



אורי גרינפלד – כלכלן מאקרו  
[origr@clal-fin.co.il](mailto:origr@clal-fin.co.il)

## סקירת מאקרו שבועית

- החשש מכך שסוכנויות המשכנתאות פרדי מאק ופאני מיי לא יצליחו להחזיר חוב בסך של כ-223 מיליארד דולר בסוף הרבעון הנוכחי גרמה בסוף השבוע שעבר לנפילות במדדים בוול סטריט.
- **מדד המחירים ליצרן בארה"ב** עלה בחודש יולי בשיעור של 1.2% ובהסתכלות שנתית עלה המדד בשיעור של 9.8%. **אנו מאמינים כי מחירי הליבה בארה"ב ובעולם ימשיכו לעלות בחודשים הקרובים אך ירידת מחירי הנפט והסחורות תמתן עליות אלו במדדים הכלליים.**
- מתחילת השנה התחלות הבנייה בארה"ב נמצאות ברמות שפל של כ-20 שנה אולם קצב הירידה בהחלט הואט ואנו רואים מעין "דשדוש" ברמות השפל הללו. **להערכתנו הדשדוש ברמות השפל צפוי להמשיך עד אשר נראה הקלה בשוק האשראי.**
- **הייצוא האירופי לארה"ב ממשיך להיחלש** בעקבות ההאטה במשק האמריקאי וחולשתו של הדולר לעומת האירו, **מה שתורם להאטה בצמיחה בגוש**. מהצד השני, מחירי האנרגיה והסחורות החקלאיות הגבוהים העלו את עלויות הייבוא ותרמו גם הם להתרחבות הגרעון המסחרי.
- **מדדי מנהלי הרכש** בגוש האירו ממשיכים ללמד על התכווצות בענפי הייצור והשירותים. בענף הייצור עמד המדד ברמה של 47.5 נק' ובענף השירותים עמד המדד ברמה של 48.2 נק'.
- הנתונים שהתפרסמו בשבוע האחרון לגבי המשק הישראלי מלמדים בחלקם כי ישנו תהליך של האטה בצמיחה של המשק ובחלקם כי קצב הצמיחה המהיר עוד נמשך. המשק הישראלי פתוח ולכן מושפע מהסביבה הכלכלית הגלובאלית. עד כה עמד המשק בצורה מרשימה מול רוחות המשבר העולמי אך לא לעולם חוסן. **הצמיחה המהירה שאפיינה את ישראל בשנים האחרונות צפויה להאט לקראת סוף השנה ואנו מעדכנים את תחזיות הצמיחה שלנו לשנת 2008 מ-4% ל-3.8%.**
- **המדד המשולב** לחודש יולי ירד בשיעור של 0.3% לעומת המדד של חודש יוני. מדדי יוני ומאי עודכנו כלפי מעלה ומראים צמיחה בשיעורים של 0% ו-0.2% בהתאמה. **אנו מעדכנים את תחזית הצמיחה לשנת 2008 ל-3.8%.**
- **מדד הייצור התעשייתי** עלה בחודש יוני בשיעור של 1% (נתוני מגמה). בהסתכלות שנתית עלה המדד בשיעור של 14% לעומת חודש יוני 2007.
- **מדדי הפדיון** בענפי המסחר והשירותים מלמדים כי ברבעון השני של השנה חלה עלייה בקצב הגידול של הפדיונות, כפי שהם מדווחים למע"מ.
- **אנו נותנים הסתברות של 60% לכך שבנק ישראל יבחר להשאיר החודש את הריבית על כנה, והסתברות של 40% להעלאת ריבית ב-25 נ"ב.**
- **אנו ממליצים על אחזקה באפיק השקלי במשקל של 37% ובמח"מ של 4 שנים ובאפיק הצמוד במשקל של 58% ובמח"מ של 3-4 שנים.**

כלכלה עולמית

המרווח על עסקת SWAP ל-5 שנים



החשש מכך שסוכנויות המשכנתאות פרדי מאק ופאני מיי לא יצליחו להחזיר חוב בסך של כ-223 מיליארד דולר בסוף הרבעון הנוכחי גרמה בסוף השבוע שעבר לנפילות במדדים בוול סטריט. לאור מחנק האשראי בארה"ב נראה כי יהיה קשה למחזר חוב זה ע"י הנפקה של אג"ח חדשות. ההשפעה של בעיה זו ארוכת טווח כיוון שיתכן וסוכנויות אלו יולאמו וחובן יישב כאבן ריחיים על משלם המיסים האמריקאי. בנוסף יש לזכור כי התמיכה שנתונות הרשויות לבנקים גדולים שבסכנת קריסה (דוגמת בר סטרנס) יוצרת לגיטימציה ללקיחת סיכונים בסקטור הפיננסי. ניתן לראות מהגרפים המוצגים כי חוסר הוודאות לגבי עתידן של פרדי ופאני יוצרות פחד בשווקים הפיננסיים בדומה לפחד שהיה לפני קריסתם של בנקים גדולים דוגמת בר סטרנס או אינדי-מאק. במידה ואכן הסוכנויות יולאמו החזר האג"ח שלהן מובטח ע"י הממשל אך ניתן לראות כי ה-CDS על האג"ח המשני (לא ברור אם הוא מובטח או לא) עלה למרווח של 350 נ"ב בעקבות הפחד בשווקים.

מרווח ה-CDS על אג"ח ואג"ח משני של פאני מיי



**אינדיקטורים בארה"ב**

**מדד המחירים ליצרן** עלה בחודש יולי בשיעור של 1.2% ובהסתכלות שנתית עלה המדד בשיעור של 9.8%. על אף שמרבית העלייה, שהייתה גבוהה בהרבה מקונצנזוס האנליסטים (0.6%), נבעה ממחירי האנרגיה (עלייה של 8.8% בגז לשימוש ביתי), גם מדד הליבה הפתיע את התחזיות כאשר עלה בשיעור של 0.7% ו-3.5% בהסתכלות שנתית.

מחירי היצן בארה"ב



עליית מחירי האנרגיה שנמשכה עד אמצע יולי ממשיכה לחלחל לסקטורים אחרים בגלל השימוש הנרחב בנפט כגורם ייצור. אנו מאמינים כי מסיבה זו, מחירי הליבה בארה"ב ובעולם ימשיכו לעלות בחודשים הקרובים אך ירידת מחירי הנפט והסחורות תמתן עליות אלו במדדים הכלליים.

התחלות הבנייה ירדו בחודש יולי לרמה של 9.65 מיליון בתים במונחים שנתיים לעומת 1.1 מיליון בחודש הקודם. מתחילת השנה התחלות הבנייה נמצאות ברמות שפל של כ-20 שנה אולם קצב הירידה בהחלט הואט ואנו רואים מעין "דשדוש" ברמות השפל הללו. מבחינה של משברי גדל"ן בעבר ניתן לראות כי התאוששות התחלות הבנייה מגיעה במוצע כ-6 חודשים לאחר שאינדיקטור זה מגיע לשפל. במקרה הנוכחי,

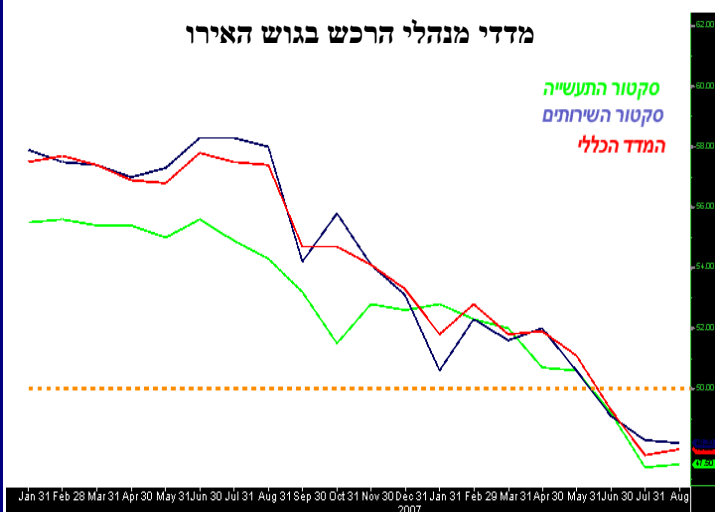
התחלות הבנייה בארה"ב משנת 1959



המאזן המסחרי בגוש האירו, מנוכה עונתיות



מדדי מנהלי הרכש בגוש האירו

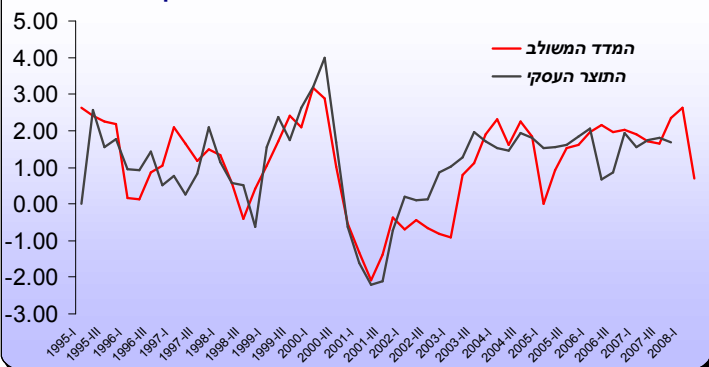


הדשדוש בשפל נמשך כבר שבעה חודשים אולם צריך לזכור כי במשברים קודמים לא היה מחנק בשוק האשראי כפי שיש במשבר הנוכחי. להערכתנו הדשדוש ברמות השפל צפוי להמשיך עד אשר נראה הקלה בשוק האשראי.

**אינדיקטורים באירופה**

הגרעון המסחרי של גוש האירו התרחב ביוני ב-3 מיליארד אירו (נתונים מנוכי עונתיות) כאשר תחזיות האנליסטים היו צמצום הגרעון בחצי מיליארד אירו. הייצוא האירופי לארה"ב ממשיך להיחלש בעקבות ההאטה במשק האמריקאי וחולשתו של הדולר לעומת האירו, מה שתורם להאטה בצמיחה בגוש. מהצד השני, מחירי האנרגיה והסחורות החקלאיות הגבוהים העלו את עלויות הייבוא ותרמו גם הם להתרחבות הגרעון המסחרי. חשוב לציין כי השונות בין מדינות הגוש גבוהה וכי במדינות אשר השכילו לנתב את ייצואן לעבר הכלכלות המתפתחות ובעיקר סין ורוסיה נרשמו נתונים טובים יותר. ראויה לציון היא גרמניה בה נרשם עודף בחשבון המסחרי, בעיקר בזכות ייצוא של רכבים וציוד תעשייתי האומדנים למדדי מנהלי הרכש בגוש האירו ממשיכים ללמד על התכווצות בענפי הייצור והשירותים. בענף הייצור עמד המדד ברמה של 47.5 נק' ובענף השירותים עמד המדד ברמה של 48.2 נק'. להזכיר כי מדד נמוך מ-50 נק' מלמד על התכווצות ומדד גבוה מ-50 נק' מלמד על התרחבות בסקטור.

