

22.1.2012

עיקרי הדברים:

נקודות מרכזיות

- < על פי האינדיקטורים הכלכליים שהתפרסמו לאחרונה, המשק ממשיך להתרחב בקצב איטי, כאשר ניכרים סימני שיפור במספר תחומים.
- < ירידה חדה בסביבת האינפלציה שהתרחשה במחצית השנייה של שנת 2011 צפויה להימשך גם בשנה הקרובה. הורדנו את תחזית האינפלציה לשנה הקרובה ל-1.7%.
- < בנק ישראל צפוי להותיר את הריבית ללא שינוי בהחלטתו הקרובה.
- < שוק הנדל"ן האמריקאי ממשיך להשתפר ולתמוך בהתאוששותה של כלכלת ארה"ב.
- < למרות השיפור במצבם של השווקים באירופה, עקום ה-CDS של איטליה עדיין מצביע על סיכון גבוה לפשיטת רגל.
- < לאחר הפחתת סיכון הנזילות, הסיכון העיקרי באירופה הינו הסיכון של הצמיחה הנמוכה שתדרוש הרחבה של תוכניות צנע.
- < השתתפות נמוכה של הגופים המוסדיים בהנפקות הקונצרניות הגדולות שהתקיימו לאחרונה, מעידה על התייחסותם לאטרקטיביות של שוק הקונצרני במחירים הנוכחיים.

המלצות מרכזיות

- < אנו ממשיכים להמליץ על מח"מ בינוני-ארוך בתיק.
- < שינוי בהערכות האינפלציה שלנו מוביל להעדפה של האג"ח השקליות על פני הצמודות בטווחים הקצרים והבינוניים. בטווחים הארוכים אנו אדישים בין האפיקים.
- < עלתה אטרקטיביות של האג"ח השקליות בטווחים של כ-2-3 שנים מח"מ על פני המק"מ.
- < עקב השינוי בהערכות הריבית, עלתה עוד יותר אטרקטיביות של האג"ח בריבית משתנה שהן העדיפות ביותר ברכיב הנזילות של התיק.
- < אנו ממליצים על תיק קונצרני בעל דירוג גבוה.
- < השקעה במדד תל בונד 20 עדיפה על פני השקעה בתל בונד השקלי.

אינפלציה 12 חודשים הבאים	
1.70%	

אינפלציה בשנת 2012	
1.70%	
ינואר	-0.3%
פברואר	0%

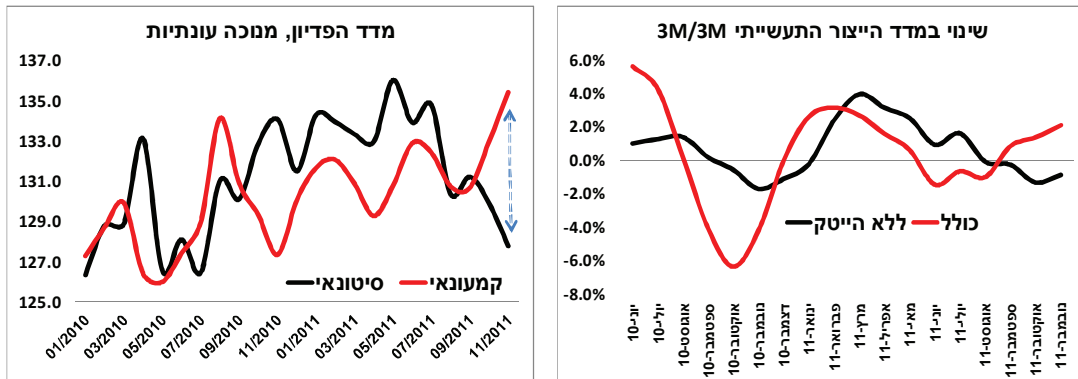
ריבית בנק ישראל צפויה בעוד 12 חודשים	
2.25%	

דש. מובילים באחריות את שוק ההון

מוקד מקצועי ליועצים 073-7055555

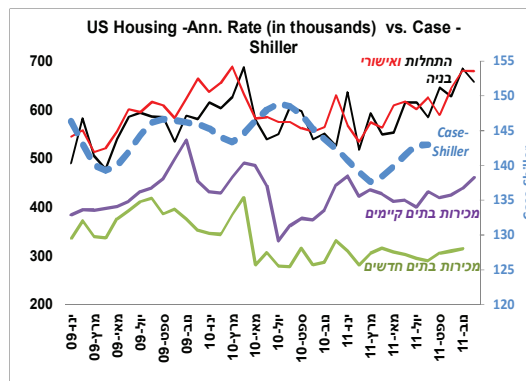
אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

מאקרו הנתונים הכלכליים שהתפרסמו בשבוע האחרון ע"י הלמ"ס היו סבירים והצביעו על התייצבות ואף על שיפור במספר תחומים. הייצור התעשייתי צמח בחודשים האחרונים, אך כל הצמיחה התרכזת בענפי היי-טק



מקור: לשכה מרכזית לסטטיסטיקה

- ✓ בדומה לחודשים הקודמים, נמשכות ואף מחריפות מגמות הפוכות במסחר הקמעונאי והסיטונאי. בשעה שמדד הפדיון במגזר הסיטונאי יורד כבר מספר חודשים, במסחר הקמעונאי נרשמה עלייה. עובדה זו עשויה להצביע על כך שרשתות המסחר הקמעונאי הורידו רמת המלאים בציפייה לירידה נוספת בביקושים. במידה והביקושים הסופיים ימשיכו להיות יציבים או אף לעלות, צפוי גידול בפעילות הייצור לשוק המקומי ובמסחר הסיטונאי.
- ✓ תחום הנדל"ן בארה"ב מראה סימנים ממשיים של שיפור. מהנתונים שהתפרסמו בשבוע שעבר עלה שמכירות הבתים הקיימים המשיכו לצמוח, זה החודש השלישי ברציפות. אנו ממשיכים להעריך שענף הנדל"ן יהיה הגורם המשמעותי בהתאוששותה של הכלכלה האמריקאית השנה. אנו צופים שהבנקים יקלו תנאי המשכנתאות, מה שיגביר בצורה ניכרת כמות העסקאות בשוק הנדל"ן.



מקור: Bloomberg

שווקים

- ✓ כפי שהערכנו, הורדת דירוג של S&P לא גרמה לזעזוע בשווקים באירופה ובשבוע האחרון נמשך שיפור הן בתשואות האג"ח של ספרד ואיטליה, הן בפרמיית הסיכון של הבנקים ומדינות והן בשווקים של נכסי סיכון. בשבוע הקרוב יפגשו שרי האוצר של מדינות אירופה, כדי להכין פסגת המנהיגים שתתקיים ב-30 לינואר. בפגישות אלו תתברר מידת ההתקדמות של המדינות במתווה של אישור חוקה חדשה באירופה שנקבע בפגישתם בתחילת דצמבר.
- ✓ ככל שסיכוני הנזילות בשווקים פוחתים, בולט הסיכון שנובע מהצמיחה הנמוכה של המדינות באירופה שמאיימת להפוך צעדי צנע ללא מספיקים, ולהחזיר את השווקים לסחרור נוסף.

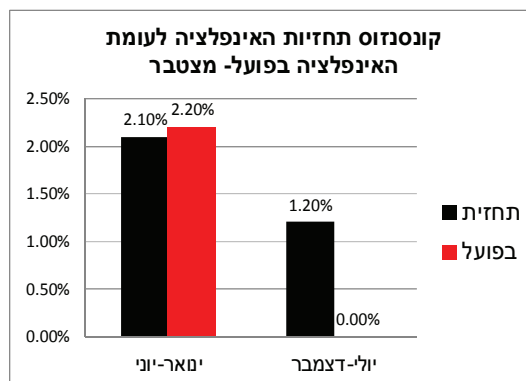
דש. מובילים באחריות את שוק ההון

מוקד מקצועי ליועצים 073-7055555

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

✓ מדד המחירים לחודש דצמבר בישראל היה נמוך מקונצנזוס החזאים ומהתחזית שלנו שעמדה על 0.2%. בעצם, זאת הפעם החמישית בחצי השנה האחרונה שחזאים (כולל אותנו) מעניקים הערכת יתר למדד. אם במחצית הראשונה של שנת 2011 תחזית הקונצנזוס לעלייה במדד הייתה מאוד קרובה לאינפלציה בפועל, במחצית השנייה התחזיות אומנם הונמכו, אך הן עדיין היו גבוהות משמעותית מהאינפלציה בפועל שעמדה בחודשים יוני-דצמבר על 0%. **כנראה שעוצמת השינוי בסביבת האינפלציה עדיין לא הוטמעה ע"י השוק והכלכלנים.**

	<u>תחזית</u>	<u>קונסנזוס</u>	<u>בפועל</u>
יולי-11	0.30%	0.30%	-0.30%
אוגוסט-11	0.30%	0.30%	0.50%
ספטמבר-11	0.00%	0.00%	-0.20%
אוקטובר-11	0.20%	0.20%	0.10%
נובמבר-11	0.20%	0.20%	-0.10%
דצמבר-11	0.20%	0.20%	0.00%



מקור: Bloomberg

- ✓ הורדנו את תחזית האינפלציה לשנה הקרובה מ-2.3% ל-1.7%, בעיקר בגלל הנמכת התחזית לסעיף הדיור. סעיף הדיור שמשקף את מחירי השכירות ירד בשלושת החודשים האחרונים. מגמה זו משקפת כנראה את השינוי שמתרחש בשוק השכירות. כעת, לאחר תקופה ארוכה, ציפיות האינפלציה שלנו נמוכים מהציפיות המגולמות בשוק.
- ✓ המדדים של שלושת החודשים הקרובים צפויים במצטבר להישאר ללא שינוי, כך שבסיכום התקופה נקבל שהאינפלציה בישראל נותרה ללא שינוי במהלך של שלושה רבעונים רצופים.
- ✓ למרות המדד הנמוך, ציפיות האינפלציה המגולמות בשוק האג"ח נותרו ללא שינוי ואף עלו במקצת בטווחים הקצרים.
- ✓ **לאחר עדכון כלפי מטה של ציפיות האינפלציה, אנו מעניקים עדיפות לאפיק השקלי על פני הצמוד בטווחים הקצרים והבינוניים. בטווחים הארוכים יותר אנו אדישים בין האפיקים.**
- ✓ אנו מעריכים שבנק ישראל לא ישנה את הריבית בהחלטתו הקרובה. על רקע רגיעה באירופה והיעדר שינוי במגמת הצמיחה במשק, צפוי בנק ישראל להותיר את הריבית ללא שינוי ולשמור מרווח תמרון למקרה שתהיה הרעה נוספת במצב הכלכלי. **בהמשך השנה הריבית עוד עשויה לרדת, בעיקר בהשפעה של המשך האטה במשק, אך נראה שהסיכוי להורדות ריבית נוספות פחתו.**
- ✓ **כתוצאה מהשינויים בהערכות הריבית המגולמות בשוק, עלתה אטרקטיביות של האג"ח השקליות בטווחים של כ-2-3 שנים מח"מ על פני המק"מ. כמו כן, עקב השינוי בהערכות הריבית, עלתה עוד יותר אטרקטיביות של האג"ח בריבית משתנה שהן העדיפות ביותר ברכיב הנזילות של התיק.**
- ✓ למרות שתשואת האג"ח בחלק הארוך של העקום ירדו לאחרונה, אנו ממשיכים להמליץ על החזקת מח"מ בינוני-ארוך בתיקים.
- ✓ גורם אשר עשוי להשפיע לעליית התשואות אצלנו הינן האמריקאיות שלמרות שיפור בכלכלה, ולמרות עלייה מתמדת בסביבת האינפלציה, מסרבות להיפרד מהרמה של כ-2% (האג"ח ל-10 שנים). יחד עם זאת, הפער בין תשואות האג"ח אצלנו לבין ארה"ב מספיק רחב כדי לספוג, לפחות חלקית, את עליית התשואות האמריקאיות.

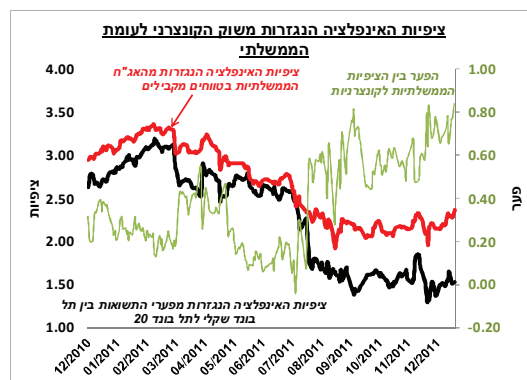
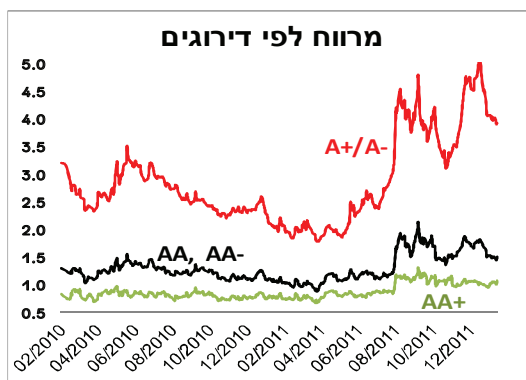
דש. מובילים באחריות את שוק ההון

מוקד מקצועי ליועצים 073-7055555

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

אג"ח קונצרניות

- ✓ לאחרונה התקיימו הנפקות אג"ח קונצרניות בהיקפים גדולים שמשכו ביקושים גבוהים והסתיימו בהצלחה. נציין שהשתתפות משקיעים מוסדיים (גופי פנסיה, גמל, ביטוח, נוסטרו של בנקים, קרנות נאמנות) בשלב המרכז המוסדי של מכתשים אגן ושל בנק מזרחי הסתכמה בלא יותר מ-25% מסך הכמות המוזמנת בכל אחת מהנפקות. מיעוט ביקושי המוסדיים בהנפקות מעיד על כך שלפי הערכתם המחירים הנוכחיים אינם אטרקטיביים במיוחד.
- ✓ לאחרונה נרשמה ירידה במרווחי האג"ח, במיוחד בעלות דירוג אשראי נמוך יחסית. אומנם רמת המרווח הממוצע בדירוגי A עדיין גבוהה ביחס לממוצע של השנתיים האחרונות, אך נראה שגם הסיכונים שכוללים סיכונים הכלכליים והרגולטורים הינם גבוהים במיוחד בתקופה זו. בהתאם לכך, אנו מסירים את המלצתנו מלפני כחודש להגדיל משקל האג"ח בדירוג A וממליצים להתמקד בעיקר באג"ח בדירוג AA.
- ✓ לאחרונה הצטמצם הפער בין תשואה לפדיון של תל בונד שקלי לתל בונד 20. הפער משקף את ציפיות האינפלציה הגלומות באפיק הקונצרני, זאת מכיוון שהמח"מ והדירוג הממוצע של שני המדדים הינם דומים. כתוצאה מזה, ירדו ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק הקונצרני לרמה נמוכה בהרבה לעומת הציפיות לטווחים מקבילים בשוק הממשלתי. עובדה זו תומכת בהשקעה במדד תל בונד 20 לעומת תל בונד שקלי בפרט, ובהגדלת משקלו של האג"ח הצמודות והקטנה בשקליות באפיק הקונצרני בכלל.
- ✓ אנו ממשיכים להמליץ על ההשקעה באג"ח הקונצרניות בריבית משתנה. מרווחי האג"ח בריבית משתנה עדיין גבוהים משמעותית מאשר האג"ח הצמודות או השקליות.



מקור: דש ברוקראז, נתוני בורסה

דש. מובילים באחריות את שוק ההון

מוקד מקצועי ליועצים 073-7055555

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

ריכוז המלצות כלליות				
מעל 10 שנים	10-6	5-2	עד 2 שנים	
				אג"ח ממשלתיות
	+			• שקליות
	+			• צמודות
		+		• ריבית משתנה
				אג"ח קונצרניות
		+	+	• דירוג AA- ומעלה
			+	• דירוג A+/A
				• דירוג A- ומטה
• 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.				

דש. מובילים באחריות את שוק ההון

מוקד מקצועי ליועצים 073-7055555

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

פרטי מכין האנליזה

אלכס זבז'ינסקי, ת.ז 304456437.
 מרחוב יהודה הלוי 23, תל אביב.
 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- דש ניירות ערך והשקעות
 2002-2009: אנליסט - בנק לאומי לישראל

פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה

דש ברוקראז' בע"מ.
 רחוב יהודה הלוי 23, תל אביב.
 טלפון: 073-7012684; פקס: 073-7012685

גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

למכין האנליזה לא ידוע על ניגוד עניינים במועד פרסום האנליזה.

גילוי נאות מטעם 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 דש ברוקראז' בע"מ ודש אייפקס הולדינגס בע"מ מניחים כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לכירור 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 בנתוניו וצרכיו המיוחדים של כל אדם. דש ברוקראז' בע"מ וחברות בקבוצת דש אייפקס הולדינגס 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 לערוב ו/או להיות אחראים למהימנות, דיוק ושלמות המידע המפורט בסקירה זו. דש ברוקראז', הנמנית על קבוצת דש אייפקס הולדינגס בע"מ, מבחירה כי היא וחברות אחרות בקבוצה עוסקות, במישרין או בעקיפין באמצעות חברות קשורות, לרבות החברה האם דש ניירות ערך והשקעות 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, לדש ברוקראז', לחברה האם - דש ניירות ערך והשקעות בע"מ, חברות אחיות וחברות אחרות בקבוצת דש אייפקס הולדינגס בע"מ ו/או לבעלי עניין למי מכין 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. 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 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. דש אייפקס הולדינגס בע"מ ו/או תאגיד קשור לה ניהול הנפקה פרטית / הצעה של ניירות ערך של התאגיד הנסקר במהלך 12 החודשים שקדמו למועד פרסום הסקירה דלעיל.
2. דש אייפקס הולדינגס בע"מ או תאגיד קשור לה קיבלו מהתאגיד הנסקר תמורה מהותית בגין מתן שירותים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של הסקירה דלעיל.
3. דש אייפקס הולדינגס 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 בדש אייפקס הולדינגס 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 דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

זבז'ינסקי אלכס

22/01/2012

תאריך פרסום האנליזה