

התוצר של המשק היו משקלות דומות לגורמי האינטיפאדה ולஸבר העולמי בענפי הטכנולוגיה العليית, הרי ב-2002, ובתוכה בתקופה הנסקרת, היה לאינטיפאדה משקל מכריע בהפסד התוצר. (על כך רוא גם תיבנה 1).

לשם השבת הרגיעה לשוקים הפיננסיים בתנאים של שוק ממוגן, די היה, כאמור, בעוד המדיניות שננקטו בתחילת התקופה הנסקרת, אולם במהלך התפתחו גורמים נוספים, חיצוניים בעיקרם, שתרמו לאי-הודאות, ובעתים לא זהה רגיעה של ממש בשוקים. כך, הציפיות לאינפלציה לטוחה קצרה גבו הוצאות על נכסים פיננסיים ארוכי טוחן יותר ברמות גבוהות, הציפיות לאינפלציה של הסטוח הארוך נשאו גבו הוצאות במידה ניכרת מהטוחה המוגדר כיציבות מוחירים, והציבור המשיך לרכוש נכסים צמודים למדד. עם הגורמים לאי-השקט בשוקים הפיננסיים בתקופה הנסקרת נמניהם ההחזרה במצב הביטחוני, ההתמכשות והחרפה של הרפינו בפעולות של מרבית ענפי המשק, שmagiorות את הסיכון לגידול החובות המשופקים של מערכת הבנקאות, עליית הסבירות למלחמה עם עיראק, החשש להפתחת דירוג החוב של המשק, אי-הוודאות באשר לאישור התקציב בכנסת, והכרה גוברת כי התקציב המוצע אינו מתyiיש עם יעד הממשלה לשנת 2003 - 3 אחוזי תוצר.

### ענפי המשק

כל האינדיקטורים למשק הישראלי מצביעים על המשק הפעילות הנמוכה בתקופה הנסקרת, ורובם מצביעים על החרפתו של הרפינו בפעולות במלכה (לוח 1 ודיאגרמה 1).<sup>1</sup> נתוני החשבונות הלאומית לרבעון השלישי של 2002 מצביעים על התבוסותה של הפעילות המשkitית בrama הנמוכה ששורה מז' הרבעון האחרון של 2000. בהיקף העסקאות בחשבון החסירות והשירותים שלamazon התשלומיים נרשמה בתקופה הנסקרת התכווצות. יצוא החסירות והשירותים (בشكلים, בתנות מנוכי עונתיות של החשבונות הלאומית) ירד בשני הרבעים של התקופה הנסקרת, וירידתו הריאלית לעומת המחזית הראשונה הסתכמה ב-7.7% אחוזים. יבוא החסירות והשירותים, המצביע בעקיפין על הפעולות במשק, ירד ריאלית ב-8.4% אחוזים. סקר התביעות והעסקים של מחלקה המחקר לרבעון הרביעי של 2002 מלמד כי ברבע זה נמשכה הירידה בפעולותם של כל ענפי המשק העיקריים, וכי היא הייתה עמוקה יותר מאשר בשלושת הרבעים הקודמים

<sup>1</sup> לשם הערכת ההחזרה במלבד השנה התבוסה ההשוואה על נתונים מנוכי עונתיות של רביעים עוקבים, ולא של תקופות מקבילות, כדי שנעשה בחלוקת אחרים של הסקרים.

### התפתחויות העיקריות

במחצית השנייה של 2002 (להלן התקופה הנסקרת) לא ניכר שיפור באינדיקטורים המצביעים, עוד מהබוע האחרון של 2000, על מיתון בפעילויות המשkit, וכמה מהם אף הורו על הרעה. הפעולות הריאלית התכווצה עקב ירידת הביקושים המקומיים וקצב איטי של גידול הסחר העולמי. תגובת היצוא על הפניות הריאלי הניכר במחצית הראשונה של 2002 בושה לבוא, השכר הריאלי ירד, לראשונה, ירידת ניכרת, ועלית המחרומים המואצת שהייתה במחצית הראשונה נבלמה, לאחר שורת צדי ריסון שננקטו קובעי המדיניות בשלבי המחזית הראשונה של השנה.

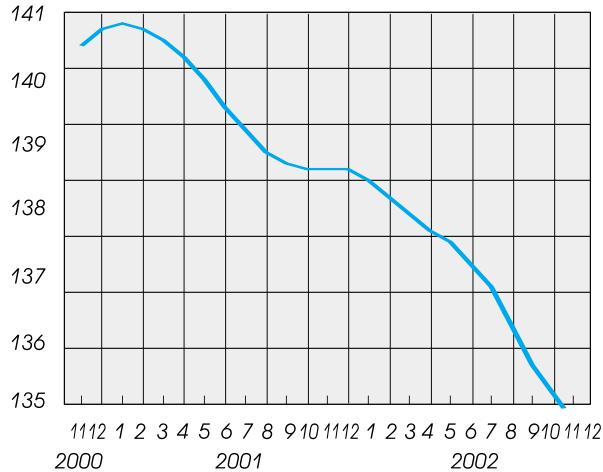
מההיבט של הפעולות הריאלית במשק ניכר דמיון בין שתי מחציות השנה: בשתין חזרה התרבות התמתנות הפעולות המשkit, שרך מיתון בשוק העבודה, שעדיין לא התבטא במלואו בשיעור האבטלה, התכווץ חלקו של המשק ביבוא וביצוא העולמי, ירד התוצר לנפש, וגדל הפער בין התוצר העסקי לבין הפטונצייל שלו. השוני בין המחזיות הוא בא-השקט שרך בשוקים הפיננסיים במחצית הראשונה, ובשיעור התכווצותה של הפעולות הריאלית, שהיא נמוך יותר במחצית הנסקרת. אי-השקט במחצית הראשונה הגיע עד כדי חשש ליציבות השוקים - בין השאר, בכלל הטעמאות הרפינו והחרפתו - והוא התבטא בפיחות מואץ של שער השקלה, שהיתרונות לפיחות ריאלי ניכר, בעליית מחירים דדה, הרבה מעבר לגבולו העליון של יעד האינפלציה, עם ציפיות להחזרה, ובשינוי חד בהרכבת תיק הנכסים של הציבור לכיוון האפיקים הצמודים. הרגיעה היחסית בשוקים הפיננסיים בתקופה הנסקרת בא בעקבות צעדי מדיניות חריפים, שכלו ריסון תקציבי מצד הממשלה והעלאה דדה של ריבית בנק ישראל בשלבי המחזית הראשונה; כתוצאה מלאה עליה מדיניות המחייבים בקצב אפסי, תוך ירידת ציפיות לעליית מחירים בטוויה הקצר וחזרה הדרגתית, אף כי לא מלאה, של הציבור להרכיב תיק הנכסים הקודם שלו.

התוצר המקומי לנפש, המשמש אינדיקטור לרמת החיים, ירד, על פי האומדנים המקדים של החשבונות הלאומית, בכ-3 אחוזים, זו השנה השנייה ברציפות. בתקופה הנסקרת החזרה ירידת התוצר, ובמיוחד ירידתו של התוצר העסקי, השימושים המקומיים פחתו, המדרד המשולב המשיך בירידתו הרצופה, שהחלה ברבעון האחרון של 2000, וכל רכיביו התכווצו. רמת הפעולות הנמוכה הקיפה את מרבית ענפי המשק - בהם ענפים מתקדמים, מוטי יצוא, שנפגעו, בין השאר, ממתינותה של עליית הביקוש העולמי ומהירידה הניכרת של שער המניות בשוקי ההון המקומיים והולמיים, וכן ענפי הטכנולוגיה המסורתית, שנפגעו בעיקר מירידת הביקוש המקומי. מניתו של מחלקה המחקר עולה כי בהבדל משנת 2001, שבה בהפסד

Diagram 1

נתוני מגמה חודשיות -  
Monthly Trends - 11.2000-12.2002

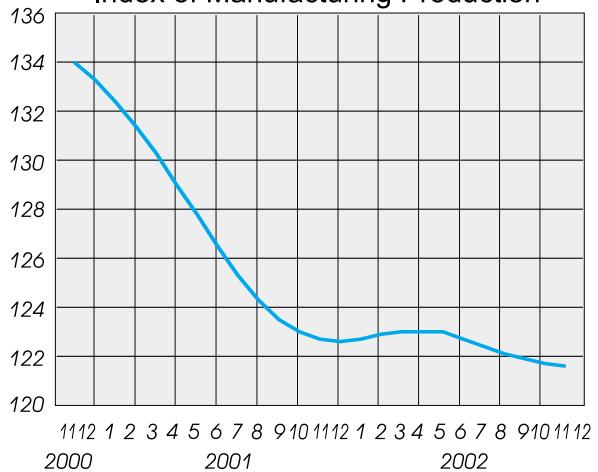
מדד הפדיון בענפי המסחר והשירותים (100 = 1995)  
Index of Trade and Services Revenue



\* עד נובמבר.

\* עד נובמבר.

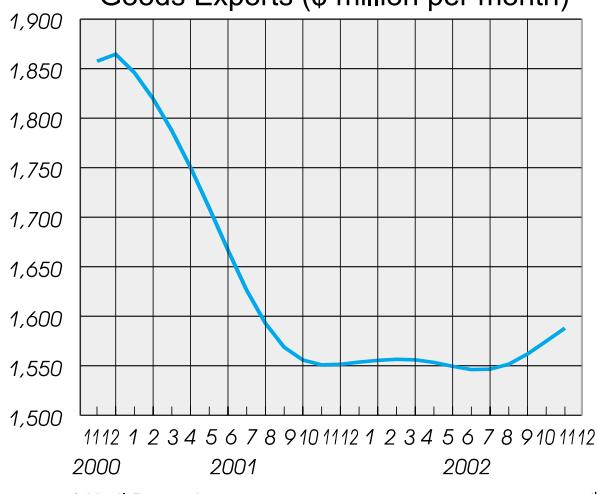
מדד הייצור התעשייתי (100 = 1994)  
Index of Manufacturing Production



\* עד נובמבר.

\* עד דצמבר.

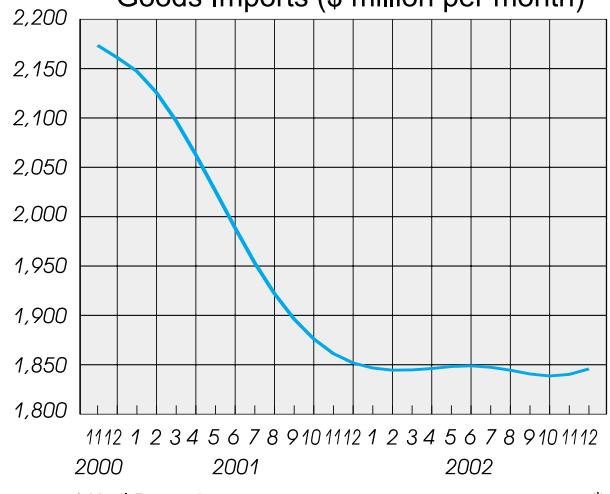
יצוא הסחורות (מיליאני דולרים לחודש)  
Goods Exports (\$ million per month)



\* עד דצמבר.

\* עד דצמבר.

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



\* עד דצמבר.

\* עד דצמבר.

