

מהון למהון

מהדורה רבעונית אוקטובר - דצמבר 2018

כרית הביטחון של איגרות החוב הישראליות

כרית הביטחון של אגרות
החוב הישראליות
ע"מ 4

סקטור תעשיית התעופה,
חלל והביטחון למי שמחפש
ביטחון בהשקעה
ע"מ 6

צמיחה כלכלית?
האם המדינה תסיים את
השנה עם גירעון גדול
מהמתוכנן?
ע"מ 8



BONDS

תוכן עניינים

- | | |
|---|----|
| כרית הביטחון של איגרות החוב הישראליות
דני דניאל, מנהל השקעות תאגידיים | 04 |
| סקטור תעשיית התעופה, החלל והביטחון למי שמחפש ביטחון בהשקעה
דורון קרנר, מחלקת המחקר | 06 |
| צמיחה כלכלית? האם המדינה תסיים את השנה עם גירעון גדול מהמתוכנן?
ד"ר אביחי שניר, כלכלן בכיר | 08 |
| טוב לציבור? לא בטוח: איך טיפס דירוג האשראי של ישראל
ד"ר אביחי שניר, כלכלן בכיר | 10 |
| אנוס, פרי יקר - או כלי יקר לתעמולה של שר החקלאות?
ד"ר אביחי שניר, כלכלן בכיר | 12 |
| סקירה פיננסית
ניר סעאת, מנהל מחלקת השקעות | 13 |
| תגובה למדד לחודש ספטמבר 2018
דורון קרנר, מחלקת המחקר | 14 |
| לוח ארועים כלכליים צפויים לחודש אוקטובר 2018
עידן קרון, מחלקת המחקר | 15 |

כותבים במגזין



רו"ח אמיר איל, יו"ר ואסטרטג ראשי



ד"ר אביחי שניר, כלכלן בכיר



ניר סעאת, מנהל מחלקת השקעות



דני דניאל, מנהל השקעות ותאגידים



עידן קרון, מחלקת המחקר



דורון קרנר, מחלקת המחקר

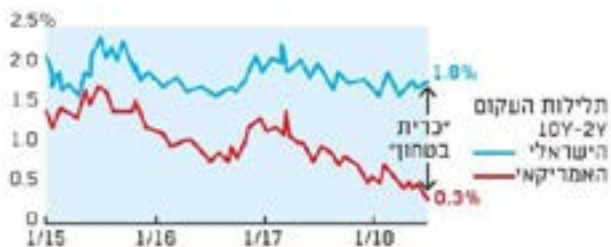


כרית הביטחון של איגרות החוב הישראליות

התופעה יוצאת הדופן של מרווח שלילי בין תשואות אג"ח ארה"ב לאלו הישראליות מעלה חשש מ"תיקון" ומחזרה ל"מצב הטבעי" של תשואה מקומית גבוהה יותר, תוך הנחלת הפסדי הון באג"ח הישראליות. כאן נכנס לתמונה עקום התלילות הישראלי, שמקטין את הסיכון הזה. איך בדיוק זה קורה

מחירים ולא־ינפלציה. במשק כזה צפוי הבנק המרכזי, האמון על יציבות המחירים, להעלות את הריבית. הסיכון מבחינת מחזיק האג"ח אם כן עולה ככל שהטווח לפדיון רחוק יותר, ומכאן ברור מדוע במשק צומח נצפה לראות עקום תשואות עולה משמאל לימין לאורך הטווחים. המשק הישראלי מאופיין בעקום כזה. ההפרש בין התשואות לטווח הארוך לקצר נקרא תלילות העקום, אותה נהוג למדוד באמצעות הפער בין התשואה ל-10 שנים לבין זו לשנתיים. תלילות העקום של המשק הישראלי עומדת כיום על כ-1.8%.

תלילות עקום התשואות האמריקאי מול הישראלי



לעומתו, המשק האמריקאי מצוי כבר במהלך של מדיניות מוניטרית מצומצמת בו הריבית לטווח קצר עלתה כבר 7 פעמים והיא עומדת על -2% 1.75%. על אף שראשי הפד צופים עוד שתי העלאות ריבית השנה, מעריכים המשקיעים כי תהליך העלאת הריבית קרוב למיצוי, ואף יש הרואים באופק כבר הורדת ריבית. הבסיס לספקנות של חלק מהמשקיעים נובעת מכך שנתוני המאקרו

במהלך השנה וחצי האחרונות אנו עדים לתופעה שעד לפני מספר שנים הייתה נחשבת בלתי סבירה, לפיה מתקיים פער תשואה שלילי בין ארה"ב לישראל בטווח של 10 שנים. המרווח בין התשואה האמריקאית ל-10 שנים לזו בישראל נע השנה סביב 0.5% לטובת ארה"ב. "המצב הטבעי" קבע תשואה גבוהה יותר לעקום הישראלי מעצם היותו של המשק המקומי קטן, התלוי במידה רבה בסחר החוץ (יבוא ויצוא), כך שחסינותו תלויה בגורמים חיצוניים. בנוסף, מדינת ישראל מצויה תכופות תחת מתחים גאו-פוליטיים ("ארץ קטנה מוקפת אויבים"). המשק המקומי ידע בעבר מצב של אינפלציה גבוהה ויחס חוב-תוצר בעייתי. כל אלה גרמו מסורתית למשקיעים לבקש פרמיית סיכון (תשואה גבוהה יותר) על השקעה באג"ח מקומי בהשוואה למשקיעים מפותחים אחרים.

כזכור, התשואה הגבוהה מבטאת את סיכוני הריבית והאינפלציה הגלומים בהחזקה של אג"ח, ומכאן ברור מדוע המרווח השלילי בו התשואה הישראלית נמוכה במידה רבה מהאמריקאית רחוק היום מה"מצב הטבעי" (ההפוך) לו ניתן היה לצפות. האם המצב של מרווח השלילי צופן בחובו סכנה של חזרה במרווח לכיוון "המצב הטבעי", תוך עליית התשואה המקומית והנחלת הפסדי הון באג"ח הישראלית?

הסיכוי להתממשות תרחיש כזה אמנם קיים, אך אחד הגורמים המקטינים את הסיכון להתממשותו הוא תלילות העקום הישראלי, המעניקה "כרית בטחון" למחזיקי האג"ח הישראלי. במה מדובר? כזכור, על-פי תאוריית הציפיות עקום התשואה משרטט את התשואה המגולמת או הנדרשת עבור כל טווחי הזמן. באופן טבעי, במשק המצוי בצמיחה, קיימים ביקושים אשר מעלים את הסיכוי להתפתחות לחצי



BONDS

כשזה מצב העיניינים גם נגידת בנק ישראל מצאה לנכון להזכיר בדוח היציבות שפורסם לאחרונה כי "עלתה ההסתברות לזעזוע כלכלי או גאו-פוליטי שמקורו בחו"ל, אשר עלול להשפיע לרעה על הפעילות הריאלית והפיננסית במשק". איזכורה של הערה זו מלמדת כי בנק ישראל ער לשב"ריריותה של הכלכלה העולמית, וכי מן הסתם ייקח גם אותה בחשבון בהחלטות הריבית הקרובות. מדוע אם כן התלילות של העקום הישראלי מהווה "כרית בטחון"? הסיבה נעוצה ביכולת (או הרצון) המועטה של בנק ישראל להעלות את הריבית של הטווח הקצר. אחד המאמצים העיקריים של בנק ישראל בתקופה האחרונה היא מניעתו של ייסוף השקל. במאמץ להגן על התעשייה המקומית ועל היצוא הישראלי, רוכש הבנק סכומים גבוהים של מט"ח, ומעכב ככל שיוכל את העלאת הריבית המקומית מחשש לייסוף השקל. לעומת זאת הצמיחה האיתנה של המשק גורמת למשקיעים להעריך כי בטווח הארוך צפויים לחצי אינפלציה לגרום לעליית הריבית, ולכן לדרוש ריבית גבוהה יותר. הפער בין הטווחים יוצרים את התלילות הגבוהה יחסית, כאמור, המאפיינת את העקום הישראלי.

ראוי לזכור, כי התשובה לטווח קצר מושפעת מאד מהריבית במשק וציפיות האינפלציה, אך לעומתה התשובה לטווח ארוך מושפעת בעיקר מגורמי מאקרו מקומיים וחיצוניים רבים. לכן, גם כשבנק ישראל יחליט להעלות ריבית בארץ והתשובה לטווח הקצר תעלה, אין זה מחייב כי זו של הטווח הארוך תעלה גם היא, כיוון היא תלויה גם בתמונת המצב העולמית, שעלולה להיות ממותנת, כאמור. ובכל מקרה, התלילות הגבוהה יחסית של עקום התשובה השקלי מהווה פיצוי הולם למשקיעים על הסיכון בהשקעה בטווח הארוך.

בארה"ב משקפים שניות מסויימת בנתונים המתפרסמים. מחד, בצמיחה ובשוק התעסוקה. מאידך, חרף השיפור הנמשך במספר המועסקים, בולט השיעור הנמוך בהשתתפות בכח העבודה, ומכאן ההבנה כי קיים חלק לא מבוטל במשק האמריקאי שאינו שותף לשיפור הכלכלי שנרשם בשנים האחרונות. מסיבה זו, השיפור בשכר הינו מתון ממה שהיה ניתן לצפות ברמת שפל הנוכחית של האבטלה. יש הטוענים כי חלק מאותם "הנותרים מאחור" היה משקל אלקטורלי משמעותי בזכייתו של טראמפ בבחירות. מכאן מובן מה מניע את הנשיא האמריקאי לנקוט בצעדים אותם הוא מנהיג בבחישות, המפתיעה רבים.

מאז זכייתו בבחירות של טראמפ, תופסת מדיניות הכלכלית והשלכותיה מקום מרכזי בשיקולם של ראשי הפד בקביעתם את המדיניות המוניטרית. רפורמת המס, לדוגמה, צפויה להקטין את הכנסות המדינה, ולהגדיל את רמת החוב הלאומי. בנוסף, מלחמת הסחר מול שותפות הסחר, ובעיקר מול סין, צוברת תאוצה, ועלולה להיות גורם הממתן את הצמיחה בארה"ב ובעולם. עקב כך, חלק מהמשקיעים רואים באופק האטה מסויימת בצמי"ח, ולכן מפקפקים ביכולת הפד להמשיך בהעלאות הריבית. ספקנות זו באה לידי ביטוי בעקום תשואות שטוח, שהתלילות שלו עומדת על כ-0.3%, ומדובר בשפל של עשור. יחד עם זאת, מצב זה אינו ייחודי לארה"ב. תמונה דומה נראית גם במשקים מפותחים נוספים כאשר לאחרונה נרשם רפיון באינדיקטורים הכלכליים במשקים מרכזיים כמו גוש האירו וסין. כתוצאה מכך, ניכרת השתטחות גם בעקומי התשובה של משקים מתפתחים דוגמת גרמניה (0.64%) ובריטניה (0.57%), לצד פיחות חד במטבעותיהן של משקים מתפתחים רבים.

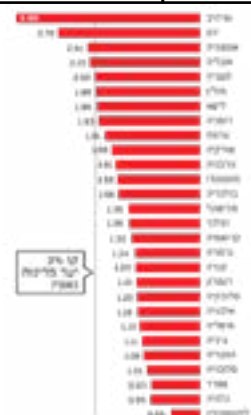
סקטור תעשיית התעופה, החלל והביטחון למי שמחפש ביטחון בהשקעה

כדי לספק את כל הצרכים הללו, תקציב הביטחון האמריקאי - 640 מיליארד דולר - הינו הגדול ביותר בעולם, ושווה ערך כמעט לתקציב הביטחוני של שבע המעצמות הבאות אחריה ביחד. מצב הגיאופוליטי שנוצר בעולם, מאז עלייתו של דונלד טראמפ לנשיאות ארה"ב, מביא עימו מספר תהליכים, כגון א-גלובליזציה, מלחמת הסחר, התבדלות המעצמות, פתיחת הסטטוס-קוו של ארה"ב עם צפון קוריאה ושל ההסכם עם איראן; כל אלה מביאים את המדינות - ובראשן ארה"ב - לחיזוק היכולת הביטחונית, ולהגדלת תקציבי הביטחון. התעשייה נמצאת בתקופה שבה היא עוברת מייצור של נשק מסורתי קונבנציונלי לשילוב של הטכנולוגיה המתקדמת ביותר, רמות דיוק שהולכות ועולות, גידול בטווחים, חמקנות ובמבט אל העתיד - גם שימוש בחלל. כל אלו מביאים לגידול ניכר בתקציבי הביטחון של מדינות רבות בעולם. בשנת 2014 קבעו מדינות נאט"ו יעד משותף - להגיע לתקציב ביטחון של 2% מהתוצר. תאריך היעד להגעה לרף התקציב הינו 2024. לאי חרונה דחק הנשיא טראמפ במדינות להגביר את הקצב, ולנסות להקדים את העמידה ביעד. במונחים כספיים נראה שנדרשת הוצאה של כ-120 מיליארד דולר כדי להגיע ליעד, או גידול של עשרות אחוזים בהוצאה השנתית על ביטחון. בגרף הרלוונטי ניתן לראות את הוצאת הביטחון של המדינות באחוזים מתוך התל"ג.

חלק מהמדינות הגדולות בנאט"ו, כמו קנדה, גרמניה, איטליה וכו', רחוקות עדיין מהיעד. החברות המובילות בסקטור כוללות תאגידי ענק, אשר חולשים על חלק ניכר מהתעשייה הביטחונית בארצות הברית ובעולם כולו. מדובר בחברות כמו לוקהיד מרטין, ג'נרל דינמיקס, יונייטד טכנולוג'ס ורויאל קוול. אלו הן חברות שניזונות מתקציבי הביטחון הגדולים בעולם, ובראשן זה של ארצות הברית, ומגובות על-ידי הממשל האמריקאי. תחום התעופה והחלל עוסק בעיקר בייצור, במכירה ובשירות של מטוסים מסחריים, מטוסי סים לשימוש עסקי, כלי רכב חלליים, לוויינים ועוד, לשימוש צבאי ומסחרי. התחום נחשב לאחת מהתעשיות הגדולות והחזקות ביותר בארצות הברית. תעופה היא אחת התעשיות בעלות הצמיחה המהירה ביותר בארצות הברית, והיא גדלה בשיעור גבוה של כ-14%-12% בשנה. שוק התעופה והחלל העולמי עתיד להגיע ב-2018 לשיעור צמיחה של 4.8%, עם ביקושים עתידיים הולכים וגדלים, תקציבים ביטחוניים מתרחבים וביקוש עולה מצד רוב מדינות העולם.

הצורך של מדינות בהגנה על עצמן הוא בסיסי ביותר והחלל בהיסטוריה הרחוקה. החשש מאיומים ומהתגרות של מדינות במדינות אחרות היה מאז ומתמיד - וככל הנראה ימשיך להיות - מנוע צמיחה מרכזי לתעשייה. משרעת האיומים נעה מפגיעה קונבנציונלית עד כיבוש שטח, דרך איומים מעולם הרשת והסייבר להשתלטות על מערכות, ועד לתקיפת סייבר של מדינה. כוחה הכלכלי של המדינה נשען לא מעט על כוחה הביטחוני, או על עוצמתה הצבאית, והחברות היצרניות בתחום נדרשות ליתרון איכותי וטכנולוגי על פני האויב, מה שמצריך תקציבי ענק למחקר ופיתוח - המוזרמים בהיקפים הולכים וגדלים על-ידי המדינות. תעשיית התעופה, החלל והביטחון היא תת-סקטור של סקטור כלל התעשייה במשק, והיא מורכבת משני תחומים עיקריים: תעופה וחלל, המהווים בעיקר ייצור, מכירה ושירות של מטוסים מסחריים, מטוסים לשימוש עסקי, כלי רכב חלליים, לוויינים ועוד - לשימוש צבאי ומסחרי; ותעשייה ביטחונית, המורכבת מייצור, ממכירה ומתחזוקה של נשק צבאי ומערכות הגנה, שנועדו לפעול על הקרקע, באוויר ובים. צבא ארה"ב נחשב לצבא החזק ביותר בעולם. התעשייה הביטחונית בארה"ב היא ללא ספק השוק הגדול ביותר למערכות נשק, לצידו, לתחזוקה ולשירותים. החברות המובילות בתחום מספקות בראש ובראשונה את הצרכים של שוק ההגנה המקומי, ובמקביל מייצאות ומספקות צורכי ביטחון של מדינות רבות אחרות, בעלות בריתה של ארה"ב.

תקציב הביטחון של מדינות נאט"ו כאחוז הוצאה מהתל"ג





נוסף על כך, ישנם מטוסי תדלוק ומשימות הובלה, עם מטוסי A310 ו-A330. השקעה בהחזקה ישירה בחברה זו או אחרת בסקטור עשויה להיות קשה לניתוח, שכן תמהיל המוצרים של החברות מורכב מאוד, בשיי לוב העובדה שהלקוחות הן בעיקר מדינות וממשלות, עם תקציב משתנה ושיקולים פוליטיים שעשויים לפגוע בחברה זו או אחרת, על אף היותה חברה מצוינת.

על כן, השקעה וחשיפה לסקטור עדיפה באמצעות שתי אפשרויות עיקריות: השקעה בתעודת סל המאגדת מספר חברות תחתיה במשקלים משתנים; החזקה של מספר חברות מהסקטור תוך התמקדות במובילות שבהן. אופציה אחת היא תעודת סל הנסחרת בבורסה המקומית, חשופה לדולר אמריקאי, של חברת תכלית, העוקבת אחר מדד S&P Aerospace & Defense select industry. התעודה מחזיקה במספר גדול של חברות, במשקלים קרובים זה לזה, ומבלי לתת עדיפות לחברה זו או אחרת.

אפשרות שנייה היא השקעה דרך תעודה הנסחרת בחו"ל (דולר אמריקאי), בשם ITA Ishares u.s Aerospace & defense ETF. תעודה זו מורכבת גם היא ממספר רב של חברות, כך שהמובילות והגדולות שבהן הן בעלות משקל יתר על פני האחרות. ביצועי התעודה דומים.

לסיכום, התעשייה הביטחונית בארצות הברית בעידן טראמפ היא בעלת פוטנציאל צמיחה משמעותי, ונראה כי צעדי הממשל בארה"ב תומכים בהמשך גידול וצמיחה בסקטור. חברות החלל, התעופה והביטחון בארה"ב מהוות נדבך משמעותי בתעשייה כולה, ונהנות במיוחד מהתהליכים הגיאופוליטיים והפיננסיים העולמיים.

ארה"ב בונה את עצמה מחדש וגוררת את העולם כולו לתהליכי היבדלות, היפרדות וא-גלובליזציה, תהליכים שמביאים את המדינות להשקעה ולגיבוי דולר בביטחון. בה בעת מפלס המתיחות עולה, ואירוע מלחמתי כזה או אחר יכול לתרום ולהוסיף עוד דלק למדורה. נראה כי בשנים הקרובות, תהליכים אלו יימשכו ויביאו עימם הגדלה של תקציבי הביטחון, גידול הביקוש והצורך בפיתוח וייצור של מערכות נשק, דבר שיטיב עם התעשייה הביטחונית. כל אלה מהווים להערכתנו כר פורה להשקעה.

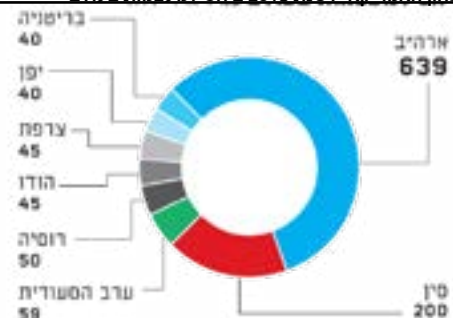
אחד התחומים החזקים בסקטור הינו ייצור מטוסים מסחריים לחברות התעופה השונות. הצורך בתעופה אזרחית, בטיסות פנים ובטיסות טרנסאטלנטיות בעולם הולך וגדל, ויחד עימו צפוי להימשך תהליך הגידול בכמות הנוסעים בעולם בשנים הקרובות, בקצב ממוצע של 5% לשנה. שוק המטוסים נחשב לדואופול של שתי ענקיות - חברת בואינג האמריקאית וחברת איירבוס האירופית, החולקות ביניהן נתח דומה, ויחד חולשות על כ-90% משוק המטוסים העולמי. אליהן מצטרפות חברות נוספות קטנות יותר, כמו אמבראייר, בומברדייר, איי.טי.אר. וכו'.

חברת בואינג היא אחת היצרניות הגדולות ביותר של מטוסים מסחריים ושל כלי טיס צבאיים. היא מעצבת ומייצרת מערכות הגנה, טילים, לוויינים, רכבי שיגור ומערכות מידע ותקשורת מתקדמות, ומפעילה את מעברת החלל ותחנת החלל הבינלאומית עבור נאס"א. היא פועלת ביותר מ-90 מדינות ברחבי העולם, והיא אחת היצואניות הגדולות ביותר בארה"ב במזרחים של מכירות. החברה מעסיקה יותר מ-160 אלף איש ברחבי ארצות הברית, וב-70 מדינות.

חברת איירבוס היא יצרנית מטוסים מובילה, המספקת קווי מוצרים החל ממטוסי A318 Jetliner עם 100 מושבי יחיד, ועד ל-A380, המטוס האזרחי הגדול ביותר בשירות, עם 530 מושבים.

איירבוס התרחבה לתחום מטוסי הובלה הצבאית, עם מטוס אוויר צבאי רב-תכליתי, A400M, המיוצר תחת ניהול של חברת איירבוס הצבאית, המחליפה את ציי ההזדקנות של C-130 הרקולס ו-C-160 Transalls, החל משנת 2009.

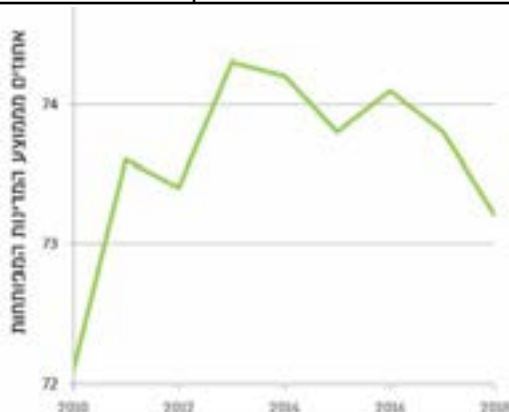
תקציב הביטחון האמריקאי לשנת 2018 ביחס למעצמות בעולם



צמיחה כלכלית? האם המדינה תסיים את השנה עם גירעון גדול מהמתוכנן?

שומרת על מסגרת התקציב. במשך שנים, היה מקובל על הממשלות בישראל שאין לייצר גרעון של למעלה משני אחוזים. המסגרת הזאת נפרצה עוד לפני המשמרת של שר האוצר הנוכחי, אבל השר כחלון ממש לא ניסה להחזיר אותנו לשם. להפך, אפילו שישראל נמצאת בתקופה של גידול בתוצר שיכול היה לאפשר לממשלה לצמצם את הגרעון די בקלות, שר האוצר העדיף לנהל גרעון של כ- 2.5%. בהתחשב בעובדה שחצי אחוז הגרעון שנוסף נתן לו כמה מיליארדים לחלק כהטבות לציבור, אפשר להבין אותו.

התוצר לנפש בישראל כאחוזים ממוצע התוצר המשוקלל לנפש במדינות מפותחות



שר האוצר התגאה לא מזמן בכך שהמדיניות שלו הובילה להעלאת דרוג האשראי של ישראל לרמה של AA-. לפי דבריו, שני דברים הובילו להעלאת דרוג האשראי: הפעילות שלו לעידוד הצמיחה הכלכלית, מה שהפך את ישראל לאחת המדינות עם הצמיחה הגבוהה ביותר בעולם המפותח, והשנייה היא השמירה של הממשלה על מסגרת התקציב, מה שהוביל לירידה בהיקף החוב תוצר של מדינת ישראל.

אז קודם כל, מתברר שהצמיחה בישראל בשנים האחרונות אינה דווקא מהמהירות ביותר בעולם המפותח. תרשים 1 מראה את התוצר לנפש בישראל כאחוזים ממוצע משוקלל של התוצר לנפש במדינות המפותחות. התוצר לנפש הוא מדד טוב לאיכות החיים, כי ככל שהתוצר לנפש גבוה יותר, גם השכר הממוצע גבוה יותר. אפשר לראות שבין 2010 ל- 2013 התוצר לנפש בישראל אכן גדל מהר יותר מאשר ברוב המדינות המפותחות.

בשנים האלו, התוצר בישראל גדל מרמה של 72% מהתוצר הממוצע במדינות המפותחות לתוצר של למעלה מ- 74% מהתוצר הממוצע. אבל מאז, התוצר לנפש בישראל אומנם גדל, אבל בשאר העולם המפותח הוא גדל אפילו יותר. במשמרת של שר האוצר הנוכחי, 2015 - 2018, אפשר לראות שביחס לעולם המפותח, ישראל הולכת אחורה.

לגבי העובדה השנייה: מסתבר שבשנים האחרונות הממשלה גם לא ממש



כך אפשר לשמור על גרעון שנראה קטן, וכשיגיע היום לשלם לרשויות המקומיות את מה שהובטח להן, מישהו כבר יצטרך למצוא מאיפה לקחת את התקציב. אבל עד אז, כנראה שכבר יהיה לנו שר אוצר אחר.

אז מה כל כך נורא בזה? לכאורה, כל ההוצאות האלו טובות לציבור, כי הכספים הללו מימנו את נטו משפחה, את הורדת המסים שהיתה, את הורדת המכסים, ועוד כל מיני דברים באמת טובים ונפלאים. אבל בסופו של דבר מישהו יצטרך לשלם את זה. כששר האוצר חותם על העלאת שכר המינימום כדי לעזור לעובדים חלשים, הוא מביא לעלייה במחירים, כי המעסיקים לא ישלמו שכר גבוה וימכרו את המוצרים באותו המחיר. כששר האוצר מגדיל את הגרעון, הוא מביא לעלייה בריבית, ומי שישלמו את זה יהיו אלו שקנו דירה ומשלמים את המשכנתא. וכשמעלים את תקציב הבטחון, בסופו של דבר צריך להקטין את התקציבים החברתיים: חינוך, בריאות, ורווחה.

למעשה, שר האוצר רצה לחלק אפילו יותר: רק לפני מספר חודשים הוא טען שיש עודפי הכנסות ולכן הגיע הזמן להוריד עוד מסים. הפקידים במשרד האוצר נעמדו על הרגלים האחוריות, והורדת המסים בוטלה. עכשיו מתברר גם למה: פתאום התברר שהגרעון כבר עשוי להגיע לאזור השלושה אחוזים, כך שבפעם הראשונה מזה לא מעט שנים הממשלה תסיים את השנה עם גרעון גדול מהמתוכנן. נכון, עקרונית ניתן לבצע קיצוצים כדי למנוע את זה, אבל יש מעט ממשלות בהיסטוריה שבצעו קיצוצים פחות משנה לפני הבחירות.

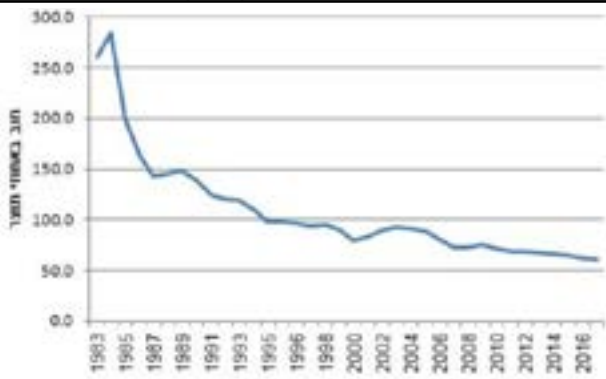
יותר מזה, פתאום ראש הממשלה נזכר שצריך להגדיל את תקציב הבטחון. בדרך כלל, כשמדברים על גידול בתקציב הבטחון, במשרד האוצר נכנסים למצב מלחמה ומתחילים להזכיר שלפני שמדברים על תקציבים נוספים, כדאי שבמשרד הבטחון יתחילו לקצץ בשומנים. אבל שר האוצר כבר הודיע שאין שום דבר רע עם הגרעון יגדל לשלושה אחוזים, וגם לא אם קצת מעבר.

מסתבר כי הגרעון כנראה גדול יותר אפילו ממה שאנחנו יודעים. כי מתברר ששר האוצר גילה שניתן לרשום התחייבויות של משרד האוצר כסעיף התחייבות של גופים ממשלתיים במקום כחלק מתקציב המדינה. כך אפשר, למשל, לחתום הסכמי גג עם רשויות מקומיות כדי לשכנע אותן לאשר תוכניות מחיר למשתכן מבלי שמשרד האוצר יקצה לכך מקורות תקציביים.

טוב לציבור? לא בטוח: איך טיפס דירוג האשראי של ישראל

הבנק התעכב עם האישור. כשבא המשבר, הם לא הצליחו להחזיר את החוב, ולנו לא היתה בעיה.

במידה רבה, זאת גם הסיבה שמצבה של ישראל הולך ומשתפר. באמצע שנות ה-1980 ישראל כמעט פשטה את הרגל, וכפי שאפשר לראות בתרשים 1, היתה עם חובות שגירדו את ה-300% תוצר. כלומר, גם לולא כל אזרחי ישראל היו עובדים ללא הפסקה וכל ההכנסות שלהם היו משמשות כדי להחזיר את החוב שהממשלה יצרה, היו עוברות כמעט **תרשים 1: יחס חוב-תוצר של ממשלת ישראל. מקור: בנק ישראל**



פשיטת הרגל הזאת אלצה את הממשלה לבצע קיצוצים חריפים, ולמזלנו

בסוף השבוע התבררנו כי חברת S&P העלתה את דירוג האשראי של ישראל לרמה AA-. אבל לפני שמתחילים לחגוג, ויש סיבה לחגוג, צריך לשאול מספר שאלות. אחת, מה זה בכלל דירוג האשראי של מדינת ישראל, ושתיים, למה הוא עלה. התשובה לשאלה הראשונה היא שדירוג האשראי נקבע על ידי חברות דירוג שמדינת ישראל שוכרת. החברה הראשונה שישראל שכרה היתה S&P, ואחריה, הצטרפו גם פיץ' ומודיס. החברות האלו אמורות להעריך את הסיכון שממשלת ישראל לא תוכל לפרוע את חובותיה, ועל סמך ההערכות שלהן, נקבעת הריבית שממשלת ישראל נדרשת לשלם בכל פעם שהיא רוצה הלוואה.

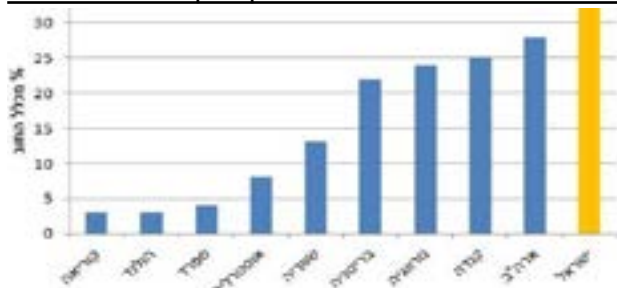
כך שעלייה בדירוג היא חדשה טובה לממשלה, ועקרונית גם לאזרחים, כי ככל שהריבית שהממשלה צריכה לשלם נמוכה יותר, כך נשאר לה יותר למטרות אחרות. את הסיבה שבגללה הדירוג עלה אפשר להסביר בעזרת סיפור ששמעתי כשהייתי סטודנט לתואר ראשון, והלכתי לראיין את ד"ר עמנואל שרון, מי שהיה מנכ"ל משרד האוצר ומאדריכלי תוכנית הייצוב שהצילה את כלכלת ישראל ב-1985.

עמנואל שרון היה גם אחד מהאנשים שמונו לצורך ניהול הקיבוצים כשהם פשטו את הרגל בסוף שנות ה-1980. הוא סיפר שיום אחד הוא הלך לבקר בשני קיבוצים בצפון. הוא ראה שבשני הקיבוצים מגדלים את אותם פירות, ויש מפעלים מאותו סוג, אבל קיבוץ אחד נמצא בפשיטת רגל, והשני במצב כלכלי איתן. שאל ד"ר שרון את המזכיר של הקיבוץ המוצלח מה מקור ההבדל. המזכיר ענה: ההבדל הוא שאני והמזכיר של הקיבוץ השני הלכנו לקבל הלוואה באותו זמן. הוא קיבל אותה, ואצלנו



וכשהציבור צורך, הממשלה מקבלת יותר מסים. אבל בדרך, החובות של הציבור לצריכה שוטפת הולכים וגדלים. בישראל, היקף האשראי לצריכה שוטפת של הציבור מתוך כלל האשראי הוא למעלה מ-33%. כפי שאפשר לראות בתרשים 2, זה הרבה יותר מאשר בעולם, ששם רוב האשראי ממוקד באשראי למשכנתאות.

תרשים 1: יחס חוב-תוצר של ממשלת ישראל. מקור: בנק ישראל



חלק גדול מהחוב הזה הולך לרכישה של מכוניות, שזה מקור הכנסה מצוין לממשלה, כי בערך חצי מהמחיר של מכונית חדשה זה מסים. אבל נשאלת השאלה מה יקרה עם הריבית בעולם וגם בישראל תתחיל לעלות, כי אז הציבור יתקשה לקחת עוד הלוואות בשביל להמשיך ולקנות. אם זה יקרה, הממשלה תתקשה למצוא מהיכן להמשיך להקטין את החוב. אז, אפשר יהיה לדעת האם יש לנו שר אוצר מוצלח שמצליח לשפר את דירוג האשראי של ישראל גם כשהתנאים הם לא לטובתו, או שיש לנו שר אוצר עם מזל, וגם זה כידוע, דבר טוב.

במשך רוב 30 השנים שבאו אחר כך הפחד מחזרה לאותו מצב גרם לממשלות ישראל להדק את החגורה. המחיר של החגורה ההדוקה היתה פגיעה בתקציבים של המשרדים החברתיים, בעיקר החינוך, הבריאות והרווחה. אבל מצד שני, זה הביא לירידה חדה בחובות, כך שעד אמצע שנות ה-1990 כבר ירדנו ל-100% תוצר, והיום אנחנו כבר מתחת ל-60%. כשהחובות יורדים, קורים כמה דברים.

ראשית, כמו שגילה מזכיר הקיבוץ שלא פשט את הרגל, כשיש לך פחות חובות, יש לך פחות להחזיר. זה נכון גם במקרה של הממשלה שלנו: לפני פחות מ-10 שנים, ממשלת ישראל שלמה כל שנה כ-5% מהתקציב שלה רק עבור החזר ריבית, ועוד כמה אחוזים עבור החזרים של הקרן. כל הכול, סעיף החזר החובות היה התקציב הגדול ביותר של הממשלה: גדול אפילו יותר מתקציב הבטחון.

כיום, הממשלה משלמת בערך חצי מזה עבור הריבית. זה אומר שלשר האוצר, בלי לעשות שום דבר, יש למעלה משמונה מיליארד שקלים לחלק יותר מהשרים שהיו בתפקיד לפניו, וזה לא בהכרח בגלל שהוא כל כך מוצלח. זה פשוט בגלל שהשרים לפניו שמרו על התקציב, והוא נהנה מהירידה בחובות. כך שהתשובה הפשוטה לסיבה שדירוג האשראי של ישראל יורד, היא בגלל שהממשלות הקודמות הקטינו את החוב, וככל שיש פחות חוב, יש פחות להחזיר כל שנה, כך שניתן להוציא יותר על דברים אחרים. בנוסף, ברגע שיש פחות חוב, גם הסיכון יורד, ולכן הריבית שהממשלה צריכה לשלם על החוב יורדת, מה שהופך את ההחזרים לאפילו קלים יותר. אבל לירידה בחובות יש עוד צד. כשהריבית שהממשלה צריכה לשלם יורדת, יורדת גם הריבית שהאזרחים צריכים

אננס, פרי יקר - או כלי יקר לתעמולה של שר החקלאות?

שעושות סקרים, לעומת זאת, כן ידעו על המבצעים, ולכן רמי לוי יצא מבחינתם במקום גבוה כשהם דיווחו איזו רשת הכי זולה לפני החג. כך הרגולציה שמחייבת לפרסם מחירים אבל לא מחייבת שהמחירים שמפורסמים זהים למה שמופיע על המדבקה, אפשרה לרשת ען מנהלים חכמים גם להראות טוב, וגם להרוויח לא מעט.

תרגיל אחר שרשתות עושות זה להפסיק את המבצעים שבזכותם הן נראות טוב בסקרים יום אחרי שהסקרים מפורסמים. כי הלקוחות שהגיעו בגלל שאמרו בטלוויזיה ששם הכי זול, לא יעזבו בגלל שהמחירים זה לא בדיוק מה שאמרו הקריין.

כך שכשהולכים לעשות קניות לחגים, צריך לזכור שסקרים זה דבר טוב, אבל בעיקר בשביל רשתות השיוק שמשתמשות בהם כדי למשוך לקוחות. בנוסף, צריך לזכור שהרשתות לא רוצות להפסיד, ולכן בכל פעם שהן עושות מבצע של 30% על מוצר אחד, המחיר של כמה מוצרים אחרים עולה, אבל בקטן. כך שאיך שהוא, למרות שכשאנחנו מגיעים לעשות קניות לפני החגים נדמה לנו שכל החנות במבצע, בכל זאת כשמסכמים את כל החשבון, בתקופת החגים אנחנו משלמים יותר מאשר לפני תקופת החגים. וזה לא רק בגלל שבחגים אנחנו קונים הרבה יותר.



לקראת הקניות לחגים, הנה שיעור קצר באיך עובדים על לקוחות ועל רגולטורים. לפני שנים לא רבות המועצה הישראלית לצרכנות היתה עורכת סקר מחירים ומפרסמת את התוצאות בעיתונים ובטלוויזיה. לכאורה, כל צרכן נבון היה יכול ללמוד מהסקר איפה אפשר למצוא את הסל הזול ביותר.

אבל מתברר שהיתה בעיה קטנה אחת. מנהלי הרשתות ידעו איזה מוצרים המועצה הולכת לבדוק, לאיזה חנויות הסוקרים הולכים להגיע, והם אפילו ידעו באיזה יום. אפשר לנחש את התוצאה: המחירים של המוצרים שנבדקו היו נמוכים יותר בחנויות שנבדקו מאשר בכל חנות אחרת של הרשת. בנוסף, המחירים של מוצרים אחרים באותן חנויות היו גבוהים יותר מאשר בסניפים אחרים.

כך הרשתות שיצאו זולות בבדיקה נהנו מפרסום חיובי. אבל הלקוחות שהגיעו לחנויות האלו כדי לצאת בזול, גילו שאיכשהו, בסוף הם שילמו פחות או יותר אותו דבר כמו כשהם הלכו לכל חנות אחרת.

מאז השתכללנו. ב-2015 משרד התעשייה חייב את כל הרשתות הגדולות לפרסם את המחירים של כל המוצרים בכל החנויות שלהם באופן שוטף באינטרנט. לקוחות שרוצים להשוות מחירים, יכולים לעשות זאת בקלות על ידי הורדה של אפליקציה חנימית. לכאורה, זה היה אמור להפסיק את הנסינות לתחמן את הסקרים, כי עכשיו כל לקוח יכול לגלות את כל המידע שהוא רוצה בלחיצת כפתור אחת.

אבל מתברר שטכנולוגיות חדשות הן הזדמנויות חדשות לא רק ללקוחות, אלא גם לרשתות. כי הרשתות למדו מהר מאד שיש בישראל צרכנים נבונים שמורידים את האפליקציות ומשתמשים בהן כדי למצוא את המחירים הנמוכים ביותר. אבל רוב הלקוחות, לא. יותר מזה, כיום, מי שעושים את סקרי המחירים בעיתונים ובטלוויזיה משתמשים גם הם באפליקציות. אז מה שצריכה לעשות רשת שגם רוצה להראות טוב גם בעיני הלקוחות שבדקים מחירים ומספרים לחברים שלהם על איזה רשת הכי טובה, גם להראות טוב בעיני התקשורת וגם להרוויח על חשבון הלקוחות שסומכים על אחרים, זה לתמרן את האפליקציות לטובתן.

רמי לוי, למשל, שם לב שההוראות מחייבות אותו לפרסם את המחיר של המוצר, כלומר את המחיר של המוצר בקופה. אבל הן לא מחייבות אותו לפרסם את המחיר שמופיע על המוצר במדף. אז לפני החגים, הוא התחיל לפרסם באתר שיש מבצעים על כל מיני מוצרים פופולריים, אבל הוא לא דאג לעדכן את המחירים הללו על המוצרים בחנות. אז לקוח שאין לו את האפליקציה, לא יודע שיש מבצעים ולכן כנראה שהוא לא יקנה את המוצרים שנמצאים בהנחה. אם הוא בכל זאת לקח אותם, אז כשהגיע לקופה היתה לו הפתעה נעימה. אבל אז הוא אולי הצטער שהוא לא לקח עוד כמה קופסאות, ואחרי שעוברים בקופה לאף אחד אין כוח לחזור לעוד סיבוב.

לקוחות שיש להם את האפליקציה, שזה המיעוט, וגם רשתות התקשורת



סקירה פיננסית

סקירה פיננסית לסיכום ספטמבר 2018 בשוק ההון המקומי והעולמי

מבט עולמי

המשרות הפתוחות בשיא, מה שמצביע על שוק עבודה הדוק. מנגד עקום הריבית ממשיך לעלות גם בטווחים הקצרים ומייקר את עלות ההלוואות לצרכנים ולחברות מה שמעיב מעט על הצמיחה החדה שחוהה שוק הנדל"ן בשנים האחרונות. גירעונות הסחר האמריקאים נמצאים בשיא כאשר הגירעון מחשבון הסחורות והטובין (ללא שירותים) עמד באוגוסט על סך של 75.8 מיליארד דולר, כל זאת כאשר הנשיא האמריקאי ממשיך לנסות ולשפר את תנאי הסחר הישנים מול המדינות והגושים השונים. בינתיים עקרונות להסכם חדש נסגרו עם קנדה ומכסיקו כאשר "ההתגוששות" מול הסינים היא הקריטית ביותר שם מונח החלק הארי של הפער בין הייבוא לייצוא כאשר גם יפן ואירופה יצטרפו כפי הנראה להתגמש מעט מול ארה"ב בנושא הסחר.

אירופה

האבטלה בגוש האירו ירדה מעט בחודש אוגוסט לרמה של 8.1% כאשר האבטלה באיטליה ירדה במפתיע לרמה של 9.7% מרמה של 10.4% ממדי מנהלי הרכש נחלשו מעט בחודשיים האחרונים אם כי עדיין מתבססים מעל רמת 50 הנקודות בספטמבר, התשואות באיטליה עלו בחדות לאחר ההחלטה על הגדלת הגירעון מה שהביא לירידות חדות במניות הבנקים האיטלקיים, הפער של האג"ח ל 10 שנים של ממשלת איטליה מול האג"ח הגרמניות המקבילות עומד על כמעט 300 נקודות בסיס, למעשה ממשלת איטליה תלויה ברכישות שמבצע הבנק המרכזי באירופה וכך גם המערכת הפיננסית שלה, מה שיגרום להמשך תנודתיות ורגישות של המדדים באירופה. יש לציין שדיווחים מאיטליה מדברים על הורדת הגירעון לרמה של 2% תוצר עד לשנת 2020.

אסיה

מדד מנהלי הרכש caixin בסין ירד בחודש ספטמבר לרמה של 50 נקודות והגידול בייצור התעשייתי עמד באוגוסט על רמה של 6.5% בחישוב שנתי מה שמשקף האטה מסוימת בצמיחה הסינית. הסינים כרגע נמצאים בעמדת נחיתות מסוימת מול ארה"ב כאשר התחמושת בהטלת הסנקציות ההדדיות גדולה הרבה יותר בצד האמריקאי, בחודשים הקרובים תיבחן ההשפעה של הסנקציות שנכנסו לתוקף והסיכוי של הפגישות ההדדיות בין נציגי המדינות להגיע להסכם כלשהו.

המדיניות האמריקאית בתחום הסחר וה"פוליטיקה" העולמית ממשיכה לנוע לכיוון אותו הטוה הנשיא טרמפ כאשר ארה"ב וקנדה הגיעו להסכמה על תנאי מסגרת להסכם סחר חדש, הסכם שיקלול את מקסיקו ויחליף את ההסכם הקודם. תנאי המקור בארה"ב ממשיכים להיות יציבים והתשואות לעשר שנים מתבססות מעל רמה של 3%. באירופה איטליה מחליטה להתעלם ממסגרות האיחוד האירופאי ולהעלות את הגירעון התקציבי לרמה של 2.4% מהתוצר, מה שגורר עליית תשואות באג"ח איטלקי לעשר שנים לרמה של מעל 3.3% ושולח את האירו לרמה של מתחת ל 1.16 מול הדולר. הלחץ בשווקים המתעוררים נרגע מעט אך צפוי להמשיך ככל שהפד האמריקני ימשיך בתואי של צמצום המאזן ועליית הריבית. הנפט עולה לרמה של מעל 75 דולרים לחבית כאשר ברקע הסנקציות האמריקאיות על איראן האמורות להיכנס לתוקפן בתחילת נובמבר.

ישראל

ע"פ האומדן השני, המשק צמח בחצי הראשון של 2018 בשיעור של 4.1% לעומת השנה הקודמת, ברבעון השני נרשמה צמיחה של 1.8% כאשר ברבעון הראשון הצמיחה הייתה חזקה יותר ועמדה על 5.1%. ההאטה ברבעון השני נרשמה בעיקר בשל ירידה חדה ביבוא של כלי רכב, זאת לאחר גידול חד ומהיר ברבעון הראשון. בחצי הראשון של השנה בולטים בעיקר העלייה של 10.5% בייבוא סחורות ושירותים, עלייה של 6.9% בהוצאה לצריכה ציבורית (הוצאה ממשלתית גדלה), ועלייה של 4.8% בהוצאה לצריכה פרטית. מנגד, ההשקעה בנכסים קבועים נחלשה ועמדה על גידול של 1.7% בלבד בחציון. עודף במאזן התשלומים קטן בשנה האחרונה מרמות של מעל 2 מיליארד לרבעון ב 2017 והסתכם ברבעון השני ב 0.8 מיליארד דולר בהמשך לעודף של 1.5 מיליארד ברבעון הראשון, הפער נובע מגידול חד בייבוא לצריכה פרטית ועסקית ומחליש מעט את "עוצמת" השקל, אם כי הצפי להתחלת הפקה ממאגר ליוויות ברבעון השלישי של 2019 ותחילת הייצוא ממנו אמורים להגדיל שוב את העודף במאזן התשלומים.

ארה"ב

הפד העלה ריבית כצפוי לרמה של 2.25%. האבטלה בספטמבר נותרה על רמה של 3.9%, קצב הגידול השנתי בשכר מתקרב לרמה של 3%, ומספר

הערכות להמשך שנת 2018:

הצמיחה העולמית ממשיכה להיות איתנה, זאת למרות אי היציבות במספר משקים מתעוררים, הפיחות במטבעות שלהן מול הדולר והעלייה בחששות מפני מלחמת סחר גלובלית. התנודתיות והחולשה באירופה התחזקו על רקע התחזקות הכוחות המתנגדים לאיחוד והמהלך האיטלקי. במישור המקומי, מצב הכלכלה ממשיך להיות איתן והצריכה הפרטית ממשיכה להיות חזקה. המשק צומח בקצב של מעל ל-3.0%. האינפלציה מתחילה להתבסס בתחום יעד יציבות המחירים של בנק ישראל, אנו ממשיכים להחזיק בהערכה, כי היעדר אלטרנטיבה לכסף תמשיך לתמוך בשוקי ההון בעולם. יחד עם זאת, נוכח הרמות הגבוהות היסטורית בהן נמצאים השווקים, בשילוב האתגרים הגיאופוליטיים, אנו צופים כי התנודתיות תיוותר ברמתה הגבוהה וממליצים על גישה זהירה לנכסי סיכון ובחירה סלקטיבית של ההשקעות. שווקי המניות הפכו להיות פחות "הומוגנים" מאשר בשנים האחרונות והחלו אף לנוע בכיוונים מנוגדים, המדדים בארה"ב וישראל כרגע עדיפים על פני שווקי אירופה והשווקים המתעוררים. יש לציין בנוסף שגם בתוך המדינות עצמן יש לתת את הדעת לבחירה בין הסקטורים והמדדים השונים תוך כדי ניטור הרכבים פיננסיים והמשתנים העיקריים שחלים על כל מדד ומדד.

תגובה למדד המחירים לצרכן לחודש ספטמבר 2018

+0.1%

מדד המחירים לצרכן לחודש ספטמבר 2018

מדד המחירים לצרכן ב-1.2% ובהתאם להערכתנו נותר בטווח התחתון של היעד השנתי של בנק ישראל. המדד ללא ירקות ופירות עלה בשנה האחרונה ב-1.0%, המדד ללא אנרגיה כמו גם המדד ללא סעיף הדיור עלו ב-0.9% בלבד.

בין גורמי המאקרו התומכים באינפלציה ניתן למנות את עליית מחירי הנפט והדלקים בעולם אשר משפיעים על כלל סעיפי המדד, שוק עבודה מתוח עם שיעורי אבטלה נמוכים אשר מייצר לחצים לעליית שכר ומכאן גורם לעלייה בצריכה הפרטית שלרוב גם מלווה בעליית מחירים. מנגד, המשך צעדי הממשלה להוזלת יוקר המחיה, אם כי בעוצמה פחותה מהשנים הקודמות, הגברת התחרות במשק והגידול בסחר המקוון ומחירי הסחורות בעולם, למעט הנפט, אשר נותרים יציבים ואף חלקם יורדים, הינם גורמים אנטי אינפלציוניים. שערי המט"ח מהווים גורם משפיע וחשוב על מדד המחירים. התחזקות השקל האחרונה מהווה גורם מסתן נוסף לעליית המדד.

במבט קדימה, אנו מעריכים כי האינפלציה עד סוף השנה תותר סביב רמתה הנוכחית בטווח התחתון של יעד בנק ישראל אשר עומד על 1%. באשר לריבית בנק ישראל, להערכתנו הוועדה המוניטרית לא תמהר להעלות אותה וכי העלייה בריבית תתרחש רק לאחר מספר חודשים בהם נראה עליית מחירים נוספת תוך התבססות האינפלציה בתוך טווח היעד השנתי העומד על 3%-1%.

מדד חודש ספטמבר עלה ב-0.1%, מעט מעל להערכה שלנו וביחס לתחזיות המוקדמות.

הסעיפים בהם בלטו עליות מחירים הנם סעיף הירקות הטריים אשר עלה ב 5.8%, סעיף המזון אשר עלה ב-0.7%, סעיף הדיור אשר עלה ב 0.6% וסעיף החינוך אשר עלה ב 0.9%.

מנגד, הסעיפים העיקריים בהם נרשמה ירידה במדד היו סעיף הפירות אשר ירד ב 1.3%, סעיף התחבורה אשר ירד ב-0.9%, סעיף הלבשה והנעלה אשר ירד ב- 0.7% וסעיף התרבות והבידור שהשיל 2.1%.

מתחילת השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.1%. מדד המחירים לצרכן ללא אנרגיה עלה ב 0.9%, המדד ללא ירקות ופירות עלה ב 0.7% והמדד ללא דיור עלה ב-0.9%.

במקביל פרסמה הלמ"ס את מדד מחירי הדירות שאינו נכלל במדד המחירים לצרכן. בחודשים יולי-אוגוסט ירד מדד זה ב 0.3%, זאת לאחר העלייה במחירים שנרשמה בשלושה החודשים האחרונים.

לאחר שני מדדים שהפגיעו מטה ביולי ובאוגוסט, מדד ספטמבר עומד בטווח העליון של תחזיות המדד. בשנים עשר החודשים האחרונים עלה





לוח ארועים כלכליים צפויים

אוקטובר 2018

ראשון	שני	שלישי	רביעי	חמישי	שישי	שבת
	1. <u>ארה"ב</u> : מדד מנהלי הרכש במגזר הייצור ism <u>בריטניה</u> : מדד מנהלי הרכש במגזר הייצור	2. <u>בריטניה</u> : מדד מנהלי הרכש במגזר הבנייה	3. <u>ארה"ב</u> : מדד מנהלי הרכש במגזר הלא יצרני ism מלאי הנפט <u>בריטניה</u> : מדד מנהלי הרכש במגזר השירותים	4. <u>ישראל</u> : הייצור התעשייתי	5. <u>ארה"ב</u> : שכר שעתי ממוצע, דוח תעסוקה, שיעור אבטלה	6.
7. <u>ישראל</u> : סחר חוץ, שכר ממוצע למשרת שכיר, יתרות מטבע החוץ בבנק ישראל, המדד המשולב	8. <u>ישראל</u> : ריבית בנק ישראל+ תחזית מאקרו ייצוא שירותים <u>סין</u> : מאזן מסחרי	9.	10. <u>ארה"ב</u> : מדד המחירים ליצרן, <u>בריטניה</u> : תוצר מקומי גולמי, מאזן מסחרי	11. <u>ישראל</u> : סקר כוח אדם, סחר החוץ של ישראל <u>ארה"ב</u> : מדד המחירים לצרכן, מלאי הנפט <u>בריטניה</u> : ייצור התעשייתי	12. <u>ארה"ב</u> : סנטימנט צרכני של אונ' מישגן	13.
14. <u>ישראל</u> : סקר אמון הצרכנים	15. <u>ישראל</u> : מדד המחירים לצרכן, מדד המחירים ליצרן, שינוי במחירי שוק הדירות <u>ארה"ב</u> : מכירות קמעונאיות <u>סין</u> : תוצר מקומי גולמי, ייצור תעשייתי השקעות בנכסים קבועים	16. <u>ישראל</u> : החשבונות הלאומיים, <u>בריטניה</u> : מדד המחירים לצרכן, <u>גרמניה</u> : סנטימנט צרכני ZEW	17. <u>ארה"ב</u> : אישורי בנייה, התחלות בנייה, מלאי הנפט <u>בריטניה</u> : שכר ממוצע, שיעור אבטלה, תביעות אבטלה <u>גוש האירו</u> : מדד המחירים לצרכן סופי	18. <u>ישראל</u> : סחר חוץ לפי ארצות <u>בריטניה</u> : מכירות קמעונאיות	19.	20.
21.	22.	23.	24. <u>ארה"ב</u> : מלאי הנפט <u>גרמניה</u> : מדד מנהלי הרכש במגזר הייצור, מדד מנהלי הרכש במגזר השירותים <u>גוש האירו</u> : מדד מנהלי הרכש במגזר הייצור, מדד מנהלי הרכש במגזר השירותים	25. <u>ארה"ב</u> : הזמנות מוצרים בני קיימא <u>גרמניה</u> : סנטימנט עסקי IFO <u>גוש האירו</u> : החלטת ריבית	26. <u>ארה"ב</u> : תמ"ג מקדמי	27.
28.	29. <u>ישראל</u> : הייצור התעשייתי <u>ארה"ב</u> : הוצאות משקי הבית, מדד ליבה PCE <u>גרמניה</u> : מכירות קמעונאיות	30. <u>גרמניה</u> : מדד המחירים לצרכן מקדמי <u>יפן</u> : החלטת ריבית <u>גוש האירו</u> : תמ"ג מקדמי	31. <u>ישראל</u> : סקר כוח אדם <u>ארה"ב</u> : מדד מנהלי הרכש של שיקאגו מלאי הנפט <u>סין</u> : מדד מנהלי הרכש במגזר הייצור, מדד מנהלי הרכש במגזר הלא יצרני <u>גוש האירו</u> : מדד המחירים לצרכן מקדמי			



סרוק וקבל!

זכאיו כנייד!

<http://goo.gl/ItTTQB>

ללא עלות!



אינפיניטי. מומחים בניהול השקעות.



כל הזכויות שמורות לאינפיניטי ניהול תיקי השקעות (בישראל ובעולם) בע"מ. מסמך זה ותוכנו הינו רכוש של אינפיניטי ניהול תיקי השקעות (בישראל ובעולם) אין בע"מ ואין לבצע בו כל שימוש מסחרי או אחר. אין להעתיקו ללא אישור מראש ובכתב של אינפיניטי ניהול תיקי השקעות (בישראל ובעולם) בע"מ או מי מטעמה. אין לראות באמור לעיל משום שיוק/ייעוץ השקעות. מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים של כל לקוח. מסמך זה אינו מהווה המלצה ו/או חוות דעת בנוגע לכדאיות השקעה במוצרים פנסיוניים ו/או פיננסיים. טל"ח.