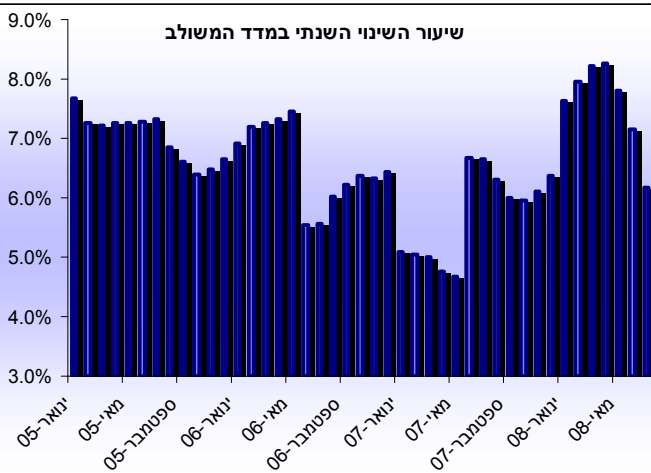
שינוי רבעוני במדד המשולב ובתוצר העיסקי



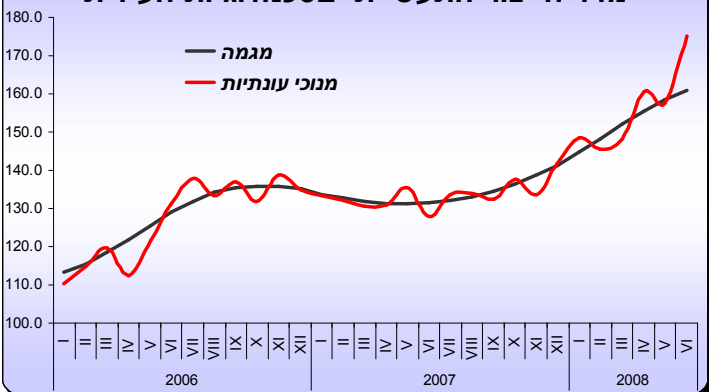
הנתונים שהתפרסמו בשבוע האחרון לגבי המשק הישראלי מלמדים כי ישנו תהליך של האטה בצמיחה של המשק. המשק הישראלי פתוח ולכן מושפע מהסביבה הכלכלית הגלובאלית. עד כה עמד המשק בצורה מרשימה מול רוחות המשבר העולמי אך לא לעולם חוסן. הצמיחה המהירה שאפיינה את ישראל בשנים האחרונות צפויה להאט לקראת סוף השנה ואנו מעדכנים את תחזיות הצמיחה שלנו לשנת 2008 מ-4% ל-3.8%

**המדד המשולב** לחודש יולי ירד בשיעור של 0.3% לעומת המדד של חודש יוני. מדדי יוני ומאי עודכנו כלפי מעלה ומראים צמיחה בשיעורים של 0% ו-0.2% בהתאמה (במקום -0.3% ו-0.1%). ייתכן בהחלט כי גם מדד חודש יולי יעודכן בעתיד כלפי מעלה ויראה כי המשק התרחב בחודש זה אולם, בכל מקרה מורגשת האטה בקצב ההתרחבות. ההשפעות החיוביות על המדד היו מודדי הייצור התעשייתי, הפדיון במסחר ושירותים ויבוא הסחורות. ההשפעות השליליות על המדד היו ממדדי ייצוא הסחורות והשירותים. מבדיקת ביצועי המדד המשולב לרבעון השני של השנה (למרות שנתון זה עוד צפוי להתעדכן), עולה כי קצב הגידול של המדד ירד לשיעור של 0.7%, לעומת 2.6% ברבעון הראשון. מהמתאם החזק בין המדד המשולב לתוצר העסקי בישראל אנו מעדכנים את תחזית הצמיחה לשנת 2008 מ-4% ל-3.8%.

שיעור השינוי השנתי במדד המשולב



מדד הייצור התעשייתי בטכנולוגיות העילית

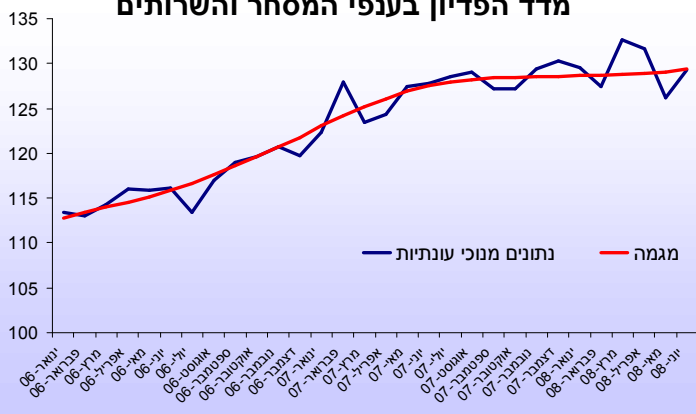


**מדד הייצור התעשייתי** עלה בחודש יוני בשיעור של 1% (נתוני מגמה). בהסתכלות שנתית עלה המדד בשיעור של 14% לעומת חודש יוני 2007. עיקר העלייה במדד נובעת מעלייה בייצור תעשיות הטכנולוגיה העילית (היי-טק) אשר צמחה, על פי המדד, בשיעור של 22.4% ב-12 החודשים האחרונים. לעומת זאת, הייצור בסקטור התעשייה המסורתית ממשיך בדעיכה וירד ב-12 החודשים האחרונים בשיעור של 1.6%.

**מדדי הפדיון** בענפי המסחר והשירותים מלמדים כי ברבעון השני של השנה חלה עלייה בקצב הגידול של הפדיונות, כפי שהם מדווחים למע"מ. בענפי המסחר חלה עלייה בשיעור של 3.3% בחישוב שנתי ברבעון השני לעומת שיעור של 2.4% ברבעון הראשון. בענפי השירותים השונות בין הענפים השונים גבוהה. בענף הנדל"ן והשירותים העסקיים חלה ירידה בקצב שנתי של 1% לעומת ירידה בקצה של 1.7% ברבעון הראשון.