יצוא הסחורות ברבעון האחרון, והדבר מעיד על העמקת  
ירידתו של הביקוש המקומי. העמקת המיתון בפועלות ניכרה  
גם בתשומת העבודה, וכך עלה, ברבעון השלישי, פרוין העבודה  
בענף בכאחו אחד (בנתונים מנוכי עונתיות), והשכר לשעת  
עבודה ירד בכ-0.4 אחוז. במהלך התקופה הננסרת (עד  
אוקטובר), התחזקה מגמת העליה בייצור של ענפי  
הטכנולוגיה העילית (מעלייה חודשית של 0.2 אחוז בנתוני

של השנה. הירידה הקיפה את מרבית תחומי פעילותן של  
חברות - התפוקה, המכירות המקומיות וליצוא - וכן את  
המלאים ומצבת העובדים, ורוב החברות דיווחו כי רמתם  
הנמוכה של הביקושים הייתה מוגבלת בעיקרית להרחבת  
פעילותן.

תפוקת התעשייה ירדה בתקופה הננסרת - לאחר סימני  
התיעצבות במחצית הראשונה של השנה - על אף הגידול של

**לוח 1: אינדיקטורים לפעילויות העסקית, 2001 עד 2002**

(בנייה עסקית, פרט לניכוי הבנייה)

* יולי-דצמבר	2002		2002			2001		2002	2001
	2002	2001	IV	III	II	I	VII		
שיעור השינוי בממוצע במונחים שנתיים התקופה המקבילה אשתקד									שיעור השינוי בממוצע במונחים שנתיים (כל רביען לנMONTH קודמו)
12	-3.8	-4.1	-4.5	-4.4	-4.2	-2.5	-3.9	-3.9	-2.4
12	-5.3	2.0	-2.3	-9.1	-4.3	-5.9	-1.2	-2.9	4.0
11	-1.4	-8.5	-1.9	-4.6	2.9	-1.0	-3.9	-3.3	-4.7
11	5.7	1.6	-2.1	13.4	11.2	-0.5	-0.5	3.4	2.3
11	-3.1	-2.4	-8.3	0.4	-2.3	-10.0	6.8	-3.4	0.1
11	-2.9	-1.3	-8.1	-5.1	-2.0	-5.2	6.3	-2.6	1.9
שיעור השינוי בממוצע (כל רביען לנMONTH קודמו)									שיעור השינוי בממוצע (כל רביען לנMONTH קודמו)
11	-13.3	-54.6	3.4	22.8	-24.8	-0.1	-16.7	-29.8	-50.2
10	-24.5	-26.8	-3.0	26.4	-1.7	-30.7	-11.8	-23.7	-27.6
10	0.6	-32.2		-0.1	-10.4	8.9	9.7	-14.7	-31.3
10	-14.8	-57.7		-32.0	10.2	-9.1	17.6	-19.6	-50.9
10	-14.4	13.3		4.9	-9.9	-12.0	10.4	-15.7	-10.1
10	23.8	-12.6		39.9	-13.6	-4.8	12.1	4.4	-17.7
מצאי סיכון החברות									אחוזים <sup>1</sup>
12		-16	-13	** 0	** -13	** -18	** -10	-15	
12		-17	-15	** -4	** -5	** -18	** -10	-14	
12		-22	-19	** -40	** -48	** -23	** -32	-24	
12		-17	-27	** -40	-45	** -16	** -32	-24	

\* החדש האחרון של גיבורי יש נתון.

\*\* מציין תוצאה בלתי מובהקת ברמה של 5 אחוזים.

(1) מעון הנטו, דהיינו הפרש בין מספר החברות המדווחות על עלייה לבין אלה המדווחות המדווחות.

האטיה ניכרת במכירת דירות חדשות בכל אזור הארץ, ועם הגורמים לכך נמנעות עלית הריבית על משכונות וועלאת שיעור מס הערך המוסף על דירות חדשות באמצעותם. גם שטח הבניה לכל היעדים ה证实ים, ובסתמבר הוא היה נמוך ב-3 אחוזים מאשר בסוף 2001. כן התארך משך הבניה, וירד מספר המשכנותאות שMOVEDו. גורם עיקרי יכול להסביר על כיוון הביקושים לתפוקת הענף הוא היקף העליה לישראל, שידך בתקופה הנוכחית. מנתוני החשבונות הלאומית עולה כי במחצית השנה השנייה של 2002 הושיפה להצטמצם ההשכעה בבניה, וגם מסקר החברות נתקבלו נתונים דומים: לאחר רידיות מתונות ברבעים השני והשלישי חזרה הרידה בעילויות הענף ברבע הרבעי, תוך ויידת המחרירים הדולריים של הדירות.

המגמות בענף התירוע אין מצביעות על החרפת השפל, אלא

המגמה, שהחלה עוד בתחילת 2002 עד ל-0.9 אחוז באוקטובר, התמתנה העלייה בייצור של הטכנולוגיה המעורבת-מסורתית (מכ-0.4-ל-0.2 אחוז), ואילו בתעשיות האחראות נשכה מגמת הירידיה, שהתקזקה במידה ניכרת בענפי הטכנולוגיה המסורתית (מעלייה מתונה לירידה של 0.2 אחוז). לגבי הרביע הרבעי עולה מסקר החברות כי התכווצות הפעילות העמוקה ביותר הייתה בענפים המסורתיים, בניגוד לראשתו של המיתון הנוכחי, שפגע בעיקר בענפים המתקדמים.

בענף הבינוי מצביעים כל האינדיקטורים על המשך הריפוי, השורר בענף מאז 1995, אולם אין בהם הכרעה בשאלת אם הוא חריף. ברבע השישי נשאו התחלות הבניה של דירות יציבות ברמתן הנוכחית, ומספר סיומי הדירות עלה בכ-5 אחוזים (לוח 1). לעומת זאת נרשמה באוגוסט-נובמבר 2002

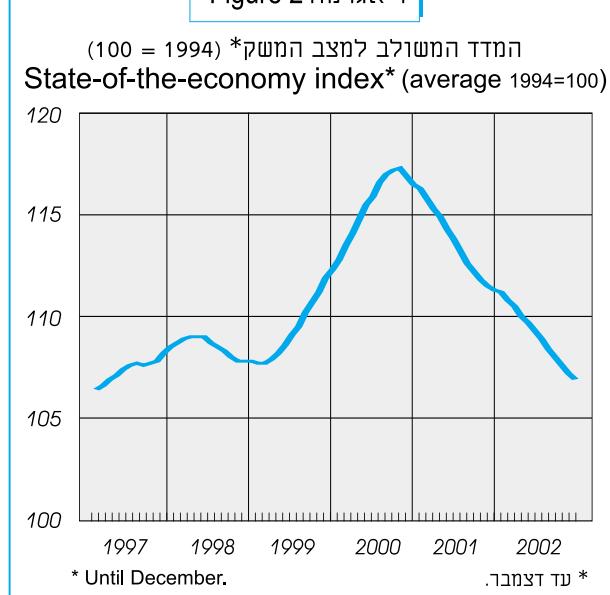
## לוח 2: חשבונות לאומיות, 2001, 2002 עד 2002

(בנייה עונתית)

* יראי-דצמבר	2002		2002			2001		2002 יראי-דצמבר	2001 יראי-דצמבר
	2002	2001	VII	III	II	I	VII		
שיעור השינוי המומוצע במנוחים שנתיים, במחירים קבועים התקופה התקציבית אשתקד	(כל דברין לנעמת קודמו)								
9 -0.6 -3.9	0.1	-0.7	1.6	-3.2	-1.0	-0.9	9 -2.5 -6.4	-7.0	-3.1 -2.4
9 -1.5 -3.5	1.6	-2.7	-0.1	-4.7	-2.2	-1.1	9 -1.2 1.5	-2.4	2.5
9 -8.7 7.9	14.9	0.2	29.9	-53.5	-8.0	-2.6	9 -6.0 -8.3	-30.8	-4.8
9 -3.8 -22.9	-13.3	3.8	-4.8	0.1	-5.4	-11.7	9 -8.4 -12.6	-11.4	-9.5
9 -0.6 -8.6	-12.3	11.1	6.5	-5.8	-3.0	-4.5	9 -6.8 -6.5	-15.9	-6.9
9 12.9 -1.6	4.5	5.8	6.6	37.7	5.5	3.3	9 -0.6 -8.3	-10.1	-6.1
9 12.9 -1.6	4.5	5.8	6.6	37.7	5.5	3.3	9 12.9 -1.6	6.3	-10.1

\* החודש האחרון של גבריו יש נתון.

Diagramma 2



על התבוסתו. מספר התיירים שנכנסו לארץ עלה ברבעי השנהיש, והמשיך לעלות ברבעי (נתונים מעוני עונתיות). מגמת העלייה האיטית בלינות התיירות, שהחלה באמצע השנה השנייה של תיירות הפנים<sup>2</sup>, בעונם הראשון של תיירות הפנים, אולם לאחרונה נרשמה התויכנות, בrama נמוכה, של לינות הזרים. בעונם השני של תיירות הפנים. מרדף המשור הקמעוני ירד בשני הרבעים של התקופה הנסקרת, למורת גידולה של הצריכה הפרטית, וגם בעונם השלישי והשניים ירד סך התקופה בשני הרבעים של התקופה הנסקרת.

## שוק העבודה

הՐפיון בביטחון, ששרר במשק מאז שליחי 2000, התבטא ב-2002 בירידה ניכרת של השכר הריאלי, לראשונה מזה שנים רבות, והדבר מנע ככל הנראה עליה בשיעור האבטלה. התמכשות המיתון על פני התקופה כה ארוכה השתקפה גם בירידה הדורגתית של שיעורי התעסוקה מהאוכלוסייה בגיל העבודה, ובשינויי ביחסים הכוחות של הגוף המאורגנים

<sup>2</sup> ב-2002, לאחר מעלה מעשר, נרשמה ירידת במספר הישראלים היוצאים לחו"ל.

## מחלקה המחקר

**דיאגרמה 4**



במשק. בשנת 2002 נפסקה מגמת הגדיל של חלק העולמים בכוח העבודה, ותרומות החיוונית לשיעור ההשתתפות הכללי פגעה. ברבעון השלישי נתקדמה ירידת שיעור ההשתתפות של הגברים בכוח העבודה, שנערכה שלוש שנים קודם לכן, ורמתו הרביעונית הגיעה לשיעור הנמוך ביותר מזה תקופה ארוכה - 59.8 אחוזים. נראה כי הירידה העפם קשורה בעירה לאירועי "העובד המותיאש" (העובד שלא מחפש עבודה באופן פעיל בתקופה של מיתון כלכלי, מתווך הערכה כי הסיכויים למצוא תעסוקה הולמת קלושים) - גורם הפועל בטוחה הקצר ומתחזק ככל שהשפל מתמשך. בקרוב הנשים לא נפסקה מגמת העלייה אורך הטווח בשיעור ההשתתפות (ונפוצה הקיימת גם בקרב העולות החדשנות), אולם נראה כי עלייתו בשנת 2002 קשורה גם לגורם "העובד הנוסף" (בן משפחה המתחפש לעבודה לאחר שאחר במשפחה הפסיק לעבוד), הפועל בטוחה הקצר.

ברבעון השלישי עلتה הניצול של כוח העבודה, עם גידול חלוקם של העובדים ממשרה מלאה בקרב המועסקים וירידת חלוקם של העובדים חלקית והנדירים זמינות מעבודתם. עליתה הניצול של כוח העבודה תוך עליית שיעור האבטלה מתרחשת בדרך כלל כשהמעסיקים רואים את המיתון בתופעה אורך טווח.

