

עדכון מקרו

אנרגיה חלופית

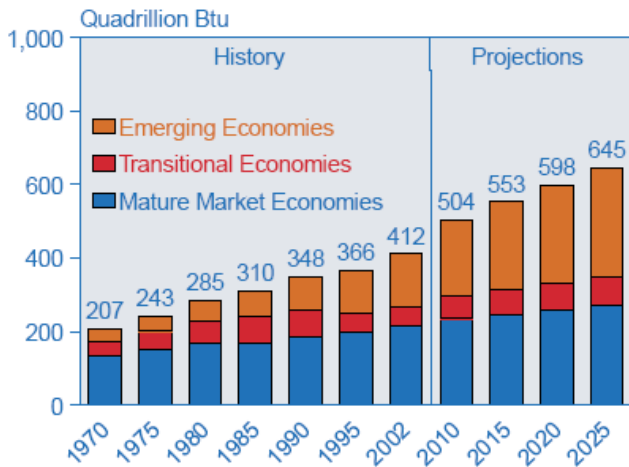
אבינועם נחום
03-6251059
Avinoam@clal-fin.co.il

אורח החיים המודרני דורש אספקת אנרגיה יעילה יציבה וזולה, והדרכים להבטחתה הפכו לנושא מרכזי בדיונים הגיאוגרפיים של מנהיגי העולם. את מקורות הפקת האנרגיה בעולם ניתן לחלק בגדול לשלוש קטגוריות עיקריות: אנרגיה המופקת באמצעות שרפת כימיקלים (נפט, פחם ועצים), אנרגיה המופקת באמצעות ביקוע גרעיני ואנרגיה המופקת ע"י שימוש בכלים טרמומכניים (מים, רוח ושמש). רוב האנרגיה העולמית מיוצרת מדלקים מחצביים (כ-60%) הגורמים נזק אקולוגי לעולם. זיהום אוויר, הערפיח והגשם החומצי נוצרים בגלל שרפת הדלקים השונים, כמו כן, יש המקשרים לדלקים את החור באוזון, התחממות כדור הארץ והמסת הקרחונים בקטבים. בנוסף לפגיעה האקולוגית, הפגיעה במקורות האספקה עקב מלחמות, פעולות טרור, השבתות, סופות והוריקנים מחלישות את צד ההיצע ופוגעות ביציבות אספקת האנרגיה, זאת על רקע עליה בביקושים הגלובליים.



בשנת 2005, עלו מחירי האנרגיה ב-39% בעקבות העליות משמעותיות במחירי הגז והנפט. עליית מחירי הגז והנפט בשנת 2005 הינם המשך למגמה, אשר החלה לפני שלוש שנים בהם מחירי הנפט עלו בכ-170%. הסיבה העיקרית לעליות המחירים הנה ההתרחבות הכלכלית המואצת בשלוש השנים האחרונות. מאמצע שנת 2003, הכלכלה הגלובלית צומחת בשיעורים גבוהים (מעל 4% בשנה). צמיחת הכלכלה הגלובלית מובלת בעיקר ע"י המדינות המתפתחות ובראשן סין והשווקים המתעוררים. ההתפתחות הכלכלית במדינות המתפתחות מגדילה את הביקושים לצריכת אנרגיה באופן ניכר. מחקרים הוכיחו, כי במדינות המתפתחות גידול בשיעור התל"ג לנפש מעלה את הביקוש לאנרגיה בשיעור גבוה יותר מאשר במדינות המפותחות או המדינות הנחשלות. ההסבר לכך נעוץ בעובדה שרמת החיים במדינות המתפתחות היא כזאת שמצד אחד האוכלוסייה לא רעבה לחם ומצד שני היא נמצאת עדיין בפיגור לעומת רמת החיים של המדינות המפותחות, לכן עליה בהכנסת הפרטים במדינות אלו גוררת עליה בביקושים למוצרי אנרגיה כמו חשמל מכוניות וכ"ד.

