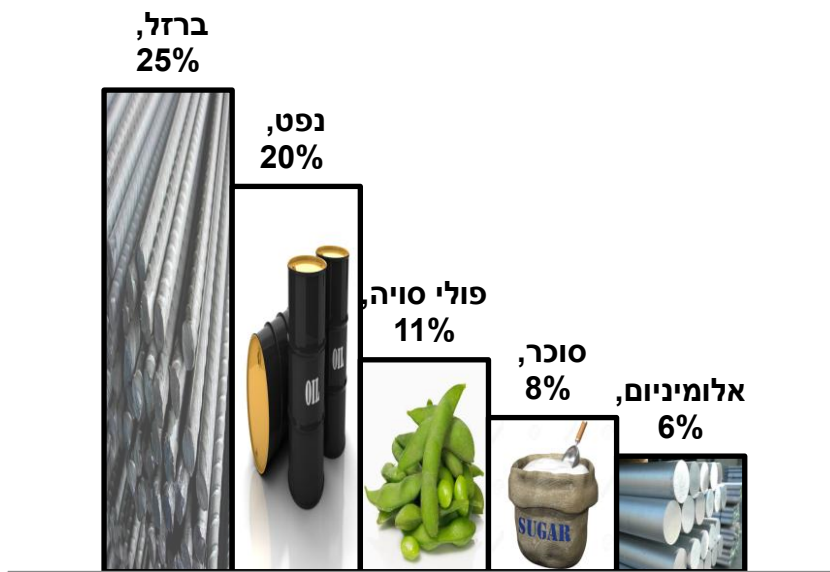


זרקור חודשי על שוק האג"ח הממשלתי

הגרף המרכזי: לא רק הנפט עולה (שינוי במחיר במהלך אפריל)



הגרף המרכזי

שנתיים קשות עברו על קומפלקס הסחורות, עם ירידה בביקושים וגידול היצע שהובילו ביחד לירידה של עשרות אחוזים במחיר.

עם זאת, מפברואר האחרון אנו מתחילים לראות התייצבות בשווקים ועלייה עקבית במחיר. אומנם, מבחינת המאפיינים, כל סחורה היא עולם ומלואו, אבל כמכלול אפשר להגיד שאנו עדים לשיפור מסוים באיזון בין הביקוש להיצע וברמות המלאים.

באפריל סקטור הסחורות נהנה מעליות מחיר נאות, כאשר מלבד הנפט, עלו גם מחירי המתכות, הסחורות החקלאיות וה-Softs.

תחזית מחלקת מאקרו:

תחזית שנה קדימה	סוף 2016	
0.9%	0.2%	אינפלציה
0.1%	0.1%	ריבית בנק ישראל

עיקרי הדברים:

- אגרות החוב הממשלתיות נסחרו בחודש אפריל ביציבות, וכמעט ללא שינוי ברמת התשואות. למעשה, גם מרץ התאפיין ביציבות שכזו, וייתכן שהיציבות נובעת מקונצנזוס ביחס לתוואי הריבית של בנק ישראל, אשר מתומחר באופן מלא ברמת התשואות הנוכחית.
- השווקים בארה"ב מגלמים תוואי ריבית פסימי למדי, מתוך הערכה שמערכת השיקולים של הפד נותנת משקל משמעותי יותר לתמונה העגומה המתקבלת מהסביבה הגלובלית, ומנגד, מגמדת את חשיבותן של התאוששות האינפלציה (ארה"ב) והפיחות החד בערכו של הדולר.
- להערכתנו, הפסימיות בשווקים מובילה לרמת תשואות נמוכה מדי, כך שהתשואה השוטפת והפוטנציאל לרווחי הון נוספים אינו מצדיק את הסיכון. בהתאם לזאת, אנו ממליצים, בשלב זה, לצמצם את משקל הרכיב הממשלתי בישראל, וזאת לאור פסימיות יתר בשווקים. פסימיות שלא לוקחת בחשבון אפשרות ריאלית להעלאות ריבית נוספות בארה"ב.

