

דיון:

Robert Topel :  
"States", J.  
Stiglitz, Joseph  
Perspectiv

### אשר בלס

המחבר שואל אם המחירים הגבוהים של הדירות בישראל הם בכחינת בועה. זוהי שאלה מעניינת, כי ניתן להניח שמחירו של נכס כדירה, המצוי בכמות מוגבלת (non-renewable) ומאופיין בעלות עסקה גבוהה אכן עשוי בתנאים מסוימים לשקף תנאי בועה. הסוגייה של בועות במחירי הנדל"ן, ובכלל סוגיית יעילותו של שוק הנדל"ן, נחקרה בידי אחרים, בעיקר בארה"ב וביפן. כאן המחבר מגדיר בועה כמצב שבו מחירה של דירה אינו נמצא בקואינטגרציה על פני זמן עם נתונים אחרים. ממחקרו על מחירי הדיור לאורך עשרים וחמש שנה הוא מסיק כי אין עדות לבועת מחירים, וזאת משום שמחירי הדירות כבעלות ומחירי שכר הדירה ומספר משתנים נוספים נמצאים בקואינטגרציה.

אינני בטוח שתוצאות מכחן הקואינטגרציה הן עדות מספקת לאי קיומה של בועה, כפי שזו מוגדרת לפחות בחלק מן הספרות. בפרט, ניתן לדמיין מצב שבו מחירי הדירות הם גבוהים ביחס למחירי שכר הדירה, אך בעיקרם מתפתחים במקביל להם. ככלל, אני רואה קושי בפירוש התוצאה כדבר היעדרה של בועה: האם משמעותה היא שלא היו תת-תקופות אשר בהן מחירי הדירות התפתחו במסלול חריג? כמה זמן יכולה בועה להתמיד בלי להשפיע על תוצאות הקואינטגרציה? נראה שיהא זה רצוי להבהיר שאלות אלו. כמו כן ראוי לחשוב על השאלה באופן פחות טכני ומהותי יותר, וכן להתמודד עם השאלות שאחרים - למשל שילר - הציבו בנושא של נדל"ן: האם ניתן לצפות, מהשקעה בנדל"ן, לרווחים

גבוהים יחסית לסיכון? האם מחירי הנדל"ן לאורך זמן מתנהגים כ-random walk? אם מקבלים את הממצאים כדבר העדר בועה, פירושו של דבר שעל פני זמן ההיצע נענה לביקוש, המושפע מזעזועים אקסוגניים. מכאן שהרשויות בישראל, אשר כידיהן נתון היצע הקרקעות - שכן המדינה מחזיקה בכ-92 אחוזים מהקרקעות - אכן נענות לביקושים אלו. עם זאת מן המקובלות הוא שתגובתן של הרשויות בישראל לזעזועי ביקוש לקרקע אינה באה, בדרך כלל, בעתה. האומנם ניתן ליישב את התוצאות הסטטיסטיות עם מצב זה?

אחת התכונות הבולטות של שוק הדירות בישראל היא רמתה הנמוכה על פני זמן של התשואה השוטפת על דיור; במלים אחרות: מחירי הדירות גבוהים, אך שכר הדירה נמוך. את זאת ניתן להסביר במודל שבו המשקיעים ובעלי הדירות - כעבר ובהווה - מצפים לרווחי הון. סביר שרווחי הון צפויים ישתנו במשך הזמן, במיוחד בישראל, המאופיינת בתנודות דמוגרפיות גדולות. המודל שבמאמר לוקה בהניחו כי רווחי הון צפויים הם קבועים לאורך זמן ואינם תלויים בשינויים דמוגרפיים. יתר על כן, גורמים אחרים שהשתנו עם הזמן - למשל הייסוף הריאלי, שינויים ברמת החיים, במסים ובסוכסידיות לדיור - מניעים אותנו לחשוב שרווחי ההון הצפויים אכן השתנו על פני זמן. הטענה שאף אחד מגורמים אלו אינו תורם להסבר השינויים ברווחי ההון הצפויים הוא בעיניי טענה מאולצת. זאת במיוחד לאור

העובדה שהמחבר מסביר באריכות כיצד דווקא הפרמיה הנדרשת על ההשקעות בנדל"ן היא גורם המשתנה על פני זמן - עקב שינויים בחלק הלא מוסבר של שונות מחירי הנדל"ן, ולכן משתנה זה צריך לדעתו, להיכלל במודל. נראה שמן הקואינטגרציה שבין הסדרה של מחירי הדיור לזו של מחירי שכר הדירה והשונות הלא-מוסברת, הוא מסיק כי הנתונים הדמוגרפיים ונתוני הצמיחה הם נטולי חשיבות לעניין זה; ומכאן הוא מסיק שרווחי ההון הצפויים הם קבועים על פני זמן. לא מצאתי הוכחה אינטואיטיבית משכנעת לטענה זו.

## דיון:

שוק הנדל"ן וש  
 עשויה לתרום ר  
 על הניסיון הרצי  
 קשרי הגומלין  
 המחירים בשוק  
 הרעיון המר  
 כתנאי סיכון ב  
 השבעים וזכה  
 המניב תשואה  
 (הממוצעת) נ  
 תצרוכת" ייסח  
 מקור אי הו  
 בכל תקופה ה  
 נכסים מסוכני  
 שירותי דיור, נ  
 מחירים של נכ  
 רמת האינפלצ  
 חיובי בין רמר  
 מכאן שתו  
 תמחור לא יע  
 משנויים בשו  
 תמחור נכון  
 החסכון במש  
 לאינפלצ  
 בטווח הקצר  
 תכופים במד  
 התאמות תכו  
 מיני רבות)  
 מאינפלציה  
 בהרצאתו. ה  
 ולא פיננסי