Figure 1. World Marketed Energy Consumption by Region, 1970-2025

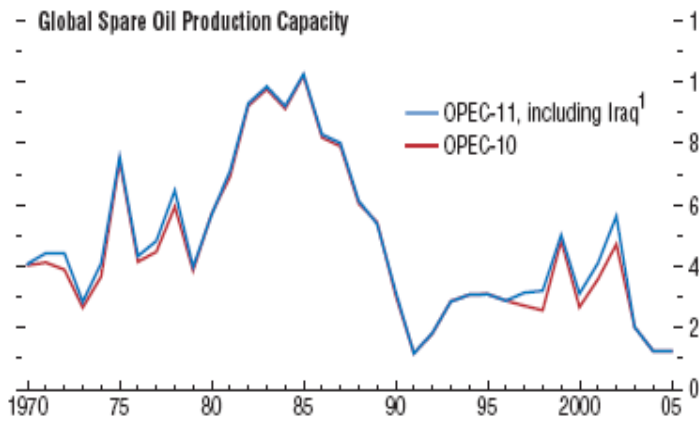


Sources: **History:** Energy Information Administration (EIA), *International Energy Annual 2002*, DOE/EIA-0219(2002) (Washington, DC, March 2004), web site www.eia.doe.gov/iea/. **Projections:** EIA, *System for the Analysis of Global Energy Markets* (2005).

פוטנציאל הביקוש במדינות המתפתחות היינו עצום. לשם המחשה, צריכת הנפט של אדם ממוצע בארה"ב שווה כיום לצריכת הנפט של 35 מאזרחי הודו. יש הטוענים, כי הבעיה צפויה להפטר מעצמה ככל שמחירי הנפט יעלו, אולם לא כך הדבר. מדינות אסיה, אשר מהוות כ-40% מהגידול בביקושים לנפט, מושפעות פחות מעליית המחירים כיוון שמחירי הנפט במדינות אלו

מסובסדים (המחירים נשלטים ע"י הממשלות). בעוד שמחירי האנרגיה עלו בשנת 2005 בכ-39% מחירי האנרגיה בסין עלו בערך בחצי. בנוסף, כלכלן האנרגיה אנדרו מקילופ פרסם בשנת 2003, מאמר המוכיח, כי עליית מחירי הנפט לא רק שלא מורידה את הביקושים אלא אף מחזקת אותם.

בניתוח צד ההיצע יש להיעזר במשנה זהירות, זאת כיוון שכ-75% מעתודות הנפט בעולם נמצאות בידי חברות ממשלתיות,



אשר נתוני העתודות שלהן מבוססים לא פעם על שיקולים פוליטיים. על רקע בעיה זו התפתח במשך השנים פולמוס אקדמי רחב. הגאולוג מ.קינג יוברט, הראה במחקר לפני 50 שנה כי תפוקתו של שדה נפט או של מדינה הולכת וגדלה שנה אחר שנה עד לנקודת השיא בה מחצית מעתודות הנפט שלה נוצלו. מנקודה זו הולכת ומתכווצת התפוקה השנתית עד לאפס. תחזיתו של יוברט לפיה תפוקת הנפט של ארה"ב תגיע לשיא בשנת 1970 התממשה בדיוק מפליא, ובמהלך מחצית המאה האחרונה הגיעו מדינות נוספות לשיא בתפוקה,

