

חלון ההזדמנות להורדת ריבית נוספת הולך ונסגר על רקע האצה בפעילות הכלכלית

נקודות עיקריות

- **מאקרו ישראל:** הצטברו נתונים נוספים המעידים על האצה בפעילות הכלכלית.
- הייצור התעשייתי גדל ב- 7.5% בחודשים נובמבר-ינואר (בקצב שנתי).
- בניגוד לדיווחים מרשתות השיווק, מסתמן המשך גידול בפדיון בענפי המסחר והשירותים (עד ינואר).
- הצמיחה ברבעון א' עשויה להגיע ל- 4% (בקצב שנתי).
- **אינפלציה:** סביבת האינפלציה נותרה נמוכה אך קיימת עונתיות חזקה בחודשי האביב-קיץ.
- מדדי מרץ-יוני צפויים לעלות במצטבר ב- 0.9%, על רקע גורמים עונתיים.
- **מדיניות מוניטארית:** צפויה יציבות בריבית מחר על רקע השיפור בפעילות הכלכלית, זאת למרות הירידה בקצב האינפלציה.
- למרות שקשה לצפות להורדת ריבית נוספת לאור השיפור בפעילות הכלכלית במשק, המשך ייסוף בשקל ואינפלציה נמוכה מהחזויה בחודש מרץ עשויים לשכנע את קרנית פלוג לבצע הורדת ריבית נוספת (בהסתברות של 20%) ברבעון ב'.
- **מאקרו גלובלי:** הנגידה יילן רמזה שהריבית עשויה לעלות באפריל 2015.
- מרבית הנתונים בארה"ב מצביעים על שיפור, למרות שעדיין מדובר בתקופת החורף הקשה במיוחד, גם בחודש פברואר.
- החל מחודש אפריל צפויים להתפרסם נתונים טובים על חודש מרץ (לעומת התחזיות).

ריבית	
0.75%	נוכחית
0.75%	בסוף רבעון ב' 2014
0.75%	בעוד שנה
אינפלציה	
1.2%	12 ח' אחרונים
0.9%	3 ח' קרובים
1.4%	12 ח' קרובים
1.0%	2014
שע"ח	
4.796	דולר
3.479	אירו
0.2%	השקל
-0.4%	שינוי שבועי
0.0%	YTD
3.49	3 ח' קרובים
3.48	שנה קדימה
אג"ח	
מרץ	פדיון
8.1	הנפקות
3.5	סחירות (ללא קצרות)
4.6	עודף פדיון

שוק האג"ח

- נימה מעט יותר ניצית (hawkish) על ידי הפד גרמה לעליית תשואות בארה"ב.
- מגמה זאת צפויה להימשך ככל שמתפרסמים נתונים חזקים במיוחד בארה"ב.
- התשואות בארה"ב צפויות לעלות לכיוון 2.8%-2.9% בחודש הקרוב.
- שוק האג"ח הישראלי לא הגיב באופן מלא לעליית תשואות בארה"ב.
- ה-spread של השחר ל- 10 שנים מעל אג"ח ארה"ב הגיע ל- 0.67% ועשוי לרדת ל- 0.5%-0.6% על רקע מדיניות מוניטארית מרחיבה ושיפור באמינות הפיסקאלית.

זום אין

בנק ישראל דאג בעבר לא לבצע "הקלה כמותית", אך יתכן שינוי מסוים ב- 2014

- בניגוד לארה"ב, בנק ישראל דאג לעקר את השפעת ההזרמה הנובעת מרכישת מט"ח.
- עודף גיוס על ידי האוצר סייע לבנק ישראל לספוג את עודפי ההזרמה בשנת 2013.
- מתחילת השנה מסתמן גידול בבסיס הכסף (הזרמה) אך לא ברור אם מדובר בפעולה מכוונת או תנודתיות חודשית.
- בנק ישראל עשוי לאפשר גידול מהיר יותר בבסיס הכסף בשנת 2014 על רקע האינפלציה הנמוכה.

