

סקירה שבועית

נקודות עיקריות:

- מדד המחירים לחודש מאי עלה ב- 0.4% בהתאם לתחזית המחלקה הכלכלית של אי.בי.אי.
- האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים צפויה לעמוד על 2.3%. מדד יוני צפוי להתייקר ב- 0.1%.
- אנו לא רואים בהתפתחויות בשוק המט"ח כיום סיכון אינפלציוני במשק.
- ריבית בנק ישראל צפויה להישאר ללא שינוי בסוף החודש, ולעלות ל- 2.0%-2.25% בסוף השנה.
- התייצבות ציפיות האינפלציה ברמות הגבוהות מ-2.8%, מבטאת את תופעת המחסור באג"ח ממשלתי צמוד מדד, על רקע פדיון צמוד מדד גדול הצפוי בחודשים יוני-אוגוסט 2010.
- האומדן השני לצמיחת המשק ברבע הראשון של השנה: 3.6% (לעומת 3.3% באומדן ה-1). עדכונים חדים בין שני האומדנים מעלים את שאלת הצורך בפרסום האומדן הראשון.
- האטה בקצב הגידול של הייצור התעשייתי בחודשים פברואר-אפריל 2010, ושל פדיון ענפי המסחר והשירותים. המדד המשולב מאות על התמתנות נוספת במשק, ברבע השני של השנה.
- קיטון בעודף בחשבון השוטף במאזן התשלומים ברבעון הראשון של 2010.
- תמונת החוב החיצוני של המשק הישראלי – היציבות הפיננסית מוסיפה להיות גבוהה.
- שוק המט"ח: הסינים מכריזים על כוונה להרחיב בהדרגתיות את רצועת הניוד ואצלו חוששים מה"מחלה ההולנדית".

מבט על השוק - דסק מסחר

אזכור חיובית ביותר אפיינה את שוק אגרות החוב הממשלתיות בשבוע החולף. מדד המחירים לצרכן עלה ב-0.4% בהתאם לתחזיות המוקדמות. ב-3 חודשים הקרובים צפוי פדיון של קרן + ריבית (סחיר ולא סחיר) בהיקף 23.6 מיליארד ש"ח, 21.0 מיליארד ש"ח מתוכו צמוד מדד.

אפיק ממשלתי שקלי: מגמת הירידה בתשואות האפיק הממשלתי השקלי נמשכה בשבוע החולף. כאשר החלק הקצר בינוני התחזק בכ-0.2% (2681, ו-2683), והחלק הארוך התחזק בכ-0.45% (ממשלתי שקלי 120). התשואה בממשלתי שקלי 120 ירדה מתחת לרף הפסיכולוגי של 4.7%. פער התשואות בין אג"ח ממשלתי ישראלי לאמריקאי ל-10 שנים עומד כעת על 147 נקודות בסיס, ואינו קטן בשל התייצבות התשואות בארה"ב ברמה נמוכה סביב 3.2%. להערכתנו, ריבית בנק ישראל תישאר על כנה בסוף החודש והיא צפויה לעלות ברבע אחוז רק בעוד למעלה מחודשיים ימים. בכפוף לתסריט זה, אנו רואים את ההשקעה סביב מח"מ 4-7 שנים כהשקעה ראויה עם תשואה שוטפת של למעלה מ-4.0%. נדגיש גם, כי האינפלציה הנגזרת משוק האג"ח בטווחים אלו עלתה לרמה של 2.8% - 2.9% (בשל המחסור באגרות חוב צמודות), עלייה זו תומכת בהסטה של השקעות לאפיק השקלי.

אפיק ממשלתי צמוד: מדד המחירים לצרכן לחודש מאי עלה בשיעור של 0.4% בהתאם לתחזית של המחלקה הכלכלית של אי.בי.אי. השבוע נמשכו עליות המחירים באפיק הממשלתי הצמוד בהתאם למגמה של השבועות האחרונים. הפדיון הגדול הצפוי בשלושת החודשים הקרובים (רובו צמוד מדד) כנגד מיעוט הנפקות צמודות ממשלתיות, הביאו את המשקיעים לבצע רכישות אגרסיביות באפיק הממשלתי הצמוד, על מנת למחזר את הפדיון הצפוי. בחלק הקצר, נרשמו עליות של כ-0.4% בגלילים 5480 ו-5481, החלק הבינוני הציג ביצועי חסר: ממצ"מ 614 עלה בכ-0.12%, ואילו אגרות החוב במח"מ 7-8 שנים (418, ו-1019) התחזקו אף הן בשיעורים נאים של כ-0.42%. ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק האג"ח נעות סביב 3% בחלק הקצר, עומדות על 2.87% בטווח של 4-5 שנים ועל כ-2.85% בטווח של 7-8 שנים. אין לנו ספק, כי אגרות החוב הממשלתיות הצמודות יקרות לכל אורכו של העקום, אך המחסור הצפוי בהן ימשיך לספק רוח גבית. במצב כזה אנו נמשיך להעדיף השקעה במח"מ 5-8 שנים (5472, 418, ו-1019), והסטה של כספים לטובת האפיק השקלי בתשואות אבסולוטיות גבוהות יותר.

אפיק קונצרני: האפיק הקונצרני ממשיך להציג ביצועים חיוביים. המחסור הצפוי באגרות החוב הצמודות ובהנפקות של איגרות חוב צמודות דוחף את הציבור להשקעה במדדי התל-בונד. מדד תל-בונד 20 ומדד

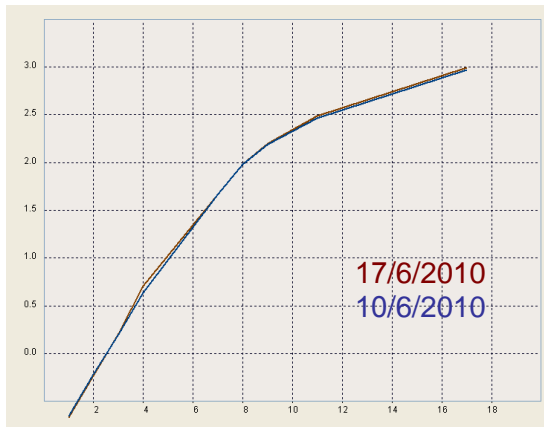
סמך זה הוכן על ידי מחלקת מסחר והמחלקה הכלכלית קבוצת אי.בי.אי. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. אשר על כן מופנה המסמך רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך הנזכרים 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 המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והיא עשויה לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך הנ"ל.

תל-בונד 40 עלו בשבוע החולף בכ-0.5%. מבין ההנפקות של השבוע החולף, בנק איגוד השלים גיוס במכרז המוסדי של 235 מיליון ש"ח בתשואה של 1.3%, בנק דיסקונט גייס שטר הון משני בתשואה של 3.85% ודקסיה ישראל הבטיחה גיוס של 450 מיליון ש"ח בשתי סדרות: סידרה חדשה בתשואה של 3.6%, והרחבת סידרה ה' בתשואה של 2.1%. התשואות היחסיות נמוכות משקפות את הלחץ מצד המשקיעים ורצונם באיגרות חוב צמודות מדד, מגמה שבולטת כאמור גם באפיק הממשלתי.

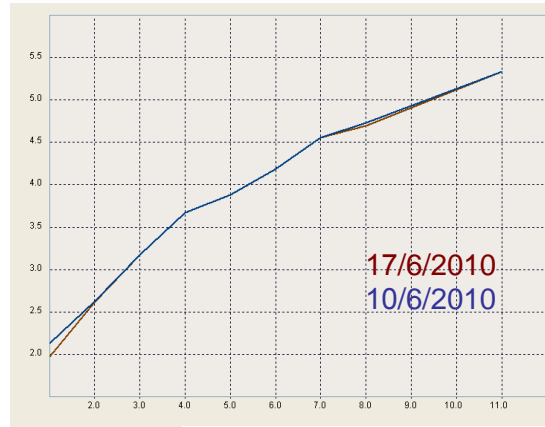
המלצות: באפיקים הממשלתיים: אנו מעדיפים לשבת בטווחים של 4-7 שנים באפיק הממשלתי השקלי, ולהחזיק בטווחים של 5-8 שנים בחלק הצמוד הממשלתי. **שבוע טוב +**

עקומי תשואה

עקום תשואה צמוד מדד



עקום תשואה שקלי



מקור: תוכנת Triple-A

אגרות חוב ממשלתיות

שם האיגרת	הצמדה	מח"מ	תשואה נוכחית	שבוע שעבר	לפני כחודש ימים	שינוי שבועי במחירים
שחר 2680	לא צמוד	0.87	2.08	2.14	2.26	0.10%
ממש' 0313	לא צמוד	2.65	2.96	3.12	3.22	0.15%
שחר 2683	לא צמוד	4.84	3.86	3.96	4.08	0.20%
ממש' 0219	לא צמוד	7.01	4.51	4.65	4.75	0.40%
ממש' 1026	לא צמוד	10.61	5.33	5.41	5.48	0.30%

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 0913	לא צמוד	09/2013	250	שנתי	3.5%	ציבור	21/06/2010
ממש' שקלית 0120	לא צמוד	01/2020	250	שנתי	5.0%	ציבור	21/06/2010
ממש' שקלית 1026	לא צמוד	10/2026	200	שנתי	6.25%	ציבור	21/06/2010

עד לסוף החודש לא צפויים מכרזי החלף או מכרזים הפוכים באג"ח ממשלתי

לוז לפרסום נתוני מקרו			
נושא	גורם מפרסם	תאריך	יום בשבוע*
סחר החוץ של ישראל לפי ארצות – מאי 2010 (בשעה: 13:00)	הלמ"ס	20/6/10	ראשון
מדד מנהלי הרכש – מאי 2010	בנה"פ וארגון מנהלי	21/6/10	שני*
התפתחות החוב של המגזר העסקי לחודשים אפריל-מאי 2010	בנק ישראל	21/6/10	שני
בלתי מועסקים על פי נתוני מגמה – אפריל 2010 (בשעה: 13:00)	הלמ"ס	21/6/10	שני
מכירה ברשתות שיווק – מאי 2010	הלמ"ס	21/6/10	שני
הנפקת אג"ח בהיקף של 700 מיליון ע.ג.	משרד האוצר	21/6/10	שני
לינות תיירים – מאי 2001 (בשעה: 13:00)	הלמ"ס	23/6/10	רביעי
מדדי מחירים בסחר חוץ – רבע ראשון 2010 (בשעה: 13:00)	הלמ"ס	24/6/10	חמישי
מכירות בכרטיסי אשראי על ידי צרכנים אחרים – רבע ראשון 2010 (בשעה: 13:00)	הלמ"ס	24/6/10	חמישי

* מועד הפרסום עשוי להיות ביום שונה

מה חדש במקרו כלכלה ?

סביבת האינפלציה

מדד חודש מאי עלה ב- 0.4% בהתאם לתחזית המחלקה הכלכלית של אי.בי.אי.

במדד חודש מאי התייקרו הפירות הטריים בשיעור חד (על רקע כניסתם של פירות הקיץ למדידה). בנוסף התייקרו: ההלבשה וההנעלה (התייקרות עונתית), הנסיעות לחו"ל, וסעיפים המושפעים מהתייקרות הדלקים בעולם (דלק לכלי רכב, ונפט וסולר לחימום הדירה).

התייקרות נוספת נרשמה בסעיף הדיור בשיעור של 0.7%, כתוצאה מהתייקרות של 0.9% במדד שירותי הדיור בבעלות דיירים, המבטא את חוזי שכר הדירה המתחדשים, בעוד מדד שכר הדירה עלה ב- 0.3% בלבד.

מדד מחירי הדירות בבעלות הדיירים בהתבסס על "סקר מחירי הדירות" (מבטא התייקרות של דירות למכירה, לא להשכרה) הוסיף לעלות בחודש אפריל, אם כי בשיעור מתון (0.6%) בהשוואה לשיעורי הגידול שנרשמו בשלושת החודשים שלפניו (1.1%-2.2%).

ב-12 החודשים האחרונים התייקר סל המוצרים לצרכן בשיעור של 3.0%. המדד ללא דיור התייקר בשיעור של 2.5% ואילו המדד ללא אנרגיה התייקר בשיעור של 2.7%. על פי נתוני המגמה, קצב הגידול השנתי של מדד המחירים לצרכן בחודשים פברואר - מאי 2010 הינו 2.0%.

ב-12 החודשים הקרובים (על בסיס מדד מאי) צפוי מדד המחירים לצרכן להתייקר ב- 2.3%¹.

¹ לשים לב, כי העדכון של תחזית זו לעומת המסמך שהופץ לאחר פרסום המדד, נובע מטעות שנפלה במסמך הקודם. התחזית לעליה של 2.5% במדד התייחסה לתקופת המדידה על בסיס מדד אפריל, ולא מאי.

השוק והחזאים בתמימות דעים: האינפלציה הצפויה בשנה הקרובה – 2.7%

ציפיות האינפלציה לשנה נותרו במאי ללא שינוי ברמה של 2.7% אך עלו ב- 30 הימים האחרונים ל- 2.8%. ממוצע תחזיות האינפלציה של החזאים לשנה הקרובה, עלה במאי ל- 2.7% לעומת 2.6% באפריל, ונותר ברמה זו ב- 30 הימים האחרונים.

לעומת אלו, הציפיות לשנה השנייה טיפסו במאי מ- 2.4% ל- 2.6%, ונותרו ברמה זו ב- 30 הימים האחרונים. והציפיות לשנה השלישית ואילך טיפסו מ- 2.6% באפריל ל- 2.8% במאי, ונותרו אף הן ללא שינוי ב- 30 הימים האחרונים.

חשוב לציין, כי התחזיות לשנה קדימה הן על בסיס מדד חודש אפריל, שכן הן נאספו לפני פרסום מדד חודש מאי. להערכתנו, ממוצע תחזיות החזאים ירד בעת הפרסום הבא. בינתיים, אין ירידה בציפיות הנגזרות משוק ההון (ראו הסבר לתופעה בפרק על הריבית).

מדד חודש יוני צפוי לעלות ב- 0.1%

מדד חודש יוני יושפע מעליית מחירים עונתית חדה בסעיף ההלבשה וההנעלה (למרות מבצעי סוף השנה בחנויות). עליית מחירים עונתית זו נובעת משיטת המדידה המתקנת הטיות מדידה לאחור פעמיים בשנה, במדדי יוני ודצמבר. בנוסף יושפע המדד מעליות עונתיות במחירי המשקאות, ההבראה והנופש, שיעורי הנהיגה ושכירת הרכב ועוד. סעיף הדיור צפוי לתרום אף הוא תרומה חיובית למדד. מנגד, הוזלות עונתיות צפויות בסעיף הירקות והפירות (בהיקף ניכר), הציוד החשמלי לבית, הספרים (בשל אירועי שבוע הספר), התחביבים, הצעצועים, וצורכי הקוסמטיקה. תרומת מחירי הדלקים למדד חודש יוני – שלילית.

