

Giuliodori, M. (2004). Monetary policy shocks and the role of house prices across European countries, DNB Working Paper, no. 15. November.

Jarocinski, M. and F. Smets (2008). House prices and the stance of monetary policy, Working paper series, European Central bank, no. 891, April.

Sutton, G. D. (2002). "Explaining changes in house prices", *BIS Quarterly Review* (September).

Tsatsaronis, K. and Haibin Zhu (2004). "What drives housing price dynamics: cross-country evidence", *BIS Quarterly Review* (March).

התמסורת משער הדולר אל סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן

- בשנתיים האחרונות היה בחוזי שכר הדירה מעבר ממחירים הנקובים בדולרים למחירים בשקלים. בעבר נקבו המחירים בדולרים בכ-90 אחוזים מחוזי שכר הדירה – לעומת כ-15 אחוזים כיום.
 - כתוצאה מהמעבר לחוזים שקליים פחתה התמסורת משער הדולר אל סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן: תמסורת הטווח הקצר (עד חודש) ירדה מכ-0.9 ל-0.48, ותמסורת הטווח הארוך (לשנה ומעלה), שהייתה בעבר מלאה, נפסקה.
 - למרות ירידת התמסורת והמעבר לחוזים שקליים, הדולר הוא עדיין הגורם הדומיננטי המסביר את תנודות סעיף הדיור בטווח הקצר.
- השינויים במחירי הדיור במדד המחירים לצרכן מתואמים עם התנודות של שער החליפין שקל-דולר. תיבה זו בוחנת את מאפייני הקשר הסטטיסטי בין השניים ומציגה אומדנים למקדם התמסורת משער החליפין אל מחירי הדיור¹⁴.

א. מה מודד סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן?
 במדד המחירים לצרכן בישראל עשרה סעיפי תצרוכת, והדיור הוא מהגדולים שבהם – משקלו כ-21 אחוזים¹⁵.

¹⁴ מקדם התמסורת מודד את ההשפעה של תנודות בשער הדולר על מחירי הדיור. כך, למשל, מקדם תמסורת של 0.5 משמעותו שפחות של אחוז אחד מביא לעליית מחירי הדיור במחצית האחוז.

¹⁵ רק משקלו של הסעיף תחבורה ותקשורת גדול מעט יותר (גם לו כ-21 אחוזים). עם עדכון המשקלות במדד – אחת לשנתיים – הבכורה עוברת לעתים בין הדיור לתחבורה והתקשורת.

של מחירי הדירות בטווח הקצר מושפע מהסטייה מהקשר ארוך הטווח, ממחיר השכירות הבו-זמני, מהשינוי בריבית ומתנאי שוק הדיור, המתבטאים במלאי הדירות ביחס לאוכלוסייה ובהיקף התחלות הבנייה.

לפי משוואת ההפרשים שנאמדה, עלייתו של מדד מחירי הדיור בשנים האחרונות מוסברת בגורם מחזורי (ירידת שיעור האבטלה) ובכוחות בשוק הדיור (המתבטאים ביחס האוכלוסייה למלאי הדירות והתחלות הבנייה), שפעלו באותו כיוון. התחזית לעתיד הקרוב היא להתמתנות העלייה של מדד מחירי הדיור ביחס לאשתקד: אמנם הכוחות בשוק הדיור צפויים להמשיך ולפעול לעליית המדד, אולם בגלל השפל הנוכחי צפוי הגורם המחזורי, המשפיע בפיגור, לפעול לירידתו.

ניתוח באמצעות מערכת VAR הראה כי זעזוע חיובי בריבית לטווח ארוך מתבטא בירידת המחיר הריאלי של הדירות. זעזוע חיובי בפעילות תורם דווקא לירידת המחיר הריאלי, וזעזוע חיובי במניות מתבטא תחילה בעליית המחיר ואחר כך בירידתו. זעזוע בריבית בנק ישראל מתבטא בירידה קטנה אך לא מובהקת של מחיר הדירות הריאלי.

באמצעות המודל הנאמד ניתן לבנות תחזית לטווח קצר למשתנים הכלולים בו. על פי התחזית המתקבלת שיעור עלייתם של מחירי הדירות (הריאליים) יתמתן ב-2010, בדומה לתחזית המתקבלת ממשוואת ההפרשים.

הניתוח שהוצג משפר את הבנת התפתחותם של מחירי הדיור, אולם לשם הבנה מלאה של שוק הדיור, ושל ענף הבנייה בכלל, דרוש מודל מבני מפורט יותר, שיתאר את הכוחות הפועלים בשוק זה.

מקורות

Bar-Nathan, M., M. Beenstock and Y. Haitovsky (1998). "The Market for Housing in Israel", *Regional Science and Urban Economics*, 28 (1), 21-49.

Bjornland, H. C. and D. H. Jacobsen (2009). The role of housing prices in the monetary policy transmission mechanism in small open economies, Norges Bank Working Paper, 2009.06, Financial Markets Department.

בתנודות בסדרי גודל דומים במחירים השקליים של הדיור, לפחות ככל שהמחיר הנקוב בדולרים היה קשיח.

בשנתיים האחרונות, עם היחלשותו של הדולר, הנוהג לנקוב מחיר דולרי הולך ונעלם, ובחוזים חדשים המחיר נקב לרוב בשקלים. עד 2007 כ-90 אחוזים מחוזי שכר הדירה נקבו במחיר דולרי, ואילו כיום עומד שיעור זה על פחות מ-15 אחוזים. איור ב'-6 מציג את התפתחות מחירי הדיור במדד המחירים לצרכן, את השינוי בשער הדולר ואת אחוז החוזים החדשים שבהם שכר הדירה נקוב בדולרים. מהאיור ניכר הקשר ההדוק בין שער הדולר למחירי הדיור והתנתקות מסוימת של הקשר עם המעבר לחוזים שקליים.

הקשר ההדוק בין מחירי הדיור לשער הדולר צריך להפתיע גם אילו כל החוזים היו נקובים בדולרים - שהרי מרביתו של סעיף הדיור מבוססת על חוזי שכר דירה חדשים או מתחדשים, ובחוזים אלה ניתן בדרך כלל לשנות את שכר הדירה בהתאם לתנאי השוק, גם אם הוא נקוב בדולרים; אין אפוא סיבה לצפות למיתאם גבוה בין מחירי הדיור לדולר. המיתאם הגבוה יכול לנבוע מקשיחות של המחיר הדולרי, וקשיחות כזאת סבירה במיוחד בחוזים המתחדשים כמימוש של זכות השוכרים להארכת החוזה,

בסעיף הדיור שלושה רכיבים: שירותי הדיור בבעלות הדיירים (77 אחוזים), שכר הדירה (19.5 אחוזים) והוצאות הדיור האחרות (3.5 אחוזים).

בעבר היה נהוג למדוד את מחיריהם של שירותי הדיור בבעלות הדיירים באמצעות מחירי הדירות. בעקבות המלצות של ועדת מומחים ושל קרן המטבע הבין-לאומית, שונתה שיטת המדידה כך שהיא מבטאת את עלות שירותי הדיור, לא את מחיר ההון: מאז 1999 נמדד סעיף זה באמצעות מחירי שכר הדירה בחוזים חדשים ומתחדשים, כלומר על פי שכר הדירה שבעל הדירה היה יכול לקבל תמורת שימוש בדירתו לו השכיר אותה (בכל חודש מחדש). לשם כך נבדק מדגם של חוזי שכירות חדשים או מתחדשים. כיוון שמדגם זה הוא קטן יחסית, מחושב השינוי בשכר הדירה על בסיס דו-חודשי, בפיגור של שבועיים¹⁶. העלות השקלית של חוזים הנקובים בדולרים, שעד לעת האחרונה היו חלק גדול מהחוזים, חושבה לכל תקופה בהתאם למחיר הדולרי ושער החליפין באותה עת.

לצורך חישוב שכר הדירה נעשה שימוש במדגם מתוך מלאי חוזי השכירות שנחתמו בעבר ועדיין תקפים. בפועל רוב החוזים נחתמים לשנה, כך שהמלאי משקף בעיקר חוזים שנחתמו בשנה האחרונה. כיוון שמדגם זה הוא גדול יחסית, המחיר הנמדד מתבסס על נתוני החודש הנוכחי בלבד בפיגור של שבועיים¹⁷.

מהתיאור לעיל עולה שסעיף הדיור במדד המחירים לצרכן מבטא, כמעט כולו, שינויים במחירי שכר הדירה. רק תת-הסעיף "הוצאות דיור אחרות" – המבטא מחירי תיווך, ביטוח וכדומה – אינו משקף את מחירי שכר הדירה, אך, כאמור, משקלו בסעיף הדיור נמוך, 3.5 אחוזים בלבד.

ב. סעיף הדיור והדולר

בגלל האינפלציה הגבוהה של שנות השמונים החלו לנקוב את מחיריהם של מוצרים שונים בשוק המקומי בדולרים. בשוק הדיור נשמר נהוג זה במשך שנים גם לאחר שהאינפלציה ירדה. כתוצאה מכך, שינויים בשער החליפין התבטאו

¹⁶ למשל: השינוי במחיר לחודש ינואר מחושב על ידי חלוקת המחיר בתקופה שמ-16 בנובמבר עד 15 בינואר (החודשים המדדיים דצמבר-ינואר) במחיר מ-16 באוקטובר עד 15 בדצמבר (חודשים מדדיים נובמבר-דצמבר).

¹⁷ כך, לדוגמה, המחיר לינואר משקף את המחיר מ-16 בדצמבר עד 15 בינואר לעומת המחיר מ-16 בנובמבר עד 15 בדצמבר.

איור ב'-6



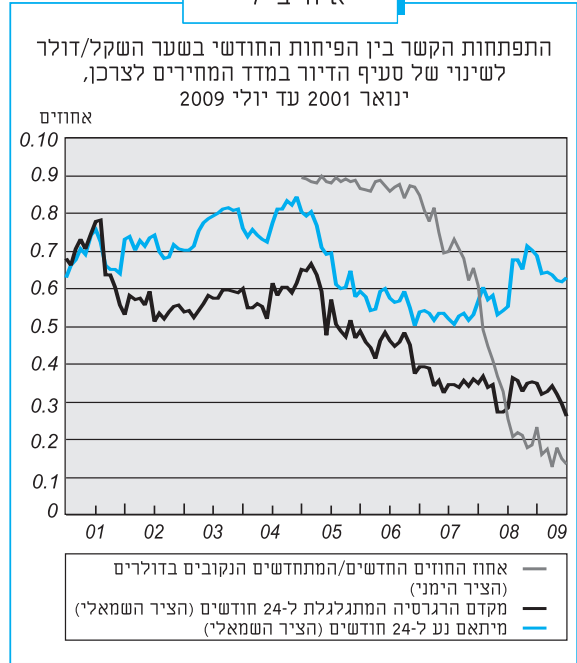
של ניתוח אקונומטרי זהיר יותר, המתייחס לדרך המדידה של סעיפי מדד הדיור ולאפשרות שהשפעת הדולר איננה רק מיידית אלא נמשכת גם בפיגור מסוים. מאמידות של חטיבת המחקר עולה כי עד סוף 2006, טרם המעבר לחוזים שקליים, התמסורת מהדולר אל סעיף הדיור הייתה מהירה ומלאה, ואילו מאז 2007 התמסורת פחותה, ובטווח הארוך היא למעשה נעלמה. בפרט: עד 2006 פיחות של אחוז אחד הביא לעלייה מיידית של סעיף הדיור בכ-0.5 אחוז, לאחר כחודשיים הביא פיחות כזה לעלייה מצטברת של יותר מ-0.9 אחוז, והתמסורת נשארה גבוהה גם בטווח הארוך (שנה ומעלה). לעומת זאת מאז 2007 התמסורת המיידית פחותה מ-0.5 ל-0.23; היא מגיעה לשיאה – לגובה של 0.48 – לאחר חודש אחד בלבד, אחר כך דועכת, ובטווח הארוך הדולר אינו משפיע כלל על סעיף הדיור. אומדנים למקדמי התמסורת לטווח של עד שנה מוצגים בלוח ב-2.

אף על פי כן - למרות המעבר לחוזים שקליים - בחינת הנתונים מעלה כי הדולר היה, ולמרבית ההפתעה גם נותר, הגורם הדומיננטי המסביר את תנודות סעיף הדיור בטווח הקצר. אינדיקציה לכך ניתן לקבל מהמיתאם שבין סעיף הדיור לשער הדולר. איור ב-7 מציג את התפתחותו של המיתאם בין תנודותיו החודשיות של סעיף הדיור לשער הדולר על פני זמן; מהאיור עולה כי המיתאם היה ונותר גבוה. בשנים 2006-2005 הוא אמנם ירד מעט, אך זאת בתקופה שלפני המעבר לחוזים שקליים; החל מ-2007 הוא שב לעלות, וכיום רמתו דומה לזו של תחילת תקופת המדגם, בשנת 2001¹⁸.

| לוח ב-2: אומדני מקדם התמסורת משער החליפין אל סעיף הדיור | | |
|---|---------|------------|
| טווח הזמן | עד 2006 | החל מ-2007 |
| מיידית | 0.52 | 0.20 |
| חודש | 0.90 | 0.48 |
| חודשיים | 0.92 | 0.39 |
| רביעי | 0.85 | 0.31 |
| חצי שנה | 0.84 | 0.14 |
| שנה | 0.84 | -0.03 |

¹⁸ ייתכן שאחת הסיבות למיתאם הגבוה שנמדד בסוף המדגם נעוצה במדידתו על בסיס נתונים ל-24 החודשים האחרונים – שבהם שיעור החוזים הדולריים בסך התצפיות היה גבוה.

איור ב-7



כנהוג בחוזי שכירות רבים; בחוזים חדשים קשיחות של המחיר הדולרי סבירה פחות.

ניתן להניח שהצמדת המחירים של הדיור ושל מוצרים לא סחירים אחרים לשער הדולר מביאה לקשיחות של מחיריהם היחסיים לעומת מחירי המוצרים הסחירים, ועל כן היא מביאה גם לעיוות בהחלטות על ייצור שני סוגי המוצרים ועל השימושים בהם. הנוהג לנקוב מחירים מקומיים בדולרים היה ניסיון להתגונן מפני האינפלציה. המעבר למחירים שקליים מונע עיוות זה במחירים היחסיים, וכן מבטא אמון של הציבור במדיניות המוניטרית – בנחישותה וביכולתה למנוע אינפלציה. משתי סיבות אלה המעבר למחירים שקליים, ובכללם המחירים בשוק הדיור, הוא שינוי מבורך.

בחינת הנתונים מעלה כי השפעת שער הדולר על סעיף הדיור אכן פחותה, דבר המתבטא בירידה מתמשכת של מקדם התמסורת. דרך פשוטה למדוד זאת היא באמצעות רגרסיה מתגלגלת, שבה שיעור הפיחות החודשי מסביר את תנודות סעיף הדיור. איור ב-7 מציג את מקדם התמסורת הנגזר מאמידה זו; ניכר מהאיור שהשפעת הדולר על סעיף הדיור קטנה בעקביות על פני זמן, ובפרט היא קטנה עם המעבר לחוזים שקליים. תוצאה זו מתיישבת גם עם התוצאות