

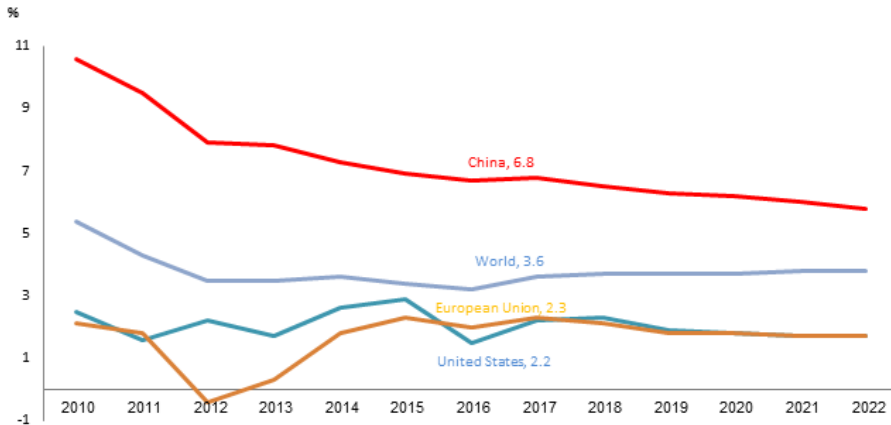


# דן אנד ברדסטריט תמונת מצב המשק

2017      סיכום שנת

2018      תחזית לשנת

## גרף 1: קצב הצמיחה בתוצר בכלכלות הגדולות



\* מקור: IMF ועיבודי דן אנד ברדסטריט

עיוותים קשים ביותר בכלכלה העולמית – ניפוח מחירי הנכסים, שמגדילים את אי השוויון באוכלוסייה וכלה במינוף עצום שבשנים הקרובות העולם יצטרך להתמודד איתו וככל שהריבית תעלה, זה יהפוך להיות קשה יותר. ולמרות זאת, מצב משקי הבית בכלכלות המפותחות (ארה"ב, יפן והכלכלות הגדולות במערב אירופה) טוב יותר מבעבר, עם רמות הכנסה עולות ורמת מינוף נמוכה יותר.

הראלי במחירי הנפט, שהחל במחצית השניה של השנה, הביא לעלייה שנתית

המס בארה"ב צפויה לחול בתחילת 2018 והיא תתרום לצמיחה במשק האמריקאי בטווח הקצר. הגידול בתוצר האמריקאי צפוי לתרום כ-20% (לעומת 17.5% ב-2017) מקצב הצמיחה העולמי בשנים הקרובות, כתוצאה מכך.

סביבת הריבית הנמוכה בעשור האחרון, הגבירה את היקף החובות בעולם. החוב הכולל בעולם נאמד היום בכ-220 טריליון \$, בעוד שהתוצר העולמי עומד על כ-75 טריליון \$, העולם חייב היום יותר מפי 3 ממה שהוא מייצר. הריביות האפסיות יוצרת

שנת 2017 היתה השנה הראשונה מזה עשור, שבה כל 20 הכלכלות הגדולות (G20) רשמו צמיחה חיובית בתוצר, גם אם במרביתן נרשמה צמיחה מתונה. קצב הצמיחה בתוצר העולמי בשנה זו הסתכם בכ-3.6%, לעומת 3.4% בשנה הקודמת. מנועי הצמיחה העיקריים שהניעו את הצמיחה העולמית בשנת 2017, היו עליית הערך של הנדל"ן בסין, השקעות הון מסיביות בתעשיית האנרגיה בארה"ב ועלייה במחירי הסחורות, שהביאה לצמיחה במדינות מוטות יצוא סחורות. אפשר לראות שמנועי הצמיחה האלו הם למעשה עליית ערך של נכסים, שהסיבה העיקרית לה היא הכסף הזול בעולם. כ-70% מהצמיחה העולמית השנה, נוצרה בכלכלות המתפתחות (Emerging Markets), לעומת כ-30% בכלכלות המפותחות (Developed Markets). תחזית הצמיחה של קרן המטבע הבינלאומית, בחמש השנים הקרובות, היא לקצב צמיחה עולמי של כ-3.8% בשנה, כאשר תרומתן של הכלכלות המפותחות לצמיחה תעלה על חשבון זו של הכלכלות המתפתחות.

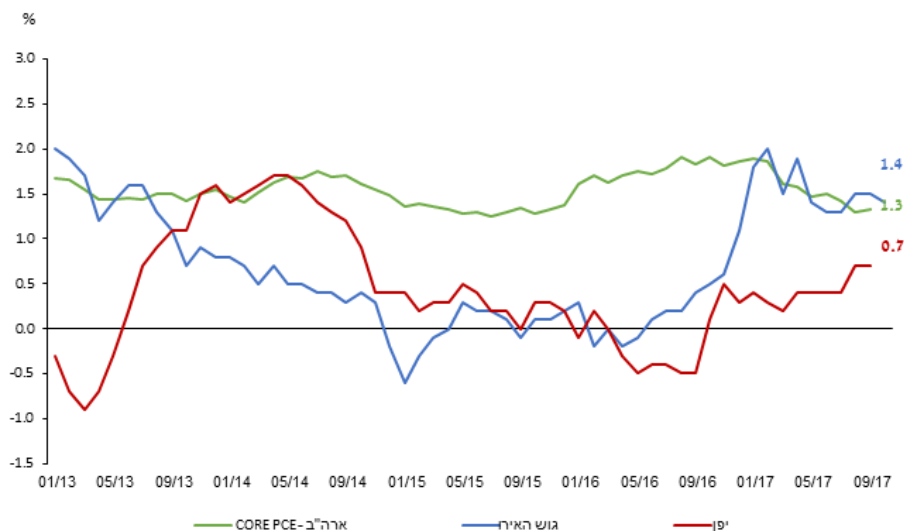
## גרף 2: התפתחות מחירי הסחורות ומחירי הנפט



\* מקור: IMF ועיבודי דן אנד ברדסטריט

מנועי הצמיחה של שנת 2017, צפויים להאט בשנת 2018, בעיקר בשל העובדה שקצב העלייה שלהם גבוה יותר מהביקושים בפועל. ההערכה הרווחת היא שבשנת 2018, העלייה במחירי האנרגיה ובמחירי הסחורות, צפויה להתמתן ואף לתקן כלפי מטה. אנו מעריכים שהתחזקות שוקי העבודה במדינות המפותחות יובילו לשיפור בשכר הריאלי וזאת תמשיך להאיץ את הצריכה הפרטית. הביקושים צפויים להוביל לעליות מתונות באינפלציה בכלכלות המפותחות. בנוסף, רפורמת

### גרף 3: התפתחות האינפלציה בכלכלות הגדולות



\* מקור: IMF ועיבודי דן אנד ברדסטריט

לשמור על קצב הצמיחה שלה מ-3 סיבות: גידול עצום בהיקף החובות; רמת המחירים הנמוכה של מחירי סחורות בארבע השנים האחרונות (בהשוואה לשנים קודמות), שמשפיעה על ההכנסות שלה מיצוא סחורות, ושינויים מביניים בכלכלה הסינית מכלכלה מוטת יצוא לכלכלה מבוססת מסחר ושירותים. הממשל הסיני רוצה לשמור על מעמד הביניים בסין מרוצה, ולכן חייב לטפל בהעלאת איכות החיים, משמע יותר כלכלת מסחר ושירותים.

לרכוש במחיר הנמוך ביותר שהוא יכול למצוא, כאשר תהליך השוואת המחירים השתנה - אם בעבר היה בעיקר בין חנויות פיזיות מקומיות, כיום הוא כולל השוואה גם מול חנויות וירטואליות. עלות הפעלת חנות פיזית גבוהה מעלות הפעלת חנות וירטואלית, וזה מונע מקמעונאים להעלות מחירים. באופן הזה, למחירים קשה לבטא את הביקושים האמתיים, כפי שקרה בעבר. בשנתיים הקרובות אנחנו נראה חזרה מסוימת לשיווי משקל, שבו ישנן עליות מחירים מתונות שנובעות משוקי עבודה חזקים יותר ומעלייה בשכר הריאלי. הביקושים יגדילו את הכנסות הממשלות וזה יאפשר להם להפחית את רמת החוב הציבורי שלהן, שעלה בעשור האחרון, בעקבות המשבר של 2008.

השילוב בין האטה בצמיחה בתוצר יחד עם העלייה ברמת החוב (שכבר היום נמצאת ברמות גבוהות מאוד ביחס לתוצר) במשק הסיני, הוא מדאיג ועלול לשנות את פני תחזיות הצמיחה באופן מהותי. סין מהווה כ-15% מהתוצר העולמי והיא מתקשה

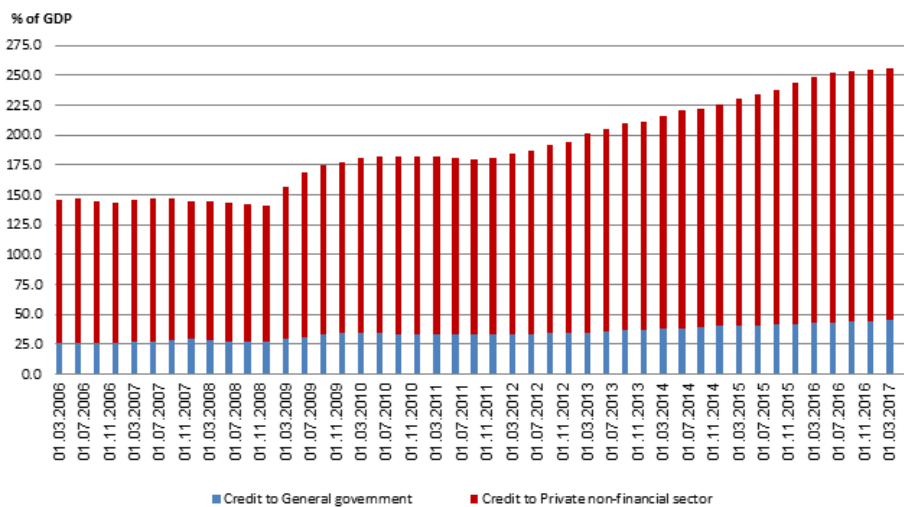
של כ-24% במחיר לחבית נפט, ואנו מעריכים שבשנת 2018, נראה עליה שנתית נוספת של 4%. המחיר הממוצע לחבית חבית נפט עמדה בשנת 2017 על \$53, וצפוי לעמוד על \$56 בשנת 2018. הראלי שהחל במחצית השניה של השנה, נבע מהסכם בין מדינות החברות OPEC ורוסיה לקצץ בייצור הנפט עד סוף 2018. סעודיה מתכננת להנפיק את חברת הנפט הממשלתית (סעודי ארמקו) ב-2018, ויש לה אינטרס להעלות את מחירי הנפט באופן משמעותי. לפי מגמת מחירי הנפט הנוכחית, החברה צפויה להגיע לשווי של 2 טריליון \$ בהנפקה. אותה הנפקה תאפשר לסעודים לגייס הון רב למימון רפורמות ענק במדינה ולהערכתנו, היא צפויה לשנות את פני האזור כולו מבחינה גיאופוליטית וכלכלית.

ביתר הסחורות, המחירים נעים לאורך השנה בטווח של ה-5% למטה ולמעלה, כאשר התנודות נובעות בין היתר מהמתאם למחירי האנרגיה, אבל לא נראה שהם משתנים כתוצאה משינויים משמעותיים בביקוש ריאלי לסחורות בעולם.

רמות האינפלציה במשקים הגדולים הן עדיין נמוכות ביחס ליעדים של הבנקים המרכזיים וביחס לצמיחה בפעילות הכלכלית. זו תופעה חדשה יחסית שמתקיימת בשנים האחרונות, שבה האינפלציה הופכת להיות מדד שפחות מבטא את התרחבות הביקושים. היחסים בין הביקוש וההיצע משתנים בעיקר בשל השינויים הטכנולוגיים. מצד אחד, עסקים עושים שימוש בטכנולוגיה לצורך שיפור היכולת התחרותית שלהם, ומצד שני, הצרכן עושה שימוש בטכנולוגיה, כדי

## 1.1 הכלכלה הסינית

### גרף 4: התפתחות החוב במשק הסיני

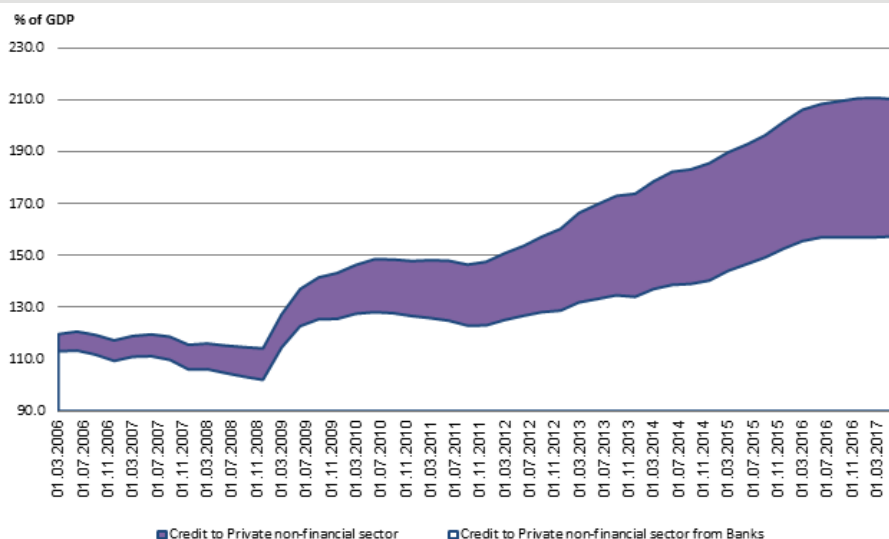


\* מקור: BIS ועיבודי דן אנד ברדסטריט

הוודאות סביב הנושא הופכת לאי וודאות סביב הצמיחה הגלובלית.

למגזר הפרטי מגיע ממלווים שאינם המערכת הבנקאית או מגופים מוסדיים, אלא ממלווים חוץ בנקאיים שרמת הפיקוח עליהם נמוכה. באופן הזה, לא ניתן להבין מה הרכב ואיכות תיק האשראי שלהם. כשלי פרעון גדולים במגזר הפרטי בסין, עלולים להכניס את המשק הסיני למשבר חוב, שישיע מהותית על קצב הצמיחה, וכאשר לא ניתן לכמת את הרכב ואיכות תיק האשראי במגזר הפרטי בסין, אי

### גרף 5: חלקה של בנקאות הצללים בסין, בתיק האשראי, גדל לממדים עצומים



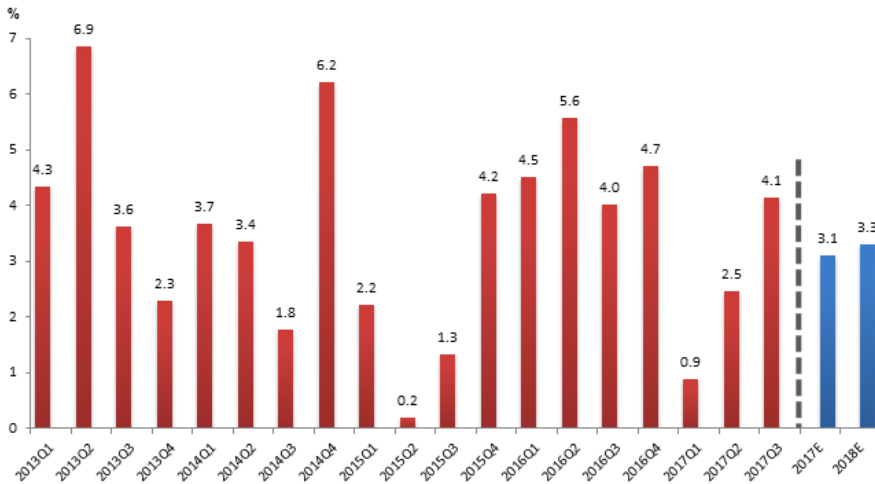
\* מקור: BIS ועיבודי דן אנד ברדסטריט

החוב הסיני מצוי בכמה מוקדי כלכלה: המוקד הראשון הוא החוב של החברות הסיניות, שמאז המשבר הפיננסי רק מטפס. מה החברות הסיניות קונות עם החובות שהן מגייסות? הן בעיקר רוכשות נכסים לא יצרניים בעולם, כגון נדל"ן וסחורות וזו גם הסיבה שהגידול בחוב שלהן לא תומך בצמיחה. אגב בהשוואה לכלכלות הגדולות האחרות, החברות הסיניות הן היחידות שהתמנפו בשנים האחרונות. במרבית המדינות המפותחות, חוב החברות ביחס לתוצר פחת או נשאר יציב. מוקד החוב השני הוא חוב משקי הבית בסין. חוב משקי הבית בסין עומד רק על 40% תוצר, אבל אם לוקחים בחשבון שמעמד הביניים בסין מהווה כ-20% מהאוכלוסייה, אז ניתן לומר שמשקי הבית בסין בהחלט ממונפים. בשנים האחרונות היו כתריסר הפחתות ריבית בסין שנועדו להגדיל את הצריכה הפרטית ולעודד את מעמד הביניים להזרים כספים לשוק ההון. במצב של ירידות חדות בשוק ההון הסיני, החוב של משקי הבית הופך להיות בסיכון וההשלכות על הצמיחה יכולות להיות קשות. בכל פעם שיש ירידות חדות בשוק ההון הסיני, העולם מתחיל לדאוג בדיוק מהסיבה הזו. המשקיעים הסינים בונים על זה שבמקרה של ירידות בשוק ההון, הממשל הסיני יגביל אותן ויגן על כספי המשקיעים. כלומר הוא יזרים ביקושים לשוק ההון ויימנע ירידות חדות וראינו את זה קורה כבר פעמיים בשלוש השנים האחרונות, אבל צריך לקוות שנמשיך לראות תמיכה כזו.

