

עלתה ברבעיע האחרון שלה. כן נערכה ברבעיע השלישי הירידה בשעות העובדה ובמספר השכירים במשק, וברבעיע הרביעי הם אף עלו מעט. ראוי להציג כי על אף ניצני הצמיחה, גם בתקופה הנסקרת הייתה רמת הפעילות נמוכה, ושיעור האבטלה נואר גבוה - 10.7 אחוזים - גם ברבעיע השלישי של שנת 2003.

התקופה הנסקרת אופינה ברישון תקציבי, כפועל יוצא מהטכנית הכלכלית להבראת המשק, שהותוויתה על ידי הממשלה מיד לאחר כינונה, ועודכנה כמה פעמים במהלך התקופה (עד לאישור תקציב 2004). בתכנית היה משקל רב לצרכי הפקחתה מיידית של הגירעון, וכן לצדים הצפויים להפחיתו באופן פרמננטי, ומשום כך היא הגבירה את האמינות של המדיניות הפיסקלית והחזרה את המשק לתוואי יורד של הגירעון התקציבי. על אף הרישון התקציבי וירידתה של הצורך הציבורית במהלך התקופה, הסתכם גירעון המגזר הציבורי בשנת 2003 כולה בשיעור גבוה של 5.6 אחוזי תוצר, בעיקר בשל ירידת חדה בהכנסות ממסים, תוצאה רמתה הנמוכה של הפעילות. אולם גם בששתנה זה ניכר השינוי במגמה, שכן היקף גביה המסים עלה במהלך התקופה הנסקרת.

כמו מאבקים ציבוריים עמדו על סדר היום במהלך התקופה - ורובם תוצאות לוואי של התכנית הכלכלית. חלקם שיקף את הפגיעה בשכבות החלשות בשל הקטנות תשלומי ההעבה, וחלקים נבע מהתערורות מערכות יחסית העבודה במגזר הציבורי, עקב השפעת התכנית הכלכלית על התעסוקה והשכר בו ועקב הסדרי הפנסיה החדשים של העמיטים בקרן היסוד הפנסיה הסטודנטית הוותיקות. ראוי לציין כי חלק גדול מההחלות הנוגעות לעובדים נתקבעו באופן חד צדי על ידי הממשלה, מה שהוביל לשיבושים בפעולות המשק, ולמשך ומתן ארוך עם ההסתדרות, שהסתיים בהסכם רק בתחילת שנת 2004. השבת האמון והשקט בייחס העבודה במגזר הציבורי הם תנאי הכרחי לשמרה על היציבות ולצמיחה בת-קיימא.

גם ההתפתחויות בשוקי הכספי וההון מצביעות על ירידת אי-הוודאות ועל עליית האמון במדיניות הכלכלית. מדד המחיררים ירד במהלך השנה השנה ב-1.9 אחוזים, מתוכם 1.4 אחוזים במהלך התקופה הנסקרת - בעיקר מפני רמות הנמוכה של הביקושים וייסוף השקל ברבעיע השני של השנה. הירידה של מדד המחיררים והתיצבות הציפיות האינפלציוניות בتوزן תחומי הידע אפשרו לבנק ישראל להאייז את קצב הזרמת הריבית במחצית השנייה של השנה, בלי שהדבר יפגע ביציבות השוקים הפיננסיים. שער החליפין של השקל כנגד הדולר שמר על יציבותו במהלך התקופה הנסקרת, ובכך שיקף את הירידה בא-הוודאות הגיאו-פוליטיית והכלכלית. גם ירידתן של תשואות איגרות

## מבוא

במחצית השנייה של שנת 2003 (להלן: "התקופה הנסקרת") הסתמנת התاؤשות בפעולות המגזר העסקי, שמקורה בגידול הייצור והצריכה הפרטית. יתר על כן, נראה כי התاؤשות הביקושים התחזקה ברבעיע הרביעי של השנה, שכן מרבית האינדיקטורים הכלכליים המצויים בשלב זה הואה العليا יחסית לרביע השישי. ואולם, על אף סימני התפנית מעידה התנהגות היוצרים על אי-וודאות לגבי עצמותה ויציבותה. גם קצב גידולו של התוצר - 1.2 אחוזים בשנת 2003 כולה, מתוכם 0.8 אחוז בתקופה הנסקרת - היה נמוך ממה שמאפשר מצבור ההון וכוח האדם, ולפיכך התרחב הפער בין התוצר הפוטנציאלי לתוצר בפועל. כמו כן ה证实ם התוצר לנפש זו השנה השלישית ברציפות.

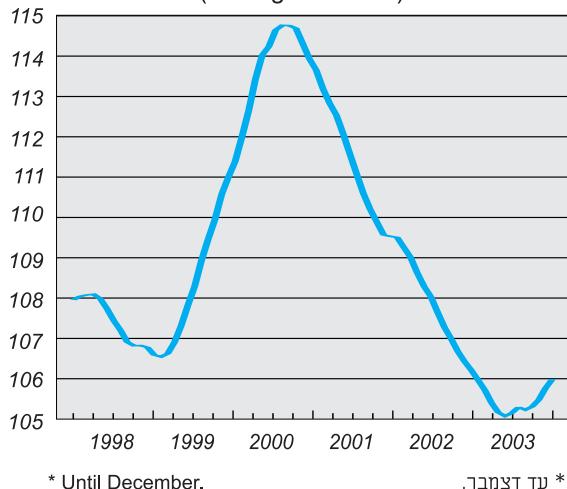
גידול הביקושים הזון שני מקורות: הראשון הוא עליה בתוצר המדיניות המפותחת - לאחר תקופה ארוכה של שפל בהן - שהביאה להתרבות הסחר העולמי, ובכלל זה לגידול הייצור הישראלי; המקור השני להתאוושות הפעילות הוא ירידת אי-הוודאות הכלכלית בלוויית הקלה מסויימת במצב הביטחוני במהלך השנה. אלה פועלו לעילית הצריכה הפרטית באופן ישיר, בשיפור רווחת הציבור, ובאופן עקיף, דרך השפעתו על שער החליפין, המחירים, הריבית, ופרט עקב השפעתו על השוואת הירידה בא-הוודאות הכלכלית במהלך השנה והשפעה מהמדיניות הכלכלית הנחרצת, אשר פעלה להשבת האמינות הפיסקלית ואשרה הקלה של הרישון המוניורי. עם זאת ניתן כי בתוך הקצר מדיניות זו מנעה עליה מהירה יותר של הפעולות.

שינויי המגמה בפעולות המגזר העסקי ניכר בעיקר בענפי התעשייה המתקדמים ובענפי השירותים - הראונונים בזכות גידול הביקושים העולמיים והאחרונים בזכות העלייה בצריכה הפרטית. במהלך התקופה ניכרה התאוושות גם בתעשייה, אף כי רמת הפעולות בענף נשאה נמוכה. לעומת זאת העצים השפל בענף הבנייה. רווחיותן של הfirמות עלתה במהלך השנה, במיוחד בענפים שבהם שרדו ציפיות להתפתחות חזותית בפעולות, לאחר הפסדים רצופים בשנתיים הקודומות. התנהגות היוצרים במשק משקפת אי-וודאות לגבי עצמת השינוי בפעולות ומידת חוסנו. משום כך, ולנוכח עודפי כושר בפועלות ומידת חוסנו. משום כך, ולנוכח עודפי כושר הייצור של המשק ורמתה הגבוהה של הריבית הריאלית במשך מרבית השנה, הם הקטינו את השקעותיהם גם ברבעיע השלישי של השנה. עם זאת אינדיקטורים מוקדמים (כיבוא מוצרי השקעה וייצור מכונות וציוד) מצביעים על תפנית בהשקעות לקראט סוף השנה, ורמתן

דיאגרמה 1

המדד המשולב במצב המשק, 1998 עד 2003\*  
(100 = 1994)

State-of-the-economy index, 1998-2003\*  
(average 1994=100)



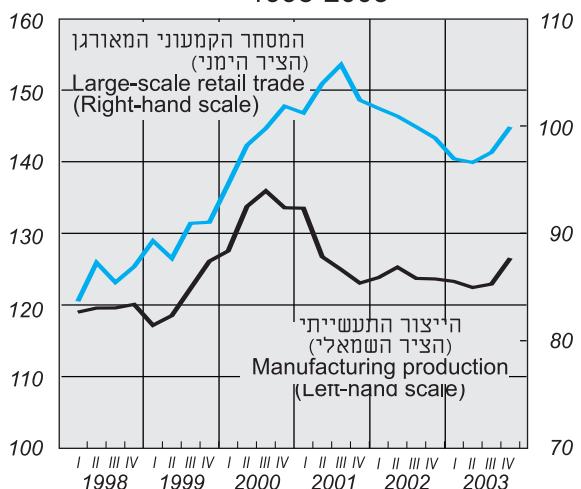
\* Until December.

\* עד דצמבר.

דיאגרמה 2

היצור התעשייתי\* (מדד, ממוצען 1994=100) והמסחר  
הקמעוני המאorigן (מדד, ממוצען 2002=100),  
1998 עד 2003

Manufacturing production\* (index, average  
1994=100) and large-scale retail trade  
(index, average 2002=100),  
1998-2003



\* היצור התעשייתי מעודכן לינובמבר 2003.  
\* Manufacturing production data until November 2003.

החוב והשתתחות עוקמת התשואה של איגרות החוב הלא-צמודות שיקפו את ירידת Ai-הוודאות ופרמיית הסיכון הנית ב佗וח הקצר והן בטוחה הארוך. מדד המניות עלה ב-11.2 אחוזים במחצית השנייה של השנה ו-55.7 אחוזים במהלך השנה כולה. עליית מדד המניות נבעה בין היתר מההתאוששות בשוקי ההון בעולם וכן מהתאוששות הפעילות הריאלית (שהתבטאה גם בגידול של רווחיות הפירמות), והיתה הגורם המרכזי להתרחבות ריאלית של 13 אחוזים בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור.

### החשבונות הלאומיות וענפי המשק

התוצר המקומי/global עליה בשנת 2003 ב-1.2 אחוזים, לאחר ירידת של 0.8 אחוז בשנת 2002 ו-0.9 אחוז בשנת 2001 (לוח 1). הנתונים לפי מחצית השנה מראים כי קצב יידולו של התוצר הוואץ בהדרגה במהלך השנה - משיעור שנתי של 1.2 אחוזים במחצית הראשונה ל-1.7% במחצית השנייה (אומדנים מוקדמים<sup>2</sup>). מקורה של התאוששות הפעילות בצמיחה הכלכלית העולמית, שגברה במהלך השנה, ובגידול הצריכה הפרטית, על רקע רגעה יחסית בעוצמת העימות הביטחוני. המדיניות הכלכלית במהלך התקופה פعلاה להשבת האמינות הפיסקלית ולשחררו הדרוגתי של הרשן המוניטרי, התפתחויות שתמכו בתפניות בפועלות. עם זאת, לנוכח התנודתיות בשוקי ההון בעבר, הורדה הריבית במשק בהדרגה תוך הקפדה שלא לפגוע ביציבותם של השוקים. יתכן כי זהירות זו, שהתבטאה בשיעור גובה יחסית של הריבית-הריאלית-בדיעבד<sup>3</sup> גם במהלך התקופה הנסקרת, וחקרה אל ההשפעה המרסטנת של הקיזוץ התקציבי, פعلاה למיתון יחסית של קצב התאוששות בביקושים המקומיים.

התפניות במוגמת הפעילות במחצית השנייה של השנה ניכרה גם במידדים נוספים: המדד המשולב עליה בשיעור מתון של 0.6 אחוז בربع השלישי של השנה, לאחר ירידות מתמשכות בשלוש השנים הקודמות, ורביעי הריבוי של השנה הוואץ קצב עלייתו ל-1.8% אחוזים (לוח 2 ודיאגרמה 1). עליית המדד המשולב נבעה מוגנייה מרבית רכיביו ברביעי השלישי של השנה, ובפרט במדד היצור התעשייתי,

1 مكان ואילך כל שיעורי השינוי בסקירה הם במונחים שנתיים, אלא אם כן צוין בפירוש אחר.

2 בבחינה ובעוניות וחצי-שנתית של נתוני החשבונות הלאומיות ניכרת תנודתיות רבה, שמקורה, בין היתר, באירועים ביטחוניים, שביתות ויעזומים במהלך השנה. מכל מקום, מדובר באומדנים מוקדמים, העשוים להתעדכן עם הגעת הנתונים הסופיים.

3 הריבית הנומינלית קצתה הטווח מנוכה בשיעור עליית המחרירים בפועל.

## ЛОח 1: חשבונות לאומיות, 2002 עד 2003

(אחזוים, במלחירים קבועים, בנסיבות עונתיות)

* התקופה הננסרת	2003 I II III IV	2002 I II III IV				2002 2003 2002		
		שיעור שינוי ממוצעים במנוחים שנתיים (כל רביען לעומת קודמו)						
<b>שיעור השינוי לנומת התקופה המקבילה אשתקד</b>								
9	1.1	2.8	-1.2	3.1	-0.3	1.2	-0.8	התוצר המקומי/global
9	1.5	3.1	-0.8	4.7	-0.9	1.5	-2.8	התמ"ג של המגזר העסקי
9	1.7	2.1	-1.1	6.2	-0.3		-1.8	למעט חברות הזנק
9	4.4	7.5	12.9	-4.9	3.0	2.0	0.1	הצורך הضرית
9	-14.7	-2.4	10.1	-35.7	-23.5	-13.6	-12.4	ההשכעה המקומית הגלמית למעט
9	-19.6	-36.4	22.7	-31.7	-21.5		-9.4	חברות הזנק
9	9.6	35.5	-11.9	9.6	10.2	5.5	-3.0	יצוא של סחורות ו שירותים
<b>ייצוא של סחורות ו שירותים למעט חברות הזנק ויילומים</b>								
9	10.0	36.5	-12.5	9.6	11.9		-6.8	
9	0.8	18.2	5.7	-20.1	3.4	-1.9	-2.3	ייבוא של סחורות ו שירותים
9	1.4	11.1	12.4	-11.3	-4.7		-6.6	ייבוא של סחורות ו שירותים למעט יילומים
9	-2.1	1.5	-9.8	1.2	-0.9	-1.0	5.7	הצורך הציבורית
9	-0.4	2.6	-4.4	-1.3	1.7		5.1	הצורך הציבורית למעט ייבוא הביטחוני

\* החדש האחרון שלגביו יש נתונים.

המקור: הלשכה והרכוכית לסטטיסטיקה.

ברבעים אלו עלו עקב יישום תכניתה של הממשלה להבראת המשק (כמפורט להלן, בפרק על המגזר הציבורי), וההשכעה הגלמית המשיכה להצטמצם (ЛОח 1). יבוא הסחורות והשירותים (למעט יילומים) עלתה בשיעור ניכר - כ-11 אחוזים, בדומה לשיעור עלייתו ברבע השני - 9.6 אחוזים, וביצוא תפנויות והוא עלה בשיעור חד של 36.5 אחוזים, וביצוא צמיחה הנזיר מהם, מצבע סקר החברות והעסקים של מחלקת המחקר בנק ישראל על התוצאות בסך הפעולות במשק ברבע זה, לאחר עלייה בשני הרבעים הקודמים; עם זאת מבטאות הסקר, כמעט בכל הענפים, ציפיות חיוביות להמשך העלייה בפעולות ברבע הראשון של שנת 2004. מראה סקר השימושים המקומיים עלו ברבע השני ב-4.2 אחוזים, וברבע השלישי של השנה ב-14.8 אחוזים; זאת לאחר התכווצותם במהלך כל התקופה מאז תחילת שנת 2000. עליית השימושים המקומיים הובלה על ידי גידול חד של הצורך הضرית ברבעים השני והשלישי (12.9 ו-7.5 אחוזים, בהתאם), ואילו הצורך הציבורית ירדה

<sup>4</sup> הפעם בין שיעור הגידול החד ביצוא השירותים לפי נתוני החשבונות הלאומיות לשיעור עלייתו המתוון יחסית לפי נתוני סhor החוץ אין מושבר, ויתברר כי הנראת עם פרוטום הנתונים הסופיים.

במדד הפקון בענפי המסחר והשירותים (שעליה כבר מרבעי השני), במדד היבוא ובמדד ייצור הסחורות. (דיגרמה 2; התפתחות מדדים אלו תפורט בהמשך). למרות המשך ההתפתחות החיובית במרבית המדדים ברבע הרשמי של השנה, ועל אף האצה מסוימת בקצב הצמיחה הנזיר מהם, מצבע סקר החברות והעסקים של מחלקת המחקר בנק ישראל על התוצאות בסך הפעולות במשק ברבע זה, לאחר עלייה בשני הרבעים הקודמים; עם זאת מבטאות הסקר, כמעט בכל הענפים, ציפיות חיוביות להמשך העלייה בפעולות ברבע הראשון של שנת 2004. השימושים המקומיים עלו ברבע השני ב-4.2 אחוזים, וברבע השלישי של השנה ב-14.8 אחוזים; זאת לאחר התכווצותם במהלך כל התקופה מאז תחילת שנת 2000. עליית השימושים המקומיים הובלה על ידי גידול חד של הצורך הضرית ברבעים השני והשלישי (12.9 ו-7.5 אחוזים, בהתאם), ואילו הצורך הציבורית ירדה

## لوح 2: אינדיקטורים לפעילויות העסקית, 2002 עד 2003

(אחוזים, בኒוני עסקיות, פרט לנטו ענף הבנייה)

* התקופה הננסרת	2003						2002	
	IV	III	II	I	VII	2003	2002	
שיעוריו שינוי ממוצעים במונחים שנתיים (כל רבעון לעומת קווודמו)	שיעוריו שינוי ממוצעים במונחים שנתיים (כל רבעון לעומת קווודמו)							
12 -1.3	1.8	0.6	-2.1	-2.8	-3.2	-2.2	-3.2	המדד המשולב למצב המשק
12 -0.7	10.1	3.9	-1.4	-7.6	-4.1	-2.6	-2.9	המדד הקמעוני המאורגן
11 0.7	12.4	1.6	-2.7	-1.1	-0.3	-0.3	-2.3	הייצור התעשייתי (לא יהלומי)
10 2.0	-19.5	5.2	10.2	0.1	-1.0	3.1	3.4	צרכית החשמל במרחב הננסקי
11 1.7	3.5	1.0	7.0	-1.4	-4.8	0.5	-2.6	מדד הפקין בענף המסחר
11 1.8	1.4	6.3	5.9	-9.2	1.6	-1.1	-1.2	מדד הפקין - מסחר ושירותים
12 38.9	5.8	20.8	39.0	-22.8	8.7	22.1	-27.9	כניות תיירות
שיעוריו שינוי ממוצעים (כל רבעון לעומת קווודמו אשתקד)								
10 -11.4		-10.4	-14.0	-15.2	-18.7	-24.3	1.9	התחולות בניה של דירות
10 -17.2		-2.3	-31.0	17.8	-18.5	-22.2	5.6	מוחה: במרחב הציבורי
10 -23.8		-25.7	-12.5	-13.6	-33.8	-28.1	-0.7	גמר בנייה של דירות
10 -35.9		-34.3	-10.6	-9.3	-22.6	-31.5	22.0	מוחה: במרחב הציבורי
					אחויזם <sup>1</sup>			ממצאים סקר חברות (amazon neto) <sup>1</sup>
12 ** 5	** 3	-9	-16	-16	** -4	-10		תפוקת חברות התעשייה
12 ** 3	** 14	33	-24	** -21	** 6	** -32		מכירות חברות המסחר

\* החדש האחרון של גיבורי יש נתן.

<sup>1</sup> מציין תוצאה בלתי מובהקת ברמה של 5 אחוזים.

1)amazon הנטו, דהיינו הפרש בין מספר החברות המדוחאות על עלייה לבין אלה המדוחאות על ירידה, כאחוז מסך חברות המדוחאות.

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

של הנכסים הפיננסיים בכ-10 אחוזים במהלך השנה<sup>6</sup> (כמפורט בפרק על "שוקי ההון והכספיים"). את מגמת העלייה בצריכה הפרטית חיזקו ירידת המחרירים במהלך השנה, שהגדילה את כוח הקנייה הריאלי וכן ציפיות כי ירידה זו לא תימשך זמן רב. בנגד זאת מושפעת הצERICA הפרטית מרמת ההכנסה הפנויה, וזה ירידה במהלך השנה בכלל שיעור האבטלה הגבוה, השחיקה בשכר והקיצוץ בתשלומי העברה. כן התבטא נידולה של הצERICA הפרטית בירידת שיעור החיסכון הפרטיה במהלך השנה, וזאת בהמשך לירידה מונוטונית של שיעור זה משנת 1999. למרות סימני התואשות במהלך התקופה נשכח ואך

הצריכה הפרטית, לאחר קיפאון בשנת 2002,ဂדרה ב-2 אחוזים בשנת 2003 - שיעור שביטה, כאמור, גידול חד מהרבי העלייה השני של השנה. אינדיקטורים נוספיםים לצERICA הפרטית מצבעים על מגמה דומה: יבוא המוצרים לצERICA שופטת עליה בתקופה הננסרת ב-8.2 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד (لوح 4), וגדל פדיון ענפי המסחר והשירותים (כמפורט בהמשך)<sup>5</sup>.

העליה בצריכה הפרטית, קשורה, כנראה, לאופטימיות ששרה במשק בעיקר בربعון השני של השנה, והתבטאה גם בהתנהגות הרכנים בשוקים הפיננסיים. היא הושפעה גם מגמת הירידה של הריבית הריאלית ומגדל היקפים

<sup>6</sup> בבדיקה של הגורמים המשפיעים על הצERICA הפרטית בשנים עד 1993 נמצא כי השינויים בהכנסה הפנויה הסבירו מחזית מהנתודתיות בצריכה הפרטית, ומהחצית השניה הוסבירה בשינויים ברכוש הציבור ובשיעור הריבית בטוחה הקצר (יעקב לביא, סקר בנק ישראל, 71, 1998).

<sup>5</sup> תמונה דומה עולה "מדד ציפיות האוכלוסייה" המצביע על עלייה בציפיות הציבור לשיפור המצב הכלכלי החל מהמחצית השנייה של השנה, לאחר ירידה מתמשכת ממוצע 1999.

לגידול של 7.1 אחוזים ביצוא התעשייתית במהלך המחזית השנייה של השנה, גידול שהתמקד ברבע האחרון בתעשיות המתקדמות. (לפירותו ראו סעיף "מאזן התשלומים"). במקביל לגידול הייצור והיצוא בלטה בתעשיות המתקדמות העלייה בשעות העבודה (1.4 אחוזים), בעוד שבתעשיות המעורבות גדל מספר השעות בשיעור מתון יותר (0.8 אחוז), ובתעשיות המסורתיות הוא פחת (ב-1.4 אחוזים). גם התמתנות הירידה במספר השכירים בתקופה הנסקרת בלטה במיוחד בתעשייה המתקדמות.

את השלכות התאוששות בענף התעשייתית ניתן לראות ברוחניות הפירמות, שעתה בשנת 2003, לאחר שנתיים רצפות של הפסדים. כך רשמו חברות התעשייתית הננסחרות בבורסה בשנת 2003, לראשונה, רוח חיובי (ותשואה על ההון העצמי בשיעור של כ-6 אחוזים), ורוח זה הילך וגדל מרביתו לרביע. גם בסקר החברות דיווחו חברות התעשייתית על עלייה בתופוקה ברבע השלישי ויציבותם (מספר מהרבייע השלישי מאזור הנטו של חברות התעשייתית (מספר החברות שדיווחו על עלייה בתופוקה בניכוי מספר החברות שדיווחו על ירידתה) היה חיובי, לראשונה מזה שנתיים (لوح 1).

מספר הליניות של תיירים בבתי מלון עלה ברוב החודשים מאז מרץ (לאחר תום מלחמת המפרץ), ובשיעור מצטבר של 47 אחוזים במהלך התקופה הנסקרת. במקביל לגידול מספר הליניות גדל בשיעור דומה במספר התיירים הנכנסים לישראל (لوح 2 ודיגרמה 4), התפתחות שנתמכה על ידי השתפרות תחנות הביטחון עקב סיום המלחמה בעיראק ברבע השני של השנה והירידה במספר הפיגועים. לעומת העלייה במספר התיירים, ירד (בכ-2 אחוזים) מספר של לינות הישראלים בבתי המלון במהלך התקופה הנסקרת לעומת התקופה המקבילה אשתקד.<sup>7</sup> רמת התיירות אצל תושבי חוץ הישראלים כאחד נשאה נמוכה משמעותית מאשר לפני האינתיפאדה.

פדיון ענפי המשחר והשירותים עלתה בתקופה הנסקרת ב- 3.8 אחוזים (עד נובמבר), לאחר ירידת של 3 אחוזים במחצית הראשונה של השנה<sup>8</sup> (لوح 1). בענף המשחר נרשמה בחודשים אלו עלייה של כ-4 אחוזים, ואילו בענפי השירותים הייתה עלייה של כ-17 אחוזים בשירותים העסקיים, על רקע השיפור בשוקי ההון

<sup>7</sup> פגיעה נוספת בתיירות הפנים הייתה أولי בדצמבר, בשל שביתה של ארגון המורים וביטול טיולי התלמידים.

<sup>8</sup> לנtones אלו ראוי להתייחס במשךנה זהירות, בשל אי סדרות גבוהה בהם, שנבעה, בין היתר, מהשירותות הרבות, שפגעו בדוחותים.

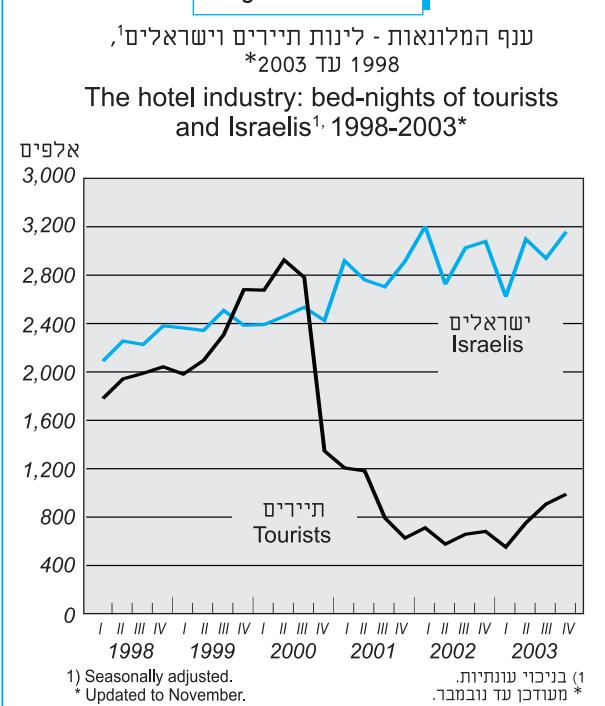
העצומה בשנת 2003 הירידה ברמת ההשקעה הגלובלית, וזאת לאחר ירידת רצופה ארבע השנים הקודמות. ברבע השלישי של השנה הוסיפה ההשקעה והצטמצמה גם יחסית לרבעים הקודמים (لوح 1); ההשקעות בבנייה מגוריים ולא למגורים המשיכו לרדת (ב-3.9 ו-12.8 אחוזים, בהתאם) ושיקפו את המיתון המתמשך בענף הבנייה. ההשקעה בענפי המשק ירדה ברבע השלישי ב-13.6 אחוזים, תוך ירידת חדה של המלאים, וכן פחת ברבע השלישי יבוא נכסים ההשקעה ב-7.7 אחוזים. עם זאת ראוי לציין כי מוקהה של הירידה החוצה ביבוא נכסים חודשיים) בחדש יוני, ואילו ברבע הרביעי שמר יבוא נכסים ההשקעה על יציבות, ולפי נתוני המגמה הוא אף עלה (لوح 4).

הירידה בהשקעות בשנת 2003 כולה, ובפרט בתקופה הנסקרת, אינה מפתיעה לנוכח עדפי כוشر הייצור של המשק ורמתה הגבוהה של הריבית הריאלית בدىעד במשך מרבית השנה. הירידה בהשקעות הושפעה גם מהירידה בחיסכון הלאומי, הן בגין הפרטוי והן בגין הציבור, עם התרחבות העוזף בחשבון השוטף והגירעון התקציבי. במקביל מעידה הירידה בהשקעות על זירות מצד היצרנים, בغالיל-הוואדיות הרבה לנבי חוסנה של התאוששות בפועלות.

הריבית האינדיקטוריים בענפי המשק מצבעים על תפנית בענילות במהלך התקופה הנסקרת. הייצור התעשייתי, שירד במחצית הראשונה של השנה (בכ-3 אחוזים), התרחב ב-1.6 אחוזים ברבע השלישי של השנה וב-12.4 אחוזים נוספים באוקטובר ונובמבר (لوح 2 ודיגרמה 2). נראה כי היצרנים הגדילו את הייצור באופן מובהק: התקופה לשעת עבודה החלה לעלות מונוטונית כבר מהרביע הראשון של השנה, בין היתר כתוצאה מתהליכי התיעילות בפירמות; מספר שעונות העבודה למועדן ירד במחצית הראשונה של השנה, התיציב ברבע השלישי ועלה מעט בربعיעי, וגם מספר השכירים בתעשייה גדל במידה מסוימת במהלך הריביעי. בכלל שלושת האינדיקטוריים - התקופה לשעת עבודה, שעונות העבודה ומספר המועסקים - ניכר שינוי במגמה לעומת התפתחותם בשנתיים הקודמות, אולם עצמתו ומידת יציבותו עדין אינה ברורה.

עלינו של מدد הייצור התעשייתי בתקופה הנסקרת ב- 6.9 אחוזים (עד נובמבר) שיקפה מגמות שונות של ענפי התעשייה לפי עתירות הטכנולוגיה בהם: בתעשיות המתקדמות עלה הייצור התעשייתי ב-1.9 אחוזים, תוצר התעשיות המעורבות שמר על יציבותו, ואילו תוצר הענפים המסורתיים קטן ב-2 אחוזים. גידול הייצור ברבע השלישי הונע על ידי התאוששות הביקושים העולמיים, שהביאה

דיאגרמה 4



הרייאלי הממוצע בענף במהלך השנה יכולה בכ-5 אחוזים. תמונה דומה עולה מדיוחי חברות הבניה לסקור החברות, שלפייהם מגבלת הביקוש והמחסור בעובדים מڪוציאים בענף היו במהלך התקופה המוגבלות העיקריות לנידול פעילותו.

## שוק העבודה

הרמה הנמוכה של הפעילות שאפיינה את המשק בשנת 2003 המשיכה להתבטא בשוק העבודה. עם זאת, מספר אינדיקטורים - כולל מספר המועסקים הכלול, ירידת מסויימות בעומק האבטלה ועלית מספר שעותת העבודה - מצביעים על התאוששות מסוימת בשוק העבודה, בעיקר לקראת סוף השנה. מלבד זאת הביאו ההשלכות הרחבות של התכנית הכלכלית של הממשלה להתעוררות יחסית העבודה במשק בתקופה הנסקרת, ורבו בה סכוסכי העבודה, בעיקר במגזר הציבורי.

שיעור האבטלה עמד בربع השלישי של שנת 2003 על 10.7 אחוזים מכוח העבודה האזרחי, בדומה לשיעורו בממציאות הראשונה של השנה (לוח 3). עלית שיעור האבטלה לעומת השנה הקודמת - 10.7% אחוזים לעומת

9 מבוסס על שלושה רבעים.

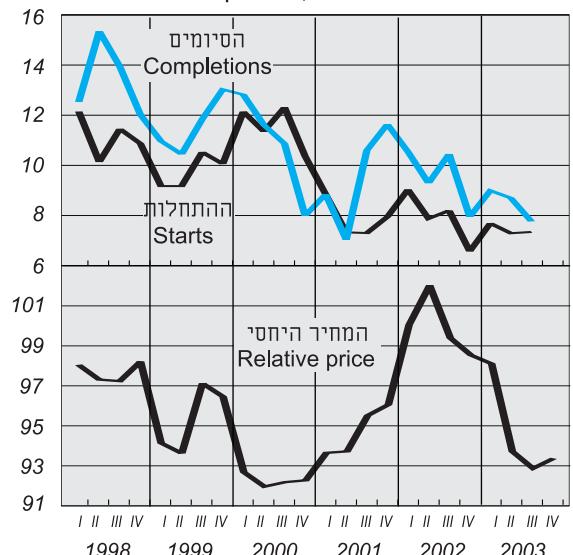
ובפועלות הבנקים וחברות הביטוח, כ-14 אחוזים בשירותי האוכל והארחה וכ-6 אחוזים בשירותים אישיים. עליות אלו נרשמו במקביל לעלייה ברוחני החברות, כפי שהן דווחו לבורסה, והן משקפות בעיקר את השפעת גידולה של הצריכה הפרטית על הפעילות.

בניגוד להתאוששות ענפי התעשייה, המסחר, השירותים והתיירות, נמשך גם בתקופה הנסקרת השפל בעופלות ענף הבנייה, אף הח裏ף. מספרי התחלות הבניה והסיוומים המשיכו לרדת בשיעורים ניכרים, בהמשך למגמה הרבע-שנתית שנצפתה כבר מאמצע שנות התשעים (לוח 2 וダイגרמה 3). לאחר התאוששות זמנית במכירות ברבע השני, נראה עקב ייסוף השקל שהتابטה בירידת המחיר הדולריים של הדיורות ברבעיו זה, ירד מספר הדיורות החדשות שנמכרו במהלך התקופה הנסקרת (יולי עד אוקטובר) ב-13 אחוזים לעומת המקבילה אשתקד. גם היעצם הדיורות העומדות למכירה המשיך לרדת במהלך התקופה, בהמשך למגמותו בשנים האחרונות, והגיע לשפל ללא תקדים. הירידה הגדולה במלאי הפעולות ולבליות להיות בעתיד הגורם המרכזי לגידול הפעולות ולעלית מחירים בענף. במהלך התקופה הנסקרת נמשכה הchallenge העובדים הזרים בענף בישראל, ולמרות זאת ירד השכר

דיאגרמה 3

מספר ההתחלות והסיוומים\* של יחידות דיור ומהירות הייחסי של הדיור\*\*\*, 1998 עד 2003

Housing units: starts and completions\*, and relative price\*\*, 1998-2003



\* הנתונים אינם מוגשי נתונים יומיומיים.  
\*\* מדודכו עד ספטמבר.

\*\* ביחס לדוח המדיירים לצרכן.  
\* מדודכו עד דצמבר.

Diagram 6

השכר הרויאל למשרת שכירות\*, 1998 עד 2003  
(ש"ח, במדד רוחני 2001)

Real wage per employee post\*, 1998-2003  
(NIS, 2001 prices)

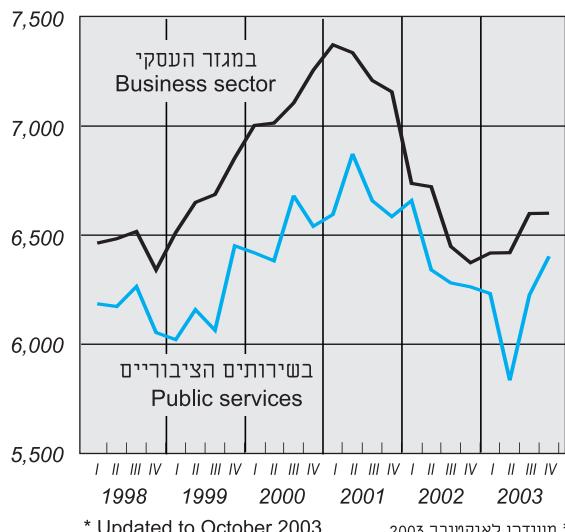


Diagram 5

שוק העבודה<sup>1</sup>, 1998 עד 2003  
The Labor Market<sup>1</sup>, 1998-2003\*

סך כל המועסקים  
Total employees



המועסקים במגזר העסקי והציבור

Employees, by sector



שיעור האבטלה וההטבוקה  
Unemployment and employment rates



1) בניכוי עונתיות.

\* עד ספטמבר.

להעמקתה בשנים הקודמות, נראה כי ברבעון השלישי של השנה התמתנו ואר השתפומו מודיעי עומק האבטלה: שיעור מחשי העבודה מעלה חצי שנה ירד (וונתקזזה כמעט לחולstein עלילתו החוצה ברבעון השני של השנה), ושיעור המובטלים שלא עבדו בשנה האחרון עלה אך במעט, לאחר עלייה חדה ברבעון השני.

מספר המועסקים הישראלים במגזר העסקי עלה ברבעון השלישי של השנה ב-1.9 אחוזים (לוח 3 וDiagramma 5). מספר המועסקים הישראלים גדל ברבעון זה בכל ענפי המשק, וגידלוו בלט במיוחד בענפי הבינוי, החקלאות והאוכר והארחה, בזכות החלפת עובדים זרים בישראל (להוציא את ענף החקלאות) וכן בהשפעת גורמים עונייטיים (בעיקר בענף האוכר והארחה). רידית מספרם של העובדים הזרים ברבעון זה, בהמשך למגמה ששררה בשנה כולה, נבעה מצדדים נמוכים שנתקה הממשלה להקטנת מספר הזרים בישראל לשם עידוד תעסוקת הישראלים<sup>10</sup>. כך גדלה סך התעסוקה (כולל זרים) ברבעון השלישי בשיעור מותון של 0.3 אחוז, ומתחילת השנה - בכ- 0.5 אחוז.

10 ראיו לעצין כי בא-הכלתו של ההיטל על עבודות זרים בחוק ההסדרים לשנת 2004, כפי שהוא צפוי, ניתן לראות נסיגת מסויימת מדיניות הממשלה בנושא.

10.3 אחוזים, בהתאם - התרכזה ברבעון הראשון של השנה, ושיקפה בעיקר את עליית שיעור ההשתתפות של נשים בכוח העבודה, תוצאה המיתון המתמשך, שהביא לגידול במספר המשפחות הזוקקות למפרט נוסף. לאחר העמקת האבטלה במחצית הראשונה של השנה, בהמשך

**לוח 3: אינדיקטורים להפתחות שוק העבודה, 2002 עד 2003**

(בנייה עונתית)

במגזר העסקי ירד השכר הנומינלי בעשרת החודשים הראשונים של שנת 2003 ב-3.4% לעומת 3.0% בשנת 2002, ובמהלך התקופה הנסקרה (יולי עד אוקטובר) עלה השכר ב-0.8% לעומת התקופה המקבילה אשתקד (לוח 3). שינוי המגמה בשכר במהלך המחצי השני של השנה התמקד בענפים שבהם גדרו הפעילות והרווחיות ברבע השלישי. ובפרט בענפי התעשייה. במשמעות הסיטוני של השישי.

העליה במספר המועסקים באה במקביל לעליית של  
אחזים במספר שעות העבודה הממוצע למועדק ברבע  
השלישי של השנה, לאחר ירידת במחצית הראשונה. יתכן  
כי הגדלת מספר השעות למועדק ברבע השלישי מעידה  
על התגברות הפעולות, או על ציפיות המועסקים לכך  
בקרוב, ציפיות המתבטאות תחילת בהעלאת מספר השעות  
ולאחר מכן במספר המועסקים.

## המשבר בקרנות הפנסיה הותיקות

עלית תוחלת החיים וירידה בשיעור הילודה הביאו לעליית יחס התלות - מספר העובדים בגיל הפנסיה יחסית לאוכלוסייה בגיל העבודה - ב מרבית המדינות המפותחות. התפתחות אלו הובילו בשנים האחרונות להטאה של מערכות הפנסיה במדינות שונות (צרפת, גרמניה, פן ארה"ב ועוד), שכן ההנחה כי כל דור ימומן על ידי הדור שיבוא אחריו - שרואה מפעם העשורים - אינה עומדת מבחון המציאות.

מקורותיו של המשבר הפנסיוני בישראל, מעבר למוגמות העולמיות, מבנהו המיעוד של קרנות הנסניה; מאז קום המדינה התארגו מרבית הקרןנות תחת כנפי ההסתדרות העובדים, המנהלת כיום לעלה-מ-75 אחוזים מכלל הנכסים הפנסיוניים של אזרחיה המדינה (לא כולל את הפנסיה התקציבית). החלטות עקרוניות בעשוריים הראשונים של המדינה - כגון החלטה לספק לכל עולה צבתת זכויות פנסיוניות רחבות בזמן קצר יחסית<sup>1</sup> - החלטות שנטקו בהנחה כי הדור הצעיר ימן את צורכי הדור המבוגר, טמו את זרע המשבר, ותנאי פנסיה יהודים, עדיפים, שניתנו לקבוצות רחבות של עובדים הגדילו את הגירעון האקטוארי. ראוי לציין כי בעשוריים הראשונים של המדינה, ובשל מדיניות ממשלתית<sup>2</sup>, הפקו קרנות הפנסיה למקור מימון לתקציב הממשלה, עד אשר בשנת 1995 היו 93 אחוזים מוחון הקרןנות מושקעים באיגרות חוב מיעודות, לא-סחריות. שהונפקו על ידי הממשלה, והבטיחו תשואה מסווגצת גובעה אשר נקבעה בהסכם השוניים.

לוכת ההכרה כי חלק מקרנות הנסניה לא יכולים לעמוד בהתחייבותה לעמידים לאורך זמן, מתגבשת בישראל זה כעשרות שנה רפומתית במערכת הנסניה, המتبטהת בשינויים שונים בתכנוניים ובהסדרים לפעילות הקרכנות. אחד השינויים המשמעותיים החל בשנת 1995; אז הוחלט כי הקרכנות הותיקות יפסקו לקבלות עמידים חדשים, ועובדים חדשים יכולים להצטרף רק לקרכנות חדשות, שייהיו מאוזנות אקטוארית. כמו כן הוקطن שיעור ההשקעה של הקרכנות באיגרות חוב מיעדות (ל-70 אחוזים), ושיעור התשואה בהן הורד. עוד נדבך ששל הרפורמה משנת 1995 הוא ההסכם לקליטה של עובדי מדינה חדשים בנסניה ת积淀ית ובקרנות הפעולות על ערךנות של אייזו אקטוארי. הסכם זה יושם ברובו רק בתחילת שנות ה-2000.

על אף סיגרתו של הממשלה הותיקות לעמיות חדשים, ולמרות ניסיונות הממשלה, בחוק (ב-1995) ובבסיסם עם ההסתדרות (ב-1996), להגביל זכויות חריגות של עמידים ולהקטין את גירעון הממשלה, הוסיף הגירעון ותפוח. משום כך אישרה הכנסת במאי 2003 את הסדר קדנות הפנסיה הותיקות, הנוגע לכטיליון עובדים (מתוכם 230 אלף חברים פעילים, 550 אלף חברים שזכויותיהם מוקפות ו-200 אלף פנסיונרים), המבוטחים בקדנות " מבטחים ", " מקפת ", " קרן הגימלאות המרכזית ", " קרן פועלי בניין ", " קרן נתיב ", " קרן פועלים קלאליים " ו" הדסה ".

מטרת ההסדר היא טיפול אקטוארי בקרןנות כדי להביאן לאיזון, שיאפשר לשלם קבאות לעמיטיות. השניים האקטוארי הושג באמצעות כמה צעדים: (א) הקטנת זכויות העמיטיות; (ב) הגדלה מדורגת של הפרשות של העובדים והמעסיקים לקרנות; (ג) דחיה הדורגתית של גיל הפרישה של גברים ל-67 ושל נשים ל-64; (ד) התחייבות המדינה לסייע בהיקף של 73 מיליארדי שקלים על פני 35 שנים. כן נקבעו בהסדר שניים במבנה הניהול בקרן (בפרט הווער ניהול לידי מנהלת שמונהה על ידי משרד האוצר), והוחל תקנו אחד לכל הקרנות, ובו מגנון אייזון, שלפיו אם הקרן לא תוכל בעתיד לעמוד בהתחייבויותיה, יותאמו זכויות העמיטיות למצבה האקטוארי. שינוי נוסך הוא הפניות כספי הקרןות לשוק ההון עד שהחוזה הקרן באיגרות חוב מיעודות יירדו ל-30 אחוזים בלבד. חלק מפרטי ההסדרים המצוינים לעיל הוסדרו בהסכם בין הממשלה להסתדרות וرك בתחילת שנת 2004, וחילקו (כנון היקף הפניות הכספיים לשוק ההון, רשות הביטחון להשקעות ומגנון האיזון האקטוארי העתידי) עדין אינס מסוכמים סופית.

השינויים בהסדר הכספיות היה מחייב המציגות, לנוכח הסכנה כי לא יהיה ביכולתו לעמוד בהתחייבויותיה. כן פועלת האחדת הזכויות והתקנות בין כל העmitters להלכה הוגנת יותר של הנטול הפנסיוני, להגמשת שוק העבודה, עקב יכולתו של העמית לעבור מקום עבודה אחד לאחר בעל שישתו זכויותיו, ולהעמקת שוק ההון. עם זאת יש לתת פתרון לאוכלוסיות שבוחן השחיקה בעבודה רבה (כגון עובדי כפפים) והעלאת גיל הפרישה פוגעת ברווחתם, ולהבטיח כי לשינויים בהסדר לא תהיינה השלכות קשות על זכויות העmitters בעט ארה נגובה. קיימת שארם) ועל יכולתם להזקנו בלבונן.

## 1 הטעות אלו בוטלו בשנת 1985.

2 תחילתו של הסדר זה בהלוואה של קהה הממשלת- 1954 מהкопות היחסטרדיוטיות ותמורתה הנפיקה איגרות חוב; ב-1957, לצורך מיון תקציבי, נחקקו תקנות שלפיו התבות המס על רקע מוננטות בהשקלת כ- 65 אחוזים מהונה באיגרות חוב ממשלתיות.

השכר במגזר הציבורי ירד בתקופה הנסקרת בכ- 1.7 אחוזים (עד אוקטובר) לעומת התקופה המקבילה אשתקד וב- 2.8 אחוזים במשך השנה כולה. ירידת השכר לעומת התקופה המקבילה אשתקד נבעה מהת/docsם הקיבוצי שנחתרם בחודש מיון בין הממשלה להסתדרות להפחיתה פרוגרסיבית בשכר החל מחודש يولיא ועד חיות תשלומיים (של "מענק היובל" בספטמבר). השינויים במבנה כוח האדם במגזר הציבורי צפויים אף הם להשפיע לרידת השכר בו, בעיקר עקב החלפת עובדים ותיקים בחדים. עם זאת, במהלך התקופה נצפו עליות שכר נומינלית (לוח 3 ודיאגרמה 6), הקשורות בין היתר לקיזוז טכני של ירידת השכר ברבע השני (בשל דחיתת תשלום דמי ההבראה ברבע זה) וכןה גם להשפעה זמנית של השינויים במבנה כוח האדם במגזר זה.

## מazon התשלומיים

הגירעון המשחררי שמר במחצית השנה הנסקרת על יציבותו, ובשנת 2003 כולה הוא הסתכם ב- 6 מיליארדי דולר - הרמה הנמוכה ביותר מאז 1991. יציבות הגירעון המשחררי בתקופה הנסקרת משקפת עלייה ביובה הסחרות, שקוזה על ידי האצה ביצוא הסחורות (לוח 4 ודיאגרמה 7). ראוי לציין כי רמת היצוא והיבוא הושפעה בתקופה הנסקרת מהיעיצומים שנקבעו עובדי המכס ורשות הנמלים במהלך התקופה, ומשום כך המגמות העולות מהנתונים חלקיים. יבוא הסחורות עלה במחצית השנהיה של שנת 2003 ב- 4.1 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד. בתוך 8.2 יבוא הסחורות בלטה העלייה ביובה מוציאי הצריכה אחזוקים), כפועל יוצא של העלייה החדה בצריכה הפרטיט במגזר התקופה. כן עלה יבוא חומרי הגלם (למעט יהלומים ודלק) ב- 7.5 אחוזים, מרביתם לתחומיות המתקדמות ולתעשיית הכימיקלים ברבע האחרון של השנה. יבוא נכסיו ההשקעה ירד ברבע השלישי ירידת חדה, שנבעה בין היתר מקייזוז עלייתו החריגת בחודש יוני, וברבע הרביעי הוא התיעצב. נתוני המגמה מצבייעם על התמתנות הירידה ביובה מוציאי ההשקעה במהלך התקופה הנסקרת כולה, וכך על עלייה בו בחודשים האחרונים של השנה.

היצוא עלה במהלך התקופה הנסקרת בשיעור גבוה של 7 אחוזים, עלייה שכולה ברבע האחרון של השנה (לוח 4). ברבע השלישי עלה יצוא תעשיית הטכנולוגיה העילית והמסורתיות, ואילו יצוא הרכיבי התעשיית המתקדמתות חדש; לעומת זאת ברבע הרביעי הרכיבי התעשיית המעורבות היו שיורי היגיון ברבע זה נמוכים יותר (אך עדין גבויים), ויצוא התעשיות המסורתיות אף ירד. גם נתוני המגמה

והקמעוני ובענפי השירותים (האוכר וההארחה, הבנקאות והפיננסים). שינוי זה עשוי לשקר את עליית פריוון העבודה וכן את עליית הביקוש בענפים אלו.

במגזר הציבורי עליה מספר המועסקים ברבע השלישי בשיעור של 0.7 אחוז, ומתחילת השנה ב- 1.5 אחוזים - שיעור נמוך כמעט גידול האוכלוסייה וכן נמוךיחסית לשנים קודמות. מספר המועסקים עליה על אף עזיבתם של עובדים רבים את המגזר הציבורי - חלום בשל פיטורים וחלום עקב פרישה מרצון לנוכח פגיעה צפואה בתנאי הפרישה במסגרת הכלכלית. ראוי לציין כי רבים פרשו למרות איזואות שאפפה במשך כל התקופה הנסקרת את מידת המימוש של התכנית הכלכלית ואת פרטיה ההסכים שנחתרם לבסוף בין האוצר להסתדרות.

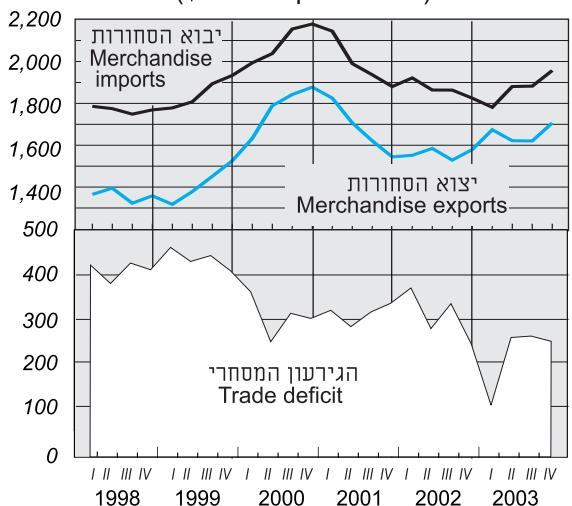
התכנית הכלכלית הציבה כמטרה את הפחתת הוצאות השכר במגזר הציבורי על ידי צמצום כוח האדם בו (באיכות פיטורים ואי-קליטה של עובדים) והורדת שכר. תוכנית זו, וכן תוכנית התיעילות ופיטורים נוספים שהוצעה במהלך החודשים העיקריים (לאחר ההסכם לצמצום בעלייה הציבורית שעלו חתמו הצדדים במאן), הובילו לעימות מתמשך בין האוצר להסתדרות במהלך התקופה הנסקרת כולה, עימות שבמהלכו הושבתה העבודה במגזר הציבורי לסייעון, וייחדות המשרתות את הציבור הושבתו במשך תקופה ארוכה של כ- 100 ימים. בתחילת שנת 2004 נחתם הסכם, שעורנוונו דחיתת פיטורי העובדים במגזר הציבורי (מעבר לאלו שעלהם הוסף במאן) לשנת 2005, דחיתת פגיעה בתנאי הפרישה, ביטול או צמצום חלק מהשינויים המבנאים שתוכננו בנסיבות שונות במגזר הציבורי ושינויים בעקרונות התכנית להצלת קרנות הפנסיה הוטיקות.

על אף המטרה הרואה של צמצום הוצאות השכר במגזר הציבורי, התערבותה במערכות יחסית העבודה מן הרואי שתייעשה מתוך הסכמה ותמכה רחבה בכל האפשר של כל הנוגעים בדבר - הממשלה, המעסיקים וארגוני העובדים. הסכמה מסוג זה הושגה במאן<sup>11</sup> והייתה הבסיס לקיצוץ שכר נומינלי במגזר הציבורי ולפיטורים במגזר זה. השינויים הרחבים שהכניםה הממשלה באופן חד-צדדי לאחר מכן, בתקופה הנסקרת, פגעו במקומות יחסית העבודה במגזר הציבורי, ובשל המאבקים שהובילו בעקבותיהם, נפגעה הפעילות המשקית. השבת האמון והשקט ביחסים העבודה במגזר הציבורי הם תנאי הכרחי לשימורה על יציבות ולכמיה בת-קיימא.

<sup>11</sup> לאחר ניסיון להعبر שינויים אלו בחקיקה, שתקל בהנגדות מצד ההסתדרות.

דיאגרמה 7

\* סחר החוץ, 1998 עד 2003  
(מיליאוני דולר לחודש)  
Foreign trade, 1998-2003\*  
(\$ million per month)

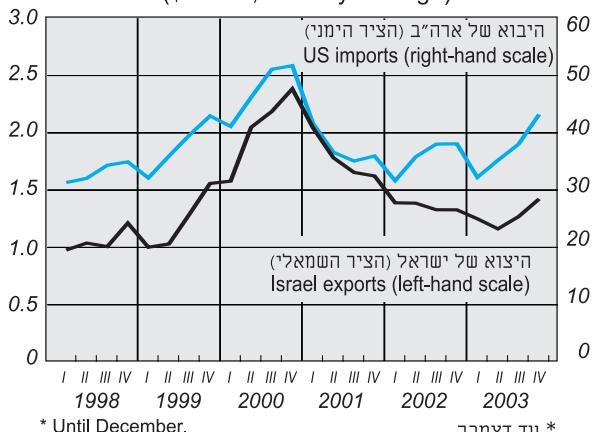


\* עד דצמבר.  
\* Excluding ships, aircraft, diamonds, and fuel.  
Seasonally adjusted.

דיאגרמה 8

היצוא של ישראל והיבוא של ארה"ב - רכיבים אלקטרוניים, ציוד תקשורת אלקטרוני, ציוד לבקרה ולפיקוח וczyod מדעי, נזויים מוגני תעשיית (מיליארדי דולר). ב ממוצע חודשי) \*2003 1998

Israel's exports and US imports: electronic Components, electronic communications equipment, and scientific and monitoring equipment, 1998-2003\*  
(\$ billion, monthly average)



\* עד דצמבר.

מצביים על התוצאות יוצאה התעשייה המתקדמות ויצוא התעשייה המורבות-עלית.

בחשבון השירותים נוצר ברבע השלישי ועדף - בין היתר, מיפוי גידול היוצאה של שירותים תוכנה (מ-1.8 מיליארדי דולר ברבע השני ל-2 מיליארדים בשלישי) ועליה של 0.5 אחוז בהכנסות מתירות, לאחר עלייה דומה ברבע השני. (להלן גידול מגידולו של יצוא השירותים עדין אין מסויבור). היוצאה של שירותים התירות גדל על אף ירידת מספר העובדים הזרים, שהוצאותיהם מהוות חלק משירותי התירות. העודף בחשבון השירותים קיזז את הניגנון במאزن המסחרי, וכך נרשם בחשבון השוטף ברבע השלישי ועדף של 0.2 מיליארד דולר.

תנועות ההון של תושבי חוץ לישראל הושפעו מההתפתחויות המקומיות ומגמות כלל-עולמיות: על רקע סיום המלחמה בעיראק, גידול פער התשואה בין ישראל, לאלה"ב ולאירופה וירידה בהערכות הסיכון של ישראל, אופיין הרבע השני של השנה ביבוא הון נרחב (לוח 4). לעומת זאת במחצית השנייה של השנה התקגרו הערכות להתשאות בשוקים הבינלאומיים, עלו התשואה של איגרות החוב בארה"ב, ובמקביל ירדה הריבית בישראל. כל אלו הובילו לירידה משמעותית בהיקף ההשקעות השני ל-0.5 מיליארד בשלישי), אשר קוזזה על ידי השקעות תושבי חוויל בנירות ערך ישראליים בהיקף (של 1.3 מיליארדי דולרים), בעיקר באגירות חוב ממשתיות.

בחודש يولאי אישרת ממשלה ארה"ב לישראל להנפק איגרות חוב בהיקף של 3 מיליארדי דולר לשנה במשך 3 שנים בערבות ממשלה ארה"ב, והממשלה הנפקה במסגרת ההסדר איגרות חוב בהיקף של 1.6 ו-0.75 מיליארד דולר בחודשים ספטמבר ודצמבר, בהתאם. כミיליארד דולר מסכומי הערבויות נוצלו על ידי הממשלה למימון הניגנון המוקומי על ידיה המרת מטבע החוץ בנק ישראל. העודף בחשבון השוטף ומימוש הערבויות למימון הניגנון המוקומי, שקוזו חלקיים על ידי הירידה בתנועות ההון נטו לישראל, הגדרו את יתרות מטבע החוץ בנק ישראל בכ-1.2 מיליארדי דולרים, לשיא של 25.8 מיליארדים.

### המגזר הציבורי

התקופה הנסקרה אופיינה בראשון תקציבי, כפועל יוצא מהתכנית הכלכלית להבראת המשק, שהותווותה על ידי הממשלה מיד לאחר כינונה, ועובדנה כמה פעמים במהלך התקופה הנסקרה (עד לאישור תקציב 2004). בתכנית הכלכלית היה משקל רב לצעדי הפחתה מיידית של

## לוח 4: סחר החוץ<sup>1</sup>, מאזן התשלומים, ויתרות מטבע החוץ, 2002 עד 2003

(במחירים שוטפים, מנוכה עונתית)

התקופה הנסגרת *	2003					2002		2003	2002	
	IV	III	II	I	VII					
שיעורי השינוי לעומת התקופה המקבילה אשתקה	שיעורי שינוי ממוצעים כל רבען לעומת קודמו									
12	4.1	4.0	0.1	5.6	-2.4	-2.1	0.4	-6.0	יבוא הסחורות	
12	8.2	2.4	6.2	7.2	-3.4	-5.4	-1.8	-6.6	מוח: נכסים הצריכה	
12	-6.6	0.1	-7.7	7.9	-10.9	11.1	-4.1	-8.5	נכסים ההשאלה	
12	7.5	6.0	1.5	4.2	2.0	-6.3	3.0	-4.7	התושמות לייצור	
12	7.0	5.3	-0.1	-3.1	6.0	3.3	6.1	-6.8	יצוא הסחורות	
12	7.1	5.5	0.1	-2.8	5.3	3.5	5.7	-6.9	מוח: היצוא התעשייתי	
12	5.4	6.4	2.0	-7.3	4.4	7.4	1.8	-13.0	מוח: טכנולוגיה עילית	
מיליאני דולר, ממוצעים רבעוניים										
12	256	250	262	259	107	246	220	307	הגירעון המסחרי	
9				168	153	122	-232	148	החשבון השוטף נטו	
9				937	105	-896	-1,952	48	החשבון הפיננסי (למעט יתרות מט"ז)	
9				479	1,732	805	391	1,005	ההשקעות הירושי חוץ של תושבי חוץ	
9				1,339	-70	-229	-323	346	ההשקעות תושבי חוץ בתיק נירות ערך למשחר	
ההשקעות ורקומות ובתיק נירות הערך										
9				483	422	-38	462	289	למסחר בחו"ל של תושבי ישראל	
9				-5.22	-4.74	-4.15	-2.90	-2.94	החו"ב החיצוני נטו (באחוזו תוכזר)	
12	25,780	25,780	24,767	24,089	23,486	23,670	25,675	23,670	יתרות בנק ישראל, לסוף התקופה	

\* החדש האחרון שלגביו יש נתון.

1) נתוני סחר החוץ הם ללא אניות ומיטומיים, יהלומים ודלק.

המרקם: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

להצלת קרנות הפנסיה הסתדרותיות. (ראו תיבה).  
העליה החדה בגירעון התקציבי במהלך השנה, לעומת  
עד הגירעון של 3 אחוזי תוצר שנקבע בתקציב, נבעה  
מפער של כ-15- מיליארדי ש"ח בין ההכנסות ממסים בפועל  
לאלה שהיו גלומות בהנחות התקציב<sup>12</sup> וכן מהעליה  
בהוצאות הריבית (لوح 5 ודיגרמה 9). עם זאת נרשם  
במהלך המ恰ית השנייה שינויים במשמעות: לאחר ירידת  
מתמשכת של הכנסות ממסים הן עלו במהלך המ恰ית  
השנייה באחוזו תוצר אחד וחזרו לרמה שאפיינה אותן  
בסוף 2002.

הוצאות הממשלה קטנו במחצית השנייה של השנה, ורקיסת  
لم恰ית הראונה, ובמהלך השנה כולה היו נמוכות ב-

12 הפיגור משקל חסר של 8.2 מיליארדי ש"ח בתקציב מס הכנסה ושל כ-  
4.1 מיליארדים בתקציבי אגף המכס והאגרות. גם הסכום שהעבiri המוסף  
לביטוח לאומי היה נמוך בכ-4.5 מיליארדי ש"ח מזה המתישב עם התחזית  
השנתית.

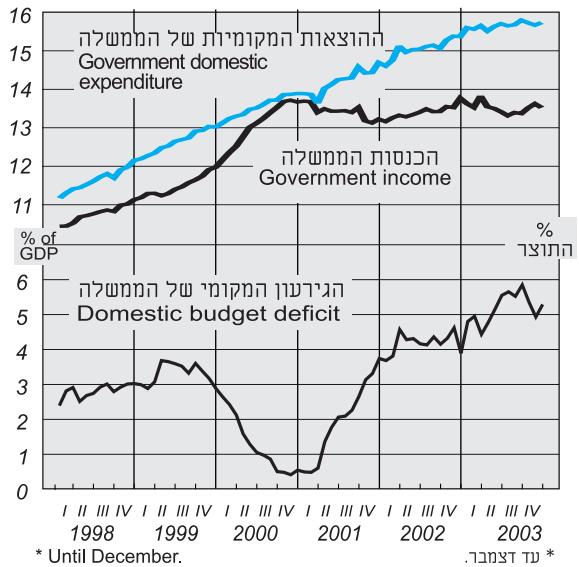
הגירעון, וכן לצדים הצפויים להפחיתו באופן פרמננטי,  
ומשם כך היא הגירה את המשק לתוואי יורד של המדיניות  
הֆיסකאלית והחזירה את המשק לתוואי יורד של הגירעון  
התקציבי. הריסון התקציבי וכן הידול בגדית המשיסים  
במהלך המ恰ית השנייה של השנה הורידו את הגירעון  
-7 אחוזי תוצר במחצית הראשונה של השנה לפחות מ-  
4 אחוזי תוצר במחצית השנייה. עם זאת היה הגירעון  
התקציבי בשנת 2003 כולה, 5.6 אחוזי תוצר, גבוהה מאוד  
יחסית לעבר, ויחסית ליעד הגירעון שנקבע בתקציב - 3  
אחוזי תוצר - וכן גבוהה מהמקובל במדינות המפותחות  
(لوح 5 דיגרמה 9).

עיקריה של התכנית הכלכלית להבראת המשק היו קיצוץ  
תקציבי, שינוי במדד הקצבאות, הורדת נטל המשס  
בדרוגה, הורדת שכר פרוגרסיבית והתייעלות במנזר  
הציבורי, איחוד רשות מקומיות (שנדחה ברובו בהסכם  
שנהתרם בין הממשלה להסתדרות בתחילת 2004), והתכנית  
שהתבצעה בין הממשלה להסתדרות בתחילת 2004), והתכנית

דיאגרמה 9

זרמי הכספיים של הממשלה, 1998-2003 נס' 2003\*  
(מיליאני ש"ח, ממוצע נס' של 12 חודשים)

Government cash flows, 1998-2003\*  
(NIS million, 12-month moving average)



\* Until December.

ב"צים", וזאת לאחר שבנובמבר נמכרו 5.25 אחוזים מניות "בזק", ועל ידי כך ירד חלקה של המדינה במניות החברה והיא חדלה להיות חברה ממשלתית. עד זה, ומכירת 13 אחוזים מניות "אל-על" במחצית הראשונה של השנה<sup>14</sup>, הניבו למדינה במצטבר בשנת 2003 כ-1.7 מיליארדי ש"ח (לעומת 118 מיליון אשתקד), והם מצביים על מדיניות הממשלה לצמצום מעורבותה בשוקים.

על רקע הריסון בהוצאות הממשלה בלט במהלך השנה הגידול של השקעות המגזר הציבורי בתשתיות. במחצית השנייה של שנת 2003 התקבלו מספר החלטות העשוויות להיות מקור להאצה נוספת בתחום זה: לרכבת ישראל אושרה בנובמבר הקצתה של 24 מיליארדי ש"ח - חלקה תמורה לנפקת מניות של החברה, חלקה הלואה (2.4 מיליארדים) וחלוקת תמייקה (10.5 מיליארדים) - לשם השלמתה של רשות הרכבות הארץ עד 2008. בתקופה הנוכחית נחתם חוזה בין המדינה ליוזמים לבניית מתקני התפליה, אף כי לאחר סגירתה המכרזים דורשים היוזמים

14 כל ההכנסה התקציבית במקורה זה שימשה לכיסוי חובות הממשלה לחברה.

5.1 מיליארדי ש"ח מתוואי הוצאות התואם את התקציב. צמצום הוצאות הממשלה התמקד במשדרים האזרחיים, בעוד שתקציב הביטחון הוצאה כמעט במלואו, והוא משך את השפעת הקיצוצים הרוחביים שעלייהם החליטה הממשלה, את דחיתת התשלומים של דמי ההבראה בחודש יוני ושל מענק היובל בספטמבר, וכן דחיתת הוצאות בגין העיצומים.

סך קצבאות הביטוח הלאומי קטנו בתקופה הנסקרת (עד נובמבר) ב-6 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד, רيدة שמרביתה התרכזה ברבע האחרון של השנה (לוח 5). מתוקן קטנו תשומתי דמי האבטלה ב-25.1 אחוזים, תשומתי הבטחת הכנסה ב-22.7 אחוזים ותשומתי קצבאות הילדים ב-14.1 אחוזים. הרידה בתשלומי הביטוח הלאומי, על אף עלייתו של שיעור האבטלה בשנת 2003 ורמת הפעילות הנמוכה, נבעה מהתכניות הכלכליות של השנים 2002 ו-2003, שפלו לקיצוץ בגובה הקצבאות ולהחמרה הכספיות לקרים ולפגיעי עבודה ואיבה ב-12-13 אחוזים, בהתאם, כתוצאה מהישגי מאבק הנכים ומהעימות הביטחוני המתמשך.

עד הגירעון שנקבע בתקציב לשנת 2004 הוא 4 אחוזי תוצר, שיעור נמוך בהרבה מהגירעון בפועל בשנת 2003. הפחתת הגירעון צפוייה להתבצע על גידול ניכר של הכנסות (7.5 אחוזים ריאלית), בצד גידול מתון יותר של הוצאות (2.8 אחוזים ריאלית). החזרה למסלול רידה בוגריעון התקציבי, כפי שהגולם בתקציב 2004, היא תנאי הכרחי לביסוס האמינות הכספיאלית. עם זאת ניזולה המלא של הרזובה הכלכלית בתקציב<sup>15</sup>, מצבן הפיננסי הקשה של הרשות המקומיות והויכוח בדבר תקציב הביטחון כבר בתחילת השנה מעלים חששות לגבי יכולתה של הממשלה לעמוד ביעד הגירעון, אם יהיה במהלך השנה הוצאות בלתי צפויות.

כמו מאבקים עמדו על סדר היום הציבורי במהלך התקופה: הראשון שבהם הוא השביתה הארוכה של האימהות החד-הוריות, בשל הפגיעה בקצבאותיהן, שאליהן הצטרפו קבוצות חלשות נוספות במהלך על הפגיעה בתשלומי ההעbara. עובדי הנמלים שבתו לסיורוגין נגד הפרטת הנמלים, ועובדיו המגזר הציבורי שבתו זמן ממושך בשל השפעת התכנית הכלכלית על התעסוקה, השכר והסדרי הפנסיה במגזר זה (כמפורט בסעיף על שוק העבודה).

מספר הפרטויות חשובות בתחום התשתיות נעשו לאחרונה על ידי הממשלה: בינואר 2004 נמכר חלקה של המדינה

13 ראוי לציין כי הרזובה לעמידה ביעד הגירעון נותרה בעינה.

## לוח 5: ביצוע התקציב המקומי של הממשלה לעומת יעד הגירעון, 2002 עד 2003

	התגובה הנטקרת	2003					2002			הגירעון המקומי של הממשלה כאחוז מהתוצר הטסיה מהתקציב (במיליארדי ש"ח)		
		I	II	III	IV	V	2003	2002				
שיעור השינוי לעומת התקופה הקודמת (אחוזים)												
* התגובה המקבילה אשתקף												
12	4.4	6.4	3.4	8.6	4.6		8.6	5.7	4.2	הגירעון המקומי של הממשלה כאחוז מהתוצר		
12	-7.7	-2.7	-5.0	-7.5	-5.0		-1.5	-19.5	-3.9	בתקציבות הממשלה		
12	-5.4	-2.9	-2.5	-0.3	0.6		-1.1	-5.1	-5.1	בהוצאות הממשלה		
12	-2.3	0.2	-2.5	-7.2	-5.5		-0.4	-14.3	1.3	בגירעון המקומי		
12	-13.4	-8.0	-5.4	-9.9	-4.4		-9.9	-21.1	-18.7	הגירעון הכללי של הממשלה (לא מטען אשראי)		
12	-0.3	-6.8	9.4	-8.4	8.3		-9.2	-1.4	-0.7	הכנסות הממשלה ממיסים		
12	-0.6	-8.0	8.6	-6.2	7.6		-10.6	-3.6	-5.1	מוחה: הכנסות ממיסים ברוטו		
12	0.1	-5.4	10.9	-11.9	10.8		-9.3	1.8	5.2	הכנסות ממני"ם ברוטו		
12	0.4	6.3	-1.6	0.0	-5.7		10.4	-8.9	4.6	הוצאות הממשלה		
11	-6.0	-37.3	-0.9	-3.8	-1.7		2.7	-12.7	3.8	קצבאות הביטוח הלאומי		
11	-25.1	-41.2	-2.2	-8.8	-6.0		-10.4	-36.3	0.6	מוחה: דמי אבטלה		
11	-22.7	-41.8	-18.9	-1.9	3.5		-3.1	-24.9	14.4	הבטחת הכנסתה		
12	-2.2	-2.6	1.9	0.5	-3.8		1.0	3.5	5.8	גביה של המוסד לביטוח לאומי מהציבור		

(1) התוווא נקבע בהתאם ליעוד גירעון של 3 אחוזי תוצר, כפי שנקבע בתקציב 2003.

\* החדש האחרון שלגביו יש נתון.

המקור: משוזד האוצר.

bara'a "ב" מדד תנאי הייצור (ISM) בחודש נובמבר בשיעור ניכר (6 אחוזים) - לרמה הגבוהה ביותר בעשרים השנים האחרונות - והסתמן שיפור בייצור התעשייתי ובהזנות בתעשייתו.

גידול הפעולות bara'a "ב" הניע את הצמיחה בגוש האירו, האיז את גידול הייצור במדינות אירופה, ולכן גדול בכ-4 אחוזים עודף הייצור של מדינות אלו. כך, על אף חולשת הביקושים המקומיים באירופה, נרשמה ברבע השלישי של השנה במדינות גוש האירו עלייה של 1.6 אחוזים בתמ"ג, לאחר שיעור גידול שלילי בשני הרבעים האחרונים. גם בין נראים סימני צמיחה: הייצור התעשייתי עלה בחודשים ספטember ואוקטובר במצטבר ב-5 אחוזים, והאומדן לשנה כולה עומד על 2.2 אחוזים. על אף הצמיחה במדינות המתקדמות, התפנית בפעולות היא שבירית מאוד. שיעורי האבטלה נשארו בסוף שנת

15 ברבע השלישי היה שיעור הגידול של התמ"ג בגרמניה 0.2 אחוז, באיטליה 0.5 אחוז ובצרפת 0.4 אחוז.

לשפר את תנאים, בעיקר בגלל התנויות חדשות של הבנקים הממן. כן הייתה התקדמות בנושא הגז הטבעי - בהזרמה בפועל ובתכניות לפיתוח - ואושרה היツאה במכרז BOT לשם הקמת רכבת קלה במטרופולין תל אביב, בעוד שבפרויקט הרכבת הקלה בירושלים, המתקדם יחסית, נתקלו הצדדים בקשימים בעקבית הצד הפיננסי.

### התפתחויות בעולם

הנתונים שפורסמו בתגובה הנסקרת מצבעים על תפנית בעילות מרבית המדינות המפותחות. bara'a "ב" פורסמו באוקטובר אומדנים מוקדמים שלפייהם קצב הצמיחה המשק האמריקאי ברבע השלישי הוא 8.2 אחוזים, לעומת 3.3 ברבע השני; זאת בוכות גידול ניכר של הצריכה (6.4 אחוזים) ושל ההשקעות במגזר הפרטי (18.2 אחוזים). גידול הביקושים bara'a "ב" הושפע מהמדינות ליקיז'וס, מתהות האמון במעטן לאחר תום מלחמת המפרץ, ומרמתה הנמוכה של הריבית במדינה, שפעלה, בין היתר, לגידול ניכר בקניית דירות. כן עלה

## לוח 6: אינדיקטורים להשתתפותה הכלכלית במדינות המתקדמות והמתפתחות<sup>1</sup>

(אחוזי שינוי שנתיים<sup>2</sup>)

	2004	2003	2002	2001	
תחזית					
4.1	3.2	3.0	2.4		התל"ג העולמי
2.9	1.8	1.8	1.0		במדינות המתקדמות
5.6	5.0	4.6	4.1		במדינות המתפתחות
5.5	2.9	3.2	0.1	סה"כ	במדינות המתקדמות
4.8	2.8	2.2	-1.0	יבוא	הסחר העולמי
5.2	1.6	2.2	-0.8	יצוא	
7.8	5.1	6.0	1.6	יבוא	במדינות המתפתחות
6.9	4.3	6.5	2.7	יצוא	
1.3	1.8	1.5	2.2		במדינות המתקדמות
4.9	5.9	5.3	5.8		במדינות המתפתחות
9.1	9.7	11.1	16.2		במדינות שבमערב
-10.5	14.2	2.8	-14.0		מחדרי הסחורות הלא מעובדות (בדולרים) נפט <sup>3</sup>
2.4	5.0	0.6	-4.0		אחר
2.0	1.3	1.9	3.7		על פקודות Dolars <sup>4</sup>
2.4	2.2	3.3	4.2		על פקודות באירו
6.6	6.7	6.4	5.9		במדינות המתקדמות
					שיעור אבטלה

(1) בהಗדרותה - World Economic Outlook יישרל נכללת בין המדינות המפותחות.

(2) פרט לשינויו הריבית והאבטלה.

(3) המחיר הממוצע של חובית נפט (דולר אמרה"ב) היה 24.96 Dolars ב-2002, המחיר המוצע ל-2003 הוא 28.5 Dolars, והמחיר המוצע ל-2004 הוא 25.5 Dolars.

(4) ריבית LIBOR לשישה חודשים.

העסקים במדינה. השתתפותם אלו עלולות לדודע את ניצני הצמיחה במדינות המתפתחות בעודם באיבם, ו אף לחולל משבר פיננסי בקנה מידה עולמי.

### המחירים, המדיניות המוניטרית ושוקרי הכספיים וההון

את התפתחות השוקיים הפיננסיים במחצית השנייה של השנה יש לסקור על רקע סימני ההתואוששות ברמת הפעילות והARIOוטים במחצית הראשונה, אשר השפיעו על חלק גדול מהמדדדים הפיננסיים הנשכחה לאורך השנה כולה. כינונה של ממשלה חדשה בסוף פברואר ואיימו מידי של תכנית כלכלית המביעה על מחויבות ממשلتית למשמעת פיסකלית, סיום המלחמה בעיראק בפברואר, הירידה במספר הפיגועים ואישור הערבויות לישראל על ידי ממשלת אריה"ב במאرس - כל אלה הביאו לירידת אי-הוודאות הכלכלית ולמגמות חיוביות בשוקים הפיננסיים

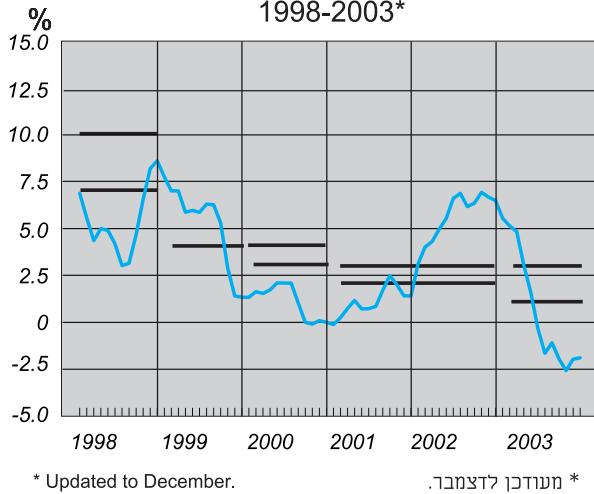
2003 ברמה גבוהה - 6.7 אחוזים במדינות המתקדמות (לוח 6), מתוכם 5.9 אחוזים בארא"ב ו-8.8 אחוזים באירופה - דבר העולם להמשיך ולמתן את הביקושים המקומיים. כמו כן מעיבה על אריה"ב העמקת "הגירעונות התואומיים" (בתקציב ובamazon התשלומיים), אשר על אף פרסום המדדים הכלכליים החשובים, פועלת לפיחותドル, בעיקר כנגד האירו (שיעור של 9.1 אחוזים בربع השלישי ו-36 אחוזים בربع הרביעי) אך גם כנגד מטבעות רבים נוספים. ראוי לציין כי לפיחות הדולר תורמות גם המדיניות המוצהרת של ממשלת אריה"ב להחלשתו והימנעות השוקיים מרכישת איגרות חוב של ממשלה אריה"ב לנוכח גירעונותיה התופחים.

הפיחות החזק בשער האירו כנגד הדולר, אם יימשך, עלול להשפיע לרעה על המאזן המשחררי באירופה ולפגוע בהמשך הצמיחה. כן מוטלת בספק יכולת המשק היפני להמשיך את הרכישת המסיבית של מטבע חוץ כדי להימנע מייסור ריאלי של היין, העולם להכביר על התואוששות המגזר

דיאגרמה 10

האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים ויעד האינפלציה,  
\*2003 עד 1998

Inflation in previous 12 month and  
The inflation Target  
1998-2003\*



\* Updated to December.

\* מעודכן לדצמבר.

ברבעי השני של השנה. לאחר התמתנות חלק מהמדדים ברבעי השלישי של השנה, ועל רקע סימני התטאושות בעניות וההקלת בריסון המוניטרי, התחדשו המגמות החיויבות ברבעי האחרון.

מדד המחזירים לצרכן ירד במחצית השנייה של 2003 בשיעור של 1.4 אחוזים<sup>16</sup>, ושיעורו ירידת המחזירים מתחילת השנה עמד על 1.9 אחוזים (لوح 7 דיאגרמה 10). המడדים ה"מנוכים" (למעט דירות, סעיפים עוניים ומבוקרים) הנוטנים אינטלקטually לסייעת האינפלציה, ירדו במהלך התקופה בשיעור ממוצע של 1.5 אחוזים, ושיעורו ירידתם מתחילת השנה הוא כ-0.5 אחוז. ירידת המחזירים שיקפה את המיתון בביקושים המקומיים, את שיעורי האבטלה הגבוהים, את השחיקה החדה בשכר הריאלי ואת צעדיה ההתייעלות בפירומות, שהתבטאו בעליית הפריון ובירידת העלות לשעת העבודה. כמו כן הושפעה ירידת המחזירים במהלך התקופה הנסקרת מהיוסוף החד של השקל ברבעי השני של השנה - 8.4 אחוזים כנגד הדולר ו- 6.4-6.5 אחוזים כנגד הסל - אשר פעל דרך מנוגני התמסורת, מיד ובעירום, למיתון עליית המחזירים; פיחות השקל ברבעי השלישי בשיעור של 2 אחוזים כנגד הדולר וכן עליית מחירי היבוא הדולריים ברבעי זה היו מתונים יחסית, ולא קיזזו את השפעתו הממتنנת של היוסוף שהוא ברבעי השני על המחזירים.

מדד מחירי הדירות שמר בתקופה הנסקרת על יציבות. עם זאת, במהלך השנה כולה ירדו מחירי הדירות ב-5.7 אחוזים, ירידת המשקפת את המיתון המתמשך בערך ואת ייסוף השקל יחסית לדולר. מדד המחזירים הסיטונוניים עלה במהלך התקופה ב-1.8 אחוזים. ראוי לציין כי מחירי התשותות עלו בעיקר לתעשיות המתקדמות, בעוד שמחירן לתעשייה המסורתית ירד, דבר העשי להצטייע על גידול הביקושים בראשונות, אך עלול לפגוע ברוחניות.

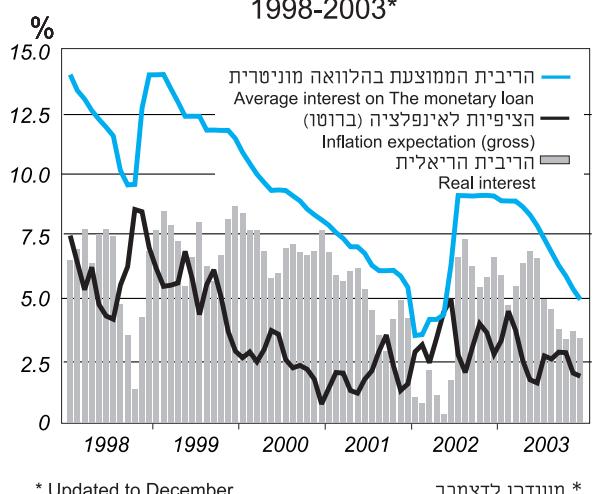
אשר לציפיות האינפלציוניות - לאחר ירידת חדה במחצית הראשונה של השנה, שהביאה את הציפיות השנתיות הנגזרות משוק ההון (ברוטו) בסוף המחזית לרמה נמוכה של אחוז, התיצבו הציפיות במרבית חודשים המחזית השנייה בתחום שבין 2 אחוזים ל-1.5 אחוזים, תוך מגמת עלייה קלה ברבעי השלישי, שקוזה על ידי ירידת קלה ברבעי. התוצאות התייצבות הציפיות האינפלציוניות ברמה נמוכה

16 בסעיף זה מוצגים שיעורי השינויים במדדיהם ובשיעור החליפין בהתאם לתקופה המצוינת ולא במונחים שנתיים.

דיאגרמה 11

הריבית והציפיות לאינפלציה,  
\*2003 עד 1998

Interest and inflation expectations,  
1998-2003\*



\* Updated to December.

\* מעודכן לדצמבר.

## ЛОЧ 7: מדדי מחירים נבחרים - קצב השינוי במהלך התקופה, 2002 עד 2003

(אחוזים)

* התקופה הנסגרת	2003							2002		
	שיעור שינוי ממוצעים בMonteath שנתיים							2003	2002	
	I	II	III	IV	V	VI	VII			
שיעור השינוי כל מחצית לעומת קודמתה	כל רבעון לעומת קודמתו									
12	-2.8	-1.6	-3.9	-5.0	3.2	-1.8	-1.9	6.5		מדד המחזירים לצרכן
12	-2.9	-0.8	-5.0	0.8	2.7	0.4	-0.6	6.3		מדד המחזירים למטען דירות, פירוט וירקות
12	-2.6	-4.2	-1.0	-0.2	4.2	-0.4	-0.4	6.9		מדד המחזירים לצרכן, ללא דירות וללא פירוט וירקות, מוגרים, הלבשה והנעלה
12	-0.4	-5.8	5.3	-26.2	3.8	-5.7	-6.7	8.2		מדד מחזירי הדירות
12	3.6	4.9	2.3	-7.9	15.4	0.8	3.3	6.9		מדד המחזירים הסיטונאים
12	0.7	-6.3	8.2	-29.7	7.6	-6.6	-6.4	9.8		שער החליפין של הדולר
12	5.4	7.3	3.6	-23.2	15.0	-2.8	-0.5	14.2		שער החליפין של הסל

\* החדש האזרען שלגביו יש נתונים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

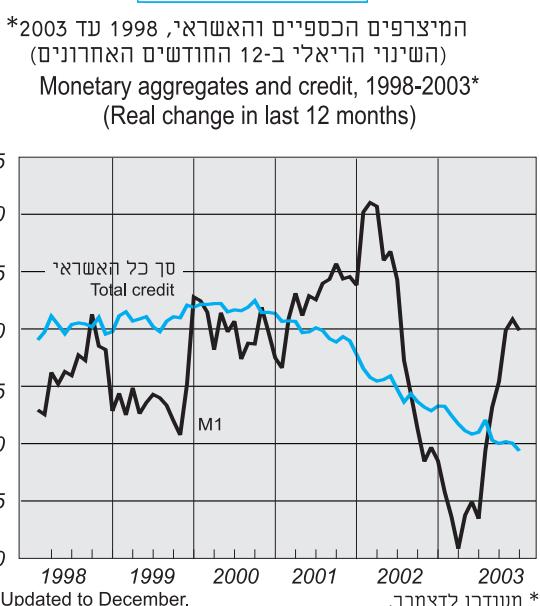
שער החליפין של השקל כנגד הדולר הティיצב במהלך מרבית התקופה הננסגרת סביר רמה של 4.4 שקל לדולר, לאחר יישור חד של 8.5 אחוזים ברבעון השני של השנה (ЛОЧ 7 ודיאגרמה 12). שער השקל כנגד הסל פוחת במהלך התקופה ב-5.4 אחוזים כתוצאה מהתחזוקתו של האירו

זו, ובתוך תחוםיעד האינפלציה, מקורה בהתקפות המחזירים בפועל, ביציבות בשוק מטבע החוץ ובעליהם האמון בתכנית הכלכלית. היציפות האינפלציוניות יורדו במהלך התקופה - הוא עבור פרק זמן של שנה והן לפרקי זמן ארוכי יותר (עד תשע שנים), ירידת המעדיה על עליית הביטחון ביכולת ובאמינות של המדיניות הכלכלית לשומר על יעדי האינפלציה במהלך התקופה ולאורך זמן.

על אף ירידת המחזירים בתקופה הננסגרת, ובמהלך השנה כולה, מראות הציפיות האינפלציוניות כי המשק אינו מצוי בסביבת דיפלציונית וכי הסטיטה מעיד האינפלציה - 1 עד 3 אחוזים - היא זמנית בלבד (דיאגרמה 11). את הטענה הזאת מחזק הגידול החודש של הצריכה הפרטית, שכן הוא מעיד בבירור כי הצרכנים אינם דוחים קניות מתוך ציפייה לירידת מחירים.

במחצית השנה השנייה של 2003, על רקע ירידת המחזירים והתייצבות הציפיות האינפלציוניות בתוך החלק התיכון של תחוםיעד האינפלציה, הוואץ קצב ההורדה של ריבית בנק ישראל לכ- 0.5 נקודות אחוז בכל חודש, וכך ירדה הריבית השולית של בנק ישראל בשיעור מצטבר של 2.8 נקודות אחוז במהלך מחצית השנה והגיעה בסוף שנת 2003 ל- 4.8 אחוז. הורדת הריבית הייתה הדורגתית ל- 4.8 אחוזים. הריבית השוואתית של בנק ישראל עלתה ל- 5.0 ו- 5.5 אחוזים (דיאגרמה 11).

דיאגרמה 12



## לוח 8: המיצרפים המוניטריים והאשראי הבנקאי החופשי, 2002 עד 2003

(אחוזים, במונחים שנתיים)

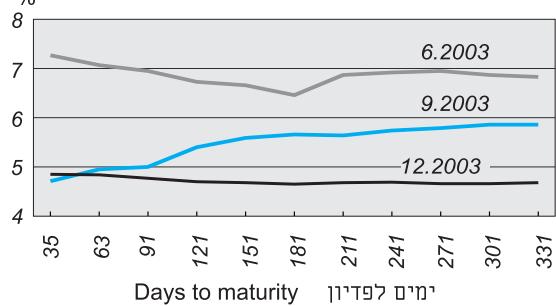
* התקופה הנסקרה במהלך התקופה	החודשדים האחורוניים	מצטבר ב-12-											
		2003				2002				2002		2001	
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	2002	2001	2002	2001
שיעור השינוי לנוכח התקופה הקודמת													
12	17.2	7.9	11.2	9.7	-1.6	13.2	-14.7	0.5	15.6			M1 (ממוצע והתשלים) <sup>1</sup>	
12	8.0	2.1	8.4	6.0	-4.0	-0.1	5.6	1.7	2.2			M2 <sup>2</sup>	
12	5.5	2.3	5.0	3.2	-5.2	6.3	2.4	2.2	6.1			M3 <sup>3</sup>	
12	-1.2	-2.5	-0.4	-3.7	-5.9	1.0	5.9	1.7	10.5			האשראי הבנקאי החופשי	
12	-0.4	2.6	-2.3	3.0	10.0	-1.3	17.2	7.1	6.5			האשראי השקל הלא-צמוד	
12	-6.0	-5.7	-5.5	-7.8	-2.9	-3.8	-0.9	-1.1	7.6			האשראי הצמוד למzd	
12	5.0	-4.5	10.1	-6.4	-26.1	11.0	2.7	-1.0	20.5			האשראי הצמוד למzd + האשראי במט"ז	
ממוצע													

\* החדש האחרון שלגביו יש נתונים. נתונים הרבעון האחרון מבוטסים חלקית על נתונים ארעונים.

דיאגרמה 14

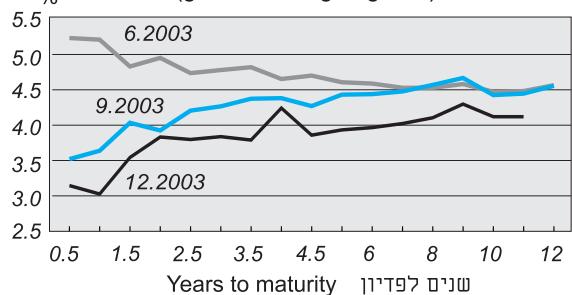
ענקם תשלויות המק"ם, יוני 2003 עד דצמבר 2003  
(נתונים לסוף תקופה)

Yield on Treasury bills, June 2003-December 2003  
(end-period figures)



ענקם התשלויות של אינגרות החוב הצמודות למzd,  
יוני 2003 עד דצמבר 2003  
(ברוטו, נתונים ממוצעים)

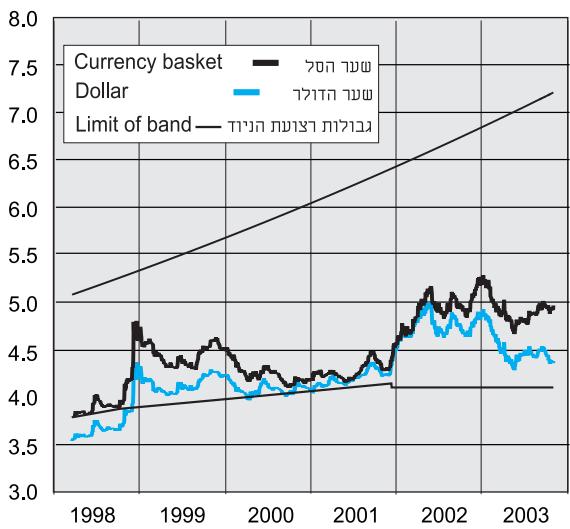
Yield on CPI-indexed Treasury bonds,  
June 2003-December 2003  
(gross, average figures)



דיאגרמה 13

שער החליפין של השקל לעומת סל המטבעות והдолר (ש"ח),  
\*2003 עד 1996

The NIS exchange rate against the currency basket and the dollar,  
1996-2003\*



\* מעודכן לדצמבר.

\* Updated to December.

## لوح 9: ריביות, תשואות ומדד המניות, 2002 עד 2003

(אחוזים)

* התקופה הנספרת	2003							2002		הレビית הנומינלית השולית על הצלואה המוניטרית על פ"ג'ק על האשראי החופשי במט"י על אירו-דולר לשלווה חודשיים התשואה לפידין של מק"ס התשואה לפידין של אג"ח - 10 שנים התשואה לפידין של אג"ח - 5 שנים הכפיפות לאינפלציה (ברוטו) הレビית הנגדת מהכפיפות לאינפלציה (ברוטו) שיעור השינוי במדד המניות הכללי	
	IV	III	II	I	IV	2003	2002				
שיעוריו שינוי ממוצעים בmonths שנתיים	שיעוריו שינוי ממוצעים בmonths שנתיים										
התקופה והמקבילה אשתקך	כל רביע לשנת קודמו										
12	6.5	5.8	7.3	8.7	9.4	9.6	7.8	7.2	7.2	הレビית הנומינלית השולית על הצלואה המוניטרית על פ"ג'ק על האשראי החופשי במט"י על אירו-דולר לשלווה חודשיים התשואה לפידין של מק"ס התשואה לפידין של אג"ח - 10 שנים התשואה לפידין של אג"ח - 5 שנים הכפיפות לאינפלציה (ברוטו) הレビית הנגדת מהכפיפות לאינפלציה (ברוטו) שיעור השינוי במדד המניות הכללי	
11	5.3	4.6	5.7	7.1	7.7	7.9	6.4	5.8	5.8		
11	9.8	9.2	10.2	11.4	12.0	11.8	10.8	9.9	9.9		
12	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	1.1	1.7	1.7		
12	5.9	5.4	6.5	7.6	8.5	8.7	7.0	7.4	7.4		
12	4.4	4.2	4.6	4.8	5.8	5.8	4.9	5.2	5.2		
12	4.4	4.2	4.5	5.2	5.6	5.9	4.9	4.8	4.8		
12	2.5	2.2	2.7	1.9	3.8	3.5	2.7	3.3	3.3		
12	3.4	3.0	3.7	5.2	4.5	4.8	4.1	4.1	4.1		
12	14.1	20.7	2.5	38.8	-2.3	-5.1	55.7	-20.2	-20.2		

\* החדש האחרון שלגביו יש נתון.  
המקור: המזקקה המוניטרית, בנק ישראל.

קצב גידולם של אמצעי התקנות הועז במחצית הנספרת של 2003 ל- 17.2 אחוזים (لوح 8). גידול זה מוסבר בעיקר בהסתה מפיקדונות צמודים למטרע חוץ לפיקדונות שקליים - בהשפעת הייסוף החד במחצית הראשונה של השנה ובשפעת תהליכי של הנזלת נכסים פיננסיים, שפינו את השנה כולה. M3 עלה במהלך המחצית השנייה ב- 5.5 אחוזים, ובמהלך השנה כולה ב- 2.2 אחוזים בלבד - כתוצאה מרמתה הנמוכה של הפעולות במהלך השנה ומסימני התוצאות לקרה סופה.

ס"א האשראי החופשי הצטמצם במהלך המחצית הנספרת ב- 1.2 אחוזים, ירידת המשקפת צמודה באשראי השקלי, בעיקר הצמוד, והתרחבות האשראי במהלך השקיל, ודיאגרמה (12). צמצום האשראי השקלי הצמוד מש夸ר חלקיים את ירידת ממד המחרירים במהלך התקופה, ואילו התרחבות האשראי במהלך חוץ מטרע חוץ ובשפעתו - את העלייה בתנילת אשראי במהלך חוץ וצמוד למטרע חוץ. הצטמצום הריאלי באשראי החופשי היה גבוה מזה התואם את קצב הפעולות (שכן, כאמור, התוצר העסקי גדל במהלך השנה ב- 1.5 אחוזים), והוא ביטא גם את צמצום היצע האשראי בגל עלייה בפרמיית הסיכון של הלוים, שעליהocabudo אינדיקטוריים שונים: הסיכון של הלוים, מושר התקולמים ירד, הפרשה לחובות מסופקים גדלתה, וגדרו הפיגורים בתשלומי מספר השקמים ללא כסוי גדל, וגדרו הפיגורים בתשלומי

בעולם כולם ובישראל בפרט. במהלך השנה כולה יוסף השקל כנגד הדולר בשיעור של 6.4 אחוזים, וכנגד הסל ב- 0.5 אחוז, כתוצאה מഫיעותם של תושבי חוץ, וכן כתוצאה מהירידה בא-הוודאות המשקית, מהSHIPOR בחשבונו השוטף, משיעורי הריביות הגבוהים ומהיכלשות הדולר בעולם.

במהלך התקופה הנספרת נמשכה המגמה של ירידת התושאות הריאליות והנומינליות, שהחלла בחודשים פברואר וمارس, עם ירידת סיכון החוב של ממשלה ישראל. ירידת התושאות משקפת את התבששות האמיןנות של המדיניות הפיסקאלית, וכן את הצטמצום הצפוי בגיוסי ההון המקומיים עקב קבלת הערבויות מארה"ב, והיא התבטהה בירידת הדרוגות של עוקומי התושאות לכל אורך (דיאגרמה 14). ירידת התושאות נעצרה זמנית באוגוסט - על רקע האכזבה מהפסקת המדיני עלית שיעורי הריבית בעולם - אך נמשכה לאחר מכן. שיפוע עוקום התושאות הנומינליות מתמן - מה שביטה את הירידה בא-הוודאות האינפלציונית ובפרמיית הסיכון של הטוח הארוך, בין היתר בשל ירידת פרמיית הסיכון של הטוח במדיינות מפותחות - ואילו עוקום התושאות להשקעה במדיינות מפותחות - יהיה שלילי בתחום המחייב הריאליות, יהיה שלילי בתחום המחייב ריבידה חדה בתושאות לקרה סופה של התקופה, מפני ירידה חדה בתושאות הריאליות לטוח הקצר.

עكيف (מפנוי הקשר הדוק בין שוקי ההון בעולם). כן משקפת עליית המניות את הירידה בתשומות האלטרנטיביות ואת התאוששות בפועלות, שהתבטאה גם בגידול של רווחיות הפירמות (התשואה המומצת של ההון העצמי עמדה בשלוות הרביעים הראשונים על כ-5.5 אחוזים, תוך עלייה מתמשכת במהלך השנה), ואולי גם את ציפיות הציבור לגבי השפעת כניסה של קרנות הפנסיה, בהיקף הולך וגדל, לפועלות ישירה בשוקי ההון. בעליית שער המניות ובגידול הרווחים בלטו החברות מענפי האלקטרוניקה, הביטוח והבנקאות.

עלית שער המניות, ירידת המחיריהם וייסוף השקל במהלך השנה הביאו לשינוי בהרכב תיק הנכסים של הציבור: חלקו של המניות גדל על חשבון חלק הנכסים הצמודים, וכךתיק הנכסים של הציבור עלה ב-7.6 אחוזים בתקופה הנסורת ובכ-13 אחוזים ריאלית במהלך השנה כולה.

המשכנתה. ירידת האשראי אפיינה את משקי הבית, וביתר שאת את המgor הפרטי, שבו גדרה החשיפה לסיכון בעטיו של המיטון.

מדד המניות עלה במחצית השנייה של השנה ב-11.2 אחוזים, לאחר עלייתו ב-38.8 אחוזים ברבע השני של השנה; בחודשים يول אוגוסט ירד מדד המניות ב-2.5 אחוזים, ומספטמבר עד דצמבר הוא עלה ב-20.7 אחוזים. עלייתו הגבוהה במהלך השנה התבטאה גם בהתגברות של פעילות הציבור בבורסה לקרנות סוף השנה, שעודדה הנפקות של איגרות חוב קונצראניות; זו, אם תימשך, תעמיד בפני הפירמות מקור נוסף לגיוס הון.

עלית מדדי המניות משקפת בעיקר את אמון הציבור במדיניות הכלכלית ואת העלייה של מדדי המניות בבורסות בעולם, המשפיעים על שער המניות המקומיים באופן ישיר (דרך המניות הדואליות ודרך החזקתן של חברות ישראליות בחברות הנסחרות בארה"ב), ובאופן