

סקירה שבועית

נקודות עיקריות:

- פרוטוקול הדיון בבנק ישראל מחזק את התחזית שלנו לפיה, הריבית המוניטארית הגיעה לנקודת השפל, ורק אירוע חריג יביא לעדכון נוסף של הריבית כלפי מטה.
- Credit easing ו-Quantitative easing – ההבדל ביניהם.
- מדד חודש פברואר שיפורסם היום צפוי להישאר ללא שינוי. המדדים הקרובים צפויים להיות חיוביים.
- עוד היום: החלטת אופ"ק בנוגע לתפוקת הנפט של הקרטל – כן או לא יבוצע קיצוץ – להחלטה צפויה השלכה על מחיר חבית הנפט הגולמי במסחר מחר.
- בשנת 2008 נרשם עודף בחשבון השוטף של 1.6 מיליארד דולר, לעומת עודף של 4.2 מיליארד דולר בשנת 2007, ירידה של 2.6 מיליארד דולר.
- המסר העיקרי הבולט מתוכנית בנק ישראל הינו, כי המדיניות הפיסקאלית מוגבלת ביכולתה לסייע בעת הנוכחית למיתון הפגיעה הצפויה במשק – ראו פירוט התוכנית והתייחסות לה בגוף הסקירה.
- הצעת יו"ר הרשות לני"ע למתן ערבות מדינה להנפקות אג"ח קונצרני – תופסת תאוצה.
- אירועי השבוע בשוק המט"ח מחדדים לנו את הסיכון שבהיפוך המגמה.

מבט על השוק - דסק מסחר

בשבוע המסחר לא נרשמו אירועים מיוחדים בכל אפיקי המסחר. מחזורי המסחר היו נמוכים, ועקומי התשואה כמעט ולא השתנו.

אפיק ממשלתי שקלי: בשבוע החולף כמעט ולא חל שינוי בעקום התשואות השקלי. אגרות החוב השקליות במח"מ קצר-בינוני עלו עד 0.2% בעוד באגרות החוב הארוכות נרשמו ירידות של עד 0.3%. עקום התשואה ממשיך להיות תלול עקב רצונם של המשקיעים להקטין סיכון בתקופה זאת. עוד תמכו בהעדר ביקוש בשקלים הארוכים: הערכות כי הפחתות הריבית עומדות לפני סיום או הגיעו לסיומן כפי שחוזים במחלקה הכלכלית של אי.בי.אי; העדר צפי לרווחי הון בתקופה הקרובה, לאחר שבנק ישראל הקטין את תחזית הצמיחה למשק לרמה של 1.5% - והעלה את תחזית הגירעון שלו ל- 5.8% על רקע תוכנית תמרוץ לכלכלה; והחשש המוסיף להאפיל על השוק לפיו משרד האוצר יאלץ להגדיל את קצב הגיוסים במשק. היום צפוי להתפרסם מדד המחירים לצרכן לחודש פברואר, תחזית אי.בי.אי הינה לאי שינוי במדד.

אפיק ממשלתי צמוד מדד: המסחר באפיק הממשלתי הצמוד התנהל תוך כדי עליית שערים קלה של עד 0.3% לכל אורכו של העקום. בדומה לעקום התשואות השקלי, עקום התשואות הצמוד ממשיך להיות תלול, ועיקר הביקוש מופנה למח"מ הבינוני. מדד מרץ צפוי להיות חיובי ומדד אפריל הינו מדד גבוה עונתית ולכן יש לצפות, כי הביקוש לאג"ח צמודות מדד במח"מ קצר-בינוני ימשך בתקופה הקרובה. אנו ממשיכים להמליץ על קנייה של קצוות, קניית ממשלתי צמוד 610 ביחד עם 418 וגליל 5903.

אפיק קונצרני: באפיק הקונצרני נרשמה מגמה חיובית באגרות החוב המשתייכות למדד תל-בונד 20 אשר עלה ב-1.1%, וריכז מחזור מסחר גדול, על חשבון נזילות ואגרות חוב ממשלתיות צמודות. השבוע בלטו לשלילה אגרות החוב של חברת אפריקה ישראל אשר דיווחה על הפסד רבעוני של 2.7 מיליארד ש"ח. אגרות החוב ירדו בשיעורים דו ספרתיים.

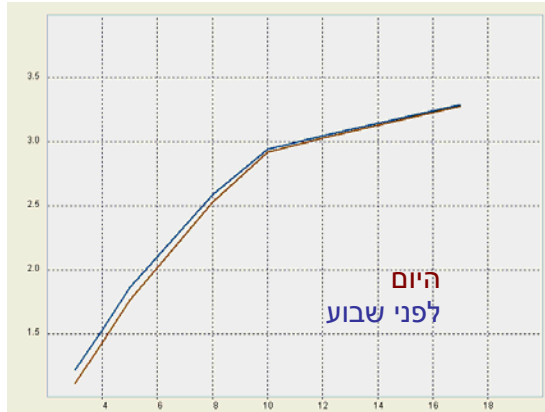
המלצות: באפיק הממשלתי השקלי על רקע ציפיות האינפלציה המגולמות הגבוהות, אנו מוסיפים להעדיף את חלקו הארוך של העקום, תוך שמירה על מרכיב נזילות במידה והתשואות תמשכנה לעלות. באפיק הממשלתי הצמוד אנו מעדיפים החזקה בקצוות - שילוב של צמוד קצר עד מח"מ שנתיים ביחד עם צמודים במח"מ 8-10 שנים.

שבוע טוב +

סמך זה הוכן על ידי מחלקת מסחר והמחלקה הכלכלית קבוצת אי.בי.אי... המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. אשר על כן מופנה המסמך רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך המוזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי. לא תהיה אחראית לכל נזק שיגרם, אם יגרם, למאן דהוא, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. קבוצת אי.בי.אי. מחזיקה עבור לקוחותיה ועבור עצמה את ניירות הערך המוסקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והיא עשויה לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך הנ"ל.

עקומי תשואה

עקום תשואה צמוד מדד (גליל)



עקום תשואה שקלי (שחר)



מקור: תוכנת Triple-A

אגרות חוב ממשלתיות

| שם האיגרת | הצמדה | מח"מ | תשואה נוכחית | שבוע שעבר | לפני חודש ימים | שינוי שבועי במחירים |
|-----------|---------|-------|--------------|-----------|----------------|---------------------|
| שחר 2667 | לא צמוד | 0.89 | 1.04 | 1.00 | 0.96 | 0.0% |
| ממש' 0313 | לא צמוד | 3.62 | 3.28 | 3.27 | 3.08 | 0.1% |
| שחר 2683 | לא צמוד | 5.8 | 4.41 | 4.39 | 4.21 | -0.1% |
| ממש' 0219 | לא צמוד | 7.88 | 4.83 | 4.78 | 4.81 | -0.5% |
| ממש' 1026 | לא צמוד | 11.23 | 5.45 | 5.38 | 5.49 | -0.8% |

הנפקות קרובות של אגרות חוב ממשלתיות*

| שם האיגרת | הצמדה | מועד לפדיון | כמות (מיליון ע.ג.) | סוג הקופון | ריבית הקופון | סוג המכרז | מועד הנפקה קרובה |
|-----------------|---------|-------------|--------------------|------------|--------------|-----------|------------------|
| ממש' שקלית 0312 | לא צמוד | 03/2012 | 500 | שנתי | 4.0% | עש"ר | 16/03/2009 |
| שחר 2682 | לא צמוד | 03/2014 | 500 | שנתי | 7.5% | עש"ר | 16/03/2009 |
| ממש' שקלית 0219 | לא צמוד | 02/2019 | 250 | שנתי | 6.0% | עש"ר | 16/03/2009 |

ב- 17/3/2009 יתקיים מכרז החלף באג"ח: גליל 5421 וגליל 5422

| לוז לפרסום נתוני מקרו | | | |
|-----------------------|------------|------------|--|
| יום בשבוע* | תאריך | גורם מפרסם | נושא |
| ראשון | 15/03/2009 | הלמ"ס | מדד המחירים לצרכן - פברואר 2009 (בשעה 18:30) |
| שני | 16/03/2009 | משרד האוצר | הנפקת אג"ח בהיקף של 1.25 מיליארד ע.ג. (ראו טבלה קודמת) |
| שני* | 16/03/2009 | בנק ישראל | שיעור האינפלציה הצפוי והתפתחות אמצעי התשלום במשק - פברואר 2009 |
| שני | 16/03/2009 | הלמ"ס | כניסות מבקרים לישראל - פברואר 2009 |
| שני | 16/03/2009 | הלמ"ס | יציאות ישראלים לחו"ל - פברואר 2009 |
| שלישי | 17/03/2009 | משרד האוצר | מכרז החלף באג"ח: גליל 5420 וגליל 5901 |
| רביעי | 18/03/2009 | הלמ"ס | סחר חוץ לפי ארצות - פברואר 2009 |
| רביעי | 18/03/2009 | הלמ"ס | נתוני המגמה של הבלתי מועסקים - ינואר 2009 |
| חמישי | 19/03/2009 | הלמ"ס | יצור תעשייתי - ינואר 2009 |
| חמישי | 19/03/2009 | הלמ"ס | פדיון מסחר ושירותים - ינואר 2009 |
| חמישי | 19/03/2009 | הלמ"ס | מכירות ברשתות שיווק - פברואר 2009 |
| חמישי* | 19/03/2009 | בנק ישראל | המדד המשולב לחודש פברואר 2009 |

* מועד הפרסום עשוי להיות ביום שונה

מה חדש במקרו כלכלה ?

ריבית בנק ישראל

ביום שני האחרון פרסם בנק ישראל את פרוטוקול הישיבה בה נדונה התוכנית המוניטארית לחודש מרץ, ושבעקבותיה החליט הנגיד להפחית את הריבית המוניטארית במשק ברבע נקודת האחוז ל- 0.75% ולצמצם את הפרוזדור סביב ריבית בנק ישראל ברבע נקודת אחוז נוספת ל- 0.25% בלבד.

פרוטוקול הדיון מחזק את התחזית שלנו לפיה, הריבית המוניטארית הגיעה לנקודת השפל שלה, ורק אירוע חריג יביא לעדכון נוסף של הריבית כלפי מטה. ארבעה מתוך חמשת חברי ההנהלה הממליצים לנגיד המליצו להפחית את הריבית ברבע אחוז, חבר הנהלה בודד המליץ להפחיתה במחצית האחוז.

המצדדים בהפחתה המתונה, בה בחר לבסוף הנגיד, ציינו כי **"...בשלב זה, אין זה ברור עד כמה הפחתת ריבית יותר גדולה תשפיע על עלות האשראי לחברות ולמשקי בית ושנדרשת בחינה של מידת האפקטיביות של הפחתות ריבית נוספות"**. בדיון הוסבר כי מאחר והבנקים שומרים על מרווח בין הריבית הקרדיטורית לריבית הדביטורית, ומאחר והריבית הקרדיטורית ירדה למעשה לרמה של אפס או קרוב לכך, הבנקים מוגבלים ביכולת שלהם להפחית את הריבית הדביטורית, ועל כן יורדת התמסורת בין הפחתות הריבית של בנק ישראל ללווים במשק. יש לציין בהקשר זה, כי הדבר יתאפשר באם הבנקים יצמצמו את המרווח, אך בעת הנוכחית, אנו לא צופים כי זה יקרה.

בנוסף מציינים בבנק ישראל, כי כאשר הריבית הקרדיטורית יורדת לרמה של אפס או קרוב לכך, "ייתכן מעבר מפיקדונות לזמן קצוב לפיקדונות עובר ושב, דבר המקשה על ניהול הנזילות בבנקים ויצירת האיזונים הבנקאיים

בין פיקדונות והלוואות לטווחי זמן שונים. כמו כן, ייתכן מעבר של הציבור מפיקדונות בנקאיים לנכסים אחרים, באופן שיגביר באופן שאינו רצוי את הסיכונים לחוסכים במערכת הפיננסית". במילים אחרות, בבנק מציינים כי הפחתת הריבית גם השלכות שליליות שיש לקחת אותן בחשבון.

בפרוטוקול יש חזרה על המשפט שהופיע בהודעת הריבית והוא: "כאשר הריבית נמצאת ברמות שפל היסטוריות, יתמקד הבנק בשימוש בכלים נוספים כדי ליצור הרחבה מוניטארית". בבנק מציינים את רכישת האג"ח הממשלתי, במטרה לתמוך בהפחתת ריבית גם לטווחי זמן ארוכים יותר, ומציינים, כי במידת הצורך ישקלו להפעיל כלים נוספים (בהם משתמשים בנקים מרכזיים אחרים בעולם) להרחבת המזילות במערכת הפיננסית, וזאת במסגרת מדיניות של הקלה כמותית (Credit easing/Quantitative easing).

לאור האמור, אנו מוסיפים להעריך, כי הריבית המוניטארית לחודש אפריל תישאר ללא שינוי ברמה של 0.75%.

Credit easing/Quantitative easing – ההבדל ביניהם

בעוד ההקלה הכמותית (QE) מתייחסת לגידול בכמות הכסף, דבר שניתן לעשות על ידי הקטנה נוספת של הנפקות המק"מ, הקלת האשראי (CE) מתייחסת לגידול באשראי במשק על ידי הקטנת מרווחי האשראי. הגדלת האשראי במשק יכולה להתבצע באופן ישיר על ידי רכישה של אג"ח קונצרני או מתן אשראי לגופים פיננסיים, אך גם על ידי רכישת אג"ח ממשלתי, שכן הרכישה מפנה מקורות למתן אשראי חוץ בנקאי, כלומר, רכישת האג"ח הממשלתי עשויה לשחרר מקורות עבור שוק האג"ח הקונצרני, ולהביא לירידה במרווחים בשוק זה, לרמה שתעודד את התעוררות השוק הראשוני.

ההקלה הכמותית מתרכזת בגידול בכמות הכסף, על ידי שימוש בצד ההתחייבויות של המאזן של הבנק המרכזי (למשל באמצעות המק"מ), בעוד השימוש בצד הנכסים הינו שולי. לעומת זאת, הקלת האשראי מתרכזת בצד הנכסים במאזן על ידי רכישה של נכסים ומתן הלוואות, ובשאלה: איך צעדים אלו משפיעים על תנאי האשראי למשקי הבית ולעסקים. מאחר ומרווחי האשראי גבוהים ושוק האשראי אינו מתפקד באופן מלא בעת הנוכחית, בבנק ישראל, כמו גם בארה"ב, מבקשים להתמקד בהקטנת המרווחים, במטרה לעודד את הביקוש המצרפי. ברננקי הינו חסיד של שיטת ה-Credit Easing ובארה"ב ראינו לדוגמה כיצד רכישות של הפד הצליחו להביא לקיטון במרווחים בשוק ה-Commercial Papers. יש לקוות כי גם בנק ישראל יצליח בתוכניתו להביא לקיטון במרווחי האשראי במשק.

סביבת האינפלציה

מדד המחירים לחודש פברואר צפוי להתפרסם היום, בשעה 18:30. אנו צופים כי המדד יישאר ללא שינוי. עוד בתחזיות המחלקה הכלכלית של אי.בי.אי: האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים על בסיס מדד ינואר צפויה לעמוד על 1.7%, והאינפלציה ב-2009 על 1.4%¹, זאת בהתבסס על צפי להתייקרות נוספת במחיר הנפט הגולמי עד לסוף השנה, פיחות בשער השקל/דולר, וירידה מתונה בלבד במחירי המזון במדד.

עוד נתון חשוב שצפוי להתפרסם היום: החלטת קרטל אופ"ק בנוגע לתפוקת הארגון, קרי, האם כן/לא לקצץ בתפוקת הקרטל. יש נימוקים בעד, יש חברות המתנגדות (כמו ערב הסעודית) שטוענות כי יש להשלים את ביצוע הקיצוץ הקודם, לפני שיוחלט על קיצוץ נוסף.

היינו אך, להחלטה היום תהיה השפעה על מחיר הנפט הגולמי, שכן העלויות בימים האחרונים נבעו מהחשש מפני קיצוץ נוסף בתפוקת הקרטל. אם יוחלט לבצע קיצוץ, סביר כי מגמת ההתייקרות תימשך, לעומת זאת, החלטה שלא לקצץ תגרור אחריה בסבירות גבוהה, תיקון כלפי מטה במחיר הנפט הגולמי.

נזכיר, כי מחיר הבנזין בתחנות הדלק בישראל יקבע על פי מחיר הדלק בלברה בתאריכים: 23-27 למרץ, ובהתאם לשינוי בשער החליפין בחודש האחרון.

¹ בשבוע שעבר נפלה טעות בסקירה, ראו תיקון שהופץ לאחר מכן.

מאזן התשלומים לשנת 2008

החשבון השוטף

בשנת 2008 נרשם עודף בחשבון השוטף של 1.6 מיליארד דולר, לעומת עודף של 4.2 מיליארד דולר בשנת 2007, ירידה של 2.6 מיליארד דולר.