הסקירה הוכנה ע"י:

שי גוילי, אנליסט מאקרו ואג"ח ממשלתי

shay.gvily@dbank.co.il

טלפון: 03-5144597

מחלקת מאקרו כלכלה

מנהלת המחלקה:

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

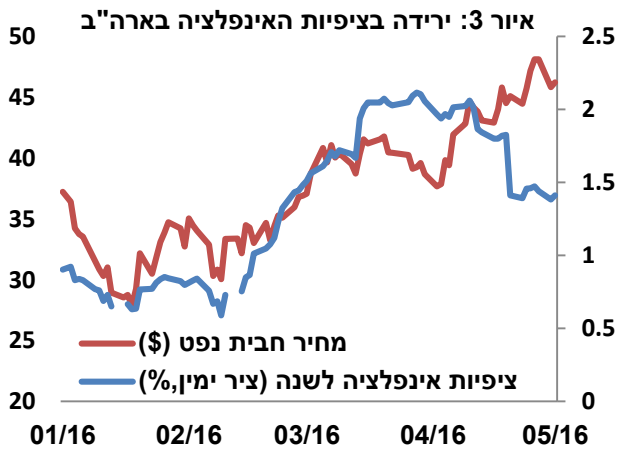
בעמדת המתנה

והציפיות הגלומות נמוכות משמעותית, כאשר בעקום הממשלתי הציפיות לשנה עומדות על 0.5%, וחוזי המדד נסחרים, נמוך מזה, סביב 0.1%.

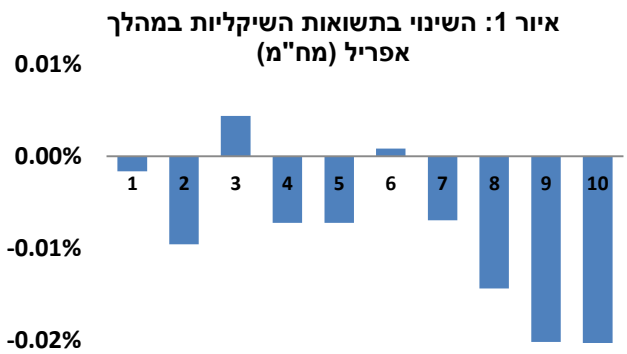
גם בארה"ב השווקים ספקנים ביחס לאינפלציה, ובחודש האחרון ראינו תיקון וירידה בציפיות האינפלציה לשנה הקרובה (איור 3). עם זאת, חשוב לשים לב שבניגוד לישראל, בארה"ב מדובר על תיקון, והמגמה הראשית היא עלייה חדה בציפיות האינפלציה.

אגרות החוב הממשלתיות נסחרו בחודש אפריל ביציבות וכמעט ללא שינוי ברמת התשואות (איור 1). למעשה, גם מרץ התאפיין ביציבות שכזו ולאחר תקופה ארוכה של תנודתיות חריגה האפיק ה"סולידי" חוזר להתנהג בהתאם למעמדו.

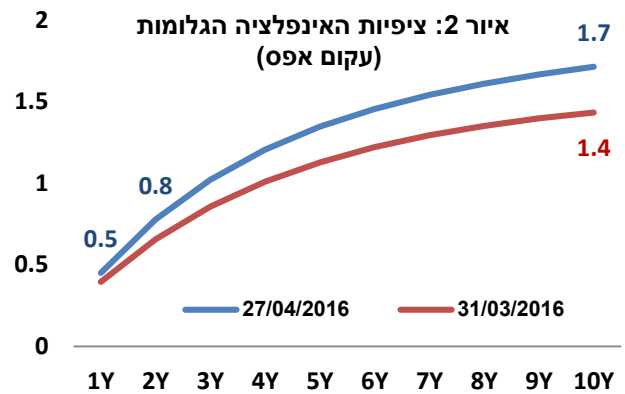
כפי שכתבנו בזרקור הקודם, רמת התשואות הנוכחית מגלמת קונצנזוס רחב (משקיעים, אנליסטים ובנק ישראל) המניח כי לא צפוי כל שינוי בריבית השקלית בשנה הקרובה.



בכל מקרה, מעניין לראות שהפסימיות בשווקים כל כך דומיננטית, שהעלייה (מתחילת השנה) בציפיות האינפלציה כלל לא תורגמה לעלייה בתשואות הממשלתיות. באופן כללי, אנו רואים שהפסימיות היא גורם מהותי בניתוח תוואי הריבית, תחזית האינפלציה ומכאן ניתוח האג"ח הממשלתי. בהמשך הזרקור נסביר כיצד הפסימיות מתורגמת לפרמטרים מאקרו כלכליים (ריבית ואינפלציה), ומה המשמעות ביחס להמלצות השקעה שלנו.



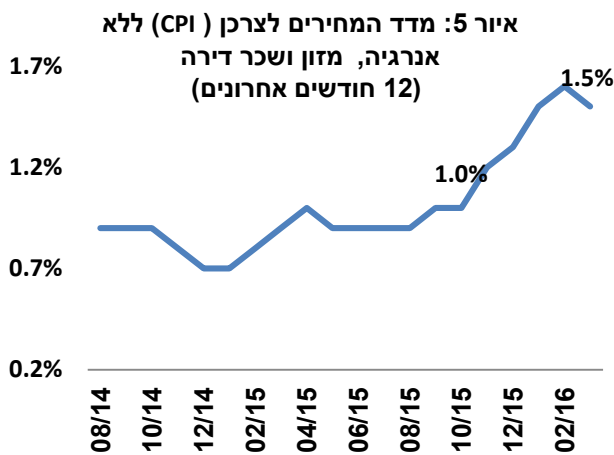
מנגד, באפיק הצמוד אנו מתחילים לראות התאוששות מסוימת בציפיות האינפלציה, אולם, בשלב זה בעיקר בחלקים הארוכים (איור 2), מחמ"מ 6 ומעלה.



בטווחים הקצרים הכיוון עדיין לא ברור, טווח התחזיות לשנה הקרובה רחב, והשונות גדולה יחסית. נכון למדד מרץ, ממוצע החזאים לשנה הקרובה עומד על 0.8%, מעט נמוך מהתחזית שלנו (0.9%). בשוק פסימיים יותר,

פסימיים. אבל אולי קצת הגזמנו??

המצוטט ע"י חברי הפד, עלה מהר מהצפוי, 2.1% ב-Q1 (שינוי רבעוני במונחים שנתיים) ו-1.6% ב-12 חודשים האחרונים¹. מעבר לקצב המהיר הגורמים לאינפלציה הם הבשורה האמיתית, ובשונה מבעבר, הפעם נתוני האינפלציה נתמכים בעליית מחירי הסחורות ועלייה רוחבית במגוון סעיפים, כגון: בריאות, מוצרי לבוש ועוד (איור 5).



בנוסף לאינפלציה, גם הפיחות החד בערכו של הדולר עשוי להיות משמעותי למערכת השיקולים של הפד. מתחילת השנה חל היפוך מגמה בכיוון הדולר, ונכון לסוף אפריל נרשם פיחות של 6% בדולר אינדקס (איור 6). דולר חלש עשוי לתמוך באינפלציה (דרך מחירי היבוא) ולתרום לגידול ביצוא האמריקאי.

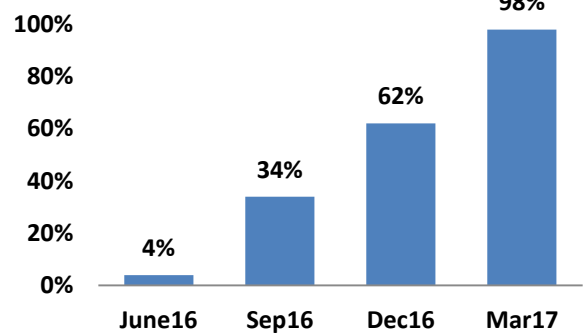
איור 6: דולר אינדקס



פסימיות, עפ"י ההגדרה המילולית, היא "תפיסת עולם שלילית לגבי ההווה או העתיד". במקרה שלנו, הכוונה היא למתן חשיבות מכרעת להתפתחויות השליליות וגימוד ההתפתחויות החיוביות.

בעולם המאקרו כלכלי שלנו, מספיק להסתכל על תוואי הריבית (הפד) המגולם בשווקים על מנת לקבל אומדן לרמת הפסימיות. באיור 4 ניתן לראות שהמשקיעים כלל לא נותנים סבירות ממשית להעלאת ריבית בשיבות הקרובות, וזו נידחת לסוף רבעון ראשון 2017 (איור 4).

