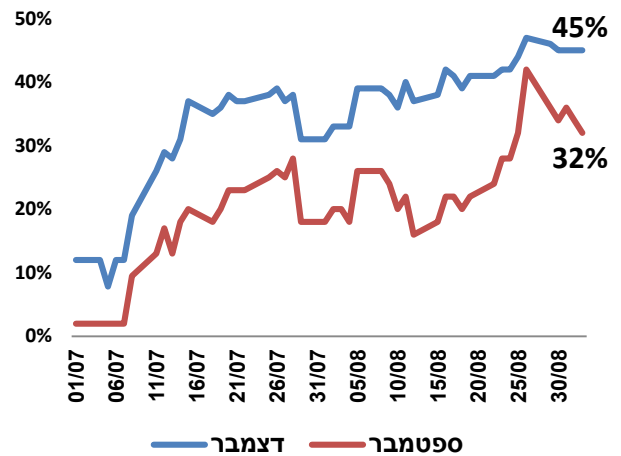
לסיכום, אנו מסכמים כבר למעלה מחודשיים שבהם האפיק הממשלתי נסחר ביציבות, ותיק ההשקעות נהנה מהריבית הנצברת ללא רווחי הון. בטווח הארוך ולאור עובדה שהפוטנציאל לרווחי הון נוספים נמוך למדי נדרש לשקול מחדש את המלצותינו ביחס לאפיק הממשלתי והאפיק השקלי בפרט.

איור 5: השינוי בתשואה ל-10 שנים (ב.ב.) במדינות נבחרות



בהיעדר אירועים מהותיים, נאום נגידת הפד (והראיון של סגנה, סטנלי פישר, ב-CNBC) תפס את מרבית תשומת הלב והעלה את הסבירות כי תיתכן העלאת ריבית כבר בספטמבר (איור 6).

איור 6: ההסתברות להעלאת ריבית



הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:

"הניתוח הכלול בסקירה זו הינו למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ (להלן: "הבנק") לייעץ ללקוחותיו בהתאם לאמור בו.

הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שנבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בסקירה מייצגות את עמדת מחבריה והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי ההשקעות בבנק. הדעות האמורות נכונות ליום פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת. הניתוח מופץ כחלק מתפוצה רחבה, וגם אם במסגרת תפוצה רחבה זו, הוא מגיע אליך אישית באמצעות הדוא"ל או בכל דרך או מדיה אחרת, אין לראות בו משום ניתוח או סקירה המותאמים לצרכיך ולנתונים האישיים שלך, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי הני"ע והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שיהיו ולא מכל בחינה אחרת.

עשוי להיות למחברי הסקירה ו/או לבנק עניין אישי בנושא הסקירה. הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בסקירה זו, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על סקירה זו, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת הסקירה ופרסומה במלואה או בחלקה, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט. הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בנייהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בסקירה זו, ככל שזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטבעיים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך לא ישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר".