

כלכלת ישראל – המצב ב 2018 ותחזית ל 2019

הגירעון בתקציב המדינה אכן גדל ל 3.5% במהלך 12 החודשים שמסתיימים בפברואר, בהשוואה ל 2.9% בתקציב 2019, אבל הבעיה האמתית היא לא הסטייה, אלא לאן נותב הגירעון. הפער בגירעון אינו קריטי וחשיבותו לטווח ארוך אינה גדולה, אבל הוא מאפיין את חוסר התכנון והעדר שליטה של משרד האוצר, ובמקביל של בנק ישראל אשר "תקוע" כ- 4 שנים בלי כיוון ודרך.

שלושה כשלים מרכזיים מונעים את ההתפתחות הרצויה של המשק הישראלי.

- (א) העדר מספיק תשתיות לאומיות והעדר מספיק השקעות בענפי המשק שמאפשרות האצת הפריון.
- (ב) ריבית מוניטרית שעדיין עומדת על 0.25%, ותקועה שם כבר יותר מ 4 שנים תמימות.
- (ג) השקל החזק מאוד, 3.60 ש"ח לדולר, במקום 4 ש"ח יותר לדולר.

המחסור בהשקעות

מזה 15 שנה מהוות ההשקעות בענפי המשק כ-13 אחוזי תוצר, במוצע. רמת השקעות כזו היא בין הגורמים העיקריים לניוון הצמיחה (ראה תיבה מימין). להערכתנו, נדרשת רמת השקעות של 16 אחוזי תוצר כדי להניע את המשק לתוואי צמיחה של 4.5%. לפי חישובים שלנו, משנת 1995 ועד היום נוצר מחסור של כ- 150 מיליארד \$ בהשקעות. כיוון שכ- 70% מההשקעות מוטים מטבע חוץ, נוצרים במאזן התשלומים עודפים גדלים והולכים של מטבע, שמעצימים את התיסוף ומגדילים את חוסר הכדאיות להשקעות. הגרף להלן מציג זאת בצורה בהירה.

שיעור ההשקעות בענפי המשק מסך התוצר

(בניכוי בנייה למגורים, מכוניות פרטיות, מסוסים ואניות)



הצד החיובי

התוצר לנפש עומד על \$42,000, בדומה למוצע של גוש האירו ולמוצע מדינות ה-OECD; שיעור האבטלה רק 4.3%; יש עודף במאזן התשלומים של 11 מיליארד דולר; קצב האינפלציה מתכנס לכ- 2%; השכר הריאלי עולה ב 2.8%; החוב הלאומי נמוך יחסית, ועומד על 60 אחוזי תוצר; נטל הביטחון נמוך, כ- 4.5 אחוזי תוצר בלבד (בדומה לזה של ארה"ב)! לישראל אין חוב חיצוני נטו, אלא עודף נכסים נטו במט"ח בשווי של 160 מיליארד \$.

ישראל נחשבת למעצמה כלכלית וצבאית אזורית, ומדורגת בדירוג גבוה של AA-, כאשר ארה"ב מדורגת AA+, בריטניה AA, ואילו ספרד A-, איטליה BBB+, וטורקיה B-.

הצד השלילי

הצמיחה בשנת 2018 רק 3.3%, שמשמעותה צמיחה לנפש של 1.3% בלבד. לצורך השוואה בינלאומית, הצמיחה לנפש היא הרלוונטית והיא נמוכה: בארה"ב - 2.2% ובגוש האירו - 1.7%. כלומר, ישראל בפיגור בקצב הצמיחה לנפש.

התחזית שלנו לשנת 2019 הינה צמיחה של 2.7%, שמשמעותה צמיחה לנפש של 0.7% בלבד! זאת לעומת תחזית צמיחה לנפש של 1.8% בארה"ב, ו- 0.9% בגוש האירו. תוואי הצמיחה הנוכחי של ישראל, מייצג תוואי ניוון, והוא מדאיג ביותר למשק שאוכלוסייתו גדלה בכ 2% לשנה.

התוצר לנפש בישראל הוא כ- 42 אלף \$, בעוד שבארה"ב הוא כ- 62 אלף \$. כלומר, כדי להשתוות לארה"ב, ישראל צריכה לעלות בכ- 50%! באירלנד התוצר לנפש הוא 79 אלף \$, בדנמרק 61 אלף \$, בשבדיה 55 אלף \$, ובשוויץ 83 אלף \$. להערכתנו, אין כל סיבה בעולם שהתוצר לנפש בישראל לא יהיה כמו של ארה"ב, דנמרק או אירלנד.

