

24.08.14

אינפלציה 12 חודשים הבאים

0.9%

אוגוסט

0.3%

ספטמבר

-0.1%

אוקטובר

0.1%

ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים

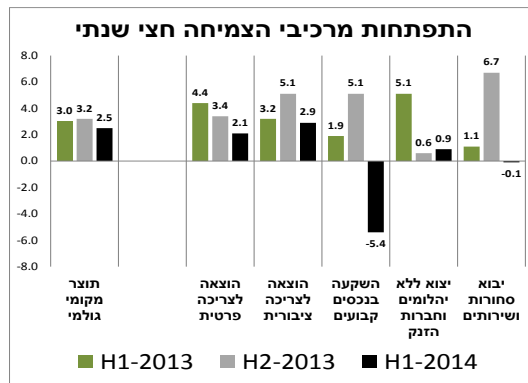
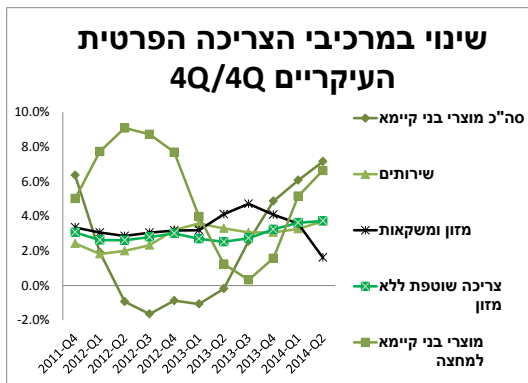
0.50%

## עיקרי הדברים

- ההאטה בצמיחת המשק נובעת ממספר תחומים ספציפיים. ניכרת האטה בצריכת המזון, בהשקעות בבנייה למגורים ולא למגורים וביצוא הסחורות. ביתר התחומים לא הייתה האטה בצמיחה ואף נרשם שיפור.
- בנק ישראל צפוי להשאיר את הריבית ללא שינוי בהחלטתו השבוע. פיחות השקל מקטין סיכוי להורדת ריבית נוספת אך היא עדיין אפשרית בחודשים הקרובים.
- ניכרים סימני האטה בשוק הנדל"ן הסיני, מה שמעלה סיכון למשק הסיני.
- בבנקים המרכזיים בארה"ב ובבריטניה מתעוררים חילוקי דעות עמוקים יותר מבעבר לגבי המשך המדיניות הנוכחית. יחד עם זאת, רגיעה באינפלציה צפויה להמשיך ולתמוך באי העלאת ריבית עד למחצית הראשונה של 2015.
- ניכר שיפור בנתוני שוק הנדל"ן בארה"ב.
- עקום התשואות האמריקאי ממשיך להשתטח ולגלם עליה מאוחרת ואיטית בריבית.
- נמשך צמצום פערי התשואות בין שוק האג"ח הישראלי לאמריקאי. ציפיות האינפלציה הגלומות לטווחים הארוכים עדיין גבוהות מדי ביחס לסביבת האינפלציה הנוכחית והצפויה.
- עודף היצע, התחזקות הדולר והתאוששות איטית בביקושים עומדים מאחורי הירידה במחירי הסחורות בעולם. ירידה במחירי הסחורות שמקורה בגורמי היצע צפויה לתמוך בהתאוששות הכלכלית בעולם.

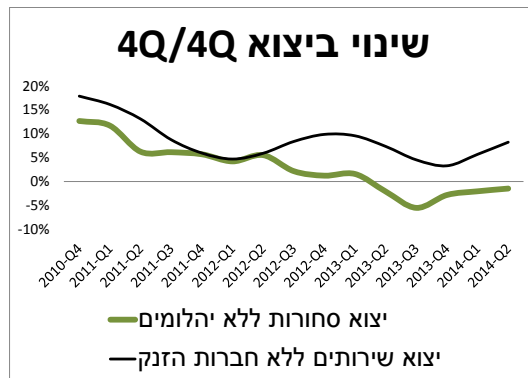
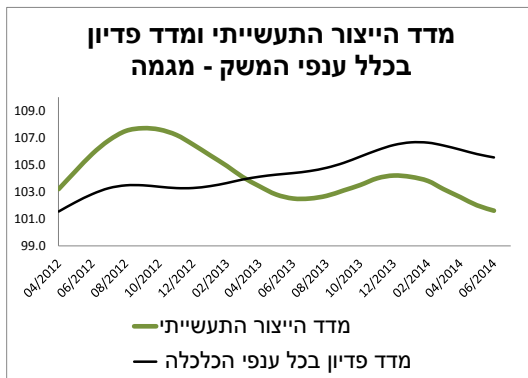
## מאקרו ישראל.

