

מאקרו כלכלה ישראל והשפעתה על השקל

מאת משה מידן, מנכ"ל החברה

לקוחות וקוראים יקרים,

בחודשיים האחרונים הגדלנו חשיפה בתיקים למטבע חוץ דרך רכישת אג"חים ומדדי מניות שנקובים או צמודים למט"ח. זאת לאחר תקופה בה נמנענו מלעשות זאת. כפי שאנו מציינים תמיד – חיזוי מטבעות הוא קשה ביותר, תזזיתי ורב ממדי, אך שקלול נתונים צולבים של כלכלת ישראל, הפרשי ריביות וכלכלות העולם הביא אותנו למסקנה כאמור שיש להגדיל את החשיפה למט"ח אשר מהווה גם גידור חלקי לתיקי ההשקעה כנגד קטסטרופות בשווקים. יש אף להזהיר שאין לצפות "פגיעה" בהכרח בכוון השקל בטווח הקצר וגם בהקשר זה אני מפנה אתכם למצגת שפרסמנו לאחרונה - "ישראל סיפור הצלחה"....(מופיעה לנוחיותכם גם באתר האינטרנט שלנו)

אנו מתכבדים להציג להלן את סקירתו של רנן מיטלפונקט, משנה למנכ"ל חברת היסונים פיננסים, הקושרת בין מצב המאקרו היחסי של ישראל לאור הנתונים האחרונים שפורסמו והשלכתם על חוזק השקל מול המטבעות העיקריים.

בימים האחרונים התפרסמו מספר נתונים בעלי השלכה ישירה על המצב בשוק המט"ח המקומי.

השינוי היחסי במדיניות המוניטארית של בנקים מרכזיים בעולם, שמשקף בסופו של יום את העוצמות היחסיות של הכלכלות, הוא המשתנה המסביר הראשון במעלה למגמות ארוכות הטווח בשוקי המט"ח בעולם בשנים האחרונות

Divergence Trade –

די אם נזכיר את הפיחות באירו מול הדולר בשנים 2014 עד 2015 (מרמה של 1.40 ועד לרמה של 1.04 דולר לאירו) על מנת שניתן יהיה להבין כיצד מיקום שונה במחזור העסקים מעצב מדיניות מוניטארית שונה ומייצר בכך תנודות חריפות על פני זמן בשערי המטבע

מעניין בהקשר זה לציין את הפיצול במדיניות המוניטארית בין ישראל לארה"ב בשנים האחרונות – בעוד הבנק המרכזי בארה"ב מעלה את הריבית 3 פעמים מרמה אפסית לרמה של 1.00%-0.75% והוא צפוי להעלותה עוד פעמיים השנה, נותרה הריבית בישראל יציבה ברמה של 0.1% מזה יותר משנתיים ימים

נשאלת השאלה מדוע לא גרם הפיצול או השוני במדיניות המוניטארית למגמה של פיחות בשקל אל מול הדולר, אלא להיפך בתקופה הנדונה התחזק השקל מול הדולר בשעה שהנ"ל התחזק מול מרבית המטבעות האחרים. תופעה שהובילה להתחזקות משמעותית של השקל מול סל המטבעות

התשובה לשאלה מעניינת זו נעוצה בנסיבות שהובילו לפיצול במדיניות המוניטארית. כפי שצינו התחזקות הדולר מול האירו נבעה ממיקום שונה במחזור העסקים (כלכלת ארה"ב במגמת שיפור וצמיחה ואירופה במיתון או סטגנציה) שהוביל למדיניות מוניטארית הפוכה. לעומת זאת, כשבוחנים את מיקומה של הכלכלה המקומית במחזור העסקים ביחס למיקומה של הכלכלה האמריקנית מגלים ששתי הכלכלות חוו בשנים האחרונות התחזקות וכי הסיבה העיקרית שהובילה את בנק ישראל להפחית את הריבית נעוצה באינפלציה הנמוכה ובהתחזקות השקל והשפעתו המרעה על כושר התחרות של הייצוא המקומי, המהווה נכון להיום כ- 28% מהכלכלה.

רויטר מידן בית השקעות בע"מ

רח' גולדה מאיר 3, בניין לב הניצן, פארק המדע נס ציונה 74036

טלפון: 08-9367700 (רב קווי) פקס: 08-9369801

www.rmih.co.il

כלומר, השוני במדיניות המוניטארית לא נבע ממוקום שונה במחזור העסקים אלא היה בעיקרו תגובת נגד של בנק ישראל לירידת המחירים ולהתחזקות המתמשכת של המטבע המקומי. כתוצאה מכך, בשונה מהמתרחש בעולם, הפיצול במדיניות לא הוביל למגמת פיחות בשקל.

שאלת השאלה מה ניתן להבין מכך להמשך? מהם התנאים שיביאו לכך שפיצול המדיניות ישתקף בשוק המט"ח? התשובה לכך היא פשוטה – על מנת שהפיצול יבוא לידי ביטוי בשוק המט"ח נדרשת היחלשות יחסית של הכלכלה המקומית ביחס לכלכלות של שותפות הסחר העיקריות של מדינת ישראל – בעיקר ארה"ב ואירופה (מהוות יחדיו כ- 50% מסחר החוץ של מדינת ישראל)

זכור הצמיחה בשנת 2016 בישראל הייתה נאה – 4%. שילוב של נסיבות ובראשם השקעה בעלת היקף מאסיבי של אינטל בשדרוג המפעל בקרית גת, רכישות מוגברות של כלי רכב (של חברות הליסינג ומשקי הבית) יחד עם פעילות בנייה ערה (התחלות בנייה בקצב של למעלה מ- 50 אלף דירות) הובילו לנתונים חזקים. בעבר כבר ציינו כי שילוב זה של נסיבות אינו בר-קיימא. תמהיל הצמיחה הנ"ל בעייתי לכל הדעות כאשר גם בנק ישראל שיקף הערכה זו בתחזית הצמיחה לשנת 2017 העומדת על 2.8% בלבד (צמיחה של 0.8% לנפש).

על רקע הערכה זו שלנו והבנה כי מיקום שונה במחזור העסקים הוא שעומד בבסיס המגמות בשוק המט"ח, היו עינינו נשואות לעבר נתוני התוצר לרבעון הראשון שהתפרסמו ב- 16/5/17 – על פי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה צמחה הכלכלה ברבעון הראשון ב- 1.4% במונחים שנתיים וזאת לעומת צפי לצמיחה בשיעור של 3.7%.

ניתוח מרכיבי הצמיחה מעלה את הממצאים הבאים:

1. הוצאה לצריכה פרטית ירדה ב- 1.6%
2. ההשקעה בנכסים קבועים ירדה ב- 6%
3. יצוא סחורות ושירותים עלה ב- 8%
4. הוצאה לצריכה ציבורית רשמה עלייה של 2.5%

ניתוח פרטני של המרכיבים השונים מעלה מספר תובנות מעניינות:

1. הוצאה לצריכה פרטית לנפש ירדה ברבעון הראשון ב- 3.4% במונחים שנתיים בהמשך לירידה של 1% ברבעון הרביעי של 2016 ועלייה של 0.9% ברבעון השלישי. בהוצאה למוצרים בני קיימא לנפש נרשמה ירידה של 38.3% במונחים שנתיים. ראוי לציין כי הוצאות לכלי רכב לשימוש פרטי ירדו ב- 72.7% בחישוב שנתי. הוצאה לצריכה פרטית שוטפת לנפש (מזון, משקאות, דוור, דלק, חשמל ומוצרי תעשייה לצריכה שוטפת) עלתה רק ב- 1.2% לאחר יציבות ברבעון הקודם.
2. ההשקעה בכלי תחבורה יבשתיים רשמה ירידה של 92.7% במונחים שנתיים. לעומת זאת ההשקעה בבנייה למגורים עלתה ב- 6% וההשקעה בבניה שלא למגורים עלתה ב- 12.5%
3. העלייה ביצוא משקפת עלייה של 4.4% במוצרי תעשייה, עלייה של 15.4% ביצוא שירותים אחרים (יצוא שירותי תוכנה תחבורה ותקשורת) ועלייה של 15.8% ביצוא שירותי תיירות