הקיטון בעודף בחשבון השוטף נובע מגידול של 4.5 מיליארד דולר בחשבונות הגרעוניים:

- גידול של 1.8 מיליארד דולר בגירעון בחשבון הסחורות לרמה של 7.7 מיליארד דולר.
 - גידול של 2.7 מיליארד דולר בגירעון בחשבון ההכנסות לרמה של 3.2 מיליארד דולר.
- תנועות אלו קוזזו חלקית על ידי שיפור בסך של 1.9 מיליארד דולר בחשבונות בהם קיים עודף:
- גידול של 0.6 מיליארד דולר בעודף בחשבון השירותים לרמה של 3.9 מיליארד דולר.
 - עליה של 1.3 מיליארד דולר בעודף בחשבון ההעברות השוטפות לרמה של 8.6 מיליארד דולר.

הגידול בגירעון הסחורות והשירותים בשנת 2008 נבע מעלייה ניכרת ביבוא הסחורות והשירותים (14.1%), בעיקר בשל עלייה ביבוא הדלק (43.8%), עלייה שהייתה גבוהה יחסית לעלייה שנרשמה ביצוא הסחורות והשירותים (13.0%).

הגידול בגירעון חשבון ההכנסות בשנת 2008 נבע משני גורמים: האחד, התרחב הגירעון בחשבון ההכנסות מעבודה בחו"ל – הכנסות מעבודה של ישראלים בחו"ל בניכוי הוצאות על עבודה של זרים בישראל, הסתכם בגירעון של 3.0 מיליארד דולר, לעומת 2.2 מיליארד דולר בשנת 2007², כלומר תרומה של 0.8 מיליארד דולר להתרחבות הגירעון בחשבון ההכנסות. השני, עודף בחשבון ההכנסות מהשקעות הפך לגירעון בשנת 2008 – הכנסות מהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל בניכוי הכנסות תושבי חו"ל על השקעותיהם בישראל, הסתכם בגירעון של 0.2 מיליארד דולר, לעומת עודף של 1.7 מיליארד דולר שנה קודם לכן³. כלומר תרומה של 1.9 לגידול בגירעון ההכנסות בשנת 2008.

הגידול בעודף בחשבון ההעברות השוטפות בשנת 2008 נובע מחד מעליה בתקבולים, אם זה תקבולי הממשלה (בהם הסיוע האמריקאי), ואם זה תקבולים של מגזרים אחרים, כנגד ירידה בתשלומים של מגזרים אחרים.

לשים לב, כי התכווצות זו בעודף בחשבון השוטף היתה צפויה בשל צמצום בקצב צמיחת היצוא על רקע האטה/מיתון במשקי היעד העיקריים של ישראל (אירופה וארה"ב) ועל רקע פגיעת הייסוף המצטבר דאז ככוח התחרותיות של היצואנים⁴.

אנו מעריכים, כי בשנת 2009 ירשם עודף בחשבון השוטף, ברמה הדומה לרמתו בשנת 2008. הקיטון בעודף בחשבון השוטף מהווה סיגנל לקיטון בלחצי הייסוף במשק הישראלי דרך ערוץ זה.

החשבון הפיננסי

השקעות ישירות: ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל הסתכמו בשנת 2008 בסך של 10.5 מיליארד דולר, לעומת 10.0 מיליארד דולר בשנת 2007.

ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל הסתכמו בשנת 2008 בסך של 7.7 מיליארד דולר, לעומת סך של 6.8 מיליארד דולר בשנת 2007. העליה מושפעת מעסקה חריגה (עסקת טבע-באר) שבוצעה ברבע האחרון של השנה.

² בשל ירידה של 26 מיליון דולר בהכנסות מעבודה של ישראלים כנגד גידול של 762 מיליון דולר, בהוצאות על עבודה של זרים בישראל.

³ בשל ירידה של 2.6 מיליארד דולר על הכנסות של תושבי ישראל מהשקעות בחו"ל כנגד ירידה של 719 מיליון דולר בלבד, בהכנסות תושבי חו"ל מהשקעות בישראל.

⁴ ראו הסקירה השבועית מתאריך 9.3.2008.

השקעות בתיק נ"ע למסחר: השקעות תושבי חוץ בני"ע למסחר הסתכמו בשנה שעברה בסך של 0.3 מיליארד דולר בלבד, לעומת סך של 1.4 מיליארד דולר ב-2007, כתוצאה מרכישת מניות בסך של 1.4 מיליארד דולר, ומימוש אג"ח בסך של 1.1 מיליארד דולר. השקעות אלו הושפעו מעיסקה חריגה בהיקפה (עיסקת טבע-באר), אשר במסגרתה תושבי חו"ל קיבלו אחזקה על מניות ישראליות שהונפקו בחו"ל. בבורסה בת"א לעומת זאת נרשמו מימושים של תושבי החוץ, בעיקר ברבע האחרון של השנה (ובעיקר במניות), על רקע ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים.

השקעות תושבי ישראל בני"ע זרים למסחר הסתכמו בשנה שחלפה ב-1.7 מיליארד דולר, לעומת 3.9 מיליארד בשנת 2007. מתוך סך זה 1.4 מיליארד דולר הושקעו במניות (מתוכם 1.2 מיליארד דולר השקעות נטו בחו"ל של משקיעים מוסדיים), והיתרה בסך של 0.3 מיליארד דולר, הושקעו באג"ח.

תוכנית בנק ישראל לעידוד הצמיחה במשק

ביום ג' בעוד שוק ההון חוגג את חג הפורים, ערך הנגיד מסיבת עיתונאים במהלכה עודכנה תחזית הצמיחה של הבנק לשנת 2009 ל-1.5%, למיטב ידיעתנו זו התחזית הפסימית ביותר למשק, ופורסמו המלצות למדיניות ממשלתית לטיפול במשבר.

בבנק ישראל מציינים, כי הענפים שצפויים להיפגע מהמשבר במיוחד הינם: ענפי הייצוא, המגזר הפיננסי וכן ענפים שהם צרכני אשראי גדולים (כמו נדל"ן – א.ג.). יעדי התוכנית הינם: להקטין את הפגיעה בצמיחה, בתעסוקה וברווחה, תוך מזעור הנזק ארוך הטווח למשק.

