

כ"ב בכסלו תשע"ז, 22 בדצמבר 2016

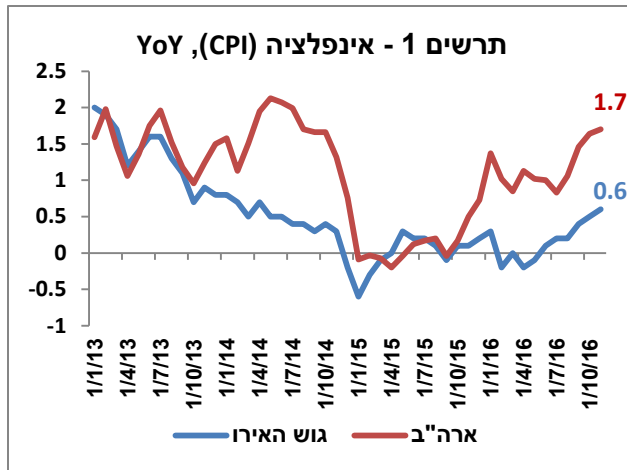
תחזית מאקרו כלכלית לשנת 2017

עיקרי הדברים

- סביבת צמיחה עולמית מתונה בהובלת ארה"ב.
- בארה"ב צפויה המשך העלאת ריבית איטית, בעוד בגוש האירו, בבריטניה וביפן, המדיניות המוניטרית תישאר מרחיבה.
- הכלכלה המקומית צפויה לצמוח בשנת 2017 ב-3.1%, בהובלת הצריכה הפרטית, וגורמים חד פעמיים. זאת, בהמשך לצמיחה של 3.2% בשנת 2016. שיעור האבטלה צפוי לעלות לרמה ממוצעת של 5.1% ב-2017, לעומת 4.9% השנה.
- להערכתנו, האינפלציה לא תחזור לתחום היעד, גם לא במהלך 2017.
- הריבית בישראל לא צפויה לעלות במהלך 2017.
- בשוק האג"ח הממשלתי, צפויה, להערכתנו, תנודתיות חדה בתשואות, כאשר, המגמה הראשית הינה המשך העלייה, תוך סבירות גבוהה להפסדי הון.
- הסיכונים העיקריים לכלכלה המקומית נובעים בעיקר מאירועים גלובליים, ובראשם, האטה משמעותית בגוש האירו בעקבות האירועים הפוליטיים, האטה חדה בסין, או שינוי מהותי בתנאי הריבית הצפוי בארה"ב.

ארה"ב מובילה את הצמיחה העולמית

כלכלת ארה"ב מתרחבת בהובלת הצריכה הפרטית. ברבעון שלישי נרשמה האצה בצמיחה ל-3.5%, לאחר צמיחה איטית במחצית הראשונה של השנה, והנתונים השוטפים מצביעים על המשך התרחבות. **להערכתנו, הצמיחה צפויה לעמוד על 2.4% ב-2017.** הצמיחה תמשיך להתבסס על גידול בצריכה הפרטית, בעקבות הירידה באבטלה, עלייה בשכר ועלייה בעושר הפיננסי של הצרכנים. האינפלציה צפויה לעלות בהדרגה לכיוון היעד (2%), בעקבות התפוגגות ההשפעה של הירידה במחיר הנפט והמשך עליית מחירי השירותים.



גוש האירו מתרחב בקצב מתון בעקבות גידול בצריכה הפרטית, וצומח בקצב שנתי של 1.6%. האירועים הפוליטיים באירופה (ה-Brexit ומשאל העם באיטליה) לא השפיעו על כלכלת הגוש, עד כה. האינפלציה בגוש עלתה (תרשים 1), לאור מיצוי השפעת ירידת מחירי הנפט, אולם, נשארה נמוכה מהיעד, לאור הצמיחה המתונה, האבטלה הגבוהה והשינויים המבניים.

צמיחת המשקים המתפתחים צפויה להמשיך להיות מתונה, על רקע צמיחה מתונה של הסחר העולמי, צמצום ההשקעות הזרות והצורך לבסס את הצמיחה על הביקוש המקומי. כתוצאה, השונות בין המדינות

תימשך. כלכלת סין, שהתייצבה ב-2016 בעקבות גידול בהשקעות הממשלתיות, צפויה לצמוח בקצב של 6.5% ב-2017, עם זאת רמת הסיכון של סין עולה, על רקע המשך יציאת מט"ח וצמצום רזרבות המט"ח, פיחות המטבע, המינוף הגבוה של המגזר הפרטי וחוסר האיזון בכלכלה הסינית.

להערכת ארגון ה-OECD, צפוי ב-2017 שיפור **בסחר העולמי**, תוך גידול של 2.9%, לעומת פחות מ-2% השנה. נציין, כי הגופים הבינלאומיים הפחיתו באופן עקבי, במהלך השנים האחרונות, את התחזיות לסחר העולמי, על רקע חולשה ניכרת בסחר בסחורות, שצומח נכון להיום בקצב שנתי של 1% בלבד, ומהווה את עיקר הסחר העולמי.

המדיניות המוניטרית במדינות המפותחות צפויה לשנות כיוון בהדרגה. הריבית בארה"ב צפויה להמשיך לעלות, ובמהלך 2017 צפויות שתי העלאות ריבית ל-1.25%-1%. עם זאת, במידה והנשיא החדש בארה"ב יישם מדיניות פסיקאלית מרחיבה, בהתאם לציפיות, תיתכן העלאת ריבית מהירה יותר. הריבית בגוש האירו צפויה להישאר נמוכה בשנים הקרובות, וה-ECB ימשיך לרכוש אג"ח עד סוף 2017, לאור סביבת האינפלציה הנמוכה. במקביל, המדיניות המוניטרית בבריטניה ויפן, תישאר מרחיבה. השונות במדיניות המוניטרית בין ארה"ב למרבית המדינות המפותחות צפויה להגביל את הפד, ולמנוע עליית ריבית חדה בארה"ב.

על רקע התאוששות מתונה בכלכלה העולמית ועלייה מתונה במחירי הסחורות, **צפויה בשנים הקרובות עלייה מסוימת באינפלציה במדינות המפותחות**, אם כי עדיין בחלק הנמוך של יעדי הבנקים המרכזיים.

ישראל – צמיחה מהירה בהובלת הצריכה הפרטית וגורמים חד פעמיים

בפתח הדברים נציין, כי המגמות בפעילות המשק החל משלהי שנת 2015, מושפעות במידה רבה מהשקעת ענק של חברת "אינטל", כ-20 מיליארד \$, בבניית מפעל חדש בקרית גת. הקמת המפעל מבוססת במידה רבה על יבוא מכונות וציוד, ועל כן, במהלך ביצוע ההשקעה אין לכך השפעה מהותית על צמיחת המשק. מנגד, ליצוא צפויה השפעה משמעותית, ואנו אומדים את תרומתו של היצוא ממפעל "אינטל" החדש בכ-0.5% תוצר.

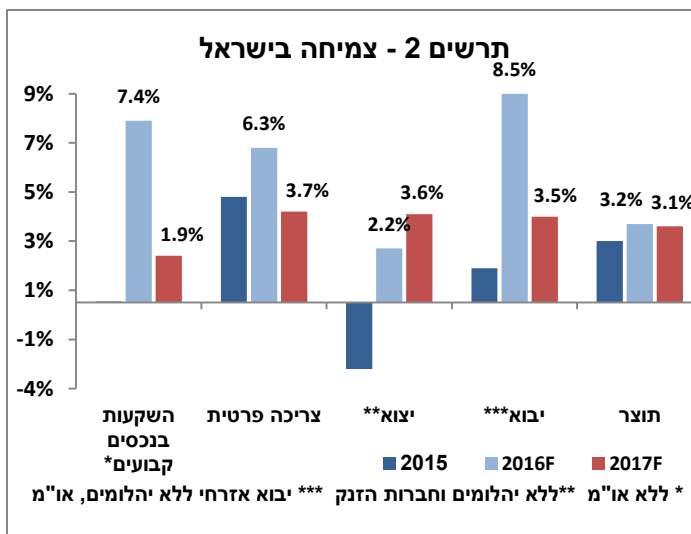
ברבעון השלישי של 2016 צמח התוצר ב-3.2%, בהמשך לצמיחה של 3.8% במחצית הראשונה. הצריכה הפרטית ממשיכה להיות מנוע הצמיחה העיקרי של המשק, ומנגד, היצוא ממשיך לסבול מחולשה.

בהתאם למגמות בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה, אנו מעריכים כי כלכלת ישראל צמחה ב-2016 בשיעור גבוה של 3.2%, בהובלת הצריכה הפרטית, תוך גידול מסוים ביצוא הסחורות והשירותים וגידול חד בהשקעות בנכסים קבועים (על רקע ההשקעה של "אינטל") (תרשים 2).

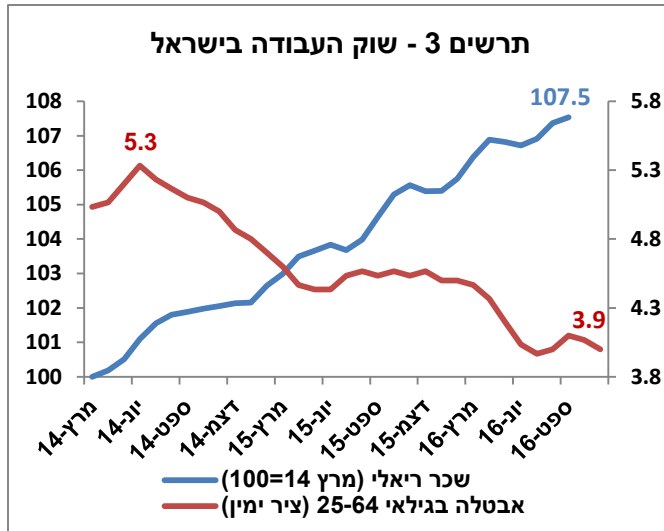
ל-2017, אנו צופים צמיחה מהירה בקצב של 3.1%, תוך המשך שיפור מתון בתמהיל הצמיחה. התוצר עסקי יצמח, להערכתנו, בקצב של 3% ב-2017, בדומה לקצב ב-2016.

להלן הגורמים העיקריים, אשר ישפיעו על הצמיחה בשנת 2017:

- האצה מתונה בצמיחת היצוא. אנו מניחים שיפור מסוים בתמהיל היצוא, בשל שיפור מתון ביצוא הסחורות. זאת, על רקע נתוני בסיס מאוד נמוכים, ותוך הנחה כי יחול שיפור מסוים בסחר העולמי. בנוסף, אנו מעריכים כי בשלהי שנת 2017 יחל היצוא ממפעל "אינטל" החדש. כמו כן, תימשך צמיחה מהירה יחסית ביצוא השירותים העסקיים, בהם טמון יתרון תחרותי משמעותי של המשק הישראלי.



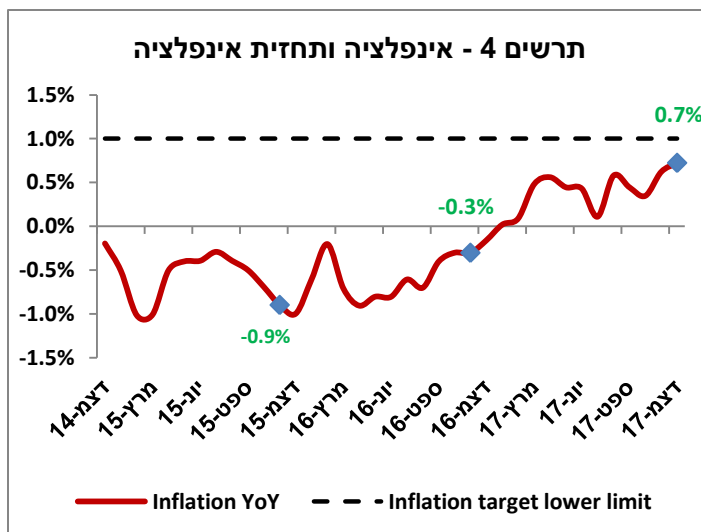
- האטה בהשקעות בנכסים קבועים עקב התייצבות על רמה גבוהה של ההשקעות במפעל "אינטל" בקרית-גת (השקעה במכונות וציוד), ובנוסף, התייצבות על רמה גבוהה של השקעות בכלי תחבורה.
- התמתנות בצריכה הפרטית, במידה רבה במוצרים בני-קיימא (בעיקר כלי רכב), כמו גם בצריכה השוטפת. על אף זאת, הצריכה הפרטית תוסיף להיות מנוע הצמיחה המשמעותי ביותר, לנוכח הריבית הנמוכה, ובתמיכת נתוני שוק התעסוקה, וביניהם שיעור השתתפות גבוה, שיעור אבטלה נמוך ועלייה מתמשכת בשכר העבודה.
- התמתנות הגידול ביבוא, זאת, כאמור, לנוכח התמתנות צפויה ברכיבים עתירי יבוא (כלי רכב ומכונות וציוד).



שוק התעסוקה ממשיך להפגין עוצמה יוצאת דופן (תרשים 3), כאשר מראשית השנה ועד חודש אוקטובר נוספו כ-90 אלף מועסקים חדשים, ושיעור האבטלה ירד לשפל חסר תקדים של 4.6%. זאת, כאשר שיעור ההשתתפות ברמה גבוהה מאד של 64.2%. בגילאי העבודה העיקריים (25-64) נוספו מראשית השנה כ-50 אלף עובדים, ושיעור ההשתתפות עמד בחודשים האחרונים על 80%. בנוסף, ב-12 החודשים שהסתיימו בחודש ספטמבר, עלה השכר החודשי הממוצע בסקטור העסקי בשיעור (ריאלי) של 3.1%. עליית השכר מחזקת את הטענה כי מצרפי שוק העבודה נמצאים ברמות הקרובות לתעסוקה מלאה.

להערכתנו, יעמוד בשנת 2016 שיעור האבטלה הממוצע על 4.9%, לעומת 5.3% אשתקד. לשנת 2017, אנו מעריכים כי שיעור האבטלה יעלה באופן מתון לרמה של 5.1%, זאת, בהנחה של התייצבות שיעור ההשתתפות ברמה של 64.2%, שיפור מתון בפריון, וכתוצאה, האטה בקצב קליטת העובדים.

האינפלציה תיוותר מתחת ליעד גם במהלך 2017



גם בשנה החולפת סביבת האינפלציה בישראל התקשתה להראות סימני התאוששות, וקצב האינפלציה השנתי צפוי להיוותר שלילי, ולהשלים כמעט שנתיים וחצי של ירידה במדד המחירים לצרכן (תרשים 4). ב-12 החודשים המסתיימים בנובמבר 2016 עמדה האינפלציה על -0.3%, כאשר תרומתם של מרבית סעיפי המדד, פרט לדיור, שלילית. האינפלציה הנמוכה הינה תוצאה של ירידה חדה במחירי הסחורות, המשך השפעתן של רפורמות מבניות להגברת התחרות (שמיים פתוחים, רפורמות בתחום יבוא המזון ועוד), ושינוי מהותי בדפוסי הקנייה של הצרכנים (לדוגמה, מעבר לרכישת מוצרים באינטרנט).

זאת, לצד מגמת חולשה במחירי היבוא ואינפלציה נמוכה ברחבי העולם. עם זאת, מתחילת 2016, אנו עדים להתאוששות איטית במחירי הסחורות. כמו כן, בשנתיים האחרונות נהנו היצרנים המקומיים מירידה בעלויות הייצור (ירידה במחירי היבוא, חומרי הגלם ועלויות המימון), אשר קזזו את העלויות הנובעות מעליית השכר המתמשכת במשק המקומי. להבנתנו, במהלך 2017, צפוי השכר להמשיך לעלות, וללא גורם מקזז אחר בעלויות הייצור, תהווה עליית השכר גורם ללחצים אינפלציוניים מצד ההיצע. להערכתנו, התאוששות האינפלציה הגלובלית, מיצוי חלקי של הרפורמות המבניות במשק המקומי והלחצים האינפלציוניים הטבעיים (בעיקר, לאור הגידול המרשים בצריכה הפרטית ועליית השכר), צפויים להוביל להתאוששות האינפלציה. להערכתנו, האינפלציה בישראל צפויה לעמוד בשנת 2017 על 0.7%.

הריבית לא צפויה לעלות במהלך 2017

תחזית הריבית בישראל מתבססת על התחזיות לצמיחה מתונה של הכלכלה הגלובלית והמשק המקומי, סביבת אינפלציה מתונה, תוואי העלאות ריבית מתון בארה"ב והמשך המדיניות המוניטארית המרחיבה ברחבי העולם. במהלך השנה הרחיב בנק ישראל את השימוש ב- Forward Guidance ככלי מוניטארי, ומהודעותיו עולה, כי "הוועדה המוניטארית מעריכה כי המדיניות המוניטארית תיוותר מרחיבה עוד זמן רב".

במהלך השנה האחרונה היינו עדים לשפל ברמת התשואות ושפל בתחזיות הריבית של החזאים והריביות הגלומות בשוק הכסף, בעיקר לטווח הבינוני-ארוך. צמיחה איטית, אינפלציה אפסית/שלילית ומגוון משברים ברחבי העולם, הובילו לעדכונים כלפי מטה בתחזיות הריבית והשתטחות של עקומי התשואות הממשלתיים. בחודשים האחרונים מתגברים הקולות התומכים בהרחבה פיסקאלית בארה"ב, ובאים לידי ביטוי בעדכון כלפי מעלה של תוואי הריבית הדולרית. עם זאת, להערכתנו ההשפעה על השוק המקומי צפויה להיות ממותנת (לפחות ב-2017).

להערכתנו, משקלול הפרמטרים ובעיקר העובדה שקצב האינפלציה נמוך משמעותית מהיעד, והסתמכות על הודעות בנק ישראל, אנו מעריכים, כי הריבית לא תועלה במהלך 2017.

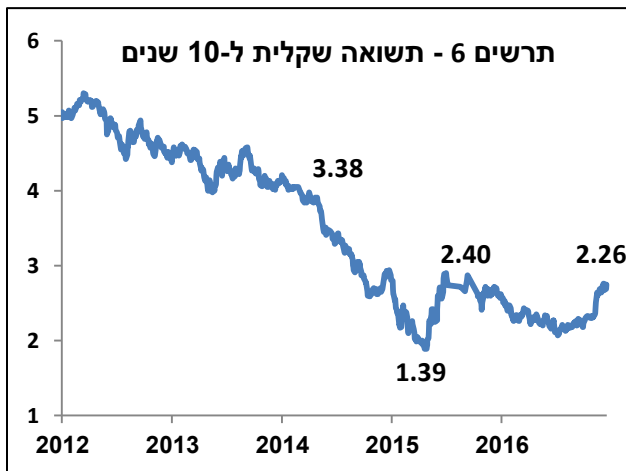
שער החליפין



בשנים האחרונות אנו עדים לתנודתיות חדה בשוקי המט"ח, הנובעת, בין היתר, מהמדיניות המוניטארית של הבנקים המרכזיים והתערבות אגרסיבית בשוקי המט"ח. עם זאת, במהלך 2016 התבססה ההערכה, כי הכלים שנותרו בידי הבנקים המרכזיים מוגבלים, ובהתאם לזאת, היכולת שלהם להשפיע על שערי החליפין פחות אפקטיבית.

בישראל, השפעתו של בנק ישראל על שוק המט"ח מוגבלת, אל מול הכוחות הריאליים הפועלים על השקל, ובמרכזם: עודף בחשבון השוטף והשקעות ישירות נטו חיוביות, שנותרו חזקים ויציבים, וממשיכים לתמוך בהתחזקותו של המטבע המקומי ביחס לסל המטבעות (תרשים 5). עם זאת, העמקת ההפרדות המוניטארית, הנובעת מתהליך העלאות ריבית בארה"ב, לצד אמירתו הברורה של בנק ישראל, כי "המדיניות המוניטארית (בישראל) תיוותר מרחיבה לזמן רב", פועלת בכיוון ההפוך, וצפויה לאזן את הכוחות הריאליים, ומכאן ליציבות בשע"ח מול הדולר.

צפי לעליית תשואות מתונה באג"ח הממשלתית



במהלך השנה החולפת נרשמה תנודתיות חדה בשוק האג"ח הממשלתי, עם ירידת תשואות, חזרה לרמות השפל סביב 1.6% ל-10 שנים, ותיקון מהיר כלפי מעלה, בין היתר, על רקע תוצאות הבחירות בארה"ב (תרשים 6). השינוי החד בכיוון התשואות נבע מעלייה חדה באי הוודאות ביחס למדיניות הכלכלית (מוניטארית ופיסקאלית) בארה"ב והשלכותיה על הכלכלה הגלובלית, תואי הריבית ורמת התשואות.

בראיה קדימה, הסביבה המאקרו כלכלית לא צפויה להשתנות מהותית, וקצבי הצמיחה והאינפלציה בישראל ובעולם צפויים להיוותר מתונים ומתחת

לרמות של טרום המשבר הפיננסי. עם זאת, חוסר הוודאות סביב המדיניות הכלכלית בארה"ב צפוי להוביל לתנודתיות חדה בתשואות, ולהערכתנו, המגמה הראשית צפויה להיוותר המשך עליית תשואות.

חשוב להדגיש, כי מכלול האירועים הצפויים בשנה הקרובה מגדיל משמעותית את הסיכון להפסדי הון, ובמיוחד לאור רמת התשואות הנוכחית, שהינה נמוכה מאוד ביחס לשנים האחרונות.

הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:

"הניתוח הכלול בסקירה זו הינו למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ (להלן: "הבנק") לייעץ ללקוחותיו בהתאם לאמור בו.

הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בסקירה מייצגות את עמדת מחבריה והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי ההשקעות בבנק. הדעות האמורות נכונות ליום פרסומן הראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת. הניתוח מופץ כחלק מתפוצה רחבה, וגם אם במסגרת תפוצה רחבה זו, הוא מגיע אליך אישית באמצעות הדוא"ל או בכל דרך או מדיה אחרת, אין לראות בו משום ניתוח או סקירה המותאמים לצרכיך ולנתונים האישיים שלך, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי הניי"ע והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שיהיו ולא מכל בחינה אחרת.

עשוי להיות למחברי הסקירה ו/או לבנק עניין אישי בנושא הסקירה. הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בסקירה זו, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על סקירה זו, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת הסקירה ופרסומה במלואה או בחלקה, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט. הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בסקירה זו, ככל שנוכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכי' למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטבועים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך לא ישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר".