

מדיניות מוניטארית ויציבות פיננסית על רקע מגמות בשוק

הדיוור

**פרופ' צבי אקשטיין
המשנה לנגיד בנק ישראל**

**ערב עיון לזכרו של אמנון בן נתן
אוניברסיטה תל אביב**

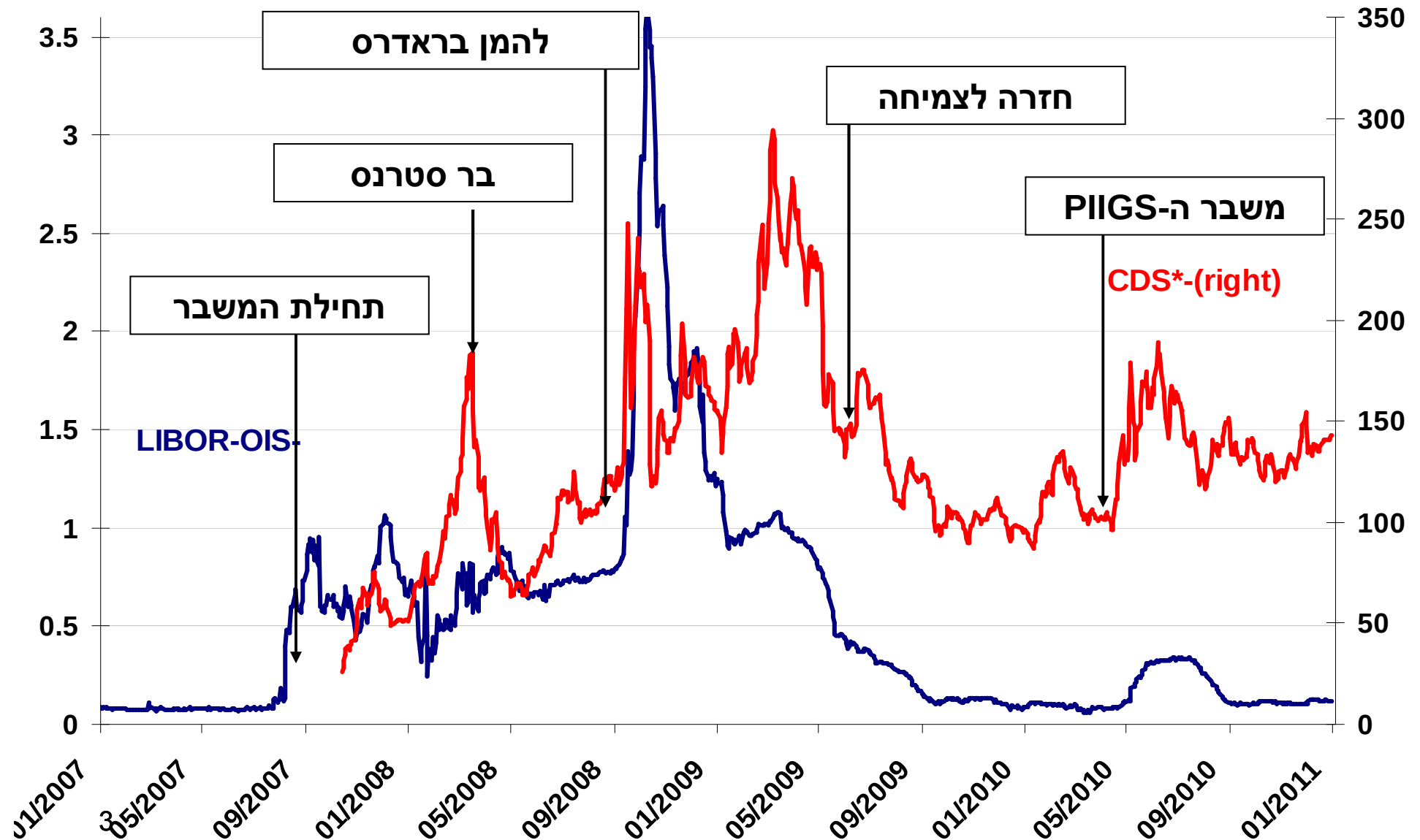
9.1.2011

נושאים

- תנאי הרקע להחלטות ריבית
- מדיניות הריבית
- פעולות לא שיגרתיות (unconventional policies)
- שוק הנדל"ן
 - לקחים מהמשבר הפיננסי
 - מחירי הדיור והתרחבות האשראי בישראל
 - הערות על מדיניות קרקעות

המשבר הפיננסי בעולם: עדיין כאן..

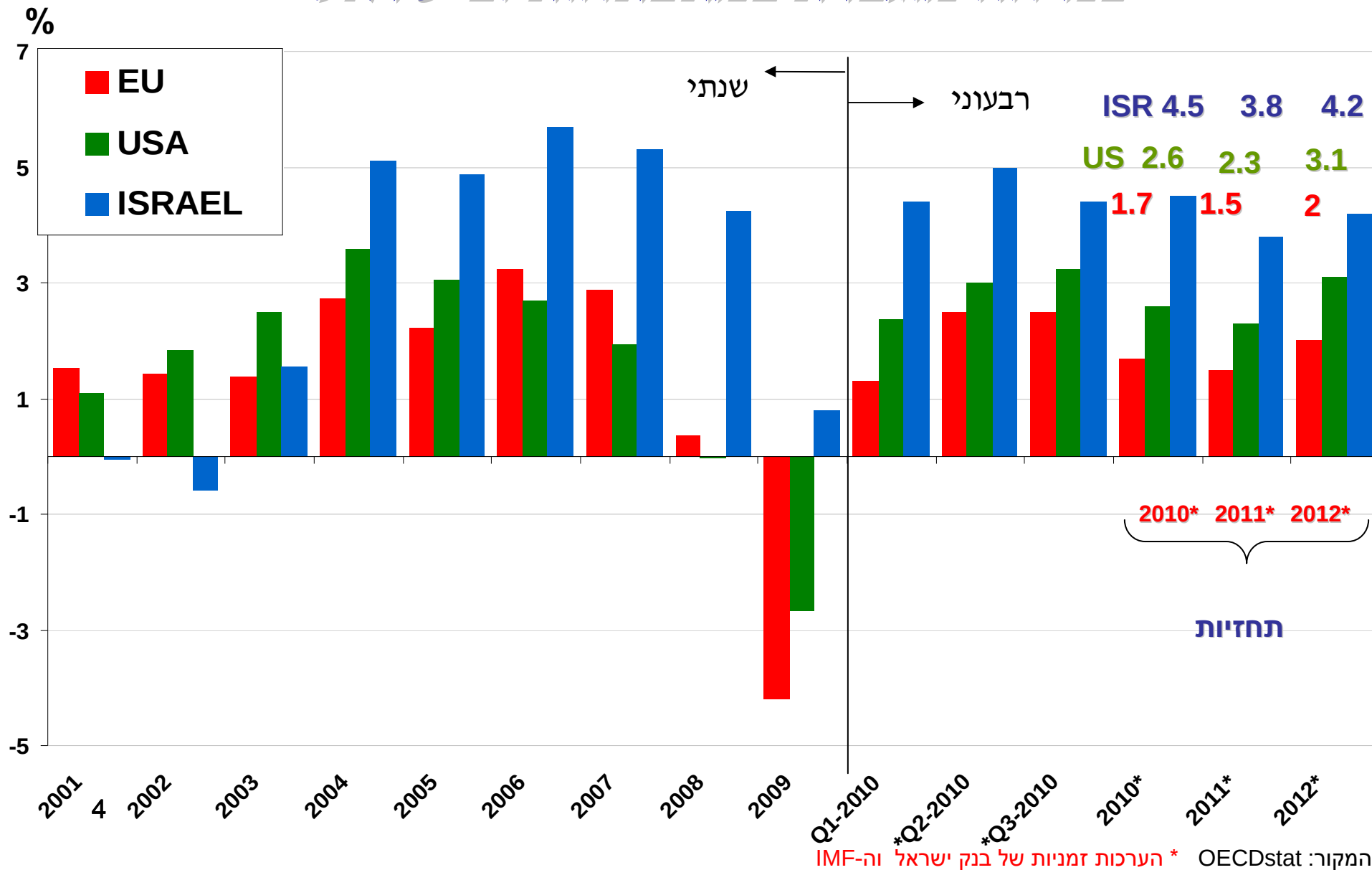
ריבית בשוק - LIBOR-OIS ; CDS – סיכון של בנקים גדולים



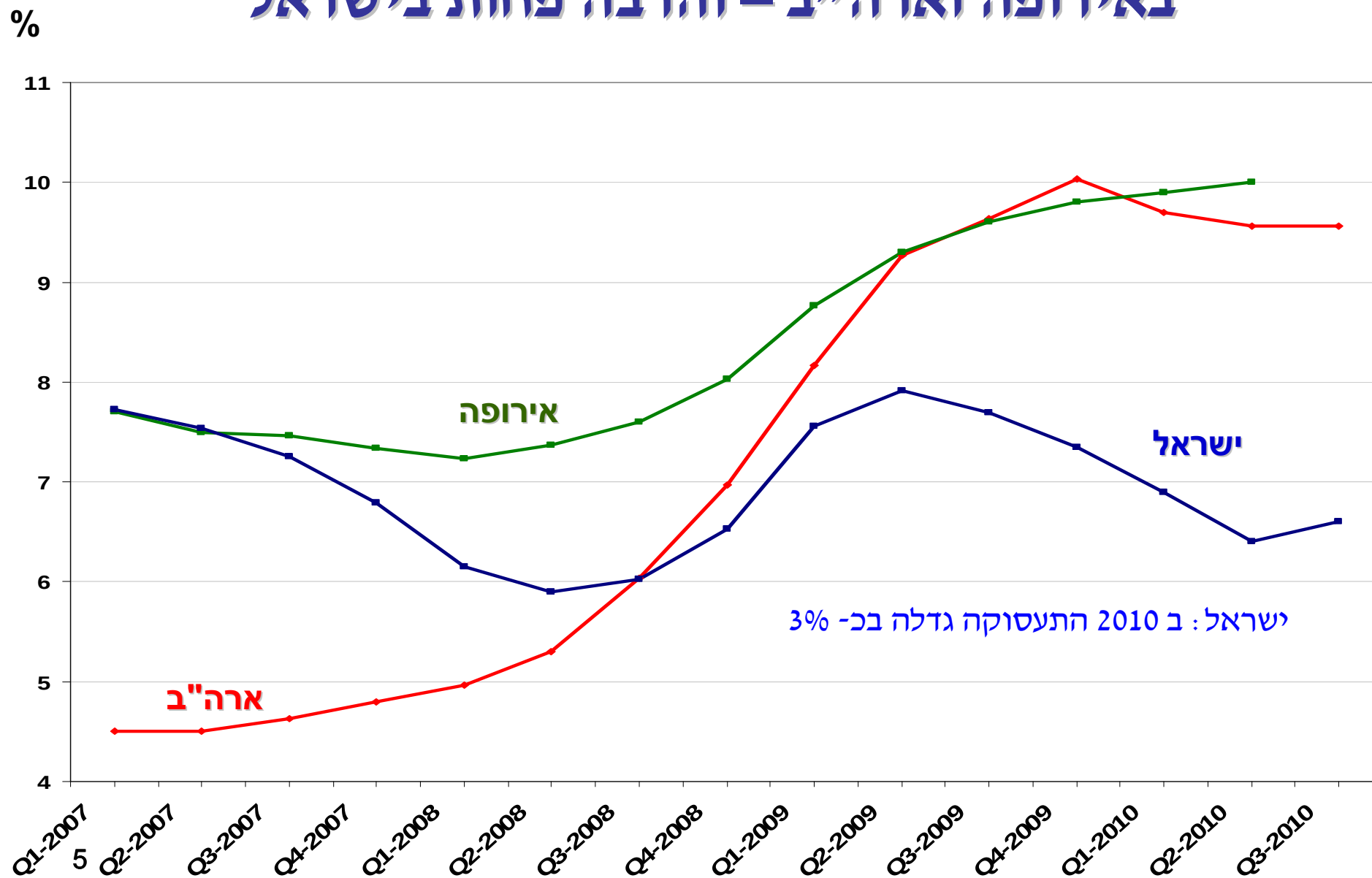
מקור: בנק ישראל
CDS: תשעת הבנקים הגדולים בעולם, CDS ל-5 שנים, ממוצע גיאומטרי

המשק הראלי: חזרה איטית לצמיחה במפותחות;

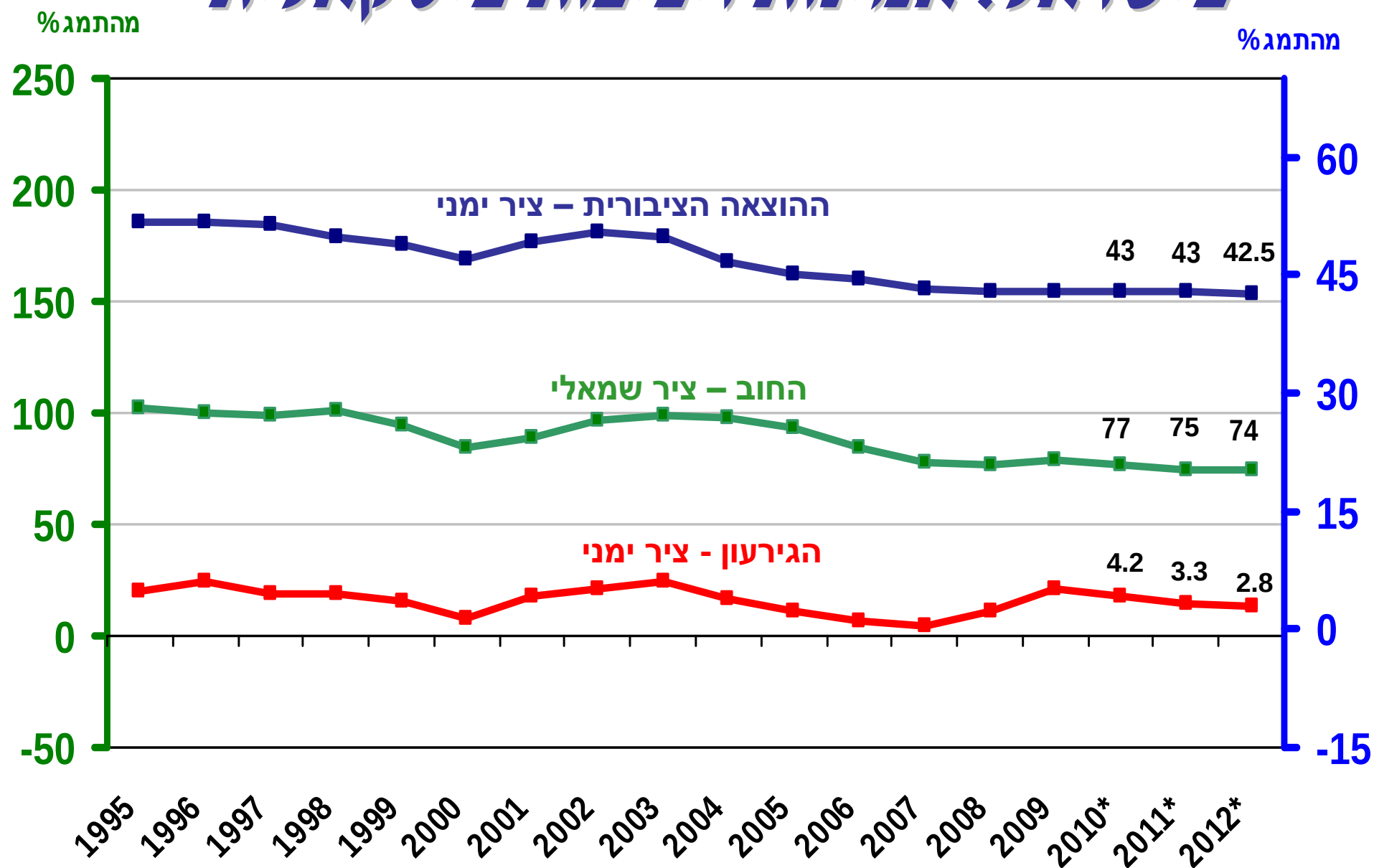
צמיחה מוגברת במתפתחות ובישראל



שיעורי האבטלה מדגישים שהמשבר הראלי עדיין באירופה וארה"ב – והרבה פחות בישראל



בישראל: אמינות ויציבות פיסקאלית

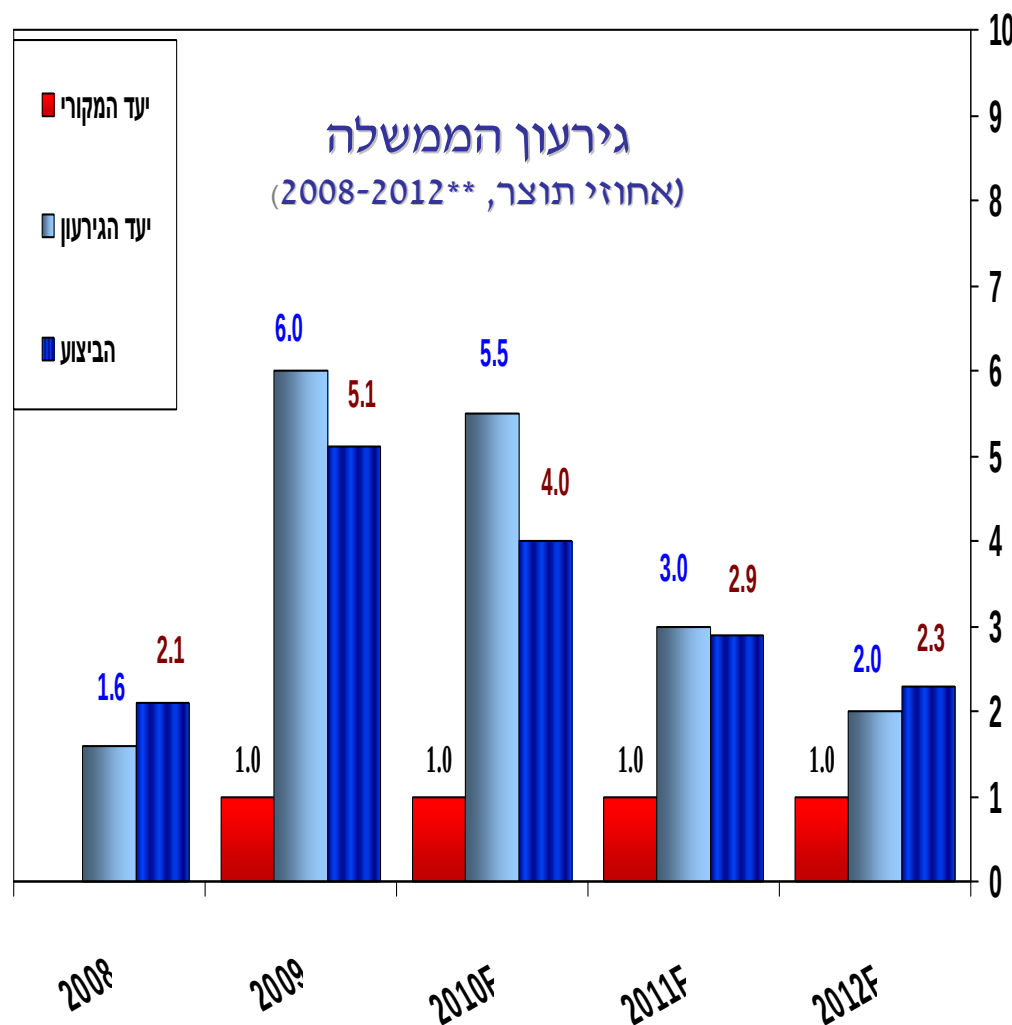


6

Source: BOI, CBS

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.
*הנתונים ל-2010 הינם תחזית בנק ישראל.

