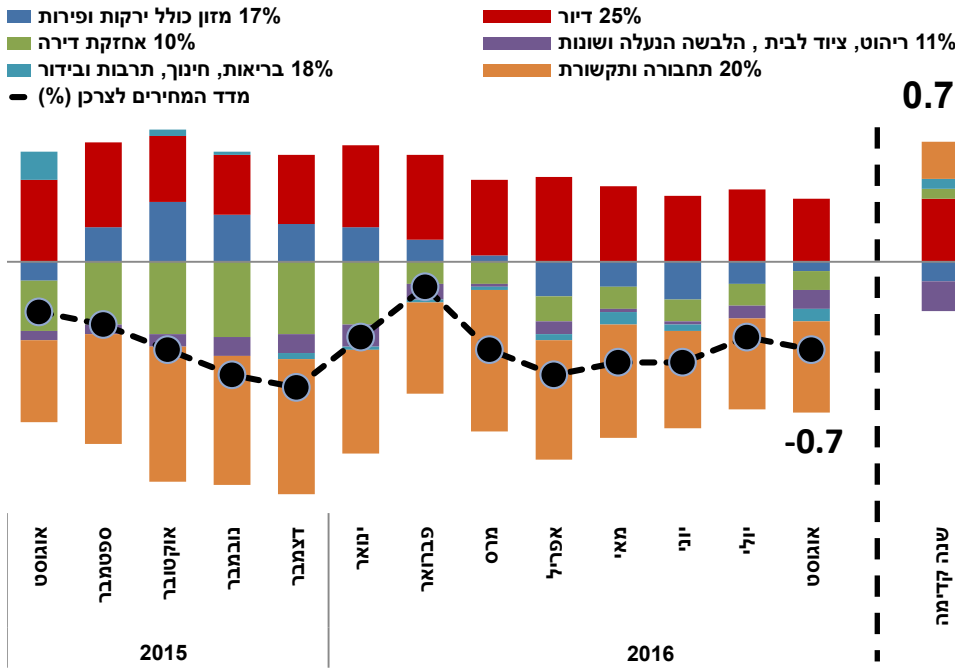


זרקור חודשי על שוק האג"ח הממשלתי



הגרף המרכזי

בגרף המרכזי ניתן לראות את תרומתם המצטברת של כל אחד מסעיפי המדד לאינפלציה ב-12 החודשים האחרונים.

כפי שניתן לראות, החל מאפריל האחרון, רק סעיף שכר הדירה תורם חיובית למדד, בעוד יתר הסעיפים "מושכים" את האינפלציה כלפי מטה.

בראייה קדימה, אנו מאמינים שסביבת האינפלציה תיותר מתונה למדי, ורק המשך עליית מחירי הנפט (סעיף תחבורה ותקשורת) ועליית מחירי השכירות (סעיף דיור) צפויים להוביל לקצב אינפלציה של 0.7% ב-12 חודשים הבאים.

היעדר אינפלציה היא עדות מרכזית לכך שהבנקים המרכזיים נלחמים עם כלים לא אפקטיביים.

תחזית מחלקת מאקרו:

תחזית שנה קדימה	סוף 2016	
0.7%	-0.1%	אינפלציה
0.1%	0.1%	ריבית בנק ישראל

עיקרי הדברים:

- ספטמבר היה חודש עמוס בהודעות ריבית והצהרות של הנגידים בישראל וברחבי העולם. עם זאת, המשקיעים באג"ח הממשלתי הגיבו באדישות, ועקומי התשואות שמרו על יציבות תוך תנודתיות נמוכה.
- המשקיעים מבינים שלנגידים, באירופה ויפן, נגמרו ה"שפנים" ובארה"ב הפד עדכן (שוב) כלפי מטה את תחזית הריבית ועדיין רחוק מתחזית הריבית הגלומה בשווקים. בכל מקרה, העלאות ריבית מהותיות אינן נראות באופק.
- הרבעון השלישי של השנה הדגיש כי הבנקים המרכזיים מאבדים אמון והמשקיעים כבר אדישים לחידושים וההתפתחויות המוניטאריות. בהיעדר אינפלציה הסיכון נמוך, אולם גם פוטנציאל הרווח נמוך למדי. להערכתנו, בנקודה זו נכון יהיה לצמצם את הרכיב הממשלתי ולשמור על מח"מ תיק של 5 ומעלה.

הסקירה הוכנה ע"י:

שי גוילי, אנליסט מאקרו ואג"ח ממשלתי

shay.gvily@dbank.co.il

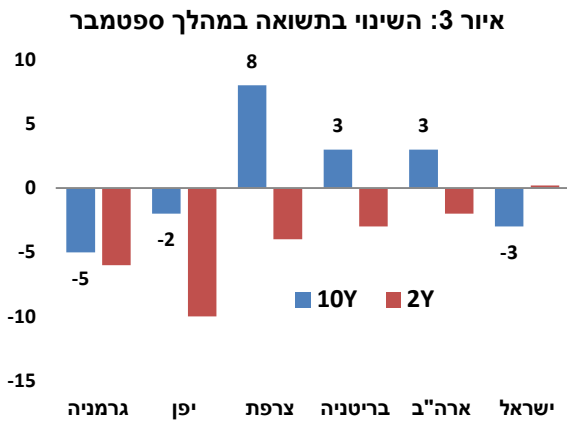
טלפון: 03-5144597

מחלקת מאקרו כלכלה ואנליזה בנקאית

מנהלת המחלקה:

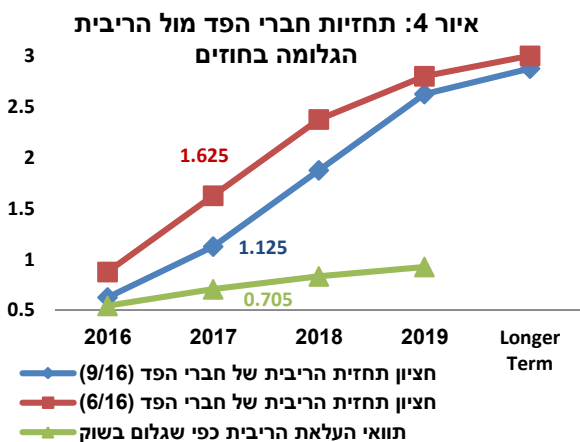
נירה שמיר, כלכלנית ראשית
nira.shamir@dbank.co.il

דיבורים כבר לא עוזרים



היציבות בתשואות מפתיעה במיוחד, כאשר לוקחים בחשבון שהחודש פורסמו הודעות ריבית בכל הבנקים המרכזיים המובילים: באירופה ה-ECB נמנע, בשלב זה, מלהכריז על הארכת תוכנית הרכישות, ביפן הודיע הבנק המרכזי כי מעתה הוא מעוניין לשלוט בעקום התשואות (ולא רק בריבית הקצרה), ובארזה"ב שוב דחו את העלאת הריבית ועדכנו כלפי מטה את תוואי הריבית החזוי.

היציבות בתשואות נובעת מכך שהמשקיעים מבינים, שלנגידים (באירופה ויפן) נגמרו ה"שפנים", ומנגד, העלאות ריבית מהותיות בארזה"ב אינן נראות באופק. בינתיים, הבנקים המרכזיים ממשיכים לאבד אמינות, ובראשם הפד, שלמרות עדכוני התחזית כלפי מטה, עדיין רחוק מתחזית הריבית הגלומה בחוזי הריבית (איור 4).

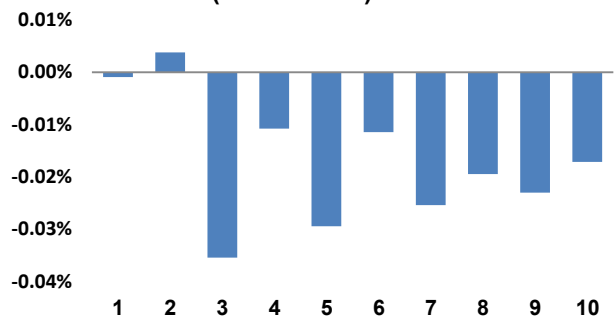


עתה, חברי הפד מעריכים שבסוף 2017 מרכז טווח הריבית יעמוד על 1.125% (לעומת 1.625% ביוני),

ספטמבר היה חודש עמוס בהודעות ריבית והצהרות של הנגידים בישראל וברחבי העולם. עם זאת, המשקיעים באג"ח הממשלתי הגיבו באדישות, ועקומי התשואות שמרו על יציבות תוך תודתיות נמוכה.

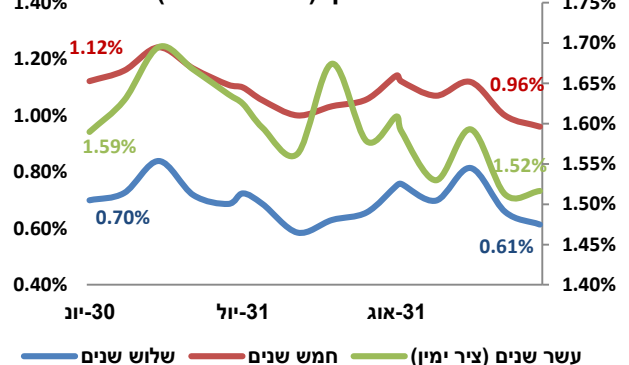
בסיכום חודשי נרשמה ירידה של כ-3 נ.ב בעקום השקלי, וזאת בהמשך ליציבות שראינו במהלך כל הרבעון השלישי (איור 1). משכך, תרומת הרכיב הממשלתי לתשואות תיק ההשקעות הסתכמה ברבעון השלישי ב-0% עבור מח"מ 3.5 ו-(-0.3%) עבור מח"מ 6.5.

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



באפיק הצמוד המצב חמור אף יותר, וככל שעובר הזמן והאינפלציה בפועל שלילית (או אפסית במקרה הטוב), המשקיעים עוברים תהליך של הסתגלות, שמוביל לירידה בציפיות האינפלציה לטווח הבינוני והארוך (איור 2).

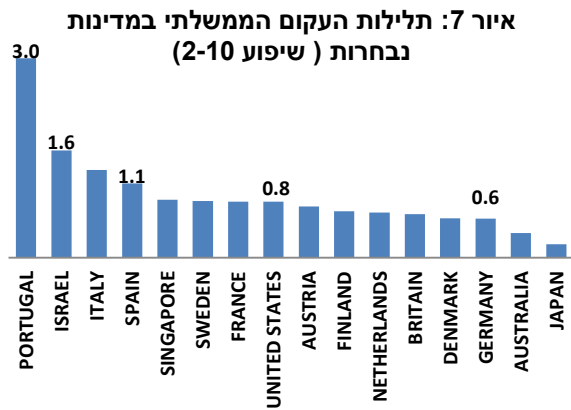
איור 2: ירידה בציפיות האינפלציה לטווח הבינוני - ארוך (במונחי מח"מ)



גם בעולם עקומי התשואה התייצבו, ומלבד אירועים נקודתיים, המסחר באגרות החוב הממשלתיות התנהל במהלך החודש על מי מנוחות (איור 3).

מבחינת תיק ההשקעות, משמעות הדברים היא שללא צעדים מצד בנק ישראל, אין כל סיבה שנראה ירידה נוספת בעקום התשואות, כך, שבראיה קדימה, פוטנציאל הרווח, באג"ח הממשלתי, מסתכם בתשואה השוטפת.