מידת ההשפעה של השינויים בשערי החליפין לאחרונה על מדד המחירים לצרכן

נשאלתי שוב ושוב לאחרונה, לגבי מידת ההשפעה של הפיחות בשער החליפין של השקל כנגד הדולר על מדד המחירים לצרכן. בהקשר זה יש לזכור, כי התמסורת בין שער החליפין של השקל/דולר למדד פחתה בשיעור ניכר, שכן נכון לחודש האחרון, משקל החוזים המתחדשים הנקוב בדולר או צמוד לדולר מתוך סך מדגם חוזי שכר הדירה המתחדשים של הלמ"ס, עומד על 8.8% בלבד, בעוד היתרה בגובה של 91.2% מייצגת את משקלם של חוזי שכר הדירה המתחדשים הנקובים במטבע השקל.

מתוך סך מדגם חוזי שכר הדירה (מתחדשים ומתמשכים), עומד משקל החוזים הצמוד לדולר על 11.4%, והוא מצוי במגמת ירידה.

בעקבות הירידה בתמסורת בין שער החליפין למדד, מידת ההשפעה של הפיחות בשער השקל על מדד המחירים לצרכן פחתה בשיעור ניכר. חשוב גם לציין בהקשר זה, כי שיעור הפיחות של השקל כנגד הדולר מתון ביותר (בשבוע האחרון אף נרשמה התחזקות של השקל), כאשר בנוסף, קיימת גם השפעה הפוכה של היחלשות האירו על המדד, שלאחרונה באה לידי ביטוי בירידת מחירי המכוניות והנופשים באירופה.

לאור האמור, אנו לא רואים בהתפתחויות בשוק המט"ח כיום סיכון אינפלציוני במשק.

ריבית בנק ישראל לחודש יולי צפויה להישאר ללא שינוי ברמה של 1.5%

החלטת הריבית לחודש יולי צפויה להתקבל ביום שני, ה- 28 ביוני 2010.

בחנינת המשתנים המקרו כלכליים תומכים בהותרת הריבית המוניטרית ללא שינוי גם בחודש הבא:

- **שוק העבודה:** שיעור האבטלה במשק ירד ברבע הראשון של השנה בעשירית האחוז בלבד, כאשר ירידה זו נובעת מירידה בשיעור המשתתפים בכוח העבודה האזרחי (פחות אנשים מחפשים עבודה באופן פעיל), ולא משיפור של ממש בשוק העבודה. יתר על כן, מנתונים שפרסם לאחרונה התמ"ת עולה, כי ברבע השני של השנה נרשמו ירידה במאזן התעסוקה (איושי משרות פחות פליטות עובדים) והתמתנות בביקוש לעובדים, בהשוואה לשיפור במשתנים אלו ברבעונים קודמים. נתונים אלו תומכים באי שינוי הריבית במשק.

- **הצמיחה במשק ובעולם:** נתוני המשק הישראלי מעורבים לאחרונה, חלקם חזקים וחלקם מצביעים על התמתנות קצב הצמיחה במשק. כך למשל, אומדן הצמיחה השני לרבע הראשון של 2010 הצביע על קצב צמיחה משופר בהשוואה לאומדן הראשון (3.6% לעומת 3.3% - ראו הרחבה בהמשך), אך מתון בהשוואה לרבע האחרון של 2009 (4.5%). יחד עם זאת, קצב הצמיחה של התוצר העסקי היה משביע רצון 4.8%, בדומה לזה שנרשם ברבעון הקודם (4.9%), ובניכוי תרומת חברות ההזנק (שהינה תנודתית מאד), צמח התמ"ג העסקי בשיעור חד של 7.5%, לעומת 5.2% ברבע הקודם. נתונים אלו

הינם חיוביים למשק. מנגד, הייצור התעשייתי עלה באפריל, אך נתוני המגמה מצביעים על התמתנות של קצב צמיחת הייצור התעשייתי בשלושת החודשים פברואר-אפריל 2010, לעומת שלושת החודשים שקדמו להם. מגמה דומה נרשמה בפדיון ענפי המסחר והשירותים. בנוסף, חולשה נרשמה ביצוא הסחורות, ירידה נרשמה בשווי נכסי הציבור לראשונה מזה תקופה ארוכה, ומדדי אמון הצרכנים ירדו אף הם מהשיאים האחרונים, ומבטאים התמתנות צפויה בביקוש הצרכני בעתיד. אם לא היה די בכל אלו – עדיין לא ברורות ההשלכות של משבר החוב באירופה ושל התחזקות היורו כנגד הדולר על הצמיחה העולמית ועל צמיחת המשק הישראלי – דבר המחייב משנה זהירות בקביעת הריבית במשק.

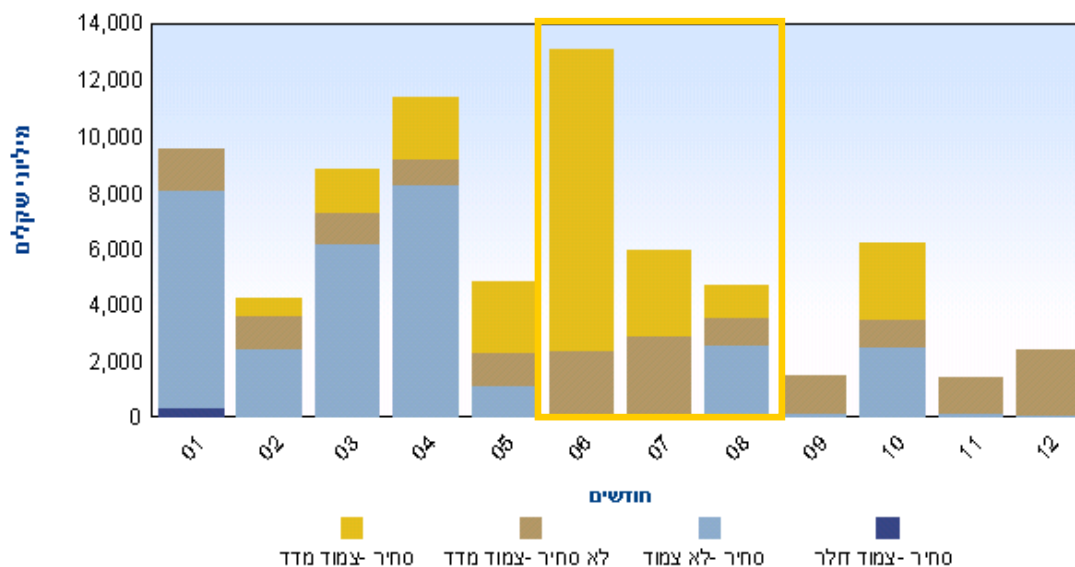
האינפלציה במשק: שיעור האינפלציה על פני 12 החודשים האחרונים מצוי בגבול העליון של יעד יציבות המחירים (3.0%) וצפוי להמשיך ולרדת בחודשים הקרובים, אל מתחת ל- 2.0%. הירידה במחירי הסחורות (בהתבסס על מדד הסחורות העולמי של רויטרס), ממתנת את לחצי האינפלציה שהיו צפויים מצד ההיצע. כך גם התחזקות השקל כנגד האירו.

מדד חודש יוני צפוי להתייקר בשיעור מתון בלבד. תחזית האינפלציה לשנה הקרובה של מרבית החזאים בשוק, מצויה בתוך טווח יעד יציבות המחירים, גם אם מעל למרכז היעד.

למעשה הפרמטר העיקרי התומך בהעלאת הריבית במשק הינו **ציפיות האינפלציה** המצויות קרוב לגבול העליון של יעד יציבות המחירים לכל אורך העקום, אלא שאלו אינן משקפות לטעמנו את הערכת האינפלציה האמיתית של המשקיעים בשוק האג"ח הממשלתי. להערכתנו, התייבבות ציפיות האינפלציה בקרוב לגבול העליון של יעד יציבות המחירים, מבטאת את תופעת המחסור באג"ח ממשלתי צמוד מדד, על רקע פדיון צמוד מדד גדול הצפוי בשלושת החודשים הקרובים (ובעיקר בחודש הנוכחי), כנגד מיעוט הנפקות צמודות מדד.

גופי השקעה המבקשים שלא להגדיל את החשיפה לאפיק הקונצרני מחד, ואחרים המחויבים תשקיפית לאג"ח מדינה, ואשר לא רוצים לשנות את היחס בתיקים בין צמודים ללא צמודים, נאלצים לרכוש אג"ח ממשלתי צמוד מדד, בכל מחיר. ביקוש זה באפיק הצמוד מביא לעיוות בציפיות האינפלציה הנגזרות. על כן, להערכתנו, אין להעלות ריבית במשק בעת הנוכחית על בסיס משתנה זה.

פדיונות לשנת 2010 - קרן וריבית: ריבוי הנפקות צמודות מדד (סחיר ולא סחיר) בינוי-אוגוסט



מקור הגרף: משרד האוצר, היחידה לניהול החוב הממשלתי

שער החליפין: לאחרונה שוב התחזק השקל כנגד הדולר, והוא נסחר כעת ברמה של 3.814 ש"ח לדולר, לאחר שהגיע לרמה של 3.884 ש"ח לדולר, לפני כשבוע ימים. מנגד, הסל האפקטיבי מצוי נכון ליום שישי האחרון, ברמה הגבוהה ב- 0.9% מרמתו ביום בו נקבעה הריבית לחודש יוני, אך ברמה הנמוכה ב- 6.89% בהשוואה לרמתו לפני שנה.

על רקע היחלשות היצוא בחודשים האחרונים, ועל רקע החשש לפגיעה נוספת בו בשל ירידה בהיקף הביקוש מאירופה (יעד עיקרי ליצוא הישראלי), וכתוצאה מפגיעה בכושר התחרותיות של היצואנים הישראליים בשל היחלשות האירו – יש להניח כי בבנק ישראל היו מעדיפים לראות את השקל חלש יותר (חזק פחות). לכן, תומך משתנה זה באי שינוי הריבית במשק.

אנו צופים, כי כל עוד המשתנים המקרו כלכליים של ישראל מצביעים על חולשה מסוימת, ואי הודאות בנוגע לאירופה וההשלכות של משבר זה על הכלכלה העולמית בכלל ועל כלכלת ישראל בפרט עודנה גבוהה – יעדיף הנגיד לנקוט משנה זהירות ולהותיר את הריבית במשק על כנה, למרות הכוונה ל"נורמליזציה" של הריבית, בטווח היותר ארוך.

האומדן השני של הלמ"ס לצמיחת המשק ברבע הראשון של השנה: 3.6%

הלמ"ס פרסמה בשבוע שעבר את האומדן השני לצמיחת המשק ברבעון הראשון של השנה. לפי עדכון זה, המשק התרחב ברבעון הראשון של השנה בקצב שנתי של 3.6%, שיעור התרחבות גבוה בהשוואה לאומדן הראשון שעמד על 3.3%.

פערים עצומים בין האומדן הראשון לשני בהתייחס למרכיבי הצמיחה במשק²:

- הצריכה הפרטית התרחבה בשיעור של 4.0%, לעומת 1.6% באומדן הראשון. העדכון נובע מעדכון כלפי מעלה של הגידול בצריכת מוצרים שאינם בני קיימא לנפש (מ-2.8 ל-3.6%). כמו גם מעדכון הירידה שנרשמה בצריכת מוצרים בני קיימא לנפש מ-19.4% ל-6.0%. התיקון חשוב ומשמעותי, מאחר והצריכה הפרטית מהווה כ-57% מהתמ"ג, ומהווה אף גורם הממתן את ההשלכות של המשברים בחו"ל על המשק המקומי. בנוסף, קצב הצמיחה של הצריכה הפרטית לנפש עומד על 2.1% ומצביע על שיפור ברמת החיים של משקי הבית המקומיים.
- ההשקעה בנכסים קבועים התרחבה ב-2.8%, לעומת דיווח על התכווצות של 0.3% באומדן הקודם. העדכון בולט בסעיף ההשקעה בענפי המשק, אשר עומד על פי האומדן החדש על 3.2%, לעומת 1.5% באומדן הקודם. גם בסעיף ההשקעה בבתי מגורים נרשם עדכון מרמה של 3.2% ל-3.9%. לגידול בהשקעה בענפי המשק השפעה על פוטנציאל הצמיחה של המשק הישראלי.
- היצוא הישראלי עבר עדכון חד בין שני האומדנים, מהתכווצות בשיעור של 7.3% באומדן הראשון, להתרחבות בשיעור של 7.4% באומדן השני. התרחבות היצוא הישראלי ברבע הראשון, מפתיעה, שכן צפינו להתכווצות מתונה, לאחר קצב גידול חריג של 42.9% ברבע האחרון של 2009. יחד עם זאת, קצב הצמיחה של היצוא הישראלי צפוי להיחלש ברבע השני של השנה, בהתבסס על הדיווחים החודשיים של יצוא הסחורות.
- סך השימושים בתוצר התרחב ברבעון הראשון ב-10.0% לעומת 13.9% באומדן הקודם. השימושים המקומיים התרחבו ברביע זה ב-11.0% לעומת 22.2% באומדן הקודם.
- יבוא הסחורות והשירותים התרחב בשיעור של 23.8% לעומת 44.0% באומדן הראשון.
- הוצאה לצריכה ציבורית התרחבה על פי האומדן השני בשיעור של 4.1% לעומת 8.2% באומדן הקודם. במקרה זה אנו מברכים על העדכון, שכן יש לבסס את צמיחת המשק על השימושים האחרים, ולא על הוצאה הציבורית.

ובכל זאת, הרי שאין טוב בלי רע... או שיש, תלוי איך מסתכלים על זה

- תרומת חברות ההזנק לצמיחת המשק ברבע הראשון של השנה היתה שלילית ונכבדת (לא טוב!!). התמ"ג העסקי התרחב ברבע הראשון של השנה בשיעור של 4.8% (בדומה לשיעור ההתרחבות באומדן הראשון), אלא, שהתרחבות התמ"ג העסקי ללא חברות ההזנק על פי האומדן השני, עומדת על 7.5% (!! ברבע הראשון של 2010, לעומת 5.2% ברבע הקודם (WOW)). הגידול החד בתמ"ג העסקי ללא חברות ההזנק בהחלט חיובי.

יש לזכור, כי תרומת חברות ההזנק תנודתית מאד ומושפעת לא פעם מעסקאות בודדות, על כן יש להסתכל על הנתונים מנוכי תרומת חברות ההזנק, ופה התמונה המתקבלת בהחלט חיובית.

אין ספק כי האומדן השני טוב מקודמו, ויש לקוות כי פרסום האומדן השלישי (ב-18 ביולי) לא יחזיר המצב לקדמותו. אנו שבים ומדגישים, כי עדכון הנתונים על ידי הלמ"ס בצורה כה חדה (מצמצום לצמיחה, כמו במקרה של היצוא למשל), מקשה על ניתוח הסביבה המקרו כלכלית האמיתית של המשק הישראלי. מאחר ועדכון הנתונים נובע מצבירת נתוני אמת על פני זמן, הרי שיש לשוב ולשקול, האם נכון לפרסם את האומדן הראשון

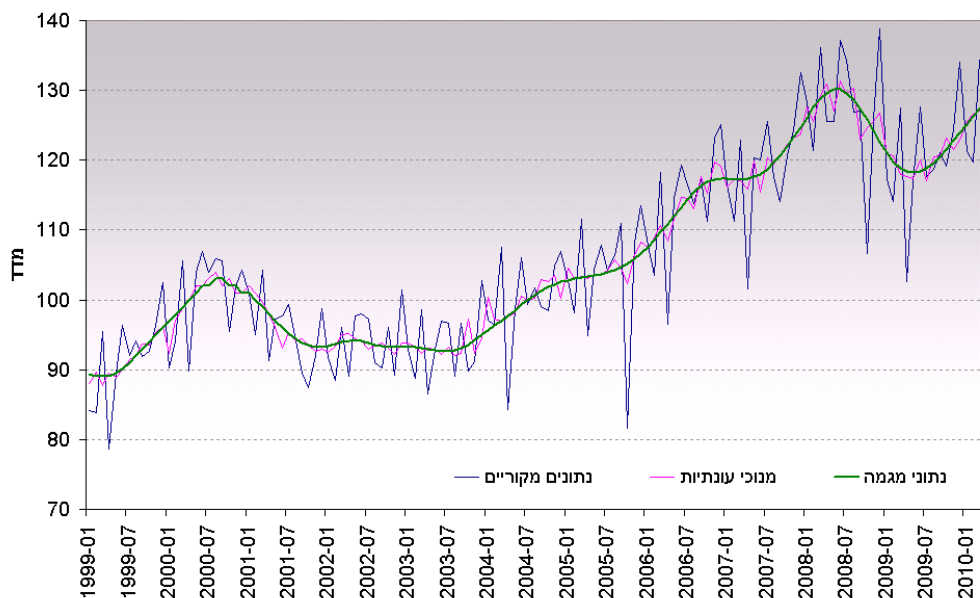
² כל הנתונים במונחים שנתיים.

לצמיחת המשק, על רקע התמונה השגויה שהוא מספק למי שמנתח את הסביבה המקרו כלכלית של המשק הישראלי.

האטה בקצב הגידול של הייצור התעשייתי בחודשים פברואר-אפריל 2010

מנתוני הלמ"ס שפורסמו בשבוע שעבר עולה, כי בהתבסס על נתוני המגמה, עלה הייצור התעשייתי בשלושת החודשים פברואר-אפריל 2010 בקצב שנתי של 9.9%, שיפור לעומת קצב העלייה שנרשם בשלושת החודשים הראשונים של השנה (8.8%), אך האטה בהשוואה לשלושת החודשים הקודמים, נובמבר 2009 – ינואר 2010 (12.0%). לשים לב, כי הייצור התעשייתי ללא טכנולוגיה עילית עלה בשיעור מתון יותר של 4.9%, לאחר עליה של 13.3% בשלושת החודשים הקודמים. העלייה בשלושת החודשים פברואר-אפריל 2010, בולטת בענפי הטכנולוגיה העילית והטכנולוגיה המעורבת עילית, כאשר בענף הטכנולוגיה העילית נרשמה האצה בקצב הייצור בהשוואה לתקופה הקודמת (16.9% לעומת 9.3%) בעוד בייצור ענף הטכנולוגיה המעורבת עילית נרשמה האטה ביחס לתקופה קודמת (10.2% לעומת 14.1%).

מדד הייצור התעשייתי, 2004 = 100



מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי אי.בי.אי

היקף הייצור של התעשייה המסורתית, לעומת זאת, רשם קצב צמיחה מתון של 1.6% בלבד, בשלושת החודשים הנסקרים, לאחר קצב צמיחה של 4.1% בשלושת החודשים שקדמו להם. האטה בקצב הצמיחה נרשמה גם בייצור התעשייה המעורבת מסורתית: 6.2% בחודשים פברואר-אפריל 2010, לעומת 22.8% בשלושת החודשים נובמבר 2009 – ינואר 2010.

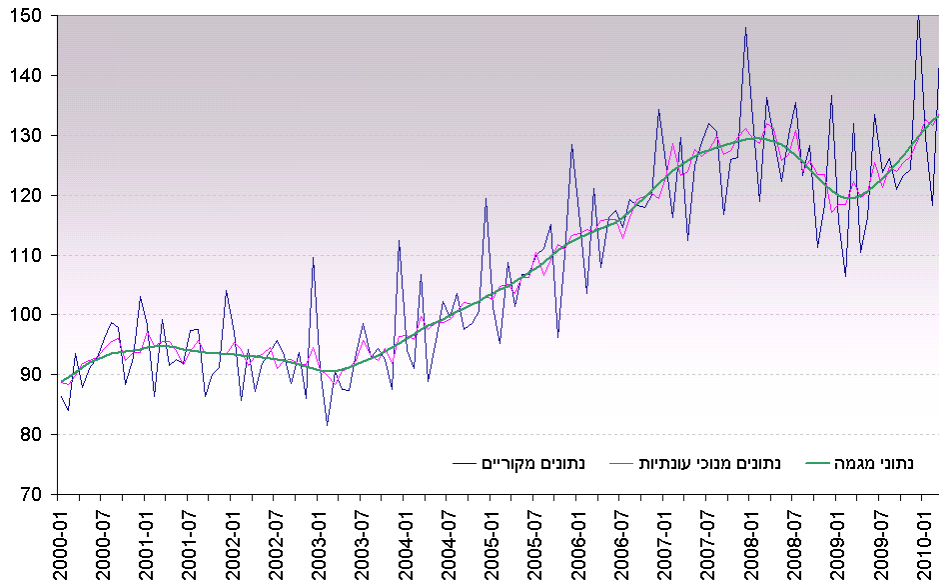
האטה נרשמה גם בקצב גידול **משרות השכיר בתעשייה**, גם בסך התעשייה ובמיוחד בתעשייה ללא הטכנולוגיה העילית. עם זאת יש לציין, כי כל התעשיות מצביעות על גידול במספר משרות השכיר. קצבי גידול נאים יותר בשלושת החודשים פברואר-אפריל 2010, נרשמו בקרב התעשייה העילית (4.2%), המעורבת מסורתית (3.5%) והמסורתית (3.2%), בעוד קצב הגידול המתון ביותר במשרות השכיר נרשם בקרב ענף הטכנולוגיה המעורבת-עילית (1.8% בלבד).

גם **בשעות עבודה למעשה** נרשמה התמתנות בקצבי הגידול, ומאחר וקצבי הגידול של הייצור התעשייתי מהירים יותר, קל להסיק, כי התוצר לשעת עבודה מוסיף לצמוח, ומעיד על גידול בפריון העבודה.

האטה נוספת בקצב הגידול של פדיון ענפי המסחר והשירותים

בשלושת החודשים פברואר-אפריל 2010 נרשמה עליה של 8.9% (במונחים שנתיים) בפדיון ענפי המסחר והשירותים, לאחר גידול של 10.3% ברבע הראשון של השנה (ינואר-מרץ 2010), ושל 15.0% בשלושת החודשים שקדמו לתקופה הנסקרת (נובמבר 2009 – ינואר 2010).

