חלק א': סקירת ההתפתחויות השוטפות
ינואר 2005 עד יוני 2005

עיקרי הדברים

בתקופה הנסקרת – ינואר עד יוני 2005 – נמשך גידול הפעילות, אמנם בקצב נמוך מזה ששרר ב-2004. בייחוד הואט קצב גידול היצוא, וירדה, ברביע הראשון, ההשקעה בנכסים קבועים (לוח 1). המשך הצמיחה התבטא במגמות חיוביות המאפיינות את שוק העבודה: ברביע הראשון נרשמו שיפור בתעסוקה וירידה בשיעור האבטלה, תוך עלייה מתונה של שיעור ההשתתפות. במדיניות המקרו-כלכלית נשמרה המשמעת הפיסקלית; בנק ישראל הפחית את הריבית המוצהרת בראשית התקופה, גם הודות לירידת פרמיית הסיכון, ופער הריביות קצרות הטווח בין השקל לדולר ירד לשיעור נמוך במיוחד. מדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של השנה בקצב הקרוב לגבול התחתון של יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה, לאחר עלייתן בתחילת השנה, נותרו כמעט ללא שינוי, נמוכות מעט מאמצע יעד האינפלציה. נמשכו מגמות הגידול באמצעי התשלום והנזלת תיק הנכסים של הציבור.

בחלק ב' של סקירה זו הרחבנו את הדיון בשלוש סוגיות אקטואליות.

הפעילות הריאלית המצרפית והענפית

במהלך התקופה הנסקרת הסתמנה האטה בקצב הצמיחה יחסית לצמיחה המהירה של שנת 2004. ב-2004, במיוחד במחציתה הראשונה, הובלה ההתרחבות על ידי גידול היצוא, ואילו בתקופה הנסקרת הואט גידולו של היצוא יחסית לקצב שאפיין את המחצית הראשונה של 2004.

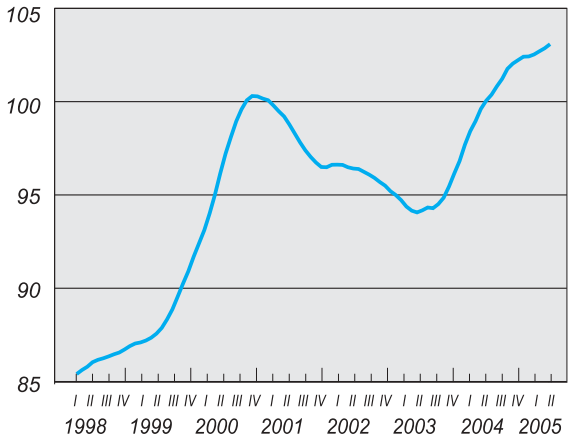
כמה גורמים תומכים בהמשך הצמיחה: (1) המשך הצמיחה בעולם וגידול הסחר העולמי, שהביאו לעליית הביקושים לתוצרת המקומית, בפרט לתוצרת של תעשיות הטכנולוגיה העילית (אף כי לאחרונה התמתן קצב הגידול של הביקושים בעולם, על רקע מחירי הנפט הגבוהים). היבוא של מוצרי תעשייה מתקדמים לארה"ב התרחב ברביע השני, ועמו – במידת מה – גם היצוא של מוצרים אלו מישראל (דיאגרמה א'-4). (2) רגיעה ביטחונית יחסית, שגם בזכותה נמשך השיפור בתיירות הנכנסת. (3) מדיניות פיסיקלית המתיישבת עם עמידה ביעד הגירעון – שהביאה את הריביות הארוכות לרמה נמוכה, תוך הפחתת המסים והחוב הציבורי. (4) מדיניות מוניטרית מרחיבה, שפעלה על רקע יציבות במחירים ובשווקים הפיננסיים. בסיועם של גורמים אלה נמשך גידול ההשקעות הזרות הישירות בישראל.

סקר החברות לרביע השני מצביע על המשך ההתרחבות של הפעילות במשק בקצב מהיר מזה של הרביע הראשון. ההתרחבות על פי דיווחי החברות הקיפה את כל הענפים – התעשייה, המסחר והשירותים, התחבורה והתקשורת והמלונאות, פרט לענף הבנייה, שבו לראשונה אחרי תקופה ארוכה, התייצבה הפעילות. על פי המדד המוביל, הנגזר מסקר החברות, ומאבחן את מצב הפעילות הצפוי לרביע הבא, הציפיות לרביע השלישי של שנת 2005 הן להמשך גידולה של הפעילות במגזר העסקי - תחזית המשותפת לכל הענפים[1]. בתעשייה הציפייה היא להתרחבות הייצור הן ליצוא והן לשוק המקומי.

חלק מהאינדיקטורים, כגון הייצור התעשייתי, ובפרט הייצור של מוצרי טכנולוגיה עילית, ונתוני ההשקעות בחברות טכנולוגיית המידע, עולים בקנה אחד עם ממצאי סקר החברות על המשך הצמיחה (לוח 2 ודיאגרמות א'-1

דיאגרמה א'-1

רמת הפעילות במשק[1], 1998 עד 2005[2]
(מדד, ממוצע 2004=100)



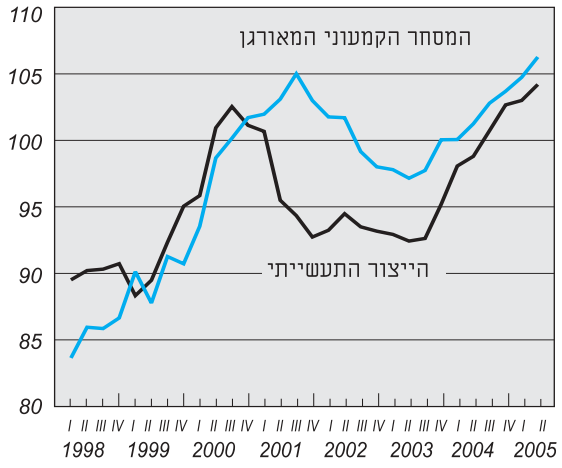
[1] רמת הפעילות במשק מחושבת כסכום של מגמה ארוכת טווח ורכיב מחזורי, המוגדר כשינוי המצטבר במדד המשולב.
2 מעודכן עד יוני 2005.

[1] ראו בנק ישראל, *סקר החברות והעסקים לרביע השני של 2005*, עמוד 6.

ו-א'-2). לעומת זאת מצביעים אינדיקטורים אחרים, כגון המדד המשולב ופדיון המסחר והשירותים, על התמתנות גידולה של הפעילות, וההתפתחויות של התשומות לייצור, ושל יבוא נכסי ההשקעה מצביעות אף על ירידה קלה בפעילות ברביע השני יחסית לרביע הראשון.

דיאגרמה א'-2

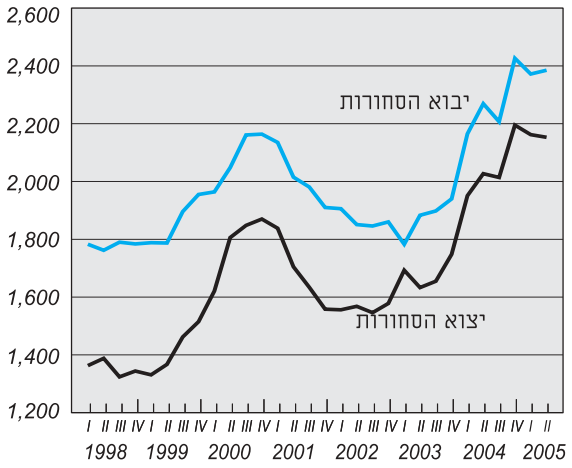
הייצור התעשייתי[1] (מדד, ממוצע 2004=100) והמסחר הקמעוני המאורגן[2] (מדד, ממוצע 2002=100), 1998 עד 2005



[1] מעודכן עד מאי 2005.
[2] מעודכן עד יוני 2005.

דיאגרמה א'-3

סחר החוץ[1], 1998 עד 2005 (מיליוני דולרים לחודש)



[1] ללא אניות ומטוסים, יהלומים ודלק. נתונים מנוכי עונתיות. מעודכן עד יוני 2005.

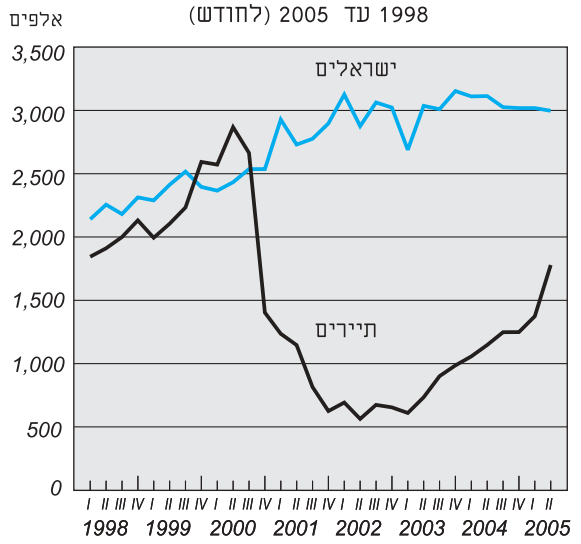
דיאגרמה א'-4

היצוא מישראל והסחר של ארה"ב - רכיבים אלקטרוניים, ציוד תקשורת אלקטרוני, ציוד לבקרה ולפיקוח וציוד מדעי (ענפים 32-34)[1], 1998 עד 2005

[1] מעודכן עד יוני 2005, נתוני הסחר של ארה"ב מעודכנים עד מאי 2005.

דיאגרמה א'-5

ענף המלונאות - לינות תיירים וישראלים[1], 1998 עד 2005 (לחודש)



[1] מנוכה עונתיות, מעודכן עד יוני 2005.

ענף הבנייה

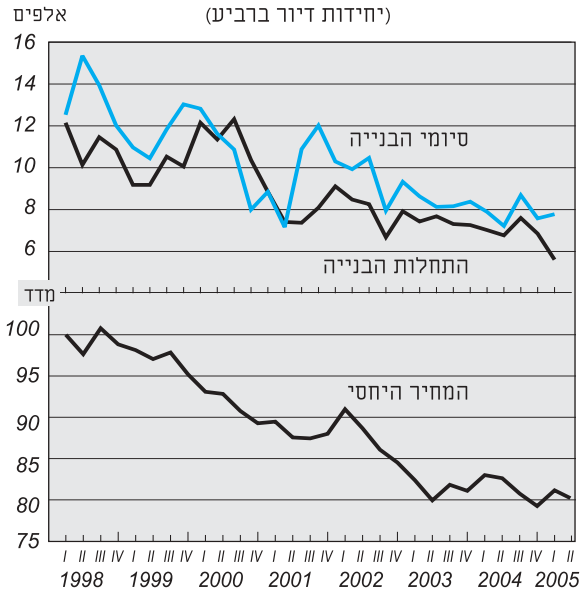
בענף הבנייה, על פי נתוני החשבונאות הלאומית, שלא כמו בשאר ענפי המשק, נמשכה ברביע הראשון הירידה בפעילות (לוח ב'-2 ודיאגרמה א'-6). מסקר החברות מתקבלת אינדיקציה להתייצבות ברביע השני. ברביע הראשון הייתה הפעילות, על פי נתוני ההשקעה בבנייה של החשבונאות הלאומית, נמוכה מאשר ברביע האחרון של 2004 וגם מאשר ברביע המקביל ב-2004. הירידה הקלה בתעסוקה (ישראלים, זרים ועובדים מהשטחים) תואמת את נתוני הפעילות. הירידה בפעילות הייתה בבנייה שלא למגורים, ואילו בבנייה למגורים הפעילות ברביע הראשון נשארה ללא שינוי לעומת קודמו.

אינדיקטורים נוספים לגבי הפעילות בענף הבנייה בתקופה הנסקרת מצביעים על תמונה מעורבת: נתוני שיווק המלט בארבעת החודשים הראשונים של 2005 מצביעים על עלייה קלה בפעילות הן ביחס לשנת 2004 כולה והן ביחס לארבעת החודשים המקבילים; בביקוש לדירות חדשות נמשכה מגמת ירידה, אשר התבטאה בירידה במכירת דירות חדשות, החל ברביע השלישי של 2004; בארבעת החודשים הראשונים של השנה נמשכה הירידה של מספר התחלות הבנייה לעומת התקופה המקבילה אשתקד, הן בבנייה למגורים והן בבנייה שלא למגורים; לעומת זאת היקף הביצוע של עבודות בינוי וציפיות הקבלנים לגבי התפוקה בעתיד (לפי סקר החברות והעסקים לרביע השני של 2005) מצביעים על התייצבות, זה הרביע השני ברציפות.

דיאגרמה א'-6

מספר ההתחלות והסיומים של הבנייה[1] והמחיר היחסי של הדירות[2], 1998 עד 2005

(יחידות דיור ברביע)



[1] נתונים מקוריים, מעודכנים עד אפריל 2005. הרביע השני מנופח.
[2] מדד מחירי הדירות בבעלות יחסית למדד המחירים לצרכן.
מעודכן עד אפריל 2005.

שוק העבודה

ברביע הראשון נרשם שיפור בשוק העבודה. גידול התעסוקה התבטא בירידת שיעור האבטלה, תוך עלייה מתונה של שיעור ההשתתפות (לוח 3 ודיאגרמות א'-7 וא'-8). מספר המועסקים הישראלים המשיך לעלות, אך עלה גם מספר המועסקים הלא ישראלים.

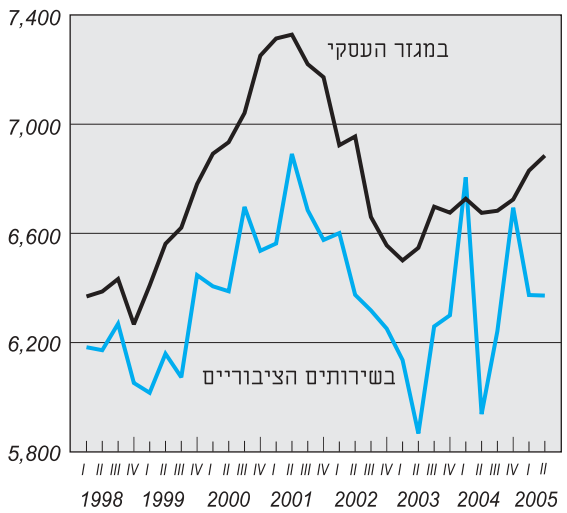
גידולו של מספר המועסקים הישראלים ברביע הראשון – המשך מגמה שהחלה ברביע השני של 2003 – מבטא עלייה מתונה בלבד של מספרם במגזר העסקי ועלייה גבוהה יחסית במגזר הציבורי. זאת לאחר שבשנת 2004 הוביל המגזר העסקי את השיפור בתעסוקה. ברביע הראשון חזר מספר המועסקים במגזר העסקי לעלות, לאחר ירידתו ברביע האחרון של 2004, שיפור שהקיף כמעט את כל הענפים פרט לבנייה.

ברביע הראשון עלה מספר המועסקים הלא-ישראלים – תוצאת עלייה ניכרת של מספר עובדי השטחים ויציבות במספר העובדים הזרים. התפתחות זו היא בגדר סטייה

דיאגרמה א'-7

השכר הריאלי למשרת שכיר[1], 1998 עד 2005

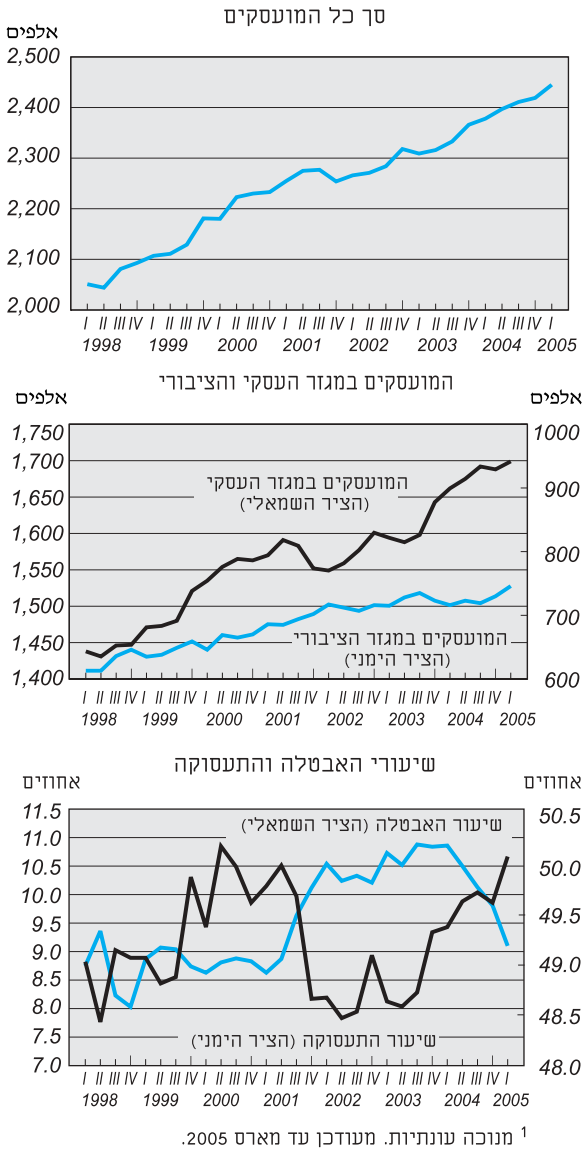
(ש"ח, במחירי 2001)



[1] מנוכה עונתיות, מעודכן עד אפריל 2005.

דיאגרמה א'-8

שוק העבודה[1], 1998 עד 2004



[1] מנוכה עונתיות. מעודכן עד מארס 2005.

מהמדיניות המוצהרת של הממשלה בדבר הפחתת מספרם, אשר הופעלה בהצלחה בשנתיים האחרונות, סטייה שעלולה לפגוע בתעסוקה של ישראלים בעלי הכנסה נמוכה.

השכר הריאלי של עובדים ישראלים וזרים בארבעת החודשים הראשונים של השנה נותר ללא שינוי לעומת התקופה המקבילה אשתקד. השכר הריאלי במגזר העסקי המשיך לעלות בשיעור מתון החל מהרביע השלישי של 2004 – כנראה כתוצאה מגידול הביקוש לעובדים. השכר במגזר הציבורי כמעט לא השתנה בארבעת החודשים הראשונים לעומת ממוצע 2004.

ביולי החל לפעול מרכז תעסוקה ראשון, ושלושה מרכזים נוספים אמורים להיפתח באוגוסט, כ"פיילוט" לתכנית על פי המלצות "ועדת תמיר" ("פרויקט ויסקונסין"). התכנית אמורה לטפל בהשבה-לעבודה של מקבלי הבטחת הכנסה, שמספרם שב ועלה ברביע הראשון של 2005. פעילות המרכזים החלה לאחר עיכובים רבים, והיא נדבך חשוב במדיניות הממשלה לעידוד התעסוקה על ידי מתן תמריצים חיוביים לתעסוקה, לאחר שקטנו הקצבאות להבטחת הכנסה.

המגזר הציבורי

תקציב המדינה לשנת 2005 אושר בחודש מארס. לראשונה התקציב כפוף ליעדים רב שנתיים שקבעה הממשלה – תקרה של 3 אחוזי תוצר לגירעון וגידול ריאלי של ההוצאה באחוז אחד בכל שנה. עם זאת הוחלט לעלות את יעד הגירעון ב-2005 ל-3.4 אחוזים לצורך מימון ההתנתקות. במחצית הראשונה של השנה היה הגירעון הקופתי המקומי נמוך מהרמה המתיישבת עם עמידה ביעד השנתי, בעיקר מפני ביצוע חסר של ההוצאות.

הוצאות הממשלה המקומיות (ללא אשראי) היו בתקופה הנסקרת נמוכות מהתוואי העונתי וגבוהות מעט, ריאלית, מאשר בתקופה המקבילה אשתקד (לוח 6 ודיאגרמה א'-9). תת-הביצוע של ההוצאות הצפויות הקיף, כמו בשנה שעברה, את כל משרדי הממשלה – פרט למשרד הביטחון, כנראה מפני ההכנה להתנתקות – והעיכוב באישור התקציב ל-2005, הוא הגורם לחלק מתת-הביצוע. הירידה בהוצאות הממשלה התבטאה בצריכה הציבורית, שירדה ברביע הראשון של 2005 בהמשך לירידתה החל מהרביע השני של 2004. הירידה בקצבאות הביטוח הלאומי, נבעה מיישום שלב נוסף בשינוי חקיקה שנכנס לתוקף בינואר 2005, אשר לפיו קטנו קצבאות הילדים והועלה גיל הפרישה לגברים ולנשים, מהמשך הירידה בקצבאות להבטחת הכנסה – אך גם מן השיפור בתעסוקה, שהקטין מאוד את מספר המקבלים דמי אבטלה. ההפחתה בקצבאות משקפת את מדיניותה של הממשלה לעודד את התעסוקה ולהפחית את התלות בקצבאות, מדיניות שראוי לחזק באמצעות תכניות לעידוד ישיר של התעסוקה[2].

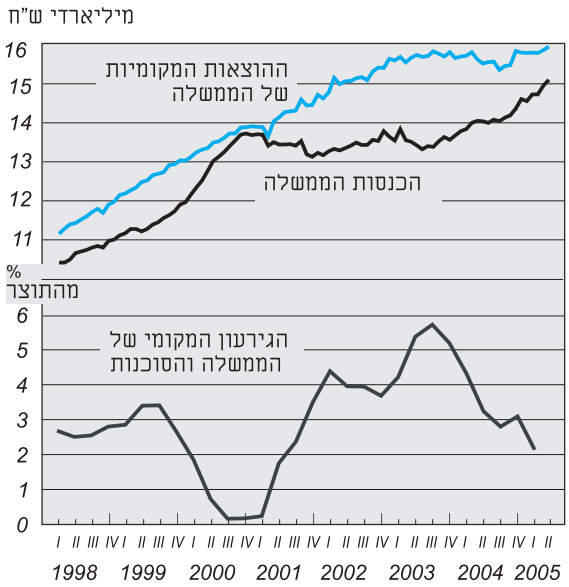
הכנסות הממשלה בתקופה הנסקרת היו גבוהות ריאלית ב-9.5 אחוזים מאשר אשתקד וכן גבוהות מהתוואי העונתי. ההכנסות ממסים בתקופה הנסקרת היו בהתאם לתוואי העונתי. ההכנסות ממס הכנסה היו גבוהות מהצפוי, בעיקר

[2] לגבי התחלת ההפעלה של "פרויקט ויסקונסין" ראו גם פרק שוק העבודה.

בזכות הכנסות חד-פעמיות ממבצעי "מס וחלילה" א' ו-ב'. ההכנסות ממסים עקיפים היו נמוכות מהתוואי העונתי. הכנסות הממשלה שלא ממסים היו גבוהות מהתוואי העונתי בעיקר הודות לגורמים חד-פעמיים כגון משיכת כספים מעודפי "אבנר". לעומת זאת עודפי המוסד לביטוח לאומי שהועברו לממשלה בתקופה הנסקרת היו נמוכים מהחזוי.

דיאגרמה א'-9

ההכנסות וההוצאות השוטפות של הממשלה[1], 1998 עד 2005
(ממוצע חודשי נע של 12 חודשים)



[1] מעודכן עד יוני 2005.

מאזן התשלומים

העודף בחשבון השוטף ברביע הראשון של 2005 היה דומה, בניכוי עונתיות, לעודף בכל אחד מארבעת הרביעים של 2004. במאזן הסחורות והשירותים נשמר, בדומה לשלושת הרביעים הקודמים, גירעון אפסי, ששיקף עליות קלות ביצוא וביבוא. הגירעון בהכנסות מגורמי ייצור ובהכנסות מהשקעות ירד מעט, וכן ירד מעט העודף בהעברות השוטפות. זאת יחסית לרביע האחרון של 2004 (לוח 4).

היצוא והיבוא בדולרים שוטפים, שעלו עלייה ניכרת ברביעים הראשון והשני של 2004, כמעט לא השתנו בתקופה הנסקרת לעומת הרביע האחרון של 2004. ברביע הראשון של 2005 עלו מחירי היבוא, ומחירי היצוא נותרו ללא שינוי, כך שתנאי הסחר (ללא אניות מטוסים ואנרגיה) הורעו ב-1.2 אחוזים יחסית לרביע הרביעי של 2004. יבוא חומרי הגלם ירד במקצת בתקופה הנסקרת, ויבוא נכסי ההשקעה ומוצרי הצריכה כמעט לא השתנה. היצוא של מוצרי טכנולוגיה עילית עלה בשיעור מתון בתקופה הנסקרת, תוך ירידה ברביע הראשון ועלייה בשני. ברביע הראשון ירדו במידה ניכרת המחירים של יצוא טכנולוגיית העילית, כך שכמותית גדל, ברביע זה, היצוא של טכנולוגיה עילית.

ברביע הראשון של 2005 גדלו במידה ניכרת ההשקעות של תושבי חוץ בישראל – הן ההשקעות הישירות והן ההשקעה בתיק ניירות הערך למסחר. האחרונה מבטאת בין השאר את הגיאות בגיוסים של חברות ישראליות בחו"ל. ברביע השני ירדו השקעותיהם של תושבי חוץ בישראל – בעיקר בתיק ניירות הערך למסחר – מהרמה הגבוהה שאפיינה את הרביע הראשון.

ברביע הראשון של 2005 גדלו ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל – בפרט ההשקעה בתיק ניירות הערך. זאת בין השאר בהשפעת הרפורמה במס, שהשוותה את המיסוי על השקעות ישראלים בחו"ל למיסוי על השקעות בישראל, ומהמשך ההצטמצמות של פערי הריביות בין ישראל לחו"ל.

ההתפתחויות בעולם

נתוני החשבונאות הלאומית במדינות השונות ואינדיקטורים כלכליים מראים שהצמיחה העולמית נמשכת, אמנם בקצב נמוך יותר מאשר ב-2004. לאחר צמיחה של 5.1 אחוזים בשנת 2004 צפוי התמ"ג העולמי לצמוח בשנת 2005, על פי תחזית קרן המטבע, ב-4.3 אחוזים. הסחר העולמי צפוי לצמוח ב-2005, על פי התחזית, ב-7.4 אחוזים, לאחר צמיחה של 9.9 אחוזים ב-2004. ייתכן שעלייה נוספת של מחירי הנפט תקטין את הצמיחה העולמית. זו מובלת בעיקר על ידי ארה"ב וסין, ואילו בגוש האירו וביפן הצמיחה נמוכה יותר (לוח 5).

המחירים, המדיניות המוניטרית ושוקי הכספים וההון

מדד המחירים לצרכן ירד ברביע הראשון של 2005 ועלה ברביע השני, כך שעליית המחירים בתקופה הנסקרת כולה הסתכמה ב-0.5 אחוז (לוח 7). עליית המחירים בניכוי מחירי הדיור, סעיפים המושפעים מעונתיות (פירות וירקות הלבשה והנעלה) והמחירים המבוקרים הייתה בתקופה הנסקרת 0.8 אחוז. רמתה הנמוכה של האינפלציה בתקופה זו, למרות הצמיחה במשק ועליית מחירי הנפט, מוסברת

בין השאר בהשפעה ממתנת של מחירי הדיור. פיחות השקל מול הדולר, שהחל בחודש יוני ונבלם לאחרונה, טרם השתקף במחירים במלואו.

הציפיות לאינפלציה ל-12 חודשים, שירדו בסוף 2004 (לוח 9) ועלו ברביע הראשון של 2005, נותרו כמעט ללא שינוי ברביע השני, ונמצאו מעט מתחת לאמצע תחום יעד האינפלציה – 1 עד 3 אחוזים (דיאגרמה א'-11). על פי סקר החברות הן עלו במקצת בחודשים האחרונים. הציפיות לטווחים ארוכים (מעל שנה) עלו ברביע הראשון ונותרו כמעט ללא שינוי ברביע השני.

שער החליפין של השקל מול הדולר נותר כמעט ללא שינוי מינואר עד מאי (דיאגרמה א'-13), ואילו ביוני נרשם פיחות מואץ, על רקע רכישות מט"ח מוגברות של משקי הבית. שלא כמו בחודשים ינואר עד מאי, שבהם השינוי בשער השקל מול הדולר מיוחס בעיקר לגורמים עולמיים, הפיחות המואץ בחודש יוני נבע בעיקר מגורמים מקומיים[3].

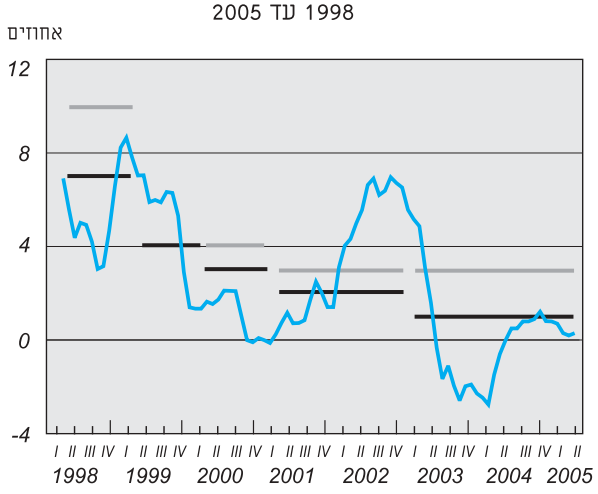
על רקע הרמה הנמוכה של האינפלציה בפועל בתקופה הנסקרת – מתחת ליעד – הרגיעה בשווקים הפיננסיים והיציבות היחסית בשוק מטבע החוץ, נקט בנק ישראל מדיניות מוניטרית מרחיבה: הוא הוריד את הריבית המוצהרת מדצמבר 2004 עד פברואר 2005 ב-0.2 אחוז בכל חודש, ומאז השאיר אותה ללא שינוי ברמה של 3.5 אחוזים[4]. הבנק המרכזי של ארה"ב המשיך להעלות את הריבית בתקופה הנסקרת, כך שפער הריביות בין שני הבנקים המרכזיים ירד לרמה נמוכה במיוחד – ל-0.25 אחוז בסוף הרביע השני.

אמצעי התשלום (M1) במשק המשיכו להתרחב במידה ניכרת. התרחבותם הייתה מהירה משל M2, כך שהנכסים הונזלו (לוח 8 ודיאגרמה א'-12). הנזלתם עולה בקנה אחד עם הריבית הנמוכה ועם ציפיות האינפלציה הלא-גבוהות. כמו כן היא עשויה להעיד על אמינותה של המדיניות המוניטרית: הציבור אינו חושש להחזיק נכסים לא-צמודים בהיקף ניכר.

האשראי הבנקאי החופשי הצטמצם ברביעים הראשון והשני, למרות ההתרחבות של הפעילות במשק. חלק מהחברות גייסו הון או אשראי באמצעים חלופיים, כגון הנפקות בבורסה או הנפקת איגרות חוב. על פי סקר החברות נראה שמגבלת הנזילות לביצוע הפעילות שתכננו העסקים הייתה בתקופה הנסקרת נמוכה מאוד, ואף המשיכה לקטון ברביע השני. בחלק ב' של סקירה זו נדונה השאלה אם צמצום האשראי נבע מהקטנת הביקוש מצד הפירמות, לנוכח האפשרות לגייס הון וחוב באמצעים חלופים, או מצמצום ההיצע על ידי הבנקים, שדחף את החברות לגייס אשראי חוץ-בנקאי.

דיאגרמה א'-10

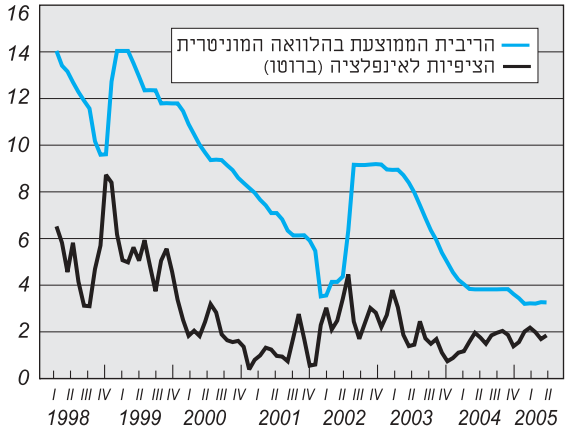
האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים ויעד האינפלציה[1], 1998 עד 2005



[1] מעודכן עד יוני 2005.

דיאגרמה א'-11

הריבית והציפיות לאינפלציה[1], 1998 עד 2005



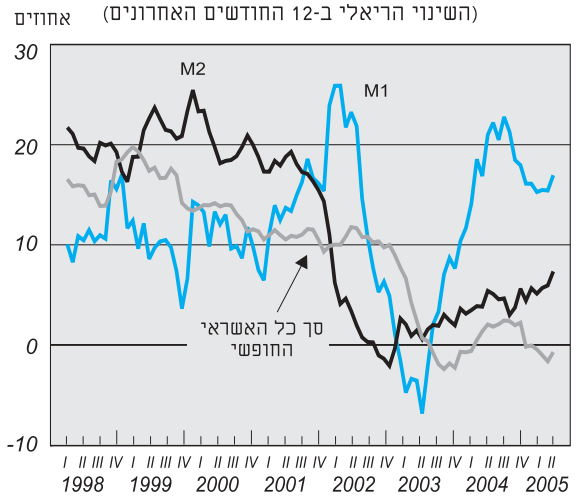
[1] מעודכן עד יוני 2005.

[3] ראו בנק ישראל, *דוח האינפלציה, 2005* – המחצית הראשונה.

[4] לפחות עד אוגוסט.

דיאגרמה א'-12

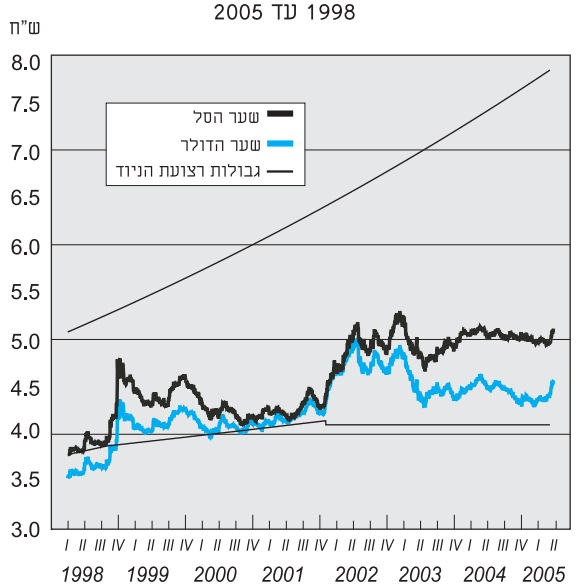
המצרפים הכספיים והאשראי[1], 1998 עד 2005
(השינוי הריאלי ב-12 החודשים האחרונים)



[1] מעודכן עד יוני 2005.

דיאגרמה א'-13

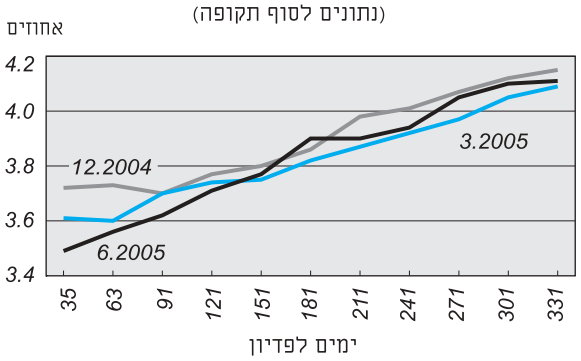
שער החליפין של השקל לעומת סל המטבעות והדולר[1], 1998 עד 2005



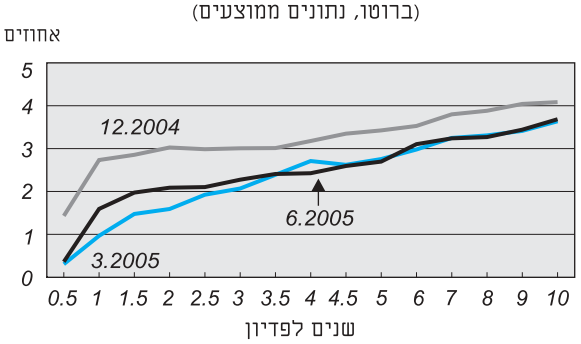
[1] מעודכן עד יוני 2005.

דיאגרמה א'-14

עקום תשואות המק"ם, דצמבר 2004 עד יוני 2005
(נתונים לסוף תקופה)



עקום התשואות של איגרות החוב הצמודות למדד, דצמבר 2004 עד יוני 2005
(ברוטו, נתונים ממוצעים)



התשואות הנומינליות לפדיון של המק"ם לשנה וכן התשואות הריאליות הארוכות (של אג"ח לטווחים של 5 ו-10 שנים) המשיכו לרדת בתקופה הנסקרת. פרמיית הסיכון, כפי שהיא מתבטאת בשוקי ה-CDS[5] ל-5 שנים, ירדה במהלך התקופה הנסקרת ועמדה בחודש יוני על 0.29 אחוז (לוח 9). ירידת הריביות ופרמיית הסיכון תמכה בפעילות הריאלית, וכנראה שיקפה את אמון הציבור והגופים הפיננסיים הבין-לאומיים במדיניות הממשלה לגבי הגירעון בתקציב.

מדד המניות הכללי עלה במהלך התקופה הנסקרת בשיעור מתון (לוח 9), ובסופה הוא ירד. זאת, כנראה, על רקע ירידה בציפיות לצמיחה, הצטמצמות פער הריביות בין ישראל לארה"ב והתקרבות מועד ההתנתקות. מחזורי המסחר המשיכו לגדול לאורך כל התקופה הנסקרת.

5 Credit Default Swap.

לוח 1: חשבונאות לאומית, 2004 ו-2005
(אחוזים, במחירים קבועים, בניכוי עונתיות)

	2004	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	השינוי ברבעון הראשון של 2005[1]	*
	שיעורי השינוי הממוצעים במונחים שנתיים (כל רביע לעומת קודמו)						
התוצר המקומי הגולמי	4.3	4.1	3.4	4.5	3.3	3.8	3
התמ"ג של המגזר העסקי	6.1	5.7	4.8	6.6	3.5	5.1	3
הצריכה הפרטית	5.7	3.2	2.5	11.8	0.8	4.5	3
ההשקעה המקומית הגולמית	6.4	10.9	53.0	-1.9	9.8	16.3	3
ההשקעה בנכסים קבועים	-1.7	-9.3	-0.5	12.4	-10.6	-2.4	3
היצוא של סחורות ושירותים	14.9	11.7	2.3	4.1	2.0	4.9	3
היצוא של סחורות ושירותים למעט יהלומים	16.2	16.3	3.3	0.0	1.3	5.0	3
היבוא של סחורות ושירותים	12.0	8.6	10.5	2.2	-2.4	4.6	3
היבוא של סחורות ושירותים למעט יהלומים	12.9	14.5	-0.6	9.6	-1.0	5.4	3
הצריכה הציבורית	-1.9	-0.1	-2.9	-5.4	-3.9	-3.1	3
הצריכה הציבורית למעט היבוא הביטחוני	-1.3	-1.0	-5.7	-5.7	-4.9	-4.3	3

* החודש האחרון שלגביו יש נתון.
1 לעומת המקביל אשתקד.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח 2: אינדיקטורים לפעילות העסקית, 2004 ו-2005
(אחוזים, בניכוי עונתיות, פרט לנתוני ענף הבנייה)

	2004	2004	2004	2004	2005	2005	התקופה הנסקרת[1]	*
	שיעורי השינוי הממוצעים במונחים שנתיים (כל רביע לעומת קודמו)							
המדד המשולב למצב המשק	4.3	6.0	3.7	3.5	-0.4	-1.6	2.2	6
המסחר הקמעוני המאורגן	3.8	4.8	6.3	3.5	4.1	6.0	4.8	6
הייצור התעשייתי (ללא יהלומים)	7.2	2.9	7.9	8.0	1.4	4.5	5.5	5
מדד הפדיון בענף המסחר	6.7	0.5	6.9	9.9	8.7	2.4	6.7	5
מדד הפדיון - מסחר ושירותים	7.9	4.6	7.2	7.1	7.6	3.2	6.6	5
כניסת תיירים	42.8	73.7	-6.7	2.5	57.5	66.7	26.5	6
הבנייה למגורים[1]								
התחלות הבנייה של דירות[1]	-5.4	-5.5	-11.9	4.8	-5.5		-10.2	4
גמר הבנייה של דירות[1]	-6.2	-8.6	-11.2	6.0	-9.8		-6.3	4
הבנייה שלא למגורים[1]								
שטח ההתחלות[1]		-24.8	-33.3	34.1	-32.4		-32.4	3
ממצאי סקר החברות (מאזן הנטו)[2]								
המאזן המשוקלל של המגזר העסקי		17	19	15**	22	22		6
תפוקת החברות התעשייתיות		21	23	26	20	21		6
מכירות חברות המסחר		15**	18**	39	29	34		6

* החודש האחרון שלגביו יש נתון. ** מציין תוצאה בלתי מובהקת ברמה של 10 אחוזים.
1 שיעור השינוי לעומת התקופה המקבילה אשתקד.
2 מאזן הנטו הוא ההפרש בין מספר החברות המדווחות על עלייה לבין אלה המדווחות על ירידה, כאחוז מסך החברות המדווחות.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, משרד הבינוי והשיכון ועיבודי בנק ישראל.

לוח 3: אינדיקטורים להתפתחות שוק העבודה, 2004 ו-2005
(בניכוי עונתיות)

	2005		2004			2005		התקופה הנסקרת[1]	*
	I	II	II	III	IV	I	II		
	(אלפים)		שיעור השינוי (כל רביע לעומת קודמו)						
כוח העבודה האזרחי	2,694		0.6	-0.2	-0.1	0.6		1.0	3
המועסקים הישראלים	2,449		1.0	0.2	0.3	1.4		3.0	3
במגזר הציבורי	746		0.9	-0.4	1.5	2.1		4.4	3
במגזר העסקי	1,699		0.8	1.0	-0.2	0.7		2.3	3
מועסקים זרים ושטחים (לא מנוכה עונתיות)	232		-5.1	6.9	-0.6	2.7		3.6	3
ממוצע שעות העבודה השבועיות למועסק	36		-0.3	-0.8	-0.3	-1.4		0.5	3
תשומת העבודה במגזר העסקי (כולל שטחים וזרים)	10,383		-4.7	7.0	-0.8	2.1		3.3	3
ישראלים בלבד	73		-1.0	0.0	0.1	3.9		3.7	3
תשומת העבודה במגזר הציבורי (ישראלים)	18		0.1	-0.4	0.1	2.2		1.9	3
הבלתי מועסקים	245		-2.8	-3.7	-3.2	-6.7		-15.5	3
דורשי העבודה	230	232	-1.1	2.7	-3.1	1.2	0.9	-1.0	6
התביעות לתשלומי דמי אבטלה	70	73	-11.7	-2.8	-3.4	0.3	4.3	-9.8	6
	(ש"ח, נתונים מקוריים)								
השכר הריאלי למשרת שכיר[2]	6,716	6,669	-4.0	1.5	2.0	-0.6	0.4	0.0	4
במגזר הציבורי	6,331	6,079	-12.7	5.1	7.2	-4.8	0.0	-4.7	4
במגזר העסקי	6,901	6,950	-0.8	0.1	0.6	1.6	0.8	2.2	4
השכר הנומינלי למשרת שכיר[2]	7,099	7,094	-3.8	1.9	2.4	-0.9	0.4	0.7	4
במגזר הציבורי	6,692	6,467	-10.8	4.8	6.4	-5.2	0.2	-4.0	4
במגזר העסקי	7,295	7,393	-0.4	0.4	1.0	1.2	0.7	2.8	4
	(אחוזים, מנוכה עונתיות)								
שיעור ההשתתפות			55.2	54.9	54.6	54.7		-0.8	3
שיעור התעסוקה			49.4	49.3	49.2	49.7		1.1	3
שיעור האבטלה			10.5	10.1	9.8	9.1		-16.2	3
עומק האבטלה[3]			42.6	39.7	42.6	41.0		5.9	3

* החודש האחרון שלגביו יש נתון.

[1] שיעור השינוי לעומת התקופה המקבילה אשתקד (נתונים מקוריים).

[2] כולל זרים ועובדים מהשטחים.

[3] המובטלים המחפשים עבודה מעל חצי שנה מתוך סך כל המובטלים.

מקור הנתונים: סקר כוח אדם של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. למעט נתוני הישראלים והלא ישראלים במגזר העסקי, תשומת העבודה במגזר העסקי וסך המועסקים הישראלים, אשר מקורם באומדני החשבונאות הלאומית של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח 4: סחר החוץ, מאזן התשלומים ויתרות מטבע החוץ, 2004 ו-2005
(מנוכה עונתיות)

	2004	2004			2005		התקופה הנסקרת[1]	*
		II	III	IV	I	II		
	שיעורי שינוי ממוצעים[2] (כל רביע לעומת קודמו)							
המסחר בסחורות[3]								
יבוא הסחורות	20.8	4.8	-2.7	9.9	-2.2	0.5	7.3	6
מזה: נכסי הצריכה	17.4	-1.5	-1.6	13.0	-4.1	7.8	10.0	6
נכסי ההשקעה	15.2	4.3	-2.2	3.3	-0.2	-0.3	2.8	6
התשומות לייצור	24.2	6.9	-3.3	11.6	-2.4	-1.4	8.1	6
יצוא הסחורות	21.6	3.9	-0.6	9.0	-1.5	-0.4	8.5	6
מזה: היצוא התעשייתי	21.6	4.6	-0.2	8.1	-2.1	0.0	8.1	6
מזה: טכנולוגיה עילית	21.8	5.6	1.1	3.0	-2.3	6.4	7.9	6
	מיליוני דולרים							
מאזן התשלומים								
יצוא הסחורות והשירותים	51,445	12,758	12,958	13,750	13,819			3
יבוא הסחורות והשירותים	52,040	12,595	13,125	13,719	13,847			3
העודף (הגרעון) בחשבון סחורות ושירותים	-595	163	-167	32	-28			3
העודף (הגירעון) בחשבון השוטף	1,474	492	360	646	531			3
החשבון הפיננסי (למעט יתרות המט"ח)[4]	-570	-1,905	296	93	-2,016			3
מזה: ההשקעות הישירות של תושבי חוץ[4]	416	738	-368	775	1,840			3
השקעות תושבי חוץ בתיק ניירות הערך למסחר[4]	1,391	1,134	563	1,725	2,677			3
ההשקעות הישירות וההשקעות של תושבי ישראל בתיק ניירות הערך למסחר בחו"ל[4]	1,375	608	695	1,069	1,641			3
החוב החיצוני נטו (באחוזי תוצר)[4]	-9.6	-8.6	-7.8	-9.2	-13.6			3
היתרות בבנק ישראל, לסוף תקופה[4]	26,632	25,712	25,839	26,632	26,704	26,203		6

* החודש האחרון שלגביו יש נתון.

[1] שיעור השינוי לעומת התקופה המקבילה אשתקד (נתונים מקוריים).

[2] שיעורי השינוי מתייחסים להיקפים הדולריים של היבוא והיצוא, לא לשינויים כמותיים.

[3] נתוני המסחר בסחורות הם ללא אוניות, מטוסים, יהלומים ודלק.

[4] נתונים מקוריים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח 5: מדדים להתפתחויות הכלכליות במדינות המתקדמות והמתפתחות[1]
(אחוזי שינוי שנתיים)[2]

			2002	2003	2004	2005 תחזית
התמ"ג העולמי			3.0	4.0	5.1	4.3
	במדינות המתקדמות		1.6	2.0	3.4	2.6
	במדינות המתפתחות		4.7	6.4	7.2	6.3
הסחר העולמי			3.3	4.9	9.9	7.4
	במדינות המתקדמות	יבוא	2.6	3.6	8.5	6.5
		יצוא	2.2	2.8	8.1	5.9
	במדינות המתפתחות	יבוא	6.1	8.9	15.5	12.0
		יצוא	6.7	10.7	13.8	9.9
מחירי הסחורות הלא מעובדות (בדולרים)	נפט[3]		2.5	15.8	30.7	23.2
	אחר		0.8	7.1	18.8	3.8
האינפלציה (מדד המחירים לצרכן)	במדינות המתקדמות		1.5	1.8	2.0	2.0
שיעורי ריבית לזמן קצר (אחוזים)[4]	על הפיקדונות בדולרים		1.9	1.2	1.8	3.3
	על הפיקדונות באירו		3.3	2.3	2.1	2.3
שיעור האבטלה	במדינות המתקדמות		6.4	6.6	6.3	6.1

[1] בהגדרות ה-World Economic Outlook ישראל נכללת בין המדינות המתקדמות. המדינות המתקדמות כוללות את המדינות המפותחות וחלק מהשווקים המתעוררים.
[2] פרט לשיעורי הריבית והאבטלה.
[3] המחיר הממוצע של חבית נפט ב-2004 היה 37.76 דולרים של ארה"ב.
[4] ריבית ה-LIBOR לשישה חודשים על הפיקדונות בדולרים; ריבית ה-LIBOR לשלושה חודשים על הפיקדונות באירו.
המקור: World Economic Outlook (IMF), לפי העדכון מאפריל 2005.

לוח 6: ביצוע התקציב המקומי של הממשלה לעומת יעד הגירעון, 2004 ו-2005

	2004	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	התקופה הנסקרת[1]	*
הגירעון המקומי של הממשלה כאחוז מהתוצר	2.8	-3.4	-1.3	-5.8	3.5		3.5	3
הסטייה מתוואי התקציב המקומי ללא אשראי[1] (במיליארדי ש"ח)							במיליארדי ש"ח[2]	
בהכנסות הממשלה	-1.5	-2.5	-2.3	2.8	1.7	-1.0	0.9	6
בהוצאות הממשלה	-3.4	-2.1	-4.5	3.1	-2.6	-3.4	8.3	6
בגירעון המקומי	-1.9	0.4	-2.2	0.3	-4.3	-2.4	7.4	6
הגירעון הכולל של הממשלה (במיליארדי ש"ח)	-20.4	-7.4	-3.3	-9.8	3.7	-4.7	18.0	6
שיעור השינוי לעומת התקופה המקבילה אשתקד (אחוזים)								
הכנסות הממשלה ממסים	4.7	6.2	0.3	5.0	3.8	3.4	4.1	4
מזה: הכנסות ממס הכנסה נטו	3.1	1.7	-0.9	1.5	6.6	7.7	6.1	4
הכנסות ממע"מ ברוטו	5.5	9.2	4.1	4.8	1.2	3.3	2.2	6
הוצאות הממשלה	0.2	-5.2	-4.4	11.7	-1.0	4.2	1.5	6
קצבאות הביטוח הלאומי	-4.9	-7.6	-4.6	-0.5	-3.4	0.7	-1.9	4
מזה: דמי אבטלה	-12.8	-16.2	-18.3	-8.7	-18.4	2.8	-15.4	4
הבטחת הכנסה	-9.7	-19.8	-4.4	6.9	-10.2	-2.0	-8.2	4
גבייה של המוסד לביטוח לאומי מהציבור	1.6	0.0	-0.7	4.5	2.1	4.0	2.8	5

* החודש האחרון שלגביו יש נתון.
[1] התוואי נקבע בהתאם ליעד גירעון של 4 אחוזי תוצר ב-2004 ו-3 אחוזי תוצר ב-2005.
[2] השינוי בתקופה הנסקרת הוא לעומת התקופה המקבילה אשתקד. שינוי זה לא חושב עבור הסטייה מהתוואי אלא עבור הסעיפים המוגדרים.
המקור: משרד האוצר.

