

פרק א'

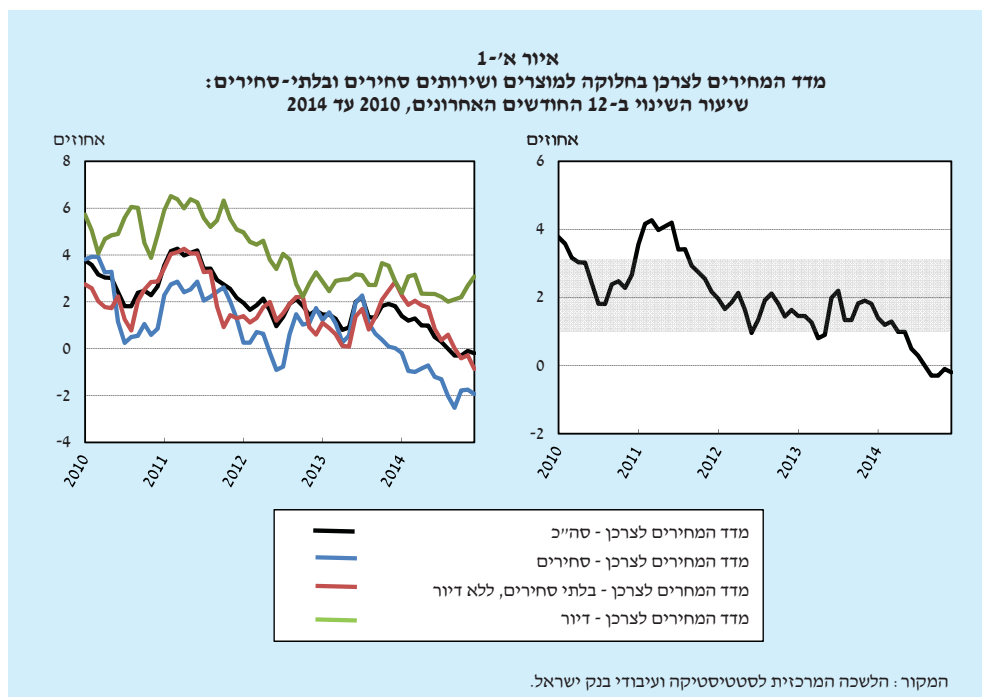
המשק והמדיניות הכלכלית

- בשנת 2014 צמח התוצר ב-2.8%. בניכוי ההשפעה של תחילת הפקת הגז ממאגר "תמר" וההשפעה של מבצע "צוק איתן" על הפעילות התייצב קצב הצמיחה בשלוש השנים האחרונות ברמה נמוכה יחסית, בין 2.5% ל-3%. התמשכות ההאטה בצמיחה במרביתם המכריעה של המשקים המפותחים היא הגורם המרכזי למתינותה של הצמיחה במשק בשנים האחרונות. הערוצים המרכזיים שדרכם האטה זו מחלחלת למשק הם ירידת הביקוש ליצוא וירידת הביקוש להשקעות במשק.
- האינפלציה השנה הייתה שלילית והסתכמה ב-0.2%, מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה. היא כללה השנה התמתנות של עליית מחירי המוצרים הלא-סחירים, שמקורה בהיצע מקומי, ירידה חדה של מחירי הנפט, והמשך ירידה של מחירי שאר המוצרים הסחירים.
- האתגר המרכזי שניצב בפני המדיניות המוניטרית השנה היה להחזיר את האינפלציה ליעדה, לתמוך בפעילות הריאלית ולהחליש את הכוחות לייסוף השקל תוך מזעור הסיכונים במשק – על רקע הגעת הריבית המוניטרית לרמה קרובה לאפס. אתגר זה משותף כיום לבנקים מרכזיים רבים. חלקם הפחיתו את הריבית המוניטרית לשיעור שלילי, וחלקם עשו שימוש בכלים אחרים שיתמכו בהעמקת ההרחבה המוניטרית.
- המדיניות הפיסקלית הצליחה בשנתיים האחרונות לצמצם את הגירעון המבני באמצעות העלאת שיעורי המס אשתקד ועמידה בתקרת ההוצאות. בשנת 2014 כולה הסתכם גירעון הממשלה הרחבה ב-2.6 אחוזי תוצר, וגירעון הממשלה המרכזית הסתכם ב-2.8 אחוזי תוצר, בהתאם לתכנית המקורית על פי התקציב. זאת למרות גידול חד של הוצאות הביטחון.
- למרות הצמיחה האיטית בפעילות הריאלית וצמצום הגירעון המבני בתקציב הממשלה המשיך שיעור האבטלה לרדת. זאת הודות לגמישותו של שוק העבודה, גמישות המתבטאת השנה בהפחתת שעות התעסוקה למועסק ובעלייה מתונה בלבד של השכר הריאלי גם בשנה שבה האינפלציה מפתיעה כלפי מטה.
- בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי נמשכה במחצית הראשונה של השנה מגמת הייסוף, שהחלה עוד ב-2008. במחצית השנייה של השנה פוחת השקל, פיחות שנבע מהפחתת הריבית וצמצום הפער בינה לבין הריביות של הבנקים המרכזיים באירופה ובארה"ב, מהתחזקות הדולר בעולם ומהמשך הרכישות של מטבע חוץ על ידי בנק ישראל.
- מחירי הדירות המשיכו לעלות גם השנה, וכך גם שכר הדירה. מלאי הדירות החדשות למכירה עלה השנה, בהשפעת ההמתנה לתכנית "מע"מ אפס". התחלות הבנייה נותרו יציבות ברמה גבוהה, ובסך הפעילות בענף הבנייה נרשמה התמתנות קלה במהלך השנה.
- יתרת האשראי למגזר העסקי נותרה השנה כמעט ללא שינוי, המשך למגמה של שלוש השנים האחרונות. לעומתה גדלה יתרת האשראי למשקי הבית גם השנה בשיעור גבוה יחסית, וכך נמשכה ההסטה, שחלקה מבנית, של האשראי במשק.
- בסוף הפרק מובא דיון במושג "יוקר המחיה" המצביע על האופי המורכב של המושג. הממצאים מצביעים על סטייה קטנה כלפי מעלה של רמת המחירים בישראל. אולם בענפים מסוימים הסטייה כלפי מעלה משמעותית, בעיקר בשל חסמים טבעיים ורגולטוריים המצמצמים את התחרות.

1. ההתפתחויות העיקריות

בשנת 2014 צמח התוצר בשיעור של 2.8%. בניכוי ההשפעה של תחילת הפקת הגז ממאגר "תמר" וההשפעה של מבצע "צוק איתן" על הפעילות התייצב קצב הצמיחה בשלוש השנים האחרונות ברמה נמוכה יחסית, בין 2.5% ל-3% אחוזים. שיעור צמיחה זה מבטא בעיקר את ההאטה הנמשכת בביקושים מחו"ל והשפעתם על היצוא וההשקעות במשק. במקביל להתייצבות הצמיחה ברמה נמוכה נרשמה השנה ירידה ניכרת של קצב האינפלציה, והיא כיום שלילית. השנה בולטת הירידה במדד מחירי המוצרים הלא-סחירים (למעט דיור, איור א'-1).

בשנת 2014 צמח התוצר בשיעור של 2.8 אחוזים.



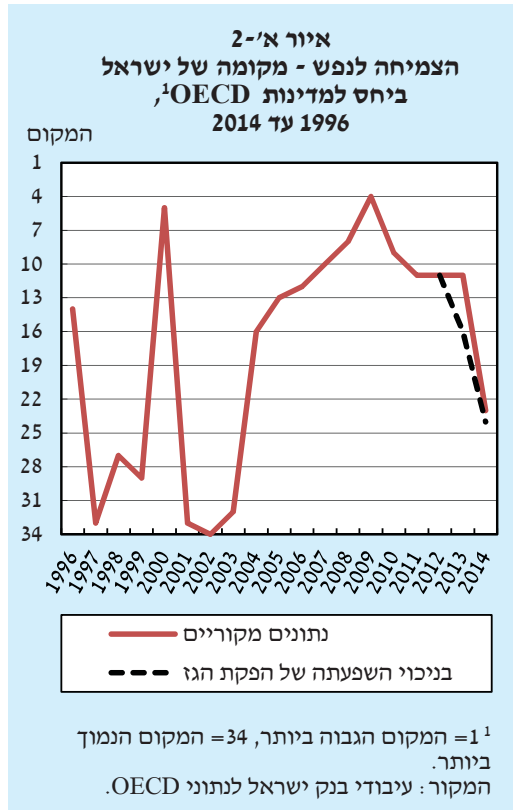
בהשוואה למדינות OECD צמיחת התוצר לנפש השנה אינה גבוהה. זאת בניגוד למקומה של הצמיחה לנפש בישראל בחלקה העליון של התפלגות הצמיחה לנפש במדינות OECD בשנים 2007 עד 2012 (איור א'-2). התפתחות זו היא תוצאת שילוב של התפתחויות חיצוניות למשק, ובראשן יציאה איטית והדרגתית של חלק ניכר מהמדינות המפותחות מהמשבר העמוק שפקד אותן, ושל התפתחויות מקומיות, בהן האטה של ההשקעות בפרויקטי תשתית גדולים ובבנייה שלא למגורים. לצד התפתחויות אלה, המשך העלייה של שיעור התעסוקה במשק וגידול הצריכה הפרטית והצריכה הציבורית בישראל תרמו לצמיחת התוצר לנפש.

המשך העלייה של שיעור התעסוקה במשק וגידול הצריכה הפרטית והצריכה הציבורית בישראל תרמו לצמיחת התוצר לנפש.

בניסיון להתמודד עם הכוחות הפועלים להאטה המתמשכת בפעילות, ובפרט עם השפעת הייסוף המתמשך בשער החליפין על המגזר הסחיר וירידת האינפלציה, הפחית בנק ישראל במהלך השנה את הריבית הקצרה לרמה נמוכה היסטורית של 0.25%¹, והמשיך להתערב בשוק מטבע החוץ². הפחתות אלו תמכו בביקושים המקומיים והביאו לצמצום הפער בין ריבית בנק ישראל לריבית הבנקים המרכזיים של גוש האירו ושל ארה"ב, ובכך גם תרמו לפיחות השקל. הפחתת

¹ בסוף פברואר 2015 הפחית בנק ישראל את הריבית הקצרה לרמה של 0.1%.

² מעבר לרכישות מטבע חוץ שנועדו לקזז את השפעת הפקת הגז על מאזן התשלומים.



הריבית הנומינלית הקצרה לרמה הקרובה לאפס עם אינפלציה הקרובה אף היא לאפס וקצב צמיחה ממותן מציבה אתגר מרכזי לקובעי המדיניות, ובפרט לקובעי המדיניות המוניטרית. אתגר זה משותף כיום לבנקים מרכזיים רבים, ובכללם בנקים מרכזיים של משקים קטנים ופתוחים כישאל, המושפעים מההתרחשויות בגוש האירו ובארה"ב.

ב-26 מ-34 החברות ב-OECD הייתה האינפלציה בשנת 2014 נמוכה מאחוז אחד, וב-13 מהן (ובהן ישראל) היא אף הייתה שלילית. בתגובה לירידת האינפלציה הפחיתו מספר בנקים מרכזיים את הריבית המוניטרית לשיעור שלילי, וחלקם אימצו כלים נוספים שיתמכו בהעמקת ההרחבה המוניטרית. כך הם הצליחו לשמור על ריביות ריאליות שליליות למרות ירידתה של האינפלציה הצפויה. ריביות נומינליות וריאליות נמוכות ואף שליליות במשך הפועל בסביבת אינפלציה אפסית לאורך זמן מגבירות את הסיכונים הפיננסיים

דרך מספר ערוצים, שכולם מגדילים את כדאיות ההשקעה בנכסים פיננסיים וריאליים. כדאיות זו משתקפת בעליית מחיריהן של איגרות החוב, המניות והדירות. מחירי הדירות בישראל עלו נומינלית מראשית 2008 ב-39%, מחירי האג"ח עלו בכ-50%, ומחירי המניות עלו בשיעור מתון יחסית, כ-20% – תוצאה של הורדת תחזיות הצמיחה בשנים האחרונות. (ראו איור ב'-1 ותיאור התפתחות התחזיות שם.)

לצד המדיניות המוניטרית בישראל, שפעלה בסביבת אינפלציה הנמוכה מהיעד, המטרה המרכזית של המדיניות הפיסקלית בשנתיים האחרונות הייתה לצמצם את הגירעון המבני, שהתרחב עד שנת 2012. מדיניות זו הושתתה בעיקרה על העלאת מסים תוך שמירה על מסגרת ההוצאה, ובכך היא לחצה במידה מסוימת להאטת הצריכה הפרטית בטווח הקצר, ואיפשרה המשך תמיכה של הצריכה הציבורית בפעילות. צמצום הגירעון המבני היה חיוני: הוא תומך בירידת התשואות על החוב, מגדיל את מרחב התמרון של המדיניות הפיסקלית לשנים הבאות ומקטין את הסיכון של משבר פיסקלי. צמצום הגירעון המבני נדרש גם עקב התארכות מחזור העסקים וחוסר הוודאות לגבי היקף החלק המחזורי בגירעון הכולל. חוסר וודאות זה הוא ביטוי ליכולת המוגבלת של המדיניות הפיסקלית לתמוך בפעילות עם התמשכות תקופת ההאטה במחזור העסקים⁵. בשנת 2014 כולה הסתכם גירעון הממשלה הרחבה ב-2.6 אחוזי תוצר, וגירעון הממשלה

ריביות נמוכות לאורך זמן עלולות ליצור סיכונים ליציבות דרך כמה ערוצים.

המטרה המרכזית של המדיניות הפיסקלית בשנתיים האחרונות הייתה לצמצם את הגירעון המבני.

³ מחירי הדירות החלו לעלות באמצע 2007, לאחר שחיקה מתמשכת במחיריהן, שנמשכה כעשר שנים.

⁴ הנתון לגבי שיעור עליית מחירי האג"ח מתייחס ל"מדד הכללי" הכולל אג"ח קצרות וארוכות, ממשלתיות וקונצרניות, בכל סוגי ההצמדה. המדד כולל רווחי הון ותשלומי ריבית ומחושב על ידי הבורסה לניירות ערך. מדד האג"ח הממשלתיות הצמודות לטווחים של 5 עד 10 שנים עלה באותה התקופה בכ-70%.

⁵ דיון בנקודה זו ראו בדוח בנק ישראל לשנת 2013, עמ' 16.

המרכזית הסתכם ב-2.8%, בהתאם לתכנית המקורית בתקציב ולמרות הוצאה גדולה בסך 7 מיליארדי שקלים למימון מבצע "צוק איתן". ירידה בתשלומי הריבית של הממשלה מעבר לצפוי בתקציב, ביצוע חסר בסעיפי הוצאה אזרחית, ובפרט בהשקעה בתשתית ותחבורה, ועליית מחירים נמוכה מהצפוי שתרמה לצמצום ההוצאות, הם מהגורמים העיקריים אשר אפשרו עמידה ביעד הגירעון למרות הגידול החד של הוצאות הביטחון.

בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי נמשכה במחצית הראשונה של השנה מגמת הייסוף, השוררת זה כמה שנים, ואילו במחצית השנייה של השנה נוצר פחות חז, שנבע בחלקו מהתחזקות הדולר בעולם. הפחתות הריבית המוניטרית, ובפרט צמצום הפער בינה לבין הריביות העולמיות והמשך רכישות מטבע החוץ, הצליחו לאורך חודשים רבים לעצור את המשך הלחצים לייסוף השקל (איור ג'4). בתחילת דצמבר התחדש הייסוף בשער החליפין האפקטיבי של השקל למרות המשך התחזקותו של הדולר בעולם.

א. הפעילות הריאלית

קצב צמיחת התוצר, בניכוי השפעת הפקת הגז ומבצע "צוק איתן", עלה השנה מעט בהשוואה לאשתקד, ודמה לזה של 2012. זאת שלא כמו בחלק ניכר מהמדינות המפותחות, שבהן הצמיחה לנפש הייתה השנה גבוהה משמעותית מאשר בשנת 2012, וביטאה בעיקר את עומק המשבר שמדינות אלו היו שרויות בו ואת תחילת יציאתן ממנו. כך, לראשונה לאחר עשור, הייתה השנה הצמיחה לנפש בישראל נמוכה מזו החציונית במדינות OECD.⁶

הצמיחה השנה, בדומה לשנים האחרונות, הייתה מבוססת על צמיחה של הצריכה הפרטית והצריכה הציבורית. הריביות הריאליות הנמוכות הן גורם חשוב התומך בצריכה הפרטית בעת ההאטה הנוכחית. גורם חשוב ומרכזי נוסף הוא אופן תגובתו של שוק העבודה להאטה, דהיינו שיעור אבטלה נמוך ועליית שכר ממונת. באופן זה ההאטה בגידול הכנסותיהם של משקי הבית מתחלקת על פני כלל האוכלוסייה, ומתאפשרת ביתר קלות החלקת תצרוכת ברמת המקרו. קצב עלייתה של הצריכה הציבורית דמה לזה של הצריכה הפרטית, התפתחות שסייעה לשמירה על קצב צמיחה חיובי של התוצר לנפש.

היצוא (ללא יהלומים) צמח השנה בכ-2.5% – צמיחה גבוהה יותר מאשר אשתקד אך עדיין מתונה יחסית – תוצאה של המשך ההאטה בשוקי חו"ל, וכן של מבצע "צוק איתן", שפגע קשות בתיירות הנכנסת. בשונה ממרבית הענפים, התאוששות ענף התיירות מאירועים ביטחוניים היא איטית, ונמשכת חודשים ארוכים. בהתאם לכך הערכת חטיבת המחקר היא כי הפגיעה בתיירות הנכנסת בעטיו של מבצע "צוק איתן" תרמה לצמיחה תרומה שלילית של כ-0.2 נקודת אחוז.

הייסוף הריאלי, המקשה על היצוא ומעודד את היבוא, הוא אחד הערוצים שדרכו ההאטה בחו"ל מחלחלת למשק הישראלי, שהוא משק קטן ופתוח. מאז תחילת המשבר נרשמה האטה משמעותית בקצב הצמיחה של הסחר העולמי, ובשילוב עם הלחץ שיצר הייסוף ירד מאוד קצב צמיחת היצוא, ועמו גם קצב הצמיחה של המשק. סימני ההתאוששות הברורים בארה"ב יחד עם פחות השקל בחודשים האחרונים של השנה תרמו להאצה ביצוא ברביע האחרון של השנה. אך למרות אלה, סביר שללא יציאה של משקי גוש האירו מהמשבר יקשה על היצוא והתוצר לנפש לחזור לקצבי הצמיחה של העשור שקדם לשנת 2008.⁷

קצב צמיחת התוצר התייצב בשלוש השנים האחרונות על רמה נמוכה יחסית.

הצמיחה השנה, בדומה לשנים האחרונות, הייתה מבוססת על צמיחה של הצריכה הפרטית והצריכה הציבורית.

הייסוף הריאלי, המקשה על היצוא ומעודד את היבוא, הוא אחד הערוצים שדרכו ההאטה בחו"ל מחלחלת למשק הישראלי.

⁶ ההשוואה כאן מתייחסת ל-34 המדינות החברות כיום בארגון OECD. חלק מהחברות (כולל ישראל) לא היו חברות בארגון בתחילת תקופת ההשוואה.

⁷ ירידה בקצב עליית כוח העבודה בישראל מקשה אף היא על חזרה של המשק לקצבי הצמיחה של העשור שקדם ל-2008.

פרק א': המשק והמדיניות הכלכלית

העודף בחשבון השוטף של ישראל הסתכם בשנת 2014 בכ-9 מיליארדי דולרים, שהם כ-3 אחוזי תוצר. השיפור בחשבון השוטף בשנתיים האחרונות הוא תוצאה ישירה של תחילת הפקת גז ממאגר "תמר", שמצמצמת את הצורך ביבוא דלקים, וכן של שיפור בחשבון השירותים. שיפור בחשבון ההכנסות מהון תרם לגידול העודף בחשבון השוטף השנה בהשוואה לאשתקד. ירידת מחירי הנפט בעולם במחצית השנייה של 2014, אם תתמיד, צפויה להביא להמשך התרחבותו של העודף בחשבון השוטף ולצבירה של נכסים בחו"ל על ידי הציבור. ירידה של כ-50 אחוזים במחירי הנפט, שהייתה בחודשים האחרונים של השנה, צפויה לחסוך למשק כ-5 מיליארדי דולרים בכל שנה ולתרום ישירות לגידול ההכנסה הפנויה של משקי הבית ולירידה בעלויות למגזר העסקי⁸.

לוח א'-1 ההתפתחויות העיקריות, 2009 עד 2014

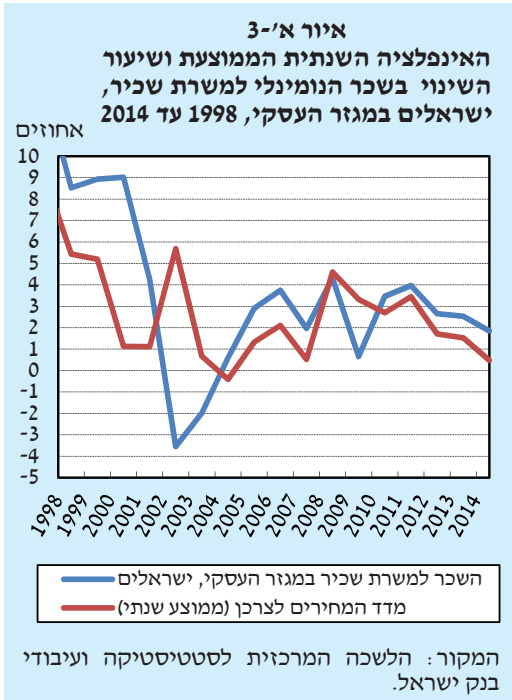
2014	2013	2012	2011	2010	2009	
8.2	8.1	7.9	7.8	7.6	7.5	האוכלוסייה הממוצעת (מיליונים)
1,087	1,049	992	925	871	812	התוצר הנומינלי (מיליארדי ש"ח, במחירים שוטפים)
132	130	125	119	114	109	התוצר לנפש (אלפי ש"ח, במחירים שוטפים)
87	86	85	81	73	63	יצוא הסחורות והשירותים (מיליארדי דולרים, במחירים שוטפים) ¹
84	83	85	83	69	58	יבוא הסחורות והשירותים (מיליארדי דולרים, במחירים שוטפים) ¹
9.0	6.9	2.1	3.9	7.9	8.0	החשבון השוטף של מאזן התשלומים (עודף, מיליארדי דולרים)
2.6	3.1	3.7	2.0	3.0	4.7	הגירעון הכולל של הממשלה הרחבה (כאחוז מהתוצר)
67.6	67.7	68.3	69.7	71.1	75.0	החוב הציבורי (כאחוז מהתוצר)
3,556	3,450	3,359	3,252	3,159	3,054	המועסקים הישראלים (אלפים)
1.4	0.9	0.5	0.4	0.7	-2.6	השכר הריאלי למשרת שכיר (ממוצע שנתי, שיעור השינוי, אחוזים)
3.1	4.0	4.6	5.1	4.9	5.4	התשואה הנומינלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (ממוצע שנתי, באחוזים)
1.0	1.6	2.1	2.5	2.2	2.8	התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (ממוצע שנתי, באחוזים)
2.8	3.2	3.0	4.2	5.8	1.9	התוצר המקומי הגולמי (שיעור השינוי הכמותי, באחוזים)
4.0	3.3	3.1	2.9	4.6	2.2	הצריכה הפרטית (שיעור השינוי הכמותי, באחוזים)
5.9	6.2	6.9	7.1	8.4	9.5	שיעור האבטלה (ממוצע שנתי, באחוזים)
2.4	0.9	5.1	5.3	12.6	-9.4	היצוא (שיעור השינוי הכמותי, באחוזים) ¹
-0.2	1.8	1.6	2.2	2.7	3.9	האינפלציה (דצמבר לעומת דצמבר אשתקד, באחוזים)
0.6	1.4	2.3	2.9	1.6	0.8	ריבית בנק ישראל (ממוצע שנתי, באחוזים)
-0.7	-0.3	0.2	0.6	-0.4	-0.1	הריבית הריאלית לשנה (ממוצע שנתי, באחוזים)
-1.5	-6.0	4.7	-1.0	-5.1	1.8	שער החליפין הריאלי האפקטיבי (ממוצע שנתי, שיעור שינוי, באחוזים)
3.58	3.61	3.86	3.58	3.73	3.93	שער החליפין של השקל מול הדולר (ממוצע שנתי)
6.7	15.1	7.2	-20.1	14.9	88.8	מדד ת"א 100 (שיעור השינוי, דצמבר לעומת דצמבר אשתקד, באחוזים)
3.8	3.0	2.9	6.7	12.6	-10.6	הסחר העולמי (שיעור השינוי, באחוזים)

¹ ללא יהלומים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, קרן המטבע הבין-לאומית ועיבודי בנק ישראל.

⁸ לדיון בהשלכות של ירידת מחירי הנפט על המשק ראו דוח המדיניות המוניטרית 2014, המחצית השנייה.

שיעור האבטלה המשיך לרדת, ורמתו נמוכה.



שיעור האבטלה המשיך לרדת, ורמתו נמוכה⁹. מספר גורמים מאפשרים ירידה באבטלה תוך כדי האטה בקצב הצמיחה במשק. המרכזי שבהם הוא גמישות שוק העבודה בישראל, המתבטאת השנה בהאטת עלייתו של השכר הריאלי וירידה של מספר שעות העבודה למועסק. כתוצאה מכך עלות העבודה ליחידת תוצר אינה עולה, או עולה בשיעור מתון, למרות ההאטה בצמיחת פרויקט העבודה, ומתאפשרת קליטתם של עובדים חדשים בשוק העבודה ללא עלייה של שיעור האבטלה. בהקשר זה מעניין לציין שנתוני השכר הנומינלי למשרת שכיר מגיבים כמעט מייד על התפתחויות בתחומי המחירים והפעילות, ולכן הפתעה כלפי מטה במדד המחירים לצרכן ובמחירי התוצר כמעט אינה זולגת לעלייה של השכר הריאלי החודשי. כך השנה השכר הנומינלי למשרת שכיר עלה בשיעור מתון של 1.9%

בלבד, 0.7 נקודות אחוז פחות מאשר אשתקד, ובהתאם להפתעה כלפי מטה במדד המחירים לצרכן. מתאם דומה (ובו-זמני) בין האינפלציה להתפתחות השכר הנומינלי למשרת שכיר ניתן לראות כמעט לאורך כל העשור האחרון (איור א'-3). מתאם זה, כאמור, מקל על המגזר העסקי לספוג את הזעזועים השליליים הן בתחום האינפלציה והן בפעילות.

רמת האבטלה הנמוכה, בהשוואה לעבר, נתמכת גם בירידה של האבטלה הבלתי-מחזורית, ירידה שהחלה עוד בשנת 2004. האבטלה הבלתי מחזורית כוללת את שיעור האבטלה המבטא את העובדה שבכל רגע נתון ישנם עובדים בלתי מועסקים המחפשים עבודה, והם נותרים מובטלים עד שנוצרת התאמה בינם לבין המעסיק שמחפש עובדים. שיפור בתהליך ההתאמה, מצד אחד, ושכר סף נמוך (ביחס לכישורים) של העובדים המחפשים עבודה, מהצד השני, מקצרים את תהליך חיפוש העבודה ותורמים לירידת האבטלה¹⁰.

בסוף השנה הוסכם בין ההסתדרות לתעשיינים על העלאת שכר המינימום. הסכמה זו אושרה על ידי הממשלה והכנסת, והחל מחודש אפריל 2015 יועלה שכר המינימום במהלך של שנתיים לסכום של חמשת אלפים שקלים. במודל פשוט של ביקוש והיצע מצרפיים התערבות של הממשלה לקביעת שכר המינימום אינה רצויה, מחשש לפגיעה בתעסוקה ובפעילות, אולם מודלים המקובלים היום בספרות מצביעים על אפשרות של יתרון למעסיקים על פני המועסקים בשכר נמוך במשא ומתן על השכר, ותומכים בהתערבות של הממשלה בשוק העבודה על ידי קביעת שכר מינימום. (לדיון ראו פרק ה', סוגיות בשוק העבודה.) כך בישראל שיעור הנמוך של דמי האבטלה והבטחת ההכנסה מקטינים את כוח המיקוח של העובדים מול המעסיקים ותומכים בסיוע חיצוני לקביעת השכר של עובדים בשכר נמוך.

בסוף השנה הוסכם בין ההסתדרות לתעשיינים על העלאת שכר המינימום. הסכמה זו אושרה על ידי הממשלה והכנסת.

⁹ השוואה הסטורית של שיעור האבטלה היא בעייתית עקב שינויים שנעשו במהלך השנים בסקרי כוח האדם. למרות זאת ניתן להעריך כי שיעור האבטלה כיום הוא הנמוך ביותר מאז תוכנית הייצוב של שנת 1985.

¹⁰ לדיון בירידת האבטלה הבלתי-מחזורית בישראל ראו דוח בנק ישראל לשנת 2013, עמ' 112-118.

האפשרות של פגיעה בתעסוקה כתוצאה מהעלאת שכר המינימום נובעת מחשש לאי יכולת של היצרנים לספוג את העלייה בעלות העבודה בגלל תחרות בשוק המוצרים, או כתוצאה מהחלפת העובדים בהון. חשש זה אמנם קיים, אך הודות למצבו הטוב של שוק העבודה, והעובדה שהעלאת שכר מינימום היא מדודה ונעשית בשלבים נראה שחשש זה אינו גדול. כיוון שמרבית העובדים בשכר מינימום מועסקים בענפים המשרתים את המשק המקומי, סביר כי המעסיקים יוכלו לגלגל לפחות חלק מהעלייה של עלות העבודה אל הצרכנים המקומיים¹¹. בהינתן האינפלציה הנמוכה, עליית מחירים המובלת על ידי עליית שכר צפויה לתרום חיובית לאינפלציה ולמשק. בתנאים אלה נראה שהצפי לעלייה ברווחה של העובדים בשכר נמוך, והפוטנציאל של תמיכה בהעלאת פרויקט העבודה בישראל, גוברים על החששות מפגיעה בתעסוקה של קבוצת עובדים זו. ומה עוד שההעלאה איננה כוללת העלאה קבועה של שכר המינימום כאחוז מהשכר הממוצע במשק. נציין שהעלאת שכר המינימום אינה כוללת העלאות שכר לעובדים במגזר הציבורי המקבלים השלמה לשכר מינימום אך שכרם בפועל גבוה משכר המינימום. העלאות שכר של עובדים אלו צריכות להיקבע בנפרד וללא קשר לשכר המינימום, כפי שנקבע שכרם של מרבית העובדים במגזר הציבורי.

ב. המחירים

האינפלציה השננה הייתה שלילית והסתכמה ב-0.2%, מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה, והיא כללה השנה, לראשונה מזה עשור, ירידה של מדד מחירי המוצרים הלא-סחירים למעט שירותי הדיור, נוסף על ירידה של מדד מחירי המוצרים הסחירים (איור א'-1). עלייתו של מדד הדיור הייתה, זו השנה השביעית ברציפות, מהירה מזו של המדד הכללי.

