



# התפתחויות כלכליות שוטפות

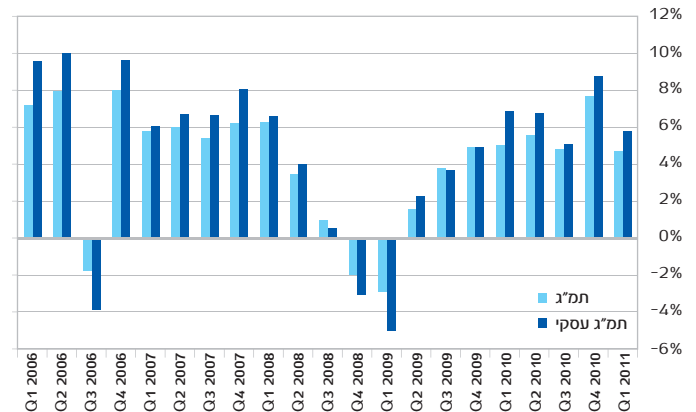
כתבה: שגית כהן, אגף כלכלה, החטיבה לכספים ולכלכלה

## צמיחה כלכלית

התוצר המקומי הגולמי צמח ברבע הראשון של 2011, בשיעור ריאלי של 4.7% במונחים שנתיים

לפי אומדני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, עלה התוצר המקומי הגולמי ברבע הראשון של שנת 2011, בשיעור ריאלי של 4.7%, במונחים שנתיים, בהשוואה לרבע האחרון של 2010 והתוצר העסקי עלה בשיעור ריאלי של 5.8%, במונחים שנתיים (נתונים מנוכי עונתיות). האינדיקטורים הכלכליים השונים שהתפרסמו מאז ראשית השנה, הצביעו על כך שהפעילות הכלכלית ממשיכה להתרחב במהירות יחסית והם תמכו בהעלאת התחזיות של גופים שונים ובהם תחזית הצמיחה של בנק ישראל. תחזית הצמיחה של לאומי, לשנת 2011, הועלתה אף היא ל- 4.7%.

תרשים 1: הצמיחה במשק הישראלי במונחים ריאליים נתונים רבעוניים, מנוכי עונתיות, רבע מול רבע קודם, מונחים שנתיים



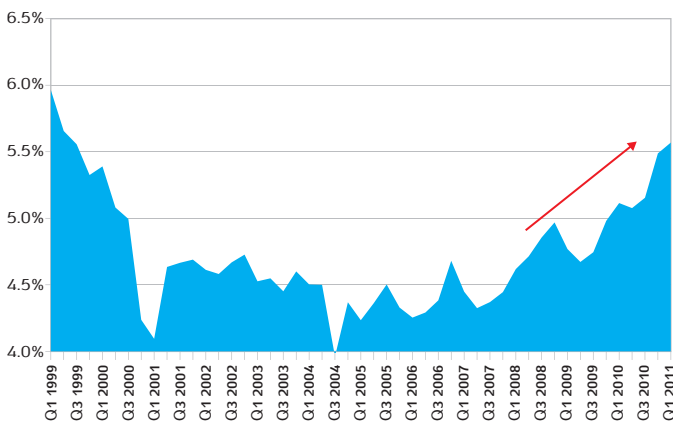
אחד הרכיבים, אשר הפתיע לטובה, למרות ההתחזקות של שער החליפין הריאלי של השקל, הנו יצוא הסחורות. רכיב זה עלה ברבע הראשון של 2011 בכ- 30% במונחים שנתיים. זאת, לאחר ירידה של 4.2%-1.7% ברבע השלישי והרביעי של 2010, בהתאמה (במונחים שנתיים ובמחירים קבועים, מ"ע). יצוא השירותים עלה בשיעור מתון יותר בהשוואה לרבע הקודם, בשל העלייה המתונה ביצוא השירותים העסקיים, המהווה 80% מיצוא השירותים. יש לציין כי מדובר ברכיב, אשר נפגע במידה פחותה במהלך המשבר האחרון, בשל רגישותו הנמוכה יותר לשינויים במחזורי העסקים. נוסף, שכמעט מחצית מהעלייה ביצוא השירותים, מוסברת ע"י העלייה בשירותי התיירות, זאת, בעקבות המשך הגידול בכניסת תיירים לישראל.

גידול ביבוא כתוצאה מצמיחת הביקושים המקומיים

הגידול ביבוא הסחורות והשירותים, נמשך כצפוי ברבע הראשון של 2011. עלייה זו תואמת את הגידול שחל ברכיבי הצריכה הפרטית במיוחד ברכיב צריכת בני קיימא וכן את הגידול בהשקעות בנכסים קבועים (המבוססים במידה משמעותית על יבוא). זהו ביטוי להמשך הגידול בביקושים המקומיים, המשקפים אופטימיות של משקי הבית והעסקים באשר למצב הכלכלי. בתחום ההשקעות נציין את ההשקעה בבנייה למגורים, אשר שיעורה בתוצר עלה ל- 5.6%, כפי שניתן לראות בתרשים מספר 2. זאת, בהשוואה לשיעור ממוצע של 4.4% בשנים 2000 - 2007.

נתון זה מצביע על האצה בתרומה של ענף הבנייה לפעילות הכלכלית במשק. הדבר מבטא רמה גבוהה של התחלות בנייה, העשויה לתת מענה הולם לביקושים הגבוהים בשוק תוך הפחתת הלחץ על מחירי הדיור.

תרשים 2: השקעה בבנייה למגורים כאחוז מהתוצר נתונים רבעוניים, מחירים שוטפים

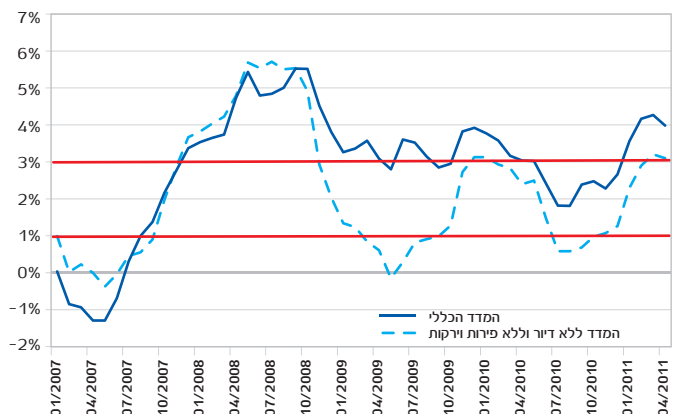


## אינפלציה ומדיניות מוניטרית

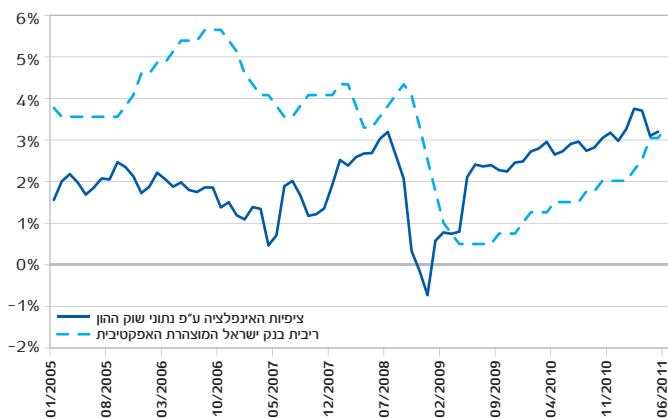
מדד המחירים לצרכן עלה בחודש אפריל ב- 0.6%

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש אפריל ב- 0.6% וכפי שניתן לראות בתרשים מספר 3, האינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים מסתכמת ב- 4% וחורגת מיעד יציבות המחירים (3%-1%). יחד עם זאת יש לציין כי האינפלציה מתחילת השנה מסתכמת ב- 1.3% מצב שאינו חריג בהשוואה לשנים שקדמו למשבר האחרון (לפני 2009). נוסף ששיעור עליית המחירים של המדד ללא דיור וללא פירות וירקות, נמוך משמעותית משיעור עליית המדד הכולל ומצביע על תרומתם של סעיפים אלו, במיוחד סעיף הדיור, לחריגה של האינפלציה מיעד יציבות המחירים, עד כה.

תרשים 3: מדד המחירים לצרכן והמדד ללא דיור וללא פירות וירקות שיעור שינוי ב- 12 החודשים האחרונים



**תרשים 4: ריבית בנק ישראל והאינפלציה הצפויה לשנה קדימה ע"פ נתוני שוק ההון**



מדיניות זו תומכת בצמיחה של הביקושים המקומיים, במיוחד הביקושים הגבוהים בשוק הדיור ובתחום הצריכה של מוצרים בני קיימא. אלה האחרונים מושפעים גם מחוזקו של השקל. בראייה קדימה, אנו מעריכים כי בנק ישראל יאיץ את קצב העלאת הריבית, בהשוואה לעבר. נראה כי בשלב זה, בו המשק מתקרר לתעסוקה מלאה ופער התוצר הולך ונסגר, זהו תהליך ההולם את מצב המשק.

אשר למחירי הדיור נציין כי סעיף שירותי דיור במדד (המבוסס על המחירים של חוזי שכירות מתחדשים), שומר מאז ראשית 2010 על קצב עלייה שנתי קבוע יחסית של 5% - 7% ובכך סעיף זה תורם כ-1.5 נקודות אחוז לשיעור עליית המחירים השנתי. סקר מחירי הדיור, המבוסס על נתוני רשות המסים ואשר אינו נכלל במדד, עלה מאז 2007 בקצב מהיר בהרבה מזה של סעיף שירותי הדיור שבמדד. נתון זה משקף ירידה בשיעור התשואה השוטפת (הרמה השנתית של שכר הדירה ביחס לשווי הדירה) למשקיעים בדירות למגורים, בשלוש השנים האחרונות, בממוצע כלל ארצי. זאת, כפועל יוצא מכך, שערך הדירות עלה בשיעור גבוה בהרבה, משיעור העלייה בדמי השכירות החודשיים. סקר מחירי הדיור האחרון שפורסם (מדד פברואר), מצביע על כך שמחירי הדיור ממשיכים לעלות בקצב דו ספרתי תוך התמתנות. בראשית 2010 עלה המדד המבוסס על סקר מחירי הדיור בשיעור שנתי של כ-22% ובחודש אפריל 2011 קצב עלייתו השנתי הסתכם בכ-14%. מגמה הדרגתית זו צפויה להערכתנו להימשך ולכך צפויה לתרום הירידה במשקלם של המשקיעים בשוק הדירות למגורים, בין השאר, על רקע צעדים בהם נקט משרד האוצר. נוסף שלפי נתוני משרד האוצר, משקל המשקיעים בשוק הדירות למגורים ירד, מכ-30% ב-2009 ו-2010 לכ-25% בינואר 2011. רמה נמוכה אשר נשמרה גם בחודש פברואר.