תשומת העבודה של כלל העובדים במגזר העסקי פרחה ב-

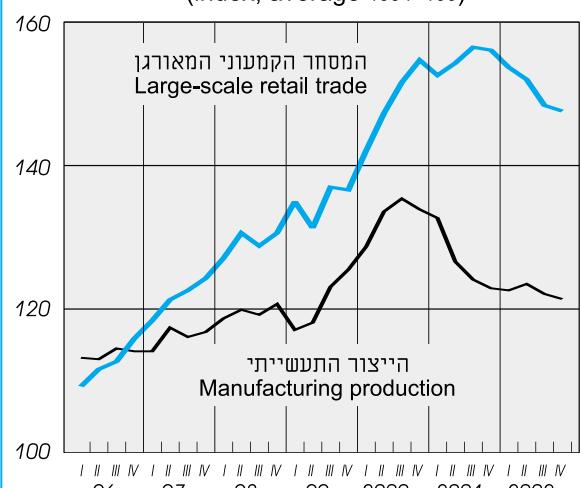
הפעלים בשוק העבודה. במהלך התקופה הנסקרת גדלו מספר המועסקים ותשומת העבודה, ובמקביל הואהו פיטורי עובדים, עלתה התדירות של הודיעות מעסיקים גדולים על פיטורים עתידיים, ונחלשה עוצמת השיבושים בייחס העבודה בענייני שכר ותנאי עבודה. שיעור האבטלה, שהגיע בפברואר ל-10.6 אחוזים בנתוני המוגמה, ירד מעט אחר כך, אך על פי שנסכח מגמת הגדיל של כוח העבודה, ומאז ראשית התקופה הנסקרת ועד אוקטובר התיצבו נתוני המוגמה על 10.4 אחוזים. היצע העבודה של ישראלים בניכוי עונתיות עלה ברבעון השלישי (כפי שמתבטאת במספר המשתתפים בוגר העבודה האזרחי); הויאל ומספר המועסקים הישראלים במגזר העסקי עלה בשיעור קטן יותר, בעוד שמספר המתבטים במספר דורי העבודה המשיך לרדת, וכן מספרן של התביעות לדמי אבטלה (لوح 3) - נראה בגל החרמלה בקריטריונים ל狷אות ועיצומים בלשכות העבודה.

ברבעון השלישי של השנה התיצב שיעור ההשתתפות בכוח העבודה על הרמה של קודמן, שהיא הנמוכה בשלוש השנים האחרונות, 53.9 אחוזים, תוך שינוי קל בהרכבת כוח העבודה לפי מין - לטובת הנשים. השינוי בשיעור ההשתתפות מושפע גם מגורמי טווח ארוך - בהם התערות העולמים בארץ, הסדרים המשק לרעת מגזר הטכנולוגיה המסורתית, העתיר במועסקים גברים - וגם מגורמי טווח קצר, הנעוצים ברמת הביקוש

**דיאגרמה 3**

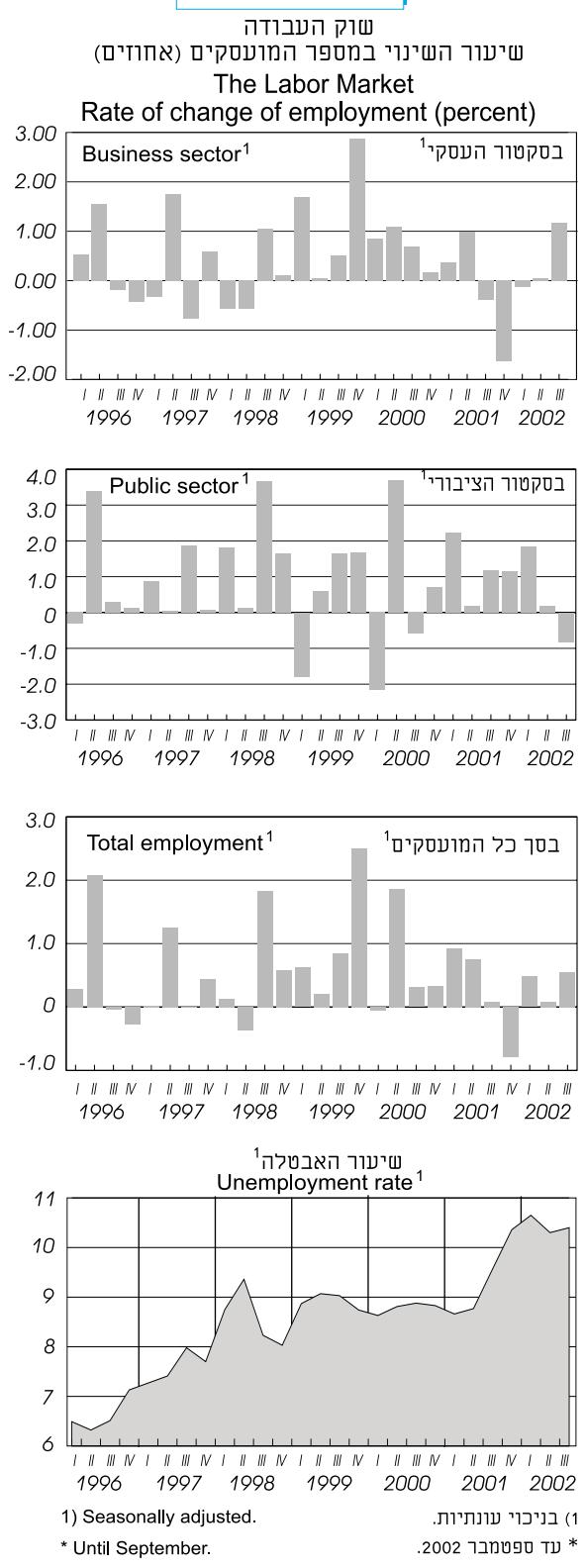
היצור התעשייתי\* והמסחר הקמעוני המאודרגן  
(מדד, ממוצע 1994=100)

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



\* הייצור התעשייתי מעודכן לנובמבר.

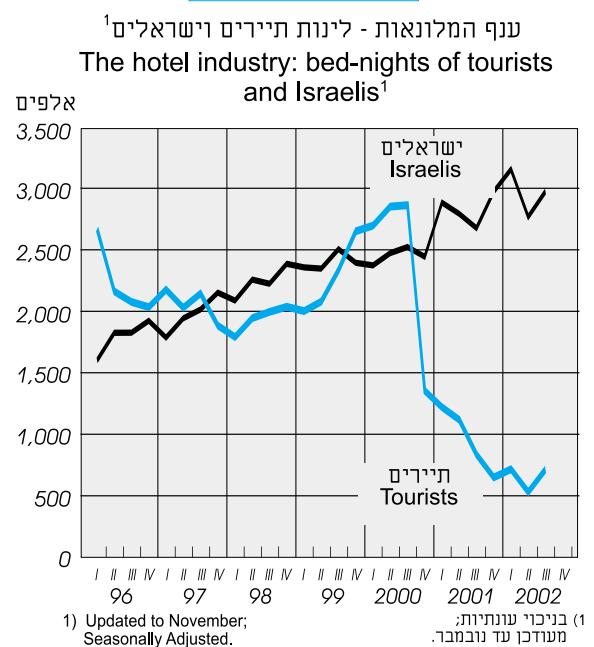
Diagram 6



ב-1.4 אחוזים, לאחר רידה דומה ב-2001. הרידה כולה הייתה בקרב העובדים מהשטים - בין השאר, בכלל הסוג המחדש על השטחים לאחר גל הפיגועים שקדם למבצע "וחמות מגן". מספר העובדים הזרים הגיע בסוף 2002 לכ-260 אלף, לאחר עלייה שנתית של 5 אחוזים, למרות צמצום מספר התיירים להעסקתם, וזאת לעומת גידול של כ-16 אחוזים בשנתיים הקודמות.

רפיון הביקוש בשוק העבודה מופיע בדרך כלל מנגנון יצוב אוטומטי: פיטורים במגזר העסקי יוצרים בקושים לכוח אדם, בעיקר בשירותים הציבוריים (במוסדות להשכלה ולהשתלמות ובשירותות רפואיים הרווחה), ובכך נוצרת הטיה לטובת המגזר הציבורי. השנה, שלא כמו במיתונים אחרים במשק, נקשר המיתון בביטחון עם ההסכמה בביטוח לאומי, וזאת בשל עצמה הרחבה את הביקוש לעובדים ספציפיים גם במגזר העסקי (אנשי ביטחון ומאמטחים). וכך, ברבעון השלישי של 2002 היה מספר המועסקים הישראלים במגזר העסקי נמוך רק במחצית האחוז מאשר ברבעון הקודם אשר (הדבר בלט בענף המסחר, שבו, יחד עם רידה מהירה של תפוקתו בשני הרבעים הראשונים של השנה, ירד לאט מספר המועסקים, וברבעון השלישי, למינוח המשך רידת התפקה, מספרים אף גדול). במגזר הציבורי עלה, כאמור, מספר המועסקים בכ-2 אחוזים, תוצאה עלייה ניכרת בשירותי הבריאות, הרווחה והסעד.

Diagram 5



## מחלקה המחקר

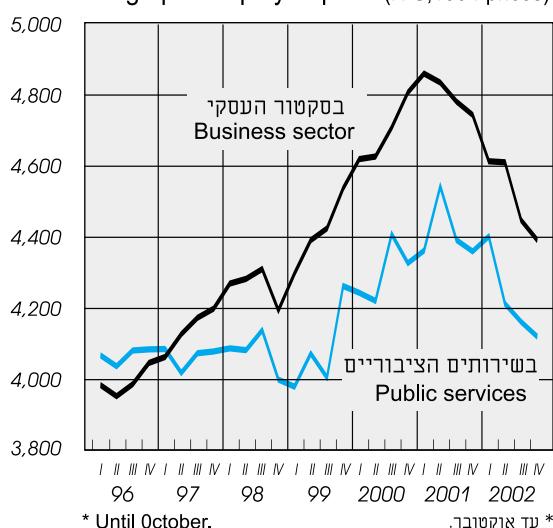
### לוח 3: אינדיקטורים להתפתחות שוק העבודה, 2001 עד 2002 (בנייה עונתית)

* * וולי-דצמבר	2002				2001			
	IV	III	II	I	IV	2002	2001	
שיינור השינוי לעומת התקופה והמקבילה אשתקד								
9	1.2	2.8	2,544	2,531	2,535	2,518	2,537	2,499
9	0.3	2.0	2,279	2,270	2,268	2,258	2,272	2,265
9	-0.5	1.1	1,572	1,555	1,553	1,556	1,560	1,574
9	2.1	4.5	710	714	713	702	712	692
9	1.9	-4.8	37	37	37	37	37	37
9	1.7	-4.6	40	40	40	39	40	40
9	4.4	-5.2	31	31	31	30	31	31
9	2.3	-2.9	85,250	83,774	84,124	82,865	84,383	83,821
9	1.2	-3.5	63,051	61,952	62,464	61,058	62,489	62,609
9	6.5	-0.9	22,165	22,317	22,115	21,275	22,199	21,149
12	-14.6	19.0	100	114	129	130	128	118
12	-5.6	18.0	181	194	203	203	203	195
10	-6.6	0.3	4,361	4,374	4,463	4,543	4,621	4,435
10	-7.1	0.6	4,389	4,445	4,608	4,611	4,741	4,513
10	-5.3	-0.2	4,118	4,160	4,211	4,400	4,358	4,222
9					10.4	10.3	10.3	10.4
					10.6			9.3

\* החדש האחרון שלגביו יש נתונים.  
(1) במחצית 1994.

Diagramma 7

השכר הריאלי למשרת שכיר (ש"ח, במחצית 1994)\*  
Real wage per employee post (NIS, 1994 prices)\*



השכר הריאלי למשרת שכיר ירד מתחילת השנה ועד ספטמבר לעומת התקופה המקבילה אשתקד ירידה ללא תקדים - 5.7 אחוזים במגזר העסקי ו-3.8 אחוזים במגזר הציבורי. הירידה הקיפה את כל הענפים הראשיים, ובולטת במיוחד בענף הבנקאות, הביטוח והמוסדות הפיננסיים - כ-8 אחוזים. במנוחים נומיינליים נשאר השכר בכלל המשק ציבר, תוך ירידה קלה במספר משרות שכיר, ולפיכך יש מקום לשער שהיחסינו הריאלית של השכר נבעה גם מירידת הביקוש לעובדה וגם מההפתעה האינפלציונית במחצית הראשונה של השנה. בחינת נתוני התעסוקה מול נתוני השכר בענפים השוניים מעלה הסבר אפשרי נוסף להתפתחות השכר: העליה הנומיינלית הגדולה ביותר בשכר נרשמה בשירותי הבריאות, הרווחה והסעד ירד השכר הנומיינלי ב-1.3 אחוזים, תוך עלייה חדה של מספר המועסקים (5.8 אחוזים), ונראה כי תוספת כוח אדם לענף זה, ברמות שכר נמוכות מהממוצע בו, יכולה להשביר את ירידת

רביעוני של 0.7 מיליארד במחצית הראשונה של השנה. בתשעת החודשים הראשונים של 2002 הגיעו הגירעון לכדי 2.6 מיליארדי דולרים, דומה לගירעון בתקופה המקבילה ב-2001. בהשוואה ל-2001 לא ניכר שינוי גדול בהתפתחות סעיף החשבון המסחרי על פני השנה. הגירעון בחשבון השירותים היה ב-2002 גבוה מעט יותר מאשר אשתקד, בגלירידה גודלה יחסית (כ-2.2 מיליארדי דולרים בתשעת החודשים הראשונים של 2002) בהכנסות מיצוא של "שירותים אחרים", הכוללים שירותים תומכה, ובהכנסות מתירות זורה, שהגיעו בשלושת הרבעים הראשונים של 2002 למחצית מהיקפן בתקופה המקבילה ב-2000.

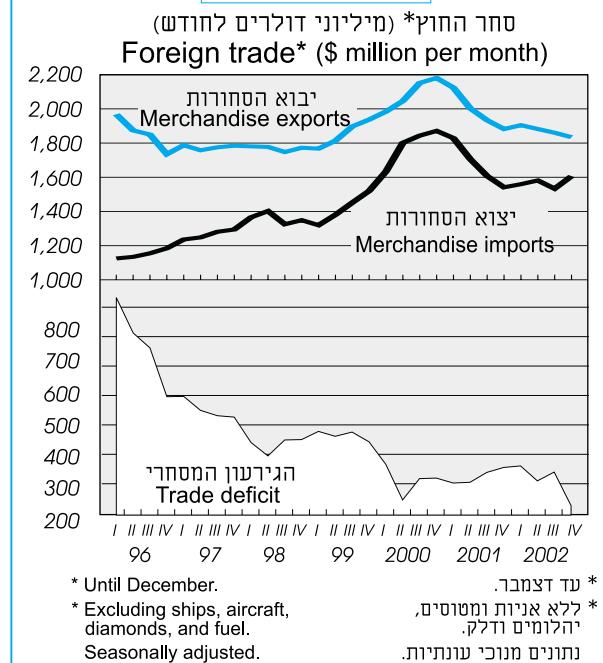
הגירעון בחשבון הסחורות (בנתונים מנוכי עונתיות ולאניות ומטוטסים, הלוויים ודלק) ירד בתקופה הנסקרתת, תנזת תנודות על פני הרבעים<sup>4</sup> ובין הענפים המרכיבים אותו, גירידה המוסברת בירידה הדרגתית של היבוא. נתוני המgomות של סחר החוץ לאחר ניכוי השפעות עונתיות וגוממים לא-סדיירים) מדגשים דווקא את תרומת היצוא לירידת הגירעון המסחרי. על פי נתונים אלו, החליה ביןואר 2001 גירידה הן של יבוא הסחורות והן של יצואן. בתחילת 2002 הסטטונה יציבות בנתוני המgomות של היבוא והיצוא, וברבע האחרון של 2002, שבו נמשכה מגמת הייציבות ביבוא הסחורות, גדל יצוא הסחורות בשיעור שנתי של כ-8 אחוזים - אולי תגובה מאוחרת על הפיחות הריאלי הניכר במחצית הראשונה של השנה. כתוצאה מהתפתחויות אלה נשארה מגמת הגירעון המסחרי יציבה במידה רבה לאורך שלושת הרבעים הראשונים של 2002, וברבע האחרון הוא ירידת דירה חדה, לרמה שכמותה לא ידע המשק זמן רב. בנתונים מנוכי עונתיות הייתה רמת הגירעון ברבע זה נמוכה ב嗑ליש מאשר ברבע האחרון מושבר בפיחות השקל, שכן השכר של העובדים הזרים, אשר משקלם בענף זה גדול, נקוב בדולרים.

נתוני המגמה של רכבי היבוא מלמדים, כי לאחר גירידה איטית בכל הרכבים של יבוא מוצריו הצרכיה, הסטטונה בכל אחד מהם ברבע האחרון של 2002 יציבות, או אפילו תחילתו של גידול איטי. ביבוא חומרי הגלם, המשמש אינדיקציה לעניות הכלכלית השופטת, נשמרה בתקופה הנסקרתת גירידה קלה (בעיקר ביבוא חומר הגלם לתעשייה המוכנות והאלקטרונית והמכונות האל-ברזיליות), ואילו ביבוא נכסים ההשקשה (המשמש אינדיקציה לעניות תעמידת) נשמרה עלייה קלה.

יצוא הסחורות בתקופה הנסקרתת דמה בהיקפו לזה של התקופה המקבילה אשתקד, תוך תנודות בשני הרבעים, שקייזו בעיקרו זאת זו. הרכב יצוא הסחורות השתנה במהלך

<sup>4</sup> עלית הגירעון בחשבון המסחרי ברבע השלישי של השנה הייתה מלאה בהרעה של אחד מתוך אחד בתנאי הסחר של המשק, שבולדיה היה הגירעון נמוך עוד יותר.

Diagramma 8



השכר הכללי בענף<sup>3</sup>. לעומת זאת במגזר העסקי נרשמה

העליה הגדולה ביותר של השכר הכלכלי (2.3 אחוזים) בענף הבינוי (כולל שטחים), ובמקביל גירידה בו התעסוקה בכ-4

אחוזים. נראה כי גם כאן חלק מההஸבר להתפתחות השכר טמון ביציאת עובדים בעלי שכר נמוך מה ממוצע בענף. החלק الآخر מושבר בפיחות השקל, שכן השכר של העובדים הזרים,

אשר משקלם בענף זה גדול, נקוב בדולרים.

בתקופה הנסקרתת נחתמו "הסכם הבראה" ככמה גופים גדולים, וחיסכון העבודה בשירות הציבור לא הורעו במידה

שהיינו עדים לה בעבר לקראות לחירות - בין השאר, כנראה, בהשפעת המיתון בשוק העבודה. בנובמבר נחתם הסכם תוספת יוקר בין ההסתדרות והמעסיקים, שבמסגרתו שולם מענק חד-פעמי בגובה 2.1 אחוזים מהשכר עד תקרנה של 68.6 שקלים. כן נחתם באותו חודש הסכם שכר עם הסטודיות עובדי המדינה.

## מazon ha-tshulomim

ברבע השלישי של 2002 עלה הגירעון בחשבון השוטף שלamazon התשלומים לכ-1.2 מיליארדי דולרים, לעומת ממוצע

<sup>3</sup> לשם הדמה ניתן להראות שאם שאר הגורמים קבועים, תוספת כוח האדם לענף האמור ברמת שכר השווה לשולשנה ובאים מהשכר המוצע בו מorigida אותו ב-1.3 אחוזים.

## מחלקה מחקר

### ЛОЧ 4: AMAZON THE TUTORIALS, סחר החוץ\*\* ויתרונות מطبع החוץ, 2001 עד 2002

(מיליאני דולרים, במלחינים שותפים)

* * * * * * * * * * * * * * *	יום-דצמבר		2002				2001			
	2002 2001	IV I	III II	II I	IV I	2002 2001	2001 2002	2002 2001	2001 2002	
ממויצנים חדשים										
12	277	334	228	327	301	345	341	300	315	הגירעון המסתורי
12	1,848	1,908	1,834	1,861	1,883	1,905	1,882	1,871	1,986	יבוא הסחורות
12	350	383	343	356	355	397	380	363	387	מה: נכסים הכספיים
12	459	478	485	434	463	442	462	456	499	נכסים ההשקעה
12	1,037	1,045	1,005	1,068	1,063	1,065	1,039	1,050	1,098	התשומות לייצור
12	1,570	1,574	1,607	1,533	1,581	1,560	1,541	1,570	1,671	יצוא הסחורות
12	1,515	1,522	1,554	1,476	1,525	1,513	1,492	1,517	1,615	מה: היצוא התעשייתית
12	730	769	780	680	733	764	723	739	834	היצוא התעשייתית-טכנולוגית עלית
ממויצנים רביעוניים										
9	-347		-1,207	-878	-542	690	-875	-463		החשבון השוטף נטו
9	-55		-1,208	875	348	-583	5	-119		החשבון הפיננסי (למעט יתרונות מט'יה)
9	625		323	822	-192	581	318	806		ההוצאות היסודיות של תושבי חוץ
9	-492		249	34	722	-560	335	72		הוצאות תושבי חוץ בתיק נירות ערך
9	755		70	1,423	1,796	840	1,096	671		למסחר
9	2.73		2.18	2.46	2.56	2.92	2.16	2.86		הוצאות היסודן נטו (בחוזו תוצרת)
12	23,664	23,181	23,664	24,229	24,790	23,945	23,181	23,664	23,181	היתרונות לבנק ישראל, לסוף התקופה

\* החדש האזרען שלגביו יש נתון.

\*\* נתוני סחר החוץ הם נתונים נומינטיביים (ללא אניות ומיטזים, יהלומים ודלק).

הנסקרה, עם ההעלה הניכרת של ריבית בנק ישראל, הוצאה מגמת יצוא ההון (כפי שפורסם בסעיף המדיניות המוניטרית בהמשך). בספטמבר 2002, לנוכח החשש להורדת דירוג האשראי של ישראל ושל הבנקים הישראלים, החלו תושבים זרים לרכוש מطبع חוץ. מגמה זו נעצרה בנובמבר, עם הודעת הנשיא ברש על תמכת המשל האמריקני בכלכלת ישראל; החלטה מכירת מطبع חוץ על ידי תושבים זרים, והקהל יוסף.

יתרונות מطبع החוץ של בנק ישראל עמדו בסוף התקופה הנסקרה על 23.6 מיליון דולר, לאחר רידתה של 1.1 מיליארדים במהלך. הרידיה נבעה, רובו בכולה, מהקטנת פיקדונית הבנקים בبنק ישראל מדי חודש בחודשו. במהלך התקופה נספו על יתרונות מطبع החוץ רוחני בנק ישראל, שהסתכם ב- 644 מיליון דולר, ומפני רידת ערך הדולר ביחס לאיירו נרשמו ביתרות, הנកבות בדולרים, הפרשי שיעורך בסכום של 359 מיליון.

התקופה, ובلتה עלייתו בענף הטכנולוגיה העילית - שלאחר רידתה בשבעת החודשים הראשוניים של 2002 בקצב שנתי ממוצע של 11 אחוזים, עלה בשאר חודי השנה עלייה תלולה, בקצב שנתי של 27 אחוזים. נתוני המגמה של יצוא ארעוי תעשייה לפי הרמה הטכנולוגית מלמדים על ירידות (ב תעשיית הטכנולוגיה המערבית) ועל האטה ניכרת בשיעורי הגידול (בתעשייה הטכנולוגית המסורתית).

