

## פרק ב'

### המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

מדד המחירים לצרכן ירד בשנת 2003 ב־1.9 אחוזים – שיעור החורג כלפי מטה מהיעד של יציבות מחירים (1 עד 3 אחוזים), וזאת לאחר שבשנת 2002 חרג שיעור האינפלציה מהיעד כלפי מעלה והסתכם ב־6.5 אחוזים. התפתחות המחירים לא הייתה אחידה במהלך השנה: ברביע הראשון שלה עלו המחירים ב־0.8 אחוז, ואילו בהמשך השנה הם ירדו בשיעור מצטבר של 2.7 אחוזים. ירידת המחירים השנה נבעה בעיקרה מהייסוף המתמשך בשער השקל ביחס לדולר ובחלקה מהמשך הרפיון בביקושים המקומיים. ירידתו של שער השקל במהלך השנה נבעה, בין השאר, משיפור משמעותי שחל מחודש מארס ואילך בתנאי הרקע – פרסום התכנית הכלכלית של הממשלה החדשה, אישור הערבויות של ממשלת ארה"ב, סיומה המהיר והמוצלח של המלחמה בעיראק ומגמת ירידה כלל-עולמית בפרמיית הסיכון הנדרשת על השקעה במשקים מתעוררים, וביניהם ישראל. בעקבות התפתחויות אלו פחתה במידה ניכרת אי-הוודאות בשווקים; הדבר התבטא בשיפור משמעותי ומתמשך במרבית האינדיקטורים, שהצביעו על ירידה באינפלציה הצפויה. כך ירדו הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה אל תחום היעד של יציבות מחירים, והתשואות הנומינליות והריאליות לכל הטווחים ירדו ירידה מתמשכת, תוך ירידה בציפיות לאינפלציה גם לטווחים הארוכים יותר. על רקע זה החל בנק ישראל באפריל בתהליך של הפחתת הריבית, שנמשך עד סוף השנה, ובשנת 2003 כולה הופחתה הריבית בשיעור מצטבר של 3.9 נקודות אחוז.

#### 1. ההתפתחויות העיקריות

מדד המחירים לצרכן ירד בשנת 2003 ב־1.9 אחוזים – שיעור החורג כלפי מטה מהיעד של יציבות מחירים (1 עד 3 אחוזים), וזאת לאחר שבשנת 2002 חרג שיעור האינפלציה מהיעד כלפי מעלה והסתכם ב־6.5 אחוזים. התפתחות המחירים לא הייתה אחידה במהלך השנה: ברביע הראשון עלו המחירים ב־0.8 אחוז, ואילו בהמשך השנה הם ירדו בשיעור מצטבר של 2.7 אחוזים. ירידת המחירים בשנת 2003 נבעה בעיקרה מהייסוף המתמשך בשער השקל ביחס לדולר במשך השנה, ובחלקה – מהמשך הרפיון בביקושים המקומיים. בשנת 2003 ניכר הבדל גדול בין שני חודשיי הראשונים להמשכה בהתפתחותם של מכלול האינדיקטורים לאינפלציה הצפויה: החודשיים הראשונים אופיינו באי-ודאות רבה בשווקים, על רקע המלחמה הצפויה בעיראק וחוסר ודאות לגבי מידת מחויבותה של הממשלה החדשה לחזור למשמעת פיסקלית ולעמוד ביעדי הגירעון. בתקופה זו עלו הציפיות לאינפלציה ואף חרגו מהגבול העליון של יעד יציבות המחירים, השקל פוחת, והתשואות של איגרות החוב הממשלתיות עלו מאוד. מחודש מארס, עם פרסום התכנית הכלכלית של הממשלה, אישור הערבויות של ממשלת ארה"ב וסיומה המהיר של

המלחמה בעיראק, פחתה אי-הוודאות בשווקים, והדבר התבטא בירידתן של הציפיות לאינפלציה לשנה חזרה אל תחום היעד של יציבות מחירים, בהתחזקות השקל ובירידה מתמשכת של התשואות הנומינליות והריאליות, תוך ירידת הציפיות לאינפלציה גם לטווחים הארוכים יותר.

בהתאם להערכות האינפלציה ולהתפתחויות בשווקים הפחית בנק ישראל את הריבית בשנת 2003 בשיעור מצטבר של 3.9 נקודות אחוז. בחודש ינואר הופחתה הריבית ב-0.2 נקודת אחוז, ובהמשך הרביע הראשון היא הושארה ללא שינוי. באפריל הוחל בתהליך הפחתה של הריבית, והוא נמשך ברציפות עד סוף השנה: ברביע השני של השנה הופחתה הריבית בשיעורים הולכים וגדלים של 0.2 עד 0.4 נקודת אחוז, ובמחצית השנייה הואץ קצב ההפחתות ל-0.4-0.5 נקודת אחוז לחודש. בסוף שנת 2003 עמדה ריבית בנק ישראל על 5.2 אחוזים, לעומת 9.1 אחוזים בסוף 2002.

כדי לבחון את המדיניות המוניטרית בשנת 2003 נסקור תחילה את תנאי הרקע הכלכליים ששררו בשנה זו, תנאים שהושפעו הן מגורמים ייחודיים למשק הישראלי והן מהתפתחויות בעולם.

שלושה גורמים עיקריים השפיעו על הערכת הסיכונים במשק הישראלי, וכתוצאה מכך – על ההתפתחויות בשווקים בשנת 2003: סיומה המהיר והמוצלח של המלחמה בעיראק, שהביא לירידת הסיכון הגיאופוליטי של ישראל; מגמת ירידה עולמית בפרמיית הסיכון הנדרשת על השקעה במשקים מתעוררים, וביניהם ישראל; אישור תכנית הערבויות של ממשלת ארה"ב, שהפחית במידה ניכרת את סיכון החוב של ישראל.

בשנת 2003 נמשכה הפעילות הממונת בעולם, אף כי בארה"ב ניכרה התאוששות, בעיקר במחצית השנייה של השנה, והתבטאה, בין היתר, בעלויות חדות של מחירי המניות. לסחר העולמי, שהתרחב השנה בשיעור מתון, השפעה משמעותית על היצוא מישראל: על רקע ההתאוששות האיטית בפעילות העולמית והמשך המיתון בביקוש העולמי למוצרי תעשיות מתקדמות, נמשך גם המיתון במשק הישראלי, אמנם תוך התייצבות ואף שיפור מסוים בפעילות. המצב המדיני-ביטחוני הקשה, זו השנה השלישית ברציפות, וההשפעות המצטברות של המיתון בפעילות מאז 2001 התבטאו גם הן בקצב האיטי של התאוששות הפעילות הכלכלית בישראל.

אשר לתחום הפיסקלי – אמנם הייתה השנה חריגה משמעותית בגירעון הממשלתי, אך עם כינונה של הממשלה החדשה פורסמה, בחודש מארס, תכנית כלכלית, שבמסגרתה הוחלט על קיצוץ בהוצאות הממשלה לשנת 2003 וכן על הפחתת ההוצאות בשנים הבאות. התכנית כללה גם שינויים ניכרים בתשלומי ההעברה ובקרנות הפנסיה, הפחתה זמנית של השכר במגזר הציבורי והקפאה של התעסוקה במגזר זה. צעדים אלו הגבירו את אמון הציבור במחויבותה ויכולתה של הממשלה לחזור לתוואי פוחת של הגירעון ושל החוב הממשלתי בשנים הבאות, תוך קיצוץ בהוצאותיה. ירידת התשואות הריאליות והנומינליות לטווח ארוך, מחודש מארס ואילך, למרות החריגה מיעד הגירעון, מצביעה על האפשרות כי לנוכח התכנית, נתפס הגירעון לשנת 2003 בעיני הציבור כגירעון זמני, תוצאת המיתון בפעילות.

התפתחותו של שער החליפין בשנת 2003 הושפעה מפעילותם של תושבי חוץ, על רקע הפערים בין הריבית המקומית לריבית בחו"ל, ומהשינוי המהותי בסיכון המדינה ובסיכון המטבעי של השקל. שער החליפין של השקל יוסף ב-6.4 אחוזים מול הדולר, אולם התפתחותו לא הייתה אחידה לאורך השנה: מתחילתה עד אמצע פברואר פחת השקל בכ-4 אחוזים, על רקע העלייה באי-הוודאות הפיסקלית ובסיכון הגיאופוליטי של ישראל

בגלל המלחמה הצפויה בעיראק; עם הצטמצמות אי-הוודאות, מאמצע פברואר עד סוף המחצית הראשונה, יוסף השקל מול הדולר בשיעור חד של כ-13 אחוזים, כתוצאה מפער ריביות גבוה, יחסית לסיכון, שירד; במחצית השנייה של השנה, על רקע הקטנת השקעותיהם של תושבי חוץ במשק והתגברות אי-הוודאות הביטחונית, פוחת השקל בשיעור מתון של 2 אחוזים, תוך מגמה מעורבת במהלך אותה תקופה. חשיבותו של שער החליפין במשק פתוח עם תנועות הון חופשיות היא גדולה, מפני השפעתו החזקה (הישירה והעקיפה) על המחירים. ואכן, עם ירידתו הניכרת של שער החליפין בין מארס ליוני ירדו המחירים ב-1.8 אחוזים. במשך השנה כולה הם ירדו, כאמור, ב-1.9 אחוזים.

## 2. המדיניות המוניטרית בשנת 2003

הכלי המרכזי המשמש את בנק ישראל להשגת יעד האינפלציה הוא הריבית המוניטרית שהבנק משלם על הפיקדונות<sup>1</sup> (המופצים במכרזים) לבנקים המסחריים. ריבית זו משפיעה על האינפלציה דרך מספר ערוצים – הביקוש המיצרפי, הציפיות לאינפלציה ושער החליפין. השפעתה של הריבית על המחירים פועלת בחלקה בפיגור, ולא תמיד עוצמתה ועיתויה ניתנים לחיזוי. כן יש לזכור שבמשק פתוח מושפעים המחירים המקומיים גם מאירועים חיצוניים.

מאז 1992 פועלת המדיניות המוניטרית במסגרת של יעדי אינפלציה, הנקבעים על ידי הממשלה. מ-1992 עד 2000 נקבע היעד בכל שנה לשנה קלנדרית אחת בלבד, דבר שהקשה על ניהול המדיניות המוניטרית ועל השגת היעד. באוגוסט 2000 החליטה הממשלה על יעדי האינפלציה לשנים 2001 ו-2002. ההחלטה על יעדי אינפלציה לתקופה של שנתיים הקלה על המדיניות המוניטרית בפעילותה להשגת היעדים, שכן אלה הם טווחי הזמן שבהם היא משפיעה. כחלק מאותה החלטה בשנת 2000, קבעה הממשלה כי משנת 2003 ואילך יעד האינפלציה יהיה 3-1 אחוזים לשנה – טווח שהוגדר כיציבות מחירים. יעד זה איננו יעד קלנדרי לתקופה מסוימת, אלא יעד קבוע ורציף. יעד כזה אמור לחזק את אמון הציבור במחויבותה של המדיניות להתמיד בחתירה ליציבות מחירים, ובכך מקל על פעולתה. יציבות המחירים היא נדבך חשוב בחזרתו של המשק לצמיחה ובמיצוי פוטנציאל הצמיחה שלו לאורך זמן.

בסוף שנת 2003 עמדה הריבית המוניטרית על 5.2 אחוזים, ובמהלך השנה הפחית אותה בנק ישראל בשיעור מצטבר של 3.9 נקודות אחוז: לאחר הפחתה מתונה לינואר, הושארה הריבית ברביע הראשון של השנה ללא שינוי; ברביע השני החל הבנק בתהליך של הורדת הריבית, שנמשך לאורך השנה כולה, וקצב ההפחתות גדל במהלך רביע זה מ-0.2 נקודת אחוז באפריל ל-0.4 נקודת אחוז ביוני. במחצית השנייה של השנה הואץ קצב ההפחתות: הריבית הופחתה בכל חודש ב-0.4 או ב-0.5 נקודת אחוז, כך שבמצטבר היא הופחתה בתקופה זו ב-2.8 נקודות אחוז (לוח ב'-1).

1 פיקדונות אלו אינם נחשבים לצורך מילוי חובת הנוזלות של הבנקים.

## לוח ב'-1

הריביות – הנומינלית והריאלית – הציפיות לאינפלציה ועליית המחירים, 1995 עד 2003

| התקופה      | הריבית המוצהרת של בנק ישראל                    | הריבית הנומינלית במכרזי בנק ישראל <sup>1</sup> | הציפיות לאינפלציה <sup>2</sup>                                 | הריבית הריאלית לפדיון של איגרות החוב הצמודות למדד <sup>4</sup> | התשואה הריאלית לשינוי במהלך השנתי <sup>5</sup> | מדד המחירים לצרכן |
|-------------|------------------------------------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|-------------------|
| התקופה      | הריבית הנומינלית במכרזי בנק ישראל <sup>1</sup> | הציפיות לאינפלציה <sup>2</sup>                 | הריבית הריאלית לפדיון של איגרות החוב הצמודות למדד <sup>4</sup> | התשואה הריאלית לשינוי במהלך השנתי <sup>5</sup>                 | מדד המחירים לצרכן                              | התקופה            |
| 1995        | 14.6                                           | 15.6                                           | 10.6                                                           | 4.5                                                            | 4.3                                            | 8.1               |
| 1996        | 15.1                                           | 16.3                                           | 11.6                                                           | 4.2                                                            | 4.4                                            | 10.6              |
| 1997        | 13.6                                           | 14.7                                           | 9.1                                                            | 5.1                                                            | 4.0                                            | 7.0               |
| 1998        | 11.7                                           | 12.6                                           | 6.2                                                            | 6.0                                                            | 5.0                                            | 8.6               |
| 1999        | 12.1                                           | 13.0                                           | 5.2                                                            | 7.4                                                            | 5.3                                            | 1.3               |
| 2000        | 9.3                                            | 9.8                                            | 2.5                                                            | 7.2                                                            | 5.8                                            | 0.0               |
| 2001        | 6.8                                            | 7.1                                            | 1.9                                                            | 5.1                                                            | 4.7                                            | 1.4               |
| 2002        | 6.8                                            | 7.3                                            | 3.3                                                            | 3.9                                                            | 4.7                                            | 6.5               |
| 2003        | 7.5                                            | 7.8                                            | 2.0                                                            | 5.8                                                            | 4.9                                            | -1.9              |
| <b>2002</b> |                                                |                                                |                                                                |                                                                |                                                |                   |
| ינואר       | 3.8                                            | 4.0                                            | 2.9                                                            | 1.2                                                            | 3.0                                            | 3.1               |
| פברואר      | 3.8                                            | 4.0                                            | 3.1                                                            | 0.8                                                            | 3.0                                            | 4.0               |
| מארס        | 4.4                                            | 4.6                                            | 2.4                                                            | 2.2                                                            | 3.9                                            | 4.3               |
| אפריל       | 4.4                                            | 4.6                                            | 3.4                                                            | 1.3                                                            | 4.2                                            | 5.0               |
| מאי         | 4.6                                            | 4.9                                            | 4.5                                                            | 0.4                                                            | 4.2                                            | 5.5               |
| יוני        | 6.5                                            | 7.3                                            | 5.0                                                            | 2.2                                                            | 4.6                                            | 6.6               |
| יולי        | 9.1                                            | 9.7                                            | 2.7                                                            | 6.7                                                            | 5.6                                            | 6.9               |
| אוגוסט      | 9.1                                            | 9.6                                            | 2.0                                                            | 7.5                                                            | 5.6                                            | 6.2               |
| ספטמבר      | 9.1                                            | 9.6                                            | 3.0                                                            | 6.5                                                            | 5.7                                            | 6.4               |
| אוקטובר     | 9.1                                            | 9.7                                            | 4.0                                                            | 5.5                                                            | 5.7                                            | 6.9               |
| נובמבר      | 9.1                                            | 9.6                                            | 3.6                                                            | 5.8                                                            | 5.6                                            | 6.7               |
| דצמבר       | 9.1                                            | 9.6                                            | 2.8                                                            | 6.7                                                            | 5.4                                            | 6.5               |
| <b>2003</b> |                                                |                                                |                                                                |                                                                |                                                |                   |
| ינואר       | 8.9                                            | 9.4                                            | 2.7                                                            | 6.5                                                            | 5.7                                            | 5.6               |
| פברואר      | 8.9                                            | 9.4                                            | 3.8                                                            | 5.4                                                            | 5.5                                            | 5.1               |
| מארס        | 8.9                                            | 9.4                                            | 3.1                                                            | 6.1                                                            | 5.5                                            | 4.8               |
| אפריל       | 8.7                                            | 9.2                                            | 1.9                                                            | 7.2                                                            | 5.6                                            | 3.1               |
| מאי         | 8.4                                            | 8.8                                            | 1.4                                                            | 7.4                                                            | 5.3                                            | 1.6               |
| יוני        | 8.0                                            | 8.4                                            | 1.5                                                            | 6.8                                                            | 4.9                                            | -0.3              |
| יולי        | 7.5                                            | 7.9                                            | 2.5                                                            | 5.4                                                            | 4.5                                            | -1.6              |
| אוגוסט      | 7.0                                            | 7.3                                            | 1.7                                                            | 5.4                                                            | 4.7                                            | -1.1              |
| ספטמבר      | 6.5                                            | 6.7                                            | 1.5                                                            | 5.2                                                            | 4.6                                            | -1.9              |
| אוקטובר     | 6.1                                            | 6.4                                            | 1.7                                                            | 4.7                                                            | 4.3                                            | -2.6              |
| נובמבר      | 5.6                                            | 5.8                                            | 1.1                                                            | 4.7                                                            | 4.3                                            | -2.0              |
| דצמבר       | 5.2                                            | 5.4                                            | 0.7                                                            | 4.6                                                            | 4.2                                            | -1.9              |

1 הריבית האפקטיבית במונחים שנתיים.

2 במהלך 12 החודשים הבאים.

3 הריבית הנומינלית על מכרזי בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה.

4 ממוצע בכל הטווחים, עד שנת 2002 (כולל) – ברוטו יחסי ומשנת 2003 – ברוטו, ראה הערה 4 בגוף הפרק.

5 השינוי בנתונים החודשיים – העלייה לעומת החודש המקביל אשתקד.

6 במונחים שנתיים.

המקור: המחלקה המוניטרית והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

כדי לנתח את המדיניות המוניטרית שבנק ישראל נקט השנה, ובפרט את קצב הפחתות הריבית, יש להתבונן באינדיקטורים השונים לאינפלציה, בתנאים המקררי-כלכליים ובמצב השווקים הפיננסיים, שכן כל אלה הנחו את קובעי המדיניות. כן עלינו לזכור, כי המדיניות המוניטרית משפיעה על המחירים בפיגור, ולכן החלטות הריבית נקבעות על פי מדיניות הצופה לעתיד, כלומר מביאות בחשבון את ההתפתחויות העתידיות הצפויות באינפלציה. ההתפתחויות בעבר רלוונטיות רק במידה שהן משפיעות על הערכת ההתפתחויות העתידיות. חשוב להדגיש שבדיעבד שיעור האינפלציה בפועל עלול לסטות מהיעד, אולם מדיניות הצופה לעתיד ממזערת את הסטיות לאורך זמן. (ראו פרק א').

החלטות המדיניות המוניטרית מתקבלות בעיקר על פי בחינתה של האינפלציה הצפויה ביחס ליעד האינפלציה: בדרך כלל, כל עוד ההערכות לגבי האינפלציה הצפויה מצויות מעל ליעד האינפלציה, יעלה בנק ישראל את הריבית כדי לעמוד ביעד, ואילו כשהתחזיות נמוכות מיעד האינפלציה הוא יוריד את הריבית. בנק ישראל אמנם מפרסם את החלטתו לגבי הריבית לחודש הקרוב, אולם החלטה זו מתבססת על תכנון לגבי מסלול ריבית עתידי, שנועד להביא את האינפלציה הצפויה בשנה עד השנתיים הקרובות לתחומי היעד. סמוך למועד של החלטת הריבית מנותח מכלול האינדיקטורים מחדש, ולאור ניתוח זה מעדכנים את מסלול הריבית.

"האינפלציה הצפויה" מגלמת את כל המידע הרלוונטי המצוי, ולפיכך נשענת על אינדיקטורים רבים (שהעיקריים שבהם מתוארים בסעיף 3): הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים, הנגזרות משוק ההון ועל פי תחזיות החזאים, שוק מטבע החוץ, המדיניות הפיסקלית, התשואות משוק ההון, מצרפי הכסף והאשראי והפעילות הריאלית. אינדיקטורים אלה מנותחים הן באמצעות מודלים אקונומטריים שפותחו בבנק ישראל והן על פי שיקול דעת של מקבלי ההחלטות. שיקול הדעת נדרש גם משום שהציפיות להתפתחותה של האינפלציה הנגזרות מהאינדיקטורים השונים מגלמות בתוכן הערכות שונות על מסלולי הריבית העתידיים.

בסוף המחצית הראשונה של שנת 2002 העלה בנק ישראל את הריבית בשיעור חד (שלוש העלאות בחודשים מאי-יוני, שהצטברו ל-4.5 נקודות אחוז). זאת לנוכח התגברות אי-הודאות בשווקים, שהתבטאה, בין היתר, בעלייה גדולה ומתמשכת של שער החליפין ובחריגה משמעותית של קצב האינפלציה והציפיות לאינפלציה לכל הטווחים מהגבול העליון של יעד האינפלציה. במחצית השנייה של השנה, לאחר העלאות הריבית של מאי-יוני, השתררה רגיעה יחסית בשווקים, אך אי-הודאות נותרה ברמתה הגבוהה. על אף השיפור בחלק מהאינדיקטורים להערכת האינפלציה הצפויה, הצביעה התפתחותם על מגמות מעורבות, תוך תודתיות רבה. לפיכך החליט בנק ישראל שלא לשנות את הריבית באותה התקופה והשאיר אותה ברמה של 9.1 אחוזים, תוך הערכה כי שיעור זה נדרש להשגת היעד של יציבות מחירים ולחיוזן היציבות הפיננסית.

לקראת סוף שנת 2002 ניכרה התייצבות, ואף שיפור מסוים, במרבית האינדיקטורים הרלוונטיים: הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה ירדו אל מרכז תחום היעד ארוך הטווח, ובשוק מטבע החוץ הסתמנה רגיעה; ירדו גם הציפיות לאינפלציה לטווחים שמעל לשנה, אף כי הן עדיין חרגו במידה ניכרת מהגבול העליון של יעד יציבות המחירים. לפיכך העריך בנק ישראל כי ניתן להתחיל בתהליך של הפחתת הריבית, אך נדרשת זהירות בשיעור ההפחתה לנוכח אי-הודאות הגבוהה לגבי התקציב, אי-הודאות הפוליטית, כתוצאה מהקדמתן של הבחירות לכנסת, והחששות מההשלכות האפשריות של מלחמה בעיראק על היציבות במשק. הריבית לחודש ינואר הופחתה אפוא בשיעור מתון של 0.2 נקודת אחוז, לרמה של 8.9 אחוזים.

אולם בחודשיים הראשונים של שנת 2003 ניכרה שוב הרעה: התפתח פיתוח בשער החליפין, והציפיות לאינפלציה לשנה עלו וחרגו מהגבול העליון של יעד האינפלציה. הרקע להתפתחויות אלו היה המלחמה הצפויה בעיראק, שבעטיה עלה הסיכון הגיאופוליטי של מדינת ישראל, כפי שהתבטא, בין היתר, בעליית הסיכון שהשווקים הבין-לאומיים מייחסים למשק הישראלי<sup>2</sup>. נוסף על כך גברו החששות לחריגה גדולה של הגירעון בשנת 2003 מהיעד, שממילא התבסס על אומדן יתר של ההכנסות. מלבד זאת, אי-הוודאות בדבר מחויבותה ויכולתה של הממשלה, שתוקם לאחר הבחירות, לחזור לתוואי יורד של גירעון התבטאה בעלייתן של התשואות על איגרות החוב הממשלתיות, הצמודות והלא-צמודות, לכל הטווחים, תוך עלייתן של הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים. לנוכח ההתפתחויות האלה הותיר בנק ישראל את הריבית לחודשים פברואר ומארס ללא שינוי.

החל מאמצע פברואר, עם כינונה של הממשלה החדשה, ובפרט לאחר הפרסום המהיר של התכנית הכלכלית, התפתחו מגמות חיוביות בשווקים. כך החל תהליך של ייסוף בשער החליפין, נרשמו ירידות בריביות לטווח ארוך משיעור השיא שאליו הן הגיעו בתחילת השנה, ומחירי המניות החלו לעלות, לאחר מגמת הירידה שאפיינה אותן בשנתיים הקודמות.

בחודשים מארס ואפריל פחתה במידה ניכרת אי-הוודאות הכלכלית והגיאופוליטית, ששררה בחודשיים הראשונים של השנה, הודות לשיפור בתנאי הרקע, תוצאת רצף של אירועים: אישור התכנית הכלכלית בכנסת, אישור הערבויות של ממשלת ארה"ב וסיומה המהיר של המלחמה בעיראק. כל אלה, על רקע מגמת ירידה עולמית בפרמיית הסיכון הנדרשת על השקעה במשקים מתעוררים, הביאו לירידת פרמיית הסיכון של מדינת ישראל, ובעקבותיה נתחזקו המגמות החיוביות שהתפתחו בשווקים מאמצע פברואר: ייסוף השקל נמשך, והריביות הנומינליות והריאליות לכל הטווחים הוסיפו וירדו. יתירה מכך, גם בציפיות לאינפלציה החל תהליך של ירידה, והציפיות לטווח של שנה חזרו לגבולות היעד של יציבות מחירים. גם הציפיות לטווחים הארוכים יותר ירדו במידה ניכרת, אף כי הן עדיין חרגו מהיעד. על רקע זה חידש בנק ישראל, מחודש אפריל, את תהליך הפחתת הריבית, בהדרגה ותוך בחינה מתמדת של תגובת השווקים להפחתות. כך הופחתה הריבית לחודש אפריל בשיעור מתון של 0.2 נקודת אחוז, ולנוכח המשך המגמות החיוביות בשווקים, היא הופחתה בחודשים מאי ויוני בשיעורים של 0.3 ו-0.4 נקודת אחוז, בהתאמה. בסוף המחצית הראשונה של השנה עמדה הריבית על 8.0 אחוזים.

במהלך המחצית השנייה של השנה נמשך, כאמור, תהליך ההפחתה בריבית, ובכל אחד מהחודשים היא הורדה בשיעור של 0.4-0.5 נקודת אחוז. הפחתת הריבית התאפשרה בזכות השיפור המתמשך בכל האינדיקטורים להערכת האינפלציה הצפויה (להוציא את יולי ואוגוסט, כפי שיפורט להלן) והירידה המשמעותית של אי-הוודאות.

במהלך החודשים יולי ואוגוסט ניכרה בחלק מהמגמות החיוביות נסיגה מסוימת, וזו קיזזה חלקית את ההתפתחויות שאפיינו את השווקים מאז מארס: השקל נחלש, הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה עלו מהגבול התחתון של היעד אל מרכזו, ונרשמה עלייה בתשואות הנומינליות והריאליות לטווחים הארוכים, תוך עלייה מסוימת בציפיות לאינפלציה לטווחים אלו. שינויים אלו במגמות התרחשו על רקע ההערכות כי הגירעון

בתקציב לשנת 2003 יחרוג משמעותית מהיעד ויעמוד על 6 אחוזי תוצר והקטנת השקעותיהם של תושבי חוץ במשק. לצד אלה, הורע באותה התקופה המצב הביטחוני. למרות זאת, ובשל ירידות המחירים שהצטברו, העריך בנק ישראל כי ניתן להמשיך ולהפחית את הריבית בלי לפגוע ביציבות המחירים בשנה עד השנתיים הבאות, ולפיכך הופחתה הריבית לאוגוסט ולספטמבר בשיעור מצטבר של נקודת אחוז.

בספטמבר נתחדשו המגמות החיוביות, כך שעד סוף השנה נמשכה הירידה בתשואות הנומינליות והריאליות, והן התקרבו לרמה הנמוכה של סוף 2001. בשוק מטבע חוץ ניכרה התייצבות מסוימת, תוך ייסוף מתון של השקל והמשך הירידה באי-הוודאות, כפי שהתבטא בסטיית התקן הגלומה במחירי האופציות<sup>3</sup>. במקביל ירדו הציפיות לאינפלציה אל חלקן התחתון של היעד ארוך הטווח, ובסוף השנה – אף מתחת לגבול התחתון. לנוכח התפתחויות אלו, ולנוכח המשך הירידה בקצב עלייתם של המחירים בפועל, הוסיף בנק ישראל והפחית את הריבית ברביע האחרון של השנה בשיעור מצטבר של 1.3 נקודות אחוז.

בשנת 2003 ניכרה חריגה כלפי מטה של האינפלציה מהגבול התחתון של היעד, לאחר חריגה כלפי מעלה בשנת 2002. את עיקר החריגה ניתן לייחס לייסוף החד של השקל בין מארס ליולי, שבא לידי ביטוי בירידה ניכרת של מדד מחירי הדיור. ירידה זו תרמה כ-2 אחוזים לירידת המדד הכללי באותה התקופה, והוא ירד בשיעור דומה, שכן יתר המחירים נותרו בממוצע ללא שינוי.

כבר בתחילת המחצית השנייה של השנה התברר כי האינפלציה בשנת 2003 צפויה להיות נמוכה מהגבול התחתון של היעד ארוך הטווח (דיאגרמה ב'2). אף על פי כן לא הגביר בנק ישראל את קצב ההפחתות של הריבית, וזאת כדי לאפשר בחינה מתמדת של התגובה בשווקים. יתירה מכך, הואיל והמדיניות המוניטרית פועלת בפיגור, השפעתה בטווח הקצר ממילא מוגבלת, כך שקצב הפחתה מהיר יותר, כדי להשיג את היעד הקלנדרי ל-2003, היה עלול לפגוע ביציבות המחירים לשנה-שנתיים הבאות, ואולי אף לערער את היציבות הפיננסית. (ראו פירוט בפרק א').

### 3. אינדיקטורים להתפתחות המחירים

המדיניות המוניטרית מנוהלת (כפי שתואר לעיל) על רקע הערכות לגבי התפתחותה הצפויה של האינפלציה: כל עוד האינפלציה הצפויה גבוהה מיעד האינפלציה, ייטה בנק ישראל להעלות את הריבית, ולהפך – כשהאינפלציה הצפויה נמוכה מהיעד, הוא ייטה להוריד את הריבית. האינפלציה הצפויה מוערכת בכל חודש על סמך מיגוון של אינדיקטורים, וכן על סמך מודלים אקונומטריים שפותחו בבנק, הבוחנים את התפתחות המחירים לפי תרחישים שונים ביחס למדיניות המוניטרית ולהתפתחויות הכלכליות. לא תמיד מצביעים כל האינדיקטורים באותו כיוון; גם החשיבות המיוחסת להם בהערכת האינפלציה אינה בהכרח אחידה, אלא יכולה להשתנות מעת לעת, על פי הסביבה הכלכלית המשתנה.