פדיון ענפי המסחר והשירותים. 2004 = 100



מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי אי.בי.אי

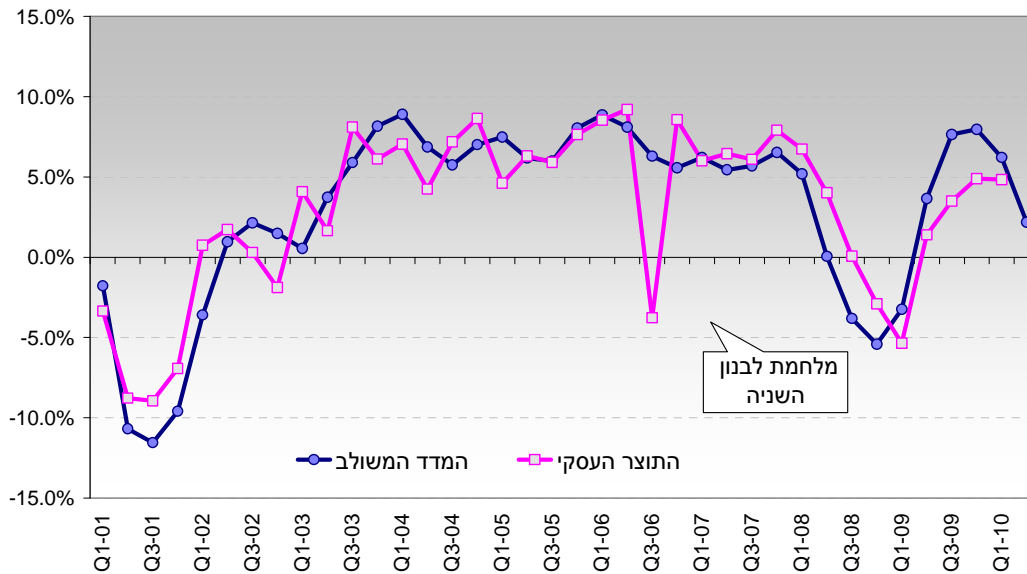
את קצב הצמיחה המהיר ביותר רשמו המוסדות הפיננסים ושירותי הביטוח שפדיון התרחב בשלושת החודשים פברואר-אפריל בשיעור שנתי של 17.4% לאחר התרחבות של 14.0% בשלושת החודשים שקדמו להם. גם שירותי החינוך, המסחר הסיטוני ושירותי האוכל וההארכה התרחבו בתקופה זו בשיעור ניכר – 12.0%, 11.3% ו-11.1% בהתאמה. התמתנות משמעותית בקצבי הגידול, עם זאת, נרשמה בענפים: מסחר קמעוני (5.4% לעומת 11.7% בשלושת החודשים הקודמים), נדל"ן ושירותים עסקיים (6.9% לעומת 18.3%), ושירותים אישיים ואחרים (4.6% לעומת 9.3%).

המדד המשולב למצב המשק מאותת על התמתנות נוספת בקצב הגידול של הפעילות הכלכלית

על פי נתוני בנק ישראל, המדד המשולב עלה בחודש מאי בפעם ה-15 ברציפות. בחודש מאי עלה המדד המשולב למצב המשק בשיעור מתון של 0.1%, כאשר התמתנות קצב הגידול בו נובעת מירידה במדד יצוא הסחורות והשירותים. הנתון לחודש מרץ עודכן כלפי מטה בעשירית האחוז לרמה של 0.4%, הנתון לאפריל נותר ללא שינוי ברמתו הנמוכה - 0.1%.

בבנק ישראל מציינים, כי העלייה המתונה במדד המשולב "מצביעה על המשך ההתאוששות בפעילות הכלכלית של המשק, תוך התמתנות בקצב ההתאוששות". הגידול המתון בחודשים אפריל-מאי עשוי להוות סממן ראשוני ומוקדם להתמתנות נוספת בקצב צמיחת המשק ברבע השני של 2010 בהשוואה לרבע הראשון של השנה (ראו גרף בעמוד הבא).

המתאם בין המדד המשולב לבחינת המשק והתוצר העסקי



מקור: בנק ישראל, הלמ"ס ועיבודי IBI

קיטון בעודף בחשבון השוטף במאזן התשלומים ברבעון הראשון של 2010

החשבון השוטף

ברבעון הראשון של שנת 2010 נרשם עודף בחשבון השוטף של 1.6 מיליארד דולר, לעומת עודף של 2.8 מיליארד דולר ברבעון הרביעי של שנת 2009, ושל 7.5 מיליארד דולר בשנת 2009 כולה.

הקיטון בעודף בחשבון השוטף היה צפוי, ונכתב לא פעם בעבר, כי השיפור הצפוי ביבוא אל המשק, על רקע התאוששות הביקוש המקומי, צפוי לצמצם את העודף בחשבון השוטף. הקיטון בעודף בחשבון השוטף ברבעון הראשון של 2010 נובע מגידול של 0.9 מיליארד דולר בחשבונות הגרעוניים:

- גידול של 170 מיליון דולר בחשבון הסחורות לגירעון של 404 מיליון דולר.
- גידול של 753 מיליון דולר בגירעון בחשבון ההכנסות לרמה של 1,261 מיליון דולר.

בנוסף, נרשם קיטון בעודף בחשבון השירותים בגובה של 383 מיליון דולר.

תנועות אלו קוזזו חלקית על ידי גידול בסך של 117 מיליון דולר בחשבון ההעברות השוטפות.

חשוב לציין, כי חשבון הסחר (סחורות ושירותים) עודנו מצוי בעודף. לאחר ניכוי עונתיות, הסתכם העודף ברבע הראשון של השנה בסך של 0.6 מיליארד דולר, מחצית מהעודף שנרשם ברבע הקודם (1.2 מיליארד דולר): יצוא הסחורות והשירותים הסתכם ברבע הראשון של השנה ב-19.7 מיליארד דולר (עליה של 4.3% לעומת הרבע הקודם (על בסיס נתונים מנוכי עונתיות), בעוד יבוא הסחורות והשירותים זינק בכ-7.7% לעומת הרבע הקודם, לרמה של 19.1 מיליארד דולר. העליה ביבוא בקצב מהיר מהעליה ביצוא, גורמת לצמצום העודף בחשבון הסחר. לשים לב, כי גם במאזן התשלומים משתקפת הירידה החדה במכירת חברות הזנק לתושבי חוץ, אשר כפי שצינו קודם לכן, באה לידי ביטוי גם בקצב הצמיחה של המשק. מכירה זו כוללת העברת מוצרים בלתי מוחשיים לחו"ל, כגון מחקר ופיתוח ותוכנה, הנכללים ביצוא השירותים.

חשבון ההכנסות בגין השקעות ושכר עבודה הסתכם בגירעון של 1.3 מיליארד דולר ברבעון הראשון של שנת 2010. העליה בגירעון בחשבון זה לעומת הרבע האחרון של 2009 הסתכמה ב-753 מיליון דולר, ונבעה מירידה בהכנסות תושבי חו"ל מהשקעות בחו"ל בסך של 390 מיליון דולר לעומת הרבע הקודם, מגידול של 328 מיליון דולר בהכנסות של תושבי החוץ על השקעותיהם בישראל, בהשוואה לרבע הקודם, חשבון ההכנסות בגין תשלומים לעובדים שכירים (הכנסות מעבודה של ישראלים בחו"ל בניכוי הוצאות על עבודה של זרים בישראל) הסתכם בגירעון של 729 מיליון דולר, לעומת 695 מיליון דולר ברבע הקודם, עליה של 34 מיליון דולר.

הקיטון בעודף בחשבון השוטף מהווה סיגנל לקיטון בלחצי הייסוף במשק הישראלי דרך ערוץ זה. לחץ זה לייסוף הינו ארוך טווח, ואינו מושפע משינוי ברמת הריבית במשק.

החשבון הפיננסי

השקעות ישירות: ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל הסתכמו ברבעון הראשון של שנת 2010 בסך של 1.3 מיליארד דולר, לעומת 0.6 מיליארד דולר ברבעון הקודם, וממוצע של 974 מיליון דולר לרבעון בשנת 2009 כולה, וממוצע של 2.7 ו-2.2 מיליארד דולר לרבעון, בשנים 2008 ו-2007 בהתאמה.

ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל הסתכמו ברבעון הראשון של שנת 2010 בסך של 589 מיליון דולר, לעומת סך של 205 מיליון דולר ברבעון הקודם וממוצע של 293 מיליון דולר לרבעון בשנת 2009 כולה, וממוצע של 1.8, 2.2 ו-3.9 מיליארד דולר לרבעון בשנים 2008, 2007 ו-2006 בהתאמה.

השקעות בתיק ני"ע למסחר: השקעות תושבי חוץ בני"ע למסחר ברבעון הראשון של שנת 2010 עלו עליה חדה והסתכמו נטו (קניה פחות מימושים) בסך של 3.8 מיליארד דולר, לעומת 0.7 מיליארד דולר בלבד, ברבע המקביל אשתקד, ו-0.5 מיליארד דולר ברבעון האחרון של שנת 2009. מתוך סך זה, 2.1 מיליארד דולר נטו הושקע במק"מ, ו-1.1 מיליארד דולר נטו הושקעו באג"ח ממשלתיות (חלק ניכר 1.5 מיליארד דולר, הושקע באג"ח ממשלתי שהנפיקה ממשלת ישראל בחו"ל, כנגד פדיון במרץ).

השקעות תושבי ישראל בני"ע זרים למסחר הסתכמו ברבעון הראשון של השנה ב-1.1 מיליארד דולר, לעומת 0.7 מיליארד דולר ברבעון המקביל אשתקד ו-2.7 מיליארד דולר ברבעון הקודם. כל ההשקעה של תושבי ישראל בתיק ני"ע למסחר בתקופה הנסקרת התמקדה במניות בחו"ל (1.5 מיליארד דולר), בעוד באג"ח נרשם מימוש של 412 מיליון דולר.

בואו נסכם את החשבון הפיננסי: המשקיעים הזרים, המכונים תושבי חוץ, הגדילו את ההשקעות הישירות שלהם, ובאופן ניכר את ההשקעה בתיק ני"ע למסחר, אך מימשו השקעות אחרות בסך זעום של 32 מיליארד דולר. סך זרימת ההון אל המשק עמדה על 5.1 מיליארד דולר.

תושבי ישראל, לעומת זאת, הרחיבו את היקף ההשקעות הישירות שלהם, והמשיכו להשקיע בתיק ני"ע למסחר ובהשקעות אחרות (אם כי בהיקף מצומצם ביחס לרבע האחרון של 2009). סך זרימת ההון מהמשק החוצה עמד על 2.0 מיליארד דולר.

כלומר, כשמסתכלים על סך ההשקעות הישירות, בתיק ני"ע למסחר ואחרות נטו, אין ספק כי קיים פה לחץ משמעותי לייסוף (כניסת מט"ח נטו).

אלא שיש גורם נוסף שלא התייחסנו אליו עד כה, והוא: בנק ישראל. בנק ישראל הגדיל את נכסי הרזרבה שלו (כולל SDR) בסך של 3.4 מיליארד דולר (לא כולל שערור נכסים).

נטו, בתוספת יתרות המט"ח, ייצר החשבון הפיננסי עודף ביקוש מתון למט"ח של 384 מיליון דולר, לעומת 3.5 מיליארד דולר ברבעון האחרון של 2009 ו-2.3 מיליארד דולר ברבעון המקביל אשתקד, שכולו תוצאה של הגידול ביתרות המט"ח, שאם לא כן, היה נרשם עודף היצע של מט"ח במשק.

תמונת החוב החיצוני של המשק הישראלי – היציבות הפיננסית מוסיפה להיות גבוהה

על פי נתוני בנק ישראל, **ברבע הראשון של השנה** חלה עליה בהיקף החוב החיצוני ברוטו לרמה של 94.4 מיליארד דולר (+2.3 מיליארד דולר), במקביל לעליה בנכסי המשק בחו"ל לרמה של 147.8 מיליארד דולר (+0.8). תנועות אלו הביאו לקיטון בהיקף החוב החיצוני נטו שהינו שלילי (מבטא עודף נכסים על התחייבויות במט"ח), בהיקף של 1.55 מיליארד דולר, לרמה של 53.4 מיליארד דולר.

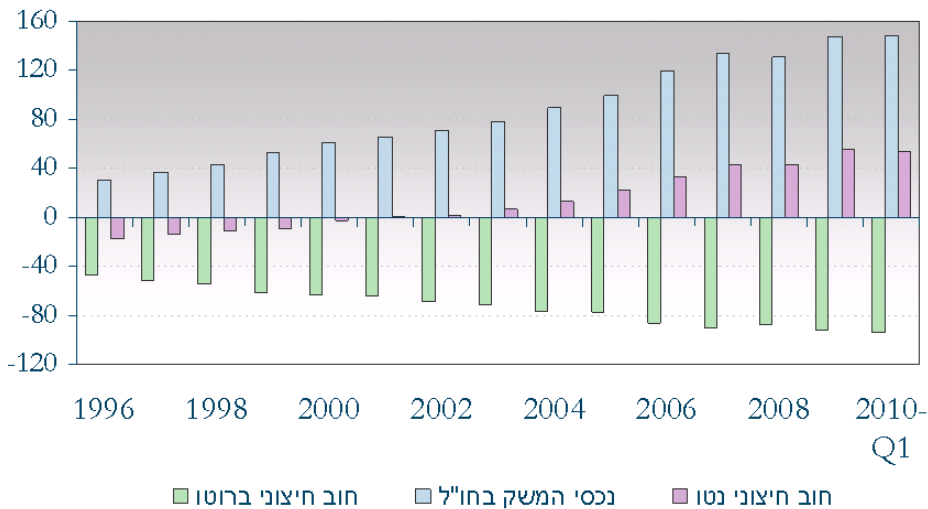
היחס שבין החוב החיצוני ברוטו לתמ"ג עמד בסוף הרביע הראשון של 2010 על 45.5%, ללא שינוי בהשוואה לדצמבר 2009.

עודף הנכסים לטווח קצר (עד שנה לפירעון) הסתכם בסוף מרץ 2010 בכ-67 מיליארד דולר, והוא משקף יחס כיווני גבוה – היקף הנכסים לטווח קצר גדול פי 2.6 מהחוב לטווח קצר.

לשים לב, כי העובדה לפיה החוב החיצוני נטו השלילי לטווח קצר גדול מסך החוב החיצוני נטו השלילי, מעידה על כך שלטווח הארוך יותר (מעל לשנה), קיים חוב חיצוני נטו חיובי, כלומר המבטא עודף התחייבויות על נכסים (בגובה של 13.6 מיליארד דולר).

נתון זה הינו אחד הפרמטרים של היציבות הפיננסית אחריהם עוקבות חברות דירוג האשראי.

החוב החיצוני של המשק הישראלי, במיליארדי דולרים



מקור: בנק ישראל ועיבודי אי.בי.אי.

סיכום מדדי האג"ח לחודש יוני ומתחילת השנה

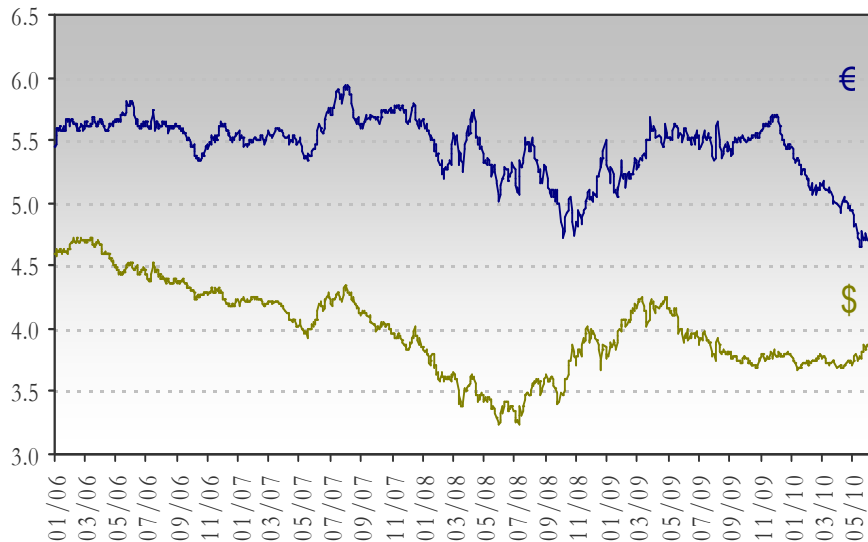
להלן סיכום מדדי האג"ח לחודש יוני ומתחילת השנה נכון ל-17 ביוני 2010.

06/10 MTD	2010 YTD		06/10 MTD	2010 YTD	
0.98%	4.84%	מדד אג"ח ממשלתי צ. מדד	0.74%	4.37%	מדד אג"ח כללי
0.42%	0.72%	מדד אג"ח צ. מדד 2-0	0.64%	4.09%	מדד אג"ח ממשלתי
1.04%	3.51%	מדד אג"ח צ. מדד 5-2	0.27%	3.38%	מדד אג"ח ממשלתי לא צמוד
1.29%	5.98%	מדד אג"ח צ. מדד 10-5	0.33%	4.34%	מדד אג"ח לא צמוד ר. קבועה
0.88%	4.80%	מדד אג"ח כללי קונצרני	0.07%	0.27%	מדד אג"ח לא צמוד ר. משתנה
1.27%	6.36%	מדד אג"ח קונצרני צ. מדד	0.25%	1.50%	מדד אג"ח לא צמוד 2-0
1.38%	6.72%	מדד תל בונד-20	0.13%	3.66%	מדד אג"ח לא צמוד 5-2
1.00%	5.51%	מדד תל בונד-40	0.52%	5.99%	מדד אג"ח לא צמוד +5
1.20%	6.10%	מדד תל בונד-60	0.11%	0.49%	מדד גילון 5-0
-0.36%	5.29%	מדד תל בונד שקלי	0.07%	0.87%	מדד מק"מ

מקור: הבורסה לניירות ערך

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 (24/5)	שיעור שינוי מתחילת השנה	שיעור שינוי בשנה האחרונה	סוג המטבע
3.8140	-0.88%	1.46%	0.08%	1.03%	-3.64%	שקל/דולר
5.6747	0.09%	4.23%	3.66%	-7.14%	-11.78%	שקל/ליש"ט
4.7273	1.29%	1.48%	0.35%	-13.13%	-14.33%	שקל/אירו
87.8388	0.38%	1.55%	0.90%	-4.90%	-6.89%	שקל/סל** אפקטיבי-מדד ³

* 18 ביוני 2010 בהשוואה ל- 18 במאי 2010

** שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל/סל: ממוצע גיאומטרי של שער החליפין של השקל מול 28 מטבעות, המייצגים 38 מדינות - שותפות הסחר העיקריות עם ישראל על פי משקלן.

הסינים מכריזים על כוונה להרחיב בהדרגתיות את רצועת הניוד ואצלנו חוששים מה"מחלה ההולנדית".

החששות מפני משבר החובות האירופי החלו להתפוגג השבוע, לאחר ההנפקה המוצלחת של האוצר הספרדי, במהלכה גויסו 3.5 מיליארד אירו (שתי סדרות: 3 מיליארד לפירעון בעוד 10 שנים ו- 500 מיליון לפירעון בעוד 30 שנה). יחס הכיסוי בהנפקה עמד על כ- 2 (היקף הביקוש גבוה פי שתיים מההיקף המוצע), עובדה המעידה על ביטחונם של המשקיעים ביכולת ההחזר של ספרד. עובדה זו החזירה את הרוח למפרשיו של האירו אשר התחזק השבוע מול הדולר ב- 2.3% (הצמד אירו- דולר ננעל ביום שישי על 1.2388 דולרים לאירו אחד), ובשבועיים האחרונים ב- 3.5%.

³ משקל המטבעות בסל: יורו (32.55%), דולר אמריקאי (24.79%), יואן סיני (5.65%), ליש"ט (5.20%), לירה טורקית (3.87%), יין יפני (3.53%), פרנק שוויצרי (3.22%), ו-21 מטבעות נוספים (21.19%).

בהתאם להתפתחויות בעולם, שער היציג של האירו התחזק השבוע כנגד השקל ב- 1.29% ונקבע ביום שישי על 4.7273 שקלים, שער היציג של הדולר פחת השבוע כנגד השקל ב- 0.88% ונקבע ביום שישי על 3.814 שקלים. במקביל, הסל האפקטיבי הנומינלי התחזק השבוע ב- 0.38% אך באותה נשימה נציין כי שער הסל עדיין נמוך בכ- 6.9% לעומת שער בתקופה המקבילה בשנה שעברה.

נקודה מעניינת שהעלה השבוע נגיד בנק ישראל בדבריו בפורום קיסריה מתייחסת לגילוי מצבורי הגז הטבעי לחופי ישראל. הנגיד מציין כי במידה ואכן יאומתו היקפיהן העצומים של תגליות הגז, עלולה הכלכלה הישראלית להידבק "במחלה ההולנדית" - ייסוף בערך השקל כתוצאה מיצוא הגז, אשר עלול לפגוע בכושר התחרות של שאר ענפי הייצוא. נגיד הבנק ציין, כי במידה ותתעורר סוגיה זו ישנן דרכים מגוונות בכדי לאזן את המשקולות. דוגמא שבחרנו להציג בפניכם ידועה בשם "השיטה הנורווגית" (שימו לב כי סקירתנו השבוע באה להרחיב את ידיעות הקורא גם בנושאים גיאוגרפיים) - הקמת קרן ממשלתית שתשקיע את תקבולי הגז בשווקים העולמיים, ובכך תסייע למתן את השפעת הייסוף על השקל.

התפתחות מעניינת שראוי לציין בין שורות אלו מתרחשת כעת בסין. מאז חודש יולי 2008, המשטר הסיני קיבע את שע"ח של היואן מול הדולר האמריקאי על 6.83 יואנים לדולר אחד. מצב זה מעניק יתרון לייצוא הסיני על פני הייצוא האמריקאי, שכן מרבית הכלכלנים המערביים מאמינים שאילו המטבע הסיני לא היה מנוהל, הוא היה חווה ייסוף משמעותי מול הדולר - הליך שהיה פוגע באטרקטיביות של הייצוא הסיני. אמש (19/6), הבנק המרכזי הסיני פרסם כי בכוונתו להרחיב בהדרגתיות את רצועת ניוד שע"ח של היואן הסיני מול הדולר האמריקאי. הודעה זו זכתה להתייחסות חיובית מצד המעצמות הכלכליות אך לא מעט גורמים השמיעו ביקורת שלילית בעניין, שכן הבנק המרכזי הסיני לא ביטל לחלוטין את ניהול המטבע ולא מסר מספיק פרטים מהותיים בעניין כגון: מסגרת זמנים, יעד שער החליפין וכד'. בנוסף, לא נתפלא באם ההכרזה נובעת מהרצון להקטין את האש שהייתה צפויה במפגש ה-G20 הקרוב, ואין בה בשורה של ממש. בשורה התחתונה - צעד קטן בכיוון הנכון אך לא מספיק.

למידע נוסף צרו קשר :

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

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

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

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

יעל גוב-ארי
דסק אג"ח
טלפון: 03-5190351
yael_g@ibi.co.il

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