✓ נתוני התמ"ג לרבעון השני בישראל הצביעו על המשך האטה. אם נתמקד בנתונים חצי שנתיים, שהם "עמידים" יותר מפני עדכונים מאוחרים, נראה שהצמיחה במחצית הראשונה של 2014 ירדה ל-2.5% לעומת 3.2% במחצית השנייה של 2013. נרשמה ירידה בצריכה הפרטית, בצריכה הציבורית, בהשקעות וביבוא. גם הנתונים השוטפים שפורסמו בשבוע שעבר אודות הייצור התעשייתי ופדיון בענפי המשק, שכללו נתונים עד חודש יוני, היו חלשים מאוד והצביעו על ירידה כמעט בכל פרמטר אפשרי. אנו מעריכים שהמדד המשולב של בנק ישראל לחודש אוגוסט ירשום ירידה.



מקור: הלמ"ס

מבט מעמיק יותר על נתוני הצמיחה מגלה שהגורמים שהובילו לירידה בתוצר היו נקודתיים: ✓ מבט על השינוי בצריכה הפרטית בארבעת הרבעונים האחרונים לעומת ארבעת הרבעונים הקודמים מראה שהמרכיב היחיד שקצב התרחבותו ירד הייתה הצריכה של המשקאות והמזון. כל יתר סוגי הצריכה נמצאים במגמת התרחבות ואפילו מהירה ✓ ירידה בהשקעות משקפת ירידה בהשקעות בבנייה למגורים ולא למגורים. ההשקעות במכונות וציוד ע"י החברות נמצאות במגמת שיפור ועברו מהתכווצות לאי שינוי במבט על השנה האחרונה. ✓ גם ביצוא, שסובל מהאטה בכלכלה העולמית ומעוצמת השקל, התמונה לא חד משמעית. יצוא הסחורות במבט על ארבעת הרבעונים האחרונים עדיין מתכווץ, אך בקצב איטי יותר מאשר לפני שנה. קצב הצמיחה של יצוא השירותים דווקא השתפר. פחות השקל והמשך שיפור בכלכלה העולמית צפויים לתמוך ביצוא הישראלי במחצית השנייה של השנה.



מקור: הלמ"ס

✓ הימשכות המלחמה בעזה מאיימת לגרום לסטייה שלילית גם ברכיבי הצמיחה שמציגים מגמה חיובית. המשק עומד במצב מסוכן של האטה בפעילות שמעמיקה בגלל המצב

הביטחוני. כדי לשנות את המגמה השלילית נדרשת מדיניות אקטיבית של הממשלה בתקציב 2015 ולא רק "הזזת" מספרי הגירעון. מדיניות זו צריכה לכלול יישום רפורמות מבניות, הגדלה מסוימת ומבוקרת של הגירעון תוך נקיטת צעדים לייעול המערכת הציבורית, ביטול פטורים לא נחוצים ממס וכו'.

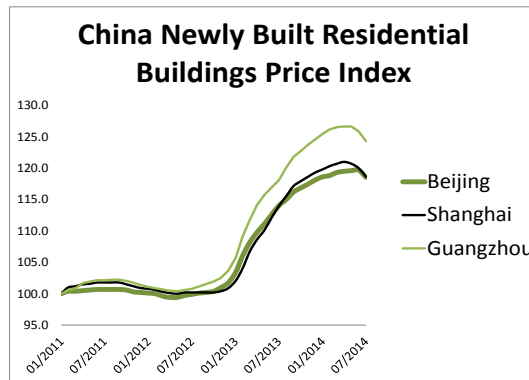
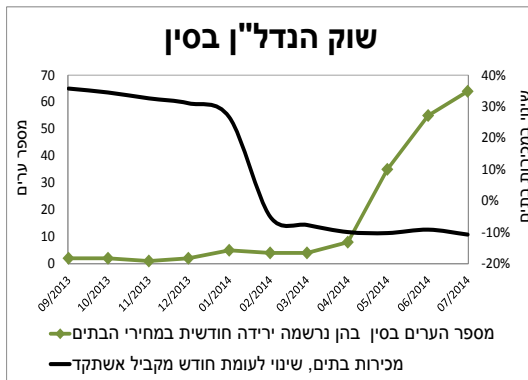
✓ בנק ישראל צפוי להערכתנו להותיר את הריבית ללא שינוי בהחלטתו הקרובה לאחר שהוריד אותה לפני חודש. הורדת הריבית כבר מגולמת בסיכוי מסוים בשוק המק"מ. להערכתנו, פיחות השקל שהיה לאחרונה, מפחית את הסיכוי להורדת ריבית נוספת, אך היא עדיין אפשרית בחודשים הקרובים.

## מאקרו עולם.

### שוק הנדל"ן הסיני מראה סימני היחלשות מהירה

לאחר שפיגר תקופה ארוכה, שוק המניות הסיני השיג בחודש האחרון תשואה גבוהה משמעותית לעומת מרבית השווקים בעולם. למרות העליות החדות, נראה לנו שהסיכונים המשתקפים מסין דווקא התעצמו בתקופה האחרונה.

מספר נתונים שהתפרסמו בחודש האחרון הראו שיתכן ועמוד התווך של הכלכלה הסינית, תחום הנדל"ן, מתחיל להיחלש. בשבוע שעבר נמסר שב-64 מתוך 70 הערים בסין ירדו מחירי הנדל"ן בחודש יולי. לצורך השוואה, בחודש מרץ היו 4 ערים בלבד בהן ירדו מחירי הבתים. במקביל, כמות העסקאות ירדה בכ-10% לעומת החודש המקביל אשתקד. בכל שלושת המחוזות הגדולים בסין חלה ירידה במחירי הבתים בחודשים האחרונים.



מקור: Bloomberg

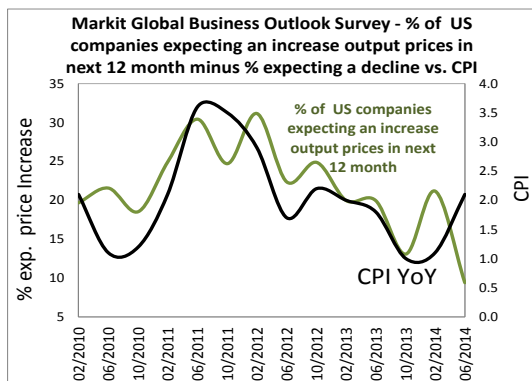
יש לציין שתחום הנדל"ן בכללותו מהווה כ-15% מהתוצר הסיני, כרבע מסך ההשקעות, 14% מהמועסקים. הוא אחראי על כ-20% מההלוואות הבנקאיות. הסקטור משפיע על הרבה ענפי פעילות אחרים. הממשלות המקומיות מסתמכות על התקבולים ממכירת קרקע למימון פעילותן. הבנקים משתמשים בנדל"ן כבטוחה להלוואות שונות, לאו דווקא קשורות לנדל"ן עצמו.

להבדיל מהאפיזודות הקודמות של התקררות בשוק הנדל"ן הסיני, שהיו יזומות ע"י הממשלה, הפעם מדובר בכוחות השוק שנובעים מעודף היצע, מינוף גבוה וירידה בביקושים ספוקולטיביים.

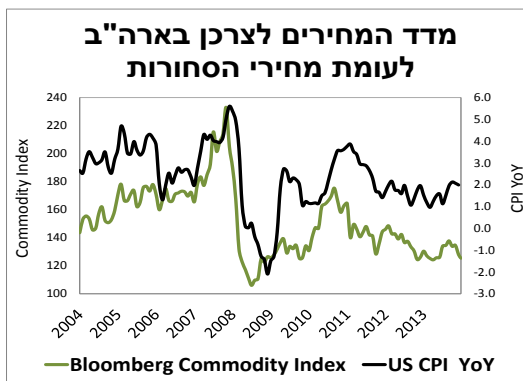
**חילוקי דעות בבנקים המרכזיים בארה"ב ובריטניה לגבי מועד העלאת הריבית**  
 מהפרוטוקולים של ישיבות הריבית של ה-FED ושל הבנק המרכזי האנגלי (BOE) עלה שהמתח וחילוקי דעות בשני הבנקים התגברו. שיפור בנתונים הכלכליים בשתי המדינות הובילו להופעת קולות בוועדות המוניטאריות שמרגישים לא נוח עם המשך המדיניות הנוכחית.

### למרות שיפור בכלכלה, לחצי האינפלציה נחלשים

בינתיים, נתוני האינפלציה והשכר שהתפרסמו מאז ישיבות הוועדה תמכו פחות בשינוי המדיניות. קצב האינפלציה באנגליה ירד ובארה"ב נותר כמעט ללא שינוי. למרות השיפור בכלכלה, קצב האינפלציה כנראה לא צפוי לעלות בזמן הקרוב, בעיקר בגלל הוזלת מחירי התשומות. ירידה במחירי הסחורות שהייתה לאחרונה ועלייה מתונה בהוצאות השכר צפויות להמשיך ולרסן את סביבת האינפלציה בארה"ב. מבחינה כלכלית מדובר בתופעה חיובית שצפויה לתמוך בפעילות, מבלי לזרז את העלאת הריבית.



מקור: MARKIT



מקור: Bloomberg

- ✓ **הנתונים באירופה היו חלשים, בארה"ב מתחזקים והשווקים מחזירים תוקף להזהרות של ילן**  
 נתוני הצמיחה החלשים באירופה עשויים להוסיף משקל נגד זירוז היציאה מהמדיניות המוניטארית הנוכחית. בשבוע שעבר התווספו גם מדדי מנהלי הרכש באירופה שהיו נמוכים מהתחזיות והצביעו על האטה, בעיקר במגזר התעשייתי.
- ✓ **הנתונים הכלכליים בארה"ב עצמה המשיכו להיות חזקים.** בעיקר בלטו נתוני שוק הנדל"ן שמתחילים לשקף שגם ענף זה מתחיל להתאושש.
- ✓ **בנוסף, נציין, שהשווקים הפיננסיים רשמו עליות שערם חזקות,** כאשר מדד S&P500 הגיע לשיא חדש ואג"ח מתחת לדירוג השקעה מחקו כמעט את כל הירידות שנוצרו אחרי האזהרה של הנגידה האמריקאית מפני התחממות יתר באפיק זה. המשך עליות שערם בקצב גבוה בשווקים הפיננסיים יתמוך בשינוי מוקדם יותר במדיניות ה-FED.

## שווקים.

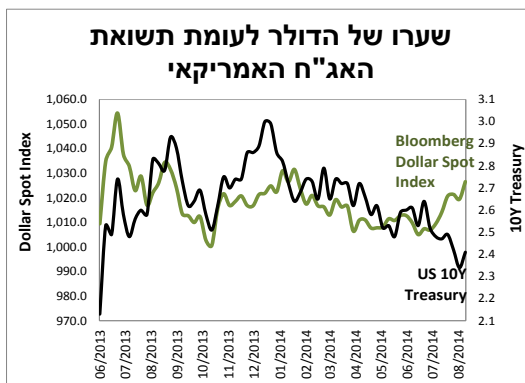
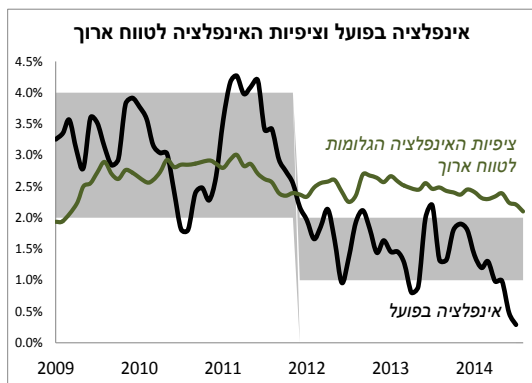
עקום התשואות האמריקאי ממשיך להשתטח ומגלם עליה מאוחרת ואיטית של הריבית

שוקי המניות והאג"ח הקונצרניות הספקולטיביות, כמו גם הדולר שמתחזק כמעט מול כל מטבע אחר בעולם, משדרים אופטימיות לגבי הכלכלה האמריקאית. מנגד, התשואות הנמוכות בשוק האג"ח מגלמות עלייה מאוחרת ואיטית בריבית. תשואות האג"ח עד 5 שנים נותרו כמעט ללא שינוי בשנה האחרונה. לעומת זאת, תשואות האג"ח הארוכות ממשיכות לרדת

**ציפיות האינפלציה הגלומות לטווחים הקצרים והבינוניים בשוק המקומי עלו**

בשוק האג"ח המקומי המשיך להצטמצם המרווח מול האג"ח האמריקאי. השינוי הבולט בשוק האג"ח המקומי שהתרחש בשבוע שעבר הייתה עלייה בציפיות האינפלציה לטווחים הקצרים והבינוניים שבאה לידי ביטוי בעיקר בעקבות עליות שערים באג"ח הצמודות בטווחים אלה. הציפיות הארוכות נותרו ללא שינוי.

הפער בין ציפיות האינפלציה לטווחים הקצרים לארוכים עדיין משמעותי. אנו חוזרים ומדגישים שלהערכתנו הסיבות לאינפלציה הנמוכה בישראל הן מבניות ולא זמניות. סיבות אלו משמרות את האינפלציה מתחת לרמה של 2% בשלוש השנים האחרונות, כאשר לאחרונה האינפלציה ירדה ל-0.3%. להערכתנו, ציפיות האינפלציה לטווחים הארוכים שעדיין נעות מעל 2% גבוהות מדי וצפויות להמשיך ולרדת.

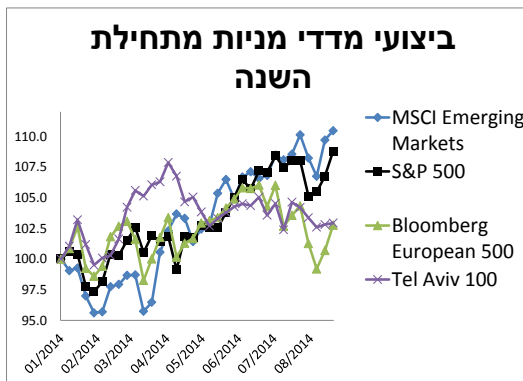
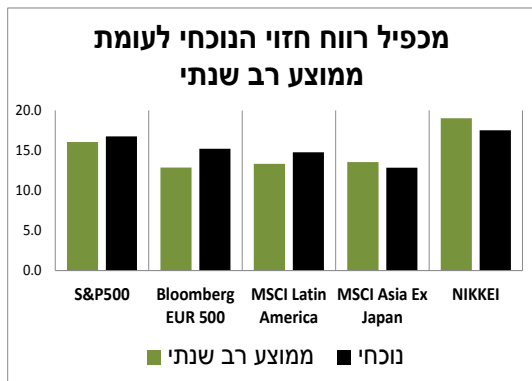


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**שוקי המניות עלו, אך לא בכל השווקים יש לכך תמיכה כלכלית**

שוקי המניות רשמו עליות שערים נאות בשלושת השבועות האחרונים ובסה"כ המשיכו את המגמה החיובית שהייתה מתחילת השנה. הכלכלה האמריקאית ממשיכה לספק נתונים כלכליים חיוביים. אולם, עלה הסיכון להמשך התאוששות במקומות האחרים בעולם. הכלכלה האירופאית האטה ברבעון השני. מתעוררות חששות מפני מיצוי השפעת התמריצים המוניטאריים ביפן מבלי שהכלכלה הגיעה לקצב צמיחה מספיק מהיר. בסין עלו הסיכונים משוק הנדל"ן בתקופה האחרונה, כפי שהרחבנו בפרק המאקרו של הסקירה.

לכן, חשיפה גיאוגרפית לשוק צריכה להיות סלקטיבית. מכפיל הרווח החזוי בארה"ב, באירופה ובאמריקה הלטינית גבוה לעומת הממוצע ההיסטורי, כפי שניתן לראות בתרשים מטה. יש לציין שהממוצע בארה"ב משקף תקופה ארוכה הרבה יותר מאשר במקומות האחרים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראד

מעל 10 שנים	10-6	5-2	עד 2 שנים	
<b>אג"ח ממשלתיות</b>				
+	+		+	• שקליות
-	-			• צמודות
		+		• ריבית משתנה
<b>אג"ח קונצרניות</b>				
		+	+	• דירוג AA- ומעלה
				• דירוג A+/A
		-		• דירוג A- ומטה
<p>סימן +/- מייצג תשואת עודף/חסר ביחס למדד. לגבי אג"ח ממשלתיות המדד להשוואה הוא מדד אג"ח ממשלתי. לגבי אג"ח קונצרניות המדד להשוואה הוא מדד אג"ח קונצרניות כללי.</p>				

#### פרטי מכין האנליזה

אלכס זבז'ינסקי, ת.ז. 304456437.  
 מרחוב ששת הימים 30, בני ברק  
 בעל רישיון משווק השקעות מספר 5411  
 השכלה- כלכלן  
 תואר ראשון בכלכלה וניהול – טכניון, חיפה.  
 תואר שני במנהל עסקים, – אוניברסיטת חיפה.  
 ניסיון תעסוקתי – 2010 ואילך: כלכלן ראשי- מיטב דש השקעות

2002-2009: אנליסט – בנק לאומי לישראל

**פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה**

מיטב דש ברוקראז' בע"מ.

מרחוב ששת הימים 30, בני ברק. טלפון 03-7903784; פקס: 03-7903818

**גילוי נאות מטעם מכין האנליזה**

למכין האנליזה לא ידוע על ניגוד עניינים במועד פרסום האנליזה.

**גילוי נאות מטעם מיטב דש ברוקראז' בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")**

ניתוח זו נועד לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בה חוות דעת, הצעה, המלצה או יעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בה. הסקירה מתבססת על מידע אשר פורסם לציבור, אשר מיטב דש ברוקראז' בע"מ ומיטב דש השקעות בע"מ (לשעבר: דש איפקס הולדינגס בע"מ) מניחים כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לבירור מהימנות, דיוק ושלמות המידע. המידע המופיע בסקירה זו אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע פוטנציאלי ואינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו. המידע, הפרטים והניתוח המפורטים, לרבות הדעות המובאות, בסקירה זו, עשויים להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. סקירה זו היא על דעת הכותבים בלבד ומשקפת את הבנתם ליום כתיבתה. סקירה זו אינה מהווה תחליף, בשום צורה שהיא, ליעוץ/שיווק השקעות המתחשב בנתוני וצרכיו הייחודיים של כל אדם. מיטב דש ברוקראז' בע"מ וחברות בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ, בעלי מניותיה, עובדיהם ו/או מי מטעמם לא יהיו אחראים, בכל צורה שהיא, לכל נזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בסקירה זו, ככל שייגרם כזה, וכן הם אינם יכולים לערוך ו/או להיות אחראים למהימנות, דיוק ושלמות המידע המפורט בסקירה זו. מיטב דש ברוקראז', הנמנית על קבוצת מיטב דש השקעות בע"מ, מבהירה כי היא וחברות אחרות בקבוצה עוסקות, במישרין או בעקיפין באמצעות חברות קשורות, לרבות החברה האם מיטב דש השקעות בע"מ, חברות אחיות וחברות בקבוצה, בין היתר, במתן שירותי ניהול השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות פנסיה, חיתום ובנקאות השקעות וכתוצאה מכך, למיטב דש ברוקראז', ולחברות אחיות וחברות אחרות בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ ו/או לבעלי עניין למי מבין החברות המפורטות דלעיל ולקוחותיהם, עשוי להיות עניין בניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנכללים בסקירה זו, ככל שמפורטים כאלה, מעת לעת, לפני פרסום הסקירה, בזמן פרסומה ולאחר פרסומה. מיטב דש ברוקראז' בע"מ אינה מתחייבת ואין בסקירה זו משום התחייבות להשגת תשואה כלשהי או רווח כלשהו כתוצאה מכל סוג של פעולה בהתאם לאמור בסקירה זו.

סקירה זו הינה רכוש הבלעדי של מיטב דש ברוקראז' בע"מ ואין להעביר לצד ג', להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הדוח, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב.

1. מיטב דש השקעות בע"מ ו/או תאגיד קשור לה ניהלו הנפקה פרטית / הצעה של ניירות ערך של התאגיד הנסקר במהלך 12 החודשים שקדמו למועד פרסום הסקירה דלעיל.
2. מיטב דש השקעות בע"מ או תאגיד קשור לה קיבלו מהתאגיד הנסקר תמורה מהותית בגין מתן שירותים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של הסקירה דלעיל.
3. מיטב דש השקעות בע"מ או תאגיד קשור לה צפויים לקבל תמורה בהיקף מהותי מהתאגיד הנסקר לאחר פרסום הסקירה דלעיל.
4. בעל שליטה בתאגיד הנסקר הינו בעל עניין במיטב דש השקעות בע"מ ו/או חברה קשורה לה.
5. במועד פרסום אנליזה זו, בעל השליטה בתאגיד המורשה מחזיק החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
6. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה, או למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור לו החזיקו החזקה מהותית, כהגדרתה בחוזר רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007, בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.

**עצמאות שיקול הדעת**

אני, אלכס זבז'ינסקי, בעל רישיון מספר 5411, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

**זבז'ינסקי אלכס**

**24/08/2014**

תאריך פרסום האנליזה