**ריבית בנק ישראל לחודש יוני עלתה ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 3.25%**

בנק ישראל הודיע ב-23 למאי כי שיעור הריבית לחודש יוני יעלה ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 3.25%. בהחלטת הריבית של בנק ישראל ניכר משקלם של נתוני הצמיחה הטובים של המשק ובהם רמת הביקושים המקומיים הגבוהה. בנק ישראל מציין בהודעתו כי "נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון מתיישבים עם צמיחה גבוהה מהתחזית האחרונה של חטיבת המחקר בבנק ישראל, שעומדת על 4.5% לשנת 2011". משמעות הדבר היא שבכדי להגיע לצמיחה שנתית של כ-4.5%, הרי שבשלושת הרבעים הקרובים צריך המשק לצמוח בקצב שנתי של כ-2.5% בלבד (כל רבע לעומת קודמו). כמו כן, מציין בנק ישראל כי "נתוני התעסוקה מצביעים על המשך ההתרחבות והתקרבות לרמה של תעסוקה מלאה". מכאן ניתן ללמוד, שעל אף החשיבות של הביקושים המקומיים כמנוע צמיחה של המשק, בנק ישראל אינו מעוניין בהתחממות יתר של הביקושים, אשר יוסיפו ללחצים האינפלציוניים הקיימים. כפי שניתן לראות בתרשים 4, ריבית בנק ישראל נמוכה משמעותית מסביבת הריבית "הנורמאלית" אותה הגדיר בנק ישראל בדוח השנתי האחרון שלו כרמה של 4% - 5%. זאת כאשר, ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון עמדו בחודש מאי על 3.2%, דהיינו מעל לגבול העליון של יעד יציבות המחירים (3% - 1). רמתה של הריבית הריאלית, מצביעה על כך שהמדיניות המוניטארית עדיין מרחיבה מאוד ובפרט לאור מצבו הטוב של המשק.

# התפתחויות כלכליות בעולם

כתבה: אירה דיאמנדי, אגף כלכלה, החטיבה לכספים ולכלכלה

## ארה"ב

בהקשר זה ראוי להזכיר את תוכנית ההרחבה המוניטארית השנייה (ה-QE2) של הבנק הפדרלי, אשר עתידה להסתיים בחודש יוני 2011. במסגרת תוכנית זו, התחייב הפד לרכוש איגרות חוב ממשלתיות בהיקף של כ-600 מיליארדי דולרים. בכך, הפך לקונה המשמעותי ביותר בשוק החוב הממשלתי, דבר שאפשר לממשלת ארצות הברית לגייס חוב במחיר נמוך, ובמקביל לנהל מדיניות פייסקאלית מרחיבה, במטרה לתמוך בכלכלה בתקופה של יציאה מהמשבר. כעת, כשהתוכנית קרובה לסיום, קשה לדמיין קונה בודד כה גדול לחוב האמריקאי, שייכנס לנעליו של הבנק הפדרלי. על כן, אנו מעריכים כי הממשלה תיאלץ בהמשך לצמצם את היקף הנפקותיה באופן משמעותי, ובמקביל לבצע קיצוצים נרחבים בתקציבה. יתכן שהירידה בהוצאות הממשלתיות ברבע הראשון של 2011 היא בהחלט ביטוי ראשון למדיניות הפייסקאלית המרסנת.

מה יקרה למחיר החוב (הריבית לטווח ארוך)? זו שאלה שמרבים לשאול לאחרונה. האם התשואות של אגרות החוב הממשלתיות של ארה"ב יעלו בעקבות "יציאת" הפד מהשוק? לכאורה ניתן היה לחשוב כי יציאתו של קונה גדול מהשוק תגרוור ירידה בביקושים, ובהתאם לכך ירידה במחירי האג"ח. אולם, להערכתנו, הסבירות לעלייה משמעותית בתשואות בשנה הקרובה, הינה נמוכה.

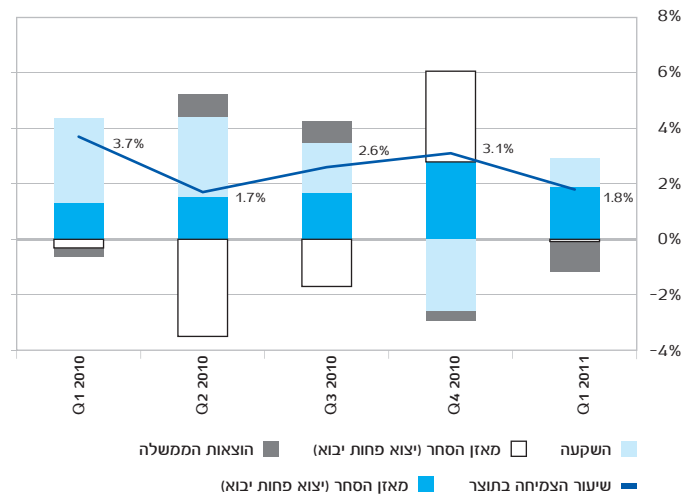
### תרשים 2: שיעורי התשואה לפדיון על אג"ח של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים



החל בשנות ה-80 המוקדמות, אנו עדים למגמה של ירידה מתמשכת בשיעורי התשואה לפדיון של אג"ח ממשלת ארצות הברית (ראה/י תרשים 2). פירוש הדבר הוא שבמשך שלושת העשורים האחרונים הפך החוב האמריקאי לזול יותר. יתר על כן, גם בתקופת המשבר, כאשר התעוררו ספקות באשר לחוסנה הכלכלי של ארצות הברית, רבים מצאו מפלט באיגרות החוב הממשלתיות של המעצמה הכלכלית הראשונה - התוצאה הייתה ברורה: מחירי האג"ח המשיכו לעלות במקביל לירידת התשואות לפדיון.

ברבע הראשון של שנת 2011 חלה האטה בקצב ההתרחבות של הכלכלה האמריקנית. בתקופה זו, צמח המשק האמריקני בקצב של 1.8% (במונחים שנתיים), קצב צמיחה נמוך במיוחד אם מביאים בחשבון את העובדה שהמשק עדיין נמצא בשלבים של התאוששות מהמשבר (תקופה שבה היינו מצפים להאצה בשיעורי הצמיחה). ההאטה בצמיחה נבעה ממספר גורמים, ביניהם, היחלשות הגידול בצריכה הפרטית וכן הירידה בהוצאות של ממשלת ארצות הברית כפי שניתן לראות בתרשים 1.

### תרשים 1: התרומה הריאלית של מרכיבי התוצר לצמיחת המשק האמריקאי (נתונים רבעוניים, במונחים שנתיים, נתונים מנוכי עונתיות)



מקור הנתונים: Bureau of economic analysis - US department of commerce, עיבודי אגף כלכלה

ההתפתחות המדיאנה, בשלב זה, היא התמתנות העלייה בהוצאותיהם של משקי הבית - אלו היוו מאז ומעולם מנוע צמיחה חשוב עבור המשק האמריקני. עם זאת, לא ניתן לומר שהדבר הוא מפתיע. ציינו בעבר, כי רמת האבטלה הגבוהה במקביל לשחיקה בהכנסות הריאליות, וכן תנאי הרקע בשוק הנדל"ן למגורים (שכינתיים אינו מראה סימני התאוששות) יכבידו על משקי הבית, כך שאלו ייאלצו למתן את הוצאות הצריכה במהלך 2011, כפי שעשו ברבע הראשון של שנה זו.

גורם נוסף להתמתנות בצמיחה ברבע הראשון של השנה הוא הירידה בהוצאותיה של ממשלת ארצות הברית. למעשה, הירידה בהוצאות הממשלתיות (הכוללות הן את הוצאות הממשלה הפדרלית והן את הוצאותיהן של הרשויות המקומיות) "גרעה" למעלה מ-1% משיעור הצמיחה הכולל ברבע הראשון של 2011 (במונחים שנתיים) - דבר שהוא חריג, גם בהשוואה היסטורית. יחד עם זאת, הדבר אינו מפתיע, לאור העובדה שממשלת ארצות הברית ניצבת בפתחה של תקופת התכנסות פייסקאלית שתכלול בין היתר קיצוצים תקציביים נרחבים, במטרה לייצב את הגירעון הממשלתי ולהוביל לצמצומו בעתיד.

## האיחוד האירופי

הצמיחה הרבעונית בתוצר הריאלי בגוש האירו הואצה ברבע הראשון של השנה לרמה של 0.8% (רבע מול רבע קודם). זאת לאחר שיעורי צמיחה מתונים ברבע השלישי והרביעי של 2010, שיחוסו למזג האוויר הסוער אשר פקד את אירופה לקראת סוף השנה הקודמת.

לוח 1: התפלגות הצמיחה באיחוד האירופי (%)

רבע ראשון 2011	רבע רביעי 2010	רבע שלישי 2010	
שיעור הצמיחה באיחוד האירופי:			
0.8	0.3	0.4	במונחים רבעוניים
2.5	2.0	2.0	במונחים שנתיים
על פי מדינות במונחים רבעוניים:			
1.5	0.4	0.8	גרמניה
1.0	0.3	0.4	צרפת
0.1	0.1	0.3	איטליה
0.3	0.2	0.0	ספרד
0.9	0.7	0.1	הולנד
1.0	0.9	1.1	אוסטריה
1.0	0.5	0.4	בלגיה
0.3	1.7	0.4	פינלנד
-0.7	-0.6	0.3	פורטוגל
0.8	-2.8	-1.6	יוון
-	-1.6	0.6	אירלנד

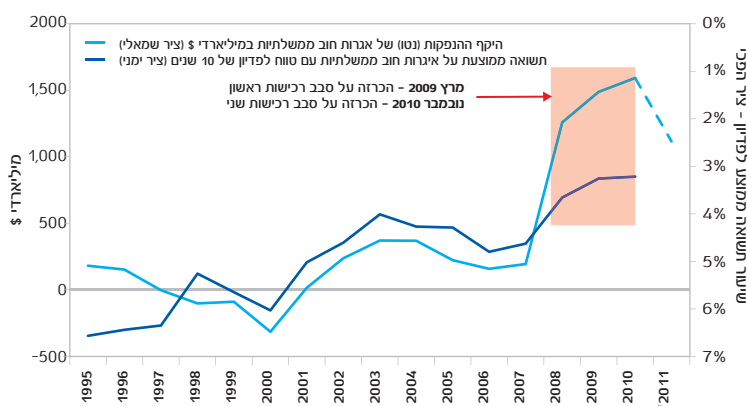
מקור הנתונים: Eurostat

כפי שניתן לראות בלוח מספר 1, הפערים בצמיחה בין מדינות הליבה (כמו גרמניה וצרפת) לבין מדינות הפריפריה הוסיפו להתרחב גם ברבע הראשון של 2011. בתקופה זו, צמחה כלכלת גרמניה בשיעור רבעוני ניכר של 1.5%, זאת בהמשך לשיעורי הצמיחה הגבוהים במהלך השנה הקודמת. על רקע זה בולטים במיוחד הקשיים של מדינות דרום אירופה, כמו לדוגמה יוון ופורטוגל, שבעיותיהן המבניות מקשות מאוד על יכולת ההתאוששות שלהן. יתר על כן, ניתן לומר כי חברות באיחוד האירופי היא בבחינת מלכוד: מצד אחד, החברות באיחוד מבטיחה סיוע כספי לממשלות שנקלעו לגירעונות עתק ואינן מסוגלות לממן את פעילותן באופן עצמאי. מנגד, המטבע האחיד של האיחוד המוניטארי "כובל" את ידיהן של מדינות הפריפריה, שכן, הוא אינו מאפשר מהלך של פיחות המטבע, תוך הפיכת הכלכלה לתחרותית יותר. המשמעות היא בעיקר אחת: היעדר צמיחה כלכלית לאורך זמן שבמוקדם או במאוחר תכפה מהלך של פשיטת רגל.

על כן, אם ניקח בחשבון את גירעונות העתק שצברו ממשלות הפריפריה, נראה כי מצבן של מדינות כמו יוון ופורטוגל הוא חמור מאוד. להערכתנו, תוכניות הסיוע השונות שהוגשו על ידי האיחוד האירופי למדינות הפריפריה הן בבחינת "דחיית הבלתי נמנע". והבלתי נמנע במקרה הזה יכול אף להגיע לפרישה מהאיחוד המוניטארי וחזרה למטבע "יחודי במהלך כואב של שמטית חובות חלקית. כעת, זוהי בעיקר שאלה של תזמון.

מכיוון שאין ברצוננו לבסס את הערכותינו על ניסיון היסטורי בלבד נתבונן עתה, על התקופה האחרונה. נוכחותו של הפד בשוק אגרות החוב הממשלתיות הורגשה היטב במהלך השנים 2009 - 2010, דבר שאפשר לממשלת ארצות הברית להגביר את גיוס החוב מצד אחד ולהמשיך ליהנות ממחירו הנמוך מנגד. הביקושים שהזרים הבנק הפדראלי לשוק אגרות החוב היו אלה שאפשרו את היווצרות הפער, שבין התשואה המתבקשת מהיקף ההנפקות הגדול של הממשלה לבין מחיר החוב בפועל (כפי שניתן לראות בתרשים 3).

תרשים 3: היקף ההנפקות של החוב הפדראלי (נטו) מול התשואה לפדיון הממוצעת של אגרות החוב ל-10 שנים



\*הנתון בשנת 2011 הנו הערכה של אגף כלכלה

מקור הנתונים: SIFMA, הבנק הפדראלי של סנט-לואיס, עיבודי אגף כלכלה

כעת, כאשר תוכנית הרכישות של הפד קרובה לסיימה, צפוי הביקוש לאג"ח הממשלתיות להצטמצם באופן משמעותי. אולם, האם משמעות הדבר הנה עליית תשואות? כדי לענות על שאלה זו, יש להסתכל תחילה על צד ההיצע, או במילים אחרות, לבדוק מה יקרה להיקף ההנפקות (נטו) של ממשלת ארה"ב. מה שיקרה, הוא להערכתנו הדבר הבא: היקף ההנפקות בשנת 2011 יפחת בכ-30% בהשוואה לשנת 2010. ירידה בסדר גודל כזה בהיקף הגיוסים תקטין את עודף ההיצע באופן שינטרל לחלוטין את הלחץ לעליית התשואות כתוצאה ממהלך היציאה של הפד באמצע השנה.

1. הערכה זו מבוססת על נתוני משרד האוצר האמריקני למחצית הראשונה של 2011 וכן הערכה לבני הרבע השלישי של השנה.

# סקירה רבעונית על שוק ההון

כתב: ד"ר גיל מיכאל בפמן, הכלכלן הראשי, החטיבה לכספים ולכלכלה

## שוק המניות

המגמה הרצופה של עליית שערים במדדי המניות העיקריים, שאפיינה את השוק הישראלי מאז חודש יולי אשתקד, נבלמה במהלך חודש ינואר 2011. במהלך חמשת החודשים הראשונים של 2011 מדדי המניות העיקריים של ישראל היו תנודתיים יחסית, עם מגמה מתונה של ירידה. נראה ששוק המניות הישראלי התקשה למצוא "נקודת אחיזה" טובה לשם יצירת מגמת עלייה מחודשת, זאת על רקע מספר גורמים ובהם: חוסר היציבות הגיאופוליטית במדינות השכנות לישראל, שינויים במידת אי-הוודאות הביטחונית המקומית בישראל ומגמת העלאת הריבית בישראל. כך, מאז ראשית השנה ועד לסוף חודש מאי 2011, מדד ת"א 25 ירד בכ-6% ומדד ת"א 100 ירד בכ-7%. במדדי המניות הבינעולמיים והקטנות, ת"א 75 הייתה מאז ראשית 2011 ירידה חדה יותר מאשר במדד המניות "הכבדות", ת"א 25. מדד ת"א 75 ירד מאז ראשית השנה בכ-11% ומדד יתר 50 ירד בכ-15%. במקביל נרשמה ירידה בהיקף המסחר היומי הממוצע.

הירידה במדדי המניות של ישראל מאז אמצע ינואר 2011 בולטת במיוחד מכיוון שהיא הייתה בניגוד למגמות החיוביות בשווקים בעולם. לשם המחשה, מדד S&P500 בארה"ב עלה במהלך חמשת החודשים הראשונים של 2011 בכ-6%, מדד DAX הגרמני עלה ב-4% ומדד KOSPI הדרום קוריאני עלה בכ-2%. בהמשך לאמור לעיל, פערים אלה, שבין עליית מדדי המניות בכל העולם, לבין ירידת מדדי המניות בישראל, מצביעים על השפעתם הגדולה יחסית של הגורמים המקרו כלכליים והגיאופוליטיים הספציפיים של ישראל בתקופה האחרונה.

הענפים שבהם שיעור ירידת המחירים היה מתון יחסית לממוצע (ת"א 100) במהלך חמשת החודשים הראשונים של 2011, היו ענפי התעשייה וענפי הבינוי והנדל"ן. מגמות אלו תואמות את ההתפתחויות במישור הכלכלי ובפרט את ההרחבה הניכרת בהתחלות הבנייה, היקף הבנייה הפעילה ועליית מחירי הדיור. בענפי התעשייה, מדובר בעלייה ניכרת, בשיעור של למעלה מ-20%, במנחים שנתיים, שחלה בהיקף היצוא התעשייתי (ללא ילומים), במהלך הרבע הראשון של 2011, בהשוואה לרבע האחרון של 2010. מנגד, הענפים שבהם הייתה ירידת שערים גדולה יחסית הם ענפי הפיננסים, הנפט והגז, המסחר והשירותים ועוד. הירידה במחירי מניות הנפט והגז איננה חדשה. היא החלה כבר במהלך חודש נובמבר 2010, לאחר עליות חדות מאוד, של כ-950%, מאז סוף שנת 2008.

## שוק איגרות חוב

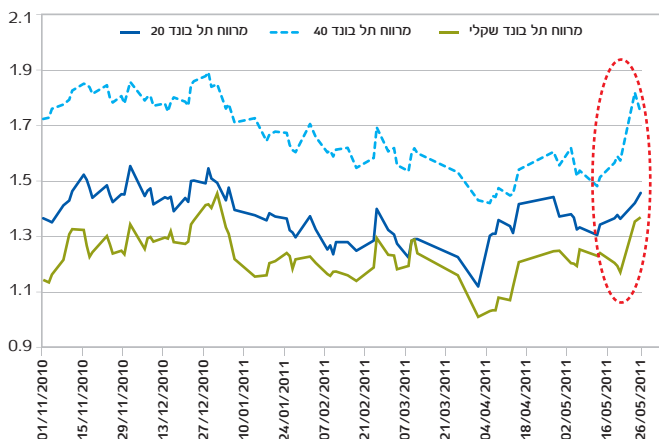
המגמה השלילית בשוק איגרות החוב הממשלתיות של ישראל, שנמשכת מאז חודש נובמבר 2010, נבלמה לקראת סוף חודש מרץ 2011 ומאז ניכרת ראשיתה של מגמה חיובית. במבט כולל, מדד איגרות החוב הממשלתיות הצמודות למדד המחירים לצרכן, עלה במהלך החודשים אפריל-מאי 2011 בשיעור של כ-1.6% ואילו מדד איגרות החוב הממשלתיות השקליות עלה באופן חד יותר, בשיעור של כ-1.3%. נראה שמגמה חיובית זו קשורה בהערכה המתגבשת, לפיה, הגירעון

התקציבי של הממשלה בשנת 2011 יהיה נמוך מהיעד, תוך צמצום בצרכי המימון של הממשלה בשוק איגרות החוב. גורם נוסף שתרם למגמה החיובית קשור במגמות השורות בשוקי איגרות החוב בעולם ובפרט הירידה בשיעורי התשואה לפדיון של איגרות החוב של ממשלת ארה"ב מאז ראשית חודש אפריל.

נראה שהפער בין שיעור העלייה בשערי אגרות החוב צמודות המדד לבין שיעור העלייה באיגרות החוב השקליות הלא צמודות, משקף את ההאצה היחסית באינפלציה בישראל במהלך השליש הראשון של 2011, שבמהלכו עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור של כ-1.3%, השקול לכ-3.9% במנחים שנתיים, שיעור החורג מהגבול העליון של יעד יציבות המחירים. עליית השערים בצמודי המדד הממשלתיים הייתה מודגשת באיגרות החוב עם טווחי פדיון בינוניים וארוכים. באופן דומה, גם בשוק איגרות החוב השקליות עליות השערים היו מודגשות יותר ככל שהטווח לפדיון עלה.

בשוק אגרות החוב הקונצרניות (אג"ח של חברות) בישראל הייתה יציבות יחסית בשערים במהלך החודשים אפריל-מאי. התייצבות זו באה לאחר עלייה מהירה יחסית במחירי איגרות החוב הקונצרניות מאז אמצע 2010 ועד לחודש מרץ 2011. זאת ועוד, מגמת הירידה במרווחים (קונצרני-ממשלתי) שבלטה במהלך הרבע הראשון של 2011, נבלמה כך שהייתה עלייה קלה במרווחים. ניתן לראות מגמות אלו בתרשים 1, המציג את הפער שבין שיעור התשואה לפדיון של מדדי איגרות החוב הקונצרניות הסחירות, תל-בונד 20 ותל-בונד 40 ובין שיעור התשואה לפדיון של אגרות חוב ממשלתיות. העלייה במרווחים בין מדדי התל בונד ואגרות החוב הממשלתיות, יכולה לרמז על מיצוי של תנאי הרקע החיוביים של המשק הישראלי, שהשפיעו לטובה על עלויות גיוס האשראי של הסקטור העסקי.

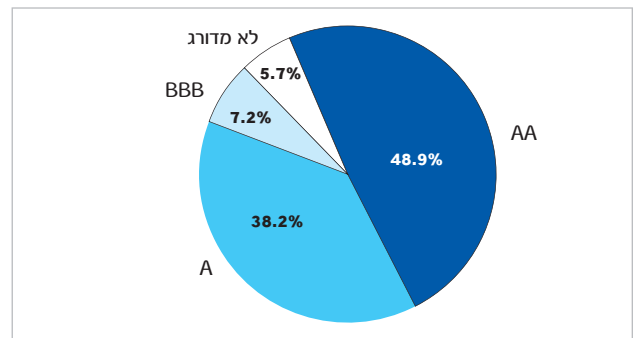
תרשים 1: מרווחי תשואה לפדיון של מדדי תל-בונד  
ביחס לאגרות חוב ממשלתיות (%)



העלייה הניכרת בעניין של הציבור באיגרות חוב קונצרניות בחודשים הראשונים של 2011, אשר נעשתה ברובה באמצעות קרנות נאמנות,

יצרה תנאים נוחים להתרחבות ההנפקות של חברות בשוק זה. התוצאה הייתה גיוס בהיקפים גדולים יחסית על ידי חברות בדרוג אשראי גבוה יחסית. כך, כ-87% מן ההנפקות הקונצרניות בחמשת החודשים הראשונים של 2011 היו בדרוג AA ו-A. מבחינת הענפים המנפיקים, מדובר בפיזור גדול יחסית של ענפים, עם נוכחות בולטת של הענפים הבאים: בנקים, נדל"ן ותקשורת. באשר לסוגי ההצמדה של החוב המונפק, רוב ההנפקות, מעל שני-שלישים, היו של איגרות חוב צמודות מדד; יתר ההנפקות היו במסלולים שקליים, הן בריבית קבועה והן בריבית משתנה.

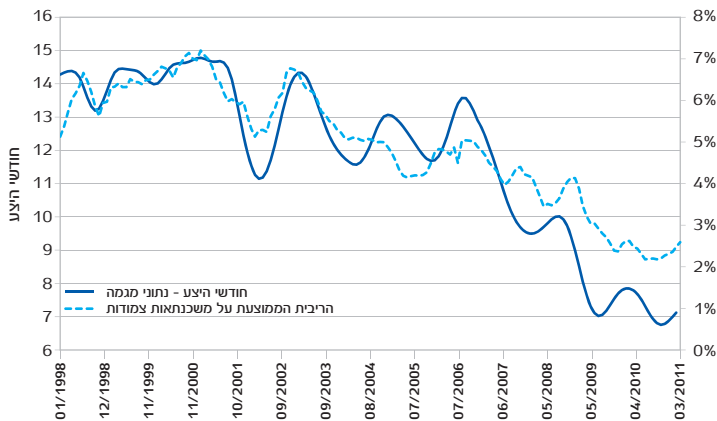
**תרשים 2: הרכב הנפקות אג"ח קונצרניות (אג"ח חברות) לפי דירוג האשראי של הלווה, בחמשת החודשים הראשונים של 2011**



# בחינת תנאי הרקע הגורמים לשינויים במחירי הדיור בישראל

כתבה: שגית כהן, אגף כלכלה, החטיבה לכספים ולכלכלה

**תרשים 2: הריבית הממוצעת על משכנתאות צמודות ומספר חודשי היצע (נתוני מגמה)**



יחד עם זאת, חשוב להדגיש, שהעלייה החדה במחירי הדיור, נבעה בראש ובראשונה ממחסור בהיצע של דירות. תרשים מספר 3 מציג את הפער בין הגידול השנתי הממוצע במספר משקי הבית בישראל, שעמד בעשור האחרון על כ- 41,000 לשנה, לבין היקף התחלות הבנייה של דירות חדשות ביזמה פרטית וציבורית (לפי נתונים רבעוניים, במונחים שנתיים). ניתן לראות כי מאז ראשית העשור הקודם, נוצר מחסור מצטבר של עשרות אלפי דירות ורק בשנה וחצי האחרונות, ניכרת מגמה של עלייה בהיקף התחלות הבנייה, אשר כמעט הדביקה את הרמה השנתית של הביקוש הפוטנציאלי.

**תרשים 3: התחלות בנייה של דירות חדשות ביזמה פרטית וציבורית נתוני מגמה רבעוניים, במונחים שנתיים**



מטרת מאמר זה הנה להצביע על הקשר בין מחירי הדיור ובין משתנה הנקרא "חודשי היצע", ככלי עזר לניתוח ההתפתחויות הנוכחיות והעתידיות במחירי הדיור. "חודשי היצע" הנו משתנה המתפרסם על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מדי חודש והוא משלב מידע הן על הביקוש לדירות חדשות<sup>1</sup> והן על היצע הדירות ומהווה אינדיקטור טוב לתנאי הרקע הגורמים לשינויים במחירי הדיור, כפי שנראה להלן.

## רקע

מאז ראשית 2007 עלו מחירי הדיור הריאליים<sup>1</sup>, בממוצע כלל ארצי, בכ- 41%. כפי שניתן לראות בתרשים 1, עליית המחירים בשלוש השנים האחרונות באה לאחר ירידה ממושכת במחירי הדיור מאז המחצית השנייה של שנות התשעים. ירידת מחירים זו התרחשה על רקע סיוע גלי העלייה בסוף שנות התשעים, פרוץ האינתיפאדה בשנת 2000 והתפוצצות בועת ההיי-טק ב- 2001, אשר הובילה למשבר עולמי ומיתון ממושך בישראל. ואולם, למרות שכיום מחיר הריאלי של הדירות בישראל, גבוה באחוזים בודדים, ממחירן בסוף שנות התשעים, הרי שקצב עליית המחירים היה מהיר ועורר סימני שאלה, בדבר סיכונים אפשריים בשוק הדיור ושוק המשכנתאות. בעקבות התפתחויות אלה נקט בנק ישראל בשורה של צעדים רגולטורים, שמטרתם העיקרית הייתה למנוע עלייה ברמת הסיכון אליו חשופים הבנקים למשכנתאות.

**תרשים 1: מחירי הדיור הריאליים (01/1994 = 100) לפי מחירי העסקאות המדווחים למס שבח, בניכוי מדד המחירים לצרכן ללא דיור**



ראשית נציין כי לדעתנו, ירידת הריבית בישראל, שבאה בתגובה להתפרצות המשבר העולמי, היוותה רזז משמעותי, לעליית הביקושים לדירות, בשנים האחרונות. כפי שניתן לראות בתרשים מספר 2, הריבית הממוצעת על המשכנתאות צמודות המדד הלכה וירדה לרמת שפל חסרת תקדים של כ- 2.2%. במקביל לכך חלה עלייה משמעותית בביקוש לדירות חדשות. כתוצאה מכך חל גידול ניכר בהיקף הדירות החדשות שנמכרו.

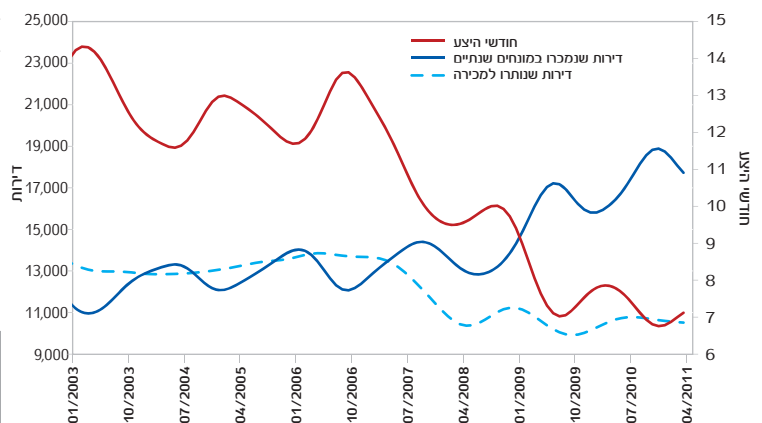
1. לפי מדד סקר מחירי הדיור המתפרסם ע"י הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. מדד זה מבוסס על עסקאות רכישה ומכירה המדווחות לרשות המסים וצנע מהווה חלק ממדד המחירים לצרכן. לחישוב השינוי הריאלי במחירים הנ"ל, מבוצע ניכוי של מדד המחירים לצרכן ללא סעיף הדיור.  
2. זאת בדומה לריבית הפרים אשר ירדה לרמה של 2.0%.

## חודשי היצע - הסבר

מספר חודשי היצע הנו משתנה המבטא את היחס בין מלאי הדירות החדשות שנותרו למכירה (היצע) לבין מספר הדירות שנמכרו בחודש האחרון (ביקוש)<sup>4</sup>. כך לדוגמה, אם בחודש מסוים נותרו במלאי 10,000 דירות חדשות למכירה ובמהלך אותו חודש נמכרו 1,000 דירות חדשות, אזי מספר חודשי היצע יהיה 10. במלים אחרות, ההגדרה של "חודשי היצע" הנה, מספר החודשים שיעברו, עד שמלאי הדירות החדשות יימכר, בהנחה שקצב המכירות יישמר כפי שהיה בחודש האחרון. בדוגמה שלנו, המלאי הקיים צפוי להספיק ל-10 חודשים של מכירת דירות.

בתרשים מספר 4, ניתן לראות כי מספר חודשי היצע ירד משמעותית מאז 2007, מכ-13 חודשי היצע לכ-7 חודשי היצע בלבד. זאת, כתוצאה מעלייה ניכרת בהיקף המכירות החודשי של דירות חדשות, לצד ירידה מתמשכת במלאי, שנבעה מכך שהיקף התחלות בנייה של דירות חדשות<sup>5</sup>, היה נמוך מדי ביחס לביקושים.

תרשים 4: מכירת דירות חדשות ביזמה פרטית, מלאי הדירות למכירה ומספר חודשי היצע, נתוני מגמה



ניתוח הקשר בין מספר חודשי היצע, לבין שיעור השינוי השנתי במחירי הדיור (הנומינליים), כפי שהוא נמדד בסקר מחירי הדיור של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, העלה את הממצאים הבאים:

- עד לרמה של 10 חודשי היצע ישנה הסתברות גבוהה לעליית מחירים בממוצע כלל ארצי.
- מעל ל-13 חודשי היצע ישנה הסתברות גבוהה לירידת מחירים בממוצע כלל ארצי.
- בטווח שבין 10 - 13 חודשי היצע ניכרת מגמה מעורבת.
- בנוסף, נציין כי כמעט ולא היו בעבר מצבים בהם המחירים היו יציבים. ממצאים אלו מלמדים על כך ש-10-13 חודשי היצע זה הינו הטווח בו פוחתים הלחצים לעלויות/ירידות מחירים.

3. לפי נתוני משרד הבינוי והשיכון, היקף העסקאות בשוק הדירות החדשות, מהווה בשנים האחרונות, כ-25% בממוצע, מסך העסקאות בשוק הדיור (עסקאות בדירות חדשות + עסקאות בדירות יד שנייה).  
 4. הנתונים מתייחסים לבנייה ביזמה פרטית והם כוללים בנייה דירות למכירה. הנתונים אינם כוללים בנייה עצמית, בנייה של קבוצות רכישה וכדומה.  
 5. דירות שהחלה בנייתן מוגדרות ככאלה עם התחלת החפירה של היסודות של הבניין בהן הן ממוקמות.  
 6. כלומר, ללא התחלת של בנייה עצמית כגון בנה ביתך, קבוצות רכישה וכדומה.  
 7. קצב המכירות מתייחס למכירת של דירות ביזמה פרטית וציבורית.

## ניתוח רגישות והערכות לעתיד

בהתאם לממצאים הנ"ל, ביקשנו לבחון מה יהיה מספרם של חודשי היצע בכפוף להנחות שונות, באשר למלאי הדירות שנותרו למכירה ובאשר לביקוש לדירות חדשות. כדי לבחון את השינויים במלאי הדירות שנותרו למכירה, הנחנו שהיקף התחלות הבנייה למכירה<sup>6</sup> (ביזמה פרטית וציבורית) בשנת 2011 יעמוד על 21,000 דירות, בדומה להיקפן בשנת 2010. ניתוח הרגישות שביצענו העלה שאם היקף המכירות החודשי הנוכחי, העומד על 1,900 דירות בחודש<sup>7</sup>, לא ירד, אזי מלאי הדירות למכירה יקטן עד סוף השנה בכ-1,800 יחידות. במקרה כזה מספר חודשי היצע ילך ויקטן לכ-6 חודשי היצע. לפיכך, יש לצפות לכך שהלחצים לעלויות מחירים יגברו.

על מנת להגיע לסף של 10 חודשי היצע, שמהווה את הגבול התחתון בו פוחתים הלחצים לעלויות/ירידות מחירים, יש צורך בירידת הביקושים, ו/או עלייה משמעותית יותר בהיקף התחלות הבנייה. לשם המחשה, בנינו תרחיש המתאר את השינויים במספר חודשי היצע לאורך זמן. תרחיש זה, מבוסס על ההנחה שהיקף התחלות הבנייה יעמוד על 21,000 דירות, בדומה לרמה בשנת 2010. במקביל, תחול ירידה הדרגתית של עד 20% בהיקף המכירות החודשי של דירות ביזמה פרטית וציבורית. ירידה כזו בהיקף המכירות, עשויה להתרחש, למשל, על רקע צעדי המצמצמים של בנק ישראל. ניתן לראות כי בתרחיש שבנינו, מספר חודשי היצע יגיע לסף של 10 חודשים תוך כשנתיים (לוח 1).

הנקודה המסומנת באדום מייצגת את המצב בשנת 2010 - דהיינו קצב מכירות ממוצע של כ-1,900 דירות בחודש ומלאי בלתי מכור של כ-10,500 דירות חדשות בממוצע. התאים הצבועים בכחול הנם ה"טווח הנייטרלי" אותו הגדרנו בעבודה זו.

לוח 1: תרחיש דינמי בו חלה ירידה הדרגתית בקצב מכירת הדירות על פני זמן

היקף מכירות חדשי	מצב נוכחי	רבע 1	רבע 2	רבע 3	רבע 4	רבע 5	רבע 6	רבע 7
1,900	7.0	6.7						
1,680			7.9	8.1	8.2			
1,550						9.4	9.9	10.3

## סיכום

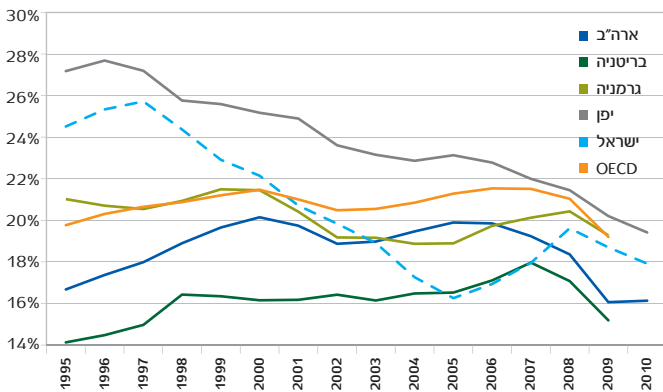
- מספר חודשי היצע נכון לאפריל 2011 עומד על 7.1 חודשים ומצביע על המשך התנאים לקיומם של לחצים לעלויות מחירים בממוצע כלל ארצי.
- ממצאי הבדיקה שערכנו, מצביעים על כך ש"הטווח הנייטרלי" בו פוחתים הלחצים לעלויות/ירידות מחירים הנו 10 - 13 חודשי היצע.
- נציין כי, מאחר שתהליך הגידול במלאי וצינון הביקושים אינו מידי, אנו מעריכים כי גם בשנה הקרובה יימשכו הלחצים לעלויות מחירים בממוצע ארצי, אם כי להערכתנו עלויות המחירים ילכו ויתמתנו.
- ירידות מחירים, בממוצע ארצי, עשויות להתרחש במקרה של "over shooting" ניכר בהתחלות הבנייה של דירות למכירה ו/או במקרה של בלימה חריפה של הביקוש, לדוגמה על רקע הרעה ביטחונית מתמשכת, מיתון כלכלי מפתיע בעוצמתו ועיתויו ועלייה ניכרת בעלויות המשכנתא, למשל, על רק צעדים רגולטורים מחמירים מאוד של בנק ישראל בתחום זה.

# ההשקעות הריאליות במשק הישראלי

כתב: גיא בית-אור, אגף כלכלה, החטיבה לכספים ולכלכלה

היא ההשפעה בפיגור של המיתון הכלכלי ששרר בשנים 2001-2002. הסיבה השניה היא האטה בהגעת עולים, לישראל שהקטינה את הצורך בהגדלת מלאי ההון. שכן, במחצית הראשונה של שנות ה-90 הייתה השקעה ציבורית גדולה בבנייה למגורים שנועדה, לענות על צרכי העלייה.

**תרשים 2: השקעה בנכסים קבועים כאחוז מהתוצר במדינות נבחרות בין השנים 1995 - 2010**



כאשר בוחנים את הרכב ההשקעה, נמצא כי ההשקעה במכונות וציוד בישראל, שמשמעותה השקעה בציוד יצרני המשפיע על כושר הייצור של המשק, היתה בשיעור של 5.9% תוצר כאשר ממוצע המדינות שנבדקו עומד על 5.6% תוצר בממוצע. בשנת 2010 ההשקעה במכונות וציוד בישראל עמדה על 6.1% תוצר. לפי נתונים אלו אפשר שישראל קרובה למצב של שיווי משקל ארוך בסעיף זה ופוטנציאל הגדילה (במונחי % תוצר) קרוב למיצוי. חשוב לציין, כי במהלך העשורים האחרונים חלו תמורות משמעותיות במבנה המשק, ממשק מוטה תעשייה מסורתית וחקלאות למשק מוטה טכנולוגיה עילית. המשק הפך להיות תלוי הרבה יותר בהון האנושי ופחות בהון הפיזי. טענה זו תומכת בירידה בהיקף ההשקעה במכונות וציוד עד שנת 2007. לאחר מכן, חלה עלייה משמעותית בהשקעה בהון פיזי. ייתכן שהתחדשות מגמת העלייה בהשקעה בהון פיזי החל מ-2007 היא תוצאה של התפתחות ענפי האנרגיה במשק ופיצוי על שנים של תת-השקעה.

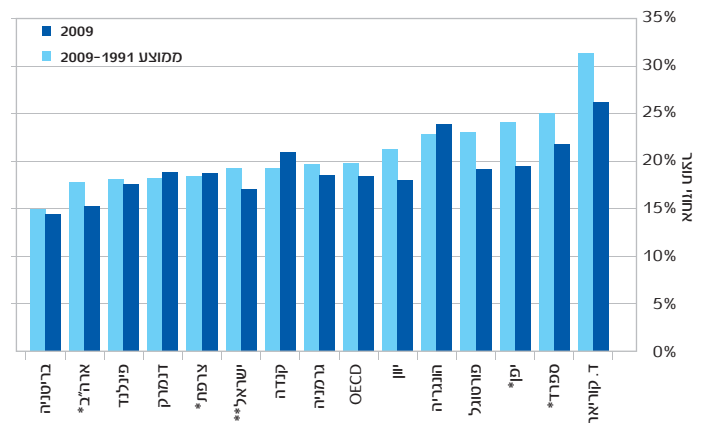
באשר לבנייה למגורים בישראל, רכיב זה הגיע לשפל היסטורי של 4.1% תוצר בשנת 2007, כאשר מאז נרשמה עלייה עד לרמה של 4.9% תוצר ב-2010. נתון זה נמצא מתחת לממוצע המדינות שנבדקו אשר עומד על 5.5% תוצר ומראה על פוטנציאל התרחבות נוסף בבנייה למגורים בשנים הקרובות. בהקשר זה יש לקחת בחשבון גם את קצב גידול האוכלוסיה בישראל שהוא מהיר במידה ניכרת מהקיים ברוב המדינות המפותחות בעולם. גידול דמוגרפי משמעו יצירה של יותר משקי בית ולכן נדרשות יותר יחידות דיור ויותר השקעה מאשר במדינות שנבדקו ועל כן, ההשקעה הנמוכה בבנייה למגורים מודגשת אף יותר.

ההשקעה במשק הינה גורם מרכזי בתהליך הצמיחה ארוך הטווח. מדובר בהשקעה בהון הפיזי, שמשפיעה על כושר הייצור של המשק וכן הון פיזי אחר כגון, מבנים למפעלי תעשייה ולמשרדים ובנייה למגורים. ההשקעה המקומית הגולמית מורכבת מהשקעה בנכסים קבועים ושינויים במלאי ההון. במאמר זה נתמקד בהשקעה בנכסים קבועים. הנכסים הקבועים מתחלקים לשלושה סוגים עיקריים - מבנים ועבודות בנייה, מכונות וציוד ונכסים לא מוחשיים. כאשר בוחנים את הנתונים על פני למעלה משני עשורים, מבנים ועבודות הבנייה מהווים כ-51% מסך ההשקעה בנכסים קבועים, מכונות וציוד מהוות כ-42% ונכסים לא מוחשיים מהווים כ-7% נוספים.

## התפתחות ההשקעות בישראל: השוואה בינלאומית

בישראל, ההשקעה בנכסים קבועים הגיעה לכ-20% תוצר בממוצע, בין השנים 1987-2010 (ראי'ה תרשים 1). ב-3 השנים האחרונות, מסתמנת מגמת ירידה ביחס זה כאשר ב-2008 ההשקעה עמדה על 19.6% תוצר ו-2010 הסתיימה עם השקעה בשיעור של 17.9% תוצר. על כן בהשוואה בינלאומית, ישראל נמצאת במקום "טוב באמצע" עם שיעור השקעה דומה לממוצע ה-OECD. עם זאת, ניתן להבחין שבשנות האחרונות, שיעור ההשקעה בנכסים קבועים היה נמוך מהממוצע ההיסטורי כתוצאה מהמשבר הפיננסי העולמי אשר העלה את רמת הסיכון בארץ ובעולם.

**תרשים 1: השקעה בנכסים קבועים כאחוז מהתוצר השוואה בינלאומית**



\*נתון אחרון עבור 2010 \*\*הממוצע ארוך הטווח בישראל מחושב עבור השנים 1987-2010 מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, Thomson Reuters

בתרשים 2 ניתן לראות את ההתפתחות על פני זמן של שיעור ההשקעה במדינות נבחרות ואת ממוצע ה-OECD. בשנת 2010, שיעור ההשקעה בנכסים קבועים בארזה"ב עמד על 16.1% תוצר והיה הנמוך ביותר ב-16 השנים האחרונות. מדינה בולטת נוספת היא יפן בה שיעור ההשקעה בנכסים קבועים עמד על 30% בשנת 1991 וירד בצורה רציפה עד ל-19% בשנת 2010. לצורך השוואה, שיעור ההשקעה בישראל ירד בצורה חדה החל מ-1997 והגיע לשפל בשנת 2005. אחת הסיבות לכך

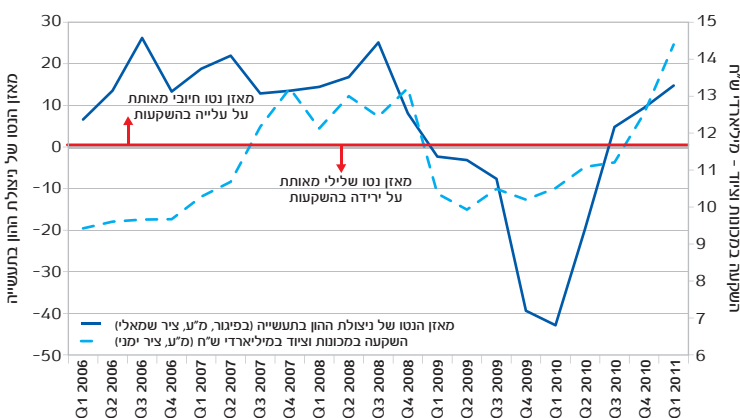
כלכליים אשר משפיעים על ההשקעה במכונות וציוד בישראל. במודל זה שולבו משתנים אשר משפיעים על הביקוש להשקעות כגון ניצולת ההון בתעשייה והעלות של מלאי ההון.

### מהי ניצולת ההון?

ניצולת ההון נותנת אינדיקציה לגבי הצורך בהרחבה/צמצום של ההשקעה בהון (ציוד ומכונות). כאשר קיימת רמת ניצולת נמוכה, אנו נצפה כי ההשקעה תרד, בעוד שניצולת הון גבוהה מאותתת על צורך בהתרחבות ולכן נצפה לראות עלייה בהשקעה. סקר החברות של בנק ישראל שואל, בין השאר, האם ניצולת ההון של החברות בענפי התעשייה עתידה להשתנות. בשאלון נמנו חמש אפשרויות: עלייה משמעותית, עלייה מתונה, ללא שינוי, ירידה משמעותית וירידה מתונה.

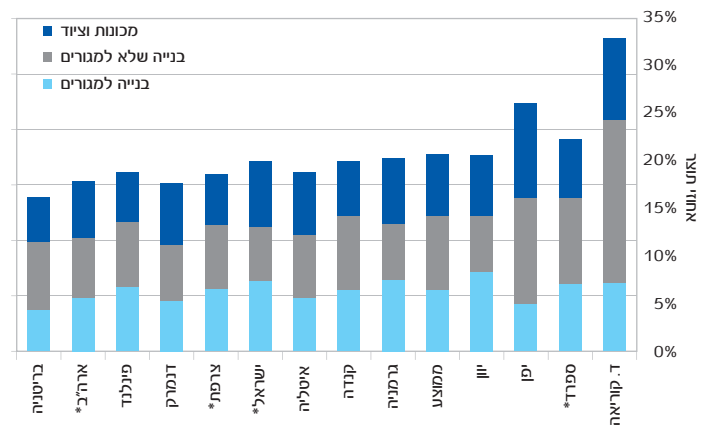
כדי לאמוד מה תהיה ניצולת ההון בתעשייה, נבנה מאזן הנטו מאזן זה מחשב את ההפרש בין שיעור החברות הצופות עלייה בניצולת ההון לבין שיעורן של החברות הצופות ירידה בניצולת ההון. כפי שניתן לראות בתרשים 4, קיים מתאם חיובי בין מאזן הנטו לבין שיעור ההשקעה במכונות וציוד. כאשר סקר החברות מאותת על עלייה בניצולת ההון (מאזן נטו חיובי) רואים כי לאחר שנה קיימת עליה בהשקעה ולהיפך. לכן, השאלה בסקר החברות ביחס לניצולת ההון מקדימה וחוזרת את המגמה המסתמנת בתחום ההשקעה בצורה טובה וזאת מתוך ההבנה כי תכנון ההשקעות הוא תהליך שנעשה לטווח הבינוני והארוך.

### תרשים 4: מאזן הנטו של ניצולת ההון, על פי סקר החברות של בנק ישראל (בפיגור של שנה) והיקף ההשקעה במכונות וציוד במיליארדי ש"ח, נתונים רבעוניים, מנוכחי עונתיות



במבט קדימה, הנתון של ניצולת ההון על פי סקר החברות במהלך 2010 ותחילת 2011 בעל ערך חיובי גבוה (מאזן הנטו הממוצע בין הרבע הראשון של 2010 והרבע הראשון של 2011 עומד על 18, כלומר ניצולת ההון גבוהה). כיום המשק מתקרב לתעסוקה מלאה ולכן המשך הצמיחה יחייב גם גידול נוסף בהשקעות. על פי נתוני הרבעון הראשון של 2011, ההשקעה במכונות וציוד אכן עלתה ב-14.9% בהשוואה לרבעון האחרון

### תרשים 3: השקעה בנכסים קבועים כאחוז מהתוצר, לפי סוגי השקעה 2009 - 1991



\*נתון אחרון עבור 2010 מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, Thomson Reuters

לבסוף, ההשקעה בבנייה שאינה למגורים בישראל עמדה בשנת 2010 על 3.2% תוצר, נתון הנמוך משמעותית מהממוצע אשר עומד על 6.7% תוצר. תוצאה זו מצביעה על כך שיש לישראל פוטנציאל צמיחה גדול, שכן סעיף זה הגיע כמעט לשפל היסטורי (ב-2005 הוא עמד על 3.1% תוצר). נבחן, למשל, את ההשקעה בבתי הארחה בישראל, לפי דו"ח בנק ישראל לשנת 2010, מאז שנת 2001 כמעט שלא נפתחו מלונות חדשים בישראל ומספר החדרים נותר יציב במהלך העשור האחרון בשעה שברוב המדינות המפותחות (במיוחד במדינות אגן הים התיכון), גדל מספר החדרים. קרוב לודאי שבמהלך העשור האחרון ובמיוחד בתחילתו, לא היה צורך בהגדלת מספר החדרים עקב ירידה במספר התיירים. אך בשנים האחרונות גדל מאוד הביקוש של ישראלים לשירותי הארחה וכן גדל הביקוש של תיירים. עלייה זו מקרבת את ענף המלונאות לתפוסה מלאה בתקופות מסוימות ומאותתת על הצורך בהשקעה נוספת לצורך הגדלת ההיצע.

### ההשקעה במכונות וציוד

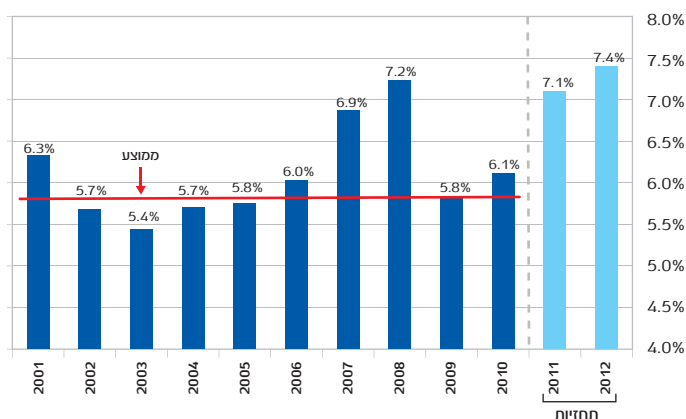
ההשקעה במכונות וציוד נובעת משני מקורות, יצור מקומי וייבוא. היסטורית, רכיב הייבוא מהווה כ-69% ממקורות ההשקעה במכונות וציוד כאשר הייצור המקומי עומד על 31%. היות שכך, ההשקעה רגישה מאוד לתנאי הסחר הבינלאומי של ישראל והיא בעלת תנודתיות רבה. בנק ישראל (בדו"ח השנתי לשנת 2009) מגדיר השקעות אלה ברשימת השימושים בעלי ערך מוסף נמוך יחסית. כאשר בוחנים את שיעורי השינוי הרבעוניים מוצאים, כי שיעור השינוי השנתי הממוצע עומד על 4.1% עם סטיית תקן של 10%. שונות גדולה זו ברמת ההשקעה, מרמזת על כך שמעבר לגורמים המקרו כלכליים, אשר משפיעים על רמת ההשקעה במכונות וציוד, קיים מרכיב משמעותי של אי-ודאות, המקשה על ביצוע תחזיות להתפתחות ההשקעה. בעבודה שעשינו, המבוססת על מחקר שפורסם על ידי בנק ישראל, נעשה ניסיון לשלב את מרכיב אי הודאות במודל אקונומטרי, אשר מטרתו היא לבדוק מהם הגורמים המקרו-

במבט קדימה, אנו רואים פוטנציאל להתרחבות ההשקעה בנכסים קבועים, בעיקר בתחום הבנייה, עקב מיצוי מלאי ההון הקיים והצורך להגדלת הייצע בשירותי ההארה ובנייני מגורים. לכך תהיה תרומה לצמיחה העתידית במשק.

על פי תחזיתינו, ההשקעה במכונות וציוד צפויה להתאושש בשנים 2011-2012 ולחזור למגמת העלייה אשר נקטעה עקב המשבר הפיננסי העולמי. נוסף לכך, התפתחות ענפים חדשים במשק (בעיקר בתחום האנרגיה) תביא להשקעה נוספת במכונות וציוד, אשר תגדיל בצורה משמעותית את מלאי ההון הנדרש. על פי נתוני משרד התשתיות הלאומיות, צפויה השקעה של 3.7 מיליארד דולר בין השנים 2010 - 2015 במשק הגז של ישראל. נציין כי נתון זה אינו בא לידי ביטוי בתוצאות המודל ולכן ייתכן שנראה בשנים הקרובות צמיחה גדולה אף יותר בהשקעה בנכסים קבועים, תוך תרומה לצמיחה הכלכלית של המשק.

של 2010 (74% בחישוב שנתי). לפחות על פי נתוני ניצולת ההון, אנו מצפים להמשך התרחבות ההשקעה במכונות וציוד במהלך 2011.

### תרשים 5: התפתחות ההשקעה במכונות וציוד כאחוז מהתוצר, במונחים ריאליים



במודל שהוזכר לעיל, גורמים שונים משפיעים על ההשקעות הריאליות במשק כגון, הריבית הריאלית, שער החליפין הריאלי, שיעור האבטלה, מספר העולים ומדד תל אביב 100. החידוש במודל של בנק ישראל שעליו התבססנו, מתבטא בשילוב של מרכיבי אי ודאות במודל, אשר נגזרו מהריבית הריאלית, התוצר, מדד תל אביב 100, תנאי הסחר של ישראל ומדד גיאופוליטי.

כפי שראינו מסקר החברות בנושא ניצולת ההון, תהליך התפתחות ההשקעה הוא תוצאה של תכנון לטווח בינוני וארוך, אך הוא מושפע גם מהמצב הכלכלי בהווה ועל כן זעזועים במשק בכל תקופת זמן, עוזרים לנבא את רמת ההשקעות בעתיד. מצאנו כי שילוב מרכיבי אי הודאות מאפשר ביצוע של תחזיות יעילות של שנה עד שנה וחצי קדימה. על פי המודל, ההשקעה במכונות וציוד תעלה לרמה של 7.1% תוצר ב-2011 ולשיעור של 7.4% תוצר ב-2012. מדובר בשיעורי גידול ריאליים דו-ספרתיים. תחזית זו מחזירה את רמת ההשקעה למגמת העלייה המסתמנת מאז שנת 2003 אשר נקטעה בתקופת המשבר הפיננסי העולמי.

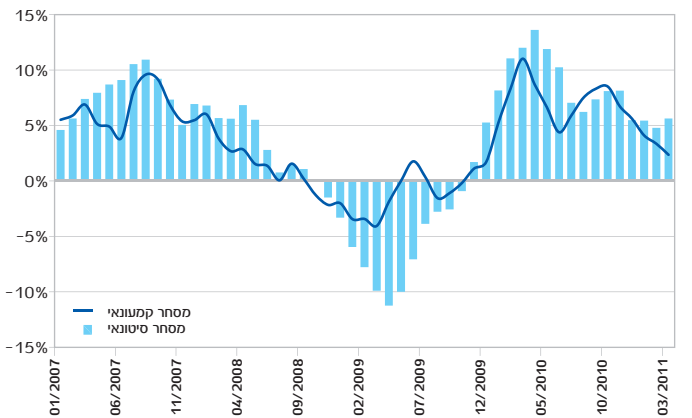
### סיכום

בעבודה זו הצגנו את התפתחות ההשקעות בנכסים קבועים בישראל, הן על פני זמן והן בהשוואה בינלאומית. הממצאים מלמדים ששיעור ההשקעה בנכסים קבועים בישראל דומה לממוצע ה-OECD. בולטת העובדה כי בין השנים 1997 - 2006, הירידה בשיעור ההשקעה בישראל הייתה החדה ביותר מבין המדינות שנבדקו.

# סקירת ענפי המסחר

כתבה: אירה דיאמנדי, אגף כלכלה, החטיבה לכספים ולכלכלה

**תרשים 2: שיעורי השינוי במדדי הפדיון בענפי המסחר הסיטונאי והקמעונאי\*, נתונים מנוכי עונתיות, במחירים קבועים (2004=100)**



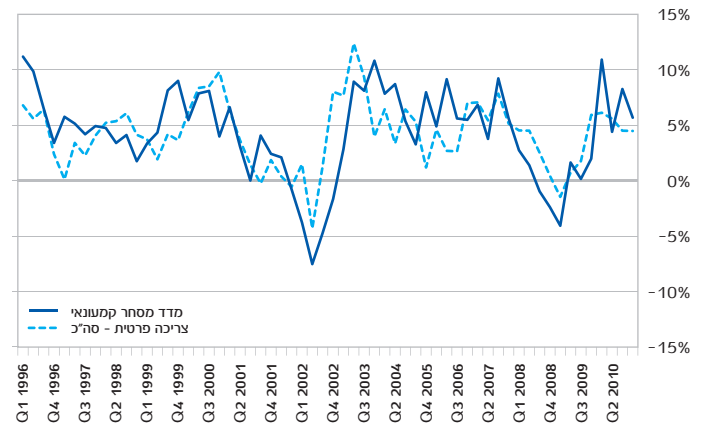
\*ממוצע נע על פני שלושה חודשים מול שלושת החודשים המקבילים

המסחר הקמעונאי מורכב משני תחומי פעילות עיקריים: מסחר במוצרים המיועדים לצריכה שוטפת ומסחר במוצרים בני קיימא<sup>2</sup>. ההבדל המהותי בין שני תחומים אלו הוא בעוצמת התגובה של הביקושים לשינויים בתנאי השוק. בתקופות של מיתון המאופיינות בחוסר וודאות, נוטה ציבור הצרכנים לדחות את הקניות המשמעותיות, מה שבא לידי ביטוי בירידה מיידית כמעט בצריכת מוצרים בני קיימא. גם ההפך הוא נכון: בתקופות של גאות, ההוצאה לצריכת מוצרים בני קיימא צומחת בקצב גבוה מזה של ההוצאה על מוצרים שוטפים. זאת, משום שהביקושים לצריכה שוטפת הם קשיחים יחסית ומגיבים באיטיות לשינויים בתנאי השוק.

מנתוני החשבונאות הלאומית עולה כי קצב הצמיחה של ההוצאה של משקי הבית על מוצרים בני קיימא עלה בכ-13% בשנת 2010 (במונחים ריאליים) - קצב צמיחה גבוה, אשר להערכתנו אינו יכול להתקיים לאורך זמן. כך, מנתוני המכירות ברשתות הקמעונאיות (ראה/י תרשים 3) עולה כי ברבע הרביעי של 2010, וכן ברבע הראשון של 2011 חל שיפור בפעילות המסחר הקמעונאי. במיוחד בולטת העלייה בהוצאה על מוצרים בני קיימא. יחד עם זאת, ניתן לראות כי ברוב הקטגוריות התמתן קצב הגידול ברבע הראשון של 2011.

הפעילות הכלכלית במשק הישראלי התרחבה במידה ניכרת במהלך שנת 2010 וכן ברבע הראשון של שנת 2011. הדבר בא לידי ביטוי בנתוני הצמיחה הגבוהים של ישראל ב-2010, וכן בעליית הביקושים המקומיים והצריכה הפרטית בתקופה זו. העלייה בצריכה הפרטית נתמכה, בין השאר, על ידי ירידה בשיעורי האבטלה ובמקביל עלייה בשיעור התעסוקה ובשכר הריאלי במשק. מדוע כל זה חשוב? מכיוון שלשינויים במצבם של משקי הבית בישראל (כפי שהם באים לידי ביטוי בצריכה הפרטית הכוללת במשק), השלכות ישירות על מצבם של ענפי המסחר. כך, מציג תרשים 1 את המתאם החיובי הגבוה שבין הצריכה הפרטית לבין מדד הפדיון בענף המסחר הקמעונאי. לפיכך, כדי להבין את ההתפתחויות בענפי המסחר הקמעונאי במהלך שנת 2011, יש לנתח תחילה את ההתפתחויות בצריכה הפרטית, כפי שנעשה בהמשך.

**תרשים 1: צריכה פרטית כוללת מול מדד המסחר הקמעונאי שיעורי שינוי, רבע מול רבע מקביל, במונחים ריאליים, נתונים מנוכי עונתיות**



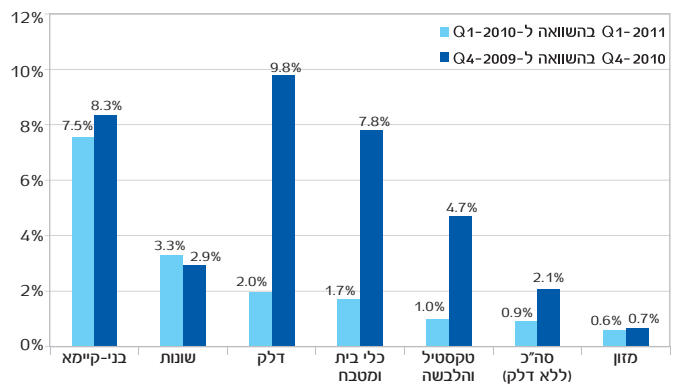
הפדיון של ענפי המסחר מהווה כשליש מסך הפדיון של ענפי המשק (ללא יהלומים). המסחר הסיטונאי מהווה כ-70% מהפעילות בענף המסחר, והמסחר הקמעונאי כ-30%. מסוף 2009 ועד הרבע הראשון של 2011, היה הפדיון בענפי המסחר (הקמעונאי והסיטונאי) במגמת עלייה (כפי שניתן לראות בתרשים 2, המציג שיעורי שינוי חיוביים). יתר על כן, נכון לרבע הראשון של השנה, עבר היקף הפדיון הכולל (במונחים ריאליים) בכ-5% את רמת השיא בה היה בטרם החל המשבר.

ברבע האחרון של 2010 הסתכמו שיעורי העלייה במדדי הפדיון של המסחר הקמעונאי והסיטונאי, בכ-5.5% כל אחד (במונחים שנתיים - מול הרבע האחרון של 2009). בשנת 2010 כולה, עלו מדדי הפדיון ב-7%-9% במונחים ריאליים. העלייה במדדי הפדיון של ענף המסחר נמשכה גם ברבע הראשון של 2011. עם זאת, לקראת סוף השנה, רואים התמתנות מסוימת בקצב הצמיחה הגבוה של מדדי המסחר הסיטונאי והקמעונאי.

2. מסחר במוצרים שוטפים כולל את המסחר במוצרי מזון, הנעלה, טקסטיל וביגוד, דלק, כלי בית ועוד. מסחר בבני קיימא כולל בעיקר מסחר במוצרי חשמל ואלקטרוניקה, ריהוט, ציוד וכו'.

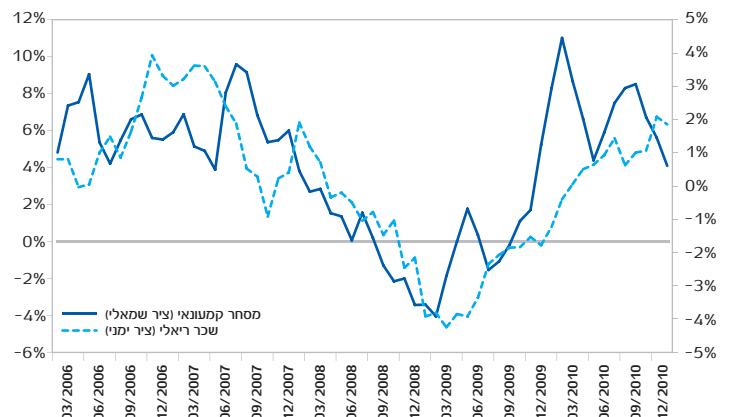
1. הערכה על בסיס נתוני ינואר-פברואר 2011

**תרשים 3: שינויים בסך המכירות ברשתות הקמעונאיות, עפ"י תחומי מסחר, נתונים מנוכי עונתיות, במחירים קבועים**



עד כה, ההתאוששות המהירה בענפי המסחר מתבססת על מצבה הטוב יחסית של הכלכלה הישראלית. בשנת 2010, צמחה הכלכלה המקומית בקצב גבוה. העלייה בצריכה הפרטית נשענה על רמת האבטלה הנמוכה, שיעור המועסקים הגבוה וכן על העלייה בשכר הריאלי של הפרטים (ראה/י תרשים 4). גם שיעורי הריבית הנמוכים במשק תמכו עד כה בהגדלת ההוצאה לצריכה הפרטית. במבט לעתיד, אנו סבורים כי ענפי המסחר ימשיכו ליהנות מהתרחבות הצריכה הפרטית בשנת 2011. יחד עם זאת, חשוב לזכור כי קצב העלייה בצריכה הפרטית צפוי להתמתן במעט במהלך 2011, בהשוואה לשנת 2010, בה היה קצב הגידול בצריכה הריאלית 5%. ההתמתנות בקצב הגידול של הצריכה הפרטית, תהיה להערכתנו תוצאה של מהלך רגיל של מחזור עסקים, שבו לאחר תקופה של קצב צמיחה גבוה, יש לצפות להאטה מסוימת בקצב זה. אם נחזור ונזכיר את המתאם החיובי הגבוה שבין הצריכה הפרטית לענפי המסחר, נוכל להסיק כי ההאטה בקצב הצמיחה של הצריכה הפרטית תתבטא בהאטה דומה בקצב הצמיחה של ענפי המסחר.

**תרשים 4: מדד הפדיון בענף המסחר הקמעונאי והשכר הריאלי במשק שיעורי שינוי, רבע מול רבע מקביל, מחירים קבועים, נתונים מנוכי עונתיות**



# לוח אינדיקטורים

## אינדיקטורים כלכליים של המשק הישראלי

שלושת החודשים האחרונים						
2008	2009	2010	לעומת התקופה המקבילה לפני שנה*	לעומת התקופה הקודמת*	הנתון האחרון	הנתון האחרון מעודכן לחודש:
<b>הפעילות במשק (אחוז שינוי ריאלי)</b>						
7.1	-6.0	8.0	5.2	3.9	0.2	מרץ
0.4	-2.9	8.7	5.2	1.5	0.0	מרץ
2.1	0.8	6.0	5.8	1.5	0.2	אפריל
<b>ענפי המשק (אחוז שינוי ריאלי)</b>						
15.8	-0.7	8.9	5.8	2.9	-0.1	מרץ
19.5	23.2	5.6	9.1	-3.3	4.1	אפריל
4.7	-15.5	19.4	6.0	2.6	-8.0	אפריל
22.6	-27.4	32.0	16.7	10.4	-17.4	אפריל
<b>סחר חוץ (אחוז שינוי דולרי)</b>						
16.7	-19.8	26.1	9.6	9.7	-2.1	אפריל
17.8	-20.0	26.5	10.0	9.8	-2.1	אפריל
-7.9	-12.8	16.4	-4.2	7.6	-1.1	אפריל
20.9	-32.0	34.0	26.7	12.2	6.3	אפריל
13.4	-31.4	37.3	19.8	9.0	0.5	אפריל
16.5	-33.5	26.4	38.9	9.8	3.2	אפריל
19.8	-15.8	26.5	20.0	3.4	0.4	אפריל
<b>שוק העבודה (אחוז שינוי ריאלי)</b>						
2.7	0.2	3.9	3.1	0.6	2,968	פברואר
-0.6	-2.5	1.0	1.8	0.0	7,182	פברואר
<b>תקציב המדינה (ש"ח כאחוז מהתוצר)</b>						
31.5	38.2	29.2	29.6	31.5	20,489	אפריל
32.8	32.7	32.3	33.3	32.8	21,367	אפריל
-1.3	-4.5	-3.1	-3.7	-1.2	-878	אפריל
-2.1	-5.2	-3.8	-4.4	-1.7	-1,273	אפריל
2.7	5.0	1.5	0.1	-3.5	-11,649	אפריל
-0.9	0.7	-0.1	2.1	-0.1	-6	אפריל
<b>מחירים, שערי חליפין ומדדי תשואה כוללת של ניירות ערך (אחוז שינוי - סוף תקופה לעומת סוף תקופה קודמת)</b>						
3.8	4.2	2.7	4.0	1.1	0.6	אפריל
-4.4	3.4	3.7	7.3	3.9	0.8	אפריל
3.3	0.0	3.9	2.8	0.6	0.0	אפריל
-1.4	-0.5	-6.1	-9.2	-5.1	3.4	מאי
-1.8	2.6	-12.9	3.7	-1.2	5.0	מאי
-42.3	0.1	-4.4	55.1	57.7	86.5	מאי
-52.4	92.3	14.9	14.1	-10.7	1152.2	מאי
-47.7	78.6	15.8	17.0	-1.8	1266.9	מאי
-63.2	109.9	5.3	19.6	12.8	278.0	מאי
<b>ריביות (ממוצע של החודש האחרון בכל תקופה באחוזים)</b>						
2.50	1.00	2.00	1.50	3.25		יוני
2.0	1.9	2.4	2.00	2.48		מאי
53	5.1	4.7	5.12	4.77		מאי
3.4	2.5	1.9	2.50	2.19		מאי
0.25	0.12	0.18	0.20	0.09		מאי

\* בניכוי השפעות עונתיות \*\* כאחוז מהתוצר במהלך התקופה (אומדן) \*\*\* החל מחודש אפריל החליפה הבורסה ב"א את מדד התל סק 15 במדד ת"א טכנולוגיה