

יונתן כץ  
וכלכלני לידר שוקי הון

## בנק ישראל עשוי להודיע בקרוב על שימוש בכלים מוניטאריים חדשים

### נקודות עיקריות

#### מאקרו ישראל

- נתוני סחר חוץ מצביעים על גידול מהיר ביצוא ענפי ה"טק וירידה ביתר הענפים.
- יבוא חומרי הגלם נמצא בקיפאון, אינדיקטור לחולשה בייצור התעשייתי.
- יבוא מוצרי הצריכה עלה בצורה מתונה ברבעון א'.
- הצמיחה במשק הישראלי נשענת על ענפי הטכנולוגיה העלית ועל הצריכה הפרטית.

#### אינפלציה:

- האינפלציה עד חודש יוני צפויה להיות גבוהה על רקע עונתי + עלייה במחירי הדלקים.
- ציפיות האינפלציה שנה קדימה בקרב החזאים עלו ל- 1.1% מ- 0.7% לפני חודשיים.

#### מדיניות מוניטארית

- בנק ישראל צפוי לשמור על יציבות בריבית מחר עקב עלייה בציפיות האינפלציה.
- יחד עם זאת, השקל חזר כמעט לרמתו ערב הורדת הריבית ב- 23.2.15 (מול הסל).
- מחר (או בחודש הבא) יתכן מהלך של רכישה מסיבית של מט"ח או אפילו אג"ח ממשלתי.
- ללא מדיניות מוניטארית יותר אקטיבית מגמת הייסוף צפויה להימשך.

#### מאקרו גלובלי

- המשבר המתפתח עם יוון רחוק מסיימו.
- שרי האוצר באירופה אמרו שיוון שלא תקבל עוד סיוע לפני שהיא תגיש תוכנית הבראה.
- יוון תשתמש בכספי הרשויות וגופים ציבוריים (חוץ מקרנות הפנסיה) למימון החובות שלה.
- בארה"ב הנתונים הכלכליים היו מעורבים: עלייה בהזמנות מוצרים בני קיימא ובמכירות של בתים יד שנייה אך ירידה בבתיים חדשים.
- מדדי מנהלי הרכש בעולם מעט אכזבו בחודש אפריל עם ירידות בארה"ב, סין, אירופה ויפן.

### שוק האג"ח

- המשך ייסוף בשקל ימשיך לחוץ לכיוון מדיניות מוניטארית מרחיבה, ואולי QE.
- לכן, הפרמיה השלילית של אג"ח ישראל על אג"ח ארה"ב צפויה להתרחב.
- אנו מניחים שהתשואות הארוכות בארה"ב יעלו בקצב מאד מתון השנה.
- גם אם הפד יעלה את הריבית בחודשי יולי (חודש ספטמבר נראה כעת יותר סביר), קצב העלאת הריבית בהמשך צפוי להיות מתון.

### זום אין

#### שוודיה לא מצליחה לייצב את המטבע

- ב- 18.3 שוודיה הורידה את הריבית ב- 0.1% ל- 0.25%.
- בנוסף, שוודיה הגדילה את תוכנית רכישות האג"ח.
- מאז הקרונה התחזק מול היורו ב- 4.5%.
- בתקופה זו התשואות ל- 10 שנים ירדו מ- 0.7% ל- 0.3%.

ריבית	
נוכחית	0.10%
בסוף 2015	0.10%
בעוד שנה	0.25%

אינפלציה	
12 ח' אחרונים	-1.0%
3 ח' קרובים	1.0%
12 ח' קרובים	0.8%
2015	-0.12%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.924	4.2687
שינוי שבועי	-0.1%	0.6%
YTD	0.1%	-9.3%
3 ח' קרובים	3.92	4.22
שנה קדימה	3.91	4.2

אג"ח סחירות	מא
פדיון	1.5
תחזית הנפקות סחירות (לא קצרות) - תחזית עודף פדיון	2.5
	-1.0

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1016	-1.27	-1.3	-1.2
בינוני 1019	-0.84	-0.9	-0.8
ארוך 923	-0.27	-0.3	-0.2

שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 217	0.14	0.05	0.05
בינוני 120	0.69	0.6	0.7
ארוך 324	1.44	1.4	1.5

US	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
2y	0.50	0.6	0.7
5y	1.31	1.4	1.6
10y	1.91	2.0	2.2

\* ט"ק- החודש הקרוב  
\* ט"ב- 3 חודשים

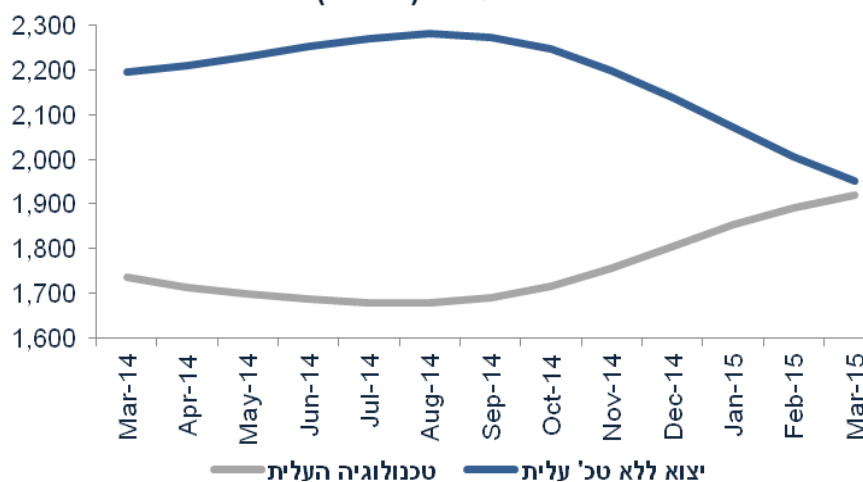
**נתוני סחר חוץ לא מעודדים במיוחד**

למרות תיקון אומדן היצוא בחודש פברואר (בעיקר בענף הכימיה) כלפי מעלה ב-13%, עדיין המגמה מצביעה על התכווצות, למעט ענפי הטכנולוגיה העלית.

כל הגידול ביצוא מגיע מההיי טק

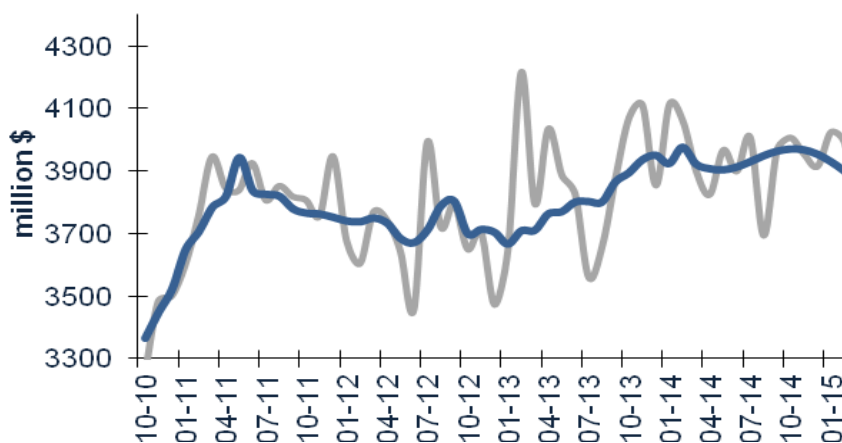
ברבעון א' היצוא התעשייתי ירד ב- 6.2% בקצב שנתי (נתוני המגמה). היצוא של ענפי הטכנולוגיה העלית (המהווה 50% מסך היצוא) עלה ב- 32%, כאשר יתר הענפים ירו ב- 30%!

**היצוא של ענפי הטכנולוגיה העלית והיצוא למעט הטכ' העלית (מגמה)**



חשוב לזכור שנתוני היצוא לעיתים מתעדכנים כלפי מעלה (כמו הנתון של חודש פברואר), כך שלא ניתן עדיין לגזור מסקנה ברורה מהירידה בחודש מרץ בשיעור של 5.2% לעומת החודש הקודם:

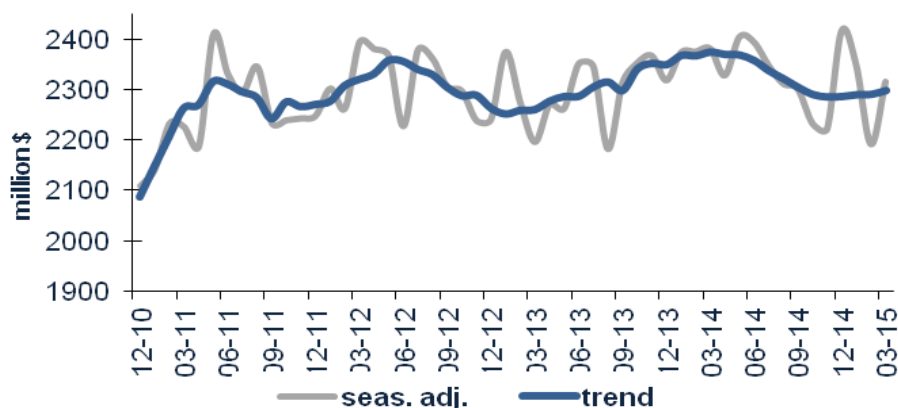
**היצוא התעשייתי**



קיפאון ביבוא חומרי הגלם

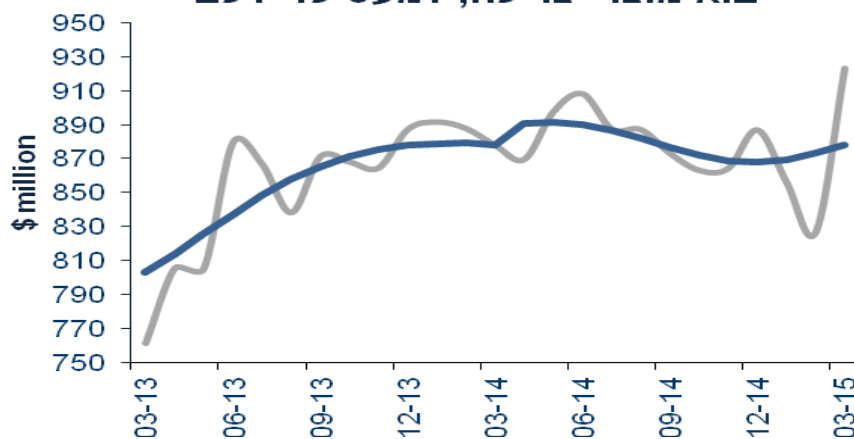
מסתמנת יציבות ביבוא חומרי הגלם ברבעון א' לאחר ירידה של 5% ברבעון ד' 2014. מדובר באינדיקטור לא חיובי במיוחד לגבי הייצור התעשייתי בחודשים הקרובים.

### יבוא חומרי הגלם



יבוא מוצרי הצריכה למעט כלי תחבורה קפץ בחודש מרץ, ועלה ב- 2.1% ברבעון א' בקצב שנתי:

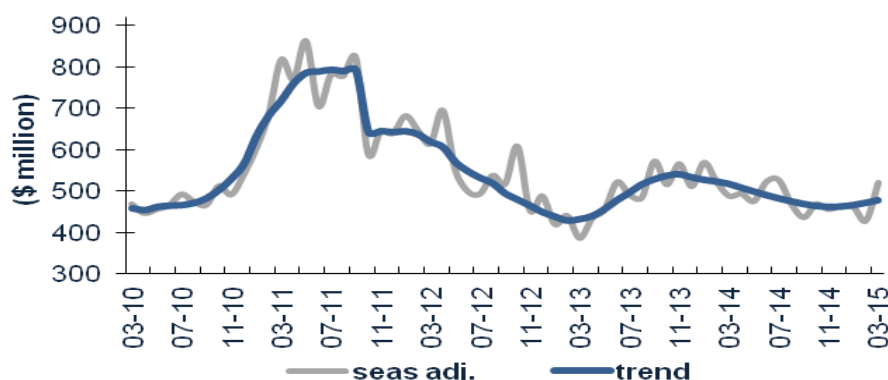
### יבוא מוצרי צריכה, למעט כלי רכב



מסתמן גידול בצריכה במרץ

בחודש מרץ יבוא מכונות וציוד עולה במתינות, אולי על רקע בניית המפעל החדש של אינטל:

### יבוא מכונות וציוד



ההשקעות התייצבו על רמה נמוכה

**הצמיחה במשק הישראלי איננה מאוזנת.** הצריכה הפרטית נהנית מריבית אפסית, אבטלה נמוכה ואפקט עושר חיובי מהנכסים הפיננסיים. ההתרחבות בענפי הטכנולוגיה העלית נמשכת וההשקעות נמצאות במגמת שיפור קל. קרנית פלוג מבינה היטב ששע"ח של השקל משפיע בעיקר על התעשיות הפחות עתירות טכנולוגיה ובשע"ח של 4.25 ליו"ר קשה לייצא לאירופה, יעד היצוא הראשי של ישראל.

