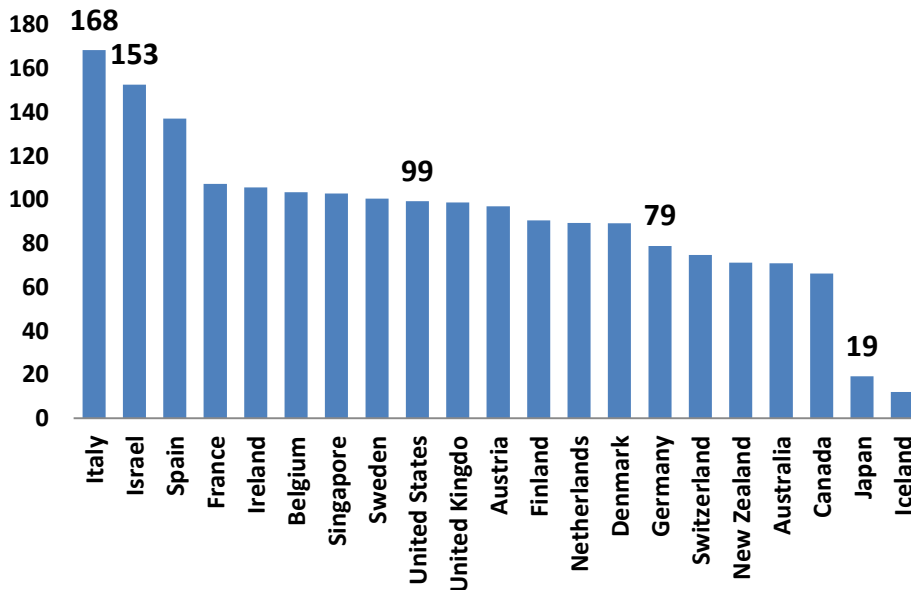


זרקור חודשי על שוק האג"ח הממשלתי

שיפוע העקום הממשלתי (2-10) במדינות המפותחות



הגרף המרכזי

למרות התנודתיות הרבה באגרות החוב הממשלתיות, בשווקים המפותחים, שיפוע העקום השקלי נותר מהתלולים בשווקים אלו.

בעולם, נהוג להסביר שעקום תלול יותר מבטא פרמיית סיכון גבוהה יותר (העלאות ריבית מהירות, חוסר יציבות פוליטית וכו'). אולם, באשר לשיפוע העקום השקלי הניתוח שונה.

להבנתנו, תלילות העקום נובעת, בעיקר, מהנפקת אג"ח מיעודות. הנפקות שמוציאות מהשוק הסחיר את הקונה המרכזי בחלקים הארוכים של העקום, קרי; קרנות הפנסיה.

כלומר, השיפוע החרגי נובע מגורמים טכניים ולא מפרמיית סיכון גבוהה, ומשכך, נכון לנצל את התשואה העודפת ולשמר מח"מ גבוה ברכיב הממשלתי.

תחזית מחלקת מאקרו:

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

עיקרי הדברים:

- ללא נתוני מאקרו בישראל (לאור פגרת החגים) ובהיעדר חדשות רלוונטיות, שוק אגרות החוב המקומי נסחר באוקטובר בתנודתיות נמוכה, ותוך עליית תשואות מתונה, בהשוואה לעוצמת המגמה בעולם. בסיכום חודשי, התשואות השקליות בכ-5 נ.ב, במרכז העקום, ועד 9 נ.ב בחלקים הארוכים.
- עליית התשואות הגלובלית נובעת מההבנה שהכלים שבידי הבנקים המרכזיים כבר פחות אפקטיביים, משיפור בסביבת האינפלציה, בעיקר, בארה"ב והתייצבות מחירי הנפט סביב \$50 לחבית.
- העלאת הריבית המסתמנת בארה"ב מעיבה על התשואות, לפחות בטווח הקצר. עם זאת, בראיה ארוכה, התשואות רגישות יותר לתובנה שקצב העלאות הריבית העתידי מתמתן. ולכן פוטנציאל המשך עליית התשואות מוגבל למדי (לפחות בארה"ב וישראל).