כלל פיסקאלי המשדר יציבות ותהליך להורדת חוב ביחס לתוצר



כלל פיסקאלי חדש החל מ-2011

גידול בהוצאות הממשלה:

(יחס חוב התוצר מחולק ב-60) * צמיחה

ממוצעת

← בשנת 2011 גידול ב 2.66%

א/ו: גירעון הולך וקטן, כאחוז מהתמ"ג

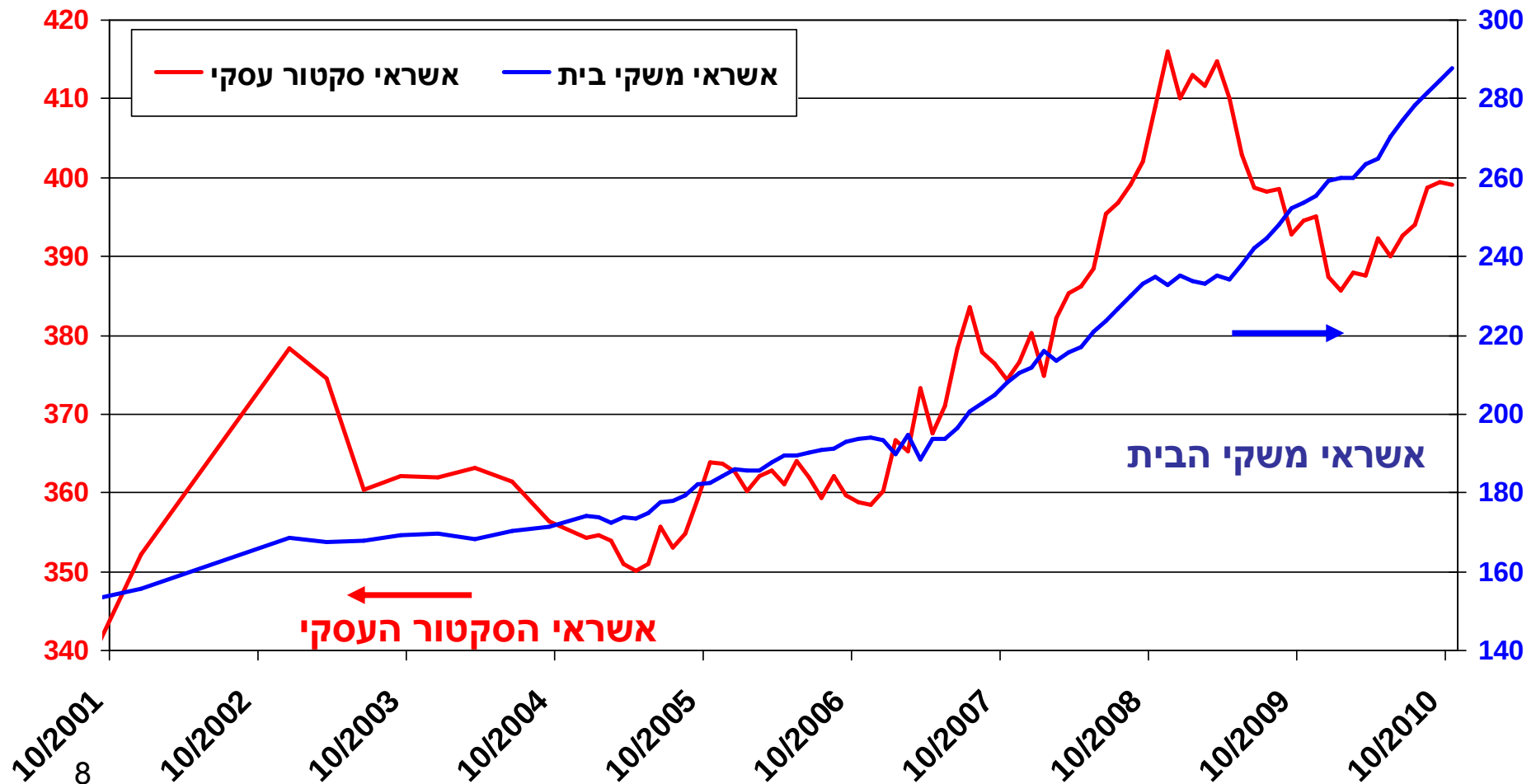
(3% ב-2011, 2% ב-2012, 1% ב-2013)

חשש יחיד: מדיניות הפחתת מסים ישירים

** תחזית ליעד הגירעון על בסיס התקציב החדש.
מקור: בנק ישראל

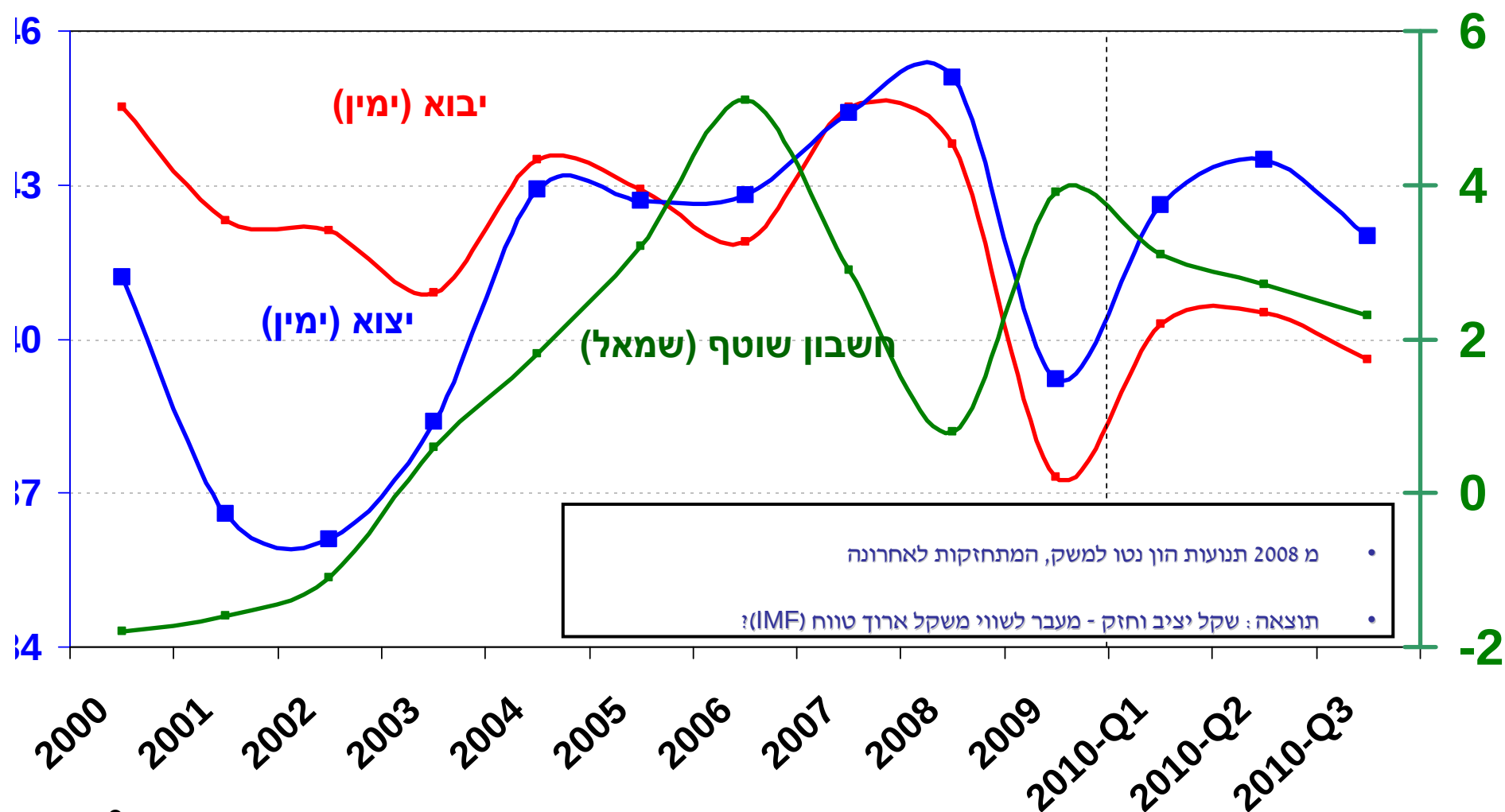
התפתחות האשראי: יציבות עסקית וגידול

משמעותי למשקי הבית (מיליארדי ₪)



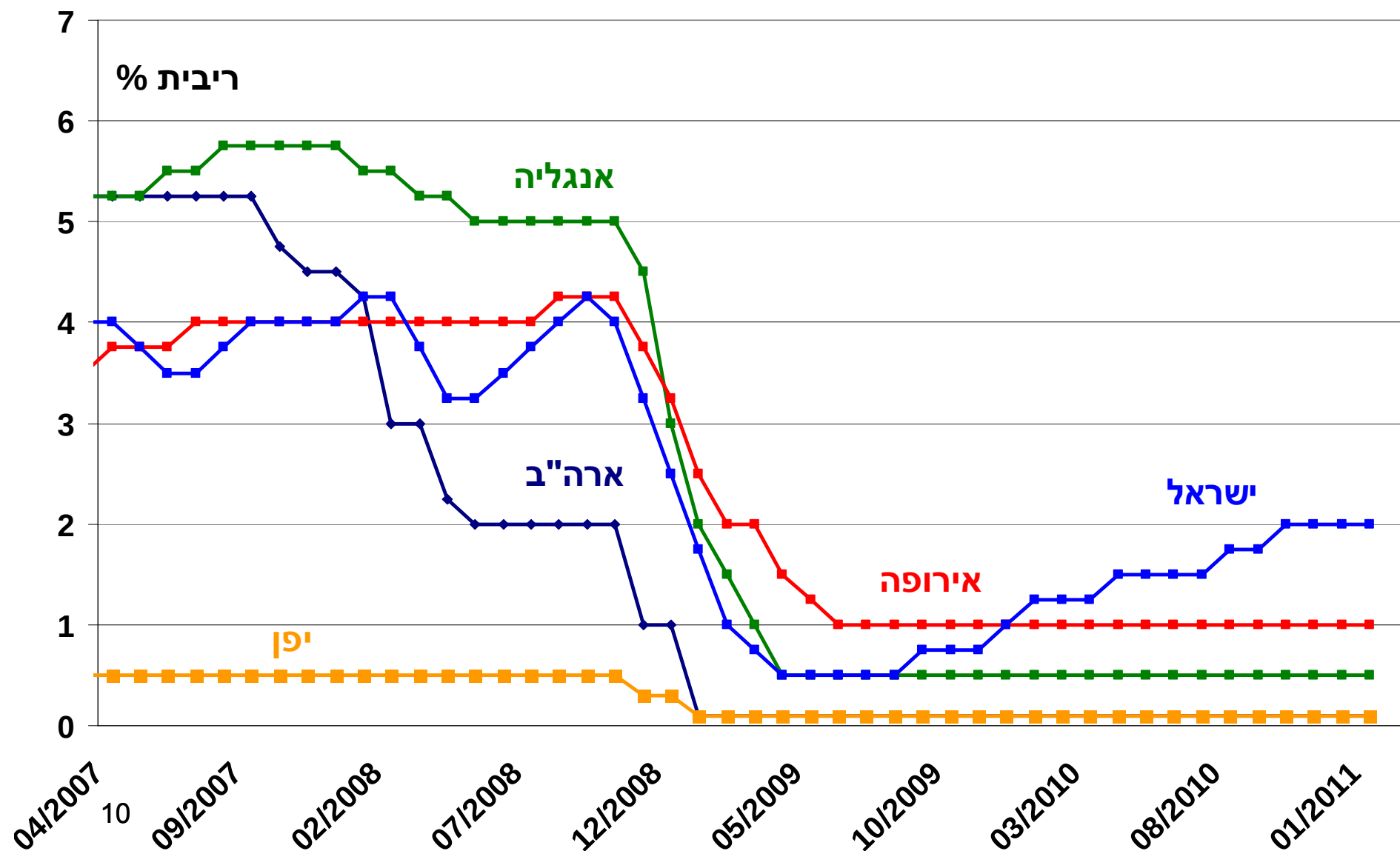
מאזן התשלומים: מ 2005 איזון מסחרי ועודף

בחשבון השוטף (אחוזי תמ"ג)



מדיניות מוניטארית: חוק טיילור ביישום.

מרחיבה במערב; חזרה איטית ל"נורמליות" בישראל



יעדי המדיניות המוניטארית של בנק ישראל (חוק חדש)

1. יציבות מחירים כיעד עיקרי

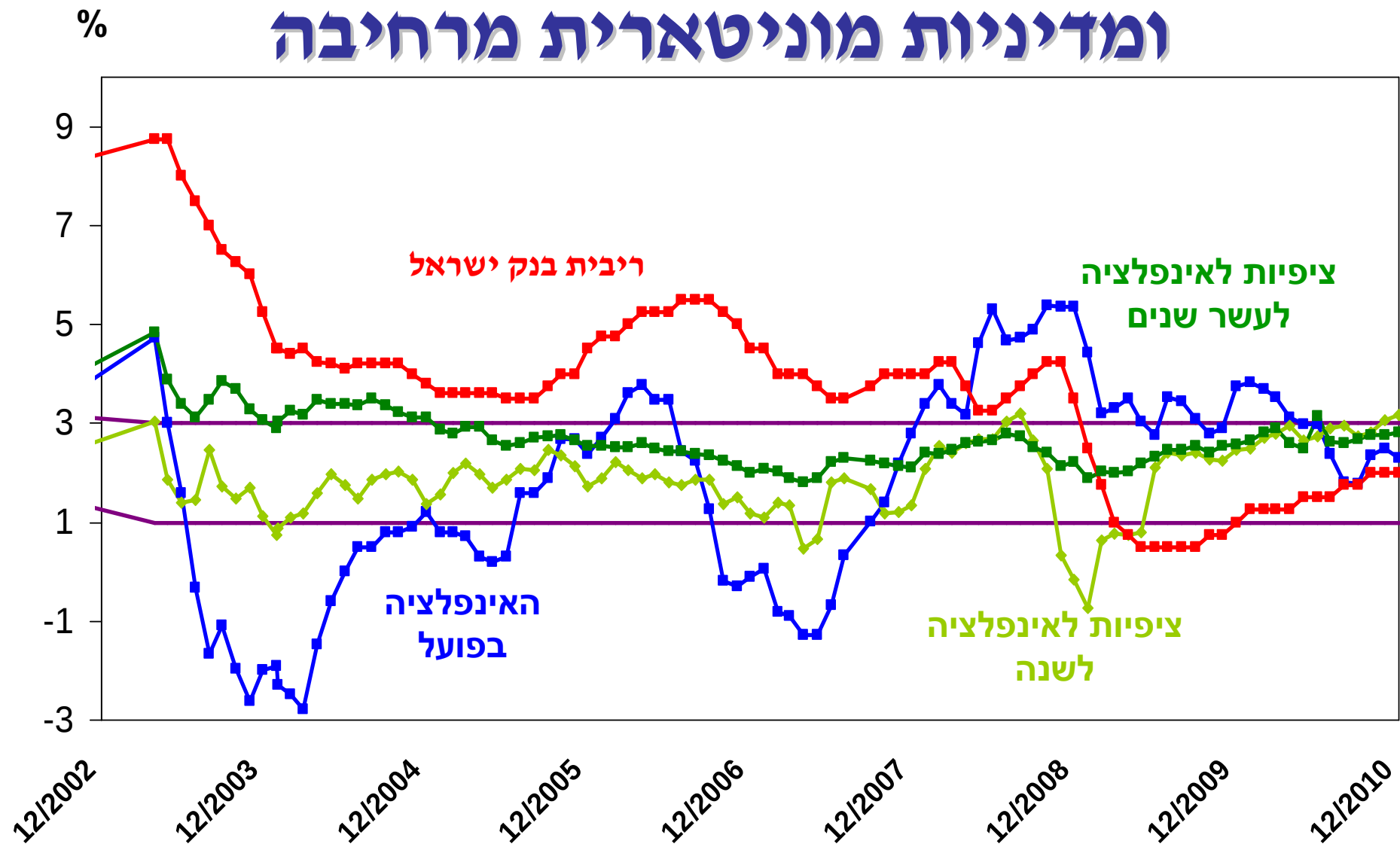
2. תמיכה בתעסוקה, צמיחה וצמצום פערים תוך
שמירה על יציבות מחירים לאורך זמן

3. תמיכה ביציבות הפיננסית

(הערה: קשר בין 2 ל 3)

האינפלציה ביעד, אמינות בנק ישראל

ומדיניות מוניטארית מרחיבה



12

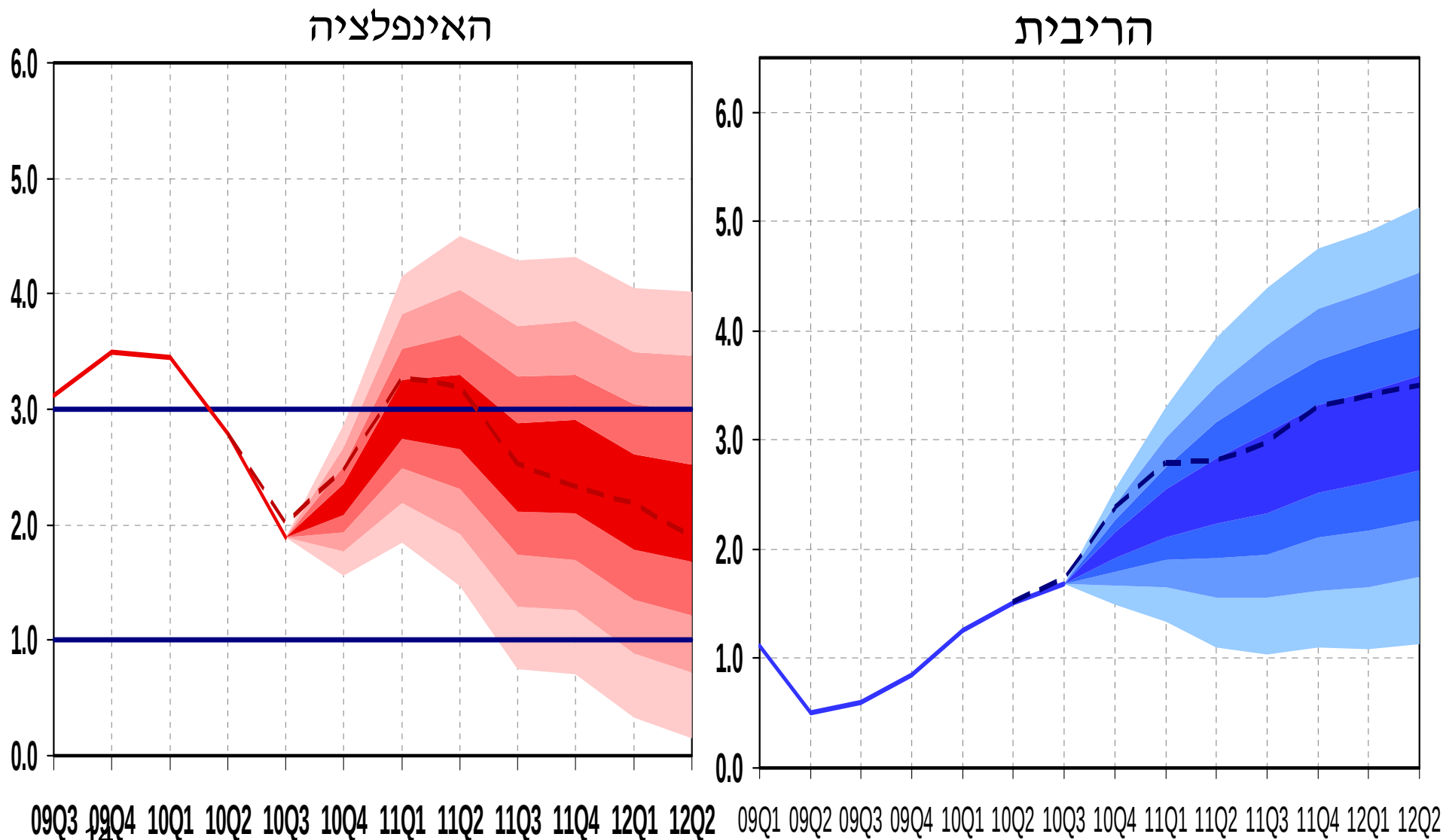
מקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תהליך חזרה לנורמליות

הדרגתי

- התחלת העלאת ריבית ספטמבר '09
 - חודשי העלאות ריבית: ספט' '09, דצמ' '09, ינואר '10, אפריל '10
 - העלאה אחרונה: אוקטובר '10
 - סימן ליציאה מהמשבר וחזרה לצמיחה, בשילוב עם ציפיות אינפלציה בחלק העליון של הטווח
- ריבית ינואר ללא שינוי: מדוע?
 - ריביות הבנקים המרכזיים ברמות נמוכות
 - ציפיות אינפלציה בתוך הטווח
 - הירידה בסחר החוץ על רקע ההאטה במערב

תחזית המודל: שער הריבית עולה איטית והאינפלציה בתחומי היעד תוך שנתיים



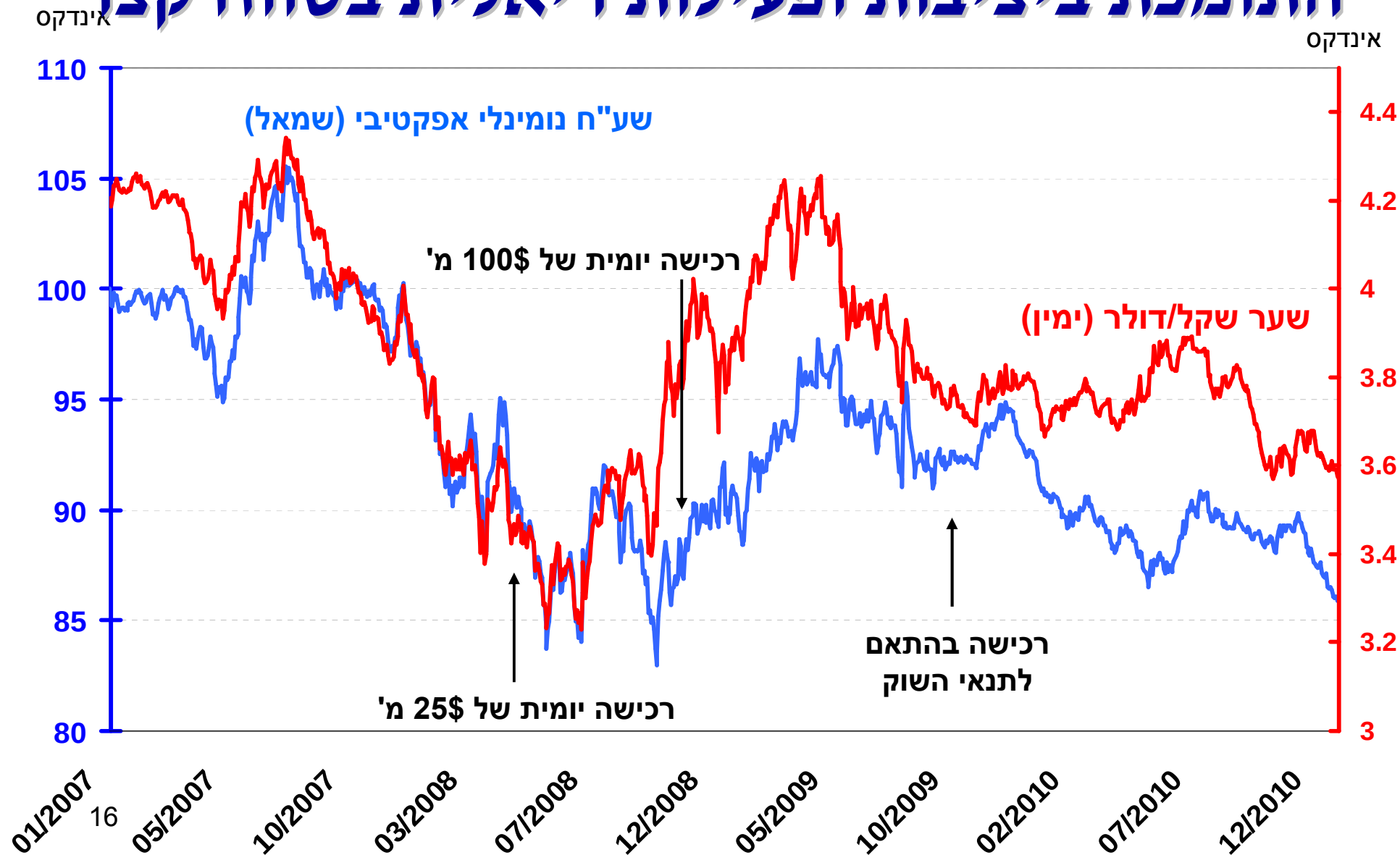
מדיניות לא שיגרתית ליציבות פיננסית וריאלית

בן ברננקי, LSE 13 בינואר 2009

- הקלה כמותית (QE) – הורדת תלילות עקום הריבית
- הקלת אשראי (CE) – התערבות בשווקים פיננסיים כדי לתמוך ביציבות פיננסית וריאלית (שוק ה CP ו MBS)

מדיניות התערבות ב"י בשוק מט"ח: הקלה

התומכת ביציבות ופעילות ריאלית בטווח קצר



אתגרים במדיניות מוניטארית

ויציבות פיננסית: שוק הנדל"ן

• האם לתת לבועות להתפוצץ בעצמן? היום מוסכם שלא!

• הדיון על הריבית הנמוכה של 6-2003 בארה"ב

• **טיילור**: הריבית הנמוכה מכלל טיילור גרמה

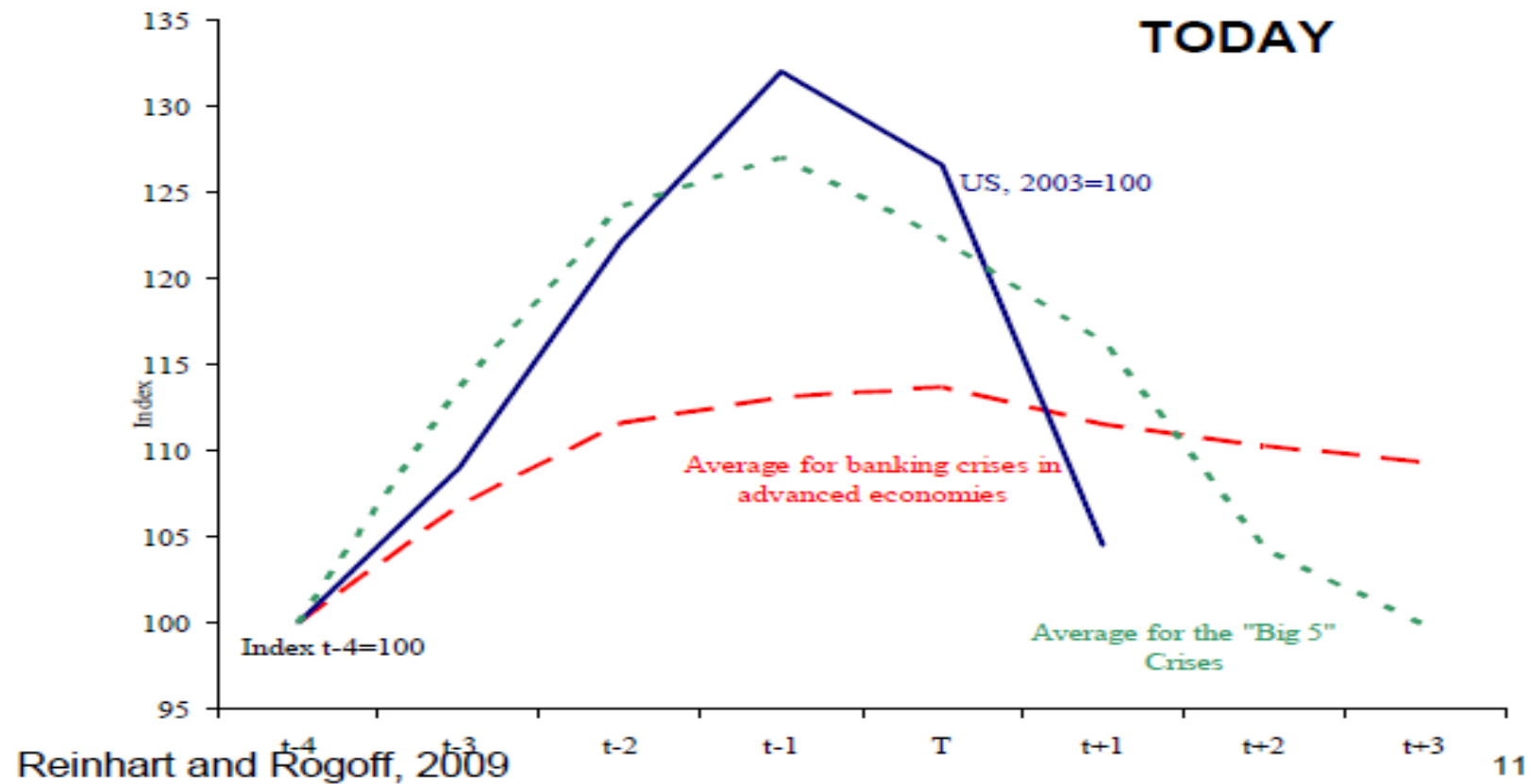
לגידול המוגזם בבניה ובאשראי למגורים שגרמו
את המשבר

• **ברננקי**: בהינתן האינפורמציה עבדנו על פי כלל

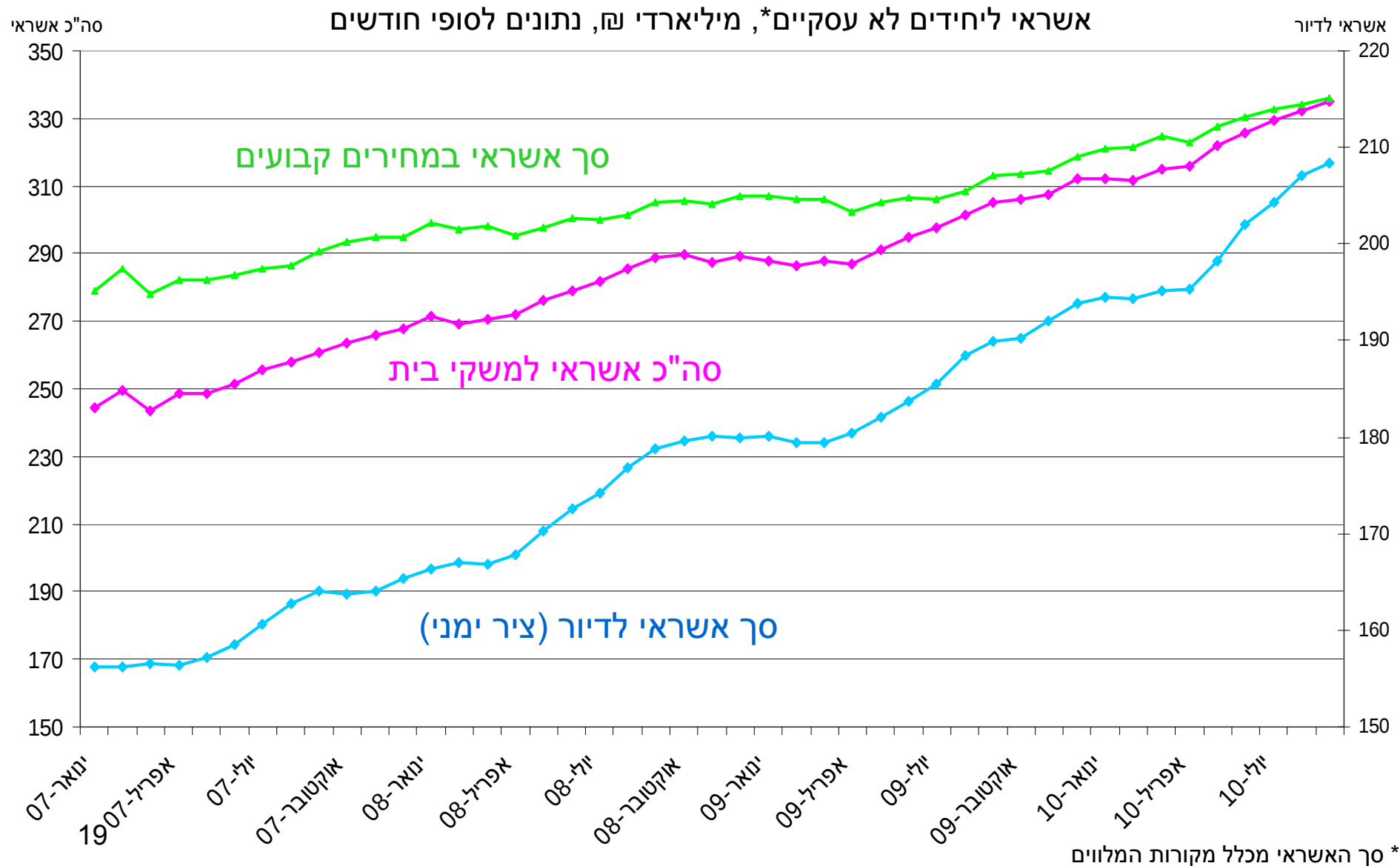
טיילור. היו סיבות נוספות – פיקוח לא תקין

ריינהרט ורוגוף (2009) משברים בנקאיים מתרחשים לאחר עלייה תלולה במחירי דיור (ובאשראי לדיור)

Real Housing Prices and Banking Crises

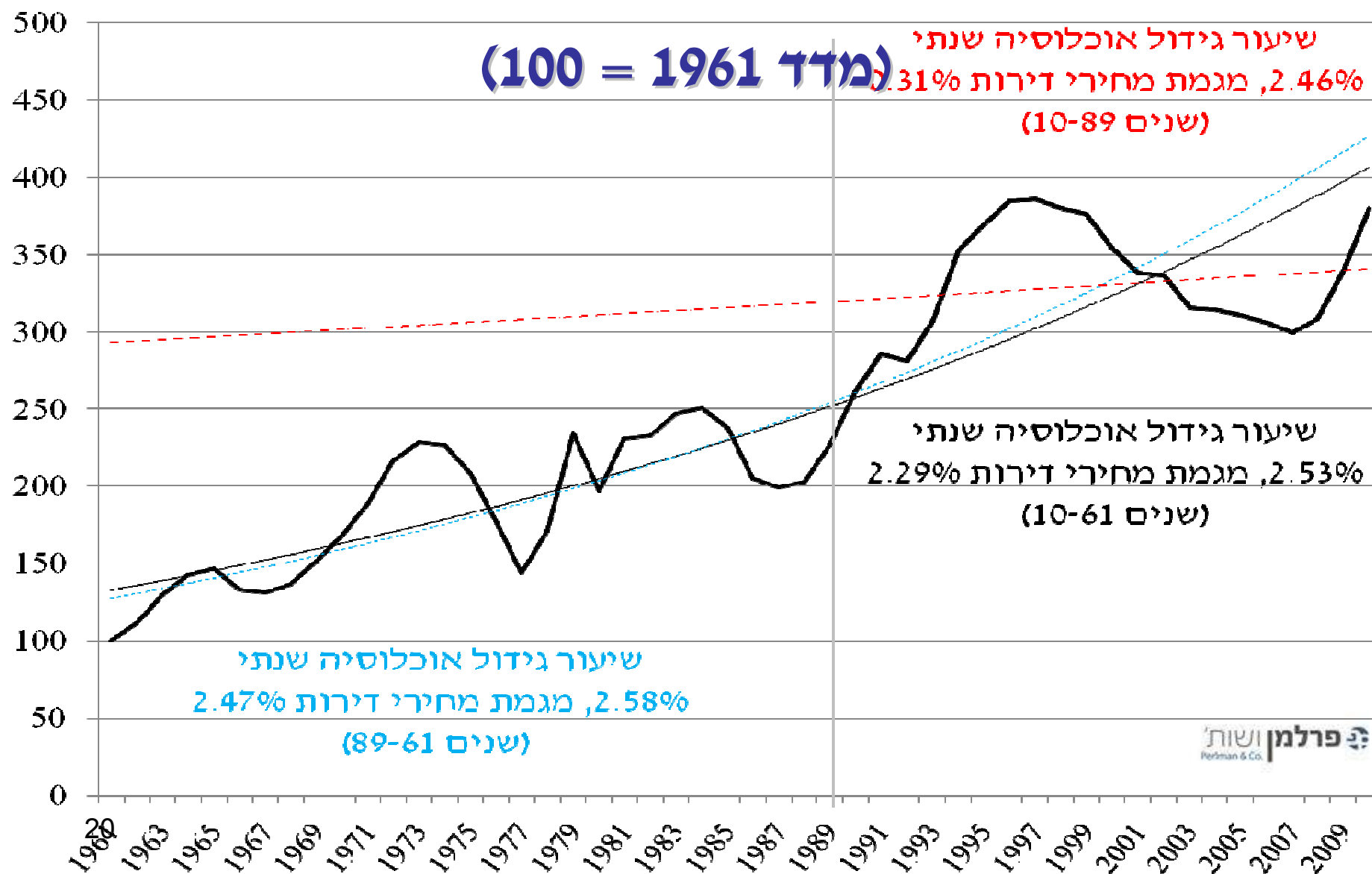


האשראי לדיור של משקי בית עולה ביותר מ 10% לשנה בשנתיים האחרונות



מחזורים ומגמה עולה במחירי הדיור בישראל:

מהי המגמה ארוכת הטווח? (מדד מחירי דירות ריאלי)



מהי מגמת שינוי הדיור על פני זמן?

$$\underbrace{\frac{d_t}{P_t}}_{\text{שכ"ד מעל למחיר דירה}} + \underbrace{\frac{\Delta P_t}{P_t} - \pi_t}_{\text{שינוי ראלי במחירי הדירה - G}} = \underbrace{r + \rho + \tau}_{\text{תשואה-R}} \quad \begin{matrix} \text{ריבית} & \text{סיכון} & \text{פחת ואחזקה} \end{matrix}$$

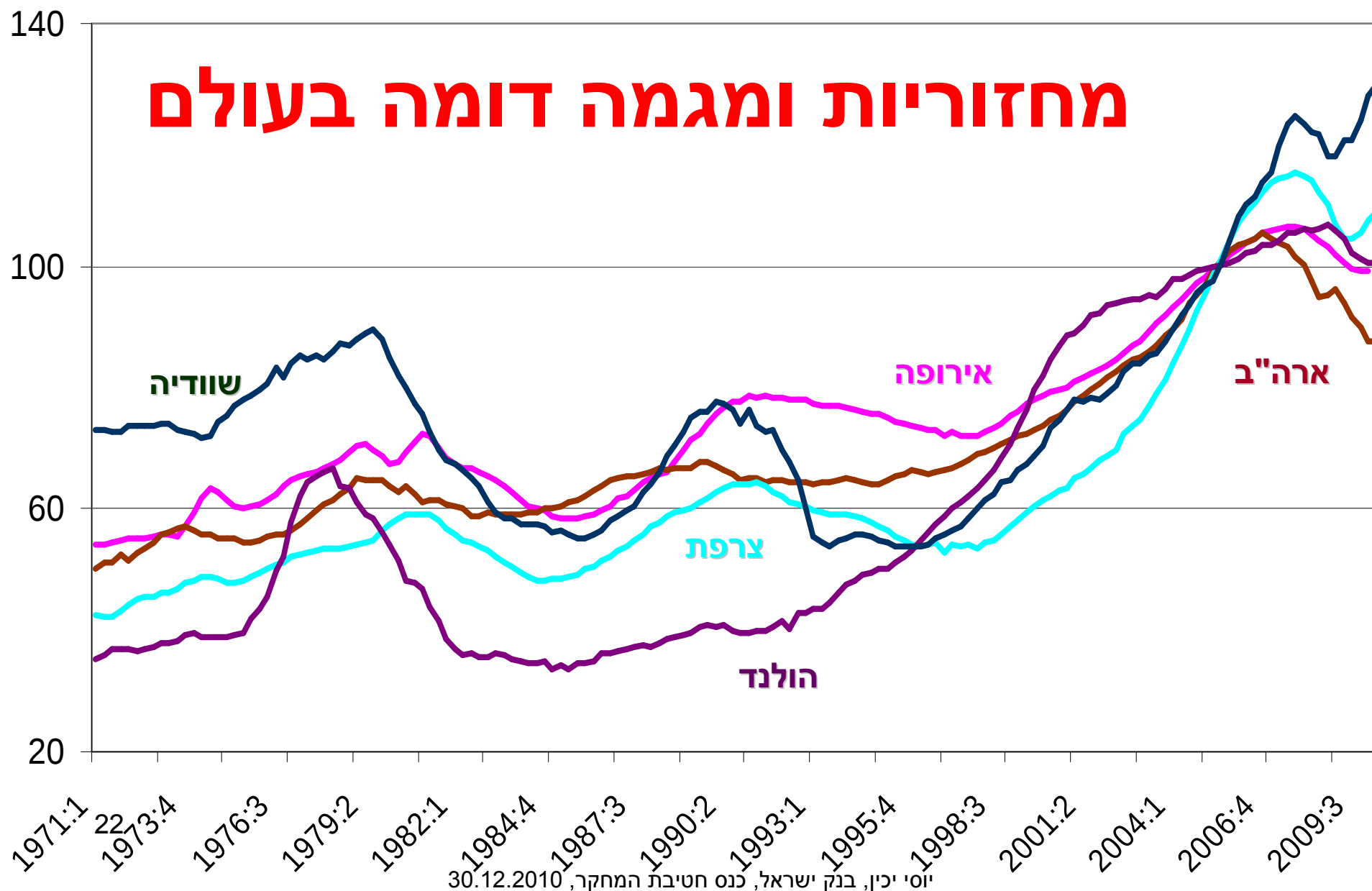
$$P_t = \frac{d_t}{R_t - G_t}$$

במצב יציב : שיעור עליית מחירי הדיור נקבעת אקסוגנית ושכר דירה חלקי המחיר נקבע במשואה זו ונשאר קבוע. (ניתן להתאים למצב עם מיסוי).

