



הן בעולם והן בארץ עולם הכסף עובר טלטלה ב-2014 ובראשית 2015

כלכלה בסערה

בעולם - הריביות צנחו לאפס, הצמיחה דשדשה, ההרחבה הכמותית שבה התחילה ארה"ב הגיעה גם ליפן ולאירופה, האינפלציה הפכה לשלילית ומלחמת המטבעות צוברת תאוצה • איש לא מוכן להמר איך תימשך 2015 • בישראל - מבצע צבאי נרחב בקיץ ופירוק הממשלה בסוף 2014 - תרמו לטלטלה בכלכלה הישראלית • ד"ר אריה נחמיאס סוקר ומנתח את מה שהיה ואת מה שצפוי עוד להיות

« ד"ר אריה נחמיאס

וניחול תקציבי משרדי הממשלה נפגע. דחיית הקפאת וביטול פרויקטים ורפורמות רק יעצימו את אי הוודאות הכלכלית עד לפחות אוקטובר 2015. ראוי לציין כי בחי-רות כל שנתיים אינן משרות יציבות שלטונית ומצב כזה עלול להעיב על דירוג האשראי וביטחון המשקיעים במשק הישראלי.

המבצע גרע 0.3% מהתוצר

הנתונים מדברים בעד עצמם: התוצר ב-2014 צמח ב-2.9% בלבד, זו הצמיחה הנמוכה ביותר בחמש השנים האחרונות. מבצע "צוק איתן" ברבעון השלישי של השנה גרע להערכת בנק ישראל כ-0.3% מהתוצר השנתי, בעיקר עקב פגיעה ביצוא שירותי תיירות ובצריכה הפרטית. מנגד, גידול ברכישות של מוצרים בני קיימא, במיוחד מכוניות, תרם לגידול בצריכה הפרטית בשנת 2014. על פי הערכת חטיבת המחקר בבנק ישראל, ההתאוששות של הפעילות מרמתה הנמוכה יחסית ברבעון השלישי של השנה, עקב מבצע "צוק איתן", תבוא לידי ביטוי בקצב צמיחה גבוה יחסית במהלך שנת 2015 (ראה לוח א').

בראייה שנתית חלה הרעה בסקר הערכת מגמות בעסקים בשנת 2014. בחודש ינואר המאזן עמד ברמה חיובית של 3.7%, צנח לרמה שלילית בחודשים יוני-אוגוסט עד לרמה של -8.6% בעקבות מבצע "צוק איתן",

הכלכלה הישראלית עברה טלטלה של ממש בשנת 2014, עקב שני אירועים כבדי משקל שאירעו בה: מבצע "צוק איתן", שנמשך על פני החודשים יולי ואוגוסט, וגבה את חייהם של 67 חיילים וחמישה אזרחים ישראליים, אך שימש גם את החיים במשק, והתפרקות הממשלה בחודש האחרון של השנה, שגדעה את כל התכניות הכלכליות והרפורמות שהושלכו לפח.

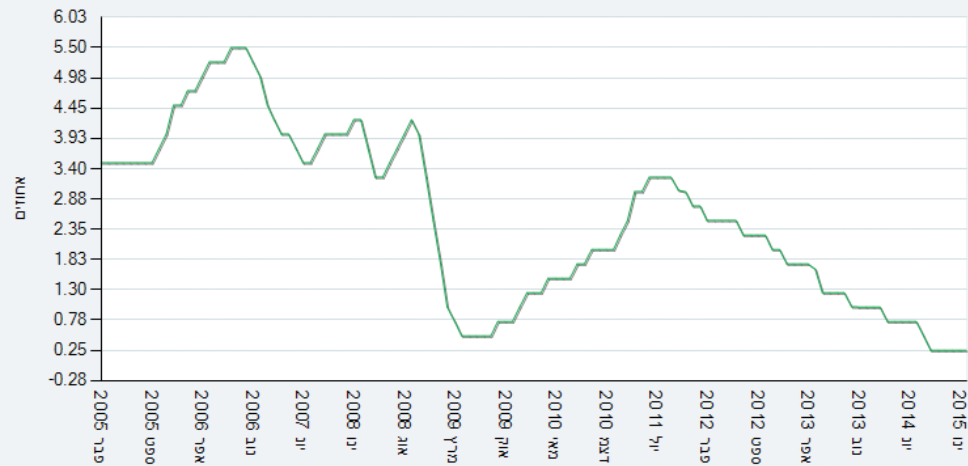
מבצע "צוק איתן" היה למעשה הזרז להתפרקות הממשלה ה-33, שכיהנה 21 חודשים בלבד. ראוי לציין כי אי-הוודאות הפוליטית, שהשליכה על הכלכלה, החלה כבר עם כינונה של הממשלה ה-33, העצימה מאד במהלך 2014 והגיעה לשיאים בתקופת "צוק איתן". אי-הוודאות הפוליטית שהיו לה השלכות כלכליות של-ליות על המשק הישראלי הגיעה לשיאה בחודש דצמבר עם פירוק הממשלה. דווקא בעת שבה המשק הישראלי זקוק גם למדיניות תקציבית שתעודד את הצמיחה והרווחה, דווקא בתקופה שבה המשק משווע לרפורמות רבות שיבריאו אותו - הוא קיבל ממשלה נטולת משילות, שאינה מסוגלת להוציא לפועל אף תכנית או רפורמה.

הממשלה התפרקה וכפועל יוצא התקציב נתקע

בשנת 2014 נרשם לראשונה מזה שמונה שנים בישראל מדד מחירים לצרכן שלילי בשיעור של מינוס 0.2% - זאת דפלציה, אולם ב-2015 נחזור לאינפלציה של 1.1%

»

ריבית בנק ישראל (מוצג חודשי)



לרמה של 0.1%.

להערכת הוועדה המוניתארית, בראשות הנגידה, ד"ר קרנית פלוג, תותיר את הריבית ברמתה הנמוכה ברבעונים הקרובים, כדי לתמוך בפעילותו בחזרת האינ-פלציה אל סביבת מרכז היעד. אולם, נוכח ה-QEE, ההר-חבה הכמותית שהוכרזה באירופה בתחילת 2015, אם תתממש אינפלציה שלילית במהלך שנת 2015 ואם יגבר החשש מהתחזקות השקל עשוי בנק ישראל להכריז על הפחתות נוספות ואולי אף ריבית שלילית, כמו בחלק מהמדינות באירופה. החלטת ריבית שלילית על פקדונות התאגידים הבנקאיים עשויה להגדיל את האשראי הבנ-קאי למימון הכלכלה הראלית. היקף הפקדונות מאת התאגידים הבנקאיים במרתפי בנק ישראל עומד על מאה מיליארד שקל. בצעדים של הורדת הריבית נכנס גם בנק ישראל לזירה של מלחמת המטבעות העולמית. לנוכח שיפור בכלכלת ארה"ב, הריבית שם צפויה להתחיל לעלות במתינות במחצית השנייה של 2015, אך הציפיות הנגזרות משוק ההון ביחס לעליית הריבית הצפויה שם התמתנו ברבעון האחרון, ככל הנראה לאור ההשפעה הממתנת של הירידה החדה של מחירי הנפט, עד פחות מ-50 דולר לחבית, על האינפלציה.

בתחילת פברואר 2015 פרסם בנק ישראל דוח שבו סקירת ההתפתחויות הכלכליות באפריל 2014 עד ספטמבר 2014, בתקופה זו נמשכה ההתמתנות שהחלה בקצב הצמיחה לפני כשנה. ברבעון השני של 2014 עמדה הצמיחה על 1.9%, וברבעון השלישי - בעקבות מבצע "צוק איתן" - היא הגיעה לרמה אפסית כמעט (0.2%) ופער התוצר השלילי התרחב. ובאשר לעתיד, קובע הדוח כי כדי לעמוד ביעדי הגירעון הפוחתים בהמשך העשור תצטרך הממשלה הבאה - בניגוד גמור להבטחות כל המפלגות ערב הבחירות לכנסת - לבצע התאמות בצד ההכנסות ובצד ההוצאות בסך כולל

ובסוף חודש דצמבר טיפס לרמה חיובית בשיעור של 0.6%. נקודה חשובה לציון המתקבלת מהנתון האחרון בחודש דצמבר הינה ההרעה במסחר הקמעונאי (-6.5%) שנרשמה בהערכה הכוללת של המנהלים במשק הישראלי. יתרה מכך, הציפיות לשינוי בהיקף המכירות הינן הנמוכות ביותר מאז ינואר 2013 (ראה תרשים 5).

בשנת 2014 ירד שיעור האבטלה בישראל לרמה של 5.9%, לעומת 6.2% בשנת 2013. שיעור ההשתתפות בכוח העבודה עמד ברמה של 64.2%, לעומת רמה של 63.7% בשנת 2013.

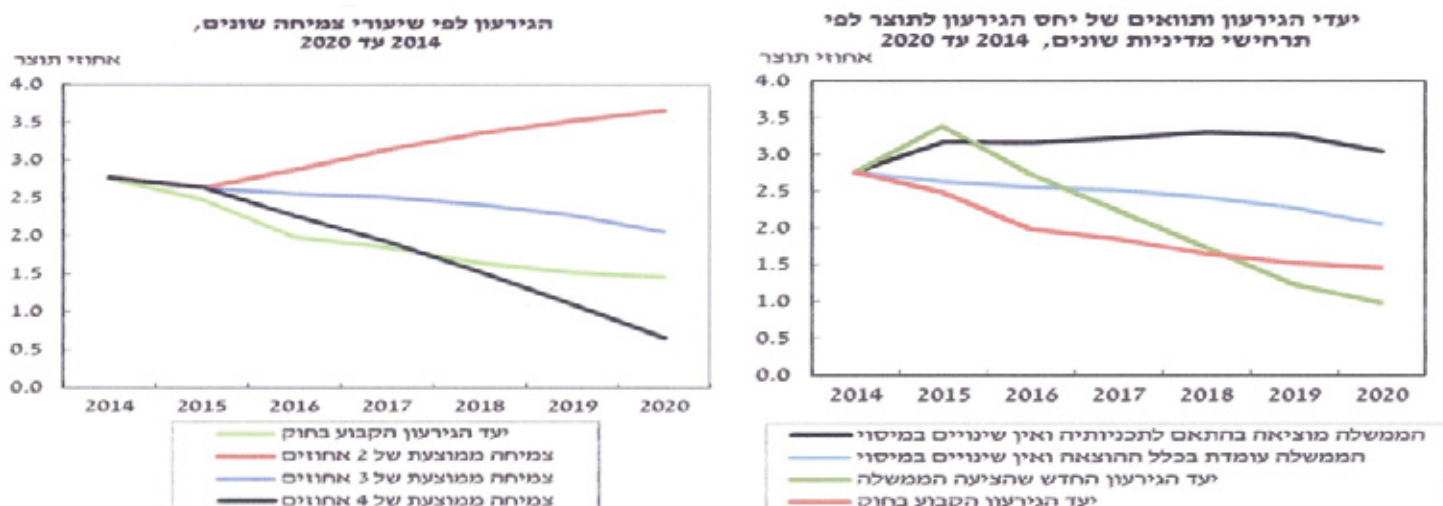
בשנת 2014 נחלש השקל מול הדולר בשיעור חד של 12% ומול הליש"ט בשיעור של כ-5.6%. מנגד, התחזק השקל מול האירו בשיעור של כ-1.6% ומול היין היפני בשיעור של כ-1.2% (ראה תרשים 6).

בשנת 2015 בנק ישראל מפחית עוד את הריבית

בשנה החולפת נרשם לראשונה מזה שמונה שנים ביש-ראל מדד מחירים לצרכן שלילי בשיעור של מינוס -0.2%. שנת 2014 הסתיימה לכן באינפלציה שלילית (דפלציה). שיעור האינפלציה הצפוי במהלך שנת 2015 יעמוד על 1.1% (תחזית בנק ישראל, מחלקת מחקר). שיעור האינ-פלציה הנמוך יחסית אשר צפוי ב-2015 (בגבול התחתון של יעד האינפלציה) מגלם בין השאר את ההשפעה של הוזלת החשמל והמים בחודש ינואר. בניכוי ההשפעה הישירה של הוזלה זו על מדד המחירים לצרכן, התחזית לאינפלציה ב-2015 עומדת על 1.5% (ראה לוח ב').

במהלך שנת 2014 הופחתה ריבית בנק ישראל שלוש פעמים מרמה של 1% בתחילת השנה לרמה של 0.25% בסוף השנה (ראה תרשים 7). בתחילת 2015, במהלך דרמטי הפחית בנק ישראל את הריבית לחודש מרץ 2015 לשפל היסטורי במשק הישראלי מאז הקמתו

תרשימים 1-3 < תחזית ותרשימים של בנק ישראל לשנים 2015-2020



ניותרים לשינוי פני החברה הישראלית. ובינתיים מערכת הבריאות חולה ואולי גוססת, מערכת החינוך מפגרת, העוני הולך ומחמיר ואת בועת הנדל"ן הזכרנו? האם יהיה זה שגוי לומר כי האיש שמכהן הכי הרבה זמן כראש ממשלה עשה הכי מעט? כשלון הממשלה ה-33, עליה עמדנו בפתיח, הוא כשלון ראש הממשלה, שזו הייתה הממשלה השלישית שבה הוא מכהן. יש לו כבר וותק של 9 שנים ולמעשה לא נעשה מאומה בתחום המדיני-בטחוני, בתחום החברתי ובתחום הכלכלי.

הפער בין הכלכלה האמריקאית לכלכלות האחרות הלך וגדל

ומה בכלכלה הגלובלית? בשנת 2014 מחירה של חבית נפט ירד בשיעור של יותר מ-50%. מחיר הנפט העולמי ירד בשל הערכות שהיצע הנפט גבוה ביחס לביקושים הצפויים. זאת, לנוכח הפקת נפט בטכנולוגיות חדשות, בעיקר ע"י ארה"ב, והודעת OPEC, שלמרות הירידה החדה במחיר הנפט (ראה תרשים 4), הוא אינו מתכוון לצמצם את הכמות שתופק ע"י המדינות החברות בו. שני אירועים נוספים שהתרחשו ב-2014 ותרמו לירידה חדה זו הם גורמים גיאופוליטיים, שנועדו לפגוע ברוסיה בעקבות פעילותה באוקראינה: בין הסנקציות שהוטלו עליה גם ירידת מחיר הנפט, שהכניסה את המשק הרוסי לטלטלה בסוף שנת 2014, וההשלכות יקבלו ביטוי כבר בחורף 2015. הפיחות החד במטבע הרוסי, הרובל, והירידה במחירי האנרגיה מסכנים מאד את היציבות הכלכלית של רוסיה.

האירוע השני הוא סיום ה-QE, ההרחבה הכמותית בארה"ב. ההרחבה הכמותית סיפקה נזילות גבוהה, שתמכה במחירי נכסים בכלל ומחירי נפט בפרט. וכך

שלכ-1.5 אחוז תוצר. ומה פירוש ה"התאמות" בלשון בני אדם? קיצוצים חדים בתקציב המדינה (בקצב של 10 מיליארד שקל בשנה!) והטלת מיסים מדי שנה בסכום של 8 מיליארד שקל - זאת עד לשנת 2020.

במפלגות מבטיחים לא להעלות מיסים - נחיה ונראה

עמידה ביעדים אלה תפחית את יחס החוב לתוצר בשנת 2020 לכ-60 אחוזים, בדיוק השיעור שקבע באמנת מס-ריכט של האיחוד המוניטארי האירופי (1991), כדי להת-קבל לאיחוד הזה. כיום רוב המדינות החברות בו כבר לא עומדות מזמן בתנאי הקבלה הללו.

יצוין, כי ללא ביצוע ההתאמות בתקציב, הגירעון בישראל צפוי לגדול ליותר מ-3 אחוזי תוצר, ויחס החוב לתוצר צפוי להגיע במקרה כזה לכ-70 אחוזי תוצר. וכך לא תישאר ברירה למעשה: בשנים הבאות יהיה צורך להעלות מיסים בהיקף של 8 מיליארד שקל בשנה ולבצע קיצוצים בהיקף של 10 מיליארד שקל לשנה. ראשי המפלגות והמיועדים להיות שרי אוצר, לדעתם, טוענים כי לא יעלו מיסים. נחיה ונראה.

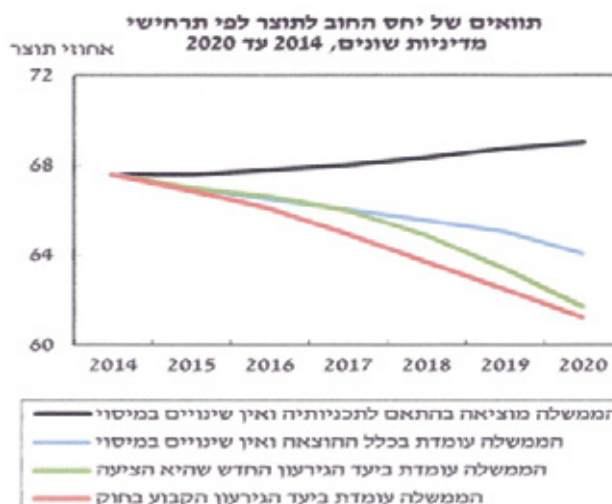
לתחזית ותרשימים של בנק ישראל לשנים 2015-2020 ראה תרשימים 1-3.

מקריאת הדוח של בנק ישראל ניתן ללמוד, כי הכנת והעברת התקציב בשנים הקרובות תהיה משימה מורכבת מאד. זאת, במיוחד בהינתן ההתחייבויות שהממשלות הקודמות כבר הבטיחו לציבור ובהינתן המבנה הקואליציוני הצפוי בכנסת הבאה.

לכן, בשל הבחירות נוכח הבטחות ראשי מפלגות עולה השאלה מאין יבואו המקורות הכספיים לתכ-

**בעוד ראשי
המפלגות פיזרו
הבטחות - בנק
ישראל קובע
כי יהיה צורך
לקצץ מדי שנה
10 מיליארד שקל
ולגבות עוד 8
מיליארד שקל בכל
שנה עד 2020**

«



הצמצום בנזילות הובילה לירידה במחירי הנפט.

במהלך 2014 הפער בין הכלכלה האמריקאית לכל-
כלות האחרות הלך וגדל. המשק בארה"ב צמח ביותר
מ-2.5% ואילו הכלכלות האירופאיות והכלכלה ביפן
המשיכו לדשדש ולהציג נתוני צמיחה חלשים. ההאטה
הכלכלית באירופה והחששות מדפלציה הובילו את
הבנק האירופאי המרכזי, ECB, לשתי הפחתות ריבית
ולהרחבה כמותית, QEE, בחודש הראשון של שנת 2015.
נשיא ה-ECB, מריו דראגי, הכריז על תוכנית רכי-
שות אג"ח ממשלתיות בסכום עתק של 60 מיליארד
יורו בחודש (69 מיליארד דולר) עד ספטמבר 2016.
הצעד האגרסיבי של הבנק נעשה בניסיון לסייע לכלכלת
אירופה לצאת לצמיחה מחודשת. מדובר בתוכנית
של 20 חודשים, וסכום הרכישות הכולל יעמוד על 1.2
טריליון דולר. הבנק הותיר את הריבית בגוש היורו על
שיעור נמוך ביותר של 0.05%, ואת הריבית על הפיקדו-
נות אפילו על מינוס -0.2%.

בשנת 2014 גילינו למעשה, כי אין ערך זמן לכסף :

בשנת 2014 גילינו למעשה, כי אין ערך זמן לכסף :

**הצעד האגרסיבי
של רכישת אג"ח
באירופה בסכום
עתק של 60
מיליארד יורו
במשך 20 חודשים
נעשה בניסיון
לסייע לכלכלת
אירופה לצאת
לצמיחה מחודשת**



7 OpenU

בשיעור של 0.8% ב-2014 וצפוי לצמוח בשיעור 1.3% ב-2015.

וכך התחזית הגלובלית לשנת 2015 היא שונות גדולה בשיעורי הצמיחה, עם אינפלציה עולמית נמוכה, כאשר הריביות אמורות להישאר נמוכות, הדולר והיואן צפויים להתחזק, בעוד שהיורו והין צפויים להיחלש. נראה כי זירת מלחמת המטבעות העולמית, שעליה כתבתי בגיליון מגזין המנהלים בחורף 2011, ואליה נכנס גם בנק ישראל בהליך מתמשך של הורדת ריבית, תהיה על הפרק גם בשנת 2015.

המונח מלחמת המטבעות הוטבע מאז שר האוצר הברזילאי, גוידומאנטה, השתמש בו בשנת 2010. באותה עת הוא הלן כי ההרחבה הכמותית, QE, בארה"ב מחלישה את הדולר ומעודדת מדינות אחרות להגיב כדי שלא יאבדו את התחרותיות ביצוא שלהן. ב-2015 הדולר מתחזק, אך חוזרים להשתמש במונח מלחמת המטבעות, שכן במדינות בהן מגבלות תקציביות ושערי ריבית קרובים לאפס, כלי המדי-ניות היחיד לעודד צמיחה הוא שער החליפין והחלשת המטבע.

ההרחבה הכמותית שמתכננים ומבצעים ה-ECB, בגוש היורו ובבנק המרכזי ביפן, נועדו כדי להחליש את המטבעות שלהם. אין ספק שהדבר יוביל לתנודתיות גדולה בשערי החליפין.

אם היה לך כסף בשנת 2014 מה הוא עשה בשוק ההון בישראל?

בסיכום שנת 2014 עלה מדד ת"א-25 בכ-11% בהמשך לעלייה של כ-12% בשנה קודמת. עיקר עליית מדד ת"א-25 נבעה ממניית חברות התרופות הגדולה - "טבע" - שתרמה כ-6% לעליית המדד, והחברות "בזק" ו"נייס" שתרמו יחד כ-5% נוספים. בסיכום שנתי מחזור המסחר במניות (בבורסה ומחוצה לה) הסתכם בכ-1.2 מיליארד שקל ביום - בדומה למחזור הממוצע בשנה הקודמת. בערכים דולריים, מדד ת"א-25 ירד בשנת 2014 בכ-1.5% בעקבות עלייה שנתית של כ-13% בשער הדולר ביחס לשקל.

מגמה מעורבת אפיינה את מדדי המניות הענפיים, כאשר מדד ת"א-תקשורת, שזינק אשתקד ב-50%, רשם עלייה של 13% השנה, בזכות עלייה חדה של כ-30% במניית "בזק". מדד ת"א-טכנולוגיה עלה ב-2% בלבד, לאחר עלייה של כ-7% אשתקד, ואילו מדד-ת"א ביומד בלט השנה בירידה של כ-30%, לאחר עלייה של כ-30% אשתקד!

ביום ה-7 בדצמבר 2014 הגיע המדד לשיא של 1494 נקודות - גבוה בכ-8% מהשיא הקודם, שאליו הגיע בדצמבר 2013. הבורסה השיקה במאי את מדד המניות טק-עילית. המדד מורכב ממניות החברות הגדולות בענפי הטכנולוגיה והביומד. במדד כלולות 34

לוח א' > תחזית שנתית של חטיבת המחקר של בנק ישראל לשנים 2014 - 2016:

המשק הישראלי: תחזית חטיבת המחקר לשנים 2014 עד 2016 (אחוזים, שיעורי השינוי - אלא אם צוין אחרת)			
תחזית 2016	תחזית 2015	תחזית 2014	
3.0	3.2	2.5	התמ"ג
6.0	4.4	3.0	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אניות ומטוסים)
3.3	3.2	3.3	הצריכה הפרטית
6.9	2.6	-1.1	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אניות ומטוסים)
0.0	4.1	3.3	הצריכה הציבורית (ללא יבוא בסחונני)
5.4	4.6	3.9	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
5.7	5.7	6.0	האבטלה (שיעור) ¹
2.0	1.1	-0.2	האינפלציה ²
1.00	0.25	0.25	ריבית ב"י ³

(1) ממוצע שנתי (2) הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברבעון האחרון של השנה לעומת הרבעון האחרון אשתקד (3) בסוף השנה המקור: בנק ישראל

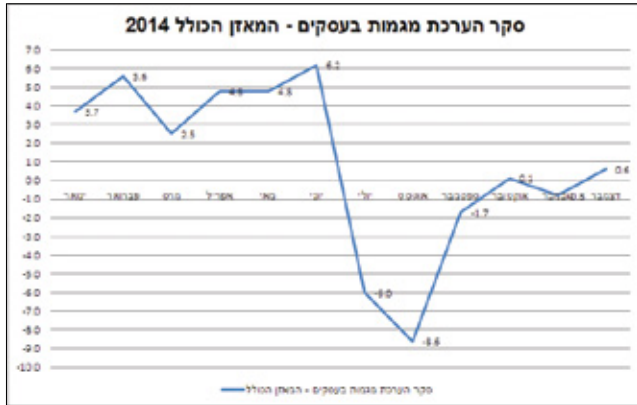
לוח ב' > תחזית אינפלציה וריבית:

השוואת התחזיות לאינפלציה ולריבית לשנה הקרובה (אחוזים)			
החזאים הפרטיים ²	שוק ההון ¹	חטיבת המחקר של בנק ישראל	
0.6 (-0.1 - 1.1)	0.6	1.1	האינפלציה ³ (שווה התחזיות)
0.47 (0.1 - 1.0)	0.32	0.25	הריבית ⁴ (שווה התחזיות)

(1) הממוצע של חודש דצמבר (עד ה-24 בחודש). ציפיות האינפלציה מנוכחות עונתיות (2) התחזיות לאינפלציה ולריבית הן אלה שפורסמו לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש נובמבר. (3) האינפלציה בשנה הקרובה (חטיבת המחקר: בארבעת הרבעונים הקרובים. (4) הריבית בעוד שנה. הציפיות משוק ההון מבוססות על שוק התלבוונד. המקור: עיבודי בנק ישראל

תרשים 5 <

סקר הערכת מגמות בעסקים:

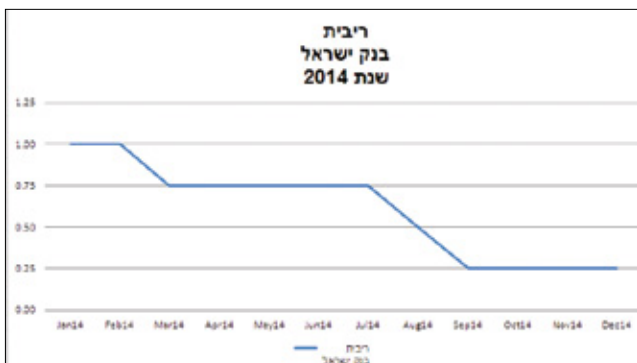


תרשים 6 < ביחות השקל מול הדולר מהמחצית השנייה של שנת 2014:



תרשים 7 <

ריבית בנק ישראל בשנת 2014:



מניות - 22 מניות טכנולוגיה ו-12 ביומד. מאז השקתו עלה המדד ב-1%.

בשנת 2014 נמשכה המגמה של כניסת משקי-עים זרים לשוק המניות בת"א ותושבי חוץ רכשו, נטו, מניות בסך כ-3.7 מיליארד שקל בבורסה בת"א. זאת, לאחר שבסיכום שנת 2013 רכשו מניות נטו בסך כ-5.3 מיליארד שקל. עליות שערים נרשמו בשנת 2014 בכל סוגי אגרות החוב. איגרות חוב ממשלתיות, לסוגיהן, בלטו בשנת 2014 ובראשן אג"ח שקליות בריבית קבועה שעלו בכ-8%, לעומת איגרות חוב חברות שעלו בשנה הזאת בכ-1.5% בלבד. &

בחירות 2015 מאחורינו - מה על סדר היום הכלכלי?

<< ד"ר אריה נחמיאס

תקציב המדינה: 2015 ו-2016 - עד אוקטובר 2015 לאישור המליאה

תקציב הבטחון: קיצוץ בתקציב לטובת משרדים אזרחיים ולרווחת תושבי המדינה

מחירי הדירות: פעולות להגדלת היצע הדירות מול ביקוש גואה שיוביל להוזלת הדירות

יוקר המחיה: הורדת מכסים, פתיחת השוק לתחרות, מדיניות להוזלת מוצרים ושירותים

מלחמה בעוני: 2 מיליון מתחת לקו העוני, קשישים מוותרים על תרופות ועל מזון

רפורמה בבריאות: מערכת הבריאות גוססת, נדרשת הקצבה של מיליארדי שקלים

יצירת מקומות עבודה: שעור אבטלה נמוך - 5.5%, אך חלק מהאוכלוסיה אינו שותף בשוק העבודה. אילו גברים חרדים ונשים ערביות היו מחפשי עבודה, שעור האבטלה היה 12%. נדרשת הכנה והסבה למקצועות חדשים

מהפכה בחינוך: נתוני OECD - ישראל בתחתית המדינות המשקיעות בבתי ספר ובהשכלה

סיוע ליצוא לתעשייה וליזמות: הכשרת עובדים, שיפור יחסים עם מדינות

צמצום פערים: אפליית שכר של עובדים, בעיקר נשים ובני מיעוטים

חברות ארנק: נושאי משרה בכירים מושכים שכר דרך חברה בבעלותם ומשלמים מס חברות נמוך מהמס שהיו משלמים כשכירים

החוק לעידוד השקעות הון: לבחון הטבות מס לחברות במטרה לתמרץ לפעול בארץ

פתרונות לפנסיה: עליה בתוחלת החיים וריביות אפס מאיימות על הפנסיה