

כל עוד נשמרת היציבות בצמיחה קשה לצפות להורדת ריבית נוספת

נקודות עיקריות

מאקרו ישראל:

- מספר נתונים פורסמו בשבוע האחרון המעידים על התמתנות בצריכה הפרטית: ירידה בפדיון בענפי המסחר וקיפאון ברכישות בכרטיסי האשראי.
- שיעור האבטלה עלה ל- 5.9% (מ- 5.7%) אך נמשך הגידול המתון במספר המועסקים.
- בנק ישראל עדכן כלפי מטה את תחזית הצמיחה לשנת 2014 (ל-2.9%) לאור רבעון א' החלש.

אינפלציה:

- קצב האינפלציה השנתית צפוי לרדת ל- 0.4% לאחר פרסום יוני.
- צפויה התייקרות במוצרי החלב בתחילת חודש יולי.
- מסתמנת עלייה במחירי הנפט בעולם בשל התדרדרות במצב הגיאופוליטי בעיראק.

מדיניות מוניטארית:

- הורדה נוספת בריבית תלויה בהתמתנות של ממש בקצב הצמיחה עד סוף השנה.
- בנק ישראל מוטרד מבועת נכסים ולכן לא ימהר להוריד את הריבית.
- בנק ישראל מתמקד בציפיות האינפלציה קדימה, ומוכן לסבול חריגה מהיעד כל עוד היא זמנית (flexible inflation targeting).

מאקרו גלובלי:

- המשק האמריקאי ממשיך להפגין עוצמה וחזרה לקצב צמיחה פוטנציאלי.
- מסתמנת אופטימיות בתעשייה (PMI), שיפור באמון הצרכני וגידול במכירות של בתים.
- האינפלציה הגלומה בצריכה עלתה ב- 1.8% ב- 12 החודשים האחרונים, ו- 1.5% בליבה.
- יחד עם זאת, הצריכה הפרטית אכזבה ועלתה ב- 0.2% בלבד במאי.

ריבית

נוכחית	0.75%
בסוף רבעון ג' 2014	0.75%
בעוד שנה	0.75%
אינפלציה	
12 ח' אחרונים	1.0%
3 ח' קרובים	0.6%
12 ח' קרובים	1.1%
2014	0.2%
שע"ח	דולר
השקל	3.434
שינוי שבועי	-0.3%
YTD	-1.0%
3 ח' קרובים	3.48
שנה קדימה	3.47
אג"ח סחירות	יולי
פדיון	1.3
הנפקות סחירות (ללא קצרות)	3.5
עודף פדיון	-2.2

שוק האג"ח

- פחתו מאד הסיכויים להורדת ריבית לאור החשש להתפתחות בועת נכסים.
- ירידה בפוטנציאל להפחתת ריבית מקטינה את האטרקטיביות של הארוכים.
- סימנים להתגברות באינפלציה בארה"ב יביאו בסופו של דבר לעליית תשואות.
- למרות תת ביצוע בגרעון השנה, אי הסכמה לגבי הקיצוצים הנדרשים בשנת 2015 עלולה להעיב על שוק האג"ח.
- הירידה בפוטנציאל להורדת ריבית, סיכונים גיאופוליטיים ורעש שלילי סביב תקציב 2015 לא תומכים בצמצום נוסף בפרמיית סיכון הגלומה בארוכים.
- יחד עם זאת, בחודשים יולי-אוגוסט האוצר מצמצם הנפקות ל- 9.5 מיליארד ש"ח מול פדיון סחיר של 22.1 מיליארד ש"ח (קרן וריבית).

עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 5472	-0.21	-0.3	-0.5
בינוני 418	-0.32	-0.4	-0.5
ארוך 922	0.48	0.55	0.7
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 2683	0.69	0.7	0.75
בינוני 118	1.31	1.35	1.50
ארוך 324	2.80	2.9	3.1
US			
2y	0.47	0.5	0.55
5y	1.64	1.75	1.85
10y	2.54	2.65	2.8

זום אין

האם הביקוש (והמחירים) לשכירות יעלו בהמתנה ליישום מע"מ אפס?

- גם בקיץ 2011 (המחאה החברתית) חלה ירידה בביקוש לרכישת דירות על רקע ציפיה לביצוע מהלכים משמעותיים להוזלת מחירי הדיור על ידי הממשלה.
- מחירי הרכישה ירדו בתקופה זו ומחירי השכירות עלו לקצב כפול מהעונתיות הרגילה.
- אכזבה מצעדי הממשלה הביאה לעלייה מחודשת בביקוש לרכישת דירות.
- במידה ותופעה דומה תתרחש בחודשים הקרובים (הסטה זמנית בביקוש לרכישה וביקוש לשכירות) על רקע המתנה ליישום מע"מ אפס, צפויה עלייה בביקוש לשכירות.
- בתרחיש זה, מדדי הקיץ (יוני-אוגוסט) עלולים להפתיע כלפי מעלה ולהגיע ל- 1.0% במצטבר במקום 0.6%.

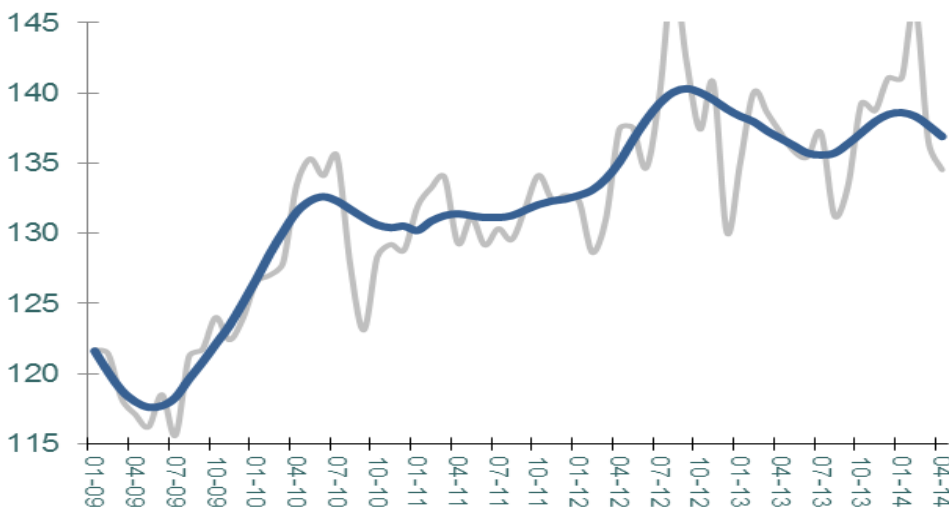
* ט"ק- החודש הקרוב
* ט"ב- 3 חודשים

הייצור התעשייתי יורד אך התעשיינים אופטימיים

הייצור התעשייתי ירד ב- 1.4% בחודש אפריל לאחר ירידה של 6.6% בחודש מרץ. במונחים של שלושת החודשים פברואר-אפריל מדובר בירידה של 4.8% בקצב שנתי לאחר גידול של 4.3% בשלושת החודשים הקודמים. עיקר הירידה התרחשה בענפי הטכנולוגיה העלית והמעורבת עלית. מספר שעות העבודה ירד ב- 3.2% בשלושת החודשים האחרונים. לעומת זאת, מדד מנהלי הרכש בתעשייה עלה בחודש מאי ב- 4.2 נקודות ל- 55.6. נקווה שמדד מנהלי הרכש מהווה אינדיקטור מוביל אמין (leading indicator). אם כן, צפוי שיפור בייצור התעשייתי בחודשים הקרובים.

נתונים סותרים לגבי התעשייה

הייצור התעשייתי

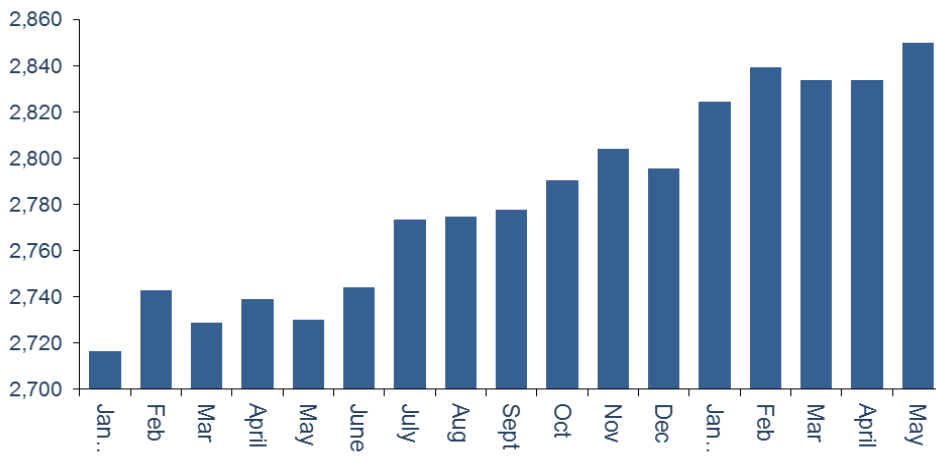


נתוני תעסוקה עדיין סבירים: המשך גידול במספר מועסקים, בעיקר בגילאים 25-64

למרות ששיעור האבטלה עלה ל- 5.9% במאי מ- 5.7% באפריל, נמשך הגידול במספר המועסקים אך שיעור ההשתתפות עלה במקביל מ- 64.0% ל- 64.1%, התפתחות בהחלט מעודדת. בהסתכלות על החתך של הגילאים 25-64, שיעור האבטלה נותר יציב סביב 5.2%, ירידה מ- 5.4% בתחילת השנה, תוך כדי גידול מואץ במספר מועסקים בקצב שנתי של 2.9% (מתחילת השנה). **בחודש מאי חל גידול של 16 אלף מועסקים לאחר אי שינוי בחודשיים האחרונים.**

האבטלה עלתה מעט אך נמשך הגידול במספר המועסקים

מספר המועסקים במשק בגילאים 25-64 (מנוכה עונתיות)



בכל זאת, מסתמנת התמתנות בצריכה

הפדיון בענפי המסחר מדשדש מתחילת השנה וירד ב- 2.3% בחודשים פברואר-אפריל (בקצב שנתי).

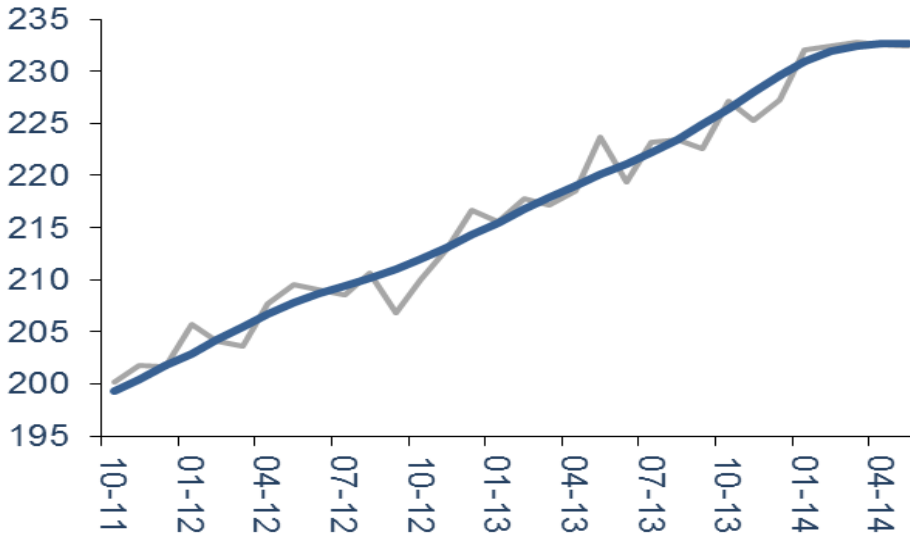
סימנים להתמתנות בצריכה הפרטית



מסתמנת התמתנות גם ברכישות בכרטיסי אשראי

לאחר גידול רציף ברכישות בכרטיסי האשראי, בחודשים האחרונים מסתמנת התמתנות. בחודשים מרץ-מאי הרכישות עלו ב- 1.4% בלבד (בקצב שנתי) לאחר גידול של 7% בשלושת החודשים הקודמים.

רכישות בכרטיסי אשראי



בנק ישראל מעדכן את תחזית הצמיחה כלפי מטה ל- 2.9% בשנת 2014

לאור החולשה בפעילות ברבעון א' (צמיחה של 2.7%) ועדכון כלפי מטה של התחזית הגלובלית של ה-OECD (מ- 3.2% ל- 2.8%), בנק ישראל עדכן כלפי מטה את תחזית הצמיחה של ישראל ל- 2.9% (מ- 3.1% בתחזית של ה- 4/14 ו- 3.3% בתחזית של ה- 12/13) ולמעט השפעת הגז הטבעי ל- 2.6% מ- 2.8%. בנק ישראל צופה כעת גידול של 2.3% בצריכה הפרטית השנה (עודכן מ- 3.2% בתחזית הקודמת), גידול של 2.3% בהשקעות (עודכן מ- 4.8%), אך גידול מרשים של 5.9% ביצוא! (מ- 4.2% בתחזית הקודמת). האינפלציה תעמוד על 0.4% בשנת 2014 (רבעון ד' 2014 לעומת רבעון ד' 2013) ו- 1.6% מרבעון ב' 2014 לרבעון ב' 2015, רמה גבוהה יחסית. הריבית תעמוד על 0.75% בסוף 2014 ו- 1.5% בסוף 2015.

בנק ישראל מוריד את תחזית הצריכה וההשקעות, מעלה את היצוא (!)

שוק האג"ח, שוק המט"ח ומדיניות מוניטארית

החלטת הריבית לא הפתיעה

החלטת בנק ישראל להשאיר את הריבית ללא שינוי הייתה צפויה לאור עדכון אומדן הצמיחה ברבעון א' כלפי מעלה, ופרסום של מספר נתונים חיוביים אחרים כגון המדד המשולב (עלייה של 0.2% בחודש מאי), גידול במכירות ברשתות השיווק ושיפור במדד האמון הצרכני. כעת בנק ישראל מדבר על **יציבות** בקצב צמיחה מתון בדומה לקצב במחצית השנייה של 2013, ולא על "אי בהירות" כפי שנאמר בהודעת הריבית הקודמת.

בנק ישראל מודאג ממחירי הנכסים: נדל"ן ואג"ח קונצרני

לפי בנק ישראל ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק ההון עלו בחודש האחרון ל- 1.6%. בנק ישראל מסתכל על הסדרות הקצרות (מח"מ של פחות משנה) ומוסיף אומדן עבור מדדי אפרייל-מאי. 14 חזאים צופים 1.4% בממוצע.

בחודשים הקרובים קצב האינפלציה השנתית (בחישוב 12 החודשים אחורה) צפוי לרדת אל מתחת לאינפלציה באירופה (0.5%), נמוך בהרבה מיעד האינפלציה של הממשלה, ואפילו שלילי (-0.1%) בחודש אוקטובר YOY. **בנק ישראל מודע לתופעה זו, וטוען שהיא תהיה זמנית. כל עוד ציפיות האינפלציה קדימה בשוק ההון ובקרב החזאים יישארו מעל אחוז, קשה לצפות להורדת ריבית.**

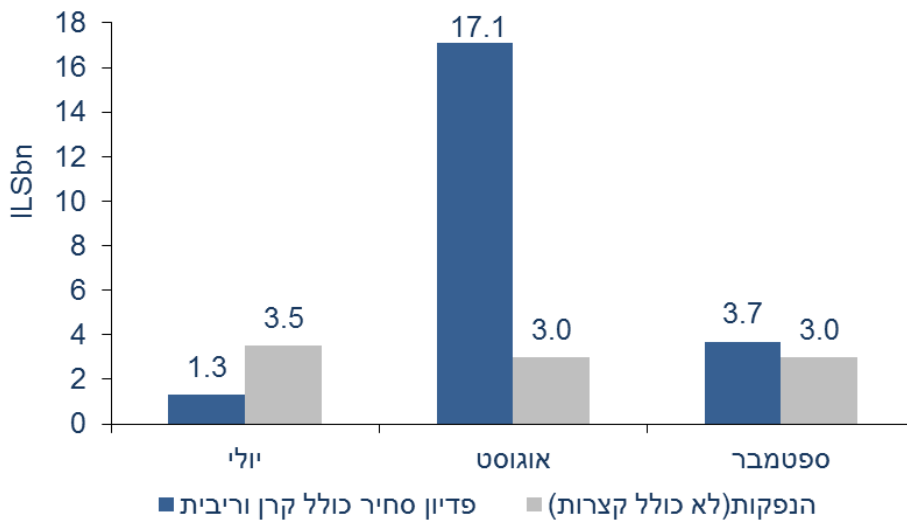


עודף פדיון גדול בחודשים הקרובים

בשלושת החודשים הקרובים (יולי-ספטמבר) האוצר יוריד מעט את קצב ההנפקות ל-9.5 מיליארד ₪ (למעט אג"ח קצרות, מכרזי החלף ו-buy-back), זאת לעומת תוכנית של 10.5 מיליארד ₪ בשלושת החודשים הקודמים (אפריל-יוני). לעומת זאת, בתקופה זו צפוי פדיון סחיר גדול של 22.1 מיליארד ₪ (קרן וריבית), בפרט בחודש אוגוסט (17.1 מיליארד ₪). עודף פדיון גדול יתמוך באפיקים הארוכים, אך מהניסיון שלנו, גורמים אחרים כגון כיוון התשואות בארה"ב ומגמות באינפלציה אצלנו ישפיעו יותר.

*עודף פדיון גדול
באוגוסט יתמוך בשוק
האג"ח*

הנפקות ופדיון של אג"ח ממשלתי ללא מכרזי החלף

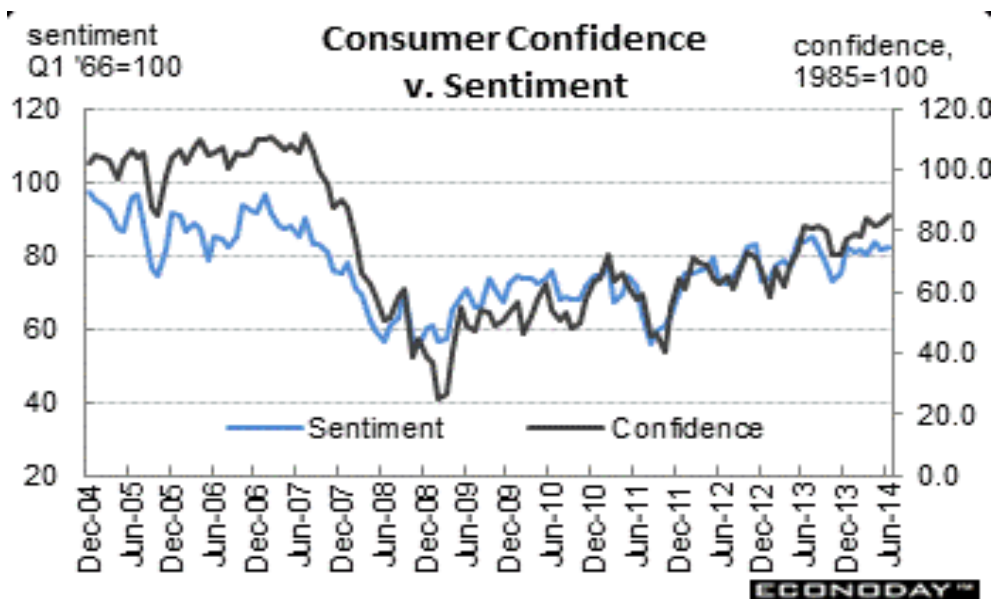


מאקרו גלובלי

ארה"ב: שוב נתונים טובים (יחסית) והתשואות יורדות

- ✓ מסתמן גידול של ממש במכירות של בתים חדשים (+18.6% במאי) ויד שנייה (+4.9%).
- ✓ מדד מנהלי הרכש עלה ב-1.3 נקודות ביוני ל-57.5, וההזמנות חדשות עלו ל-161.7!
- ✓ מדד אמון הצרכני עלה ב-2.3 נקודות ל-85.2 ביוני, החודש הרביעי ברציפות מעל רף ה-80.

הפעילות בתעשייה
ובצריכה הפרטית
מתחזקת

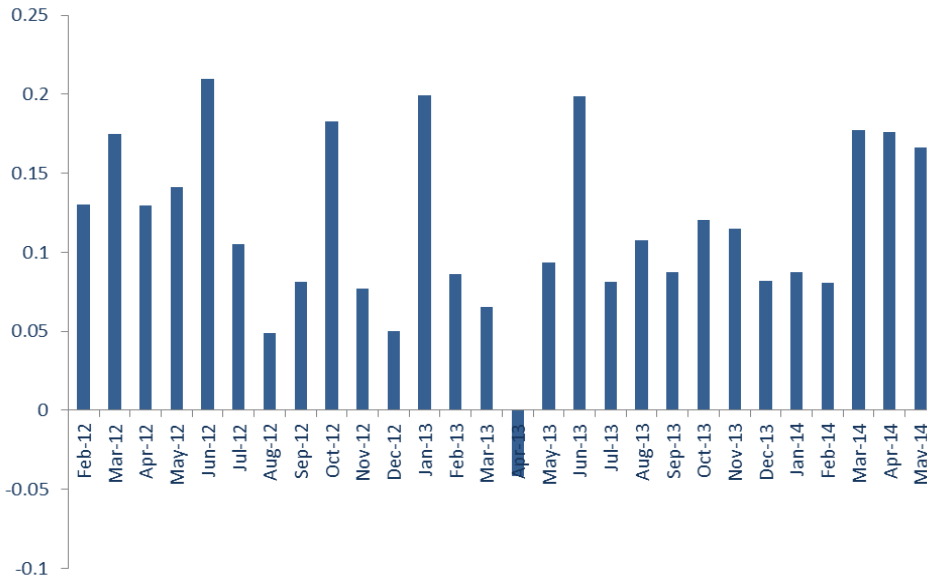


- ✓ מספר דורשי העבודה ירד ב-2,000 איש ל-312 אלף.

- ✓ ההכנסה האישית עלתה יפה (0.4%) אך הצריכה הפרטית עלתה פחות (0.2%) במאי.
- ✓ אינפלציית הליבה בצריכה הפרטית (PCE) עלתה ל-1.5% ב-12 החודשים האחרונים לעומת 1.4% לפני חודש. זה החודש השלישי ברציפות שהאינפלציה עלתה ב-0.2% מדובר במדד האהוב על ידי הפד. האינפלציה (כולל אנרגיה ומזון) עלתה ב-1.8% מ-1.6%

האינפלציה בארה"ב נמצאת במגמת עלייה

עלייה חודשית במחירי הצריכה הפרטית (PCE) ללא מזון ואנרגיה



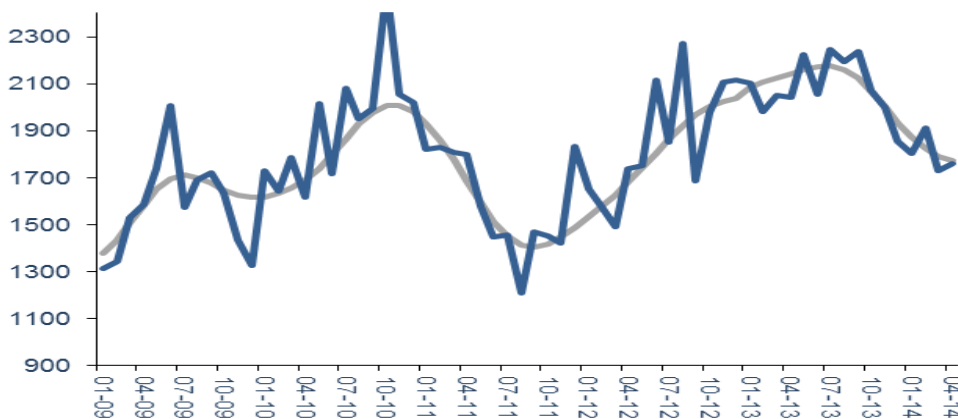
נדמה ששוק האג"ח מתעלם ממגמת ההאצה באינפלציה בארה"ב, גם ב-PCE וגם ב-CPI.

זום אין: ציפייה לירידה במחירי הדיור (מע"מ אפס) עלולה להביא לעלייה במחירי השכירות

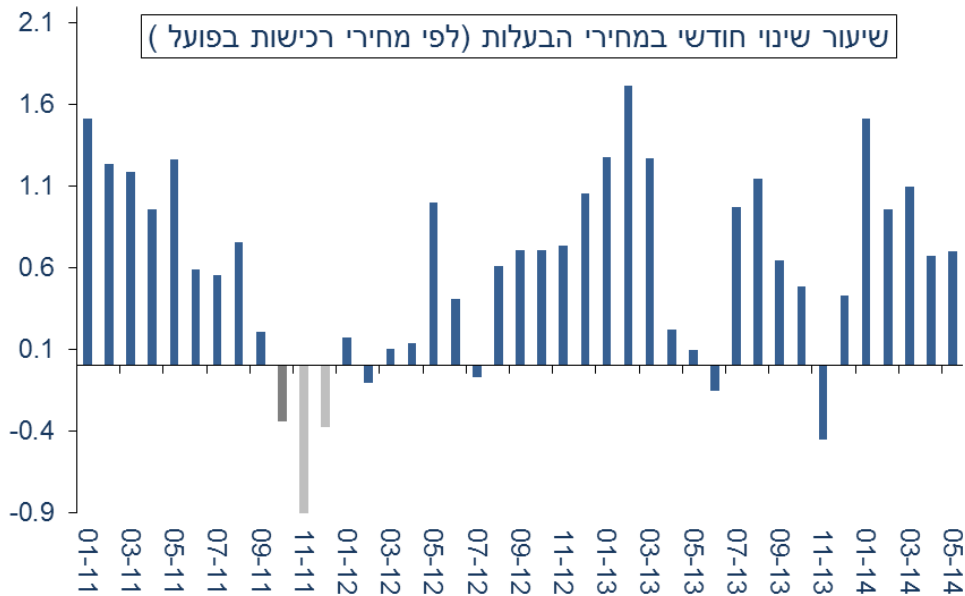
מה ניתן ללמוד מהמחאה החברתית? בקיץ 2011 התגברו הציפיות בקרב הציבור (זוגות צעירים בפרט) שהממשלה תפעל להוזלת מחירי הדיור, זאת בעקבות המחאה החברתית. תופעה זו הביאה לירידה (זמנית) ברכישת דירות חדשות במחצית השנייה של שנת 2011:

המחאה החברתית הביאה לירידה זמנית בביקוש לרכישת דירות

מכירות של דירות חדשות



גם מחירי הדירות לרכישה ירדו מעט, בשיעור מצטבר של 1.6% מאוגוסט 2011 לנובמבר 2011:

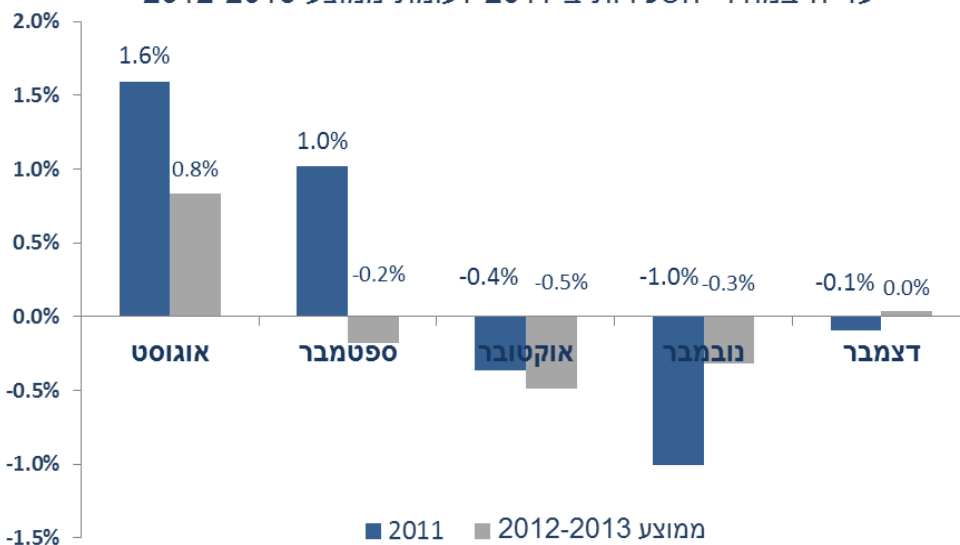


... ולירידה במחירי הדירות

מה קרה למחירי השכירות (לפי מחירי חוזי שכירות מתחדשים)? בהחלט הייתה השפעה קצרת טווח. מחירי השכירות עלו ב- 1.6% בחודש אוגוסט, כפול מהעלייה העונתית הרגילה (0.8%). ספטמבר מחירי השכירות עלו ב- 1.0% לעומת יציבות בעונתיות הרגילה (בחודש ספטמבר משפחות שואפות להיות כבר במקום המגורים החדש לפני תחילת שנת הלימודים). יחד עם זאת, האכזבה מהעדר פיתרון של ממש על ידי הממשלה הביאה לירידה בביקוש לשכירות ולירידת מחירי השכירות כבר בחודש נובמבר (-1.0%).

ולהסטה (זמנית) לביקוש לשכירות

עלייה במחירי השכירות ב-2011 לעומת ממוצע 2012-2013



במידה ותופעה דומה תחזור על עצמה בחודשי הקיץ של 2014, תתכן הפתעה כלפי מעלה באינפלציה.

במדדי יוני-אוגוסט הנחנו קצב עלייה מתונה במחירי השכירות (בדומה לשנה שעברה). במידה וקצב ההתייקרות יעלה כמו ב- 2011 (כפול מעונתיות הרגילה), האינפלציה המצטברת בשלושת החודשים הקרובים עלולה להגיע ל- **1.0% במקום 0.6%**.

*ציפייה למע"מ אפס
עלולה להביא
לתופעה דומה
ולהפתעה באינפלציה*

מזרח	גוש הירח	ארצות הברית	ישראל	
	M3 Money Supply (May) CPI Estimate (Jun)			29.6
	Markit EZ Manuf. PMI (Jun F) Unemployment Rate (May)	Pending Home Sales (May) Chicago Purchasing Manager (Jun) Dallas Fed Manf. Activity (Jun)	מכירות של דירות חדשות	30.6
Manufacturing PMI (Jun) HSBC Manuf. PMI (Jun F)	PPI (May)	Markit US Manuf. PMI (Jun F) ISM Manuf. (Jun) Construction Spending (May)		1.7
	Markit EZ Services PMI (Jun F) Retail Sales (May) ECB Main Refinancing Rate	MBA Mortgage Applications ADP Employment (Jun) Factory Orders (May)		2.7
HSBC China Services PMI (Jun)		Trade Balance (May) Unemployment Rate (Jun) Jobless Claims		3.7
		No Trading (Independence Day) Markit US Services PMI (Jun F) ISM Non-Manf. Composite (Jun)		4.7

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.