קצב האינפלציה בשנתיים האחרונות, ובמיוחד במחצית השנייה של השנה, היה נמוך הן מתחזיות חטיבת המחקר והן מתחזיות החזאים הפרטיים, וביטא עלייה אפסית ברוב רכיבי המדד. התמתנות קצב האינפלציה – שהסתמנה עוד באמצע 2011, עם משבר החובות שהוביל גוש האירו – בולטת השנה לנוכח היציבות של קצב הצמיחה, ובפרט שיעור האבטלה הנמוך והגידול הנאה של הצריכה הפרטית. הסיבות העיקריות להתמתנות האינפלציה הן עליות המחירים הנמוכות בעולם, ובפרט הירידה החדה של מחירי הנפט, הייסוף המתמשך בשער החליפין, התרחבות פער התוצר השלילי, וכן השינויים המבניים במשק, המשתקפים בעיקר בירידת מחירי המוצרים הבלתי-סחירים. מחירי הנפט ירדו בתלילות במהלך המחצית השנייה של השנה, והפחיתו מהמדד הכללי 0.3 נקודות אחוז, בעיקר דרך ירידת עלויות אחזקת הדירה והתחבורה. ירידת האינפלציה אינה תופעה ייחודית לישראל; היא התרחשה במדינות רבות, ומבטאת את ההשפעה הרבה של הגלובליזציה.

הירידה במדד המחירים הכללי נבעה השנה מירידות במרבית המוצרים והשירותים, אך תרמו במיוחד שני סעיפים מרכזיים. ראשית, מחירי התקשורת המשיכו לרדת גם בשנת 2014, כתוצאה מהגברת התחרות בענף הסלולר ב-2011, והפחיתו מהמדד הכללי 0.2 נקודות אחוז. הירידה במחיר שירותי התקשורת בשלוש השנים האחרונות הצטברה לכמעט 20%, ונראה שהשפעת הרפורמה עדיין לא תמה. מחירי המזון ירדו השנה בשיעור חד מהמדד, וקיזזו את העליות שהיו בשנת 2013. ירידות אלו בלטו בהשוואה לשינויים במדדי המזון במדינות המפותחות ובהשוואה לשינוי מחירי הסחורות העולמיות. יחד עם זאת, מניחות ההתפתחויות בתת-הסעיפים של מדד מחירי המזון ביחס למדד המחירים הסיטוני וכן מניחות הדוחות הכספיים של חברות המזון (רשתות השיווק, היבואניות והיצרניות), נראה שהירידה של מדד מחירי המזון השנה לא נבעה משינוי מבני בענף.

הצפי לעלייה ברווחה של העובדים בשכר נמוך כתוצאה מהעלאת שכר המינימום, והפוטנציאל של תמיכה בהעלאת פרויקט העבודה, גוברים על החששות מפגיעה בתעסוקה.

האינפלציה השננה הייתה שלילית והסתכמה ב-0.2%, מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה.

הסיבות העיקריות להתמתנות האינפלציה הן עליות המחירים הנמוכות בעולם, ובפרט הירידה החדה של מחירי הנפט, הייסוף המתמשך בשער החליפין, התרחבות פער התוצר השלילי, וכן השינויים המבניים במשק.

הירידה של מדד המחירים הכללי השנה נבעה מירידות המחירים של מרבית המוצרים והשירותים, אך תרמו לה במיוחד שני סעיפים מרכזיים – התקשורת והמזון.

¹¹ להתפלגות משתכרי שכר מינימום על פי ענפים ראו לוח ה-2.

ייתכן שהמודעות הציבורית ליוקר המזון וההמתנה לחקיקת חוק המזון הניאו בשוליים את חברות המזון מלהעלות מחירים, ואולי אף הניעו אותן להורידם¹².

לעומת ירידות אלו עלו מחיריהם של שירותי הדיור, שהם כ-25% ממדד המחירים לצרכן. סעיף הדיור המשיך לעלות גם השנה בשיעור של 3%, ותרם למדד הכללי שלושת רבעי האחוז. לאחר העליות החדות שהיו בתחילת המחזור הנוכחי, התמתנה העלייה בשלוש השנים האחרונות במידה משמעותית, אך היא נשארה גבוהה יחסית לעלייתו של מדד המחירים הכללי. התפתחות זו של סעיף הדיור ביחס למדד הכללי מעידה שגידול ההיצע של שירותי הדיור טרם הצליח להדביק את קצב הגידול של הביקוש להם. לכך תרמו השנה שתי סיבות: מצד אחד הגידול של היצע שירותי הדיור התמתן עם ההמתנה ליישום תוכניות ממשלתיות שונות, וביניהן "מע"מ אפס", הן משיקוליו של הציבור ברכישת דירות והן משיקולי הקבלנים לגבי המשך ההשקעה בפרויקטים לבנייה. מצד שני, המשך מדיניות ההרחבה המוניטרית, המעודדת צריכה, מעודדת את הביקוש גם לשירותי דיור. הציפיות לאינפלציה, הן לטווחים הקצרים והן לטווחים הארוכים, החלו לרדת במחצית השנייה של השנה. הציפיות הקצרות ירדו חדות והגיעו אל מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה – תוצאה ישירה של הירידה הצפויה במחירי החשמל והמים בתחילת שנת 2015 והירידות החדות של מחירי הנפט בעולם. ירידה זו של מחירי החשמל והמים היא ירידה חד-פעמית, והיא צפויה לפעול לעליית המחירים בהמשך; אפקט משני, דרך הגדלת ההכנסה הפנויה והגברת הביקושים במשק. ירידה חד-פעמית זו של מחירי החשמל והמים, ועמה ירידת מחירי הנפט במחצית השנייה של 2014, צפויות להוזיל את עלויות גורמי הייצור, ובטווח הקצר המחירים יישארו מתונים. ואולם התפתחויות חיוביות אלו עלולות לייצר דינמיקה של ירידת מחירים, שתשתקף בציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים, ובכך לגרום לירידת הביקושים במשק. (לדיון בסוגיה זו ראו סעיף 3 – המדיניות המוניטרית).

עליית שער החליפין האפקטיבי במחצית השנייה של השנה בשיעור של כ-6%, שקיזזה את הייסוף שהיה במהלך שנת 2013 והמחצית הראשונה של השנה, לא באה לידי ביטוי בעלייה של האינפלציה בפועל ולא בעלייה של הציפיות לאינפלציה. ייתכן שהירידה החדה והמשמעותית של מחיר הנפט והיציבות של מחירי הסחורות בעולם פעלו יחדיו לקיזוז השפעתו של הפיחות הן על האינפלציה בפועל והן על זו הצפויה.

ג. השווקים הפיננסיים ומקורות המימון

יתרת האשראי למגזר העסקי (הלא פיננסי) עלתה מעט השנה, אך בניכוי השפעתם של שינויי המחירים היא ירדה מעט, המשך למגמה של שלוש השנים האחרונות. יחס האשראי למגזר העסקי לתוצר העסקי ירד מאז שנת 2008 בשיעור ניכר – 30 נקודות בסיס (איור ד' 6). התפתחות זו ניתן להסביר בעיקר מצד הביקוש, אך גם מצד ההיצע המושפע משינויים מבניים במשק: החמרת המגבלות על חשיפת הבנקים ללווים גדולים, השלכות מיישום המלצותיה של ועדת הריכוזיות ואימוץ כללי באזל 3¹³. עם זאת נראה שמגבלות אלו מצד ההיצע לא היו אפקטיביות, שכן עלות האשראי למגזר העסקי, המשתקפת במרווח התשואות בין אג"ח קונצרנית לאג"ח ממשלתית ובמרווח האשראי הבנקאי, המשיכה לרדת גם השנה (הרחבה בפרק ד') – התפתחות המעידה על גידול בהיצע האשראי ביחס לביקוש. עדות נוספת לירידת הביקוש לאשראי מצד המגזר העסקי

גם השנה המשיך סעיף הדיור לעלות בשיעור גבוה משיעור עלייתו של המדד הכללי.

יתרת האשראי למגזר העסקי (הלא פיננסי) עלתה מעט השנה, אך בניכוי ההשפעה של שינויי המחירים היא ירדה מעט.

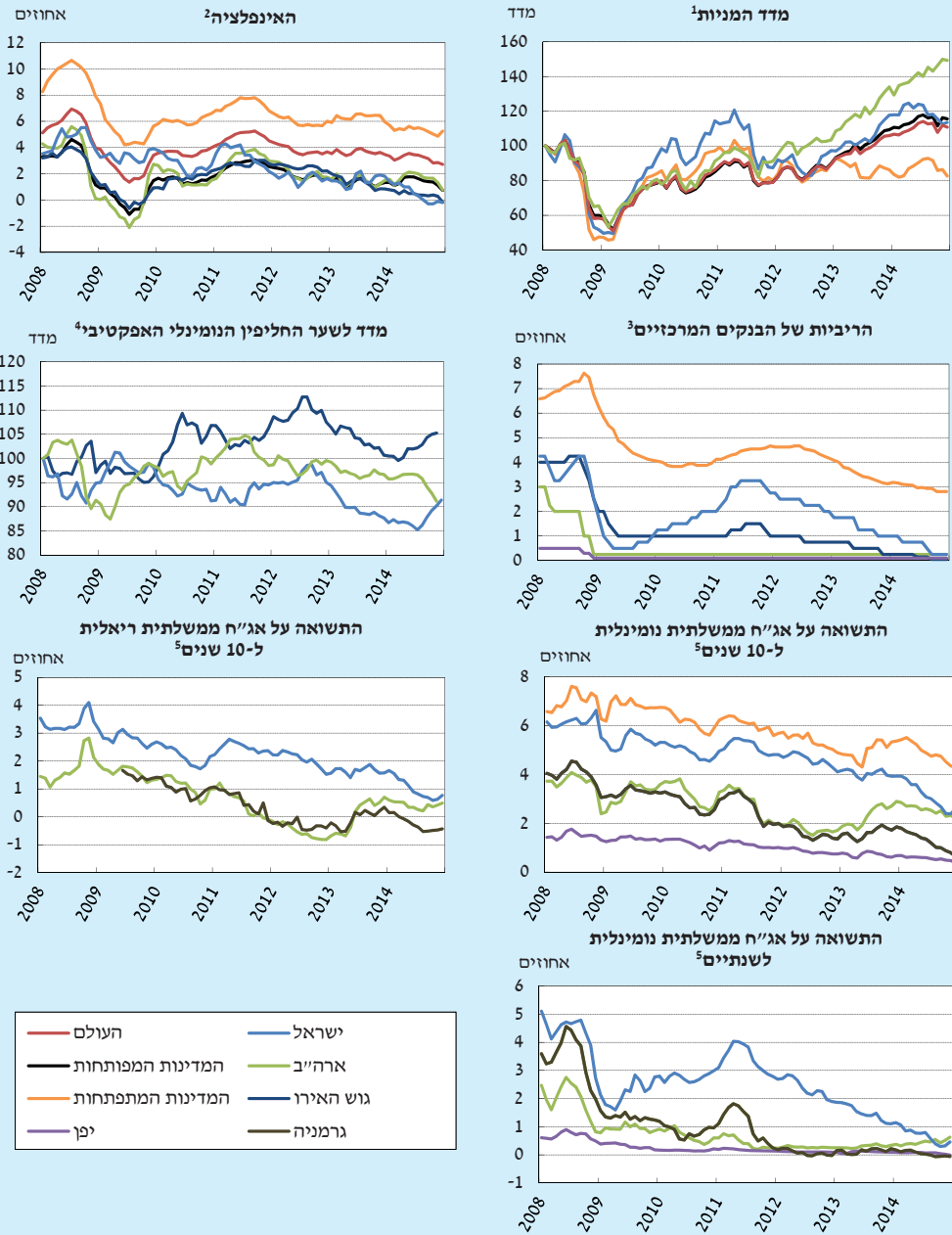
¹² הרווחיות הגולמית של רשתות המזון אמנם ירדה מעט השנה, בהמשך לירידה מסוימת בשנים האחרונות, אך שינוי זה אינו חריג ביחס לתנודתיות האופיינית של מדד זה. ראו להלן, דיון בסוגיית יוקר המחיה.

¹³ ייתכן שהשינוי במבנה הבעלות המתחייב מיישום המלצות ועדת הריכוזיות גורם לצמצום קווי האשראי לחברות שנכללו בפרמידות, או מייקר את האשראי שלהן במבנה העסקי החדש. להרחבה ראו דוח בנק ישראל לשנת 2013, פרק א'.

פרק א': המשק והמדיניות הכלכלית

איור א'-4

אינדיקטורים מוניטריים בישראל ובעולם, 2008 עד 2014



¹ מבוסס על ממוצע חודשי במונחי דולרים. המדינות המפותחות, המתפתחות והעולם – על פי מדדי MSCI; ישראל - על פי מדד ת"א 100; ארה"ב – לפי S&P500. המקור: Bloomberg והבורסה לניירות ערך.

² האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים. המדינות חולקו לקבוצות לפי הגדרת ה-IFS. המקור: IFS database.

³ המקור: ישראל – בנק ישראל, יפן, ארה"ב וגוש האירו – Bloomberg; המדינות המתפתחות – ממוצע פשוט של הריביות בדרום אפריקה, מקסיקו, תאילנד, קוריאה, פולין והונגריה.

⁴ עלייה מציינת פחות. המקור: IFS database.

⁵ המקור: Bloomberg ובנק ישראל. הנתון על המדינות המתפתחות כולל ממוצע פשוט של התשואות בדרום אפריקה, מקסיקו, תאילנד, קוריאה, פולין והונגריה.

היא עלייה בתזרים המזומנים של החברות במשק מפעילות שוטפת ביחס למאזן. בחלוקת האשראי הבנקאי למגזר העסקי נרשם שינוי, שנובע בחלקו מהשינויים המבניים במשק: האשראי לעסקים קטנים ובינוניים עלה, ועלייתו קיזזה את הירידה באשראי לחברות הגדולות במשק.

יתרת האשראי למשקי הבית המשיכה לגדול השנה בשיעור גבוה יחסית, המשך למגמה השוררת מאז 2007. נטילת אשראי חדש לצורכי דיור לא הוסיפה לגדול השנה, ונשארה ברמה הגבוהה שנרשמה בשנת 2013. כתוצאה מכך המשיכה לגדול השנה יתרת האשראי לדיור, אך שיעור גידולה התמתן מעט ביחס לשנים עברו. כנגד זאת, האשראי שלא לצורכי דיור גדל השנה בשיעור משמעותי, ובכך תרם להמשך הסטת אשראי בנקאי אל משקי הבית.

תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור גדל השנה, הודות לעליית מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל ובחו"ל. משקל הנכסים הזרים בתיק הנכסים של הציבור המשיך לעלות גם השנה, בעיקר עקב הגדלת החזקותיהם של המשקיעים המוסדיים בנכסים פיננסיים זרים. העלויות שנרשמו השנה בשוקי המניות והאג"ח, בהמשך למגמה של השנים האחרונות, מושפעות מהנזילות הרבה בשווקים, המתבטאת ברמות שפל של הריביות הקצרות והארוכות.

לריביות ריאליות נמוכות לאורך זמן יש השפעות ארוכות טווח ומהותיות על תמחור הנכסים הפיננסיים ועל החלטות ההשקעה של המגזר העסקי ושל משקי הבית, והן טומנות בחובן סיכונים משלושה ערוצים: הערוץ המרכזי של השפעת הריבית הנמוכה הוא עלייה מיידיית בשווי הנוכחי של הנכסים, הנובעת מהיוון השווי העתידי בריביות נמוכות. בהקשר זה יש לציין את עליית מחירי הנכסים – במיוחד מחירי האג"ח, המניות והדירות – בשנים האחרונות; היפוך של מגמת הריבית עלול להשפיע מאוד על מחירי הנכסים, עם כל הסיכונים הכרוכים בכך. ערוץ סיכון נוסף, שבא לידי ביטוי במיוחד כשהריביות חסרות הסיכון נמוכות לאורך זמן, הוא חיפוש תשואה עודפת – תמורת סיכון גבוה. חיפוש זה עשוי להפחית את פרמיית הסיכון ליחידת סיכון, תופעה המכונה "עלייה בתיאבון לסיכון", ומשמעותה תשואה נמוכה משיווי משקל בהינתן הסיכון. בהקשר זה נזכיר את ירידת מרווחי התשואות על האג"ח הקונצרניות בשנים האחרונות; אלה הגיעו במהלך שנת 2014 לרמה נמוכה מאוד, תוך המשך צבירות של משקי הבית בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח קונצרניות. נציין שהצבירה של משקי הבית בקרנות המתמחות באג"ח קונצרניות נבלמה במחצית השנייה של השנה¹⁴. ערוץ הסיכון השלישי קשור לסיכון הפוטנציאלי הטמון בעידוד יתר של השקעות במשק. כשעלות האשראי אפסית, פרויקטים בעלי תזרים הכנסות חיובי אך נמוך הופכים לרווחיים, אך לא בהכרח לכדאיים בהתחשב בסיכונים הגלומים בהם. הגברת החשיפות לפרויקטים מסוכנים שאינם מתומחרים כראוי עשויה להגדיל את ההסתברות לפשיטות רגל.

ד. שוק הדיור

מחירי הדירות הוסיפו לעלות, זו השנה השביעית ברציפות. עלייתם הריאלית הסתכמה השנה ב-4.7%, לאחר שבין 2008 ל-2013 היא הגיעה לכ-65%. על רקע ההמתנה במהלך השנה למימוש תכנית "מע"מ אפס" הצטמצמו מספר העסקאות והיקף האשראי לדיור. (ראו פרק ז'-א'). לעומת זאת נמשכה העלייה של מחירי הדירות בקצב דומה לזה של השנתיים האחרונות, למרות התמתנות מסוימת של עלייתם בתקופת ההמתנה ליישום החלטות הממשלה.

במקביל לעלייתם של מחירי הדירות השנה עלה, בכמחצית משיעורה, שכר הדירה, וכך התשואה הממוצעת מהחזקת דירה פחתה אך במעט בהשוואה לאשתקד. ואולם בעקבות הירידה המשמעותית שנרשמה השנה בתשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות, המשקפת את התשואה האלטרנטיבית במשק, הכדאיות היחסית של החזקת דירה עלתה (אזור ד'-2). עם סיום מבצע "צוק

יתרת האשראי למשקי הבית המשיכה לגדול השנה בשיעור גבוה יחסית.

תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור גדל השנה, הודות לעליית מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל ובחו"ל.

ריביות ריאליות נמוכות לאורך זמן טומנות בחובן סיכונים מערצים שונים.

מחירי הדירות הוסיפו לעלות זו השנה השביעית ברציפות.

¹⁴ ראו דוח היציבות הפיננסית לשנת 2014.

עם סיום מבצע צוק איתן, ובמיוחד לאחר הסרת תכנית מע"מ אפס מסדר היום, שב ועלה היקף הביקוש לרכישת דירה, ועליית המחירים הואצה במקצת. ייתכן שההאצה משקפת את הביקוש של הזכאים הפוטנציאליים להנחת "מע"מ אפס", ביקוש שהצטבר בתקופת אי-הוודאות – בעקבות ההכרזה על תכנית זו בחודש מארס.

החלטות הממשלה להגדלת היצע הדירות ולהורדת מחיריהן המשיכו להיות גם השנה חלק משמעותי מהדיון הציבורי בישראל. הממשלה החליטה בשנים האחרונות על תכניות רבות להגדלת ההיצע, אולם אלה טרם התבטאו בגידול משמעותי של היקף מכירות הקרקע, בעיקר בגלל חסמי תשתיות. התוכניות הממשלתיות העיקריות התומכות בצד ההיצע הן "הסכמי גג" עם הרשויות המקומיות ו"נתיב לדירה", המסייעות להסרת חסמי תשתית, והקמת הוועדה הארצית לתכנון מתחמים מועדפים לדירור (ותמ"ל) לאיתור קרקע לבנייה למגורים. נוסף על אלה הוקמה רשות ממשלתית להתחדשות עירונית במטרה לקדם תוכניות בינוי-פינוי-בינוי. במסגרת קידום הדירור להשכרה לטווח ארוך הוקמה חברה ציבורית "דירה להשכיר". (לדיון בתוכניות השונות להגדלת היצע הקרקעות לבנייה ראו פרק ז-א'). אולם לעת עתה החסמים הרבים הקשו על ביצוע התוכניות הממשלתיות, וקצב ההתרחבות של היצע הדירות בשלוש השנים האחרונות לא גדל: מספר התחלות הבנייה וסיומי הבנייה התייצב סביב רמה גבוהה יחסית לעשור הקודם של 42 עד 45 אלף יחידות דירור לשנה.

המשך העלייה של מחירי הדירות והתגובה האיטית של ההיצע הניעו את הממשלה לתמוך השנה בשתי תוכניות להפחתת מחירי הדירות – תכנית "מע"מ אפס" ותכנית "מחיר מטרה". תוכניות אלו תורמות להפחתת מחירי הדירה על ידי הפחתת מס (תכנית "מע"מ אפס") או הפחתת מחיר הקרקע לקבלנים (תכנית "מחיר מטרה"). אך בעוד שתכנית "מע"מ אפס" פועלת בעיקר על צד הביקוש והיא בעלת אופי פרמננטי, תכנית "מחיר מטרה" היא גמישה יותר ופועלת הן על צד הביקוש והן על צד ההיצע. הואיל ומספר הדירות שהיו צפויות להימכר בכל אחת מתוכניות אלו מצומצם ביחס לזכאים ליהנות מההנחות שהן מציעות, הרי שמרבית משקי הבית לא ייהנו מירידת מחירים, לפחות בטווח הקצר. בסופו של דבר תכנית "מע"מ אפס" לא אושרה, ולעומתה תכנית "מחיר מטרה" יצאה לדרך בסוף השנה.

המשך העלייה של מחירי הדירות והתגובה האיטית של ההיצע הניעו את הממשלה לתמוך השנה בשתי תוכניות להפחתת מחירי הדירות – "מע"מ אפס" ו"מחיר מטרה".

המשך העלייה של מחירי הדירות והתגובה האיטית של ההיצע הניעו את הממשלה לתמוך השנה בשתי תוכניות להפחתת מחירי הדירות – תכנית "מע"מ אפס" ותכנית "מחיר מטרה". תוכניות אלו תורמות להפחתת מחירי הדירה על ידי הפחתת מס (תכנית "מע"מ אפס") או הפחתת מחיר הקרקע לקבלנים (תכנית "מחיר מטרה"). אך בעוד שתכנית "מע"מ אפס" פועלת בעיקר על צד הביקוש והיא בעלת אופי פרמננטי, תכנית "מחיר מטרה" היא גמישה יותר ופועלת הן על צד הביקוש והן על צד ההיצע. הואיל ומספר הדירות שהיו צפויות להימכר בכל אחת מתוכניות אלו מצומצם ביחס לזכאים ליהנות מההנחות שהן מציעות, הרי שמרבית משקי הבית לא ייהנו מירידת מחירים, לפחות בטווח הקצר. בסופו של דבר תכנית "מע"מ אפס" לא אושרה, ולעומתה תכנית "מחיר מטרה" יצאה לדרך בסוף השנה.

2. ההתפתחויות בעולם

משקי העולם התפתחו השנה באופן לא אחיד, המשך למגמה שהסתמנה בסוף השנה הקודמת, כשמחזורי העסקים, בעיקר של ארה"ב ואירופה, החלו להתנתק: המשק האמריקני מוסיף לצמוח ולהתאושש, ואילו זה של הגוש האירופי נשאר ממותן. קצב צמיחתו של הסחר העולמי, שהוא ערוץ מרכזי להשפעה הכוללת של הפעילות הכלכלית בעולם על המשק הישראלי, נותר גם השנה בשיעור נמוך.

אחד האינדיקטורים הברורים ביותר לשוני בפעילות הכלכלית בין ארה"ב למדינות אירופה הוא שיעור האבטלה. שיעור האבטלה בארה"ב ירד השנה במידה ניכרת, לרמה של 5.8% – המשך למגמת ירידתה של האבטלה בשנים האחרונות – בזכות השיפור הנצפה שם בפעילות הכלכלית¹⁵, בעוד שבאיחוד האירופי שיעור האבטלה אמנם ירד מעט, אך נותר ברמה גבוהה של מעל 10%, עם הבדלים משמעותיים בין המדינות. ההתנתקות בין שני גושי הכלכלה הגדולים – ארה"ב ואירופה – התבטאה גם בעדכוני תחזיות הצמיחה של גופים בין-לאומיים שונים לשני הגושים

¹⁵ ניתוח על פי שיעור המועסקים בארה"ב מצביע אף הוא על שיפור בפעילות, אף כי בעוצמה פחותה.

לשנה הקרובה: בעוד שעדכוני הצמיחה לכלכלת ארה"ב היו בחודשים האחרונים חיוביים, עדכוני הצמיחה לכלכלת גוש האירו היו שליליים.

האינפלציה במדינות המפותחות, במיוחד במדינות גוש האירו, התמתנה השנה (איור א'-4). ההאטה באינפלציה, שבמקרים רבים הפכה שלילית, הוסיפה לתמוך גם בשנת 2014 במדינות המוניטרית המרחיבה, הכוללת רביות מוניטריות נמוכות ולעיתים אף שליליות, והרחבות כמותיות¹⁶. בעקבות הפעילות הממותנת וירידת האינפלציה בגוש האירו, ואף החשש מדפלציה, הוריד ה-ECB את הריבית הקצרה לשפל חדש, 0.05%, הוריד את הריבית על עודפי הרזרבות של הבנקים לרמה שלילית, והכריז על הרחבה כמותית חדשה לשנתיים הבאות.

שוקי ההון של המדינות המפותחות שמרו על רמתם הגבוהה השנה, ובארה"ב אף נמשכו עליות המחירים (איור א'-4). יחד עם זאת, שוקי ההון בחלק מהמדינות המתפתחות לא עלו, ואף ירדו במהלך השנה. הציפיות לעליית הריביות בארה"ב, במיוחד לטווחים הבינוניים, כפי שהן משתקפות במחירי האג"ח הנומינליות לשנתיים, גברו השנה ככל שהתחזקו ההערכות בדבר ההתאוששות בארה"ב והצמצום המדורג של ההרחבה הכמותית שם. זאת לעומת מגמת ירידה בתשואות הנומינליות לשנתיים במרבית המדינות המפותחות – ירידה המעידה על ציפיות להמשך ההרחבה המוניטרית ואף להעמקתה. פער זה בהתפתחות תשואות האג"ח הממשלתיות הוא עדות נוספת להתנתקות בין מחזורי העסקים של ארה"ב לאלה של יתר המדינות המפותחות, ובמיוחד מדינות אירופה. עם זאת מעניין לבחון את ההתפתחויות בתשואות הנומינליות ל-10 שנים, המשקפות שילוב של קצב הצמיחה הצפוי בטווח הארוך לאמינות המשטר המוניטרי בהשגת יציבות מחירים (איור א'-4). התשואות הנומינליות לטווח זה ירדו בכל המדינות המפותחות והמתפתחות, כולל ארה"ב. במדינות אירופה ירדו התשואות במידה משמעותית, ובגרמניה וצרפת – המדינות המובילות את הצמיחה בגוש, שפרמיית הסיכון שלהן נמוכה יחסית למדינות אירופה האחרות – הן ירדו אף יותר, אל מתחת לאחוז אחד: 0.5%–0.8%.

על רקע הניתוק בין מחזורי העסקים של שני גושי הכלכלות הגדולות – ארה"ב ואירופה – מעניין לבחון את ההתפתחויות הכלכליות ודילמות המדיניות שעמדו בפני מדינות קטנות ופתוחות אשר צלחו את המשבר העולמי בהצלחה יחסית – אלו הן "מדינות הלוויין" של גוש האירו.¹⁷ איור א'-5 מציג מספר אינדיקטורים להשוואה של ההתפתחויות בין מדינות אלו לישראל. מהאיור ניתן לראות את הדמיון הרב בהתפתחויות הכלכליות, אף ש"מדינות הלוויין" קשורות באופיין קשר הדוק לגוש האירו: בצד הפעילות נראית מגמה משותפת של האצת הצמיחה לנפש בשנים 2010–2011 והתמתנות הצמיחה בשנים 2012 ו-2013, ובצד המחירים – ירידה משותפת של קצב האינפלציה לאורך השנים האחרונות. מגמה משותפת שוררת גם בתשואות הארוכות על האג"ח הממשלתיות, ביטוי לריביות הריאליות הנמוכות ולצפי משותף לאינפלציה נמוכה; כל זאת תוך עליות נאות של מחירי הנכסים. עוד מראה האיור כי בכל המדינות האלה נרשם ייסוף משמעותי ביחס לדולר בשנים האחרונות, במיוחד מאז 2008 ועד למחצית הראשונה של השנה, ובמחצית השנייה של 2014 נרשם בכולן פחות משמעותי מול הדולר.

הדמיון בהתפתחותם של משתני המקרו המרכזיים בין מדינות אלו לישראל מציב בפני קובעי המדיניות דילמות משותפות. כך נדרשו קובעי המדיניות לדילמת השימוש בכלים המוניטריים בסביבה של ריבית קרובה לאפס ואינפלציה נמוכה מאוד. בשווייץ הופחתה ריבית הבנק המרכזי לאפס כבר בשנת ב-2011, ובמקביל, לאחר ייסוף חד, הכריז הבנק על "שער רצפה"

האינפלציה במדינות המפותחות, במיוחד במדינות גוש האירו, התמתנה השנה.

בשוקי ההון של המדינות המפותחות נמשכו השנה רמות המחירים הגבוהות, ובארה"ב אף נמשכו עליות המחירים.

ניכר דמיון רב בהתפתחויות הכלכליות בין "מדינות הלוויין" של גוש האירו לישראל, והוא מציב בפני קובעי המדיניות דילמות מדיניות משותפות.

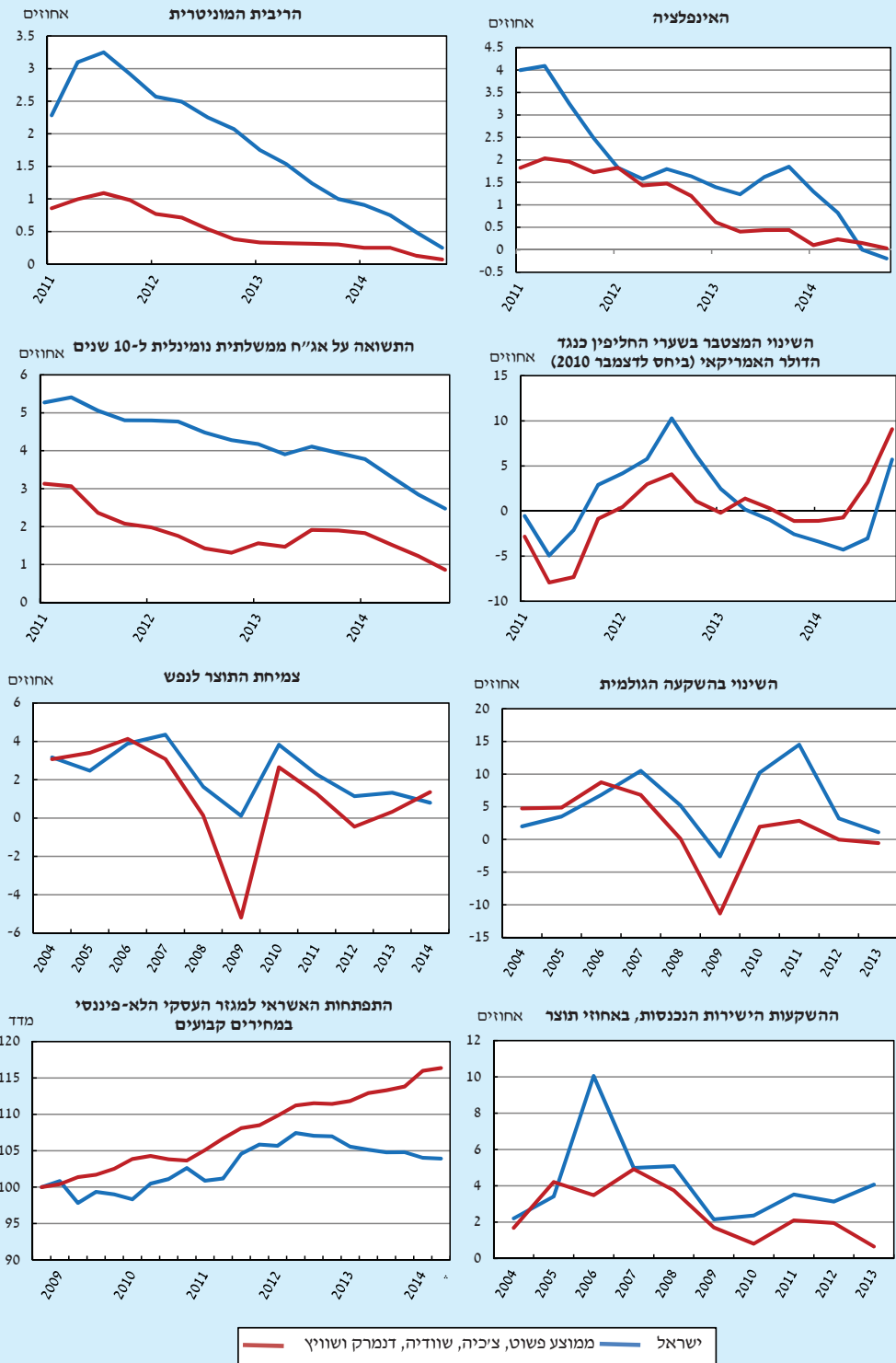
¹⁶ ארה"ב צמצמה במהלך 2014 את ההרחבה הכמותית.

¹⁷ דנמרק, שוודיה, שווייץ וצ'כיה.

פרק א': המשק והמדיניות הכלכלית

איור א'-5

השוואה בין ישראל למדינות נבחרות, אינדיקטורים מרכזיים



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, קרן המטבע הבין-לאומית, OECD, Bloomberg ועיבודי בנק ישראל.

לפרנק השווייצרי¹⁸. בינואר 2015 הפסיק הבנק המרכזי השווייצרי, בצעד מפתיע, את מדיניות "שער הרצפה", והפחית את הריבית לשיעור שלילי, לאחר רכישות מטבע חוץ בהיקפים משמעותיים. הבנק המרכזי הציבי הכריז גם הוא, בסוף שנת 2013, על רמת מינימום לשער החליפין, לאחר שהפחית את הריבית הקצרה לאפס. הבנק המרכזי של דנמרק, המנהל מדיניות של שער חליפין קבוע-למעשה ביחס לאירו, הפחית את הריבית הקצרה לרמה קרובה לאפס עוד בשנת 2012, ובינואר 2015, בגלל לחצים על שער החליפין, הפחית את הריבית אל מתחת לאפס. בשבדיה, לנוכח ירידת שיעור האינפלציה לשיעור שלילי, הופחתה ריבית הבנק המרכזי בהדרגה, ובסוף שנת 2014 היא התקרבה לאפס. בתחילת 2015, בדומה לבנקים המרכזיים של שווייץ ודנמרק, הפחית גם הבנק השבדי את הריבית לשיעור שלילי.

למרות הדמיון הרב בהתפתחויות בין "מדינות לווין" אלו לישראל ניתן להבחין בכמה הבדלים. האינפלציה בישראל ירדה בשיעור חד יותר בשנה האחרונה – ירידה המעידה על גורמים מקומיים נוספים שתרמו להפחתתה. ייסוף שער החליפין בישראל היה חד יותר בשנת 2013 ובמחצית הראשונה של 2014 – אולי מפני השיפור הניכר בחשבון השוטף עם תחילת הפקת הגז וירידה בצורך לייבא חומרי אנרגיה. כנגד זאת, הפיחות ביחס לדולר במחצית השנייה של 2014 היה דומה לפיחות ב"מדינות הלוויין" האירופיות, ושיקף את ההשפעה הרבה של ההתפתחויות הכלכליות החיוביות בארה"ב ביחס למדינות האחרות. הפחתת הריבית המוניטרית בישראל אמנם הייתה השנה חדה יותר, אך היא הגיעה לסביבת הריבית הנמוכה של מרבית המדינות המפותחות, ובכך הצטמצם מאוד הפער החיובי ששרר בשנים האחרונות.

גידול ההשקעה הגולמית בישראל בשנים האחרונות היה גבוה בהשוואה ל"מדינות הלוויין" (נכון לנתוני 2013). גידול זה, שכלל את ההשקעות הרבות בחיפוש גז ונפט, התבצע בחלקו על ידי חברות זרות. השתתפותן של חברות זרות בהשקעות בישראל הפחיתה את צורכי הביקוש לאשראי מקומי (בנקאי וחוף-בנקאי), ושיעור גידולו היה נמוך משמעותית מאשר ב"מדינות הלוויין".

3. המדיניות הכלכלית

המדיניות הכלכלית הושפעה השנה מארבע התפתחויות משמעותיות: בסחר העולמי נמשך, שנה נוספת, שיעור צמיחה מתון; האינפלציה התמתנה, ואף נרשמו ירידות מחירים חד-פעמיות, וכן ירידה משמעותית של מחיר הנפט העולמי; המחירים בשוק הדיור הוסיפו לעלות, תוך עלייה בהיקף המשכנתאות, במיוחד ברביעים הראשון והאחרון של השנה; ונמשך הלחץ לייסוף השקל, בעיקר במחצית הראשונה של השנה. השילוב של התפתחויות אלה, יחד עם הנחישות של הממשלה להביא לצמצום הגירעון המבני בתקציב, הוביל למדיניות מוניטרית מרחיבה ולמדיניות פיסקלית מצמצמת מעט. מדיניות כלכלית משולבת זו עודדה את הפעילות במשק והקטינה את הסיכון של משבר פיסקלי עתידי.

המדיניות הכלכלית
עודדה את הפעילות
במשק והקטינה את
הסיכון של משבר
פיסקלי עתידי.

א. מדיניות מוניטרית וצעדים מקרו-יציבותיים

התרחבות פער התוצר השלילי, לצד הייסוף המתמשך בשער החליפין של השקל, הפחיתו את האינפלציה בישראל אל מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה, והניעו את בנק ישראל להמשיך ולהפחית את הריבית המוניטרית. הפחתות הריבית, בשיעור מצטבר של 75 נקודות בסיס, לרמה

¹⁸ שער חליפין שמעבר לו הבנק המרכזי לא יאפשר המשך ייסוף, ולשם כך הוא ימכור פרנקים שווייצריים בתמורה למטבע חוץ בכל כמות שתידרש.

התרחבות פער התוצר השלילי, והייסוף המתמשך בשער החליפין של השקל, הפחיתו את האינפלציה בישראל אל מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה, והניעו את בנק ישראל להמשיך ולהפחית את הריבית המונית.

התמתנות האינפלציה והציפיות לה השנה נבעה ברובה מזעזוע חיובי בצד ההיצע, שהושפע הן מעליות מחירים נמוכות במיוחד, ובפרט מירידת מחיר הנפט, והן משינויים במחירים מפוקחים ומהגברת התחרות בענף התקשורת.

הציפיות המתקבלות ממחירי אג"ח ממשלתיות לטווחים ארוכים נשארו מעוגנות במרכז תחום יעד האינפלציה.

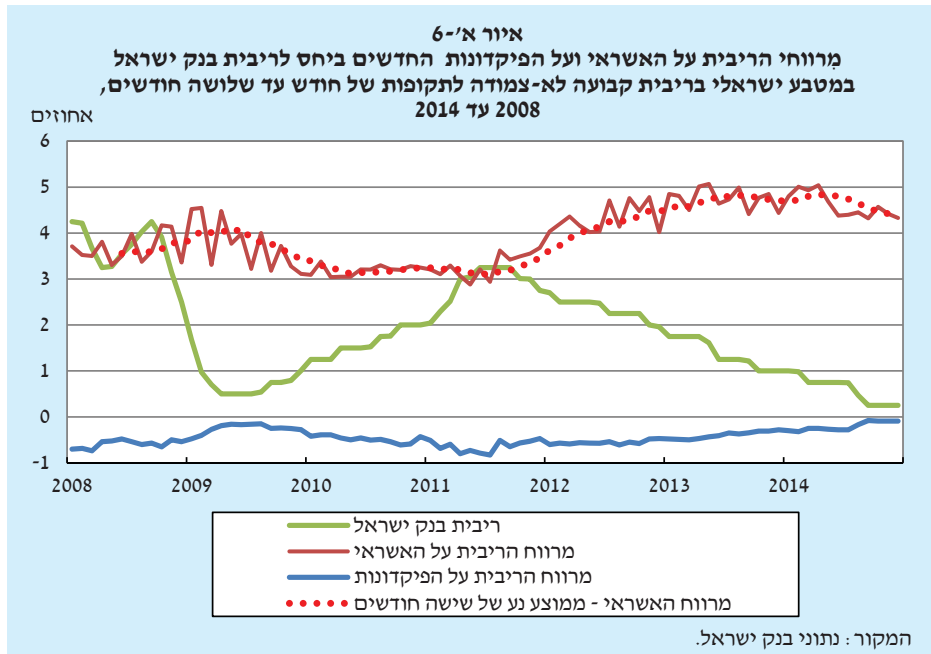
קרובה לאפס, 0.25%, הפתיעו בחלקן את הציבור, ובכך הגבירו את התרומה להחלשת לחצי הייסוף של השקל. כהשלמה למדיניות הריבית הוסיף בנק ישראל ורכש מטבע חוץ – הן במסגרת תכנית שנועדה לקזז את השפעת הגזע על שער החליפין והן כדי למתן תנודות חריגות במגמת ייסוף השקל, שנמשכה גם במחצית הראשונה של השנה, המשך למגמה שהחלה עוד ב-2008. מדיניות מוניטרית זו לוותה בדרישה של המפקח על הבנקים להגדלה נוספת של כריות ההון בגין האשראי לצורכי דיור, כדי לצמצם את הסיכון במערכת הבנקאית למקרה של ירידה חדה במחירי הדירות בישראל. למרות הפחתות הריבית המונית לרמה קרובה לאפס הריבית הישראלית הקצרה לא ירדה, ונשארה ברמה שלילית נמוכה במהלך רוב חודשי השנה. לעומתה ירדו הריביות הישראליות הארוכות ירידה ניכרת במהלך השנה, בהשפעת הירידות של ריביות הו"ל וירידת סיכון האשראי בישראל, והריבית הישראלית ל-10 שנים הגיעה לרמת שפל – כ-0.5%. ייתכן שצירוף התפתחויות זה מצביע על צמצום מסוים במידת ההרחבה של המדיניות המונית, על רקע הגעת הריבית הקצרה לרמה קרובה לאפס. ברביע האחרון של השנה, עם המשך ירידתן של האינפלציה בפועל וזו הצפויה, עלתה הריבית הישראלית הקצרה והתקרבה לאפס, אך הערכותיו של בנק ישראל היו שהתפתחויות אלו הן תוצאה של ירידת מחירים צפויה, וחד-פעמית, שמקורה בעיקר בצד ההיצע, וצפוי כי תשפיע לחיוב על הפעילות הכלכלית.

על המדיניות המונית להבחין בין ירידת מחירים חד-פעמית, הנובעת מהוזלת גורמי הייצור, משיפורים טכנולוגיים ומהתגברות התחרות בענפי המשק, לבין ירידת מחירים הנובעת מירידת הביקושים, שפועלת להפחתת הציפיות לאינפלציה גם לטווחים הבינוניים והארוכים. ניתוח ההתפתחויות השנה מלמד כי התמתנות האינפלציה והציפיות לה נבעה ברובה מזעזוע חיובי בצד ההיצע, שהושפע הן מעליות מחירים נמוכות במיוחד, ובפרט מירידת מחיר הנפט, והן משינויים במחירים מפוקחים (הורדת תעריפי המים והחשמל) ומהגברת התחרות בענף התקשורת. חשוב לציין כי ירידה במחירים, גם אם היא חד-פעמית ולא צפויה, עלולה להשפיע על ציפיות האינפלציה הארוכות יותר, ובכך למתן את ההתפתחויות המקרו-כלכליות ארוכות הטווח. לעת עתה סיכון זה לא נצפה, שכן הציפיות המתקבלות ממחירי אג"ח ממשלתיות לטווחים ארוכים נשארו מעוגנות במרכז תחום יעד האינפלציה. הפחתות הריבית לרמה הקרובה לאפס, או אף לשיעור שלילי, בניסיון להחזיר את האינפלציה לתחומי היעד בטווח הקצר, עלולה להפחית משמעותית את התמסורת מהריבית המונית לריבית הפיקדונות והאשראי של הציבור – אחד הערוצים החשובים שדרכם פועלת המדיניות המונית. הסיכונים העיקריים לכך נובעים מהחשש שירידת הריבית הנומינלית לשיעור שלילי תביא לשינוי בהרגליו הפיננסיים של הציבור (למשל לגידול בהחזקות מזומנים, התנהגות המנטרלת חלק מהשפעתה של הריבית המונית). כיוון שבנק ישראל העריך כי ירידת המחירים בשנת 2014 הייתה זמנית ונבעה ברובה מזעזועים מצד ההיצע, הסיכונים לקיזוז הזעזוע על ידי הרחבה מונית נוספת עלו על הצורך להחזיר את האינפלציה ליעדה כבר בטווח הקצר.

מאחר שהריבית המונית ירדה לשיעור קרוב לאפס, חשוב לבחון באיזו מידה המדיניות המונית משפיעה על הפעילות במשק באמצעות הפחתה של הריביות הבנקאיות על כלל החוב (היתרה) ועל אשראי ופיקדונות חדשים. פרק ד' מציג חישוב של המתאם בין ריבית בנק ישראל לעלותו של כלל החוב של המגזר העסקי, רובו חוב בריבית משתנה. נמצא כי מתאם זה נותר גבוה, כלומר המגזר העסקי זכה ליהנות מההפחתות שבנק ישראל ערך בריבית המונית. בחלק זה, לעומת זאת, חושב המתאם בין הריבית המונית של בנק ישראל לריביות על האשראי ועל הפיקדונות החדשים. בבחינת הריביות על האשראי והפיקדונות החדשים הלא צמוד של הציבור (משקי הבית והמגזר העסקי) לטווח שבין חודש לשלושה חודשים ניתן לראות באיור א'-6 כי בתקופות בהן ריבית בנק ישראל קרובה לאפס מרווחי האשראי והפיקדונות עולים; הירידה

בריבית המוניטרית לא מלווה בירידה של הריביות על האשראי ועל הפיקדונות באותו השיעור¹⁹. ייתכן שממצאים אלו מצביעים על היחלשות המתאם בין הריבית המוניטרית לבין הריבית על האשראי והפיקדונות החדשים, תוצאה של ירידת הריבית המוניטרית לרמה הקרובה לאפס.

ייתכן שהיחלשות המתאם בין הריבית המוניטרית לבין הריבית על האשראי והפיקדונות החדשים היא תוצאה של ירידת הריבית המוניטרית לרמה הקרובה לאפס.



ב. המדיניות הפיסקלית

הגירעון הכולל של הממשלה הרחבה הסתכם ב-2.6 אחוזי תוצר, וגירעון הממשלה המרכזית הסתכם ב-2.8 אחוזי תוצר, בהתאם לתכנית שנקבעה בתקציב. העמידה ביעד הגירעון שיקפה את מימוש הצמצום המתוכנן בגירעון המבני של הממשלה, צמצום שהושגת בעיקרו על ריסון ההוצאות והעלאת שיעור המע"מ ומס החברות. הגידול החד של הוצאות הביטחון בשל מבצע "צוק איתן" בלי לחרוג ממגבלת הוצאות שנקבעה בתקציב התאפשר באמצעות צמצום ההוצאה האזרחית והודות לירידה בתשלומי הריבית של הממשלה. העלאת שיעורי המסים לחצה על הצריכה הפרטית וכן על הפעילות בטווח הקצר כלפי מטה. עם זאת בטווח הארוך יותר, צמצום הגירעון המבני, התומך בהקטנת יחס החוב לתוצר, מרחיב את הגמישות בהפעלת מדיניות אנטי-מחזורית לכשזו תידרש, או באישור הוצאות חד-פעמיות במידה שתידרשנה.

תקציב הביטחון בראייה ארוכת טווח נבחן על ידי "ועדת לוקר", שטרם הגישה את המלצותיה. אם יוחלט על הגדלת תקציב הביטחון בשנים הקרובות יהיה צורך להחליט על המקורות לגידול זה. כיוון שהמקורות לגידול הוצאות הביטחון הם כלל ההכנסות של המשק, נכון לממן את העלייה

הממשלה עמדה השנה ביעד הגירעון וצמצמה את הגירעון המבני בתקציב.

¹⁹ ההתפתחויות במרווחי הריבית על הפיקדונות והאשראי החדשים לטווחי הזמן שבין חודש לשלושה חודשים מייצגות היטב התפתחויות אלו גם בטווחי הזמן שבין שלושה חודשים ועד שנה. חשוב גם לציין שמרווח האשראי נתון להשפעות רבות אחרות ולכן ייתכן מצב שמרווח האשראי יורד גם בתקופה שבה ריבית בנק ישראל נמוכה במיוחד, כדוגמת המחצית השנייה של 2014.

בהוצאות על ידי ניצול כלל מקורות אלו, ולא רק על ידי ניצול המקורות העומדים לרשותה של הממשלה בשיעורי המס הקיימים. במילים אחרות נכון יהיה לממן אותה על ידי העלאת ההכנסות ממסים. מידת העלאתם תלויה בנטל העודף המובנה בגבייתם²⁰: ככל שזה קטן יותר כך רצוי שחלק המסים במימון העלאת הוצאות הביטחון יהיה גדול יותר. מאחר שרמת ההוצאה האזרחית וכן רמת המס בישראל הן מהנמוכות במדינות OECD, סביר שהנטל העודף המובנה בגביית מסים בישראל מצומצם יחסית.

בסוף שנת 2013 החליטה הממשלה לבטל את הכלל הפיסקלי שעליו הוסכם בשנת 2010, ולהחליפו בכלל המגביל את תקרת גידולה של ההוצאה לכ-2.5% בשנה. לכלל הפיסקלי החדש, אשר עדיין לא בא לידי ביטוי בתקציב מדינה שאושר, חסרון מרכזי (שהיה גם בכלל הקודם): הוא אינו קושר בין ההוצאות להכנסות מנוכות המחזור. במילים אחרות: הכלל אינו מאפשר העלאת מסים במקביל להגדלת הוצאות, אף שזהו צעד מקובל של מדיניות כלכלית, וכנגד זאת מאפשר הפחתת מסים ללא צמצום הוצאות בתקופת גאות, דבר לא רצוי. מוצע אפוא שהממשלה החדשה תאמץ כלל פיסקלי אשר ישלב קביעה לגבי קצב גידולן של ההוצאות בהינתן שיעורי המס הנתונים ויאפשר סטייה מקצב זה במקרה של שינויים בשיעורי המס הסטטוטוריים. חיסרון נוסף של הכלל הוא שתקרת גידולן של ההוצאות לפיו נמוכה מקצב גידול התוצר – משמע שהוצאות הממשלה כאחוז מהתוצר ימשיכו לקטון. בהינתן שההוצאה האזרחית בישראל היא מהנמוכות במדינות OECD, ואי-השוויון בישראל גבוה במיוחד, המשך צמצומה של הוצאה זו יגדיל את הפער בין ישראל למדינות OECD במתן שירותים אזרחיים ובחלוקה-מחדש של ההכנסות במשק לשם צמצום אי-השוויון.

השינוי החד במערכת המס בעשור האחרון – הפחתת המס הישיר ותנועת זיגזג במס העקיף – הקטין את התרומה של תמחיל המסים להקטנת אי-השוויון, בגלל מס הכנסה נמוך יחסית ברמת ההכנסה של מרביתה המכריעה של האוכלוסייה ושיעור מע"מ גבוה, הגבוה ביותר מאז החלה הגבייה של מס זה באמצע שנות השבעים. המע"מ הוא מס יעיל וקל לגבייה, אך גרסיבי. מדינות רבות מתמודדות עם חסרון זה של המע"מ על ידי הפחתת שיעורו על מוצרי יסוד כמזון ותרופות. הפחתה זו מקלה על השכבות החלשות, ששיעור ההוצאה שלהן על מוצרים אלו גבוה יחסית, והופכת את המע"מ לפחות גרסיבי. אולם אחד הקשיים בהפחתת שיעור המע"מ על מוצרי יסוד הוא בבחירת המוצרים הללו והסיכון לערעור בסיס המס שעל פיו נגבה המע"מ. ישראל בחרה שלא לנקוט גישה של מע"מ מופחת על מוצרי יסוד, אלא גישה אחרת – סיוע ישיר לשכבות החלשות, מתוך הנחה שסיוע זה יעיל יותר, מבחינה כלכלית. אולם השילוב של הפחתת תשלומי ההעברה לאוכלוסיות החלשות, לפני כעשור, והעלאת שיעור המע"מ מאז שנת 2009 פגע בשכבות החלשות. דיון בפרק ח' מצביע על רמה נמוכה של המסים הישירים בהשוואה בין-לאומית בארבעת החמישונים הנמוכים של ההכנסה התקנית למשק בית; רק בחמישון העליון רמת המס הישיר הממוצע בישראל דומה לממוצע OECD²¹. אם הממשלה שואפת להגדיל את תמיכתה בשכבות החלשות, ראוי לעשות זאת על ידי העלאת מס ההכנסה החל מרמות שכר שהן סביב השכר הממוצע והפחתת המע"מ, או על ידי הגדלת הסיוע לשכבות החלשות.

צמצום אי השוויון ראוי
שייעשה על ידי העלאת
מס ההכנסה החל
מרמות שכר שהן סביב
השכר הממוצע והפחתת
המע"מ, או על ידי הגדלת
הסיוע באופן ישיר
לשכבות החלשות.

²⁰ הנטל העודף בגביית המסים הוא הפסד התוצר הנובע מגביית המסים. מקובל להניח שהנטל העודף הולך וגדל ככל שרמת המיסוי גבוהה יותר.

²¹ לדיון ברמתו הנמוכה של המס הישיר ביחס למס העקיף בישראל ראו דוח בנק ישראל לשנת 2013, עמ' 204–205.

4. יוקר המחיה בישראל בהשוואה בין-לאומית

המושג יוקר המחיה נסב על רמת רמת המחירים של מוצרים ושירותים שצורכים משקי הבית, בדרך כלל בהתייחס להשוואה בין-לאומית ו/או לרמת ההכנסה. במובנים רבים, הדיון ביוקר המחיה מתחבר לדיון ברמת החיים (במובן החומרי), שכן שניהם עוסקים ביחס שבין רמת ההכנסה למחירי המוצרים והשירותים במשק ולאיכותם. להלן נציג השוואות בין-לאומיות של רמת המחירים ביחס לרמת ההכנסה, ונדון בקשיים הכרוכים בהשוואות אלו. הדיון נדרש לשאלות מהי ההכנסה הרלוונטית להשוואה – הכנסת משק הבית או זו של הפרט; באיזו מידה שימוש בנתונים על ממוצעי ההכנסות נותן תמונה השוואתית נכונה; ובאיזו מידה שינויים בשער החליפין משפיעים על תוצאות ההשוואה. המסקנה המרכזית היא שהמושג יוקר המחיה, אשר השתרש בציבור הישראלי מאז המחאה החברתית של שנת 2011, הוא מושג מורכב. עם זאת ישנם נתונים המראים שבמספר תחומים רמת המחירים בישראל גבוהה, וניתן להפחיתה ובכך לשפר את הרווחה.

ישנם נתונים שלפיהם, במספר תחומים, רמת המחירים בישראל גבוהה.

השוואה בין-לאומית של רמת המחירים אינה פשוטה. עקב השונות במחירי המוצרים והשירותים בתוך כל מדינה, המלווה לעיתים בשונות ברמת השירות הניתן במקומות שונים, לא ברור כלל מהי רמת המחיר ה"מדינתית" הרלוונטית להשוואה. ברמת המקרו סלי התצרוכת והרגלי הצריכה מושפעים מיחסי המחירים בין מוצרים שונים. אלו עשויים להטות את הצריכה הפרטית לעבר מוצרים זולים יחסית ובכך להשפיע על תוצאות ההשוואה.

א. בחינת רמת המחירים ביחס לרמת ההכנסה

למרות הבעיות בהשוואה בין-לאומית של מחירים ברמת המקרו, השוואה כזאת היא דבר מקובל. השימוש המרכזי בה הוא למדידת רמת החיים בכל מדינה על פי המדד המקובל של התוצר לנפש. כך, כדי להשוות את רמת התוצר לנפש בין מדינות "מתקנים" אותה בהתאם לרמת המחירים בכל מדינה. איור א'-7 מציג את נתוני המחירים הללו במדינות OECD כפונקציה של התוצר לנפש²². מהאיור ניתן לראות כי יש קשר הדוק בין רמת המחירים במשק לבין עושרו²³. ככלל, ככל שהמשק עשיר יותר רמת המחירים בו גבוהה יותר. הסיבה לכך היא שמחירי המוצרים והשירותים במשק כוללים רכיב לא-סחיר, המושפע מרמת ההכנסה של המשק (צד הביקוש) ומעלות העבודה בענפים הלא-סחירים (צד ההיצע), ושני אלה מיוצגים היטב, בדרך כלל, על ידי התוצר לנפש. כפי שצוין לעיל, סיבה אפשרית נוספת לקשר החיובי בין רמת המחירים לרמת ההכנסה של משק היא איכות סלי התצרוכת: סביר שככל שמשק עשיר יותר איכות המוצרים והשירותים הנסחרים בו גבוהה יותר. מהאיור ניתן לראות כי המחירים בישראל על פי השוואה זו אינם גבוהים במיוחד²⁴. עוד ניתן לראות באיור כי מחירי הצריכה הפרטית בארה"ב נמוכים במיוחד, כך שהשוואת המחירים בישראל לאלו בארה"ב תצביע בדרך כלל על מחירים גבוהים בישראל, אך פער זה אינו מבטא את התמונה הכללית של המחירים בישראל בהשוואה הכוללת גם מדינות מפותחות אחרות. איור

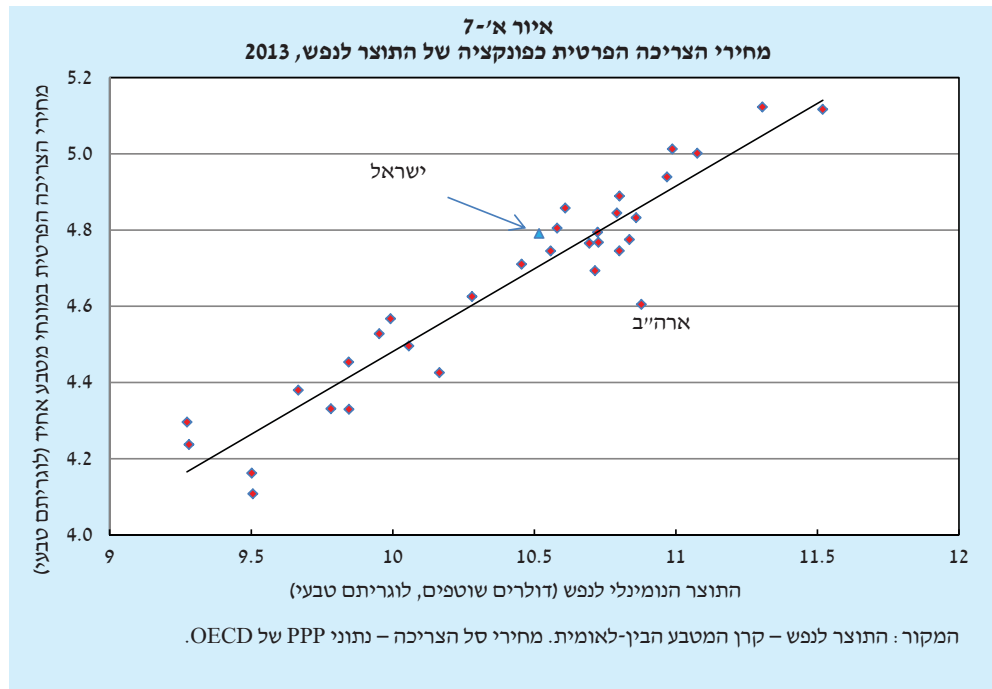
ככלל, ככל שהמשק עשיר יותר רמת המחירים בו גבוהה יותר.

²² התיקון המקובל עושה שימוש בדרך כלל ברמת מחירי התוצר ולא ברמת מחירי הצריכה הפרטית, המוצגים כאן. מחירי התוצר כוללים גם את מחירי הצריכה הציבורית, שאינם רלוונטיים לענייננו.

²³ חלק מהקשר המוצג באיור הוא מובנה, שכן הן היחידות בציר ה-X והן היחידות בציר ה-Y נקובות במחיר מקומי ומחולקות בשער החליפין של המטבע המקומי ביחס לדולר. איור המציג על ציר ה-X את התוצר לנפש מתוקן בגין PPP (כלומר בגין רמת המחירים המוצגת בציר ה-Y) מראה גם כן קשר חיובי חזק (האיור אינו מוצג).

²⁴ הדיוור בסעיף זה נמדד בהתאם למדידתו בחשבונאות הלאומית; משמע שמחירי שכר הדירה ולא מחירי הדירות הם המובאים כאן בחשבון.

פרק א': המשק והמדיניות הכלכלית



אי-8 מציג את רמת המחירים של רכיבים מרכזיים בצריכה הפרטית²⁵. מהאיור ניתן לראות כי השונות במחירים בין מדינות גבוהה יחסית, וכי במחיריהם של מזון, כלי רכב לשימוש אישי, שירותי מלונות ומסעדות ותרבות ופנאי ישראל יקרה יחסית. לעומת זאת במחירי הלבשה והנעלה, ריהוט וציוד ואחזקת דירה המחירים בישראל תואמים את רמת התוצר לנפש.

ייסוף שער החליפין פועל לעלייה של רמת המחירים המקומיים במונחי מטבע חוץ.

נציין כי שער החליפין ממלא תפקיד חשוב בהשוואות המחירים המוצגות כאן. ייסוף שער החליפין, כפי שהיה בישראל בשנים האחרונות, תורם לירידת מחיריהם של המוצרים הסחירים, אולם בה בעת הוא תורם לעלייה של רמת המחירים המקומיים במונחי מטבע חוץ. הניסיון מלמד שההשפעה של שינויים בשער החליפין על רמת המחירים המקומית (הנמדדת במטבע מקומי) היא קטנה: השינויים בשער החליפין כמעט לא מחלחלים למחירים המקומיים (כלומר הם מבטאים שינויים ריאליים בשער החליפין), ולכן בסופו של דבר ייסוף שער החליפין תורם, בהשוואה בין-לאומית, לרמת מחירים גבוהה²⁶.

נוסף לתחרותיות נמוכה ולחסמי יבוא יש עוד סיבות שתורמות לכך שבענפים מסויימים רמת המחירים גבוהה יחסית.

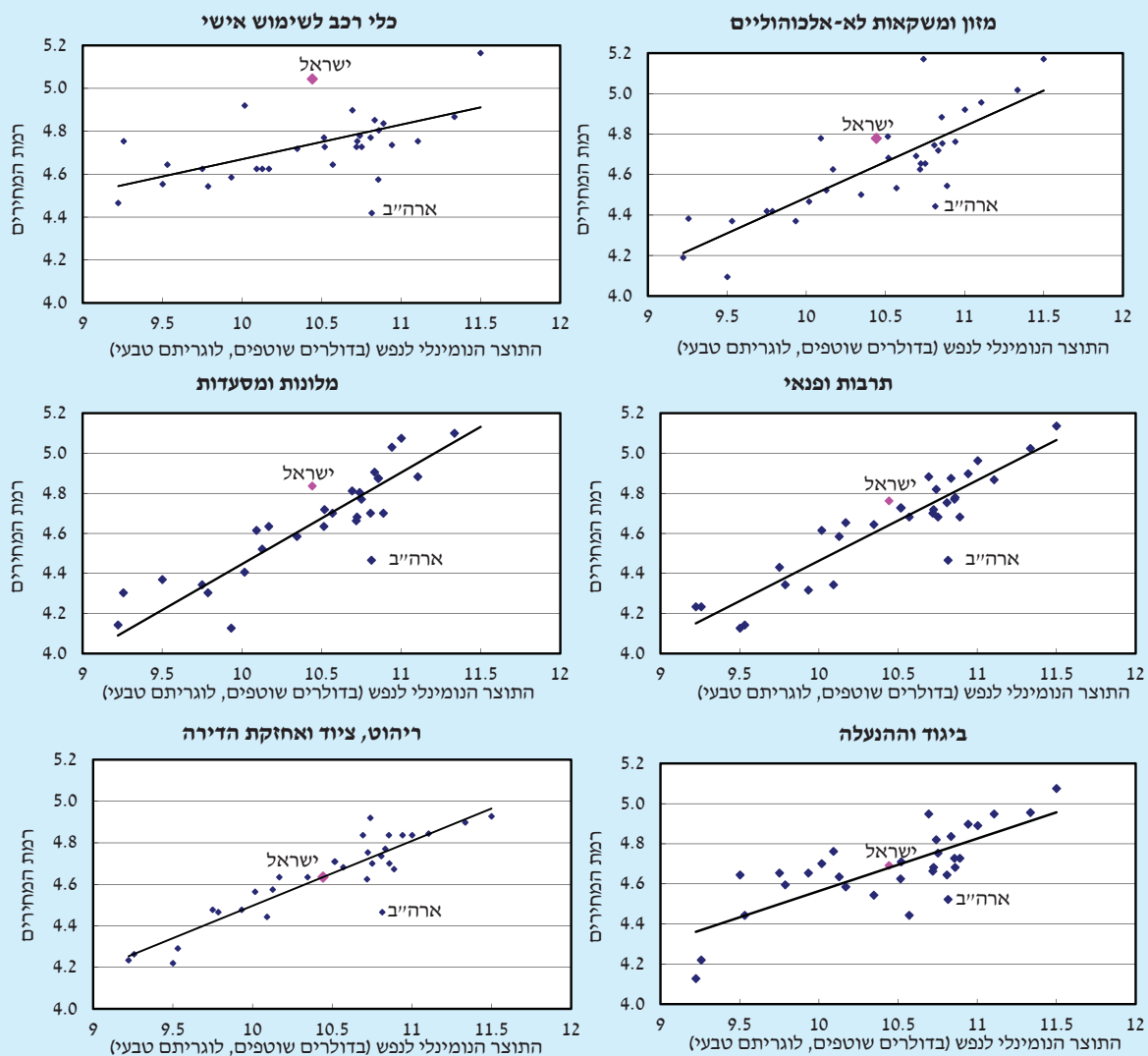
כפי שהראינו בעבר²⁷, ניתן להעריך כי תחרותיות נמוכה וחסמי יבוא בחלק מענפי המשק הם מהגורמים המרכזיים לרמה הגבוהה יחסית של המחירים בענפים מסויימים, אך ניתן להצביע גם על סיבות נוספות לתוצאה זו. כך, למשל, מבנה מערכת המס בישראל, המוטה כלפי הצריכה הפרטית, תורם לרמת מחירים גבוהה (אך גם להגדלת ההכנסה הפנויה, שכן סך גביית המסים הישירים בישראל נמוך בהשוואה בין-לאומית). תרומת מערכת המס לרמת המחירים הגבוהה בולטת למשל בהשפעתה על מחירי המזון, שהמע"מ עליהם בישראל גבוה בהשוואה בין-לאומית. כך גם בענף כלי הרכב, שבו מס הקנייה גבוה. הצורך לממן את הוצאות הביטחון לוחץ לרמת מסים גבוהה ביחס לרמת השירותים האזרחיים הניתנים לציבור, ותורם גם הוא ליוקר המחיה. סיבה

²⁵ סך המשקל של רכיבי הצריכה הפרטית ללא דיור, חשמל ומים, המוצגים באיור הוא כ-45%. רכיבים מרכזיים נוספים הם חינוך, בריאות, תקשורת ו"שונות".

²⁶ מבחינה זו ישראל אינה שונה ממרבית מדינות OECD האחרות.

²⁷ סקירת התפתחויות הכלכליות 132, בנק ישראל, פברואר 2012.

איור א'-8
מחיריהם של רכיבים מרכזיים בצריכה הפרטית,
2011



המקור: OECD, PPP 2011 Benchmark Result.

נוספת העשויה לייקר את מחירי המוצרים בישראל היא העובדה שהמשק הישראלי הוא קטן ומרוחק מהשווקים שעמם הוא מקיים קשרי מסחר. בתנאים אלו ניהול מלאים עשוי להיות יקר יותר, וקשה יותר ליצור תנאי תחרות שילחצו כל העת למחירים נמוכים. מעבר לסיבות אלו ישנם גם גורמים ספציפיים (בחלקם אובייקטיביים) הייחודיים לענפים השונים, אשר תורמים במקרים מסוימים לרמת מחירים גבוהה בישראל. כך למשל בתחום המלונאות ניתן להעריך כי הפגיעה בתיירות בתקופות של התגברות בעיות הביטחון מגדילה מאוד את עלות ההון ופוגעת בהשקעות בענף. כמו כן, מיסוי שאינו מתחשב בתפוסה ורגולציה קפדנית מייקרים את עלות החזקתם של בתי

המלון, ובכך תורמים להעלאת מחירים²⁸. בתחום המזון הדרישה לכשרות מצד מרבית הצרכנים בישראל וההגנה הטבעית על מוצרי מזון טריים מיבוא מתחרה תומכת במחירים גבוהים. בשנים האחרונות נקטה הממשלה כמה צעדים כדי להגביר את התחרותיות במשק, ולהביא להפחתת יוקר המחיה. הרפורמה בענף הסלולר היא אולי הבולטת מבין הרפורמות שהופעלו בשנים האחרונות, עקב השפעתה החדה והברורה על המחירים, אך ניתן לציין צעדים נוספים שהממשלה ביצעה לשם הגברת התחרותיות. בין היתר עברו בכנסת "חוק הריכוזיות", שמטרתו לשפר את הקצאת ההון במשק ולהגביר את התחרות, ו"חוק המזון", שמטרתו להתמודד עם הריכוזיות הן בענף ייצור המזון והן בענף שיווק המזון; נחתם הסכם "שמים פתוחים" עם האיחוד האירופי להגברת התחרות בענף התעופה; ואושרו פטורים ממכס, מס קנייה ומע"מ ביבוא אישי במשלוחים מחו"ל עד תקרה של 75 דולרים לרכישה בודדת. בנק ישראל הפעיל רפורמה בתחום עמלות הבנקים, ובכך תרם להפחתתן.

צעדים אלו צפויים לתרום להגברת התחרות במשק ולהוזלת המחירים. עם זאת, על פי דוח הוועדה להגברת התחרות והסרת חסמים בתחום היבוא, שהקימו שר הכלכלה ושר האוצר בממשלה היוצאת, החסמים להגברת התחרות ביבוא רבים, והדרך להסרתם ארוכה. דוח הוועדה כלל סדרה של המלצות במטרה להסיר חסמים אלה. הואיל והתחרות מצד היבוא חשובה להגברת התחרות במשק ולהפחתת המחירים, חשוב שהממשלה החדשה תממש המלצות אלו.

על פי דוח הוועדה להגברת התחרות והסרת חסמים בתחום היבוא, החסמים להגברת התחרות ביבוא רבים, והדרך להסרתם ארוכה.

ב. התוצר לנפש כמייצג את רמת ההכנסה

עד כאן התייחסנו לרמת התוצר לנפש כמייצגת את רמת ההכנסה של הפרטים במשק. הקשר בין רמת התוצר לנפש, רמת ההכנסה ועלות שכר העבודה הוא אמנם הדוק, אך אינו זהה בין מדינות. זאת למשל כתוצאה מחלוקה שונה של התוצר בין הון לעבודה, מפערים בשיעור התעסוקה, מפערים באי-השוויון ומהבדלים בסלי התצרוכת. אלה עלולים ליצור הטיה בהערכת כוח הקנייה של הפרטים במשק ביחס לרמת המחירים, ובמילים אחרות – הטיה בהערכת יוקר המחיה, כפי שזו מוצגת באיור א'-7. השוואה בין-לאומית של חלק התמורה לעבודה בתוצר מראה שזו נמוכה יחסית בישראל – כ-55%, לעומת קרוב ל-60% בממוצע במדינות OECD (נתוני 2013)²⁹. כמו כן שיעורה בתוצר בחמש עשרה השנים האחרונות ירד בישראל בשיעור גבוה יותר מאשר בממוצע של מדינות OECD – רמתה בישראל בשנת 2013 נמוכה בכ-4 נקודות אחוז מן הרמה הממוצעת בשנים 1995–1999, לעומת ירידה של 1.5 נקודות אחוז באותה התקופה בממוצע מדינות OECD. נתונים אלו מעלים חשש כי ההנחה שהתוצר לנפש מבטא את רמת ההכנסה של משק הבית החציוני היא הנחה המטטה כלפי מטה את אומדן יוקר המחיה כפי שהוא מוצג באיור א'-7; זאת בהנחה שהכנסתו של משק הבית החציוני מבוססת בעיקר על שכר.

אחד השינויים המבניים המשמעותיים במשק בעשור האחרון הוא העלייה של שיעור התעסוקה. עלייה של שיעור התעסוקה, כאשר שאר הדברים קבועים, מגדילה את התוצר לנפש, (ואת ההכנסה של משק הבית) בלי שתביא לעליית השכר. גידול התעסוקה במשק אכן לא הביא לעליית השכר,

²⁸ ראה דוח הוועדה להוזלת מחירי הנופש בישראל, אוקטובר 2012.

²⁹ הכוונה לממוצע פשוט של מדינות OECD. איסלנד, צ'ילה, דרום קוריאה וטורקיה לא נכללו בחישוב עקב מגבלת נתונים. מקור הנתונים: The Conference Board Total Economy Database

אך הביא לעלייה של מספר המועסקים הממוצע למשק בית³⁰. במילים אחרות, כוח הקנייה של משקי הבית גדל, בשעה שכוח הקנייה של הפרטים העובדים נותר יציב יחסית. במסגרת הדיון ביוקר המחיה אפשר אפוא להתייחס לשני מושגים של כוח קנייה: (1) של משקי הבית – היחס בין הכנסת משק הבית לבין מחיר סל הצריכה, ו-(2) של הפרטים – היחס בין השכר למחיר סל הצריכה.

ג. בחינת שינויי המחירים בסעיפים נבחרים במדד המחירים לצרכן

מאז שנת 2000 (לאחר התייצבות האינפלציה בישראל ברמה המקובלת במדינות המפותחות) עלה מדד המחירים לצרכן בישראל (ללא דיור) בשיעור נמוך יותר מאשר בגוש האירו ובארה"ב – ב-2.5 נקודות אחוז במצטבר פחות מאשר בגוש האירו וב-5.2 נקודות אחוז פחות מאשר בארה"ב. אולם כיוון שבדרך כלל, שינויים נומינליים במחירים מתפתחים בסל הצריכה הפרטית ובמחיר התוצר הנומינלי במקביל, האטה בקצב עליית המחירים של סל הצריכה הפרטית תלווה בדרך כלל בהאטת העלייה של הכנסות משקי הבית (לעיתים בפיגור), ולא תקל על יוקר המחיה³¹. דוגמה טובה לכך היא ההאטה בעליית השכר הנומינלי השנה, ככל הנראה בתגובה על ההפתעה כלפי מטה באינפלציה (איור א'-3). לפיכך נוכל לראות בעליות מתוננות של מדד המחירים לצרכן (או אף בירידות מחירים) תרומה לירידת יוקר המחיה רק אם אלו לא ימתנו במקביל גם את העלייה של הכנסות משקי הבית.

ירידת המחירים בסעיף ההלבשה וההנעלה במדד המחירים לצרכן היא דוגמה טובה לירידת מחירים שלא לוותה בירידה של הכנסות משקי הבית³². פתיחת המשק ליבוא במחצית השנייה של שנות התשעים יחד עם התרחבות הגלובליזציה הביאה לסגירת מפעלים בישראל ולהסתמכות כמעט מלאה של ענף זה על יבוא. שינוי מבני זה הביא לירידת מחירים כמעט רצופה של מוצרי ההלבשה וההנעלה לאורך יותר מעשור. המחירים ברכיב זה של סל הצריכה הפרטית ירדו גם במדינות רבות אחרות, אולם בישראל הירידה הייתה משמעותית יותר. ניתן לשער כי הסיבה לכך היא התגברות התחרות בענף ההלבשה וההנעלה בישראל יותר מאשר במדינות רבות אחרות³³. דוגמה אחרת לירידת מחירים יחסיים שתרמה לעלייה ברמת החיים ולהקלה ביוקר המחיה היא הירידה של מחירי הריהוט והציוד החשמלי לבית. מחירו היחסי של סעיף זה במדד המחירים לצרכן ביחס למדד המחירים הכולל (ללא דיור) ירד בישראל ב-15% יותר מאשר בגוש האירו. ביחס לארה"ב לא נרשם במחירו של סעיף זה במדד כל שינוי (איור א'-9).