## מה יוחלט מחר? כנראה אי שינוי בריבית

שוב מדובר בהחלטת ריבית קשה מחר.

## בעד הורדת ריבית: לחץ לייסוף בשקל

- ✓ מתחילת חודש מרץ השקל התחזק ב- 2.6% מול סל המטבעות וחזר כמעט לרמתו ערב הורדת הריבית המפתיעה ב- 23.2.15. כזכור, ייסוף חד בשקל היה אחד מהנימוקים העיקריים להורדת הריבית בסוף חודש פברואר.

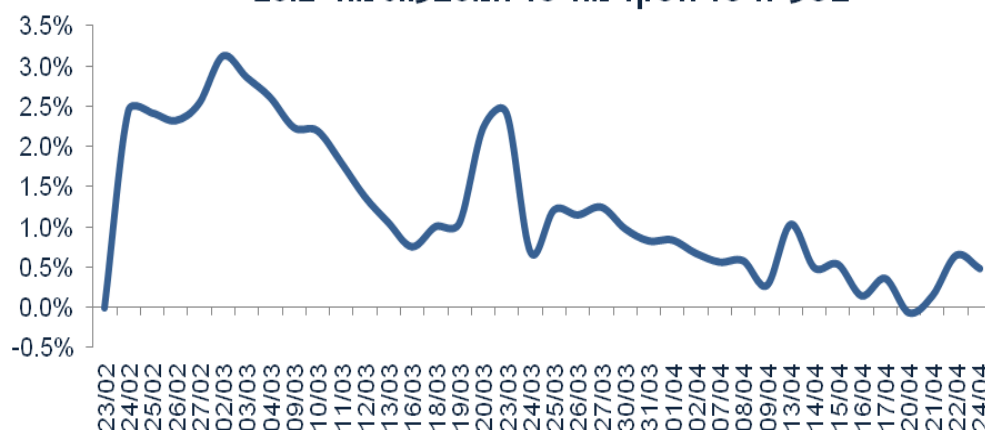
רמת השקל

הריאלי

מדאיגה את

בנק ישראל

שינוי המצטבר  
בשע"ח של השקל מול סל המטבעות מה- 23.2

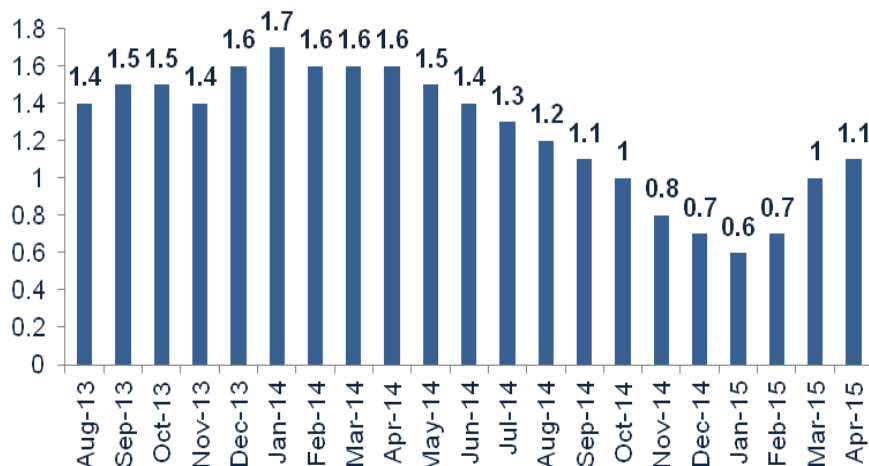


- ✓ מדד חודש מרץ עלה ב- 0.3% בלבד ברף הנמוך של הציפיות המוקדמות. אינפלציית הליבה נמצאת על רמה נמוכה מאד של 0.4% YOY.
- ✓ מסתמנת חולשה בתעשייה הישראלית שלא בקטגוריה של ענפי הטכנולוגיה העלית.
- ✓ הנתונים בעולם מצביעים על מעט חולשה (בארה"ב בפרט), כאשר הבנקים המרכזיים ימשיכו לשמור על מדיניות מוניטארית מרחיבה. נדמה שהעלאת ריבית בארה"ב מעט מתרחקת.

