

# מבט לאומי

מ ר ץ 2 0 1 5  
התפתחויות כלכליות בארץ ובעולם

## תוכן העניינים

2	<b>התפתחויות כלכליות שוטפות</b>
5	<b>התפתחויות כלכליות בעולם</b>
7	<b>התפתחויות בשוק ההון</b>
10	<b>סקירת ענף הבניה למגורים בישראל</b>
13	<b>תיבה: הבעייתיות בשיטת המדידה של מספר משקי הבית על-ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה</b>
14	<b>ירידת מחירי המזון-הסיפור המרכזי של מדד המחירים לצרכן בשנת 2014</b>
16	<b>כלכלת שוויץ לאן?</b>

עריכה: שגיב מלכי, אגף כלכלה, החטיבה הפיננסית  
פקס: 076-8857375 דוא"ל: [Sagiv.Malki@BankLeumi.co.il](mailto:Sagiv.Malki@BankLeumi.co.il)

הנתונים, המידע, הדעות והתחזיות המתפרסמים בחוברת זו (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 ייעוץ - 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 כדעבד. 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 החוברת, לרבות בנכסים פיננסיים המוצגים בה.

# התפתחויות כלכליות שוטפות

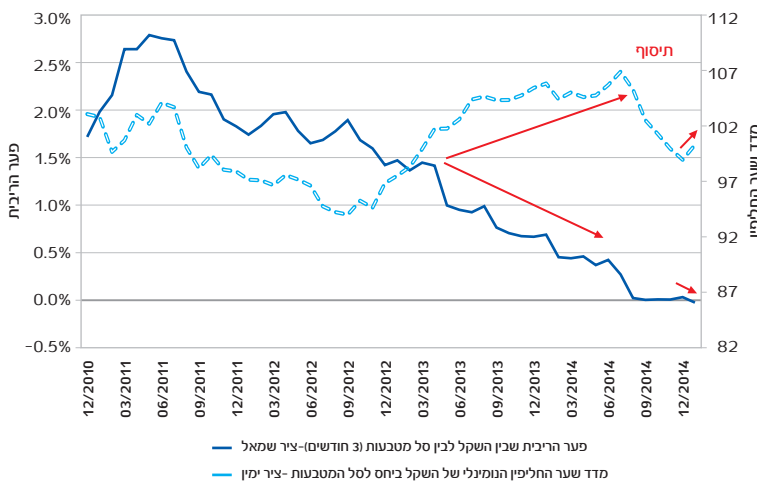
כתב: יניב בר, אגף כלכלה

בהמשך למגמה של החודשים האחרונים; שיעור אינפלציה המצוי ברמות שפל היסטוריות במשקים העיקריים בעולם; מדיניות מוניטארית מרחיבה, הצפויה להימשך לאורך זמן, המונהגת על-ידי מרבית הבנקים המרכזיים העיקריים; ואי-ודאות לגבי מועד תחילת העלאת הריבית בארה"ב.

## בנק ישראל הפחית את הריבית לרמת שפל היסטורית של 0.1% בניסיון לבלום את התחזקות השקל

הועדה המוניטארית בבנק ישראל החליטה ב-23 בפברואר להפחית את הריבית לחודש מרץ ב-0.15 נקודות האחוז, לרמת שפל היסטורית של 0.1%. זאת, בניגוד לציפיותיהם של מרבית החזאים, אשר העריכו כי הריבית תישאר ללא שינוי. מהודעת בנק ישראל ניתן ללמוד כי הגורם העיקרי שהשפיע על החלטת הריבית הוא התחזקות השקל בעת האחרונה. כך, ציין הבנק כי "לאור התגברות קצב הייסוף, והשפעותיו האפשריות על הפעילות והאינפלציה, הפחתת הריבית לרמה של 0.1% היא הצעד המתאים ביותר בעת הזו כדי לתמוך בהשגת יעדי המדיניות". נזכיר כי התיסוף בשקל עלול להחליש את התחרותיות של חברות ישראליות המייצאות את מוצריהן ושירותיהן לחו"ל, מה שעשוי לפגוע בצמיחת המשק.

תרשים 1: פער הריבית של השקל ביחס לסל המטבעות ומדד שער החליפין האפקטיבי של השקל



על פי ההודעה, הפיחות המצטבר בשקל מחודש אוגוסט 2014 נשחק ועומד על 2% בלבד מול סל המטבעות; זאת, בשל תיסוף של 7.6% בשקל מול סל המטבעות מאז חודש דצמבר אשתקד. דהיינו, מגמת הפיחות בשקל שחלה במחצית השנייה של 2014, בין היתר, הודות לפעולות של בנק ישראל במישורים שונים, החזיקה מעמד לפרק זמן קצר ביותר. נציין שמדובר בפרק זמן קצר יחסית לשני אירועי הפיחות הקודמים שהתרחשו בשנים 2008 ו-2011.

להערכתנו, בהנחה שבארה"ב תחול העלאת ריבית ראשונה במחצית השנייה של 2015, יגדל הסיכוי שהעלאת הריבית הראשונה בישראל תתרחש בשליש האחרון של 2015. עם זאת, העלאת הריבית בארה"ב איננה הגורם היחיד שמשפיע על שינוי במדיניות המקומית. לכך צריכים להתלוות המשך השיפור בפעילות הכלכלית במשק, בציפיות העסקים ובקרב משקי הבית, בשילוב עם רוח גבית מצד הכלכלה הגלובאלית. יחד עם זאת, נציין שבמידה ושיעור האינפלציה השנתי יישאר סביב ה-0% פרק זמן ארוך מהצפוי, ובמקביל לא יסתמן שיפור של ממש בפעילות הכלכלית בישראל בחודשים הקרובים, אזי לא ניתן לשלול כי בנק ישראל ינקוט בצעדים מוניטאריים מרחיבים נוספים בטווח הקצר. צעדים אלה עשויים לכלול הפחתת ריבית נוספת (אולי אף לשיעור שלילי) או צעדי הקלה כמותית (Quantitative Easing) נוספים, כפי שכבר עשה בעבר (דרך שוק אגרות החוב בשנת 2008 ודרך שוק מטבע החוץ בשנים האחרונות), ובדומה לצעדים הננקטים כיום בבנקים מרכזיים עיקריים. נדגיש כי מדיניות מוניטארית מרחיבה מדי מגדילה את סיכויי האינפלציה של מחירי נכסים בשוק הדיור ובשוקים הפיננסיים.

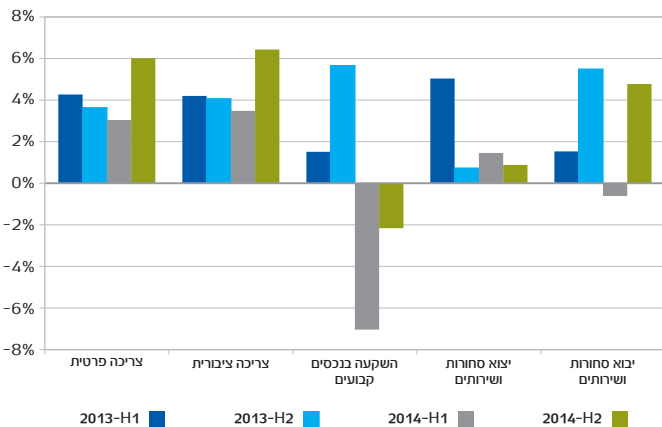
כפי שצינו בעבר, ההשפעה של כלי הריבית על שער החליפין של השקל מול סל המטבעות הינה מוגבלת. ראיה לדבר ניתן לקבל מתרשים 1, המראה כי צמצום פער הריבית לעומת חו"ל משפיע אמנם בטווח הקצר, אולם אינו בולם את מגמת התיסוף בטווח הארוך. הסבר אפשרי לכך הוא שהתיסוף הריאלי שחל מאז שנת 2007 נבע בעיקרו מגורמים בסיסיים אשר אינם רגישים לשינויים בריבית: עודף בחשבון השוטף, ועודף של תנועות הון נכנסות לישראל, שנוצר בעיקר על-ידי כניסה של תנועות הון ישירות של זרים ("FDI"). בנוסף, סביבה תקציבית יציבה, והתגברות ההערכות שגיבושו של הסדר שיאפשר יצוא גז בעשור הבא הינו קרוב, מחזקים את ההשפעה של הגורמים הבסיסיים על שוק מטבע החוץ. להערכתנו, הפתרון לבעיית התיסוף והשפעתה השלילית על היצואנים הישראלים נעוץ בעיקר במדיניות ממשלתית ארוכת טווח השונה מזו שנקטה עד כה<sup>1</sup>.

נימוקים נוספים שציין הבנק בהחלטה להפחית את הריבית הם: אינפלציה שנתית שלילית, אשר נכון לנתוני מדד המחירים לצרכן של חודש ינואר עומדת על מינוס 0.5% (נמוך משמעותית מהגבול התחתון של יעד יציבות המחירים), והירידה בציפיות האינפלציה לכל הטווחים,

1. להרחבה בנושא הקורא/ת מוזמנים לקרוא את "הקמת קרן עושר לאומית לישראל כחלק ממערך ההתמודדות עם תיסוף השקל", ד"ר גיל מיכאל בפמן, פורסם במבט לאומי, גיליון דצמבר 2013, עמודים 10-12.

כלי תחבורה, שהינם עתירי יבוא. מנגד, חלה האטה בקצב הצמיחה של הצריכה השוטפת. הצריכה הציבורית צמחה ב-6.4% במחצית השנייה של השנה שעברה, על רקע העלייה בהוצאות הביטחוניות בתום מבצע "צוק איתן". במקביל, במחצית השנייה של שנת 2014 חלה האטה קלה בקצב הצמיחה של יצוא הסחורות והשירותים, המהווה כשליש מהתמ"ג. עם זאת, יש לציין שהיצוא צמח במידה ניכרת ברביע הרביעי אשתקד. זאת, כתוצאה מהתרחבות היצוא התעשייתי, שמקורה בפחות השקל, בעיקר מול הדולר, בשיפור בפעילות הכלכלית בקרב שותפות הסחר של ישראל (בעיקר ארה"ב) ובהתאוששות בענף התיירות בעקבות השיפור במצב הביטחוני לאחר סיום מבצע "צוק איתן". זאת ועוד, במחצית השנייה של השנה שעברה התמתנה הירידה בהשקעה בנכסים קבועים, שנובעת מעלייה ברביע הרביעי לאחר שלושה רבעים רצופים של ירידות. התמתנות הירידה בהשקעה בנכסים קבועים חלה בעיקר על רקע השיפור בציפיות העסקים בעת האחרונה, אשר תרם לגידול בהשקעה בענפי המשק.

**תרשים 3: רכיבי התוצר המקומי הגולמי**  
שינוי מחציתי במונחים שנתיים, מחירים קבועים, נתונים מנוכי עונתיות



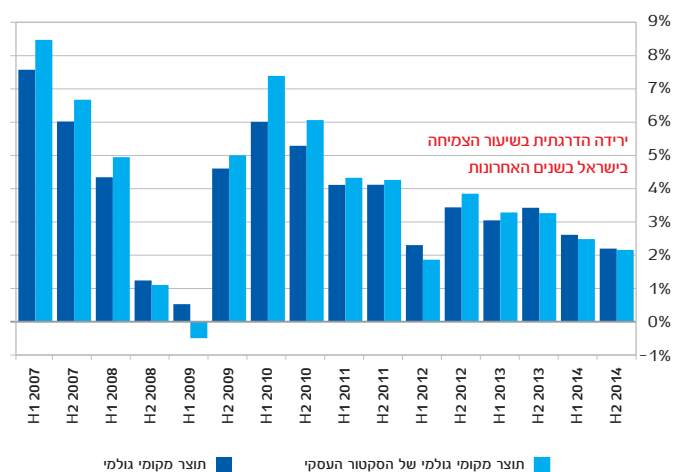
בשנת 2014 צמח התמ"ג בשיעור של כ-2.8%, לפי האומדן הכלול בהודעת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, והוא מעט נמוך יותר מהאומדן הקודם שפורסם בפברואר 2015 (2.9%). במבט קדימה, אנו מעריכים כי בשנת 2015 תחול האצה בקצב הצמיחה לשיעור של 3.5%, על רקע ההאצה הצפויה ביצוא ובהשקעות בנכסים קבועים. נציין כי הצמיחה של הצריכה הפרטית תוסיף לתמוך בצמיחת התוצר. נדגיש שהצמיחה החדה בתוצר ברביע הרביעי אשתקד יוצרת "אפקט קצה", אשר עשוי להוביל לעדכון מסוים כלפי מעלה של תחזית הצמיחה במהלך חודש מרץ. כלומר, רמת התוצר הגבוהה בסוף שנת 2014, בהשוואה לזו הממוצעת בכל השנה, יכולה לדחוף כלפי מעלה את שיעור הצמיחה בשנת 2015.

