

29 בנובמבר 2017

שיפוע העקום הממשלתי בארה"ב צפוי להישאר שטוח

נקודות עיקריות

- שיפוע העקום הממשלתי בארה"ב ירד לרמה הנמוכה ביותר מאז המשבר העולמי .
- הירידה בשיפוע העקום נובעת מצפי לאינפלציה וריבית נמוכה בארה"ב למשך זמן ממושך והערכות כי מדיניות בנקים מרכזיים בעולם תישאר מרחיבה.

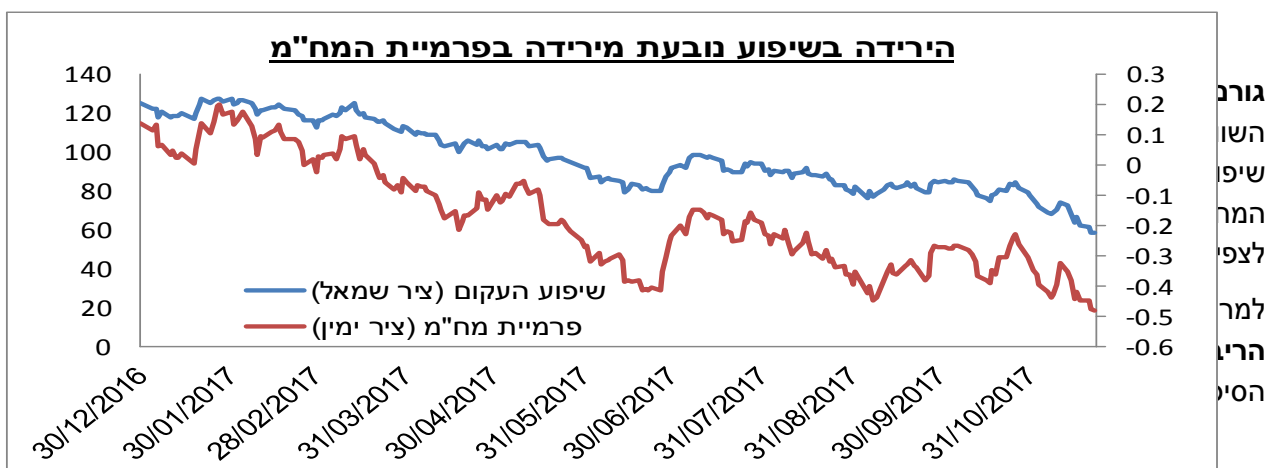
שיפוע העקום הממשלתי בארה"ב, הנמדד כפער בין תשואת האג"ח ל-10 שנים לתשואת האג"ח לשנתיים, ירד לרמה הנמוכה ביותר מאז המשבר העולמי ועומד על 60 נקודות. השתטחות העקום האצה החל מסוף אוקטובר, ונובעת ברובה מעליית התשואות הקצרות, בעקבות העלאת תקרת החוב והתפתחות הציפיות להרחבה פיסקלית עוד ב-2018. מנגד, עליית התשואות הארוכות נבלמה, בעקבות התייצבות ציפיות הריבית בארה"ב וירידה בתשואות הארוכות בעולם.

השפעת הרפורמה במס בארה"ב על תשואות האג"ח ושיפוע העקום, תלויה בהרכב הסופי של הרפורמה ובתגובת הפד. ההרכב המוצע תומך בהאצה מתונה וזמנית בצמיחה, שתורגש בעיקר בטווח הקצר, בהתאם, ההשפעה על תשואות האג"ח הממשלתי הורגשה בעיקר בחלקו הקצר של העקום ותמכה בהשתטחות העקום. בשלב זה, טרם גובשה הצעה סופית, ולכן השפעת הרפורמה על קצב העלאת הריבית אינה ברורה. במידה והפד יגיב בהאצת קצב העלאת הריבית, העקום ימשיך להשתטח. מנגד, במידה והפד יאפשר לאינפלציה לעלות, צפויה עליה בציפיות האינפלציה לכל אורך העקום ועליה בתשואות הארוכות שתוביל להשתטחות העקום. **להערכתנו, במידה ותאושר רפורמה התומכת בהאצה זמנית בצמיחה, הפד יעלה ריבית ב-2018 בקצב הדומה לתחזית הנוכחית שלו (שלוש העלאות ריבית), גבוה מהצפי בשווקים להעלאה אחת בלבד.**

השתטחות העקום אופיינית לתקופות של העלאת ריבית, מכיוון שהתשואות הקצרות מושפעות יותר מהעלאת הריבית. שינוי מגמה ועליה בשיפוע העקום מתחילים לרוב כשתהליך העלאת הריבית מתקרב לסופו, וצפוי שינוי מגמה בריבית, כלומר: צפי להפחתת ריבית. מכיוון שתהליך העלאת הריבית בארה"ב עדיין אינו קרוב לסופו, **אנו מעריכים כי מוקדם לדבר על עליה בשיפוע העקום.**

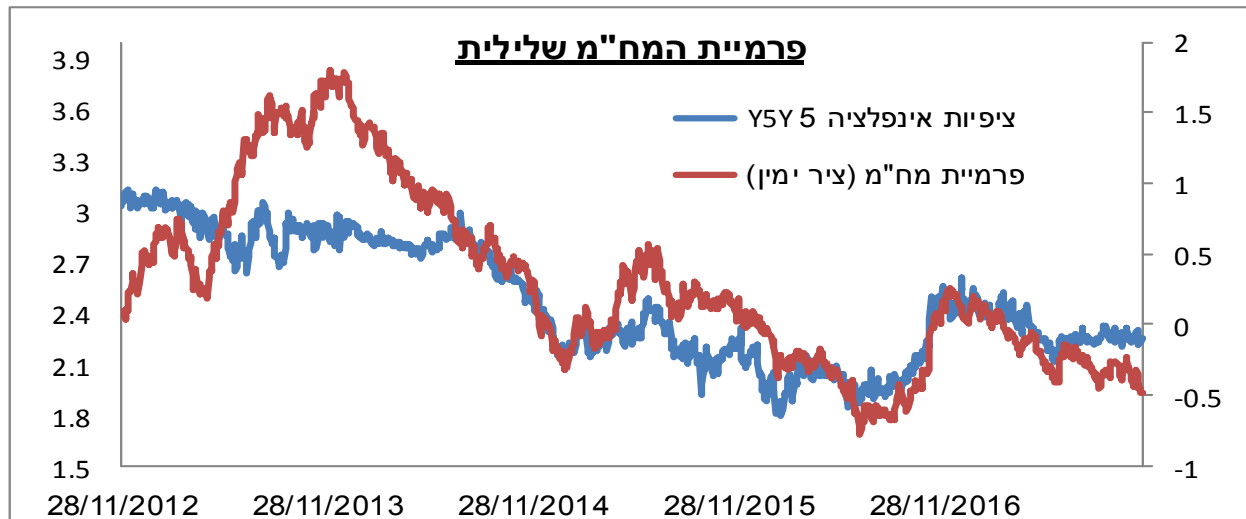
לרוב מתייחסים לשיפוע העקום כאינדיקטור להאטה צפויה בפעילות הכלכלית, מכיוון שבעבר שיפוע העקום הפך לשלילי, לפני אירועים של מיתון. עם זאת, למרות הירידה המשמעותית בשיפוע העקום, השיפוע רחוק מלהיות שלילי. בנוסף, אנו מעריכים כי על אף אורכו היחסי של מחזור הצמיחה הנוכחי, לא צפוי מיתון בטווח הקרוב. לפיכך, אנו מאמינים כי הירידה הנוכחית בשיפוע העקום, אינה מצביעה על צפי למיתון קרב.

הירידה בשיפוע העקום נובעת ברובה מירידה בפרמיית המח"מ, המשקפת את הסיכון בהשקעה באג"ח הארוך. הירידה בפרמיה נובעת מצפי לאינפלציה וריבית נמוכה בארה"ב למשך זמן ממושך והערכות כי מדיניות בנקים מרכזיים בעולם, כדוגמת ה-ECB, תישאר מרחיבה. בהקשר זה יש לציין, כי פרמיית המח"מ נמוכה בהשוואה לתקופה שלפני המשבר העולמי, לאור האחזקות המשמעותיות של הפד באג"ח ממשלת ארה"ב. אמנם, הפד החל לצמצם את החזקותיו, אולם התהליך איטי, הדרגתי ומתקשר, כך שאינו צפוי ליצור זעזועים בשווקים ולגרום לעליה חדה בפרמיה. בנוסף, החזקות הפד באג"ח ממשלת ארה"ב צפויות להישאר גבוהות מרמתן לפני המשבר, ולכן פרמיית המח"מ צפויה להישאר נמוכה בהשוואה לעבר.



משמעותית יותר בחלקו הקצר של העקום, בעוד שחלקו הארוך של העקום צפוי להמשיך ולהיות מושפע מהתפתחויות בשוק האג"ח העולמי. לפיכך, כל עוד המדיניות של הבנקים המרכזיים בעולם, ובראשם ה-ECB והבנק המרכזי של יפן, ממשיכה להיות מרחיבה ולתמוך בתשואות נמוכות בחלקו הארוך של העקום, לא צפויה עליה משמעותית בתשואות הארוכות בארה"ב. כתוצאה, המשך העלאת הריבית בארה"ב תומכת בהשתטחות העקום הממשלתי בארה"ב.

לסיכום: השתטחות העקום הממשלתי האמריקאי נובעת מצפי להעלאת הריבית, תוך שמירה על אינפלציה נמוכה, אנו מעריכים כי העקום צפוי להמשיך להשתטח.



הסקירה הוכנה על ידי מחלקת מאקרו כלכלה ואנליזה בנקאית, בנק דיסקונט

כתבה: עינת מאיר, 03-5144006, einat.meir@discountbank.co.il

מנהלת המחלקה: נירה שמיר, כלכלנית ראשית, nira.shamir@discountbank.co.il

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**") לייעוץ 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 השקעות 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 הניי"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 שנזכרים, 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 הטבועים 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.