## נגד הורדת ריבית:

- ✓ **ציפיות האינפלציה במשק עלו**, גם בקרב החזאים (מ- 0.7% לפני חודשיים ל- 1.1% שנה קדימה) וגם בשוק ההון. עלייה בציפיות האינפלציה, בין היתר בשל עלייה במחירי הנפט בעולם, מקטינה את הסבירות להורדת ריבית נוספת.

## תחזית האינפלציה שנה קדימה בקרב החזאים



קיימים  
מספר כלים  
מוניטאריים,  
לא רק  
הריבית

יחד עם זאת, הפגיעה ברווחיות היצוא במצב של שקל מתחזק תחייב את בנק ישראל לפעול במטרה לבלום או לפחות להאט את מגמת ההתחזקות בשקל. מה הכלים העומדים לרשות בנק ישראל?

- ✓ הגברת רכישות המט"ח. כידוע, בחודש מרץ בנק ישראל רכש \$535 מיליון בלבד (הכל במסגרת נטרול השפעת הגז בחשבון השוטף).
- ✓ הצהרה לגבי התחייבות לרכישות מט"ח עתידיות בסכום מינימום ליום, כגון \$50 או \$100 מיליון ליום (היינו בסרט פעם). במסגרת זו, בנק ישראל יודיע שההזרמה הנובעת מרכישת מט"ח לא תיספג בחזרה על ידי גיוסי מק"מ. מדובר בסוג של הרחבה כמותית.
- ✓ **Forward guidance**. בנק ישראל עשוי להודיע שהריבית הבסיסית במשק תישאר ברמה הנוכחית (0.1%) כל עוד סביבת האינפלציה נמצאת מתחת ל-2%. כלי זה נמצא בשימוש הפד בארה"ב בשנים האחרונות.
- ✓ הרחבה כמותית על ידי רכישת אג"ח מדינה גם מהווה כלי אפשרי אך החשש ליצירת בועה בשוק האג"ח הקונצרני ובנכסים נוספים צפוי להרתיע את בכירי בנק ישראל.

מה לגבי העיתוי של הודעת בנק ישראל על שימוש בכלים מוניטאריים נוספים? לפי הערכתנו, בנק ישראל ימתין לראות את מגמת השקל השבוע. המשך התחזקות השקל תגביר את ההסתברות לשימוש בכלים מוניטאריים נוספים, כנראה בסוף חודש מאי, אך אין לפסול מהלך כבר מחר.

בארה"ב:

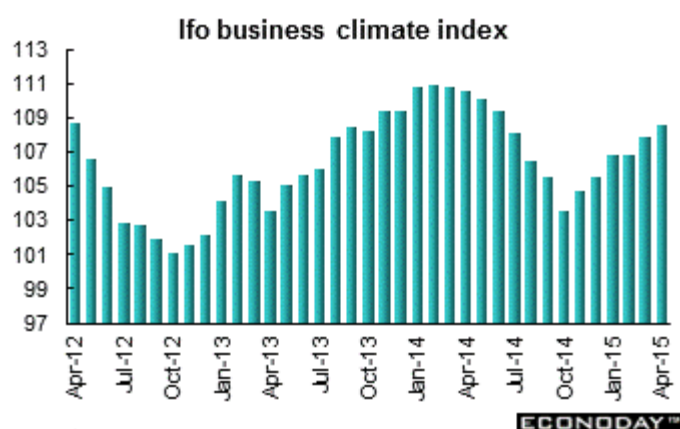
**:Good news**

- ✓ מכירות של בתים יד שנייה עלו ב- 6.1% בחודש מרץ, קפיצה לאחר החורף הקשה.
- ✓ ההזמנות של מוצרי בני קיימא עלו ב- 4.0% בחודש מרץ (לעומת ציפיות של 0.5%), זאת לאחר ירידה של 1.4% בפברואר. ללא ענף התחבורה, ההזמנות ירדו ב- 0.2% במרץ. ב- 12 החודשים האחרונים ההזמנות עלו ב- 0.7% בלבד.

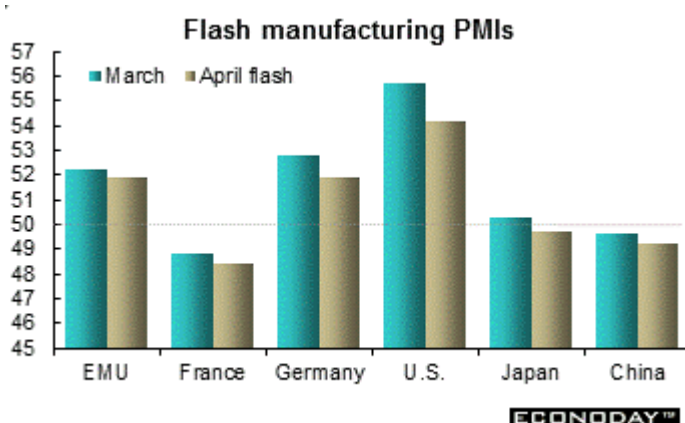
**:Disappointing news**

- ✓ המכירות של בתים חדשים ירדו ב- 11.4% בחודש מרץ.