**אומדני צמיחה גבוהים מהצפוי לרביע הרביעי של 2014, המעידים בעיקר על "תיקון" להשפעות מבצע "צוק איתן"**

האומדן השני של היקף הפעילות הכלכלית במשק הישראלי ברביע הרביעי של שנת 2014 מלמד כי התוצר המקומי הגולמי (תמ"ג) צמח בשיעור של 6.8%, בהשוואה לרביע השלישי אשתקד (במונחים שנתיים, נתונים מנוכי עונתיות). התוצר העסקי, שאינו כולל את תרומת ההוצאה הממשלתית לתמ"ג, וכן את תרומתם של מספר רכיבים נוספים, צמח בשיעור של 8.1%. מדובר בשיעורי צמיחה גבוהים מהצפוי.

שיעורי הצמיחה הגבוהים יחסית מהווים למעשה "תיקון" לצמיחה האפסית בתמ"ג ברביע השלישי של השנה שעברה, שנבעה, ברובה, ממבצע "צוק איתן". יש להתייחס לנתונים הרבעוניים בזהירות מכיוון שמדובר באומדן אשר עשוי להתעדכן בחודשים הבאים. לאור התנדויות בנתונים הרבעוניים, בחנו את הצמיחה בפרקי זמן ארוכים יותר. כך, במחצית השנייה של שנת 2014 צמח התמ"ג בשיעור של 2.2%, במונחים שנתיים, לעומת המחצית הראשונה אשתקד. זאת לאחר צמיחה של 2.6% במחצית הראשונה של שנת 2014. כך, למעשה, קצב הצמיחה של התמ"ג הואט במקצת במחצית השנייה של השנה שעברה. נציין ששינויים אלו דומים למגמה של השנים האחרונות, המראה שכמעט בכל מחצית שנה (לעומת קודמתה) חלה האטה בקצב צמיחת התמ"ג (תרשים 2).

**תרשים 2: תוצר מקומי גולמי**  
שינוי מחציתי במונחים שנתיים, נתונים מנוכי עונתיות



**בשנת 2015 צפויה האצה בקצב צמיחת התוצר**

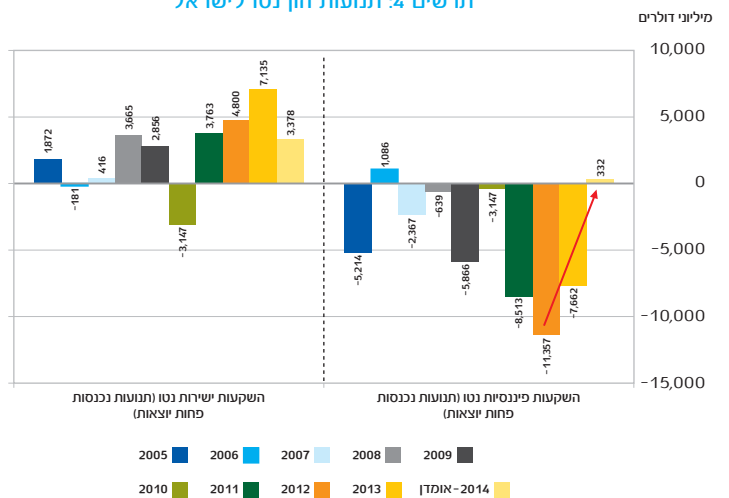
בחינת הרכיבים של סך כול השימושים במקורות (התמ"ג והיבוא) מעידה על כך שהצמיחה נבעה בעיקר מהצריכה הפרטית והציבורית. בתרשים מספר 3 ניתן לראות שהצריכה הפרטית, המהווה את הרכיב הגדול ביותר של השימושים, צמחה במחצית השנייה של שנת 2014 ב-6.0%, על רקע עליה משמעותית בצריכת מוצרים בני-קיימא, בעיקר

בסיכום שנתי, לראשונה מאז שנת 2008 קיים עודף בתנועות ההון נטו (השקעות ישירות והשקעות פיננסיות) אשר הסתכם בשנת 2014 כולה בכ- 3.7 מיליארד דולר, נתון גבוה בראיה היסטורית. נתונים עדכניים שפורסמו לאחרונה מלמדים כי מגמה זו נמשכה גם בחודש ינואר השנה. התפתחות זו, לצד הערכותינו כי העודף בחשבון השוטף יישמר השנה, בהמשך למגמה בשנים האחרונות, מהווה גורם בסיסי התומך ביציבותו של השקל מול סל המטבעות. עם זאת, בעת האחרונה חל פיחות מחודש של השקל מול הדולר, על רקע התחזקות הדולר בעולם, הערכות המשקיעים לגבי התרחבות צפויה בפער שבין הריבית הדולרית בארה"ב לבין ריבית בנק ישראל, ופעולות שביצע בנק ישראל, כגון: עלייה בקצב הרכישות החודשיות של מטבע חוץ. כפי שציינו בתחילת הסקירה, פעולות אלו של בנק ישראל אמנם תומכות בפיחות של השקל בטווח הזמן המידי, אולם בטווח הארוך הגורמים הבסיסיים שצוינו לעיל, בשילוב עם יציבות בסביבה הפיסקאלית, תומכים ביציבותו של השקל.

## בשנת 2014 היה עודף בתנועות ההון הנכנסות, נטו. פוטנציאל הפיחות בשער החליפין של השקל מובל

אומדן ראשוני של היקף ההשקעות הישירות במשק על-ידי זרים ("FDI") הסתכם בכ-7.1 מיליארד דולר בשנה שחלפה; כך עולה מנתונים שפורסמו על ידי בנק ישראל. אומדן זה צפוי להתעדכן בחודשים הקרובים כלפי מעלה עם קבלת נתונים נוספים על עסקאות שנעשו שלא באמצעות מערכת הבנקאות הישראלית. חלק מהשקעות אלו הן השקעות בחברות ישראליות בענפי ההיי-טק. נציין כי בחודש דצמבר האחרון הסתכמו ההשקעות הישירות של זרים בכ-570 מיליון דולרים, כאשר עיקר הפעילות התרכז בענפי הטכנולוגיה העילית והמידע והתקשורת. מנגד, האומדן הראשוני של ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל הסתכם בשנת 2014 בכ-3.7 מיליארד דולר. בסך הכל, אומדן ההשקעות הישירות הנכנסות נטו (תנועות נכנסות על-ידי משקיעים זרים פחות תנועות יוצאות של משקיעים ישראלים) בכל שנת 2014 הסתכם בכ-3.4 מיליארד דולר (תרשים 4).

תרשים 4: תנועות הון נטו לישראל



ההשקעות הזרות הפיננסיות נטו בנכסים ישראלים הסתכמו בעודף של כ-330 מיליון דולרים, לראשונה מאז 2006. בסך הכל, ההשקעות הפיננסיות הנכנסות הסתכמו בכ-8.4 מיליארד דולר בשנת 2014, מזה כ-4.8 מיליארד דולר השקעה באמצעות הבורסה לניירות ערך בת"א- נתון המשקף רמת שיא של ארבע שנים. נציין כי בחודש דצמבר האחרון הסתכמו התנועות הפיננסיות הנכנסות בכ-457 מיליון דולרים, בעיקר על רקע השקעות באגרות חוב של חברות ישראליות הנסחרות בחו"ל, זאת בהמשך למגמה בחודשיים הקודמים. מנגד, בשנת 2014 ההשקעות הפיננסיות של תושבי ישראל בחו"ל הסתכמו בכ-8.1 מיליארד דולר, סכום המשקף רמה מעט נמוכה ביחס לשנה שעברה, אולם דומה לזו של שנת 2012. חודש דצמבר 2014 התאפיין במימושים של השקעות בחו"ל על-ידי המשקיעים המוסדיים הישראליים, בהיקף של כ-1 מיליארד דולר.

# התפתחויות כלכליות בעולם

כתב: אריה טל, אגף כלכלה

## פעילות כלכלית

להיות איטית. יש לציין כי בחודשים האחרונים ישנם סימנים של התאוששות בכלכלת גוש היורו, בהובלת מספר מדינות, ביניהן גרמניה, ספרד ומדינות פריפריאליות נוספות. במידה ומגמה זו תימשך, יתכן שתחזית הצמיחה של כלכלת גוש היורו תתעדכן כלפי מעלה.

- **הסיכונים הפוליטיים בעליה והם עלולים להכביד על הצמיחה:** הסיכונים העיקריים לתחזית הצמיחה קשורים לשינויים פוליטיים וגיאוגרפיים באירופה, הכוללים את: חוסר הוודאות סביב משבר החוב של יוון, והערכות שונות לגבי הישארותה בגוש היורו; בחירות לממשלה שיערכו השנה בבריטניה, ספרד ומדינות נוספות; והמשבר בין רוסיה-ואוקראינה. עליה בסיכונים אלה עלולה להכביד על פעילות ההשקעות והצריכה הפרטית ולגרור לעדכון תחזית הצמיחה כלפי מטה.

## אינפלציה ומדיניות מוניטארית

- **הירידה במחירי הנפט ובמחירי הסחורות גרמו לירידה משמעותית באינפלציה. עקב הירידה בציפיות האינפלציה, ייתכן כי הירידה באינפלציה בפועל לא תהיה זמנית וחולפת:** מגמה משמעותית שאפיינה את הסביבה המקרו-כלכלית בחודשים האחרונים היא המשך הירידה באינפלציה (שיעור השינוי במדד המחירים לצרכן ב-12 החודשים האחרונים), אשר נבעה בעיקר מהירידה החדה במחירי הנפט מאז חודש יולי 2014 וכן מהירידה במחיריהן של סחורות אחרות. ירידות משמעותיות באינפלציה חלו במרבית המדינות המפותחות, ובחלק מהמדינות המתפתחות, בעיקר אלה בהן ייבוא מוצרי אנרגיה וסחורות הינו משמעותי. האינפלציה בארה"ב וגוש היורו ירדה לאחרונה אל מתחת לאפס, והיא צפויה להישאר סביב האפס או מתחת לשיעור זה גם בחודשים הקרובים. על רקע ההערכה שצפויה התייצבות במחירי הסחורות, נראה כי האינפלציה תחל לעלות במחצית השנייה של השנה. יחד עם זאת, יש לציין כי לאור הירידה בציפיות האינפלציה, בעיקר אלה הנגזרות משוק ההון, ייתכן כי ההתאוששות בסביבת האינפלציה תהיה ארוכה.

- **הפחתת ריבית רוחבית על-ידי בנקים מרכזיים רבים בעולם:** בעקבות ירידות המחירים והחששות מפני דפלציה, בנקים מרכזיים רבים הפחיתו את שיעורי הריבית. חלק מהבנקים השתמשו בכלי מדיניות אחרים כדי להפחית את שיעורי הריביות הקצרות והארוכות בצורה משמעותית יותר. למשל הבנק המרכזי של גוש היורו (ה-ECB) הודיע בחודש ינואר 2015 על תכנית הקלה כמותית (Quantitative Easing), בדומה לזו שהונהגה בארה"ב. תוכנית זו תכלול בעיקר רכישות של אגרות חוב ממשלתיות שהונפקו על-ידי מדינות המשתייכות לגוש היורו, וכן נכסים פיננסיים נוספים, זאת במטרה לשמור על סביבת ריביות נמוכה, אשר תגדיל את הנזילות במערכת הפיננסית ותתמוך בצמיחה. בעקבות הסביבה הנמוכה של מחירי הנפט והסחורות, וסביבת הביקושים המתונה בחלק מהמדינות בעולם, ובאירופה בפרט, הריביות צפויות להישאר

- **הפעילות הכלכלית העולמית עלתה מתחילה השנה בהשוואה לרביעי הרביעי בשנת 2014. מהם הגורמים שצפויים לתמוך בהיקף הביקושים בעולם? על-פי מדדי מנהלי הרכש ואינדיקאטורים כלכליים אחרים, העלייה בפעילות בעת האחרונה הובלה על-ידי מספר מדינות, ביניהן ארה"ב, בריטניה, גרמניה, ספרד, הולנד ומספר מדינות מזרח אירופאיות. מנגד, הנתונים לימדו על חולשה בפעילות הכלכלית בצרפת, יוון, ובמספר מדינות מתפתחות, בהן ברזיל, טורקיה, רוסיה ואינדונזיה. יש לציין כי השיפור בחודשים הראשונים של השנה הגיע לאחר האטה מסוימת בפעילות ברביעי הרביעי של השנה שעברה. שיפור זה נובע, בין היתר, מסביבת הריבית הנמוכה בעולם ומהשיפור בשוקי העבודה אשר בא לידי ביטוי בחלק גדול מהמדינות המפותחות, בפרט בארה"ב ובבריטניה. נציין גם שבעת האחרונה שיעור האבטלה בגוש היורו החל לרדת, דבר הצפוי גם כן לתמוך בצריכה הפרטית. הירידה במחיר הנפט מאז חודש יולי השפיעה גם היא על מגמות הצמיחה בחלק ממדינות העולם. נזכיר שמחירה של חבית נפט מסוג WTI ירד לכ-44 דולר, ושב ונסחר לאחרונה סביב ה-50 דולר לחבית; זאת, לעומת מחיר של 107 דולר בתחילת חודש יוני אשתקד (ירידה של יותר מ-53%). ירידה זו היא תוצאה של התמתנות בצד הביקוש מחד, ומעלייה משמעותית בצד ההיצע מאידך, במהלך המחצית השנייה של השנה שעברה. ההתרחבות בצד ההיצע התרחשה עקב עליית התפוקה בארה"ב ובמספר מדינות המשתייכות לארגון אופ"ק, וכן מחזרתה של לוב לשוק הנפט, לאחר תקופה בה מלחמת האזרחים פגעה בהפקת הנפט במדינה. כמו-כן, הירידה במחיר נבעה גם ממדיניותה של ערב הסעודית שלא להקטין את התפוקה, נכון לעכשיו, בניגוד למדיניותה בעבר. הירידה במחיר הנפט, אם תשמר, צפויה לתמוך בגידול של הצריכה הפרטית במדינות רבות בעולם, ולתרום כ-0.5-1.0 נקודות האחוז לצמיחה הגלובלית. עם זאת, יש לציין שהתרומה של הירידה במחירי האנרגיה למדינות העולם אינה אחידה. המדינות המרוויחות מירידה זו הן יבואניות הנפט, דוגמת יפן, הודו וחלק גדול ממדינות אירופה, בהן השיפור צפוי לבוא לידי ביטוי בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, בפעילות העסקית וברווחי החברות. מנגד, המפסידות מירידת מחירי הנפט הן יבואניות הנפט הגדולות, דוגמת חלק מהמדינות המשתייכות לארגון אופ"ק, רוסיה, וונצואלה, מקסיקו, ניגריה, איראן ואחרות. ההרעה במדינות אלו צפויה להתבטא בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, בנטייה לפיחות של המטבע המקומי, בירידה בהכנסות המדינה ובירידה בפעילות וברווחי הסקטור העסקי.**

- **האצה מסוימת בפעילות בשנת 2015:** על פי הערכות עדכניות של קרן המטבע העולמית, כלכלת העולם צפויה לצמוח בשנת 2015 בשיעור של 3.5%, שהינו מעט גבוה יותר ביחס לשיעור הצמיחה בשנה שעברה, אשר הסתכם ב-3.3%. ארצות הברית, בריטניה וחלק ממדינות אסיה הגדולות, צפויות להוביל את הצמיחה הכלכלית בעולם. לעומת זאת, הצמיחה במדינות גוש היורו צפויה

נמוכות מאד, בהשוואה היסטורית, לאורך השנה, ויתכן אף בשנה הבאה.

- **אי בהירות לגבי המועד המדויק של העלאת הריבית הראשונה בארה"ב, אך נראה כי היא תעלה עוד השנה:** הערכה זו נובעת מההתפתחויות החיוביות בפעילות הכלכלית במשק האמריקני בכלל, ובשוק העבודה בפרט, לצד ירידה בסיכוני הצמיחה והסיכונים הפיננסיים. כידוע, גובה הריבית נע כיום בתחום של 0%-0.25%. להערכתנו, הריבית תחל לעלות במהלך המחצית השנייה של השנה; זאת, במידה והאינפלציה תחל לעלות, והבנק המרכזי יעריך כי היא מתקרבת ליעד ארוך הטווח של הבנק המרכזי העומד על 2% לשנה. הריבית צפויה לעלות באופן הדרגתי, כאשר התוואי יקבע בהתאם לנתונים הכלכליים שיפורסמו מעת לעת. אנו מעריכים כי הריבית בארה"ב תעמוד על 0.75% בסוף שנת 2015.

- **בעקבות ההערכות בעולם לגבי "ההתפצלות" הצפויה במדיניות המוניטארית, אשר תבוא לידי ביטוי בהרחבת הפער בין הריבית הדולרית לבין זו של מדינות אחרות, קיימת מגמת התחזקות (תיסוף) של הדולר ביחס לסל המטבעות מאז המחצית השנייה של שנת 2014.** על רקע הנתונים הכלכליים האחרונים והערכות לגבי המדיניות הכלכלית העתידית של מספר מדינות מרכזיות, מגמת התיסוף של הדולר עשויה להימשך, בטווח הקצר לפחות. המשך מגמה זו עשוי לשפר את הפעילות במגזרי הייצוא באירופה וביפן, ולתמוך בעליית אינפלציות "הליכה" (האינפלציה בנטרול רכיבים תנודתיים מסוימים, כגון: נפט וסחורות המזון) במדינות המייבאות מארה"ב. לעומת זאת, התיסוף עלול להכביד במעט על מגזר הייצוא בארה"ב, ולמתן את סביבת האינפלציה, דבר אשר עלול להקטין את מידת הוודאות לגבי עיתוי העלאת הריבית בארה"ב.

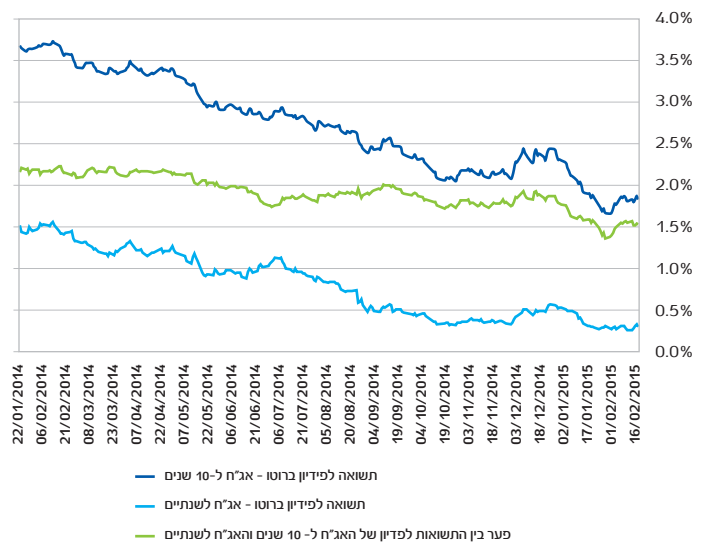
# התפתחויות בשוק ההון

כתב: אריה טל, אגף כלכלה

## שוק אגרות החוב

- מגמת הירידה בתשואות לפדיון בשוק אגרות החוב הממשלתיות בישראל נמשכה בחודשים האחרונים, בהמשך למגמה ארוכת הטווח (תרשים 1). לקראת סוף חודש ינואר 2015 ירדו התשואות לפדיון לרמות שפל היסטוריות. לצד גורמים מקומיים, כמו היקף גיוס החוב הנמוך של ממשלת ישראל בשוק המקומי, וכן הפחתות ריבית במשק על-ידי הבנק המרכזי לרמת שפל היסטורית של 0.1%, היו מספר גורמים חיצוניים משמעותיים שתורמו לרמתן הנמוכה של התשואות לפדיון בישראל.**

תרשים 1: אגרות חוב של ממשלת ישראל  
תשואות לפדיון ברוטו



ההפעלה של מדיניות מוניטארית מרחיבה הם הצמיחה האיטית ו/או ההאטה בפעילות הכלכלית בחלק מהמדינות, וסיכונים שונים, כגון: סיכונים פוליטיים וגיאופוליטיים. גורמים אלה עלולים להכביד על הסנטימנט הכלכלי בעולם, דבר העשוי לתמוך בהמשך מגמה של מעבר לנכסים "בטוחים" יחסית כמו איגרות החוב של ממשלות ארה"ב וגרמניה.

- רוב הגופים הפיננסיים בעולם מעריכים כי הבנק המרכזי של ארה"ב יחל להעלות את הריבית במחצית השנייה של השנה. זאת, על רקע השיפור המתמשך בשוק העבודה, וההערכות לפיהן האינפלציה והציפיות לאינפלציה יתייצבו בחודשים הקרובים. הערכות אלו, המאותתות על שינוי כיוון במדיניות המוניטארית בארה"ב, לא מאפיינות את ההערכות באשר למדיניות המוניטארית במרבית המדינות המפותחות בעולם, שם צפויה מדיניות מרחיבה לאורך זמן ארוך יותר. נציין שההערכות לגבי ההתפתחויות במדיניות המוניטארית, יחד עם הופעת נתונים נוספים חיוביים משוק העבודה, הביאו לעלייה בתשואות לפדיון בשוק אגרות החוב האמריקני בחודש פברואר (לאחר שאלה היו קרובות לרמות שפל היסטוריות), בניגוד למגמה בחודשים הקודמים. כמו-כן, ייתכן והתגברות הציפיות להעלאת ריבית תביא לעלייה במידת התנדויות בשוק אגרות החוב במהלך השנה, אשר עלולה להתאפיין, בין היתר, בעליית תשואות מסוימת, בפרט בחלק הקצר של עקום התשואות.**

- להערכתנו, ההתפתחויות המאקרו כלכליות בעולם, ובארה"ב ואירופה בפרט, יהיו בעלות השפעה דומיננטית על שוק אגרות החוב הממשלתי המקומי בהמשך השנה. עם זאת, קיימים מספר גורמים מקומיים אשר יכולים גם הם להשפיע, וביניהם: התכנית הכלכלית של הממשלה החדשה שתקום לאחר הבחירות בחודש מרץ, והשפעותיה על גיוס ההון הסחיר המתאפיין בהיקף הנפקות נמוך יחסית; כיוון ההתפתחות של שער החליפין של השקל; ומחירי הסחורות והנפט, העשויים להשפיע על סביבת האינפלציה, ומשם על המדיניות המוניטארית.**

- בעת האחרונה חלה עלייה בציפיות לאינפלציה לטווחים השונים (הציפיות הנגזרות משוק אגרות החוב). זאת, בניגוד למגמה בחודשים האחרונים, אשר התאפיינה בירידה מתמדת של ציפיות האינפלציה. העלייה בציפיות החלה לאחר פרסום המדד לחודש ינואר, אשר היה נמוך ביחס להערכות המוקדמות, זאת בעקבות גורמים חד-פעמיים, והערכות כי שיעור השינוי השנתי של המדד יחל לעלות בהדרגתיות במהלך המחצית השנייה של השנה. זאת, על רקע ההתאוששות הצפויה בפעילות הכלכלית, אשר מקבלת ביטוי גם בעת הנוכחית, דחיית מועד יישומן של רפורמות ממשלתיות שונות עד לאחר הבחירות, והשפעות של העלאת שכר המינימום על מבנה העלויות של הפירמות השונות וכן על כושר הקנייה של חלק ממשקי הבית.**