---

3 אופציות שקל-דולר שמנפיק בנק ישראל לתקופות של 3 ו-6 חודשים. להרחבה ראו פרק ד'.

התפתחות האינדיקטורים למחירים בשנה הנסקרת לא הייתה אחידה: בחודשיים הראשונים שלה, על רקע המלחמה הצפויה בעיראק, הבחירות לכנסת וחוסר-הוודאות בדבר מחויבותה של הממשלה החדשה לחזור למשמעת הפיסקלית ולעמוד ביעדי הגירעון שקבעה, הצביעו מרבית האינדיקטורים על עלייה של האינפלציה הצפויה ושל אי-הוודאות בשווקים. מחודש מארס, בעקבות פרסום התכנית הכלכלית של הממשלה החדשה ואישורה בכנסת, אישור הערבויות של ממשלת ארה"ב, סיומה המהיר של המלחמה בעיראק, וחדוש (זמני) של התהליך המדיני, פחתה אי-הוודאות בשווקים, והדבר התבטא בשיפור משמעותי ומתמשך במרבית האינדיקטורים לאינפלציה הצפויה (להוציא את החודשים יולי ואוגוסט).

#### א. הציפיות לאינפלציה<sup>4</sup> משוק ההון

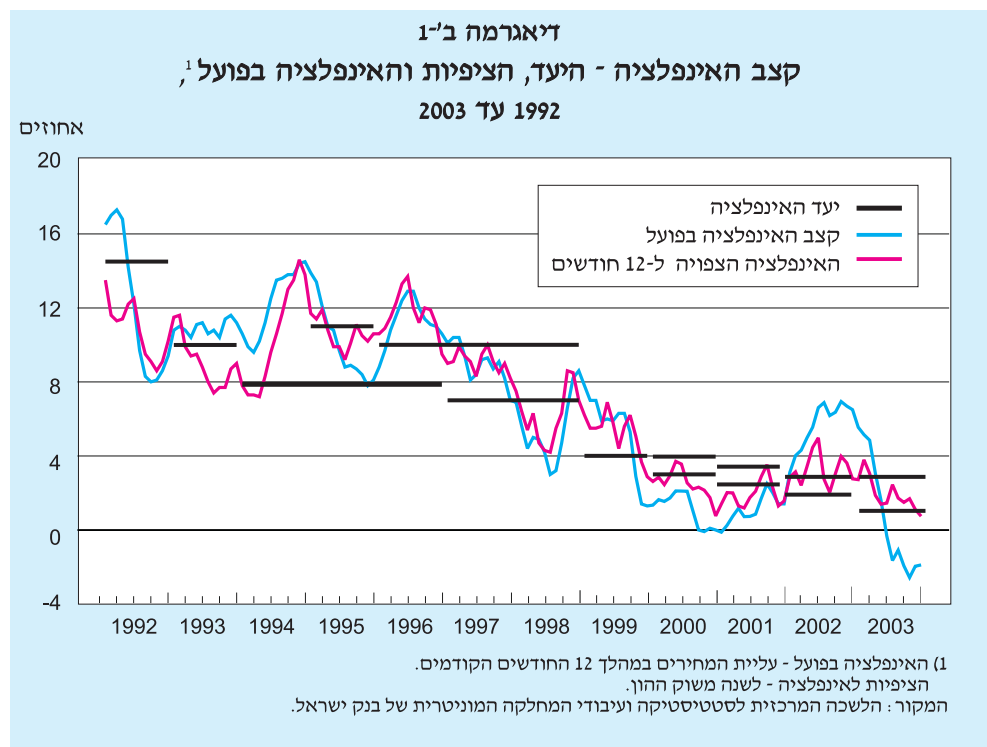
הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון לטווחים השונים הן אינדיקטור חשוב ומרכזי להערכת האינפלציה הצפויה. ציפיות אלו נגזרות מההפרש בין התשואות הנומינליות לתשואות הריאליות לטווחים השונים: לטווח של שנה – ההפרש בין תשואות המק"ם לתשואות של איגרות החוב הצמודות למדד ("גליל" ו"שגיא"); לטווחים ארוכים יותר – ההפרש בין תשואות איגרות החוב הלא צמודות ("שחר") לתשואות של איגרות החוב הצמודות למדד לטווחים הרלוונטיים. יש לזכור כי לציפיות האינפלציה של הציבור השפעה ישירה על התפתחות המחירים במשק בהווה ובעתיד.

היתרון העיקרי של הציפיות הנגזרות משוק ההון הוא היותן מבוססות על מחירי הנכסים, שכן בכך הן משקפות את החלטות ההשקעה של הציבור. לעומתן, הציפיות המתקבלות מסקרים הן בבחינת הערכות בלבד, שטעות אפשרית בהן אינה כרוכה בהפסד כלשהו. אשר לתחזיות החזאים הפרטיים – לאלה יש אינטרס מובהק להימנע מטעות בהערכה, אך בניגוד למספר המשקיעים בשוק ההון והמשתתפים בסקרים, מספרם קטן מאוד (כ-7 חזאים). שני יתרונות בולטים נוספים של הציפיות הנגזרות משוק ההון הם היותן ניתנות לחישוב שוטף (בכל יום מסחר) והאפשרות לגזור אותן לרצף של טווחים (עד 9 שנים), בניגוד למקורות האחרים, המספקים תחזיות לטווחים קצרים ומסוימים בלבד. ברם, אומדן הציפיות לאינפלציה הנגזר באופן זה כולל בתוכו גם פרמיית סיכון אינפלציונית, שסביר כי שיעורה עולה ככל שטווח הציפיות ארוך יותר, והיא משתנה בהתאם לסביבה הכלכלית. נוסף על כך ישנן בעיות מדידה הנובעות משיעורי מיסוי שונים למשקיעים שונים ומסחירות נמוכה בחלק מהאיגרות הנכללות בחישוב הציפיות.

#### (1) הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה

הציפיות לאינפלציה לשנה היו בשנת 2003 בתחומי היעד ארוך הטווח במרבית חודשיה. בחודשיים הראשונים של השנה עלו הציפיות בהתמדה, ובפברואר הן אף חרגו מהגבול העליון של היעד והגיעו ל-3.8 אחוזים בממוצע. עיקר העלייה בציפיות נבעה מהתגברות אי-הוודאות במשק ומפיחות השקל באותה התקופה. החל מחודש מארס, עם

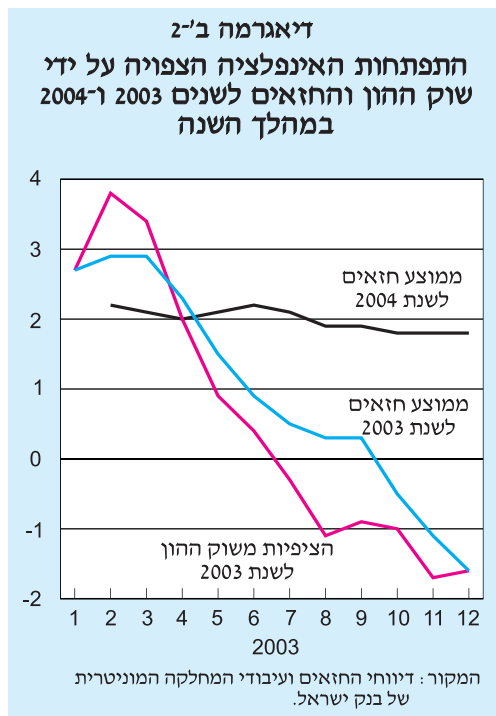
4 החל משנת 2003, בעקבות הרפורמה במס הכנסה, אומדני הציפיות לאינפלציה הנגזרים משוק ההון לכל הטווחים מתבססים על תשואות איגרות החוב המחושבות ללא מס ("ברוטו") במקום על התשואות לאחר התחשבנות חלקית במיסוי ("ברוטו יחסי"). כפי שנעשה קודם לכן, הסיבה לשינוי בחישוב הציפיות נעוצה בהשלכות של יישום הרפורמה במס הכנסה, ובפרט בעובדה שבשיטת החישוב אשר ננקטה עד 2002 (כולל) אין עוד אפשרות לחשב את הציפיות באופן סדיר.



ההתפתחויות החיוביות בתנאי הרקע ומגמת הייסוף בשער החליפין, ירדו הציפיות בהדרגה, למרות הפחתות הריבית, ובמהלך הרביע השני הן נמצאו בחלקו התחתון של היעד. במהלך חודש יולי עלו הציפיות לחלקו העליון של היעד, ובאוגוסט הן שבו וירדו. מאוגוסט ואילך הן נעו בחלקו התחתון של תחום היעד, ובדצמבר אף ירדו אל מתחת לגבולו התחתון (דיאגרמה ב'-1). ראוי לציין כי הציפיות לאינפלציה בסוף השנה נגזרו מרמות ריבית נומינלית וריאלית נמוכות במידה ניכרת מאשר בתחילת השנה.

## (2) הציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים יותר

בסוף שנת 2002 הציפיות לטווחים ארוכים חרגו במידה ניכרת מהגבול העליון של יעד האינפלציה. חריגה זו ביטאה, בין היתר, את העלייה בסיכון האינפלציה במהלך שנת 2002, בעיקר בגלל התגברות אי-הודאות ושחיקת האמינות של המדיניות המקרר-כלכלית. התפתחות הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים בשנה הנסקרת דמתה לזו של הציפיות לשנה: בחודשים הראשונים של השנה, לאחר ירידה בנובמבר ודצמבר 2002, עלו הציפיות לכל הטווחים והגיעו לשיעור ממוצע של כ-5.5 אחוזים בפברואר; במאוס, במקביל לירידתן של הציפיות לשנה, החלה ירידה



## לוח ב'-2

### אינדיקטורים לאינפלציה, 2002 ו-2003

| התקופה         | מדד המחירים לצרכן <sup>1</sup> | הציפיות האינפלציוניות הנגזרות משוק ההון לשנה הקרובה <sup>2</sup> | לשנה השנייה 3 עד 9 שנים | ממוצע תחזיות החזאים | שער החליפין הרביבית  | כמות הכסף |
|----------------|--------------------------------|------------------------------------------------------------------|-------------------------|---------------------|----------------------|-----------|
| (השינוי השנתי) | (השינוי השנתי)                 | (אחוזים)                                                         | (ממוצעים חודשיים)       | (ש"ח לדולר)         | הריאליט <sup>3</sup> | M1        |
| (אחוזים)       | (אחוזים)                       | (אחוזים)                                                         | (אחוזים)                | (אחוזים)            | (אחוזים)             | (אחוזים)  |
| <b>2002</b>    |                                |                                                                  |                         |                     |                      |           |
| ינואר          | 3.1                            | 2.9                                                              | 1.7                     | 2.9                 | 4.54                 | 23.9      |
| פברואר         | 4.0                            | 3.1                                                              | 2.7                     | 2.7                 | 4.66                 | 25.9      |
| מארס           | 4.3                            | 2.4                                                              | 3.0                     | 2.4                 | 4.66                 | 25.9      |
| אפריל          | 5.0                            | 3.4                                                              | 3.2                     | 3.1                 | 4.81                 | 21.7      |
| מאי            | 5.5                            | 4.5                                                              | 3.1                     | 3.7                 | 4.89                 | 23.2      |
| יוני           | 6.6                            | 5.0                                                              | 4.1                     | 4.5                 | 4.94                 | 21.8      |
| יולי           | 6.9                            | 2.7                                                              | 2.6                     | 3.9                 | 4.72                 | 14.6      |
| אוגוסט         | 6.2                            | 2.0                                                              | 3.1                     | 3.8                 | 4.68                 | 10.8      |
| ספטמבר         | 6.4                            | 3.0                                                              | 3.6                     | 4.8                 | 4.78                 | 7.7       |
| אוקטובר        | 6.9                            | 4.0                                                              | 5.0                     | 5.9                 | 4.80                 | 5.3       |
| נובמבר         | 6.7                            | 3.6                                                              | 4.8                     | 5.7                 | 4.69                 | 6.3       |
| דצמבר          | 6.5                            | 2.8                                                              | 4.2                     | 5.3                 | 4.69                 | 4.9       |
| <b>2003</b>    |                                |                                                                  |                         |                     |                      |           |
| ינואר          | 5.6                            | 2.7                                                              | 4.4                     | 5.7                 | 4.84                 | 1.1       |
| פברואר         | 5.1                            | 3.8                                                              | 4.8                     | 5.9                 | 4.87                 | -1.6      |
| מארס           | 4.8                            | 3.1                                                              | 4.3                     | 5.2                 | 4.78                 | -4.8      |
| אפריל          | 3.1                            | 1.9                                                              | 3.5                     | 4.2                 | 4.62                 | -3.4      |
| מאי            | 1.6                            | 1.4                                                              | 2.9                     | 3.6                 | 4.48                 | -3.6      |
| יוני           | -0.3                           | 1.5                                                              | 2.8                     | 3.4                 | 4.38                 | -6.8      |
| יולי           | -1.6                           | 2.5                                                              | 2.8                     | 3.6                 | 4.37                 | -2.2      |
| אוגוסט         | -1.1                           | 1.7                                                              | 3.0                     | 3.9                 | 4.45                 | 2.1       |
| ספטמבר         | -1.9                           | 1.5                                                              | 2.7                     | 3.9                 | 4.46                 | 3.4       |
| אוקטובר        | -2.6                           | 1.7                                                              | 2.5                     | 3.4                 | 4.45                 | 7.1       |
| נובמבר         | -2.0                           | 1.1                                                              | 2.5                     | 3.2                 | 4.49                 | 8.7       |
| דצמבר          | -1.9                           | 0.7                                                              | 2.6                     | 2.8                 | 4.39                 | 7.6       |

1 שיעור השינוי השנתי – מול החודש המקביל אשתקד.

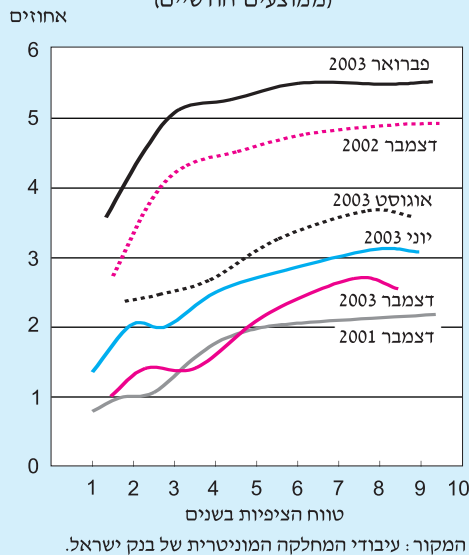
2 במהלך 12 החודשים הבאים.

3 הריבית הנומינלית על מכרזי בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה.

המקור: המחלקה המוניטרית והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

הדרגתית גם בציפיות לטווחים הארוכים יותר. ירידה זו התחזקה ברביע השני של השנה, וביוני עקם הציפיות אף ירד לכל אורכו אל מתחת לגבול העליון של יעד האינפלציה. ביולי ואוגוסט, על רקע ההערכות בדבר החריגה המשמעותית של גירעון הממשלה מיעדו, ההרעה במצב המדינאי-ביטחוני ופיחות השקל, עלו הציפיות לכל הטווחים, אף כי עלייה זו לא קיזזה את ירידתן הניכרת ברביע השני. בספטמבר נתחדשה מגמת הירידה בציפיות לכל הטווחים, וכך הן השלימו בסוף השנה ירידה של כ-3.0 אחוזים בממוצע, ועקום הציפיות לכל אורכו נמצא בתחום יעד האינפלציה (לוח ב'-2 ודיאגרמות ב'-3 ו-4).