איור 4: הסבירות להעלאת ריבית של 0.25% בארה"ב



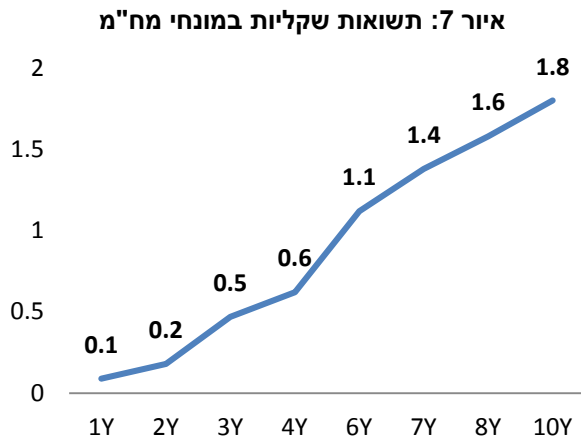
המשקיעים מעריכים כי מערכת השיקולים של הפד נותנת משקל משמעותי יותר לתמונה העגומה המתקבלת מהסביבה הגלובלית, ומנגד מגמדים את החשיבות של התאוששות האינפלציה בארה"ב והפיחות החד בערכו של הדולר.

נדגיש, אנחנו לא מנסים להביע אופטימיות ביחס לכלכלה הגלובלית, והאמת היא שקשה להתווכח עם המציאות הפסימית. גם אנחנו חוששים מהאטה הגלובלית ובעיקר מודאגים מהאפשרות שהבנקים המרכזיים ביפן ואירופה מאבדים את היכולת להשפיע על הכלכלה הריאלית.

עם זאת, יש כמה התפתחויות חיוביות מתחילת השנה, שלהערכתנו לא באות לידי ביטוי בתמחור תוואי הריבית:

ראשית, האינפלציה, בארה"ב, שמרימה ראש, כאשר מדד הוצאות הצרכנים (PCE) ליבה, שהוא המדד

¹ זאת, כאשר חברי הפד מעריכים קצב שנתי של 1.6% רק בסוף 2016, ובהתאם לזאת ריבית ברמה של 0.9% לעומת 0.37% כיום



לסיכום הרקע המאקרו כלכלי נאמר, כי אנו מאמינים שמערכת השיקולים של הפד נוטה פחות לסביבה הגלובלית ממה שמגולם בשווקים (ואכן הודעת הריבית האחרונה הושמטה ההתייחסות לחששות מהכלכלה הגלובלית) וקיימת סבירות שנראה שתי העלאות ריבית עוד השנה.

ברמה הפרקטית, מבחינת שוק האג"ח, המשמעות העיקרית היא שלהערכתנו רמת התשואות הנוכחית מתאימה לרף תחזיות פסימי מדי. כלומר, על מנת שנמשיך להנות מרווחי הון נוספים, השווקים צריכים להיות פסימיים אף יותר ולתמחר משבר משמעותי (תרחיש קיצוני) והורדת ריבית בארה"ב.

להערכתנו, פוטנציאל תשואה (תשואת החזקה + רווחי הון צפויים) נמוך כל כך בחלק הבינוני – קצר של העקום השקלי, אינו מפצה על רמת הסיכון. גם אם זו מנימאלית, וכידוע איננו חוששים מעליית תשואות משמעותית. המלצתנו, למשקיע הדינמי, היא לצמצם בשלב זה את המשקל של הרכיב הממשלתי, וזאת לאור פסימיות יתר בשווקים. פסימיות שלא לוקחת בחשבון אפשרות ריאלית להעלאות ריבית נוספות בארה"ב.

כאמור, דעתנו שונה לחלוטין. השווקים מגמדים את ההתפתחויות החיוביות בארה"ב, שהשפעתם רלוונטית בעיקר לטווח הבינוני – קצר, ומובילים לרמת תשואות נמוכה בארה"ב, וכתוצאה מכך גם בישראל.

כיום, ועדת ההשקעות המקומית ממליצה על אחזקה של 45% באג"ח ממשלתי במח"מ 4. בהינתן רמות השפל בתשואות השקליות (איור 7) וללא פוטנציאל לרווחי הון נוספים, אזי תשואת ההחזקה צפויה לעמוד על 0.6%, שנת.

הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דסקונט לישראל בע"מ:

"הניתוח הכלול בסקירה זו הינו למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף ליעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה ליעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דסקונט לישראל בע"מ (להלן: "הבנק") ליעוץ 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 להיות 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 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 שזוכרים, 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 ממאמץ סביר".