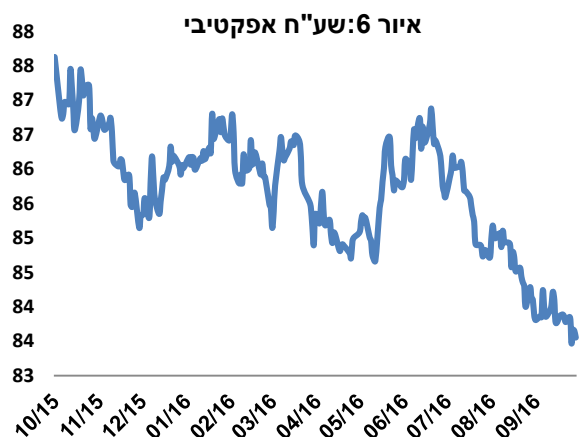
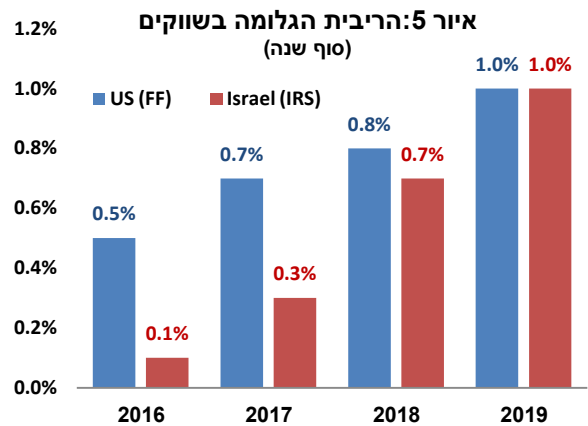
הדבר היחיד שיכול לנחם הוא, שהעקום השקלי תלול למדי ומגלם שיפוע של כ-160 נ.ב, שהינו חריג בהשוואה בין לאומית (איור 7), ומספק פיצוי עבור השקעה במח"מ ארוך יותר. פיצוי, שלהבנתנו, נובע מגורמים טכניים (אג"ח מיועדות) ולא, פיצוי על סיכון גבוה יותר. כאמור, אין צפי להעלאות ריבית מהותיות בטווח הנראה לעין.



לסיכום, הרבעון השלישי של השנה הדגיש כי הבנקים המרכזיים מאבדים אמון, והמשקיעים כבר אדישים לחידושים ולהתפתחויות המוניטאריות. בהיעדר אינפלציה, הסיכון נמוך, אולם גם פוטנציאל הרווח נמוך למדי. להערכתנו, בנקודה זו, נכון יהיה לצמצם את הרכיב הממשלתי, ולשמור על מח"מ תיק של 5 ומעלה.

כלומר, נראה העלאת ריבית השנה ורק עוד שתי העלאות ריבית בכל 2017. קצב איטי שכזה יקשה עוד יותר על בנק ישראל במלחמתו האבודה בשקל, במיוחד כאשר המשקיעים פסימיים יותר ומצפים לקצת יותר מהעלאת ריבית אחת, בארה"ב, עד דצמבר 2017.

בנק ישראל לא נוקט בצעדים אקטיביים, וממשיך להאמין שהעלאות ריבית בארה"ב והתרחבות פער הריביות יובילו לבלימת הפיחות של השקל. עם זאת, ככל שהתוואי מתמתן, פער הריביות החזוי (איור 5) קטן יותר, וההשפעה על שערי החליפין מתפוגגת. משכך, לא פלא שהשקל ממשיך לשבור שיאים (איור 6).



להערכתנו, גם ב-2017 בנק ישראל לא צפוי להכריז על צעדי מדיניות אקטיביים, וזאת למרות מגמת התיסוף, אי עמידה ביעד האינפלציה (כבר שנה שלישית ברציפות) וצעדים מוניטאריים מרחיבים ברחבי העולם.

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 החליף 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 בניהול 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".