שאחריה החל ייצור הנפט שלהן להתדרדר. פרופ' קנת דפייס בספרו Beyond Oil, צופה כי נקודת השיא בתפוקה תגיע בשנה הקרובה. ריצרד היינברג מחברו של הספר The Party is Over, מעריך כי תפוקת הנפט תגיע לשיאה שנים 2007-2008. חברת הייעוץ PFC אנרג'י צופה כי השיא יגיע בין השנים 2010-2015, ופרנסיס הרפר יועץ קידוחי הנפט של ענקית האנרגיה הבריטית BP צופה, כי נקודת השיא צפויה בין השנים 2010-2020. התחזית האופטימית ביותר מגיע מה- IEA (International Energy Agency), שצופה כי תפוקת הנפט העולמי תתחיל להתדרדר רק בשנת 2037. כפי שניתן לראות איש אינו יודע בוודאות כמה נפט נותר ומתי תגיע נקודת השיא. בנוסף, השונות בין התחזיות גבוהה ולא מאפשרת היערכות כלכלית. אם זאת, ברור כי היצע הנפט מצטמצם, כיוון שאין בנמצא שדות נפט גדולים חדשים שטרם נוצלו ובאלה שכבר מנוצלים הולכת וגדלה עלות הפקת הנפט.

לאורך ההיסטוריה האנושית המעבר ממקור אנרגיה אחד למשנהו (מעץ לפחם ומפחם לנפט), נבע בעקבות מציאת מקור אנרגיה אלטרנטיבי, בו עודף האנרגיה גדול יותר. עודף אנרגיה היינו הפער בין כמות האנרגיה המונפקת ממקור האנרגיה לבין כמות האנרגיה הנדרשת על מנת להנפיק אנרגיה זו. להערכתנו, במבט צופה עתיד עודף האנרגיה של הנפט צפוי לקטון בעוד שעודף האנרגיה של האנרגיה החלופית צפוי לגדול. עודף האנרגיה של הנפט צפוי לקטון ממספר סיבות:

- נקודת השיא בתפוקת הנפט תידרש השקעה גדולה יותר של אנרגיה בייצור חבית נפט.
- קשה יותר למצוא שדות נפט גדולים בהם הנפקת הנפט זולה, לכן תהליך הנפקת הנפט נעשה באזורים מסוכנים יותר ובעלויות יקרות יותר. סקרים מראים, כי חברות העוסקות בגילוי נפט משקיעות כיום יותר כסף ומוצאות בממוצע שדות קטנים המצריכים טכנולוגיה יקרה יותר.
- עליות הפקת הנפט גדלות בשל מחסור בכוח אדם מנוסה ובמהנדסים שמתמחים בתחום.
- חסמי כניסה, שמתילות מדינות הנפט על חברות הנפט הבינלאומיות, מקטינות את ההשקעות שנעשות בתחום. לדוגמא, ערב הסעודית וכווית סגורות בפני משקיעים זרים מחשש שאלו יאיצו את הנפקת הנפט.
- מנגד, המשך ההתפתחויות הטכנולוגיות בעולם מקדמות ייצור אנרגיה ממקורות אלטרנטיביים במחירים מוזלים ומגדילות את עודף האנרגיה של מקור זה. ניתן לציין, שבשנים האחרונות חלה התקדמות רבה בתחום וכיום יש מגוון רחב של תוכניות

ופיתוחים. האנס יורגן קוך, לשעבר ראש תחום יעילות האנרגיה, הטכנולוגיה והמחקר בסוכנות האנרגיה הבינלאומית (IEA), אמר כי האנרגיה החלופית יכולה לספק מענה לאתגרים העומדים בפני משק האנרגיה העולמי וקרא למנהיגי העולם להגביר את השיתוף הפעולה הבינלאומי במחקר ופיתוח. להערכתנו, חוסר היציבות סביב אספקת הנפט הנובע מהקיצונית המתגברת של האיסלם כמו גם הגידול בביקושים העולמיים לאנרגיה יהיו זרז להרחבת ההשקעות במחקר ופיתוח טכנולוגיות לייצור אנרגיה ממקורות חלופיים. השקעות אלו יוזילו את עליות הפקת האנרגיה החלופית ויגדילו את עודף האנרגיה שלה. מגמת צמצום עודף האנרגיה של הנפט יחד עם הגדלת עודף האנרגיה של האנרגיה החלופית מגדילה את אטרקטיביות ההשקעה באנרגיה החלופית.