מעבר לעלייה המטאורית בהתפתחות החוב הפרטי בסין, תמהיל המלווים השתנה באופן מהותי. מרכיב גדול מאוד באשראי

## 2. המשק הישראלי – כלכלה ח(ר)סינה?

גרף 6: צמיחת התוצר במשק



\* מקור: הלמ"ס ועיבודי דן אנד ברדסטריט

לעלייה מסוימת בהוצאות על דיור, לא חל שינוי מהותי ברמת ההוצאות, ולכן ניתן לראות שההכנסה הפנויה של משקי הבית ויכולת ההחזר שלהם השתפרה.

הצמיחה בתוצר בשנים האחרונות, מקורה בעיקר בעלייה בצריכה הפרטית. הביקושים הערים בשוק הנדל"ן למגורים והגידול בהתחלות הבניה, תרמו משמעותית לעלייה בתוצר. להערכתנו, שוק הנדל"ן תרם באופן ישיר ועקיף כ-35% מקצב הצמיחה בתוצר בשנת 2017.

העלייה בשכר הריאלי בשנה האחרונה, הושפעה בין היתר מהעלאת שכר המינימום במשק, אך לא פחות, התחזקה המגמה שאנחנו נמצאים בשוק של מועסקים. המחסור בכח אדם בתחומים רוחביים מתחילה לייצר לחצים להעלאת שכר, וכשאנחנו מחברים את זה לביקושים החזקים בשוק המקומי, אנו מעריכים שבשנת 2018, נראה עלייה חיובית בשכר הריאלי במשק.

העלייה בהכנסות הממשלה, שמאפשרת

שההוצאות הציבוריות עלו מעבר לתקציב, ההכנסות ממסים גבוהות משמעותית ביחס להערכות בתחילת השנה, החוב החיצוני הציבורי ממשיך לרדת, המשק בתעסוקה מלאה, השכר הריאלי עולה (ולא רק בגלל העלייה בשכר המינימום) וההכנסה הפנויה של משקי הבית עולה. לעומת זאת, האם ניתן להעריך שהשיפור בנתונים המאקרו כלכליים מבטא את השיפור במצב העסקים במשק? בהמשך הסקירה, ננתח את המצב העסקים במשק, בהרחבה.

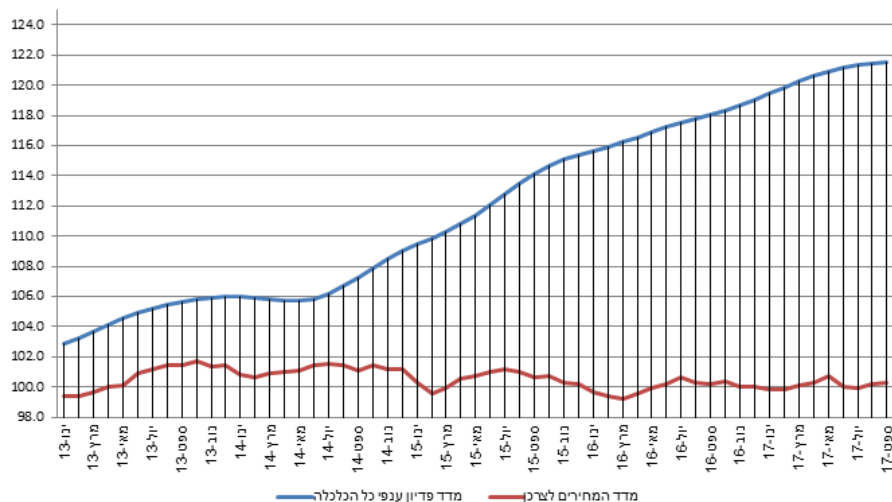
ריבית בנק ישראל הנמוכה, תומכת בהמשך התרחבות הביקושים המקומיים למסחר ושירותים ואלו מניעים את שיעור המועסקים במשק כלפי מעלה. שוק העבודה המשיך להתחזק השנה, ומספר המשרות הפנויות ממשיך לעלות. שיעור האבטלה הנמוך, מייצר מחסור בכח אדם בכל המשק, ועסקים חווים בעיות באיתור וגיוס עובדים חדשים. התהליכים הללו מניעים את השכר הריאלי במשק כלפי מעלה ואת ההכנסות של משקי הבית. בצד ההוצאות של משקי הבית, מעבר

הסיפור הגדול ביותר במשק הישראלי השנה הוא הגידול העצום בהכנסות המדינה ממסים, הרבה מעבר להערכות של משרד האוצר. מרבית עודפי הגביה נובעת מהכנסות חד פעמיות, ואינן מבוססות על התרחבות ריאלית גדולה יותר מהצפוי במשק. הגידול בהכנסות הממשלה מאפשר לה להגדיל את ההוצאה האזרחית מהתקציב ובכך לצמצם את אי השוויון באוכלוסייה, שגדל בשנים האחרונות כתוצאה מעליית ערך הנכסים.

**הסיפור הגדול ביותר במגזר העסקי השנה הוא ההאטה בשוק הנדל"ן למגורים.** שוק הנדל"ן היה אחראי, להערכתנו, באופן ישיר ועקיף לכ-1.2% מהצמיחה השנתית, כלומר הוא אחד ממנוע הצמיחה המשמעותיים כיום. ההאטה בשוק הנדל"ן משפיעה על ענפים רבים במשק, החל מנותני שירותים בפרויקטי בינוי וכלה בספקי ריהוט, מטבחים ומוצרי חשמל. בחודשים האחרונים היקף העסקאות הוא נמוך באופן משמעותי ממה שהורגלנו אליו בשנים האחרונות, אך רמת המחירים לא פחתה ואף עלתה מעט בחלק מהאזורים. התחלות הבניה פחתו בשנה האחרונה, בגלל שינויים בעקומת הביקוש, שהאטו את הביקוש בשוק החופשי בטווח הקצר.

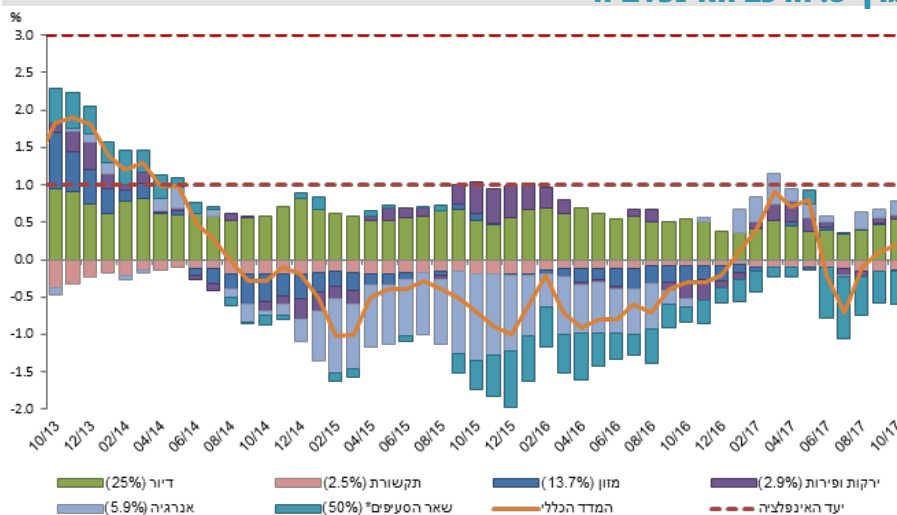
**ולמרות זאת, אי אפשר שלא להתפעל מהמצב הכלכלי הנוכחי במשק הישראלי. מהסתכלות על הנתונים המאקרו כלכליים, המשק הישראלי נמצא במצב הטוב ביותר שהיה בו מאז קום המדינה.** הגרעון המצטבר בתקציב השנתי צפוי להיות הנמוך ביותר מזה כעשור וביחס להערכות בתחילת השנה, וזאת למרות