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר	-1.00	-0.9	-0.9
5472			
בינוני	-0.59	-0.6	-0.5
418			
ארוך	0.82	0.85	1.0
922			
שקלי			
קצר	0.74	0.75	0.8
2683			
בינוני	1.59	1.6	1.7
118			
ארוך	3.41	3.45	3.5
324			
US			
2y	0.42	0.45	0.47
5y	1.71	1.8	1.9
10y	2.74	2.8	2.9

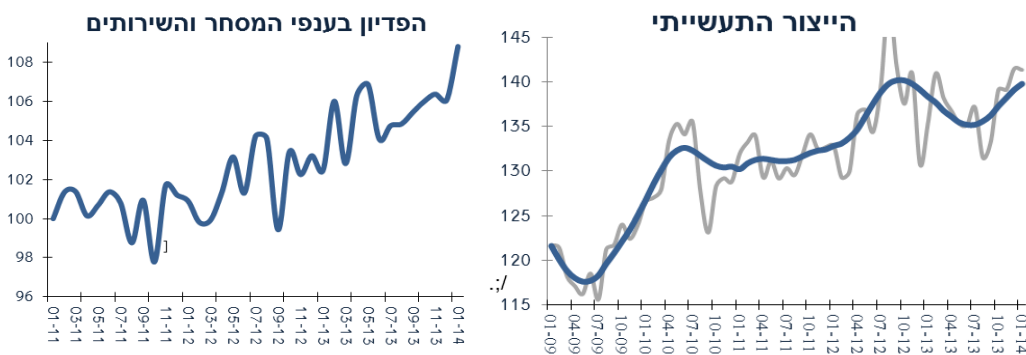
* ט"ק- החודש הקרוב
* ט"ב- 3 חודשים

אנו מעריכים שהמשק הישראלי צמח ב- 4% ברבעון א'

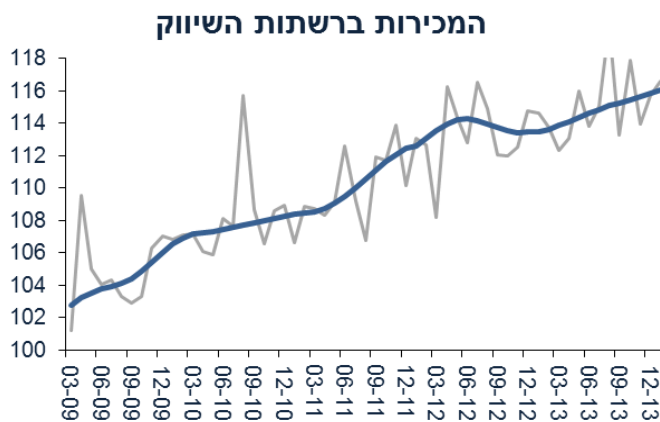
נתונים נוספים אשר פורסמו בשבוע שעבר תומכים בהערכה שלנו שמסתמנת התרחבות של ממש בפעילות הכלכלית בחודשים הראשונים של השנה.

- ✓ בחודשים נובמבר-ינואר הייצור התעשייתי עלה ב- 7.5% (בקצב שנתי) לאחר גידול של 6.4% בשלושת החודשים הקודמים. בשלושת החודשים האחרונים הייצור בענפי הטכנולוגיה העלית צמח ב- 11.4% לעומת ירידה של 2.8% בייצור של הענפים המסורתיים.
- ✓ מספר שעות העבודה בתעשייה עלה ב- 4.1% בשלושת החודשים האחרונים, כאשר מסתמן גידול בכל רמות הטכנולוגיה. עדיין מסתמן קיפאון במספר המשרות בתעשייה, אך המשך גידול בשעות העבודה צפוי להוביל בעתיד גם לגידול מסוים במספר העובדים בתעשייה.
- ✓ הפדיון בענפי המסחר והשירותים, אשר מהווה אינדיקטור חשוב לצריכה הפרטית, עלה ב- 13% בתקופה זו (בקצב שנתי). נתון זה תואם את הגידול ביבוא מוצרי צריכה ועלייה בגביית מע"מ מקומי ברוטו. בינתיים אין סימנים להתמתנות בצריכה הפרטית ברבעון א'.