עיקרי התוכנית:

- להחיל את תוכנית "מס הכנסה שלילי" בפריסה ארצית ב-2009.
- לקדם את הפריסה הארצית של "אורות לתעסוקה".
- להעלות את משך הזכאות לדמי אבטלה ולהגמיש את הדרישות לתקופת האכשרה באופן מיידי.
- להפעיל באופן נקודתי תוכנית חופשה ללא תשלום במימון המדינה במפעלים שנקלעו לקשיים זמניים באיזורי הפריפריה (הצעה שנמצאת בדיון בין משרד האוצר, הביטוח הלאומי, ארגוני ההסתדרות והמעסיקים).
- לקדם פרויקטים של תשתית, בעיקר בתחום התחבורה הציבורית.
- ליזום פרויקטים ציבוריים, כגון שיקום מרכזי ערים ומוקדי תירות מוזנחים, באמצעות מכרזים וזירוז העברה של מחנות צה"ל לנגב.
- להקדים ביצוע תוכניות רב שנתיות במערכת החינוך.
- להרחיב עוד את תקציב המדען הראשי.
- להרחיב את ערבויות החברה הממשלתית לביטוח סיכוני סחר חוץ ("אשרא").

עלות הצעדים המוצעים, מעבר למה שכבר תוקצב: 4.44 מיליארד ש"ח (0.6% תוצר).

עוד ממליץ בנק ישראל – לאפשר ל"מייצבים האוטומטיים" לפעול. ביצוע התוכנית ללא קיצוץ במקביל בהוצאות אחרות יגדיל את הגירעון הצפוי השנה מ-5.2% ל-5.8%, אם ההוצאות יגדלו על פי החוק (כלומר 1.7%, ובמילים אחרות, אם לא יהיה גידול נוסף בהוצאות על זה המוצע בתוכנית זו, למשל במסגרת הסכמי הקואליציה). למרות האמור, ממליצים בבנק ישראל לבחון מחדש את סדר העדיפויות בתקציב, ולנסות להגיע להסכמה על דחיית תוספות השכר במגזר הציבורי. עוד מציינים בבנק ישראל, כי קיצוץ מסוים בהוצאות שאינן ממוקדות בפעילות המקומית, עשוי להצביע על מחויבות להפחתת הגירעון בטווח הבינוני ולכן להפחתת עלות מימון הגירעון. כדי למזער את תשלומי הריבית, ממליצים במחלקת המחקר של הבנק לקבוע כבר כיום כלל מדיניות שיבטיח הפחתה משמעותית של יחס החוב לתוצר בטווח הבינוני.

במידה והגירעון יעלה לרמות גבוהות מהצפוי, גורסים בבנק ישראל, והתשואות יעלו, ניתן ליישם צעדים לריסון הגידול בגירעון על ידי למשל, דחיית הפחתת המסים הצפויה ב-2010, ביטול פטורים ממס, ועצירת חלק מהתוכניות המוצעות.

לגבי ההיבטים הפיננסיים, בבנק מפרטים את הדרכים עליהן כבר הוחלט לטפל במשבר (קציני האשראי, קרנות המנוף, מתן ערבויות לבנקים, הקמת קרן אשראי לעסקים בינוניים בערבות ממשלתית, ועוד), ומציינים, כי בנק ישראל יחד עם האוצר והרשות לני"ע, בוחנים כלי מדיניות נוספים לטיפול בשוק האשראי ככל שידרשו.

בבנק ישראל מעריכים, כי ביצוע התוכנית יביא לקיטון של 0.4 נקודות אחוז בשיעור הצמיחה השלילי (ל-1.1%), לקיטון של 0.5 נקודות אחוז בשיעור האבטלה (מ-7.8% ל-7.3%), וכאמור לעליה בגירעון הממשלתי ל-5.8%.

אז מה היה לנו כאן?

האכזבה העיקרית נובעת מכך, שבבנק ישראל לא הצליחו למצוא תוכניות נוספות על אלו שכבר נשמעו בחודשים האחרונים: השקעה בתשתיות, שיפור התנאים לדמי אבטלה, תוכניות חופשה ללא תשלום במימון המדינה – כולן תוכניות ראויות.

מספר הערות לנו בהקשר לתוכנית המוצעת

- שאלת היישום בגין מגבלת גירעון: בבנק ישראל מציינים, כי אם הגירעון יעלה אל מעבר למוצע בתוכנית זו, הרי שיש לשקול קיצוץ הוצאות (על ידי דחיה של חלק מהתוכניות המוצעות), או דחיה של הפחתות מסים, וכד'. אלא שגם ללא יישום התוכנית המוצעת על ידי בנק ישראל, ההוצאות צפויות להיות גבוהות יותר בגין הלחימה בדרום ותוכניות הסיוע שכבר אושרו (להיי-טק, לנדל"ן, קרנות המנוף ועוד). יתר על כן, אנו מעריכים, כי הפגיעה הצפויה בצד ההכנסות בלבד, למרות תחזית צמיחה אופטימית יותר, צפויה להביא לגידול בגירעון לרמה של 6%. בהינתן וכך, אין מקום לתוכניות שתכליתן הגדלת הוצאות.

- יחס חוב תוצר: בבנק ישראל מציינים כי יש לקבוע כבר היום כלל מדיניות שיביא לצמצום ביחס החוב תוצר בטווח הבינוני. אנו מסכימים ואף מחמירים, מאחר ו"טווח בינוני" הינו טווח שנתון לפרשנות, יש להערכתנו לקבוע כלל כזה ליישום החל מ-2011. בנוסף, בבנק ישראל מציינים כי הגידול בהוצאות צריך שיהיה לו אופי "זמני". עם זאת, לחלק מהתוכניות המוצעות כאן, אופי שאינו "זמני", או שה"זמני" ארוך בזמן, כלומר בעל השפעה ארוכת טווח על היחס חוב תוצר שבנק ישראל כה חרד לו (למשל, הרחבת מס הכנסה שלילי ו"אורות לתעסוקה" לכל הארץ, השקעה בחינוך, או השקעה בתשתיות המתאפיינות בביצוע רב שנתי).