בגרמניה: שיפור באופטימיות של הסקטור העסקי:



בעולם: ירידה במדדי מנהלי הרכש בעולם באפריל:



מסקנות: חולשה במדדי מנהלי הרכש בעולם תילקח בחשבון על ידי בנק ישראל. למעט ארה"ב וגרמניה מרבית המדינות העיקריות מדווחות על התכווצות.

זום אין: שוודיה לא מצליחה לבלום את הייסוף בקרונה

הרבה נכתב (גם על ידינו בסקירה השבועית לפני כחודש) על המדיניות המוניטארית בשוודיה, בהשוואה לישראל. המקרה השוודי מעניין בשל הדמיון עם ישראל: משק עם צמיחה סבירה+, התחממות בשוק הדיור (עליית מחירים של 15% בשנה שעברה), אינפלציה נמוכה (YOY 0.2%) ולחץ מתמיד לייסוף במטבע. השוני העיקרי מובן: התלות של המשק השוודי בגוש היורו (80% מסך היצוא, לעומת 32% בישראל). ב-18.3 הבנק המרכזי החליט:

✓ להוריד את הריבית ל-0.25% מ-0.15%.

✓ להגדיל את התוכנית לרכישת אג"ח ב-30 מיליארד קרונה מ-10 מיליארד כפי שהוחלט ב-10.2. סך

הכול מדובר ב-7% מסך החוב הממשלתי.

כמה נתוני רקע:

✓ הבנק המרכזי הוריד את הריבית ב-18.3 לאחר שהאינפלציה (ב-12 החודשים האחרונים) עלתה

מ-0.3% לפני חודשיים ל-0.2%.

✓ גם ציפיות האינפלציה (שנה קדימה) עלו מעט ל-0.7% מ-0.6% בתחילת השנה, ו-1.0% בחודש

נובמבר 2014 (ראה גרף).

שוודיה  
הורידה  
ריבית לאחר  
עלייה  
בציפיות  
האינפלציה



Some increase in inflation expectations



Inflation expectations among money market participants, per cent.

Source: TNS Sifo Prospera



- ✓ ביום של החלטת הריבית ב-18.3 הקרונה נחלש ב-0.2%.
- ✓ מאז הקרונה התחזק ב-4.5% (ראה גרף).
- ✓ התשואות ל-10 שנים בשוודיה ירדו מאז ההחלטה מ-0.7% ל-0.3%.
- ✓ קיימות ציפיות לעוד מספר הורדות ריבית בשוודיה לרמה של -0.50% ואולי אף נמוכה מזו.
- ✓ בניגוד לישראל, הבנק המרכזי השוודי לא מתערב בשוק המט"ח (עדיין).

לקחים: הגישה השוודית לא בהכרח "עובדת". שוודיה שונה מישראל בשל התלות המוחלטת ביצוא לגוש היורו. יחד עם זאת, כפי שאמרה קרנית פלוג, בנק ישראל בוחן גם הורדת ריבית וגם הרחבה כמותית.



מזרח	גוש היורו	ארצות הברית	ישראל	
			ייצור תעשייתי, פדיון	26.4
		מדד מנהלי הרכש לשירותים, סדר הפד של דאלאס	החלטת ריבית	27.4
	בריטניה- נתוני התמ"ג לרבעון ראשון	ביטחון הצרכנים	משרות פנויות, יצוא שירותים, רכישות בכרטיסי אשראי	28.4
	ביטחון הצרכנים	בקשות משכנתא, נתוני התמ"ג לרבעון ראשון, מכירות בתים תלויים, החלטת ריבית של הפד		29.4
	שיעור האבטלה, מדד המחירים לצרכן	הכנסה והוצאה פרטית, תביעות דמי אבטלה	אבטלה	30.4
				1.5

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 יעוץ 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 מיעוץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שליידר 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 שללידר 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 מפיציהם 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.