מרבית הנתונים הכלכליים מצביעים על האצה בפעילות



- ✓ איך זה מסתדר עם הידיעות (הלא מבוססות) על ירידה חדה במכירות ברשתות השיווק? לפי הלמ"ס, אין ירידות כלל במכירות ברשתות השיווק. בחודשים נובמבר-ינואר חל גידול של 1.5% בקצב שנתי. נתוני פברואר יתפרסמו ביום שלישי.



- ✓ היקף יצוא השירותים (11.4% מסך הכול התוצר) קפץ מדרגה בינואר-פברואר (ראה גרף).

מדובר בגידול של 22% לעומת התקופה המקבילה אשתקד וגידול של 17% לעומת היצוא בממוצע 2013!! בסקירה מלפני שבועיים עמדנו על הקשר החיובי בין השיפור במדד הטכנולוגיה בארה"ב (tech pulse index) לבין יצוא השירותים. הגידול בחודשים האחרונים איננו נובע מגידול במכירות חברת הזנק אלא מעלייה בייצוא תוכנה ומחקר ופיתוח.



- ✓ המדד המשולב של בנק ישראל מצביע על קצב יציב סביב 0.2%-0.3% לחודש (0.22% בפברואר) בשל שיטת ההחלקה (smoothing) של המדדים השונים אשר בולמת תנודניות חודשית.
- ✓ מדד מנהלי הרכש של בנק פועלים עלה ב- 0.50 נקודות בפברואר והגיע לרמה של 50 נקודות. רכיב ההזמנות ליצוא עלה ב- 2.7 נקודות בפברואר לאחר גידול של 7.7 בינואר והגיע לרמה של 51.3 נקודות בפברואר. מסתמנת עלייה מתונה בהזמנות לשוק המקומי. מנובמבר 2013 מדד מנהלי הרכש עלה ב- 5.5 נקודות. מגמה דומה נצפתה בסקר מגמות בסקטור העסקי של הלמ"ס. יש הטוענים (במידה מסויימת של צדק) שהרמה האבסולוטית (50.0 נקודות) עדיין נמוכה ביחס למרבית המדינות בעולם. יחד עם זאת, השוואה זו איננה לגמרי אפשרית. יתכן שתעשיינים בישראל מטיבעם יותר פסימיים (בדומה למדד האמון הצרכני).



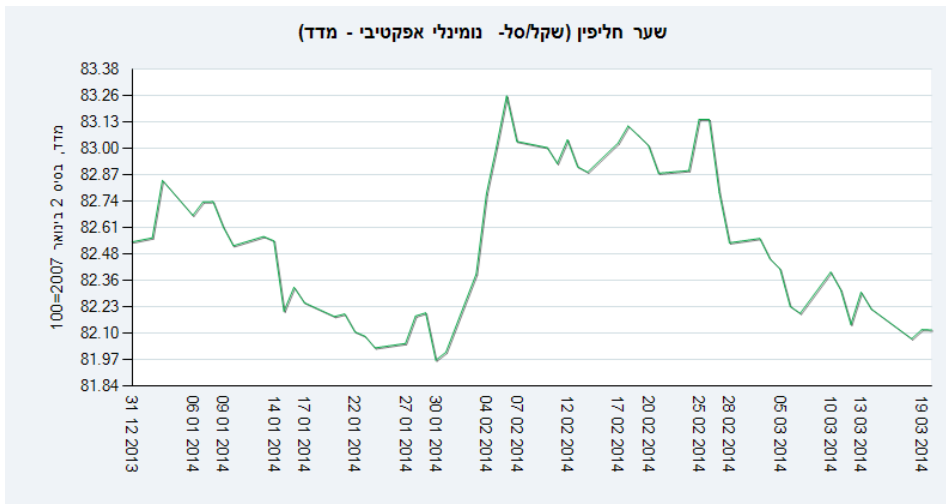
שיפור באופטימיות
בקרב התעשיינים
מהווה אינדיקטור חיובי
לצמיחה העתידית

שיפור בפעילות הכלכלית מקטין את האפשרות להורדת ריבית

- ✓ מחר צפויה יציבות בריבית על רקע שיפור בפעילות הכלכלית בישראל (והמשך ה- tapering בארה"ב).
- ✓ אומנם האינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים ירדה ל- 1.2% בחודש פברואר, אך מדובר בירידה זמנית. בחודש אפריל קצב האינפלציה צפוי לעלות ב- 1.5% YOY.
- ✓ נדמה שבנק ישראל מוכן "לסבול" ייסוף מסוים בשקל (מול סל המטבעות), זאת על רקע שיפור בסביבה הגלובלית ובסחר העולמי. אנו חוזרים ומדגישים שאין להסתכל על מצבו של השקל/דולר אלא שקל/סל המטבעות. בנק ישראל לא אחראי להחלשות הדולר בעולם, ואין לו יכולת להשפיע על שערי המטבעות הצולבים בעולם. **מתחילת השנה השקל יוסף ב- 0.5% בלבד, או קצב של כ- 2.5%-2% לשנה**, בהחלט קצב מתון אשר מאפשר לסקטור העסקי להתייעל ולשפר את הפריזון. כל כוונת בנק ישראל (וקרנית פלוג בפרט) הינה לבלום או להאט את מגמת הייסוף, לא למנוע אותה.

פחתו הסיכויים להורדת ריבית השנה

שע"ח של השקל מול סל המטבעות מתחילת השנה:



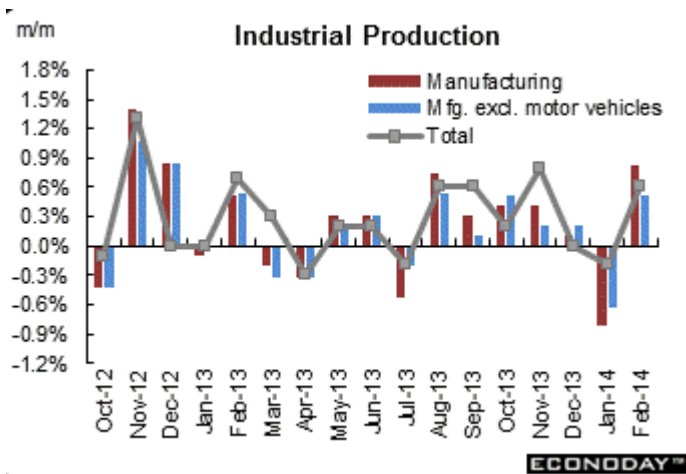
בנק ישראל מצליח להגביל את קצב הייסוף השנתי ל- 2.5%

לקראת סוף החורף, מסתמן שיפור בנתונים הכלכליים בארה"ב

- ✓ עדיין מעט מוקדם לבשר על שינוי מגמה, אך מרבית הנתונים אשר פורסמו בשבוע האחרון מצביעים על שיפור בפעילות. עדיין מדובר במדידה של חודש פברואר, חודש בו עדיין שרר מזג אוויר קשה במיוחד.
- ✓ הייצור התעשייתי עלה ב- 0.6% בפברואר (לעומת ציפיות של 0.3%).
- ✓ סקרי הציפות בניו יורק (5.61 במרץ לאחר 4.48 בפברואר) ופילדלפיה (+9.0 לאחר -6.3) מצביעים על שיפור באופטימיות בתעשייה באותם האזורים.
- ✓ מספר אישורי בנייה עלה ב- 7.7% בפברואר.
- ✓ מדד האינדיקטורים המובילים עלה ב- 0.5% בחודש פברואר (לעומת ציפיות ל- 0.3%) על רקע עלייה בתלילות העקום, התרחבות באשראי, ועלייה במספר אישורי הבנייה.

שיפור בנתונים בארה"ב עוד לפני סיום החורף הקשה

מסתמן שיפור בייצור התעשייתי בפברואר לאחר ירידה בינואר:



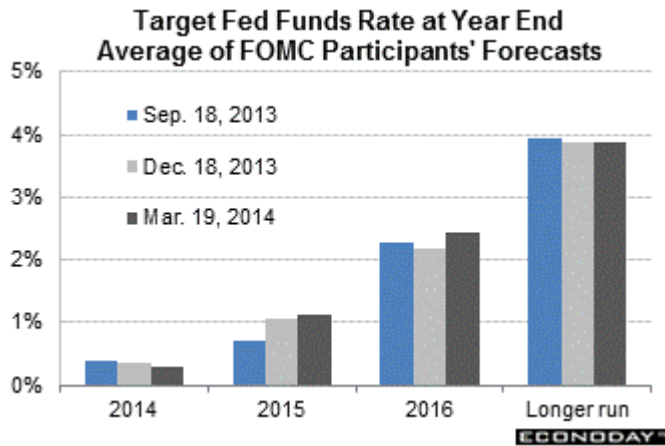
הודעת הפד מביעה אופטימיות

לא היו הפתעות של ממש בהחלטת הפד להתמיד ב- tapering ולהקטין את היקף רכישות האג"ח ל- 55 מיליארד דולר לחודש. יחד עם זאת, שני נושאים דחפו את תשואות האג"ח כלפי מעלה:

הודעת הפד הייתה מעט יותר hawkish והביאה לעליית תשואות

- ✓ החברים בוועדת הפד (FOMC) כעת צופים (בממוצע) שהריבית תגיע ל- 1.0% בסוף 2015 (עדכון מ- 0.75% לפני שלושה חודשים), ו- 2.25% בסוף 2016 (עדכון מ- 1.75%).
- ✓ הנגידה ילין הכריזה שהריבית תישאר סביב אפס לתקופה ממושכת (considerable time). פרשנים סברו שמדובר בתקופה של כחצי שנה מסיום ה- tapering (בסביבות אוקטובר 2014), ולכן תתכן העלאת ריבית בתחילת רבעון ב' 2015.
- ✓ כצפוי, הפד מזניח את יעד האבטלה של 6.5% ומדגיש יותר את יעד האינפלציה (2%). הפד צופה עלייה בקצב האינפלציה ל- 1.5% (כעת 1.1%). שיעור האבטלה צפוי לרדת ל- 6.2% בסוף 2014 (כעת 6.7%) ו- 5.8% בסוף 2015.

החברים בוועדה המוניתארית של הפד צופים ריבית של 1.0% בסוף 2015:



עם סיום החורף ופרסום נתוני חודש מרץ (במהלך חודש אפריל) אנו צופים שהנתונים הכלכליים יפתיעו לטובה (החשוב מכולם: נתוני תעסוקה בחודש מרץ אשר יתפרסמו ב-4.4). מגמה של נתונים חיוביים יחסית לציפיות צפויה להביא להמשך עליית תשואות לכיוון 2.9%-2.8%.

זום אין: האם בנק ישראל מבצע quantitative easing?

בנק ישראל מדפיס כסף כאשר הוא רוכש מט"ח בשוק, אך בכל זאת אין סימני אינפלציה

- ✓ מאז המשבר הכלכלי בנק ישראל הגדיל באופן ניכר את המעורבות בשווקים, בעיקר בשוק המט"ח, אך גם בשוק האג"ח בשנת 2010. לאחרונה בנק ישראל חזר ומתערב בשוק המט"ח ורכש \$5.3 מיליארד בשנת 2013, ו-\$2.3 מיליארד בחודשים ינואר-פברואר 2014. מדובר בפעילות הזרמה מוניתארית קלאסית: בנק ישראל מגדיל את יתרות המט"ח ובתמורה כמות השקלים במערכת גדלה.
- ✓ בנק ישראל אמור לבצע פעולה של "עיקור" (sterilization) במטרה לספוג בחזרה את עודפי השקלים במערכת ולהגביל את גידול השטרות לגידול בתוצר הנומינלי.
- ✓ לבנק ישראל עומדים שני כלים לביצוע פעולה זו: הנפקת מק"מ ופיקדונות של הבנקים המסחריים בבנק ישראל. חשוב להוסיף, שבנק ישראל ממונה על סך השינויים בכמות הכסף, כולל השינויים בכמות הכסף הנובעים מפעילות תקציב המדינה ומימונו.
- ✓ בשנת 2013 האוצר ספג 10.5 מיליארד ₪ על ידי עודפי גיוס (מעל הגרעון בפועל). לעומת זאת, בנק ישראל הזרים 19.0 מיליארד ₪ על ידי רכישות מט"ח, וספג 2.4 מיליארד ₪ על ידי שימוש בכלים המוניתאריים (הזרמה של 2 מיליארד ₪ בפיקדונות השקליים וספיגה של 6.4 בשוק המק"מ). בסך הכול, גדל בסיס הכסף ב-6.4 מיליארד ₪, אשר מהווה גידול של 6.5%, מאד קרוב לגידול בתוצר הנומינלי אשר נאמד ב-6.0% בשנת 2013.
- ✓ בחודשיים הראשונים של שנת 2014 בנק ישראל התיר מעט את הרסן. בסיס הכסף כבר גדל ב-4.5 מיליארד ₪. יחד עם זאת, חשוב לציין שבנק ישראל לא בהכרח שומר על יציבות בבסיס