- סיכון התרופפות המשמעת הפיסקלית: בעיקר אנו מוטרדים מכך, שבבנק ישראל מציעים להגדיל הוצאות, עוד טרם נקבע המקור למימון ההוצאות עליהן כבר הוסכם (הלחימה בדרום ותוכניות הסיוע השונות), ועוד טרם התברר מהי עלות הקמת הממשלה במונחי תקציב (קצבאות ילדים למשל⁵). השילוב של כל אלו גם יחד, במקביל לקריסה בהכנסות המדינה ממסים, עשוי להוביל לגירעון גדול עוד יותר במשק הישראלי.

נכון הדבר, כי בבנק ישראל ציינו כי אם יקרה הדבר, הרי שיש לדאוג לקיצוץ בהוצאות על מנת להקטינו בחזרה, אך עצם ההתרופפות המסויימת בבנק, שעד כה הביע התנגדות נחרצת להגדלת הגירעון, עשויה להוביל להתרופפות משמעת פיסקלית גם בקרב נבחרי הציבור שלנו, שימהרו לדרוש הגדלה של הגירעון לרמה גבוהה יותר, שהרי אם נגיד בנק ישראל מסכים לגירעון של 5.8% מדוע לא יציעו נבחרי הציבור הגדלה של הגירעון לרמות של 7% ומעלה?

בבנק ישראל מציינים כי כדאי לבחון סדרי עדיפות בתקציב ולקצץ בהוצאות שאינן ממוקדות בשוק המקומי, אלא שלהערכתנו, לא תהיה לכך תמיכה בכנסת, ולכן עדיף היה אם בנק ישראל היה מצביע על המקורות למימון תוכניתו זו, כלומר על אותם סעיפים בתקציב שלטעמו יש לקצץ בעת הנוכחית שכן הם אינם תומכי צמיחה, על פני הגדלת ההוצאות בתקציב.

לסיכומו של דבר: להערכתנו המסר העיקרי הבולט מהתוכנית הנ"ל הינו, כי המדיניות הפיסקלית מוגבלת ביכולתה לסייע בעת הנוכחית למיתון הפגיעה הצפויה במשק. אנו מעריכים, כי הסיכוי לביצוע תוכנית זו נמוך, על רקע הגירעון הצפוי השנה, שלהערכתנו צפוי להיות גבוה מהערכות בנק ישראל, ומצטערים, על כי בבנק ישראל לא נקטו בלשון שאינה משתמעת לשני פנים בכל הקשור לצורך לקצץ הוצאות שאינן תומכות צמיחה בעת הנוכחית כדי להימנע מהגדלת סך ההוצאות (חשיבה מחדש על סדרי העדיפויות בתקציב), להפחית שכר גם בסקטור הציבורי, ולגבי הצורך לחזור לתוואי יורד של יחס חוב תוצר החל מ-2011.

⁵ על פי משרד האוצר, עלות הגדלת קצבאות הילדים – 1 מיליארד ש"ח.

הצעת יו"ר הרשות לני"ע למתן ערבות מדינה להנפקות אג"ח קונצרני – תופסת תאוצה

לפי הצעת יו"ר הרשות לני"ע, זוהר גושן, המדינה תבטח הנפקות חדשות בשוק האג"ח הקונצרני ב-2009, בעד 80%, כלומר, המדינה תבטיח כי ההפסד המרבי מההנפקות יעמוד על 20%, זאת במטרה לעורר את השוק הראשוני ולאפשר לחברות שנקלעו לקשיי מימון, בעיקר אלו שאין להן פתרון במסגרת התוכנית הקיימות (קרנות המנוף), לגייס הון חדש.

להערכת גושן, שוק האשראי צפוי לגדול באופן טבעי בהיקף של כ- 6-10 מיליארד ש"ח בשנה, כך שבמקרה הגרוע ביותר בו הסיכון יתממש במלואו, המדינה תידרש לספק ביטוח ל-80% מסכום זה, כלומר מדובר בהוצאה של 4.8-8.0 מיליארד ש"ח. לשים לב, כי גושן מציע כי המדינה תבטח סל של הנפקות, ולא הנפקות בודדות, כדי להגדיל את הפיזור ולהקטין את הסיכון להתממשות מקרה הביטוח.

המתנגדים למהלך טוענים כי הדבר יגרור הגדלת סיכון בתיקי ההשקעות (Moral Hazard), אך גושן טוען, כי העמדת הרף על רמה של 20% (שאינה נמוכה), מחד תמנע חשש של המשקיעים מפני הפסד גבוה יותר, אך גם לא תתמרץ אותם להגדיל סיכון, שכן גם הפסד של 20% אינו נמוך כלל.

במשרד האוצר מתנגדים למהלך על רקע החשש מפני הפיכת הביטוח להוצאה בשנה תקציבית לא פשוטה כלל, וטוענים כי לא קיים כשל בשוק האשראי החוץ בנקאי, ולראיה, כי לאחרונה התחדשו בו ההנפקות. בנוסף טוענים באוצר, כי התוכנית אינה מגבילה את המשקיעים בבחירת האג"חים או החברות בהן הם צפויים להשקיע, וכך שוב יגויס כסף בשוק המקומי למטרת השקעה בפרויקטים בחו"ל, מהלך שאולי יפתור את מצוקת האשראי של חברה זו או אחרת, ויסייע למערכת הבנקאות ולמשקיעים החשופים לבעלי חוב אלו, אך לא יתמוך בצמיחת המשק הישראלי.