היקפי תנויות ההון באמון התשלומים, באין התערבות של בנק ישראל בשוק מطبع החוץ, רגשיים מאוד לתנודות שער החליפין - משפיעים עליו ומושפעים ממנו. בשלוש השנים האחרונות הובילו ההשקבות של תושבי חוץ, ותנויות ההון התפתחות בחשבון הפיננסי ובשער החליפין, ותנויות ההון של ישראלים קיזזו אותו חלקי. במחצית הראשונה של 2002, לנוכח החששות ממשבר פיננסי, החלו תושבי ישראל ליצא ההון, ובכך יצרו לחץ לפיחות של השקל. בתחילת התקופה

## לוח 5: אינדיקטורים להתחזיות הכלכלית במדינות המתקדמות<sup>1</sup> ותחזית ל-2003

(אחווי שינוי שנתיים<sup>2</sup>)

2003	2002	2001	2000	
תחדית	אומדן			
3.7	2.8	2.2	4.7	תל"ג גולמי
2.5	1.7	0.8	3.8	במדינות המתקדמות
5.2	4.2	3.9	5.7	במדינות המפותחות
6.1	2.1	-0.1	12.6	הסחר העולמי
6.2	1.7	-1.3	11.8	יבוא
5.4	1.2	-1.1	12.0	יצוא
7.1	3.8	1.6	15.9	במדינות המפותחות
6.5	3.2	2.6	15.0	יצוא
1.7	1.4	2.2	2.3	האינפלציה (מדד המחיירים לצרכן)
6.0	5.6	5.7	6.1	במדינות המפותחות
8.8	11.3	15.9	20.2	במדינות שבמנבר
-0.8	0.5	-14.0	57.0	מדד הסחורות הלא-מעובדות (בדולרים)
5.7	4.2	-5.4	1.8	אחר
3.2	2.1	3.7	6.6	שיעור הריבית זמן קצר (אחוויים) <sup>3</sup>
0.1	0.1	0.2	0.3	על פיקדונות ביןיהם
3.8	3.4	4.1	4.6	על פיקדונות באירופה
6.9	6.8	6.6	6.6	בארכוזות OECD

המקור: WEF World Economic Outlook לשנת 2002. חזון מהנתונים הרישרים ל-2003 שמקורם בחוברת מס. 72 של הארגון.

(1) בהגדירות ה-World Economic Outlook ישראל נכללת בין המדינות המתקדמות.

(2) חזון משיעורי הריבית והאבטלה, המציגים את הרמות באחוויים.

(3) הגדרות זה - LIBOR לשישה חודשים.

המערב. ההתחושות הכלכלית הצפואה ל-2003 נראהית עתה בעני הגופים הבין-לאומיים מהוסsett יותר ומקיפה פחות ממה שנזהה באמצעות 2002. אמנים התפתחות זו זאת איננה יוצאת דופן בשלבי התאוששות מוקדים, אך הפעם היא בא על רקע המשך ההרעה בשוקי הנכסים והמטבע, תופעה שונה מן המוכר במחוזרי עסקים.

המדינות המקרו-כלכליות בארץ הקיימות בטוחה הקצר. הבנקים המרכזיים שמרו על פעילותן הכלכלית בטוחה הקצר. רמת ריבית נמוכה יחסית, ולקראת סוף השנה, בניסיון לעודד את הפעילות, הריבית אף הופחתה במשקים המערביים: הבנק

### ההתחושות בעולם והשלכותיה

#### על המשק הישראלי

לאחר האטת קצב צמיחתו של המשק העולמי והיעזרות הגדול של הסחר העולמי ב-2001, התואשה הפעולות הכלכלית בתחילת 2002, במיוחד בצפון אמריקה, אולם בהמשך השנה היא איבדה מתנופהה, להוציא את מדינת אסיה. הדבר בא לידי ביטוי בעליית שיעור האבטלה ובירידת מדדי האמון של הזרים ושל אנשי העסקים במדינות

בישראל, מ מניעים פוליטיים.

במהלך 2002 נחלש השקל לעומת רוב המטבעות הנcychים בישראל ביותר מעשרה אחוזים, בהמשך להיחלשותו ב-2001, ואילו בתקופה הנסקרה הוא נשאר יציב ביחס לדולר והין, וירד בכמחדית האחוז ביחס למטבעות האירופיים, שיווספו במהלך 2002 כלפי הדולר.

### המגזר הציבורי

במהלך 2002 התרחשה הממשלה מאבעת העדים ארכוי הטוויה שהכריזה עליהם - צמצום של הגירעון, החוב הציבורי, משקל החוצאות בתוצר ונטול המס. החריגה שלושת הראשונים אירעה במחצית הראשונה של השנה, והחריגת מהרביעי - במהלך התקופה הנסקרה. עד הגירעון ל-2002 נקבע בעת אישור התקציב בכנסת-3 אחוזי תוצר,อลם בשל החומרת המצב הביטחוני, שנrama לגידול החוצאות, החՐפת המיתון, שהקטינה את הכנסות והגדילה הוצאות מסוימות, וגורמים נוספים, גדל הגירעון במחצית הראשונה מהר מהמתוכנן. לנוכח הסכנה שהחריגה מהגירעון תתרחב עד סוף שנת התקציב, על כל המשטמע מכך, ולנוכח נסיקת התשואות של איגרות החוב הממשלה, החליטה הממשלה על התכנית "חולמת מגן כלכלית" לבליית גידול הגירעון, ולפיה הוצאה יעד הגירעון מ-3 ל-3.9 אחוזי תוצר. הגירעון השנתי בתקציב הסתכם ב-4.0 אחוזי תוצר. כדי לעמוד ביעד הגירעון, ננקטו, בין היתר, צעדים קצרי טווח, כגון דחיה של תשלומים לספיקים ושל החורי מס, מה שעולם להכbrid על התקציב 2003.

על אף שינוי החקיקה העמוקים מצד המסים בתחילת התקופה הנסקרה, גדלו הכנסות בשנת 2002 כולה בשיעור זעום, ונוצר פער לעומת הכנסות המתוקצבות. התפתחות זו מוסברת בעיקר בשיעור צמיחה נמוך מן החזוית בתקציב, וכן בקייפאון השכר הכלכלי, שהפחיתה במידה ניכרת את הכנסות ממש. בהזאה הציבורית גדל בעיקר ריבית הצריכה הביטחונית המקומית - השכר והקניות - והצריכה האזרחית בתקציב מעט, ריאלית, ביחס לשנים הקודמות, בכ-2 לפש עלתה מעט. במקביל ירדו, בראשונה, תלמי העברה השוטפים אחוזים. במקביל ירדו, בראשונה, תלמי העברה השוטפים במונחים לנפש, תלמי הריבית של הממשלה היו נמוכים מכפי שתוקצב - בין השאר מפני האצת האינפלציה<sup>6</sup> - ואילו ההש��ות בתשתיות התחבורה עלו בשיעור ריאלי ניכר, 24 אחוזים.

תרומותם של העדים העיקריים שננקטו במסגרת התכנית "חולמת- מגן- כלכלית" להפחחת הגירעון ב-2002 נאמדת בכ-6

<sup>6</sup> שיעור האינפלציה הובא בחשבון בקביעת שיעור הריבית על איגרות החוב הלא-צמודות, שהוא אחד המשתנים בחישוב הוצאות הריבית בתקציב.

Diagramma 9

היצוא של ישראל והיבוא של ארה"ב - רכיבים אלקטרוניים, ציוד לבקרה ולפיקוח וציוד מדעי (מייליאדי דולרים, ממוצע חודשי\*)

Israel's exports and US imports: electronic computers, electronic communications equipment, and scientific and monitoring equipment, 1997-2002  
(\$ billion, monthly average\*)



\* עד נובמבר.

האירופי הוריד את הריבית לרמה של 2.75 אחוזים, וה-Fed בארה"ב הוריד אותה בחצי אחוז, לרמה של 1.25 אחוזים, הנמוכה ביותר זה עשרות שנים. נוסף על כך היו היגיונות הפיסකלים והחוב הציבורי, במונחי התוצר ובמושגי קודמות. (בלטה פוטנציאלי, גבוהים יותר מאשר בשנים הקודמות). לפניהם, שבה היו היגיונות גבוהים כמה מונים מאשר במדינות מתועשות האחרות).

בנובמבר, כשהבנק המרכזי של ארה"ב הפחת את שיעור הריבית במחצית האחוז, עלה פער הריבית בין השקל לדולר ל- 7.85 אחוזים, השיעור הגבוה ביותר מאז דצמבר 2000. התחזית המקור-כלכלי הגלובלית לשנת 2003 אינה נוכחית משק הישראלי<sup>5</sup>, וגם הרכבה הענפי אינו תומך ב濟וחתו. מלבד זאת נציג כי היצוא של ישראל לא עלה ב-2002 למרות העלייה של היקפי הסחר הן במדינות המפותחות והן במדינות הפחות הריאלי הניכר של השקל (Diagramma 9). ניתן שהתפתחות זו קשורה לאינטיפאדה, שיש לה השלוות על יכולת העמידה של היצואים בחו"ל עתידיים, ואולי - לחוסר רצון, בעיקר באירופה היבשתית, להתקשרות עם יצואנים

<sup>5</sup> על פי-h-economist עדכנו מרבית ה גופים ה פיננסיים הבין-לאומיים, מאו וקץ, את תחזיות הצמיחה שלהם. ממוצע התחזיות לצמיחה ב- 2003 בארה"ב הוא יורדה של שיעורה מ-3.5 אחוזים ל-2.5 אחוזים, ובגושם האירו מ-2.8 ל-1.3 אחוזים.

## לוח 6: מדדי מחירים נבחרים - קצב הגדול במהלך התקופה, 2001 עד 2002

( אחוזים )

* 12	יולי-דצמבר		2002				2001		מדד המוחירים לצרכן מדד המוחירים לצרכן למנט דירות פירות וירקות מדד המוחירים לצרכן למנט דירות וללא פירות וירקות, מבוקרים, הלבשה והנעלה מדד מחירי הדירות מדד המוחירים הטיסטוניים שער החליפין של הדולר שער החליפין של הסל	
	2002	2001	IV	III	II	I	IV	2002	2001	
1.5	-0.5	0.1	1.4	3.9	0.8	-0.6	6.3	0.2		
1.4	-0.8	-0.1	1.5	3.8	1.5	-1.1	6.9	0.2		
-4.7	2.9	-1.5	-3.3	5.1	8.1	-0.1	8.2	5.2		
1.2	-2.1	0.2	1.0	3.8	1.8	-0.7	6.9	-1.9		
-5.0	2.7	-1.7	-3.3	5.9	9.1	-1.1	9.8	4.8		
-3.0	3.6	-0.7	-2.3	8.6	8.4	-1.9	14.2	3.7		

\* החדש האחרון שלגביו יש נתון.

אחו, העלתת תעריפי המס על דלק וסיגריות ועוד, במסגרת התכנית "חוותמן מגן כלכלי". תשומתי העברה למשקי הבית דרך המוסד לביטוח לאומי היו בתקופה הנקרת (עד נובמבר) נוכנים ריאלית (בניכוי מדד המוחירים לצרכן) בכ-2 אחוזים מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הירידה במשך השנה התרכו בתקופה הנקרת, שבה ירדו במידה רבה קצבאות הילדים (בעיקר בגל חקיקה), דמי האבטלה (בעיקר בגל החומרה בקריטריונים לקבלתם) וכצבאות הזקנה והשאים (בעיקר בגל הפתעה באינפלציה במהלך הראשונה של 2002).