**דיאגרמה ב'3**  
**עקום הציפיות לאינפלציה,**  
**נתוני שוק ההון**  
(ממוצעים חודשיים)



ירידתן המתמשכת של הציפיות לכל הטווחים והימצאותן בסוף השנה בגבולות יעד האינפלציה ארוך הטווח, ובפרט ירידתן של הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים, שבמחצית השנייה של שנת 2002 חרגו במידה ניכרת מהגבול העליון של היעד, מעידות כי אי-הוודאות פחתה השנה במידה ניכרת, ונראה שאמינותה של המדיניות המקרו-כלכלית בעיני הציבור שוקמה במידה רבה.

מבדיקת הרכב הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים עולה כי בסוף השנה הן נגזרו מהרכב תשואות נומינליות וריאליות נמוך יותר מאשר בתחילתה. מרבית הירידה בציפיות, שהתרחשה מחודש מארס ועד סוף השנה, נבעה מהירידה בתשואות של איגרות החוב הלא-צמודות, שהייתה חזקה מהירידה בתשואות של איגרות החוב הצמודות למדד (דיאגרמה ב'5).

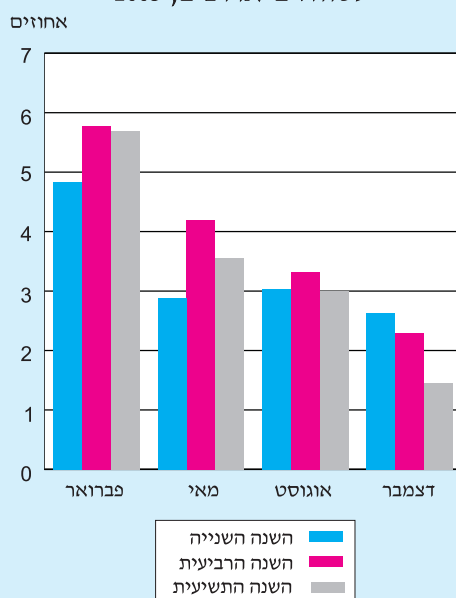
### ב. תחזיות החזאים הפרטיים

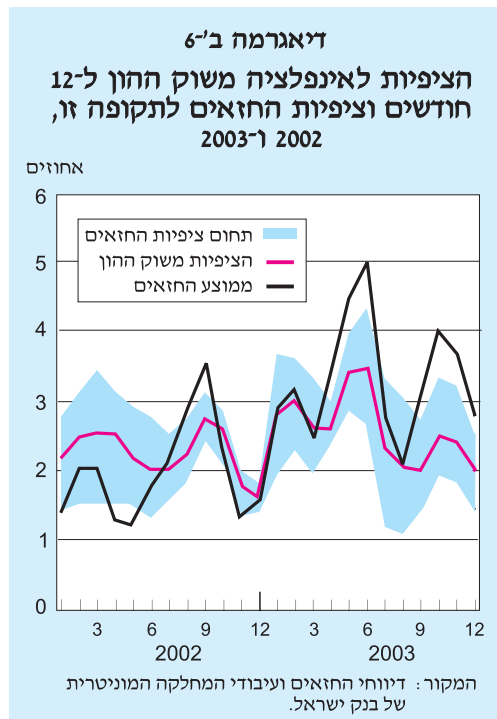
תחזיות החזאים הפרטיים ל-12 החודשים הקרובים נעו במשך כל השנה בתחומי יעד האינפלציה, וההתפתחויות בהן, ברוב השנה, דמו לאלו של הציפיות משוק ההון (לוח ב'2 ודיאגרמה ב'6). בחודשיים הראשונים של השנה, בעקבות ההרעה בשווקים והתגברות אי-הוודאות, ובמקביל לעלייתן של הציפיות משוק ההון, העלו גם החזאים הפרטיים את תחזיותיהם עד לשיעור ממוצע של כ-2.8 אחוזים בפברואר, אך עדיין לא חרגו מהגבול העליון של היעד. החל מחודש מארס, עם ההתפתחויות החיוביות בתנאי הרקע, עדכנו גם החזאים הפרטיים את תחזיותיהם כלפי מטה, כך שברביע השני נע ממוצע התחזיות בחלקו התחתון של יעד האינפלציה ארוך הטווח. לאורך הרביע השלישי של השנה העלו החזאים הפרטיים את תחזיותיהם, בשונה מהתפתחותן של הציפיות משוק ההון, וזאת לאור הערכותיהם כי קצב האינפלציה יואץ, לאחר ירידות המחירים שהצטברו עד כה. ברביע האחרון של השנה, לאחר שההערכה לגבי העלייה בקצב האינפלציה התבררה כשגויה, ובמקביל לירידתן של הציפיות לאינפלציה משוק ההון, שבו וירדו גם תחזיותיהם של החזאים אל חלקו התחתון של יעד האינפלציה.

יש לתת את הדעת כי תחזיות החזאים לגבי האינפלציה הצפויה הן חלק מתחזית מקיפה יותר, הכוללת גם את הערכותיהם לגבי הריבית המוניטרית ושער החליפין, המשפיעים על האינפלציה. לפיכך יש לבחון את הערכותיהם לגבי האינפלציה הצפויה, בין השאר, בהקשר של תוואי הריבית המוניטרית הנחזה על ידם. כך, למשל, לאורך כל השנה, במקביל להימצאותן של תחזיות החזאים לאינפלציה בגבולות היעד, הפחתות הריבית שהם חזו לטווחים שמעל חודשיים היו נמוכות משמעותית מההפחתות בפועל.

מהשוואת תחזיות החזאים לציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון לטווח של שנה עולה כי ממוצע תחזיות החזאים יציב יותר,

**דיאגרמה ב'4**  
**הציפיות לאינפלציה משוק ההון**  
**לטווחים ארוכים, 2003**



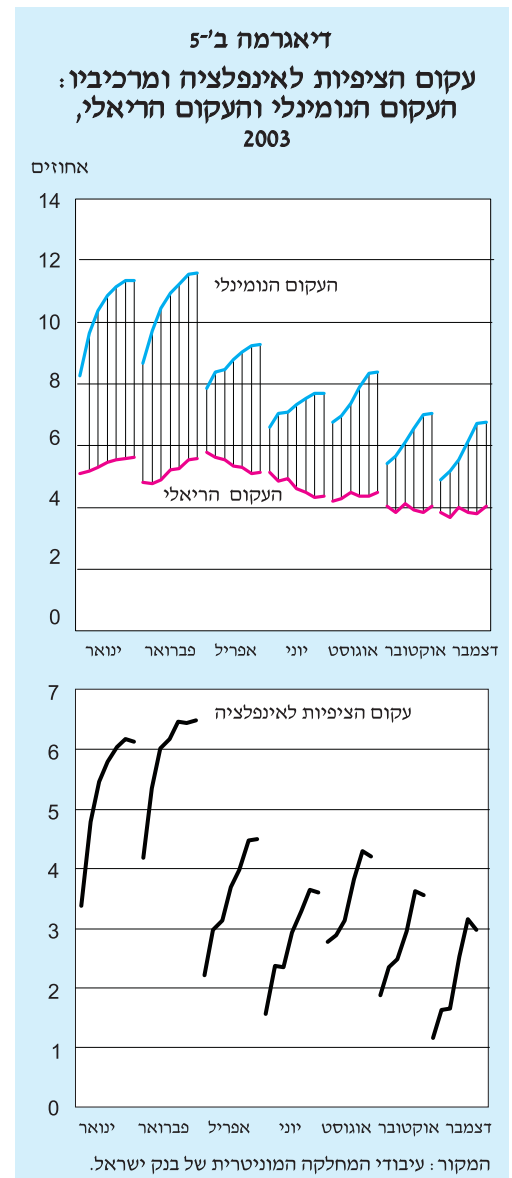


וכי בחודשים שבהם הציפיות עלו מאוד (ינואר-פברואר ויולי) הציפיות משוק החון היו גבוהות מתחזיות החזאים. נראה כי הציפיות משוק החון מגיבות ביתר מהירות ולעיתים ביתר עוצמה על מידע חדש, וכן על מצבי אי-ודאות. טווח תחזיות החזאים, המשמש אינדיקציה נוספת לאי-הודאות האינפלציונית, התרחב במהלך המחצית הראשונה של השנה, בד בבד עם התרחבות טווח התחזיות לגבי שער החליפין, ותאם את אי-הודאות בשוק מטבע החוץ, שהשתקפה גם בסטיות התקן הגלומות הנגזרות מהאופציות ובהסתברויות לשינויים בשער החליפין הנגזרות מהן. (לפירוט ראו פרק ד'). במהלך המחצית השנייה של השנה שב טווח התחזיות והצטמצם.

תחזיות החזאים הפרטיים לשנת 2004 היו יציבות במהלך השנה ונעו בין 1.8 ל-2.0 אחוזים בממוצע, בתחומי יעד האינפלציה ארוך הטווח. הדבר מלמד כי החזאים העריכו שירידת המחירים היא זמנית, וכי בטווח הארוך יותר האינפלציה תתכנס למרכז תחום היעד של יציבות מחירים (דיאגרמה ב'-2).

### ג. המדיניות הפיסקלית

בשנת 2003 הסתכם גירעון הממשלה בכ-5.6 אחוזי תוצר, לעומת יעד של 3 אחוזים שנקבע אשתקד. הסיבה לחריגה בגירעון היא שההכנסות בפועל, בעיקר במחצית הראשונה של השנה, היו נמוכות במידה ניכרת ממה שהונח לגביהן בעת הכנת התקציב, בשל המיתון המתמשך. כבר בחודשים הראשונים של השנה הצטבר גירעון גדול בתקציב, והיה ברור כי



השנה יחרוג הגירעון במידה משמעותית מהיעד, וכי יידרשו התאמות בתקציב הממשלה כדי לבלום את מגמת העלייה בגירעון הנמשכת מאז שנת 2001. על רקע זה ועם כינונה של הממשלה החדשה, פורסמה במאסר תכנית כלכלית. במסגרת התכנית הוחלט על קיצוץ משמעותי של כ-9 מיליארדי ש"ח בהוצאות הממשלה לשנת 2003 וכן על הפחתת ההוצאות בשנים הבאות. בין היתר, כללה התכנית שינויים ניכרים בתשלומי ההעברה ובקרנות הפנסיה<sup>5</sup>, הפחתה זמנית של השכר במגזר הציבורי וכן הקפאת התעסוקה במגזר זה. צעדים אלו, ועמם רפורמות מבניות, בעיקר בתחום הפנסיה, הגבירו את אומן הציבור במחויבותה ויכולתה של הממשלה לחזור לתוואי פוחת של הגירעון בשנים הבאות, תוך קיצוץ בהוצאותיה. זאת ועוד, לנוכח התכנית, נתפס הגירעון לשנת 2003 בעיני הציבור כגירעון זמני הנובע מגביית מסים נמוכה מהצפוי, תוצאת הפעילות הכלכלית הממותנת, והוא אמור להצטמצם בהשפעת התכנית. הדבר תמך בירידתן של התשואות הריאליות והנומינליות לטווח ארוך במהלך השנה מאז חודש מארס.

לקראת סוף המחצית הראשונה, עם יישומה של התכנית הכלכלית, תוואי ההוצאות אכן ירד, והגירעון הצטמצם מעט, אך עדיין נותר גבוה. לפיכך התחזיות לגירעון בשנת 2003 הצביעו באותה עת על חריגה משמעותית מהיעד של 3 אחוזי תוצר ועמדו על כ-6 אחוזים. במחצית השנייה של השנה חל מפנה בצד ההכנסות, וניכרה מגמה של עלייה בגביית המסים – בין היתר, על רקע שיפור בסביבה הכלכלית ועלייה מתונה בפעילות. העלייה בהכנסות צמצמה את הגירעון לשנת 2003, כך שבסופה הוא עמד, כאמור, על כ-5.6 אחוזי תוצר. (אלמלא נדחה הסיוע מארה"ב לשנת 2004 והיה מתקבל כמתוכנן בסוף 2003, הגירעון היה מצטמצם לכ-5 אחוזי תוצר.)

הגירעון בשנת 2003 במונחי שקלים הסתכם בכ-28 מיליארדי ש"ח, לעומת גירעון מתוכנן של כ-15 מיליארדים בתקציב המקורי. הדרכים העיקריות של הממשלה למימון הגירעון הן הגיוס המקומי, הגיוס בחו"ל וההפרטה. הממשלה גייסה השנה בשוק המקומי כ-23 מיליארדי ש"ח, ואת היתרה שנדרשה למימון הגירעון, כ-5 מיליארדים, היא גייסה בחו"ל. (היקף ההפרטה השנה היה מצומצם ונמוך מהמתוכנן.) אישור הערבויות של ממשלת ארה"ב איפשר לממשלה להקטין את הגיוס בשוק המקומי (לוח ב'-3) והתבטא בירידת פרמיית סיכון המדינה של ישראל – מה שתרם גם לגיוס הון בחו"ל מעבר לסכום המגובה בערבויות, בהיקף רחב ובעלות נמוכה יחסית<sup>6</sup>.

גידול הגירעון הממשלתי, ובעקבותיו ההגדלה של גיוס ההון במהלך השנה, וכן שיעור גידול המתון של התוצר הנומינלי, הביאו לעלייה של משקל החוב הממשלתי בתוצר, זו השנה השלישית ברציפות. בסוף השנה עמד החוב הממשלתי על רמה גבוהה של 105 אחוזי תוצר, בדומה לרמתו בשנת 1996 (לוח ב'-4). זאת לאחר מגמת הירידה הרצופה שאפיינה את יחס החוב לתוצר מאז תכנית הייצוב של שנת 1985 (להוציא חריגה זמנית בסוף 1998, שקוזה לאחר מכן).

אשר ליעדי המדיניות הפיסקלית בשנים הקרובות – עם הגשת התקציב לשנת 2004 החליטה הממשלה כי יעד הגירעון לשנת 2004 יעמוד על 4 אחוזי תוצר, ומשנת 2005

5 לפירוט והרחבה בנושא הרפורמה בקרנות הפנסיה ראו פרק ה' ותיבה 2 בדוח האינפלציה למחצית השנייה של שנת 2003.

6 בחודש יוני גויסו 750 מיליוני דולרים בארה"ב בריבית של 4.73 אחוזים (1.55 אחוזים מעל התשואה של איגרות חוב אמריקאיות ל-10 שנים).

### לוח ב'-3

גיוס ההון הממשלתי, 2003  
(מיליארדי ש"ח)

| סך כל<br>הגיוס השנתי | רביע IV | רביע III | רביע II | רביע I |                                                      |
|----------------------|---------|----------|---------|--------|------------------------------------------------------|
|                      |         |          |         |        | גיוס ההון בשוק המקומי                                |
| 57.5                 | 10.4    | 13.6     | 15.1    | 18.4   | סך כל הגיוס המקומי – ברוטו                           |
| 35.1                 | 5.9     | 11.8     | 6.4     | 11.0   | סך כל הפירעון המקומי                                 |
| 22.4                 | 4.6     | 1.8      | 8.8     | 7.4    | סך כל גיוס ההון המקומי – נטו                         |
|                      |         |          |         |        | גיוס ההון ברוטו בחו"ל                                |
| 20.7                 | 5.1     | 8.0      | 5.3     | 2.3    | סך כל הגיוס ברוטו בחו"ל                              |
| 14.0                 | 3.4     | 4.0      | 2.8     | 3.8    | פירעונות הקרן בחו"ל                                  |
| 6.7                  | 1.8     | 4.0      | 2.5     | -1.5   | סך כל הגיוס נטו בחו"ל                                |
| 29.1                 | 6.3     | 5.7      | 11.3    | 5.8    | סך כל גיוס ההון נטו – מקומי + חו"ל                   |
|                      |         |          |         |        | הגירעון (+) / העודף (-)                              |
| -26.6                | -7.4    | -4.0     | -9.9    | -5.3   | מקומי                                                |
| -1.1                 | -0.6    | -1.4     | 0.0     | 0.9    | חו"ל                                                 |
| -25.5                | -6.7    | -2.7     | -9.8    | -6.2   | כולל                                                 |
| 9.8                  | 3.9     | 4.9      | 3.6     | -2.7   | המקורות לספיגה (-) / ההזרמה החודשית <sup>1</sup> (+) |
| 4.1                  | 2.8     | 2.3      | 1.1     | -2.1   | הספיגה (-) / ההזרמה החודשית <sup>2</sup> (+)         |

1 הגירעון המקומי בניכוי גיוס ההון המקומי, פחות הגירעון בחו"ל בניכוי גיוס ההון בחו"ל.

2 הגירעון המקומי בניכוי גיוס ההון המקומי.

המקור: משרד האוצר והמחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

ואילך היקף ההוצאה הממשלתית לא יעלה ביותר מאחוז אחד ביחס לשנה הקודמת וכי הגירעון לא יחרוג מהיעד של 3 אחוזי תוצר. יישום ההחלטה יתרום בטווח הארוך לירידה של החוב ביחס לתוצר, מה שיאפשר להשיג את היעד של יציבות מחירים בריביות נומינליות וריאליות נמוכות יותר לכל הטווחים. הירידה בריביות חשובה לעידוד ההשקעות והפעילות הכלכלית בכלל, ובכך עשויה לסייע ליציאת המשק מהמיתון.

**ד. הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל ועקום התשואה הריאלי**  
הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל נגזרת מההפרש בין ריבית בנק ישראל (הריבית הנומינלית) ובין הציפיות לאינפלציה לשנים עשר חודשים הנגזרות משוק ההון, ומקובל להסתכל עליה כעל אחד האינדיקטורים למידת הריסון המוניטרי.  
לאחר העלאות הריבית בסוף המחצית הראשונה של שנת 2002, עם ירידתן של הציפיות לאינפלציה, עלתה הריבית הריאלית הצפויה במחצית השנייה לשיעור ממוצע של כ-7.0 אחוזים. בחודשיים הראשונים של השנה נרשמה ירידה בריבית הריאלית הצפויה לשיעור ממוצע של כ-5.4 אחוזים בפברואר, בעיקר עקב עלייתן של הציפיות לאינפלציה באותה התקופה. מחודש מארס, עם הירידה בציפיות, שבה הריבית הריאלית הצפויה לעלות, ובמאי היא הגיעה לשיעור ממוצע של כ-7.4 אחוזים. מאז חודש יוני ועד

## לוח ב'-4

## החוב הממשלתי הכולל ברוטו, 1996 עד 2003

| 2003                          | 2002  | 2001  | 2000  | 1999  | 1998  | 1997  | 1996  |                                        |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------------------------------|
| (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים) |       |       |       |       |       |       |       |                                        |
|                               |       |       |       |       |       |       |       | א. היתרות לטוף התקופה                  |
| 389.8                         | 372.0 | 326.2 | 305.2 | 307.7 | 295.1 | 268.3 | 245.2 | 1. החוב הפנימי                         |
| 130.3                         | 130.2 | 119.6 | 110.3 | 113.0 | 112.8 | 91.0  | 80.6  | 2. החוב החיצוני                        |
| 520.1                         | 502.2 | 445.8 | 415.4 | 420.7 | 407.9 | 359.3 | 325.8 | 3. החוב הממשלתי הכולל                  |
|                               |       |       |       |       |       |       |       | ב. משקל החוב בתוצר                     |
| 79                            | 76    | 69    | 65    | 72    | 75    | 75    | 77    | 1. החוב הפנימי                         |
| 26                            | 27    | 25    | 24    | 26    | 29    | 26    | 25    | 2. החוב החיצוני                        |
| 105                           | 102   | 94    | 89    | 98    | 104   | 101   | 103   | 3. החוב הממשלתי הכולל                  |
|                               |       |       |       |       |       |       |       | ג. החוב הממשלתי הכולל לפי סוג ההצמדה   |
| 52                            | 53    | 54    | 58    | 60    | 61    | 65    | 65    | 1. צמוד למדד                           |
| 31                            | 32    | 33    | 34    | 35    | 35    | 37    | 37    | מזה: חוב לא-סחיר                       |
| 22                            | 18    | 15    | 11    | 9     | 7     | 7     | 7     | 2. לא-צמוד                             |
| 1                             | 3     | 4     | 4     | 5     | 4     | 3     | 4     | 3. צמוד לדולר                          |
| 25                            | 26    | 27    | 27    | 27    | 28    | 25    | 25    | 4. חוב חיצוני – נקוב במטבע חוץ         |
| 100                           | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 5. סך הכול                             |
|                               |       |       |       |       |       |       |       | ד. הטווח הממוצע לפדיון של החוב הממשלתי |
| 6.6                           | 6.6   | 6.5   | 6.2   | 6.3   | 6.4   | 6.5   | 6.6   | 1. החוב הפנימי                         |
| 8.0                           | 6.6   | 6.9   | 7.1   | 7.6   | 8.0   | 7.9   | 8.1   | 2. החוב החיצוני                        |
| 6.9                           | 6.6   | 6.6   | 6.5   | 6.6   | 6.8   | 6.8   | 6.9   | 3. החוב הכולל                          |

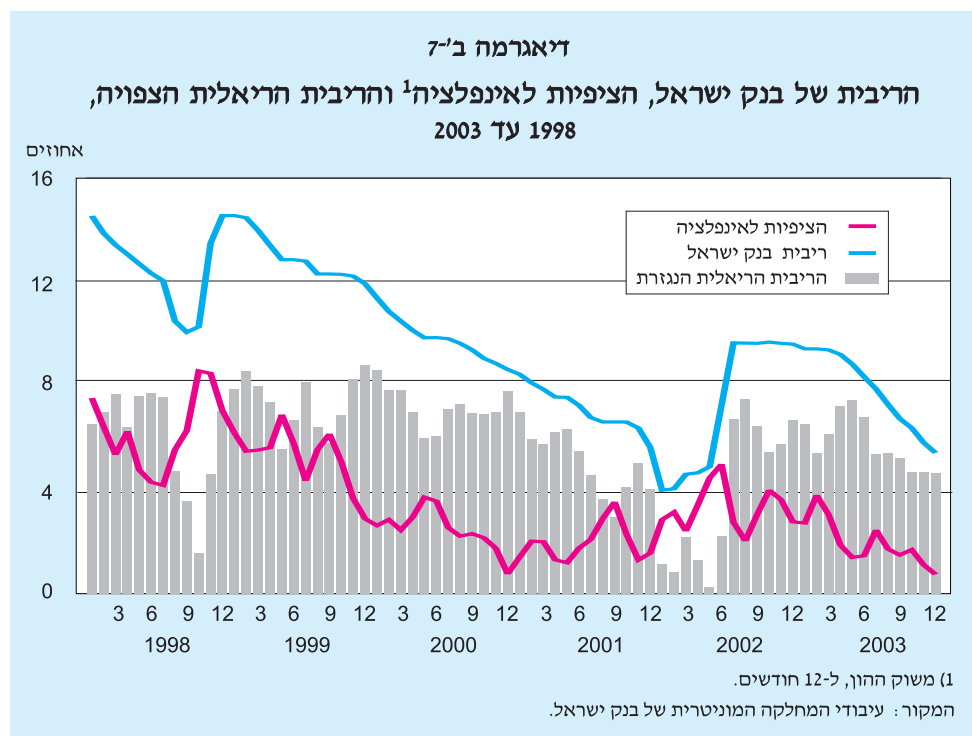
המקור: המחלקה המוניטרית והמחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ של בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

סוף השנה ירדה הריבית הריאלית הצפויה, וזאת בעיקר משום כך שקצב ההפחתה של ריבית בנק ישראל היה מהיר מקצב הירידה של הציפיות לאינפלציה. במחצית השנייה של השנה עמדה הריבית הריאלית על שיעור ממוצע של כ-5.2 אחוזים, בדומה לשיעורה בשנת 2001 (לוח ב'-1, דיאגרמה ב'-7).

אינדיקטור נוסף למידת הריסון המוניטרי הוא השיפוע של עקום התשואות הריאלי. התשואות הריאליות, הן לטווחים הקצרים והן לטווחים הארוכים, מושפעות ממכלול של גורמים ריאליים<sup>7</sup>. נוסף על כך, התשואות הקצרות מושפעות, יותר מן הארוכות, מריבית בנק ישראל, כלומר מהמדיניות המוניטרית, ואילו התשואות לטווחים הארוכים מושפעות יותר מהמדיניות הפיסקלית.

בחודשיים הראשונים של השנה, על רקע התגברות אי-הודאות בשווקים, עלו התשואות הריאליות לטווחים הבינוני והארוך, ושיפוע העקום הפך חיובי תלול. ממאסר עד יולי, בעקבות השיפור בשווקים – ובפרט פרסום התכנית הכלכלית, שהצביע על

7 תנועות דמוגרפיות, התשואה להון פיזי, הריביות הריאליות בחו"ל ופרמיית הסיכון.



מחויבותה של הממשלה לחזור למשמעת פיסקלית, תוך קיצוץ בהוצאותיה, ואישור הערבויות של ממשלת ארה"ב, שהפחית את סיכון החוב של ישראל – ירדו במידה ניכרת התשואות לטווחים הארוכים. באותה התקופה עלו התשואות לטווחים הקצרים, בעיקר מפני הירידה בציפיות לאינפלציה, וכך שיפועו של העקום הפך שלילי תלול, מה שביטא רמת ריסון גבוהה יחסית. בחודשים יולי ואוגוסט, עם ירידתן של התשואות הקצרות, כהתאמה להפחתות הריבית, התמתן שיפועו השלילי של העקום עד כדי השתטחות, ובכך ביטא את ההרפיה בריסון המוניטרי. מספטמבר ועד סוף השנה הוסיפו וירדו התשואות לכל הטווחים, והעקום הגיע לשיעור ממוצע של כ-4.2 אחוזים – נמוך מזה ששרר בסוף שנת 2001, ערב הפחתת ריבית בנק ישראל בשיעור של 2 נקודות אחוז.

#### ה. שוק מטבע החוץ, תנועות ההון ומחירי היבוא

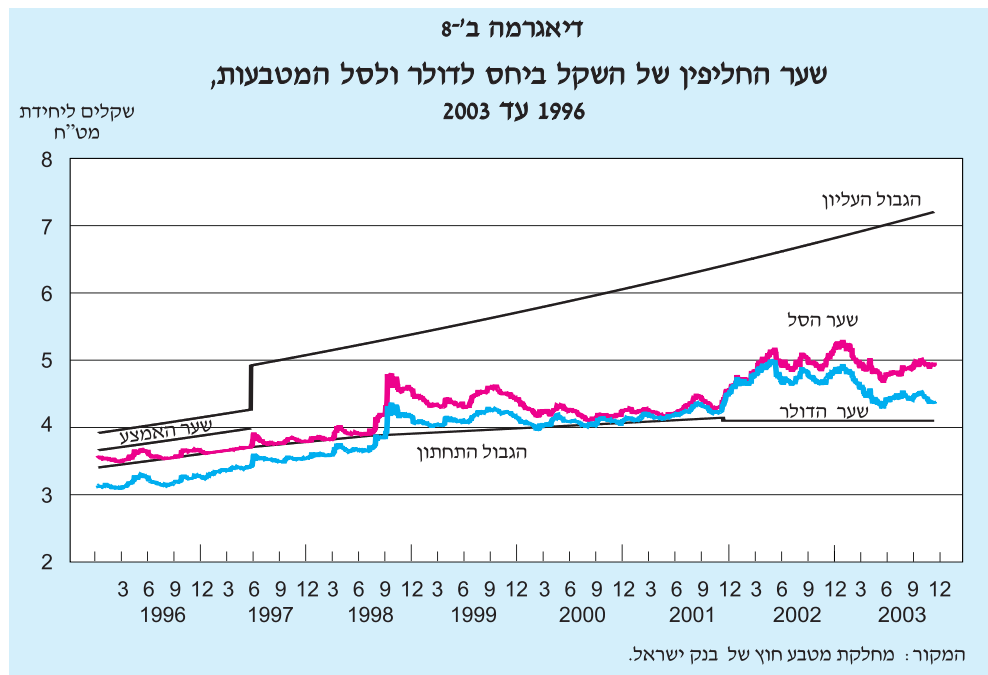
שער החליפין מושפע מהפער בין התשואה על נכסים מקומיים לתשואה על נכסים זרים, מתנועות הון ארוכות טווח, מגורמים מקומיים וכן מאירועים חיצוניים למשק. במשק פתוח עם תנועות הון חופשיות רגישותו של שער החליפין לפערי התשואות גדולה, מה שמשפיע גם על המחירים: עלייה בפער בין התשואות מגדילה את הכדאיות היחסית של נכסים מקומיים ומושכת יבוא הון אל המשק, דבר המתבטא בייסופו של שער החליפין המקומי – ולהפך. כן מושפעים ההיצע והביקוש של מטבע חוץ מתפיסת הסיכון של המשק. השינוי בשער החליפין משפיע על המחירים דרך מחירי המוצרים והשירותים הסחירים. אינדיקציה אפשרית להתפתחות מחירי הסחירים היא התפתחותם של מחירי היבוא והיצוא. (פירוט ראו בהמשך).

## פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

שערו של השקל יוסף השנה ב-6.4 אחוזים מול הדולר, ובכ-0.5 אחוז מול הסל, אולם התפתחותו של שער החליפין לא הייתה אחידה במהלך השנה (דיאגרמה ב'-8), וניתן להבחין בשלוש תקופות עיקריות: מתחילת השנה ועד אמצע פברואר פחת השקל בכ-4 אחוזים מול הדולר ובכ-5 אחוזים מול הסל; החל מאמצע פברואר ועד סוף המחצית הראשונה, עם השיפור בתנאי הרקע, יוסף השקל בשיעור חד של כ-13 אחוזים מול הדולר ובכ-12 אחוזים מול הסל, למרות הפחתות הריבית; במחצית השנייה של השנה, שבה שררה מגמה מעורבת בשער החליפין, פחת השקל ביחס לדולר ולסל בשיעורים של 2 ו-6 אחוזים, בהתאמה.

התפתחות שער החליפין השנה הושפעה מגורמים מקומיים ועולמיים, שבאו לידי ביטוי בשינוי מהותי בהערכת הסיכון של המשק הישראלי ובסיכון המטבעי של השקל, וכן מהצטמצמות הפער בין הריבית המקומית לריבית בחו"ל. פעילותם של תושבי חוץ במשק מילאה תפקיד מרכזי בהתפתחותו של שער החליפין השנה: רוב תנועות ההון במהלך השנה, שהביאו לשינוי המגמות בשער החליפין, נבעו מעסקאות עתידיות קצרות טווח של תושבי חוץ. (לפירוט ראו הסקירה של מחלקת פעילות המשק במטבע חוץ, בדוח זה). בתחילת השנה, עד אמצע פברואר, פחת השקל מול הדולר, כאמור, בשיעור של כ-4 אחוזים. זאת על רקע התגברות אי-הוודאות בשווקים, שהושפעה מהתקרבות מועד הבחירות לכנסת, החשש מהגירעון התקציבי, שהיקפו הגדול הסתמן כבר בתחילת השנה, והמלחמה הצפויה בעיראק.

באמצע פברואר החלה התפתחות חיובית בגורמי אי-הוודאות ששררו בתחילת השנה: תהליך הבחירות הסתיים, והממשלה החדשה אשר הוקמה גיבשה תכנית כלכלית, שבמסגרתה הוחלט על קיצוץ משמעותי בתקציב המדינה לשנת 2003 ולשנים הבאות, מה שתורם להחזרת אמונם של המשקיעים במשק; בתחום המדיני-ביטחוני התחדש המשא ומתן עם הפלסטינים והסתמנה אופטימיות; שני גורמים נוספים וחשובים הם אישור



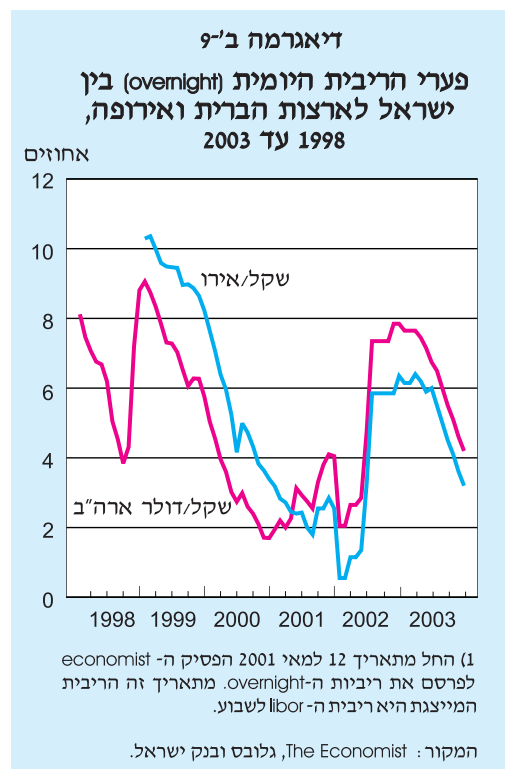
הערביות של ממשלת ארה"ב, שהפחית את סיכון החוב של ישראל, וסיומה המהיר של המלחמה בעיראק, שתרם רבות לירידת הסיכון הגיאופוליטי של ישראל. אלו הביאו לירידה בהערכת הסיכון בשוק מטבע החוץ, והשתקפו בירידתה של סטיית התקן הגלומה במחירי האופציות שקל-דולר. (פירוט ראו בפרק ד').

אינדיקציה לסיכונים אלה היא הפרמיה הנדרשת עבור השקעה באגרות חוב של ממשלת ישראל הנסחרות בחו"ל. (CDS<sup>8</sup>; לפירוט ראו החוברת של מחלקת מטבע חוץ). מאז אוקטובר 2002, למעט החודשיים הראשונים של שנת 2003, ירדה פרמיית הסיכון ירידה חדה ומתמשכת. בשל הירידה בפרמיה זו, וכחלק ממגמה עולמית של הגדלת ההשקעות במשקים מתעוררים, בעיקר באלה שבהם שוררת ריבית גבוהה, החלו תושבי חוץ לרכוש שקלים בהיקפים ניכרים במטרה לרכוש נכסים שקליים. פעילותם זו, שהגדילה את היצע מטבע החוץ גרמה להתחזקותו של השקל במחצית הראשונה של השנה. לעומתם תושבי ישראל רכשו באותה התקופה מטבע חוץ, אך פעילותם לא הייתה דומיננטית.

במחצית השנייה של השנה, על רקע הקטנת השקעותיהם של תושבי חוץ במשקים מתעוררים, ובכללן ההשקעות קצרות הטווח בישראל, התגברו אי-הוודאות הביטחונית, וההערכות בדבר חריגה משמעותית של גירעון הממשלה מהיעד, פחת השקל בשיעור מתון. ואולם, הערכת הסיכון בשוק מטבע החוץ הוסיפה וירדה בתקופה זו, כפי שהתבטא בירידתה של סטיית התקן הגלומה במחירי האופציות שקל-דולר, שמנפיק בנק ישראל, מכ-9 אחוזים ל-6 אחוזים, ובהתפלגות שער החליפין העתידי, הנגזרת מאופציות הנסחרות בבורסה, אשר לפיה ההסתברות לשוניים חדים בשער החליפין הייתה בתקופה זו קטנה מאוד.

בשנת 2003 הצטמצם הפער שבין הריבית השקלית לריביות על מטבע חוץ, בעיקר מול הדולר, במידה ניכרת, לאחר שבשנת 2002 הוא התרחב מאוד. במחצית הראשונה של השנה, מפני הפחתות הריבית ואי שינוי הריבית בארה"ב, ירד הפער בין הריבית השקלית לריבית הדולרית מ-7.8 ל-6.7 נקודות אחוז, ובמחצית השנייה, עם העלייה בקצב הפחתות הריבית והפחתה מתונה של הריבית בארה"ב, הוסיף הפער וירד, עד שבסוף השנה הוא הגיע ל-4.2 נקודות אחוז (דיאגרמה ב'9').

שער החליפין משפיע על התפתחות המחירים דרך מחירי המוצרים והשירותים הסחירים. הואיל ומשקלם של היבוא והיצוא בתוצר ובשימושים בשוק המקומי גבוה מאוד (כ-84 ו-58 אחוזים, בהתאמה), ונוסף על כך ישנם מוצרים ושירותים רבים שהם תחליפים קרובים למוצרי היצוא והיבוא – למחירי היצוא והיבוא יכולה להיות השפעה מהותית על המחירים המקומיים. מחירי היצוא והיבוא מושפעים משני גורמים – משער החליפין



8 Credit Default Swap – מכשיר פיננסי המאפשר העברת חשיפת האשראי בעסקה למנפיק: קונה המכשיר רוכש מהמוכר, תמורת פרמיה, ביטוח למקרה שמנפיק נייר הערך לא יעמוד בתשלום.

ומהתפתחות המחירים בעולם – ולפיכך נגדיר מדד ל"מחירי הסחירים" כמכפלה של שער השקל ביחס לדולר בממוצע המחירים הדולריים של היצוא והיבוא של הסחורות. ואכן מתברר כי יש התאמה גבוהה בין קצב עלייתם של המחירים הסחירים לזה של המחירים המקומיים.

מחירי הסחירים עלו בשנת 2003 באחוז, לאחר שעלו בשיעור חד של כ-12 אחוזים בשנת 2002. העלייה המתונה של מחירי הסחירים נבעה מעלייה של מחירי היבוא והיצוא (במונחי דולרים) שקווצה על ידי ירידתו של שער החליפין (לוח ב'-5). אשר להתפתחות של מדד מחירי הסחירים על פני השנה – ברביע הראשון הוא עלה בשיעור חד של כ-23 אחוזים במונחים שנתיים, כתוצאה מעלייה חדה של מחירי היבוא והיצוא, שלוותה בפיחות של השקל, ואילו ברביעים השני והשלישי הוא ירד (בעיקר ברביע השני של השנה). ירידתו נבעה מהייסוף בשער החליפין, בעוד שמחירי היבוא והיצוא, בממוצע, לא השתנו מהותית. ברביע הרביעי של השנה עלה המדד בכ-10 אחוזים, תוצאת העלייה של מחירי היבוא והיצוא באותה תקופה.

בדומה לשנת 2002, שבה הושפעה עליית המחירים הגבוהה מעלייתם החדה של מחירי המוצרים הסחירים, גם בשנת 2003 השפיעו מחירי הסחירים על המחירים המקומיים. בשנה הנסקרת, ירידתם של מחירי הסחירים תרמה לירידת המחירים של המוצרים המקומיים. תופעה זו מבליטה את עוצמתו של מנגנון התמסורת משער החליפין אל המחירים, ובפרט את השפעתו של הייסוף בשער החליפין לירידת מדד המחירים לצרכן.

## לוח ב'-5

שער החליפין, מחירי היבוא והיצוא והמחירים לצרכן, 1996 עד 2003

| מחירי היבוא                                            | מחירי היצוא | מחירי היבוא | מחירי היצוא | מחירי היבוא          | מחירי היצוא | מדד המחירים |
|--------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------------|-------------|-------------|
| התקופה                                                 | שער הסל     | שער הדולר   | בדולרים     | הסחירים <sup>1</sup> | לצרכן       |             |
| (העלייה או הירידה לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים) |             |             |             |                      |             |             |
| 1996                                                   | 3.5         | 5.9         | -1.2        | -1.8                 | 4.3         | 11.3        |
| 1997                                                   | 4.3         | 8.2         | -2.9        | -5.1                 | 3.9         | 9.0         |
| 1998                                                   | 9.6         | 10.2        | -3.2        | -6.2                 | 5.0         | 5.4         |
| 1999                                                   | 8.3         | 9.0         | -1.6        | -2.3                 | 6.9         | 5.2         |
| 2000                                                   | -4.8        | -1.5        | -2.3        | 2.4                  | -1.5        | 1.1         |
| 2001                                                   | 1.3         | 3.1         | -1.9        | -2.1                 | 1.0         | 1.1         |
| 2002                                                   | 14.3        | 12.7        | -0.7        | -0.2                 | 12.2        | 5.6         |
| 2003                                                   | 1.1         | -4.1        | 3.4         | 7.2                  | 1.0         | 0.7         |
| (העלייה או הירידה לעומת התקופה הקודמת, רביע אחרון)     |             |             |             |                      |             |             |
| 1996                                                   | 3.9         | 6.2         | -1.6        | -3.6                 | 3.5         | 10.9        |
| 1997                                                   | 4.7         | 8.7         | -3.7        | -4.9                 | 4.0         | 8.1         |
| 1998                                                   | 20.8        | 18.9        | -2.7        | -5.8                 | 13.9        | 7.8         |
| 1999                                                   | -1.7        | 0.7         | -0.4        | 0.4                  | 0.7         | 1.9         |
| 2000                                                   | -7.8        | -3.0        | -2.7        | -0.7                 | -4.7        | 0.0         |
| 2001                                                   | 4.2         | 4.3         | -3.4        | -3.5                 | 0.7         | 1.6         |
| 2002                                                   | 14.1        | 10.6        | 1.4         | 4.5                  | 13.9        | 6.7         |
| 2003                                                   | -0.6        | -6.0        | 2.7         | 7.3                  | -1.3        | -2.1        |
| (העלייה או הירידה לעומת הרביע הקודם, מונחים שנתיים)    |             |             |             |                      |             |             |
| 2001                                                   | 7.5         | 3.5         | -3.9        | -0.4                 | 1.3         | -2.6        |
| I                                                      | -4.1        | 2.3         | -5.1        | -3.6                 | -2.2        | 5.6         |
| II                                                     | 10.3        | 8.3         | 0.4         | 0.8                  | 9.0         | 4.0         |
| III                                                    | 3.7         | 3.1         | -4.8        | -10.5                | -4.8        | -0.4        |
| IV                                                     | 2002        | 31.0        | -2.9        | -6.1                 | 29.7        | 6.2         |
| I                                                      | 32.7        | 25.1        | 3.8         | 12.4                 | 35.1        | 13.5        |
| II                                                     | -4.2        | -12.5       | 4.2         | 10.3                 | -6.2        | 7.0         |
| III                                                    | 1.9         | 0.6         | 0.8         | 2.4                  | 2.2         | 0.5         |
| IV                                                     | 2003        | 18.0        | 8.7         | 12.3                 | 23.2        | 0.2         |
| I                                                      | -20.9       | -25.7       | -4.3        | 0.8                  | -27.0       | -1.8        |
| II                                                     | -6.0        | -4.9        | -1.2        | 3.1                  | -3.9        | -5.0        |
| III                                                    | 11.4        | 1.5         | 4.9         | 11.6                 | 9.9         | -1.9        |
| IV                                                     |             |             |             |                      |             |             |

1 ממוצע מחירי היבוא והיצוא מוכפל בשער החליפין של הדולר. המקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

## ו. מצרפי הכסף והאשראי

מצרפי הכסף והאשראי והרכבם הם אינדיקטורים נוספים להערכת האינפלציה הצפויה (לוח ב'6). במשטר של יעד אינפלציה העוגן הנומינלי הוא יעד האינפלציה, וכלי המדיניות המוניטרית להשגת היעד הוא הריבית. במסגרת כזאת, תפקידם של מצרפי הכסף פחות אקטיבי מאשר במשטר שבו כלי המדיניות הוא מצרף כספי, משום שכמותם של מצרפי הכסף נקבעת על פי ביקוש הציבור: היצע הכסף, בכל נקודת זמן, מתאים את עצמו לביקוש, ולכן לא יכול להיווצר עודף היצע. עם זאת, חשוב לעקוב אחר התפתחותם של מצרפי הכסף והאשראי, שכן במצבים מסוימים עשוי להיות להם תפקיד חשוב בהתערעה על האפשרות של היווצרות מצב משברי. כך, למשל, סטייה גדולה ומתמשכת של מצרפים אלו, מעבר לגדלים הנגזרים מניתוח אקונומטרי<sup>9</sup>, אם אין לה הסבר סביר, עלולה להצביע על אי יציבות בביקושים ו/או על התערערות הקשרים המקרו-כלכליים המנחים את קביעת הריבית. שינוי בהרכבם של המצרפים עשוי ללמד על שינוי באינפלציה הצפויה. כך, למשל, עלייה במשקל הפיקדונות לטווח ארוך עשויה ללמד על ירידה באינפלציה הצפויה.

**אמצעי התשלום (M1)** גדלו בשנת 2003 בכ-8 אחוזים, אולם התפתחותם במהלך השנה לא הייתה אחידה: במחצית הראשונה הם הצטמצמו בשיעור של 0.3 אחוז, ובמחצית השנייה התרחבו בכ-8.0 אחוזים. את העלייה באמצעי התשלום במחצית השנייה של השנה ניתן להסביר, בין היתר, כתגובה על הפחתות הריבית המצטברות שביצע בנק ישראל. מבחינת התפתחותם של רכיבי M1 עולה כי לאחר שבשנים האחרונות קצב עלייתו של רכיב המזומן היה מהיר מזה של רכיב העו"ש, השנה גדל רכיב המזומן בכ-6.2 אחוזים, ואילו רכיב העו"ש התרחב בכ-9.2 אחוזים. גם בהתפתחות הרכיבים ניכר שוני בין שתי מחציות השנה: במחצית הראשונה, שבה ריבית בנק ישראל הייתה עדיין ברמה גבוהה, למרות ההפחתות באותה התקופה, גדל רכיב המזומן בכ-1.2 אחוזים ואילו רכיב העו"ש ירד בכ-2 אחוזים; במחצית השנייה, לאחר הפחתות הריבית הרצופות, התרחבו שני הרכיבים בשיעורים של כ-5 וכ-11 אחוזים, בהתאמה.

**המצרף M2** כולל את אמצעי התשלום (M1) ואת יתר הפיקדונות השקליים הלא-צמודים. השנה עלה מצרף זה בשיעור מתון של כ-2.5 אחוזים, לעומת ירידה של כ-4.9 אחוזים בשנת 2002 ועלייה של כ-17 אחוזים בשנת 2001. שיעור הגידול של המצרף פחת מאוד, כאמור, מאז דצמבר 2001 – תחילה על רקע הפחתות הריבית החדה בסוף 2001 והעלייה באינפלציה בשנת 2002, ולאחר מכן על רקע ביטול יתרון המס של הפיקדונות השקליים והפחתות הריבית הרצופות בשנת 2003.

שינויים אלו התבטאו גם בהרכבו של המצרף: בשנים 1999 עד 2001 אופיין הרכב M2 במגמה של הארכת טווח הפיקדונות, ואילו במחצית הראשונה של שנת 2002 הייתה הנזלה של מצרף זה, בגלל הירידה החדה בריבית הנומינלית ובמקביל לעלייה בשיעור האינפלציה. מגמת ההנזלה נמשכה גם בשנת 2003, בשל ההפחתות בריבית בנק ישראל במהלך השנה ועל רקע הרפורמה במס, שהקטינה את כדאיות ההשקעה בפיקדונות שקליים יחסית לתקופות הקודמות. מגמה זו התבטאה בעליית משקלם של הפיקדונות

9 אומדן הביקוש למצרפי הכסף נקבע על פי ההתפתחות בפעילות הריאלית, ברמת המחירים ובתשואות היחסיות. חריגה משמעותית של המצרף הכספי בפועל מהרמה הנגזרת ממשוואת הביקוש עשויה להצביע על האפשרות של אי יציבות פיננסית ו/או התפתחות בועה.

## לוח ב'-6

שיעורי השינוי במיצרנים המוניטריים, 1996 עד 2003  
(סוף תקופה, אחוזים, מונחים שנתיים)

| התקופה | סך האשראי לציבור<br>C3 | האשראי הצמוד למדד | השקלי הלא-צמוד<br>C1 | האשראי במט"ח וצמוד למט"ח |              | מיצרפי הכסף     |                 | שיעור הגידול בתמ"ג הנומינלי <sup>3</sup> | מדד המחירים לצרכן |
|--------|------------------------|-------------------|----------------------|--------------------------|--------------|-----------------|-----------------|------------------------------------------|-------------------|
|        |                        |                   |                      | דולרים                   | במונחי שקלים | M1 <sup>1</sup> | M2 <sup>2</sup> |                                          |                   |
| 1996   | 19.5                   | 22.8              | 13.4                 | 20.0                     | 26.0         | 6.7             | 32.2            | 16.8                                     | 10.6              |
| 1997   | 17.3                   | 17.1              | 10.1                 | 14.1                     | 23.1         | 13.9            | 24.1            | 12.4                                     | 7.0               |
| 1998   | 19.2                   | 14.8              | 20.3                 | 5.5                      | 24.6         | 11.7            | 19.1            | 10.4                                     | 8.6               |
| 1999   | 12.7                   | 10.7              | 15.1                 | 13.2                     | 13.6         | 14.3            | 28.3            | 9.3                                      | 1.3               |
| 2000   | 10.1                   | 2.9               | 28.9                 | 9.8                      | 6.8          | 7.5             | 19.2            | 9.0                                      | 0.0               |
| 2001   | 8.7                    | 6.7               | 11.1                 | 6.7                      | 11.8         | 15.4            | 17.0            | 1.3                                      | 1.4               |
| 2002   | 9.7                    | 6.2               | 5.5                  | 7.0                      | 17.4         | 4.9             | -4.9            | 3.4                                      | 6.5               |
| 2003   | -2.7                   | -5.6              | 3.1                  | 1.8                      | -4.7         | 7.6             | 2.5             | 0.6                                      | -1.9              |
| 2000   |                        |                   |                      |                          |              |                 |                 |                                          |                   |
| I      | 3.6                    | -2.0              | 54.2                 | 4.2                      | -13.3        | -11.3           | 15.0            | 1.1                                      | -4.8              |
| II     | 15.7                   | 7.4               | 15.7                 | 2.7                      | 13.7         | 16.3            | 10.1            | 9.0                                      | 6.6               |
| III    | 11.1                   | 7.7               | 26.3                 | 5.9                      | -1.0         | 12.1            | 24.4            | 8.9                                      | -3.3              |
| IV     | 10.3                   | -1.3              | 22.5                 | 28.0                     | 33.5         | 15.4            | 28.0            | 29.0                                     | 1.9               |
| 2001   |                        |                   |                      |                          |              |                 |                 |                                          |                   |
| I      | 8.3                    | -1.2              | 18.9                 | 9.6                      | 18.8         | 12.0            | 22.4            | 17.2                                     | -1.9              |
| II     | 10.5                   | 13.6              | 10.2                 | 5.6                      | 5.4          | 14.0            | 16.2            | 12.6                                     | 6.6               |
| III    | 14.1                   | 11.9              | 4.5                  | 14.4                     | 33.1         | 34.1            | 18.3            | 30.1                                     | 3.6               |
| IV     | 2.3                    | 3.4               | 11.3                 | -2.0                     | -6.2         | 3.5             | 11.4            | 5.7                                      | -2.3              |
| 2002   |                        |                   |                      |                          |              |                 |                 |                                          |                   |
| I      | 14.8                   | 7.4               | -3.2                 | 6.4                      | 50.6         | 58.8            | -21.7           | 26.1                                     | 9.8               |
| II     | 20.2                   | 11.2              | 7.9                  | 10.0                     | 38.3         | 0.0             | -1.1            | 8.0                                      | 16.3              |
| III    | 1.7                    | 8.3               | 6.3                  | 7.6                      | -6.1         | -18.1           | 9.0             | -11.8                                    | 2.6               |
| IV     | 3.1                    | -1.8              | 11.7                 | 4.2                      | -2.7         | -6.9            | -3.0            | -1.6                                     | -1.8              |
| 2003   |                        |                   |                      |                          |              |                 |                 |                                          |                   |
| I      | 0.3                    | -3.3              | -4.5                 | 2.1                      | 9.9          | 7.9             | -0.1            | 18.9                                     | 3.2               |
| II     | -9.4                   | -5.6              | 17.4                 | -3.5                     | -32.1        | -8.4            | -2.9            | -11.5                                    | -5.0              |
| III    | 0.0                    | -6.2              | -6.5                 | 2.6                      | 11.0         | 24.1            | 9.8             | 13.5                                     | -3.9              |
| IV     | -1.2                   | -7.2              | 7.6                  | 6.4                      | -0.3         | 9.5             | 3.6             | 7.0                                      | -1.6              |

1 M1 – מזומן ופיקדונות עו"ש.

2 M1 – M2 + פח"ק + פז"ק בש"ח + פיקדונות לטווח ארוך בשקלים.

3 שיעורי השינוי של התמ"ג הנומינלי במהלך השנה.

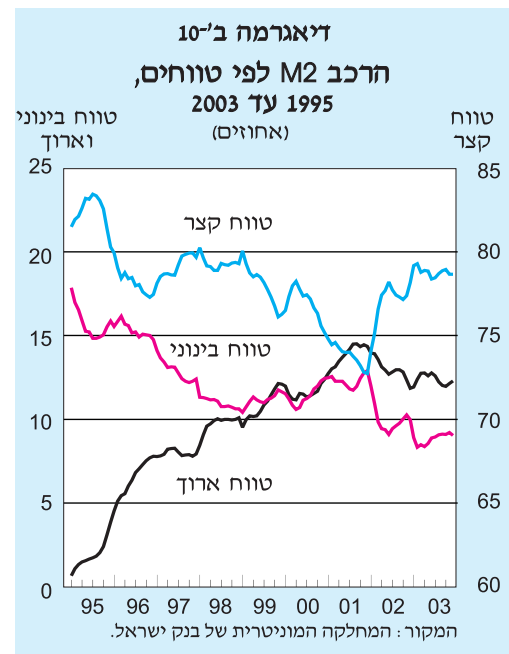
המקור: המחלקה המוניטרית והמחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ של בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לטווחים הקצרים (עד 3 חודשים) עד ל-78.7 אחוזים בסוף השנה, לעומת 72.7 אחוזים בדצמבר 2001 (דיאגרמה ב'10). עליית משקלם של הפיקדונות לטווח קצר באה על חשבון חלקם של הפיקדונות לטווח בינוני, שירד. משקל הפיקדונות לטווח ארוך כמעט לא השתנה.

סך האשראי לציבור (C3) הצטמצם השנה בכ-2.7 אחוזים, לעומת גידול של כ-9.2 אחוזים בממוצע בשנתיים הקודמות (לוח ב'-6). ירידה זו התרחשה למרות הירידה בשיעורי הריבית הנומינלית והריאלית, ומכאן שהיא נבעה בעיקר מירידת הביקוש לאשראי על רקע התמשכותו של המיתון. עם זאת ייתכן שהירידה בכמות האשראי נבעה גם מעלייה בסיכון האשראי, שפעלה להקטנת ההיצע.

היקף האשראי הלא-צמוד (C1) גדל השנה ב-3.1 אחוזים, לעומת 5.5 אחוזים אשתקד, וקצב גידולו של האשראי הצמוד למדד היה השנה שלילי – כ-5.6 אחוזים, לעומת גידול של כ-6.5 אחוזים בממוצע בשנתיים הקודמות.

במשקלם של סוגי האשראי לא חלו שינויים גדולים: משקלו של האשראי הלא-צמוד בסך האשראי עלה מעט, מ-28.0 אחוזים בסוף שנת 2002 ל-29.7 אחוזים; משקל האשראי הצמוד למדד ירד מעט מ-38.8 אחוזים ל-37.7 אחוזים, וכן ירד מעט משקל האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ (כולל אשראי ישיר מחו"ל) – מ-33.2 ל-32.6 אחוזים, בהתאמה.



## ז. הפעילות הריאלית

שנת 2003 אופיינה בהתייבבות הפעילות הריאלית ברמה הנמוכה שאליה היא הגיעה לאחר שנתיים של האטה, ובמחצית השנייה של השנה אף ניכר שיפור מסוים. ההתייבבות באה לידי ביטוי, בין היתר, בעלייה מתונה של התוצר (1.3 אחוזים), התוצר העסקי והיצוא, אך עדיין תוך המשך הרפיון בביקושים המקומיים וירידה בתוצר לנפש. הצריכה הפרטית לנפש, שירדה בכ-2 אחוזים בשנת 2002, נותרה השנה ללא שינוי, ונמשכה הירידה בהשקעה המקומית הגולמית.

פעילות ריאלית ממותנת, אם היא באה מצד הביקושים, מקטינה את הלחץ על המחירים, ובכך פועלת למיתון עלייתם. ואכן, בשנת 2003, תרמה הפעילות הכלכלית הממותנת ליירידות המחירים, ותמכה ברצף של הפחתות ריבית בשיעורים גבוהים יחסית, בעיקר במחצית השנייה של השנה.

ההתפתחויות בפעילות הריאלית בשנת 2003 הושפעו מדהתאוששות האיטית יחסית בסחר העולמי תוך המשך ההאטה בביקוש העולמי למוצרי טכנולוגיה עילית, שמשקלם ביצוא גבוה, מהמצב הביטחוני הקשה, זו השנה השלישית ברציפות, וכן מההשפעות המצטברות של המיתון שנמשך מאז שנת 2001.

אחד הביטויים להתמשכותו של המיתון הוא גידול של שיעור האבטלה וההאטה הניכרת בקצב העלייה של השכר הנומינלי והריאלי בשנים האחרונות. בשנת 2003 נמשכה העלייה בשיעור האבטלה, עד ל-10.7 אחוזים, בד בבד עם ירידה של 2.3 אחוזים בשכר הריאלי למשרת שכיר במגזר העסקי. התפתחות השכר, או ליתר דיוק, עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר (ריאלית) עשויה לשמש אינדיקטור למידת הלחץ משוק העבודה על המחירים בהווה ובעתיד. גידול של עלות העבודה משמעותו גידול של הוצאות הפירמות, ואלה מנסות לפצות את עצמן בהעלאת מחירים. בשנת 2002 התמתן במידה ניכרת קצב עלייתה של עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר, וייתכן שהדבר תמך

פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

בירידת שיעור האינפלציה בשנת 2003 (לוח ב'-7). בשנה הנסקרת ירדה עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר משמעותית ביחס לשנת 2002. התפתחות זו כשלעצמה אמורה לפעול להקטנת הלחץ על המחירים, ואולי אף לירידתם בשנת 2004.

לוח ב'-7

עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר, שיעור האבטלה והמחירים, 1995 עד 2003

| התקופה                                                 | השכר למשרת שכיר                                        |               | עלות העבודה הנומינלית                |                   | שיעור האבטלה |      |
|--------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|---------------|--------------------------------------|-------------------|--------------|------|
|                                                        | במגזר העסקי                                            | במגזר הציבורי | ליחידת תוצר במגזר העסקי <sup>1</sup> | מדד המחירים לצרכן |              |      |
|                                                        | (העלייה או הירידה לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים) |               |                                      |                   |              |      |
| 1995                                                   | 10.7                                                   | 16.0          | 8.5                                  | 9.4               | 10.0         | 6.8  |
| 1996                                                   | 12.9                                                   | 13.4          | 6.5                                  | 11.6              | 11.3         | 6.6  |
| 1997                                                   | 12.8                                                   | 8.9           | 3.3                                  | 11.6              | 9.0          | 7.6  |
| 1998                                                   | 8.5                                                    | 5.8           | 3.7                                  | 5.3               | 5.4          | 8.6  |
| 1999                                                   | 9.1                                                    | 5.4           | 2.4                                  | 8.6               | 5.2          | 9.0  |
| 2000                                                   | 7.8                                                    | 6.5           | 9.8                                  | 1.6               | 1.1          | 8.8  |
| 2001                                                   | 4.4                                                    | 3.8           | -2.6                                 | 7.2               | 1.1          | 9.3  |
| 2002                                                   | -1.4                                                   | 1.1           | -2.8                                 | 1.1               | 5.7          | 10.3 |
| 2003                                                   | -1.7                                                   | -3.1          | 1.8                                  | -4.4              | 0.7          | 10.7 |
| (העלייה או הירידה לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים) |                                                        |               |                                      |                   |              |      |
| 2001                                                   |                                                        |               |                                      |                   |              |      |
| I                                                      | 5.8                                                    | 5.6           | -6.2                                 | 8.9               | -2.6         | 8.5  |
| II                                                     | 0.3                                                    | 55.1          | -5.0                                 | 11.1              | 5.6          | 8.8  |
| III                                                    | -2.8                                                   | -10.1         | 7.4                                  | -8.7              | 4.0          | 9.6  |
| IV                                                     | 0.1                                                    | -25.1         | -19.4                                | 14.4              | -0.4         | 10.3 |
| 2002                                                   |                                                        |               |                                      |                   |              |      |
| I                                                      | -3.6                                                   | 16.3          | -6.9                                 | 1.9               | 6.2          | 10.4 |
| II                                                     | 6.8                                                    | 17.0          | 12.2                                 | -1.6              | 13.5         | 10.3 |
| III                                                    | -10.3                                                  | -1.0          | 7.6                                  | -9.7              | 7.0          | 10.4 |
| IV                                                     | -1.2                                                   | -20.7         | -6.9                                 | -0.4              | 0.5          | 10.2 |
| 2003                                                   |                                                        |               |                                      |                   |              |      |
| I                                                      | -0.7                                                   | 2.1           | -6.9                                 | -1.7              | 0.2          | 10.8 |
| II                                                     | -4.7                                                   | -8.8          | 6.7                                  | -7.4              | -1.8         | 10.6 |
| III                                                    | 5.0                                                    | 24.1          | 26.0                                 | -11.0             | -5.0         | 10.7 |
| IV                                                     | -0.7                                                   | -16.5         | -20.7                                | 16.2              | -1.9         | 10.9 |

1 השכר למשרת שכיר בניכוי התוצר (הריאלי) ליחידת עבודה. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

#### ח. מודלים אקונומטריים

יחד עם בחינה שיפוטית של האינדקטורים, משתמש בנק ישראל לשם הערכת האינפלציה הצפויה גם במודלים מקרר-אקונומטריים שפותחו בבנק. במודלים אלו באים לידי ביטוי הקשרים המורכבים שבין המשתנים הכלכליים ומנגנוני התמסורת, וכך הם מאפשרים לבחון תרחישים כלכליים שונים, ולקבל תחזיות על התפתחות האינפלציה הצפויה בהתאם לתרחישים אלו. כמו כן מאפשרים המודלים להעריך את תוואי הריבית הדרוש להשגת יעד האינפלציה בהינתן התרחישים השונים. עם זאת, המודלים, מעצם טבעם, מבטאים תפיסה "מכניסטית" וקשיחה, ולכן אינם מתאימים בהכרח למיגוון המצבים הכלכליים וההתפתחויות, במיוחד כשמתחוללים במשק שינויים מבניים. ברביע הראשון של השנה, למרות ההרעה בשווקים והעלייה באי-הודאות האינפלציונית, הראו המודלים כי רמת הריבית באותה עת תאמה את הנדרש להשגת יעד האינפלציה לשנה-שנתיים קדימה, וכי ברביע השני יהיה ניתן להתחיל להפחית אותה בהדרגה. מאפריל ועד סוף השנה, על רקע השיפור המתמשך בשווקים ובעקבות הייסוף הלא צפוי בשער החליפין, הראו המודלים כי ניתן להפחית את הריבית המוניטרית בשיעורים גבוהים מאלו שנגזרו בתחילת השנה, ותוואי ההפחתה התעדכן כלפי מטה בכל חודש.