הפער הקיים ברמת החיים הממוצעת, גורם היום להרבה צעירים מוכשרים לדבר ולחלום על "Re Location" תמידי (יצחק רבין כינה צעירים אלו בביטוי אחר). זו הסכנה האמתית לקיומה של "מדינה יהודית דמוקרטית" לטווח הארוך.

לכן, לדעתנו, תוואי הצמיחה המינימלי, שהמשק חייב לעבור אליו, הוא של כ- 4.5%, שמשמעותו כ- 2.5% צמיחה לנפש. אם זה יהיה קצב הצמיחה בישראל והצמיחה בארה"ב תמשיך בשיעור של 2.2% (1.5% לנפש), אזי ייקח 40 שנה (עד שנת 2060) לתוצר לנפש בישראל להשתוות לתוצר לנפש האמריקאי!! זה כבר לא יהיה בדור הילדים שלנו, אבל ייתן לנכדים שלנו תקווה ורצון להיות פה לתמיד!

כלכלת ישראל – המצב ב 2018 ותחזית ל 2019

האינפלציה

קצב האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים שהסתיימו בחודש פברואר 2019 עומד על 1.2%. אנו מעריכים שמדד המחירים לחודש מרץ יעלה ב- 0.5% וקצב האינפלציה ב 12 החודשים שיסתיימו במרץ, יעמוד כבר על 1.4%. ביולי 2019 אנו מעריכים שקצב האינפלציה יטפס ל 1.8% ושנת 2019 תסתיים עם קצב אינפלציה של 2%. להערכתנו, במחצית השנייה של 2019 יפנים בנק ישראל שקצב האינפלציה הוא 2%, ועומד באמצע היעד של בנק ישראל.

במצב זה יתברר לבנק ישראל שאין הלימה בין אינפלציה של 2% לבין תשואה שקלית של פחות מ 1% על אג"ח שקלי ממשלתי ל- 3 שנים. זו תשואה ריאלית שלילית, והיא אינה מתיישבת עם תורת הכלכלה על "העדפת זמן של הצרכן". כלומר, להערכתנו, באפריל כבר יהיה ברור לכולם למדיניות הריבית היא בחזקת אבסורד!

הריבית במשק

הריבית המוניטרית עדיין עומדת על 0.25%, ותקועה לסמוך לריבית האפס כבר יותר מ 4 שנים תמימות. בכך היא גורמת נזק גדול למשק, ובעיקר לצעירים, ואינה מועילה לכלום. לריבית נמוכה זו לא הייתה כל תרומה לעידוד השקעות, ואף לא לפיחות השקל, אבל היא גורמת לעיוותים גדולים במחירי הדירות בעשור האחרון (שנדחפים למעלה על ידי משקיעי נדל"ן למיניהם באמצעות מנופים פיננסיים זולים), שעלייתם מסתכמת ביותר מ- 120%. כמו כן החיסכון הפנסיוני במשק יסבול קשות מהשנים של הריבית האפס! הצעירים היום מתקשים לרכוש דירה עקב עליית המחירים הקיצונית, ובנוסף הריבית הנמוכה באופן קיצוני תגרום שגם לא תהיה להם פנסיה סבירה, כשיגיעו לפרישה.

לדעתנו, הפתרון ההכרחי למניעת עוד נזקים הוא להתחיל לעלות את הריבית בקצב של 0.25 נקודות האחוז כל חודשיים, כך ששנת 2019 תסתיים בריבית מוניטרית של 1.25% (בארה"ב הריבית תעמוד אז על 3.0%). בדרך זו, רק בסוף שנת 2020 תגיע הריבית בישראל ל 3.0% ותהיה ריבית הגיונית לקצב אינפלציה של 2%. ככל שהכרזה על שינוי מדיניות תעשה מוקדם יותר, כך ייטב למשק למרות שצפוי זעזוע (אלטרנטיבה לדחות תביא לזעזוע גדול יותר).

רק מדיניות אגרסיבית של עידוד השקעות בענפי המשק, ובמקביל זימון מידי של חברות בינלאומיות, שיעזרו בביצוע התשתיות הלאומיות יצליחו להעביר את המשק לתוואי הצמיחה הנדרש. ברגע שיגדלו ההשקעות לקצב השוטף הנדרש – 16% מהתוצר, יעלמו כל עודפי מטבע החוץ במאזן התשלומים השוטף.

וכאשר תיפול ההחלטה להשלים את המחסור החמור בהשקעות שנוצרו בעבר (מעבר להעלאת רמת ההשקעות השוטפת ל-16 אחוזי תוצר) והשלמת הפיגור תעשה בקצב של 15 שנה, יהיה צורך בעוד כ- 7 מיליארד \$ כל שנה, אותם ייקחו מתוך הרזרבות העצומות שנצברו במרתפי בנק ישראל.

לדעתנו, החזרה לתוואי השקעות הנדרש היא זו שתביא את שער החליפין לשווי משקל, ללא כל התערבות נוספת בקניית מט"ח. אנו מעריכים ששער השקל יהיה כ 4.2 \$, וזאת בתוואי ששער הדולר יעמד בתחום של 1.00 – 1.05 דולר לאירו. (ראו להלן).

התחלות בניה

בולטת הירידה בהתחלות בניה בשנת 2018 ל 45 אלף יחידות בלבד, לעומת כ 54 אלף ב 2017. וזה כאשר נדרשות במשק יותר מ- 60 אלף יחידות לשנה למשקי בית חדשים.

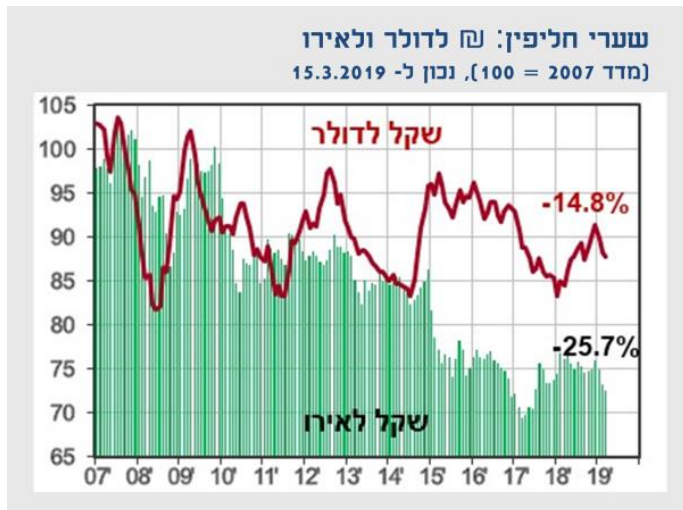
כל התוכניות של "מחיר למשתכן", או 0% מע"מ, אינן מהוות פתרון, אלא מלבנות את הבעיה. הדרך הכלכלית היחידה לפתור את הבעיה היא הגדלת היצע הקרקעות לבניה על ידי המדינה, שהיא בעלת יותר מ- 90% ממלאי הקרקעות.

כפי שהראנו מספר רב של פעמים ב-20 השנים האחרונות, הפתרון היחיד הוא לחוקק חוק שיחייב את המדינה להוציא במכרזים לקבלנים ולציבור, כל שנה, 50 אלף יחידות קרקע לבנייה, בתוך 4 שנים. המכרזים עצמם יהיו ללא מחיר מינימום (כך שגם מחיר שלילי יוכל לזכות). בדרך זו האוצר עצמו כבר יעשה שיקולי כדאיות נכונים של הפשרת קרקעות באזורים השונים.

כלכלת ישראל – המצב ב 2018 ותחזית ל 2019

2018. ברור לנו שאם לא תהיה מדינות אקטיבית לעידוד השקעות, העודף ימשך גם בשנת 2019. אולם במצב הקיים (של המשך המחסור בהשקעות), קצב הגידול בייצוא סחורות ושירותים יירד וייעצר ואילו היבוא ימשיך ויגדל בקצב של מעל 7%. תוואי זה יוביל בהכרח להעלמות העודף במאזן התשלומים, למיתון, לגידול משמעותי באבטלה ובסוף גם לפיחות חד בשקל.

לכן אנו בדעה שהתוואי הנוכחי אינו תוואי בר קיימא! ואם לא תבוצע בקרוב מדיניות כלכלית אגרסיבית לעידוד ההשקעות התוואי הנוכחי "ייעצר", והסוף כתוב לעיל.



האקזיטים וההיי טק

חברת **מלאנוקס** נמכרה בשבוע שעבר ב- 6.5 מיליארד \$. אקזיט מוצלח ביותר, אבל החלק של הישראלים באקזיט, הכולל את וולדמן, העובדים, וכל הגופים המוסדיים, מהווה כ- 20%. כל יתרת ה- 80% הם אקזיט מדהים של גופים זרים מהעולם הרחב, על הגב של "הישראלים".

במבט ארוך טווח, ב 10 השנים האחרונות הסתכמו האקזיטים בישראל בכ- 60 מיליארד \$, המהווים 6 מיליארד \$ במוצע שנתי. גם אם נניח שבמוצע, 50% הם בעלים ישראלים ו 50% זרים, הישראלים קבלו 3 מיליארד \$ במוצע לשנה, כאשר התוצר של ישראל עומד על 350 מיליארד \$ לשנה. כלומר, האקזיטים תורמים, במוצע, רק כ- **1%** מהתמ"ג. גם תחום המחשוב (ICT) מהווה רק 10% מהתוצר ומעסיק כ- 5% מכוח העבודה ולכן גם הוא כשלעצמו, חשוב ככל שיהיה אינו הפתרון לכלכלת ישראל! העולם "המסורתי" תעשייה, מסחר, בנקאות ושירותים הוא עיקר הכלכלה ואין אפשרות לוותר עליו.

עקום התשואות הישראלי והפסדי הון

עם העלאת הריבית הצפויה בתקופה הקרובה יש לצפות לזעזוע גדול בשוק האג"ח הישראלי, הן באג"ח ממשלת ישראל והן באג"ח הקונצרני.

נראה שהתשואה על אג"ח שקלי ממשלתי במח"מ 3 חייבת להיות מעל 2%, בדומה לקצב האינפלציה החזוי מסוף 2019. כלומר, התשואה על מח"מ 3 צפויה לעלות ביותר מ- 1.2 נקודות האחוז בהשוואה לתשואה היום (0.8%). המשמעות היא הפסד הון של כ- 3.5% וזאת בתוך פחות משנה!



לגבי אג"ח שקלי ממשלתי במח"מ 10, המצב חמור בהרבה יותר. כיום התשואה היא כ- 2.1%, אבל לא נראה סביר שברמות אינפלציה של 2%, הציבור יפקיד חסכונות בחוזה למעל 10 שנים במונחים נומינליים, מבלי לקבל לפחות 1% ריבית ריאלית, כלומר לקבל תשואה של 3%. אם כך יהיה, הרי שהפסד ההון על מח"מ 10 צפוי להגיע ל 8.5%.

השקל החזק – הטרגדיה של "סיבה ומסובב"

מתחילת 2007 התחזק השקל ב- 14% יחסית לדולר, וב- 27% ביחס לאירו. מצב זה גורם לירידה משמעותית ברווחיות של יצר מוצרים סחירים, וכתוצאה מכך לירידה חדה בהשקעות בענפי המשק. התוצאה היא מחסור חמור בהשקעות בענפי המשק. ואולם במקביל לירידה הגדולה בהשקעות נוצר עודף גדול במאזן התשלומים. שהם כל אותם מקורות שלא "הלכו להשקעות".

העודף במאזן השלומים, שעמד על שיא של 16 מיליארד \$ בשנת 2015, ירד במקצת אבל הוא עדיין 11 מיליארד \$ בשנת

ד"ר יעקב שיינין, 18 בפברואר 2019

הבהרה ואזהרה

תחזית מאקרו של מודלים כלכליים

| 2019 | 2018 | |
|-------|-------|----------------------------|
| 2.7% | 3.3% | תוצר מקומי גולמי |
| 2.7% | 3.4% | תוצר עסקי |
| 3.5% | 4.7% | ייצוא |
| 4.5% | 6.3% | ייבוא |
| 3.0% | 2.6% | השקעה ברכוש קבוע |
| 5.2% | 8.0% | מזה: בענפי המשק |
| -3.4% | -8.2% | למגורים |
| 3.5% | 3.9% | צריכה פרטית |
| 3.0% | 3.7% | צריכה ציבורית |
| 3.0% | 2.8% | שכר ריאלי |
| 9.0 | 11.0 | החשבון השוטף (מיליארדי \$) |
| 4.0 | 2.9% | גירעון ממשלתי (% תוצר) |
| 4.5% | 4.0% | אבטלה (% מכוח העבודה) |

תחזית לכלכלת ישראל ל- 2019

- ✓ עליית האינפלציה לרמה של 2% בתוך כ- 10 חודשים.
- ✓ עליית הריבית המוניטרית ל- 1.25% עד סוף השנה, בארבע פעימות של 0.25 נקודות האחוז כל אחת.
- ✓ פיחות השקל לכיוון ה- 3.9 שקל לדולר עד סוף השנה.
- ✓ ירידה בקצב הצמיחה ל 2.7% השנה.

אנו מקווים שעידוד ההשקעות המסיבי יחל כבר ב 2020, כך שתואי פיחות השקל והגידול ברווחיות יחל בתוך שנה. להערכתנו, שער החליפין הכלכלי, שצריך כדי לאפשר רווחיות סבירה, עידוד השקעות וצמיחה בקצב של 4.5% הוא מעל 4 שקל לדולר.

ואולם אם שלושת המרכיבים שבעמוד 1 לעיל לא יעשו, אנו מעריכים שבשנת 2020 הצמיחה תמשיך להתדרדר ותעמוד על בין 2.0% לבין 2.5% בלבד. מנגד, גם אם תקום ממשלה חזקה ויציבה שתאמץ את שלושת המרכיבים לעיל, השפעתם על המשק בשנת 2020 תהיה מזערית. אבל אנו מאמינים שהשינוי הגדול יבוא משנת 2021, המשק הישראלי ינוע לקצב צמיחה של 4.5%

הבהרה ואזהרה !

סקירה זו של **מודלים כלכליים בע"מ** מייצגת את דעותיהם של כלכלני החברה ואין באמור כאן משום המלצה לרכישה ו/או מכירה של ני"ע כלשהו, או תחליף ליעוץ אישי ולבחינת "צרכי לקוח". הסקירה עוסקת בתחזיות, אשר במהותן אינן ודאיות. הנתונים בפועל יכולים לסטות משמעותית מהתחזיות. לשימוש מושכל בתחזיות אלו יש הכרח במיומנות שאינה נחלת הכלל ואין לעשות בהן שימוש ללא ייעוץ מקצועי מתאים. המידע המוצג כאן הוא חלקי, ועלולים לחול בו טעויות. מודלים כלכליים ו/או מודלים שוקי הון ו/או מי מעובדיהן אינן נושאים באחריות כלשהי לגבי החומרים הכתובים כאן. אי מימושן של התחזיות והערכות לא יהווה עילה כל שהיא לתיביעה בגין נזקים ישירים או עקיפים שיגרמו עקב השימוש בהן.

מודלים שוקי הון בע"מ הינה חברה לניהול השקעות שבשליטת בעלי המניות של **חברת מודלים כלכליים**. בבעלות מודלים שוקי הון חברה לניהול קרנות נאמנות, **מודלים קרנות נאמנות בע"מ**. מודלים שוקי הון ומודלים קרנות נאמנות מחזיקות וסוחרות במניות, באג"ח ישראליות זרות ובמטבע חוץ לסוגיהם, הן בשוק מקומי והן בשוקי ח"ל. לתיקי ההשקעות המנוהלים ע"י החברות הנ"ל, כמו גם לקרנות הנאמנות, יכולה להיות חשיפה משמעותית למט"ח, ולדולר בפרט. כמו כן עשויה להיות חשיפה משמעותית לאג"ח ממשלתי וקונצרני, בין אם מקומי ולבין אם זר

תחזית מודלים לכלכלת ישראל

| 2020 | 2019 | 2018 | |
|------|-------|-------|-----------------|
| 3.0% | 2.7% | 3.3% | צמיחה |
| 4.2% | 4.2% | 4.0% | שיעור אבטלה |
| 2.2% | 2.0% | 0.8% | אינפלציה* |
| 2.5% | 1.25% | 0.25% | ריבית מוניטרית* |
| 3.5% | 3.0% | 2.28% | תשואת אג"ח** |
| 3.4% | 3.2% | 2.8% | עליית שכר |

* סוף שנה, ** ממשלת ארה"ב ל 10 שנים, לסוף שנה