## גרף 7: פדיון כל ענפי הכלכלה והאינפלציה



\* מקור: הלמ"ס ועיבודי דן אנד ברדסטריט

## גרף 8: הרכב האינפלציה



\* מקור: הלמ"ס ועיבודי דן אנד ברדסטריט

10.5 אלף מועסקים). בענף הלוגיסטיקה, מספר המועסקים עומד על כ-138 אלף, ובשנת 2017, מספר המועסקים גדל בכ-3% (כ-4.1 אלף מועסקים). בענף בתי קפה ומסעדות, מספר המועסקים עומד על כ-233 אלף, ובשנת 2017, מספר המועסקים גדל בכ-3.3% (כ-7.6 אלף מועסקים). בענפי ההיי-טק (ללא תעשייה עילית), מספר המועסקים עומד על כ-172 אלף, ובשנת 2017, מספר המועסקים

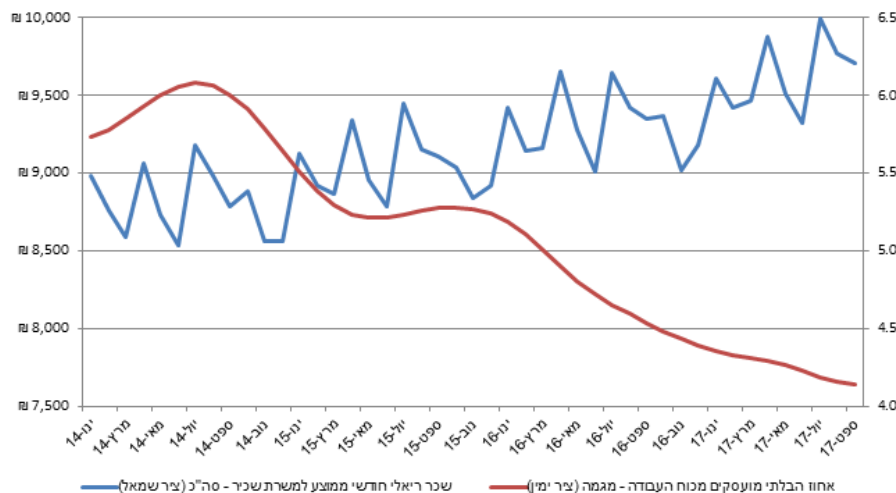
חלה ירידה של 0.4 אלף מועסקים. בענף הבניה, מספר המועסקים עומד על כ-189 אלף, ובשנת 2017, מספר המועסקים גדל בכ-2.95% (כ-5.5 אלף מועסקים). בענפי המסחר הסיטוני, מספר המועסקים עומד על כ-427 אלף, ובשנת 2017, מספר המועסקים גדל בכ-0.7% (כ-3.2 אלף מועסקים). בענפי הקמעונאות, מספר המועסקים עומד על כ-604 אלף, ובשנת 2017, מספר המועסקים גדל בכ-1.7% (כ-

גידול בהוצאות האזרחיות ובעיקר לשכבות החלשות, יחד עם העלאה בשכר המינימום, שוק עבודה חזק, אינפלציה נמוכה וריבית נמוכה, מאפשרים את שיפור היכולת הכלכלית של משקי הבית.

הפדיון המצרפי של העסקים במשק המשיך לעלות בתשעת החודשים הראשונים של 2017, אם כי לא בקצב העלייה של השנתיים שלפני כן, בעיקר בשל ההאטה בשוק הנדל"ן למגורים, שמשפיע על ענפי מסחר ושירותים רבים. העלייה בפדיון המצרפי נובעת בעיקר מהמשך עלייה בהיקף הצריכה הפרטית של משקי הבית, בענפי המסחר והשירותים, אם כי בקצב נמוך יותר. למרות עלייה של כ-15% בשלוש השנים האחרונות למדידה (ספט' 2014 עד ספט' 2017), בפדיונות העסקים, רמות המחרים פחתו בתקופה הזו.

התרחבות ענפי המסחר והשירותים, ממשיכה לשמש מנוע להגברת החוסן של שוק העבודה. בכל ענפי המסחר והשירותים ניתן לראות גידול במשרת השכיר. להערכתנו, מספר משרות השכיר הסתכם ב-3,630 אלף משרות, זהו גידול של כ-83 אלף משרות שכיר בשנת 2017. אנחנו נמצאים במצב של אבטלה חיכוכית, שבו מספר המשרות הפנויות נמצא במגמת עלייה עקבית והקושי באיתור וגיוס עובדים הופך קשה יותר. בענפי התעשייה, מספר המועסקים עומד על כ-350 אלף, ובשנת 2017 מספר המועסקים גדל בכ-1.1% (3.8 אלף מועסקים). היצרנים שהגדילו את מספר המועסקים שלהם הם יצרני מזון ומשקאות ויצרני רכיבים אלקטרוניים וציוד תקשורת. בתעשיות המסורתיות

## גרף 9: ירידה בשיעור האבטלה ועלייה בשכר הריאלי



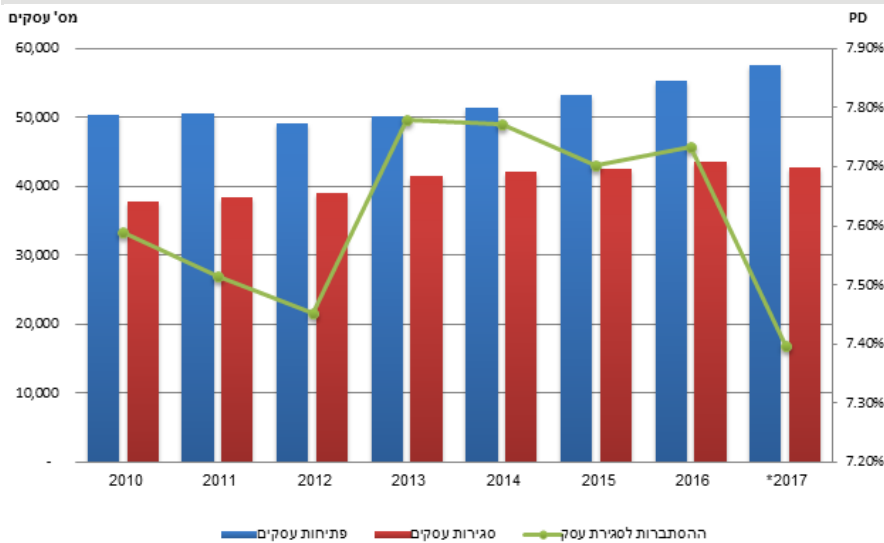
\* מקור: הלמ"ט ועיבודי דן אנד ברדסטריט

גדל בכ-3.9% (כ-6.8 אלף מועסקים). להערכתנו, מספר המועסקים בענפי ההיי-טק בשנים הקרובות ייצמח בקצב מהיר יותר, הודות להתאמות ולפוקוס שמערכת החינוך נותנת בהכשרת תלמידים למסלולים ריאליים. ההיי-טק בעולם הופך בשנים האחרונות, להיות הרבה יותר משמעותי מרק ענף כלכלי עבור מדינות, אלא הוא הופך להיות מרכיב חשוב מאוד בבניית הכוח המדינתי. במגזר הציבורי, מספר המועסקים עומד על כ-1,093 אלף, ובשנת 2017, מספר המועסקים גדל בכ-3.4% (כ-6.8 אלף מועסקים).

הירידה בשיעור האבטלה לרמתה הנמוכה ביותר מאז ומעולם, העלייה במספר המשרות הפנויות והקושי באיתור וגיוס כוח אדם, יוצרים לחצים על השכר הריאלי, כלפי מעלה. ב-3 השנים האחרונות, חלה עלייה ממוצעת של כ-1,000 ₪ בשכר הריאלי במשק, זה גידול של כ-11% בכל התקופה, וגידול של קרוב ל-4% בכל שנה. להערכתנו, השכר הריאלי ימשיך לעלות בקצב של כ-4% בשנת 2018, כתוצאה מהמשך המגמות הללו.

## 2.1 התפתחויות במבנה המשק ופעילותו

### גרף 10: פתיחות וסגירות עסקים, והסתברות לכשל פיננסי במשק



\* מקור: הלמ"ס ועיבודי דן אנד ברדסטריט

מספר העסקים שנפתחו בשנת 2017 עמד על מספר שיא של כ-57,600 עסקים, בעוד שמספר העסקים שנסגרו עמד על כ-42,700. תוספת העסקים נטו למשק הגיעה לרמת שיא של 14,900 עסקים. הגידול במספר העסקים שנפתחו מבטא את רמת הביקושים המקומיים הגבוהה, והקיטון במספר העסקים שנסגרו מבטא את הירידה בהסתברות לכשל פרעון במשק. הגידול בביקושים בענפי המסחר והשירותים, בשילוב הנגישות הגוברת למימון, מאפשר את הגדלת תוספת העסקים נטו בשנים האחרונות, ואת הירידה בהסתברות לכשל פיננסי לרמת שפל.

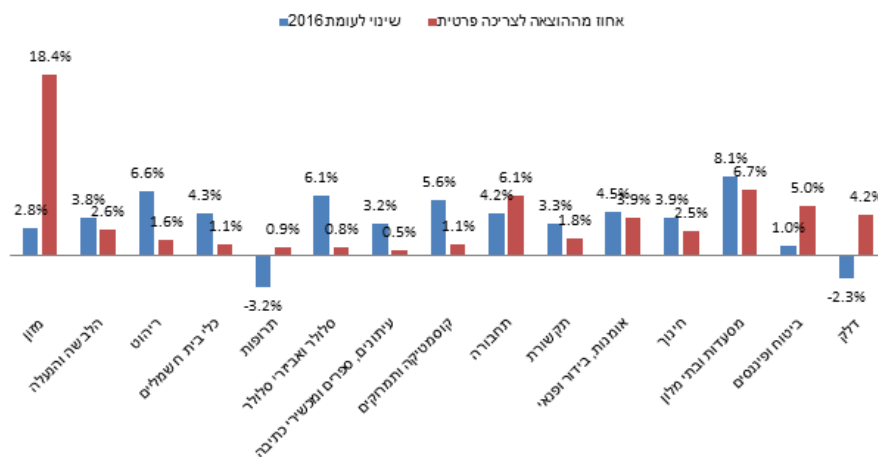
### טבלה 1: התפלגות העסקים לפי סקטור ומספר מועסקים

סקטור	ללא מועסקים	1-4	5-19	20-100	+100	סה"כ	אחוז מכלל העסקים
חקלאות	7,143	4,584	2,322	785	76	14,910	2.6%
בניה	24,133	27,289	9,282	1,430	123	62,257	10.8%
תעשייה	8,480	8,372	4,486	2,126	607	24,071	4.2%
מסחר	38,658	40,779	14,408	3,180	454	97,479	16.8%
שירותים	218,709	117,252	32,309	10,705	2,724	381,699	65.6%
סה"כ	297,123	198,276	62,807	18,226	3,984	580,416	100%

\* מקור: דן אנד ברדסטריט

חלקם של העסקים בענפי התעשייה, מסך העסקים במשק, ממשיך לרדת, בגלל שהתוספת נטו של עסקים תעשייתיים היא נמוכה מאוד ובגלל שתוספת העסקים נטו בענפי המסחר והשירותים עולה בקצב גבוה. 82.4% מכלל העסקים הם מענפי המסחר והשירותים, זהו גידול של 0.3% לעומת שנה קודמת. מספר החברות שנוספו בענף הבניה עמד על כ-1,700 (תוספת נטו).

### גרף 11: שינוי בהיקף הפדיונות בענפים נבחרים וחלקם בהוצאות משק הבית



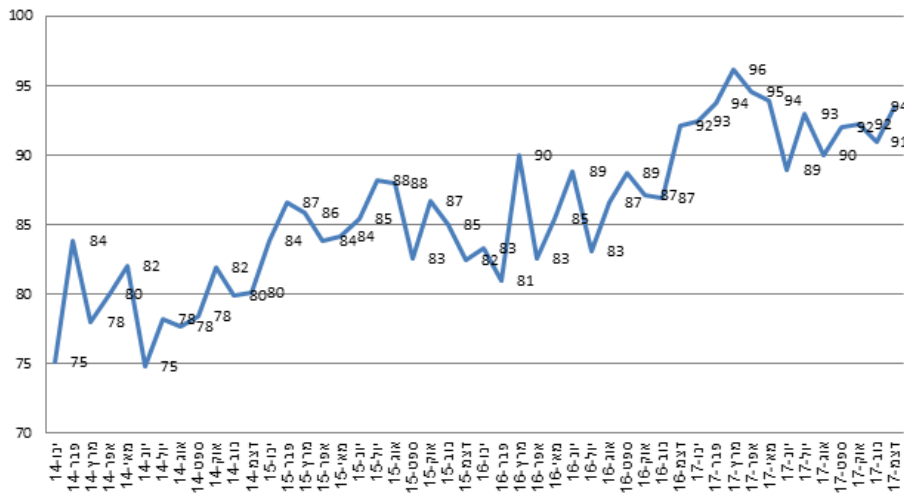
\* מקור: דן אנד ברדסטריט

במרבית הענפים חלה עלייה בפדיונות, אמנם רק בחלק מהם חל גידול ריאלי (בנטרול קצב הגידול באוכלוסייה). בענף הדלקים וענף בתי המרחק חלה ירידה בהיקף הפדיונות לעומת השנה הקודמת, כאשר הקיטון נובע מירידות מחירים ולא מירידה כמותית. עלייה משמעותית בהיקף הפדיונות נרשמה בענף בתי הקפה והמסעדות, כאשר העלייה נבעה משילוב של ביקושים מוגברים ועלייה בעלויות ההפעלה (עלייה בהוצאות שכר ומזון).



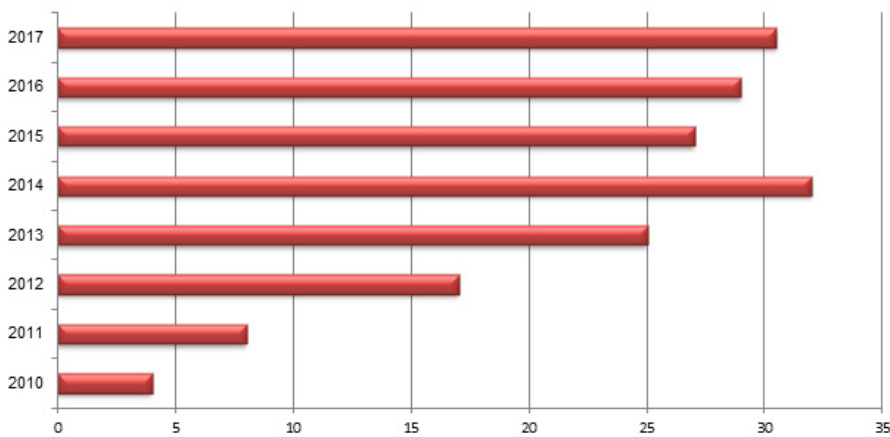
## 2.1.1 מוסר התשלומים במשק

### גרף 12: התפתחות ימי האשראי במשק



\* מקור: דן אנד ברדסטריט

### גרף 13: התפתחות עומק הפיגור הממוצע



\* מקור: דן אנד ברדסטריט

(למעט 2014), עם 31 ימי פיגור מינואר עד דצמבר 2017. הסכום הממוצע של עסק בפיגור בשנת 2017, נאמד בכ-27.1 אלף ₪ לעומת 26.7 אלף ₪ בשנת 2016.

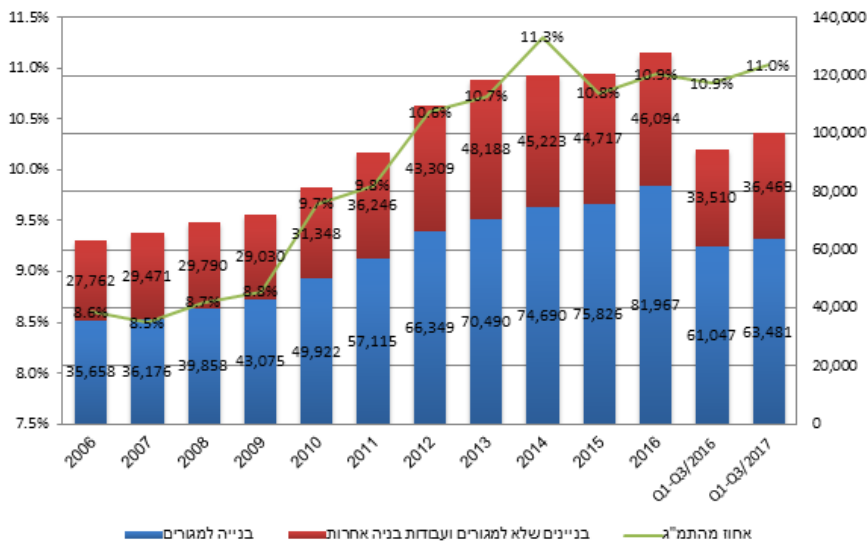
התפתחות ימי האשראי במשק בשנים האחרונות מעיבה על היכולת של עסקים לשרוד, גם היום כ-20% מהעסקים שנסגרים, נסגרים כתוצאה מקשיים תזרימיים. התלות הגבוהה בעיתוי התקבולים מלקוחות עלולה ליצור כשל פיננסי, שקשה להשתקם ממנו. בשנים 2015 ו-2016 ימי האשראי הממוצעים עמדו על 87 יום, אך מתחילת השנה חלה התארכות חריגה בימי האשראי, שהגיעו במרץ לשיא של 96 יום. מאז חלה התמתנות בעליית ימי האשראי, אך לקראת סוף השנה, החל שוב לטפס והגיע ל-94 יום. כתבנו בעבר שלהערכתנו ההשפעה של חוק מוסר תשלומים על ימי האשראי הממוצעים במשק תהיה נמוכה באופן יחסי: חוק מוסר תשלומים החל להיות מיושם בפועל בחודש יולי בקרב רשויות מדינה ומשרדי ממשלה, ובחודש אוגוסט בקרב הרשויות המקומיות. להערכתנו, היקף אשראי הספקים בישראל נאמד בכ-450 מיליארד ₪. הרכש הלוגיסטי של משרדי הממשלה נאמד בכ-25 מיליארד ₪, כאשר כ-85% מההזמנות הן בסכומים נמוכים מ-50 אלף ₪, אבל הסכום הכולל שלהם מהווה רק כ-3% מסך הרכש הלוגיסטי של משרדי הממשלה. הרכש ברשויות המקומיות נאמד בכ-40 מיליארד ₪, כאשר חלקו עובר לפיתוח תשתיות. ביחס להיקף אשראי הספקים במשק, חלקה של המדינה עומד להערכתנו על כ-10% מסך אשראי הספקים במשק ולכן ההשפעה של חוק מוסר תשלומים צפויה להיות נמוכה באופן יחסי, על ימי האשראי במשק.

התפתחות עומק הפיגור הממוצע הינה במגמת הרעה, בהשוואה לשנים האחרונות

## 2.2 סקטורים

### 2.2.1 נדל"ן למגורים

#### גרף 14: השקעה בבנייה וחלקה מהתוצר



\* מקור: הלמ"ס ועיבודי דן אנד ברדסטריט

מוגברים, האיתנות הפיננסית של חלק גדול מקבלני הביצוע והרווחיות שלהם נשחקה עד כדי כך שהפכה לנמוכה מאוד או שלילית. ע"פ מאגר דן אנד ברדסטריט, יש היום בישראל 12,219 קבלנים, מתוכם 11,350 הם קבלנים רשומים. כ-21.5% מהקבלנים מצויים ברמת סיכון גבוהה. בשנת 2017 נכנסו 463 קבלנים לקשיים, זהו קיטון של כ-14% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. בשנים 2015 ו-2016 היו שנים קשות שבהן קרסו 63 קבלני ביצוע בינוניים-גדולים. **בשנת 2017 נכנסו 13 קבלני ביצוע בינוניים-גדולים לקשיים ואנחנו מעריכים שהירידה נובעת מתמחורים טובים יותר של פרויקטי ביצוע, ומהתארכות ימי האשראי מול ספקים.**

בשנתיים האחרונה חלה התארכות בימי האשראי בענף, והיא נבעה מהמשך הירידה של קבלני ביצוע בנגישות למימון מהבנקים, ועליה בהסתמכות על אשראי מספקים. למרות ההתארכות בימי האשראי, מתחילת השנה, אנחנו מזהים יציבות יחסית בימי האשראי, וזו

אחרים מאשר הבנקים. כאשר הריבית על המשכנתאות עולה, היא משפיעה על ההחזר החודשי של המשכנתא ומפחיתה את התשואה על שכירות (למשקיעים) והיא מפחיתה את יכולת ההחזר של משפרי דיור. הריבית על המשכנתאות הגיעה במרץ 2017, לשיא של 9 שנים. מיוני 2015 ועד מרץ 2017, ההחזר החודשי עלה בין 15% ל-20% במשכנתא ממוצעת, ואם אנחנו מוסיפים לזה את העלייה במחירי הדיור בתקופה הזו, ההחזר החודשי עלה אף יותר, וזה משאיר את המשקיעים ואת משפרי הדיור על הגדר. מחדש אפריל 2017, חלה מגמת ירידה בריבית הממוצעת על המשכנתאות, בעיקר בשל ההתקררות המשמעותית בשוק המשכנתאות, ולמרות מגמת הירידה, הריבית הממוצעת כיום היא הגבוהה ביותר מאז מאי 2009.

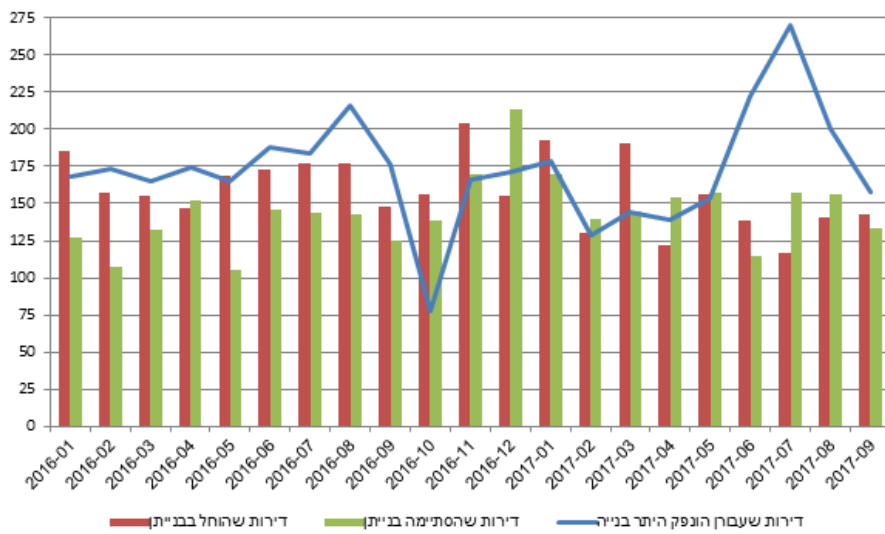
הסיפור הכי פחות זוהר של ענף הנדל"ן בשנים האחרונות, הוא מצבם של קבלני הביצוע. דווקא בשנים שבהן השוק חווה (עד השנה) גידול בהתחלות בניה וביקושים

מתחילת העשור, היקף ההשקעות בבנייה נמצא במגמת עלייה ובשנים האחרונות הוא מהווה כ-11% מהתוצר המקומי הגולמי. הגידול בבנייה למגורים האיצה בשנים האחרונות גם את הבנייה שלא למגורים, בין היתר מבני ציבור ותשתיות. להערכתנו, שוק הנדל"ן היה אחראי באופן ישיר ועקיף לכ-1.2% מהצמיחה בשנת 2016, כלומר הוא אחד ממנוע הצמיחה המשמעותיים בתקופה האחרונה.

מאז מחיר למשתכן, יש לנו שני שוקי נדל"ן למגורים - שוק הדיור החופשי ושוק הדיור במחיר למשתכן. שוק הדיור החופשי סובל היום מהאטת ביקושים בקרב משקיעים ובקרב זוגות צעירים, שחלק משמעותי מהם עבר לתכנית מחיר למשתכן, וזה הביא למצב שאי הוודאות בשוק הדיור החופשי היום היא הגבוהה ביותר בשנים האחרונות, הרבה יותר מתקופת מע"מ אפס או תקופות קודמות אחרות. שוק הדיור במחיר למשתכן מחזיק ביקושים גבוהים בזכות פערי מחיר לטובתו, אבל הוא מספק פתרון חלקי לחלק מהביקושים, ואנחנו לא יודעים לומר אם שני השווקים האלו יאזנו אחד את השני, או שאחד יכריע את השני.

עד לרגע זה, הממשלה לא הצליחה לפתור את בעיות ההיצע. גם השנה לא ראינו קיצור משמעותי במשך זמן התכנון, ומעבר לסחבת בוועדות, משך הבנייה ממשיך להיות ארוך מאוד - מרגע קבלת היתר ועד מסירה יכול לעבור 4 שנים. בתנאים הנוכחיים אנחנו מעריכים שהשוק המקומי לא יכול להגדיל את התחלות הבניה להרבה מעבר ל-60,000 בשנה. מי שהשפיע לא פחות מהממשלה בצינון משקיעים ומשפרי דיור, הם לא

## גרף 15: התחלות בניה, מסירות והיתרי בניה



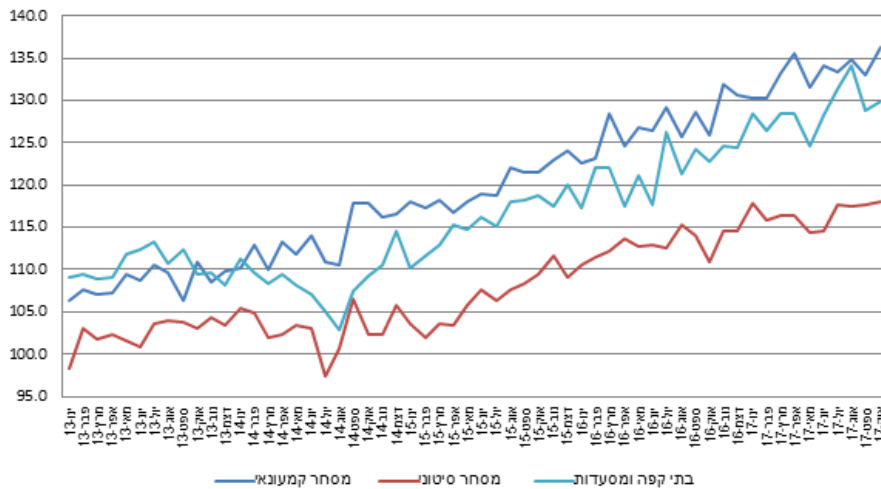
\* מקור: הלמ"ס ועיבודי דן אנד ברדסטריט

לתכנית מחיר למשתכן יש מטרה חברתית שאי אפשר להתווכח איתה וזה לאפשר לזוגות צעירים לקנות דירה, אבל המתמטיקה לא מסתדרת. עד עכשיו רשומים במחיר למשתכן יותר מ-117 אלף משקי בית, מתוכם, יש להערכתנו כ-80 אלף זוגות צעירים. בפועל הסתיימו הגרלות רק לכ-35 אלף יחידות דיור, כלומר רק 30% מהזכאים זכו בהגרלות, ואותו רבע שזכה ייראה דירה עוד 4 שנים במוצק, תוך שהם ישלמו שכירות בתקופה הזו. אבל יש עוד כ-55 אלף זוגות צעירים שמתחננים כל שנה, בצורה הזו מחיר למשתכן לא יכול להיות פתרון יחיד כי הוא לעולם לא יסגור את הפער. הסיכוי עבור זוגות צעירים לזכות בדירה, שגם ככה הוא נמוך היום באזורי הביקוש, יילך ויירד בשנים הקרובות אם קצב השיווק יהיה כמו שהיה עד עכשיו, ואם יכניסו את משפרי הדיור לזכאות באזורי ביקוש, הסיכוי יירד עוד יותר.

אינדיקציה נוספת ליציבות יותר טובה אצל קבלני ביצוע, לעומת שנים קודמות. התפתחות ימי האשראי בענף הבניה מצביעה על התארכות החל מהרבעון הראשון של 2016. מתחילת 2016 התארכו ימי האשראי בענף מש-77 ל-85+. ההתארכות בימי האשראי נבעה מהמשך הירידה של קבלני ביצוע, בנגישות למימון מהבנקים, ועליה בהסתמכות על אשראי מספקים. החל משנת 2017, אנחנו מזהים יציבות יחסית בימי האשראי, זו אינדיקציה נוספת ליציבות גבוהה יותר בקרב קבלני ביצוע, לעומת השנים הקודמות.

בעקבות האטה בהתחלות בניה בשוק החופשי, נכנסו קבלנים רבים לתחום ההתחדשות העירונית, מבלי שיש להם את הניסיון המתאים לביצוע פרויקטים. ניגשים לפרויקטים האלו יזמים שיש להם זרוע ביצוע, כך שקבלני ביצוע בינוניים יכולים להימצא בבעיית צבר עבודות כתוצאה מזה. מאז מחיר למשתכן, יש לנו שני שוקי נדל"ן למגורים - שוק הדיור החופשי ושוק הדיור במחיר למשתכן. שוק הדיור החופשי סובל היום מהאטת ביקושים בקרב משקיעים ובקרב זוגות צעירים, שחלק משמעותי מהם עבר לתכנית מחיר למשתכן. המצב הזה הביא לכך שאי הוודאות בשוק הדיור החופשי היום היא הגבוהה ביותר בשנים האחרונות, הרבה יותר מתקופת מע"מ אפס או תקופות קודמות אחרות. שוק הדיור במחיר למשתכן מחזיק ביקושים גבוהים בזכות פערי מחיר לטובתו, אבל הוא מספק פתרון חלקי לחלק מהביקושים, ואנחנו לא יודעים לומר אם שני השווקים האלו יאזנו אחד את השני, או שאחד יכריע את השני.

גרף 16: פדיונות בענפי המסחר



\* מקור: הלמ"ס ועיבודי דן אנד ברדסטריט

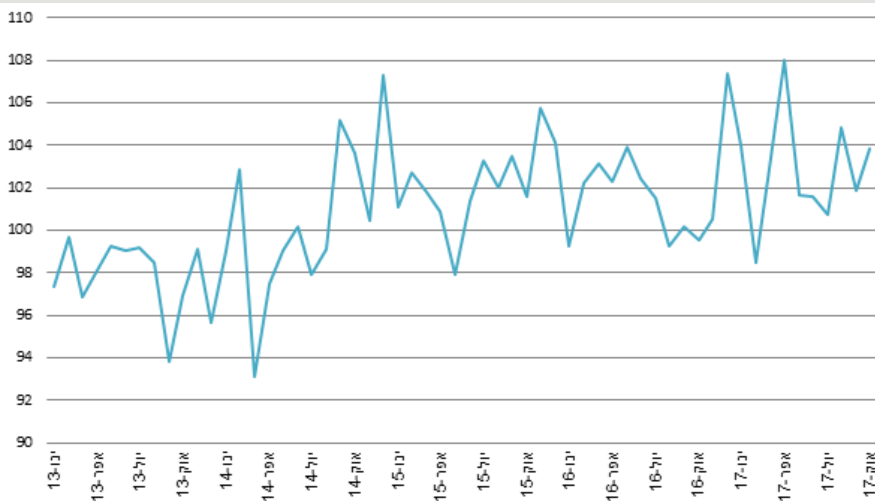
בשנת 2018, נתחיל לראות את ענפי הקמעונאות משתנים ומתאימים את עצמם להתפתחות הסחר האלקטרוני ולשינויים בטעמים של הצרכנים. עלות הפעלת חנות פיזית היא גבוהה יותר מעלות הפעלת חנות וירטואלית, והמגמה הזו אף התעצמה בשנה האחרונה, עם העליה בשכר המינימום והמחסור באיתור וגיוס עובדים. בשנים הקרובות, נתחיל לראות מגמה גלובלית שתנסה להפחית את פער העלויות בין קמעונאות פיזית לוירטואלית, אך עד שזה יקרה, תמהיל השוכרים במרכזים מסחריים יחל להשתנות, כאשר בתי קפה ומסעדות, ובתי קולנוע, יתפסו שטחי מסחר גדולים יותר. הלחצים על מוצרי צריכה בני קיימה, ימשיכו, כתוצאה מהגידול בסחר האלקטרוני וגם כתוצאה מההאטה הנצפית בשוק הדיור החופשי.

כ-97 אלף עסקים במשק פועלים בענפי המסחר, כאשר מרביתם (כ-80 אלף מהם) הם עסקים זעירים שאינם מעסיקים עובדים או שמעסיקים עד 4 עובדים. בשנתיים האחרונות קיימת מגמת התרחבות בקרב עסקים זעירים וקטנים בענפי המסחר הקמעוני, לאורך התקופה אנחנו מזהים גידול בפדיונות והתרומה שלהם להגדלת מספר המועסקים במשק היא משמעותית יותר מעסקים גדולים בענפי המסחר. המנוע העיקרי לגידול בפדיונות הוא שוק העבודה החזק, שמדרבן את עליית ההכנסה למשק בית ואת ההכנסה הפנויה שלו. מהעבר השני, עלות שכר העבודה עלתה, מבלי שחלה עליית מחירים ולכן לא חל שיפור מהותי במרווחים.

באופן כללי, רמת הסיכון בענפי המסחר לא השתנתה מהותית, בגלל קושי להעלות מחירים, אך מניתוח העסקים בענפי המסחר, ניתן להבחין בהבדל מהותי ברמת הסיכון בעיקר שנובע משלושה מאפיינים מרכזיים: יתרון לגודל, אופי המוצרים הנמכרים (מוצר בסיסי, בר קיימא למחצה או בר קיימא) והמקטע הפעילות (סיטונות או קמעונאות). התפתחות המטרד' המסחרי, עלויות השכירות למ"ר, העלייה בשכר המינימום ובשכר הריאלי, המחסור בעובדים, הגידול ברכישות און-ליין ושינויים בהתנהגות הצרכן - כל אלו ימשיכו להעיב על המרווחים בענפי המסחר גם השנה. דרכי ההתמודדות האפשריות עם האתגרים הללו הן שילוב ערוצי שיווק טכנולוגיים, שילוב מרכיב סיטוני וקמעוני בפעילות השוטפת ויעילות תפעולית גבוהה.

## 2.2.3 תעשייה

גרף 17: פדיון ענפי התעשייה



\* מקור: הלמ"ט ועיבודי דן אנד ברדסטריט

העסקים בענפי התעשייה מהווים 4.2% ממספר העסקים במשק בלבד, אך הם מהווים כ-17% מהפדיון המצרפי במשק והם מעסקים כ-10% מכוח העבודה בישראל. בעקבות הצמיחה בפדיונות בענפי המסחר והשירותים, חלקה של התעשייה בפדיון הכולל פוחת. תרומת התעשייה המקומית לקצב הצמיחה בתוצר היתה שלילית בשנים האחרונות, בגלל גורמים מאקרו כלכליים שהעיבו על היתרון התחרותי שלה.

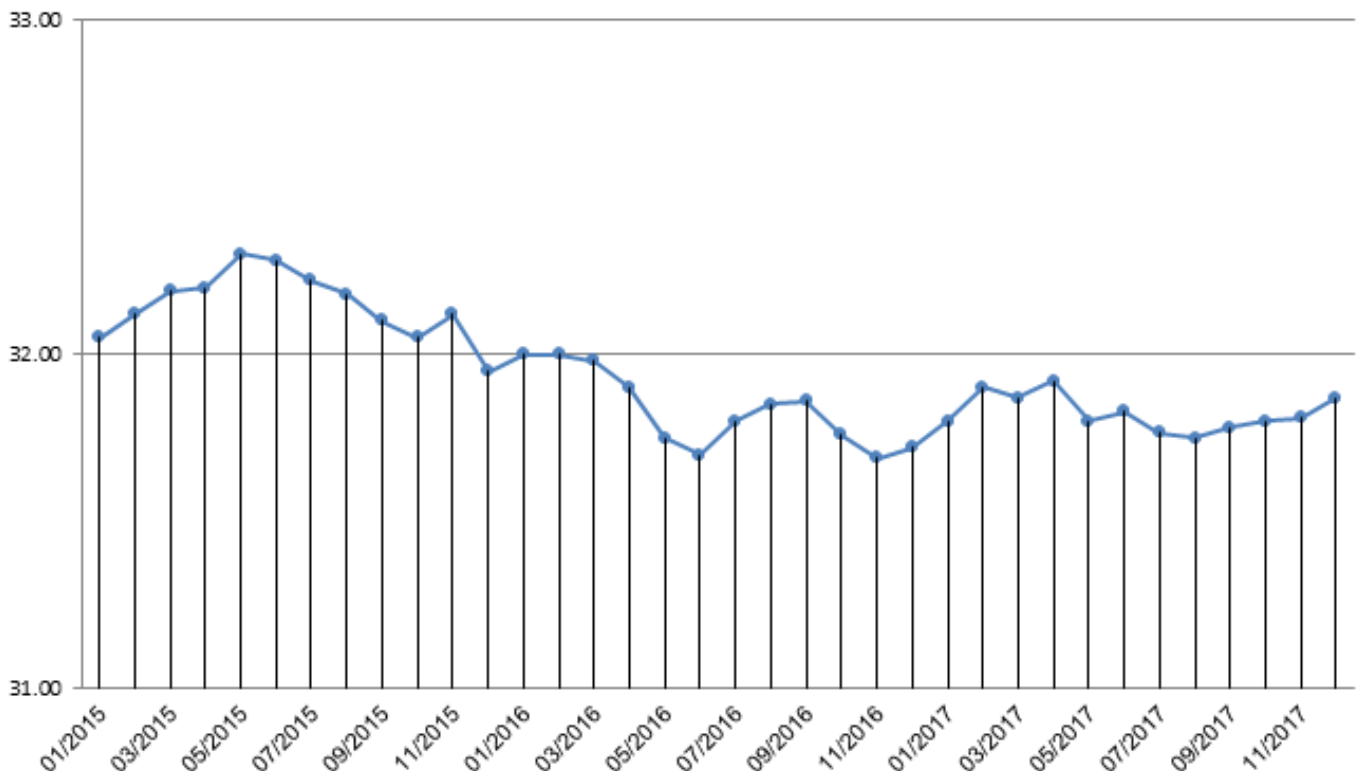
כ-40% מהפדיון המצרפי של ענפי התעשייה הוא מיצוא סחורות, כאשר למעלה ממחצית ההכנסות מיצוא סחורות נובע מפעילותן של עשר חברות בלבד. ככל שמספר המפעלים הבינוניים והגדולים יהיה גבוה יותר, כך יגברו ההכנסות מיצוא סחורות ותפחת הריכוזיות בהתפלגות היצוא. בשנים האחרונות, חלק גדול מהמפעלים מתקשה לצמוח, כיוון שהירידה במרווחים פוגעת בהשקעות ההון וביכולת ההחזר שלהם.

התוויית מדיניות ממשלתית תומכת לתעשייה המקומית, עשויה לתרום למפעלים בשיפור היתרון התחרותי שלהם מול מפעלים בחו"ל ודרך כך, להחזיר את התעשייה למצב של תרומה חיובית לקצב הצמיחה. בשנת 2018, אנחנו לא צופים שיפור מהותי במרווחים בענפי התעשייה, בעיקר בשל המשך מגמת השקל החזק מול הדולר, האירו והפאונד וגם בשל תחילת "מלחמת הפחתות מס" בעולם שתחל בעקבות רפורמת המס האמריקאית.

### 3. מדד D&B להערכת החוסן הפיננסי במשק

להערכתנו בשנת 2018, נראה תוספת של 1.5% למדד, בעיקר בשל המשך התרחבות הצריכה הפרטית. מאידך, ההאטה בשוק הדיור החופשי תעיב על ענפי מסחר ויצור רבים, ביניהם חנויות למכירת אריחים, סניטציה, תאורה, מטבחים, ריהוט ונותני שירותים כגון אדריכלים.

מדד החוסן הפיננסי במשק ממשיך לעלות והוא עמד בחודש בדצמבר על 31.87, זוהי עליה של 0.19% לעומת החודש הקודם. בששת החודשים האחרונים, מספר כשלי הפרעון בקרב עסקים נמצא במגמת ירידה. השילוב בין רמת הפדיונות הנמצאת במגמת עליה ועליה בנגישות למימון תורמת לשיפור בחוסן הפיננסי של המשק.



\* מקור: דן אנד ברדסטריט



## תמונת מצב המשק דן אנד ברדסטריט | סיכום שנת 2017 ותחזית לשנת 2018

אין לשכפל דו"ח זה, במלואו או בחלקו, בכל צורה שהיא. דו"ח זה נמסר לידיך ע"י דן אנד ברדסטריט (ישראל) (דן אנד ברדסטריט), ומיועד לשימושך הבלעדי לסייע בהחלטות עסקיות בלבד. דן אנד ברדסטריט אינה ערבה לדיוק המידע בדו"ח ואינה אחראית לכל הפסד או נזק אשר יגרם לחברה או נציגיה כתוצאה מתהליך איסוף המידע ומסירתו. מוצר זה נהנה מהגנת זכויות יוצרים וכל העתקה ואו שימוש בלתי מורשה מהווה הפרת זכויות.

© דן אנד ברדסטריט (ישראל) 2017