

ירידה חדה בעודף החשבון השוטף עשויה להאיץ את מגמת הפיחות בשקל

נקודות עיקריות

מאקרו ישראל:

- מסתמן המשך בהתכווצות הייצוא התעשייתי ברבעון ג'. מדאיגה במיוחד הירידה בהזמנות ליצוא (בסקר מגמות של הלמ"ס) אשר אינה תומכת בשיפור קרוב בנתוני היצוא.
- היום יתפרסמו נתוני מאזן התשלומים לרבעון ב', **הרעה בחשבון השוטף צפויה להשפיע על השקל.**
- מדד האמון הצרכני ירד בצורה מתונה בלבד בחודשיים האחרונים.
- גביית מע"מ מקומי מצביעה על יציבות בצריכה בחודשים האחרונים.

אינפלציה:

- מדד אוגוסט, אשר יתפרסם מחר, צפוי להגיע ל-0.1%+, כאשר האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים צפויה לרדת ל-0.2% בלבד מ-0.3% ביולי.
- סקר הדיור צפוי להצביע על המשך ירידה במחירי הדיור.

מדיניות מוניטארית:

- אנו צופים יציבות בריבית עד סוף 2015 בה צפויה (אולי) העלאת ריבית ראשונה.
- צפויים פעריי ריביות שליליים במחצית השנייה של 2015.
- במידה שההאטה בפעילות תימשך והאינפלציה תפתיע כלפי מטה, צפויה מדיניות של QE (הקלה מוניטארית), כנראה על ידי אי עיקור של השפעת רכישות המט"ח בשוק.

מאקרו גלובלי:

- ביום שישי התשואות בארה"ב עלו על רקע נתונים חיוביים: גידול של 0.6% במסחר הקמעונאי באוגוסט ושיפור נוסף באמון הצרכני.
- קיימת דריכות לקראת הודעת הפד ביום רביעי ואפשרות לשינוי נוסח לגבי עיתוי העלאת הריבית הראשונה אחרי סיום ה-tapering.
- באירופה מסתמן שיפור בייצור התעשייתי בחודש יולי (עלייה של 1.0%) לאחר שלושה חודשים של התכווצות.

שוק האג"ח

- עליית תשואות בארה"ב בחמישי ובשישי (ב-15 נקודות בסיס) לא תטיב עם שוק האג"ח הישראלי היום.
- מכלול הנתונים הכלכליים בארה"ב תומכים בהעלאת ריבית בתחילת רבעון ב' 2015.
- ה-spread האפסי/שלילי באג"ח ישראל מעל אג"ח ארה"ב אינו מפתיע על רקע פערי אינפלציה ופערי צמיחה.
- במבט קדימה, סביר להניח שהתשואות הארוכות בישראל יגיבו בצורה הדוקה לשינוי בתשואות בארה"ב.
- הצמודים הבינוניים עדיפים על השחר המקביל לאור תמחור אינפלציה נמוך של 1.2%.

זום אין

לא צפוי גידול של ממש בקצב הנפקות ברבעון ד'

- השנה צפוי גרעון של כ-3.2%-3.0% במונחי תוצר.
- האוצר צפוי לשמור על קצב גיוס של 3.0-3.5 מיליארד ₪ לחודש (לא כולל הקצאת יתר או הנפקות קצרות) עד סוף השנה.
- בנוסף, צפוי גיוס לא סחיר של כ-1.5-1.0 מיליארד לחודש.
- עד סוף חודש ספטמבר האוצר יגייס כ-14 מיליארד ₪ נטו (הנפקות פחות פדיון הקרן) לצורך מימון הגרעון, מתוך יעד שנתי של 21-22 מיליארד ₪.
- האוצר צפוי לנצל כ-5 מיליארד ₪ מעודפי גיוס משנים קודמות (שימוש בפיקדון).