מסגרת ההוצאות בתקציב 2003 שאושר בכנסת היא 221 מיליארדי שקלים (לא כולל מתן אשראי). מסגרת זו אמורה להביא את הגירעון התקציבי ל-15.2 מיליארדי שקלים, שהם 3 אחוזי יותר (בהנחה שהתקציב יידל ריאלית באחו אחד). הגירעון המתוכנן נמוך בכ-4.5 מיליארדי שקלים מעיד הגירעון לשנת 2002, שהוא 0.9 אחוז יותר. עם זאת, התקציב אינו משקף הקטנה ריאלית של הוצאות הממשלה, ובהנחה אחוז ביצוע דומה לאשתקד, ההוצאה הונומילית בשנת 2002 גבוהה בכ-4 אחוזים מהቢצע. ההשערה בתקציב צפואה להישאר ברמת 2002, ובזה תוספת של חצי מיליארדי שקלים להוצאות בתשתיות התחבורה וקייזץ כרביע מיליארדר מההוצאות בתשתיות המים והביוב. נוסף על כך, התכנון אינו מתיישב, להערכתו, עם היעד, מפאת אומדן יתר של ההכנסה ממסים שלא ממסים; כדי לעמוד ביעד הגירעון יידרש אףוא קיזץ משמעותית בהוצאות השוטפות.

בראשית 2003 ננכשה לתקופה הרפורמה במס, ועקרונותיה אמורים להיות מיושמים בהדרגה עד 2008. במסגרת הרפורמה

מיליארדי שקלים; שני שלישים מהם נבעו מהעלאת מסים ומהפחיתה קצבאות הביטוח הלאומי, והשאר - מקרים זוחיות בקניות ומצמצומים בסעיפים נוספים של התקציב. בשל החריגה בתקציב הוסיף החוב הציבורי ברוטו עלות, זו השנה השניה ברציפות, והוא הגיע בסוף 2002 לרמה של 107 אחוזי תוצר, שיעור דומה לזה של 1998. התוספת לגירעון הביאה להתרחבות גיסו ההון של הממשלה בبنק ישראל, והפקת איגרות חוב וניצול פיקודנות הממשלה בبنק ישראל, ובכך נוצר לחץ כלפי מעלה על תשואות איגרות החוב. הממשלהuelle לכל הוצאות ועל התשואות בשוקי ההון בכלל. (لوح 9). אך שעליות אלה התמכו בתקופה הנקרת, רמת התשואה הגדולה ייחסית לשנים הקודמות משמעה הכבdetת הנטול התקציבי, שכן היא מייקרת את גיסו החדש ואת ההון הנוכחי למיחזור החוב הישן של הממשלה.

על פי נתונים מינהל הכספי המדינה סך כל תקציבי המסים בתקופה הנקרת (עד נובמבר) היה גבוה מאשר בתקופה המקבילה אשתקד בכ-5 אחוזים, וזה קלה במונחים ריאליים. הירידה באה לאחר יציבות נומינלית במסים היישרים, בדומה ליציבות השכר הonomicilly, ירידת של 2 אחוזים במסים על היבוא האזרחי, בגל ירידת נפח היבוא, ועלייה של 15 אחוזים במסים העקיפים על הייצור המקומי, שבהה לאחר ההעלות של שיעור מס הערך המוסף בנקודות

<sup>7</sup> על הלחיצים מצד התקציב על התshawות ניתן למוד, בין השאר, מעלייתן במהלך התקופה הנקרת אף על פי שריבית בנק ישראלי נשאה קבועה.

### לוח 7: התקציב ומימון, 2001 עד 2002 יולי-דצמבר

(נתוני קופפה, אחוזי תוצר) קופפה, אחוזי תוצר)

* * * * *	יולי-דצמבר		2002				2001		* * * * *	
	2002	2001	IV	III	II	I	IV	2002	2001	
12	38.1	38.7	39.8	36.3	38.1	37.2	39.7	37.8	37.5	1. ההוצאות המקומיות של הממשלה
12	33.1	33.3	31.7	34.4	34.5	35.0	30.8	33.9	33.7	2. הכנסות הממשלה
12	5.0	5.4	8.0	1.9	3.6	2.2	9.0	4.0	3.7	3. הגירעון המקומי של הממשלה (2)-(1)
12	5.5	5.4	8.3	2.7	4.2	0.7	9.0	4.0	3.1	4. הגירעון המקומי של הממשלה והסוכנות <sup>1</sup> (5)-(6)*
12	4.5	4.4	5.1	3.8	3.8	8.6	7.4	5.3	3.7	5. המימון המקומי מהציבור נטו
12	1.1	1.1	3.3	-1.2	0.3	-7.9	1.6	-1.3	-0.6	6. הזרמת הסектор הציבורי <sup>2</sup>
12	-0.8	-0.4	-2.8	1.3	0.0	9.5	1.4	1.9	1.6	7. הזרמת בנק ישראל
12	0.0	0.4	0.3	-0.2	0.0	1.2	2.4	0.3	0.9	8. השינוי בבסיס הכספי

\* החודש האחרון של גבי יש נתון.

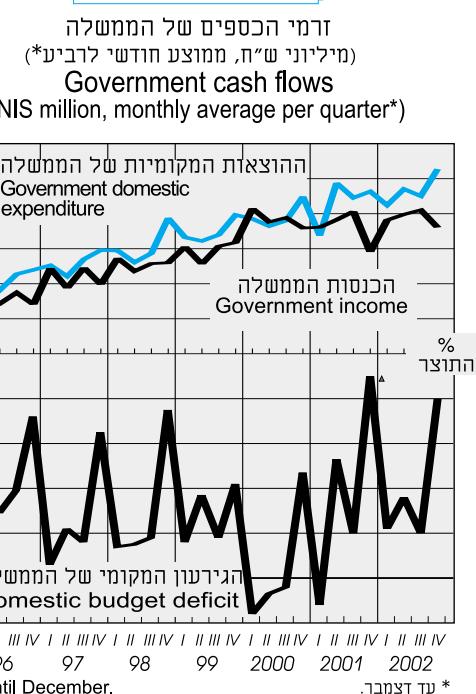
(1) נידענו זה כולל גם הזרמה שאינה קשורה לתקציב.

(2) הזרמת הסектор הציבורי מתקבלת לשינוי בבסיס הכספי פחותה בזאת. ההתאמות הן קטנות ואינן מוצגות בלוח.

מאוד ברבע השלישי, ירידת ברבעי, והסתכמה בעלייה בת 0.2 אחוז בלבד. למרות ירידת הקצב של עלילית המחרים, השונות של שיעורי השינוי החודשיים ברכיבי המדד נשאה גבוהה

אמור להצטמצם נטל המס על עבודה (בעיקר על שכבות הביניים) במטרה להגדיל את היצע העבודה, הכנסות מהון ימוסו במטרה לצמצם את אי-השוויון בהתחלוקות הכנסה לאחר מס<sup>9</sup>, ווגדל המס על הכנסות מהון בארץ יחסית לח'יל במטרה להקטין את הפער בין אפקטי השקעה שונים. לצד התרומה החביבת של הרפורמה במס למשק, יש לציין כי מהיבט התקציבי זהה רפורמה גירעונית, ולדבר תהיינה השלכות על היכולת לשמור עתידי על תוויאי הגירעון הפוחת. מלבד זאת יש להניח כי הגדלת האטרקטיביות של השקעה בחו"ל תלחץ לפיחות השקל בטווח הארוך, דבר שעלול להחריף את תנודות שער החליפין בטוחנים קצריים.

Diagramma 10



### המחירים, המדיניות המוניטרית

#### ושוקי הכספיים וההון

שיעור העלייה של מדד המחירים לצרכן ב-2002 הגיע ל-6.5 אחוזים. זהה חריגה ניכרת מגבولات יעד האינפלציה שנקבעו לשנה זו, 2 עד 3 אחוזים, והאצה ביחס לשיעור השנתי הממוצע של שלוש השנים הקודומות (אח'וז). בולט ההבדל בין שתי מחיצות השנה: בראשונה הואה האינפלציה ל-6.3- אחוזים (שיעור שנתי של 13 אחוזים); בשנייה היא התמונת

<sup>8</sup> הטלת מס על כסים פיננסיים משפיעה על שיעורי התשואה שלם, וכך אמרה להיות השפעה על הציפיות לאינפלציה הנגורות ששוק ההון. (ראו תיבת 2).

### לוח 8: המיצרפים המוניטריים והאשראי הבנקאי החופשי, 2001 עד 2002

(אחוזים, במונים שנתיים)

* 12	יולי-דצמבר 2002 2001		2002			2001			יולי-דצמבר 2002 2001		המיצרפים המוניטריים 1 M (ממוצע התשלומים) <sup>1</sup>
			VII	III	II	I	IV	VII	II	IV	
	במהלך התקופה		שיעור השינוי לעומת התקופה הקודמת						בממוצע		
12	-11.9	17.8	-14.1	-12.8	10.5	50.7	4.6	15.7	14.2	15.7	14.2
12	5.0	13.7	5.8	2.6	-2.2	-11.2	14.2	2.2	17.2	2.2	17.2
12	0.0	12.8	2.4	0.5	7.3	-0.6	13.1	6.1	15.5	6.1	15.5
12	5.0	8.6	5.6	9.4	15.4	9.6	8.1	10.5	10.8	10.5	10.8
12	18.1	6.9	17.2	18.6	2.0	0.3	6.3	6.5	15.0	6.5	15.0
12	1.2	8.0	-1.6	10.4	12.4	1.0	9.6	7.5	4.7	7.5	4.7
12	-3.7	12.1	2.9	-1.7	38.8	39.2	8.2	20.6	15.7	20.6	15.7

\* הודש האחרון שלגביו יש נתונים. נתוני הרבעון האחרון מבוטסים דלgit על נתונים ארעיים.

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

(2) פ"ק לא צמוד (עד שנה) + פ"ק.

(3) פ"ק צמוד (עד שנה) + נו"ש צמוד.

אחד על רקע מיתון מתמשך בענילות המשק, אולם מהצד האخر נמשכה פועלותם של כוחות לעליית המחרירים, בעוצמה גוברת אף שהיתה במחצית הראשונה של השנה. עם אלה נמנעו התყירות הנפט, העלאת מחירי המוצרים המפוקחים והמבוקרים (מים, לחם, חשמל, תחבורה ציבורית), העלאת מסים עקיפים ועלייה בעוניות של מחירי הירקות והפירות. עליה ממד מחירי הדיור, המושפע משינויים בשער הדולר,

בתקופה הננסרת, ואם מנכים ממנה גורמים עונתיים ודיוו, קצב עלייתנו צמוד לגבול העליון של יעד האינפלציה; אלה איטותים כי תחיליך החזרה לציבורות מחירים טרם התבבש. ההצלחה לרשן את האינפלציה בתקופה הננסרת באיה מצד

Figure 12

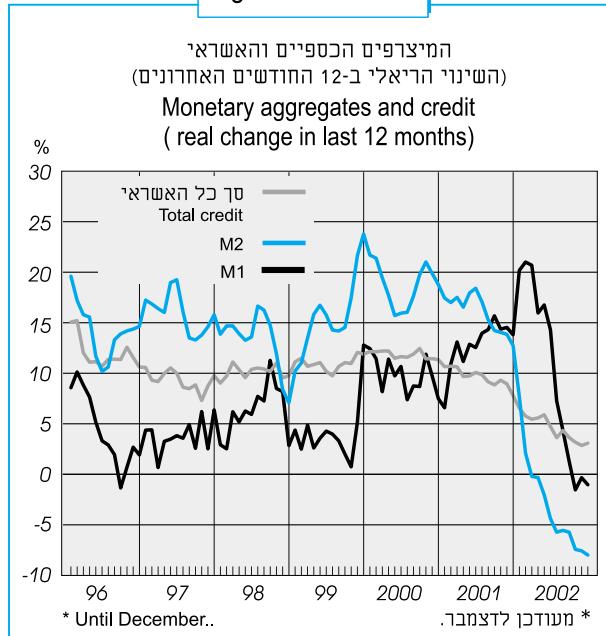
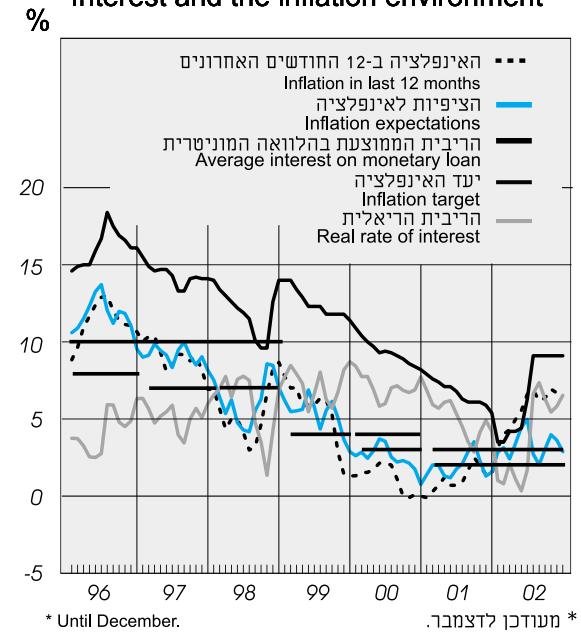


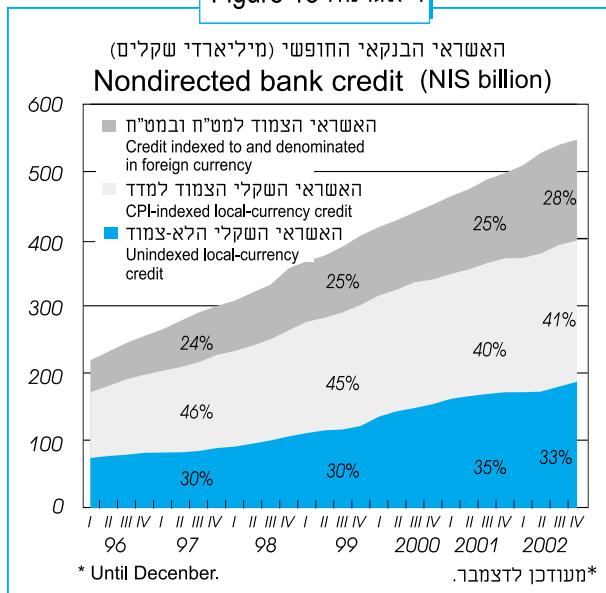
Diagramma 11

הריבית וסביבה האינפלציה  
Interest and the inflation environment



## מחלקה המחקר

**Diagramma 13**



התקופה הנסקרת נשאהה הריבית האפקטיבית של הבנק ברמה 9.6 אחוזים. בעקבות העלאות הריבית החודשות לחטו הציפיות לאינפלציה במידה ניכרת, דבר שהעלga את הריבית הריאלית מ-0.4 אחוז במאיל-7.5 אחוז באוגוסט, ובמקביל עלו תשואות המקס"ם ואיגרות החוב הצמודות לרמת גבאות, והשתרורה רגעה יחסית בשוקים הפיננסיים בארץ.

הובילה את העלייה של המדי במחצית הראשונה של השנה; מדי זה, שמשקלו במדד הכללי כחמשית, עלה במחצית הראשונה ב-15 אחוזים, וירידתו בשיעור של 4.7 אחוזים במחצית הנסקרת תרומה לעליות המדי הכללי בתקופה זו. התפתחות מחירות הפירות והירות היהת השפה מזקצת על המדי הכללי: במחצית הראשונה הם תרמו לירידתו, ובמחצית הנסקרת עליינו.

שער סל המטבעות ירד בתקופה הנסקרת בכ-3 אחוזים, לאחר עליתו בכ-19 אחוזים במחצית הראשונה של השנה - תיכון מהליפיות הריאלי הגדול של המוחצית הראשונה. בכך זאת, היחס של מחירות המוצרים הסחריים במדד המוחצרים לצרכן למחירות הלא-סחרירים, הנسبים על פלח קטן מהפעילות, עלה מעט במהלך התקופה הנסקרת, לאחר עלייה קלה בראשונים ויציבות באחרונים - אינדיקציה לפירות ריאלי קטן.

מדד המוחצרים הסיטונאים של תפוקת התעשייה לייעדים מקומיים עלה בתקופה הנסקרת בשיעור של 2.3 של אחוזים, בעיקר בגלל עלייה של מחירות זיקוק הדלק ומוצריו.

ביוני 2002 - לנוכח הפירות המואץ במחצית הראשונה של השנה, האצת האינפלציה, אי-השקט בשוקים הפיננסיים, החריגה ממסלול הגירעון המתוכנן בתקציב, החשש מאבדן השליטה התקציבית, לנוכח המשך ההדרדרות הפיסקלית, והירידה החדה של הריבית הריאלית לאחר הפתחת הריבית החודה בדצמבר 2001, שטתה מדיניות ההחפות הדרוגניות - הועלהה ריבית בנק ישראל ב-2.5 נקודות אחה. ביולי היא הועלהה ב-2.0 נקודות אחה, ועוד תוכם

**לוח 9: ריביות, תשואות ומדד המניות, 2001 עד 2002**

( אחוזים, במונחים שנתיים, בממוצע)

* יראי-דצמבר	2002						2001			הרבית הנומינלית על האשראי החופשי במט"י
	2002	2001	IV	III	II	I	IV	2002	2001	
11	11.9	9.5	11.8	11.9	8.5	7.4	9.2	9.7	10.0	על האשראי החופשי במט"י
12	9.1	6.0	9.1	9.1	4.9	3.7	5.8	6.7	6.7	הממצא על הצלואה המוניטרית
11	7.9	5.1	7.9	7.9	4.3	3.1	4.7	5.6	5.6	על פ"ק
12	1.6	2.7	1.4	1.7	1.8	1.8	2.0	1.7	3.7	על יורו-דולר לשולשה חודשיים
12	8.8	6.1	8.7	8.9	7.2	4.8	5.7	7.4	6.5	התשואה-לפדיון של מג'ים
12	5.7	4.6	5.8	5.6	5.3	4.1	4.6	5.2	4.9	התשואה-לפדיון של אג"ז-10 שנים
12	5.8	4.4	5.9	5.8	4.4	3.2	4.5	4.8	4.9	התשואה-לפדיון של אג"ז-5 שנים
12	176.0	195.4	174.1	177.8	183.4	199.6	196.1	183.7	197.5	מדד המניות הכללי (בנקודות)
12	3.0	2.3	3.5	2.6	4.3	2.8	1.7	3.3	1.9	ציפיות לאינפלציה (בורטו)
12	5.5	3.6	4.8	6.1	3.3	2.2	3.6	4.1	4.3	הריבית הנגרמת מהציפיות לאינפלציה (בורטו)

\* החדש האחרון שלגביו יש נתון.

Diagram 15

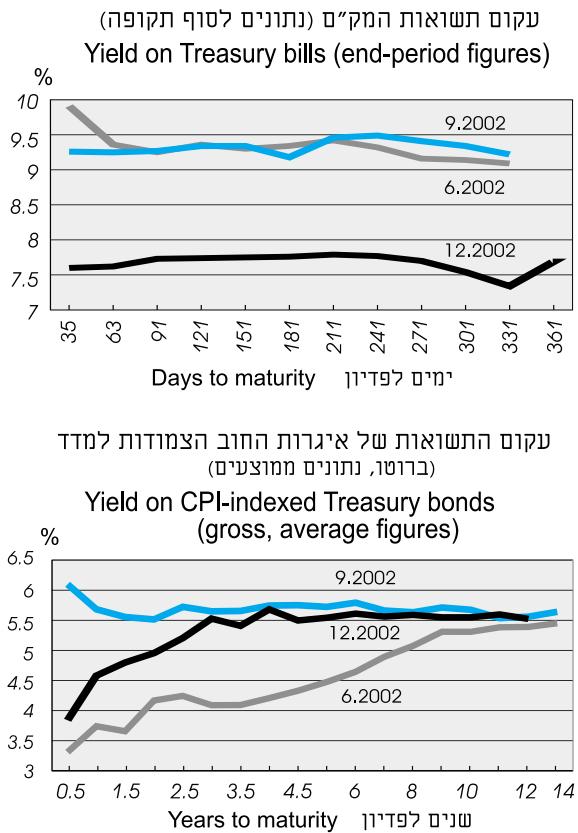
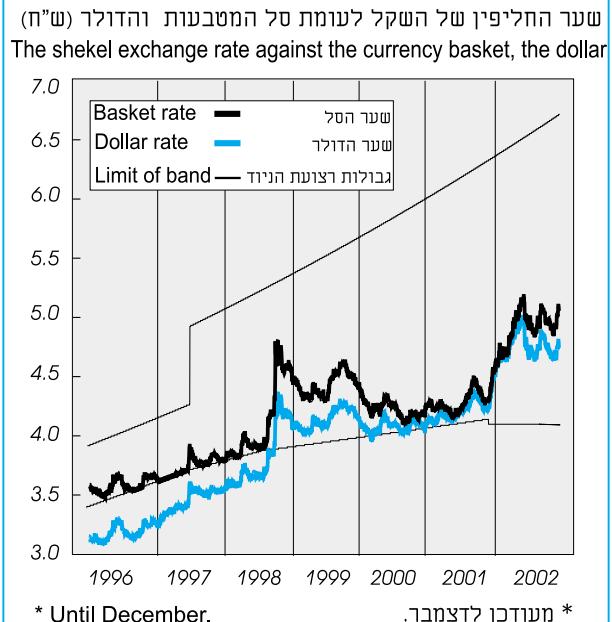


Diagram 14



ורוביות), הביאו להתמכחות מוגמת הייסוף בשער החליפין בנובמבר ובדצמבר ולירידה של הציפיות לאינפלציה לטוויה הקצר עד לקרבת הגבול העליון של היעד (3 אחוזים). לאחר שבדצמבר ירדו הציפיות לאינפלציה לטוויה קצר אל מתחת לגבול זה, אישר תקציב המדינה בכנסת, ונראה היה כי רמת האינפלציה בשוקים פחתה מעט - הוריד בנק ישראל, לראשונה מזה מחצית השנה, את הריבית ב-0.2 נקודות אחוז. בהשפעת האירועים הכלכליים והביטחוניים השתנה במידה ניכרת תיק ההשקעות של הציבור במהלך 2002: במחצית הראשונה שלה הוגדלו הרכיבים הצמודים למדד ולמטבע חזז על חשבון הרכיבים הלא-צמודים והמניות, בעיקר על ידי משיכת כספים מהפיקדונות השקליים. במאראס הصلة עליית תשואות חזזה בשחרור" (אייגרת חוב ממשתית צמודה להמהווה רביע משיוויי השוק הכלול של איגרות החוב הממשלות הסחריות), ותהליך זה נשך עד סוף יוני. לאחר העלאות הריבית בין היתר הציבור והגדיל את הרכיב הלא-צמוד נסיו על חשבון הנכסים הנקובים במטרע חזז והצמודים למטרע חזז, ואז גם מעכלה עלויות התשלוחות של השחרור, האירו והערכות שמשתת ארה"ב תיתן לנו סיוע ביטחוני נוסף

בתחילת התקופה הנסקרת, במצב של ריבית ריאלית גבוהה, פעמי ריבית גבוהה בין השקל לדולר, הידוק המשמעת התקציבית ומיתון בעניות הכלכלית - התיציב שער החליפין בחודשים يولאי ואוגוסט תוכן ייסוף מתון, שנתרחק על ידי מימוש נכסים במטרע חזז; הציפיות לאינפלציה לטוווחים הקצריים חזרו לתהומי היעד ארוך הטווח, והתשואה הונמיילית ירדו במקצת. עם זאת, הויאל והתשואה הריאלית הושיבו לעלה, הציפיות לאינפלציה לטוווחים הארוכים, אף שירדו, נותרו מעל הגבול העליון של היעד, והייתה הערכה כי השפעת העלות הריבית טרם נטמזה - לא הפחתה בנק ישראל את הריבית באוגוסט-ספטמבר.

בספטמבר פעלו גורמים נוספים, שבהם הכרזת אחת מחברות הדירוג אי-הוואדיות הפיננסית, ובهم הכרזת העברת התקציב הבינן-לאומיות על כוונתה להוריד את הדירוג של מערכת הבנקאות הישראלית. כן גדלו הסיכון למלחמה בעיראק, וגברו הספקות לגבי העברת התקציב בכנסת. נראה כי, בתגובה על אלה התהבה מוגמת ההתקפיות החזיביות של דולר ב-4.5 אחוזים, והציפיות לאינפלציה לטוווחים הקצריים לעל-ל-4 אחוזים, שיורו שהוא מעל לעיד. אי הורדת ריבית בנק ישראל בשאר חודשים התקופה הנסקרת, יחד עם גורמים נוספים (בינם הורדת הריבית בארה"ב ובשוק האירו והערכות שמשתת ארה"ב תיתן לנו סיוע ביטחוני נוסף

## מחלקה מחקר

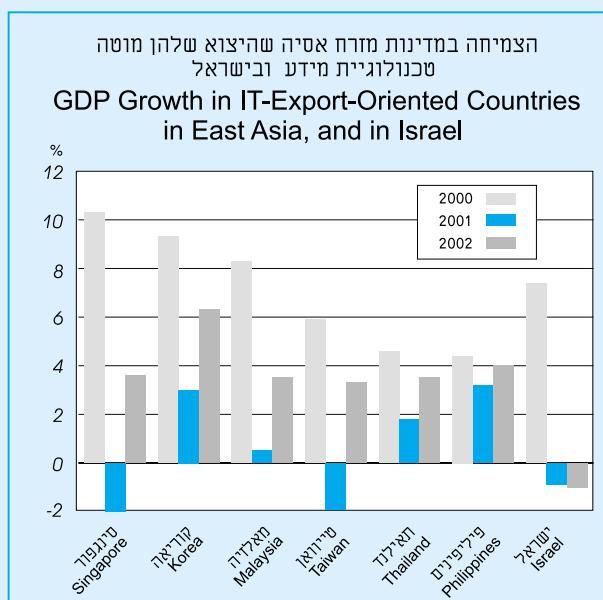
המרכזי לעצירת הגידול של האשראי הבנקאי הוא ירידת הביקושים בעקבות התמשות השפל בפעולות המשקית. נויס על כך פעלו גורמים מצד ההיצע, שבאו לידי ביטוי בהקשות תנאי האשראי מצד מערכת הבנקאות, שרווחיותה והתשואות-להון שהשיגה ירדו.

ברוב חודשים-האחרון של 2002 התנהל המשחר בשוק המניות במגמה של ירידת שיערים - שהחלה ברבע האחרון של 2000. המדרד הכללי ירד במרוצת השנה כולה בכ-20 אחוזים (ירידה ריאלית של כ-25 אחוזים לעומת 8 אחוזים ב-2001), ובתקופה הנסקרה הסתכמה ירידתו בכ-5 אחוזים - רובה ככולה בריבוע השלישי. ברוב הענפים נרשמה עלייה ניכרת יחסית, אולם בחברות התעשייתית היו מגמות מעורבות: בעוד שבחברות למוסרי חשמל,ALKTRONIKA וופטיקה נרשמה בשנת כולה ירידת של כ-30 אחוזים, נרשמה בחברות הכימיה, והגומי והפלטיקה עלייה של כ-22 אחוזים. בשוק אינגורות החוב על המדרד הכללי ברבע האחרון של 2002, אף כי בשנת כולה הוא נשאר יציב.

אולם הנכסים הצמודים למדד המשיכו לגדול. עד אוקטובר 2002 הפיקודונות השקילים, אולם רמתם לא הגיעו אלא ל-40 אחוזים מן הסכום שנמשך מהם במחצית הראשונה של השנה. בנובמבר ודצמבר התאחדה משיכת הפיקודונות, בעיקר הארוכים, ירידת הקשורה, כל הנרא, למשיכי הפיקודונות לטוחים הבינוני והארוך, הצפוי לאחר הרפורמה. בתקופה הנסקרה הצלצלים הרכיבים הצמודים למטרע חז' - בין השאר, על רקע פער הריביות הגבוהים בין השקעות שקליות להשקעות במטרע חז' .

העלאת ריבית בנק ישראל השתקפה בתוכניות ניכרת של אמצעי התשלומים בתקופה הנסקרה, לאחר שבמחצית הראשונה של השנה הם עלו במחירות, הרבה מעבר לעליית התוצר הנומינלי. התוצאות האשראי הבנקאי לציבור הואה תאוצה שנייה הרכבו: ברבע השלישי ירד האשראי הנקוב למטרע חז' והצלצלים למטרע חז' , וברבע הרביעי ירד האשראי הצמוד לממד, ועלה במידה ניכרת האשראי השקילי הלא-צמוד. הגורם

### תיבה 1: הצמיחה במדינות מזרח אסיה שהיצוא שלן מותה טכנולוגית מידע ובישראל

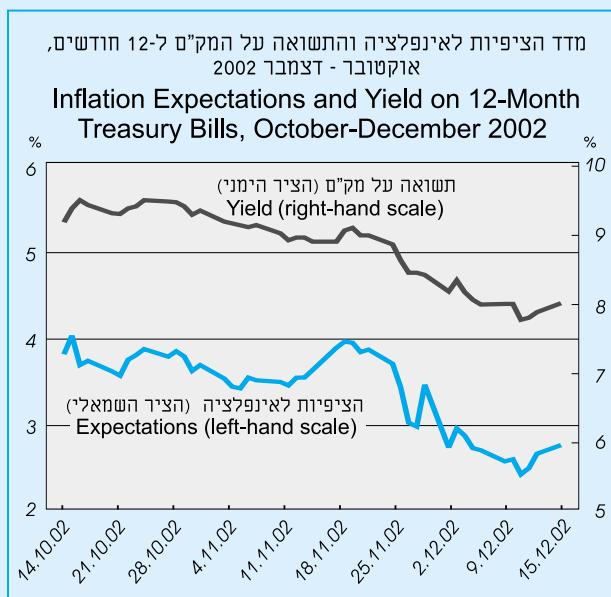


מצמת הירידה ביצוא של תעשיות טכנולוגיות המידע הישראלית נעצרה בראשית 2002, ובריבוע השלישי של אותה שנה ניתן להבחין בתחילתה של עלייה<sup>1</sup>, המובלת על ידי התאוששות העולמית בענפי אלוא במשך השנה. התפתחות התוצר במדינות מזרח אסיה שהיצוא שלן מותה טכנולוגית מידע (כפי שקרה הדיאגרמה) מצביעה על פגיעה משמעותית בשיעורי הצמיחה שלן בשנת 2001 ועל התאוששות ב-2002. בישראל קצב התוכניות של התוצר השנה דמה לה של השנה הקודמת, בניגוד להתפתחות במדינות מזרח אסיה האמורתי; הדבר מחזק את הערכה שהפגיעה בתוצר השנה היא בעיקר תוצאה של הזועעים המקומיים.

<sup>1</sup> אין בדיינו נתונים חדשים על היצוא של שירותים טכנולוגיים המידע. הנתונים השנתיים מצביעים על ירידת בשנת 2002 בקצב נמוך בהרבה מאשר בשנת 2001, עובדה התומכת בהערכה כי ביצוא של שירותי טכנולוגיות המידע, בדומה לצוא של תעשיות טכנולוגיות המידע, נעצרה מוגמת הירידה במהלך השנה.

## תיבה 2: השפעת הרפורמה במס על הציפיות לאינפלציה הנמדדותopiñ שוק ההון

הPUR בין התשואה על איגרות חוב "גילון" הממוסות החל מינואר 2003 לבין איגרות "גילון" הפטורות מס, פער שמקורו ברפורמה במס בלבד.<sup>2</sup> ירידת התשואה על המק"ם, שמקורה ביתרונו המס, הביאה לירידה מקבילה בציפיות לאינפלציה הנמדדות שוק ההון (כפי שמראה הדיאגרמה). צפוי כי השפעה זו של תקופת המעבר על הציפיות תדעך ככל שמועד החלת המס על המק"ם (תחילת 2004) יתרחק, וכך יקטן יתרונון היחסי של איגרות אלו בMONTH מס.<sup>3</sup>



<sup>2</sup> "גילון" היא איגרת חוב לא-צמודה הנושאת ריבית משתנה. בתום תקופת המעבר ייתכן שייהי מקום להכניס תיקונים במס הציפיות לאינפלציה, מפני השפעת המיסוי החדש והפטור מס הנitin לגופים מסוימים על התשואות בשני השוקים - הצמוד והלא-צמוד.

החל מה-1 בינואר 2003 מופעלת הרפורמה במס, המטילה מס בשיעור של 15 אחוזים על תשואות הנכסים הצמודים למדד ומס של 10 אחוזים על תשואות הנכסים הלא-צמודים. המיסוי משפיע על התשואות היחסיות של הנכסים השונים - השפעה שהחלה עוד לפני חילת הרפורמה: במודל של ציפיות רצינוליות היה צפוי כי תהליך ההתאמאה יתחיל עם היודע כוכנה בצע את הרפורמה - עוד באמצע 2002 - אולם על רקע קשיים ביישום הרפורמה כזאת בעבר, הוא לא התחיל אלא בנובמבר, כשהפרטים העריכו ברמת וודאות גבוהה כי הרפורמה במס אכן יצאת לדרך.

החלת מס על כלל הנכסים הנשחים בשוק ההון תאריך זמן; איגרות חוב מסווג מק"ם פטורות מס בשנת 2003, דבר המKEN להן יתרון מס ופועל להפחחת תשואתן. אחד המשתנים המשפיעים מיתרונו מס זה הוא הציפיות לאינפלציה לשנה, הנמדדות כפער שבין התשואה על מק"ם ל-12 חודשים לתשואה על איגרות חוב צמודות לשנה. תשואת המק"ם החלה לרדת במחצית השנייה של נובמבר, ובתוך שלושה שבועות נרשמה בה ירידה חדה, נקודת אחות. ירידה מהירה זו, ביום ש贬ם לא הייתה התפתחות חריגה בשער החליפין של השקל ובאייגרות החוב הצמודות, אנו מייחסים בעיקר של משקיעים מנכסים לא-צמודים, שעלהם מוטל מס החל מראשת 2003, למק"ם, הפטור מס במס השנה זו.<sup>1</sup> את השערתנו מחזק גידול

<sup>1</sup> תשואת המק"ם ירדה בין סוף אוקטובר לסוף דצמבר בשתי נקודות אחות. חלק מהירידה מיוחס לייטוף השקל באמצעות מכירתו ולציפיות להפחחת ריבית בנק ישראל.