רויטר מידן בית השקעות בע"מ

רח' גולדה מאיר 3, בניין לב הניצן, פארק המדע נס ציונה 74036

טלפון: 08-9367700 (רב קווי) פקס: 08-9369801

www.rmih.co.il

1. החגיגה והשגשוג בענף הרכב שהגיעו לשיא בשנת 2016 נבלמו ואיתן נבלמה השעטה בצריכה הפרטית ונבלמו ההשקעות.
2. ההשקעה בנכסים קבועים הייתה יורדת הרבה יותר אלמלא ההשקעה בבנייה. הנתונים האחרונים בשוק הנדל"ן (קיפאון ברכישת דירות, ירידת מחירים) צפויים להשתקף בהמשך השנה ולהעיב אף הם על הצמיחה
3. היצוא מתאושש, בעיקר יצוא השירותים, אך על רקע חלקו הקטן יותר בתוצר (28%) אין בשיפור בכדי לבלום את ההאטה

המשמעויות שיש לנתוני התוצר המאכזבים:

ההאטה הכלכלית צפויה להשפיע על ניהול המדיניות המוניטארית. שילוב של צמיחה נמוכה מהצפוי יחד עם אינפלציה נמוכה בשיעור של 0.7% בשנה החולפת (מתחת ליעד האינפלציה ארוך הטווח העומד על 1% עד 3%) יחייבו את בנק ישראל להמשיך במדיניותו המרחיבה עוד זמן רב. ניתן להניח כי הריבית תעלה רק במחצית השניה של 2018 וגם זאת בתלות בשיפור בנתוני הצמיחה ועליית האינפלציה והתבססותה למשך פרק זמן ממושך בתחומי היעד.

ההאטה הכלכלית צפויה להשפיע גם על התנהלות התקציבית של הממשלה – הנחת הבסיס כי הכנסות המדינה ממסים ימשיכו לעלות ועל כן ניתן להגדיל את ההוצאה (נטו משפחה + קצבאות הנכים) אינה עומדת במבחן המציאות. ניתן להניח כי הגירעון התקציבי שעמד על כ- 2% מהתוצר בשנים האחרונות צפוי לעלות מדרגה. לפרמטר זה חשיבות מכרעת בקביעת דירוג האשראי של כלכלת ישראל ולכן ניתן להניח כי שיפור נוסף בדירוג אינו צפוי.

פיצול זה של המדיניות המוניטארית בין ישראל וארה"ב, שכעת נובע ממיקום שונה במחזור העסקים, הופך את המטבע המקומי לפגיע. הגידול בעלויות הגידור המהווה השתקפות של הפיצול במדיניות יחל לשחק תפקיד מרכזי יותר במסחר. עם זאת, המשקיעים עודם "מתוכננים" למצב שוק יורד ומניחים כי ייתכן שהנתונים יעודכנו כלפי מעלה בהמשך, כפי שקרה בשנת 2016. עדכון נוסף לנתוני הרבעון הראשון צפוי להתפרסם ב- 18 ליוני, כאשר עד אז ניתן להניח כי פגיעותו של השקל תבוא לידי ביטוי בהתייצבות או התחזקות קטנה יותר מול הדולר בשעה שהנ"ל נחלש מול שאר המטבעות, דינמיקה שהובילה בשבוע החולף לפיחות השקל מול האירו עד לרמה של כ- 4 ₪.

במידה והעדכון השני יהיה דומה לראשון, כלומר לא יירשם שיפור בנתוני הצמיחה לרבעון הראשון ניתן להניח כי השוק יחשב מסלול מחדש ורמת הפגיעות של השקל תגדל.

מקווים שמצאתם עניין במובא לעיל,

שלכם,

משה וצוות רויטר מידן

אין לראות באמור לעיל משום המלצה לביצוע פעולות ו/או ייעוץ השקעות ו/או שיווק השקעות ו/או ייעוץ מכל סוג שהוא. המידע המוצג הינו לידיעה בלבד ואינו מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. כל העושה במידע הנ"ל שימוש כלשהו - עושה זאת על דעתו בלבד ועל אחריותו הבלעדית. החברה ו/או הכותבים מחזיקים ו/או עשויים להחזיק או למכור בחסר ניירות הערך או מדדים או מטבעות המחזרים לעיל.

רויטר מידן בית השקעות בע"מ

רח' גולדה מאיר 3, בניין לב הניצן, פארק המדע נס ציונה 74036

טלפון: 08-9367700 (רב קווי) פקס: 08-9369801

www.rmih.co.il