ריבית

נוכחית	0.25%
בסוף 2014	0.25%
בעוד שנה	0.25%

אינפלציה

12 ח' אחרונים	0.3%
3 ח' קרובים	0.2%
12 ח' קרובים	1.2%
2014	0.3%

שע"ח

שקל	דולר	אירו
4.7006	3.636	
שינוי שבועי	0.8%	0.8%
YTD	4.7%	-1.7%
3 ח' קרובים	3.65	4.65
שנה קדימה	3.75	4.55
אג"ח סחירות		ספט'

פדיון	3.7
הנפקות סחירות (ללא קצרות או החלף)	3.0
עודף פדיון	0.7

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1016	-0.74	-0.8	-0.9
בינוני 418	-0.37	-0.4	-0.5
ארוך 922	0.44	0.5	0.5
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 2683	0.30	0.3	0.30
בינוני 118	0.83	0.9	1.0
ארוך 324	2.53	2.65	2.7
US			
2y	0.57	0.6	0.65
5y	1.82	1.9	1.95
10y	2.61	2.7	2.75

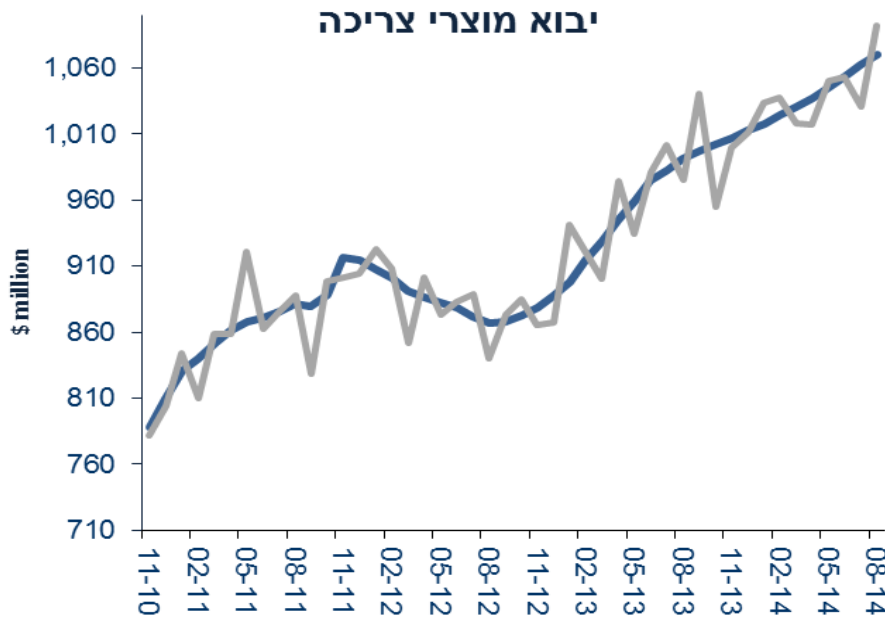
* ט"ק- החודש הקרוב
* ט"ב-3 חודשים

היצוא התעשייתי ממשיך להתכווץ ברבעון ג'

- ✓ לאחר ירידה של 22% ביצוא התעשייתי (בקצב שנתי), מסתמנת ירידה בשיעור דומה ברבעון ג' (בהנחה שהיצוא בספטמבר לא יגדל). משמעות הדבר, **תרומה שלילית של כ- 3% בתוצר ברבעון ג'**. בסך הכל החולשה ביצוא התעשייתי תואמת את החולשה בסחר העולמי אשר ירד ב- 4% מתחילת השנה, בקצב שנתי (ראה גראף).
- ✓ יבוא חומרי הגלם ירד ב- 4.2% ביוני-אוגוסט לאחר יציבות ברבעון הקודם. **ירידה ביבוא חומרי הגלם לא תומכת בגידול בייצור התעשייתי בעתיד.**
- ✓ **היבוא של מוצרי הצריכה ממשיך להתרחב** (על אף המלחמה) ב- 9.7% ביוני-אוגוסט לאחר גידול של 7.9% בשלושת החודשים הקודמים. באוגוסט יבוא מוצרי הצריכה עלה ב- 6% (לעומת יולי), תופעה אשר תואמת את הגידול בהכנסות ממסים בחודש האחרון. **הצריכה הפרטית כנראה שלא ממש נפגעה במלחמה.**