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:

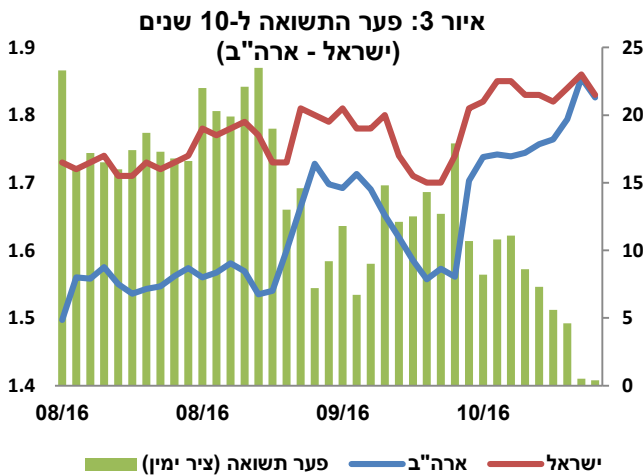
נירה שמיר, כלכלנית ראשית
nira.shamir@dbank.co.il

"מכה קלה בכסף"

התשואות, בארה"ב, מוגבל למדי.

מעבר לגורמים הגלובליים, אירועים מקומיים באיטליה ובריטניה הובילו לתנודות חריגות של כ-50 נ.ב. בתשואות הממשלתיות. באיטליה, חששות מאי יציבות פוליטית לקראת משאל העם הובילו לעלייה בפרמיית הסיכון. ובריטניה, המשך הפיחות בערכו של הפאונד ועלייה מהירה בציפיות האינפלציה, צפויים למנוע המשך הרחבות מצד הבנק המרכזי (BOE).

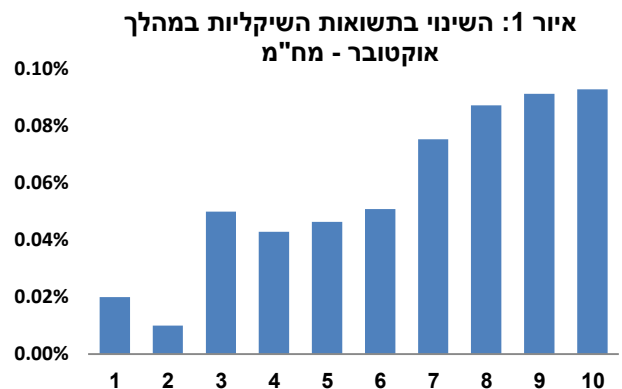
כאמור, התנודתיות הגלובלית מתמתנת במסחר המקומי ונושאים, כמו; העלאות ריבית או התאוששות סביבת האינפלציה, אינם רלוונטיים לסביבה המאקרו כלכלית בארץ. כתוצאה מכך, פער התשואות בין אג"ח ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב נסגר לחלוטין, לאחר שנסחר מספר חודשים בטווח של פלוס 10-20 נ.ב. (איור 3).



בראיה קדימה, אנחנו ממשיכים להעריך שפוטנציאל עליית התשואות מוגבל למדי, וכאמור, יושפע בעיקר מהתובנות באשר לתוואי הריביות העתידי. כפי שניתן לראות באיור 4, למרות עליית התשואות האחרונה, תוואי הריבית הגלום בשווקים נותר נמוך.

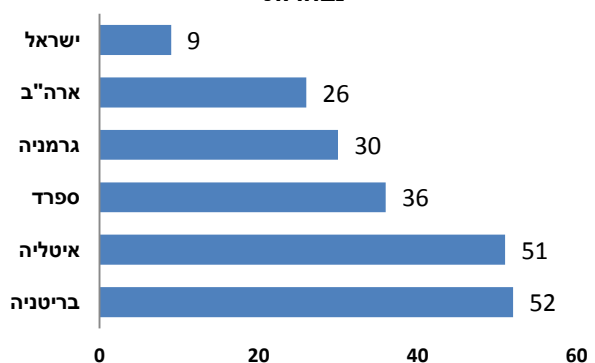
ללא נתוני מאקרו בישראל (לאור פגרת החגים) ובהיעדר חדשות רלוונטיות, שוק אגרות החוב המקומי נסחר באוקטובר בתנודתיות נמוכה, ותוך עליית תשואות מתונה, בהשוואה לעוצמת המגמה בעולם.

בסיכום חודשי, התשואות השקליות עלו בכ-5 נ.ב. במרכז העקום, ועד 9 נ.ב. בתשואה ל-10 שנים (איור 1).