לוח 7: מדדי מחירים נבחרים - קצב השינוי במהלך התקופה, 2004 ו-2005(אחוזים, במונחים שנתיים)

	2004	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	התקופה הנסקרת[1]	*
	שיעורי השינוי במהלך הרביע							
מדד המחירים לצרכן	1.2	6.2	-0.8	0.0	-2.4	4.5	1.0	6
מדד המחירים למעט דיור, פירות וירקות	2.1	8.5	-1.9	2.0	-1.5	5.1	1.7	6
מדד המחירים לצרכן, ללא דיור וללא פירות וירקות, מבוקרים, הלבשה והנעלה	2.5	7.2	0.7	-0.3	0.9	2.4	1.6	6
מדד מחירי הדיור	-2.5	5.8	0.4	-14.9	-4.8	6.4	0.7	6
מדד המחירים הסיטוניים	7.6	11.1	2.4	7.7	4.0	6.3	5.1	6
שער החליפין של הדולר	-1.2	1.2	-1.7	-13.1	-1.2	15.2	6.7	6
שער החליפין של הסל	1.8	-0.5	-1.7	-1.4	-3.5	4.3	0.4	6

* החודש האחרון שלגביו יש נתון.

[1] שיעור השינוי במהלך 6 החודשים האחרונים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח 8: המצרפים המוניטריים והאשראי הבנקאי החופשי, 2004 ו-2005 (שיעורי השינוי במונחים שנתיים, אחוזים)

	2004	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	מצטבר ב-12 החודשים האחרונים	התקופה הנסקרת	*
	לעומת התקופה הקודמת						במהלך התקופה		
M1 (אמצעי התשלום)[1]	18.0	24.2	21.4	1.4	17.7	24.8	17.0	23.4	6
M2[2]	4.2	-0.4	7.7	5.7	7.5	4.5	7.3	6.5	6
M3[3]	4.6	4.2	5.7	5.1	9.8	7.3	8.1	9.2	6
האשראי הבנקאי החופשי	1.2	1.8	-0.6	0.4	-2.4	-1.9	-0.7	-1.1	6
האשראי השקלי הלא-צמוד	5.6	7.0	6.6	11.7	14.6	0.4	8.0	6.3	6
האשראי הצמוד למדד	0.0	-3.4	-4.0	-6.9	-8.1	0.4	-4.4	-1.8	6
האשראי הצמוד למט"ח+האשראי במט"ח	-2.8	2.5	-5.2	-4.3	-17.1	-8.5	-7.8	-10.8	6

* החודש האחרון שלגביו יש נתון.

[1] פיקדונות הע"ש + המזומן שבידי הציבור.

[2] M1 + פז"ק לא-צמוד (עד שנה) + פח"ק.

[3] M2 + פז"ק צמוד (עד שנה) + ע"ש צמוד.

המקור: בנק ישראל, המחלקה המוניטרית.

לוח 9: הריביות, התשואות ומדד המניות, 2004 ו-2005
(אחוזים, ממוצע לרביע)

	2004	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	התקופה הנסקרת	*
הריבית הנומינלית								
על פח"ק	3.1	3.1	3.1	3.1	2.7	2.7	2.7	4
על אשראי לא צמוד עד שנה	6.8	6.8	7.0	6.8	6.3	6.2	6.3	6
ריבית אפקטיבית במכרז פיקדון יומי	4.4	4.3	4.3	4.2	3.7	3.7	3.7	6
ריבית LIBID על הדולר ל-3 חודשים	1.5	1.2	1.6	2.2	2.7	3.2	2.9	6
התשואה לפדיון של מק"ם - 12 חודשים	4.8	5.0	4.8	4.6	4.2	4.0	4.1	6
התשואה לפדיון של אג"ח ל-10 שנים	4.2	4.3	4.3	4.2	3.8	3.7	3.8	6
התשואה לפדיון של אג"ח ל-5 שנים	3.8	3.9	3.8	3.6	3.1	3.0	3.0	6
פרמיית הסיכון[1]	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	6
הציפיות לאינפלציה (ברוטו)	1.6	1.8	1.8	1.7	1.9	1.8	1.9	6
שיעור השינוי במדד המניות הכללי (רביע לעומת קודמו)	17.4	5.8	-9.7	12.5	6.6	-1.2	5.3	6

* החודש האחרון שלגביו יש נתון.

1 credit default swap כפי שנמדד משוק ה-cds ל-5 שנים.

המקור: בנק ישראל, המחלקה המוניטרית.

חלק ב': הרחבה בסוגיות נבחרות

תחזית מקרו-כלכלית לשנים 2005 ו-2006

בשנת 2005 צפויה האטה מסוימת בקצב גידולו של התוצר, ל-3.5 אחוזים, ובשנת 2006 צפויה חזרה לקצב הגידול של 2004 – כ-4 אחוזים. שיעורי צמיחה אלו יובלו על ידי הצמיחה של התוצר העסקי, תוצאת גידולם של היצוא והצריכה הפרטית. יחד עם זאת אנו חוזים כי בשנתיים הקרובות שיעור ההשקעה בענפי המשק ימשיך לרדת, דבר שעלול לפגוע בכושר הייצור של המשק לאורך זמן. ההתפתחויות במהלך השנתיים דומות – האטה של גידול התוצר במהלך 2005 והאצה ב-2006. תנודות אלו בשיעור החזוי של צמיחת התמ"ג מבטאות בעיקר תנודות בתוצר העסקי. תחזית זו מתבססת, בין השאר, על קצב הצמיחה האיטי של ענף התעשייה במחצית הראשונה של 2005 ועל המשך הירידה של הפעילות בענף הבנייה. הגידול החזוי של התוצר בשנתיים הקרובות ילווה בגידול של פריון העבודה, ושל מספר המועסקים, שיביא להתייצבות שיעור האבטלה ב-2005 ולירידה נוספת בו בשנת 2006.

ההאטה בשנת 2005 מבטאת בעיקר ירידה חריפה בקצב גידולו של היצוא; זו מוסברת רק חלקית על ידי האטת ההתרחבות בשווקים העולמיים – כפי שהיא נמדדת על ידי היקף הסחר העולמי – לאחר גידול יוצא דופן בשנת 2004). ייתכן שלהאטה אצלנו תרמה גם ההרעה בתנאי הסחר החיצוניים. לעומת התנודות בשנתיים האחרונות, התחזית ל-2006 היא ששיעור גידולו של היצוא יהיה דומה לזה של הסחר העולמי.

החל מהמחצית השנייה של 2004 קצב גידולו של היצוא הואט מאוד, למרות עודף כושר ייצור ורמה נוחה יחסית של שער החליפין הריאלי. תפנית זו צפויה להביא לירידה

לוח 10: אינדיקטורים להתפתחות המשק, 2003 עד 2006

	2003	2004	2005 תחזית	2006 תחזית
המקורות והשימושים	(השינוי הכמותי[1], אחוזים)			
1. התוצר המקומי הגולמי	1.3	4.3	3.5	4.0
2. התוצר המקומי העסקי	1.7	6.1	4.1	5.0
3. הצריכה הפרטית לנפש	-0.5	3.9	2.5	2.9
4. הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני	-0.8	-1.3	1.1	0.7
5. ההשקעה בנכסים קבועים	-4.9	-1.7	0.3	3.0
6. השימושים המקומיים (ללא יבוא ביטחוני)	-1.0	3.9	3.3	3.8
7. יצוא הסחורות והשירותים	6.2	14.9	5.4	7.2
8. היבוא האזרחי	-1.0	13.1	4.8	6.6
מאזן התשלומים	(מיליארדי דולרים, מחירים שוטפים)			
9. עודף היבוא האזרחי - סחורות ושירותים[2]	-0.1	-0.2	0.3	0.0
10. הגירעון בחשבון השוטף[2]	-0.5	-0.4	0.2	-0.5
האוכלוסייה, התעסוקה, והמחירים	(שיעור השינוי, אחוזים)			
11. האוכלוסייה הממוצעת	1.8	1.7	1.7	1.7
12. שיעור הבלתי מועסקים (אחוזים מכוח העבודה)	10.7	10.4	9.1	8.4
13. המועסקים הישראלים - סך הכול	2.0	3.0	2.5	2.6
מזה: במגזר העסקי	2.3	4.3	2.5	3.1

1 במחירי 2003

2 נתוני עודף היבוא והחשבון השוטף המוצגים כאן הם נתונים המתאימים לנתוני החשבונאות הלאומית. נתון היצוא לשנת 2004 תוקן לאחרונה כלפי מעלה בכמיליארד דולרים ללא תיקון מקביל של נתוני החשבונאות, ולכן אינו מוצג כאן. מכל מקום רובו של התיקון יתקזז עם ירידה מקבילה של ההשקעה במלאים, ולכן לא ישפיע על התוצר.

משמעותית בקצב גידולו של התוצר העסקי ב-2005. אין לנו הסבר ברור להתפתחות זו ביצוא, והדבר מפחית מאוד את מידת הוודאות בחיזוי התפתחותו. הנחתנו בתחזית, הנסמכת גם על מקורות מידע חיצוניים המודדים את הציפיות (כגון סקר החברות), היא כי תהיה האצה מסוימת בקצבי הגידול של היצוא.

תהליך ההתאוששות עד עתה לא היה מלווה בגידולה של ההשקעה בענפי המשק, וההשקעה במבני מגורים אף הוסיפה וירדה, בניגוד לתהליכי התאוששות בעבר. יתר על כן, אף ששוק ההון העמיד מקורות השקעה בהיקף ניכר, אלה לא הופנו, עד עתה, להשקעות ריאליות. אף על פי כן הנחנו כי יחול מפנה חיובי ברמת ההשקעה, ובמיוחד בבנייה למגורים, כבר במהלך 2005.

קצב גידולה של הצריכה הפרטית אמנם הואט במידת מה, אך זוהי בעיקר תוצאת ירידה בקצב הרכישות של מוצרים בני קיימא, ואילו הצריכה השוטפת, שתרומתה לפעילות המקומית גבוהה, צפויה לגדול בשנתיים הקרובות בשיעור דומה לזה של 2004. קצב הגידול הגבוה יחסית – יותר משני אחוזים לנפש בכל אחת משתי השנים – נתמך על ידי הפחתות מסים ועל ידי השיפור הנמשך בשוק העבודה. ההפחתה המתוכננת במס הישיר תתמקד ברמת ההכנסה הממוצעת, שבה הנטייה השולית לצרוך גבוהה יחסית; נוסף על כך הנחנו שכמחצית מהפחתת המע"מ המתוכננת תופנה לגידול הצריכה. הפחתות מסים אלו יתרמו לגידול הצריכה הפרטית כחצי נקודת אחוז. ההתאוששות הנמשכת במצב הכלכלי, וכן הירידה שהייתה בשיעור האבטלה תורמות לייצוב מגמת הגידול בצריכה השוטפת.

הצריכה הציבורית המקומית צפויה לגדול בשנתיים הקרובות בשיעור נמוך יחסית, אף כי תיתכן חריגה מסוימת מיעדי ההוצאה של הממשלה, גם עקב הוצאות הקשורות בתכנית ההתנתקות. מכל מקום, תימשך הירידה בצריכה הציבורית לנפש, ושיעור גידולו של מספר המועסקים בשירותים הציבוריים יהיה נמוך מזה של כוח העבודה.

היבוא צפוי לגדול בקצב מהיר יחסית, כתוצאה מהתייצבות במלאים, לאחר שנים של ירידה מתמשכת. עם זאת, קצב הגידול של היבוא צפוי להיות דומה לזה של היצוא ב-2005, ונמוך ממנו ב-2006, גם כתוצאה משיעור ההשקעה הנמוך במשק. הגידול החזוי של היבוא נגזר באמצעות מקדמי היבוא של השימושים[6], בהנחה של פיחות קל בשער החליפין הריאלי ב-2005, תוצאת ירידה קלה בעלות העבודה ליחידת תוצר וייסוף ריאלי ב-2006.

6 המקדמים מלוח תשומה תפוקה של שנת 1995 הותאמו ושונו על מנת "לסגור" את היבוא בפועל בשנת 2004.

בחשבון השוטף של מאזן התשלומים צפויה בשנת 2005 הרעה בסך של כחצי מיליארד דולרים[7]. הרעה זו תבטא קצב גידול ריאלי נמוך של היצוא יחסית ליבוא והרעה בתנאי הסחר. בשנת 2006 צפוי תיקון, שיבטא גידול ריאלי גבוה יחסית של היצוא.

ההנחה המרכזית העומדת בבסיס התחזית היא יציבות במצב הביטחוני-פוליטי וביצוע של תכנית ההתנתקות ללא פגיעה משמעותית בפעילות השוטפת. סטייה מהנחות אלו, שתתבטא בעליית מספר הפיגועים והנפגעים מהם וכן בערעור היציבות הפוליטית, יהיו לה השלכות כלכליות נרחבות: היא תפגע מייד בענף התיירות וכן בצריכה הפרטית ובהשקעות. במצב כזה תחזית הצמיחה ל-2006 עלולה להיות נמוכה בכ-2 אחוזים מהתחזית המוצגת כאן (בהתאם לעוצמת האירועים): הצריכה הפרטית לנפש תגדל בשיעור נמוך מאוד, וכך תתרום כאחוז לירידת התוצר, ואילו הירידה הצפויה בתיירות ובהשקעה בענפי המשק (במקום העליות החזויות) יגרמו, כל אחת, לירידת התוצר בכ-0.5 נקודת אחוז.

אומדן של גידול התוצר הנובע מהשיפור בתיירות בשנת 2005[8]

אנו אומדים את גידול התוצר הנובע מהשיפור בתיירות הנכנסת ב-2004 וב-2005 לעומת שנת 2003. ב-2003 נכנסו לישראל 1.06 מיליוני תיירים, ב-2004 נכנסו 1.5 מיליוני תיירים, וב-2005 ייכנסו, להערכתנו, כ-1.9 מיליונים[9]. שיפור זה יתבטא, בין השאר, בעלייה של 320 מיליוני ש"ח בתוצר בתי המלון ושירותי האירוח בשנת 2005 לעומת 2003 ובעלייה של 380 מיליוני ש"ח בתוצר שירותי האוכל. סיכומו של דבר – השיפור בתיירות הנכנסת יחסית ל-2003 תרם גידול של 0.3 אחוז בתמ"ג ב-2004 וצפוי לתרום גידול של כ-0.2 אחוז ב-2005.

ענף התיירות רגיש מאוד למצב הביטחוני הן בישראל והן ברחבי העולם, והוא הראשון שנפגע מהרעה בו. הרעה במצב הביטחוני מביאה לנסיגה חדה ומהירה בהיקף התיירות הנכנסת, ותהליך ההתאוששות איטי. מייד עם פרוץ האינתיפאדה, בסוף ספטמבר 2000, ירד מספר התיירים

7 כאמור, הבסיס המוצג כאן אינו מעודכן, ולכן אנו מתייחסים לשינוי בלבד.

8 תודה לשמחה בר-אליעזר, ללאה ריבקין וללנה אוסטרובקי מהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה על הערות ועצות.

9 הערכה זו מבוססת על הנתון שגידול התיירות במחצית הראשונה של 2005 לעומת המחצית הראשונה אשתקד הוא 27 אחוזים, ואנו מניחים שיחס זה יישאר בעינו גם במחצית השנייה של השנה.

שהגיעו לארץ ירידה תלולה, ומספרם הוסיף והצטמצם עם התמשכות האירועים הביטחוניים. בשנת 2003 השתפר המצב הביטחוני בישראל, שיפור שנמשך גם ב-2004 ועד סוף התקופה הנסקרת – יוני 2005. יצוא שירותי התיירות לפי החשבונאות הלאומית ירד מ-12.8 מיליארדי ש"ח בשנת 2000 ל-3.8 מיליארדים ב-2002. בשנת 2004 עלה יצוא שירותי התיירות ל-5.5 מיליארדי ש"ח. התיירות הנכנסת לישראל מושפעת גם מגורמים עולמיים; בסוף שנת 2001 ועד 2003 הושפעה התיירות מאירועי ה-11 בספטמבר 2001, מגל הטרור העולמי, וכן מהמיתון בעולם. בשנת 2003 ירדה מעט התיירות העולמית, ואילו בשנת 2004 ועד תום התקופה הנסקרת ב-2005 היה שיפור במצב הכלכלי בעולם, שהגדיל מאוד את התיירות. התיירות בעולם גדלה ביותר מ-10 אחוזים ב-2004, וצפויה לגדול בכ-7.7 אחוזים ב-2005.

גודלו היחסי של ענף התיירות הנכנסת בישראל דומה לגודלו בעולם (לוח 11). בשנת 2002 היווה יצוא שירותי התיירות

לוח 11: ייצוא שירותי התיירות כאחוז מהתמ"ג

שם המדינה	2000	2001	2002
קפריסין	21.5	21.7	18.4
יוון	8.2	8.1	7.3
מרוקו	6.1	7.5	6
ספרד	5.6	5.6	5.1
פורטוגל	5	5	4.9
טורקיה	3.8	5.1	4.9
איטליה	2.6	2.4	2.3
צרפת	2.4	2.3	2.3
ישראל	2.9	1.4	1.2
העולם כולו (ממוצע)	1.5	1.5	1.5
בריטניה	1.2	1.2	1.2
מדינות OECD העשירות (ממוצע)	1.3	1.1	1.1

המקור: World Bank, World Development Indicator

לוח 12: תוצר התיירות הנכנסת במחירי בסיס שוטפים[1,2]

	1995	2003	2004	2005	2004
	(מיליוני שקלים)				מועסקים המשרתים את התיירות הנכנסת[3] (אלפים)
מוצרים ושירותים					
א. מוצרים ושירותים האופייניים לתיירות	**4,295**	**2,695**	**3,680**	**4,628**	**39**
בתי מלון ושירותי אירוח	1,319	766	1,064	1,340	8.4
מסעדות ושירותי אוכל	539	313	435	548	14.2
שירותי תחבורה	1,008	787	1,030	1,288	7
מהם: שירותי מוניות	259	150	208	263	2
הובלה אווירית	449	463	580	720	2.4
שירותים הקשורים ברכב פרטי[4]	263	153	212	268	2.3
סוכנויות נסיעות ותיירות	216	125	174	219	2.2
שירותי תרבות וספורט	205	107	149	188	1.6
שונות: השכרת דירות	764	443	616	776	2.8
ב. מוצרים ושירותים הקשורים לתיירות[5]	**717**	**416**	**578**	**729**	**5.5**
ג. שאר המוצרים והשירותים	**415**	**241**	**334**	**421**	**3.6**
סך הכל	5,427	3,353	4,593	5,778	47.8
תמ"ג	249,017	460,723	486,022		

1 מחירי הבסיס הם מחירי עלות של היצרן. מחירים אלה כוללים תמיכות, כגון תמיכות לתחבורה הציבורית, תמיכות למים ותמריצי ייצוא, ואינם כוללים הוצאות שיווק, הובלה ומסים.

2 התוצר של שירותי התיירות הנכנסת לכל השנים חושב באמצעות לוחות תשומה-תפוקה לשנת 1995. התוצר לשנת 1995 התקבל מחשבון הלוויין של התיירות בישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, 2005.

3 חלק מהמועסקים הם במשרות חלקיות.

4 כולל מכוניות, אחזקה ותיקון כלי רכב, חניה ועוד.

5 כולל מתח הרווחים בין הקמעונאי לסיטונאי.

כ-1.5 אחוזים מהתמ"ג העולמי, ובישראל הוא היווה 1.2 אחוזים בלבד. בשנת 2004 עלה יצוא שירותי התיירות בישראל ל-1.8 אחוזי תמ"ג. הערך המוסף של התיירות היווה בשנת 2004 קצת פחות מאחוז מהתמ"ג, ובשנת 2005 הוא צפוי לעלות לכ-1.1 אחוזי תמ"ג (לוח 12).

השיפור בתיירות החוץ ב-2004 ובמחצית הראשונה של 2005 תרם בראש ובראשונה לעוסקים ישירים כבתי המלון והספקים של שירותי הארחה ואוכל, שירותי התחבורה והשכרת הרכב, שירותי ההובלה האווירית וכיוצא באלה. ואולם, כאשר בוחנים, לפי לוחות תשומה-תפוקה, את ההתפלגות הענפית של יצוא שירותי תיירות, מתברר שגם העוסקים העקיפים – בייחוד בתעשייה, בחקלאות ובמסחר – נהנו מהשיפור בתיירות החוץ. לשיפור בענף התיירות יש אפוא השפעות כלל-משקיות. בלוח 12 מוצג התוצר של התיירות הנכנסת בענפים המרכזיים. עיקר ההשפעה על התוצר הוא בענפים האופייניים לתיירות.

חלק גדול מהמועסקים בענף התיירות מועסקים בבתי מלון, במסעדות ובשירותי מוניות ותחבורה ציבורית – שהשכר החודשי לשכיר בהם נמוך מהממוצע במשק. מצאנו (לוח 12) שבשנת 2004 עבדו כמעט 48 אלף מועסקים[10] כדי לספק את הביקוש לשירותי תיירות נכנסת.

התפתחות האשראי הבנקאי, 2003 עד מארס 2005

1. התפתחות האשראי

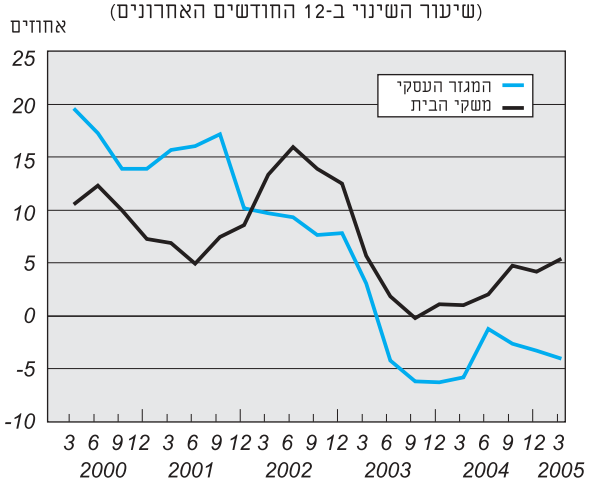
הנתונים על התפתחות האשראי הבנקאי מלמדים על ירידה בשיעורי התרחבותו החל מאמצע 2002, בין השאר בהשפעת ההעלאה של ריבית בנק ישראל. במהלך 2003 ו-2004 נרשם צמצום של ממש, והוא נמשך גם ב-2005, למרות התאוששות הפעילות והפחתת הריבית על ידי בנק ישראל. מניתוח אפיוני החברות שהנפיקו איגרות חוב בשוק ההון המקומי בין השנים 2003 לרביע הראשון של 2005 ושל מאזני הבנקים עולה, כי נוסף על השפעתם של גורמי ביקוש, הייתה גם לגורמי היצע תרומה לא מבוטלת להתפתחות האשראי הבנקאי, תרומה משמעותית יותר ממה שמשתמע ממבט ראשון על הנתונים.

מהנתונים עולה גם, כי הירידה האמורה באשראי משקפת הצטמצמות של האשראי הבנקאי למגזר העסקי, שכן האשראי למשקי בית החל להתרחב כבר בתחילת 2003, בעקבות התרחבות האשראי לדיור.

[10] חלקם במשרה חלקית.

דיאגרמה ב'-1

סך האשראי לפעילות לווה בישראל על פי מגזרים, על בסיס מאוחד, מארס 2000 עד מארס 2005
(שיעור השינוי ב-12 החודשים האחרונים)



המקור: הפיקוח על הבנקים, דוח כספי רבעוני של הבנקים לציבור ועיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

הסבר צמצום האשראי הבנקאי בעליית פרמיית הסיכון של הלווים, הנובעת מגידול ההסתברות של חדלות פירעון בשל האטת הפעילות, אינו רלוונטי לתקופה הנסקרת; זאת משום שבאותה עת המשק החל לצאת מהמיתון – התפתחות שהייתה אמורה דווקא לשפר את יכולת הפירעון של הלווים; לכאורה ייתכן שצמצום האשראי הבנקאי למגזר העסקי מטעמי סיכון משקף את המשך ההאטה בענפי הבנייה והנדל"ן, שמשקלם בסך האשראי הבנקאי גבוה במיוחד (כ-15-20 אחוזים) – אולם גם הנתונים בניכוי האשראי לענפים אלו מצביעים על המשך ההצטמצמות באשראי למגזר העסקי. מכאן שאת ההצטמצמות של אשראי זה, ולפיכך של האשראי הבנקאי בכלל, בשנתיים האחרונות אין לייחס לפעילות הריאלית השוטפת. אמנם נתוני האשראי המאזני הבנקאי המוצגים כאן הם בניכוי ההפרשות בגין הפעילות המקומית של הלווים – אך אין לתלות בהן את צמצום האשראי האמור שעליו מצביעים נתונים אלו; וזאת מפני שהנתונים מלמדים כי הפרשות הבנקים הגיעו לשיאן בשנת 2002 (כ-7 מיליארדי ש"ח), שבה האשראי הבנקאי בניכוין דווקא התרחב – וירדו ב-2003 וב-2004, שבהן הוא הצטמצם.

הירידה האמורה באשראי לא נבעה גם ממגבלות פיקוחיות על היקף האשראי הבנקאי, שבגללן, לכאורה, נדחפו לווים מהמערכת הבנקאית לגיוס הון באמצעות איגרות חוב בשוק ההון המקומי. מכאן שפנייתן של חברות אלו לשוק ההון נבעה משיקולים כלכליים, הן של המלווים והן של הלווים.

שיקולים אלה יכולים לבטא שתי אפשרויות או שילוב של שתיהן. הראשונה, מצד הביקוש, היא מעבר לווים מהבנקים לשוק ההון, שעליה מעיד הגל חסר התקדים של הנפקת אג"ח קונצרניות בתקופה הנסקרת; השנייה היא צמצום היצע האשראי הבנקאי שאינו קשור, כאמור, להיקף הפעילות – שדחף לווים אל מחוץ למערכת הבנקאות.

2. הצטמצמות האשראי הבנקאי – מצד הביקוש או ההיצע?

ניתוח נתוני ההנפקות ומאזני הבנקים המסחריים מלמד על חוסר התאמה בין משך החיים הממוצע (מח"ם) של מקורות המימון של הבנקים לזה שאפיין את צורכי המימון של החברות המנפיקות, על החלפת האשראי על ידי חלק ניכר מהחברות המנפיקות, על הקטנת משקל האשראי הבנקאי בסך נכסי הבנקים והגדלה מקבילה של משקל החזקת האג"ח הממשלתיות ועל עליית המירווח בין ריבית בנק ישראל לריבית השולית על האשראי השקלי הבנקאי הלא צמוד שהוא קצר טווח. הטענה שתוצג בהמשך היא כי ממצאים אלו מתיישבים עם צמצום היצע האשראי על ידי הבנקים.

אפיוני ההנפקות

(1) מהנתונים על הנפקות אג"ח (רגילות) בין 2003 לרביע הראשון של 2005 עולה כי חלק הארי שלהן התבצע על ידי חברות גדולות מעטות בעלות דירוג גבוה יחסית. נתונים אלו מצביעים על גיוסים על ידי 42 חברות (למעט ההנפקות של חברות פיננסיות שבבעלות הבנקים), גיוסים שהואצו במהלך הזמן, בסך של כ-23.9 מיליארדי ש"ח. מהם כ-58 אחוזים גויסו על ידי ארבע חברות בלבד (חברת החשמל, "אי.די.בי", "בזק" ו"פרטנר"). כ-57 אחוזים מסך כספי ההנפקות גויסו על ידי שמונה חברות בדירוג AAA-AA וכ-47 אחוזים מסך היקף ההנפקות גויסו על ידי חברות שכבר גייסו בעבר הון באמצעות ערוצים שאינם בשליטתם של הבנקים המקומיים[11]. הנפקת אג"ח על ידי חברות בעלות דירוג גבוה יחסית, שיכלו להשיג תנאים תחרותיים למימון הבנקאי, הודות לגישתן אל מקורות מימון חלופיים, אינה עולה בקנה אחד עם ההשערה בדבר "בריחת" לווים מהבנקים לשוק ההון דווקא בעיתוי הנוכחי, שכן חברות אלו גייסו כבר בעבר הון ממקורות חוץ-בנקאיים. מכאן שאת ההסבר להנפקות של חברות אלו ולעיתוין יש לחפש בגורמים נוספים, מעבר לתחרות של שוק ההון בבנקים על רקע צמצום החוב הממשלתי. בהקשר זה נציין כי הערך המונפק של החוב הציבורי הפנימי נטו (ללא הרשויות המקומיות) דווקא גדל במונחים ריאליים ב-9.4 וב-1.5 אחוזים, בשנים 2003 ו-2004, בהתאמה – שנים שבהן החל וצבר תאוצה גל ההנפקות של איגרות חוב קונצרניות.

(2) בולט בנתונים השיעור הגבוה של גיוסים עם אופק הנפקה ארוך על ידי חברות מדורגות לעומת השיעור הנמוך של החברות הלא מדורגות וחברות הנדל"ן. להוציא את החברות הלא מדורגות וחברות הנדל"ן והבינוי, המח"ם (משך החיים הממוצע) של רוב ההנפקות היה ארוך בהרבה ממח"ם האשראי הבנקאי. אחוז הגיוסים עם מח"ם שמעל 4 שנים מגיע לכ-60 אחוזים מסך הגיוסים, ואילו המח"ם של סך האשראי והפיקדונות הבנקאיים בין השנים 2001 ל-2004 נע בין 1.6 ל-1.5 שנים ובין 0.9 ל-1.2 שנים בהתאמה. במילים אחרות: החברות הגדולות עם הדירוג הגבוה, שמשקלן בסך הגיוסים באמצעות הנפקת איגרות חוב היה גבוה מאוד, היו גם אלו שאופק הנפקותיהן היה ארוך יחסית. השילוב בין הדירוג הגבוה והאופק הארוך יחסית של ההנפקות עשוי לרמז כי הנפקותיהן של חברות אלו משקפות – נוסף על גידול הביקוש לאשראי ארוך טווח, על רקע התאוששות הפעילות – גם קשיים של הבנקים בהארכת מח"ם האשראי, בגלל המח"ם הנמוך יחסית המאפיין את צד הפיקדונות, שהם מקור המימון העיקרי של האשראי. הארכה זו חושפת את הבנקים לסיכוני ריבית; ייתכן שתמחורם של סיכונים אלה, המבטא למעשה סוג של צמצום היצע האשראי לטווחים ארוכים יחסית מצד הבנקים – כלומר ייקורו – הפכו את גיוס הכספים לתקופה ארוכה יחסית בשוק ההון לכדאי יותר עבור חברות בעלות דירוג גבוה. זאת מפני שחברות כאלה אינן מחויבות בפרמיה משמעותית – בניגוד לחברות בעלות דירוג נמוך יותר, הנדרשות לפצות את המלווים על סיכוני האשראי הנובעים מהאופק הארוך של ההנפקה. גיוס הון באמצעות הנפקת אג"ח לטווחים ארוכים לא היה כרוך גם בתשלום פרמיה בגלל סיכון ריבית - פרמיה שהייתה משולמת לבנקים עקב הארכת מח"ם האשראי מעבר לזה התואם את מאזנם.

(3) מנתוני הנפקת איגרות החוב עולה גם כי אחוז ההנפקות (במונחים כספיים) ששימשו לצמצום התחייבויות (למעט מיחזור חוב סחיר) אינו מבוטל. שיעור זה אינו נופל מ-50 אחוזים ויורד עם דירוג החברות המנפיקות. גם כאן בולט

[11] ההנפקות של החברות הפיננסיות אשר הסתכמו בתקופה הנסקרת ב-5.2 מיליארדי ש"ח, רובן ככולן הנפקות של חברות בנות של בנקים מסחריים שמטרתן להפקיד את כספי ההנפקה כפיקדונות בחברות האם. לפיכך הנפקות אלו אינן מהוות תחליף לגיוס הון על ידי המגזר העסקי באמצעות הבנקים המסחריים. שלוש עשרה חברות בדירוגים בין AA- ל- A+ גייסו כ-33 אחוזים מסך ההנפקות, תשע חברות בדירוג של A- A- גייסו כ-3.3 אחוזים, וכ-36 אחוזים מהחברות המנפיקות לא היו מדורגות וגייסו כ-7.3 אחוזים בלבד מסך ההנפקות.

ההבדל בין חברות מדורגות ללא מדורגות. תופעת מיחזור חובות הייתה שכיחה בחברות הנדל"ן והבנייה בכל רמות הדירוג יותר מאשר בחברות האחרות (לוח 13)[12].

לשם הערכת היקף ההחזר של החוב הלא-סחיר אותרו החברות המנפיקות שמניותיהן נסחרות בבורסה של תל אביב, ולגביהן חושב היחס בין השינוי שחל בהתחייבויותיהן לאחר ההנפקה להיקף ההנפקה. יחס קטן מאחת פירושו כי חלק מתקבולי ההנפקה שימש להחזר של חוב אחר[13]. הנתונים מלמדים גם על הנפקות מעטות של החברות

לוח 13: שיעור סכומי ההנפקות ששימשו בחלקן להחזר חוב בסך ההנפקות בעלות אותו דירוג (אחוזים)

הענף/ הדירוג	AAA-AA	-AA	-A-A	ללא דירוג
סך הכול	54	66	73	76
לא-נדל"ן	50	*64	74	74
נדל"ן	84	75	73	85

המדורגות יחסית לחברות הלא מדורגות, ששימשו, באותו רביע, לצמצום התחייבויות אחרות. תופעת החלפת האשראי, שאפיינה חלק ניכר של הנפקת איגרות החוב, ובעיקר את אלה של חברות לא מדורגות ושל חברות נדל"ן ובינוי, עשויה לבטא החמרה של תנאי ההלוואות הבנקאיות לחברות אלה, בגלל סיכונים ספציפיים של החברות הלוות במקרה הראשון וסיכונים ענפיים של חברות הנדל"ן והבינוי במקרה השני. העובדה שגם חברות המדורגות בדירוג גבוה השתמשו בכספי ההנפקות להחלפת אשראי משקפת כנראה ייקור של היצע האשראי הבנקאי גם לחברות אלו, בעקבות הערכה-מחדש של סיכוני האשראי, שיצרה פער בין הערכת הסיכונים על ידי הבנקים לדירוגן של החברות המנפיקות על ידי חברות הדירוג.

[12] לנוכח מספרן הקטן יחסית של ההנפקות לא ניתן לערוך בדיקות סטטיסטיות לקביעת מובהקות החישובים.

[13] מתוך החברות המנפיקות זוהו החברות שעמדו בפני פדיון אג"ח עד סוף הרביע שבו בוצעה ההנפקה, ועבור חברות אלו חושב היחס האמור בניכוי השפעת פדיון האג"ח. כך קיבלנו אומדן של מידת השימוש בכספי ההנפקות לצמצום שאר ההתחייבויות של הפירמות המנפיקות, לרבות האשראי הבנקאי, להוציא את הפדיון הידוע מראש של אג"ח ישנות. דרך עקיפה זו להערכת ההיקף של החזר החובות על ידי החברות המנפיקות ננקטה משום שמערכת "דוכס" אינה מאפשרת להבחין בין אשראי בנקאי לשאר סוגי ההתחייבויות של המגזר העסקי.

מאזני הבנקים

במקביל להתפתחויות האמורות היינו עדים ב-2003 וב-2004 לשני תהליכים מקבילים: הפחתת הריבית על ידי בנק ישראל, מחד גיסא – וצמצום הדרגתי של המכרזים לפיקדונות בנקאיים אצלו, תוך הרחבה של הנפקת המק"ם, עם הסרת המגבלה מעל היקף הנפקתו, מאידך. כתוצאה משני תהליכים אלו ירדו פיקדונות הבנקים בבנק ישראל בין סוף 2002 לרביע הראשון של 2005 בכ-32 מיליארדי ש"ח, ומלאי המק"ם גדל בסכום דומה; חלק הארי שלו נספג על ידי הציבור, ו-4 מיליארדים בלבד – על ידי הבנקים. סך מלאי האשראי בפעילות המקומית של התאגידים הבנקאיים המאוחדים ירד בהדרגה, מ-527 מיליארדי ש"ח בסוף 2002 ל-500 מיליארדים בסוף 2004, למרות הפוטנציאל להרחבת היצע האשראי, שנוצר בשל משיכתם של הפיקדונות הבנקאיים מבנק ישראל. במקביל גדלו ההחזקות של איגרות חוב ממשלתיות על ידי הבנקים בכ-15 מיליארדי ש"ח, חלק ניכר מתוכם אג"ח ממשלתיות לא צמודות. חלק משינויים אלו משקף עליות שערים של ניירות ערך אלו, על רקע ירידת תשואותיהם. עם זאת ראוי לציין, כי בהינתן מחירי השוק, הרכב תיק נכסים משקף את רצונותיו של בעל התיק, כך ששינוי ההרכב האמור אכן משקף את הערכות הבנקים בדבר אי-כדאיות הרחבת האשראי הבנקאי, ככל הנראה, משיקולי סיכון.

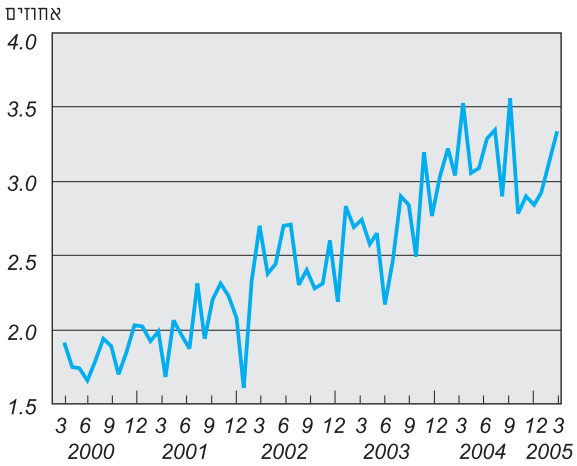
דחיפתם של הלווים הפחות מסוכנים לשוק ההון (על רקע גידול הביקוש שלהם לאשראי ארוך טווח) – בין השאר, בגלל חוסר ההתאמה בין מח"ם מקורות המימון של הבנקים לזה שאפיין את צורכי המימון של החברות המנפיקות, החלפת האשראי על ידי חלק ניכר מהחברות המנפיקות, הקטנת משקל האשראי הבנקאי בסך נכסי הבנקים והגדלה מקבילה של משקל החזקת האג"ח הממשלתיות – כל אלה מתיישבים עם מדיניות הבנקים לשיפור הלימות הונם. עדות למדיניות זו ניתן למצוא בדוחות השנתיים של הפיקוח על הבנקים לשנים 2002 ו-2003[14], וכן בנתונים בדבר גידול המירווח בין הריבית על זרמי האשראי השקלי הלא-צמוד לריבית בנק ישראל עד סוף 2003 והתייצבותו ברמה גבוהה לאחר מכן (דיאגרמה ב'-2). לעומת זאת, ההשערה בדבר הצטמצמות האשראי הבנקאי בגלל הקטנת הביקוש לו, בעקבות מעבר של לווים מהבנקים אל מקורות מימון חלופיים, הייתה מתיישבת עם הגברת ההנפקות

[14] ראו מערכת הבנקאות בישראל, סקירות שנתיות 2002 ו-2003, פרק ה', הסעיף על הלימות ההון. על פי סקירות אלו נקטו הבנקים המסחריים במהלך שנים אלו צעדים לשיפור הלימות הונם – אולי כדי לשפר את מצבם בעקבות צבירת אשראי בעייתי על רקע השפעתו-בפיגור של המיתון.

בשוק ההון המקומי רק לו הייתה מלווה בצמצום מירווח הריביות הנ"ל – דבר שלא התרחש.

דיאגרמה ב'-2

פער הריביות בין הריבית על זרמי האשראי השקלי הלא-צמוד עד 3 חודשים לבין הריבית האפקטיבית על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל, ינואר 2000 עד אפריל 2005



המקור: נתוני הפיקוח על הבנקים ועיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

זאת ועוד, היקף הנפקות האג"ח של המגזר העסקי בישראל הסתכם במהלך השנים 2003-2005 בכ-4.5 אחוזים בלבד מסך מלאי האשראי הבנקאי לפעילות בישראל[15]. שינוי זה בהרכב החוב של המגזר העסקי נראה קטן מכדי להשתקף בגידול משקלם של הלווים המסוכנים באשראי הבנקאי ובעליית הריבית השולית על האשראי יחסית לריבית בנק ישראל. עלייה כזאת יכלה להסביר את גידולו של מירווח הריביות האמור דווקא במסגרת ירידת הביקוש של הלווים האיכותיים לאשראי הבנקאי.

בסיכום: צמצומו של האשראי הבנקאי בתקופה הנסקרת משקף בעיקר את צמצום האשראי למגזר העסקי. כן עולה מהנתונים כי התפתחות זו היא תוצאת שילוב של גורמי ביקוש והיצע. השפעת גורמי ההיצע המצמצמים על התפתחות האשראי הבנקאי הייתה ככל הנראה חזקה יותר מן המשתמע ממבט ראשון על הנתונים. לולא גורמים אלו, שמיתנו את ירידת הריבית על האשראי הבנקאי יחסית לריבית בנק ישראל, הפחתת הריבית על ידי בנק ישראל הייתה עלולה להתברר בדיעבד כמרחיבה מזו המתיישבת עם יציבות מחירים. התפתחות זו מדגישה את התלות של המדיניות המוניטרית לא בריבית הבנק המרכזי כשלעצמה, אלא בהשפעתה על ריביות השוק, התלויות במידה רבה בהערכת סיכוני האשראי על ידי המתווכים הפיננסיים.

[15] בהקשר זה חשובים גם היקפי הגיוסים באמצעות מכשירים אחרים בשוק ההון. בגל ההנפקות האחרון חרגו במיוחד, יחסית לעבר, היקפי ההנפקות של אג"ח קונצרניות.

לוח אירועים
ינואר 2005 עד יוני 2005

החודש	היום	האירוע	פירוט
ינואר 2005	1	עם החלת השלב הנוכחי ברפורמת רבינוביץ', ב-1 בינואר 2005, רווחו מדרגות המס בכל רמות השכר, והמס המרבי הכולל על עבודה הופחת ל-49%. לפני שנתיים עמד שיעורו על 60%.	לדוגמה: שיעור המס השולי שחל על פרט המשתכר 20 אלף ש"ח ירד מ-50% ל-39%, לפרט המשתכר 12 אלף ש"ח ירד המס השולי מ-45% ל-37%, ולפרט המשתכר 4,000 ש"ח – מ-20% אל מתחת לסף המס.
	1	בוטלה אפליית המס על ניירות ערך זרים למשקי הבית.	במסגרת הקדמת הרפורמה במס, נקבע ששיעורי המס על רווחי הון בניירות ערך זרים יושוו בינואר 2005 לאלה החלים על השקעות בניירות ערך ישראליים. הרפורמה במס אינה נוגעת לחברות הביטוח, הפטורות כיום ממס על רווחים מניירות ערך זרים, ולפירמות, המשלמות מס אחיד על רווחים מניירות ערך ישראליים וזרים.
	11	חברת הדירוג העולמית "S&P" העלתה את דירוג האשראי של ישראל מ"שלילי" ל"יציב".	
	16	הממשלה אישרה את יישום דוח ועדת דוברת לרפורמה במערכת החינוך.	
	17	פרופ' סטנלי פישר מונה לנגיד השמיני של בנק ישראל.	
	20	הופחתו סכומי קצבאות הילדים, החל בקצבת חודש ינואר 2005, לילדים שנולדו עד 31 במאי 2003.	
	21	סוכמו פרטי מכירת "בנק דיסקונט".	קבוצת ברונפמן-שרוהן תרכוש את השליטה ב"בנק דיסקונט" באמצעות רכישת 26% ממניות הבנק, תמורת 1.3 מיליארדי ש"ח, עם אופציה לרכישת 25% נוספים באותו מחיר.
	24	ריבית בנק ישראל הופחתה ב-0.2 נקודת אחוז, והריבית לחודש פברואר 2005 נקבעה בשיעור של 3.5%.	פער הריביות בין ריבית בנק ישראל לריבית האמריקנית המוצהרת ירד ל-1.25%.
פברואר	1	הממשלה חתמה על החוזים עם החברות שזכו במכרז להקמת מרכזי תעסוקה.	המרכזים, שצפויים לפעול החל מיולי 2005, יסייעו למקבלי גמלה להבטחת הכנסה להשתלב בשוק העבודה במסגרת "תכנית ויסקונסין".
	1	נכנס לתוקף הסדר עם האיחוד האירופי בעניין סימון הסחורות המיוצרות ביהודה, שומרון וחבל עזה.	

	13	שרי האוצר והביטחון החליטו על הליך הפרטת תע"ש.	חלק מהפעילויות יימכרו לרפא"ל; תע"ש תופרט בדרך של מכירת מניות המדינה; יובטחו האינטרסים החיוניים של המדינה בתע"ש.
	14	חברת הדירוג הבין-לאומית "פיץ" העלתה את התחזית שלה לגבי דירוג האשראי של ישראל במטבע מקומי לטווח ארוך מ"שלילי" ל"יציב".	
	16	חוק יישום תכנית ההתנתקות אושר בכנסת.	החוק המוכר גם כ"חוק פינוי-פיצוי" מסדיר, בין היתר, את הפיצויים למתיישבים ואת השינוי הזמני ביעד הגירעון של הממשלה.
	24	נחתם ההסכם בין האוצר להסתדרות בעניין הרפורמה בנמלים, והוחל ביישומה.	הרפורמה כוללת בין היתר הקמת חברה נפרדת בכל נמל, הבטחת זכויות העובדים, ובעתיד גם הפרטה של חברות הנמלים.
מארס	1	המדינה מכרה 6.5% ממניות "בנק לאומי" ל"דויטשה בנק", תמורת 1.162 מיליארדי ש"ח.	
	28	שר התמ"ת אימץ את המלצות דוח הוועדה לבדיקת מצוקת כוח האדם בענף הבנייה והתשתיות.	הוועדה המליצה על דרכים לעידוד השתלבותם של עובדים ישראלים בענף, בין היתר על ידי תמיכה ממשלתית, מחויבות של הקבלנים לשכר הולם ומתן הכשרה מקצועית באתרי הבנייה.
	29	תקציב המדינה ל-2005 וחוק ההסדרים אושרו בכנסת.	
	30	משרד האוצר הודיע כי יפעיל בבית שאן תכנית ניסיונית להגדלת הסיוע לאימהות עובדות במימון מעונות יום. בערד תופעל תכנית ניסיונית להכרה בהוצאות הטיפול בילדים לצורכי מס.	התכנית תופעל משנת הלימודים הבאה, ומטרתה לעודד נשים להשתלב בשוק העבודה.
	30	ועדת הכספים אישרה את הרפורמה בחוק המו"פ, שתאפשר העברת "ידע נתמך מדען" אל מחוץ לישראל.	התיקון קובע כי יהיה ניתן להעביר לחו"ל ידע שפותח בסיוע המדען הראשי במשרד התמ"ת. בגין ההעברה תשולם למדען הראשי תמורה, אשר תשמש להשקעה מחודשת במו"פ.
מאי	2	פרופ' סטנלי פישר, הנגיד השמיני של בנק ישראל, נכנס לתפקידו.	
	16	ראש הממשלה אישר את טיוטת עיקרי המלצות של "ועדת גדיש" לרפורמה במינהל מקרקעי ישראל.	עיקרי המלצותיה של הוועדה הם: - העברת הזכויות בקרקע עירונית למגורים לבעלי הדירות והבתים הפרטיים. - האצת הליכי ההסדר והרישום של הזכויות על הקרקע. - הנהגת מדיניות מקרקעין אחידה במקרקעי ישראל.

מאי			- הגברת השקיפות וצמצום הסרבול במדיניות המקרקעין. ההחלטה על העברת זכויות לבעלי הדירות והבתים צריכה לעבור את אישור הממשלה ואת אישור מועצת מקרקעי ישראל, כדי שתוכל לצאת לפועל.
	17	החלה יישומה של שיטת הרישיונות בהעסקת עובדים זרים בענף הבנייה.	38 תאגידים קיבלו רישיונות לפעול כקבלני כוח אדם לשם העסקה של עד 400 עובדים זרים (לכל תאגיד).
	23	המשנה לראש הממשלה, שר האוצר ושר הבינוי והשיכון סיכמו על מבצע סיוע בדיור באזור הנגב והגליל.	הסיוע יינתן לזכאים לרכישת דירה ביישובי הנגב והגליל הנכללים באזורי עדיפות לאומית א' וב'. המבצע יחל ב-1.6.05 ויימשך עד 31.10.05. הסיוע שיינתן הוא מענק למשפחות הרוכשות דירות בבנייה רוויה; באזור א' 25 אלפי ש"ח, ובאזור ב' 20 אלפי ש"ח.
	24	נחתם הסכם מסגרת לקידום פרויקטי מו"פ משותפים בין חברות ישראליות לחברות סיניות	במסגרת ההסכם שנחתם בבייג'ין בין משרד המדען הראשי בתמ"ת והרשות לפארקים מדעיים-טכנולוגיים של אוניברסיטת צינגהווא, נאמר שפרויקטים משותפים יזכו לתמיכה משני הצדדים.
יוני	9	בוטלה רצועת הניוד של שער החליפין מול סל המטבעות.	נגיד בנק ישראל, שר האוצר וראש הממשלה החליטו על ביטול הרצועה. מאז 1997 לא נאלץ בנק ישראל להתערב כדי להגן על הרצועה, שגבולותיה אינם אפקטיביים זה שנים.
	22	ועדת השרים לענייני התנתקות אישרה מתן הלוואות גישור לעסקים שיעתיקו את פעילותם מהשטח המפונה.	מנהלת סל"ע, באמצעות מרכז ההשקעות במשרד התעשייה המסחר והתעסוקה, תיתן הלוואות גישור לצורך העתקת פעילותם של עסקים מהשטחים שיפונו לשטחי ישראל.
	26	נחתם הסכם בין המדינה לחברות הדלק על הפרטת חברת "פי גלילות".	על פי ההסכם תימכר הפעילות בשלושת מתקני החברה – בירושלים באשדוד ובבאר שבע – בתהליך מכרזי, שיאפשר להגיש הצעות לרכישת כל מתקן בנפרד או כולם יחד. התמורה הגבוהה ביותר שתוצע תקבע את אופן המכירה – יחד או בנפרד.
	29	שר האוצר הנחה את החשב הכללי להיערך להוצאת מכרז למכירת גרעין השליטה ב"בנק לאומי".	