הצניחה ביצוא נמשכת במרבית הענפים, ובפרמצבטיקה בפרט

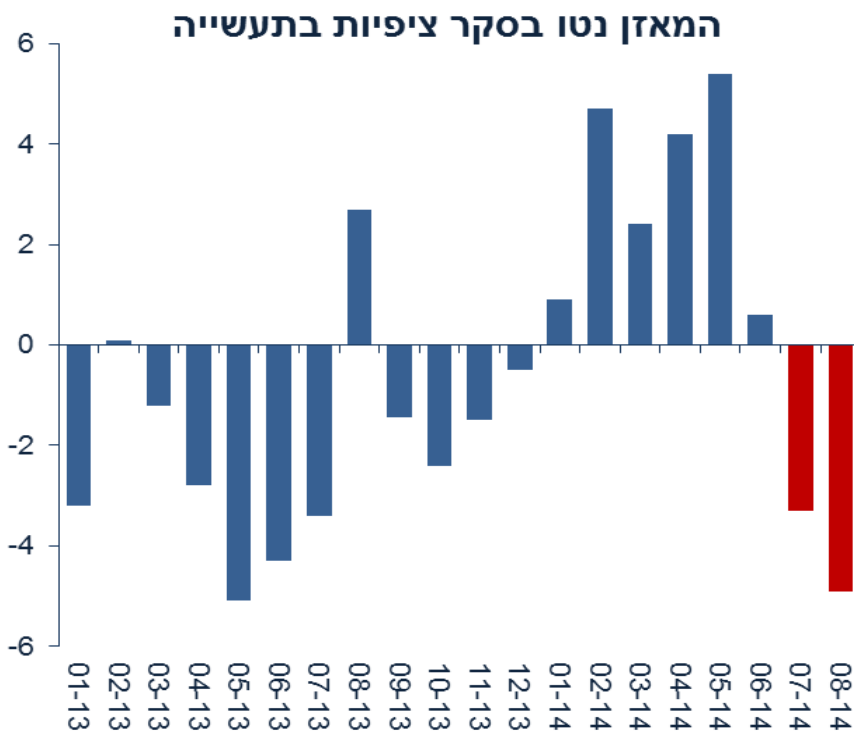




ירידה בהזמנות ליצוא
לא מבשרת טובות

הרעה בפסימיות בסקטור העסקי

האופטימיות של הסקטור העסקי נפגעה בצורה חדה במלחמה. מדד האמון ירד ל-8.6 באוגוסט מ-6.6 ביולי ו-6.2 ביולי. בתעשייה המדד ירד ל-4.9 באוגוסט מ-3.3 ביולי ו-0.6 ביולי. מדאיגה במיוחד הירידה בהזמנות בתעשייה ל-8.5 באוגוסט מ-1.5 ביולי. כצפוי, ההזמנות לשוק המקומי ירדו בצורה חדה. ירידה בהזמנות בתעשייה מאותתת על המשך ירידה בייצוא ובייצור התעשייתי בחודשים הקרובים. מספר התיירים הנכנסים ירד ב-13% באוגוסט לאחר ירידה של 30% בחודש יולי. אנו ממשיכים לצפות לירידה בתוצר של 1.5% ברבעון ג'.



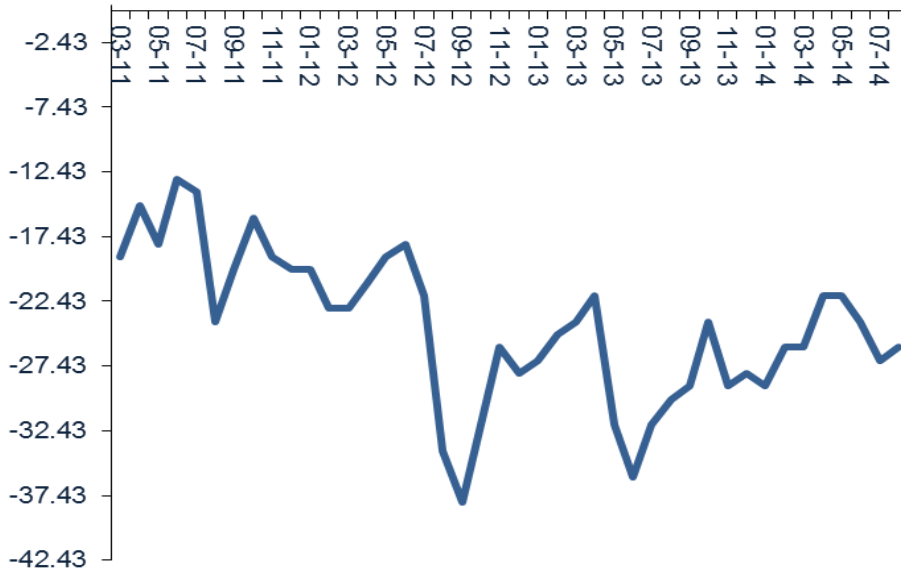
כנראה שלא חלה
צניחה בצריכה
בחודשי המלחמה

אין צניחה באמון הצרכני

רמת האמון הצרכני נותרה נמוכה באוגוסט (-26) לעומת יולי (-27) ערב ההסלמה במצב הביטחוני. אך לא מדובר בירידה חדה. ביוני המדד עמד על -24. נדמה שההוצאה של משקי הבית לא ממש נפגעה בתקופת העימות (למעט אולי בדרום). יציבות בהכנסות ממע"מ מקומי תומכת בהשערה זו.

**צפוי גרעון של -3.0%
3.2% השנה**

מדד האמון הצרכני של הלמ"ס



ההכנסות ממע"מ מקומי עלו בחודשיים האחרונים

גביית מע"מ מקומי עלתה בחודשים יולי-אוגוסט ב- 2.5% לעומת אותה תקופה אשתקד. אמנם גביית מע"מ מקומי בחודשים יולי-אוגוסט משקפת את הצריכה של החודשים יוני-יולי, אך עדיין מדובר בנתונים מעודדים לגבי יציבותה של ההתרחבות בצריכה הפרטית (כמו הגידול ביבוא מוצרי צריכה).

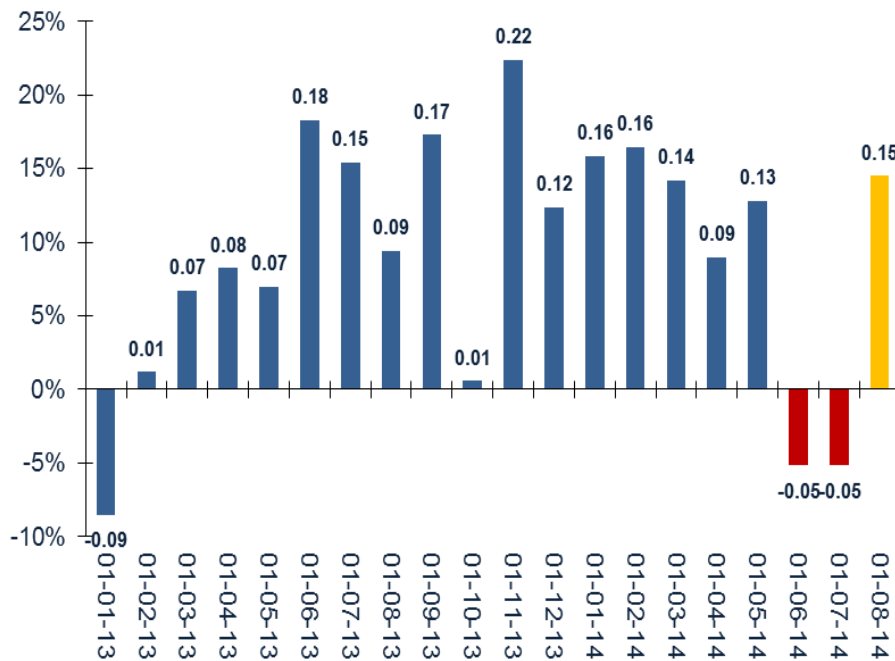
גביית מע"מ מקומי ברוטו מנוכה חקיקה*



* ממוצע נע של חודשיים

סך הגרעון הגיע ל- 1.9 מיליארד ₪ באוגוסט לעומת 2.6 מיליארד באותה תקופה אשתקד. ב- 12 החודשים האחרונים הגרעון נמצא על רמה של 2.6% תוצר. סביר להניח שבשליש האחרון של השנה הוצאות הביטחון יעלו במטרה לממן את מרבית הוצאות המלחמה כך שעד סוף השנה הגרעון יעלה ל- 3.0% תוצר או קצת יותר. **שוק ההון צפוי להתרכז יותר במסגרת התקציב של 2015 אשר בינתיים נדחתה.**

הגידול הנומינלי בהכנסות ממסים (לעומת חודש המקביל אשתקד)



שוק האג"ח, שוק המט"ח ומדיניות מוניטארית

תנועות ההון תומכות בפיחות בשקל

- ✓ ההשקעות הריאליות של זרים בישראל ממשיכות להתרחב בצורה מהירה עם גידול של \$670 מיליון ביולי וכמעט 7 מיליארד דולר מתחילת השנה. יחד עם זאת, לא ברור כמה מסכום זה הגיע לשוק המט"ח, חלק נשאר במט"ח או שמדובר בהחלפת מניות ברכישת חברה.
- ✓ ההשקעות הפיננסיות של הזרים בישראל המשיכו להיות מתונות ביולי (250 מיליון דולר), אך זינקו בחודש אוגוסט לסביבות 1.2 מיליארד דולר, כנראה לאחר הורדת הריבית המפתיעה בסוף החודש.
- ✓ נמשכות ההשקעות הפיננסיות הגדולות של ישראלים בחו"ל (\$1.5 מיליארד ביולי), אך לא ברור כמה מהרכישות בחו"ל גודרו. מתחילת השנה ישראלים רכשו מניות/אג"ח בחו"ל בהיקף של 9.7 מיליארד דולר (עד יולי) לעומת 9.4 מיליארד בכל שנת 2013.
- ✓ אנו ממשיכים לטעון שבסך הכל ישראלים משקיעים בחו"ל יותר מאשר ההשקעות של זרים בישראל. השאלה הגדולה הינה פוזיציות הגידור של סיכון המטבע על ידי גופים מוסדיים.

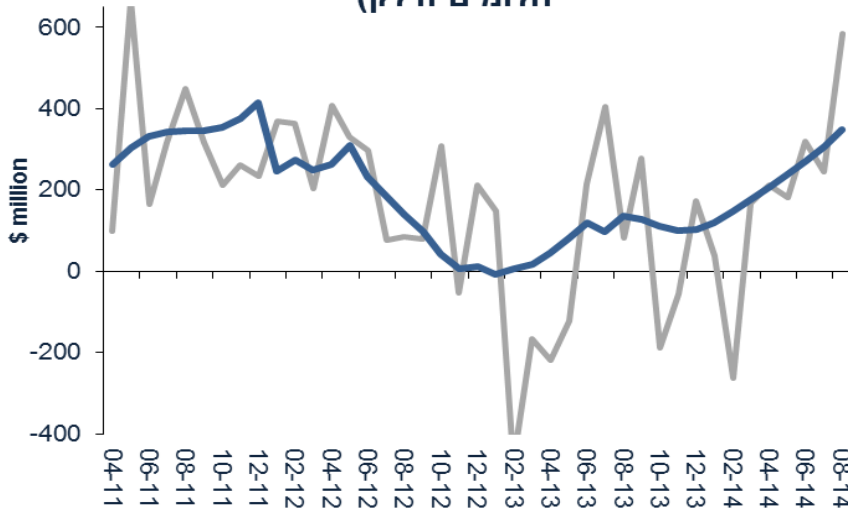
הפיחות בשקל עשוי להימשך על רקע ציפייה להמשך התחזקות הדולר בעולם

הגרעון בסחר גדל

היום הלמ"ס תפרסם את נתוני החשבון השוטף לרבעון ב'. לאחר גידול בעודף בחשבון השוטף ברבעון א' ל- 3.5 מיליארד דולר (מ- \$1.5 מיליארד ברבעון ד' 2013), צפויה ירידה ברבעון ב' (וכנראה ג'), זאת לאור הגידול בגרעון הסחר. ההרעה ברבעון ב' נובעת מירידה חדה בסך היצוא (סחורות ושירותים) ב-17.7% לעומת ירידה מתונה יותר של 4.5% ביבוא. כנראה צמצום בעודף בחשבון השוטף נמשך ברבעון ג'. אנו צופים עודף קטן ברבעון ב' של 1.0 מיליארד דולר

צמצום בעודף בחשבון השוטף לא תומך בשקל

גרעון הסחר הבסיסי (למעט אוניות, מטוסים, יהלומים ודלק)



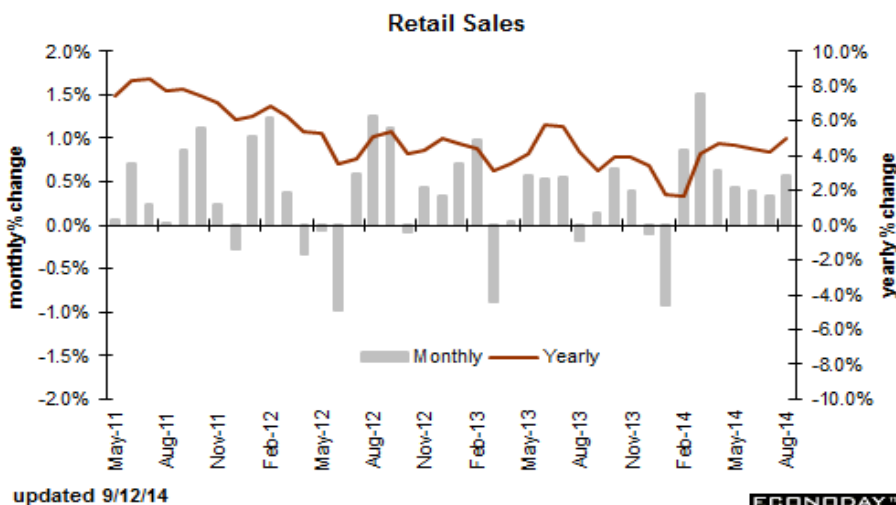
מאקרו גלובלי

ארה"ב: שיפור של ממש בצריכה הפרטית

- ✓ האשראי הצרכני זינק ב- 26 מיליארד דולר בחודש יולי לעומת גידול של 18.8 מיליארד ביוני.
- ✓ המסחר הקמעונאי עלה ב- 0.6% באוגוסט לאחר גידול של 0.3% ביולי (תיקון מאפס גידול).
- ✓ מדד האמון הצרכני עלה ב- 2.1 נקודות לרמה גבוהה מאוד של 84.6.

המסחר הקמעונאי עלה ב- 5.0% ב- 12 החודשים האחרונים

הצריכה הפרטית ממשיכה לתמוך בפעילות הכלכלית:



updated 9/12/14

ECONODAY™

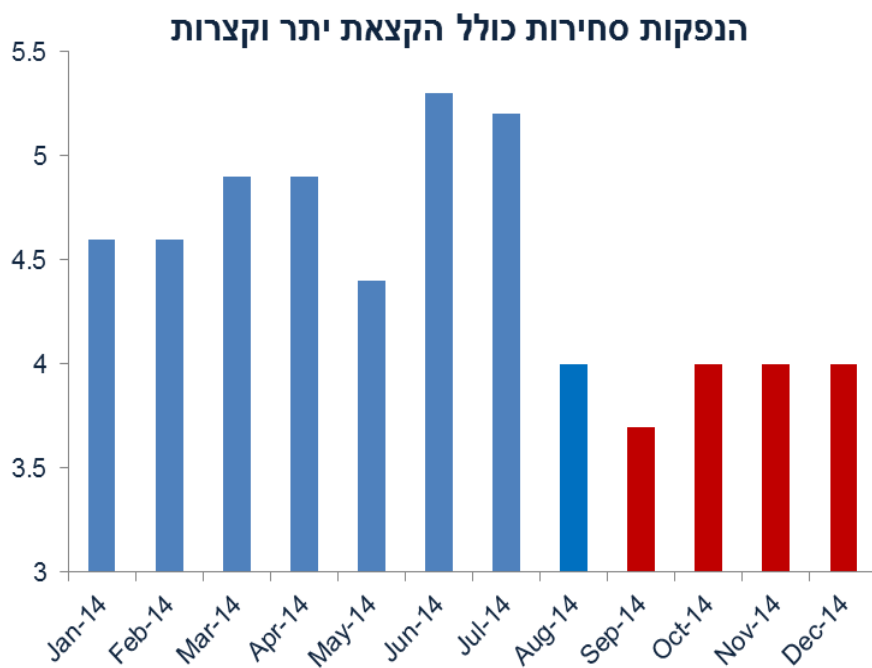
שוק האג"ח יגיב לשינוי נוסח בהודעה המוניטארית (ביום רביעי). מחיקה של המשפט המציין מתי תהיה העלאת ריבית ראשונה (considerable time after tapering ends) עלולה להביא להמשך עליית תשואות.

זום אין: לא צפוי שינוי של ממש בתוכנית הגיוס של האוצר עד סוף השנה

גיוס מוגבר במחצית הראשונה של השנה מקטין את הצורך בגיוס

לפי מודל ההנפקות שלנו, צפויה יציבות ברמת ההנפקות ברבעון ד', ואולי גידול מאוד מתון. האוצר צפוי להכריז על גיוס של כ- 3.0-3.5 מיליארד ₪ בחודש אוקטובר (למעט הנפקות קצרות), ו- 11 מיליארד ברבעון ד' כולו. ההנחות שלנו כוללות:

- ✓ הגרעון התקציבי יגיע ל- 3.0% תוצר ואולי מעט יותר. עד חודש אוגוסט הגרעון המצטבר הגיע ל- 2.6% (ב- 12 החודשים האחרונים).
- ✓ התחזית שלנו מניחה גידול חד בהוצאות הביטחון עד סוף השנה, והתמתנות בהכנסות ממסים.
- ✓ מדובר בגרעון למימון של כ- 28 מיליארד ₪.
- ✓ האוצר צפוי לנצל כ- 5 מיליארד ₪ מגיוס יתר משנים קודמות. בשנת 2013 גויסו כ- 7 מיליארד ₪ מעבר לגרעון בפועל.
- ✓ הפרטה (הכנסות ממכירת קרקעות) ומימון מחו"ל נטו צפויים להכניס עוד כ- 2-1.5 מיליארד ₪.
- ✓ לכן, האוצר ישאף לגייס כ- 22-21 מיליארד ₪ נטו (מעל פדיון הקרן).
- ✓ עד ספטמבר (כולל) האוצר יגייס נטו כ- 14 מיליארד ₪.
- ✓ האוצר נהנה מגיוס לא סחיר של כ- 1.5-1 מיליארד ₪ מדי חודש.
- ✓ צפוי גיוס סחיר ולא סחיר של כ- 15 מיליארד ₪ (לא כולל מכרזי החלף).
- ✓ צפוי פדיון של קרן וריבית של 8.0 מיליארד ₪.
- ✓ למרות עודף הגיוס, לא צפוי לחץ לעליית תשואות בחודשים הקרובים, זאת בשל הרמה הנמוכה של הגיוס הסחיר וביקוש גובר ממשקיעים זרים אשר מגלים עניין בשוק האג"ח הישראלי בשל התלילות הגבוהה בעקום לעומת משקים אחרים.
- ✓ יחד עם זאת, שוק האג"ח יתרכז יותר על מתווי הגרעון בשנת 2015.



סין	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
			מאזן התשלומים	14.9
		התפוקה התעשיתית	מדד מחירים לצרכן	15.9
	סקר הכלכלנים (ZEW)	מדד המחירים ליצרן	חשבונאות לאומיים	16.9
	מדד המחירים לצרכן	בקשות משכנתא, מדד המחירים לצרכן, החלטת ריבית של הפד		17.9
		תביעות דמי אבטלה, התחלות בנייה, אישורי בנייה, סקר הפד של פילדלפיה		18.9
		מדד האינדיקטורים המובילים		19.9

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 של לידר 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.