גם בענף התקשורת, שנפתח לתחרות משמעותית בשנת 2012, נרשמו ירידות מחירים חדות בשנתיים האחרונות, אף כי בפרספקטיבה ארוכה מעט יותר ירידות אלו אינן בולטות. בעוד שסעיף

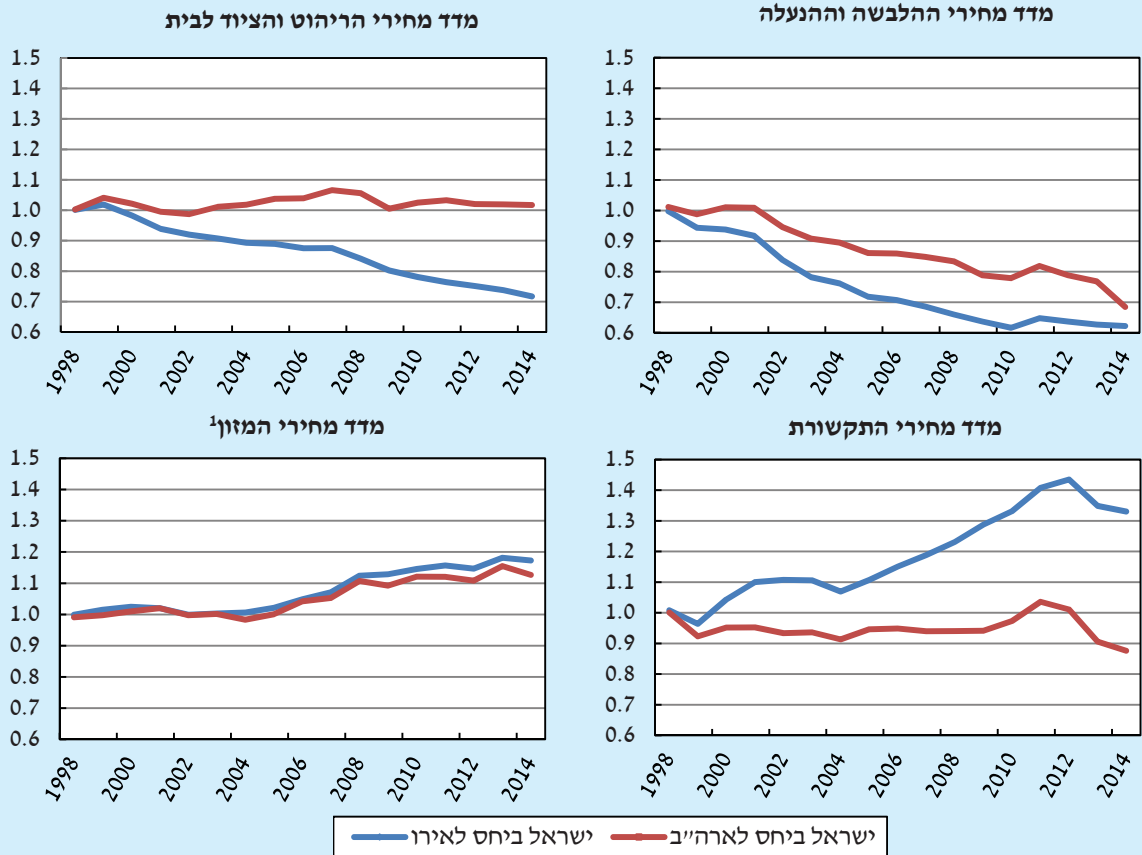
³⁰ שינוי חשוב נוסף שהתרחש במשק בעשור האחרון הוא הפחתת הוצאות הממשלה ביחס לתוצר, ובמקביל – הפחתת המס הישיר. שני אלו הביאו לשינוי במבנה ההוצאות וההכנסות של משקי הבית: מצד אחד, הקטנת תשלומי ההעברה של הממשלה וצמצום השירותים שנותנת הממשלה למשקי הבית, ומצד שני, הפחתת מסים. השינוי במדיניות הממשלה לא פעל על משקי הבית באופן שוויוני: בעוד שמשקי הבית השייכים לחמישונים הגבוהים יצאו נשכרים מהמהלך, משקי הבית מהחמישונים התחתונים הפסידו ממנו. נראה שמשק הבית החציוני לא הושפע מהמהלך באופן משמעותי.

³¹ כאשר האטה בעליות המחירים הופכת לירידת מחירים יש סכנה של דפלציה – תהליך שבו הציפיות לאינפלציה הופכות לשליליות, הריבית הריאלית עולה, והביקושים במשק יורדים. תהליך זה עלול להזין את עצמו ולפגוע בצמיחה. לכן ירידת מחירים כללית אינה דרך המלך להפחתת יוקר המחיה. דרך טובה יותר היא עלייה של השכר הריאלי תוך שמירה על קצב אינפלציה התואם את יעד האינפלציה וירידת מחירים יחסית בענפים שבהם זו לא תפגע ביעילות הכלכלית.

³² ההתייחסות כאן היא ברמת המקרו. ברמת המיקרו ברור כי היו עובדים ומעסיקים שנפגעו מפתיחת ענף ההלבשה וההנעלה ליבוא.

³³ מדינות בולטות באירופה שבהן ירדו מחיריהם של מוצרי ההלבשה וההנעלה לאורך העשור האחרון בשיעורים חדים אף יותר מאשר בישראל הן נורבגיה, בריטניה, אירלנד, צ'כיה ופולין.

איור א'-9
מדדי מחירים נבחרים מתוקנים בגין הפרשי האינפלציה (ללא דיור),
ישראל ביחס לארה"ב וביחס לגוש האירו,
1998 עד 2014, (1=1998)



¹ מדד מחירי המזון של ישראל המוצג כאן כולל ירקות ופירות ואינו כולל ארוחות מחוץ לבית. זאת כדי להתאימו למדדי המזון בחו"ל; מדד מחירי הריהוט והציוד לבית של גוש האירו ושל ארה"ב הותאמו על ידי הפחתת רכיבי השירותים המקומיים המופיעים בסעיף זה. סעיפי התקשורת וסעיפי ההלבשה וההנעלה מוצגים כפי שהם מתפרסמים במקור. המקור: עיבודי בנק ישראל לנתוני הלמ"ס, ה-Eurostat וה-Federal Reserve Economic Data.

התקשורת בישראל עלה בין השנים 2006 ו-2012 בשיעור דומה למדד המחירים לצרכן (ללא דיור), במדינות גוש האירו נרשמה באותן השנים ירידת מחירים יחסית בסעיף זה. סעיפי המזון, אחזקת הדירה ושכר הדירה, ולצד מחירי הדירות, הם סעיפים גדולים בהוצאות משקי הבית, שמחיריהם עלו בשנים האחרונות בקצב מהיר ותרמו בכך להחמרה ביוקר המחיה³⁴. חלק מעליות המחירים בסעיפים אלו מבטאות עליות מחירים אקסוגניות בגורמי הייצור, כדוגמת העליות של מחירי האנרגיה ומחירי הסחורות האחודות (commodities), וכן עליות של מחירי הנכסים (שפעלו לעליית מחירי הקרקע ומחירי הדירות), אך חלק ניכר מעליות המחירים הן תוצאה של מבנה השוק, אשר תרם, בנסיבות הקיימות, לעליית המחירים.

³⁴ מחירי הדירות אינם נכללים באופן ישיר במדד המחירים לצרכן, אך כיוון שקרוב ל-70% ממשקי הבית מחזיקים בבעלותם דירה, אנו מתייחסים כאן לעליית מחירי הדירות כאל גורם המשפיע על יוקר המחיה.



בסעיף המזון נרשמה בעשור האחרון עליית מחירים משמעותית ביחס למחירים בחו"ל, חלק ניכר ממנה בשנים 2004 עד 2008.

בסעיף המזון נרשמה בעשור האחרון עליית מחירים משמעותית בהשוואה למחירים בחו"ל, חלק ניכר ממנה בשנים 2004 עד 2008. עלייה זו לוותה בעליית מדרגה של רווחיות יצרני המזון באותן השנים, בעוד שהרווחיות הממוצעת בתעשייה כולה עלתה אך מעט, ורמתה נותרה דומה לזו של השנים 1998–2000 (איור א'-10). העלייה של רווחיות תעשיית המזון במקביל לעלייה היחסית של מחירי המזון תומכת בהערכה כי עליית המחירים לא נבעה מעלייה של עלויות הייצור, וכי יש פוטנציאל להפחתתם ולצמצום יוקר המחיה על ידי הגברת התחרות בענף. יש לציין כי מאז 2008 ועד אשתקד לא נרשמה ירידה יחסית של מחירי המזון למרות הייסוף החד של השנים האחרונות, שתרם לירידה בעלויות של יבוא חומרי הגלם ומוצרי המזון המוגמרים. בהתאם לכך יש להניח כי הרווחיות בענף ייצור המזון

נותרה גבוהה גם בשנים 2012–2014 למרות המחאה החברתית של קיץ 2011. (נתוני הרווחיות מבוססים על סקרי התעשייה, ואלו עדיין אינם זמינים לשנים 2012–2014). חיזוק להערכה זו ניתן לקבל מנתוני הדוחות הכספיים של חברות יצרני המזון הציבוריות, המצביעים על יציבות של הרווחיות הגולמית לאורך השנים האחרונות. בשנת 2014 נרשמה ירידה יחסית של מחירי המזון בישראל, אך זאת לאחר עלייה יחסית בשנת 2013; לכן קשה, לעת עתה, להעריך אם התפתחות המחירים השנה מעידה על שינוי מגמה בענף. חוק המזון, שנכנס לתוקף בחודש ינואר 2015, עשוי לסייע להגברת התחרות, אולם חשוב שהגברת התחרות בענף תכלול הסרת חסמי יבוא, ולא רק אמצעים ביורוקרטיים, שהיכולת לאכוף אותם מוגבלת.

העלייה של עלות הדיור היא רכיב מרכזי בעליית יוקר המחיה בשנים האחרונות. אולם בהערכה של רכיב זה כרוך קושי מתודולגי.

העלייה של עלות הדיור היא רכיב מרכזי בעליית יוקר המחיה בשנים האחרונות. אולם בהערכה של רכיב זה כרוך קושי מתודולגי. הסיבה המרכזית לקושי זה היא שרכישת דירה למגורים היא גם רכישת נכס, ולא רק הוצאה לצריכת שירותי דיור. ההוצאה על רכישת דירה ממומנת, בדרך כלל, בחלקה מתוך ההון העצמי של הרוכש, ובחלקה על ידי נטילת משכנתה, המוחזרת בתשלומים חודשיים. היקף החוזר של המשכנתה תלוי בהיקפה, בתקופת החזר, ובריבית הנגבית עליה, ובתום תקופת החזר נשאר בידי משק הבית נכס בעל ערך רב. מסיבה זו קשה לראות בהחזר המשכנתה רק עלות של צריכת שירותי דיור.

בישראל עלות שירותי הדיור (במדד המחירים לצרכן) נמדדת באמצעות עלות שכר הדירה. זוהי שיטה מקובלת, המניחה כי שכר הדירה מיטיב לבטא את עלות שירותי הדיור. אולם הואיל וקרוב ל-70% ממשקי הבית מתגוררים בדירה בבעלותם, ומרבית רוכשי הדירות מממנים את הרכישה באמצעות משכנתה, ברור כי מחירי שכר הדירה אינם מבטאים את העול הכלכלי שחשים משקי הבית שבכוונתם לרכוש דירה כתוצאה מעליית מחירי הדירות, בתקופה שבה עלייתם של מחירי הדירות גבוהה במידה ניכרת מזו של מחירי שכר הדירה.

מדד הדיור (המבוסס כאמור על מחירי שכר הדירה) עלה בעשור האחרון ריאלית ביותר מ-10 אחוזים, ומשקלו בסל הצריכה הפרטית גדל מ-22% ל-25%, בעוד שמחירי הדירות לרכישה עלו באותה התקופה ריאלית בכ-50%. העלייה של מחירי הדירות נבעה בחלקה מירידת התשואות ארוכות הטווח על נכסים אלטרנטיביים בחו"ל ובישראל ומהיותן של הדירות נכס תחליפי להשקעה בשוק ההון, אולם חלקה האחר של העלייה נבע מתגובה איטית של ההיצע. העלייה של מחירי שכר הדירה תומכת בהערכה שגידול ההיצע בשנים האחרונות לא היה מספק, ובטענה שהיה ניתן להקל על הלחץ במחירי הדירות על ידי בנייה מסיבית יותר של דירות למגורים. ניתוח סקרי ההוצאות של משקי בית לשנים 2004 עד 2011 מצביע על עלייה ריאלית חדה במשכנתה הממוצעת, וכן על עלייה במשקלם של נוטלי המשכנתאות בקרב כלל רוכשי הדירות³⁵. ההון העצמי הממוצע לרכישת דירה נותר באותן השנים יציב (ריאלית). חלק מהאוכלוסייה שתכננה לרכוש דירה אמנם נהנה מהעלייה של שווי הנכסים הפיננסיים שהיו בידיו, אשר מחיריהם עלו בשנים האחרונות ואפשרו לבעלי נכסים אלו לממן חלק מן העלייה של מחיר הדירה. אולם אותו חלק באוכלוסייה שלא היו ברשותו חסכונות משמעותיים טרם עליית מחירי הדירות ומחירי הנכסים הפיננסיים נדרש כעת לשיעורי חיסכון גבוהים כדי לממן את החזרי המשכנתה, שהם כיום גבוהים ריאלית יותר מאשר בעבר³⁶.

³⁵ ראו י' פרידמן וס' ריבון (2014), "מאיפה הכסף? – רכישת דירות ומימון: ניתוח באמצעות נתוני סקר הוצאות משקי הבית, 2004 עד 2011", בנק ישראל, סדרת ניירות תקופתיים 2014.05.

³⁶ כיוון שהכנסות משקי הבית עלו באותה התקופה, בעיקר הודות לגידולו של שיעור התעסוקה והפחתת המס הישיר, היחס בין ההוצאה על החזר משכנתה להכנסה הפנויה לא עלה.

לוח א'2 - אינדיקטורים כלכליים : השוואה בין-לאומית¹, 2003 עד 2014

מדינות OECD	2014			2013-2008			ממוצע 2007-2003					
	גוש	ארדה"ב	ישראל	גוש	ארדה"ב	ישראל	גוש	ארדה"ב	ישראל			
1.8	0.8	2.2	2.8	-0.3	0.9	3.6	2.8	2.1	2.9	4.5	שיעור הגידול של התוצר	
-	-	1.5	0.8	-0.6	0.2	1.7	2.1	1.6	1.9	2.6	שיעור הגידול של התוצר לנפש	
-	-	54.7	37.0	39.4	49.6	31.5	31.0	32.7	44.0	20.9	התוצר לנפש (אלפי דולרים, במחירים שוטפים)	
-	-	-	1.9	0.7	0.8	1.8	0.6	0.6	0.9	1.8	שיעור הגידול של האוכלוסייה	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	שיעור ההשתתפות בכוח העבודה האזרחי, בני 64-25	
-	-	-	79.5	76.3	78.1	77.5	75.3	-	79.0	75.1	שיעור האבטלה	
7.3	11.4	6.2	5.9	7.7	10.0	8.2	7.6	6.4	8.5	5.2	11.5	שיעור האינפלציה (ממוצע שנתי)
-	0.5	1.7	0.5	2.2	2.0	2.9	2.5	2.2	2.9	0.8	0.8	היצוא (כאחוז מהתוצר) ²
-	-	-	28.8	27.1	40.4	12.8	31.7	24.1	36.4	10.2	33.0	התשקעה המלמנית (כאחוז מהתוצר)
-	18.0	19.8	19.0	-	19.3	19.0	19.2	-	21.3	22.6	19.5	החשבון הלאומי (כאחוז מהתוצר)
-	21.6	17.3	22.0	-	21.3	15.6	21.5	-	22.8	17.8	21.4	החשבון השוטף (כאחוז מהתוצר)
-0.1	3.0	-2.2	3.0	-0.6	1.0	-3.1	2.2	-1.2	0.4	-5.2	2.6	התעבון השוטף (כאחוז מהתוצר)
41.6	49.1	38.4	39.4	49.3	41.0	39.4	39.4	39.2	46.4	36.6	43.0	משקל ההוצאה הצוברית בתוצר ³
-	-	-	31.0	34.0	37.9	24.2	30.4	34.7	38.1	25.8	33.7	משקל המסים בתוצר ⁴
112.0	108.2	109.7	67.7	100.0	94.4	100.0	70.7	75.8	77.0	64.1	86.0	החוב הצוברי ברוטו (כאחוז מהתוצר) ³

¹ הנתונים על גוש האזור ועל מדינות ה-OECD הם ממוצעים משוקלים של הנתונים על המדינות בכל קבוצה, כפי שהם מתפרסמים ב-OECD Economic Outlook.
² היצוא בישראל – ללא יחלומים.
³ נתוני הניצול והוצאה של ישראל הותאמו להגדרה הבין-לאומית המקובלת.
⁴ נתוני גוש האזור ומדינות ה-OECD הם ממוצעים פשוטים של הנתונים על המדינות בכל קבוצה. נתוני גוש האזור לא כוללים את המדינות - לטבתי, מלטה וקפריסין.
 המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, OECD ובנק ישראל.