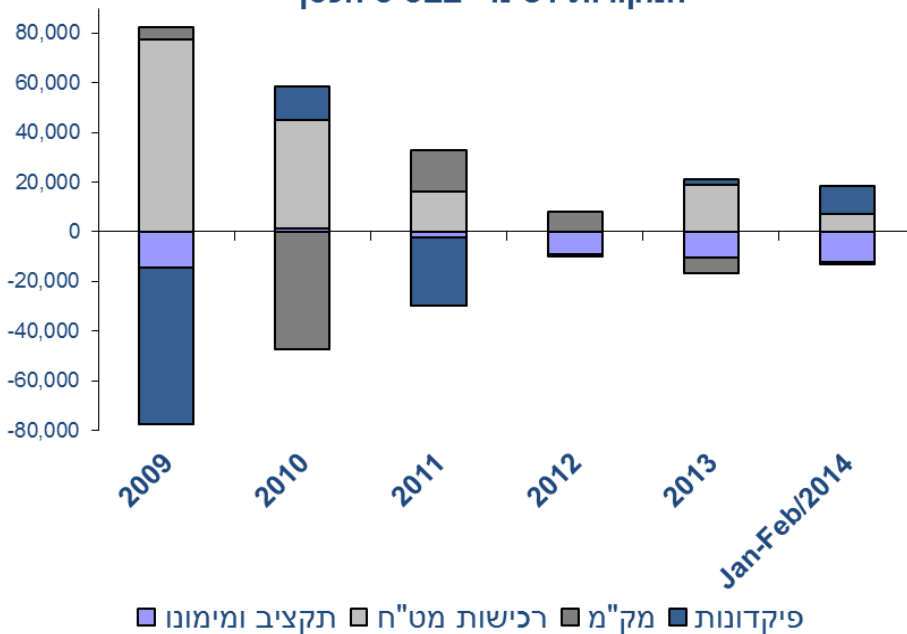
בשנת 2013 בנק ישראל דאג לעקר את השפעת ההזרמה המוניתארית הנובעת מרכישות מט"ח בשוק

בשנת 2014 נדמה שבנק ישראל מוכן לאפשר מעט הזרמה

הכסף ברמה חודשית. בנק ישראל רכש מט"ח בשווי 7.4 מיליארד ₪ (הזרמה), הפעילות התקציבית ספגה 12.2 מיליארד ₪ ובנק ישראל הזרים 9.5 מיליארד ₪, בעיקר דרך ירידה בפיקדונות בבנקים.

✓ **מסקנה:** בשנת 2013 בנק ישראל התמיד במדיניות העיקור (בניגוד למדיניות הפד בארה"ב) ושמר על קצב גידול של בסיס הכסף התואם את ההתרחבות בפעילות הכלכלית. בראשית 2014 בנק ישראל מאפשר מעט גידול בבסיס הכסף, אולי בגלל האינפלציה הנמוכה. במידה ומדיניות זו תימשך, צפויה השפעה אינפלציונית מתונה בעתיד, זאת גם על רקע האצה בפעילות הכלכלית.

המקורות לשינויי בסיס הכסף



מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
				23.3
	מדד מנהלי הרכש לייצור ולשירותים		החלטת ריבית	24.3
		מדד מחירים הבתים, , מכירות בתים חדשים	מכירות ברשתות השיווק	25.3
		בקשות משכנתא, הזמנות מוצרים בני-קיימא		26.3
		נתוני התמ"ג לרבעון הרביעי, תביעות דמי אבטלה, מכירות בתים תלויים	רכישות בכרטיסי האשראי	27.3
	ביטחון הצרכנים	הכנסה והוצאה פרטית, מדד ביטחון הצרכנים של אונ' משיגן		28.3

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 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 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.