

ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים

125

מאי עד אוגוסט 2009

**בנק ישראל
חטיבת המחקר**

ירושלים, חשון התש"ע • אוקטובר 2009



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי: 3077509125/6

דפוס איילון, ירושלים

חלק א': סקירת ההתפתחויות השוטפות מאי עד אוגוסט 2009¹

החל מהמחצית השנייה אשתקד. התוצר הלאומי הגולמי והתוצר העסקי עלו ברביע השני, וגם במדד הייצור התעשייתי, במדד הפדיון של המסחר והשירותים ובנתוני ענף התיירות ניכר גידול הפעילות. רמת הפעילות, למרות גידולה, עודנה נמוכה, ודאי יחסית לרמתה ערב המשבר. יתר על כן, התוצר לנפש עדיין במגמת ירידה, והאבטלה הוסיפה לעלות והגיעה ברביע השני ל-8 אחוזים.

ההכנסות ממסים בתקופה הנסקרת היו נמוכות מאשר אשתקד. מגמת ירידתן נמשכה לאורך מרבית התקופה, אך בחודשים האחרונים נבלמה מגמה זו - במיוחד בזכות עליית ההכנסות ממסים עקיפים, עם התאוששות הפעילות. הודות לכך צפויה הממשלה לעמוד בתקרת הגירעון המוגדלת, שהוגדרה בחוק התקציב. זה אושר בחודש יולי כתקציב דו-שנתי לשנים 2009 ו-2010, לאחר שבמשך שבעה חודשים פעלה הממשלה לפי תקציב השנה הקודמת. התקציב כולל הגדלה נוספת של ההוצאות, מעבר לגידול השנתי הקבוע, והעלאות מסים, שצפויות לקזז את גידול ההוצאות.



עיקרי הדברים

על פי הנתונים הכלכליים לתקופה הנסקרת – מאי עד אוגוסט 2009 – החל המשק הישראלי להתאושש מהמשבר הכלכלי מהר מהצפוי. את התאוששות הפעילות הובילה עלייה מתונה של הביקושים בארץ, וכן החלה עלייה בסחר העולמי, שלווה בהתגברות האופטימיות בעולם. על התגברות האופטימיות מעיבים חששות מהשלכות אפשריות של הגירעונות, שרבות מהממשלות מתמודדות עמם בעקבות תוכניות סיוע יקרות, וכן חששות כי ההתייצבות הכלכלית מתבססת על תוכניות אלה ואינה מבטאת התחלה של צמיחה מתמשכת. עלייתו של המשק הישראלי על מסלול של צמיחה מתמשכת מותנית בהמשך ההתאוששות בעולם ובהתפוגגותם של חששות אלה.

התאוששות הביקושים בארץ ובעולם תרמה לעליית התוצר המקומי הגולמי ברביע השני של 2009, וזו השתקפה בגידול הפעילות בחלק מענפי המשק ובעלייתו של המדד המשולב. החלטת הממשלה להעלות את המסים העקיפים תרמה להתגברות קצב עליית המחירים ולעליית הציפיות לאינפלציה בתקופה הנסקרת; זאת על רקע מדיניות מוניטרית מרחיבה וריבית של 0.5 עד חודש אוגוסט. ואולם, לנוכח פער התוצר, המשתקף באבטלה ובניצולת נמוכה של ההון הפיזי, ואי-הוודאות, שעודה שוררת בארץ ובעולם באשר להמשך גידולה של הפעילות, ייתכן שעליית המחירים לא תתמיד.

שיעור הריבית נמצא מאז אפריל בשפל היסטורי, שתאם את החששות ממשבר חריג ומתמשך, אך במהלך התקופה הנסקרת התחלפו חששות אלו, כאמור, בתחילתה של אופטימיות. לפיכך, וכדי לאזן בין הצורך לשמור את הציפיות לאינפלציה בתחום היעד לבין הצורך להמשיך במדיניות המרחיבה, על רקע רמתה הנמוכה של הפעילות, העלה בנק ישראל את הריבית לחודש ספטמבר ב-0.25 אחוז, לרמה של 0.75 אחוז.

התאוששות המשק הישראלי התבטאה בעליית המדד המשולב למצב המשק מחודש מאי, לאחר ירידה רצופה

הנכסים של הציבור², שעלה מתחילת השנה וחזר בתקופה הנסקרת לרמתו מלפני המשבר.

היצוא גדל ברבע השני בשיעור ניכר, גידול שנבע בעיקר מעלייה חדה ביצוא השירותים. התאוששות היצוא נובעת מהתייצבות מסוימת של הביקושים העולמיים לאחר ירידתם התלולה. יצוא הסחורות אמנם עלה, אך ניתוח רכיביו מראה כי היצוא של מרבית ענפי התעשייה דווקא המשיך לרדת; גדל רק יצואם של ענפי הרכיבים האלקטרוניים והיהלומים, וזאת בשיעורים חדים. השיפור שחל בתחילת השנה בתנאי הסחר, המבטאים כיחס שבין מחירי היצוא למחירי התשומות המיובאות, טרם נתן את אותותיו בגידול ממשי של יצוא הסחורות. ממצאים אמפיריים מלמדים כי ההשפעה של שינויים בתנאי הסחר על היצוא התעשייתי של ישראל מתבטאת בפיגור של שנה³.

הצריכה הציבורית עלתה בשיעור חד עקב עלייה חדה בקניות הביטחוניות המקומיות, לאחר ירידה חדה ברבע הראשון, ואילו הצריכה האזרחית עלתה בשיעור קל בלבד. (הרחבה בנושא זה ראו בסעיף הממשלה).

ההשקעה המקומית הגולמית ירדה כתוצאה מירידת ההשקעה בנכסים קבועים ומירידה חדה של ההשקעה במלאי - כצפוי בעטיו של המשבר - וההשקעות בענפי המשק המשיכו להתכווץ. ירידה זו אינה סותרת את סימני ההתאוששות האחרים, וגם גידול נוסף של פעילות ענפי המשק צפוי להתבסס בטווח הקצר על ניצול של כושר הייצור הקיים.

היבוא עלה ברבע השני, לאחר ירידות חדות בשני הרבעים הקודמים. גידולו של היבוא משקף את התאוששות הפעילות המקומית, במיוחד משום שהוא התבסס על גידול היבוא האזרחי, הן של הסחורות והן של השירותים. עליית היבוא עולה בקנה אחד עם ההוזלה היחסית של מחירי היבוא ברבע השני, הן לעומת מחירי התוצר והן לעומת מחירי היצוא.

גם המדדים להתפתחות הפעילות בשוק ההון משקפים את האופטימיות במשק: הם המשיכו להיות חיוביים, בדומה למדדים לפעילות של שוקי ההון בעולם. על רקע התאוששות שוקי ההון, הפסיק בנק ישראל, לקראת סוף יולי, את רכישות האג"ח הממשלתיות בשוק המשני, לאחר שהיקף הרכישות הצטבר לסכום שהוצהר עליו בתחילת התוכנית.

שער החליפין של השקל מול סל המטבעות האפקטיבי¹ יוסף בתקופה הנסקרת. התחזקות השקל בתקופה הנסקרת נבעה בעיקר ממגמות שער החליפין בעולם, ובהן היחלשות הדולר, וכן מהעודף בחשבון השוטף ומהערכות אופטימיות שלפיהן התאוששות המשק הישראלי מהמשבר תהיה מהירה מזו של משקים אחרים. רכישות המט"ח היומיות של בנק ישראל במרבית התקופה הנסקרת מיתנו את התחזקות השקל. בחודש אוגוסט שונתה מדיניות הרכישות: הבנק עבר מרכישות קבועות לרכישות לפי הצורך.

הפעילות הריאלית המצרפית

על פי נתוני החשבונאות הלאומית לרבע השני של 2009 נבלמה מגמת הירידה שאפיינה את הפעילות הכלכלית בשני הרבעים הקודמים. התוצר המקומי הגולמי עלה ברבע השני בשיעור של 1.0 אחוזים בחישוב שנתי, והתוצר העסקי עלה בשיעור גבוה אף יותר - 1.3 אחוזים. עלה גם יבוא הסחורות והשירותים, כך שסך המקורות העומדים לרשות המשק גדל. את עליית השימושים במקורות הובילו עלייה ביצוא השירותים ובצריכה הפרטית. לעומת כל אלה, התוצר לנפש עדיין במגמת ירידה, והוא פחת ב-0.8 אחוז, וגם ההשקעה המקומית הגולמית הוסיפה לרדת.

הצריכה הפרטית עלתה ברבע השני בשיעור של 5.6 אחוזים בחישוב שנתי, בראש ובראשונה כתוצאה מעלייה ניכרת ברכישה של מוצרים בני-קיימא. עלייה חדה זו נבעה מציפיות לשיפור ברמת החיים, כפי שמשקף בעלייה רצופה של מדדי אומן הצרכנים בחודשים האחרונים. הצריכה של בני-קיימא רגישה מאוד לשינויים בהכנסה ובערך תיק

² ראו יעקב לביא, "האם השינוי בהכנסה השוטפת תורם להסבר השינוי בתצרוכת בישראל? בחינה אמפירית של תיאוריית ההכנסה הפרמנטית עם ציפיות רציונליות", סדרת מאמרים לדיון - מחלקת המחקר, 1995.

³ ראו תיבה ב'-3 בדוח בנק ישראל לשנת 2008.

¹ סל המטבעות האפקטיבי משקלל את שערי החליפין של שותפות הסחר של ישראל על פי משקלותיהן בסך הסחר.

הפעילות הריאלית הענפית

מדד הייצור התעשייתי ירד מעט (על פי הנתונים למאי-יולי), לאחר ירידה חדה יותר בראשית השנה. הירידה החדה בראשית השנה - המשך לירידה שהחלה בספטמבר 2008 - התמתנה החל מחודש אפריל. בחודשים מאי-יולי החל הייצור להתאושש, אך התאפיין בתנודות. בחינת מפורטת מלמדת כי התפתחות זו של הייצור התעשייתי הקיפה את מרבית ענפי המשנה בתעשייה, מכל רמות העצימות הטכנולוגית (איור א'-2). על סימני ההתאוששות בענף התעשייה מצביעים גם הנתונים הראשוניים של סקר החברות לרביע השלישי (שטרם פורסם).

בלימת התכווצות הייצור התעשייתי ותחילת התאוששותו נבעו מגורמים מקומיים יותר מאשר מגורמים חיצוניים: הצריכה הפרטית של מוצרים תעשייתיים עלתה מעט ברביע השני, לאחר ירידתה החל מאמצע השנה שעברה; ירידת היצוא התמתנה מאוד במהלך השנה, וברביע השני הוא עלה, בעיקר הודות לנסיקת היצוא של ענף הרכיבים האלקטרוניים. יתר ענפי היצוא התאוששו ברביע זה רק במתונות; גידול של ממש בהם תלוי מאוד בעליית הביקושים העולמיים, שאמנם התאוששו לאחר ירידות חדות, אך נותרו בתקופה הנסקרת נמוכים, יחסית לערב המשבר.

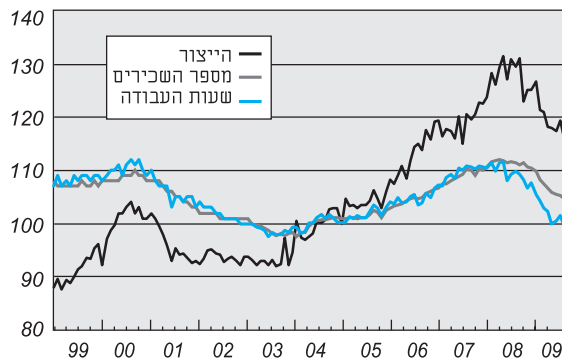
מספר השכירים בתעשייה הוסיף לרדת בתקופה הנסקרת⁴, והייצור הוגדל באמצעות העלאת מספר שעות העבודה של העובדים (איור א'-2). על פי נתונים (ראשוניים) מסקר החברות, עלתה מעט ניצולת המכונות והציוד, עלייה שתרמה אף היא להגדלת הייצור. נתונים אלה, יחד עם ירידת העלות לשעת העבודה והעלות ליחידת תוצר, משקפים היטב את השלב הראשון בהתאוששות מן המשבר - התאמת מאוחרת של מצבת העובדים לרמת הייצור הנמוכה והגדלת הפעילות על בסיס כושר הייצור הקיים, תוך ניצול הירידה של עלויות הייצור.

בענף המסחר והשירותים ניכרו בתקופה הנסקרת סימנים של חזרה למגמת העלייה שאפיינה אותו מ-2004 ועד אמצע השנה שעברה: פדיון המסחר והשירותים החל לעלות, וסך המכירות בכרטיסי אשראי כבר גבוה מרמתו טרם המשבר ומבטא ציפיות לחזרה אל מגמת הצמיחה.

⁴ מדדים אלה לעבודה בענף התעשייה, שמקורם בסקר התעשייה, אינם תואמים במלואם את נתוני סקר כוח האדם.

איור א'-2

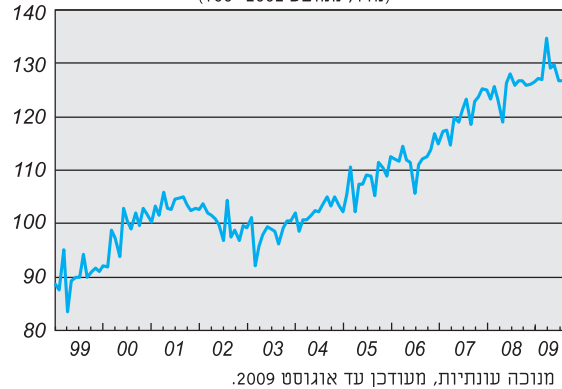
הייצור התעשייתי¹ (מדד, ממוצע 2004=100), 1999 עד 2009



הייצור התעשייתי לפי עתירות הטכנולוגיה¹ (מדד, ינואר 2007=100)



המסחר הקמעוני המאורגן¹ (מדד, ממוצע 2002=100)



הפדיון בענף המסחר החל לעלות, לאחר ירידה במחצית השנייה של 2008 וקיפאון מתחילת השנה (לוח א'-2). בענף השירותים הסתמנה מגמה דומה: מכירות השירותים העסקיים ושירותי האירוח והאוכל עלו בתקופה הנסקרת, וניכרת התאוששותם. בסך הכול עלה הפדיון של ענף המסחר והשירותים במהלך תקופה זו ב-2 אחוזים.

בתקופה הנסקרת הייתה עדיין נמוכה משמעותית מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. התאוששות הענף וחזרתו לרמת הפעילות ששררה לפני המשבר תלויה מאוד בהתאוששות התיירות העולמית, ולכך, על פי נתוני ארגון התיירות העולמית (UNWTO), אין עדיין סימנים⁵.

בענף הבנייה נמשכה מגמת הירידה הרצופה במלאי הדירות למכירה, שהחלה בשלהי 2008. ירידה זו במלאי הדירות נובעת כנראה מעליית הביקוש לדירות - בין השאר, בהשפעת הריבית הנמוכה על המשכנתאות - התפתחות המשתקפת בגידול של מספר הדירות שנמכרו. העלייה בהתחלות הבנייה בחודשים האחרונים תומכת באפשרות שצד הביקוש הוא שעורר לאחרונה את פעילות הענף. (הדיון במחירי הדיור הורחב בחלק ב.).

שוק העבודה

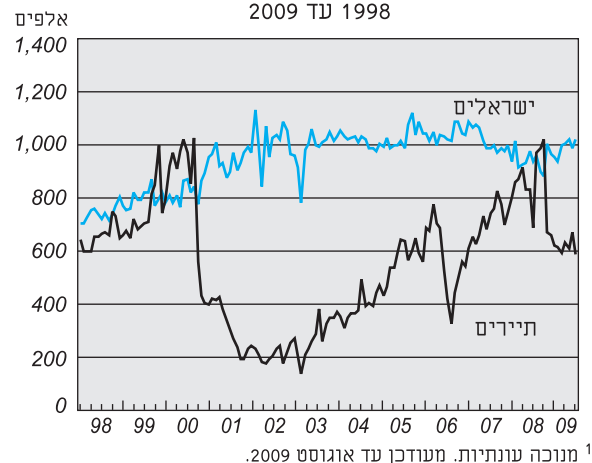
שוק העבודה המשיך בתקופה הנסקרת לשקף את המשבר הכלכלי; כך במיוחד על פי נתוני התעסוקה והאבטלה בסקר כוח האדם לרביע השני. למרות ראשיתה של מגמת שיפור, השכר הממוצע למשרת שכיר ירד, ועלו מספר דורשי העבודה ומספר התביעות לתשלום דמי אבטלה. כל אלה מרמזים כי בדומה לעבר, וכמו במדינות אחרות, תגובתו של שוק העבודה לגידול הפעילות תהיה איטית. (בחלק ב' של סקירה זו הורחב הדיון בנושא תגובתו של שוק העבודה למשבר הכלכלי.)

שיעור האבטלה המשיך לעלות ברביע השני של שנת 2009, והגיע ל-8.0 אחוזים, לעומת 7.6 אחוזים ברביע הקודם - שיעור מתון יחסית לעלייה החדה ברביע הקודם (1.1 נקודת אחוז). למרות עלייה מצטברת מיוני 2008 ב-2.1 נקודות אחוז, שיעור האבטלה נמוך במידה רבה משיעורה בשנת 2003, בשיאו של המשבר הקודם - 10.9 אחוזים. זאת משום שהמשבר הנוכחי פרץ לאחר כמעט חמש שנים של צמיחה מתמשכת, שבזכותה ירדה האבטלה לשיעור נמוך של 5.9 אחוזים. ירידה באבטלה צפויה, כאמור, בפיגור, והיא תלויה בקצב צמיחתו של התוצר, בפרט של התוצר לנפש, שירד גם ברביע השני.

⁵ "UNWTO world tourism barometer", UNWTO Volume 7, No.2, June 2009.

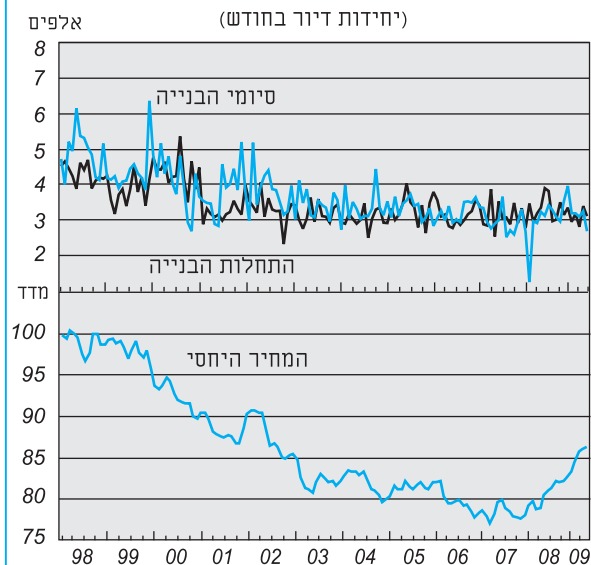
איור א'-3

ענף המלונאות - לינות תיירים וישראלים¹, 1998 עד 2009



איור א'-4

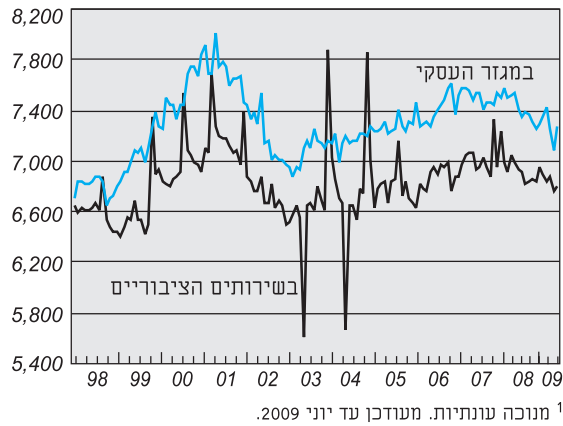
מספר התחלות הבנייה וסיומי הבנייה¹ והמחיר היחסי של הדירות², 1998 עד 2009 (יחידות דיור בחודש)



בענף התיירות, שמצבו הורע במידה רבה החל מהרביע האחרון של 2008, ניכרים סימני התאוששות ראשוניים: מספר הלינות בבתי המלון עלה בתקופה הנסקרת, עלייה שהקיפה את לינות התיירים והישראלים כאחד (איור א'-3, נתונים מנוכחי עונתיות). עם זאת, תפוסת החדרים הממוצעת

איור א'-6

השכר הריאלי למשרת שכיר¹, 1998 עד 2009
(ש"ח, במחירי 2004)



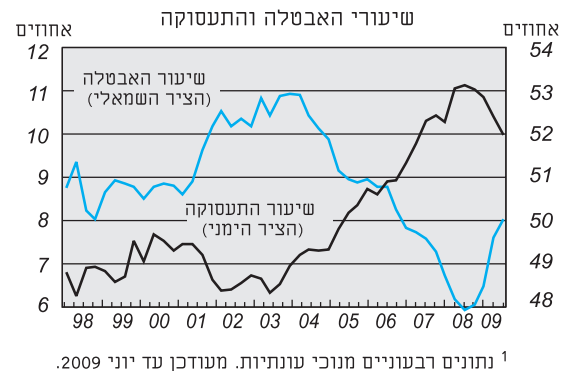
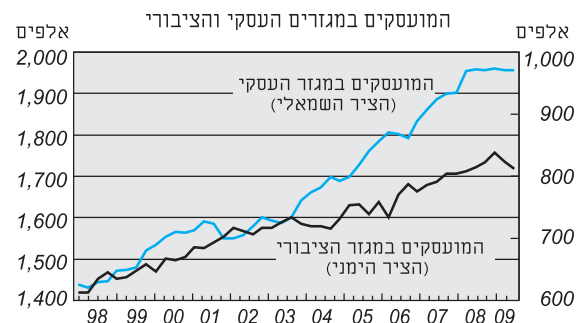
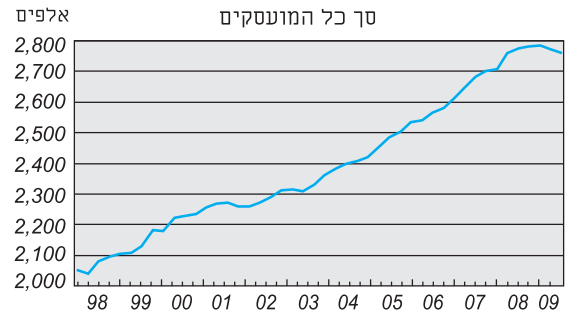
כולה מצמצום התעסוקה בשירותים הציבוריים. לעומתם, התעסוקה במגזר העסקי כמעט לא השתנתה ברבע זה: ירידה של מספר המועסקים בענפי התעשייה, הבנקאות והפיננסים והחקלאות קוזה על ידי עלייה של מספר המועסקים בשאר הענפים, בהם המסחר ותיקון כלי רכב, הבינוי, החשמל והמים, שהתעסוקה בהם התרחבה בשיעור ניכר. עם ירידת מספר המועסקים בענף התעשייה ברבע זה הצטברה בו ירידה של יותר מ-6 אחוזים בשנים עשר החודשים האחרונים.

מקורות מידע נוספים על מצבו של שוק העבודה מלמדים כי התאוששות הפעילות במשק טרם התבטאה בהתאוששות של ממש בשוק העבודה, אך עולים מהם סימנים ראשונים של שיפור: על פי נתוני סקר המעסיקים של משרד התמ"ת נמשכה ירידת הביקוש לעובדים גם ברבע השני, אולם שיעורה התמתן ביחס לירידות של הרבעים הקודמים. מדד הביקוש לעובדים ירד בתקופה הנסקרת, אך במהלכו התייצבו הירידות, ואף נרשמה עלייה קלה בחודש יוני. מספר דורשי העבודה ומספר התביעות לתשלום דמי אבטלה עלו, אך עליות אלה נבלמו במהלך התקופה הנסקרת.

גם בנתוני השכר במשק ניתן למצוא סימנים ראשונים של שיפור. אמנם במהלך התקופה הנסקרת ירדו השכר הנומינלי והשכר הריאלי למשרות שכיר, הן במגזר העסקי והן בציבורי, אך בדומה למדדים אחרים במשק, ובפרט בשוק העבודה, התמתן קצב הירידות במהלך התקופה, ובסופה כבר נרשמה עלייה קלה של השכר.

איור א'-5

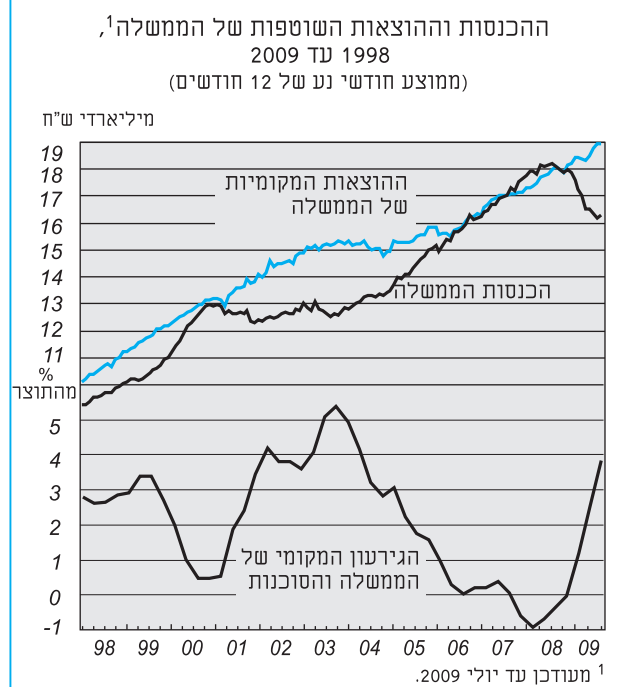
שוק העבודה¹, 1998 עד 2009



שיעור ההשתתפות ירד ב-0.2 אחוז ברבע האחרון, לאחר עלייה באותו שיעור ברבע הקודם, והגיע לרמת הרבע השני של 2008. מכאן שעליית האבטלה מאז יוני אשתקד מבטאת את ירידת התעסוקה במשק בעטיו של המשבר - ולא שינויים בשיעור ההשתתפות.

לירידת מספר המועסקים בשירותים הציבוריים הייתה השפעה ניכרת על שיעור התעסוקה: זה ירד ב-1.1 נקודות אחוז מאז תחילת השפעתו של המשבר על שוק העבודה, ברבע השלישי אשתקד. גם ירידת שיעור התעסוקה ברבע השני של שנת 2009 מ-52.4 ל-52 אחוזים נבעה

איור א'-8



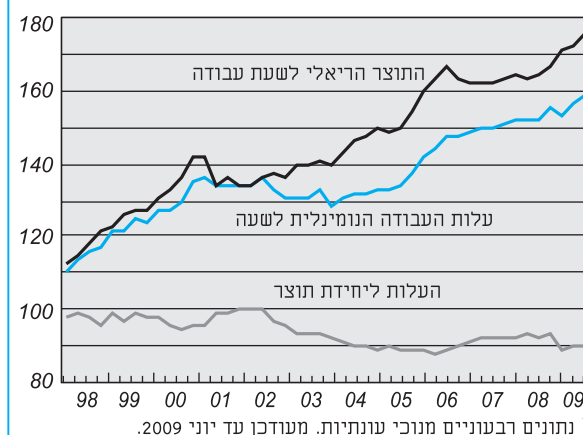
המיתון בפעילות העסקית), המדיניות הפיסקלית בשנה זו ניטרלית.

בגלל השלכות המשבר הכלכלי, בייחוד על ההכנסות ממסים, הועלתה תקרת הגירעון ל-6 אחוזי תוצר ב-2009 ול-5.5 אחוזים ב-2010, וכדי לעמוד בתקרת הגירעון המוגדלת הופחתו סעיפי הוצאה כדוגמת דמי ההבראה לעובדי המגזר הציבורי, והועלו שיעורי המסים, במיוחד העקיפים: המע"מ הועלה באחוז, הועלו שיעורי המס על הדלק והסיגריות, והושת הטל על צריכת מים גבוהה במשקי הבית. נוסף על אלה הועלו תקרות המס לתשלום דמי הביטוח הלאומי, ובמסגרת "מיסוי ירוק" הועלו שיעורי המס לרכבים גדולים ומוזמים.

במהלך התקופה הנסקרת נמשכה הירידה בהכנסות ממסים, אך חל שיפור, שהתבטא בעלייה מתונה של ההכנסות ממסים עקיפים, בין השאר עקב תיקוני החקיקה. באוגוסט גם התייצבה מגמת הירידה המתמשכת של ההכנסות ממסים ישירים. על השיפור בהכנסות ממסים בתקופה הנסקרת מעידה גם סטייה חיובית של הכנסות אלה מתוואי התקציב המקומי (ללא אשראי) בשיעור של 4.1 אחוזים.

איור א'-7

מדד עלות העבודה הנומיןלית ליחידת תוצר
(גולמי) במגזר העסקי,
1998 עד 2008¹
(ממוצע 1997=100)



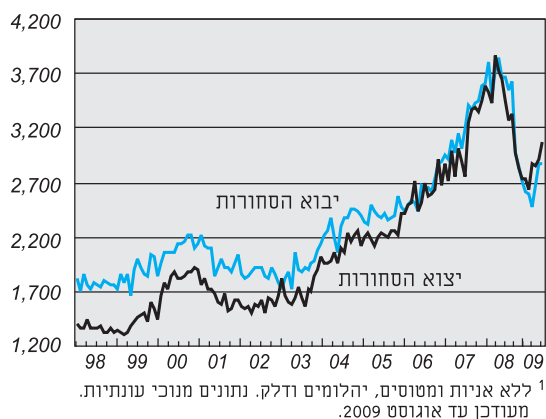
הממשלה

נתוני תקציב הממשלה בתקופה הנסקרת עולים בקנה אחד עם סימני ההתאוששות הראשוניים במשק. לאחר הירידה בהיקף גביית המסים במהלך 2008, התייצבה המגמה בחודשים האחרונים, ולכן תקבולי המסים היו גבוהים ביחס לתחזית בתקציב. הפתעה חיובית זו מביאה את צפי הגירעון הכולל (ללא אשראי) ב-2009 לשיעור המתיישב עם תקרת הגירעון לשנה זו, שנקבעה בחוק התקציב ל-6 אחוזי תוצר. הוצאות הממשלה משקפות עד עתה תת-ביצוע של התקציב, אך גם אם בסופו של דבר יירשם ביצוע מלא של התקציב, צפויה הממשלה לעמוד בתקרת הגירעון.

בחודש יולי אישרה הכנסת את תקציב הממשלה לשנים 2009 ו-2010, לאחר 7 חודשים שבהם היא פעלה לפי תקציב השנה הקודמת, שלא התאים למתחייב מן המשבר הכלכלי. בתקציב זה הוגדלה תקרת ההוצאות ב-3.5 מיליארדי ש"ח לשנה, מעבר ל-1.7 אחוזי הגידול הקבועים, כדי לממש את ההסכמים הקואליציוניים וכדי לאפשר נקיטת צעדים כגון הקדמת פרויקטים של תשתית, הגדלת תקציב המו"פ, הגדלת תקציב המענקים בחוק לעידוד השקעות הון והרחבת הסיוע באשראי ליצואנים ולעסקים קטנים ובינוניים. פעולה זו לוותה בהעלאת מסים מקבילה, כך שלמעט ההרחבה הפיסקלית הגלומה במייעצבים האוטומטיים (למשל, ירידת ההכנסות ממסים ועלייה של תשלומי ההעברה בעטיו של

איור 9-

סחר החוץ¹, 1998 עד 2009
(מיליוני דולרים לחודש)



הוצאות הממשלה היו בתקופה הנסקרת נמוכות מהרמה התואמת ביצוע מלא של התקציב, אך ביצוע התקציב לאורך התקופה הנסקרת לא היה אחיד: בחודשים מאי ויוני היו ההוצאות על פי התוואי העונתי המתאים לביצוע מלא של התקציב, אך בחודשים יולי ואוגוסט נרשם תת-ביצוע, למרות אישור חוק התקציב בכנסת. מתחילת השנה ועד אוגוסט (תום התקופה הנסקרת), הייתה ההוצאה המקומית נמוכה ב-4.1 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי התואם ביצוע מלא של התקציב – כלומר ביטאה תת-ביצוע של 2.7 אחוזים. הממשלה שוקלת להקדים הוצאות מ-2010 לשנה זו, כך שייתכן כי בסופו של דבר לא יירשם תת-ביצוע של התקציב.

ניצול ההקצאה לקרנות האשראי השונות - קרן היצוא, הקרן לעסקים קטנים והקרן לעסקים בינוניים – צבר תאוצה במהלך התקופה הנסקרת, וסכום ההלוואות שהועמדו הודות לקרנות אלה היה בתום התקופה הנסקרת כ-1.3 מיליארדי ש"ח. אמנם סכום זה זניח יחסית לסך האשראי שניתן למגזר העסקי (כ-0.1 אחוז מתוכו), אך רוב האשראי העסקי במשק ניתן לחברות הגדולות, וקרנות ייעודיות אלה עשויות להסיר חסמים העומדים בפני חברות הקטנות והבינוניות. קרנות אלו אף עשויות לעורר את כלל הפעילות בתחום האשראי לחברות אלו.

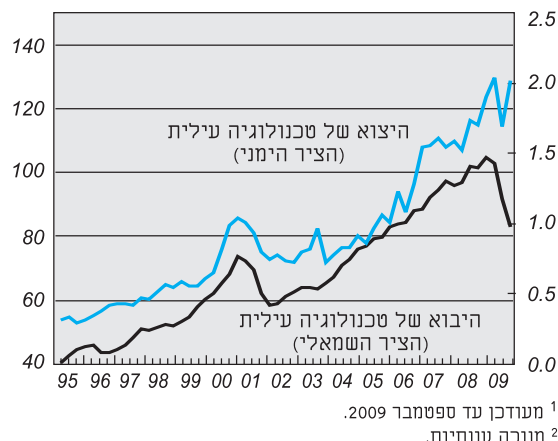
מאזן התשלומים

העודף בחשבון השוטף נותר ברביע השני גבוה, 2.1 מיליארדי דולרים - אמנם מעט פחות מאשר ברביע הראשון - וזאת בזכות גידול ניכר של העודף בחשבון השירותים, שפיצה על ירידתו ביתר רכיבי החשבון השוטף, ובמיוחד בחשבון הסחורות.

במחצית הראשונה של שנת 2009 היה העודף בחשבון השוטף גבוה משמעותית מאשר בשנת 2008. בעטיו של המשבר הכלכלי בארץ ובעולם ירדו מתחילת השנה גם היצוא וגם היבוא, אך הודות לשיפור בתנאי הסחר ולפתיחות הריאלי במהלך השנה, הייתה ירידת היצוא מתונה מירידת היבוא. ירידת היבוא במהלך השנה ניכרה בפרט בירידת היבוא של נכסי השקעה, שנמשכה גם בתקופה הנסקרת למרות סימני ההתאוששות במשק. רק בחודש אוגוסט – תום התקופה הנסקרת – עלה היבוא של נכסי השקעה (נתון

איור 10-

היצוא התעשייתי הישראלי של טכנולוגיה עילית
לארה"ב והיבוא המקביל של ארה"ב מהעולם^{1,2},
1995 עד 2008
(מיליארדי דולרים לרביע)



חודשי במחירים שוטפים) וייתכן כי התפתחות זו משקפת את התפנית בפעילות העסקית.

גידול היצוא בתקופה הנסקרת נבע בעיקר מגידול היצוא של השירותים ושל הרכיבים האלקטרוניים. יצוא הסחורות למעט יהלומים ורכיבים אלקטרוניים המשיך לדשדש גם בתקופה זו. ואולם, מנתונים במחירים שוטפים של המדינות המתקדמות ניכרת עלייה בסחר העולמי החל מחודש יוני וגם מדד ה"סק-פולס" החל לעלות בחודש זה.

מעל ומעבר למדיניות אנטי-מחזורית מקובלת, והפסקתה עלולה למתן את עליית הביקושים. יתר על כן, מדינות מפותחות רבות, ובראשן ארה"ב, מתמודדות עם גירעונות ממשלתיים עצומים, המסכנים את יציבות שערי החליפין, והטיפול בהם עלול לכלול העלאות מסים ניכרות, אשר יפגעו בפעילות לאורך זמן.

על אף חששות אלה, עודכנו תחזיות הצמיחה העולמית בתקופה הנסקרת כלפי מעלה. קרן המטבע הבין-לאומית העלתה את תחזית הצמיחה של התוצר העולמי מ-1.9 ל-2.5 אחוזים, ואת זו של המדינות המתקדמות - מאי-שינוי לצמיחה חיובית של 0.6 אחוז. הגידול הצפוי של הסחר העולמי הוא, על פי קרן המטבע, 1.0 אחוז, לעומת 0.6 אחוז לפני העדכון. תחזיות הבנק העולמי אופטימיות אף יותר - עלייה של 2.8 אחוזים בתוצר העולמי ושל 3.8 אחוזים בסחר העולמי.

המחירים, המדיניות המוניטרית ושוקי הכספים וההון

מדד המחירים לצרכן עלה בחודשים מאי עד אוגוסט ב-2.8 אחוזים; מתחילת השנה הוא עלה ב-3.7 אחוזים, ובמהלך 12 החודשים האחרונים – ב-3.1 אחוזים, מעט מעבר לגבולו העליון של יעד האינפלציה (לוח א'-7 ואיור א'-11). עליית המדד בחודשים האחרונים היא המשך למגמת עלייתם של המחירים, שהחלה בחודש מארס, לאחר מספר חודשים של ירידה מחירים רצופה שתאמה את התמתנות הפעילות בארץ ובעולם. בעקבות עליית המחירים והציפיות לאינפלציה העלה בנק ישראל את הריבית לחודש ספטמבר ב-0.25 אחוז, ל-0.75 אחוז, לאחר 4 חודשים שבהם נותרה הריבית ללא שינוי. העלאה זו מתיישבת עם המעבר מחששות למשבר חריג ומתמשך לראשיתה של אופטימיות.

להתגברות קצב עלייתם של המחירים תרמו ההעלאה של שיעור המע"מ ושל שיעור המס על הדלק והסיגריות, וכן הנהגת היטל על צריכת מים עודפת. מניתוח סעיפי מדד המחירים לצרכן עולה כי להחלטות אלה הייתה השפעה ניכרת על שיעור עליית המחירים, אך כי גם בניכוי התקרבות שיעור עליית המחירים לגבולו העליון של יעד האינפלציה. ממצא זה תומך באפשרות שסביבת הריבית הנמוכה ורכישות המט"ח והאג"ח תרמו גם הן להתגברות קצב עליית המחירים: המדיניות המרחיבה ורכישות המט"ח

שינויי מגמה אלה מבטאים עלייה בביקוש העולמי, ואם יתמידו הם צפויים להוביל לעלייה של ממש גם ביצוא הסחורות של ישראל.

ההשקעות הישירות של זרים בישראל, שאופיינו ביציבות לאורך המשבר, ירדו ברביע השני ירידה חדה. לעומת זאת התאוששו ההשקעות הישירות של ישראלים בחו"ל, לאחר ירידה דרמטית ברביע הקודם.

ההתפתחויות בעולם

בתקופה הנסקרת החלה להסתמן מגמה חיובית בתחום הריאלי, ובשוקים הפיננסיים נמשך השיפור שהחל בתקופה הקודמת. למרות סימנים המעמידים בספק את התמדתה של מגמה זו, העלו הגופים הבין-לאומיים את תחזיותיהם לגבי הצמיחה העולמית.

השיפור בשווקים הפיננסיים, שהחל בתקופה הקודמת, נמשך כאמור גם בתקופה הנסקרת: מדד המניות העולמי - ה- MSCI - הגיע לרמתו הגבוהה ביותר מאז אוקטובר אשתקד; הצטמצמו פערי הריביות הבין-בנקאיות, מירווחי האשראי הקונצרני פחתו במרבית הדירוגים, והיקף הנפקות האג"ח, בפרט בארה"ב, הוסיף לגדול.

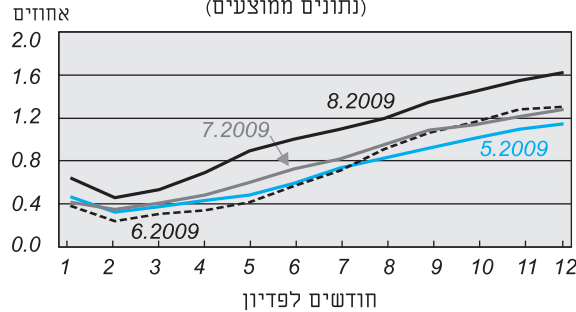
המגמה החיובית בתחום הריאלי התבטאה בהתמתנות ירידתו של התוצר בארה"ב, בעליית מדדי מנהלי הרכש במדינות שונות ובעליית מדדי הייצור התעשייתי באירופה וביפן, הגם שהם עדיין רחוקים מרמתם טרם המשבר. סביבת האינפלציה הנמוכה במשקים המפותחים תאפשר את המשך המדיניות המרחיבה, שתתמוך בפעילות הריאלית.

לעומת כל אלה עדיין נראים סימנים מדאיגים המעביבים על האופטימיות המתגברת: היקף האשראי הבנקאי נותר נמוך – בין השאר, משום שהתנאים לקבלת הלוואה נותרו קשוחים. צמצום האשראי מקשה הן על משקי בית והן על עסקים קטנים, שהבנקים הם מקור האשראי היחיד שלהם. נוסף על אלה יש חשש כי השיפור בשוקי ההון והכספים הוא בעיקרו תוצאה של תוכניות ממשלתיות נרחבות, וכי שיפור זה יתפוגג כשהן יסתיימו.

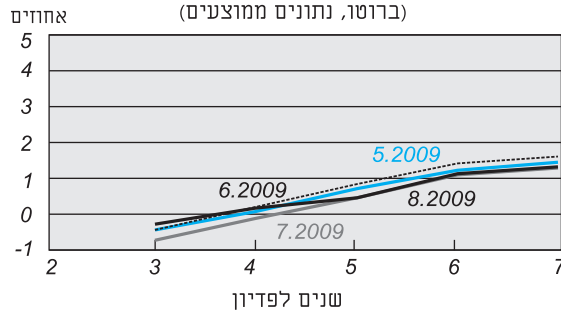
גם בתחום הריאלי יש חשש כי גידול הפעילות לא יימשך, בהסתמכו על התמיכה הפיסקלית חסרת התקדים, שהיא

איור א'-12

עקום התשואות לפדיון של המק"ם, ינואר עד אוגוסט 2009
(נתונים ממוצעים)



עקום התשואות לפדיון של איגרות החוב הצמודות למדד, ינואר עד אוגוסט 2009¹
(ברוטו, נתונים ממוצעים)



¹ ללא נתוני התשואה של איגרות החוב הצמודות למדד ל-10 שנים.

(ממוצע חודש ספטמבר) ו-2.4 אחוזים, בהתאמה. ציפיות האינפלציה לטווחים של שנתיים עד שלוש, שבחודשים יולי ואוגוסט חרגו מגבולו העליון של יעד האינפלציה, ירדו כבר לקראת תום התקופה הנסקרת, ועמדו בחודש ספטמבר על 2.8 אחוזים. הציפיות לטווחים הארוכים יותר ירדו ירידה מתונה, ובסוף התקופה הן נעו בחלקו העליון של יעד האינפלציה. לפיכך שיקף עקום המק"ם בתום התקופה ציפיות להעלאות נוספות של הריבית. על פי העקום צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על 2.5 אחוזים בעוד שנה.

שער החליפין של השקל מול סל המטבעות האפקטיבי⁶ יוסף בתקופה הנסקרת ב-4 אחוזים. היחלשות הדולר בעולם – המתבטאת למשל בשערו מול האירו – הייתה גורם מרכזי בהתחזקות השקל מול סל המטבעות. למגמת הייסוף של השקל תרמו גם גידול העודף בחשבון השטף במחצית הראשונה של השנה והערכות אופטימיות שלפיהן

⁶ סל המטבעות האפקטיבי משקלל את שערי החליפין של שותפות הסחר של ישראל על פי משקלותיהן בסך הסחר.

איור א'-11

האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים, הציפיות לאינפלציה ויעד האינפלציה¹,



והאג"ח העלו את הציפיות לאינפלציה, וציפיות אלה עצמן יכלו להשפיע על שיעור עליית המחירים בתקופה הנסקרת. עם זאת, לנוכח פער התוצר השלילי – המשקף אבטלה גבוהה יחסית לאשתקד וניצולת נמוכה של ההון הפיזי – ואי-הוודאות שעודה שוררת בארץ ובעולם באשר להמשך גידולה של הפעילות, ייתכן שעליית המחירים שהייתה בחודשים האחרונים לא תתמיד.

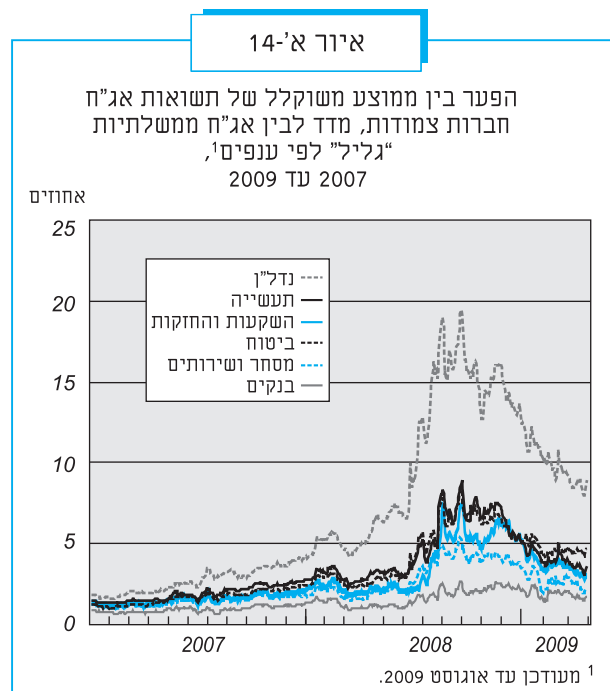
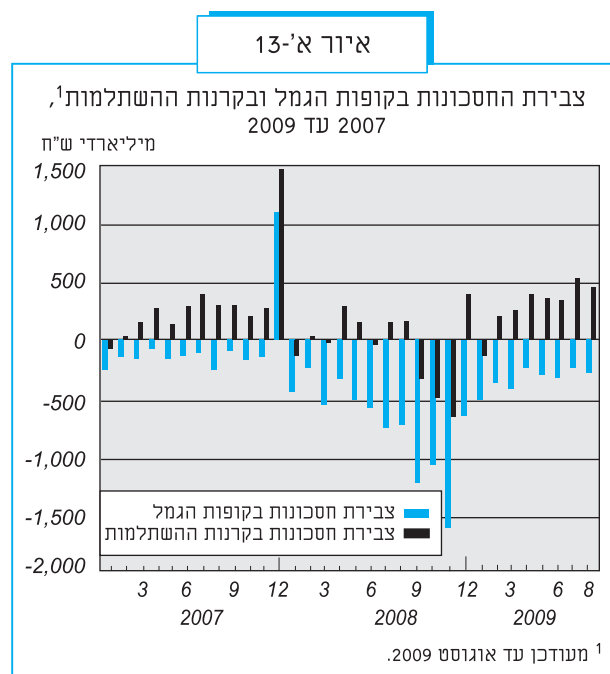
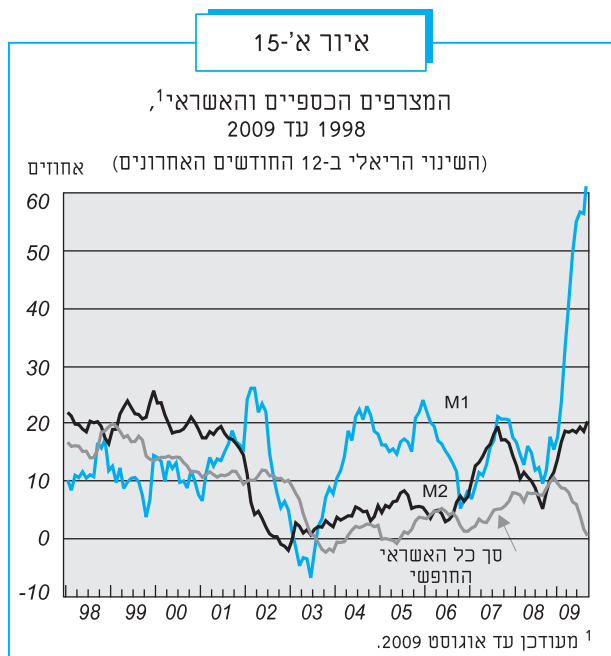
בתקופה הנסקרת השאיר בנק ישראל את הריבית בשיעור של 0.5 אחוז – שפל היסטורי שתאם את החששות למשבר חריג ומתמשך. המעבר מחששות אלה לראשיתה של אופטימיות ועליית הציפיות לאינפלציה הניעו את הבנק להעלות את הריבית לחודש ספטמבר ב-0.25 אחוז, לרמה של 0.75 אחוז. העלאה מתונה זו של הריבית, שהשאירה אותה בסביבה נמוכה היסטורית, מאזנת בין הצורך לשמור את הציפיות לאינפלציה בתחום היעד לבין הצורך להמשיך ולתמוך בהרחבת הפעילות, במיוחד על רקע אי-הוודאות באשר להמשך ההתאוששות וקצבה.

הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים היו בתקופה הנסקרת גבוהות מאמצע יעד האינפלציה, אך הן ירדו מעט, הודות להעלאת ריבית בנק ישראל לקראת תום התקופה. לפי הציפיות משוק ההון וממוצע הערכות החזאים, האינפלציה במהלך השנה הקרובה צפויה לעמוד על 2.3 אחוזים

את התנאים הכלכליים הבסיסיים, או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כראוי. כדי למתן את גידולה של כמות הכסף הנובע מרכישות המט"ח - הקבועות והמזדמנות - נקט בנק ישראל פעולות עיקור, כהנפקות מק"ם וספיגת עודפי הנזילות של הבנקים דרך מכרזי פיקדונות מוניטריים.

קצב התרחבותם של אמצעי התשלום, ובהם המצרפים המוניטריים הנזילים, המשיך לגדול בשיעור ניכר בתקופה הנסקרת (לוח א'-8 ואיור א'-14), על רקע הריבית הנומינלית הנמוכה. אף על פי כן שיעור התרחבותה של יתרת האשראי הבנקאי היה נמוך, בעיקר עקב הביקוש הנמוך לאשראי זה על רקע הפעילות הממונת, ועם העלייה באשראי החוץ-בנקאי, המשמש חלופה עבור חלק ממבקשי האשראי. הירידה במגבלת המימון מתחילת השנה, ככל העולה מסקר החברות של בנק ישראל, מחזקת את ההשערה כי צד ההיצע אינו זה שמגביל את האצת העלייה באשראי הבנקאי.

בתקופה הנסקרת התאוששה הפעילות בשוק האג"ח, ועלה קצב ההנפקות של איגרות החוב הקונצרניות. בתקופה זו גם גדל מיגוון החברות שהנפיקו אג"ח: בתחילת השנה ההנפקות המעטות שבוצעו היו של גופים בנקאיים, ואילו בתקופה הנסקרת כבר הנפיקו אג"ח חברות מכל ענפי המשק. מדד המניות הכללי בבורסה של תל אביב עלה במהלך התקופה הנסקרת בשיעור של 18.7 אחוזים, אך הוא עדיין נמוך בכ-30 אחוזים מערך השיא של סוף שנת

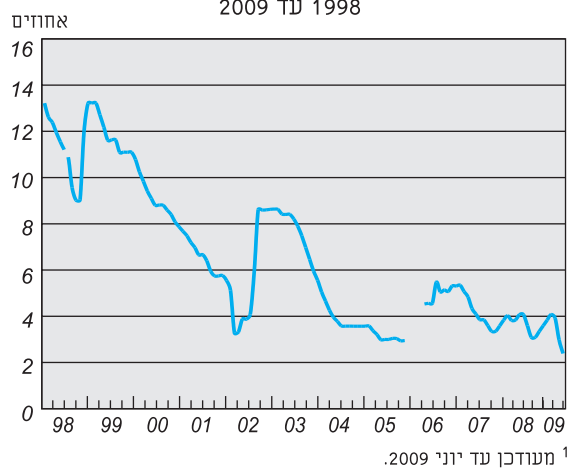


התאוששות המשק הישראלי מהמשבר תהיה מהירה מזו של משקים אחרים. במרבית התקופה הנסקרת רכש בנק ישראל מט"ח על בסיס יומי, מדיניות שמיתנה את התחזקות השקל, ואילו באוגוסט עבר הבנק לרכישות מעת לעת; זאת במקרה של תנודות חריגות בשער החליפין שאינן תואמות

הודות להתאוששות בשווקים הפיננסיים עלה שווי תיק הנכסים של הציבור במהלך התקופה הנסקרת וצבר עלייה ריאלית של 8.4 אחוזים מתחילת השנה. עליית שווי של התיק בחודשים האחרונים משקפת בעיקר את העלייה של מחירי ניירות הערך, בעיקר מניות ואג"ח של חברות בארץ ובחו"ל. על רקע הריבית הנמוכה והתגברות האופטימיות עלה משקלם של ניירות הערך בתיק הנכסים, וירד משקלם של המזומן והפיקדונות, שגדל מאוד בשיאו של המשבר.

איור א'-17

הריבית הממוצעת בהלוואות המוניטריות¹, 2009 עד 1998

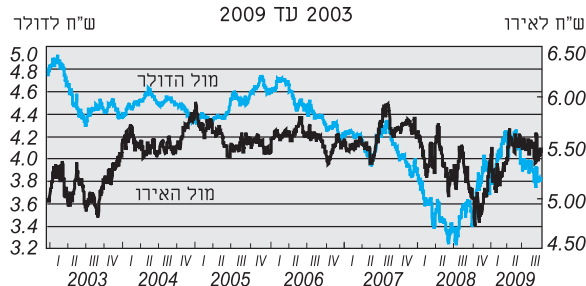


¹ מעודכן עד יוני 2009. בחודשים ספטמבר ואוקטובר 2005 לא ניתנו הלוואות מוניטריות, ולכן אין לגביהם נתונים על הריבית הממוצעת בהלוואות אלה.

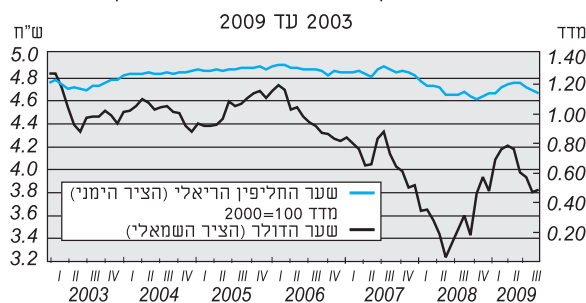
2007. על רקע התאוששות שוקי ההון, הפסיק בנק ישראל, לקראת סוף יולי, את רכישות האג"ח הממשלתיות בשוק המשני, לאחר שהיקף הרכישות הצטבר לסכום אשר הוצהר עליו בתחילת התוכנית.

איור א'-16

שער החליפין הנומינלי של השקל מול האירו ומול הדולר¹, 2009 עד 2003



שער החליפין הנומינלי והריאלי של השקל¹, 2009 עד 2003



¹ מעודכן עד אוגוסט 2009.

שער החליפין הריאלי מחושב על בסיס חודשי.

לוח א'-1: חשבונאות לאומית, 2008 ו-2009
(שיעור השינוי באחוזים, במחירים קבועים, במונחים שנתיים בניכוי עונתיות)

2009/II			כל רביע לעומת קודמו						2008 ¹	
החודש האחרון שלגביו יש נתון*	לעומת הרביע המקביל אשתקד ^{1,2}	לעומת הרביע הקודם	2009			2008				
			II	I	IV	III	II			
6	-0.8	1.0	1.0	-3.3	-1.6	0.8	3.6	4.0	התוצר המקומי הגולמי	
6	-1.6	1.3	1.3	-5.0	-2.7	0.2	3.9	4.5	התמ"ג של המגזר העסקי	
6	0.0	5.6	5.6	-4.1	-2.6	1.5	-3.4	3.6	הצריכה הפרטית	
6	-21.0	-54.9	-54.9	-19.1	22.1	-12.5	27.6	1.4	ההשקעה המקומית הגולמית	
6	-8.5	2.0	2.0	-15.2	-4.8	-14.9	-3.2	4.4	ההשקעה בנכסים קבועים	
6	-7.6	26.3	26.3	-30.3	-22.9	7.3	-5.4	10.5	היצוא של סחורות ושירותים למעט יהלומים	
6	-16.1	4.5	4.5	-20.1	-43.8	5.8	-3.0	2.9	היצוא של סחורות ³	
6	-1.6	77.6	77.6	-37.0	-14.4	-2.1	-23.0	10.7	היצוא של שירותים ⁴	
6	-15.2	3.2	3.2	-45.8	-6.2	-1.5	-6.0	7.2	היבוא של סחורות ושירותים למעט יהלומים	
6	-21.1	12.1	12.1	-46.4	-36.5	1.5	-8.7	0.7	היבוא של סחורות ³	
6	-10.9	2.1	2.1	-31.6	-10.8	0.8	-6.7	7.7	היבוא של שירותים ⁴	
6	2.8	12.1	12.1	-4.7	-0.8	5.3	-9.7	2.1	הצריכה הציבורית	
6	4.7	20.7	20.7	-6.5	-1.7	8.4	-3.2	2.2	הצריכה הציבורית למעט היבוא הביטחוני	
6	-3.3	-6.1	-6.1	-7.8	1.3	-0.3	3.2	3.1	השימושים המקומיים	

¹ נתונים מקוריים.

² במונחים רבעוניים.

³ חישוב חדש - ללא סובסידיות.

⁴ חישוב חדש - ללא מסים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח א'-2: אינדיקטורים לפעילות העסקית, 2008 ו-2009
(שיעורי השינוי באחוזים, במונחים שנתיים, בניכוי עונתיות)

מאי עד אוגוסט 2009			כל רביע לעומת קודמו					2008 ¹	
החודש האחרון שלגביו יש נתון*	לעומת הרביע המקביל אשתקד ^{2,1}	לעומת התקופה הקודמת	2009		2008				
			II	I	IV	III	II		
			שיעורי השינוי הממוצעים						
8	-8.2	0.5	-5.9	-17.7	-10.4	-3.3	6.2	1.3	המדד המשולב למצב המשק
8		50.6	43.4	31.5	33.8	45.3	44.5		הפעילות על פי מדד מנהלי הרכש ³
6	-3.5	-3.5	-3.5	-3.9	-3.2	0.9	0.5	0.1	עלות עבודה ליחידת תוצר
8	2.6	-1.6	14.6	2.2	-2.2	13.8	-5.8	4.4	המסחר הקמעוני המאורגן
7	-8.9	-4.4	-6.2	-16.2	-6.8	-5.7	6.2	7.0	הייצור התעשייתי (ללא יהלומים)
7	-2.9	8.8	7.9	-3.3	-15.4	-5.8	-6.8	0.3	מדד הפדיון בענף המסחר
7	-4.5	4.8	4.8	-3.8	-15.8	-3.5	-8.1	-0.4	מדד הפדיון - מסחר ושירותים
8	-2.5	36.0	55.5	-35.7	12.2	-26.0	-21.4	9.9	מדד היצוא - שירותים
8	-10.2	43.1	45.9	-65.9	12.8	-19.7	16.7	32.7	כניסת תיירים
הבנייה למגורים									
6	-0.8		-2.8	-1.1	6.0	15.2	3.9	5.1	התחלות הבנייה של דירות ¹
6	-4.8		-1.2	7.0	24.5	10.1	8.9	8.0	גמר הבנייה של דירות ¹
הבנייה שלא למגורים									
3	-4.8	-4.8		-4.8	-16.6	19.7	72.7	19.5	שטח ההתחלות ¹
ממצאי סקר החברות (מאזן הנטו) ⁴									
6		-13**	-38**	-28**	-28**	2**	10**	1	המאזן המשוקלל של המגזר העסקי
6		-15**	-32**	-33**	-6**	-7**	1**	-7	תפוקת החברות התעשייתיות
6		0**	-55**	-45**	-3**	-5**	-8**	-6	מכירות חברות המסחר

* כשחודש זה הוא אוגוסט (8) מושוות קבוצות של ארבעה חודשים, כשחודש זה הוא יוני (6) ההשוואה היא רבעונית, כשחודש זה הוא יולי (7) ההשוואה היא מאי עד יולי מול ינואר עד מארס.

** מציין תוצאה בלתי מובהקת ברמה של 10 אחוזים.

¹ נתונים מקוריים.

² במונחים רבעוניים.

³ מדד מנהלי הרכש הוא מדד חודשי המבטא עלייה כאשר ערכו מעל 50 וירידה כאשר ערכו מתחת ל-50. הנתון המוצג כאן הוא הממוצע לתקופה המצוינת.

⁴ מאזן הנטו הוא הפרש בין מספר החברות המדווחות על עלייה לבין אלה המדווחות על ירידה, כאחוז מסך החברות המדווחות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, משרד הבינוי והשיכון ועיבודי בנק ישראל.

לוח א'-3: אינדיקטורים להתפתחות שוק העבודה, 2008 ו-2009
(שיעורי השינוי באחוזים, בניכוי עונתיות)

מאי עד אוגוסט 2009			כל רביע לעומת קודמו					II/2009	
החודש האחרון שלגביו יש נתון*	לעומת התקופה המקבילה אשתקד ¹	לעומת התקופה הקודמת	2009		2008			(אלפים)	
			II	I	IV	III	II		
6	2.1	0.1	0.1	0.8	0.6	0.3	0.3	3,002.4	כוח העבודה האזרחי
6	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	0.1	0.2	0.6	2,761.1	המועסקים הישראלים
6	-0.4	-1.4	-1.4	-1.7	1.8	0.9	0.8	811.7	במגזר הציבורי
6	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	0.1	-0.0	0.1	1,954.9	במגזר העסקי
6	1.5	1.5	1.5	-2.6	-0.3	3.0	-0.2	271.5	מועסקים זרים ומהשטחים (לא מנוכה עונתיות) ²
6	-2.7	0.3	0.3	0.8	-3.0	-1.1	1.1	36.0	ממוצע שעות העבודה השבועיות למועסק
6	-2.7	0.1	0.1	-0.4	-1.4	-0.9	1.0	94,314	תשומת העבודה במגזר העסקי (כולל שטחים זרים), שבועי
6	-3.2	-0.1	-0.1	0.0	-1.7	-1.3	1.0	82,132	ישראלים בלבד
6	-1.4	-1.4	-1.4	0.3	-2.8	0.5	2.6	17,260	תשומת העבודה במגזר הציבורי (ישראלים)
6	38.8	5.7	5.7	18.4	7.8	2.2	-3.5	241.3	הבלתי מועסקים
6	24.8	0.1	4.6	9.6	4.6	6.7	-2.1	231.7	דורשי העבודה**
8	58.2	52.8	14.8	20.9	8.4	6.1	2.5	91.2	התביעות לתשלומי דמי אבטלה
6	-0.6	-0.6	-0.6	-1.9	-0.5	1.1	0.5		מאזן התעסוקה על פי סקר המעסיקים של התמ"ת ³
8	48.6	40.0	27.2	35.6	46.5	48.8			התעסוקה על פי מדד מנהלי הרכש ⁴
(ש"ח, נתונים מקוריים)									
6	-4.1	-8.6	-1.2	0.2	-1.3	-1.6	-1.1	7,123.3	השכר הריאלי למשרת שכיר ⁵
6	-3.1	-5.7	-1.1	0.6	-0.6	-1.4	-1.1	6,981.1	במגזר הציבורי
6	-4.6	-12.4	-1.9	0.5	-1.0	-1.8	-0.3	7,192.7	במגזר העסקי
6	-1.0	-4.9	-0.3	0.5	-0.6	-0.4	0.1	7,955.3	השכר הנומינלי למשרת שכיר ⁵
6	0.1	-1.0	-0.0	0.8	-0.1	-0.1	0.2	7,799.4	במגזר הציבורי
6	-1.6	-7.4	-0.9	0.5	-0.2	-0.5	1.0	8,031.5	במגזר העסקי
(אחוזים, בניכוי עונתיות)									
6			56.5	56.7	56.5	56.4	56.5	56.5	שיעור ההשתתפות
6			52.0	52.4	52.9	53.0	53.1	52.0	שיעור התעסוקה
6			8.0	7.6	6.5	6.0	5.9	8.0	שיעור האבטלה
6			33.4	30.1	30.5	32.1	36.2	33.4	עומק האבטלה ⁶

* ראו הערת כוכבית בלוח א'-2.

¹ נתונים מקוריים.

² בגלל טעות בדרך החישוב תוקנו הנתונים החל מינואר 2008.

³ איוש משרות בניכוי פליטות עובדים כאחוז מסך העובדים בעסקים שבמדגם סקר המעסיקים.

⁴ מדד מנהלי הרכש הוא מדד חודשי המבטא עלייה כשערכו גבוה מ-50 וירידה כשערכו נמוך מ-50. הנתון המוצג כאן הוא הממוצע לתקופה המצוינת.

⁵ כולל זרים ועובדים מהשטחים.

⁶ המובטלים המחפשים עבודה מעל חצי שנה מתוך סך כל המובטלים (נתונים מקוריים).

המקור: סקר כוח אדם של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, למעט נתוני הישראלים והלא-ישראלים במגזר העסקי, תשומת העבודה במגזר העסקי וסך המועסקים הישראלים, אשר מקורם באומדני החשבונאות הלאומית של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח א'-4: ביצוע התקציב של הממשלה, 2008 ו-2009

מאי עד אוגוסט 2009			כל רביע לעומת קודמו						
החודש האחרון שלגביו יש נתון*	לעומת התקופה המקבילה אשתקד	לעומת התקופה הקודמת	2009		2008			2008	
			II	I	IV	III	II		
3	4.6	1.1		-1.1	-7.1	0.6	0.1	-0.5	הגירעון המקומי של הממשלה כאחוז מהתוצר
מיליארדי ש"ח ²			הסטייה מתוואי התקציב המקומי ללא אשראי ¹						
8	3.7	4.1	1.2	-3.6	-3.3	-3.4	0.2	4.4	בהכנסות
8	1.4	2.0	2.2	-4.7	3.6	-3.4	-0.8	-18.5	בהוצאות
8	2.3	2.1	-0.9	1.1	-6.8	0.0	1.0	22.9	בגירעון
8	-7.6	-3.3	-13.0	-4.8	-16.5	-0.9	-3.1	-15.2	הגירעון הכולל ללא אשראי (מיליארדי ש"ח)
שיעורי השינוי הריאלי לעומת התקופה המקבילה אשתקד (אחוזים)									
8	-6.8	2.4	-10.6	-15.1	-11.3	-9.1	-3.2	-6.7	הכנסות הממשלה ממסים
8	-16.7	-9.8	-15.6	-20.9	-14.1	-15.6	-8.5	-13.1	מזה: הכנסות ממס הכנסה נטו
8	-7.3	5.1	-14.1	-14.0	-8.1	-0.4	4.0	1.4	הכנסות ממע"מ ברוטו
7	4.3	-0.1	8.4	-6.1	6.1	-7.6	1.2	1.0	הוצאות הממשלה
7	6.9	-0.2	7.0	6.7	1.3	0.9	1.7	1.7	קצבאות הביטוח הלאומי
7	70.1	7.9	71.2	47.9	17.2	0.7	-3.0	-0.0	מזה: דמי אבטלה
7	0.5	-0.2	0.9	-3.0	-3.9	-4.7	-6.6	-5.5	הבטחת הכנסה ³
8	-3.8	1.6	-4.2	-2.2	-0.2	-1.5	3.2	1.7	גבייה של המוסד לביטוח לאומי מהציבור

* ראו הערת כוכבית בלוח א'-2.

¹ התוואי נקבע בהתאם ליעד גירעון של 3.0 אחוזי תוצר.

² השינוי בתקופה הנסקרת לעומת התקופה המקבילה אשתקד אינו מתייחס לתוואי העונתי.

³ לא כולל השלמת הכנסה בקצבת זיקנה ושאידיס.

המקור: משרד האוצר, המוסד לביטוח לאומי ועיבודי בנק ישראל.

לוח א'-5: סחר החוץ, מאזן התשלומים ויתרות מטבע החוץ, 2008 ו-2009
(מנוכה עונתיות)

מאי עד אוגוסט 2009									
החודש האחרון שלגביו יש נתון*	לעומת התקופה המקבילה אשתקד ¹	לעומת התקופה הקודמת	כל רביע לעומת קודמו					2008 ¹	
			2009		2008				
			II	I	IV	III	II		
שיעורי השינוי ²									
המסחר בסחורות ³									
									יבוא הסחורות
8	-26.1	1.1	-5.4	-19.4	-9.2	1.4	3.4	15.4	
8	-9.1	4.5	-2.2	-9.9	-5.7	5.3	-1.3	20.1	מזה: מוצרי הצריכה
8	-27.1	0.4	-10.3	-20.3	-6.9	-2.8	0.7	16.9	נכסי ההשקעה
8	-31.3	0.0	-4.6	-22.5	-11.4	2.0	6.3	13.4	התשומות לייצור
8	-20.4	6.8	0.3	-13.1	-11.6	0.1	4.1	16.9	יצוא הסחורות
8	-20.3	7.5	0.6	-13.7	-11.4	-0.4	4.4	18.0	מזה: היצוא התעשייתי
8	0.6	13.8	11.6	-3.1	-5.9	-3.3	6.5	8.8	מזה: טכנולוגיה עילית
מאזן התשלומים									
(מיליוני דולרים)									
6			15,612	17,817	21,159	21,455	81,249		יצוא הסחורות והשירותים
6			13,961	18,267	22,863	22,263	84,313		יבוא הסחורות והשירותים
6			-1,651	450	1,704	808	-3,064		העודף (הגירעון) בחשבון הסחורות והשירותים
6			2,756	809	56	10	2,120		העודף (הגירעון) בחשבון השוטף
6	-240	-421	-421	-416	3,846	4,355	-240	2,024	החשבון הפיננסי (למעט יתרות המט"ח) ¹
6	2,495	-328	-328	1,891	1,723	2,788	2,495	2,410	מזה: ההשקעות הישירות של תושבי חוץ ¹
6	516	17	17	655	398	-1,305	516	-39	השקעות תושבי חוץ בתיק ניירות הערך למסחר ¹
6	2,251		1,046	1,056	5,318	1,645	2,251	2,555	ההשקעות הישירות וההשקעות של תושבי ישראל בתיק ניירות הערך למסחר בחו"ל ¹
6	-21.9		-27.6	-26.3	-23.0	-21.4	-21.9	-23.1	החוב החיצוני נטו (באחוזי תוצר) ¹
8			49,989	44,161	42,337	36,152	31,265	42,337	היתרות בבנק ישראל, לסוף תקופה ¹

* ראו הערת כוכבית בלוח א'-2.

¹ נתונים מקוריים.

² שיעורי השינוי מתייחסים להיקפים הדולריים של היבוא והיצוא.

³ נתוני המסחר בסחורות הם ללא אניות, מטוסים, יהלומים ודלק.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח א'-6: מדדים להתפתחויות הכלכליות במדינות המתקדמות והמתפתחות¹
(שיעורי השינוי השנתיים, אחוזים)²

	2010	2009	2008	2007	2006	
תחזית	תחזית					
התמ"ג העולמי	2.5	-1.4	3.1	5.1	5.1	
במדינות המתקדמות	0.6	-3.8	0.8	2.7	3.0	
במדינות המתפתחות	4.7	1.5	6.0	8.3	7.9	
הסחר העולמי	1.0	-12.2	2.9	7.2	9.2	
במדינות המתקדמות	0.6	-13.6	0.4	4.7	7.4	יבוא
	1.3	-15.0	2.0	6.2	8.2	יצוא
במדינות המתפתחות	0.8	-9.6	9.4	13.8	14.4	יבוא
	1.4	-6.5	4.1	9.5	10.9	יצוא
מחירי הסחורות הלא מעובדות (בדולרים)	23.1	-37.6	36.4	10.7	20.5	נפט ³
	2.2	-23.8	7.5	14.1	23.2	אחר
האינפלציה (מדד המחירים לצרכן)	0.9	0.1	3.4	2.2	2.4	במדינות המתקדמות
שיעורי ריבית לזמן קצר (אחוזים) ⁴	1.4	1.2	3.0	5.3	5.3	על הפיקדונות בדולרים
	1.8	1.4	4.6	4.3	3.1	על הפיקדונות באירו
שיעור האבטלה	9.2	8.1	5.8	5.4	5.7	במדינות המתקדמות

¹ בהגדרות ה-World Economic Outlook ישראל נכללת בין המדינות המתקדמות. המדינות המתקדמות הן המדינות המפותחות וחלק מהשווקים המתעוררים.

² פרט לשיעורי הריבית והאבטלה.

³ המחיר הממוצע של חבית נפט מסוג ברנט ב-2008 היה 97 דולרים של ארה"ב, ללא עלויות הובלה.

⁴ על הפיקדונות בדולרים – ריבית ה-LIBOR לשישה חודשים; על הפיקדונות באירו – ריבית ה-LIBOR לשלושה חודשים. המקור: World Economic Outlook (IMF), לפי העדכון מאפריל 2009.

לוח א'-7: מדדי מחירים נבחרים - קצב השינוי במהלך התקופה, 2008 ו-2009
(שיעורי השינוי באחוזים)

מאי עד אוגוסט 2009			כל רביע לעומת קודמו						2008	
החודש האחרון שלגביו יש נתון	לעומת סוף התקופה המקבילה אשתקד ³	לעומת התקופה הקודמת ²	2009			2008				
			II	I	IV	III	II			
			שיעורי השינוי במהלך הרביעי ¹							
8	3.1	2.8	2.3	-0.1	-0.6	2.0	2.2	3.8	מדד המחירים לצרכן	
8	0.9	2.5	2.4	-0.8	-1.4	0.1	3.0	2.0	מדד המחירים למעט דיור, פירות וירקות	
8	0.1	2.4	2.4	-0.2	-2.9	0.7	2.3	1.3	מדד המחירים לצרכן, ללא דיור וללא פירות וירקות, מבוקרים, הלבשה והנעלה	
8	11.8	2.7	1.5	1.3	4.9	8.2	1.0	12.1	מדד מחירי הדיור	
8	-10.0	1.4	1.6	-0.9	-10.9	-0.1	6.2	-4.4	מדד המחירים הסיטוניים	
6	2.6	2.7	2.7	2.1	-2.1	0.0	1.1	1.7	עלות העבודה הנומנלית ליחידת תוצר	
8	6.2	-8.7	-5.2	7.5	9.1	5.5	-4.2	-0.9	שער החליפין של הדולר	
8	7.5	-1.2	1.5	4.5	2.2	-2.4	-4.1	-8.4	שער החליפין של האירו	
8	3.5	-0.9	4.8	-2.2	-12.5	-13.3	-10.1	-10.7	שער החליפין אפקטיבי ראלי	
לעומת התקופה המקבילה אשתקד ⁴										
8	3.3	2.7	3.2	3.4	4.6	5.1	5.0	4.6	מדד המחירים לצרכן	
8	-0.1	2.6	-0.2	0.2	2.9	5.6	5.3	4.5	מדד המחירים לצרכן, ללא דיור וללא פירות וירקות, מבוקרים, הלבשה והנעלה	

¹ שיעורי השינוי בחודש האחרון של כל רביע לעומת החודש האחרון של הרביע הקודם.

² אוגוסט 2009 לעומת אפריל 2009.

³ אוגוסט 2009 לעומת אוגוסט 2008.

⁴ שיעורי השינוי בין הממוצע לתקופה לבין הממוצע של התקופה המקבילה אשתקד.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח א'-8: המצרפים המוניטריים והאשראי הבנקאי החופשי, 2008 ו-2009
(שיעורי השינוי במונחים שנתיים, אחוזים)

מאי עד אוגוסט 2009			כל רביע לעומת קודמו					2008	
החודש האחרון שלגביו יש נתון	לעומת התקופה המקבילה אשתקד	לעומת התקופה הקודמת	2009		2008				
			II	I	IV	III	II		
8	57.8	84.0	118.9	69.0	20.0	24.6	21.5	14.1	M1 (אמצעי התשלום) ¹
8	19.1	12.1	15.7	29.5	22.7	8.0	12.2	9.8	M2 ²
8	15.9	8.5	14.8	24.6	20.5	4.7	6.7	8.0	M3 ³
8	3.3	-3.7	-2.3	0.2	14.0	10.3	9.4	8.2	האשראי הבנקאי החופשי
8	8.8	2.1	2.8	6.5	19.1	15.8	23.9	18.2	האשראי השקלי הלא-צמוד
8	-5.6	-5.2	-8.5	-17.1	1.8	6.9	3.3	4.9	האשראי הצמוד למדד
8	3.2	-20.7	-7.9	19.2	24.6	-1.0	-19.7	-12.8	האשראי הצמוד למט"ח+האשראי במט"ח
¹ פיקדונות העו"ש + המזומן שבידי הציבור.									
² M1 + פד"ק לא-צמוד (עד שנה) + פח"ק.									
³ M2 + פד"ק צמוד (עד שנה) + עו"ש צמוד.									
המקור: בנק ישראל, חטיבת המחקר.									

לוח א'-9: הריביות, התשואות ומדד המניות, 2008 ו-2009
(אחוזים, ממוצע לרביע)

מאי עד אוגוסט 2009									
החודש האחרון שלגביו יש נתון	לעומת התקופה המקבילה אשתקד	לעומת התקופה הקודמת*	כל רביע לעומת קודמו					2008	
			2009		2008				
			II	I	IV	III	II		
הריבית הנומינלית									
8	2.7	0.3	0.3	0.7	2.4	3.1	2.4	2.7	על פח"ק
8	7.8	6.0	5.7	6.8	7.9	8.0	7.4	7.9	על אשראי לא-צמוד עד שנה
8	3.6	0.5	0.5	1.2	3.3	3.8	3.3	3.6	הריבית האפקטיבית במכרז פיקדון יומי
8	2.6	0.5	0.7	1.1	2.6	2.8	2.6	2.8	ריבית ה-LIBID על הדולר ל-3 חודשים
8	4.3	1.3	1.1	1.2	2.9	4.4	4.1	3.9	התשואה לפדיון של מק"ם - 12 חודשים
8	2.6	1.6	1.6	1.8	3.6	2.7	2.6	2.9	התשואה לפדיון של אג"ח ל- 5 שנים
8	2.0	0.7	1.7	2.2	1.7	0.9	0.6		פרמיית הסיכון ¹
8	2.9	2.3	1.8	0.7	-0.2	2.6	2.8	1.9	הציפיות לאינפלציה ל-12 חודשים ²
8	-7.8	18.7	18.3	20.3	-25.8	-17.9	5.5	-46.4	שיעור השינוי במדד המניות הכללי (רביע לעומת קודמו)

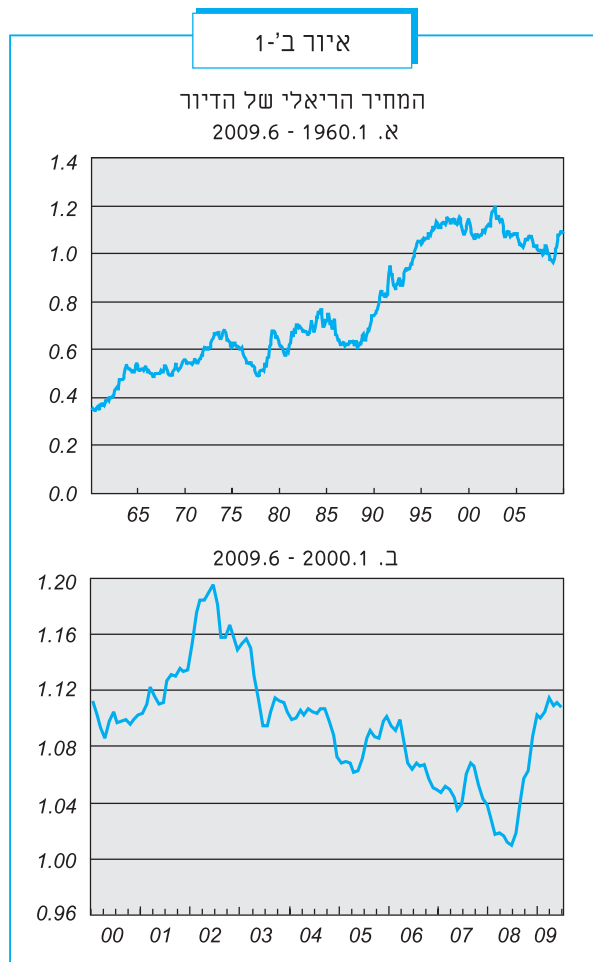
* לעומת החודשים מאי עד אוגוסט 2008.

¹ על Credit Default Swap לחמש שנים.

² הציפיות מבוססות על חישוב של המחלקה המוניטרית. הן נגזרו מפער התשואות בין אג"ח צמודה לאג"ח לא-צמודה, שהוחזקו על ידי משקיעים מוסדיים שאינם מחויבים במס, ובניכוי השפעת יום ה-X על מחיר האיגרת.

המקור: בנק ישראל, חטיבת המחקר.

חלק ב': הרחבה בסוגיות נבחרות



ב'-1 מציג יחס זה החל משנות השישים². באופן כללי ניכרת במחיר הריאלי של הדיור מגמת עלייה ממושכת, שהתמתנה בעשור האחרון. בהסתכלות קרובה יותר על התקופה האחרונה (איור ב'-1-ב') בולטת עלייה חדה במחצית השנייה של 2008, לאחר ירידה תלולה יחסית מהמחצית השנייה של 2007. מעניין לציין כי עלייה חדה דומה התרחשה במיתון הקודם, ב-2001 וב-2002, ורק בהמשך, בתחילת 2003, ירד המחיר הריאלי של הדיור. ייתכן אפוא ששוק הדיור מגיב על מצב המשק בפיגור, ורק בשלב מאוחר יותר של מחזור העסקים מחירי הדיור מותאמים, ומחירם היחסי מתוקן.

² יש לשים לב שעד 1999 חושב מחיר סעיף הדיור על סמך מחירי הדירות ולא על סמך מחירי השכירות, כך שלסדרה הארוכה יש להתייחס בזהירות.

שוק הדיור – מחיר שירותי הדיור במדד המחירים לצרכן ומחירי הדירות

- משנות השישים ועד ראשית שנות האלפיים שררה מגמת עלייה במחיר הריאלי של הדיור (מחירי הדיור ביחס למדד המחירים לצרכן). לאחר מגמת ירידה בתחילת שנות האלפיים, נרשמה, החל במחצית השנייה של 2008, עלייה חדה במחיר הריאלי של הדיור.
- לאורך זמן מתקיים קשר בין מחירי הדירות, שכר הדירה והריבית הריאלית. בטווח הקצר מושפעים מחירי הדיור מגורמים נוספים – מלאי הדירות ביחס לאוכלוסייה, היקף התחלות הבנייה, רמת הפעילות במשק, וכן השינוי בשער החליפין של הדולר.
- עלייה זמנית של הריבית הריאלית לטווח הארוך מביאה לירידת המחיר הריאלי של הדירות. העלאה זמנית של ריבית בנק ישראל מתבטאת בירידה קטנה ולא מובהקת במחיר הריאלי של הדירות.
- עליית מדד מחירי הדיור בשנתיים האחרונות מוסברת בשני גורמים מרכזיים – ירידתו של שיעור האבטלה ועליית יחס האוכלוסייה למלאי הדירות.
- בהתבסס על המשוואות שנאמדו אנו מעריכים כי שיעור העלייה של מחירי הדיור יתמתן במידה מסוימת בשנה הקרובה.

ענף הבנייה ושוק הדיור הם חלק מרכזי מהפעילות הכלכלית במשק. ענף הבנייה מהווה 7.3 אחוזים מפעילות המגזר העסקי בשנתיים האחרונות. ההוצאות על שירותי דיור הן יותר מ-20 אחוזים מהוצאות משק הבית (על פי סקר הוצאות המשפחה), ובהתאם לכך זה גם משקלו של סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן. חשוב אפוא לנתח ולהבין את הכוחות הפועלים בענף זה ומשפיעים על היקף הפעילות והמחירים.

תחילה נתאר את התפתחותו של מחיר שירותי הדיור, כפי שהוא נמדד במדד המחירים לצרכן¹; לאחר מכן נציג שלוש גישות לניתוח של מחירי הדירות ושירותי הדיור הנומינליים ושל המחיר הריאלי של הדירות.

א. המחיר הריאלי של הדיור

ניתן ללמוד על התפתחות מחירי הדיור באמצעות הסתכלות על המחיר הריאלי – היחס בין סעיף הדיור למדד כולו. איור

¹ שיטת המדידה והקשר לשער החליפין מתוארים בסעיף הבא של חלק זה בסקירה.



ב. ניתוח אמפירי של מחירי הדירות בבעלות, שכר הדירה ומדד מחירי הדיור

על רקע משקלו הגבוה של רכיב שירותי הדיור במדד המחירים לצרכן (כ-21 אחוזים) והעלייה החדה של מדד מחירי הדיור יחסית למדד המחירים הכללי בשנה האחרונה, נשאלת השאלה מהם הגורמים המסבירים את הדינמיקה של מדד מחירי הדיור ושל מחירי הדירות. כדי לענות על שאלה זו ולבדוק אם ניתן לחזות את מחירי הדיור במידה סבירה של הצלחה, נבחרה מסגרת תיאורטית, שאוששה על ידי מודל קואינטגרציה³ בין מחירי הדירות למדד שירותי הדיור בבעלות. על סמך התובנות ממודל זה אמדנו משוואת הפרשים למדד מחירי הדיור, שאינה מנוסחת במסגרת מודל קואינטגרציה, וכוללת משתנים נוספים להסבר התנודות במחירי הדיור.

המסגרת התיאורטית: המסגרת התיאורטית מניחה שמתקיימת תחלופה מושלמת בין רכישת דירה לבין שכירת דירה. במסגרת זו מחירה של דירה משקף את הערך המהווה של תשלומי שכר הדירה:

$$(1) \quad p = \frac{R}{r} \Rightarrow r = \frac{R}{p}$$

כאשר P הוא מחיר הדירה, R הוא שכר הדירה (הדיבידנד), ו- r הוא שיעור הריבית. על פי גישה זו, שכר הדירה ומחירי הדירות קשורים חיובית זה בזה ואינם מתבדרים בהינתן שיעור הריבית.

איור ב'-2 מציג את ההתפתחות של מחירי הדירות בעשור האחרון, לפי סקר מחירי הדירות בבעלות של הלמ"ס (הקו הירוק), ושל רכיב הדירות בבעלות במדד מחירי הדיור, שנמדד לפי חוזי שכירות מתחדשים וחדשים (הקו השחור). האיור תומך בהשערה שלמחירי הדירות ושכר הדירה יש מגמה משותפת. בהשערה זו תומך גם מבחן קואינטגרציה (להלן), הבודק את קיומן של מגמות המשותפות למספר משתנים, כלומר אם הם אינם מתבדרים לאורך זמן (משוואת הטווח הארוך) גם כשטווח הקצר (משוואת Error Correction-EC) נפתח פער ביניהם.

1. משוואות הטווח הארוך – cointegration regression

ההשערה בדבר תחלופה בין רכישת דירה לבין שכירת דירה על פי משוואה (1) נבחנת באמצעות משוואה (2), המתארת את קשרי הטווח הארוך (קואינטגרציה) לגבי (לוג) מחירי הדירות (P) כמשתנה תלוי:

(2)

$$\log(P) = A + \beta_1 \log(R) - \beta_2 r + \beta_3 \log(dpt) + \varepsilon_t$$

כאשר מחירי הדירות ומדד שירותי דיור בבעלות (שכר הדירה, R) הם במונחים נומינליים. כפי שמראה לוח ב'-1 טור 1, נמצא, לגבי העשור האחרון⁴, קשר קואינטגרטיבי בין מחירי הדירות, שכר הדירה⁵ והריבית

⁴ המשוואה נאמדה לתקופה 1999/I-2009/II. זאת עקב שינוי בהגדרת מדד מחירי הדיור: משנת 1999 ואילך הוא נמדד לפי גישת ה-Rental Equivalence.

⁵ הקשר הקואינטגרטיבי המוצג נמצא אמפירית בשני הכיוונים, כפי שמראה טור 2 בלוח 1, אשר בו שכר הדירה הוא משתנה תלוי, ומחיר הדירה הוא משתנה מסביר Bar-Natan et al. (1998) אמדו מודל אקונומטרי לשוק הדיור הישראלי בשנים 1974-1990 ומצאו כי מתקיים "תיקון טעות" (error-correction - EC) בין מחיר הדירה (המשתנה המסביר) לשכר הדירה (המשתנה התלוי), אולם לא מצאו משוואת EC בכיוון ההפוך.

³ בשיטת שני השלבים לפי Engle-Granger.

לרדת, והביקוש לשכירת דירות צפוי לעלות. נוסף על כך נמצא במשוואה של מדד שירותי הדיור בבעלות קשר חיובי בין מדד זה לבין מכפלת שיעור השינוי בשער החליפין שקל-דולר בשיעור החוזים הנקובים בדולרים בסך חוזי הדיור.

איור ב'-3 מציג את יחס האוכלוסייה למלאי הדירות משנת 1980 (הקו האפור), את מדד שירותי הדיור בבעלות (הקו הירוק) ומחירי הדירות (מ-1994; הקו השחור) במחירים קבועים, שנוכו במדד המחירים לצרכן. איור זה מראה כי התפתחות מחירי הדיור אינה מתואמת בהכרח עם מחזורי העסקים הרגילים, שכן על מחירים אלו פועלות השפעות ארוכות טווח מעבר למחזורי העסקים: כך מושפעים מחירי הדיור מיחס האוכלוסייה למלאי הדירות בפיגור רב - עד 1987 יחס זה הלך וירד, אך מדד שירותי דיור בבעלות עלה ריאלי - ככל הנראה גם בהשפעת ההיפר-אינפלציה ששררה בתקופה זו; גל העלייה של תחילת שנות התשעים הקפיץ את היחס לשיא בשנת 1991, אך התאמת מלאי הדירות הייתה ממושכת, והמחירים המשיכו לעלות עד לשיא בשנת 1997; מסוף שנות התשעים עלה בהדרגה יחס האוכלוסייה למלאי הדירות, אך המחירים הוסיפו לרדת במשך כעשור שנים, ורק מסוף 2007 ניכרה בהם תפנית. ייתכן כי תפנית זו מסמנת התחלה של מגמה שתימשך מספר שנים - תוצאת הגידול של יחס האוכלוסייה למלאי הדירות.



(הריבית על המשכנתאות, r)⁶. התקבלו, כצפוי, סימן חיובי לשכר הדירה וסימן שלילי לריבית המשכנתאות: כאשר הריבית עולה פוחת הביקוש לרכישת דירות, ולכן יורדים מחיריהן; במצב זה הביקוש לשירותי דיור מופנה לשכירות, ולכן שכר הדירה עולה. ראוי לציין כי משוואות הטווח הארוך כוללות גם את את יעד האינפלציה ($d\pi$) כמשתנה מסביר, וזאת משום שהדיסאינפלציה במשק הישראלי עדיין נמשכה בתחילתה של תקופת האמידה⁷.

2. משוואת הטווח הקצר

משוואת הטווח הארוך מאששת את ההנחה שלפיה לשכר הדירה ולמחירי הדיור מגמה משותפת, והם אינם מתבדרים לאורך זמן בהינתן שיעור הריבית. אולם משוואה זו אינה מסבירה את הגורמים לשינויים בטווח הקצר בכל אחד מהמחירים. לפי Granger representation theorem, משנאמדה משוואת טווח ארוך, ניתן להציג את הדינמיקה בטווח הקצר באמצעות מודל "תיקון טעות" – error-correction (EC) model. במשוואת "תיקון טעות" המשתנה המסביר הוא השארית בפיגור ממשוואת הטווח הארוך (ε_{t-1}), והיא עשויה לכלול משתנים נוספים (בפיגורים שונים) המשפיעים על הדינמיקה בטווח הקצר.

לוח ב'-1 מציג את סימני המשתנים המסבירים במשוואות תיקון הטעות. טור 3 מציג את התוצאות של משוואת המחיר, וטור 4 - את התוצאות של משוואת שכר הדירה. התקבל, כצפוי, מקדם שלילי ומובהק לשארית בפיגור, (-0.21) ו-(-0.34), בהתאמה. בשתי המשוואות נמצאו השפעות של משתנים נוספים: השפעת יחס האוכלוסייה למלאי הדירות על מחירי הדיור נמצאה מובהקת וחיובית, כצפוי (ראו להלן). עוד נמצאו קשר חיובי בין מדד המניות הכללי, שהוא קירוב לאפקט העושר, לבין מחירי הדירות וקשר שלילי בין מדד זה לבין מדד שירותי הדיור בבעלות. נמצאו קשר שלילי בין השינוי בריבית המשכנתאות לבין מחירי הדירות וקשר חיובי בין ריבית זו לבין מדד שירותי הדיור בבעלות: בהנחת תחליפות בין רכישת דירה לשכירת דירה, ככל שהריבית עולה הביקוש לרכישת דירות צפוי

⁶ הריבית בתקופת האמידה נמצאה $I(1)$, ולכן ניתן להכניסה למסגרת של משוואת הקואינטגרציה.

⁷ הרצת גרסיה משנת 2002 ואילך - תקופה שבה יעד האינפלציה יציב - הופכת את משתנה יעד האינפלציה לבלתי מובהק.

לוח ב'-1: סימני המשתנים המסבירים השונים במשוואות הקואינטגרציה (CO), במשוואות הטווח הקצר (EC) ובמשוואת ההפרשים¹

המשוואה	משוואות CO ²		משוואות EC ³		משוואת ההפרש ³
	1	2	3	4	5
המשתנה המסביר	המשתנה התלוי	שירותי הדירור בבעלות מחירי הדירות	שירותי הדירור בבעלות מחירי הדירות	שירותי הדירור בבעלות מחירי הדירות	מדד מחירי הדירור
EC – error correction				-0.34	
מדד שירותי הדירור בבעלות מחירי הדירות	+		+		
הדולר		+		+	+
יחס האוכלוסייה למלאי הדירות			+	+	+
התחלות הבנייה					-
יעד האינפלציה	+	-			
הציפיות לאינפלציה משוק ההון					+
האבטלה					-
הריבית הריאלית על המשכנתאות	-	+	-	+	+
מדד המניות			+	-	
Adj. R ²			0.80	0.86	0.81
DW			1.86	1.81	1.70

¹ האמידה בוצעה לתקופה 1999/1 2009/2. כל המשתנים, פרט לשיעורי הריבית והאבטלה, הם בלוגים, ומובהקים ברמה של 5%.

² משתנים לא-סטציונריים.

³ משתנים סטציונריים.

3. משוואת הפרשים למדד מחירי הדירור

בסעיפים הקודמים הראינו כי מתקיים קשר קואינטגרטיבי בין מחירי הדירות למדד שירותי הדירור בבעלות (הנמדדים באמצעות חוזי השכירות), מדד המהווה כ-75% ממדד מחירי הדירור. מכאן שסביר להניח כי המשתנים המסבירים את התפתחות שירותי הדירור בבעלות במשוואות הקודמות מסבירים במידה רבה את התפתחות מדד מחירי הדירור. המשוואות אכן מספקות לנו תובנות לגבי הגורמים הבסיסיים המשפיעים על מחירי הדירות ושכר הדירה, אולם בהן שכר הדירה ומחירי הדירה מסבירים זה את זה, בעוד שאנו מעוניינים למצוא את הגורמים הבסיסיים המסבירים את התפתחות מדד מחירי הדירור, בלי שמחירי הדירות ושכר הדירה יהיו משתנים מסבירים. על כן אמדנו משוואת הפרשים למדד מחירי הדירור שלא במסגרת מודל "תיקון טעות", באמצעות הכנסת חלק מהמשתנים המסבירים במודל "תיקון הטעות" (יחס האוכלוסייה למלאי הדירות, שער החליפין ועוד), שהוצג בסעיף הקודם,

ומשתנים נוספים - ציפיות האינפלציה, התחלות הבנייה ושיעור האבטלה.

טור 5 בלוח ב'-1 מציג את תוצאות משוואת ההפרש: התוצאות מראות כי כל המשתנים המסבירים ממודל "תיקון הטעות" לגבי שכר הדירה, בטור 4, פרט למניות, מופיעים במשוואת ההפרש לגבי מדד מחירי הדירור, ועמם משתנים נוספים. השינוי במדד מחירי הדירור מוסבר אפוא על ידי הגורמים הבאים: קשר חיובי עם שיעור הפיחות בשער החליפין של הדולר מול השקל מוכפל במשקל החוזים הנקובים בדולרים; קשר חיובי עם השינוי ביחס האוכלוסייה למלאי הדירות בפיגור של כשנה, פיגור שניתן להסבירו באיטיות ההתאמה של מלאי הדירות לעודפי הביקוש הנובעים מגידול האוכלוסייה; קשר שלילי עם התחלות הבנייה בפיגור של כשנתיים, שמבטא את צד ההיצע; קשר שלילי עם השינוי בשיעור האבטלה – כאשר שיעור האבטלה הוא במגמת עלייה, על רקע אי הוודאות התעסוקתית, פוחת מניע העסקאות, דבר הפועל לירידת

ברמה נמוכה משנת 2002. ולבסוף, הירידה של ריבית המשכנתאות, להוציא את שנת 2007, פעלה לירידתו של מדד מחירי הדיר, כפי שמוסבר לעיל. ראוי לציין כי הפער בין התחזית לבין הנתון בפועל בין 2005 ל-2009/II, למעט 2007, אינו מבוטל: ל-2005 ול-2006 נגזרת תחזית יתר בשיעור של 4.3 ו-3.6 נקודות אחוז, בהתאמה, ול-2008 ול-2009 נגזרת תחזית חסר בשיעור של 2.3 ו-3.7 נקודות אחוז, בהתאמה.

בשנות הגאות האחרונות, כפי שמתואר לעיל, הגורם המחזורי (שיעור האבטלה) והכוחות בשוק הדיר פעלו באותו הכיוון - לעלייה של מדד מחירי הדיר. עם הירידה בפעילות הריאלית צפוי הגורם המחזורי (הפועל בפיגור) להתמתן, ובהמשך אף לפעול לירידת המדד. לעומת זאת צפוי יחס האוכלוסייה למלאי הדירות להמשיך ולתרום לעליית המדד, וביתר שאת.

ג. מודל VAR פשוט למחירי הדיר

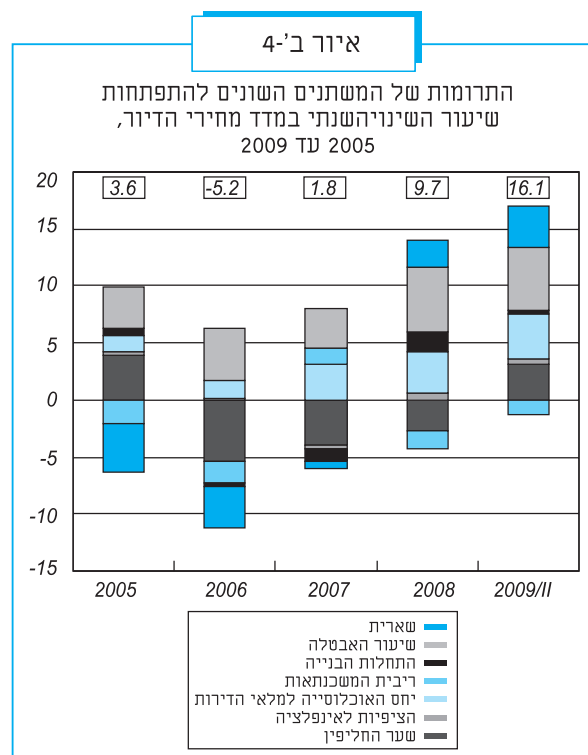
את הדינמיקה של מחירי הדיר ניתן לבחון גם באמצעות ניתוח הקשרים הסטטיסטיים בין משתנים מרכזיים במשק, המשפיעים על מחירי הדיר במסגרת של מודל VAR. בעולם, ובכלל זה בבנקים מרכזיים, יש מספר דוגמאות לשימוש בשיטה זו⁸.

בדומה למחקרים אחרים, בחרנו לבחון את השינוי במחיר הריאלי של הדירות⁹ במערכת הכוללת מספר קטן של משתנים ריאליים ונומינליים. בניסוח המוצג כאן בחנו את התפתחות השינוי במחירים הריאליים של הדירות יחד עם השינוי בפעילות (בתוצר המקומי), רמת הריבית הריאלית ארוכת הטווח (ל-10 שנים) על אג"ח ממשלתיות, השינוי במחירי המניות בשוק המקומי, השינוי בשער החליפין הריאלי (השינוי בשער השקל מול הדולר מחולק במדד המחירים לצרכן), השינוי במדד המחירים הכולל וריבית בנק ישראל. הכללת ריבית בנק ישראל מאפשרת לנו לבחון

המחירים; קשר חיובי עם השינוי בריבית על המשכנתאות בפיגור של כשנה; קשר חיובי עם השינוי בציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון, בפיגור של שלושה רבעים.

איור ב'-4 מציג את התרומות של המשתנים השונים להתפתחות שיעור השינוי השנתי במדד מחירי הדיר בתקופה שמ-2005 עד הרביע השני של 2009, כפי שנגזר ממשוואת ההפרשים.

ניתוח התרומות מעלה כי שני גורמים מרכזיים מסבירים את עליית מדד מחירי הדיר בשנים האחרונות - ירידת האבטלה ועליית יחס האוכלוסייה למלאי הדירות. השינוי בשיעור האבטלה מבטא את הגורם המחזורי (הפועל בפיגור): מגמת הירידה בשיעור האבטלה מהרביע הרביעי של 2004 עד לרביע השני של 2008 תרמה לעליית מניע העסקאות ולעליית המחירים. יחס האוכלוסייה למלאי הדירות, הפועל בפיגור רב על המחירים (איור ב'-3), ומבטא השפעות היצע וביקוש בשוק הדיר - יחס שעלה בשיעור מואץ משנת 2001 - תרם אף הוא לעליית המדד. ניתוח התרומות מעלה כי לשער החליפין השפעה ניכרת על המדד: לאחר שב-2005 ובין 2008/III ל-2009/II תרם שער החליפין לעליית המדד, בשנים 2006-2008 הוא תרם לירידתו. החל מ-2008 תרם לעליית המדד גם זרם התחלות הבנייה, שהיה



⁸ ראו, למשל, מאמר של Sutton (2002) מה-BIS הבוחן את מחירי הדירות בכלכלות מפותחות, מאמר נוסף של ה-BIS, Tsatsaronis and Zhu (2004), הבוחן את מחירי הדירות במדינות רבות ומאמר של הבנק האירופי Jarocinski and Smets (2008), הדן בקשר שבין מדיניות מוניטרית למחירי הבתים בארה"ב.

⁹ כפי שהוא נמדד בסקר מחירי הדירות של הלמ"ס, מנוכה במדד המחירים לצרכן - להלן "מחיר הדירות".

החליפין הריאלי מביא לעלייה מיידית של מחירי הדיוור - ביטוי למיתאם הגבוה ששרר במשך רוב תקופת המדגם בין השינויים בשער החליפין לשינוי במחירי הדיוור. נזכיר שכללנו במערכת משתנה אקסוגני המתקן את האמידה בגין שיעור החוזים הדולריים, שירד, אך עדיין עיקר המדגם הוא לתקופה שבה התגובה של מחירי הדיוור לשער החליפין הייתה משמעותית.

עלייה בשיעור האינפלציה הכללי פועלת מייד לעליית המחירים הריאליים של הדיוור, אולם לאורך זמן השינוי במחיר היחסי הוא קטן מאוד. אינפלציה גבוהה יותר עשויה לפעול להגדלת הביקוש לדיוור כנכס חלופי להגנה על ערך הרכוש. טיעון זה היה נכון בעיקר בתחילת תקופת האמידה, כשסביבת האינפלציה הייתה גבוהה יותר. זעזוע חיובי בריבית בנק ישראל מתבטא בירידה מיידית, אך לא מובהקת, של מחירי הדירות, והיא מתפוגגת בטווח הארוך יותר. כיון שריבית בנק ישראל היא ריבית לטווח קצר, גם השפעתה היא קצרת טווח: עליית הריבית הקצרה עשויה לדחות את הביקוש לדירות, משיקולי נזילות, אך אין לה השפעה על הביקוש בטווח הארוך יותר. עליית התשואה הריאלית על אג"ח לטווח הארוך - שמשמעותה התייקרות של ההלוואות לטווח ארוך, המשמשות גם למימון רכישת דירה, וגם עלייה של התשואה האלטרנטיבית על דירות כנכס - מתבטאת בירידה של מחירי הדיוור בטווח הקצר, והשפעה זו נשמרת גם בטווח הארוך. עוד עולה מניתוח זה שלזעזוע חיובי במחירי המניות יש תחילה השפעה חיובית (אך לא מובהקת) על מחירי הדיוור, ואחר כך הוא פועל דווקא לירידה של מחירי הדירות. עליית שערי המניות מגדילה את רכוש הציבור, ולכן צפויה לתרום לעליית מחירי הדירות, אך כנגד זאת, כששוק המניות גואה, רכישת דירה הופכת לפחות אטרקטיבית, ואנו מוצאים שהשפעה זו חזקה יותר.

תחזית לטווח הקצר¹³: על פי התחזית המתקבלת ממודל זה שיעור עליית מחירי הדירות (הריאליים) יתמתן ב-2010. נציין שהתחזית הכמותית המתקבלת מהמערכת רגישה

גם את מנגנון התמסורת מהמדיניות המוניטרית למחירי הדיוור, כפי שנעשה בחלק גדול מהעבודות שהוזכרו לעיל.

מערכת ה-VAR נאמדה לתקופה שמהרביע האחרון של 1995 ועד הרביע השלישי של 2008 (בסך הכול 52 תצפיות רבעוניות). נוסף על המשתנים הנאמדים באמצעות המערכת כללנו כמשתנים מסבירים מספר משתנים אקסוגניים¹⁰. האמידה כוללת שני פיגורים - בהתאם למגבלות המדגם הקצר העומד לרשותנו, ובהתחשב ביציבות של פונקציות התגובה ובמבחנים המקובלים לקביעת אורך הפיגורים.

ניתוח התפתחות המחיר הריאלי של הדירות במסגרת זו מאפשר לנו לבחון כיצד הוא מושפע מזעזוע בכל אחד משאר המשתנים הכלולים במערכת הנאמדת¹¹ (Impulse Response Function).

באיור ב'5- ניתן לראות את תגובת מחירי הדיוור לכל אחד מהזעזועים (שינויים זמניים בלתי צפויים) האפשריים. זעזוע חיובי בתוצר מתבטא בירידה לא מובהקת של מחירי הדירות הריאליים לאחר כשנה.

לתשואה הריאלית על מט"ח יש חשיבות, משום שמט"ח הוא נכס חלופי לדיוור. זאת ועוד, על רקע הנוהג ששרר ברוב התקופה לנקוב את מחירי הדירות בדולרים, הייתה לשינויים בשער החליפין השפעה קצרת טווח על המחירים¹². בהתאם לכך נתקבל שזעזוע חיובי בשער

¹⁰ מדד לרמת הביטחון הכללי, המבוסס על התיירות הנכנסת לישראל, רמה המשפיעה בעיקר על הפעילות הריאלית; שיעור השינוי בייצור התעשייתי בארה"ב, המשקף את ההשפעות החיצוניות על מחזורי העסקים; מחירי היבוא (בדולרים), האמורים להשפיע על מדד המחירים לצרכן; ריבית ה-Fed, המשפיעה על ריבית בנק ישראל; שיעור החוזים הנחתמים בדולרים, המתקן את השפעת שער החליפין על מחירי הדיוור; היחס בין ממוצע התחלות הבנייה וסיומי הבנייה לבין השינוי באוכלוסייה, יחס הצפוי לפעול לעליית המחירים ככל שהוא נמוך יותר. נוסף על אלה כללנו את יעד האינפלציה כדי לתקן את האומדן בגין רמת האינפלציה, משתני דמי עונתיים ומשתנה דמי למחצית הראשונה של 2002.

¹¹ לשם הפשטות אנו מניחים פירוק משולשי מסוג Choleski. סדר המשתנים שבחרנו מניח כי הפעילות הריאלית אינה מושפעת בו-זמנית אף מאחד מן ההמשתנים האחרים (בהיותה הראשונה בסדר האמידה), וכי מחירי המניות מושפעים מכל המשתנים בו-זמנית (האחרונים בסדר האמידה).

¹² ניסוח דומה מופיע בנייר עבודה של הבנק הנורווגי, Bjornland and Jacobson (2009) אצל Giuliadori (2004) הבנק של הולנד. מופיעה הרמה הנומינלית של שער החליפין במערכת ה-VAR.

¹³ לצורך בניית התחזית יש להניח תוואי עתידי של המשתנים האקסוגניים. ההנחות כאן תואמות את אלו המשמשות את חטיבת המחקר במודלים אחרים, ובהיעדרן, הנחנו המשך של המגמה הקיימת.

התשעים, התהפכותה למגמת ירידה עד אמצע 2008, ומאז - מגמת עלייה חדה (איור ב'-1); השנייה היא ירידה חדה בשיעור ההצמדה של מחירי הדיוור לשער החליפין מול הדולר החל מסוף 2007. (ירידה המתוארת בסעיף הבא של חלק זה בסקירה).

נמצא כי לאורך זמן מתקיים, כצפוי, קשר בין מחירי הדירות, שכר הדירה והריבית הריאלית. שיעור השינוי

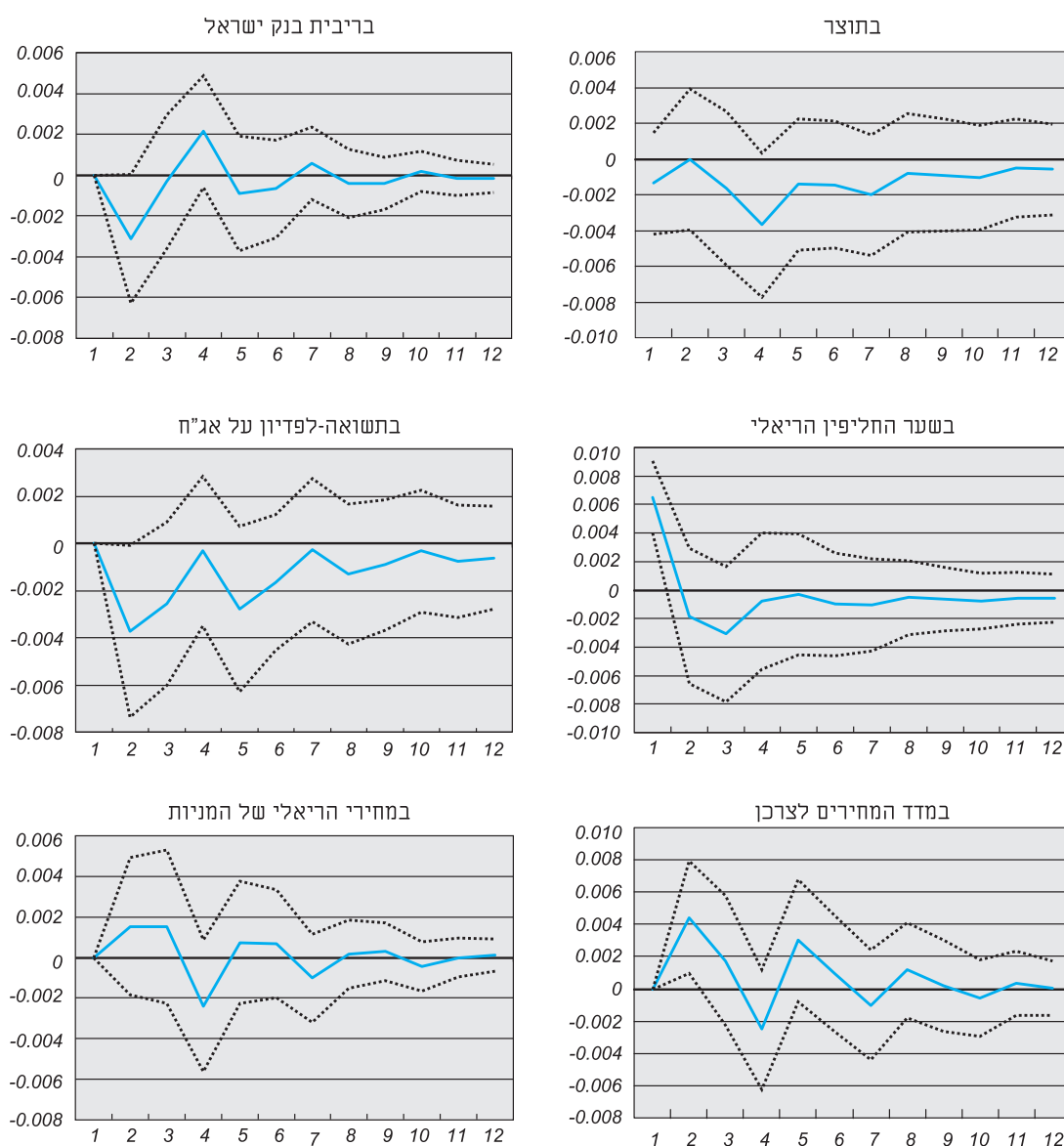
יחסית לניסוח המסוים שנבחר, ולכן יש לראות בה הערכה כללית בלבד של כיווני ההתפתחות הצפויים.

ד. סיכום

שתי תופעות בולטות מאפיינות את מחירי הדיוור: האחת היא מגמת עלייה מתמשכת במחירים הריאליים של הדיוור (יחסית למדד הכולל) משנות השישים ועד סוף שנות

איור ב'-5

תגובת המחירים הריאליים של הדיוור לזעזוע¹



¹ כל המשתנים, למעט ריבית בנק ישראל והתשואה-לפדיון על אג"ח, הם במונחי השינוי בלוגים שלהם (ΔLog). הקו הרצף מבטא את התגובה לזעזוע, והקווים המקווקים מבטאים את הרווח בר הסמך סביבו ($\pm$ שתי סטיות תקן).

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 ננקבו 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 תצורות, 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 הבר-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 הדיוור, לפחות ככל שהמחיר הנקוב בדולרים היה קשית.

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 ננקבו במחיר דולרי, ואילו כיום עומד שיעור זה על פחות מ-15 אחוזים. איור ב'-6 מציג את התפתחות מחירי הדיוור במדד המחירים לצרכן, את השינוי בשער הדולר ואת אחוז החוזים החדשים שבהם שכר הדירה נקוב בדולרים. מהאיור ניכר הקשר ההדוק בין שער הדולר למחירי הדיוור והתנתקות מסוימת של הקשר עם המעבר לחוזים שקליים.

הקשר ההדוק בין מחירי הדיוור לשער הדולר צריך להפתיע גם אילו כל החוזים היו נקובים בדולרים - שהרי מרביתו של סעיף הדיוור 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 הדיוור לדולר. המיתאם הגבוה יכול לנבוע מקשיחות של המחיר הדולרי, וקשיחות כזאת סבירה במיוחד בחוזים המתחדשים כמימוש של זכות השוכרים להארכת החוזה,

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

בעבר היה נהוג למדוד את מחיריהם של שירותי הדיוור בבעלות הדיירים באמצעות מחירי הדירות. בעקבות המלצות של ועדת מומחים ושל קרן המטבע הבין-לאומית, שונתה שיטת המדידה כך שהיא מבטאת את עלות שירותי הדיוור, 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 הדיוור במדד המחירים לצרכן מבטא, כמעט כולו, שינויים במחירי שכר הדירה. רק תת-הסעיף "הוצאות דיוור אחרות" – המבטא מחירי תיווך, ביטוח וכדומה – אינו משקף את מחירי שכר הדירה, אך, כאמור, משקלו בסעיף הדיוור נמוך, 3.5 אחוזים בלבד.

ב. סעיף הדיוור והדולר

בגלל האינפלציה הגבוהה של שנות השמונים החלו לנקוב את מחיריהם של מוצרים שונים בשוק המקומי בדולרים. בשוק הדיוור נשמר נוהג 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.



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 פחתה, ובטווח הארוך היא למעשה נעלמה. בפרט: עד 2006 פחות של אחוז אחד הביא לעלייה מיידית של סעיף הדיור בכ-0.5 אחוז, לאחר כחודשיים הביא פחות כזה לעלייה מצטברת של יותר מ-0.9 אחוז, והתמסורת נשארה גבוהה גם בטווח הארוך (שנה ומעלה). לעומת זאת מאז 2007 התמסורת המיידית פחתה 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 2005-2006 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.

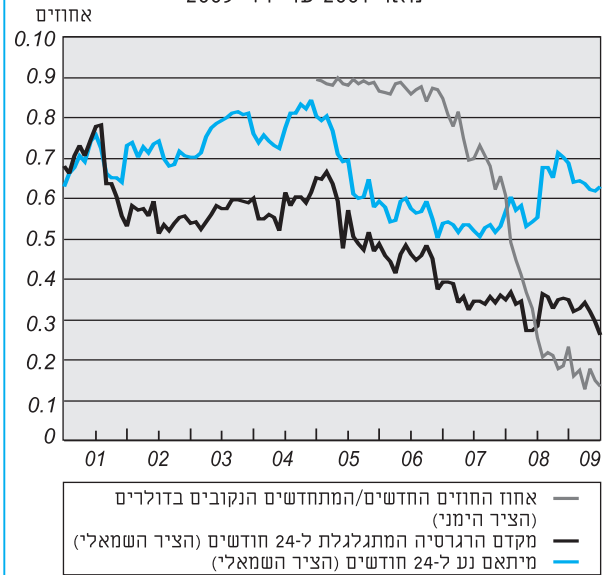
לוח ב'-2: אומדני מקדם התמסורת משער החליפין אל סעיף הדיור

טווח הזמן	עד 2006	החל מ-2007
מידי	0.52	0.20
חודש	0.90	0.48
חודשיים	0.92	0.39
רביע	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

התפתחות הקשר בין הפיחות החודשי בשער השקל/דולר לשינוי של סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן, ינואר 2001 עד יולי 2009



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 פחתה, 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

תגובת שוק העבודה בישראל למיתון - השוואה בין שני המיתונים האחרונים

- השכר ותשומות העבודה במיתון הנוכחי הגיבו במהירות – ואף הקדימו מעט את תחילת המיתון – וירדו. זאת לעומת תגובה מאוחרת של השכר הנומינלי במיתון שהחל בסוף שנת 2000.
 - ההבדל בתגובה נובע בעיקר משוני בין שני המיתונים בדרך היווצרותם - התפתחות הדרגתית של המיתון הנוכחי, בעקבות המשבר הפיננסי העולמי, לעומת התפרצות מיידית של המיתון הקודם עם פרוץ האינתיפאדה באוקטובר 2000 והתפוצצות "בועת ההיי-טק".
 - על פי סקר החברות, המגזר העסקי צפה את תחילת המיתון הנוכחי ברביע שקדם לתחילתו, שבו כבר הייתה האטה חדה בצמיחה, ועל כן ערך את ההתאמות הנדרשות בתשומות העבודה ובשכר.
 - האירועים שהתרחשו בכלכלה העולמית במקביל להתפתחותו ההדרגתית של המיתון הנוכחי פגעו בענפים מוטי היצוא, ובפרט בענפי הטכנולוגיה העילית. כתוצאה מכך נפגעו השכר והתעסוקה בענפים אלה עוד טרם נכנס המשק למיתון של ממש.
- מאז תחילת העשור נקלע המשק הישראלי לשתי תקופות מיתון: המיתון הראשון החל במהלך הרביע האחרון של שנת 2000¹⁹ (אך להלן נכנה אותו "מיתון 2001") - על רקע ההאטה העולמית שהחלה בעטיו של משבר הטכנולוגיה העילית²⁰, ופרוץ אינתיפאדת אל-אקצה באוקטובר 2000 - ונמשך עד סוף הרביע האחרון של שנת 2003; המיתון השני החל ברביע האחרון של שנת 2008 (להלן "מיתון 2008"), שנה לאחר התחלתו הרשמית בארה"ב²¹.
- שוק העבודה בישראל הגיב על שני מיתונים אלה הן בהורדות שכר והן בצמצום תשומות העבודה. עם זאת שני המיתונים נבדלים באופן התחלתם, והבדל זה התבטא במהירות התגובה של שוק העבודה. כאן נתמקד בבחינת התגובה של המגזר העסקי בלבד.

איור ב'-8 ממחיש את ההבדלים בין שני המיתונים במהירות התגובה של שוק העבודה. מיתון 2001 החל, כאמור, ברביע האחרון של שנת 2000; כעבור שלושה רביעים – בסוף הרביע השני של 2001 – הסתכמה הירידה של תוצר המגזר העסקי ב-3.3 אחוזים, ואילו השכר הנומינלי והריאלי עלה באותה תקופה ב-3.5 וב-2.4 אחוזים, בהתאמה. בתשומות העבודה, הנמדדת בשעות עבודה בשבוע בכלל המגזר העסקי, לא היה שינוי לעומת רמתה ערב המיתון. השכר הריאלי הגיב ראשון על המיתון וירד במהלך הרביע השני של 2001. ירידה זו נגרמה בשל עליית מדד המחירים, שכן השכר הנומינלי המשיך לעלות באותו רביע. רק ברביע השלישי של אותה שנה נעו כל האינדיקטורים כלפי מטה.

ניתוח דומה של תגובת שוק העבודה למיתון הנוכחי עד כה מעלה תוצאות שונות: התוצר של המשק צמח (אמנם במגמת האטה) עד הרביע השלישי של 2008 (כולל), ומאז הוא ירד במשך שני רביעים רצופים. לעומתו החלו כל האינדיקטורים של שוק העבודה לרדת כבר במהלך הרביע השלישי של אותה שנה - רביע אחד לפני תחילת המיתון. עד סוף הרביע השני של 2009 ירד השכר הנומינלי ב-1.2 אחוזים, השכר הריאלי ירד ב-4.2 אחוזים, ותשומות העבודה ירדה ב-3 אחוזים.

הסיבה המרכזית להבדלים במהירות התגובה של שוק העבודה למיתון נעוצה בשוני במאפייניהם של שני המיתונים: המיתון של סוף שנת 2000 נבע, כאמור, משני גורמים מרכזיים - האינתיפאדה, שפרצה באוקטובר 2000, וההאטה הכלכלית העולמית, שהשתררה אז בגלל משבר הטכנולוגיה העילית, "מובילת" המיתון אשר החל במארכ 2001. גורמים אלו פגעו בתוצר של המשק הישראלי, והביאו אותו למיתון במהירות ובהפתעה, כפי שניתן לראות מתוואי ההתפתחות של התוצר העסקי (איור ב'-9): בשלושת הרביעים הראשונים של שנת 2000 צמח התוצר העסקי ב-3.3 אחוזים בממוצע, ברביע הרביעי, שבו החל המיתון, לא הייתה צמיחה כלל, ומיד אחר כך החלה צמיחה שלילית. לעומת זאת, המיתון שהחל בסוף 2008 התפתח בהדרגה, ונצפה, במידה מסוימת, מראש: בארה"ב הוא החל כבר בדצמבר 2007, ובעקבותיו השתררה האטה מתונה בצמיחת התוצר העסקי בישראל לאורך שנת 2008. לפיכך, כפי שיוצג להלן, סביר כי הכניסה האיטית והצפויה (יחסית) למיתון הקנתה למעסיקים פרק זמן שאיפשר להם לערוך את

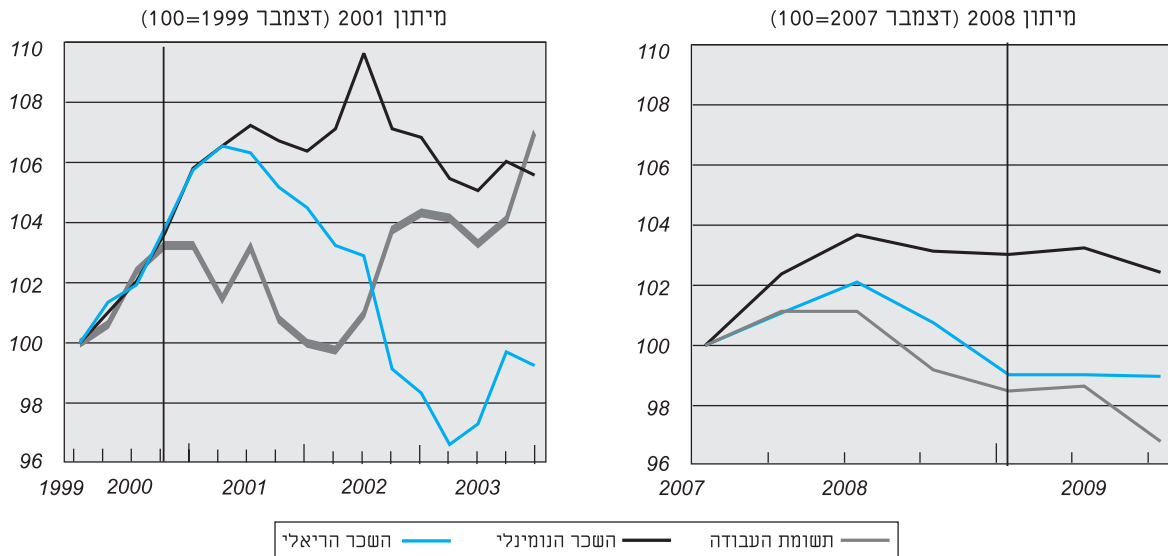
¹⁹ ראו מחקרו של רפי מלניק, "מחזורי עסקים בישראל", הרבעון לכלכלה, יוני 2002, 219-244.

²⁰ על פי קביעת מחזורי העסקים של ה-NBER החל המיתון בארה"ב באופן רשמי ברביע הראשון של שנת 2001.

²¹ בתיבה הוגדר עיתוי הכניסה למיתון כרביע הרביעי של שנת 2008 אשר בו ירד התוצר לראשונה. עם זאת, הגדרה חלופית, על פי ירידת התוצר לנפש, הייתה מסמנת את הרביע השלישי של 2008 כעיתוי הכניסה למיתון.

איור 8-ב'

מדד תשומות העבודה, השכר הנומינלי והשכר הריאלי (מנוכה עונתיות)
במגזר העסקי במיתון הנוכחי ובמיתון הקודם



הפיגור של למעלה מרביע בתגובת האינדיקטורים של שוק העבודה. מניתוח הציפיות ברמה הענפית בולטת במיוחד התמתנות הציפיות בענף התעשייה מתחילת שנת 2008. לעומת זאת במהלך שנת 2000 היו הציפיות בענף התעשייה חיוביות באופן כללי.

ניתן אפוא לומר כי בניגוד להפתעה שבה התקבל מיתון 2001, את מיתון 2008 צפו החברות במשק במידה מסוימת, ועל כן החלו בהתאמות הנדרשות מבחינת מספר העובדים ושכרם. דוגמאות להתנהלות זו הן הורדות שכר תוך הסכמה עם העובדים במטרה למנוע פיטורין, צמצום תשומות העבודה על ידי קיצור שבוע העבודה ויציאה לחופשות מרוכזות.

השוני בהתפתחות בין שני המיתונים משתקף בתגובת ענפי הטכנולוגיה העילית - הענפים שידעו זעזועים ניכרים בשני המיתונים: בראשון - מספר משרות השכיר בענפים אלה עלה לאורך שנת 2000, והחל לרדת ברביע השני של שנת 2001, שני רבעים לאחר תחילת המיתון בארץ ומיד אחרי תחילת המיתון בארה"ב, שהחל עם התפוצצות "בועת ההיי-טק"²². התנודות של השכר הממוצע בענפים

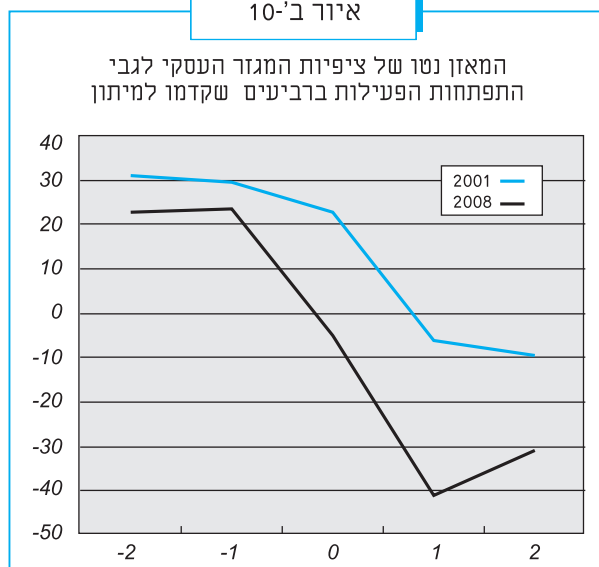
ההתאמות הנדרשות בתגובה, ולכן, משהחל המיתון בפועל, ואף מעט לפניו, הגיב שוק העבודה כמצופה.

את ציפיות המגזר העסקי למיתון ניתן לבחון על פי תשובותיהן של החברות המשתתפות בסקר החברות על ציפיותיהן לגבי התפתחות הפעילות הכלכלית ברביע הבא. באיור 8-ב' מוצגות הציפיות המשוקללות של כלל ענפי המגזר העסקי לגבי הפעילות ברביע העוקב. על הציר האופקי מוצג מספר הרבעים לפני הרביע שבו התחיל המיתון ואחריו, ועל הציר האנכי - הציפיות לאותו רביע, כפי שהן דווחו על ידי החברות ברביע הקודם. ערך חיובי גבוה מ-10 מבטא ציפיות להתרחבות, וערך שלילי - ציפיות להתכווצות.

ברביע השלישי של שנת 2001, רביע אחד קודם לתחילת המיתון, צפו החברות התרחבות של הפעילות ברביע העוקב. לעומת זאת ברביע השלישי של 2008 הן כבר צפו כי ברביע הבא לא תהיה התרחבות כלכלית, ולפיכך הגיבו כבר ברביע זה בצמצום השכר ו/או התעסוקה. כמו כן, ערכים של מאזן הנטו של הציפיות בחודשים שאחרי תחילת המיתון ב-2001, שהיו גבוהים יחסית לערכים המקבילים ב-2008, מעידים כי לצד ההפתעה היחסית שבה התקבלה תחילת המיתון, גם תהליך הפנמתו היה איטי יותר, מה שעשוי להסביר את

²² בחינה של מספר המועסקים במקום משרות השכיר מעלה מגמה דומה, אך עם תנודתיות גבוהה יותר.

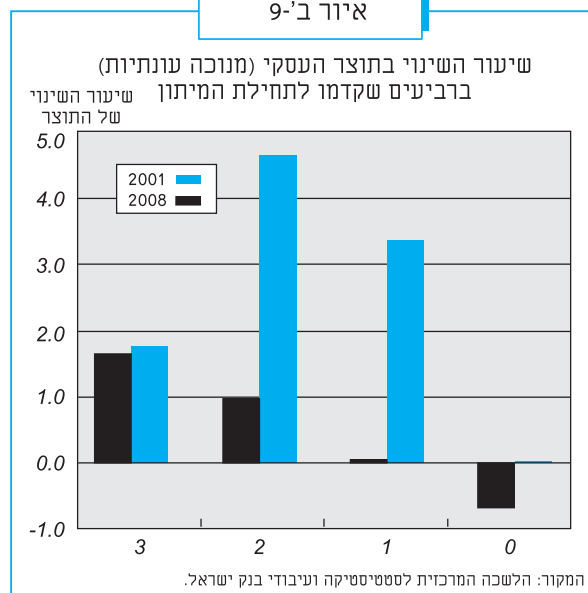
איור ב'10



לביטוח לאומי²³, 40 אחוזים מהעובדים שפוטרו סמוך מאוד לתחילת המיתון, בין יולי 2008 לפברואר 2009, הם משכילים בעלי 12 שנות לימוד ומעלה, לעומת 30 אחוזים מסך כל המפוטרים מתחילת מיתון 2001 ועד שנת 2002, שיאה של תקופת המיתון.

בסיכום, נראה שהשוני בהתפתחות בין מיתון 2001 למיתון הנוכחי הוא שהתבטא בשוני במהירות תגובתם של השכר ותשומות העבודה במגזר העסקי: במהלך 2008, עוד לפני הכניסה למיתון ממש, נפגעו הענפים מוטי היצוא, צמיחת התוצר העסקי הואטה, והתגבשו ציפיות ביחס לכניסת המשק למיתון; אלה הובילו להתאמה של השכר ותשומות העבודה במגזר העסקי כולו; לעומת זאת החל מיתון 2001 במפתיע, ומכאן הפיגור בתגובת האינדקסורים של שוק העבודה.

איור ב'9



אלה באותה תקופה היו ללא מגמה מוגדרת. במיתון השני - מספר משרות השכיר בענפי הטכנולוגיה העילית התחיל לרדת כבר ברביע השלישי של השנה, רביע אחד לפני תחילת המיתון, ובמקביל ירד גם השכר הנומינלי הממוצע.

הואיל וענפי הטכנולוגיה העילית הם ענפים מוטי יצוא, השוני בהתפתחותם משקף במידה רבה את תנאי הרקע הכלכליים, ובפרט הצטמצמות של היקפי הסחר העולמי וייסוף חד של השקל, שקדמו למיתון 2008 ולא היו במיתון 2001. תנאים אלה הביאו לפגיעה בענפים מוטי היצוא במהלך שנת 2008 עוד לפני התחלת המיתון בישראל. צמצום התעסוקה וירידות השכר בענפים האלה, המאופיינים בשיעור גבוה של עובדים משכילים ובעלי שכר גבוה, פעלו להורדת השכר הממוצע במשק. על פי נתוני המוסד

²³ מתוך "המלצות מדיניות להתמודדות שירותי הרווחה עם המצב הכלכלי", מסמך שהוגש לשר הרווחה והשירותים החברתיים ביולי 2009.

לוח אירועים
מאי עד אוגוסט 2009

מאי 2009	3	הממשלה אישרה הרחבה של התקציב לשנים 2009-2010.	ממשלת ישראל אישרה את הרחבת תקציב המדינה הדו-שנתי לשנים 2009-2010 בשיעור של 1.7% בכל שנה. כן החליטה הממשלה כי שיעור הגירעון התקציבי ביחס לתוצר יישמר בהתאם לתוואי הבא:
			• בשנת 2011 - 3% מהתוצר; • בשנת 2012 - 2% מהתוצר; • בשנת 2013 - 1.5% מהתוצר; • משנת 2014 ואילך - 1% מהתוצר.
	4	התוכנית הכלכלית "בלימה ותנופה" יוצאת לדרך.	עיקר הרפורמה היא העברת הבעלות על הקרקע לידי חוכרים על פי חוזי חכירה. הרפורמה גם מקלה על הבירוקרטיה בכל הנוגע לשינויים בנכס. העברת הבעלות לידי החוכרים תאפשר להם לבצע כל פעולה בנכס שלהם (למשל תוספות בנייה) בלי לקבל אישור של מינהל מקרקעי ישראל.
	5	הירידה בפעילות המשק תלולה מהמיתון של 2001.	מסקר החברות שלבנק ישראל לעולה כי הירידה בפעילות המשק ברביע הראשון תלולה מזו שנרשמה בשיא המיתון של 2001-2003. לפי הסקר, המכשול העיקרי בפני הרחבת הפעילות הוא מגבלת הביקושים.
	6	ריבית הלייבור על הדולר ירדה לראשונה מתחת ל-1%.	ריבית הלייבור לשלושה חודשים ירדה ב-0.02%, ל-0.99%. זאת על רקע סימני הפשרה בשוקי האשראי.
	6	פעילותם של משרדי הנסיעות הצטמצמה בינואר-אפריל 2009 ב-30%.	
	7	הועברו 50 מיליון שקלים לרצועת עזה.	ראש הממשלה הורה למערכת הביטחון להעביר 50 מיליון שקלים בשטרות לבנקים ברצועת עזה, לשם תשלום משכורות וטיפול שוטף של הבנקים. לא מדובר בכסף ישראלי, אלא בכסף פלסטיני שישראל מאפשרת את העברתו לעזה.
	7	הכנסות המדינה ירדו מתחילת 2009 ב-16.1% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד.	מתחילת 2009 הסתכמו הכנסות המדינה ב-56.6 מיליארד שקלים - ירידה של 16.1% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.
	8	הבנק האירופי המרכזי הוריד את ריבית הריפו ב-0.25% לרמה של-1%.	
	15	מדד המחירים לחודש אפריל עלה ב-1%.	העלויות העיקריות במדד נרשמו בסעיפים: פירות טריים - 5.8%; הלבשה והנעלה - 3.5%; תחבורה - 3.3%; דיור ומזון - 0.5% כל אחד.

17	גרמניה רשמה את ההאטה החדה ביותר בגוש האירו.	כלכלת גוש האירו רשמה את ההתכווצות החדה ביותר בתולדותיה ברביע הראשון של 2009: התמ"ג ב-16 מדינות הגוש ירד מינואר עד מארס ב-2.5% לעומת הרביע הרביעי של 2008. גרמניה, הכלכלה הגדולה באירופה, רשמה את הצניחה הרבעונית הקשה ביותר שלה מאז 1970 – 3.8%.
18	התוצר הישראלי הצטמק ברביע הראשון ב-3.6%.	התוצר של המשק הישראלי הצטמק ברביע הראשון של 2009 ב-3.6%, הפדיון העסקי ירד ב-4.2%, והצריכה הפרטית ירדה ב-4.3%; כך עולה מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.
25	ריבית בנק ישראל לחודש יוני הושארה ללא שינוי, 0.5%.	
27	שיעור האבטלה ברביע הראשון של 2009 – 7.6%.	מסקר כוח אדם של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה עולה כי שיעור האבטלה במשק הישראלי האמיר ברביע הראשון של 2009 לרמה של 7.6%, לעומת 6.5% ברביע האחרון של 2008.
27	משקיעים זרים בקרנות הפרטיות יקבלו פטור ממס.	שר האוצר, יובל שטייניץ, החליט לפטור ממס רווחים של משקיעים זרים בקרנות ההשקעה הפרטיות. המהלך יתרום לאטרקטיביות של המשק הישראלי בעיני משקיעים זרים.
27	מחירי הדירות-בבעלות בארץ האמירו ב-18 החודשים האחרונים ב-20%.	להערכת מומחים בענף, האמרת מחירי הדירות-בבעלות ב-18 החודשים האחרונים נובעת ממחסור בדירות חדשות, בעיקר במרכז הארץ.
1	יוני פשרה בסכסוך בין דנקנר לבנק ישראל.	יו"ר בנק פועלים, דני דנקנר, הודיע על התפטרותו, ובכך הסתיים מאבק חסר תקדים של בנק ישראל להדחת יו"ר הבנק הגדול במדינה.
2	בנק ישראל השיג תשואה של 5.9% על יתרות מטבע החוץ.	מחלקת מטבע החוץ של הבנק פרסמה דוח שנתי ל-2008. על פיו עלו יתרות מטבע החוץ של ישראל ב-14 מיליארדי דולרים והסתכמו בסוף 2008 ב-42.5 מיליארדי דולרים. היתרות מושקעות בנכסים שמרניים, כחלק ממדיניות ניהול היתרות של הבנק, ועל כן הן כמעט לא נפגעו מהמשבר הפיננסי. נוסף על כך נקט הבנק צעדים להקטנת החשיפה של תיק היתרות לסיכונים הפיננסיים הגוברים: החשיפה הבנקאית צומצמה עד מתחת לאחוז, הוקשחו כללי ההשקעה, והוטלו מגבלות נוספות על הנכסים המותרים להשקעה.

3	דיווח על התקדמות בתוכנית "אורות לתעסוקה"	במסמך המביא את עיקרי ההמלצות של צוות שהורכב מנציגי משרד האוצר, התמ"ת והמוסד לביטוח לאומי נאמר כי בשמונת החודשים שמאז הפעלת התוכנית "אורות לתעסוקה" עלה מספר המועסקים במסגרת התוכנית ב-25%, 37% מהם במשרה מלאה, וממוצע ההכנסה של המשתתפים בה עומד על סך 2,500 ש"ח.
4	סוכם על רפורמה בהעסקת עובדים זרים בחקלאות.	סוכמו עקרונות ההסכם על רפורמה בהעסקת עובדים זרים בחקלאות - המשך לפעילותה של הוועדה לעידוד תעסוקת ישראלים והקטנת מספר העובדים הזרים בחקלאות בראשות המשנה לנגיד בנק ישראל, פרופ' צבי אקשטיין. התוכנית נועדה לעודד חקלאים להמיר חלק מהעובדים הזרים במיכון זמין, ובכך להקטין משמעותית את תלותם בידיים עובדות. ההפחתה תתבצע בהליך הדרגתי, במשך חמש שנים.
4	הממשלה הגדילה את הערבויות ליצוא ב-5 מיליארדי ש"ח.	ועדת הכספים אישרה להגדיל את ערבויות המדינה לתחום היצוא בסכום כולל של 5 מיליארדי ש"ח. התוכנית תסייע ליצואנים להגדיל את נפח היצוא ולהתמודד עם הסיכונים הכרוכים ביצוא ובמתן אשראי ללקוחותיהם. היא תהיה בתוקף עד סוף שנת 2010.
7	שיעור האבטלה בארה"ב עלה במאי ל-9.4% - שיא של 26 שנה.	שוק התעסוקה בארה"ב המשיך במאי לאבד משרות, אמנם בקצב אטי יותר מאשר בחודשים הקודמים. במאי עלה שיעור האבטלה עלה לשיא של 26 שנה – 9.4%, לאחר אבדן של 345 אלף משרות (לפי נתוני משרד התעסוקה האמריקאי). מספר המובטלים עלה ל-14.5 מיליון איש.
9	כלי רכב מזהמים ייוקרו בעשרות אלפי שקלים.	שר האוצר והשר להגנת הסביבה הציגו את רפורמת "המיסוי הירוק" על כלי רכב. במסגרת התוכנית הועלה מס הקנייה על רכב חדש מ-75% כיום ל-92% על כל דגמי הרכב, למעט כלי רכב הברידיים, ששיעור המס עליהם נשאר 40%, וכלי רכב חשמליים, ששיעור המס עליהם יהיה 10% בלבד. לאחר העלאת המס יוענק זיכוי קצוב בשיעור של אפס עד 15 אלף ש"ח, בהתאם לרמת הזיהום של כלי הרכב.
9	S&P הורידה את דירוג האשראי לאירלנד בשתי דרגות.	דירוג האשראי של אירלנד הורד בפעם השנייה בתוך שלושה חודשים, על רקע ניסיונות המדינה לחלץ את המערכת הבנקאית המקומית. הדירוג ירד מ-AA פלוס לרמה של AA, עם צפי שלילי.
10	ועדת הכספים אישרה את הפרטת "הבנק לפיתוח התעשייה" בישראל.	

16	"סיטיגרופ" וקרן המטבע הבין-לאומית מקימים קרן שתעניק מימון לסחר העולמי.	שיתוף פעולה ראשון בין הבנק האמריקני "סיטיגרופ" לבין קרן המטבע הבין-לאומית: במהלך שנועד להפשיר את הקיפאון בסחר העולמי, תוצאת מחנק האשראי, הודיעו "סיטיגרופ" ו"אינטרנשיונל פיינס קורפוריישן" (IFC), זרוע המגזר הפרטי של הבנק העולמי, על הקמתה של חטיבת מימון משותפת, בהיקף של 1.25 מיליארדי דולרים.
19	תוכנית אובמה לרפורמה ופיקוח על שוק ההון יוצאת לדרך.	נשיא ארה"ב, ברק אובמה, הציג את עיקרי תוכנית הרפורמה לרגולציה בשוק הפיננסי של ארה"ב. התוכנית אמורה להגדיל במידה ניכרת את התערבות הממשל האמריקני בשווקים הפיננסיים ובמערכת הבנקאות וההשקעות במדינה. במסגרת התוכנית יינתנו לבנק הפדרלי של ארה"ב סמכויות נרחבות וכלים כדי שהוא יפעיל פיקוח הדוק יותר על בנקים וחברות פיננסיות וימנע מהם לנקוט צעדים מסוכנים, שיכולים לפגוע בחוסנם הפיננסי ובציבור המושקע בהם. סעיף נוסף של התוכנית יעניק לממשל סמכות להלאים או לפרק חברות שאינן בנקים, אשר נקלעו לקשיים, כפי שנעשה במקרה של ענקית הביטוח AIG.
21	האיחוד האירופי יקים גוף לפיקוח על סיכונים פיננסיים.	האיחוד האירופי אישר תוכנית נרחבת להקמת רשות שתפקח על מגזר הפיננסי בארגון. במסגרת היוזמה החדשה יקים האיחוד האירופי גוף שייקרא "המועצה האירופית לסיכון מערכת", ובראשה יעמוד נשיא הבנק המרכזי האירופי. ואולם, בגלל לחץ מצד בריטניה יוגבלו סמכויותיו לייעוץ בלבד.
22	ריבית בנק ישראל לחודש יולי הושארה ללא שינוי, בשיעור של 0.5%.	
23	הבנק הפדרלי הותיר את הריבית ללא שינוי	ועדת השווקים הפתוחים של הבנק הפדרלי החליטה להמשיך במדיניות המוניטרית הנוכחית, והודיעה כי ההאטה בארה"ב מתמתנת. הריבית תישאר בטווח של 0% - 0%-0%, הרמה שאליה הגיעה בדצמבר.
2	מצב חירום הוכרז בקליפורניה בשל גירעון של כ-27 מיליארד דולרים.	מצב חירום רשמי הוכרז במדינת קליפורניה, בשל קריסה כלכלית ואי יכולת לעמוד בהתחייבויות. זאת לאחר שאישור התקציב החדש נדחה פעם נוספת, אל מעבר למועד האחרון הקבוע בחוק. עם ההכרזה על מצב החירום הכלכלי שוגרו למחזיקי אג"ח שטרי חוב שמשמעותם הודעה על חדלות פירעון אפשרית.

3	איסלנד חתמה על הסכם לקבלת סיוע ב-2.9 מיליארדי דולרים מפינלנד, דנמרק, שוודיה ונורווגיה, ותשתמש בכספי הסיוע להגדלת עתודות המט"ח שלה.	איסלנד, שהגיעה ב-2008 לסף פשיטת רגל, תקבל סיוע בסך 2.9 מיליארדי דולרים מפינלנד, דנמרק, שוודיה ונורווגיה, ותשתמש בכספי הסיוע להגדלת עתודות המט"ח שלה.
6	הממשלה אישרה את חוק בנק ישראל החדש.	הממשלה אישרה את עקרונות חוק בנק ישראל החדש, שגיבש ראש הממשלה בנימין נתניהו, שתיווך בנושא בין שר האוצר יובל שטייניץ לבין נגיד בנק ישראל סטנלי פישר. החוק קובע כי האחריות לקביעת מדיניות הריבית לא תהיה עוד בידי נגיד הבנק בלבד, אלא תועבר לוועדה מוניתרית בראשות הנגיד, שבה שלושה חברים מבנק ישראל ושלושה חברים חיצוניים. החוק מגדיר את מטרות המרכזית של בנק ישראל, והיא שמירה על יציבות המחירים. גם המרה של יתרות מטבע חוץ לא תהיה עוד בסמכותו הבלעדית של בנק ישראל; היא תיקבע באישור שר האוצר. הפיקוח על שכרם של עובדי בנק ישראל יישאר באחריות משרד האוצר, למרות דרישת הנגיד להעביר פיקוח זה לסמכות דירקטוריון הבנק.
10	לחקלאים אושרו הקלות בהיטל הבצורת.	ועדת הכספים החליטה כי החל מינואר 2010 מכסת המים הביתית ללא היטל הבצורת במושבם תהיה 7 מ"ק לחודש לנפש, לעומת 5 מ"ק במגזר העירוני – תוספת של 40%. בקיבוצים תהיה המכסה ללא ההיטל 8 מ"ק לנפש לחודש – 60% יותר מאשר ביישובים עירוניים. את ההחלטה להגדיל את מכסת המים הפטורה מהיטל במושבם נימקה הוועדה בטענה ששטחי הגינון הפרטי במושבם גדולים יותר מאלה שבמגזר העירוני.
12	ועדת הכספים אישרה: האוצר יכפיל את הסיוע לאימהות עובדות.	לפי מיתווה התוכנית החדשה, תוקצה תוספת שנתית של 600 מיליון ש"ח להוצאות טיפול בילדים של אימהות עובדות לילדים עד גיל 5. בשנים 2009–2010 יוקצו 75 מיליון ש"ח כ"מס הכנסה שלילי" לאימהות עובדות. בשנת 2010 יוקצו 50 מיליון ש"ח למעונות יום. משנת הלימודים הבאה (ספטמבר 2010) יוקצו 320 מיליון ש"ח להרחבת מעונות יום, משפחתונים וצהרונים. בשנת 2012 יוקצו 280 מיליון ש"ח כתוספת נקודות זיכוי לנשים המגיעות לסף מס.

15	אושר תקציב המדינה לשנתיים.	תקציב המדינה הדו-שנתי אושר ברוב של 58 תומכים נגד 36 מתנגדים. התקציב לשנת 2009 מסתכם ב-316 מיליארדי ש"ח, ולשנת 2010 - ב-325 מיליארדים. לראשונה אושר בארץ תקציב לשנתיים.
		התקציב כולל שורה של רפורמות מבניות חשובות, ובהן:
		• מאבק בתופעת העובדים הזרים במטרה לייצר מקומות עבודה לעשרות אלפי ישראלים; • רפורמה בשידורי הטלביזיה, שתוזיל את השירות לצרכן ותשפר את איכות התכנים; • כינון רגולציה לשם חיזוק הספורט בישראל; • הרחבת היצע יחידות הדיור באמצעות קיצור הליכים ביורוקרטיים לאישור פרויקטי פינוי-בינוי. • הגברת התחרות בין קופות החולים; • עידוד תעסוקת נשים על ידי הרחבת הסבסוד למעונות יום.
17	שיא באבטלה - 8.4%.	שיעור המובטלים עלה במאי ל-8.4% - 252 אלף איש, לעומת 179 אלף ביולי-ספטמבר 2008. כך עולה מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.
17	התיירות לישראל צנחה מתחילת השנה ב-20%.	במחצית הראשונה של 2009 באו לישראל 1.2 מיליון מבקרים - ירידה של 20% לעומת התקופה המקבילה אשתקד וגידול של 15% לעומת התקופה המקבילה ב-2007. כך עולה מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ומשרד התיירות. 133.5 אלף מהמבקרים היו מבקרי יום (ירידה של 35%), ויותר ממיליון מהם - תיירים (ירידה של 18%).
19	S&P אשררה את דירוג האשראי של ישראל.	החברה הבין-לאומית לדירוג אשראי S&P אשררה את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A, וכן את התחזית ברמה "יציב". בהודעה על כך צוין כי החברה רואה את המדיניות הפיסקלית של ישראל כזמנית ומחזורית: יעדי הגירעון הגבוהים, בשיעורים של 6% בשנת 2009 ו-5.5% בשנת 2010, כפי שהוגדרו בתקציב, הם מחזוריים בטבעם, ואף מאוזנים על ידי שיפור בנזילות שישאל מקבלת בשוקי העולם.
22	רמת הסיכון במסלול פנסיה תיקבע, מ-2011, לפי הגיל.	אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר פרסם חוזר מיוחד לגופים מוסדיים, שמציג את המודל החדש בענף החיסכון הפנסיוני. במודל החדש חמישה מסלולי פנסיה ברמות סיכון שונות, שהחוסכים ישיכו אליהם אוטומטית לפי גילם. לחוסכים מעל גיל 60 יוקם מסלול מיוחד, ללא ניירות ערך ספקולטיביים.

27	יצוא הסחורות מישראל ירד ירידה דולרית של כ-34%.	בינואר-יוני 2009 ירד יצוא הסחורות מישראל במונחי דולרים בכ-34% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, והסתכם בכ-21.8 מיליארדי דולרים.
27	ריבית בנק ישראל לחודש אוגוסט הושארה ללא שינוי - 0.5%.	
29	יבוא מוצרי הצריכה ירד ב-14%.	המיתון העולמי בא לידי ביטוי ביבוא של מוצרי צריכה בשנת 2009. אי-הוודאות הכלכלית במשק, פיטורי העובדים והצמצום בהכנסות הצרכנים משתקפים בירידה בקניות, שמובילה לירידה ביבוא. מנתוני אגף הכלכלה והמסים באיגוד לשכות המסחר עולה כי במחצית הראשונה של 2009 ירד יבוא מוצרי הצריכה למשק ב-14% לעומת המחצית השנייה של 2008. זוהי ירידה של 572 מיליוני דולרים, שהביאה יבוא זה לרמה של 3.6 מיליארדי דולרים. לפי הנתונים, 40% מהירידה נובעים מהיבוא של מזון ומשקאות.
3	אוגוסט בנק ישראל יפעל בשוק המט"ח במקרה של תנודות חריגות בשער החליפין.	מעתה יפעל בנק ישראל בשוק מטבע החוץ במקרה של תנודות חריגות בשער החליפין אשר אינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים, או כאשר שוק מטבע החוץ לא יתפקד כיאות.
9	ישראל חתמה על אמנות מס חדשות : אמנת מס עם אסטוניה ואמנת מס עם גאורגיה.	לחתימה על אמנת המס עם אסטוניה נודעת חשיבות רבה, שכן אסטוניה, כמו ישראל, צפויה להצטרף בתחילת שנת 2010 לארגון OECD. זה גם צעד נוסף להשלמת תהליך גיבוש הסכמי מס עם האיחוד האירופי, כי אסטוניה היא אחת המדינות האחרונות באיחוד האירופי שעמן ישראל לא כרתה אמנת מס עד היום. חשיבותה של האמנה עם גאורגיה היא בעיקר בשיפור כוח התחרות של חברות ישראליות הפועלות בגאורגיה בתחומי הנדל"ן והתשתיות.
16	מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יולי ב-1.1%.	מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יולי בשיעור של 1.1% והעלה את האינפלציה מתחילת השנה לשיעור של 3.2% - מעל ליעד האינפלציה השנתי, שהוא 1.0%-3.0%.
17	אושרה הצעת חוק להקמת בית משפט כלכלי בישראל.	שר המשפטים, יעקב נאמן, אישר את תזכיר החוק להקמת בית משפט כלכלי בישראל. התזכיר זכה גם לתמיכה של נשיאת בית המשפט העליון דורית ביניש, היועץ המשפטי לממשלה מני מזוז ומנהל בתי המשפט משה גל. הצעת החוק תעלה להצבעה במושב החורף הקרוב של הכנסת.

42