מחירי דירות במדינות מערביות

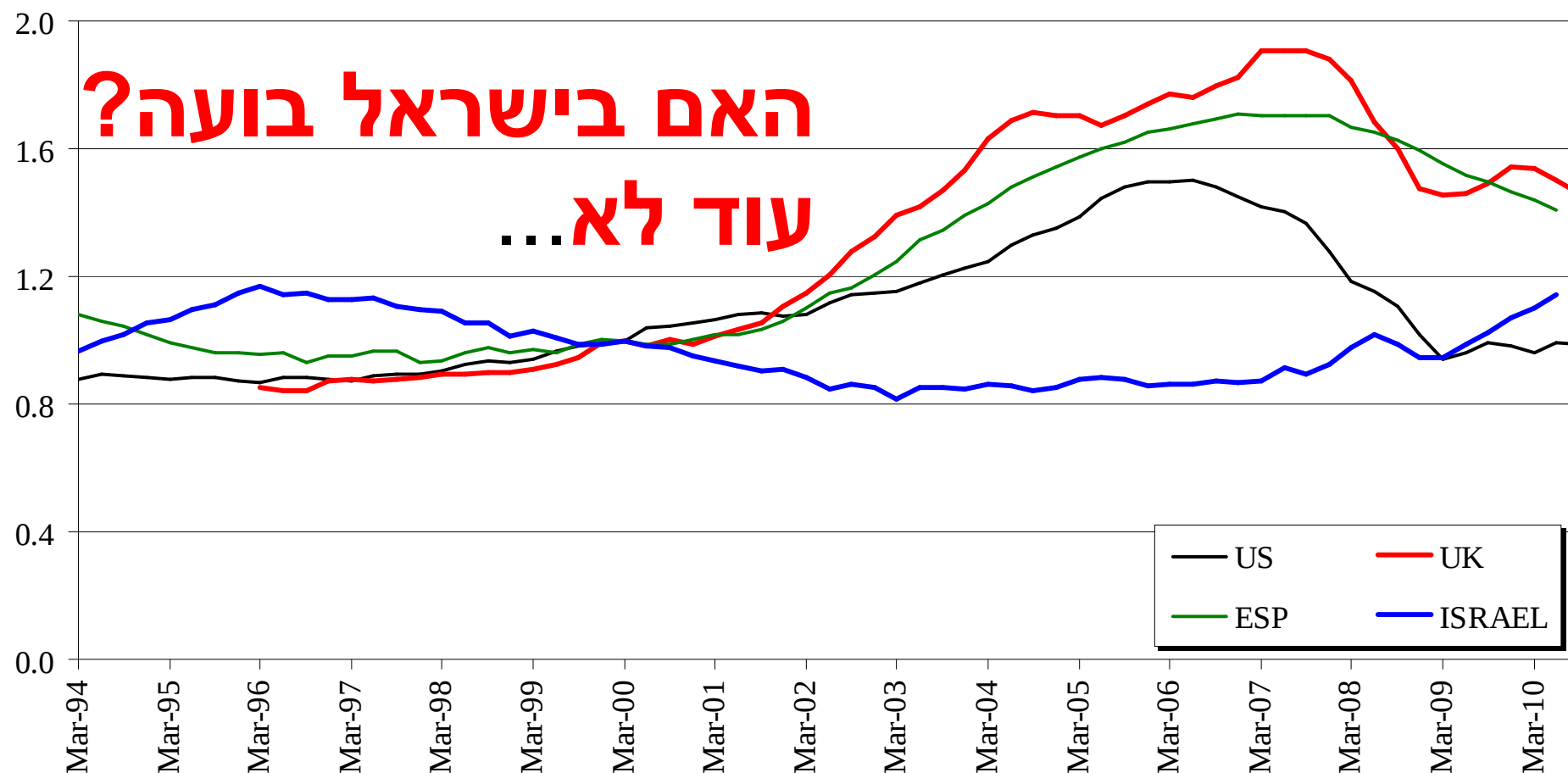
אינדקס 100=2005

מחזוריות ומגמה דומה בעולם



יחס מחירי דירות לשכר דירה*

(Q11994 עד Q22010, מרץ 2000 = 1)



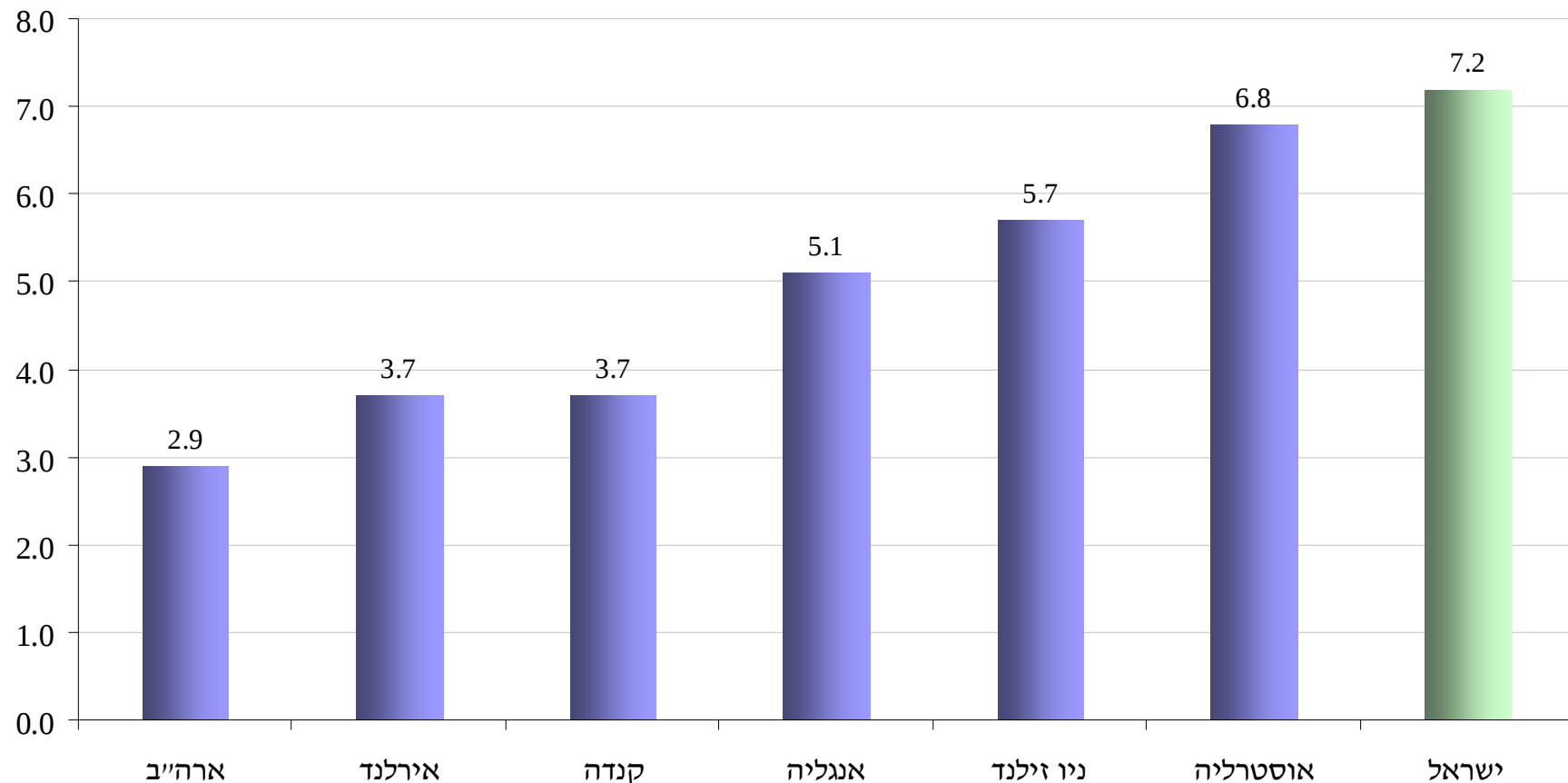
* עבור הנתונים האמריקאים: מדד Case-Shiller למחירי בתים (מקור: S&P) מחולק בסעיף שכ"ד במדד המחירים לצרכן האמריקאי (מקור: BLS). בריטניה: מדד מחירי דירות בבעלות (מקור: Bloomberg) מחולק בסעיף שכ"ד במדד המחירים לצרכן (מקור: UK office for national statistics). ספרד: נתוני ה-23 OECD. ישראל: מדד מחירי דירות בבעלות הדיירים מחולק בסעיף שכ"ד במדד המחירים לצרכן (מקור: הלמ"ס).

יעד מדיניות מאקרו-יציבותית (לא שיגרתית) בתחום הדיור

- מניעת "בועת" מחירי נדל"ן הנתמכת על ידי גידול מהיר באשראי – (פעולה ממוקדת של ה"כבדת אשראי")
- כלים (דוגמאות):
 - ייקור המשכנתאות בריבית קצרה (משתנה) עם יחס חוב לערך דירה מעל 60%
 - מגבלות על רמת המינוף של משכנתאות
 - דרישות הון והפרשות לייקור הריבית לאשראי מדיור ומשקי בית
- תוצאה: בתנאי ריבית נמוכה במשק נמנעת אינפלציית נכסים בענף הנדל"ן הנובעת מביקוש

מחירי הדיור בישראל גבוהים: למה ומה עושים?

היחס בין מחיר דירה חציוני להכנסה חיצונית של משקי בית*



* הנתונים מתייחסים לרביע השלישי של 2009. עבור ישראל המדד מייצג את היחס של מחיר דירה ממוצע להכנסה החיצונית של משקי הבית.
המקור: ישראל: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל, מדינות נבחרות: Performance

התשובה נמצאת בצד ההיצע

(תחום הייעוץ לממשלה)

התפלגות הקרקעות בישראל (באלפי דונמים):

למנהל כ 80% מהקרקע לבניה

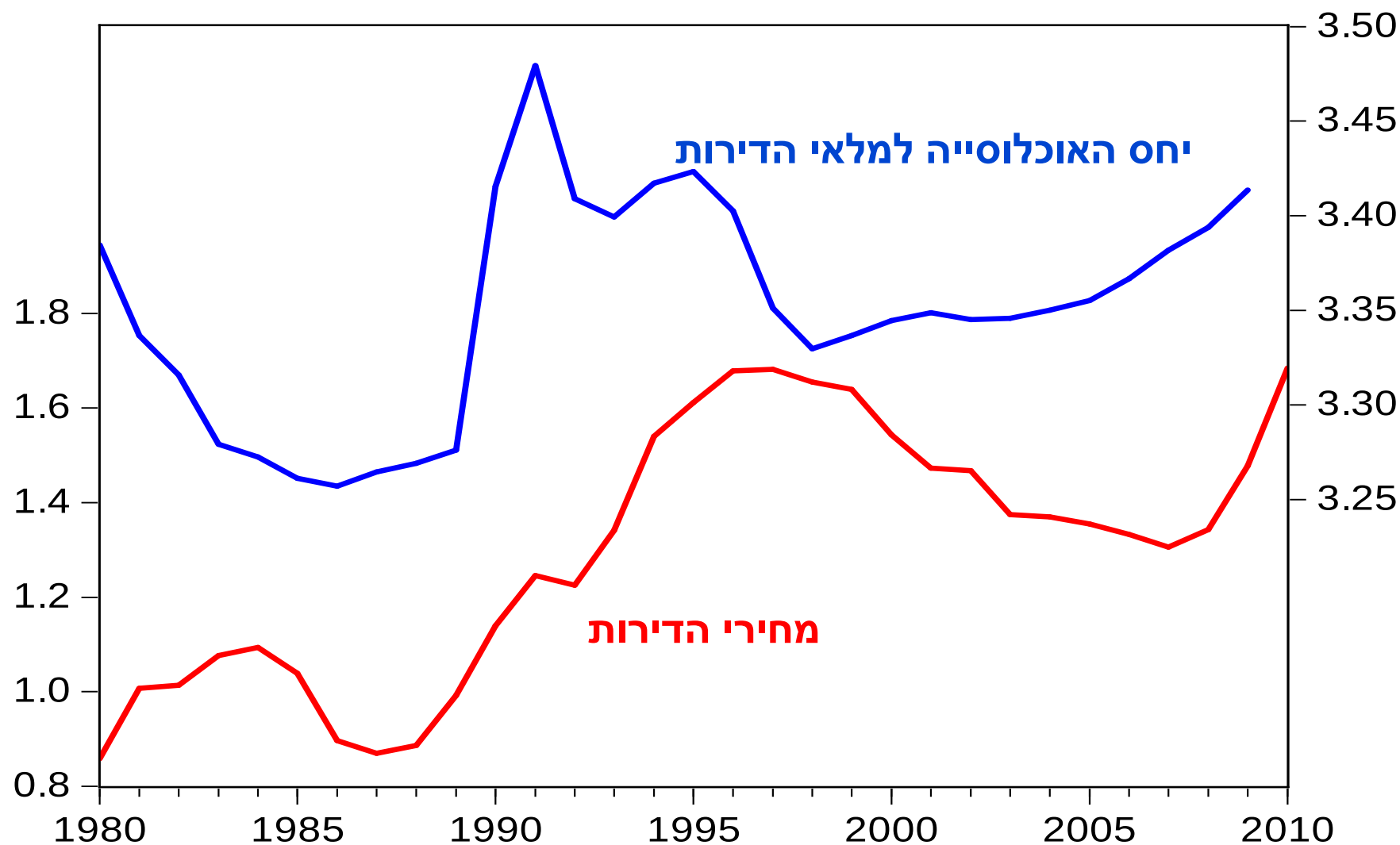
קרקע בניהול ממ"י		קרקע פרטית			
התפלגות	שטח	התפלגות	שטח	שטח	מחוז
93%	1589	6%	108	1697	ירושלים
87%	3868	13%	556	4424	צפון
68%	631	32%	292	923	חיפה
82%	1063	18%	234	1297	מרכז
52%	87	48%	80	167	ת"א
99%	11985	0%	42	12027	דרום
93%	19223	6%	1311	20534	סה"כ

היצע למכירה של דירות חדשות במשק

הבניה ביוזמה ציבורית נמוכה: מה חדש?

סוף תקופה	סה"כ	יזמה ציבורית	יזמה פרטית
2000	30805	11500 (37%)	19305
2001	25330	9620 (38%)	15710
2002	22470	9400 (42%)	13070
2003	21300	8450 (40%)	12850
2004	20435	7055 (35%)	13380
2005	19005	5850 (31%)	13155
2006	20110	6585 (33%)	13525
2007	17495	5950 (34%)	11545
2008	17430	5840 (34%)	11590
2009	14620	4570 (31%)	10050
אוגוסט-10	13835	4465 (32%)	9370
שיעור השינוי	0.05-	0.02-	0.07-

יחס אוכלוסייה למלאי דירות



למה מחירי הדיור בישראל גבוהים?

- בעולם קרקעות לבניה בבעלות (או החכרה) וביוזמה פרטית.
- בישראל הקרקע לבניה ביוזמה ציבורית בין 100% לכ- 50%.
- מידת היזמות של הציבורית נמוכה (חדש?)
- תוצאה: הקטנת התחרות ביזמות נדל"ן והקטנת מלאי הצע עתידי של דיור – לחץ מתמשך על מחירים ויצירת מונופולים מקומיים.

וכמות הדירות שנבנו נמוד מהגידול במשקי הבית

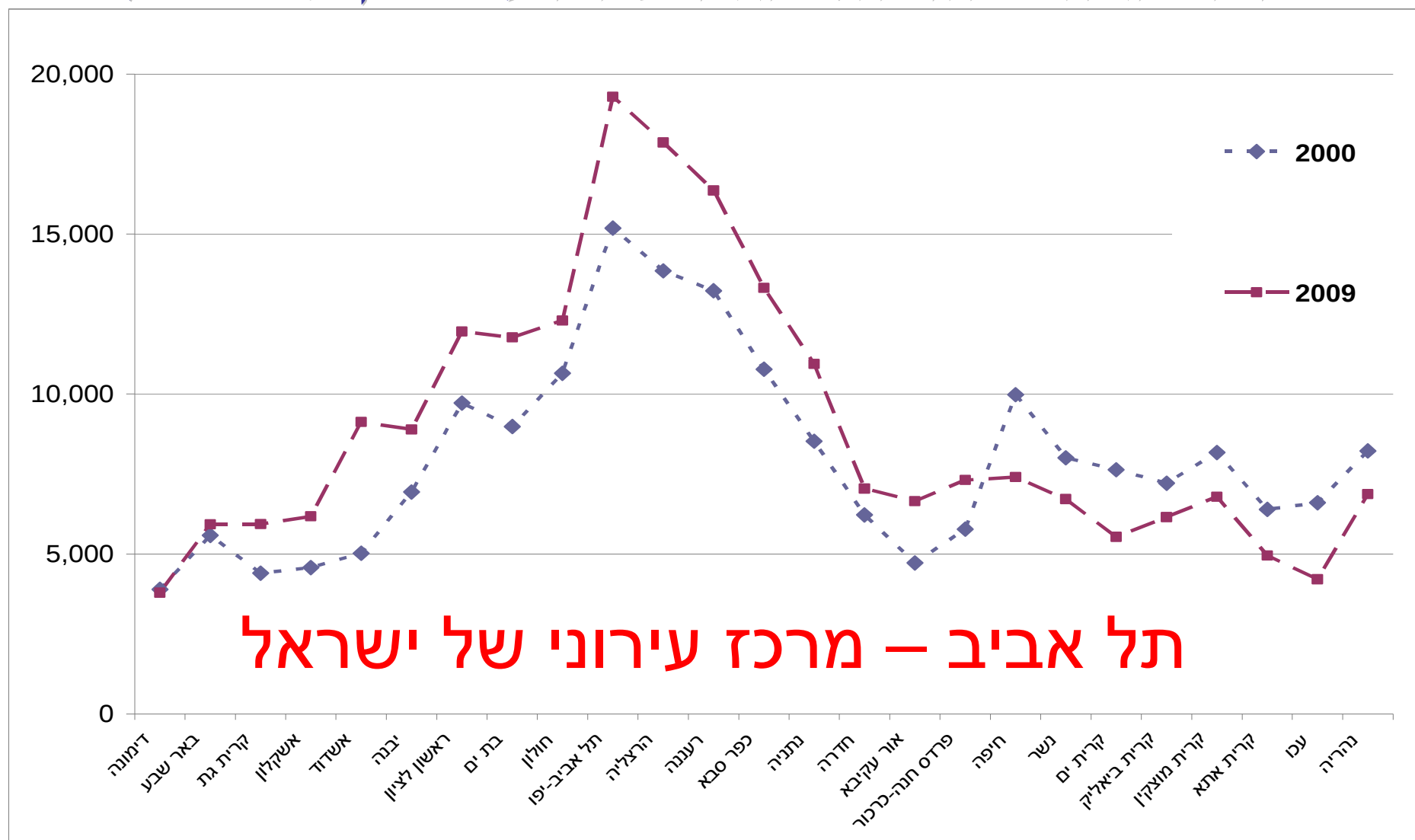
מלאי דירות ביחס למספר משקי הבית

	2009			2007			2000			
מחוז	מלאי דירות (באלפים)	משקי בית (באלפים)	דירות למשק בית	מלאי דירות (באלפים)	משקי בית (באלפים)	דירות למשק בית	מלאי דירות (באלפים)	משקי בית (באלפים)	דירות למשק בית	
ירושלים	221.0	235.3	0.94	215.6	234.0	0.92	196.9	196.4	1.00	
הצפון	327.5	327.1	1.00	313.8	314.1	1.00	267.3	266.8	1.00	
חיפה	309.6	292.7	1.06	305.0	283.8	1.07	<u>281.6</u>	<u>255.8</u>	<u>1.10</u>	
המרכז	524.3	546.6	0.96	506.4	515.0	0.98	435.0	418.9	1.04	
תל אביב	476.7	470.0	1.01	466.3	460.8	1.01	439.9	422.6	1.04	
הדרום	292.1	315.6	0.93	285.0	300.6	0.95	248.1	257.7	0.96	
סך הכל	2,218.6	2,257.9	0.98	2,155.9	2,175.3	0.99	1,917.2	1,873.3	1.02	

מקור: קובץ כרמ"ן, עיבודי פרלמן ושות'

ישראל: אזור מטרופוליטני אחד

ציר דימונה - נהריה: מחיר למ"ר (מחירים קבועים של 2009)



מדיניות בצד ההצע: קידום רפורמות

- **עידוד היזמות הפרטית.** ליישם הרפורמה למכירת קרקעות מיועדות לבניה בשטחי המועצות המקומיות בכמויות משמעותיות ללא יצירת מונופולים מקומיים
- **רישוי ותכנון.** ליישם הרפורמה ברישוי ותכנון תוך פיקוח על הועדות המקומיות - יצירת תחרות בין רשויות
- **חידוש ופיתוח עירוני.** עידוד פינוי בינוי, תכנון ופיתוח הישובים הערביים, עידוד תמ"א 38 (חיזוק, שיפוץ והרחבת בניינים). לא להקים ערים חדשות.
- **זמן קצר.** מיסוי קרקעות מתוכננות ומיועדות לבניה. עידוד תיעוש הבניה.

תורה!