**מדד הפדיון בענפי המסחר והשרותים**



## המלצות לאפיק הסולידי

### האפיק השקלי –

בשבוע האחרון המשיך העקום השקלי להתמתן, בעיקר דרך המח"מים הקצרים והבינוניים. עקום המק"מים מגלם העלאת ריבית של כ-50 נ"ב בשנה הקרובה, בדומה למה שמגלם עקום השחרים. כיוון שאנו מאמינים כי מצד אחד, ייתכנו עוד הפתעות אינפלציוניות כלפי מעלה ומצד שני, ההאטה במשק צפויה להיות מורגשת בחודשים הקרובים, אנו ממליצים על אחזקה באפיק במשקל של 37% ובמח"מ של 4 שנים.

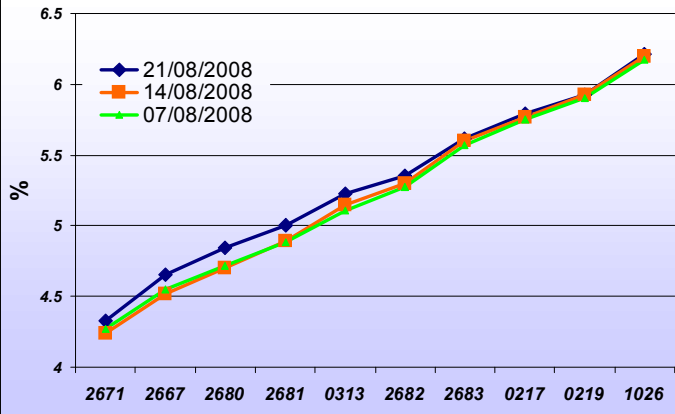
### האפיק הצמוד –

המדד הגבוה של חודש יולי לא השפיע בצורה ניכרת על ציפיות האינפלציה, כפי שהן נגזרות משוק ההון, כאשר הציפיות לטווח קצר ממשיכות לרדת (2.6%). חלק מכך נובע מהירידה במחירי הסחורות וחלק מהציפיות להאטה במשק. כפי שרשום לעיל, אנו מאמינים כי בטווח הקצר ייתכנו עוד הפתעות אינפלציוניות כלפי מעלה אך הציפיות האינפלציה ממח"מ של 4 שנים ועד מח"מ של 10 שנים עדיין גבוהות מדי (2.7%). לאור העובדה כי בטווח הארוך ציפיות האינפלציה אמורות להיות בממוצע כ-2% אנו מאמינים כי חלקו הקצר של העקום אטרקטיבי יותר. אנו ממליצים להמשיך להחזיק באפיק הצמוד במשקל של 58% ובמח"מ של 3-4 שנים.

