

יונתן כץ  
 וכלכלני לידר שוקי  
 הון

## מיצוי הורדת ריבית על ידי ה- ECB יקל על העלאת ריבית הפד השנה

### נקודות עיקריות

בשבוע החולף השווקים בעיקר הגיבו לצעדים המשמעותיים עליהם הכריז ה-ECB. הקוסם דראגי הצליח להפגיע עם צעדים מרחיבים, בפרט בשוק האשראי (TLTRO) ועידוד הצמיחה. מנגד, דראגי אמר שכלי הריבית השלילית הגיע למיצוי, מה שגרם לייסוף חד בורו לאחר הפיחות המידי שהתרחש עם הודעת הריבית. לאחר תנודתיות ביום חמישי, שוקי המניות הגיבו ביום שישי בחיוב לחבילת הצעדים. גורם נוסף אשר תמך בשוק המניות בשבוע האחרון היה העלייה במחירי הנפט בשיעור של 11% לכ-40\$ לחבית.

**שוק האג"ח** חוזר ומתמחר את הסבירות להעלאת ריבית הפד השנה ומסתמנת מגמה של עליית תשואות. הייסוף החד בורו מקנה דרגות חופש בהחלטת הפד השנה. צפויה יציבות בריבית הפד ב-16.3, אך חשובה במיוחד תהיה תחזית חברי הפד (dots) לגבי הריבית (כנראה 3 העלאות לעומת 4 בתחזית הקודמת), אינפלציית הליבה ותחזית האבטלה בסוף השנה.

**בשבוע הקרוב** השווקים יגיבו לנתוני האינפלציה (גם בארה"ב וגם בישראל). בנוסף, ביום שלישי גידול מהיר במסחר הקמעונאי בארה"ב עלול להשפיע לרעה על שוק האג"ח. תחזית המאקרו של חברי הפד ב-16.3 תרכז הרבה תשומת לב. עוד באותו היום, הבנק המרכזי ביפן צפוי להודיע על אי שינוי בריבית.

### מאקרו ישראל

- המשק הישראלי צמח ב-3.9% ברבעון ד' עם גידול מהיר בכל השימושים.
- בשנת 2015 העודף בחשבון השוטף עלה ל-4.7%, גורם אשר ימשיך לתמוך בייסוף בשקל. יחד עם זאת, בינואר ישראלים הגדילו מאד את השקעותיהם הפיננסיות בחו"ל.
- רמת אופטימיות גבוהה יחסית בקרב משקי הבית תומכת בהמשך גידול בצריכה.

### מאקרו גלובלי

- צעדי דראגי הפגיעו לטובה, אך האמירה שלו לגבי מיצוי הפוטנציאל להורדת ריבית הביאה לייסוף חד בורו. כזכור, גם ביפן ריבית שלילית לא הצליחה להביא לפיחות.
- ניו זילנד הפגיעה את השווקים עם הורדת ריבית של 0.25% ל-2.25%.

### שוק אג"ח

- שוק האג"ח בארה"ב חוזר לתמחר העלאת ריבית השנה.
- ייסוף חד בורו נותן יותר דרגות חופש לפד, אנו צופים 2-3 העלאות ריבית השנה.
- בשבועות האחרונים נמשכת ההעדפה לאפיקים הצמודים, מגמה אשר צפויה להימשך.

### זום אין

#### קצב האינפלציה בארה"ב צפויה לעלות

- האינפלציה בארה"ב מושפעת כעת מעלייה במחירי השירותים.
- "הבלם" של ירידה במחירי הסחורות עשוי להעלם, מה שיתמוך בעלייה באינפלציה.
- עלייה בצריכה הפרטית צפויה גם לתמוך בעלייה באינפלציה עד סוף השנה.
- עלייה מתונה במחירי הסחורות (2.5%) ובמחירי השירותים (3%) תביא לאינפלציה של כמעט 3% בסוף 2016.

ריבית		
0.10%	נוכחית	
0.10%	סוף 2016	
0.10%	בעוד שנה	
אינפלציה		
-0.6%	12 ח' אחרונים	
0.0%	3 ח' קרובים	
0.5%	12 ח' קרובים	
0.4%	2016	
שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.875	4.3115
שינוי שבועי	-0.5%	1.3%
YTD	-0.5%	1.5%
3 ח' קרובים	3.95	4.30
שנה קדימה	4.00	4.25
אג"ח סחירות		מרץ
פדיון	1.2	
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	3.7	
עודף פדיון	-2.5	

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק	ט"ב*
קצר 517	0.10	0.0	-0.3
בינוני 1019	-0.16	-0.2	-0.3
ארוך 923	0.17	0.2	0.25
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.09	0.12	0.15
בינוני 120	0.65	0.65	0.8
ארוך 1026	1.89	1.95	2.1
US			
2y	0.96	0.95	0.95
5y	1.49	1.5	1.7
10y	1.98	2.0	2.2

\* ט"ק- החודש הקרוב  
 \* ט"ב- 3 חודשים

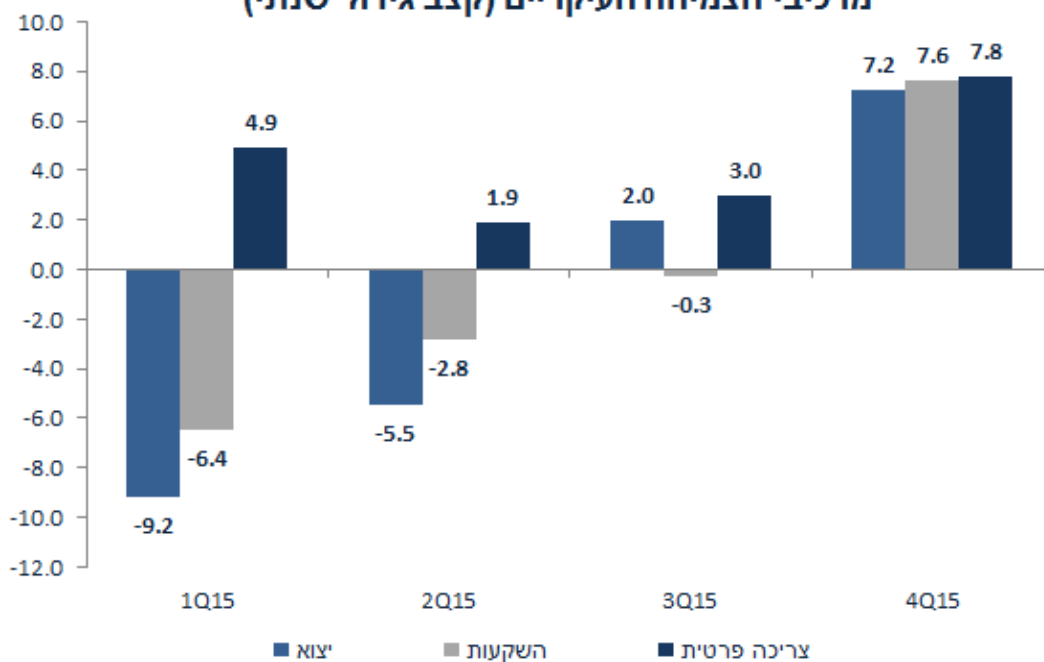
**צמיחה מואצת ברבעון ד'**

בשנת 2015 המשק הישראלי צמח ב-2.5%, לעומת 2.6% באומדן הצמיחה הקודם. הצמיחה ברבעון ד' עודכנה ל-3.9% מ-3.3%, עם צמיחה של 7.8% בצריכה הפרטית (לעומת 5.8% באומדן הראשון), 7.2% ביצוא סחורות ושירותים (לעומת 7.6%) ו-7.6% בהשקעות בנכסים קבועים (לעומת 6.8%). התיקון כלפי מטה בצמיחה השנתית בשנת 2015 (ל-2.5% מ-2.6%) נבע מירידה באומדן ברבעון א' 2015 ל-2.5% (מ-2.8% באומדן הקודם). תיקון באומדן הצמיחה (ובצריכה הפרטית) ברבעון ד' תומך ביציבות בריבית. אנו ממשיכים לצפות לצמיחה בקצב של 2.7% השנה, קצב צמיחה מהיר יחסית, קרוב לפוטנציאל הצמיחה של כלכלת ישראל.

**צמיחה מהירה  
כמעט ופוסלת  
הורדת ריבית**

**צמיחה מאוזנת וחזקה ברבעון ד'**

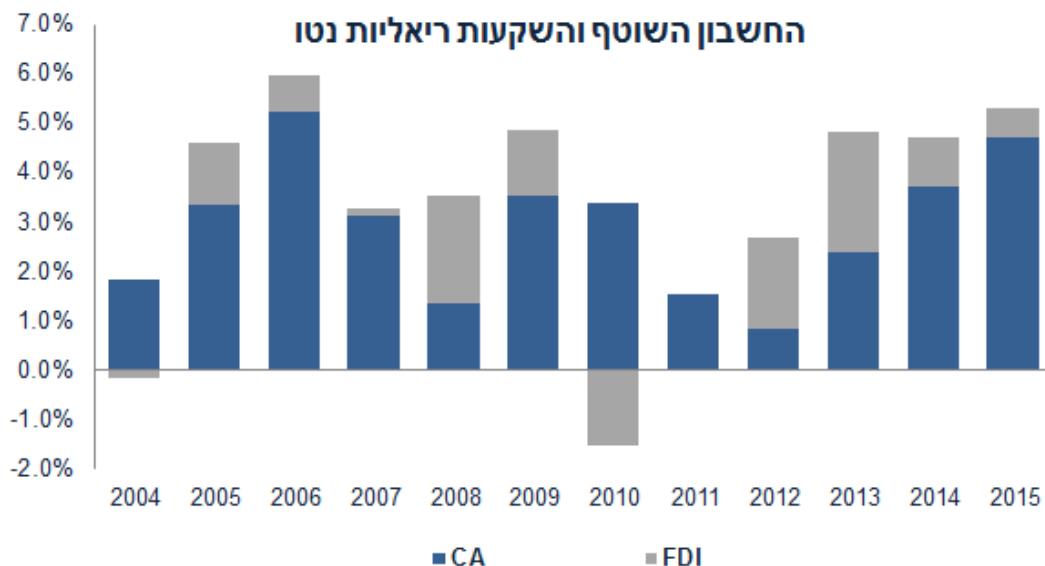
**מרכיבי הצמיחה העיקריים (קצב גידול שנתי)**



**זינוק בעודף בחשבון השוטף**

בשנת 2015 העודף בחשבון השוטף עלה ל-4.7% תוצר, לאחר עודף של 3.7% בשנת 2014. ברבעון ד' העודף בחשבון השוטף הגיע ל-\$3.6 מיליארד בדומה לרבעון ג'. גרעון הסחר עלה ל-\$1.4 מיליארד מ-\$0.6 מיליארד. העודף בחשבון השירותים עלה ל-\$3.2 מיליארד מ-\$3 מיליארד, חשבון ההון היה בגרעון של \$0.7 מיליארד (מ-\$1.0 מיליארד) ותשלומי ההעברה בעודף \$2.4 מיליארד (מ-\$2.2 מיליארד). ההשקעות הריאליות נטו בשנת 2015 הגיעו ל-\$1.8 מיליארד מ-\$3.0 מיליארד בשנת 2014. אנחנו מעריכים שהגורמים הבסיסיים (עודף בחשבון השוטף + השקעות ריאליות) ממשיכים לתמוך בייסוף השקל, זאת למרות חשבון פיננסי שלילי של 2.2% תוצר בשנת 2015 (לא כולל פוזיציות גידור). בינואר, ישראלים השקיעו \$1.6 מיליארד בנכסים פיננסיים בחו"ל. השאלה הגדולה היא, האם פוזיציות הגידור של גופים מוסדיים ייקטנו ככל שהפד מעלה ריבית? התחזית שלנו של פיחות מתון במחצית השנייה של השנה מניחה שכן.

**הגורמים הבסיסיים  
ימשיכו לתמוך  
בייסוף**

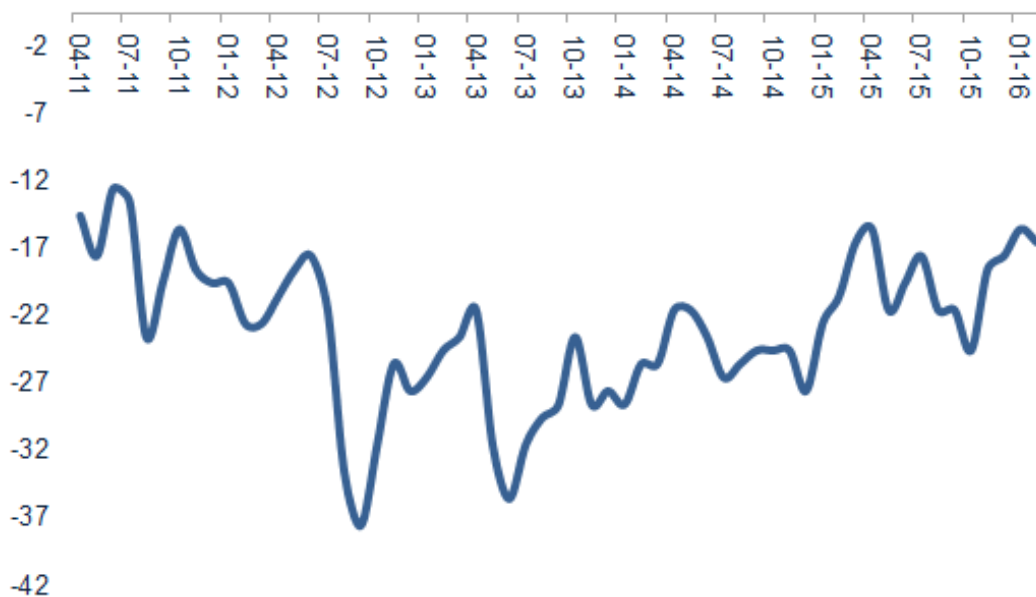


**משקי הבית עדיין אופטימיים יחסית**

בחודש פברואר מדד האמון הצרכני של הלמ"ס ירד ל-17- נקודות מ-16- נקודות בחודש ינואר. בממוצע של שנת 2015 רמת האמון עמדה על 20- נקודות. יתכן שהירידה המתונה באופטימיות של משקי הבית קשורה למצב הביטחוני אך בסך הכל, סביר להניח ששיפור מסוים בשכר, מספר הזולות מחירים, רמת תעסוקה גבוהה וריבית נמוכה ימשיכו לתמוך בשיפור באמון הצרכני וגם בהמשך גידול בצריכה הפרטית.

**רמת אופטימיות גבוהה תומכת בצריכה**

**מדד האמון הצרכני**



**מאקרו גלובלי**

**דראגי ירה את הבזוקה ואז הודיע שחלק מהתחמושת נגמרה**

ראשית דראגי הפעיל כלים מוניטאריים מרחיבים מעבר לציפיות המוקדמות בשוק;

✓ הורדת ריבית דביטורית ל-0.4% (מ-0.3%), זאת במטרה לעודד את הבנקים המסחריים לתת אשראי לסקטור העסקי ולא להפקיד את עודפי הנזילות בבנק המרכזי. ריבית קרדיטורית ירדה ל-0.0% (מ-0.05%).

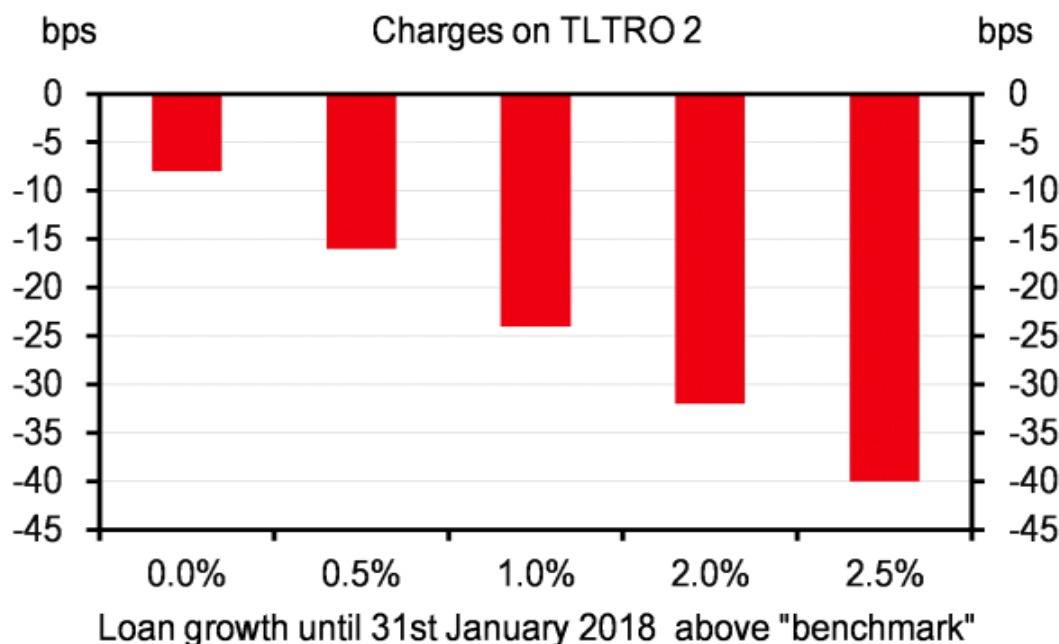
**הדגש עובר ממת"ח לכלכלה הריאלית**

✓ הרחבת ה-QE ל-80 מיליארד יורו לחודש (מ-60 מיליארד).

✓ בנוסף, דראגי הודיע על רכישות אג"ח קונצרני בדירוג גבוה (investment grade), לא בנקאיות של חברות אירופיות.

✓ סיבוב נוסף של הלוואות ארוכות טווח לבנקים בריבית אפסית (או פחות) במסגרת ה-TLTRO. בנקים יהיו רשאים לקבל הלוואות ארוכות טווח (4 שנים) בגובה 30% מסך האשראי שהם מעניקים לסקטור הפרטי (כולל משקי בית). סך הפוטנציאל של ה-TLTRO מוערך ב-1.5 טריליון יורו. ככל שהבנקים המסחריים מגדילים את האשראי שהם נותנים הם יחזירו פחות ל-ECB. אם בנקים מסחריים מצליחים להגדיל את היקף הלוואות מעבר ל-2.5% הריבית שתוחזר ל-ECB תהיה הריבית הדביטורית (כרגע -0.4%). מדובר בצד חיובי ומשמעותי אשר עשוי לשפר את הרווחיות של הבנקים ומפצה אותם על הריבית השלילית על הפקדות ב-ECB. השאלה הגדולה נותרה כמובן הביקוש לאשראי על ידי הסקטור העסקי האירופי.

## 2. The interest rate charge could become more and more negative if banks increase their lending



Source: ECB and HSBC

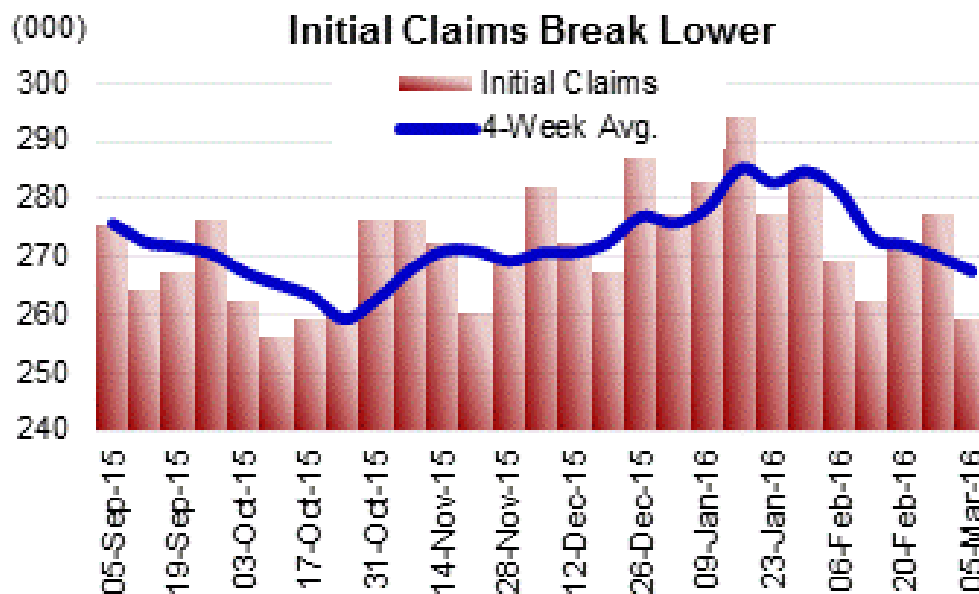
לאחר שדראגי הודיע במסיבת עיתונאים שהשימוש בריבית שלילת הגיע למיצוי השווקים עשו זיג זג מלא. האמירה מסבירה את הייסוף החד בשע"ח של היורו מחד, אך גם את התיקון כלפי מעלה בשוקי המניות וזאת בהבנה שדראגי ימשיך לפעול בצורה חזקה לעודד ולהקל על שוק האשראי לסקטור העסקי.

**ארה"ב: ייסוף ביורו מאפשר לפד לרסן**

בשבוע האחרון פורסמו מעט נתונים בארה"ב:

שוק העבודה  
ממשיך להפגין  
עוצמה

✓ הנתון החיובי והמשמעותי ביותר היה הירידה החדה במספר דורשי העבודה ל-259 אלף בשבוע האחרון מ-277 אלף איש לפני שבוע (כמוצג בגרף הבא).



מקור: ECONDAY

ב-16.3, הפד צפוי להודיע על יציבות בריבית, בעיקר כי הוא לא הכין את השוק לחלופה אחרת. מעניין יהיה לראות את תחזית המאקרו של חברי הפד (Dots).

✓ מספר העלאות הריבית השנה כנראה ירד לשלוש פעמים לעומת ארבע העלאות בתחזית הקודמת.

✓ תחזית אינפלציית הליבה (לפי PCE) צפויה לעלות לכיוון 1.8%-1.9% (מ-1.6% בתחזית של דצמבר) בסוף השנה. כבר בחודש בפברואר אינפלציית הליבה עלתה ב-1.7% ב-12 החודשים האחרונים.

✓ תחזית האבטלה צפויה לרדת לכיוון 4.6% (מ-4.7%) בסוף השנה. כבר עתה האבטלה ירדה ל-4.9%.

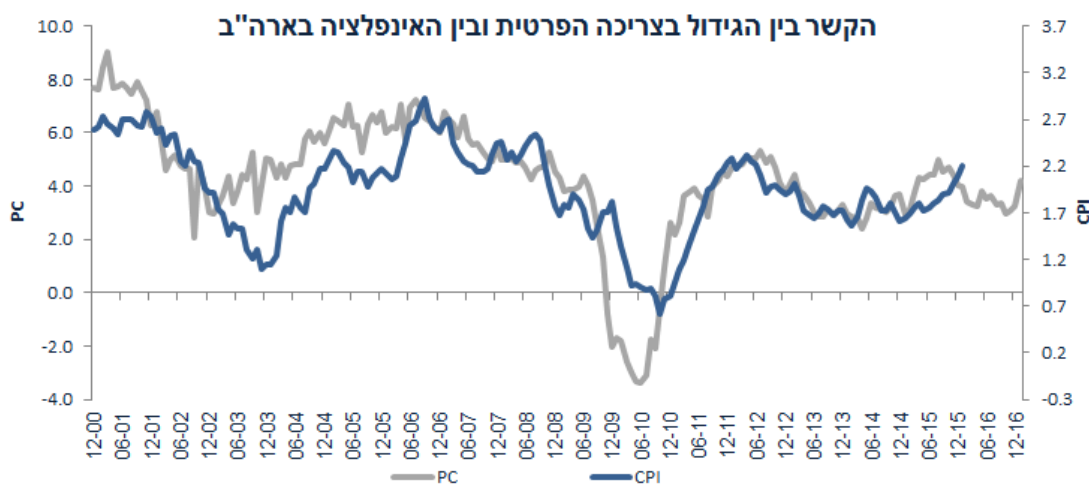
להערכתנו, סביר לצפות ל-2-3 העלאות ריבית השנה (אנחנו נוטים לשלוש העלאות ריבית). הודעת דראגי לגבי מיצוי המשך הורדת הריבית מקלה על הפד להעלות את הריבית ואף אין לפסול העלאה בסוף חודש אפריל, אך סביר יותר דווקא באמצע חודש יוני.

**זום אין: האינפלציה בארה"ב צפויה להמשיך לעלות**

בחודש האחרון אינפלציית הליבה, גם לפי ה-CPI וגם לפי ה-PCE, הפתיעה כלפי מעלה. מגמת האינפלציה נראית ברורה כלפי מעלה על רקע רמת ביקושים מקומיים עולה, ריבית נמוכה ואבטלה יורדת. אינפלציית הליבה לפי ה-CPI עלתה ב-2.2% YOY ו-1.7% לפי ה-PCE (מחירי הצריכה הפרטית). שני המספרים קרובים ליעד של הפד – סביב 2%.

**האינפלציה בארה"ב בדרך למעלה**

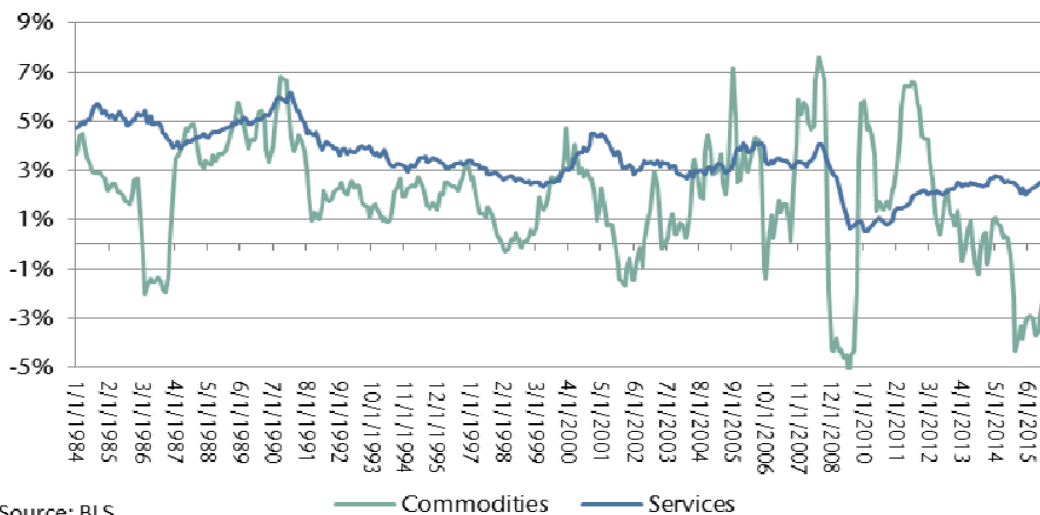
המשך גידול בצריכה הפרטית תומך בעליית אינפלציה. קיים קשר ברור בין הביקושים המקומיים וקצב האינפלציה (בפיגור של שנה). ביקוש מוגבר בצריכה מביא בשלב הראשון להקטנת מלאים. בנוסף, בתחילת גל הביקושים הפירמות לא בטוחות שמדובר במגמה יציבה ולא ממהרים להעלות מחירים. עודף כושר ייצור גם סופג חלק מהגידול בביקושים. כעבור שנה הפירמות מרגישות יותר בטוחות בהתאמת המחירים כלפי מעלה. הגרף הבא ממחיש זאת.



הערה: האינפלציה מושפעת מהצריכה בפיגור של שנה

הצריכה הפרטית עלתה ב-4.3% ב-12 החודשים האחרונים (עד ינואר), האצה מקצב של 3.2% לפני חודש. לפי הניתוח הזה בו השינוי בצריכה הפרטית מהווה אינדיקטור מוביל לשינוי בקצב האינפלציה, אזי סביר לצפות להמשך עלייה באינפלציה בהתאם לגידול בביקושים המקומיים. בארה"ב מסתמנת מגמה ברורה של אינפלציה במחירי השירותים, לעומת בלימה על ידי ירידה במחירי הסחורות. עם זאת, לאחרונה מחירי הסחורות שינו כיוון כלפי מעלה.

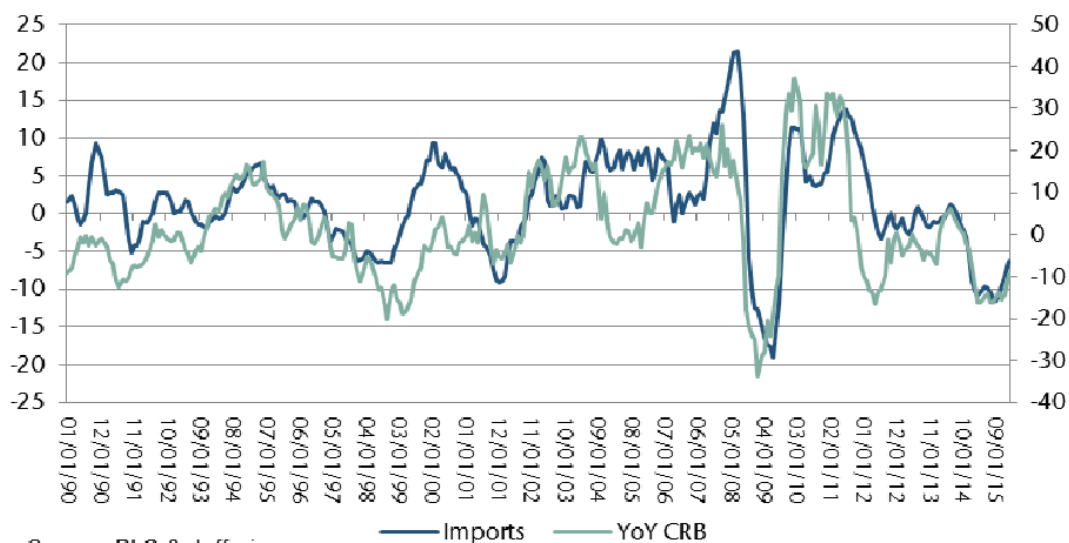
**CPI: Commodity-Based Goods vs Service Components**



Source: BLS

גם מחירי היבוא של ארה"ב מתחילים לעלות. מחירי היבוא של מוצרי צריכה (ללא מוצרי בני קיימא) עלו ב- 0.4% בחודש פברואר.

YoY % Change: Import Prices (LHS) vs CRB (RHS)



המשך מגמת עלייה במחירי היבוא תומכת בעלייה באינפלציה

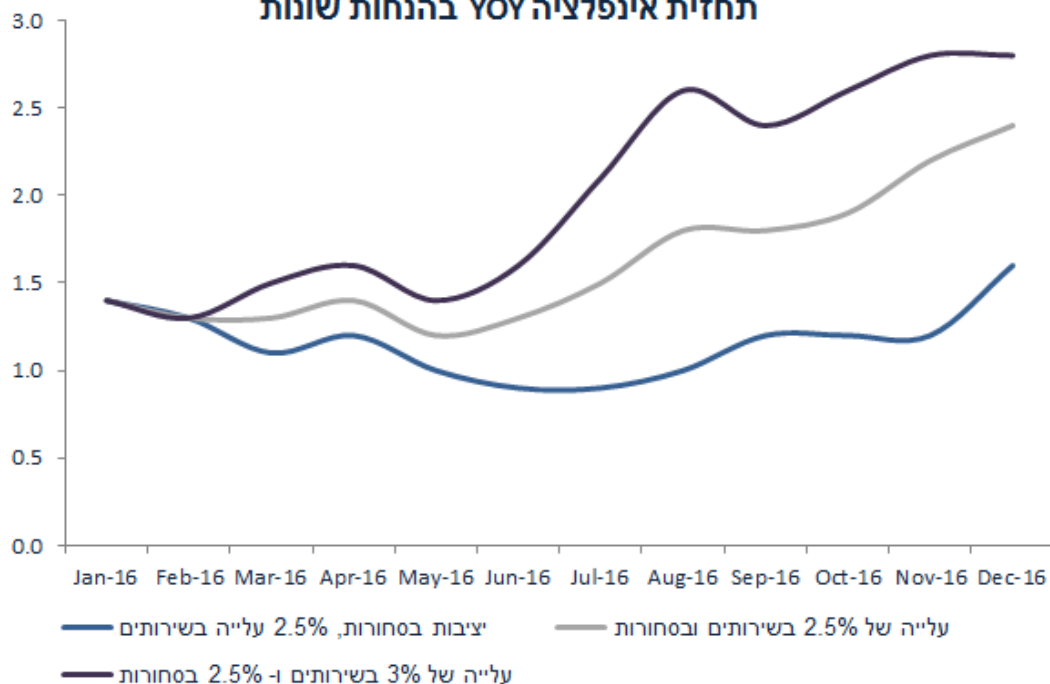
Source: BLS & Jefferies

**גם באופן טכני, האינפלציה (headline) צפויה לעלות עד סוף השנה**

- ✓ בתרחיש של המשך עלייה מתונה במחירי השירותים בקצב של 2.5% ויציבות במחירי הסחורות בעולם, אזי סך הכול האינפלציה (לפי ה-PCE) צפויה להגיע ל- 1.6% בסוף השנה (מ- 1.3% בינואר).
  - ✓ בתרחיש של עלייה מתונה (ולא יציבות) במחירי הסחורות (2.5% שנתי) ועלייה של 2.5% במחירי השירותים, אזי אינפלציית הליבה תגיע ל- 2.4% בסוף 2016.
  - ✓ שילוב של האצה בהתייקרות מחירי השירותים לקצב שנתי של 3% ועלייה מתונה במחירי הסחורות (ב- 2.5%) יביאו לקצב אינפלציה שנתי של 2.8%!
- הגרף הבא מציג את תחזית האינפלציה בארה"ב לפי התרחישים השונים (מקור: Jefferies).

עלייה באינפלציה בארה"ב לא תטיב עם שוק האג"ח

**תחזית אינפלציה YOY בהנחות שונות**



מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
			סחר חוץ	13.3
	התפוקה התעשייתית			14.3
		המכירות הקמעונאיות, מדד המחירים ליצרן, מדד הייצור של ניו-יורק, המלאי העסקי	מדד מחירים לצרכן, משרות פנויות	15.3
	מכירות כלי רכב	בקשות משכנתא, התחלות בנייה, אישורי בנייה, מדד המחירים לצרכן, התפוקה התעשייתית, החלטת הריבית של הפד		16.3
	מאזן הסחר, מדד המחירים לצרכן	החשבון השוטף, סקר הפד של פילדלפיה, תביעות דמי אבטלה, מדד האינדיקטורים המובילים		17.3
		מדד בטחון הצרכנים של אונ' משיגן		18.3



גילוי נאות

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע אחר אשר לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר ושות'") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח. הדו"ח מופנה רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמכו בלבד החלטות השקעה כלשהן. לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדו"ח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. קורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח אינו יעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שליידר ושות', עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת לידר") מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח ("ניירות הערך") ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח.

לידר ושות' ותאגידים מקבוצת לידר עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, תיווך בעסקאות בניירות ערך, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם, ניהול והשקעה במיזמי הון סיכון ומיזמי private equity, בפעילויות מסחריות אחרות ופעילויות אחרות בשוק ההון. הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שללידר ושות' יש זיקה אליהם מכח השתייכותה לקבוצת לידר ו/או בשל התמורה שקיבלה או תקבל לידר ושות' או תאגיד אחר מקבוצת לידר מאת מנפיקי ניירות הערך ו/או מוכריהם ו/או מפיצייהם במסגרת מתן שירותים בשוק ההון לרבות שירותי חיתום, ו/או בשל החזקה בניירות הערך האמורים ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידה או על ידי גורמים אחרים מקבוצת לידר.