למרות הביקורת הרבה וההתנגדות באוצר, הבוקר פורסם, כי צוות 100 הימים שגובש על ידי נתניהו, ואשר תפקידו להציע מגוון דרכי פעולה להתמודדות עם תוצאות המשבר הכלכלי וגורמיו, ימליץ לאמץ את תוכניתו של גושן.

סיכום מדדי האג"ח מתחילת חודש מרץ ומתחילת השנה

להלן סיכום מדדי האג"ח לחודש מרץ ומתחילת השנה, נכון ל- 12 לחודש מרץ 2009.

| 03/09 MTD | 2009 YTD | | 03/09 MTD | 2009 YTD | |
|--------------|-------------|-------------------------------|--------------|-------------|--------------------------------|
| 1.11% | 3.38% | מדד אג"ח ממשלתי צ. מדד | 0.23% | 5.05% | מדד אג"ח כללי |
| 0.70% | 2.49% | מדד אג"ח צ. מדד 2-0 | 0.44% | 1.89% | מדד אג"ח ממשלתי |
| 1.40% | 3.88% | מדד אג"ח צ. מדד 5-2 | -0.06% | 0.69% | מדד אג"ח ממשלתי לא צמוד |
| 1.64% | 4.28% | מדד אג"ח צ. מדד 7-5 | -0.14% | 0.69% | מדד אג"ח לא צמוד ר. קבועה |
| 1.40% | 3.26% | מדד אג"ח צ. מדד 10-7 | 0.15% | 0.54% | מדד אג"ח לא צמוד ר. משתנה |
| -0.12% | 10.53% | מדד אג"ח כללי קונצרני | 0.09% | 0.50% | מדד אג"ח לא צמוד 2-0 |
| -0.39% | 9.58% | מדד אג"ח קונצרני צ. מדד | 0.32% | 0.83% | מדד אג"ח לא צמוד 5-2 |
| 0.48% | 3.30% | מדד תל בונד-20 | -0.55% | 0.87% | מדד אג"ח לא צמוד +5 |
| -1.41% | 9.28% | מדד תל בונד-40 | 0.11% | 0.42% | מדד גילון 5-0 |
| -0.26% | 5.80% | מדד תל בונד-60 | 0.07% | 0.59% | מדד מק"מ |

מקור: הבורסה לניירות ערך

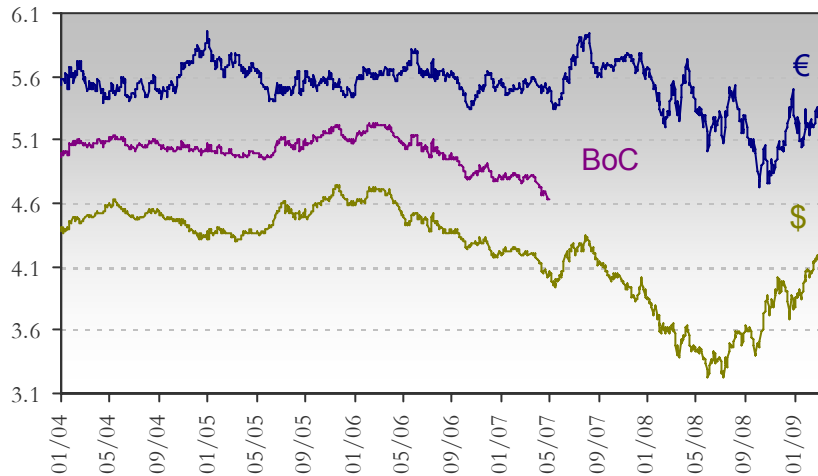
בסיכום השבועיים הראשונים של מרץ 2009 האג"ח צמוד המדד בינוני-ארוך (5-7 שנים) לקחת את הבכורה מאחיו הגדול (7-10) כהשקעה האג"חית הטובה ביותר, בעוד ההשקעה במדד תל בונד 40, מוסיפה להיות הפחות מומלצת להשקעה בשבועיים האחרונים, כמו גם בחודש פברואר כולו.

מתחילת השנה הכתר להשקעה האג"חית הטובה ביותר מוענק למדד האג"ח הכללי הקונצרני, שהשיג תשואה של 10.53%, בעוד ההשקעה שהניבה את התשואה הפחותה ביותר מתחילת השנה בקטגוריה זו, היתה מדד הגילון, 0.42% בלבד.

לשים לב, כי כל מדדי האג"ח (שפעם קראו להם "האפיק הסולידי") נשאו תשואה חיובית מתחילת השנה.

שער חליפין

התפתחות שער השקל מול הדולר והאירו



נתונים: בנק ישראל ועיבודי IBI

| מטבעות | | | | | |
|-------------------------|-------------------|--------------------|--|-------------------------|-----------|
| שער יציג ליום ו' האחרון | שיעור שינוי שבועי | שיעור שינוי חודשי* | שיעור שינוי ממועד החלטת הריבית האחרונה (23/02) | שיעור שינוי מתחילת השנה | סוג המטבע |
| 4.1710 | -1.49% | 3.11% | 0.55% | 9.71% | שקל/דולר |
| 5.8265 | -3.21% | -0.34% | -3.98% | 5.02% | שקל/ליש"ט |
| 5.4019 | 0.67% | 3.41% | 1.47% | 1.97% | שקל/אירו |

* 13 במרץ 2009 לעומת 13 בפברואר 2009

שער חליפין – מהפך ?

שבוע מסחר מקוצר על רקע חג הפורים מביא עימו שינוי בשוק המט"ח המקומי - הדולר נחלש בשבוע האחרון כנגד השקל לרמה של 4.1710 ש"ח לדולר ביום שישי. המונח, הדולר נחלש, הינו הנכון. לא חל שינוי בתמחור השקל ולא התפרסמו נתונים שהביאו להתחזקותו, אך הדולר נחלש כנגד שורה ארוכה של מטבעות, בהם השקל הישראלי, על רקע נאוומו של יו"ר הפד שאמר, כי אם מגזר הבנקאות יראה סימנים של שיפור, יתכן והמיתון יסתיים עוד השנה. אמירה זו תורגמה לאווירת אופטימיות בשווקים (ראו העלייה במדדי המניות בארה"ב), אשר הביאה למכירה של הדולר כנכס הגנתי בתמורה לנכסים מסוכנים יותר.

הגרף בעמוד הבא מתאר את המתאם שבין מדד הדולר/שקל למדד הדולר/אירו. ניתן לראות כי קיים מתאם גבוה בין הגרפים, וכי חוזקו/חולשתו של הדולר בעולם, מהווה בסיס להתפתחות בשער השקל/דולר המקומי. עם זאת, העוצמות אינן זהות. בשבוע האחרון הדולר נחלש כנגד האירו בשיעור גבוה משיעור היחלשותו כנגד השקל.

גם הצפי לאי שינוי בריבית המוניטארית בטווח הקרוב, עשוי היה להוות גורם להתחזקות השקל בשבוע האחרון, וכן ההערכות לפיהן בנק ישראל יקטין בקרוב את היקף רכישות המט"ח.

לשים לב, כי **אירועי השבוע מחדדים לנו את הסיכון שבהיפוך המגמה**. השוק מחפש את נקודת ההיפוך הכלכלית, אך השווקים ידועים כמי שמצליחים לחזות נקודות היפוך בטווח של 6-9 חודשים. במצב בו השווקים יגלמו את השיפור הצפוי בכלכלה (יעלו לאורך זמן), הדולר צפוי לשוב ולהיחלש, לאחר שהביקוש לו כנכס הגנתי יעלם ובמקביל יתגבר החשש מפני הגירעון הגדול בתקציב האמריקאי. היחלשות הדולר כנגד האירו במקביל לעודף (עדיין, גם אם צומצם) בחשבון השוטף והפסקת רכישות המט"ח של בנק ישראל, צפויים ליצור לחץ לייסוף בשער השקל. את נקודת ההיפוך במטבע בלתי אפשרי לחזות, אך יש לעקוב אחר השווקים והביקוש לדולר כמטבע הגנתי, כנקודת ציון להיפוך בשוק המט"ח.

בסיכום שבועי נחלש הדולר בכ- 1.49% מול השקל, הליש"ט נחלשה ב- 3.21% כנגד השקל, ורק האירו הוסיף 0.67% לערכו.

מה בחדשות ?

פוליטיקה – היום ה-23 לניסיון הקמת הקואליציה של נתניהו

תזכורת קבועה: לוח הזמנים לאישור הממשלה. הנשיא פרס הטיל את מלאכת הרכבת הממשלה על בנימין נתניהו ונתן לו (על פי חוק) 28 ימים לביצוע המשימה, כאשר הנשיא יכול להאריך תקופה זו ב- 14 ימים נוספים (כלומר עד 6 שבועות). אם לא יצליח נתניהו במשימה להקים ממשלה, יטיל הנשיא את המשימה על מועמד אחר, ויוקצו לו 28 ימים. אם גם הוא ייכשל, או אם יגיע הנשיא למסקנה, כי לא ניתן להקים ממשלה, או אז נלך לבחירות חדשות. זכיר – אישור תקציב המדינה, תוך 45 יום מהשבעת הממשלה.

מגעים לממשלת אחדות. גורמים במערכת הפוליטית אומרים כי "ישנה אפשרות שיש מתווך חשאי הפועל בימים האחרונים ומעביר מסרים בין ראשי המפלגות, במטרה לבחון אפשרות להקים ממשלת אחדות בהשתתפות הליכוד, קדימה והעבודה".

גורמים המעורבים במו"מ ציינו, כי בשבוע האחרון עוררו דרישותיו של יו"ר ישראל ביתנו, אביגדור ליברמן כעס בליכוד. בכירים בתנועה הפעילו בימים האחרונים לחצים על נתניהו לבחון מחדש את האפשרות להקים ממשלת אחדות, ואף להיענות לדרישתה של לבני לרוטציה.

בכירים בעבודה, שהתנגדו מאז הבחירות לאפשרות שהמפלגה תצטרף לממשלה של מפלגות הימין, אמרו כי "אם נתניהו יוכיח שהוא לא פוליטיקאי והוא מנהיג, ואם הוא יעצור את המגעים עם מפלגות הימין ויקרא לקדימה ולעבודה להצטרף לממשלה - גם מי שהתנגד עד כה יצטרך לשקול את עמדתו מחדש".

גורמים בקדימה ציינו כי "התחושה היא שמשוהו זז אצל נתניהו. הוא כנראה מבין שהוא לא יכול למשול עם ממשלה ימנית, ויהיה קשה לומר לו לא אם הוא יעצור את המשא ומתן עם מפלגות הימין".

למרות האמור לעיל, אנו נותנים הסתברות נמוכה לסיכוי לפיו תוקם ממשלת אחדות בישראל בימים הקרובים.

למידע נוסף, צרו קשר :

איילת ניר

כלכלנית ראשית
טלפון: 03-5193458
ayelet@ibi.co.il

תיקי חדד

מנכ"ל אי.בי.אי. שירותי בורסה
טלפון: 03-5193454
tiki@ibi.co.il

מני בן משה

מחלקה כלכלית
טלפון: 03-5193813
meni@ibi.co.il

לאונור טרקיאלטאוב

מנהלת מח' מט"ח
טלפון: 03-5193468
leonor@ibi.co.il

גיא לזרוביץ

דסק אג"ח
טלפון: 03-5190397
guy_l@ibi.co.il

גיל חן

דסק אג"ח
טלפון: 03-5193474
gil@ibi.co.il



אי.בי.אי. דסק יועצים
כל התשובות במרחק שיחה אחת
+6212