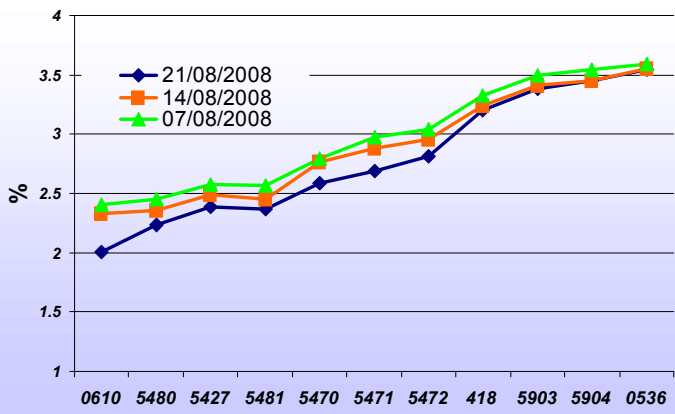
שיפוע העקום השקלי



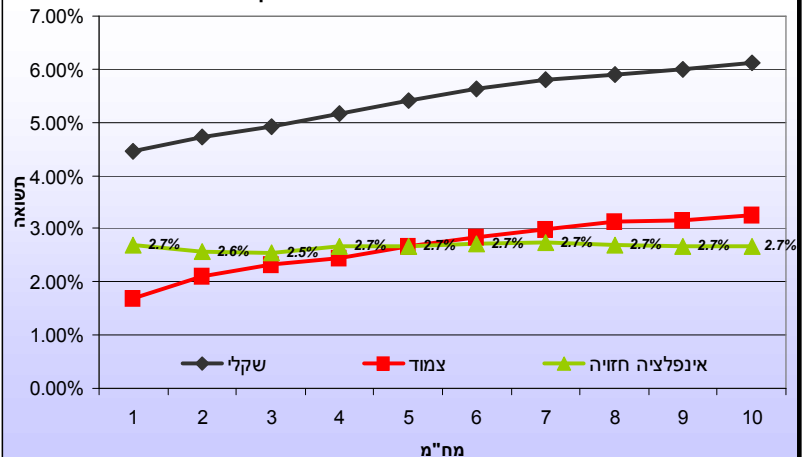
העקום השקלי



העקום הצמוד



ציפיות האינפלציה המגולמות בשוק





כלל פיננסים ניהול תיקי השקעות - מערך ניהול נכסים			
<b>מזכירה</b>		<b>מנכ"ל</b>	
איילת קון 03-5652511 ayeletko@clalbit.co.il		תמיר פורת 03-5653508 tamir@clal-fin.co.il	
ניהול השקעות ומסחר			
<b>מנהל תחום מניות</b>		<b>מנהל תחום מסחר ופוליסות חסכון</b>	
שמוליק קשת 03-5652515 shmuel@clal-fin.co.il		אורי סטנק 03-6251041 oristanek@clal-fin.co.il	
<b>מנהל השקעות</b>		<b>מנהל השקעות - דסק ישראלי</b>	
אופיר הראל 03-5652513 ofirh@clal-fin.co.il		עוז בן דור 03-5652506 ozbd@clal-fin.co.il	
<b>מנהל השקעות - דסק חו"ל</b>		<b>מנהל השקעות</b>	
אדי אזולאי 03-5652519 edia@clal-fin.co.il		בן אדלר 03-5653563 Bena@clal-fin.co.il	
<b>סוחר</b>		<b>סוחרת</b>	
רועי לוי 03-7613683 royl@clal-fin.co.il		נטלי שטרנפלד 03-5652547 natalis@clal-fin.co.il	
<b>סוחרת</b>		<b>סוחרת</b>	
לילך חיו 03-5652522 lilachh@clal-fin.co.il			
מחקר - מיקרו			
<b>אנליסט בכיר</b>		<b>מנהל מחלקת מחקר - מיקרו</b>	
ניר צרפתי 03-5653506 nirs2@clal-fin.co.il		רוני מרום 03-7616496 ronim@clal-fin.co.il	
<b>אנליסטית</b>		<b>אנליסטית בכירה</b>	
יסמין אורנשטיין 03-7613661 yasmino@clalbit.co.il		יוליה מסלוב 03-7613689 juliam@clal-fin.co.il	
<b>אנליסטית</b>		<b>אנליסטית בכירה</b>	
אורית קיבר 03-7611924 oritki@clal-fin.co.il			
מחקר - מאקרו			
<b>נלנל מאקרו</b>		<b>נלנל מאקרו</b>	
אמיר כהנוביץ 03-5652514 amirk@clal-ins.co.il		אורי גרינפלד 03-5652514 origr@clal-fin.co.il	
<b>בקרת השקעות וניהול סיכונים</b>		<b>פיתוח עסקי</b>	
<b>אחראית בקרת השקעות וניהול סיכונים</b>		<b>עוזרת מחקר ופיתוח עסקי</b>	
מאיה זק 03-7611912 mayaz@clal-fin.co.il		טל חודארה 03-5652517 talho@clalbit.co.il	
טלפון ראשי: 03-5652520 פקס ראשי: 03-5652521			

ניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח. הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשוא דוח זה, ואשר כלל פיננסים בטוחה מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. הערכת השווי שבדוח זה הנה יחסית והיא נעשית על בסיס פרמטרים ונוסחאות כלכליות המקובלים בשוק ההון בארץ ובעולם, נכון למועד כתיבת הדוח. שיטות שונות להערכת שווי עשויות להוביל למסקנות שונות בדבר שווי כלכלי. דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. חברת כלל פיננסים בטוחה, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנוק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערום או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה. כלל פיננסים בטוחה אינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. הקבוצה עליה נמנית כלל פיננסים בטוחה הנה קבוצה העוסקת בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע פעולות בבורסה ובנקאות להשקעות, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים בטוחה, חברות בשליטה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחמתים של ניירות ערך של החברה נשוא דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים. דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת, המידע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה.