

# מבט לאומי

ד צ מ ר ב 2015

התפתחויות כלכליות בארץ ובעולם

לאומי  
leumi

לאומי איתך.

www.leumi.co.il <  
חייגו \*לאומי\* או \*5522

3	התפתחויות כלכליות שוטפות
6	הכלכלה העולמית בצל ההתפצלות במדיניות המוניטארית
9	התפתחויות בשוק ההון
11	סקירת ענף הבנייה למגורים בישראל
14	מבנה הסקטור העסקי בישראל-ניתוח לפי גודל
17	מסחר במוצרי הלבשה

עריכה: שגיב מלכי  
דוא"ל [Sagiv.Malki@BankLeumi.co.il](mailto:Sagiv.Malki@BankLeumi.co.il)  
פקס: 076-8857975

הנתונים, המידע, הדעות והתחזיות המתפרסמים בחוברת (להלן המידע) מסופקים כשרות לקוראים ואינם משקפים בהכרח את עמדתו הרשמית של הבנק אין לראות בהם המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות, או יעוץ - בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים. כמו כן, עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין התחזיות המובאות בחוברת זו לתוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד. לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע המוצג בחוברת, לרבות הנכסים פיננסיים המוצגים בה.

# התפתחויות כלכליות שוטפות

כתב: יניב בר, אגף כלכלה

להערכתנו, ולאור העובדה שהריבית הריאלית שלילית מזה זמן רב (ראה/י תרשים מספר 1), נראה כי שינוי מגמה ומעבר למהלך של העלאת ריבית יחול בפיגור, לאחר העלאת הריבית בארה"ב, וככל הנראה לא לפני הרביעי השני של השנה הבאה. כל זה, במידה שתנאי הרקע הכלכליים בישראל יאפשרו מהלך כזה.

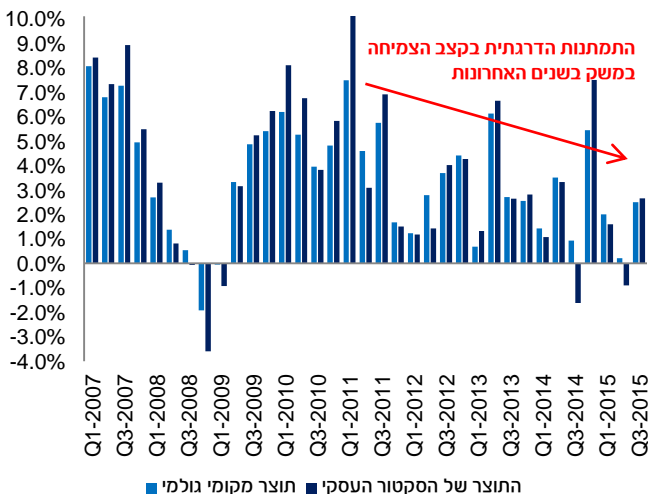
## צמיחה מהירה יחסית ברביעי השלישי של 2015, בהשוואה לשני הרביעים הקודמים

אומדן ראשון של הפעילות הכלכלית במשק הישראלי ברביעי השלישי של השנה מלמד כי התוצר המקומי הגולמי (תמ"ג) צמח בשיעור של 2.5%, לעומת הרביעי הקודם (נתונים מנוכי עונתיות, במונחים שנתיים). התוצר העסקי, שלא כולל את תרומת ההוצאה הממשלתית לתמ"ג, וכן רכיבי פעילות קטנים יחסית נוספים, צמח ב-2.7%.

מדובר בשיעורי צמיחה גבוהים בהשוואה לשני הרביעים הקודמים (בהם צמח התוצר ב-0.2% וב-2%, בהתאמה), אולם עדיין נמוכים מהממוצע ארוך הטווח. נתונים אלה, מדגישים את ההתמתנות בקצב צמיחת המשק בשנים האחרונות (ראה/י תרשים מספר 2). בהקשר זה, נדגיש כי יש להתייחס לנתונים הרבעוניים בהירות רבה מכיוון שמדובר באומדן ראשוני בלבד אשר עשוי להתעדכן בחודשים הבאים, כפי שקרה בעבר.

### תרשים 2: התוצר המקומי הגולמי

נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי שינוי רבעוניים, במונחים שנתיים



מכיוון שהצריכה הפרטית מהווה את מנוע הצמיחה העיקרי של המשק ברביעים האחרונים, בחנו גם את רכיב השימושים במקורות. רכיב זה מהווה מדד מקיף יותר של הפעילות במשק, שכן הוא כולל את הפעילות מבוססת היבוא ולא רק את זו המבוססת על התוצר המקומי.

## לא צפוי שינוי בהיקף ההרחבה המוניטרית לפני הרביעי השני של השנה הבאה

הועדה המוניטארית בבנק ישראל החליטה בסוף חודש נובמבר להותיר את הריבית לחדש דצמבר ללא שינוי, ברמה של 0.1%. החלטה זו מלמדת כי לדעת בנק ישראל, הנתונים שהתפרסמו מאז ההחלטה הקודמת לפני כחודש, לא חייבו שינוי בריבית.

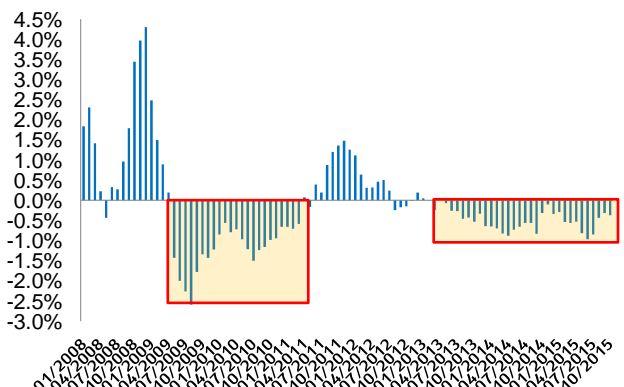
אחד הגורמים להחלטה, כפי שציין בנק ישראל, היא העובדה שסביבת האינפלציה לטווח הקצר, אשר מכילה בחלקה רכיבים המצביעים על אינפלציה שלילית, מושפעת מגורמים חד-פעמיים כמו הפחתת המע"מ ועדכון מחירי החשמל והמים כלפי מטה, על רקע הירידה במחירי האנרגיה. בנטרול השפעתם של גורמים אלה, עלו המחירים בקצב הקרוב לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים (1%-3%). על רקע זה, ולאור העובדה שציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון לטווח הבינוני והארוך מצביעות על קצב עליית מחירים הקרוב למרכז תחום היעד, ניתן להעריך שבנק ישראל צופה חזרה של האינפלציה לתחום היעד, ללא צורך בשינוי המדיניות. עם זאת, בנק ישראל ציין שרמת הסיכון באשר להשגת היעד, נותרה גבוהה יחסית.

אשר לפעילות הריאלית, ציין בנק ישראל כי המשק חזר לצמוח ברביעי השלישי של השנה, בקצב דומה לממוצע בשנתיים האחרונות, אולם ללא פיצוי משמעותי על הצמיחה האפסית ברביעי השני. נוסף לכך, ציין הבנק המרכזי, חלה התאוששות מתונה ביצוא, לאחר תקופה ארוכה של חולשה; אם כי, ייתכן שהשיפור היה זמני בלבד. זאת, על רקע הגורמים הבאים: א. אינדיקציות ראשוניות לחולשה ביצוא ברביעי הרביעי; ב. הפחתת תחזית הצמיחה העולמית על ידי ה-OECD, בין היתר, עקב חולשה בסחר העולמי; ג. המשך התחזקות השקל.

לסיכום, למרות שבנק ישראל ציין כי הסיכונים להשגת יעד האינפלציה ולצמיחה נותרו גבוהים, בחרה הוועדה המוניטארית שלא לשנות את הריבית. עם זאת, הדגישה הוועדה כי היא מעריכה "שהמדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה למשך זמן רב".

### תרשים 1: הריבית הריאלית לטווח הקצר

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים



מדובר במגמה מדאיגה, שכן ליצוא ולהשקעות חשיבות רבה בהיבטים שונים של הפעילות הכלכלית במשק, מעבר לתרומה של רכיבים אלה לתוצר. בכלל זה, ישנה השפעה על שוק העבודה, הפירון במשק, תחרותיות, היקף הייצור, החוב החיצוני והפנימי ועוד.

עם זאת, בחינת רכיבי התוצר ברביע השלישי של השנה מעידה על התרחבות מתונה בכל רכיבי התוצר, בעיקר בצריכה הפרטית וביצוא. על אף שיעורי צמיחה מתונים יחסית, מדובר בהתפתחות חיובית שמצביעה על איזון מסוים בהרכב הצמיחה, להבדיל מהרביעים הקודמים. כך, נמשכה הצמיחה בצריכה הפרטית, אם כי בקצב מתון יותר ביחס לעבר (2.4% ביחס לרביע הקודם), הודות לצמיחה מהירה של 6.4% בצריכה השוטפת (המהווה כ-85% מסך הצריכה הפרטית). במקביל, התחדשה הצמיחה ברכיבי היצוא וההשקעות (בבנייה למגורים וגם בכלל ענפי המשק) לאחר שני רביעים של נסיגות חדות.

#### סביבת האינפלציה נותרה נמוכה מאוד גם לאחר מדד אוקטובר. האינפלציה צפויה לצאת מהתחום השלילי במהלך 2016

מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר עלה בשיעור מתון של 0.1%. אולם, מתחילת השנה (ינואר-אוקטובר) ירד המדד ב-0.5%, וב-12 החודשים האחרונים ירד המדד ב-0.7% (אוקטובר 2015 בהשוואה לאוקטובר 2014). בנטרול השפעת סעיף הדיור, המתבסס ברובו על מחירי שכר הדירה בחוזים מתחדשים, המדד ירד בשיעור משמעותי יותר של 1.6%. במבט כולל, נראה כי "סביבת האינפלציה", אשר מתחשבת בהתפתחות בפועל של המדד בחודשים האחרונים ובשנה האחרונה, וכן בהתפתחות הצפויה לשנה הקרובה, נותרה נמוכה מאוד.

ירידות המחירים המשמעותיות בחודש אוקטובר חלו ברכיבים הבאים: תחבורה ותקשורת-בעיקר על רקע ירידות במחירי הדלק; ושירותי דיור בבעלות דייריהם (מחירי שכירות בחוזים מתחדשים). כתוצאה מהירידה ברכיב זה, חלה האטה בקצב השנתי של העלייה במחירי השכירות (מ-2.6% ל-1.9%). מנגד, חלה עלייה בסעיף המזון, למרות כניסתה לתוקף של ההפחתה בשיעור המע"מ ל-17%, אשר הייתה אמורה להביא לירידות מחירים.

לסיכום, שיעור השינוי השנתי של המדד (המצוי כיום בסביבה שלילית) צפוי לעלות באופן הדרגתי מאוד, ולצאת מהתחום השלילי במהלך 2016 (ראה/י תרשים מספר 4). סעיף הדיור צפוי להוסיף ולתמוך בעליית המדדים הבאים. מנגד, הירידות הצפויות (רובן בעלות אופי חד-פעמי) במחירי הדלק ובביטוח החובה, לצד הפחתה אפשרית של מחירי התחבורה הציבורית, ישפיעו בכיוון ההפוך. אנו מעריכים כי האינפלציה בשנה הקרובה תמשיך להיות מתונה ונמוכה מהגבול התחתון של יעד יציבות המחירים, אולם, היא לא צפויה להיות שלילית.

בחינת הנתונים מעלה כי ברביע השלישי של 2015 צמחו השימושים במקורות ב-2% לעומת הרביע הקודם (במונחים שנתיים). לאחר שחלה נסיגה ברביע השני של השנה. עם זאת, מדובר עדיין בשיעור נמוך ביחס לרביעים קודמים ואף ביחס לממוצע ארוך הטווח, כך שעדיין מוקדם לומר כי מדובר בשיפור של ממש בפעילות הכלכלית במשק.

#### הרכב הצמיחה ברביע השלישי של השנה היה מאוזן יותר בהשוואה לרביעים קודמים

בשנים האחרונות, הצריכה הפרטית (המהווה כ-60% מהתמ"ג) תפסה את מקומו של היצוא (המהווה כשליש מהתמ"ג) כמנוע הצמיחה העיקרי של המשק.

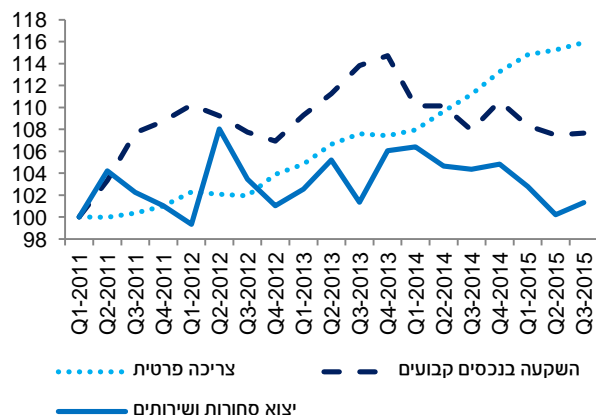
תהליך זה התרחש עקב שחיקה בכוח התחרות של היצואנים הישראליים, אשר באה, בין היתר, על רקע התחזקות השקל מול סל המטבעות; וכן מהמתנות בקצב הצמיחה של הסחר העולמי, וחולשה בפעילות הכלכלית בקרב שותפות הסחר העיקריות של ישראל. גורמים נוספים אשר תמכו בתהליך זה כללו את הירידה בשיעור האבטלה לשפל היסטורי, לצד עלייה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה; את סביבת הריביות הנמוכות; את הירידה המתמשכת במחירים של רכיבי צריכה שונים; את העלייה בשכר הריאלי, בשל הירידה המתמשכת בשיעור האינפלציה; וכן את העלייה ב"אפקט העושר" על רקע העלייה במחירי הנכסים שבידי הציבור כגון: דירות, מניות וכד'.

במקביל, ההשקעות בנכסים קבועים היו מתונות יותר ביחס לעבר, ותלויות בעיקר בפרוייקטים בהיקפים גדולים, דוגמת אלה שמבצעת חברת אינטל כל מספר שנים.

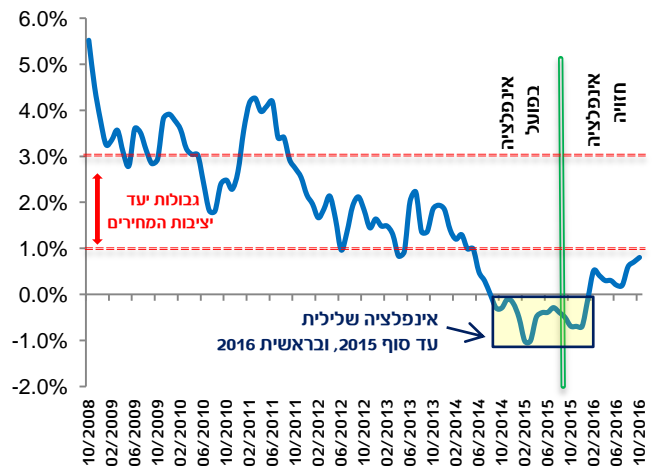
כתוצאה מכך, הרכיב המרכזי שתרם לצמיחת התוצר ברביעים האחרונים הינו הצריכה הפרטית, בעוד ששני הרכיבים אשר תרומתם פחתה הם היצוא וההשקעות (פרט להשקעות בבנייה למגורים). כך, מאז ראשית 2011 ועד הרביע השלישי של 2015, צמחה הצריכה הפרטית בכ-16%, לעומת צמיחה של כ-8% בהשקעות וקיפאון של ממש ביצוא (ראה/י תרשים מספר 3).

#### תרשים 3: התפתחות רכיבי התוצר

נתונים מנוכי עונתיות, במחירים קבועים, מדד Q1=100 2011



**תרשים 4: מדד המחירים לצרכן**  
**שיעור השינוי במדד במהלך 12 החודשים האחרונים**



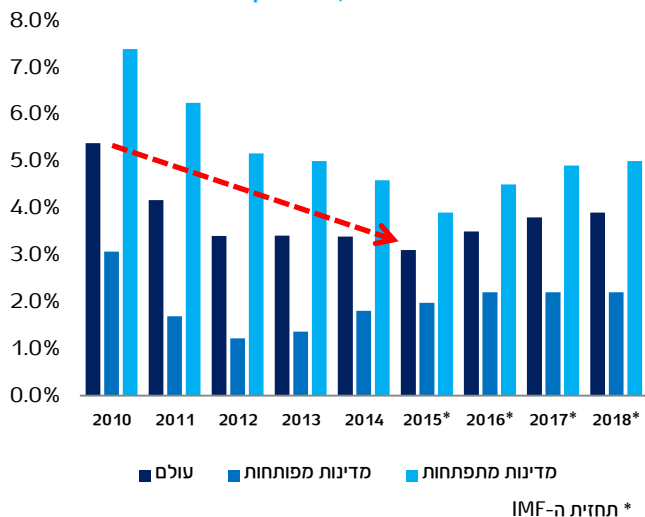
# הכלכלה העולמית בצל ההתפצלות במדיניות המוניטארית

כתב: אריה טל, אנף כלכלה

מצד שני, יש לציין כי הפעילות הכלכלית בארה"ב, המושפעת בעיקר מהביקושים המקומיים, ממשיכה לצמוח בקצב חיובי, זאת על רקע המגמות החיוביות בשוקי העבודה ובמצבם הכלכלי והפיננסי של משקי הבית. בנוסף, גם בבריטניה ובמדינות גוש היורו נמשכת ההתאוששות הכלכלית אך עם שנות בקצבי הצמיחה בין הכלכלות. ביפן, למרות החולשה ברבעון השני והשלישי של השנה, הפעילות הכלכלית צפויה לשוב לצמוח בשנה הקרובה, בין היתר, בתמיכת המדיניות המוניטארית והפיסקאלית.

להערכתנו, הכלכלה העולמית צפויה לצמוח בשיעור של כ-3% בשנת 2015, לעומת 3.4% ב-2014 (תרשימי 1), כאשר הצריכה הפרטית צפויה להיות "התורמת" המשמעותית ביותר לפעילות הכלכלית.

**תרשימי 1: תוצר מקומי גולמי**  
שיעור שינוי שנתי, מחירים קבועים



## הערכות להאצה בפעילות הכלכלית בשנת 2016 לצד עליה בסיכוני הצמיחה

לאחר שברבעון השלישי חלה התמתנות בפעילות הכלכלית בקרב מרבית המדינות המפותחות ובחלק מהמדינות המתפתחות בעולם, נראה כי ברבעון הרביעי חלה האצה בפעילות הכלכלית. על פי מדד מנהלי הרכש העולמי (Global Manufacturing & Services PMI), בחודשים אוקטובר ונובמבר חלה האצה בתפוקה, הן בענפי השירותים והן בענפי התעשייה. נדגיש כי קצבי הצמיחה בענפי השירותים ממשיכים להיות גבוהים יותר ביחס לצמיחה בענפי התעשייה, דבר המשקף את התרומה הרבה של משקי הבית לצמיחה הכלכלית בעת הנוכחית. זאת על רקע רמת הריביות הנמוכה, השיפור בשוקי העבודה, העליה בשכר הריאלי, העליה במחירי הנכסים הפיננסיים והריאליים ועוד.

הבנק המרכזי בארה"ב צפוי להעלות את הריבית בתקופה הקרובה. עלייה זו תהיה, ככל הנראה, הראשונה בסדרה של העלאות ריבית. מהלך משמעותי זה בא לאחר שהריבית הופחתה לרמה אפסית בדצמבר 2008, ונתרה ברמה זו במשך כשש שנים. בניגוד לפעולותיו הצפויות של הבנק המרכזי בארה"ב, מרבית הבנקים המרכזיים בעולם ממשיכים לבצע מהלכים מוניטאריים מרחיבים, הכוללים הפחתות ריבית ותוכניות מוניטאריות שונות, כגון הקלה כמותית (Quantitative Easing), במטרה לתמוך בפעילות הכלכלית ולהעלות את האינפלציה.

קיימות דעות מנוגדות לגבי מידת הצמצום המוניטארי שצפויה לחול בארה"ב ובמדינות נוספות שצפויות "להצטרף" למגמת הצמצום בשלבים מעט מאוחרים יותר, דוגמת בריטניה. מנגד, קיימות דעות מנוגדות לגבי מידת ההרחבה המוניטארית של הבנקים המרכזיים האחרים, ובראשם הבנק המרכזי של גוש היורו, במהלך 2016.

למידת ההתפצלות שתחול בין שיעור הריבית שישורר במדינות בהן תונהג מדיניות מוניטארית מרחיבה ובין זו שתשרור במדינות בהן תונהג מדיניות מוניטארית מצמצמת, תהיה השפעה רבה על שוקי הכספים, על תשואות אגרות החוב הממשלתיות והקונצרניות, על שערי המט"ח ועוד. השפעה זו תקבל ביטוי, באופן ישיר ועקיף, בהתפתחויות שיחולו בפעילות הכלכלית בעולם.

להלן המגמות האחרונות והערכותינו לגבי הסביבה המקרו-כלכלית בהוזה ובעתיד הנראה לעין.

## אינדיקטורים כלכליים מצביעים על צמיחה כלכלית מתונה בעולם. גופים פיננסיים עדכנו את תחזיות הצמיחה כלפי מטה בעת האחרונה

הכלכלה העולמית ממשיכה לצמוח בקצב מתון. ברבעון השלישי נמדדה האטה בצמיחה במרבית הכלכלות הגדולות בעולם, אשר הובילה מספר גופים כלכליים ופיננסיים לעדכן את תחזיות הצמיחה לשנת 2015 כלפי מטה; זאת בהמשך להורדת התחזיות על-ידם במחצית הראשונה של השנה. הגורמים המכבידים על הצמיחה הם בעיקר: האטה הרב-שנתית בקצב הצמיחה בסין, הכלכלה השנייה בגודלה בעולם, והשפעתה השלילית על שותפות הסחר של סין, המכבידה על פעילות הסחר הבינלאומית; האטה כלכלית או מיתון בקרב יוצאניות הסחרות הגדולות, על רקע מגמת הירידה במחירי הסחורות בעולם. האטה זו מקבלת ביטוי במספר מדינות בעלות פעילות כלכלית ענפה, כגון: קנדה, אוסטרליה, ברזיל ורוסיה; עליה בסיכונים הגיאופוליטיים בעקבות התגברות הטרור בעולם, הלחימה במזה"ת ובאזורים נוספים, גלי ההגירה למדינות המערב והשפעותיהם הדמוגרפיות, החברתיות, הכלכליות והפוליטיות; וכן אי-הוודאות הכלכלית, המקשיחה את תנאי מתן האשראי במגזר הבנקאות במדינות מסוימות, ומובילה לצמיחה איטית בהשקעות בענפי המשק.

במבט לטווח הקצר, אנו מעריכים כי האינפלציה במדינות המפותחות, צפויה לשוב ולעלות בחודשים הקרובים בעיקר על רקע התמתנות ההשפעה של ירידת מחירי הסחורות על האינפלציה בעת הקרובה (נובע בעיקר מסיבות טכניות) לצד חוסן בביקושים המקומיים על רקע העליה בהכנסה הפנויה הריאלית ושיפור בשוקי העבודה. להערכתנו, עליית האינפלציה בארה"ב תהיה משמעותית יותר ביחס למדינות גוש היורו.

במבט לטווח ארוך יותר, מחירי הסחורות צפויים לעלות באופן מתון בלבד בשנים הקרובות, בעיקר על רקע מגמות הביקוש וההיצע בחלק מהמדינות. הערכה זו יכולה להשתנות עקב זעזועים בצד ההיצע, שמקורם במזג אוויר, בנסיבות גיאוגרפיות או בויסות מלאכותי של ההיצע על-ידי ארגונים או ממשלות.

השיפור המתמשך בכלכלה האמריקאית וההערכות כי מגמת השיפור תימשך תומך בהעלאת ריבית בארה"ב, בעוד שבמרבית המדינות הריביות אינן צפויות לעלות ובחלק מהמדינות הן אף צפויות לרדת. מה תהיה מידת ההתפצלות במדינות המוניטאריות בכלכלות המובילות בעולם וההשלכות המאקרו-כלכליות?

הנושא בעל העניין הרב ביותר בקרב גופים כלכליים ופיננסיים בשנה האחרונה הוא ההערכות לגבי הנתק במדיניות המוניטארית בין ארה"ב, אירופה וכלכלות גדולות אחרות. ונושא זה ימשיך להעסיק את העולם הכלכלי גם בשנה הקרובה.

בנאומים שנשא יו"ר הבנק הפדראלי ג'נט יילן בעת האחרונה היא רמזה באופן די ברור על כוונותיו של הבנק המרכזי להעלות את הריבית המוניטארית בפגישה של ועדת השוק הפתוח ב-16 בדצמבר 2015. זאת, לראשונה מאז שהריבית ירדה לשפל היסטורי של 0.25%-0% בחודש דצמבר 2008. הסיבה העיקרית לכך היא השיפור בשוק העבודה שחל בשנים האחרונות, כאשר לאחרונה ירד שיעור האבטלה ל-5%, רמת שפל של 8 שנים. בנאומה האחרון ציינה יו"ר הפד כי הביקושים המקומיים, המהווים כ-85% מהפעילות הכלכלית בארה"ב, איתנים, והם צפויים לתמוך בהמשך מגמת גידול במספר המועסקים בשנים הקרובות, ובחזרת האינפלציה לרמה של 2% בטווח הזמן הבינוני.

להערכתנו, תוואי העלאת הריבית של הבנק הפדראלי צפוי להיות מתון. הערכה זו מתבססת על כך שהמשק האמריקאי עדיין פועל ברמה הנמוכה מפוטנציאל התפוקה שלו, שהפריון ממשיך לצמוח בקצב נמוך, שענפי התעשייה עדיין מציגים חולשה בפעילותם, וכן על כך שקיימים גורמים המכבידים על פעילות היצוא, דוגמת חולשת הביקושים מחו"ל והדולר החזק.

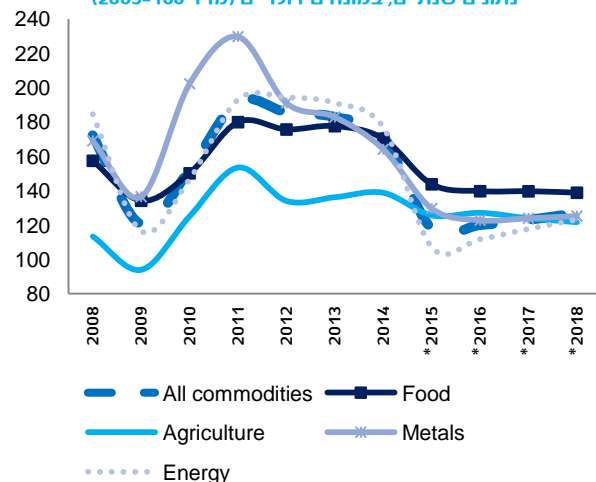
ההאצה בצמיחה בחודשים אלו נבעה מעליה בפעילות הכלכלית של המדינות המפותחות, ובראשן ארה"ב, מדינות גוש היורו ובריטניה. מצד שני, בחלק מהמדינות המתפתחות הגדולות, כגון: סין, רוסיה וברזיל, קיימת חולשה בפעילות הכלכלית.

הערכותינו לגבי האצת הצמיחה בשנה הבאה מתבססות על עלייה בביקושים של המדינות המפותחות להערכת קרן המטבע הבינלאומית, הכלכלה העולמית צפויה לצמוח בשיעור של 3.6% בשנת 2016. יחד עם זאת, אנו מעריכים כי קשת הסיכונים בעת הנוכחית עלולה להוביל לצמיחה נמוכה יותר בשנת 2016. קשת זו כוללת, בין היתר, את המשך ההאטה הכלכלית במדינות דרום מזרח אסיה, ובפרט בסין, את המשך הירידה במחירי הסחורות והשפעתה השלילית על יצואניות הסחורות הגדולות, וכן את העלייה בסיכונים הביטחוניים באזורים שונים בעולם, ובפרט במזרח, דבר הפוגע בסנטימנט הכלכלי וביטחון העסקים והצרכנים.

האינפלציה צפויה לעלות בשנת 2016 אך באופן מתון והדרגתי שיעורי האינפלציה ממשיכים להיות נמוכים במדינות המפותחות ובחלק מהמדינות המתפתחות. סביבת האינפלציה במדינות המפותחות הינה אפסית בעת הנוכחית, ובחלק מהמדינות היא אף שלילית. גם בקרב חלק מהמדינות המתפתחות חלה ירידה משמעותית ומתמשכת ברמת המחירים. בעת האחרונה מחירי הסחורות בעולם המשיכו לרדת על רקע עודפי היצע בחלק מקבוצות הסחורות (תרשים 2), וכתוצאה מהחשש הגובר מפני האטה משמעותית בצמיחת הביקושים של סין. יש לציין כי ישנן מדינות שסובלות מאינפלציה גבוהה, למשל, כתוצאה מפחות משמעותי של המטבע המקומי, זעזועי היצע מקומיים ועוד.

### תרשים 2: קבוצות הסחורות העיקריות

נתונים שנתיים, במונחים דולריים (מדד 2005=100)



\* תחזית ה-IMF

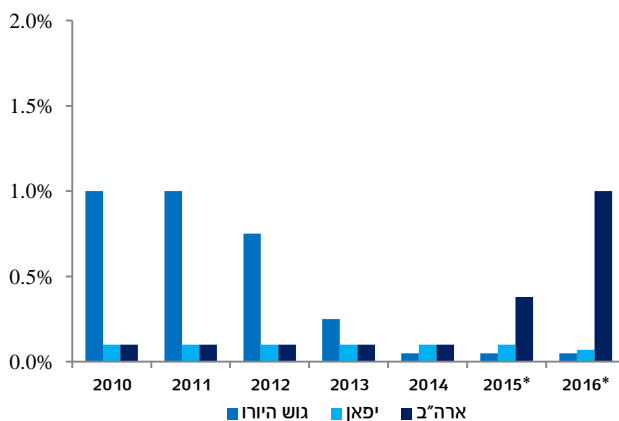
נראה כי בחלק מהמדינות בעולם, בעיקר במדינות המתפתחות המושפעות מההאטה בסין, שבהן רמת הריביות הנוכחית גבוהה יותר, צפיות הפחתות ריבית נוספות במהלך השנה הקרובה. בעקבות סביבת המחירים הנמוכה והצמיחה המתונה, יש לצפות לכך שהמדיניות המוניטארית בעולם בכלל, ובחלק זה בפרט, תישאר מרחיבה לזמן ארוך יותר משצפו תחזיות קודמות.

לסיכום, להתפצלות במדיניות המוניטארית, בעיקר בין ארה"ב לגוש היורו ומדינות רבות נוספות, יהיו משמעותיות רבות על שיערי המט"ח, שיעורי התשואות לפדיון בשוק אגרות החוב, המשפיעות על הריביות בשוקי האשראי, שוקי הכספים והמניות, וכפועל יוצא, גם על הביקושים בכלכלה הגלובאלית. להערכתנו, מידת ההתפצלות בין ארה"ב ומדינות העולם לא תהיה גדול מדי. זאת מכיוון שהתפצלות משמעותית יתר על המידה עשוי לגרום לתיסוף משמעותי בשער החליפין של הדולר מול סל המטבעות, לעלייה גבוהה מהרצוי בתשואות האג"ח בארה"ב ולפגיעה גם בשוקי המניות. התפתחויות אלה עשויות לפגוע בהתאוששות הכלכלית בארה"ב. במקביל, המצב בגוש היורו נמצא במגמת התאוששות הדרגתית, ונראה כי גם חלק מחברי הוועדה המוניטארית בבנק המרכזי בגוש היורו מבינים זאת, ואינם מעוניינים לבצע צעדים מוניטאריים אגרסיביים מדי אשר עשויים לגרום לעליה בסיכונים הפיננסיים בטווח הבינוני-ארוך. לכן אנו מעריכים כי מידת ההתפצלות לא תהיה רבה מדי.

גם בצריכה הפרטית חלה לאחרונה התמתנות מסוימת לצד עליה בשיעורי החיסכון, דבר העלול להצביע על שינוי במאפייני הצריכה ועל ירידה בביטחון הצרכנים. כיום, עקום הפורווארד (forward) של הריביות, המשקף את ציפיות המשקיעים לגבי המדיניות המוניטארית של הבנק הפדראלי, משקף ריבית שנעה סביב 0.8%-0.9% בסוף 2016. רמה זו נמוכה מתחזיות הפד, אשר פורסמו בפעם האחרונה בחודש ספטמבר השנה, ואשר עמדו על 1.4%. אנו מעריכים כי הריבית תעמוד על 1% בסוף 2016 (תרשים 3). ציפיות המשקיעים ותחזיותינו משקפות תוואי העלאות ריבית מתון והדרגתי.

בניגוד לארה"ב, ומדינות נוספות שצפיות להצטרף למדיניות הצמצום המוניטארית, דוגמת בריטניה, מרבית המדינות בעולם ממשיכות להנהיג מדיניות מוניטארית מרחיבה. למשל, הבנק המרכזי של גוש היורו הודיע בתחילת חודש דצמבר על הפחתת הריבית על הפיקדונות, הארכת משך הזמן של תכנית ההקלה הכמותית, הרחבת סוגי אגרות חוב והנכסים האחרים הנרכשים במסגרת תכנית רכישות הנכסים ועוד. אף שהרחבה זו לא עתה על ציפיות המשקיעים, מדובר בתכנית הרחבה משמעותית, המצטרפים לצעדים מרחיבים משמעותיים מאד שננקטו בתחילת השנה. במבט קדימה, המדיניות המוניטארית בגוש היורו תושפע מהנתונים הכלכליים שיפורסמו. הרעה בפעילות הכלכלית, ואי עמידה ביעד האינפלציה עשויים לתמוך בהרחבה נוספת של המדיניות המוניטארית; עם זאת, תרחיש זה אינו צפוי לקרות בטווח הקצר.

**תרשים 3: ריביות הבנקים המרכזיים**  
נתוני סוף השנה



\* תחזית אגף הכלכלה של בנק לאומי

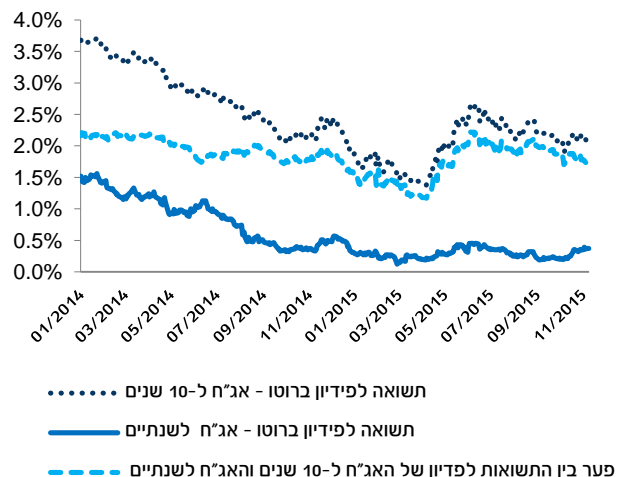
בנקים מרכזיים בחלק מהמדינות המתפתחות באסיה הפחיתו גם הם את שיעורי הריבית בשנה האחרונה על רקע ההאטה בצמיחה והסיכונים לצמיחה העתידית. בסין, הבנק המרכזי "העלה הילוך" במאמציו לייצב את הצמיחה על ידי הפחתות ריבית והורדת יחס הרזרבות של הבנקים כדי לעודד אשראי.



## שוק אגרות החוב

התגברות הציפיות להעלאת הריבית בארה"ב, לצד חשש מהאטה בפעילות הכלכלית בעולם, גרמו להמשך ירידה בשיפועיהן של עקומי התשואה של אגרות החוב הממשלתיות. בישראל, אנו עדים לאחרונה לעלייה בתשואות לפדיון בטווחים הקצרים של העקומים לאחר מגמת ירידה ארוכת טווח. עלייה זו הושפעה, ככל הנראה, מעליית התשואות באגרות החוב (אג"ח) הקצרות בארה"ב על רקע הערכות כי הריבית בארה"ב תחל לעלות בקרוב, לראשונה מאז הגיעה לרמת שפל (0%-0.25%) בחודש דצמבר 2008, דבר אשר עשוי להשפיע בעתיד גם על צעדי המדיניות המוניטארית בישראל. מנגד, בחודשים האחרונים חלה מגמה של ירידה בתשואות לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות בישראל בטווחים הארוכים של עקומי התשואות תוך תנודתיות רבה במהלך תקופה זו. מגמה זו הושפעה ככל הנראה ממגוון גורמים, ובהם: שינויים בציפיות המשקיעים לגבי צרכי גיוס ההון נטו של ממשלת ישראל בשנים הקרובות; התמתנות בצמיחה של המשק הישראלי, אשר איננה נראית כרגע כתופעה זמנית; והערכות לגבי תוואי מתון יחסית של העלאת הריבית בישראל, לכשתחל לעלות. בעקבות עליית התשואות באג"ח הקצרות לעומת ירידת תשואות באג"ח הארוכות, השיפוע של עקום תשואות האג"ח (הפער שבין שיעור התשואה לפדיון של אגרות החוב לטווחים ארוכים לבין שיעור התשואה של האגרות לטווחים קצרים יחסית) התמתן בעת האחרונה.

### תרשים 1: אגרות חוב של ממשלת ישראל שאינן צמודות למדד המחירים לצרכן ובריבית קבועה שיעור התשואה לפדיון ברוטו



1. הנתונים בסקירה זו נכונים לתאריך ה-2.12.2015, אלא אם נכתב אחרת.

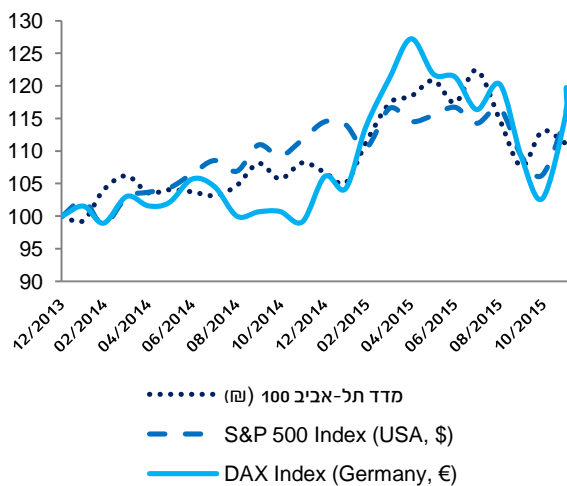
ישנם מספר גורמים הפועלים ככונים מנוגדים, העתידים להשפיע על המגמה בשוק האג"ח הממשלתי בטווח הקצר והבינוני. בהמשך לאמור לעיל, ישנן סיבות כלכליות התומכות בתשואות לפדיון נמוכות (בראיה ארוכת-טווח) דוגמת אלו השוררות כיום בשוק, אך יש גם סיבות התומכות בעליית תשואות. הגורמים העיקריים שיתמכו בסביבת תשואות נמוכה בשוק האג"ח הממשלתי הם: התגברות חששות המשקיעים מפני המשך ההאטה הכלכלית בסין ובמדינות מתפתחות גדולות אחרות, אשר עלולה להשליך באופן שלילי על פעילות הסחר הבינלאומית, ולהכביד על היצוא הישראלי ועל צמיחת המשק; המשך מגמת הירידה במחירי הסחורות על רקע התמתנות בסביבת הביקושים בעולם ו/או כתוצאה מעודפי היצע. דבר זה עשוי להמשיך ולמתן לאורך זמן את סביבת האינפלציה בעולם ובשוק המקומי; והערכות כי המדיניות המוניטארית בכלכלות מרכזיות רבות תישאר מרחיבה יחסית לאורך זמן, עם סביבת ריביות נמוכה מאד. גורם נוסף הוא הצפי להיפכי גיוס נמוכים באמצעות הנפקה של אג"ח ממשלתיות בשנים הבאות. ציפייה זו מתבססת על גידול אפשרי בהכנסות המדינה ממסים, בין היתר, כתוצאה ממכירתן של קרקעות מדינה. מנגד, שינויים מפתיעים בתוואי הריבית בארה"ב, ו/או באופן העברת המסרים של הבנק המרכזי בארה"ב לתקשורת, יכולים להעלות את התשואות בשוקי האג"ח בעולם במהלך השנה הקרובה. אנו מעריכים כי הבנק המרכזי של ארה"ב יודיע על העלאתה של הריבית בפגישתו הקרובה ב-16 בדצמבר 2015. בישראל, קיימים מספר גורמים מקומיים אשר יכולים גם הם להשפיע על המגמות בשוק האג"ח, וביניהם: גיוס ההון על ידי הממשלה, אשר עלותו והיקפו עשויים לעלות בשנה הבאה במידה שהגירעון יהיה גדול מהצפוי; השינויים בשער החליפין של השקל לעומת הדולר והיורו; ואפשרות "לתיקון" במחירי הסחורות והנפט, בעיקר מסיבות של היצע, דבר העשוי להשפיע על האינפלציה.

שוק אגרות החוב הקונצרניות יושפע בטווח הקצר מהמגמה בשוק אגרות החוב הממשלתיות ומהציפיות לגבי הפעילות הכלכלית במשק. מדד אגרות החוב הקונצרניות עלה בשיעור של 2.5% מתחילת השנה<sup>1</sup>. עיקר העלייה קרתה ברביע הראשון של השנה, ומאז המדד אופייני בתנודתיות גבוהה. התנודתיות במדד נבעה ממספר גורמים, ובעיקר מהמגמות בשוק אגרות החוב הממשלתיות, החולשה בחלק מענפי התעשייה במשק על רקע הירידה ביצוא השנה, ושינויים בתיאבון לסיכון בקרב המשקיעים. פער התשואה בין אגרות החוב הקונצרניות והממשלתיות, המשקף את הפרמיה שדורשים המשקיעים בגין הסיכונים לחדלות פירעון של החברות במשק, עלה במעט בחודשים האחרונים.

עליות השערים בשוקי המניות בארה"ב ובאירופה במהלך הרביע הנוכחי, משמעותיות יותר מאלו של שוק המניות הישראלי. זאת, בין היתר, בעקבות ההאטה בפעילות הכלכלית במשק המקומי, אשר אינה תואמת את מגמת התאוששות באירופה וסביבת הצמיחה החיובית בארה"ב; וכן נוכח ההרעה בתוצאות הכספיות של חלק מהחברות שהינן בעלות משקל רב במדדי המניות המקומיים. בראיה ארוכת טווח, המדדים בחו"ל נמצאים קרוב לרמות שיא היסטוריות. מדד ה-S&P 500 גבוה כיום בכ-34% בהשוואה לרמת השיא שהייתה לפני המשבר הפיננסי האחרון שהחל ב-2008. גם חלק מהמדדים באירופה נמצאים ברמות גבוהות יותר מהשיא שנקבע לפני פרוץ המשבר. נראה, איפוא, ששוקי המניות נהנים ממגמה ארוכת-טווח חיובית. מגמה זו הושפעה בעיקר מסביבת הריבית האפסית במדינות המפותחות, וממגמת ההתאוששות בשנים האחרונות בכלכלות המפותחות הגדולות בעולם, דבר הבולט בעיקר בארה"ב, גוש היורו והממלכה המאוחדת. הגורמים שישפיעו על שוק המניות בטווח הקצר יהיו בעיקר ציפיות המשקיעים לגבי התוצאות הכספיות של החברות, תוואי העלאות הריבית הצפוי בארה"ב, לצד המדיניות המוניטארית במדינות אחרות בעולם, ובאלו המשתייכות לגוש היורו בפרט, וכן הסיכונים הפוליטיים והגיאופוליטיים באזורים שונים בעולם.

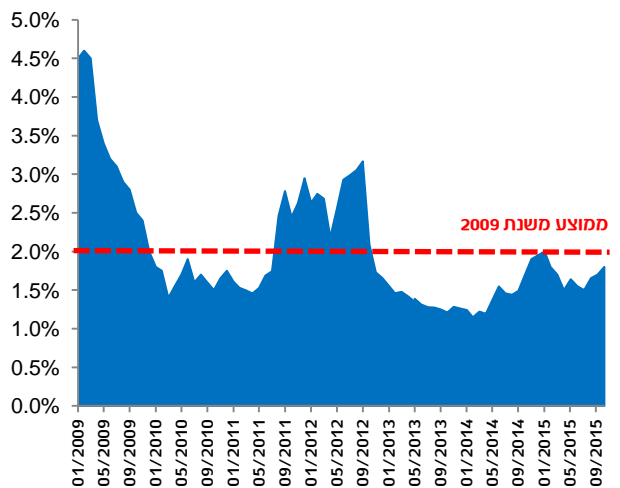
### תרשים 3: מדדי מניות, ישראל וחו"ל

12/2013=100



זאת ככל הנראה על רקע האטה בסקטור העסקי שחלה בעת האחרונה, והציפיות כי מגמה זו תימשך לפחות בטווח הקצר כפי שעולה מסקרי ציפיות העסקים במשק. נכון לכתיבת שורות אלה פער התשואה עומד על 1.8%, והוא קרוב למוצע ארוך הטווח. במבט קדימה, שוק האג"ח הקונצרני יושפע בטווח הקצר והבינוני בעיקר מהמגמות בפעילות הכלכלית ומהמגמה בשוק אגרות החוב ממשלתיות.

### תרשים 2: המרווח בין שיעור התשואה לפדיון של אג"ח קונצרניות הצמודות למדד המחירים לצרכן (תל-בונד 60) לשיעור התשואה לפדיון של אג"ח ממשלתיות הצמודות למדד המחירים לצרכן ממוצע חודשי



### שוק המניות

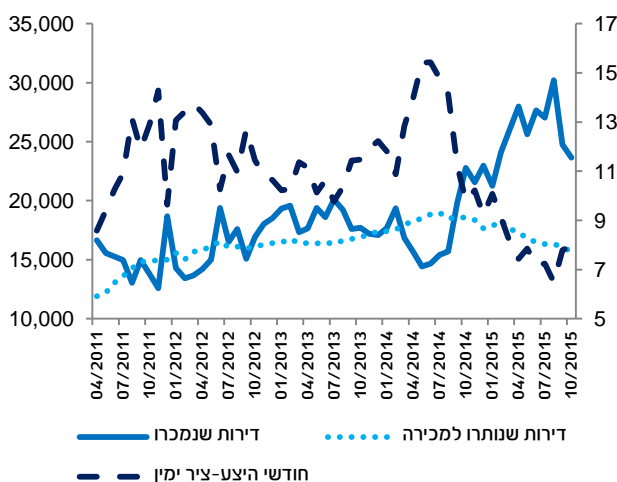
התאוששות בשוק המניות המקומי ברביע הרביעי לאחר ירידות חדות יחסית (כלל עולמיות) ברביע הקודם. מתחילת השנה עלה מדד המניות תל-אביב 100 בשיעור של כ-4%. בעת האחרונה, שוק המניות המקומי מתאפיין במגמת עליה מתונה לצד תנודתיות רבה. זאת, לאחר שברביע השלישי מחירי המניות ירדו בחדות (מדד תל אביב 100 ירד ב-10% ברביע השלישי), בדומה למגמה בעולם, אשר נבעה מחששות המשקיעים מפני משבר כלכלי בסין, והשפעותיו הצפויות על הכלכלה העולמית. גורמים נוספים שגרמו לתנודתיות בעת האחרונה היו הערכות מנוגדות לגבי מועד תחילת העלאות הריבית בארה"ב, השינויים במחירי הסחורות בכלל, והנפט בפרט, ועליה בסיכונים הביטחוניים בעולם על רקע אירועי הטרור באירופה והלחימה במזרח התיכון. התוצאות הכספיות העגומות יחסית של החברות הנסחרות במדד תל אביב 100, המשקפות חולשה הן בצד ההכנסות והן ברווחים, היוו גורם נוסף אשר השפיע על המגמה.

# סקירת ענף הבנייה למגורים בישראל

כתב: שגיב מלכי, אגף כלכלה

מן העבר השני, נתוני החודשים האחרונים מלמדים על ביקוש גבוה מאוד בשוק הדיור. אלו מקבלים ביטוי בקצב המכירות הגבוה, אשר עלה בעשרת החודשים הראשונים של השנה בשיעור של כ-59% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד (נתונים מנוכי עונתיות). בתוך כך, נתח המכירות של דירות שנבנו ביזמה פרטית היווה כ-75% מתוך סך הדירות שנמכרו, כאשר הנתח הנותר הוא של דירות שנבנו ביזמה ציבורית. ביטוי משמעותי נוסף לביקוש הגבוה בשוק הדיור ניתן לקבל מהרמה הנמוכה אליו הגיע מספר חודשי ההיצע של דירות הנבנות ביזמה פרטית (תרשים 2).

**תרשים 2: דירות שנמכרו ביזמה פרטית (במונחים שנתיים), דירות שנותרו למכירה, ומספר חודשי ההיצע\*  
נתונים מנוכי עונתיות**



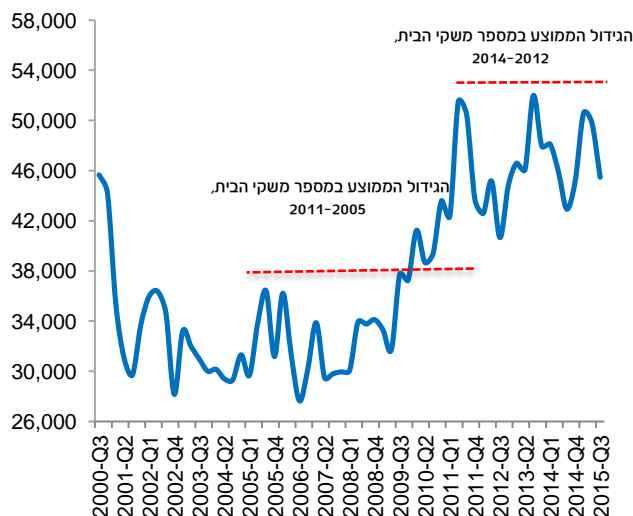
\* חודשי ההיצע: מספר החודשים שידרשו בכדי למכור את המלאי הקיים בקצב המכירות הנוכחי, וזאת מבלי שתחלנה בנייתן של דירות חדשות.

על-אף האמור מעלה, אנו מבקשים להסב את תשומת הלב לתמורות שהתרחשו בבנייה המתבצעת ביזמה ציבורית. ראשית, קצב המכירות של דירות שנבנו ביזמה ציבורית עלה בעשרת החודשים הראשונים של השנה בשיעור של כ-93% בהשוואה לעשרת החודשים הראשונים של 2014 (נתונים מנוכי עונתיות). כמו-כן, מספר חודשי ההיצע של דירות הנבנות ביזמה ציבורית נמוך בחצי מהשיא שנמדד בשנים האחרונות. עם זאת, מלאי הדירות החדשות (בערכים אבסולוטיים) הנבנות ביזמה ציבורית שנותר למכירה הינו גבוה (פי 2) בהשוואה לנתוני השנים האחרונות. כמו-כן, מלאי זה נמוך ב-5,000 דירות בלבד מהמלאי הנבנה ביזמה פרטית, וזאת לעומת פער של 10,000 דירות ויותר בשנים האחרונות.

בשנת 2015, בדומה לזו שקדמה לה, אופיין שוק הדיור ברמת אי-וודאות גבוהה. זו נוצרה בעיקר על רקע ריבוי היוזמות הממשלתיות, הסיקור התקשורתי הרב סביב הנושא והציפיות מצד הציבור למהלכי מדיניות דרמטיים בתחום זה. גם עתה, כאשר צעדי הממשלה העיקריים כבר ידועים לציבור, רמת אי-הוודאות נותרה גבוהה; שכן, קשה לאמוד את מידת ההצלחה של הממשלה ביישום צעדיה השונים, כפי שהוצעו, וכן קשה לדעת האם ינקטו צעדים נוספים על ידה, ומה הם יהיו. כמו-כן קשה לאמוד את השפעתם של הצעדים הללו על הגורמים השונים-רוכשים, מוכרים, יזמים ועוד- בשוק המקומי.

היקף התחלות הבניה למגורים עלה בתשעת החודשים הראשונים של השנה בשיעור של 6.6% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, והסתכם ב-45 אלף דירות (מונחים שנתיים; תרשים 1). נציין שקצב הבנייה הנוכחי אמור לתת מענה לביקוש "הטבעי" במשק- מונח אשר כלל בתוכו בעיקר את הגידול במספר משקי הבית, וכן רכיבים קטנים יותר, דוגמת גרט של מבנים ישנים, וביקוש הנובע מגורמים חיצוניים (למשל, תושבי חוץ וכד'). בהקשר זה אנו שבים ומזכירים את השינוי של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס) בכל הקשור למדידת הגידול במספר משקי הבית (ניתן לראות את הפערים על גבי תרשים 1), המחייב זהירות יתרה בהשוואת הביקוש להיצע בשוק הדיור המקומי. אף אם נתעלם מהשינויים המתודולוגיים הנזכרים מעלה, נראה כי קצב הבנייה הנוכחי איננו נותן מענה לגירעון שנוצר בצד ההיצע במהלך השנים האחרונות; דבר שמשמעותו היא שדחיסור בצד ההיצע צפוי להימשך לפחות עד סוף שנת 2016.

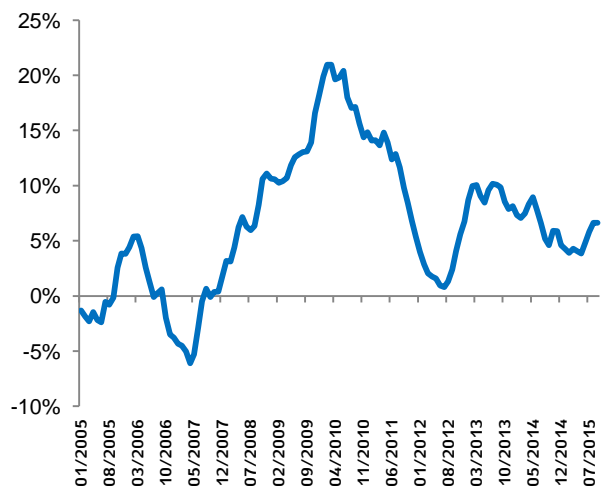
**תרשים 1: התחלות בנייה של דירות חדשות ביזמה פרטית וציבורית  
נתונים מנוכי עונתיות, מונחים שנתיים**



מחירי הדיור, כפי שנמדדו בחודש ספטמבר האחרון, עלו בשיעור של 5.1% בהשוואה לדצמבר 2014, ובשיעור של 6.6% בהשוואה לחודש ספטמבר אשתקד (תרשים 3). אף שמדובר בנתונים חלקיים, נציין כי עלייה זו מצויה בטווח התחזית אותה פרסמנו בסקירתנו בתחילת השנה (עלייה של 2%-9%)<sup>1</sup>. עלייה זו איננה מפתיעה לאור מאפייני השוק בחודשים האחרונים, ובפרט אלו הקשורים לצד הביקוש.

### תרשים 3: מחירי הדיור

שיעור שינוי, חודש מול חודש מקביל אשתקד, מונחים נומינאליים



מלאכת החיזוי באשר לשינויים שיאפיינו את שוק הדיור במהלך השנה הקרובה הפכה מורכבת מאוד; זאת בעיקר נוכח העובדה שתוכנית "מחיר למשתכן"<sup>2</sup> נבחרה להיות השיטה המרכזית באמצעותה ישווקו קרקעות המדינה. להלן מספר נקודות מרכזיות הממחישות את המורכבות הנ"ל:

• **פיזור גיאוגרפי** – העובדה שתוכנית מחיר למשתכן עושה שימוש בקרקעות הנמצאות בבעלותה של המדינה, מגבילה במידה רבה יחסית את פעילותה של המדינה לאזורים פריפריאליים, שאינם בהכרח נותנים מענה למאפייני הביקוש של השוק; שכן עודפי הביקוש אינם דומים בין אזורי הארץ השונים.

• **השהיית החלטות עסקיות מצד היזמים ו/או הרוכשים** – ייתכן וחלק מהיזמים יבחרו "לשבת על הגדר" מתוך רצון לבחון את השפעת התוכנית על השוק, ויקפאו, או אף יבטלו, פרויקטים מתוכננים עד לירידה ברמת אי-הוודאות.

במקביל, ייתכן וחלק מהרוכשים ימתינו למימוש הפרויקטים במסגרת התוכנית; בפרט, באזורים בהם ישנה וודאות למימוש הפרויקטים. כמו-כן, ייתכן והמתנה זו תנבע מתוך תקווה ל"אפקט דומינו" אשר יוביל לירידת מחירים גם באזורים בהם אין צפי למימוש פרויקטים במסגרת התוכנית.

• **מגבלת ייצור** – האצת הבנייה במסגרת תוכנית מחיר למשתכן באה "על חשבון" בנייה באזורים אחרים, ובפרט ב"אזורי הביקוש", שכן היקף גורמי הייצור במשק – עובדים, ציוד, מימון וכד' – הינו מוגבל בטווח הזמן הקצר והבינוני.

• **מגבלות רגולטוריות** – המגבלות הרבות החלות על הרוכשים במסגרת התוכנית עלולות להוריד, דה-פקטו, את היצע הדירות בשוק; דוגמאות לדבר הן אוכלוסיית היעד של התוכנית (בעיקר, צעירים מחוסרי דיור), איסור מכירה של הדירה הנרכשת במסגרת התוכנית השונות במשך מספר שנים ועוד.

• **ריבוי "משקיעים"** – מבנה התוכנית והקריטריונים העומדים בבסיסה עלולים להפוך זוגות צעירים רבים ל"משקיעים", שכן אלו יבקשו לממש את ההטבה שניתנה להם במסגרת התוכנית, וזאת ללא כוונת מגורים אמיתית באזורים בהם הבנייה מתבצעת. נדגיש כי המצב בו אין בישראל מס עיזבון ומס מתנות מאפשר, במקרים מסוימים, העברה בין דורית של עושר על-ידי רכישת דירות בהטבה במסגרת התכניות השונות.

• **תיגו שלילי** – הגבלת מחיר הדירה במסגרת התוכנית, מגדילה את האטרקטיביות של יחידות הדיור הללו בעיני אוכלוסיות היעד השונות. עם זאת, יש לחשוש כי המחיר הנמוך יוביל לתיגו שלילי של חלק מהפרויקטים.

• **(חשש מ) סטנדרט בניה נמוך** – בחלק גדול מהפרויקטים אמורה המדינה, או גוף מטעמה, לפקח על הסטנדרטים אותם קבעה. אמון נמוך בפיקוח מעין זה מצד הרוכשים ו/או אי-עמידה בסטנדרט שהובטח, עלולים להרחיק חלק מהרוכשים הפוטנציאליים בפרויקטים אלו.

• **שינויים בסביבה הפיננסית** – מגבלות ההון במערכת הבנקאית, הערכות חדשות באשר לסיכון הלווים, צעדים מאקרו-יציבותיים מצד בנק ישראל, וכן עליית ריבית המשכנתאות, עלולים לפגוע בהיקף הביקוש.

• **מגבלות תקציביות** – לתוכניות הדיור השונות עלות תקציבית גבוהה. עלות זו נובעת, בין היתר, מאיבוד הכנסות ממכירת קרקעות, כתוצאה מההנחה הניתנת עליהן; מאיבוד הכנסות ממיסים, שכן מחיר דירה מופחת מלווה בהכנסות מיסוי מופחתות; וכן מעלויות פיתוח משמעותיות (הדבר בולט בעיקר במסגרת הסכמי הגג – יותר מאשר בתוכנית מחיר למשתכן). אף שגידול בהיקף התחלות הבניה, כפי שכבר ראינו בשנה זו, צפוי לקזז חלק מהעלויות שצוינו מעלה, אנו מעריכים שיחולו אחד או יותר מהדברים הבאים: יעלו מיסים, יחול קיצוץ רוחבי או שחלק מהתוכניות לא יגיעו לכדי מימוש.

1. "סקירת ענף הבניה למגורים בישראל", שגיב מלכי, מבט לאומי, גיליון מרץ 2015, עמודים 10-12.

2. בתוכנית זו הקבלנים מתחרים על מחיר הדירה הזול ביותר, תוך שמירה על מחיר קרקע נמוך וקבוע.

לסיכום, לאור האמור מעלה, ובהתבסס על נתונים נוספים, אנו מעריכים שהיקף התחלות הבנייה יוסיף להיות גבוה מזה שאפיין שנים עברו וינוע סביב 50 אלף דירות בשנת 2016. עם זאת, נראה כי הממשלה תתקשה לעמוד ביעדים אותם הציבה לעצמה נוכח בעיות מבניות ואחרות מהן סובל שוק זה (למשל, הליכי תכנון ארוכים ומסורבלים; שיתוף פעולה חלקי מצד ראשי רשויות ועוד).

במקביל, אנו מעריכים שהשוק יוסיף ליהנות מביקוש גבוה, שכן המחסור שנוצר במשך זמן רב טרם קוזז, והצרכים "הטבעיים" של המשק עודם תומכים במגמה זו. עם זאת, איננו מאמינים שהביקוש שנמדד בחודשים האחרונים יישמר ברמתו, אלא הוא יצטמצם.

באשר למחירי הדיור (הכוללים את הפרויקטים שביזמת הממשלה), אנו מעריכים שאלו ינועו בשנת 2016 בטווח של 3%~7%:

• הטווח התחתון (-7%) מתבסס על השינוי הצפוי במחירי הדיור כתוצאה מתכנית "מחיר למשתכן", על השלכותיה הרבות, וכן על השינויים המאפיינים לאחרונה את צד ההיצע, ובכללם העלייה המשמעותית במלאי הדירות שנתרו למכירה במסגרת היזמה הציבורית, ודברים נוספים, כגון: ההאצה שחלה בהיקף התחלות הבנייה.

זהו המקום לציין שההערכה באשר לטווח התחתון של התחזית מניחה שהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס) תשמור על שיטת המדידה הרווחת כיום. במידה ולא כך הדבר, והלמ"ס תנטרל מתוך המדגם את הירידה במחירי הדיור, שמקורה בהטבה המוענקת במסגרת תכנית מחיר למשתכן, אנו מעריכים שהטווח התחתון יתקרב לעבר האפס.

• הטווח העליון הנזכר מעלה (3%) נסמך על מספר גורמים, וביניהם: הביקוש "הטבעי" בשוק (כנ"ל); יכולת מוגבלת מצד הממשלה לעמוד ביעדים אותם הציבה לעצמה, הנובעת ממגוון רחב של גורמים (היקף קרקעות מוגבל באזורי הביקוש, מגבלות תקציביות, הליכי תכנון מסורבלים ועוד); מגבלות ייצור (ובכללן, מגבלות מימון), שאינן מאפשרות גידול מהיר יותר של ההיצע; מגבלות סחירות על דירות שירכשו במסגרת תוכנית מחיר למשתכן; ועוד.

בהמשך לאמור מעלה, נציין שאנו מעריכים כי ירידת המחירים, אם תתרחש, תהיה לא אחידה, ותתרחש כך שבאזורי הביקוש המרכזיים (גוש דן והשרון בעיקר), ההשפעה תדעך ככל שתחול התרחקות ממוקדי הבנייה של התוכניות השונות, ואילו באזורים פריפריאליים, ההשפעה תהיה משמעותית יותר.

# מבנה הסקטור העסקי בישראל –

## ניתוח לפי גודל

כתבה: דלית בן-צור, אגף כלכלה

ממצא זה תומך בטענה בדבר היות העסקים הקטנים מנוע צמיחה חשוב של המשק. עם זאת, חשוב לבחון גם את הנתון של סגירת עסקים. על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, 77% מהמשרות שנגרעו מהמשק עקב סגירת עסקים בשנת 2011 היו של עסקים קטנים. לשם השוואה, תרשים 1 מציג נתונים על מספר המשרות שנוספו למשק עקב לידות עסקים, אל מול מספר המשרות שנגרעו ממנו עקב סגירה של עסקים, בחלוקה על פי גודל. מן ההשוואה ניתן להסיק כי מספר המשרות שנגרעות מהמשק עקב סגירה של עסקים קטנים, גדול משמעותית מאלה שנגרעות עקב סגירה של עסקים בינוניים וגדולים. יחד עם זאת, בהסתכלות על השורה התחתונה, מספר המשרות שנוספו למשק בניכוי מספר המשרות שנגרעו גבוה יותר בקרב עסקים קטנים.

### תרומת העסקים לפעילות הכלכלית לפי גודל העסק

מעבר לשינויים במספר המשרות, חשוב לבחון את תרומתם של העסקים למשק דרך תרומתם לסך המשרות, לשכר העבודה, לפריון העבודה ולייצוא.

בשנת 2013 עמד מספר העסקים בישראל על 5,154,498, כאשר קרוב לחצי מהם מעסיקים עובדים. העסקים הקטנים מהווים 92% מסך העסקים בישראל, בעוד העסקים הבינוניים והגדולים מהווים 6% ו-2% בהתאמה. כשבוחנים את התפלגות המשרות על פי גודל העסק מתקבלת תמונה שונה לחלוטין. העסקים הגדולים המהווים שני אחוזים בלבד מסך העסקים במשק, אחראים להעסקתם של 56% מסך השכירים הישראלים. לעומת זאת, העסקים הקטנים המהווים 92% מכלל העסקים, מעסיקים 25% בלבד מכלל השכירים הישראלים. במילים אחרות, העסקים הגדולים והבינוניים מעסיקים את רוב העובדים במשק.

מעבר לכך שהעסקים הבינוניים והגדולים מעסיקים את רוב השכירים הישראלים, נראה כי גם שכר השכירים הממוצע עולה עם גודל העסק. ניתן לחשוב על מספר סיבות לממצא זה, וביניהן: קיומם של ועדי עובדים במקומות עבודה גדולים, וכן פריון גבוה יותר של העובדים. על מנת לבחון את ההשערה השנייה, נבדקו נתונים לגבי ערך מוסף למשרה במפעלים קטנים, בינוניים וגדולים, ואכן נראה כי במפעלים גדולים הפריון לעובד גדול יותר בממוצע. ניתן לומר כי מבחינה זו אכן קיים יתרון לגודל. חשוב לציין כי נתוני הפריון נבדקו רק עבור עסקים המשתייכים לענפי התעשייה, ולא כאלו המשתייכים לענפי המסחר והשירותים.

פריון העבודה הנמוך יחסית בישראל, בהשוואה למדינות OECD אחרות, מהווה סוגיה מאקרו כלכלית בעייתית אשר נידונה רבות באגף הכלכלן הראשי במשרד האוצר, ובהצאותיה של נגידת בנק ישראל. בהשוואה בינלאומית אשר נערכה ב-2012, נמצא כי פריון העבודה של העסקים הקטנים והבינוניים בענפי התעשייה מפגר במידה ניכרת בהשוואה לעסקים הגדולים בישראל (תרשים 2).

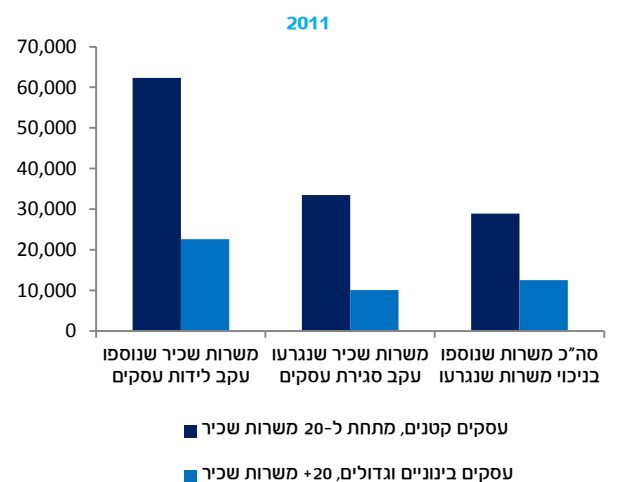
בשנים האחרונות מושכים העסקים הקטנים את עיקר תשומת הלב בכל הקשור לפעילותו של הסקטור העסקי. ביטוי לדבר ניתן, בין היתר, במהלכים שיווקיים של הבנקים השונים, בפעילות משרד הכלכלה והתאחדות התעשיינים וכן בסקירות והשוואות שנעשות על ידי גופים בינלאומיים דוגמת ה-OECD. הטענה המרכזית הינה שלעסקים הקטנים יש פוטנציאל צמיחה גבוה, ורצוי לצמצם את הקשיים העומדים בפניהם בהשוואה לעסקים הגדולים והבינוניים. בסקירה זו יבחנו שני חלקיה השונים של טענה זו: כלומר, מחד, נבחן קריטריונים שונים לדבר היותם של העסקים הקטנים מנוע הצמיחה של המשק, ומאידך נבחן את קיומם של יתרונות לגודל דרך אינדיקטורים שונים, כגון: פריון, עלויות מימון ועוד. הסקירה מבוססת על מקורות מידע רשמיים הכוללים את הנתונים המעודכנים ביותר אשר פורסמו ואשר מתייחסים, ברובם, לשנים 2011-2013. מאחר שלהערכתנו, מבנה המשק לא השתנה באופן משמעותי בשנים האחרונות, כך שאיננו רואים בעייתיות בעובדה שאין מדובר בנתוני השנה – שנתיים האחרונות.

בטרם נמשיך, נציין שבסקירה זו עסק קטן מוגדר כעסק המעסיק פחות מ-20 עובדים; עסק בינוני הוא עסק המעסיק בין 20 ל-100 עובדים; ועסק גדול מעסיק מעל ל-100 עובדים<sup>1</sup>.

### התעסוקה לפי גודל העסק

על פי דו"ח משרד הכלכלה על מצב העסקים הקטנים והבינוניים, רוב מקומות התעסוקה החדשים בישראל נוצרים על-ידי פתיחת עסקים חדשים. כ-75% מהמשרות החדשות שנוצרו עקב "לידה" של עסקים בשנת 2013, נוצרו בעסקים הקטנים.

### תרשים 1: מספר המשרות שנוספו למשק עקב "לידות" עסקים, אל מול מספר המשרות שנגרעו ממנו עקב סגירת עסקים



1. הגדרה זו שונה מהמקובל בעולם, שם נהוג להגדיר עסק גדול ככזה המעסיק מעל 250 עובדים.

## היבטים של סיכון, לפי גודל העסק

עד כה נראה כי אכן קיים יתרון לגודל בכל הקשור ליכולות הייצור של העסקים השונים. מעניין לבחון את קיומם של יתרונות אלה גם בתחום עלויות המימון. טענה ידועה ומוכרת הינה שבעוד שהעסקים הגדולים יכולים לבחור בין חלופות מימון שונות, כגון: הלוואה בנקאית והנפקת אג"ח, מרבית העסקים הקטנים והבינוניים עומדים בפני חלופה אחת בלבד - הלוואה. כתוצאה מכך, הריביות אותן משלמים עסקים הולכות ופוחות בממוצע עם העלייה בגודל העסק. אולם, חשוב לציין שקיימות סיבות נוספות לפער הריביות, כמו, למשל, הסיכון של העסק. אף שיש דרכים רבות לבחון את רמת הסיכון של העסק, אנו נתמקד בשני אינדיקטורים עיקריים. האינדיקטור הראשון הינו שיעור אי השרידות, ואילו השני הינו שיעור ההוצאה בגין הפסדי אשראי. שיעור אי השרידות בקרב עסקים קטנים הינו גבוה משמעותית מזה של עסקים בינוניים וגדולים. בנוסף, כפי שעולה מדו"ח בנק ישראל על מערכת הבנקאות, שיעור ההוצאה בגין הפסדי אשראי מהיתרה הממוצעת של הנכסים וההתחייבויות עבור עסקים קטנים כפול מזה של עסקים בינוניים וגדולים (טבלה 1).

### טבלה 1: שיעור ההוצאה בגין הפסדי אשראי בחלוקה לפי מגזרי פעילות במערכת הבנקאית של ישראל

ממוצע 2012-2014

העסקי	המסחרי	העסקים הקטנים	הבנקאות הפרטית	משקי הבית	ההוצאות בגין הפסדי אשראי מהיתרה הממוצעת של הנכסים וההתחייבויות
0.26	0.2	0.55	0.07	0.22	

כאמור, היות שהעסקים הקטנים הינם מסוכנים יותר, והיות שברוב המקרים אין בידם חלופות לגיוס הון, הריבית הממוצעת אותה הם משלמים עבור הלוואות, גבוה מזו שמשלמים עסקים בינוניים וגדולים. טבלה 2 מציגה את שיעורי הריבית הממוצעים על פי גודל הלווה, כפי שפורסם על-ידי ה-OECD. נתונים אלו מתבססים על הצהרותיהם של חמשת הבנקים הגדולים. מציאות זאת אינה ייחודית לישראל. נוסף כי על-פי הדו"ח השנתי (לשנים 2013-2014) בנושא העסקים הקטנים והבינוניים של ה-European Commission, הגישה למקורות מימון מהווה בעיה מרכזית עבור בעל העסק במידה רבה יותר אצל עסקים קטנים יחסית לעסקים בינוניים.

### טבלה 2: שיעורי הריבית הממוצעים על-פי גודל הלווה ריבית בנקאית במדינות ה-OECD

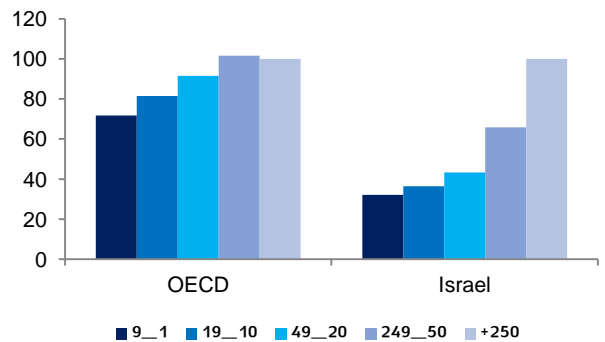
2013	2012	2011	2010	
6.49%	7.21%	7.79%	6.65%	חברות קטנות
4.11%	4.55%	4.47%	4.03%	חברות בינוניות
3.51%	3.62%	3.15%	3.00%	חברות גדולות

Source: OECD, financial statements of the big five banks in Israel

כמו-כן, מיקומם היחסי של העסקים הקטנים, בכל הקשור לפריון העובדים שלהם, הינו נמוך ביחס לממוצע מדינות ה-OECD. מהשוואה זו ניתן להסיק שהדרך להעלאת פריון העבודה צריכה, כנראה, לעבור דרך בחינה מדוקדקת של הסיבות, החסמים והמכשולים העומדים בפני העסקים הקטנים והבינוניים בהגברת הפריון. מעניין לציין כי התמונה משתנה בענפי השירותים. אמנם גם בענפים אלו הפריון לעובד בקרב העסקים הגדולים גבוה יותר מזה של הבינוניים והקטנים, אך ההפרש קטן יותר מזה שקיים בענפי התעשייה, וכן מההפרש שקיים בין העסקים הגדולים לבינוניים והקטנים ב-OECD.

### תרשים 2: השוואת פריון העבודה (ערך מוסף לעובד) של עסקים קטנים ובינוניים אל מול עסקים גדולים בענפי התעשייה בשנת 2012

מדד: פריון העסקים המעסיקים מעל 250 עובדים=100\*



\* הנתונים מוצגים כך שפריון העבודה של העסקים הגדולים (מעל 250 עובדים) מהווה 100%, ופריון העבודה של העסקים בשאר הגדלים מושווים אליו. כמו-כן, חשוב להדגיש שתרשים זה אינו מאפשר השוואה של המדד הפריון בין ישראל ובין ה-OECD, אלא רק של היחס בין הקבוצות השונות בישראל ובמדינות ה-OECD.

הסבר אחד לפער הפריון שקיים בין העסקים הגדולים לקטנים בענפי התעשייה, וכן לתמונה השונה בין ענפי התעשייה והשירותים, עשוי להיות היצוא. היות שמפעלים תעשייתיים גדולים הם לרוב גם יצואנים גדולים, הם עומדים בפני תחרות המחייבת אותם לנקוט בתהליכי שיפור והתייעלות שונים. לרוב יהיו להם גם את הכלים לכך. ואכן יצוא הוא ללא ספק נחלתם של העסקים הגדולים. למעלה מ-90% מסך היצוא התעשייתי של מפעלים עתירי יצוא<sup>2</sup> לשנת 2012 מיוחס לעסקים הגדולים, לעומת 8.5% וכ-1.1%, המיוחסים לעסקים הבינוניים והקטנים, בהתאמה. גם כאן חשוב להדגיש כי הנתונים מתייחסים לענפי התעשייה בלבד. בענפי השירותים לעומת זאת, קיימים עסקים קטנים, למשל עסקים המספקים שירותי תוכנה, בהם אין בהכרח יתרון לגודל, היות שהם אינם נדרשים להשקיע בהון יקר כגון מכונות יצור, כפי שנדרש בענפי התעשייה.

2. מפעלים שבהם ערך היצוא גבוה מ-50% מערך המכירות, וכן אלה שבהם ערך היצוא מסתכם בלמעלה מ-10 מיליון ש"ח בשנה, והוא גבוה ב-25% מערך המכירות.

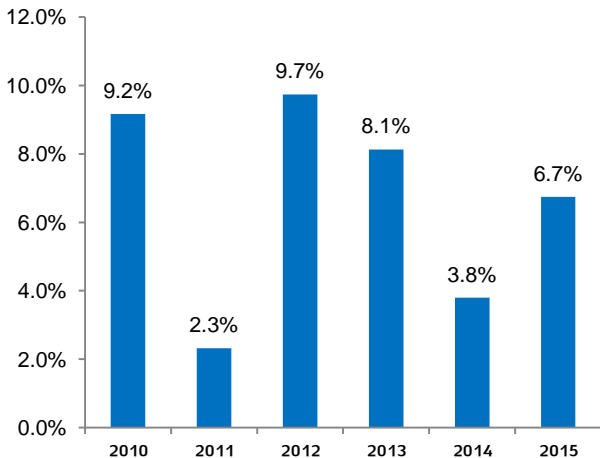
3. שיעור העסקים שנסגרו משנת 2012 עד שנת 2013 מתוך כלל העסקים.

לסיכום, ניתן לומר כי העסקים הגדולים בישראל מובילים במרבית המדדים שנבחנו לעיל: משרות, פריון עבודה, שרידות וכיו"ב. באופן לא מפתיע, נראה כי המשק הישראלי תלוי במידה רבה ביציבותם של העסקים הגדולים, המעסיקים את מרבית העובדים, שהינם בעלי פריון גבוה משמעותית מזה של העובדים בעסקים הבינוניים והקטנים. עם זאת, לא יהיה נכון להקל ראש בתרומתם החשובה של העסקים הקטנים למשק. חשוב לציין כי הניתוח שלעיל מתבסס אך ורק על עסקים המעסיקים עובדים שכירים. ידוע כי חלק גדול מהעסקים הקטנים אינו מעסיקים שכירים, אלא הם בבעלותם של עובד אחד או מספר עובדים שאינם שכירים ("עצמאיים"); על-כן, סביר כי חלק מהנתונים מוטים כלפי מטה בכל הנוגע לעסקים הקטנים.



## תרשים 1: מדד פדיון רשתות השיווק ממוצרי הלבשה וטקסטיל בחודשים ינואר-ספטמבר בשנים שונות

שיעור שינוי בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, נתונים מנוכי עונתיות, מחירים קבועים



נתון נוסף המתיישב עם הגידול במכירת מוצרי הלבשה ומעיד על הביקוש הגבוה למוצרים אלו הוא היקף הרכישות בכרטיסי האשראי. במהלך עשרת החודשים הראשונים של 2015, גדל היקף הרכישה של מוצרי הלבשה בשיעור ריאלי של 8.2% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. הנתון משקף גידול נאה בכמויות הנמכרות של מוצרי הלבשה, בנוסף לגידול בשימוש בכרטיסי אשראי. דבר נוסף שניתן ללמוד מהתרשים הוא שמדובר בקצב גידול גבוה משמעותית בהשוואה לארבע השנים האחרונות, המעיד על ביקושים חזקים יחסית למוצרי הלבשה. חשוב לציין כי למרות הגידול הנאה המשתקף ממדד הפדיון ומכרטיסי האשראי, החל בחודש ספטמבר 2015 ניתן להבחין בירידה במכירות הלבשה והאופנה, נוכח ההסלמה הביטחונית בישראל, שגורמת לצרכנים לבקר פחות במקומות הומי אדם כמו קניונים ומרכזים מסחריים, במיוחד באזורים בהם כלטה ההסלמה. אינדיקציה ראשונית לכך ניתן למצוא בנתוני חברת "ריס" המעידים על ירידה דו-ספרתית בפדיון של חברות האופנה בישראל בחודש אוקטובר, כאשר, באזור ירושלים הייתה ירידה של יותר מ-50% במכירות של חלק מהקניונים ומרכזי המסחר. דבר נוסף שצפוי לפגוע במכירות ברבע האחרון של השנה הוא החורף שהגיע יחסית מאוחר, ומיעוט ימי העבודה בחגי תשרי. גם הנתון של פדיון רשתות השיווק בחודש ספטמבר, והנתון אודות רכישות בכרטיסי האשראי באוקטובר, היו הנמוכים מתחילת השנה, דבר המתיישב עם ההסלמה הביטחונית ומיעוט ימי הפעילות בחודש זה.

היקפו של שוק מוצרי הלבשה וההנעלה נאמד בכ-16 מיליארדי ₪<sup>1</sup>, כאשר 80% מההוצאה הצרכנית הם על פריטי לבוש, ואילו השאר הוצאה על מוצרי הנעלה. ענף האופנה הישראלי מצוי בתהליך ארוך של שינוי מבני המושפע מכניסה מאסיבית של חברות בינלאומיות לשוק הישראלי, מתחרות הולכת וגוברת מצידן של חנויות מקוונות בארץ ובחו"ל, משינוי בטעמי הצרכנים בעקבות המחאה החברתית, מגידול מתמיד ברכישה אינטרנטית, מגידול מהותי בשטחי המסחר והקניונים ומרגולציה המשפיעה על הוצאות השכר.

כחלק מההתמודדות של החברות עם תנאי השוק החדשים אנו עדים בתקופה האחרונה למספר מגמות:

\* הגידול במספר הקניונים ושטחי המסחר בשנה האחרונה, וחוסר הרצון להשאיר את השטחים החדשים למתחרים, גורם "לקניבליזציה"<sup>2</sup> של חנויות סמוכות.

\* מזוגים, שיתופי פעולה ורכישות, הם דבר שבשגרה בענף. גידול במספר המותגים ובשיתופי הפעולה מאפשרים הגדלה משמעותית של הפדיון וכוח מיקוח רב יותר אל מול הקניונים על דמי השכירות ועל המיקום בקניון. דוגמא לשיתופי פעולה מסוג זה: פוקס-נייקי, קסטרו-שורש ורכישת פעילות MANGO על-ידי פוקס.

\* היקף הרכישות באינטרנט של מוצרי הלבשה מצוי במגמת עליה כבר מספר שנים. זהו איום אסטרטגי על רשתות האופנה המסורתיות. לפי מחקר של ענקית התשלומים PAYPAL, היקף הרכישות באינטרנט של ישראלים בשנת 2015 מוערך ב-10.8 מיליארד ₪, גידול של כ-17% לעומת שנת 2014. הקטגוריה המובילה ברכישות של ישראלים באתרים בינלאומיים הייתה קטגוריית האופנה. 58% מהישראלים שקנו באינטרנט ב-2015 קנו פריט מקטגוריה זו. כיום, לרוב חברות האופנה הישראליות אין פלטפורמה מקוונת מתאימה למוצריהן. התפתחות מעניינת בתחום זה היא הרכישה של החנות האינטרנטית הפופולארית, ADIKA, על-ידי חברת גולף בכ-40 מיליון ₪. הרעיון שמאחורי רכישה זו הוא שבמקום לבנות פלטפורמה חדשה, גולף קיבלה פלטפורמה מוכנה ומוכרת עם בסיס לקוחות רחב, שבאמצעותה היא תוכל לשווק גם את המוצרים שלה.

במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2015 גדל ערך המכירות של מוצרי טקסטיל והלבשה ברשתות השיווק בשיעור של 7%. מדובר בגידול נאה המעיד על עלייה בביקוש למוצרי הלבשה וטקסטיל, שמתיישב עם הגידול המשמעותי במספר הקניונים ובשטחי המסחר. בהסתכלות על השנים האחרונות (תרשים 1) ניתן ללמוד כי במהלך השנים 2010-2015 היה (בחודשים ינואר-ספטמבר) גידול ממוצע של כ-7% בפדיון הריאלי של רשתות השיווק ממכירת מוצרי הלבשה וטקסטיל.

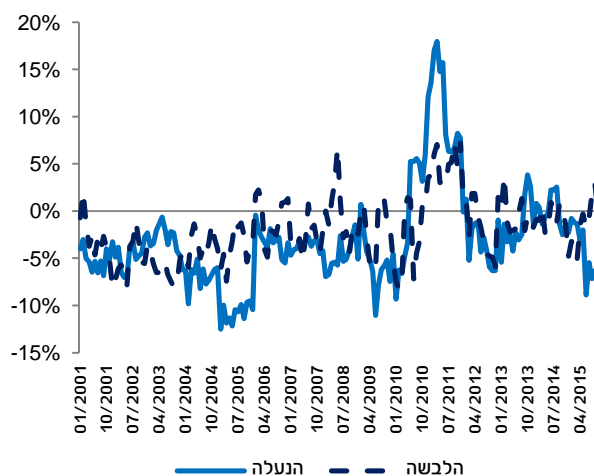
1. לפי נתוני הצריכה הפרטית לשנת 2014.  
2. מצב בו הקמת חנות נוספת של אותה רשת בקרבת מקום לחנות קיימת, "נוגסת" במכירות של החנות המקורית.

תהליך נוסף שצפוי להימשך בתקופה הקרובה הוא "הקניבליזציה" של חלק מהחנויות. ריבוי שטחי המסחר שנוספו לאחרונה, בעיקר קניונים חדשים שנפתחו בערים רבות, בשילוב עם התחרות בענף והרצון העז של החברות "להראות נוכחות" בכל קניון, תורמים לתהליך זה.

אתגר חשוב נוסף שחברות האופנה יצטרכו להתמודד איתו הוא שיפור תנאי השכירות אל מול בעלי הקניונים ושטחי המסחר. לפי ההסכמים כיום, בעלי הקניונים אינם נושאים כמעט בנטל בתקופות שפל, כמו למשל בתקופות של הסלמה ביטחונית, אך נהנים מהפירות בתקופות טובות. כמו כן, נראה כי הרבה פעמים קצב עליית מחירי השכירות בקניונים גבוה מהגידול במכירות של חנויות האופנה. מצב זה לא יוכל להימשך לאורך זמן, היות והוא מטיל עומס רב על השוכרים, ומעביר אליהם את כל הסיכון, בעוד בעלי הקניונים כמעט שאינם מסתכנים. לא מן הנמנע שבטווח הבינוני אנו עתידים לראות שינוי בתנאי ההתקשרות של חברות האופנה אל מול הקניונים ובעלי שטחי המסחר.

מחירי מוצרי ההלבשה הנמדדים במדד המחירים לצרכן עלו במהלך השנה האחרונה בכ-3%, ואילו המחירים של מוצרי ההנעלה ירדו בשיעור של 6% (נתון מנוכה עונתיות). כפי שניתן לראות בתרשים 2, במהלך 2015 חלה "היפרדות" בין שתי העקומות כאשר מחירי מוצרי ההלבשה מצויים במגמת עלייה מסוימת ואילו מחירי מוצרי ההנעלה מצויים דווקא במגמת ירידה. ב-12 החודשים האחרונים נותרו מחירי מוצרי ההלבשה ללא שינוי, ואילו מחירי מוצרי ההנעלה ירדו בשיעור של 8%. לאור רמת התחרות הגבוהה בשוק האופנה, נראה כי קצב עליית המחירים של מוצרי ההלבשה לא יוסיף לעלות באופן משמעותי.

**תרשים 2: מדד מחירי ההלבשה וההנעלה לצרכן**  
שיעור שינוי שנתי, נתונים מנוכי עונתיות



במבט קדימה, התחרות העזה בענף עתידה להימשך בטווח הקצר ובטווח הבינוני. יש לצפות לכך שהמשך התחרות העזה יוביל למיזוגים ורכישות, כאשר רשתות האופנה הגדולות "יבלעו" רשתות קטנות יותר, וינסו להרחיב את פעילותן על-ידי גיוון המותגים שברשותן ועל-ידי פעילות משלימה. תחרות זו תוסיף להטיב בעיקר על העסקים הקטנים והבינוניים בתחום, אשר נאלצים להתחרות ברשתות ענק, דוגמת H&M, פוקס וקסטרו. בהקשר זה ראוי לציין כי גם בשוק הבינלאומי המגמות דומות.

נוסף על-כך, עליית שכר המינימום, שעומד כיום על 4,650 ₪ וצפוי לעלות עד סוף 2017 ל-5,300 ₪, מהווה אתגר לרשתות האופנה, היות שחלק ניכר מהעובדים ברשתות אלו משתכרים שכר מינימום.