

בשוק העבודה נמשך בתקופה הנסקרה הרפין, שהתרbeta בירידה ניכרת של תשומת העבודה. שיעור האבטלה אמן ירד מעט בربع השני של 2003, אך נותר ברמה גבוהה של 10.6 אחוזים. זאת ועוד, הירידה בשיעור האבטלה באה במקביל לירידה בשיעור התעסוקה ובעה בעיקר מהמצטצום בכוח העבודה האזרחי, שהתרbeta בירידת שיעור ההשתתפות. עומק האבטלה - משקלם של המובטלים המחייבים עובדה יותר מחיצ'ינה - גדל מאוד בربع השני והגיע לשיעור חסר תקדים של יורד מ- 40 אחוזים. עצמת הרפין בשוק העבודה השתקה גם בהמשך רידתו של השכר הריאלי, עד יולי. יחסית העבודה במשק התערערו בתקופה הנסקרה, והיא הייתה רצופה בשביות ובעיצומים, רובם במחאה על הפגיעה בתנאי העבודה והפנסיה הגלומה בתכניות הכלכליות. מספרם של העובדים הזרים בישראל המשיך לרדת בربع השני של השנה, כתוצאה ממשינוי המדיניות המשאלתית, מהగברתamaxxi האכיפה ומהפרסום הרב שניתן לאלו באמצעות התקשות. ירידת מספרם של העובדים הזרים, שלא קוזזה על ידי עלייה בעסקת עובדים מהשטחים, תרמה לעלייה בעסקת העובדים ישראלים בענפי הבניה והחקלאות, לראשונה מזה שנים רבות.

מדד המחרירים לצרכן ירד בתקופה הנסקרה ב-2.3 אחוזים, שיעור שביטה ירידת כמעט כמעט ירד כל התקופה הנסקרה (להוציא עלייה קלה ביולי). ירידת המחרירים בתקופה הנסקרה שיקפה בעיקר את ייסוף השקל לאחר הפיחות בתחילת השנה, שהיא הגורם המרכזי לעליית המחרירים בربع הראשון. ירידת המחרירים רקע המשך המינון העמוק בפעולות היריאלטי. ירידת המחרירים הייתה מלאה בירידתן של הציפיות לאינפלציה והתשואות לטוחים הארוכים, מה שאיפשר לבנק ישראל לחיש, החל מאפריל, את תהליך הפחתת הריבית, בשיעורים גדלים והולכים אשר הצטברו ל-3.3 נקודות אחוז (כולל הפחתה של 0.4 נקודה אחוז לאוקטובר ו-0.5 נקודה אחוז לנובמבר).

למרות התכניות הכלכלית שאושרה הממשלה במהלך מרץ 2003, צפוי גירעון הממשלה לחזור במידה ניכרת מהיעד שנקבע ל- 3 - 3 אחוזי תוצר. הסיבה לעיקר החירגה מעיד הגירעון היא שההכנות מסווגות נמכרות במידה רבה מהחזיות¹. לעומת זאת תוואי הוצאות מתישב עם תת-bijou קטן של התקציב.²

¹ ניתוח מלא של התכנית הכלכלית של הממשלה והשפעותיה הצפויות על הייעון הממשלה ועל הפעולות בשנים הבאות רואו "התפתחויות הכלכליות והמדיניות המקרו-כלכלית: 2003 עד 2005"

² השינויים ברישום המימון של השקעות הממשלה ברכבת מקטינים את ההוצאות המדוימות של הממשלה ב-כמיליאר ש"ח.

קווי ההתפתחות העיקריים

התפתחויות במהלך החודשים אפריל עד ספטמבר 2003 (להלן התקופה הנסקרה) מעידות על התיצבות הפעילות בשוק ברמה הנמוכה שאליה היא הגיעו לאחר יותר משנהיים של מיתון عمוק. האינדיktורים האחרונים לבחינת הפעולות הריאלית מביעים על תמונה מעורבת. המدى המשולב החדש מצב המשק ירד לאורך כל התקופה הנסקרה. קצב ירידתו, שהתרמתן מעת בחודשים יוני ווולי, שב והואץ באוגוסט ובספטמבר. התפתחותו של המדי המשולב משקפת את המשך המיתון הכלכלי, וזאת לפחות במקומיים והן בביטחון העולמיים, וזאת למורות ההთאושות במשקי ארצות הברית ובמדינות אסיה ואמריקה הלטינית. לעומת זאת מציג סקר החברות לתקופה הנסקרה על AMAZ.NETו חיובי קטן, הראשון מאז הרפין האחרון של 2001 - תוצאה אותה בקצב הירידה של הפעילות מרבית הענפים, ואפילו עלייה מוגנה בחלקים. על המונחים החובבים מעיבים דווקא החברות מרבית הענפים בדבר ציפיות לירידת הפעילות בריבועי הרבעי. מדד המחרירים לצרכן ירד במהלך התקופה הנסקרה ב- 2.3 אחוזים. ירידתו שיקפה בעיקר את ההתפתחויות בשער החליפין של השקל, על רקע סביבת הפעולות הריאלית המותנת. בשוק ההון ניכר בתחילת התקופה הנסקרה שיפור, שהתרbeta בירידת התשואות לטוחים הארוכים ובעלייה דדה של שער המניות ונפח המסחר בבורסה. התפתחויות חיוביות אלו קוזזו בחולון לקרה סוף התקופה הנסקרה: ביולי ובאוגוסט ירדו שער המניות בד בבד עם ירידת בנפח המסחר. בספטמבר נתחשה העלייה במדד המניות הכללי, תוך תנודות רבות בשעריהם וגידול של נפח המסחר.

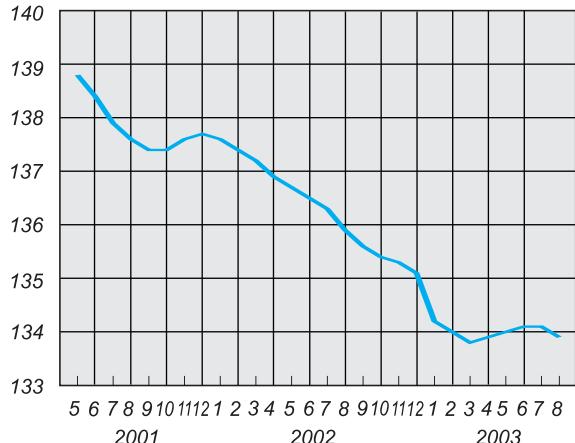
בתחילת התקופה הנסקרה חתמה אי-הוואות הכלכלית הפוליטית והביטחונית, שהעיבה על הפעולות ברבע הראשון. בין הגורמים לצמצום אי-הוואות היו כינון הממשלה החדשה, סיום פרסום התכנית הכלכלית ואישורה מהיר הממשלה ב舐חה, המלחמה בעיראק, כינונה של ממשלה חדשה בראשות הפלסטינים, חידוש (זמן) של התהlik המדייני ואישור הערכות של הממשלה האמריקאי למשתל ישראלי. כל אלו הביאו עוד בתחילת התקופה הנסקרה לייסוף בשער החליפין של השקל, לעליית מחררי המניות ולירידת התשואות הנומינליות והריאליות לטוחים הארוכים. ירידת אי-הוואות והשינויים בשוק ההון והCASTIFS בעקבותיה התרbetaו גם בירידת הציפיות לאינפלציה ומדד המחרירים, ובסיומים ראשוניים להתייצב הפעולות הריאלית. ההודעה באמצעות יוני על הפסקת פעילות הטרו - הריאלית. השנאה עד אמצע אוגוסט - תרמה להתאוששות זמנית במסחר ובתיירות. עם זאת, החזרה לשגרת הפגיעהים הגדרה שוב את אי-הוואות והביאה להנמכת הציפיות להתאוששות בת-קיימה בעתיד הקרוב.

דיאגרמה 1

נתוני מגמה חודשניים - מאי 2001 עד ספטמבר 2003

Monthly Trends 5.2001-9.2003

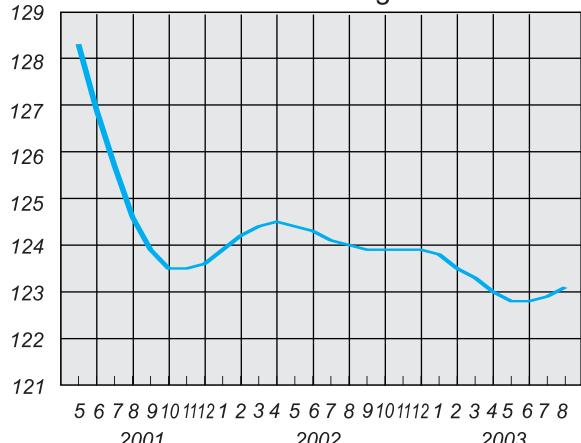
מדד הפקון בענפי המסחר והשירותים* (100 = 1995)
Index of Trade and Services Revenue*



* Until August 2003.

* עד אוגוסט 2003.

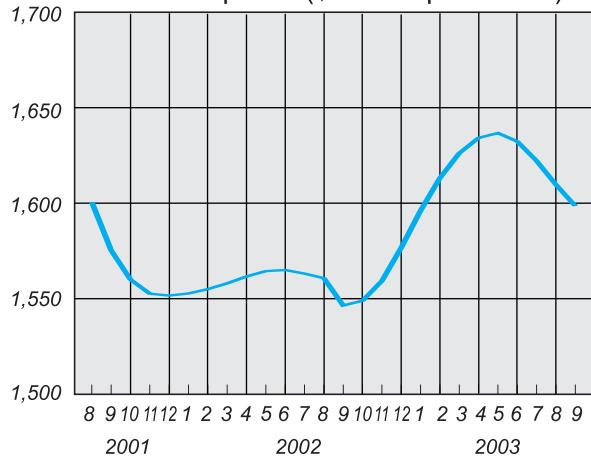
מדד הייצור התעשייתי* (100 = 1994)
Index of Manufacturing Production*



* Until August 2003.

* עד אוגוסט 2003.

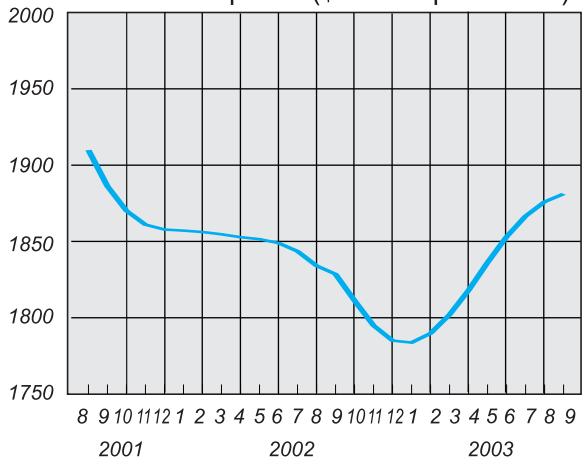
יצוא הסחורות* (מיליוני דולרים לחודש)
Goods Exports* (\$ million per month)



* Until September 2003.

* עד ספטמבר 2003.

יבוא הסחורות* (מיליוני דולרים לחודש)
Goods Imports* (\$ million per month)



* Until September 2003.

* עד ספטמבר 2003.

ענפי המשק

מצביים על התיעכבותה של הפעילות, ולראשונה מאז שלמי 2001 נרשם AMAZON כנו חיוויי קטן. (מספר החברות המדוחאות על שיפור הינה גבוהה מסמך המשק ירד לאורך כל התקופה הנסקרת, המשולב החדש למצב המשק וחיי של ירידת רצופה (דיאגרמה 2). ירידת המשק לשנתיים וחצי של ירידת רצופה (דיאגרמה 2). ירידת המשק המשולב ביטאה את הרפין בשוק העבודה, את המשק הפעילות הנמוכה בתעשייה, ואת הייציבות במדד הפקון של

האינדיקטורים השונים להערכת הפעילות בענפי המשק מראים תמונה מעורבת, המעידת כנראה על התיעכבות של הפעילות בrama נמוכה: נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון השני מציבים על ירידת בתוצר וביצוא לעומת עלייה בצריכה, בהשקעה וביבוא. נתוני סקר החברות לתקופת הנסקרת (הרבעונים השני והשלישי)

ЛОЧ 1: אינדיקטורים לפעילויות העסקית, 2001 עד 2003

(בנייה עונתית, פרט לנוטרי הבנייה)

* * אפריל-ספטמבר	2003		2002			2002 2001				
	2003 2002	III	II	I	IV					
שיעור השינוי בממוצע במנוחים שנתיים התקופה המקבילה אשתקף										
שיעור השינוי בממוצע (כל רביען לנוטרי קודמו)										
9	-3.0	-3.3	-2.1	-3.0	-2.9	-3.2	-3.7	111.0	114.9	המדד המשולב למצב המשק
9	-3.3	-4.3	2.8	-1.9	-9.0	-0.5	-5.4	-2.9	4.8	המסחר הקמעוני המאorigן
8	-1.3	-1.4	1.5	-3.9	-0.1	1.1	-5.4	-2.4	-4.1	הייצור התעשייתי (לא יהלומי)
7	4.0	2.3	-7.2	8.6	0.0	-1.5	14.6	3.4	2.3	צרכית החשמל במרחב הניסקי
8	0.7	-2.1	-0.9	6.3	-2.2	-2.8	3.4	-2.6	-0.5	מדד הפקון בענף המסחר
8	-1.4	-1.4	5.1	2.0	-10.0	2.2	-3.3	-1.2	1.7	מדד הפקון - מסחר ושירותים
שיעור השינוי בממוצע (כל רביען לנוטרי קודמו)										
9	37.5	-36.2	19.2	35.6	-24.8	15.2	14.5	-27.8	-50.3	כניות תיירים
8	-31.3	-19.1	61.8	-0.8	-50.6	-0.8	27.0	-23.0	-27.6	כניות נולדים
6	-15.2	13.1		-6.9	14.9	-19.2	-1.9	1.4	-31.3	התחלות בנייה של דירות
6	-32.4	88.5		-28.4	47.9	6.0	-39.8	1.6	-50.9	מוחה: במרחב הציבורי
6	-13.7	38.8		-3.3	11.5	-23.9	5.2	-0.7	-10.1	גמר בנייה של דירות
6	-12.3	42.6		-13.6	8.7	-35.8	45.4	22.0	-17.7	מוחה: במרחב הציבורי
נכסים ¹										
9		7	** -5	-22	-16	-13	** -10	-15	-15	תפוקת החברות התעשייתיות (מקור)
9		**2	-10	-16	-17	-15	** -10	-14	-14	תפוקת החברות התעשייתיות (מנוכה)
9		21	32	-32	-20	** -19	** -32	-24	-24	מכירות חברות המסחר (מקור)
9		**10	33	-25	-22	-24	** -32	-24	-24	מכירות חברות המסחר (מנוכה)

* החדש האחרון של גבי יש נתן.

** מציין תוצאה בלתי מובהקת ברמה של 5 אחוזים.

(1) מאז הנטו, דמיינו ההפרש בין מספר החברות המדוחאות על עלייה לבין אלה המדוחאות ירידה, כאחוז מסך החברות המדוחאות.

ביצוא. יבוא הסחורות והשירותים גדל ברבען השני בשיעור ניכר, לאחר ירידתו ברבען הראשון.

בחינת הרכב ההשקעה מצבעה על עליית ההשקעה בנכיסים קבועים, שisqueפה עלייה בהשקעה בכל תחבורת ובמכונות וצדוק מיוברים. בעוד שהעליה בהשקעה בכל תחבורת באלה לאחר רידיה דומה ברבען הראשון, והיוותה מעין תיקון חלקית לנตอน חריג, באה עליית ההשקעה במכונות וצדוק מיוברים בהמשך לעלייה ניכרת בשני הרבעיים שקדמו לו, ויתכן כי היא שisqueפה ציפיות של המשקיעים לשיפור בפועלות ולעליה ברמת הביקושים.³ גם ההשקעות בבנייה, לՏג'יהן, המשיכו לדמת ברבען השני, ושיקפו את המשך המיתון בפעילויות של ענף הבנייה.

למרות האמור לעיל, האופטימיות שמעוררת עלייתו של יבוא המכונות והצדוק עלולה להתברר כמודמת מדי, שכן על פי נתונים סחר החוץ רשם בחודשים يول-אוגוסט ירידיה ניכרת ביובא מכונות וצדוק.

ענפי המסחר והשירותים. מדדי היבוא והיצוא היו תנודתיים לאורך התקופה הנסקרתת; ביובא נרשמה מגמת עלייה וביצוא שררה במשך מרבית התקופה מגמת ירידיה (דיאגרמה 1).

נתוני החשבונות הלאומית לרבען השני של השנה מעידים בעיקר על תנודתיות רבה סביבה רמה ממונתנות, שכן ברוב הסעיפים נרשם קיזוז חלקיק לשינויים גדולים שאירעו ברבען הראשון (ולוח 2, כך שבמחצית הראשונה של השנה ירדו הביקושים המקומיים וסק הביקושים, עליה יצוא הסחורות והשירותים וירד היבוא. התוצרת המקומיי הגולמי שבIRR בערך השני, ב-3 אחוזים לעומת הרבעון הראשון, לאחר עלייה זמנית של 3.8 אחוזים ברבען הראשון. בצד הביקושים עליה מעט (ב-1.5 אחוזים) סך השימושים, תוצאה עלייה בשימושים המקומיים שנבעה מעליית הצריכה הציבורית, ההשקעה בענפי המשק והצריכה הפרטית, לעומת ירידת ההשקעה בבנייה) וירידת חדה

ЛО 2: חשבונות לאומיות, 2001, 2002 עד 2003

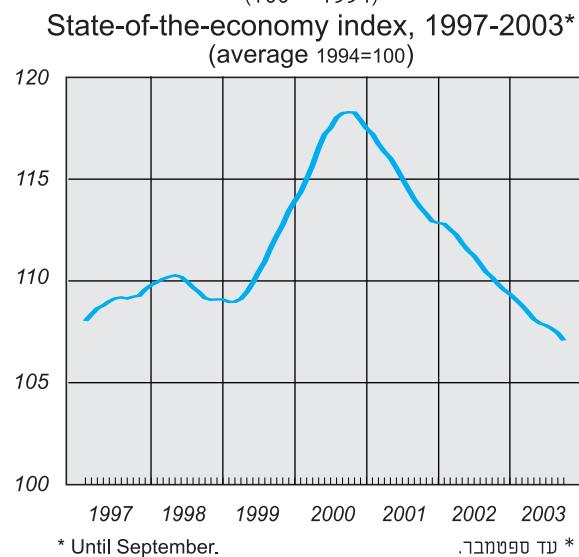
(בניכוי עונתיות)

* אפריל-ספטמבר	2003			2002			2002	2001
	2003	2002	III	II	I	IV		
שיעור השינוי המומצע במונחים שנתיים, במחדרים קבועים התגובה המקובליה אשתקא	(כל רבען לנוחות קודמו)							
6 0.4 -1.8	-3.0	3.8	-0.5	1.5	-0.8	-0.9	הتوزר המקומי והגולמי	
6 -0.4 -4.1	-4.8	3.7	-1.7	1.2	-2.8	-2.6	התמ"ג של המגזר העסקי	
6 0.1 -3.1	-5.5	5.4	-1.2	2.0	-1.8	-1.8	למעט חברות החזק	
6 0.7 -0.2	10.5	-5.8	0.3	-1.6	0.1	3.2	צריכה הפרטית	
6 -18.7 -17.1	8.3	-48.6	-29.7	11.7	-12.4	-4.9	ההשקעה המקומית הגולמית	
6 -12.0 -14.3	34.2	-44.7	-25.3	8.1	-9.4	-9.6	למעט חברות החזק	
6 2.2 -3.0	-12.3	17.1	13.0	-6.0	-3.0	-11.5	היצוא של סחורות ושירותים	
6 -1.8 -9.4	-29.3	9.1	17.1	3.1	-6.8	-6.7	למעט חברות החזק ויחולמים	
6 -2.7 -3.2	14.0	-20.9	3.7	-4.2	-2.3	-4.5	היבוא של סחורות ושירותים	
6 -1.8 -7.0	21.8	-13.0	-5.4	-7.2	-6.6	-4.2	למעט יחלומים	
6 4.4 6.1	6.5	6.0	1.8	3.2	5.7	3.4	צריכה הציבורית	
6 5.5 4.7	9.0	3.7	4.3	4.9	5.1	2.5	למעט היבוא הבטחוני	

* החדש והאחרון שלגביו יש נתון.

Diagramma 2

המדד המשולב למצבי המשק, 1997 עד 2003*
(100 = 1994)



ההשקעות בבנייה פרטית, שגדלו מעט במשך רביע הראשון, שבו וירדו ברבע השני, המשך למגמה המאפיינת אותן מאז שנת 1997.

ירידת ההשקעות במלאי נמשכה בתקופה הנוכחית, ואך נשמה השקעה שלילית, ככלומר ירידת כל ממש במלאים. ירידת מלאי זמן עשויה לשקף עלייה לא-צפויה בביטחון ולחכיב על שינוי לטובה בפעולות. ואולם התמצאות הירידה של ההשקעות במלאי (מאז הרביע האחרון של 2001) מעידה ככל הנראה על ירידת הבדיאות של החזקה מלאי בגלל שלילות גבואה (כתוצאה משיעורי ריבית גבוהים יחסית) ושל ציפיות נמוכות להתאוששות הפעולות בעתיד הקרוב.

עלית הצריכה אינה מחייבת, ככל הנראה, על שינוי צפוי בעילות, שכן הרכב השינוי בצריכה מעיד על עלילתה בעיקר בסעיפים שירדו בתקופות קודמות. זאת ועוד, העליה בצריכה באה למורות ירידתה של ההכנסה הפנויה, שנבעה מירידת השכר הריאלי, משיעור האבטלה הגבוה ומהקיוצים בתקטיב בכלל ובתשולומי ההעברה בפרט. יש לזכור כי נתוני הצריכה לרבעי

תחילת 2001 (דיאגרמה 3). בחלוקת על פי עצימות הטכנולוגיה ניכרת שנותר רובה בתפתחות הפעילות התעשייתית בין סוגיו הענפים השונים: במידה הייצור של ענפי הטכנולוגיה העילית התמתנה לקראת סוף התקופה הנסקרת מגמתה היידת; במידה הייצור של ענפי הטכנולוגיה המעורבת-עלילית הוצאה מגמתה היידת בתחלת התקופה, אך לקראת סופה היא הפכה למוגמת עלייה מתונה; בענפי הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית נמשכה מגמתה היידת, שהחלה ברבע האחרון של 2002, ובמدد הייצור של ענפי השירותים נרשמה עלייה קלה בתפקידו, לאחר של התעשיות המסורתית נרשמה מאז יוני התיעצבות, לאחר רידת מומשכת מאז המחייבת השניה של שנת 2000. לסקור החברות דיווחו חברות התעשייה על התיעצבותם בפועלותן, ולראשונה מזה זמן רב נרשם ברבע השלישיamazon נטו (אף כי לא מובהק) בתפקותן ובמספר ההזמנות ליצוא. קצב הרידת המכירות הואט, ושיעור הניצול של המכונות וההון גדל. עם זאת התחזקו ברבע השלישי הציפיות לרידת נוספת בפועלות המקומית, וגדל שיעור החברות המודוחות על רידת בהזנות לשוק המקומי לרבע הרביעי.

בענף הבנייה נמשכה היידת בפועלות. דיווחי חברות הבנייה לסקור החברות המשיכו להצביע על רידת כל תחומי הפעילות, וב汇报ת הפרטורים דיווחו יותר ממחצית החברות על הרעה במצבן. כך, למשל, דיווחו כ-80 אחוזים מהחברות על רידת במקומית, וגדל שיעור החברות המודוחות על רידת בהזנות רביע הרביעי, בכל הענפים.

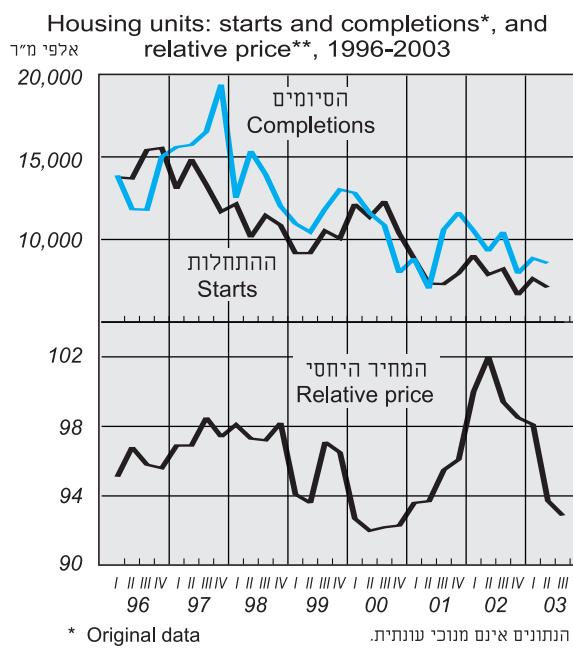
השני אינם משקפים את מלאו השני בכניסה הפנויה, שכן הם אינם כוללים את כל ההשפעה של הורדת השכר במגזר הציבורי ושל הרפורמה במס, שנכנסו לתוקפן ביולי.

אינדיקטורים נוספים לצירוף הפרטית בתקופה הנסקרת מראים תמונה מעורבת, המקשה על חיזוי הכוון של שינויים עתידיים בפועלות. הסימנים הראשוניים להתאוששותם של בענפי המשחר והשירותים, שבמدد הפדוון שלהם נרשמה עלייה קלה במהלך התקופה, התהפכו באוגוסט: במשחר וב汇报ת ענפי השירותים נרשמה ירידת חזקה, אשר קיזזה כמעט את כל עלייתם מתחילה התקופה הנסקרת. יתרון כי העלייה במידדי הפדוון שיקפה את הרגיעה הזמנית במצב הביטחוני בעקבות "הודנה",مامצע יוני ועד אמצע אוגוסט. ניצני השיפור בפועלות נגדעו באיבם עוד ברבע הרביעי, בעיקר בגל החזרה לשגרת הפיגועים וההדרדות המחוות של המצד החברות לתקופה הנסקרת עלות בקנה אחד עם ממצאי סקר החברות לתקופה הנסקרת (לוח 1), שהצביעו מחד גיסא על עלייה בפועלותן של חברות המשחר ועל האטה בקצב ירידת הפעולות של חברות השירותים, ומайдך - על עלייה משמעותית בציפיות להרעה במצב הפעולות רביע הרביעי, בכל הענפים.

מדדי הייצור התעשייתי התיעצב לקראת סוף התקופה הנסקרת ברמה הנמוכה שאליה הוא הגיע לאחר רידת כמעט מ-1996 עד 2003.

דיאגרמה 4

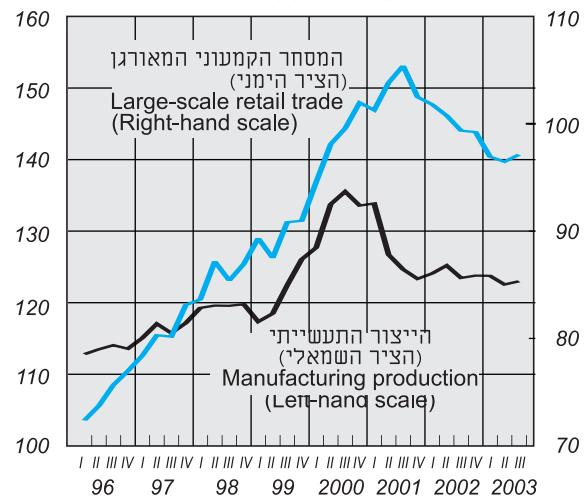
מספר ההתחלות והסיוםים* של יחידות דירות והמחיר
היחסי של הדירות**, 1996 עד 2003



דיאגרמה 3

הייצור התעשייתי* (מדד, ממוצע 1994=100) והמסחר
הקמעוני המאorigן (מדד, ממוצע 2002=100),
2003 עד 1996

Manufacturing production* (index, average
1994=100) and large-scale retail trade
(index, average 2002=100),
1996-2003



בענף התיירות: עוד בחודש ספטמבר נרשמה ירידה ניכרת בכנסיות התיירים לישראל ובספר הלינות. אינדיקטור נוסף לשברירותה של ההתאוששות בתיירות הוא דיווחי חברות המלונאות לסקור החברות ברבע השלישי על ירידה בהזמנות לרבע הרביעי.

שוק העבודה

המשך המיתון בפעולות התבטיא גם בהמשךו ואף בהחזרתו של הרפין בשוק העבודה. שיעור האבטלה אמן יוד מעת ברבע השני של 2003, אך נותר ברמה גבוהה של 10.6 אחוזים. זאת ועוד, הירידה בשיעור האבטלה באהה במקביל לירידה דומה בשיעור התעסוקה (מ-48.7 אחוזים ברבע הראשון ל-48.5 אחוזים ברבע השני) ושיקפה צמצום ניכר בכוח העבודה האזרחי, שהתבטיא גם בירידת שיעור ההשתתפות. במקביל לירידה הקלה בשיעור האבטלה החறך עמוק האבטלה, ומשקלם של המובטלים שחיפשו עבודה יותר מחצי שנה הגיע לשיעור חסר תקדים של כ-41 אחוזים (لوح 3). המשך הרפין בשוק העבודה התבטיא גם בירידות של השכר ושל מספר משרות השכירות. התקופה הנסקרה התאפיינה גם בא-שקט ביחס העבודה במשק, בעיקר על רקע הההרעות בשכר ובתנאי העבודה שנקבעו בתכנית הכלכלית.

תשומת העבודה הכוללת (של עובדים ישראלים, עובדים זרים ועובדים מהשתחים) ירידה ברבע השני של השנה ב-3.1 אחוזים, בהמשך לירידה של 0.8 אחוז ברבע הראשוני. ירידתה הניכרת של תשומת העבודה היא תוכאה של צמצום במספר המועסקים, בד בבד עם ירידה של ממוצע שעות העבודה למשתף. חלק גדול מהירידה בתשומת העבודה נבע מירידת תשומת העבודה של זרים, ב-11 אחוזים (המשך לירידה דומה ברבע הראשוני), על רקעمامצוי המשלה לצמצם את מספרם. תשומת העבודה של הישראלים ירידה ברבע השני ב-1.7 אחוזים - תוכאה של צמצום במספר המועסקים ב-0.1 אחוז (لوح 2.1) וירידה של 2.1 אחוזים במספר שעות העבודה הממוצע למשתף ישראלי.⁴ ירידתו של ממוצע שעות העבודה עולוה להיות אינדיקטור לפלייטת עובדים נוספים בעתיד, אם היא שיקפה הוצאה עובדים לחופשות כפויות או צמצום כפוי של מספר שעות העבודה או של היקפי המשרות, שמאחר יותר יהפכו לפיטורין. חיזוק חלקי לחש זה מתקבל מנתוני סקר כוח האדם, המצביעים על עלייה במספרם של הנעדרים זמינים מעובdotם, אף כי משקלם בסך המועסקים עדין נמוך מאשר בעבר.

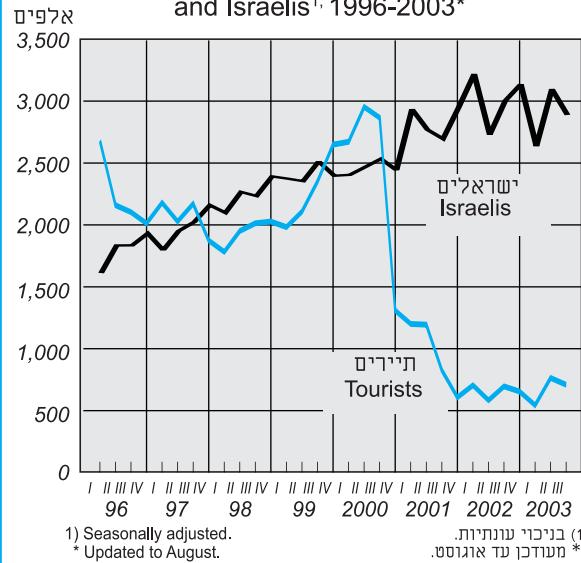
עיקר הירידה בתשומת העבודה הייתה בגזר העסקי (3.5 אחוזים בתשומת העבודה הכוללת ו-1.7 אחוזים בתשומת העבודה של הישראלים). מספר המועסקים הישראלים בגזר

⁴ כל אחת מהסדרות (מספר המועסקים, ממוצע שעות העבודה ותשומת העבודה) מנוכה מעונתיות בנפרד, ועל כן המספרים אינם מסתמכים.

דיאגרמה 5

ענף המלונאות - לינות תיירים וישראלים¹,
*2003 נד 1996

The hotel industry: bed-nights of tourists
and Israelis¹, 1996-2003*



בהתאם התחלות הבניה ברבע השלישי. החברות המשיכו לדוח על מגבלות מצד הביקוש, בד בבד עם מחסור בעובדים מקצועיים וקשה מימון, אף כי מגבלות אלו הוקלו ברבע השלישי לעומת קודמו. בדיווחי החברות תומכים הנתונים על ירידת התחלות הבניה ובסיווגה לפי כל המדרים (המספר והשתה של התחלות והסיווגים, דיאגרמה 4 וلوح 1). ירידה חדה הייתה גם במספר הדירות שנמכרו ובמספר העסקאות לפי נתוני מס השבח. בהיצע הדירות נמשכה מגמת הירידה שאפיינה אותו בשנים האחרונות - תוצאות הצמצום הגדילו בהתחלות הבניה ובסיוגים, שגם האתת קצב המכירות לא קיזזה למגמי את השפעתו. המחרירים הדולרים של תפוקת הבניה ירדו וירידה ניכרת ברבע השני של השנה והתייצבו ברבע השלישי.

סיום המלחמה בעיראק ברבע השני והיפויו במצב הביטחוני בעקבות "ההודנה" - באמצעות יוני עד אמצע אוגוסט - תרמו לשיפור בפעולותו של ענף התיירות, לראשונה מאז פרוץ האינתיפאדה. השיפור בתיירות התבטא בעליית מספר בניות התיירים והלינות של תיירים ושל ישראלים במלונות (لوح 1, דיאגרמה 5). שיפור זה קיבל ביטוי גם בדירותם לסקור החברות: חברות המלונאות דיווחו עוד ברבע השני על עלייה ניכרת בסך הפעולות, שיקפה עלייה בלינות הישראלים והאטת קצב השיפור, שיקפה עלייה בלינות התיירים. ברבע השלישי מגמת הירידה של לינות התיירים. השיפור, וגם חברות האירוח והotel דיווחו על עלייה בפעולותן. עם זאת נראה, כי התאחדות הפיגועים צפואה לפגוע קשה גם

לוח 3: אינדיקטורים להתפתחות שוק העבודה, 2001 עד 2003
(בניכוי עונתיות)

	אפריל-ספטמבר			2003			2002			
	* 2003	2002	2003				VI	III	2002	2001
שיעור השינוי לנעומת התגובה המקבילה אשתקד	(אלפים)									
6 2.3 1.6	2,590	2,598	2,571	2,548	2,546	2,499	כוח העבודה האזרחי			
6 2.0 0.0	2,316	2,318	2,310	2,285	2,283	2,265	המונייטרים הישראלים			
6 2.1 -2.0	1,591	1,602	1,602	1,575	1,572	1,574	במגזר העסקי			
6 1.9 4.1	727	710	714	707	713	691	במגזר הציבורי			
6 0.3 -0.8	84,766	86,697	86,629	85,669	85,062	83,753	תשומות העבודה של המונייטרים-ישראלים			
6 1.2 -3.5	62,905	64,066	64,837	63,258	63,148	62,615	במגזר העסקי			
6 -2.4 4.5	21,797	21,797	22,030	22,038	22,150	21,144	במגזר הציבורי			
9 -29.0 3.9	87	85	92	99	114	118	117	התביעות לתשלומי דמי אבטלה		
8 0.5 8.6	213	197	195	184	196	197	187	דרשי העבודה		
6 -1.6 -0.8	36.6	37.4	37.5	37.5	37.3	37.3	37.0	שינויים למועדון השבועות, ממוצע למועדון		
6 -0.9 -1.5	39.5	40.0	40.5	40.2	40.2	39.8	במגזר העסקי			
6 -4.2 0.3	30.0	30.7	30.8	31.2	31.1	30.6	במגזר הציבורי			
7 -3.8 -8.7	6,549	6,212	6,340	6,405	6,508	7,078	(בש"ז) לשכר הריאלי למשרת שכיר			
7 -2.5 -9.2	6,525	6,427	6,418	6,378	6,455,	6,570	7,269	מוחה: במגזר הציבורי		
7 -5.9 -7.5	6,316	5,820	6,226	6,269	6,281	6,386	6,677	শיעורי האבטלה (אחוזים)		
6		10.6	10.8	10.1	10.3	10.3	9.4	עומק האבטלה?		
6		40.6	35.7	32.5	32.5	31.8	25.9	*		

* החדש האחרון של גיבורי יש נתן.

(1) במחצית 2001.

(2) הבלתי מונפקם המוחפשים עובדה מעלה לחצי שנה מתוך סך הבלתי מועסקים.

הממוצע של שעות העבודה למועסק, ושתי ההתפתחויות הסתכמו בירידה גדולה למדי של תשומות העבודה. שיעור השתתפות הממוצע ירד בربع השני ב-0.4- נקודת אחוז, ל- 54.2 אחוזים, ירידת שקיים לחלוטין את עלייתו בربع הראשון. עיקר הירידה של שיעור השתתפות נבע מירידתו בקרב הגברים, מ- 60.6 אחוזים בربع הראשון ל- 59.9 אחוזים בربع השני, בעוד שבקרב הנשים הירידה הייתה מתונה. למדיניות הממשלה בכלל, ולתכנית הכלכלית שאושרה בתחלת השנה בפרט, הייתה אמורה להיות השפעה חזקה לעליית שיעור ההשתתפות, שכן הקיצוץ החד בתשלומי דמי האבטלה והקצבאות מלאן חלק מהפתרונות להיכנס לכוח העבודה ולהחפש עבודה או לעבוד גם בתנאים שקדום לכך נראו להם לא- כדאים. מכאן שירידתו של שיעור ההשתתפות, למורות השינוי במדיניות, משקפת את עצמותו של הרפויון בשוק העבודה - שילוב של רידת השכר הפוטנציאלי והתמענות הסיכון למקומות העבודה, שהפחיתו את הצדויות לחיפוש עבודה.

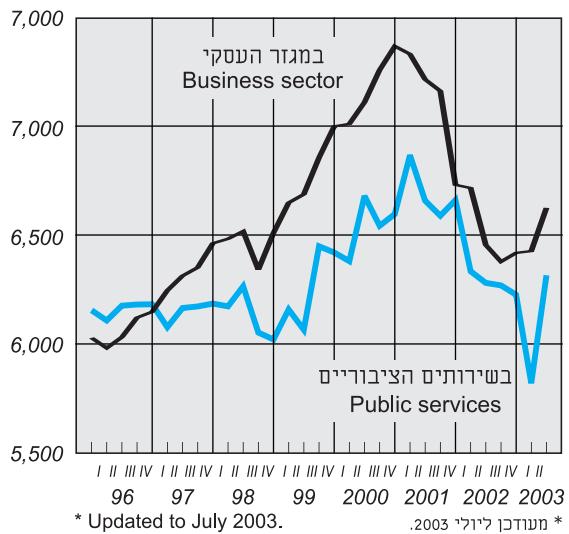
העסק>I ירד ב- 0.7 אחוז (דיגרמה 6), ומספרן הממוצע של שעות העבודה למועסק - ב- 1.1 אחוזים. צמצום התעסוקה במגזר העסקי הקיף את מרבית הענפים, ובולט במיוחד בתעשייה, בשירותים העסקיים ובשירותי האирוח והאוכל, כולל ענפים שבהם הסתמנתה התאוששות מסוימת בתעסוקה ברבע הראשון. לעומת בלטה התרכחות התעסוקה בענף הבניין, ב- 1.6 אחוזים, שבאה בהמשך להתרכובתה בربع הראשון, ובחקלאות, ב- 2.5 אחוזים, לאחר צמצום התעסוקה ברבע הראשון. ונראה כי בענף הבניין כבר מסתמנת תחולפה של הזרים שפרשו בעובדים ישראלים (תיבה 1).

התעסוקה בשירותים הציבוריים התרכבה בربع השני, הרבה מעבר לצמצום הקל בربع הראשון. העליה במספר המועסקים הקיפה את כל ענפי השירותים הציבוריים, ובולטת במיוחד בשירותי הבריאות, הרווחה והסעד ובשירותים הקהילתיים, החברתיים והאישיים. עם זאת ירד ב- 2.3 אחוזים מספרן

Diagram 7

השכר הריאלי למשרת שכיר* 1996 עד 2003
ש"ח, במדד רוחני (2001)

Real wage per employee post*, 1996-2003
(NIS, 2001 prices)

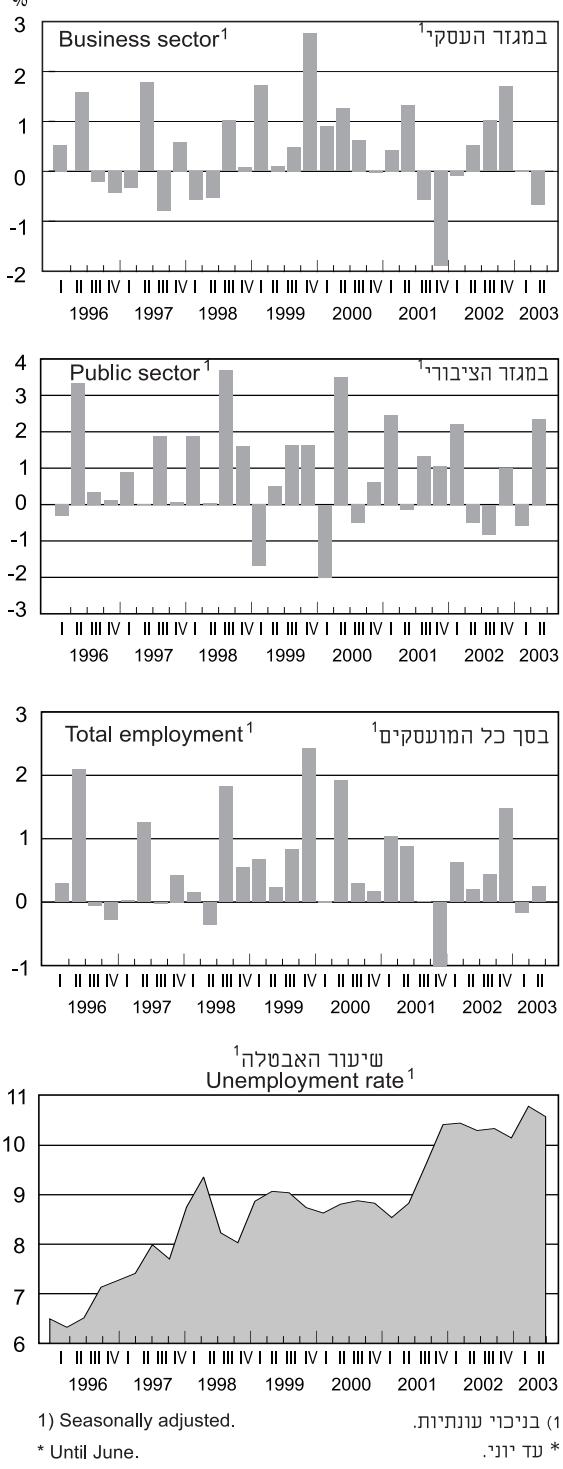


* מעודכן ליום .2003.

Diagram 6

שיעור השינוי במספר המועסקים, 1996 עד 2003*
שוק העבודה
The Labor Market

שיעור השינוי במספר המועסקים, 1996-2003*



השכר הריאלי המשיך לרדת גם בתקופה הנסקרה, בהמשך לירידתו מאז הממחזית השנייה של שנת 2001 (Diagram 7, לוח 3). אפריל עד يول� השכר הריאלי הממוצע בכלל המשק ב- 4.7 אחוזים - במגזר העסקי ב-3.8 אחוזים ובשירותים הציבוריים ב-6.6 אחוזים (כל אלו לעומת התקופה המקבילה אשתקד)⁵. ירידתו ביטאה ירידיה נומינלית בשכר - לאחר שנים רבות של עלייה, גם בתקופות של שפל בפועלות - והיא מעידה בעירק על עצמת הרפויון בשוק העבודה. נציין כי ירידת השכר במגזר הציבורי אינה משקפת עדין את מלאה השפעתה של הפחתת השכר במגזר הציבורי, שאושרה במסגרת התכנית הכלכלית ("חוק החסדרים") ונכנסה לתוקפה ביולי. עם זאת חשוב לציין כי לדחיתת דמי ההבראה ומענק היובל מילוני 2003 לינואר 2004 הייתה השפעה ניכרת לירידת השכר מנוכחה העונתיות במגזר הציבורי ביוני. ירידת השכר הקיפה את מרבית ענפי המגזר העסקי והשירותים הציבוריים, ובולטת במיוחד במינהל הציבורי, בשירותים הkeletalיים החברתיים והאישיים ובשירותי הריאות, הרוחה והסעד, שבtems גדול מספר משרות השכירות, וגם בענפי החינוך והבינוי, שבtems הצטמצם מספרן. תרומת השינוי ברכיב הענפי לירידת השכר ברבע השני הייתה קטנה יחסית: בכלל המגזר העסקי הוא תרם לירידת השכר 0.4 נקודות אחוז (0.2 נקודות שכרם של הישראלים), ובשירותים העסקיים - 0.7 נקודות אחוז.

5 בחודש يول� נרשמה עלייה בשכר.

תיבה 1: מדיניות הממשלה בעניין העובדים הזרים והשפעתה

מספר העובדים הזרים עלה בהתקופה מאז 1993, שבה אושרה העסקתם לראשונה, ובשנים 2001 ו-2002 הוא הגיע לשיא של כ-250 אלף עובדים, כ-10 אחוזים מכלל המועסקים במשק. עלות העסקתם של עובדים זרים נמוכה במידה ניכרת מזו של ישראלים, כך שהאפרוחות להעסיקו מביאה לדחיקת עובדים ישראלים לא-מקצועיים אל מוחץ לمعالג העבודה, וכך - להגדלת אי-השוויון והעוני. להעסיק עובדים זרים השלבות כלכליות וחברתיות נוספות, אך למרות החלטות הממשלה רבות שתקבלו במהלך השנים במטרה לצמצם את מספרם של העובדים הזרים, ובכך את עוצמתם הבעה, לא פחת מספרם עד לאחרונה.

ב-2003 נרשמה לראשונה ירידת ממשמעותית - כ-30 אלף - במספר העובדים הזרים¹, וזאת במידה רבה בהשפעת מדיניותה של הממשלה בנושא זה מאז 2002. בין הצעדים שננקטו: (א) צמצום מספר התיירותים להעסקת עובדים זרים; (ב) ייקור העסקתם באמצעות היטל מעסיקים בשיעור של 8 אחוזים²; (ג) הגירה ניכרת של פעולות האכיפה ושל הענישה למעסיקי העובדים הזרים; (ד) צעדים לעידוד עזיבה מרצון. כל אלו לו בכיסוי תקשורת רחבה, שהגדיל את האפקטיביות של צעדי ההרתעה.

נראה שצמצום מספרם של העובדים הזרים היה אחד מהגורםים העיקריים להרחבת התעסוקה של ישראלים



השנה, בכ-30 אלף: כך, למשל, בולט הגידול הניכר של תעסוקתישראלים בינוי, אף שענף זה צמצם את פעילותו השנה. מספר המועסקים הישראלים בינוי גדל ב-11.5 אלף, בעוד המסבירה כ-40 אחוזים מגידלו של מספר המועסקים הישראלים בסקטור העסקי כולם. החלפתם של עובדי הבינוי הזרים בישראל השנה באה לאחר מגמה הפוכה במחצית השנייה של שנות התשעים, שבה נוסף לענף כ-25 אלף עובדים לא ישראלים, ותעסוקת הישראלים בו הצטטמה בכ-35 אלף.

צמצום מספרם של העובדים הזרים השפיע גם על נתוני מסן התשלומים: הוצאות העובדים הזרים בישראל, הנכללות ביצוא שירותי התיירות, פחתו ב-91 מיליון דולר לעומת המhäצית השנייה של 2002 (נתונים מנוכחים; עונתיות); הוצאות השכר לעובדים זרים, הנכללות בחשבון ההכנסות של גורמי הייצור, ירדו באותה תקופה ב-163 מיליון דולר³.

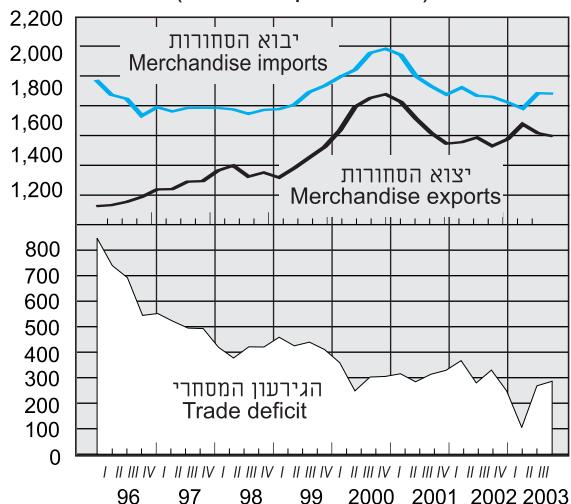
1 הנתונים בתיבה זו מבוססים על אומדני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

2 אף על פי כן, עלות העסקתו של עובד זר היא עדין כ-65 אחוזים מזו של עובד ישראלי ב"צווארן בחו"ל".

3 סכום זה אינו כולל את הירידה בהוצאות שכרים של עובדי השטחים.

דיאגרמה 8

סה"כ החוץ, 1996 עד 2003*
(מיליאני דולר לחודש)
Foreign trade, 1996-2003*
(\$ million per month)



* עד ספטמבר.
* Excluding ships, aircraft, diamonds, and fuel.
* לא אניות ומטוסים, יהלומים ודלק.
נתונים מוגשי נתונים יומיות.
Seasonally adjusted.

עד אפריל, עלה ממאי ועד يولי וירד שוב באוגוסט ובספטמבר. גם ביצוא של הענפים המעורבים (טכנולוגיה מערבת-עילית ומערב-מסורתי) ניכרה מגמת ירידת בתקופה. התפתחות ביצוא התעשייה המסורתיות נשמרה התקציבות. היצוא של הענפים המתקדמיים הושפעה מהSHIPOR שהחל בסחר העולמי מאפריל ואילך, ובמיוחד מהSHIPOR ביבוא של אריה"ב, שהיא השוק המרכזי לייצוא הענפים האלה (דיאגרמה 9). עם זאת נראה שקצב הגידול של הביקושים העולמיים למוצרים שבתחום ענפי הטכנולוגיה העילית בישראל היה איטי מזה של יתר הסחר העולמי, וכן העלייה ביצוא של התעשייה המתקדמות בישראל הייתה יותר ובשיעור נמוך במידה ניכרת מאשר ביבוא האמריקאי.

ייצוא השירותים (מנוכה עונתיות) ירד בربع השני בהשוואה לربع הראשון, תוצאה ירידת יצוא שירותיו התיירותי, לרמה נמוכה יחסית לתקופה זו של השנה, וכן של יצוא "שירותים אחרים". לעומת גידול במידה ניכרת יצוא שירותים המחשב והמידע לאחר ירידות חדות בربع הראשון ובשנת 2002) והיצוא של שירותים תחבורה.

6 שירותים התיירות כוללים גם הוצאות של עובדים זרים בישראל, שירדו ירידת חזקה במחצית הראשונה של השנה, בעקבות הירידה הניכרת של מספר העובדים הזרים.

התקופה הנסקרה התאפיינה באיזור העבודה במשק והיתה רצופה בשיבותות וביעוצים, רובם במחאה על הקיצוצים בתקציב הכלכלי ובעקבות החלטת מאי הושבת המשק הפרישה והפנסיה. בסוף אפריל ובתחילת החודש ניכר מספר ימים בשביתה כללית. לקרأت סוף מאי חתמו הצדים על הסכם שבו נקבעו הפחנות שכר בגין הציבור החל מיום פיטורי עובדים וצמצום כוח האדם, וכן דחיתת התשלומים של דמי ההבראה ומענק היובל. נוסף על כל אלו הסכימו האוצר והסתדרות על "שקט תעשייתי", כלומר על הימנעות משביות ומיעוצים עד ה-30.6.2005. למשך שיער השקט התעשייתי היו לאורץ התקופה הנסקרה עיצומים בשירות החולמים ובמכון התקנים וبرشיות המקומות (ביויל) בכספי החולמים ובמכון התקנים (באוגוסט). לקרأت סוף התקופה הודיעה ההסתדרות על סכום שעבודה כללית, בעקבות השינויים והקיצוצים הכלכליים בתקציב המדינה ל-2004. כמו כן בנמלים הכריזה הממשלה על תכנית להגברת התחרותיות, אך לטענת ההסתדרות תכנית זו מפירה הסכמים קודמים לגבי הפרטת נמלים. ב-29-לפטמבר פרחו כל עובדי המדינה בעיצומים ללא הגבלת זמן, ונמלי הים הושבטו בשבייה מלאה. העיצומים הופסקו זמנית לשבוע שבו חל חול המועד סוכות (עם יציאתם של כל עובדי המדינה לחופשה מרוכזת), אך התאחדו אחריו.

מazon התשלומים

ברבעון השני של 2003 הסתכם העודף בחשבונו השוטף ב-0.1 מיליארד דולר, לעומת גירעון של 0.7 מיליארד בתקופה המקבילה אשתקד (לוח 4). בኒויו עונתיות הסתכם העודף בחשבונו השוטף ב-0.4 מיליארד דולר, לעומת גירעון של 0.2 מיליארד ברביעון הראשון. העודף בחשבונו השוטף ביטא עודף בהבראות השוטפות וגירעונות בחשבונו הסחרי ובחשבונו ההכנסות מגוריים ייצור. עודף ההבראות השוטפות גדול ברביעון השני של השנה במידה ניכרת, תוצאה עלייתן של ההבראות השוטפות של הממשלה, והיה הגורם המרכזי לעליית העודף בחשבונו השוטף. ברביעון השני ה证实ים בחשבונו המסחרי, אולם העודף שהוא בחשבונו השירותים ברבעון הראשון נמחק והפך לגירעון, כך שכך הירען בחשבונו הסחרות והשירותים גדול. יצוא הסחרות ויבואו הינו תנודותיים למדי לאורץ התקופה הנסקרה (דיאגרמה 8); יצוא היה במגמת עלייה בתחילת התקופה (עד מאי-יוני) ובמגמת ירידת בסיום, וביבוא שורה מגמת עלייה לכל אורך התקופה הנסקרה. בחשבונו הפיננסי גדלו ברביעון השני השקעות השירותים של תושבי חוץ בישראל (למעט התקופה המקבילה אשתקד).

ייצוא השירותים ניכרה בתקופה הנסקרה תנודותיות רבה תוך מגמת ירידת. התפתחויות אלו בייצוא השירותים שיקפו בעיקר את התפתחות היצוא של תעשיית הטכנולוגיה העילית, שירדו

لوح 4: AMAZON התשלומים, סחר החוץ* ויתרונות מطبع החוץ, 2001 עד 2003

(מיליאוני דולרים, במחקרים שוטפים)

* אפריל-ספטמבר	2003						2002			
	2003	2002	III	II	I	IV	III	2002	2001	
ממצאים חדשים										
9 277	305	286	268	105	248	330	306	310		הѓירען המסוחר
9 1,882	1,863	1,880	1,884	1,781	1,823	1,859	1,868	1,986		יבוא הסחורות
9 358	355	368	348	325	337	354	362	387		מה: נכס הצריכה
9 446	445	430	462	429	478	436	455	498		נכסי ההשגעה
9 1,076	1,061	1,081	1,072	1,024	1,006	1,067	1,050	1,098		התושמות לייצור
9 1,605	1,558	1,594	1,615	1,676	1,575	1,530	1,562	1,675		יצוא הסחורות
9 1,546	1,502	1,538	1,554	1,606	1,519	1,473	1,508	1,619		מה: היוצאה התעשייתית
9 701	706	703	698	762	731	679	725	833		היצוא התעשייתי - טכנולוגיה עילית
ממצאים רבעוניים										
6 -906		101	452	581	-1,130	-345	-444			החשבון השוטף נטו
6 168		-393	-802	-1,952	-224	-435	49			החשבון הפיננסי (למעט יתרות מט"ז)
6 670		1,532	764	391	528	412	880			ההשקעות היוצרים של תושבי חוץ
6 176		-68	-230	-323	395	193	30			ההשקעות תושבי חוץ בתיק נירות ערך
6 838		443	-70	462	190	993	566			למסחר
6 -1.84		-5.19	-4.59	-2.90	-1.89	-2.94	0.20			בתיק נירות הערך למסחר
9 24,767	24,229	24,767	24,089	23,486	23,670	24,229	23,670	23,181		הוצאות בבנק ישראל, לסוף תקופה

* החדש האחרון של גבי יש נתנו.

** נתוני סוד החוץ הם מנוכרי עונתיות (ללא אניות ומטוסים, יהלומים ודלק).

גדל גם הוא ברבעיו השני, בעיקר כתוצאה מכךו לירידתו ברבעיו הראשון. החשבון הפיננסי (למעט יתרות מطبع החוץ) הסתכם ברבעיו השני ביצוא הון של כ-0.4-0.5 מיליארד Dolars, לעומת יצוא הון של כ-0.8 מיליארד ברבעיו המקביל לשתק. ההשקעות היוצרות של תושבי חוץ בישראל כמעט הוכפלו, אך בהשקעות תושבי חוץ בנויות ערך נרשם פדיון של 68 מיליון Dolars. מצויים ההשקעות של תושבי חוץ בנויות ערך שיקף פדיון בעומת רכישת איגרות חוב ושטרות (מרביתם של הממשל), וזאת לרווח הצטנום הניכר של אי-הוואות הכלכלית והגיאופוליטית והעליה הניכרת של שער המניות בבורסה בעקבותיו. ההשקעות היוצרות של תושבי ישראל בחו"ל גדלו ברבעיו השני, ולעומתهن פחתה במידה ניכרת השקעות בתיקי נירות ערך למשך. יתרות מطبع החוץ עמדו בסוף התקופה הננסרת על כ-25 מיליארדי Dolars, עלייה של כ-1.8-2.0 מיליארדי עלות רמתן בתחלת התקופה.

יבוא הסחורות היה במוגמת עלייה לאורך כל התקופה הננסרת, לאחר ירידת מתונה מהרביעי האחרון של שנת 2000. עלייתו שיקפה במידה עלייה של כל קבוצות היבוא, אף כי בעצמותיו שונות. במידה העלייה הייתה חזקה יותר בתחילת התקופה הננסרת, ובchodשים يول ואוגוסט הסתמנתה התיציבות, ובחלק מקבוצות היבוא אף ירידה קלה. התפתחות זו של היבוא לאורך התקופה הננסרת עשויה לשחק את התפתחות הציפיות של הפרטמים לשיפור במצב הכלכלי לאורך התקופה הננסרת ואחריה: בתחילת התקופה התרבותי האינדיקטורים לשיפור ציפוי במצב סיום המלחמה בעיראק, ירידת אי-הוואות הכלכלית ותקנות לשיפור במצב הביטחוני בעקבות ה"הודנה"; לקרה סוף התקופה דעכו מרבית האינדיקטורים החוביים, כפי שעולה מהציפיות המשתקפות בסקר החברות, וההרעיה הتبטהה בירידה, אמנם זמנית, של היבוא. יבוא השירותים

Diagramma 9

היצוא של ישראל והיבוא של ארה"ב - רכיבים אלקטרוניים, ציוד תקשורת אלקטרוני, ציוד לבקרה ולפיקוח וציוד מדני, נס"ד 2003 * 1997 (מיליארדי דולר, ממוצע חודשי)

Israel's exports and US imports: electronic components, electronic communications equipment, and scientific and monitoring equipment, 1997-2003*
(\$ billion, monthly average)



* עד ספטמבר.

המתבטאת ברמות נמוכות של אמון הרכנים והעסקים (למרות שיפור בו לאחרונה), האבטלה הנמצאת במעט עליה, וביצור התעשייתי לא נראים סימני התאוששות. בגרמניה זהה שנות המיתון השלישיית ברכיפות והתחזיות הקודרת לגביה משליפה על הצמיחה העתידית בOSH האירו כולם. הייסוף הניכר של האירו בשנתיים האחרונות, על רקע ביקושים עולמיים נמוכים, מקטין את הסיכוי להתאוששות מובלט-יצוא. עם זאת הייסוף בשער האירו נוטרל ברובו על ידי המדיניות המוניטרית המרחיבה. בצד החיבור ניתן להזכיר התאוששות, אמנים איטית, בצריכה, הנתקמת על ידי עליית ההכנסה הפנויה, הנובעת מירידת קצב האינפלציה. השפעתה של העלייה בהכנסה הפנויה מקווזת החליקת על ידי הירידה באמון הרכנים, הנובעת מעליית שיעור האבטלה. יציאת גוש האירו מהמיתון מוגנתן בעליית הביקושים העולמיים, בשמיות רמתה הנמוכה של הריבית, ובמיון נמוך יותר במאזני החברות. הסיכויים להתאוששות שונים בין מדינות גוש האירו; התחזית לגבי גרמניה היא העוגמה ביותר, ולגבי ספרד ויוון היא האופטימית ביותר.

בריטניה, לאחר צמיחה איטית במחצית הראשונה של השנה, הסתמכנו שיפור במצב העסקים ועליה מכירות הקמעוניות, על רקע שיעור אבטלה נמוך ועליה יציבה בהכנסות משקי הבית. הפחחת הריבית ומדיניות פיסקלית מרחביה יחסית, במקביל

ההתפתחויות בעולם והשפעתן על המשק הישראלי⁷

האינדיקטורים לשיבת הפעילות הכלכלית העולמית מראים תמונה מעורבת: בעוד שבארצות הברית, בייחוד, במדינות אסיה ובמידה פחותה יותר גם בבריטניה מסתמנת מגמת התאוששות, שרי גוש האירו בORITY, והסיכויים להתאוששותו בעקבות הקروب קלויים. קרן המטבע הבין-לאומית עדכנית בספטמבר את תחזיותיה לגבי הצמיחה העולמית: היא צופה התאוששות קרוובה, המובלטת בעיקר על ידי הצמיחה בארכות הברית. המודדים המוביילים לרבות המדיניות המפותחות על בחודש האחורי, ובمدדיים הבו-זמןניים נשטמנה בדרך כלל יציבות או עליה מתונה.

סיכום המהיר-יחסית של המלחמה בעיראק ברבעון השני של השנה וההפקת הניכרת של אי-הוואות בעקבותיו תרמו להאצת קצב התאוששות בארץות הברית: התוצר גדל ברבעון השני בקצב מהיר מהצפוי, כשהוא נתמך בגדילו של הוצאה הממשלתית (בעקבות המלחמה), ובהתאוששות של הצריכה וההשקשה, למורות המשך הרפינו בשוק העבודה. תנאי הרקע המוניטריים והפיסקלים היו נוחים, והמדיניות הפיסקלית המריצה את התאוששות הפעילות בהורדת מסים ובהגדרת הוצאות הביטחון. כל אלו התבטאו בעלייה חדה של שערם המוביילים המטבחות. הריבית לטוווח ארוך נשאה נمواה מול מרבית המטבחות. הריבית לטוווח ארוך נשאה נمواה יחסית, לנוכח ניכרת של נפח המסחר ובפחחות חד של הדולר כי הצמיחה, החל מהרביעי השלישי של השנה, תהיה מהירה מהציפוי וכן מקצב הצמיחה ארוך הטווח. עם זאת ישנו מספר גורמים שעלו לחייב בסיכון התאוששות: גירעון ללא התקדים בחשבון השוטף, גירעון ממשתני עצום, ומהיר דיו גבויים, שהושפעו מהריבית הנמוכה ועלולים לדודת ירידת חדה אם תעלה הריבית. גורם חשוב נוסף, שאת השפעתו על הצמיחה העתידית קשה להעריך, הוא התפוצצות הבועה בשוקי המניות והשפעתה על תיקי הנכסים של הציבור האמריקאי. למורת ההנחה הבסיסית כי השפעתן של הבועה והתפוצצותה מוצטה, נראה כי תיקי הנכסים טרם התאוששו לחלוטין מהשינויים שחולו בהם בעקבותיה, והתאוששות הצריכה והחיסכון תלויות בנסיבות חזרתם של תיקים אלו מכב קודם להתפוצצות בועה.

לעומת האינדיקטורים החיוביים בארץות הברית, המיתון באירופה עמוק וארוך מהציפוי. אמנס לקראת סוף התקופה הנקרת נרשם מספר סימנים חיוביים, ובראשם עלייה בשערם המניות ובamuן העסקים, אך אליו עדין מעתים וחלים מכדי לנבא עלייה של ממש בעקבות. ירידת התוצר בOSH האירו ברבעון השני מלמדת שגרמניה, איטליה והולנד עדין שרויות בORITY,

7. תיאור ההתפתחויות בעולם מבוסס ברובו על ה-World Economic Outlook, IMF, September

ЛОЧ 5: אינדיקטורים להערכת הכלכלה במדינות המתקדמות והמתפתחות¹**ותחזית ל-2003**(אחוזי שינוי שנתיים²)

2004	2003	2004	2003	2002	2001	
תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	
מאפריל 2003						
4.1	3.2	4.1	3.2	3.0	2.4	תל"ג עולמי
2.9	1.9	2.9	1.8	1.8	1.0	במדינות המתקדמות
5.8	5.0	5.6	5.0	4.6	4.1	במדינות המתפתחות
6.2	4.7	5.5	2.9	3.2	0.1	הסתור העולמי
5.9	4.7	4.8	2.8	2.2	-1.0	במדינות המתקדמות
5.8	3.8	5.2	1.6	2.2	-0.8	יצוא
8.0	4.7	7.8	5.1	6.0	1.6	יבוא
7.6	3.7	6.9	4.3	6.5	2.7	יצוא
1.7	1.9	1.3	1.8	1.5	2.2	במדינות המתקדמות
5.1	5.8	4.9	5.9	5.3	5.8	במדינות המתפתחות
7.4	9.4	9.1	9.7	11.1	16.2	במדינות שבמיער
-19.3	24.2	-10.5	14.2	2.8	-14.0	מחair הסחרות הלא-מעובדות (ב דולרים)
	9.4	2.4	5.0	0.6	-4.0	נפט ³
3.5	1.7	2.0	1.3	1.9	3.7	על פיקדונות דולרים
0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	על פיקדונות ביןימ
2.5	2.3	2.4	2.2	3.3	4.2	על פיקדונות באירו
6.6	6.6	6.7	6.4	5.9		שיעור האבטלה
במדינות המתקדמות						

המקור: (IMF) World Economic Outlook ל-פ' העדכן מספטמבר 2003.

1) בהגדירות-ה-ישראל נכללת בין המדינות המפותחות.

2) פרט לשיעורי הריבית והאבטלה, הרמות מוצגות באחוזים.

3) המחיר הממוצע של חבית נפט (долר אמר"ב) היה \$24.96 ב-2002, המחיר המוערך ל-2003 הוא \$25.5.

4) ריבית LIBOR לשישה חודשים.

מבנה המערכת הפיננסית והשפעתו הפוטנציאלית של הייסוך בין. התערבותו של הבנק המרכזי היפני במסחר בין צפיה להצטמצם בעתיד הקרוב, בשל ביקורת מצד מדינות ה-G-7.

siccoyi הצמיחה של מדינות אסיה מותנים בהתאוששות הביקושים העולמיים. במידה שאליה אכן ייתאושו, צפויות מדינות מזרח אסיה לשוב וליהנות משיעורי צמיחה גבוהים. גם במדינות אמריקה הלטינית מסתמנת התאוששות שברירית, המובלת על ידי היצוא ונתמכת על ידי הפיקוח בשעריו המטבעות

עליליה הדרגתית בסחר החוץ, תומכות בהערכה כי צמיחה מהירה יותר צפיה בעתיד הקרוב. ביפן הייתה צמיחת התוצר גבוהה משמעותית מן החוץ, בהמשך לצמיחה גם בריבוע הראשון. במקביל הסתמננו אינדיקטורים מעורבים - עלילה ניכרת בשערי המניות וגידול בייצור התעשייתי ביולי (לאחר ריידה בריבוע השני) - לעומת זאת ירידת מכירות הקמעוניות ועלית תושאותיהם של איגרות החוב. למורות האינדיקטורים החשובים נשאר המשק היפני פגיעה מאוד ליעזועים פנימיים וחיצוניים, בעיקר בשל

בכ-3.5 מיליארדי ש"ח מהסכום התואם את התחזית השנתית של התקציב. ההכנסות האחרות שלא ממשים היו בתשעת החודשים הראשונים נמוכות ביותר ממייליארד ש"ח מהרמה התואמת את תחזית התקציב.

הוצאות הממשלה בתשעת החודשים הראשונים של השנה היו נמוכות ב-2.1-2.2 מיליארדי ש"ח מהתוואי העוניתי התואם ביצוע מלא של התקציב (המקורו). תט-היצוע נבע כולם מוניטוי يول אוגוסט, ושיקף בעיקר את דחיתת תשלום הבהירה ואת השפעת הקיזוצים הרוחביים עליליהם החליטה הממשלה. השפעת הפחתת השכר בגין הציבור, החל מיוול, טרם ניכרה בתונאים המצוים עד כה, לא מבחינת הפחתת הוצאות הממשלה ולא מבחינת הפחתת הכנסות מסוימים. מרכיב ההוצאות עולה כי באפריל ובמאי נמשכה חריגת מתќציב הביטחון (המקורו), שהסתמנה ברבע הראשון. חריגת זו, שנבלמה ביוני עד אוגוסט, נמשכה בספטמבר, כך שברבע השלישי של השנה שוב נרשמה חריגת מהתוואי המתיקש עם ביצוע מלא של התקציב הביטחון המקורי אישור בכנסת.

תשלום דמי האבטלה ירד משמועותית גם בתקופה הנסקרת, בהמשך לירידתו מאז ינואר 2002, ולמרות הרעה בשוק העבודה. בחודשים אפריל-אוגוסט היה תשלום דמי האבטלה נמוך ב-33 אחוזים מאשר בתקופה המקבילה ב-2002. תשלום קצבת הבטחת הכנסה פחת באותה תקופה בכ-11 אחוזים, ותשלום

ותנועות ההון אל המשקים האלה. ההתאוששות בארץ אמריקה הלטינית מותנית ביציבותם של הביקושים העולמיים ובאי התהפקות של תנועות ההון למשקים אלו.

בבסיס התחזיות של מחלקת המז�ן לשנים 2003 ו-2004 עומדת ההנחה של התאוששות ניכרת בסחר העולמי, בהתאם לתחזיות קרן המטבע הבין-לאומית.⁸ השונות הרבה בין תחזיות הצמיחה לגבי גוש האירו לאלו לגבי ארצות הברית, עלולה להיות אבן גוף בהגשמה התחזית, שכן ארצות הברית היא יעד לפחות מ-30 אחוזים של הייצוא הישראלי, ובעהדר תפנית חיובית בגוש האירו, ספק אם הייצוא הישראלי יוכל לגדול בקצב שהוא בבסיס התחזית. התאוששות הייצוא הישראלי, ובעקבותיה הצמיחה המיוחלת, תלויות במידה רבה גם בהרכבת הענפי של הביקושים העולמיים, ובפרט בגידול של יבוא מוצר התעשייה המתקדמת, שהם חלק נכבד מהייצוא הישראלי.

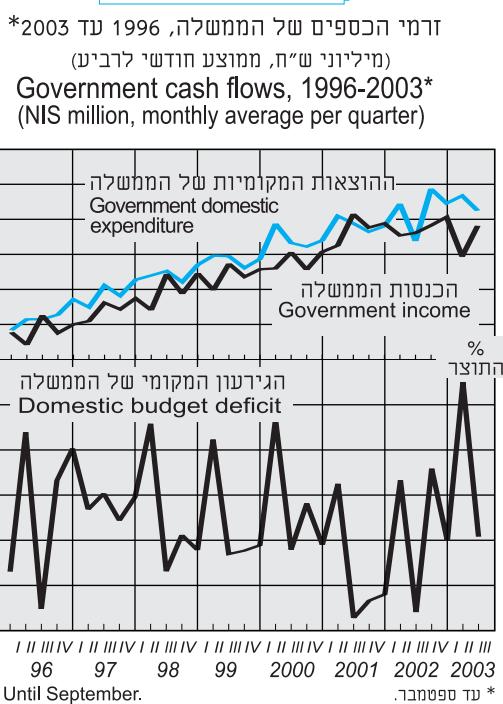
המגזר הציבורי

התפתחות ביצוע התקציב בתשעת החודשים הראשונים של השנה מעבירה על סטיה ניכרת מהתוואי העוניתי המתישב עם יעד הגירעון של שלושה אחוזים שנקבע בחוק. הערכות אלו באוט לאחר אותה בקצב התרחבותו של הגירעון, בריבוע השלישי, שתרמה להפחתת החיש מגירעון של יותר משישה אחוזים, ומקיפות גם שינויים חשובניים במדידת הגירעון. בתשעת החודשים הראשונים של השנה עמד הגירעון המקומיי (לא מתון אשראי נטו) על כ-19.3 מיליארדי ש"ח, לעומת 9.4 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. גירעון זה גבוה בכ-15.3 מיליארדי ש"ח מהתוואי העוניתי המתישב עם יעד הגירעון, סטיה הנובעת ככל מעד הכנסות.

את מרבית חריגת מהתוואי העוניתי המתישב עם יעד הגירעון ניתן ליחס לפיגור בהכנסות מסוימים, שהיו נמוכות ב-12-13 מיליארדי ש"ח מalto שנמזו לתקופה זו בתקציב המקורי. פיגור זה שיקף חוסר של 7.8 מיליארדי ש"ח בתקציב מס ההכנסה ושל כ-4.2 מיליארדים בתקציב אגף המכס והאגורות. מותו חוסר זה ניתן ליחס כ-1.1 מיליארדי ש"ח לדחיה חד-פעמית של החזרי מס מסווג בשנת 2002 לשנת 2003 וחצי נוסף של סעיפים חד-פעמיים הקשורים ליישום התכנית הכלכלית והרפורמה במס, אך גם בגין השפעתם של סעיפים אלו היה הפיגור בהכנסות ממשועותי, כ-8.5 אחוזים מההכנסה הצפוייה לתקופה. שיעור הפיגור בהכנסות, שהלך וגדל בחמשת החודשים הראשונים של השנה, ירד מיוני עד אוגוסט והתייצב בספטמבר. העברות מהמוסד לביטוח לאומי לממשלה (באמצעות רכישת איגרות חוב), 6.4 מיליארדי ש"ח מתחילת השנה, היו נמוכות

⁸ ההנחה בתרחיש הפסימי היא כי בכלל גורמים ספציפיים לישראל, שיעור גידולו של הייצוא הישראלי יהיה נמוך מזה של הסחר העולמי.

Diagramma 10



لوح 6: התקציב ומימונו, 2001 עד 2003

(נתוני קופה, אחוזי תוצר)

* *	אפריל-ספטמבר		2003			2002			2002	2001
	2003	2002	III	II	I	IV	III			
9	38.0	36.7	37.7	38.3	38.2	40.0	35.8	37.5	37.2	1. ההוצאות המקומיות של הממשלה
9	32.3	33.9	34.4	30.2	33.9	32.0	33.9	33.6	33.5	2. הכנסות הממשלה
9	5.7	2.7	3.3	8.0	4.3	8.0	1.9	3.9	3.7	3. הגירעון המקומי של הממשלה (2)-(1)
9	5.4	3.4	2.7	8.1	4.8	8.5	2.6	4.0	3.1	4. הנידונו המקומי של הממשל והSOCNETS (5)+(6)*
9	4.4	3.8	1.4	7.5	6.4	5.1	3.8	5.3	3.6	5. המימון המקומי מהציבור נטו
9	1.0	-0.4	1.4	0.6	-1.6	3.5	-1.2	-1.2	-0.6	6. הזרמתה המגדרcial ציבורי ²
9	-1.0	0.6	-0.8	1.3	2.8	-2.8	1.2	1.9	1.6	7. הזרמתה בנק ישראל
9	-0.3	-0.1	0.2	-0.8	1.1	0.3	-0.2	0.3	0.9	8. השינוי בבסיס הכספי

* החדש אחד רנו שגבו יש נתן.

(1) גירעון זה כולל גם הזרמה שאינה קשורה לתקציב.

(2) הזרמת הסקטור הציבורי מתקבלת כשיוני בבסיס הכספי פחותה בנק ישראל והתאמות. התאמות הן קטנות ואינן מוגנות בלאו.

והממשלה תיישם אותם במלואם. משקל החוב הציבורי בתוצר, כ-105 אחוזים על פי התחזית ל-2003, צפוי להמשיך ולגדול גם בשנת 2004 ולהתיצב רק בשנת 2005 או ב-2006.

המחירים, המדיניות המוניטרית ושוקי הכספיים וההואן

מדד המוצרים לצרכן ירד בתקופה הנסקרת ב-2.3-2.3 אחוזים (4.5% אחוזים בשיעור שנתי, לוח 7). ירידת המדף בתקופה הנסקרת, שבאה לאחר עלייה ברבע הראשון, שיקפה ירידיה כמעט רצוף, לאורך כל התקופה הנסקרת, למעט חודש אוגוסט, שבו המוצריםulo מעט. הגורמים העיקריים שהשפיעו על התפתחות המוצרים בתקופה הנסקרת היו סכיבת הפעילות הריאלית הנמוכה וייסוף השקל. שיעור הריבית, שהיה גבוההיחסית לאורך התקופה הנסקרת, למרות רצף של הזרדות ריבית מאייריל עד נובמבר, שהצטברו להורדה של 3.3 נקודות אחוז, תרם לירידת המוצרים דרך השפעתו לייסור השקל ולמייתון הביקושים והציפיות לאינפלציה. נוסף על אלו הושפעו המוצרים (בעיקר בתחילת התקופה) מהזולתן של תשומות האנרגיה עם סיום המלחמה בעיראק. שיעור עלילתי המוצרים ב-2003 צפוי להיות נמוך מ-2003 משמעותית מיעד יציבות המוצרים, המוגדר החל משנת 2003 כ-1-עד 3 אחוזים לשנה¹⁰. עם זאת, בהנחה שהייסוף לא יימשך, ושער השקל יפחת בשיעור מתון, צפוי שיעור האינפלציה ב-12-12 החודשים הבאים להתכנס בתחום של יעד יציבות המוצרים.

10. ככלומר יעד האינפלציה אינו מוגדר לשנה קלנדנית אלא לתקופה של 12 חודשים בכל נקודת זמן.

קצבאות הילדים פחת בכ-4 אחוזים. שינויים אלו משקפים הבירור את השפעתם של צעדי המדיניות הכלכלית, שנכנסו לתוקף עוד ב-2002 ובתחילת 2003 (ובעיקר את חוק הרשדים ואות "חומרת מגן כלכלית"). לעומת זאת גדל בתקופה הנסקרת תשלומים קבועות הנכות הכלכלית ביותר מ-10 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד, עלייה המשקפת את התוספות לקצבאות המשולמות לנכים מאז נובמבר 2002.

בתקופה הנסקרת יושמו מספר שינויי חקיקה בתחום המיסוי: ראשית, הוקדמה הפתחתה שיעורי המס במסגרת הרפורמה, כך שהרפורמה תיוושם במלואה החל מ-2006 במקום משנת 2008; שנית, תקרת השכר לתשלומים דמי ביטוח לאומי, 5 פעמים השכר המוצע בשחק, אשר בוטלה בתכנית הקודמת, והושבה החל מיולי השנה. הצעדים האמורים יפלו להורדת נטל המס על שלושת העשרונים העליונים, הנושאים ברוב נטל המיסוי השריר. עם זאת, באו צעדים אלו במקביל להטלת מס על הכנסות המהון ולהעלאת שיעור המע"מ המקבילות חלקית את השפעתם. בשנים האחרונות העלו שינויי החקיקה את שיעור המס ב-0.7-0.7% על המס החל הטענת הפוגעת ביכולתו של המשק להזור למסלול צמיחה בת-קיימה. המשך הרפורמה במס צפוי להוריד את נטל המס החל מהשנה הבאה, ובכך לתמוך בצמיחה בת-קיימה של המשק.

על פי הערכות מחלקת המחקר⁹ צפוי הגירעון בשנת 2004 להיות בטוח שבין 4.5-5 אחוזי תוצר. זאת בהנחה שהנכנת תאشر את הצעדים הכלכליים שעלייהם החלטה הממשלה בתקציב

ЛОЧ 7: מדדי מחירים נבחרים - קצב הинфציה במהלך התקופה, 2001 עד 2003

(אחוזים)

	אפריל-ספטמבר		2003			2002			2002	2001
	*	2003	2002	III	II	I	VII	III		
מחזית לשומת קודמתו	כל רבעון לשומת קודמתו									
9	-4.5	9.2	-3.9	-5.0	3.2	-1.8	2.6	6.5	1.4	מדד המחיירים לצרכן
9	-2.1	11.0	-5.0	0.8	2.7	0.4	5.8	6.3	0.2	מדד המחיירים לצרכן למנט דירות וירקות
9	-0.6	11.0	-1.0	-0.2	4.2	-0.4	6.3	6.9	-4.2	מדד מחייני הדירות וירקות, מבוקרים, הלבשה והנעלה
9	-11.9	3.2	5.3	-26.2	3.8	-5.7	-12.7	8.2	5.2	מדד מחייני הדירות
9	-2.9	9.8	2.3	-7.9	15.4	0.8	3.9	6.9	-1.9	מדד המחיירים הסיטונאים
9	-12.8	4.8	8.2	-29.7	7.6	-6.6	-12.7	9.8	4.8	שער החליפין של הדולר
9	-10.8	12.6	3.6	-23.2	15.0	-2.8	-8.9	14.2	3.7	שער החליפין של הסל

* החדש האחרון שגבייש יש נתון.

ישראל, ובעקבותיה - לייסוף השקל, עלילית מחירי המניות, לירידת התושאות הנומינליות והリアליות לטוחים הארכיים ולירידה ניכרת בציפיות לאינפלציה. ירידת הציפיות לאינפלציה ניכרה לאורך כל העקום, בכל הטווחים.

דיאגרמה 11

הרכיבת וסביבת האינפלציה, 1996 עד 2003
Interest and the inflation environment,
1996-2003*



את התורומה הגדולה ביותר לירידת המדד בתקופה הנiskaרת תרמו מחייני הדירות, שהושפעו במידה רבה מייסוף השקל. מחירי הדירות ירדו בתקופה הנiskaרת ב- 6.2-6.4 אחוזים ותרמו 1.4 נקודות אחוז לירידת המדד הכללי. ירידת מחירי הדירות בתקופה הנiskaרת באה לאחר עלייתם ברבעון הראשון ובספטמבר, בעקבות פיחות עד יולי ועלייה לאחר מכן, באוגוסט ובספטמבר, בעקבות פיחות השקל. פרט למחייני הדירות השפיעו על המדד הכללי מחירי המוצריים המבוקרים, שירדו בתקופה הנiskaרת ב- 3.4-3.6 אחוזים ותרמו 0.5 נקודות אחוז לירידת המדד הכללי. לירידת מחירי המוצריים המבוקרים תרמו ברבעון השני בעיקר מחירי החשמל, כתוצאה מירידת מחירי האנרגיה, וברבעון השלישי בעיקר הוזלת שירותי הטלפון ב- 8.4 אחוזים בספטמבר. בין יתר רכיבי המדד בלטו בתקופה הנiskaרת הוזלת המוצריים הכימיים ומוצרי הנפט ברבעון השני, גם היא הוזלת לירידת מחירי האנרגיה, והוזלת הלבשה והנעלה ברבעון השלישי, לאחר התיקוותן העונתית ברבעון השני; כך נמשכה מגמת הירידה, המאפיינת מדדים אלו זה מספר שנים.

התפתחות הציפיות לאינפלציה בתקופה הנiskaרת תואמת את התפתחות תנאי הרקע ואת ירידת המחיירים. עוד באפריל פתחה במידה ניכרת אי-הוואות הכלכלית והגיאופוליטית ששרה בשוק ברבעון הראשון, כתוצאה מהשורה של תהליכיים, ובאר羞ם כינון הממשלה החדשה, פירסום התוכנית הכלכלית ואישורה מהעיר במשנה, סיום המלחמה בעיראק, חידוש זמני של התהיליך המדיני ואישור הערכויות של הממשלה האמריקאי למשלחת ישראל. כל אלו, על רקע הירידה בפרמיית הסיכון של שוקים מתוערים בעולם, הביאו לירידת פרמיית הסיכון של

ЛОח 8: המיצרפים המוניטריים והאשראי הבנקאי החופשי, 2001 עד 2003

(אחוזים, במונים שנתיים)

* 2003 2002 * 2003 2002	אפריל-ספטמבר		2003			2002			2002 2001	
	III	II	I	VII	III	IV	V	VI	2002	2001
	שיעור השינוי במהלך התקופה			לעומת התקופה הקודמת						בממוצע
9	7.9	-9.5	10.7	-1.6	13.2	-14.7	-12.8	15.6	14.2	המיצרפים המוניטריים
9	5.3	5.3	6.3	-4.0	-0.1	5.6	2.5	2.2	17.2	M1 (אמצעי התשלום) ¹
9	1.7	6.5	3.2	-5.2	6.3	2.4	0.5	6.1	15.5	M2 ²
9	-4.9	12.7	-3.9	-5.9	1.0	5.9	9.4	10.5	10.8	M3 ³
9	4.3	15.3	2.7	10.0	-1.3	17.2	18.6	6.5	15.0	האשראי הבנקאי החופשי
9	-7.0	9.2	-8.0	-2.9	-3.8	-0.9	10.4	7.6	4.7	האשראי הכספי הכל-צמוד
9	-12.8	14.6	-6.4	-26.1	11.0	2.7	-1.7	20.5	15.7	האשראי הכספי למ"ח + האשראי במט"ז
										האשראי הצמוד למ"ח + מט"ז

* החדש האחרון שלגביו יש נתונים. נתוני הרבעון האחרון מובוסטים חלקית על נתונים ארעיים.

(1) פיקדונות הנעו"ש + המומן שבידי הציבור.

(2) פז"ק לא צמוד (עד שנה) + פז"ג.

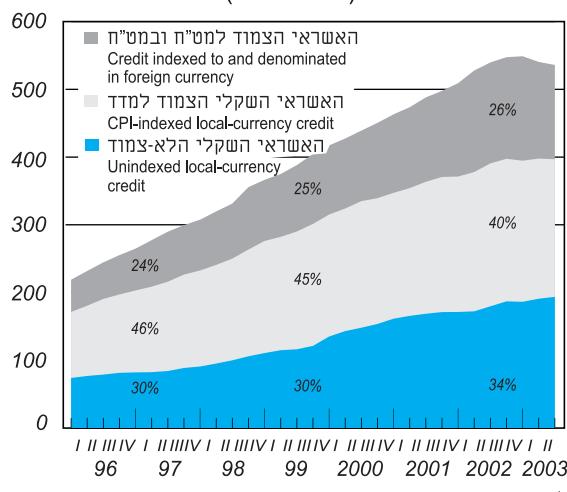
(3) פז"ק צמוד (עד שנה) + נו"ש צמוד.

התשואהות לטוחה ארוך. החל מאפריל ירד העוקום הריאלי לכל אורךו, ובוילוי התמanton שיפועו מאוד והפך שטוח, בעקבות ירידה ניכרת של התשואהות הריאליות הקצרות. לקרהת סוף התקופה נרשמה עלייה מתונה בכל אורךו של העוקום ובמיוחד

התפתחות עוקומי התשואהות תامة גם היא את תנאי הרקע שתוארו לעיל (דיאגרמה 15): בתחילת התקופה הנסקרת הפך שיפועו של העוקום הריאלי לשילוי, כתוצאה מעלייה התשואהות לטוחה קצר על איגרות החוב הצמודות, במקביל לירידת

Figure 13 דיאגרמה

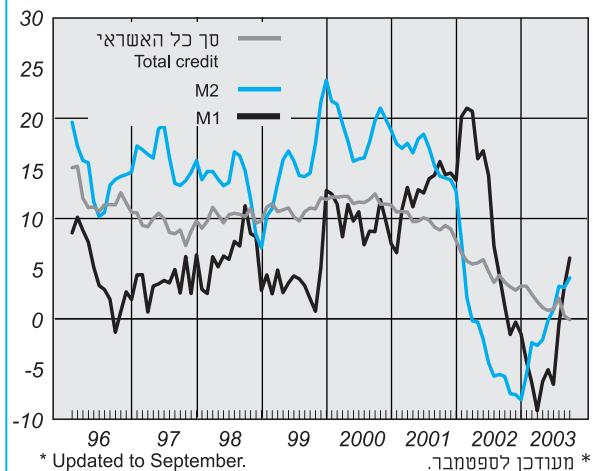
האשראי הבנקאי החופשי, 1996 עד 2003
(מיליארדי שקלים)
Nondirected bank credit, 1996-2003*



* Updated to August.

Figure 12 דיאגרמה

המיצרפים הכספיים והאשראי, 1996 עד 2003
(השינוי הריאלי ב-12 החודשים האחרונים)
Monetary aggregates and credit, 1996-2003*
(Real change in last 12 months)



* מנודכן לספטמבר.

לוח 9: ריביות, תשואות ומדד המניות, 2001 עד 2003

(אחוזים, במונחים שנתיים, ממוצע)

* אפריל-ספטמבר	2003			2002				
	III	II	I	IV	III		2002	2001
7 11.2 9.3	10.7	11.4	12.0	11.8	11.9		9.9	10.0
9 7.6 7.0	6.9	8.3	8.9	9.1	9.1		6.7	6.7
7 6.9 5.2	6.2	7.1	7.7	7.9	7.9		5.8	5.6
9 1.1 1.7	1.0	1.1	1.2	1.4	1.7		1.7	3.7
9 7.1 8.0	6.5	7.6	8.5	8.7	8.9		7.4	6.5
9 4.7 5.4	4.6	4.8	5.8	5.8	5.6		5.2	4.9
9 4.9 5.1	4.5	5.2	5.6	5.9	5.8		4.8	4.9
9 221.2 180.6	223.5	219.0	171.7	174.1	177.8		183.7	197.5
9 2.3 3.4	2.7	1.9	3.8	3.5	2.6		3.3	1.9
9 3.7 4.7	2.7	4.7	4.3	4.8	6.1		4.1	4.3

* החדש השחור שלגבי יש נתן.

קצב התרחבותה של סכום הכספי (M1) היה מتوון למדי לאורך כל התקופה הנספרת, ונמוך במידה רבה מהתרחבות המהירה בשנת 2002 (דיאגרמה 12). לעומת זאת סוף התקופה הועץ מעט

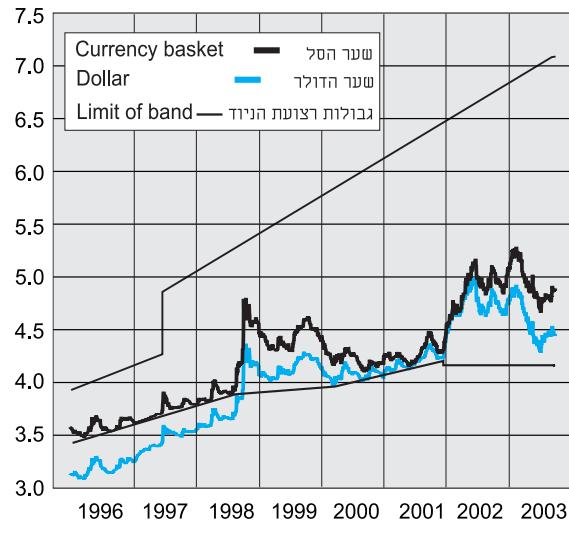
בתשואות הארוכות. עקומת המק"ם ירד לאורך כל התקופה הנספרת, אף כי שיורו ירידתו היה נמוך מזו של ריבית בנק ישראל.

לקראת סוף התקופה, ביולי ובאוגוסט, חל שינוי בחלוקת מהמנוגמות המתוארות, אף כי הוא היה רוחק מלקוז את השינויים שהלו בתחילת התקופה: שער החליפין עלה מעט, הציפיות לאינפלציה לשנה עלו מתחתיות טווח יעד האינפלציה (כאחוז אחד) אל אמצעיתו (2-1.5 אחוזים), ונרשמה עלייה מתונה בתשואות הריאליות הארוכות. פיחות השקל לווה ביצוא הון, לאחר יבוא הון קצר טוויה בתחילת התקופה הנספרת, שהיא אחד הגורמים העיקריים שטמכו בייסוף.

המידניות המוניטרית שניהלה בנק ישראל במהלך התקופה הנספרת תרמה לביסוס יציבות המחיירים, תוך שימירה על היציבות הפיננסית: הריבית הושארה ברמתה הגבוהה לאורך הרביע הראשון של השנה, לנוכח העלייה החדה של המחיירים והציפיות ברבע הראשון של השנה, שנבעה בעיקר מஹור הווודאות המדיני והביטחוני. צמצום אי-הוודאות וירידת הציפיות לאינפלציה אפשרו לבנק ישראל לחזור בשיעור מרטון של 0.2 אחוז, ולאחר מכן בשיעורים גדלו בהדרגה, כך שבסך הכל הצבירה מאפריל ועד נובמבר הפחתה של 3.3 אחוזים (דיאגרמה 11). ההורדה הדרגתית של הריבית, שנעדה למנוע התערערות של היציבות הפיננסית, הייתה עלולה להיווצר בגל הורדה חדה ומהירה יותר של הריבית, הבאה לכך, שהריבית הריאלית נשאה ברמה גבוהה יחסית.

דיאגרמה 14

שער החליפין של השקל לעומת סל המטבעות והדולר (ש"ח),
*2003 ננד 1996
The NIS exchange rate against the currency basket and the dollar,
1996-2003*



* Updated to September.

* מעודכן לסתמבר.

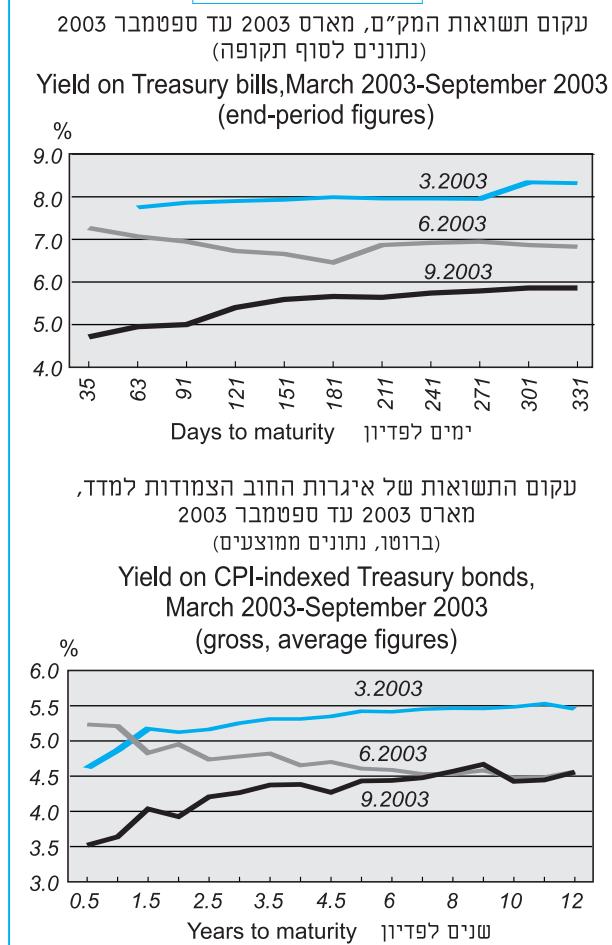
בפיקדונות הדולריים או הצמודים לדולר נרשמה יציבות, שהייתה את עלייתם במונחי دولار במקביל לישוף של השקל. יתרת האשראי הבנקאי החופשי הצטמצמה בתקופה הנוכחית בכ-5 אחוזים (لوح 8). מצוי זה שיקף בעיקר את התוכניות השווי השקל של האשראי במטי'ח והצמוד למטי'ח, בעקבות הייסוף של שער החליפין, את הפחתה באשראי הצמוד למדד, חלקה עקב הירידה במדד, ועליה מתונה באשראי האלא-צמוד. הצלמתנות האשראי במהלך התקופה הנוכחית שיקף, מעבר להשפעת הייסוף וירידת המדי, גם את השפעת המיתון בעקבות במשק, שמאז אחד מקטין את ביקוש הפירמות לאשראי, במצוותו את כדיות ההשקעה בפרויקטיהם עתידיים, ומהצד الآخر מקטין את היעד האשראי מבנקים, בהגדילו את הסיכון לפשיטת רגל ולאי החזר חובות.

השגשוג בשוקי המניות העולמיים והיחלשות גורמי הסיכון הgiopoliticalים באזרע, השתקפו בשוק המניות הישראלי והתבטאו בעלייה חדה של שער המניות ושל נפח המסחר בהן. עלויות השערים הקיפו את כל מדדי המניות ואת מרבית הענפים. עלויות השערים קוזזו חלקלית על ידי ירידות שערם החדש ביולי ומתוונת יותר באוגוסט, ששיקפם, ככל הנראה, את התערערות המצב הביטחוני (למרות ה"הודנה" אשר הורישה היבט בעקבות הריאלית). בספטמבר נתחדשו עלויות השערים, למרות המשך התנדתי.

גיוס הון בשוק הראשוני ובאמצעות הנפקות לציבור והנפקת זכויות היה מצומצם לאורך כל התקופה הנוכחית, למרות העלייה בעשרים המניות. בעקבות הרפורמה במס' 12 ירדה החל מילוי גם הפעולות בשוק הנגזרים - בஸחר באופציות ובוחזים עתידיים על מדד ת"א-25 ובஸחר באופציות הדולריות - למרות תנודתיות רבה יחסית של שער החליפין. נגד זאת בלטה עלייה של הפעולות בשוק איגרות החוב - הן במחוזרי המשור והן בגין הון חדש. זאת על רקע הירידה בקצב האינפלציה, הפחתת הריבית והתנדתיות בשער הדולר.

קצב התנהבותו של M1, אך הוא היה עדין נמוך מאשר בשנים הקודומות¹¹. השיעור המיתון של התנהבות אמצעי התשלום תואם את המיתון בפעילויות הכלכלית ואת יציבות המחרירים, על רקע הריבית הריאלית הגבוהה ששרה מרבית התקופה. גם M2, המציג הרחב יותר, גדל בשיעור מיתון בלבד במהלך התקופה הנוכחית, תוך עלייה במשקל הנכסים הקיצרים (עד 3 חודשים).

דיאגרמה 15



12 על פי הרפורמה הוטל בחודשים ינואר-יוני מס מחזר בגובה חצי אחוז, שייעור שהועלה החל מילוי לאחיזה אחד בשוק המניות ולחמשה אחיזות בשוק המעריף.

11 לאורך מרבית התקופה היה שיעור הגידול של M1 שלילי. לעומת זאת סוף התקופה הייתה התנהבות מתונה. חישוב שיעור השינוי בכמות הכספי הוא ל-12 החודשים שקדמו לנקודת הזמן שבה הוא מוחשב.