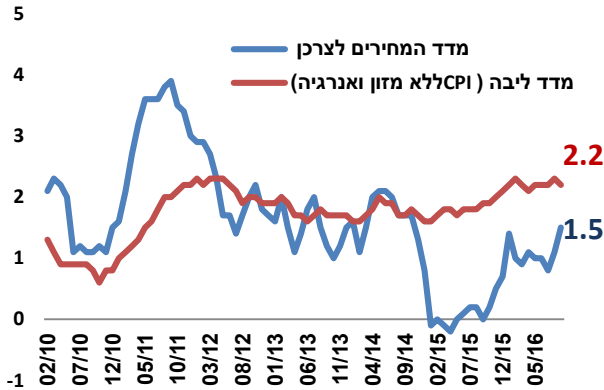
בעולם, מגמת עליית תשואות חדה יותר (איור 2), ומקורה בהבנה שהכלים שבידי הבנקים המרכזיים כבר פחות אפקטיביים (הכוונה לאג"ח בגוש האירו, ודנו בנושא בהרחבה בזרקור הקודם). כמו כן, שיפור בסביבת האינפלציה, בעיקר, בארה"ב והתייצבות מחירי הנפט סביב \$50 לחבית, פוגעים גם הם בתשואות הנומינליות.

איור 2: השינוי בתשואה ל-10 שנים במדינות נבחרות

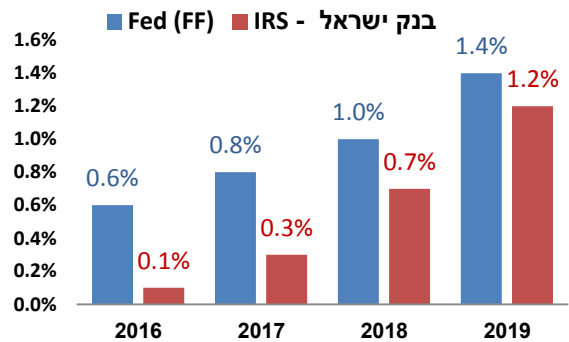


גם העלאת הריבית המסתמנת בארה"ב מעיבה על התשואות, לפחות בטווח הקצר. עם זאת, להערכתנו, התשואות רגישות יותר לתובנה שקצב ההעלאות העתידי מתמתן, ולכן פוטנציאל המשך עליית

איור 6: קצב האינפלציה, ב-12 חודשים האחרונים, בארה"ב

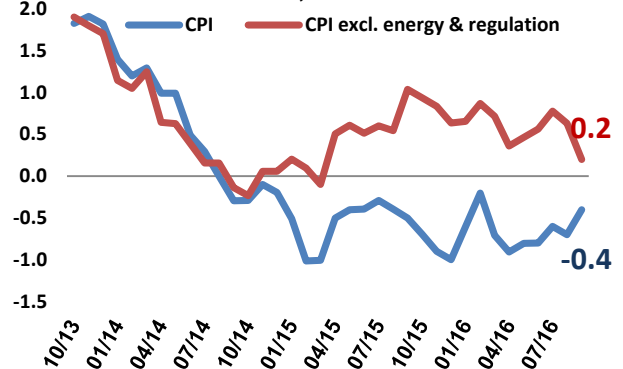


איור 4: תוואי הריבית הגלום בשווקים



הסיבה המרכזית לתוואי הנמוך, היא סביבת האינפלציה השלילית/אפסית בישראל (איור 5) וסביבת האינפלציה המתונה בארה"ב (איור 6).

איור 5: קצב האינפלציה, ב-12 חודשים האחרונים, בישראל



בעוד שבישראל סביבת האינפלציה לא מראה סימני התאוששות (בכל חתך שהוא), בארה"ב, מתחילם לראות נצנים של שיפור, כאשר הפער בין מדד המחירים הכללי למדד הליבה מצטמצם, ומעיד על דעיכת ההשפעה של ירידת מחירי האנרגיה בשנה האחרונה.

לסיכום, במהלך אוקטובר חל שיפור בתמונה המאקרו כלכלית הגלובלית (העלאת ריבית בפתח וניצני אינפלציה), אולם, שיפור זה אינו רלוונטי לשוק המקומי, ולהערכתנו מגמת עליית התשואות האחרונה עשויה להתברר כהזדמנות למשקיע אקטיבי ו"מכה קלה בכנף" למשקיע הפאסיבי.

הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דסקונט 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 החתיבות של בנק דסקונט 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 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 שזוכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי גנה, 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".