חשיפה למניות העוסקות באנרגיה חלופית ניתן להשיג ע"י השקעה במדד ה Wilderhill Clean Energy Index (ECO). מטרת המדד היא לעקב אחר סקטור האנרגיה החלופית, תוך התמקדות בחברות שצפויות להרוויח מהמעבר לקראת שימוש רחב יותר באנרגיה נקיה יותר ושימורה. עם זאת, נציין, כי חברות העוסקות בפיתוח אנרגיה חלופית לרוב נשענות על טכנולוגיה מתקדמת ולכן תנודתיית המדד גבוהה יחסית.

הכלכלה הישראלית

כלכלה ריאלית – מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה עולה, כי בחודש אפריל חל שיפור בהיקף הייצוא של ישראל. על פי נתוני המגמה בחודשים פברואר-אפריל עלה ייצוא הסחורות ב- 8.7% בחישוב שנתי, זאת לאחר ירידה של 4.3% בחודשים דצמבר 2005 - מרץ 2006. ייצוא הסחורות הסתכם בחודש אפריל ב-2.6 מיליארד דולר כאשר 78% מסכום זה מהווה את הייצוא התעשייתי (18% יצוא יהלומים והשאר חקלאי). יצוא תעשיות טכנולוגיה עילית, המהווה 46% מכלל הייצוא התעשייתי (למעט יהלומים), עלה בפברואר-אפריל ב-20.5% בחישוב שנתי, בהמשך לעלייה של 9.6% בנובמבר 2005 – ינואר 2006. נתוני הייצוא לפי ענף, מראים כי יצוא ענף ציוד תקשורת, בקרה, רפואי ומדעי עלה ב- 23.9% ויצוא ענף רכיבים אלקטרוניים ומחשבים עלה ב- 21.9%.

מנגד, נתוני המגמה של יבוא הסחורות (למעט יהלומים, אניות ומטוסים וחומרי אנרגיה), שחושבו בניכוי השפעת העונתיות הרגילה וגורמים בלתי סדירים, מצביעים על עלייה של 4.5% בחישוב שנתי, בחודשים פברואר-אפריל. יבוא חומרי גלם המהווה 41% מסך הייבוא (למעט יהלומים וחומרי אנרגיה) עלה בחודשים פברואר-אפריל ב-8.3% בחישוב שנתי, בהמשך לעלייה של 2.8% בנובמבר 2005- ינואר 2006. פירוט נתוני המגמה של יבוא חומרי גלם מצביע על עליות ביבוא גומי ופלסטיקה (34.5%), ביבוא מתכות אל-ברזליות (21.9%), וביבוא כימיקלים (21.9%). לעומת זאת, נרשמה ירידה ביבוא תשומות לתעשיות מכוונות ואלקטרוניקה (-7.6%).

סך הכל הגירעון המסחרי הממוצע לחודש ירד (מחושב לארבעת החודשים הראשונים של 2006) מ- 693 מיליון דולר ל-682 מיליון דולר. התפתחויות בסחר החוץ בחודש אפריל 2006, הושפעה בין היתר, משינויים בערך הדולר, לעומת המטבעות האחרים בהם נערכות עסקאות היבוא והיצוא. בחודש אפריל 2006 המשיך הדולר להיחלש ביחס לרוב המטבעות. ביחס לאירו נחלש הדולר ב- 2.1% בהמשך לירידה של 0.6% בפברואר 2006, ביחס לפרנק השוויצרי נחלש ב-1.7%, ביחס ללירה שטרלינג ב-1.3% וביחס לין היפני נחלש הדולר של ארה"ב ב-0.4%.

תמ"ג	
2006E	2005
4.5%	5.2%
*שיעור גידול שנתי	
תמ"ג לנפש	
2006E	2005
2.8%	3.3%
*שיעור גידול שנתי	
שיעור אבטלה	
2006E	2005
8.5%	9%
*מכוח העבודה האזרחי	

גירעון הממשלה	
2006E	2005
2%	1.94%
* % מהתמ"ג	
גיוס הממשלה	
חודש	נוסף גיוס ב
אפריל	במיליארד ₪
מאי	-2.1
יוני	-2.1
	-2.3

תחזית אינפלציה	
2006E	2005
2.6%	2.4%
* אחוז שינוי שנתי	
אפריל	0.9%
מאי	0.3%
יוני	-0.1%
12 חודש	2%

מדיניות פיסקאלית – לאחרונה התפרסם בעיתונאות הכלכלית, כי הבטחת שר האוצר אברהם הירשזון לעדכן את תקציב המדינה ל-2006 לפני הקריאה השנייה והשלישית יצרה פיתוי לסיעות וח"כים בקואליציה, וגם לגופים אחרים, להתנפל על עודפי התקציב הגדולים שנצברו באחרונה בקופת המדינה בשל עודפים בגביית מסים. החשש הגדול הוא כי סיעות

שע"ח (\$)	
2006E	2005
2.1%	6.2%
* אחוז שינוי שנתי	
2%	12 חודש
* אחוז שינוי שנתי	
4.64	שער סוף שנה

ריבית מוניטארית	
5.25%	נוכחי
תחזית	
5.75%	12 חודש

הקואליציה ינסו להשתמש בעודפים הגבוהים של הכנסות הממשלה ממסים ומהפרטות ב-2007-2005 לצרכים לא ראויים, כפי שעולה בימים האחרונים מהמו"מ בין הסיעות קדימה ויהדות התורה, כאשר קדימה נכנעה לדרישות יהדות התורה והסכימה להעלות את הקצבאות למשפחות מרובות ילדים. על רקע חששות אלו, מתכנן באחרונה צוות של המשרד בראשות המנכ"ל יוסי בכר הורדה של נטל המס הרגרסווי (המע"מ).

לא התקבלו עדיין החלטות סופיות בעניין, אך נציין, כי אנו נוטים להסכים עם הנגיד סטנלי פישר, שסבור כי חוב לאומי גבוה עשוי להקשות על המשק כאשר זה ימצא בנקודת שפל לכן אין מקום כרגע להורדת מסים, אלא יש להתרכז בהורדת יחס החוב בתוצר.

תחזית אינפלציה – להערכתנו, מדד חודש אפריל צפוי לעמוד על 0.9%, מדד חודש מאי על 0.3% ומדד חודש יוני על 0.1%. האינפלציה בשנת 2006 צפויה לעמוד על 2.6% והאינפלציה הצפויה ב-12 החודשים הקרובים עומדת על כ-2%.

מדיניות מוניטארית – המשך צמצום פער התוצר ורמת המחירים הגבוהה כפי שבאה לידי ביטוי במדדים האחרונים תומכים בהעלאת ריבית נוספת בסוף החודש. מנגד, פער הריביות בין ריבית בנק ישראל לריבית הפד (0.25%) והחלשותו של הדולר תומכים בדחיית מועד העלאת הריבית. להערכתנו, גם במידה והבנק הפדראלי בארה"ב יכריז ב-29 במאי על הפוגה במגמת העלאת הריבית, בארץ תמשך המדיניות המונטרית המרסנת והריבית צפויה לעמוד עד סוף שנת 2006 על רמה של 5.75%.

האפיקים הסולידיים

חברת הדירוג מודיס שינתה את תחזית הדירוג של ישראל מתחזית "יציבה" לתחזית "חיובית" לגבי החוב במט"ח (ובמטבע מקומי), זאת לאור החוסן שהציגו הן החברה הישראלית והן קובעי המדיניות הפוליטית והכלכלית לנוכח האתגרים הרבים שהושגו בשנים האחרונות.

שינוי תחזית הדירוג של ישראל ל"חיובי" משפיעה לטובה על תקרת המט"ח של הממשלה, איגרות החוב של הממשלה במט"ח (שאינן בערבות ממשלת ארה"ב), תקרת פיקדונות הממשלה במט"ח והאג"ח הממשלתי בשוק המקומי (שכולם כיום מדורגים ברמה של (A2)). לעומת זאת, תקרת פיקדונות הממשלה במטבע מקומי (Aa2), ותקרת דירוג האשראי המקומי (Aa1) נותרים עם תחזית דירוג "יציבה" והם לא יושפעו משינוי תחזית הדירוג שצוינה לעיל. נזכיר, כי תקרת דירוג האשראי המקומי הינו דירוג האשראי הגבוה ביותר האפשרי לגבי לווים במטבע מקומי ואשר הינם חלק מהכלכלה הישראלית.

שקלי – על אף שלהערכתנו, תהליך העלאת הריבית בארה"ב קרב לסיומו, אנו סבורים כי המדיניות המונטרית בארץ צפויה להמשיך ולכן ממליצים להתמקד בשחרים בעלי מח"מ של שלוש שנים.

צמוד – בחודשים הקרובים (למעט חודש אפריל) המדדים צפויים להיות נמוכים ואף שליליים, לכן אנו ממליצים להתמקד בצמודים הבינוניים שיפגעו פחות מהצמודים הקצרים.

מט"ח – להערכתנו, מגמת החלשותו של הדולר בעולם וציפיות לגידול זרם ההשקעות הזרות בישראל ימתנו פיחות משמעותי בשקל.

שוק ההון

בטווח הקצר - שוק ההון עשוי להיות תנודתי בשל המשך פרסומי הדוחות הכספיים ובשל מהלך העליות המרשים שחל בשבועות האחרונים.

בטווח הארוך- אנו סבורים, כי נתוני המקרו תומכים בהמשך התרחבות כלכלית שתבוא לידי ביטוי גם בשוק ההון המקומי. עם זאת, אנו ממשיכים להמליץ על פיזור מניות גלובלי במשקים מפותחים, משקים מתפתחים ובסחורות.

ניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או יעוץ 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 נשואת 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 ליעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. חברת כלל פיננסים בטוחה, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב 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 בנייהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות 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 כחממים של ניירות ערך של החברה נשואת 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.

מערך השקעות ומחקר

מנהל מערך השקעות ומחקר		בקרת השקעות	
תמיר פורת 03-5653508 tamir@clal-fin.co.il		מיכל מנדל 03-6251034 michalme@clal-fin.co.il	
ניהול השקעות			
מנהל השקעות לקוחות פרטיים	מנהל השקעות+תחום מסחר	מנהלת השקעות+סיקור מניות	
צור פלג 03-5652514 tzurp@clal-fin.co.il	מושיק טייכהולץ 03-5652516 moshete@clal-fin.co.il	עינת מאיר 03-5652515 einatm@clal-fin.co.il	
מנהלת השקעות	מנהל השקעות+סיקור מניות	סוחר+סיקור מניות	
קריין דנקנר 03-5652506 karind@clal-fin.co.il	רן סימן טוב 03-7616406 ranst@clal-fin.co.il	אורי סטנק 03-6251041 oristanek@clal-fin.co.il	
מחקר			
אנליסט ראשי	אנליסטית	אנליסט מאקרו	עוזרת מחקר
רוני מרום 03-7616496 Ronim@clal-fin.co.il	נתלי גוטליב 03-6251035 nataliq@clal-fin.co.il	אבינועם נחום 03-6251059 avinoamn@clal-fin.co.il	מיכל בר 03-5652517 Michalba@clal-fin.co.il
מזכירות: לילך חיו, איילת קון - 03-5652520 פקס - 03-5652521			

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה, מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך