

14.12.14

## עיקרי הדברים

### אינפלציה 12 חודשים

הבאים  
**0.7%**

מדד נובמבר

-0.2%

מדד דצמבר

0.1%

מדד ינואר

-0.6%

### ריבית בנק ישראל צפויה

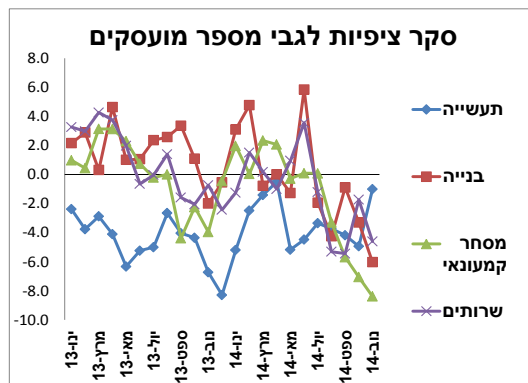
בעוד 12 חודשים

**0.25%**

- היצוא התעשייתי מישראל, בניכוי רכיב התרופות, ממשיך להשתפר. לעומת זאת, חלה ירידה בכל מרכיבי היבוא.
- עלייה באופטימיות של התעשיינים נרשמה בסקר הערכת מגמות בעסקים. בענפים האחרים לא חל שיפור. נמשכת הרעה בציפיות החברות בתחום התעסוקה.
- הגירעון הממשלתי צפוי לעלות לרמה של כ-3% בשנת 2014. גיוסי הממשלה בשוק האג"ח יישארו נמוכים.
- הירידה המצטברת במחיר הדלק צפויה לתמוך בצריכה הפרטית במשק. מדד המחירים לחודש ינואר עודכן כלפי מטה בגלל הירידה במחירי הנפט.
- הנתונים הכלכליים בארה"ב ממשיכים להיות חזקים מאוד ולתמוך בעלייה בשכר העבודה ובאינפלציה הליבה. אולם, ה-FED עשוי למתן את המסר לגבי ההעלאה הצפויה בריבית בגלל התנודתיות בשווקים הפיננסיים.
- הנתונים הכלכליים באירופה והיענות נמוכה למכרז ההלוואות של ה-ECB מגבירים את הסיכוי לתוכנית הרכישות באירופה.
- הנתונים הכלכליים בסין ממשיכים להיחלש. אולם, הענפים אותם מעוניין הממשל לפתח במסגרת הרפורמות צומחים בקצב גבוה יותר מאשר הענפים "הישנים".
- ההשפעה של הירידה החדה במחירי הנפט התפשטה כבר מעבר לאג"ח של חברות האנרגיה. גם המרווחים בענפים האחרים התרחבו משמעותית. אולם, ההשפעה החיובית של הזלת הנפט על הכלכלה והתנאים המוניטאריים המקלים צפויים לפעול להרגעת המשבר בשווקים.

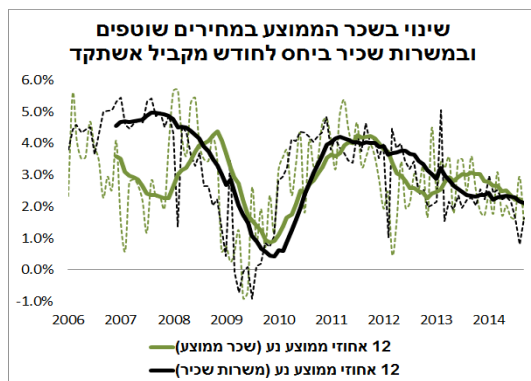
## מאקרו ישראל.

- ✓ היצוא התעשייתי במונחים דולרים נמצא במגמת שיפור, בעיקר היצוא ללא תרופות, למרות הירידה בחודש נובמבר. גם הממצאים של סקר הערכת מגמות בעסקים, שהתפרסם בשבוע שעבר, מראים שציפיות החברות השתפרו, בפרט לגידול ביצוא התעשייתי.
- ✓ לעומת זאת, נתוני היבוא בדולרים אינם מעודדים. ניכרת מגמה של ירידה בכל סוגי היבוא, כולל חומרי הגלם, מוצרי השקעה ומוצרי צריכה. יחד עם זאת, בדרך כלל התעשיינים מגיבים להתפתחויות ביצוא ולא פועלים על פי התחזיות. לכן, המשך עלייה ביצוא צפוי להוביל לשיפור בתחום היבוא.
- ✓ הנתון המטריד בסקר הערכות מגמות בעסקים מתייחס לציפיות העסקים למספר המועסקים אשר משקפות הרעה בכל הענפים, מלבד התעשייה, ובמיוחד במגזר המסחר הקמעונאי. יתכן והרעה בציפיות בענף הקמעונאות קשורה להעלאה הצפויה בשכר מינימום.



מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

**ירידה באינפלציה מעלה את כושר הקניה של הצרכנים. מדד ינואר עודכן לירידה של 0.6%.** הירידה במחיר הנפט שנרשמה מחודש יולי, מוזילה את מחיר הדלק במצטבר בכ-13% לעומת הממוצע של המחצית הראשונה של 2014, בהנחה שמחירי הנפט הנוכחיים יישארו. סך ההוצאה על הדלק בישראל (בנזין 95) הסתכמה בשנת 2013 בכ-21 מיליארד ₪ בשנה. הוזלת הדלק מפנה קרוב ל-3 מיליארד ₪ לצריכה אחרת. הוזלת הדלק המצטברת מורידה את ההוצאה לתצרוכת של משקי בית בכ-0.6% בממוצע. מתחילת החודש ירד מחיר הדלק מסוג Brent בכ-14% במונחים שקליים. אילו הירידה בשיעור זה תישמר עד סוף החודש, הוזלת הדלק צפויה להוריד כ-0.20% ממדד המחירים לחודש ינואר. בינתיים הורדנו את התחזית לחודש ינואר ב-0.1% למינוס 0.6%.

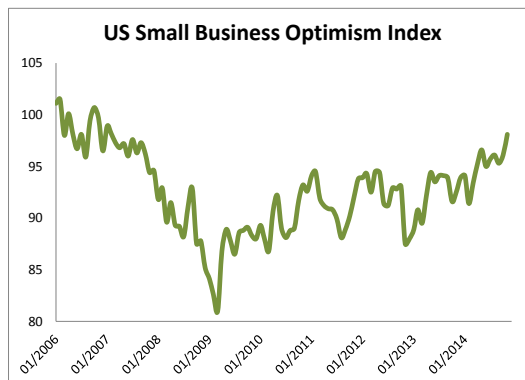


מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

## מאקרו בעולם.

ארה"ב מציגה האצה בפעילות הכלכלית. החלטת ה-FED תושפע מהתנהגות השווקים. הפער בין הנתונים הכלכליים המצוינים בארה"ב לבין שאר העולם ממשיך להתרחב. אין שובע שאנו לא מופתעים מעוצמת הכלכלה האמריקאית. בשבוע שעבר התפרסם שהמדד למצב העסקים הקטנים חזר למצב טרום משבר. גם מדד הסנטימנט הצרכני עלה מעל הציפיות. מספר משרות פתוחות המשיך לעלות. היחס בין מספר משרות פתוחות למספר המובטלים עלה בחודשים האחרונים בחדות ומתקרב לרמות שהיו לפני המשבר. ליחס זה יש, מטבע הדברים, קשר ישיר להתפתחות השכר שצפוי לעלות בחודשים הבאים.

הקצב השנתי של המכירות הקמעונאיות בארה"ב משתפר כבר מספר חודשים. לפי ההתפתחות האחרונה במכירות הקמעונאיות, האינפלציה בארה"ב בדרך למעלה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראד

ה-FED מגיע לשיבתו השבוע כאשר מולו ניצבת כלכלה אמריקאית המשתפרת במהירות שכוללת נסיבות שאמורות לגרום לעלייה בסביבת האינפלציה. אולם, מנגד ניצבת הכלכלה החלשה בשאר העולם, ירידה חדה במחירי הדלק והמצב השברירי בשווקים הפיננסיים. להערכתנו, שילוב של הכוחות המנוגדים יגרום ל-FED לאותת לשווקים שהריבית מתקרבת לעלייה, אך להדגיש שהעלאת הריבית תהיה מתונה והדרגתית. יחד עם זאת, החלטת הבנק המרכזי תושפע מהמצב בשווקים הפיננסיים ממש בימים לפני הישיבה.

### באירופה ההתפתחויות ממשיכות להוביל להגדלת התערבות ה-ECB בשווקים

באירופה התפרסמו נתוני הייצור התעשייתי שבמדינות רבות היו נמוכים מהתחזיות. בצד החיובי ניתן לציין גידול במספר המועסקים. מרכז נוסף של ההלוואות מה-ECB לבנקים באירופה בתנאים מעודפים (TLTRO) שוב התקבל בהיענות נמוכה. בסה"כ, בשני המרכזים נלקחו הלוואות בסך של כ-200 מיליארד אירו, פחות ממחצית ממה שתכנן הבנק המרכזי. התפתחות זו לא מותירה ל-ECB הרבה ברירות כדי להגדיל את מאזנו, כפי שתכנן, אלא באמצעות תוכנית רכישות רחבה.

### שווקים.

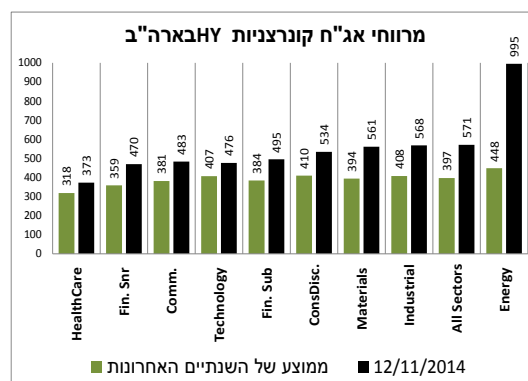
#### השפעה כלכלית חיובית של הנפילה במחירי הנפט צפויה לגבור על הסיכון הפיננסי

בשבוע שעבר השווקים התמודדו עם מספר איומים חדשים/ישנים, מהמשבר המתחדש ביוון, אי הודאות שיצרה הרגולציה בשוק האג"ח הסיני ועד לפחד שהתעורר בשווקים מפני השלכות הירידות החדות במחירי הנפט.

ירידה חדה במחירי הנפט חשפה את הסיכונים הפיננסיים שנוצרו בהשפעת הריבית האפסית, בחסותה גייסו החברות בעלות סיכון גבוה חובות גדולים בריביות נמוכות. תחילה, נפגעו רק האג"ח של חברות האנרגיה מתחת לדירוג השקעה. אולם, העולם הפיננסי שמתנהל היום יותר ויותר באמצעות מוצרי המדדים השליך את הירידות באג"ח האנרגיה לחברות בענפים אחרים שלכאורה היו אמורות דווקא ליהנות מירידה במחירי הנפט.

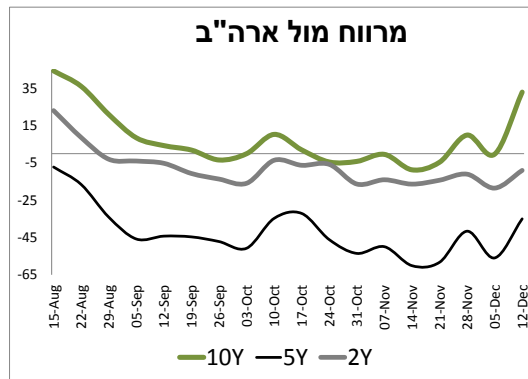
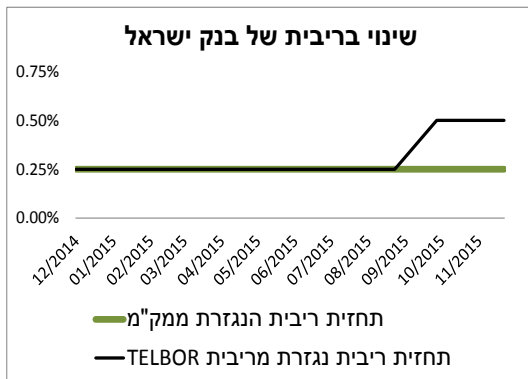
מרווחי האג"ח מתחת לדירוג השקעה בכל הענפים עומדים היום ברמה גבוהה משמעותית מאשר הממוצע בשנתיים האחרונות. המשבר בשוק ה-HY עלול להקשות על מחזור החוב לא רק בענף האנרגיה. גם שוק המניות עלול להיפגע, מכיוון שהתמיכה בו תלויה בין היתר בהמשך רכישות עצמיות של המניות במימון גיוסי חוב.

בכל טלטלה פיננסית יש כמובן פוטנציאל הרסני גם ביחס לשווקים והכלכלה. מלבד הסיכון הנשקף מעלייה חדה בעלויות המימון של החברות ישנם גורמים שפועלים להרגעת המשבר. קודם כל, ההשפעה החיובית של ירידה במחירי הנפט על הכלכלה צפויה להיות משמעותית מאוד ותורגש לאורך זמן. בצד הפיננסי, התנאים המוניטאריים בעולם עדיין מקלים מאוד וצפויים לקבל תמיכה נוספת מכיוון ה-ECB בקרוב. תנאים אלה סייעו להרגעת כל הסערות הפיננסיות שנוצרו מדי פעם בשווקים בשנים האחרונות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

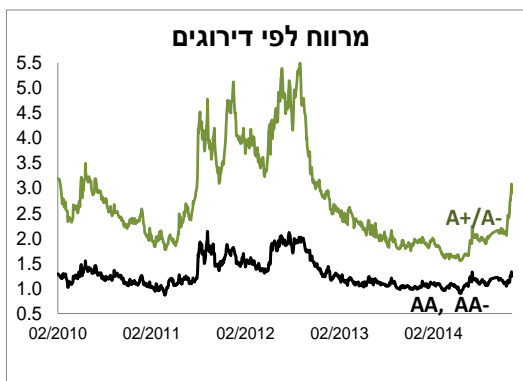
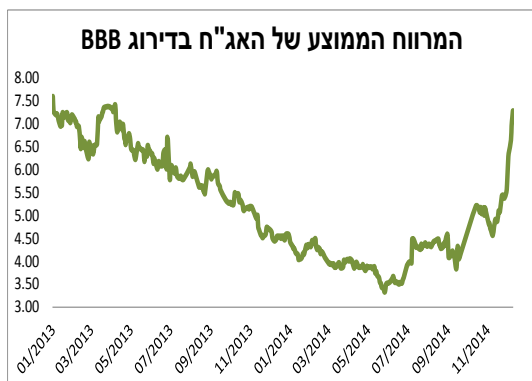
**בחלק הבינוני של העקום בישראל יש סיכון להפסד משמעותי לעומת פוטנציאל מוגבל לרווח**  
 ריביות התלבור כבר מגלמות העלאת ריבית ע"י בנק ישראל לקראת סוף שנת 2015, להבדיל מהציפיות להורדה נוספת בריבית לפני כחודש. לעומת זאת, התשואות באמצע העקום מגלמות עדיין תסריט של העלאת ריבית מתונה מאוד, מתונה יותר מאשר בארה"ב. הפער בין ישראל לארה"ב ל-10 שנים הפך לחיובי, אך הפער ל-5 שנים עדיין שלילי יותר מאשר הפער לשנתיים. לאחר פיחות השקל, שיפור בנתונים הכלכליים, בפרט בתחום הצריכה הפרטית, גידול בהלוואות וציפיות לחידוש עליות המחירים בשוק הנדל"ן, עלה הסיכוי שבנק ישראל לא ימתין זמן רב אחרי ה-FED עם העלאת הריבית. אם התרחיש של העלאה מוקדמת של הריבית בישראל יתממש, החלק הבינוני של העקום צפוי להיפגע יותר מהחלקים האחרים. לעומת זאת, פוטנציאל הרווח בו נמוך יחסית כשהריבית של בנק ישראל נמצאת קרוב לרצפה.



מקור: מיטב דש ברוקראז'

## אג"ח קונצרניות.

**למרות פתיחת המרווחים, סיכון בדירוגים הנמוכים עדיין לא מפצה על התשואה**  
 בשבוע שעבר נמשכו ירידות שערים באג"ח הקונצרניות. אולם, אם בדירוגים AA הירידות היו דומות לאג"ח הממשלתיות הצמודות, בדירוגים הנמוכים יותר המרווחים המשיכו להתרחב. הירידות באפיק הקונצרני מושפעות מהפדינות בקרנות הנאמנות האג"חיות בארץ שהסתכמו בשבוע האחרון בכ- 1.7 מיליארד ₪. מרווחי האג"ח בדירוגים BBB/A עלו לרמות שהיו לפני כשנתיים. אם עד עתה ההשפעה השלילית על האפיק באה בעיקר מכיוון של עליית התשואות הממשלתיות, כעת מצטרף אליה גם הסיכון המשתקף מירידות שערים בשוק המניות.



מקור: מיטב דש ברוקראד

### אג'ח שקליות עדיפות כעת על פני הצמודות

ברמה טאקטית, נציין את פתיחת הפער בין המרווח הממוצע של האג'ח השקליות לצמודות לרמות הגבוהות ביותר מאז תחילת שנת 2013. מצב זה מעניק עדיפות לאג'ח הקונצרניות השקליות.



מקור: מיטב דש ברוקראד

### המניות עדיין עדיפות על אג'ח קונצרניות

בחינת האטרקטיביות היחסית של האג'ח הקונצרניות לעומת המניות באמצעות השוואה התשואה הצפויה של שוק המניות (מכפיל הפוך) לעומת המרווח הממוצע של השוק הקונצרני מראה שבארה"ב עדיפות המניות פחתה בעקבות עלייה במרווחי הקונצרניות. אולם, השקעה במניות עדיין נראית עדיפה.

לעומת זאת, שוק המניות בישראל עדיין ממשיך להיות אטרקטיבי באותה מידה כמו קודם לעומת האפיק הקונצרני.



**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 זה 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 המיוחדים 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 אחרות 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 המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

**זבז'ינסקי אלכס**

**14/12/2014**

תאריך פרסום האנליזה