

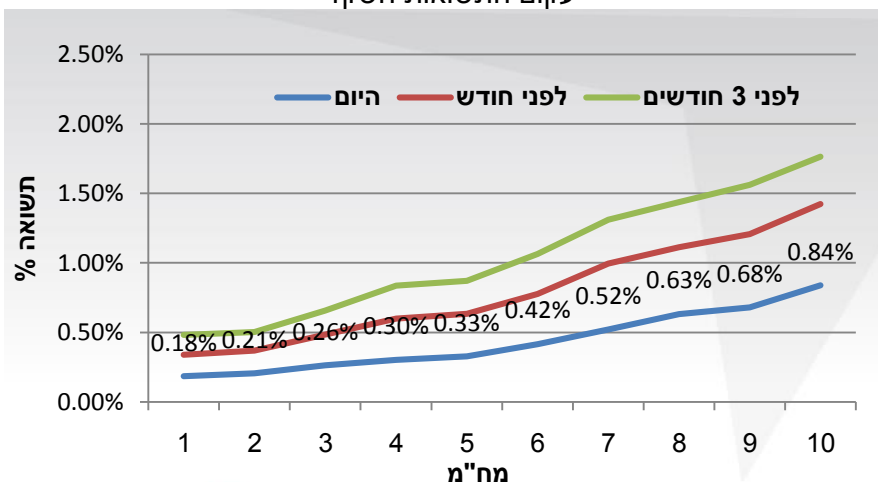
ישראל

הנתונים הכלכליים העיקריים שהתפרסמו בשבוע החולף בישראל:

- מדד המחירים לצרכן לחודש יולי ירד ב-0.3%. תחזיות האנליסטים היו שהמדד יישאר ללא שינוי או ירד ב-0.1%. בסך הכל ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.5%, כאשר מדד המחירים לצרכן ללא אנרגיה עלה ב-0.7%. ירידות מחירים בולטות נרשמו בסעיפי הלבשה והנעלה – 6.4%, ירקות ופירות טריים – 4.9%, ריהוט וציוד לבית – 0.7% ותחבורה – 0.4%. לפי תחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל שיעור האינפלציה בשנה הקרובה יעמוד על 1.3% ובשנת 2020 על 1.8% – סביב אמצע היעד של בנק ישראל.
- מדד מחירי הדיור (כולל דירות חדשות ויד שנייה) עלה ב-0.5% בחודשים מאי-יוני 2019 לעומת אפריל-מאי 2019. בחלוקה לפי מחוזות, מחוז תל אביב הוביל עם עליה של 1.8%, אחריו מחוז חיפה עם עליה של 0.4% ומחוז דרום עם עליה של 0.3%, מחוז מרכז עלה ב-0.1%. במחוז הצפון מחירי הדירות נותרו ללא שינוי. המחוז היחיד שבו נרשמה ירידת מחירים היה מחוז ירושלים עם ירידה של 0.7%. מדד מחירי הדירות החדשות עלה באותה תקופה ב-0.8% כאשר 36.3% מהעסקאות בוצעו בתמיכה ממשלתית (מחיר למשתכן) בהשוואה ל-38.5% בתקופה הקודמת. בשלושת החודשים אפריל-יוני 2019 נמכרו 7,210 דירות חדשות, עליה של 2.8% לעומת שלושת החודשים הקודמים.

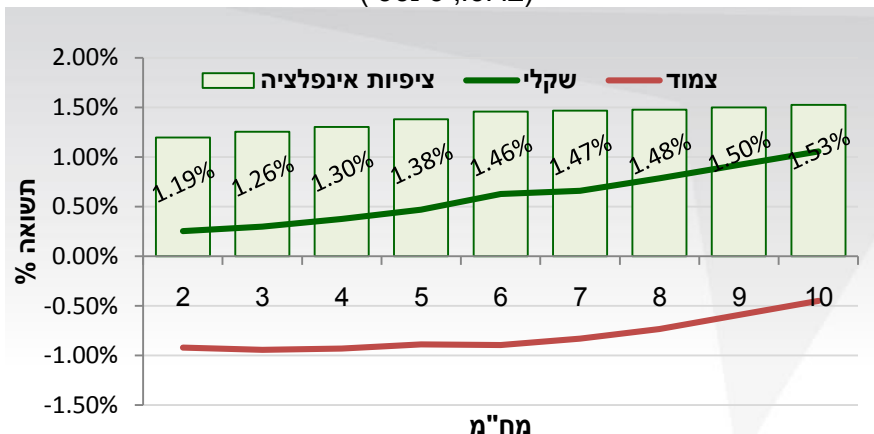
מדד	מח"מ ממוצע	מרווח ממשלתי	תשואה פנימית
תל בונד 20	4.33	1.35	0.40
תל בונד 40	3.85	1.22	0.23
תל בונד 60	4.09	1.29	0.32
תל בונד שקלי	3.71	2.58	2.93
תל בונד שקלי-50	3.93	1.59	1.95
תל בונד צמודות-יתר	3.66	1.70	0.71
תל בונד תשואות	3.27	3.39	2.40
תל בונד ריבית משתנה	2.60	1.05	1.33

עקום התשואות השקלי



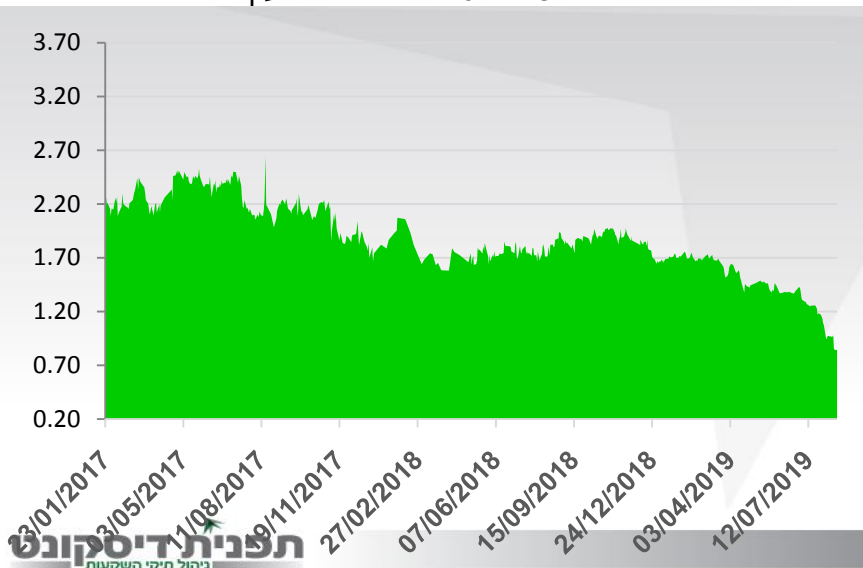
שוק האג"ח

עקומי התשואות וציפיות האינפלציה הנגזרות משוק האג"ח
(ברוטו, סינטטי)



תפנית דיסקונט
ניהול תיקי השקעות

מרווח תשואות 2-10 / תלילות העקום



תפנית דיסקונט
ניהול תיקי השקעות

בשוקי האג"ח הממשלתי המקומי נרשמה מגמה של עליות שערים ובאג"ח הקונצרני ירידות שערים. עקום התשואות ירד לכל אורכו במהלך החודש האחרון. בארה"ב, תשואת הבנצ'מרק ל-10 שנים ירדה בכ-18 נק' בסיס השבוע לרמה של 1.56%. אג"ח ממשלת ישראל לתקופה דומה נסחרת בתשואה של 0.84%, פער תשואות שלילי של 72 נק' בסיס לאג"ח הישראלי.

- מדד התל-בונד השקלי ירד ב-0.37% בשבוע שחלף ונמצא מתחילת השנה בתשואה חיובית של כ-5.7%. מדד התל-בונד השקלי-50 (שלא כולל אג"ח חברות אמריקאיות) ירד ב-0.16% באותה תקופה ונמצא בתשואה חיובית של כ-5.4% מתחילת השנה. מדד אג"ח ממשלתי שקלי 2-5 שנים עלה ב-0.48% ונמצא מתחילת השנה בתשואה חיובית של כ-3.8%. כתוצאה מכך עלה המרווח הקונצרני של מדד התל-בונד השקלי ב-29 נק' בסיס תוך שבוע אחד והוא עומד כעת על 2.58%, ירידה של כ-33 נק' בסיס במרווח מתחילת השנה.
- מדד אגרות החוב הקונצרניות הצמודות, התל-בונד 60, ירד ב-0.06% בשבוע שחלף, לעומת מקבילו הממשלתי לתקופה של 2-5 אשר עלה ב-0.18%. מתחילת השנה מדד התל-בונד 60 נמצא בתשואה חיובית של כ-6.6% והממשלתי צמוד 2-5 שנים בתשואה חיובית של כ-2.7%. המרווח בשבוע האחרון עלה ב-6 נק' בסיס ועומד על 1.29%, ירידה של כ-19 נק' בסיס במרווח מתחילת השנה.

מט"ח

הדולר התחזק השבוע מול המטבעות המרכזיים בעולם, על רקע עליה באי הוודאות. בסיכום שבועי מדד הדולר (DXY) עלה ב-1.2 נק' לרמה של 98.2 נק'. האירו נחלש ביחס למטבעות המובילים. השקל נחלש בשבוע החולף ביחס לדולר וביחס לאירו. שער הנכחי של הדולר עומד על 3.54 ש"ח, עלייה של כ-1.91%. האירו התחזק בכ-0.9%

תפנית דיסקונט ניהול תיקי השקעות

רח' מנחם בגין 132, מרכז עזריאלי, בנין מרובע, ת"א 6701101 & טל': 076-8052222 & פקס: 03-5600756 & www.tdih.co.il

לרמה של 3.93 ₪. מתחילת השנה הדולר ירד מול השקל בכ-5.4%. כמו כן האירו ירד מול השקל בכ-8.4% מתחילת השנה.

מניות

המדדים המרכזיים סיכמו את השבוע בירידות שערם. מדד ת"א 35 ירד ב-3.8% ומתחילת השנה הוא בתשואה חיובית של כ-6.1%, בעוד ת"א 90 ירד ב-2.33% ונמצא כ-18.6% מעל לרמתו בתחילת השנה. מניית דלק קבוצה המשיכה בירידות השבוע על רקע עסקת הענק, שדווח עליה בסוף חודש מאי, עם שברון הבריטית. במסגרת העסקה תרכוש חברת הבת, איתקה את מלוא הזכויות בחברת התפעול של שברון בים הצפוני (Chevron North Sea Limited) תמורת כ-2 מיליארד דולר. במקביל, דלק קבוצה דיווחה כי היא מקיימת מו"מ עם משקיעים פוטנציאליים להשקעה באיתקה, כנגד הקצאת מניות בכורה בהיקף של כ-300 מיליון דולר.

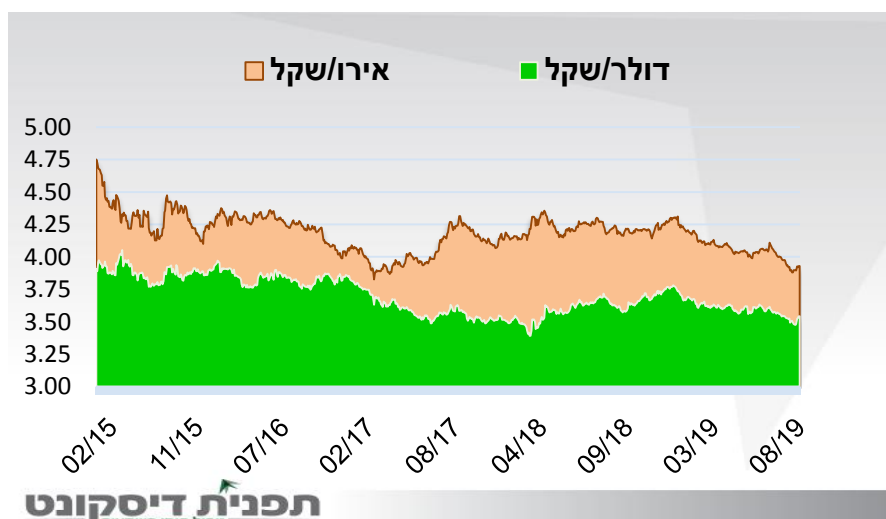
ארה"ב

המדדים המרכזיים סיכמו את השבוע בירידות שערם. מדד ה-S&P 500 ירד השבוע ב-1.03% ונמצא מתחילת השנה בתשואה חיובית של כ-15.2%. מדד ה-NASDAQ 100 ירד השבוע ב-0.55% ונמצא מתחילת השנה בתשואה חיובית של כ-20.1%.

טראמפ דחה לדצמבר את החלתם של מכסים חדשים על מגוון רחב של מוצרי צריכה מתוצרת סין, כולל צעצועים ומחשבים ניידים. הציוץ של טראמפ הגיע בזמן שנציגים משני הצדדים ניהלו משא ומתן בטלפון. הממשל האמריקאי למעשה פיצל את רשימת המוצרים בשווי של 300 מיליארד דולר לשני חלקים נפרדים. מוצרים רבים בשווי של 110 מיליארד דולר כמו מוצרי חקלאות, ענתיקות, ביגוד, כלי מטבח והנעלה נותרו ברשימה שעליה יוטלו מכסים חדשים החל מ-1 בספטמבר. על חלק השני של הרשימה בשווי

מדד	שינוי מתחילת השבוע %	שינוי מתחילת החודש %	שינוי מתחילת השנה %
ת"א 35	-3.80	-4.38	6.10
ת"א 90	-2.33	-2.07	18.62
ת"א 125	-3.32	-3.69	9.33
ת"א פיננסים	-3.52	-4.10	13.99
נדל"ן 15	-1.11	3.18	42.7
SME60	-2.19	-4.01	-0.38
ת"א נפט וגז	-3.45	-7.12	-0.86

	שער	שינוי מתחילת החודש %	שינוי מתחילת השנה %
דולר / שקל	3.54	0.68	-5.44
יורו / שקל	3.93	1.10	-8.38
ליש"ט / שקל	4.30	0.20	-10.36
יורו / דולר	1.11	0.36	-3.10



תפנית דיסקונט ניהול תיקי השקעות

רח' מנחם בגין 132, מרכז עזריאלי, בנין מרובע, ת"א 6701101 & טל': 076-8052222 & פקס: 03-5600756 & www.tdih.co.il

מדד	שינוי מתחילת השבוע %	שינוי מתחילת החודש %	שינוי מתחילת השנה %
דאו ג'ונס	-1.36	-3.40	11.44
S&P 500	-1.03	-3.08	15.23
נאסד"ק 100	-0.55	-3.12	20.13
דאקס	-1.12	-5.14	9.51
פוטסי	-1.88	-6.19	5.78
CAC 40	-0.51	-3.95	12.05
STOXX EUROPE 600	-0.52	-4.18	9.47
שנחאי	1.48	-3.98	12.91
ניקיי 225	-1.18	-5.23	2.09

מרווח תשואות ל-10 שנים ישראל / ארה"ב



של 160 מיליארד דולר שכוללת סמארטפונים, מחשבים ניידים וצעצועים הטלת המכסים תדחה למחצית השנייה של דצמבר.

סין הודיע ביום רביעי לקראת הערב (שעון ישראל) כי החלטת ארה"ב להטיל מכסים נוספים על יבוא מסין בהיקף של 300 מיליארד דולר מהווה הפרה של הסכם הפסקת האש שאליו הגיעו טראמפ ושי, ואותתה בכך כי לא יהיה די בהודעת וושינגטון מוקדם יותר השבוע על דחיית הטלת חלק מהמכסים, כדי למנוע צעדי תגמול של בייג'ין.

בזירת המאקרו התפרסם מדד המחירים לצרכן (CPI) לחודש יולי אשר עלה ב-0.3%, בהתאם לציפיות. גם מדד הליבה עלה ב-0.3%, כאשר תחזית הכלכלנים היתה לעלייה מתונה יותר של 0.2%. ב-12 החודשים האחרונים האינפלציה עלתה ב-1.8% ואינפלציית הליבה ב-2.2%. את העליות במדד הליבה הובילו מחירי ההלבשה, כרטיסי טיסה, שירותי בריאות וריהוט ביתי. המכירות הקמעונאיות עלו ב-0.7% בחודש יולי. עם זאת, נתוני החודש הקודם תוקנו כלפי מטה לעליה של 0.3% לעומת עליה של 0.4% שעליה דווח במקור. תחזית הכלכלנים היתה לעליה מתונה יותר של 0.3%. בניכוי מכירת מכונות ודלק המכירות הקמעונאיות עלו בשיעור של 0.9% באותה תקופה, מעל התחזיות של כלכלנים שצפו לעליה של 0.5%. מדד פעילות הייצור האמפירי סטייט עלה במפתיע לרמה של 4.8 בחודש אוגוסט בהשוואה ל-4.3 בחודש יולי. הכלכלנים צפו לעליה של 3.0. התחלות הבנייה ירדו ב-4% בחודש יולי לרמה שנתית של 1.191 מיליון, אחרי שהנתונים של חודש יוני תוקנו כלפי מטה ל-1.241 מיליון במקום 1.253 מיליון במקור. אישורי הבניה עלו בחודש יולי ב-8.4% לרמה שנתית של 1.336 מיליון, תחזית הכלכלנים היתה לעלייה מתונה יותר של כ-3.1% לרמה של 1.270 מיליון.

פרסומי מאקרו צפויים לשבוע הקרוב	
18/08/2019	תמ"ג – ישראל.
19/08/2019	מדד המחירים לצרכן – איחוד האירופי.
20/08/2019	מדד המחירים ליצרן – גרמניה.
21/08/2019	מדד המחירים לצרכן – קנדה. מכירות בתים קיימים – ארה"ב. פרוטוקול פגישת ועדת השוק הפתוח – ארה"ב.
22/08/2019	מדד מנהלי הרכש – צרפת, גרמניה, איחוד האירופי, ארה"ב.
23/08/2019	מדד המחירים לצרכן – יפן. מכירות בתים חדשים – ארה"ב.

מסמך זה הוכן על ידי תפנית דיסקונט ניהול תיקי השקעות בע"מ (להלן: "החברה"). מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ השקעות אישי, המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא. אין לראות במסמך זה הצעה, המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא לביצוע עסקה כלשהי בניירות ערך או בכל מוצר פיננסי אחר. החברה עוסקת בניהול תיקי השקעות ועשוי להיות לה עניין באמור במסמך זה, לרבות החזקה ו/או ביצוע עסקה עבור עצמה ו/או עבור אחרים בניירות ערך. האמור במסמך זה נאסף ו/או מתבסס על מידע ממקורות שונים. במידע הכלול במסמך זה עלולות להיות טעויות, שינויי שוק ו/או שינויים אחרים. החברה אינה אחראית לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ו/או עקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה, כולו או חלקו, ככל שייגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע הכלול במסמך זה עשוי ליצור רווחים בידי העושה בו שימוש. כל הזכויות, לרבות קניין רוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות לחברה ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות הפצתו ו/או העתקתו, כולו או חלקו, ללא קבלת אישורה מראש ובכתב.

תפנית דיסקונט ניהול תיקי השקעות

רח' מנחם בגין 132, מרכז עזריאלי, בנין מרובע, ת"א 6701101 & טל': 076-8052222 & פקס: 03-5600756 & www.tdih.co.il

האם פדרל רזרב מוריד ריבית כדי לעזור לבנקים מסחריים לרכוש אג"ח ממשלתי.

החל מאוקטובר 2017 הפדרל רזרב מצמצם את מאזנו. הבנק המרכזי הפסיק להשקיע חזרה את מלואה הכסף שהתקבל מפדיון איגרות החוב שהחזיק והגיעו לפדיון. בשלב ראשון הפד' גרע כ-10 מיליארד דולר מדי חודש ובאוקטובר 2018 עבר לשלב האחרון בתהליך צמצום המאזן, כאשר גרע כ-50 מיליארד דולר מדי חודש מהשווקים. הבנק המרכזי תכנן לצמצם בהדרגה את המאזן שלו בסכום כולל של 1.5-1 טריליון דולר לרמה של 3 טריליון דולר בלבד במהלך 3-4 השנים הבאות. מהר מאוד חברי הפד הגיעו למסקנה שלא ניתן להמשיך בתהליך והמאזן יישאר הרבה יותר גבוה מהצפי. נכון ל-26 ביוני מאזן הפד ירד ב-604 מיליארד דולר בלבד מתוכם 249 מיליארד מאג"ח מגובה משכנתאות (MBS) ועוד 355 מיליארד מאג"ח ממשלתי.

עלייה בגירעון של ארה"ב מצריכה למצוא מקורות נוספים למימונו. האוצר בארה"ב תכנן לגייס מעל 1.1 טריליון דולר בשנת 2019. ההיצע המתמשך של החוב הממשלתי בארה"ב שהציף את שוק האג"ח השנה לא הצליח להעלות את תשואות האג"ח, למעט האג"ח לטווח הקצר ביותר. התשואות הנמוכות הפחיתו את תיאבון המשקיעים לאג"ח ממשלתי. כתוצאה מכך החלק היחסי של עושי שוק ראשיים (primary dealers) באג"ח ממשלתי עלה ב-140 מיליארד דולר מאוקטובר 2018 עד יוני 2019. בהנפקה האחרונה של אג"ח ממשלתי בחודש יוני עושי שוק ראשיים ספגו כמעט 40% מגודל ההנפקה.

כדי לממן רכישות אלו עושי שוק ראשיים הגדילו את ההלוואות שהם לקחו בשוק הריפו (repo) מה שהוביל לעליה בריבית הריפו (repo rates). הריבית בעסקאות ריפו על אג"ח ממשלתי טיפסה ל-2.47% לעומת ריבית ה-IOER (הריבית שהפד' משלם לבנקים על הרזרבות שהם מחזיקים בחשבונם) של 2.35% או תשואה של 2.05% באג"ח הממשלתי ל-10 שנים. התאוריה אומרת שריבית בעסקאות ריפו לא יכולה לעלות על ריבית IOER שכן בסיטואציה כזו הבנקים יעדיפו להוציא את הכסף המוחזק בחשבון הפד' ולהעבירם לשווקים, דבר שיוריד את הריביות בשוק.

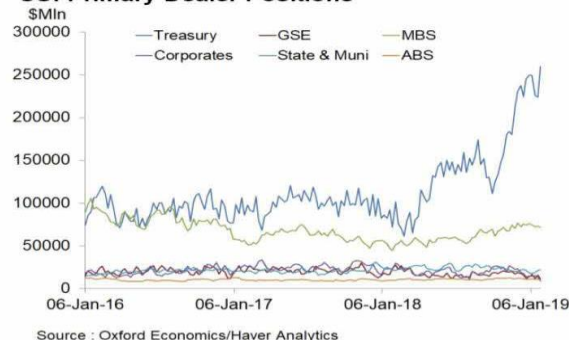
Figure 5: Updated 2019 Treasury auctions forecast

(Sbn)	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	5Y TIPS	10Y TIPS	30Y TIPS	2Y FRN	Gross	Maturing	Net
Jan-19	40	38	41	32	24	16		13		20	224	-161	63
Feb-19	40	38	41	32	27	19			8	18	223	-136	87
Mar-19	40	38	41	32	24	16		11		18	220	-95	125
Apr-19	40	38	41	32	24	16	17			20	228	-185	43
May-19	40	38	41	32	27	19		12		18	227	-128	99
Jun-19	40	38	41	32	24	16	15			18	224	-96	128
Jul-19	40	38	41	32	24	16		14		20	225	-157	68
Aug-19	40	38	41	32	27	19			9	18	224	-133	91
Sep-19	40	38	41	32	24	16		12		18	221	-104	117
Oct-19	40	38	41	32	24	16	17			20	228	-140	88
Nov-19	40	38	41	32	27	19		12		18	227	-144	83
Dec-19	40	38	41	32	24	16	15			18	224	-107	117
2019 total	480	456	492	384	300	204	64	74	17	224	2,695	-1,588	1,107
YoY change	+72	+72	+50	+22	+22	+22	+20	+4	0	+23	+307	-142	+165

Source: US Treasury, Deutsche Bank

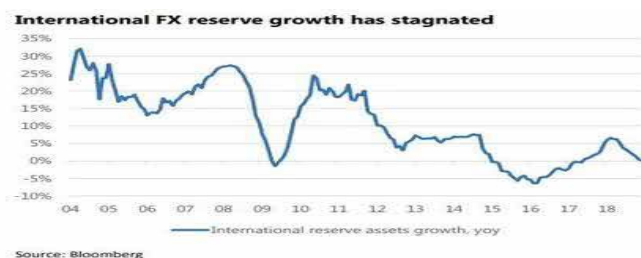
החזקות של עושי שוק ראשיים באג"ח ממשלתי (בעיקר ארוך) עלו בצורה חדה בפרק זמן קצר לרמה של כ-260 מיליארד דולר. מה הסיבה לכך? אחד ההסברים האפשריים הוא שעושי שוק ראשיים מתבצרים באג"ח ממשלתי בצפייה להמשך עלייה במחיר שלהן, אולם זה אומר שהמשקיעים הכי מתוחכמים בטוחים שהאטה בכלכלה תואץ והאינפלציה תמשיך לרדת. הסבר נוסף, פחות מעודד, אומר שהמשקיעים הזרים לא יכלו או סירבו להגדיל את השקעתם בהתאם לגידול בחוב הממשלתי ועושי שוק ראשיים נאלצו לאסוף את הסחורה כדי להבטיח את הצלחת ההנפקה. אם כך הדבר יכולות להיות לזה תוצאות מדאגות למדיניות המוניטארית של ארה"ב, כי יבוא היום בו עושי שוק ראשיים לא יוכלו לרכוש יותר בגלל דרישות רגולטוריות או דרישות הון. כך שאם העלייה בכמות הגיוסים תימשך והמשקיעים הזרים לא יעמדו בקצב, הנפקות החדשות עלולות להיכשל בשל חוסר נזילות.

US: Primary Dealer Positions



תפנית דיסקונט ניהול תיקי השקעות

רח' מנחם בגין 132, מרכז עזריאלי, בנין מרובע, ת"א 6701101 & טל': 076-8052222 & פקס: 03-5600756 & www.tdih.co.il



אומנם הדולר עדיין מהווה חלק מרכזי ביתרות של בנקים מרכזיים בעולם, אך מנהלי היתרות מגדילים את החזקתם במטבעות אחרים וחלקו של הדולר ביתרות יורד בהתמדה מ-72% בשנות ה-2000 ל-62% היום. צמיחה ביתרות של הבנקים המרכזיים בעולם תקועה וחלקו של הסחר העולמי מתוך התוצר העולמי הגיע לשיאו. כתוצאה משינויים אלו הביקוש לאג"ח ממשלתי של ארה"ב על ידי משקיעים זרים יורד. מה שניתן היה לראות בהזמנות של משקיעים זרים בהנפקות האחרונות. האחזקות של המשקיעים הזרים מתוך החוב האמריקאי ירדו בצורה חדה מ-55% במרץ 2009 ל-41% היום.

כאשר יותר ויותר חוב ממשלתי חדש זורם לשוק והמשקיעים (בעיקר זרים) נמנעים מלהשתתף בהנפקות חדשות נוצר מצב שלסקטור העסקי המקומי בארה"ב אין מספיק נזילות כדי לממן גירעון ממשלתי בלי עזרתו של הפד'. רווחת הדעה שבנק מרכזי מוריד ריבית לא כדי להמריץ את הכלכלה אלא כי במערכת הבנקאית של ארה"ב נגמרת הנזילות. לכן הרבה אנליסטים לא מבינים למה הפד' מוריד ריבית כאשר הנתונים הכלכליים לא כל כך רעים. העניין לא בכלכלה. מדובר על מערכת פיננסית שזקוקה לעזרתו של הפד' כדי לממן גירעון ממשלתי תופח. המערכת הבנקאית בארה"ב נחנקת יותר ויותר מהגירעון בתקציב הפדרלי.