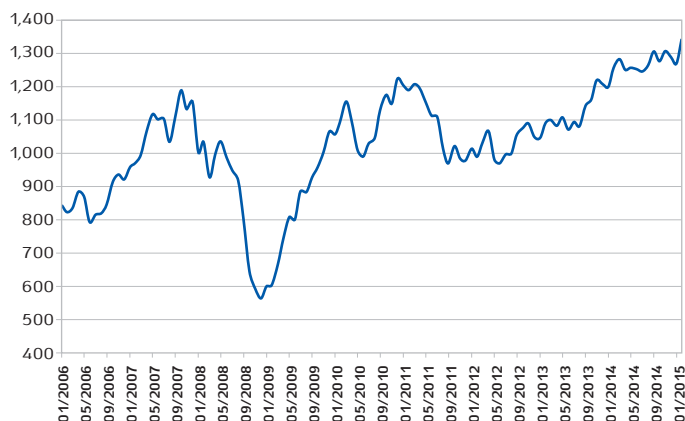
- אם-כן, כפי שנאמר מעלה, מעבר לגורמים המקומיים שתוארו לעיל, מגמת הירידה בתשואות לפדיון בשוק המקומי הושפעה גם מגורמים חיצוניים. אלו כללו את ירידת התשואות לפדיון בעולם, אשר נבעה מהצעדים המוניטאריים המרחיבים שנקטו בחודשים האחרונים על-ידי בנקים מרכזיים בעולם, לרבות ההחלטה של הבנק המרכזי באירופה ליישם את תוכנית ההקלה הכמותית (Quantitative Easing); יתר על כן, הערכות המשקיעים הן שהמדיניות המוניטארית במדינות הדומיננטיות בעולם, מפותחות ומתפתחות, תישאר מדיניות מרחיבה לפרק זמן ממושך. באשר לנקודה האחרונה נרחיב ונאמר שהערכות אלו מתבססות על חולשה בסביבת הביקושים בקרב חלק מהמדינות והירידה המשמעותית באינפלציה במשקים רבים בעולם בחצי השנה האחרונה, אשר הובלה על-ידי ירידת מחירי הסחורות בכלל, והנפט בפרט. בהקשר של האינפלציה, נציין שהאדפטציות המאפיינת את ציפיות המשקיעים הביאה לכך שהירידה באינפלציה לוותה בירידה משמעותית גם בציפיות האינפלציה הנגזרות משוק אגרות החוב, וחיזקה את ההערכות בדבר המשכיותה של המדיניות המוניטארית המרחיבה. כמו-כן, גורמים נוספים שתומכים בהמשך**



## שוק המניות

- **המגמה החיובית הרב שנתית בשוקי המניות נמשכת. מתחילת השנה עלה מדד המניות תל-אביב 100 בשיעור של כ-15.3%. זאת, בהמשך לעליה של כ-10% בשנת 2014, ולאחר שבשנים 2012 ו-2013 עלה המדד בשיעורים של 7.2% ו-15.1%, בהתאמה. בעקבות המגמה החיובית בשוקי המניות בשנים האחרונות, מדד תל-אביב 100 נמצא כיום ברמות שיא היסטוריות (ערכים נומינליים; תרשים 3), בדומה לרמות בהם נמצאים מדדי המניות העיקריים האחרים של השוק המקומי.**

תרשים 3: מדד תל אביב 100

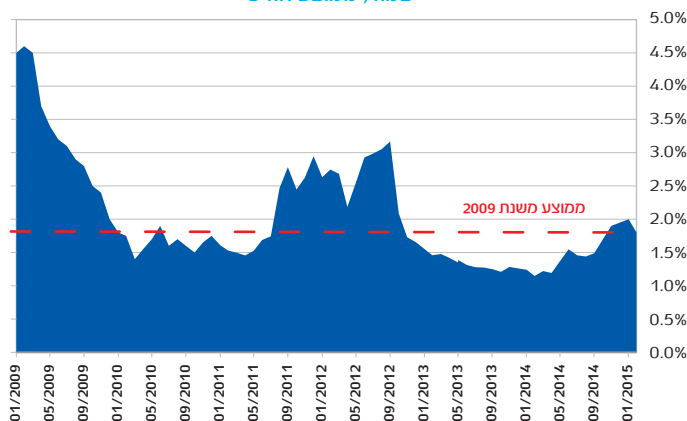


- **המגמה בשוק המניות המקומי הושפעה מהמגמה החיובית בשוקי המניות בעולם, ובארה"ב בפרט. כידוע, המגמה החיובית בשוקי המניות בעולם בשנים האחרונות נתמכת על-ידי ההתאוששות בפעילות הכלכלית בחלק מהמדינות, דוגמת ארה"ב, ועל-ידי המדיניות המוניטארית המרחיבה שהופעלה במרבית המשקים המפותחים בעולם. כפי שצינו למעלה, בעתיד הנראה לעין נראה כי המדיניות המוניטארית המרחיבה תימשך בחלק גדול מהמדינות בעולם. עם זאת, ככל שיגברו ההערכות אודות העלאת ריבית ראשונה בארה"ב, יתכן ונראה עליה במידת התנודתיות בשווקים הפיננסיים. יחד עם זאת, ייתכן ועליה זו תהיה מתונה, שכן העלאת ריבית צפויה להיות תוצאה של מצב מאקרוא כלכלי חיובי, המתבטא, בין היתר, בגידול ברווחי החברות. בנוסף, בשנים האחרונות איתותיו של הבנק המרכזי בארה"ב אודות שינויים צפויים במדיניות המוניטארית מתוקשרים היטב, ולכן נראה כי כבר עתה ההערכות הנוכחיות מגולמות במידה מסוימת במחירי המניות בשווקים.**

- **מדד אגרות החוב הלא ממשלתיות ("אגרות חוב קונצרניות") התאפיין בתנודתיות עם נטייה חיובית מתונה מתחילת השנה (נכון לסוף חודש פברואר); זאת, לאחר שהרביע הרביעי של שנת 2014 התאפיין במגמה שלילית, בעקבות הירידה במחירי אגרות החוב של מספר חברות. ביניהן ניתן לציין חברות הנמנות עם קבוצת IDB, אשר סבלו מהרעה בסביבה העסקית, וכן חברות להן פעילות ענפה ברוסיה, כגון: אפריקה ישראל וחברות מקבוצת פישמן, שנאלצו להתמודד עם ההתדרדרות בכלכלה הרוסית כתוצאה מהסנקציות של מדינות המערב וירידת מחיר הנפט.**

בחודשים האחרונים חל "תיקון" בשוק אגרות החוב הקונצרניות, ומחירי אגרות החוב שבו לעלות. זאת, בין היתר, על רקע ההתאוששות בפעילות הכלכלית במשק, ירידת התשואות לפדיון בשוק אגרות החוב הממשלתיות, ונזילות גבוהה בקרב הגופים המוסדיים, אשר צריכים לעמוד במדיניות ההשקעה של קרנות הנאמנות והפנסיה. בעקבות התחדשות המגמה החיובית בשוק אגרות החוב הקונצרניות בעת האחרונה, פערי התשואות (הפער שבין התשואה לפדיון של אגרת חוב ממשלתית ושל אגרת חוב לא ממשלתית בעלות אותו מח"מ) שבו לרדת, וכיום הפער נמוך מהמוצע ארוך הטווח ועומד על כ-1.8% (תרשים 2). יש לציין כי בחודשים האחרונים בנק ישראל שב וציין שפערי התשואות הנמוכים עלולים להעיד על תמחור חסר של הסיכונים בשוק אגרות החוב הקונצרניות.

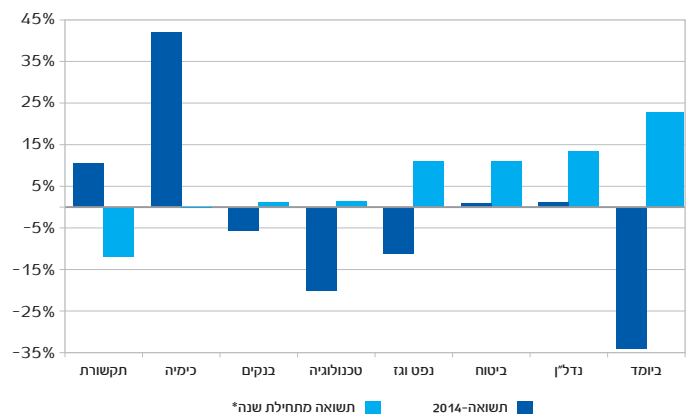
תרשים 2: המרווח בין אג"ח חברות צמוד (תל בונד 60) לאג"ח ממשלתי צמוד, ממוצע חודשי



1. נתוני התשואות בסקירה זו נכונים לתאריך ה-28.02.2015.

- מרבית הסקטורים בשוק המניות הישראלי התאפיינו במגמה חיובית בחודשיים הראשונים של השנה (תרשים 4).** שיעור השינוי הגבוה ביותר נרשם בסקטור הביומד (22.9%). זאת, בהובלת מספר חברות המהוות חלק גדול מהמדד, דוגמת OPKO Health. נציין שעלייה זו מהווה "תיקון" לירידה החדה במדד זה בשנת 2014 בשיעור של 34%. סקטור נוסף שבלט לחיוב מתחילת השנה הוא הנדל"ן, בו נמשכת מגמת העלייה הרב שנתית; בין היתר, בעקבות סביבת הריבית הנמוכה מאד, וחלוקת דיבידנדים על-ידי החברות בענף. סקטור הנפט והגז "תיקן" כלפי מעלה רק במעט מתחילת השנה, זאת לאחר שבשנה שעברה ירד מדדו של סקטור זה בשיעור חד של כ-20%. הגורמים ששיפיעו על הענף, לפחות בטווח הקצר, הם ההתפתחויות במחירי הנפט בעולם, והרגולציה בתחום הגז שתופעל על-ידי הממונה על ההגבלים העסקיים. סקטור נוסף שבלט בעליות שערות הוא סקטור הטכנולוגיה, המושפע מגידול בביקושים מעבר לים, בעיקר מארה"ב ואסיה. זאת, על רקע השיפור בפעילות הכלכלית בקרב חלק משותפות הסחר של ישראל והפיחות בשער החליפין של השקל מול הדולר שחל במחצית השנייה בשנה שעברה. מאידך, מספר סקטורים התאפיינו במגמה שלילית. סקטור התקשורת ירד מתחילת השנה בשיעור החד ביותר ביחס לסקטורים אחרים; זאת, על רקע התגברות התחרות וירידת המחירים בשוקי הסלולר, האינטרנט והטלוויזיה.

**תרשים 4: סקטורים בבורסה בתל אביב שיעורי שינוי**

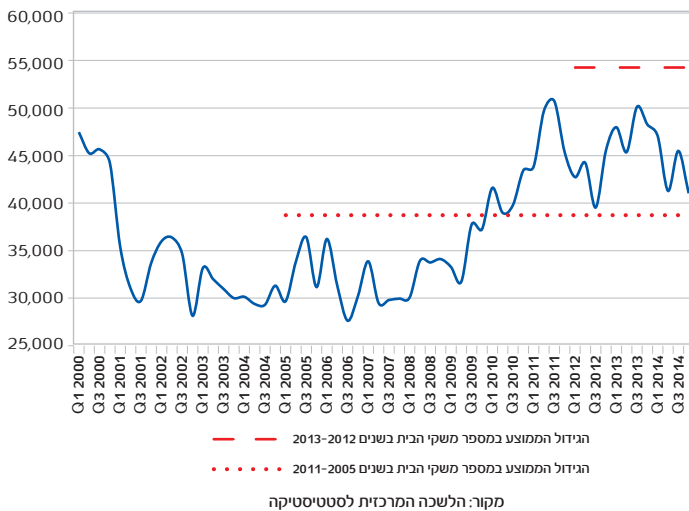


\* עד תאריך ה-28.02.2015

# סקירת ענף הבניה למגורים בישראל

כתב: שגיב מלכי, אגף כלכלה

תרשים 1: התחלות בנייה של דירות חדשות ביוזמה פרטית וציבורית נתונים מנוכי עונתיות, במונחים שנתיים



במבט קדימה, אנו מעריכים שהיקף התחלות הבנייה בשנת 2015 לא יהיה נמוך מזה של שנת 2014, והוא אף עשוי לעלות במעט לכ-45 אלף יחידות דיור. הערכה זו מתבססת על מספר יחידות הדיור שאישר מינהל מקרקעי ישראל בשנה החולפת, וכן על היקף הבניה הצפוי על קרקע פרטית. זאת ועוד, הערכה זו מתחשבת בפרק הזמן החולף מרגע האישור ועד תחילת עבודתו של היזם על יסודות המבנה (שלב 7, המוגדר כ"התחלת בנייה").

כפי שאמרנו בראשית הדברים, בשנת 2014 דובר על יוזמות ממשלתיות רבות בתחום הדיור. בין היתר ניתן לציין את תוכנית "מע"מ אפס", שיטת "מחיר מטרה" ועוד. עקב פירוקה של המשלה והקפאתן של היוזמות השונות, ולאור העיסוק הרב בתחומים אלו בסקירותינו הקודמות<sup>2,3</sup>, סקירה זו מבקשת "להאיר" נקודות אחרות בתחום זה, ולבחון מהם החסמים הקיימים בצד ההיצע של שוק הדיור אשר הביאו אותו למצב בו הוא נמצא.

סקר המגמות של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, המלמד על היבטים שונים בסביבה העסקית של החברות הפועלות בענף (ביקוש, מגבלות אשראי וכד'), מלמד שהבעיות העיקריות של החברות הפועלות בענף הנדל"ן הן המחסור בקרקע זמינה למגורים, הקושי בקבלת היתרים/אישורים והמחסור בעובדים מקצועיים (בעבודות רטובות ולא רטובות).

בשנת 2014 שררה אי-וודאות רבה בשוק הדיור. זאת, בעיקר על רקע הציפיות למימושן של תוכניות ממשלתיות שונות בתחום הדיור, שגובשו במטרה לטפל בבעיות המאפיינות את צד ההיצע של שוק זה. הציפיות הללו השפיעו רבות על הפעילות ברבדיה השונים: בנייה חדשה, קנייה/מכירה של נכסים ורמת המחירים. כך, למשל, הציפייה לאישורה של תוכנית מע"מ אפס הביאה רבים לדחיית החלטות קנייה, מה שגרם לירידה בהיקף המכירות בחודשים אלו. אולם, מיד עם ההחלטה על פירוק המשלה, תוכניות אלו נדחקו הצידה, לכל הפחות עד להקמתה של ממשלה חדשה; כתוצאה מכך חלה עלייה משמעותית בהיקף המכירות, עקב התפרצותו של הביקוש "הכבוש".

היקף התחלות הבניה ירד בשנת 2014 בשיעור של 7.9% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, והסתכם ב-43.6 אלף דירות (במונחים שנתיים; נתונים מקוריים). על-מנת להבין האם היקף הבנייה הנוכחי הינו מספק, אנו צריכים להשוותו להיקף הביקוש "הטבעי" בשוק המקומי-מונח אשר מביא בחשבון בעיקר את הגידול במספר משקי הבית, וכן רכיבים קטנים יותר, דוגמת גרט של מבנים ישנים, וביקוש הנובע מגורמים חיצוניים (למשל, תושבי חוץ וכד'). עם זאת, השוואה זו אינה פשוטה, מכיוון שהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה שינתה בשנת 2012 את אופן המדידה של הרכיב העיקרי, שהוא מספרם של משקי הבית, ובכך הפכה את המשימה, אשר הייתה מורכבת מלכתחילה, לקשה עוד יותר. הרחבה בנושא זה ניתן למצוא בתיבה שכותרתה **"הבעייתיות בשיטת המדידה של מספר משקי הבית על-ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה"** (למעבר לתיבה לחץ/לחצי כאן).

על רקע השינוי בשיטת המדידה של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (כאמור לעיל), נראה שיש לבחון בגישה ביקורתית את תרשים מספר 1, המציג את השינוי במספרם של משקי הבית בהשוואה להיקף התחלות הבנייה הכולל. מחד, נראה כי קצב הבנייה הנוכחי גבוה מהגידול הממוצע במספר משקי הבית בשנים 2005-2011; מנגד, נראה כי קצב הבנייה הנוכחי נמוך מהגידול במספר משקי הבית בשנים 2012-2013. משמעות הדבר היא, ש"הגירעון" שנוצר בצד ההיצע במהלך שנים עברו, המשיך לגדול גם בשנים האחרונות<sup>1</sup>.

2. להרחבה על היוזמות הממשלתיות בתחום הדיור הקוראת/ת מוזמנים לקרוא את "רפורמת ממשלתיות בתחום הדיור-האם אנחנו בדרך לשינוי?", שגיב מלכי, פורסם במבט לאומי, גיליון יוני 2014, עמודים 10-12.  
3. בניגוד לתוכנית מע"מ אפס, אשר בעקבות פירוק המשלה איננה מיושמת, שיטת "מחיר מטרה" נכנסה לשלבי יישום. מידע מעודכן בדבר מאפייני התוכנית ניתן למצוא בהחלטת מינהל מקרקעי ישראל מספר 1416, אשר פורסמה בתאריך ה-8/12/2014.

1. להרחבה בנושא הקוראת/ת מוזמנים לקרוא את "לא עומדים בביקוש: הגירעון בדירות יגדל בקרוב", שגיב מלכי, פורסם ב-15/9/2014 באתר Ynet.  
מצ"ב קישור לכתבה: <http://www.ynet.co.il/articles/0,7340,4571057,00.html>

שתי הנקודות הבאות מעניקות הסבר חלקי לבעיות הנזכרות מעלה:

- הקמת בניין למגורים בישראל אורכת כ-13 שנה בממוצע. ניתן היה לחשוב שמשך הבנייה מהווה נתח משמעותי בתהליך; אולם, משך הבנייה אורך כשנתיים בלבד, ושאר הזמן מוקדש להליכים בירוקרטיים שונים. אלו כוללים חסמים ברמה הארצית, חסמים ברמה המקומית, וכן חסמים בתחום ההתחדשות העירונית:

- ברמה הארצית ניתן לציין, בין היתר, את חלוקת הבעלות על הקרקעות; כך, המדינה מחזיקה בבעלותה כ-93% מהקרקע במדינת ישראל, ואילו היתרה מוחזקת על-ידי גורמים פרטיים, מרביתה באזור המרכז<sup>5</sup>. מבלי להיכנס לפרטים, נאמר שחלוקה זו מגבילה, באופן כזה או אחר, את יכולתן של רשויות התכנון במדינה בבואן לקבל החלטות הנוגעות לשוק זה.

- ברמה המקומית, החסמים מתאפיינים לרוב בניגוד עניינים ברמה המוניציפאלית. כך, למשל, בנייה רוויה (בניינים) מצריכה השקעה תואמת בתשתיות-כבישים, חנייה, חינוך ועוד. השקעה זו כרוכה בעלות רבה, שספק אם תשלומי הארנונה והיטלי השבחה ופיתוח מצליחים לכסותה. מאחר שהכנסותיה של המדינה מבנייה למגורים מופנות לשימושים שונים (לאו דווקא בתחום הדיור), הרי שלמשרדי הממשלה השונים אין תמריץ לעסוק בפיתוח תשתיות אלו. וכך, למרות מחויבותה, החלקית או המלאה, של המדינה לפיתוח תשתיות אלו, נוצרים עיכובים בהעברת הכספים, המטילים חלק גדול מהנטל על הרשות המקומית; זו מצידה מעדיפה לקדם פרויקטים של מסחר ותעשייה, המניבים הכנסות גבוהות יותר, על-פני פרויקטים המיועדים למגורים. כחלק מההתמודדות עם הבעיה, יזמה הממשלה את "הסכמי הגג", המעניקים מימון לבניית התשתיות הנחוצות עוד בטרם החלה בנייתם של פרויקטי המגורים. זאת, בתמורה להתחייבותה של הרשות המקומית לקידום מהיר של פרויקטים אלו. הסכמים אלו כבר נחתמו עם מספר רשויות, כגון: ראש העין, מודיעין ועוד.

- בתחום ההתחדשות העירונית, הכוללת תוכניות דוגמת "תמ"א 38" ו"פינוי בינוי", ניתן לציין את התנגדותן של הרשויות המקומיות מטעמי עומס תשתיתי (כאמור לעיל), וכן את ההיבטים המשפטיים הקשורים לדיור המשותף בישראל, המקשים על יישומן של תוכניות אלו.

- בענף הבינוי קיימים שני סוגים של מקצועות מרכזיים: מקצועות הגמר, דוגמת אינסטלציה וצבע, והמקצועות "הרטובים", דוגמת טיח, ריצוף, טפסנות וברזלנות. במקצועות הגמר, בהם עובדים בעיקר ישראלים, לא קיים מחסור בעובדים, ועל-כן השכר בהם נמוך. לעומת זאת, במקצועות "הרטובים", קיים מחסור בעובדים, המביא, לפי מספר מקורות, את השכר החדשי לבעלי מקצועות אלו ל-20 אלף ש"ח ויותר. נראה כי המחסור בעובדים במקצועות "הרטובים" נובע מכמה סיבות, ביניהן: חוסר רצון של עובדים ישראלים לעסוק במקצועות אלו, נוכח אופיים הסיזיפי ו/או מטעמים חברתיים; כישורים נמוכים המונעים את העסקתו של העובד הישראלי במקצועות אלו; מגבלות נוקשות על "יבוא" עובדים זרים המוכשרים לעבודות אלו ועוד. מחסור זה בעובדים משפיע על השכר, על משך הבניה, ועל עלויות המימון המתפרשות על פרק זמן ארוך יותר. זאת ועוד, העובדה ששכר העבודה כלול במדד תשומות הבניה, משפיעה על קצב עלייתו של המדד, וגוררת כלפי מעלה עלויות שונות המוצמדות לו (למשל, מחיר הדירה).

בצד הביקוש, נציין את נתוני משרד הבינוי והשיכון המלמדים על כך שהיקף מכירתן של דירות חדשות ודירות יד שנייה באחד-עשר החודשים הראשונים של שנת 2014 הסתכם ב-87.5 אלף דירות (95.4 אלף דירות, במונחים שנתיים). מדובר בירידה בהשוואה לסך המכירות בשנתיים האחרונות, ככל הנראה, בעקבות המתנה של רוכשים רבים ליישומן של הרפורמות הממשלתיות השונות, ובפרט ליישומה של תכנית מע"מ אפס. עם זאת, נתונים מהתקופה האחרונה מלמדים על עלייה של ממש בהיקף המכירות, נוכח הקפאתן של רפורמות אלה בעקבות פירוקה של הממשלה.

נתח המכירות של דירות חדשות עומד על כרבע מסך המכירות הכולל. נתונים מקוריים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לשנת 2014 מלמדים על מכירתן של 22.6 אלף דירות חדשות<sup>6</sup> שנבנו ביזמה פרטית וציבורית יחד. מדובר על ירידה של 8.9% בהשוואה לשנת 2013. אולם, כפי שנאמר מעלה, פירוקה של הממשלה לפני מספר חודשים, הביאה להתפרצותו של הביקוש "הכבוש" שנוצר במהלך השנה; כך, נתונים מקוריים לחודשים דצמבר 2014-ינואר 2015 מלמדים על עלייה של 14.6% בהיקף המכירות של דירות חדשות בהשוואה לתקופה המקבילה בשנת 2013.

תרשים מספר 2 מציג את היקף המכירות של דירות חדשות שנבנו ביזמה פרטית, את מלאי הדירות שנותרו למכירה, ואת מספר חודשי ההיצע (נתוני מגמה). כפי שניתן לראות, בחודשים האחרונים אנו עדים להתאוששות בהיקף המכירות, וזאת לאחר תקופה ארוכה של ירידות. נציין שהתאוששות זו בלמה את העלייה המתמשכת במספר חודשי ההיצע<sup>7</sup>. מספר זה עודנו קרוב לטווח "הניטרלי", בו פוחתים הלחצים לעלויות מחירים, אולם ירידה נוספת כלפי מטה של מספר חודשי ההיצע יכולה להתבטא בחידוש הלחצים הללו.

4. הרחבה זו מתבססת, בין היתר, על המקורות הבאים:  
• דו"חות ופרסומים של מנהל התכנון של משרד הפנים.  
• "שוק הדיור בישראל", דוח מצב המדינה-חברה, כלכלה ומדיניות 2014, ד"ר נעם גרנבר.  
• "ענף הבניה והנדל"ן 2014", גלובס בשיתוף עם D&B.  
• מוסף נדל"ן של The Marker, מאי 2014.  
5. להרחבה על נושא הקרקעות הקורא/ת מוזמנים לקרוא את "ענף הבניה למגורים בישראל", שגיב מלכי, פורסם במבט לאומי, גיליון מרץ 2014, עמודים 12-14.

6. ייתכנו פערים קלים בין נתוני משרד הבינוי והשיכון לבין נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, כתוצאה משיטת דגימה שונה. נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מבוססים על דיווחי קבלנים. בעוד נתוני משרד הבינוי והשיכון מבוססים על דיווחים לרשות המיסים.  
7. מספר החודשים שידרשו בכדי למכור את המלאי הקיים בקצב המכירות הנוכחי, וזאת מבלי שתחלנה בנייתן של דירות חדשות.

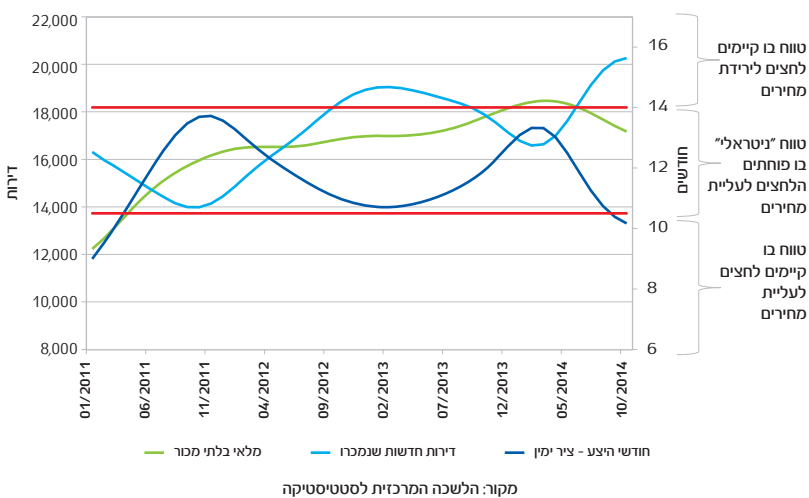
עליית המחירים בשנת 2014 ממשיכה את מגמת העלייה שהחלה בשנת 2007. רמת המחירים הגבוהה היא תוצאה של גורמים רבים, וביניהם: מחירי הקרקעות, חסמים שונים המביאים למחסור בצד ההיצע, מחסור בעובדים, מיסים, אגרות והיטלים ועוד. באשר לנקודה האחרונה, נרחיב ונאמר כי נתח המיסוי (כולל אגרות והיטלים) מגיע לכ-25% ממחיר הדירה.

לסיכום, השנה החולפת אופיינה בפעילות ערה מצד גורמים ו/או מוסדות ממשלתיים, אשר ניסו, על-ידי הוצאתן לפועל של רפורמות שונות, להשפיע (בעיקר) על צד ההיצע של שוק הדירור. זאת, מתוך הבנה כי הפתרון למחירי הדירור הגבוהים טמון בפתרונה של בעיה זו. פעילות זו, אשר גרמה לחלקים נרחבים באוכלוסיה להשהות החלטות רכישה, מתוך תקווה ליישומן של הרפורמות השונות, הביאה לירידה בפעילות במשך השנה החולפת ויצרה ביקוש "כבוש", אשר התפרץ עם פירוקה של הממשלה. במבט קדימה, אנו מעריכים שאי-הוודאות בשוק הדירור תוסיף להיות גבוהה בשנת 2015, שכן קשה להעריך מה יהיה אופייה של הממשלה שתקום, ומה יהיו מעשיה בתחום זה. עם זאת, אנו מעריכים שהציבור יהיה אדיש להצהרות שונות בתחום הדירור מצד גורמים בממשלה, ושינוי של ממש בשוק הדירור יתרחש אם וכאשר רפורמות אלו יצאו אל הפועל.

הערכתנו היא שהשינוי במחירי הדירות ינוע בטווח שבין 2%~9% במהלך שנת 2015. הערכה זו מתבססת על האמור בפסקה הקודמת, וכן על הלחץ הצפוי על מספר חודשי ההיצע (כנגזרת של התחלות הבנייה וקצב המכירות), שכבר עתה קרוב לטווח התומך בעלויות מחירים (מתחת ל-10.0-10.5 חודשים). כמו-כן, אנו מאמינים שעלויות המימון (ריבית המשכנתאות) יוסיפו להיות נמוכות ויתמכו אף הן בשוק הדירור.

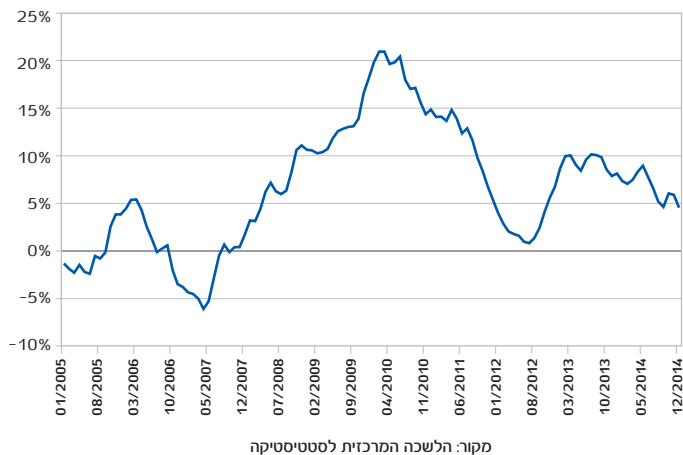
מנקודת מבטנו קיימים שני תרחישים אשר יכולים להשפיע על התחזית הנזכרת מעלה בכיוונים שונים. מחד, עלייה מסיבית של יהודים מארצות אירופה, כתוצאה מהתערעורת הביטחון האישי, יכולה להסיט את טווח התחזית כלפי מעלה. מנגד, תחילת שיוקן של יחידות דירור הנבנות במסגרת שיטת "מחיר מטרה" ו/או "הסכמי גג" בשנת 2015 יכולה להסיט את טווח התחזית כלפי מטה.

### תרשים 2: דירות שנמכרו ביוזמה פרטית (מונחים שנתיים), דירות חדשות שנותרו למכירה, ומספר חודשי ההיצע נתוני מגמה



תרשים מספר 3 מציג את השינוי במדד מחירי הדירות של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (המתבסס על נתונים המועברים למס שבח; ואינו נכלל במדד המחירים לצרכן). מדד זה מציג את השינוי החודשי במחירי הדירור, וזאת לאחר שנוטרלו הטייות הנובעות מהפערים בפרופיל הדירות הנמכרות<sup>8</sup>. ניתוח הנתונים מגלה שבהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד חלה עלייה של 6.6% במחירי הדירות (מוצגת תקופתי) במהלך שנת 2014.

### תרשים 3: מחירי הדירור שיעור שינוי, חודש מול חודש מקביל אשתקד, מונחים נומינאליים, 1993 = 100



8. למשל, מצב בו בחודש מסוים נמכרה כמות גדולה של דירות קטנות, ואילו בחודש שלאחריו נמכרה כמות גדולה של דירות גדולות, יביא לכך שהשוואה פשוטה בין החודשים תצביע על עלייה משמעותית במחירים. המדד הנ"ל, המפורסם על-ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מנטרל הטיית מעין אלו.

## תיבה: הבעייתיות כשיטת המדידה של מספר משקי הבית על-ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

בתדירות חודשית. שינויים אלו הביאו לכך שהגידול הממוצע במספר משקי הבית בשנים 2012-2013 נקבע על כ-54 אלף, וזאת לעומת גידול ממוצע של כ-39 אלף בשנים 2005-2011. כיוון שהמדידה החדשה כוללת רק שנתיים של נתונים, קשה לקבוע האם מספר זה מעיד על מגמה ארוכת טווח.

5. נוסף על הנקודה האחרונה, נציין שמלבד העיסוק הכמותי בהיקף התחלות הבנייה הדרוש במשק המקומי, יש לתת את הדעת למאפיינים נוספים של שוק הדיור, כגון: גודלן של הדירות הנבנות, פיזורן הגיאוגרפי ועוד; שכן, אי התאמת מאפייני הבנייה למאפייני האוכלוסייה יכולה גם היא להביא למחסור בצד ההיצע. בנייה של דירות בעלות חדר אחד בלבד מהווה דוגמה מוקצנת הממחישה את הדברים הנ"ל, שכן היא אינה נותנת מענה לחלק נרחב מהאוכלוסייה. אולם, זהו אינו המקום להרחיב בנושא.

6. נסכם ונאמר כי השימוש בנתוני משקי הבית של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה כמות שהם אינו אילוץ שקשה להימנע ממנו, שכן נתונים מפולחים אודות אוכלוסיית המדגם של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה אינם בנמצא.<sup>1</sup> עם זאת, חשוב להדגיש שהתבססות על נתונים אלו לוקה בחסר, והיא עלולה להביא למסקנות שונות עד מאוד מהצרכים האמיתיים של המשק המקומי. כמו-כן, עולה החשש שבהיעדר הערכה מדויקת אודות הגידול במספר משקי הבית, יקשה עלינו לזהות נקודות תפנית במאזן הביקוש וההיצע בשוק המקומי, היכולות להיות משמעותיות עבור מאפייניו השונים של השוק, דוגמת רמת המחירים.

### [לחזרה למאמר המקורי לחץ/לחצי כאן](#)

1. בהקשר זה נציין את המחקר של בנק ישראל משנת 2012, "אמידת הצורך בדירות הנגזר מהתפתחויות הדמוגרפיות במגזר היהודי", בו נעשה ניסיון לאמוד את היקף הבנייה הדרוש על-מנת לענות על צרכי הדיור של האוכלוסייה היהודית (ואחרים). ללא המגזר הערבי. המחקר עושה שימוש בגישות שונות, ומעניק, בין היתר, אומדן להיקף המחסור בדירות במגזר היהודי, וכן תחזית להיקף הבנייה הדרוש לטובת מגזר זה. כך, לפי אחת הגישות, המחסור המצטבר בדירות בין השנים 2007-2011 הסתכם ב-42 אלף דירות, ואילו היקף הבנייה הדרוש בשנים 2014-2019 היו 35-36 אלף יחידות בשנה (נדגיש שוב, עבור המגזר היהודי (ואחרים) בלבד).

1. הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מגדירה משק בית באופן הבא:

"אדם אחד או קבוצת אנשים הגרים יחד בדירה אחת באופן קבוע ברוב ימות השבוע, ויש להם תקציב הוצאות משותף למזון. הם עשויים להיות קרובי משפחה, לא קרובי משפחה או צירוף של אנשים קרובים ושאינם קרובים."

2. הגדרה זו מביאה לכך שהאומדן למספר משקי הבית בישראל עלול להיות בעייתי. להלן מספר (מצומצם של) דוגמאות הממחישות את הבעיה:

2.1. דירת סטודנטים בעלת שלושה שותפים ייחשבו על-פי הגדרת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לשלושה משקי בית נפרדים.

2.2. זוג, נשוי או לא, הגר עם קרובי משפחתו (למשל, הורים) ואשר אינו משתתף בעלויות הבית (בפרט, בעלויות המזון), אינו נחשב למשק בית נפרד, גם אם הוא מעוניין לעבור לדירה משלו.

2.3. זוג נשוי/ידוע בציבור/גרש וכד', המתגורר יחד, ומנהל תקציב נפרד (בין היתר באשר להוצאות מזון) ייחשב כשני משקי בית נפרדים לצורך העניין.

3. אם-כן, כפי שניתן להבין, האומדן למספר משקי הבית עלול להיות בעייתי, דבר המקשה על גיבוש הערכה מדויקת באשר להיקף הבנייה הדרוש במשק הישראלי. למשל, זוג הגר עם קרובי משפחתו (לפי דוגמה 2.2), ראוי שיכנס למערכת השיקולים בבואנו לקבוע את היקף הבנייה הדרוש.

4. לבד מהדברים האמורים מעלה, שינתה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה את אופן המדידה בשנת 2012. כך, עד לשנה זו, המדידה בוצעה בתדירות רבעונית, והתבססה על מדגם אשר כלל בתוכו מספר ישובים מצומצם. החל משנה זו הורחב המדגם, אשר כולל בתוכו מספר רב יותר של ישובים, והמדידה החלה להתבצע

# ירידת מחירי המזון-הסיפור המרכזי של מדד המחירים לצרכן בשנת 2014

כתבו: דלית בן-צור ומקסים פריאמפולסקי, אגף כלכלה

בחודשים ינואר ופברואר. כמו-כן, ייתכן ובהמשך השנה יחולו הוזלות נוספות בעקבות ביטול אגרת רשות השידור וכניסת חברות נוספות לשוק האינטרנט.

**הצמיחה במשק- על פי הערכה ראשונית של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, במהלך שנת 2014 צמח התוצר המקומי הגולמי הריאלי ב-2.9%. מדובר בהאטה קלה בקצב הצמיחה בהשוואה לשנת 2013, בה שיעור הצמיחה עמד על 3.2%. האטה זו הינה תוצאה של מבצע "צוק איתן" שחל ברביע השלישי של השנה, אשר גרם לירידה בביקושים לחלק מהמוצרים. ירידת ביקושים זו הביאה להוזלות של מוצרים ולמבצעים רבים.**

## סעיפי המדד

בשנת 2014 חלה ירידה במחירי המוצרים הנמנים עם שישה מסעיפי המדד, ומנגד חלה עליית מחירים בשלושה סעיפים בלבד. ירידות מחירים חדות יחסית היו בסעיפי הפירות והירקות (9.3%), הלבשה והנעלה (3.7%), ריהוט וציוד לבית (3.6%) ומזון (2.6%). בעוד שעליית המחירים המהותית ביותר הייתה בסעיף הדיור (3.1%). נציין שירידת מחירי המזון בולטת במיוחד, נוכח העובדה שמחירי המזון עלו ברציפות (שיעור שינוי שנתי) משנת 1983-השנה הראשונה המופיעה בפרסומי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

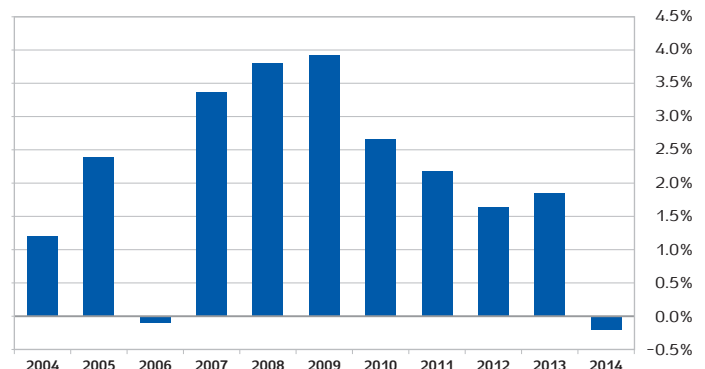
בחינת התרומה האפקטיבית של הסעיפים השונים, מלמדת כי לסעיף הדיור הייתה את ההשפעה המהותית ביותר על המדד בשנת 2014. בנטרול סעיף הדיור, המדד היה יורד בשיעור חד יותר של 1.4%. מנגד, תרומה משמעותית לירידת המחירים הייתה לסעיפי המזון והפירות והירקות, אשר תרמו כל אחד כ-0.3% לירידת המדד.

## מחירי המזון (ללא פירות וירקות)

כאמור, מחירי המוצרים הכלולים בסעיף המזון ירדו (תרשים 2), דבר אשר היווה הפתעה לאחר שנים רבות של עליות. נראה כי השפעתם של מספר גורמים חברה יחדיו והביאה לירידת מחירים זו. בדומה לסעיפים אחרים במדד כמו הלבשה והנעלה וריהוט וציוד לבית, גם סעיף המזון הושפע מגורמים כמו ייסוף המטבע וירידת מחירי הסחורות בעולם. יחד עם זאת אפשר למנות גורמים נוספים שהשפיעו על מחירי המזון, כגון: התגברות משמעותית של מידת התחרות בענף הקמעונאות, שהתבטאה במבצעים אגרסיביים והורדות מחירים, ומדיניות ממשלתית שכללה פיקוח על מחיריהם של מספר מוצרים. לצד גורמים אלו נראה שהייתה התגברות בעוצמת המודעות הצרכנית בעקבות המחאה כנגד יוקר המחיה. נציין שבחודש ינואר 2015 נמשכה מגמת הירידה של מחירי המזון, כך שהמחירים ירדו בשיעור של 0.2% בהשוואה לחודש הקודם. במבט קדימה, נראה כי התנאים הנוכחיים בשוק המזון, הכלולים, בין היתר, תחרות עזה, מהלכים רגולטוריים, מודעות צרכנית

בשנת 2014 ירד מדד המחירים לצרכן בשיעור של 0.2%. זהו שיעור נמוך משמעותית מהיעד של יציבות המחירים של הממשלה שעומד על 1%-3%, והוא גם נמוך בהשוואה לתחזית המוקדמת, מראשית 2014, של הגופים הכלכליים ושל שוק ההון. כפי שניתן לראות בתרשים מספר 1, במהלך השנים האחרונות יש מגמה של ירידה בקצב האינפלציה בישראל. מעניין כי קצב עליית המחירים הממוצע בעשור האחרון (2004-2014) הוא בדיוק 2%, במרכז התחום של יעד יציבות המחירים; אם כי סביב מספר זה טווח התנודות גדול מאוד ונע בין 3.9%~0.2%.

## תרשים 1: התפתחות האינפלציה בישראל במהלך העשור האחרון לצמבר מול דצמבר שנה קודמת



ירידת המחירים בסעיפים השונים הושפעה מאוסף של נסיבות, וביניהן: שינויים מבניים והגברת התחרות בענפים שונים-למשל, בענפי המזון (עליו יורחב בהמשך), המסחר, ההלבשה והסלולר.

סביבת אינפלציה נמוכה בעולם-ישראל היא משק קטן ופתוח, ולכן אינה מנותקת מהשפעות עולמיות. שנת 2014 אופיינה בסביבת אינפלציה נמוכה, ולעיתים אף שלילית, באירופה, בארה"ב ובחלק גדול מהמדינות המתפתחות. כלומר, שיעור אינפלציה נמוך, ואף שלילי, בישראל, אינו מהווה תופעה חריגה בהשוואה למדינות מפותחות אחרות. בהקשר זה נציין את ההתפתחויות בשווקים הגלובליים, כמו ירידת מחירי המזון והתוצרת החקלאית, וכן את צניחת מחיר הנפט, אשר תרמו גם-כן לירידת המחירים בשוק המקומי דרך מרכיב מחירי היבוא, מחירי חומרי הגלם לתעשייה ומחירי הדלק.

השפעות רגולטוריות-בניגוד לשנת 2013, בה הייתה עלייה בשיעור המע"מ שתרמה למדד כ-0.2%-0.4%, וכן עליות במחירי אחזקת הדירה, סעיף הכולל את מחירי המים החשמל והארנונה, שתרמו אפקטיבית<sup>1</sup> למדד כ-0.4%, במהלך שנת 2014 לא היו העלאות מיסים מיוחדות, והממשלה דווקא תרמה לירידת מחירים על-ידי הוזלת מחירי המים והכנסת מוצרי מזון מסוימים לפיקוח מחירים. עם זאת, חשוב לציין את העלייה במחירי התחבורה הציבורית, אשר קיזזה באופן חלקי את ההשפעות הללו. יש לצפות לכך שבמהלך שנת 2015 תגדל תרומתה של הממשלה לירידת המחירים, כתוצאה מירידת מחירי המים והחשמל

1. התרומה האפקטיבית= משקל הסעיף במדד כפול שיעור השינוי של הסעיף

במבט קדימה, אנו מעריכים כי קצב עליית המחירים יהיה מתון מאוד גם במהלך שנת 2015, כאשר ליוזמות ממשלתיות להורדת יוקר המחיה צפויות להיות השפעות מהותיות (מחיר החשמל, מחיר המים, ביטול אגרת רשות השידור ועוד). חלק מהשפעות אלה ניתן כבר לראות במדד ינואר, בו ירדו מחירי המים, ובמדד פברואר, אשר צפוי לתת ביטוי לירידה במחירי החשמל והביצים. נוסף לכך, גם להתפתחויות במחיר הנפט העולמי צפויה השפעה שקשה לחזותה כרגע. מנגד, אנו מעריכים שתימשך העלייה במחירי השכירות שתדביק, ככל הנראה, את קצב העלייה במחירי הדירות, מתוך הנחה ששיעור התשואה בשתי האפשרויות צריך להשתוות.

#### שינוי משקלות סל מדד המחירים לצרכן וסקר הוצאות המשפחה

אחת לשנתיים מעדכנת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה את המשקלות של קבוצות המוצרים המרכיבות את סל הצריכה, והמשמשות לבניית מדד המחירים לצרכן. זאת, על מנת שישקף בצורה טובה יותר את סל הקניות של הצרכן הממוצע. עדכון הסל שהתבצע בינואר 2015 (לוח 1) נעשה בהתאם לתוצאות סקר הוצאות המשפחה לשנים 2012-2013.

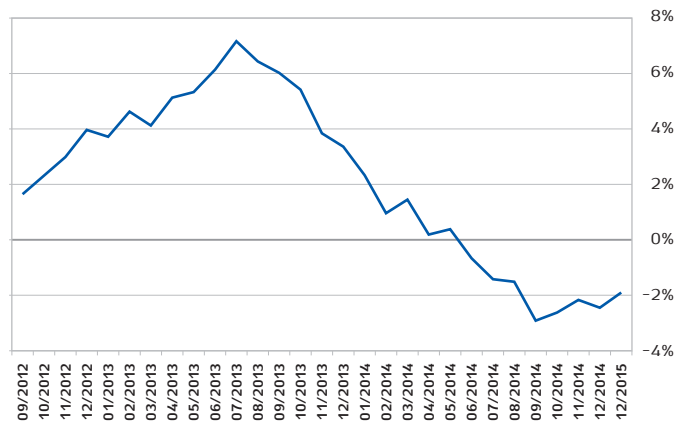
#### לוח 1: משקל הסעיפים המרכזיים במדד המחירים לצרכן

סעיף	משקל ינואר 2013	משקל ינואר 2015
מזון	13.63%	13.85%
ירקות ופרות	2.29%	2.85%
דיוור	25.22%	24.75%
אחזקת הדירה	9.67%	9.86%
ריהוט	3.74%	3.61%
הלבשה והנעלה	3.05%	3.15%
בריאות	5.22%	3.65%
חינוך, תרבות ובידור	11.68%	12.03%
תחבורה ותקשורת	20.62%	19.68%
שונות	4.25%	4.55%

מעניין לראות שחרף העלייה במחירי הדירות, משקל הדיוור בסל של שנת 2015 דווקא ירד. הסבר אפשרי לכך הוא ירידה במשקלם של בעלי הדירות בדגימה. הסבר זה מתיישב עם החלוקה המשנית של סעיף הדיוור, כאשר, משקלו של תת סעיף שירותי דיוור בבעלות ירד, ואילו משקלו של תת סעיף שכר דירה עלה. לירידה זו במשקל של סעיף הדיוור בסל של שנת 2015 צפויה, ככל הנראה, השפעה ממתנת על המדד; שכן, המחירים הכלולים בסעיף זה מצויים במגמת עלייה בשנים האחרונות. ממצא מעניין נוסף הינו עליית משקלם של סעיפי הבריאות והחינוך, זאת כנראה בעקבות עליית מחיריהם של השירותים הכלולים בהם. חשוב לציין כי בשנת 2014 סעיפים אלו היו הסעיפים היחידים, למעט דיוור, בהם הייתה עליית מחירים.

גבוהה, ירידה במחירי האנרגיה ומעבר לשימוש בגז טבעי, יוסיפו לתמוך במגמה זו של ירידות מחירים בתחום המזון. עם זאת, הרווחיות הנמוכה של קמעונאיות המזון, שצפויה להיפגע כתוצאה מעליית שכר המינימום בחודש אפריל, יכולה להביא לכך שפירמות בענף ינסו למתן את ירידות המחירים, ובמידת האפשר, אף יפעלו להעלאתם.

#### תרשים 2: שיעור שינוי שנתי של סעיף המזון (ללא פרות וירקות)



מחירי הפירות והירקות-סעיף הפירות והירקות הינו סעיף מאד תנודתי, ולכן, למרות משקלו הקטן במדד (כ-2.9%) השפעתו על שינויים במדד המחירים גדולה יחסית. במהלך שנת 2013 עלו מחירי הפירות והירקות הנמדדים בשיעור של 11.7% וכך תרמו אפקטיבית 0.3% לעליית המדד. לעומת זאת, בשנת 2014 ירדו המחירים בשיעור של 9.1% ותרמו לירידה אפקטיבית של 0.3% במדד המחירים. הירידה במחירי הפירות והירקות נובעת מכמה סיבות, ביניהן: התחרות העזה בין רשתות השיווק שגורמת להן לקיים מבצעים והוזלות מחירים בתחום הפירות והירקות, וכן ירידה בהיקף הייצוא של ירקות לרוסיה, לקראת סוף השנה. זאת, בשל ההרעה הניכרת במצבה הכלכלי של רוסיה, שהביאה לצמצום בהיקף היבוא שלה. כך נוצרו לעת עתה עודפי היצע של חלק מהירקות בשוק המקומי, אשר ככל הנראה יורידו את מחירי הפירות והירקות גם בחודשים הקרובים. במבט לטווח רחוק יותר, בהיעדר הביקוש המשמעותי של השוק הרוסי, והביקוש המתון מלכתחילה של שווקים חלופיים לתוצרת ישראלית, יתכן שהחקלאים יבחרו לצמצם את היקף הגידולים בעונות הבאות; דבר זה עלול להביא לעליית מחירים בסעיף זה.

התחזיות השנתיות של הגופים הכלכליים השונים באשר לשיעור השינוי במדד המחירים לצרכן בשנת 2014 היו רובן ככולן רחוקות משיעור השינוי בפועל. כל התחזיות, שנערכו בסוף שנת 2013 ובתחילת שנת 2014, צפו עלייה שנתי של 1.5%-1.9% במדד. בפועל, המדד ירד בשיעור של 0.2%, כאמור מעלה. יש לציין כי האינפלציה נמצאת במגמת ירידה זה מספר שנים, וקיימת אפשרות שסביבת האינפלציה תמשיך להיות נמוכה גם במהלך השנה הקרובה.



# כלכלת שוויץ לאן?

כתב: יניב בר, אגף כלכלה

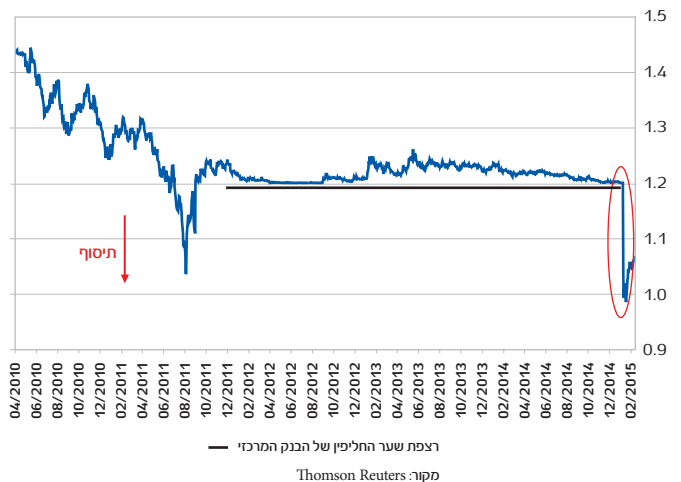
## התפתחויות אחרונות

ביטול "רצפת" שער החליפין של הפרנק השוויצרי (CHF) מול האירו, צפוי להשפיע באופן שלילי על הפעילות הכלכלית במדינה. הכלכלה השוויצרית צלחה את המשבר של השנים האחרונות בצורה טובה בהשוואה לשאר מדינות אירופה. למשל, בשנת 2013 צמח התוצר המקומי הגולמי בשיעור גבוה יחסית של 1.9%, לעומת שיעור צמיחה שלילי של 0.4% בגוש האירו, ועל-פי נתונים שפורסמו לאחרונה, נראה כי שיעור הצמיחה בשנת 2014 היה דומה.

לאחרונה פורסמו נתונים התומכים בגידול בהיקף הצריכה הפרטית. כך, שיעור האבטלה עמד על 3.5% בינואר השנה לעומת 3.4% בדצמבר אשתקד. העלייה המתונה בשיעור האבטלה נמשכת מאז אוקטובר 2014, אולם שיעור זה עודנו נמוך בהשוואה בינלאומית. כמו-כן, מדד "אמון" הצרכנים עלה משמעותית בחודשים הראשונים של שנת 2015 לעומת החודשים האחרונים של שנת 2014. נתונים אלה מעידים על אופטימיות יחסית בכל הקשור למצבם הכלכלי של משקי הבית, אשר, בשילוב עם הירידה במחירי הנפט, עשויים להגדיל את היקף הצריכה הפרטית.

מנגד, פורסמו נתונים המעידים על חולשה בענף הייצור מתחילת 2015. כך, מדד מנהלי הרכש ירד בחדות בחודשים הראשונים של השנה, ולימד על התכווצות בפעילות התעשייתית, לצד ירידה בביטחון העסקים לרמת שפל; זאת, ככל הנראה, על רקע החלטה המפתיעה של הבנק המרכזי השוויצרי (SNB) על ביטול "רצפת" שער החליפין של הפרנק השוויצרי מול האירו (תרשים 1).

תרשים 1: התפתחות שער החליפין של הפרנק השוויצרי מול האירו

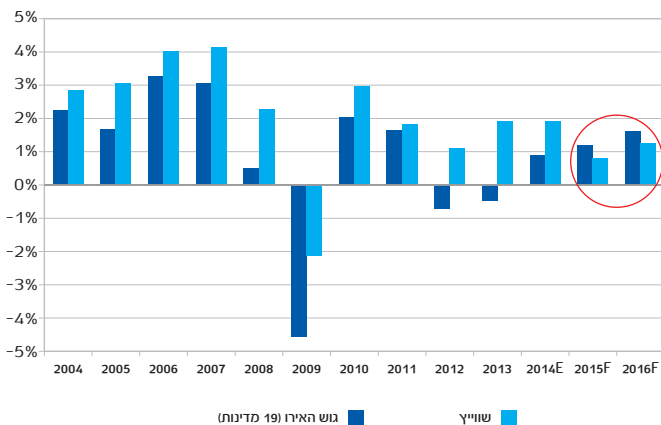


ב-15 בינואר השנה ביטל הבנק המרכזי של שוויץ באופן מיידי את "רצפת" שער החליפין מול האירו, שעמדה על 1.20 (פרנק לאירו) מאז ספטמבר 2011. זאת על-ידי הפסקה מיידי של רכישות מטבע החוץ על-ידי הבנק המרכזי, שסייעו בהשגת יעד זה. בהודעתו מסר הבנק המרכזי כי אין הצדקה להמשיך ולהחזיק ב"רצפת" שער החליפין מול האירו, בין היתר, בשל הפיחות החד שחל בשער האירו מול הדולר, אשר גרר גם את הפרנק לפיחות מול הדולר. על פי הערכות של גופים פיננסיים שונים, יתרות מטבע חוץ גבוהות מאד (המהוות כ-60% תמ"ג) תרמו גם הם להחלטה הדרמטית. עוד על פי ההערכות, הבנק צפה למעשה כי לא יוכל לעמוד עוד בהיקף רכישות מטבע החוץ הנדרש לאכיפת משטר שער החליפין אותו קבע. זאת נוכח ההרחבה הכמותית בגוש האירו, היקף תנועות ההון הנכנסות, מתוקף תפיסתה של שוויץ כ-"safe haven", וכן על רקע הסיכונים הקיימים ביוון וברוסיה. עם זאת, במטרה למתן את השפעות המהלך על שער החליפין, הפחית הבנק את הריבית על פיקדונות למינוס 0.75%.

## תחזית לפעילות הכלכלית בשנת 2015

בשנת 2015 צפויה האטה בפעילות הכלכלה השוויצרית (תרשים 2), בעיקר על רקע פגיעה במונעי הצמיחה-היצוא וההשקעות. היצוא שמהווה חלק מהותי מסך התוצר המקומי הגולמי השוויצרי, ייפגע, ככל הנראה בצורה משמעותית, בשל התיסוף החד שחל בפרנק השוויצרי (CHF) אל מול המטבעות המובילים, ובעיקר מול האירו. שכן, רוב היצוא של שוויץ מופנה למדינות גוש האירו. נציין שפגיעה זו עשויה להתמתן מעט על-ידי העלייה החזויה בקצב הצמיחה של הצריכה הפרטית בקרב משקי הבית במדינות היעד, שהן שותפות הסחר של שוויץ, בעיקר על רקע הירידה החדה במחירי הנפט. חולשה זו ביצוא צפויה להוביל לפגיעה גם בהיקף ההשקעות; שכן, יתכן וחלק מהיצואנים יורידו מחירים במטרה לשמור על נתחי השוק שלהם, רווחיהם יפגעו, והם יבחרו להשקיע פחות. במקביל, רמת ניצולת ההון של החברות בשוויץ קרובה לממוצע ההיסטורי, דבר המעיד על כך שלא קיים מחסור בהון באופן כללי, מה שאינו תומך בהגדלת היקף ההשקעות.

תרשים 2: תוצר מקומי גולמי - שוויץ מול גוש האירו  
שיעור שינוי שנתי, מחירי 2010, במונחי מטבע מקומי



מקור: Eurostat ותחזיות של Bloomberg Consensus, המעודכנות לתאריך ה-25.2.2015

במקביל, התחזקות הפרנק צפויה להניע את האינפלציה עמוק יותר אל התחום השלילי, בין השאר בשל המשקל הניכר (27%) של המוצרים והשירותים המיובאים בתוך המדד. ירידת מחירים זו יכולה לשפר את כוח הקניה של משקי הבית, דבר שיתמוך גם הוא בקצב הצמיחה של הצריכה הפרטית בשנה הבאה, כאמור מעלה.

נציין שרוב הגופים הפיננסיים "חתכו" את תחזיות הצמיחה של שוויץ לשנת 2015. יחד עם זאת, נדגיש כי מדובר בכלכלה חזקה ויציבה בעלת משמעת פיסקאלית ויחס חוב תוצר נמוך מאוד (מתחת ל-50%). כמו-כן, הדירוג של שוויץ נותר "מושלם".

#### מדיניות מוניטארית ואינפלציה

על רקע המגמה השלילית במדד המחירים לצרכן של שוויץ בשנים האחרונות, התיסוף החד בשער החליפין של הפרנק השוויצרי מול המטבעות העיקריים, וההרחבה הכמותית בגוש האירו, יש להניח שהמדיניות המוניטארית המרחיבה של הבנק המרכזי לא תיפסק בקרוב. על רקע תיסוף הפרנק השוויצרי, הירידה במחירי היבוא, ועל-אף המדיניות המוניטארית המרחיבה המונהגת בשוויץ, מתמודדת המדינה מאז אוקטובר 2011 עם מגמה שלילית במדד המחירים לצרכן. על-פי הבנק המרכזי, תחזית האינפלציה לשנת 2015 היא מינוס 0.1%, נכון לדצמבר 2014. תחזית זו לא לקחה בחשבון את הירידה במחירי הנפט ואת התיסוף בשער החליפין, אשר צפויים להוביל לירידה נוספת במחירי היבוא, ולכן יש לצפות לכך שהתחזית תתעדכן כלפי מטה בקרוב. מנגד, לירידה במחירי הנפט צפויה השפעה חיובית על הצמיחה הגלובלית, ולכן תהיה לה השפעה חיובית על כלכלת שוויץ. הבנק המרכזי הודיע כי הוא מחויב ליעד של יציבות המחירים, וכי הוא יביא בחשבון את שער החליפין בעת גיבושה של המדיניות המוניטארית שלו ובמידת הצורך הוא אף ישוב להתערב בשוק מטבע החוץ. במקביל, הפחתת ריבית הבנק המרכזי לשיעור שלילי אמורה לפגוע באטרקטיביות של הנכסים הפיננסיים הנקובים בפרנק שוויצרי, ולכן תפחית את הלחץ לתיסוף הפרנק. עם זאת, על פי ההערכות, הפחתת הריבית לא תספיק כדי לשלוט בתיסוף של הפרנק, ואם הבנק המרכזי יחפוץ בהיחלשות של שער החליפין, הוא יידרש להתערב פעם נוספת. במבט קדימה, נראה כי המדיניות המוניטארית תוסיף להיות מדיניות מרחיבה, השומרת על שער ריבית נמוך לאורך זמן, בדומה למדיניות המונהגת בגוש האירו.