

צפויה הורדת ריבית מחר (או בחודש הבא), בשלב זה לא נדרשת הרחבה כמותית (QE)

נקודות עיקריות

מאקרו ישראל:

- נתוני סחר חוץ מצביעים על המשך התכווצות ביצוא התעשייתי, בפרט בענפי הטכנולוגיה העלית.
- הגידול ביבוא מוצרי צריכה נמשך, אשר מצביע על המשך גידול בצריכה הפרטית.
- עלייה חדה במדד מנהלי הרכש בספטמבר תומכת בשיפור בפעילות בחודשים קדימה, אך עדיין הרמה נמוכה יחסית (49.9). שיפור דומה נמדד בסקר מגמות בעסקים.
- בסך הכול, מצב המשק הישראלי סביר, נמשך הגידול בצריכה אך קיימת בעיה בייצוא אשר צפויה להשתפר בעקבות הפיחות בשקל ושיפור בענפי הטכנולוגיה בארה"ב.

אינפלציה:

- מדד חודש נובמבר צפוי לרדת ב-0.3%, זאת על רקע ירידה חדה במחירי הדלקים.
- למרות הפיחות בשקל, החזאים הורידו את תחזית האינפלציה שנה קדימה ל-0.9% (מ-1.1%).
- עדיין אנו צופים אינפלציה שנה קדימה מעל מרבית החזאים (1.2%) בשל השפעת הפיחות (שצפוי להימשך) ועלייה מתונה במחירי הדיור.

מדיניות מוניטארית:

- אינפלציה שלילית (שנתית) וירידה במחירי הדיור תומכים בהורדת ריבית.
- הדרך היחידה לגרום לעלייה באינפלציה הינה על ידי המשך פיחות בשקל.
- לכן, אנו מניחים הורדת ריבית עד סוף השנה (כנראה מחר), בשיעור של 0.10% עד 0.25%.
- אין סיבה כעת להפעלת כלים מוניטאריים נוספים (QE), זאת לאור היציבות בפעילות הכלכלית.

מאקרו גלובלי:

- שבוע של שיפור בנתונים הכלכליים בעולם תמך בעליית תשואות.
- בארה"ב חל גידול במכירות של בתים ועלייה במדד האינדיקטורים המובילים.
- באירופה חל שיפור במדד מנהלי הרכש, בפרט בגרמניה.
- בסין הצמיחה נמשכת עם שיפור בייצור התעשייתי וגידול דו-ספירתי במסחר הקמעונאי.

שוק האג"ח

- פרמיית הסיכון השלילי על אג"ח ישראל נמשכת על רקע ציפיה להורדת ריבית בישראל.
- בסקר Bloomberg 6 מתוך 17 חזאים צופים ירידה בריבית מחר.
- הורדת ריבית מחר צפויה להטיב עם שוק האג"ח, ועם הארוכים בפרט.
- האיום הממשי נותר עליית תשואות בארה"ב לכיוון 2.4%-2.6%.
- ציפיות האינפלציה ירדו בשבוע האחרון ל-0.75% שנה קדימה (מ-0.8%) ו-0.94% בטווח הבינוני (מ-1.05%). מדובר בתמחור נמוך מדי אשר מקנה עדיפות לאפיקים הצמודים.

זום אין: כמה להעריך את תמסורת שע"ח היום?

- ב-2006 בנק ישראל העריך את התמסורת ב-29%.
- ניתוח זה כלל השפעה של 15% בשל הצמדת מחירי הדיור לדולר.
- היום מערכת ההצמדות נעלמה או נחלשה מאד.
- מרכיב היבוא הכולל (ישיר ועקיף) בצריכה הפרטית נאמד ב-23%.
- המתחשב במצבו של המשק עם פער תוצר שלילי, התמסורת נמוכה בהרבה.
- לכן, אנו מעריכים תמסורת של כ-10%-12% היום.

ריבית

נוכחית	0.25%
בסוף 2014	0.15%
בעוד שנה	0.15%

אינפלציה

12 ח' אחרונים	-0.3%
3 ח' קרובים	0.1%
12 ח' קרובים	1.2%
2014	-0.1%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.793	4.793
שינוי שבועי	2.2%	1.1%
YTD	9.0%	0.4%
3 ח' קרובים	3.82	4.75
שנה קדימה	3.87	4.65
אג"ח סחירות		
פדיון		2.9
הנפקות סחירות (ללא קצרות או החלף)		3.0
עודף פדיון		-0.1

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1016	-0.57	-0.7	-0.8
בינוני 418	-0.36	-0.5	-0.5
ארוך 922	0.28	0.25	0.4
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 2683	0.18	0.15	0.15
בינוני 118	0.58	0.6	0.8
ארוך 324	2.10	2.10	2.3
US			
2y	0.39	0.5	0.7
5y	1.50	1.5	2.0
10y	2.27	2.3	2.6

* ט"ק- החודש הקרוב
* ט"ב- 3 חודשים

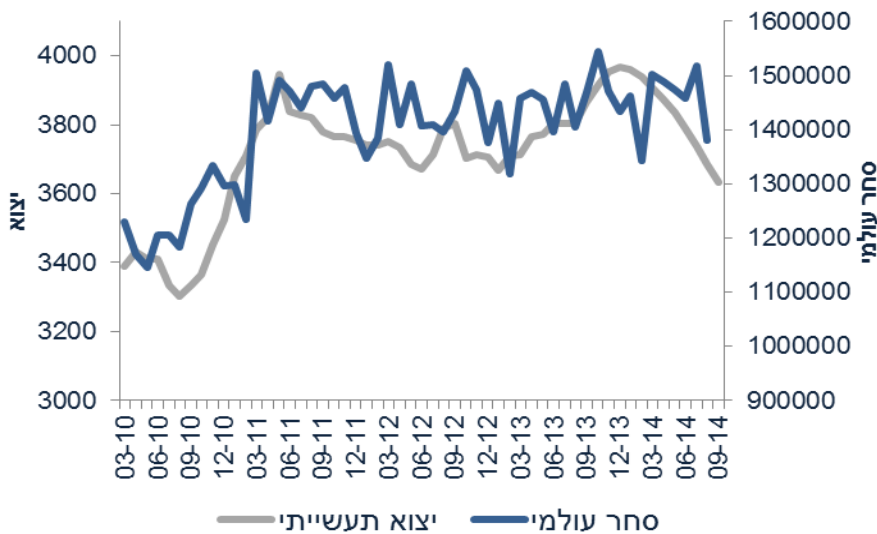
הירידה בייצוא נמשכת בהשפעת הקיפאון בסחר העולמי

נתוני סחר חוץ לחודש ספטמבר מצביעים על המשך חולשה בייצוא התעשייתי. ברבעון ג' היצוא ירד ב-14.5% בקצב שנתי (לפי נתוני המגמה), זאת לאחר ירידה של 10.2% ברבעון ב'. ברבעון ג' חלה ירידה חדה במיוחד בענפי הטכנולוגיה העלית בשיעור של 22.8%. מסתמנת ירידה גם ביבוא חומרי גלם (-4.7% ברבעון ג' לאחר -2.0% ברבעון ב'), בחלקה עקב ירידה במחירי הסחורות בעולם. בכול זאת, ירידה ביבוא חומרי הגלם מהווה אינדיקטור שלילי לייצור התעשייתי בחודשים הקרובים.

היצוא הישראלי מתכווץ גם בשל הייסוף בשנת 2013

הירידה ביצוא הישראלי חדה יותר מאשר הירידה בסחר העולמי:

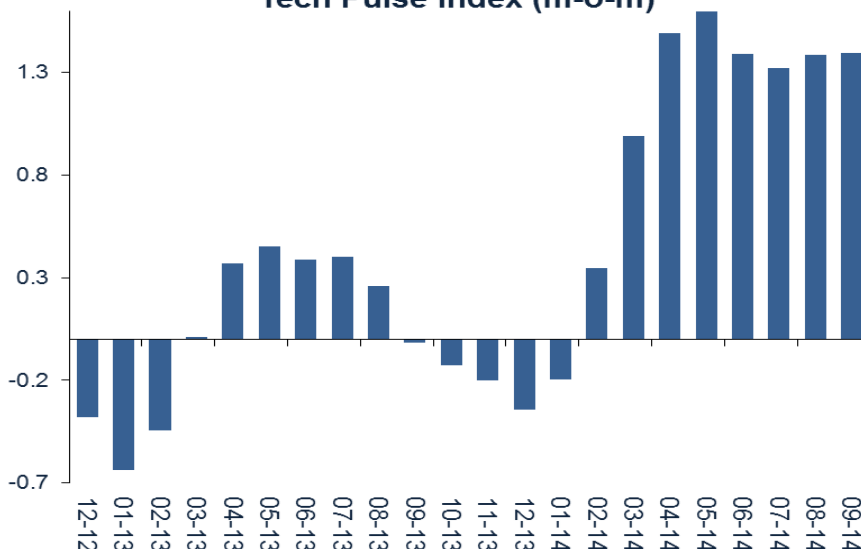
היקף הסחר העולמי והיצוא הישראלי



במבט קדימה, צפוי שיפור ביצוא של ענפי הטכנולוגיה העלית, זאת על רקע ההאצה בפעילות בארה"ב של אותם ענפים. מדד ה-Tech Pulse Index בארה"ב (מדד משולב של ענפי ההיי טק) מפגין עוצמה זה שישה חודשים, עם קצב גידול חודשי של כמעט 1.5% לחודש:

האצה ב-Tech Pulse Index תומכת ביצוא הישראלי

שינוי חודשי Tech Pulse Index (m-o-m)

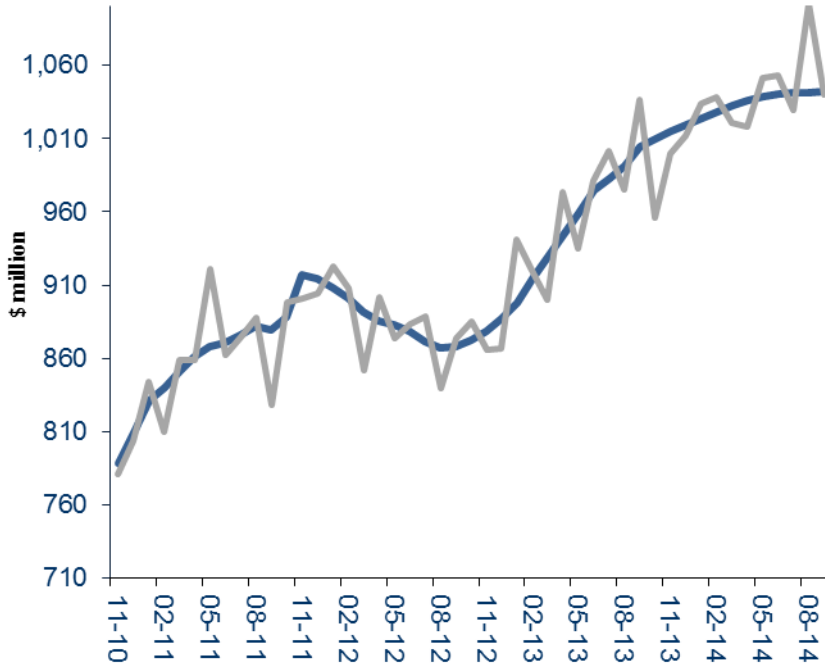


הגידול בצריכה הפרטית נמשך

הגידול ביבוא מוצרי הצריכה נמשך, בשיעור של 1.3% ברבעון ג' לאחר גידול של 3.9% ברבעון ב'. גידול מתון ביבוא מוצרי הצריכה מחזק את ההערכה שלא חלה פגיעה בצריכה הפרטית בתקופת המלחמה.

הבעיה המדאיגה יותר הינה המשך מגמת הירידה ביצוא, ולכן, סביר להניח שבנק ישראל ימשיך לפעול לפיחות בשקל, גם על ידי הורדת ריבית מחר.

יבוא מוצרי צריכה



שיפור באופטימיות בתעשייה לאחר המלחמה

מדד מנהלי הרכש עלה ב- 7.3 נקודות בחודש ספטמבר לרמה של 49.9 נקודות. השיפור נובע מסיום המלחמה והשיפור ברווחיות היצוא כתוצאה מהפיחות בשקל. מדד ההזמנות ליצוא עלה ב-7.7 נקודות ל- 50.3 ומדד ההזמנות בשוק המקומי עלה ב- 7.8 נקודות ל-49.6. בנוסף, נרשם גידול חד בתפוקת הייצור ובתעסוקה. מדובר באינדיקטור מוביל חיובי לפעילות בתעשייה אשר תומך בתחזית האופטימית שלנו של 3.4% צמיחה בשנת 2015.

מסתמנת עלייה בהזמנות בתעשייה



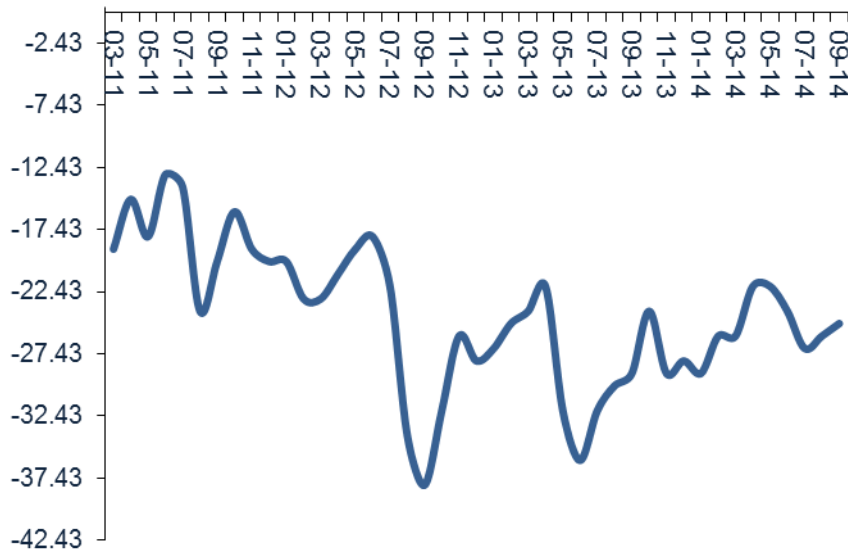
משקי הבית לא ממש פסימיים

מסתמן שיפור גם באמון העסקי בחודש ספטמבר לרמה של -1.7 מ- -8.6 בחודש הקודם, זאת כתוצאה מסיום "צוק איתן". מסתמן שיפור בכל הענפים, גם בתעשייה (ל- -2.4 מ- -4.9) ובמסחר הקמעונאי (ל- +1.4 מ- -6.4).

האמון הצרכני כמעט ולא נפגע בתקופת המלחמה

רמת האמון הצרכני נותרה יציבה לאחר ירידה קלה בלבד בתקופת הקיץ. הנתונים הללו מצביעים על התאוששות הדרגתית בפעילות הכלכלית לאחר סיום המלחמה.

מדד האמון הצרכני של הלמ"ס

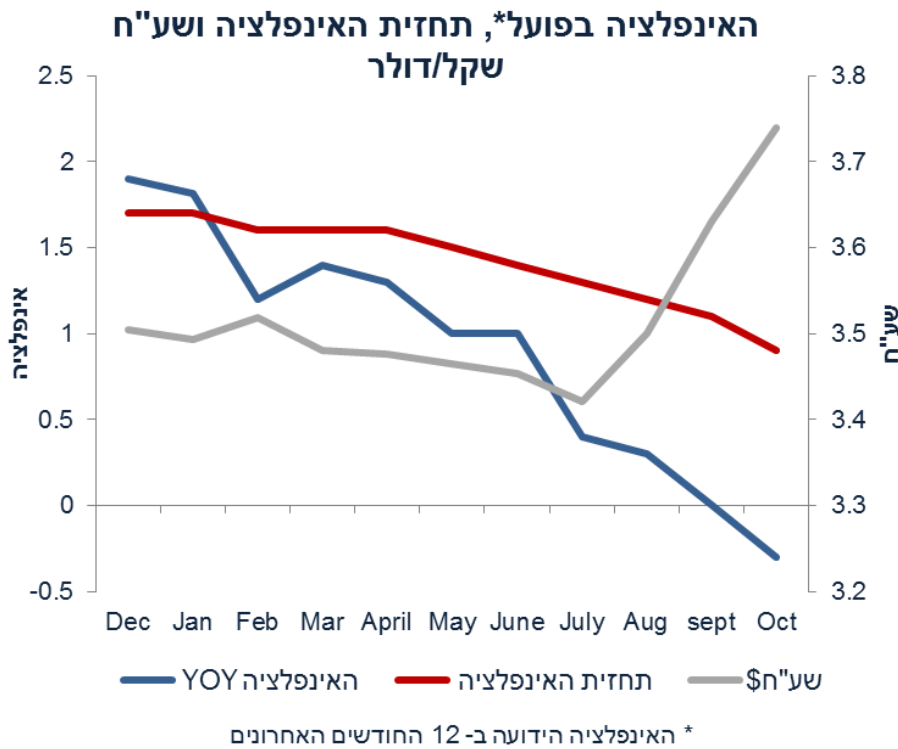


מדיניות מוניטארית: הורדת ריבית נועדה להחליש את השקל

בנק ישראל שואף לדחוף את האינפלציה אל תחום היעד על ידי המשך פיחות בשקל המושפע מפערי הריבית. תחזית האינפלציה של החזאים ממשיכה לרדת על אף מגמת הפיחות. לאחר פרסום מדד ספטמבר התחזית הממוצעת לאינפלציה שנה קדימה ירדה ל-0.9% בממוצע מ-1.1% לפני חודש. בנוסף, סביר להניח שקרנית פלוג חזרה מהמפגש בקרן המטבע מעט פסימית לגבי העולם וה-downside risks חשוב להדגיש, הנתונים הכלכליים בישראל אינם מצביעים על מיתון אלא על צמיחה מתונה ושיפור באופטימיות של הסקטור העסקי. **הלמ"ס צופה גידול של 3.4% בצריכה הפרטית השנה**. יחד עם זאת, המדיניות המוניטארית נועדה כעת להביא את האינפלציה אל תחום היעד (-1% 3%), אמנם לא באופן מיידי, ואילו כעת אנחנו מתרחקים מהיעד עם מגמת דפלציה. כמו כן, קיימת אפשרות נוספת של הורדת יעד האינפלציה ל-2%-0% על ידי הממשלה, כפי שקיים באירופה.

*צפויה הורדת ריבית
מחר, אך לא נדרש
QE בשלב זה*

ציפיות האינפלציה (בקרב החזאים) יורדות למרות המשך הפיחות בשקל:



בשלב זה אין אנו צופים תוכנית של הרחבה כמותית (הדפסת כסף על ידי ירידה בגיוסי המק"מ). הנתונים הכלכליים אינם מצביעים על התמתנות בצריכה הפרטית או אפשרות לכניסה למיתון.

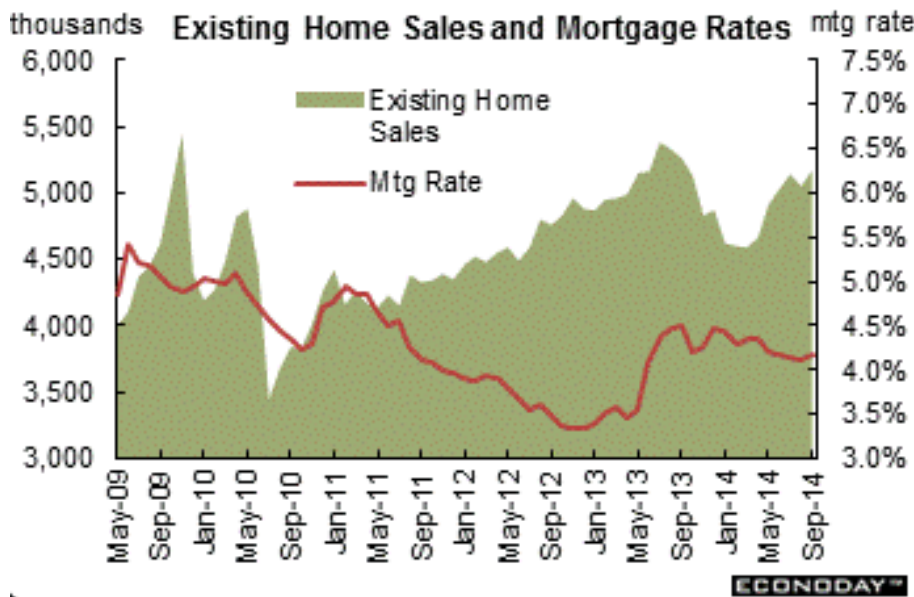
שיפור בנתונים הגלובליים

ארה"ב: עלייה בביקוש לדיור

השיפור בשוק הנדל"ן בארה"ב נמשך

- ✓ מכירות של בתים יד שנייה עלו ב- 2.4% בחודש ספטמבר.
- ✓ מכירות של בתים חדשים התייצבו על רמה גבוהה.
- ✓ מספר דורשי העבודה היה נמוך מהציפיות המוקדמות באלפיים איש.
- ✓ מדד האינדיקטורים המובילים עלה ב- 0.8% בחודש ספטמבר.
- ✓ קצב האינפלציה נותר יציב על 1.7% ב- 12 החודשים האחרונים, כך גם אינפלציית הליבה.

מסתמן שיפור בביקוש לרכישת דירות:



גם בשאר העולם מסתמן שיפור בנתונים:

- ✓ באירופה מדד מנהלי הרכש בתעשייה בחודש אוקטובר עלה ל- 50.7 מ- 50.3 בחודש ספטמבר. בגרמניה מדד זה עלה ל- 51.8 מ- 49.9, אך ירד בצרפת ל- 47.3 מ- 48.8.
- ✓ הצמיחה באנגליה עלתה ב- 3.0% ברבעון ג' לאחר 3.2% ברבעון ב' (קצב שנתי).
- ✓ בסין הייצור התעשייתי עלה ב- 8.0% בספטמבר ב- 12 החודשים האחרונים, שיפור מ- 6.9% לפני חודש. הצמיחה ברבעון ג' עלתה ב- 7.3%.

למרות הבהלה בשווקים לפני שבוע על רקע חשש להתמתנות גלובלית (או יותר גרוע), המציאות בכול זאת חיובית יותר. ארה"ב ממשיכה במסלול של האצה בפעילות וצפויה לסיים את ה-tapering השבוע. אירופה ממשיכה לדשדש סביב צמיחה קרובה לאפס, אך חיובית מתונה. סין מתמידה בקצב צמיחה של 7.0%-7.5% כאשר אינפלציה מאד נמוכה מקנה לה דרגות חופש למדיניות מוניטארית יותר מרחיבה אם יידרש. עדיין אנו רואים מגמה של עליית תשואות בארה"ב לכיוון 2.6% עד סוף השנה.

זום אין: מה היא התמסורת היום של שע"ח באינפלציה?

הפיחות בשקל נמשך ביתר סאת, גם מול הדולר וגם מול יורו. בהסתכלות על סל המטבעות חל פיחות בשקל בשיעור של 7.1% מראשית חודש אוגוסט. פיחות זה מחזיר את רמת שע"ח לרמתו מאמצע 2013.



ככל שהפיחות יימשך, שוק האג"ח יתלבט לגבי השפעת הפיחות על האינפלציה שנה קדימה. כמובן שניתוח מסוג זה אינו פשוט ותלוי בכמה גורמים:

- ✓ **רמת הביקושים במשק.** ביקושים ממותנים יביאו לגלגול חלקי על המחירים לצרכן.
- ✓ **גורמים מקדזים.** ירידה במחירי הסחורות בעולם מאפשרת לסקטור העסקי לספוג חלק מהשפעת הפיחות.
- ✓ **מגמת הייסוף בשנים קודמות.** כנראה שבשל קשיחות המחירים כלפי מטה בחלק מהענפים, חלק מהייסוף בשקל מסוף 2012 לא התגלגל על המחירים לצרכן. לכן, בהיפוך המגמה לא צפויה בהכרח תמסורת מלאה.
- ✓ מעבודה של בנק ישראל משנת 2006 עלה ששיעור תמסורת שע"ח (אז) עמד על 29%. בנק ישראל בדק את ההשפעה לפי סעיפי המדד השונים. באותה תקופה מחירי הדיור היו מושפעים משע"ח כך שללא מרכיב הדיור התמסורת הייתה נמוכה יותר: כ- 14%.
- ✓ מלוחות תשומה-תפוקה, עולה שמרכיב היבוא הכולל מסך הצריכה הפרטית עומד על 23%. מדובר גם ביבוא הישיר (כגון מכוניות) וגם ביבוא עקיף (כגון מרכיב החיטה המיובא בעוגות מקומיות). כמובן שלוחות תשומה תפוקה מנתחים את היבוא בפועל, ולא הצמדות של שירותים מקומיים לשע"ח.
- ✓ **Morgan-Stanley** בסוף 2011 העריך תמסורת של 19% במשק הישראלי אך מציין ששיעור

זה מוטה כלפי מעלה.

✓ לסיכום, כנראה ששיעור התמסורת היום, בהתחשב במצב המשק והגורמים האחרים שפורטו כאן, עומד על 10%-12%. כל פיחות של 10% יתרום 1% בערך לאינפלציה.

סין	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
				26.10
	כמות הכסף (M3)	מדד מנהלי הרכש לשירותים, מכירות בתים תלויים	החלטת ריבית, פדיון, ייצור תעשייתי	27.10
		הזמנות מוצרים בני-קיימא, ביטחון הצרכנים	מדד משולב	28.10
		בקשות משכנתא, החלטת ריבית של ה-Fed	ייצוא שירותים, רכישות בכרטיסי אשראי	29.10
	ביטחון הצרכנים	תביעות דמי אבטלה, תמ"ג לרבעון השלישי	אבטלה, מכירות ברשתות השיווק	30.10
	שיעור האבטלה, מדד המחירים לצרכן	הצריכה הפרטית, מדד ביטחון הצרכנים של אונ' משיגן		31.10

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 ייעוץ 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 ייעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר 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 מפיציהם 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.