### 4. המחירים

#### א. התפתחות המחירים השונים

מדד המחירים לצרכן ירד השנה ב-1.9 אחוזים. בין הסעיפים שתרמו לירידתו בלט סעיף הדיור, שתרם לירידת המדד 1.5 נקודות אחוז (לוח ב'-8 ודיאגרמה ב'-11). מדד המחירים למעט הדיור ירד בשיעור מתון יותר של 0.5 אחוז. התפתחות המחירים על פני שנת 2003 לא הייתה אחידה: ברביע הראשון הם עלו ב-0.8 אחוז, ואילו בהמשך השנה אופיינו רוב החודשים בירידות מחירים, שהסתכמו ב-2.7 אחוזים. להלן פירוט של סעיפים נבחרים במדד המחירים הכללי.

**מדד מחירי הדיור** ירד בשנת 2003 ב-6.7 אחוזים, לאחר עליות של 5.2 ו-8.2 בשנים 2001 ו-2002, בהתאמה. ירידה זו של מדד הדיור היא הירידה הגדולה ביותר שנרשמה ברכיב זה בכל השנים עד כה. על פי שיטת המדידה הנהוגה כיום של מדד זה (מאז ינואר 1999), סעיף מחירי הדיור בבעלות מחושב על פי דמי השכירות של דירות, וזאת בניגוד לשיטה הקודמת, של חישוב על פי מחיר הרכישה של דירות. בשנים האחרונות, התחזק הקשר שבין שער החליפין של השקל ביחס לדולר ומדד מחירי הדיור דבר המלמד, כנראה, כי בטווח הקצר השפעתם של שינויים בשער החליפין על דמי השכירות של דירות חזקה מהשפעתם על מחירי הדירות. בתחילת שנת 2003, כאשר עודכן סקר הוצאות המשפחה, עלה משקל סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן מ-20.7 אחוזים ל-23.2 אחוזים, ולפיכך נתחזקה השפעתם של השינויים בשער החליפין על מדד מחירי הדיור, ולכן

**דיאגרמה ב'-11**  
**התפתחות של סעיפי מדד המחירים**  
**לצרכן בשנת 2003**

(אחוזים)

|                     |      |
|---------------------|------|
| שונות               | -1.7 |
| תחבורה ותקשורת      | -0.6 |
| בריאות              | -0.4 |
| חינוך, תרבות ובידור | -0.5 |
| הלבשה והנעלה        | -4.0 |
| ריהוט וציוד לבית    | -2.6 |
| אחזקת דירה          | 0.0  |
| דיור                | -6.7 |
| מזון                | 0.3  |
| ירקות ופירות        | 4.2  |
| מדד המחירים         | -1.9 |

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

## התפתחות המחקרים לפי רכיבים שונים, 1990 עד 2003

1 ללא דיוור, פירות וירקות, הלבשה והנעלה, מוצרים מבוקרים.  
2 ללא דלקים  
המקור: הלבשה המרכזית לסטטיסטיקה.

גם על מדד המחירים לצרכן. כך, למשל, בשנת 2002 פוחת השקל ב־9.8 אחוזים מול הדולר, ורכיב הדיור עלה בכ־8.2 אחוזים, ובשנת 2003 ירדו שער החליפין ביחס לדולר ורכיב הדיור ב־6.4 ו־6.7 אחוזים, בהתאמה.

**מדד מחירי ההלבשה וההנעלה** ירד בשנת 2003 ב־4.0 אחוזים ותרם לירידת מדד המחירים לצרכן 0.1 נקודת אחוז. השינוי במדד ההלבשה וההנעלה לא היה אחיד על פני השנה: בחודשי האביב והסתיו היו עליות מחירים עונתיות בשיעורים חודשיים של 3 עד 8 אחוזים, ואילו בשאר חודשי השנה ירדו המחירים בשיעורים חודשיים של 4 עד כ־7 אחוזים. הירידה של מדד ההלבשה וההנעלה השנה באה בהמשך לירידות של מדד זה בשנים 1999 עד 2002, שהגיעו לשיעור מצטבר של 13.3 אחוזים. נראה שירידת המחירים בענף זה מושפעת מהמחירים הזולים של היבוא מהמזרח.

**מדד המחירים הסיטוניים של תפוקת התעשייה** עלה בשנת 2003 ב־2.9 אחוזים, לאחר עלייה של 5.6 אחוזים בשנת 2002. מדד המחירים הסיטוניים משקף את השינוי במחירי המוצרים הנמכרים ישירות מהיצרנים. סל המוצרים הנכלל במדד המחירים הסיטוניים שונה מזה שנכלל במדד המחירים לצרכן, אולם בשנים 1999 עד 2002 היו קצבי התפתחותם דומים. על רקע זה בולט ההבדל בהתפתחות שני המדדים השנה (לוח ב'־8). במדד המחירים הסיטוניים עלו כמעט כל הרכיבים העיקריים. העלייה נבעה בעיקרה מעליית מחירים עולמית של חומרי הגלם, ובחלקה מעלייה גדולה של רכיב המזון, שמשקלו במדד גבוה מאוד (כ־20 אחוזים).

#### השונויות של מדד המחירים לצרכן

אחד הביטויים ליציבות מחירים הוא שונויות נמוכה יחסית של קצב השינוי של מדד המחירים. לשונויות זו שני היבטים – התנודתיות הבין-חודשית של המדד (כלומר השונויות של קצב השינוי החודשי שלו על פני זמן) והשונויות של רכיביו (כלומר השונויות של קצבי השינוי החודשי של רכיביו, בכל חודש).

**סטיית התקן של קצב השינוי החודשי של המדד:** במקביל לירידתו של מדד המחירים לצרכן ירדה סטיית התקן של קצב השינויים החודשיים בשנת 2003 ל־4.0 אחוזים, לעומת 8.5 אחוזים בשנת 2002. זאת לאחר שבשנים 1999 עד 2001 עמדה סטיית התקן על שיעור ממוצע של 5.2 אחוזים. (לניתוח ארוך טווח ראו תיבה ב'־1).

**סטיית התקן של רכיבי המדד:** סטיית התקן של רכיבי המדד עמדה בשנת 2003 על 1.9 אחוזים, בדומה לשיעורה בשנת 2002, למרות הירידה במחירים. בחינה של התפתחות סטיית התקן בעשור האחרון מלמדת שירידת האינפלציה לוותה בירידה מתונה ביותר בסטיית התקן של רכיבי המדד: בשנים 1999 עד 2003 עמדה סטיית התקן על כ־1.8 אחוזים, לעומת כ־2.0 אחוזים מ־1992 עד 1998; זאת למרות הירידה החדה באינפלציה הממוצעת באותן השנים – מ־10.1 אחוזים ל־1.6 אחוזים.

## 5. המקורות לשינוי בבסיס הכסף וכלי המדיניות המוניטרית

בכל חודש מצהיר בנק ישראל על הריבית שהוא מוכן לשלם לבנקים על פיקדונותיהם אצלו. מריבית זו נגזר ביקוש הציבור לבסיס הכסף, ובנק ישראל מספק אותו באמצעות

## פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

הכלים העומדים לרשותו. השינוי בבסיס הכסף נובע משלושה מקורות – הזרמות ההמשלה, המרות מטבע החוץ של המגזר הפרטי והזרמת בנק ישראל. בהינתן שני הראשונים קובע בנק ישראל את היקף ההזרמה/הספיגה שלו כך שהתוספת המבוקשת לבסיס הכסף תסופק ברמת הריבית שקבע.

בנק ישראל לא מתערב במסחר במטבע חוץ מאמצע שנת 1997, להוציא ימים מספר בתחילת 1998, ולכן, מאז, הסעיף המרות מטבע חוץ בחדר העסקאות לא תורם לשינוי בבסיס הכסף. בשנת 2003 גדל בסיס הכסף בכ-3.6 מיליארדי ש"ח – תוצאה של הזרמת המשלה והמוסדות הלאומיים בסך כ-2.1 מיליארדים והזרמה של בנק ישראל בסך כ-1.4 מיליארדים (לוח ב'-9).

כדי להזרים לבסיס הכסף או לספוג ממנו משתמש בנק ישראל בכלים מוניטריים שונים – המכונים על הפיקדונות לזמן קצוב של הבנקים אצלו, המילווה קצר המועד (מק"ם), עסקות ההחלף ומכסות ההלוואה המוניטרית. עד שנת 2001 הכלי המרכזי לניהול מערכת הנוילות השוטפת היה מכריזי הפיקדונות לזמן קצוב של הבנקים בבנק ישראל. אולם בסוף שנת 2001, במסגרת השינויים המבניים בשווקים הפיננסיים, הוחלט על הסרת תקרת המק"ם, שהייתה עד אז מעוגנת בחוק. הנפקת מק"ם לציבור משמשת כלי מוניטרי הדומה בהשפעתו לפיקדונות הבנקים בבנק ישראל, אולם בעוד שהפיקדונות בבנק ישראל נגישים רק לבנקים, ואינם סחירים, המק"ם נסחר בבורסה לאחר הנפקתו, ופתוח להשקעה של כלל הציבור. הסרת מגבלת התקרה של המק"ם מאפשרת להגדיל את הנפקתו על חשבון הפיקדונות בבנק ישראל, וכך יכול הציבור ליהנות מכלי זה. הרחבתו של אפיק המק"ם

### לוח ב'-9

#### המקורות לשינוי בבסיס הכסף, 1996 עד 2003 (מיליוני ש"ח)

| 2003  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |                            |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|----------------------------|
| IV    | III    | II     | I      | 2003   | 2002   | 2001   | 2000   | 1999   | 1998   | 1997    | 1996   |                            |
| 2,977 | 1,669  | 754    | -1,920 | 3,480  | -6,065 | -2,611 | -2,729 | 4,067  | 1,901  | 1,889   | 7,005  | 1. הזרמת המשלה והסוכנות    |
| 2,513 | 1,305  | 337    | -2,186 | 1,969  | -7,634 | -4,341 | -3,493 | 3,139  | 781    | 939     | 6,096  | מזה: המשלה                 |
| -493  | -370   | -265   | -230   | -1,358 | -1,748 | -723   | 286    | 237    | 1,041  | 22,817  | 5,753  | 2. המרות מטבע חוץ          |
|       |        |        |        |        | 0      | 0      | 0      | 0      | 1,746  | 23,324  | 6,451  | מזה: חדר עסקות             |
| 2,484 | 1,299  | 489    | -2,150 | 2,122  | -7,813 | -3,334 | -2,443 | 4,304  | 2,942  | 24,706  | 12,758 | 3. סך הכול (2+1)           |
| 517   | -1,003 | -1,518 | 3,452  | 1,448  | 9,251  | 7,697  | 2,754  | -377   | -2,700 | -21,036 | -8,958 | 4. הזרמת בנק ישראל         |
| -153  | -5     | -5     | -73    | -236   | 68     | 21     | -3     | -12    | -631   | 470     | -3,052 | מזה: הלוואה מוניטרית       |
| -695  | -3,967 | -2,395 | -2,330 | -9,387 | -8,566 | -4,866 | -4,855 | -1,843 | -2,794 | -1,059  | -1,912 | מק"ם                       |
| 85    | -113   | 603    | -196   | 379    | -573   | -252   | 145    | -20    | -892   | 1,111   | -917   | החלף                       |
| -757  | 1,500  | -1,000 | 4,500  | 4,243  | 10,500 | 5,500  | -1,800 | -8,700 | -7,500 | -27,500 | -5,000 | פז"ק בנקים                 |
| 496   | 622    | 765    | 889    | 2,772  | 2,679  | 3,411  | 4492   | 5,825  | 4,957  | 3,420   | 276    | ריבית <sup>1</sup>         |
| 3,002 | 292    | -1,029 | 1,303  | 3,568  | 1,437  | 4,363  | 311    | 3,927  | 242    | 3,670   | 3,801  | 5. סך כל השינוי בבסיס הכסף |

1 ללא מק"ם.

המקור: מאזן בנק ישראל.

בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דין וחשבון 2003

מגדילה את הסחירות בבורסה, משפרת את פעילות השוק המשני, ובזאת מסייעת לפיתוח שוק הכספים.

בעקבות הסרת תקרת המק"ם הגדיל בנק ישראל את היקף הנפקות המק"ם והקטין את ההיקף של פיקדונות הבנקים אצלו (לוח ב'-10): יתרת המק"ם עלתה מ-42.6 מיליארדי ש"ח בסוף 2002 ל-57.7 מיליארדים בסוף 2003, ובמקביל ירדה יתרת הפיקדונות מ-33.5 מיליארדי ש"ח בסוף 2002 ל-25.6 מיליארדים בסוף 2003. פיקדונות הבנקים בבנק ישראל הם לתקופות של יום ושבוע (לוח ב'-11).

לוח ב'-10

הכלים המוניטריים – פז"ק ומק"ם, דצמבר 2002 עד דצמבר 2003  
(ממוצע חודשי, מיליוני ש"ח)

| התקופה     | סך כל הפיקדונות | הפיקדון |        | סך כל המק"ם | מזה: בידי הבנקים | סך כל הפיקדונות והמק"ם |
|------------|-----------------|---------|--------|-------------|------------------|------------------------|
|            |                 | שבועי   | יומי   |             |                  |                        |
| דצמבר 2002 | 33,484          | 20,000  | 13,484 | 42,589      | 5,020            | 76,073                 |
| 2003       |                 |         |        |             |                  |                        |
| ינואר      | 34,144          | 20,903  | 13,241 | 43,437      | 3,298            | 77,581                 |
| פברואר     | 35,096          | 21,250  | 13,846 | 44,413      | 2,456            | 79,509                 |
| מארס       | 32,437          | 20,000  | 12,437 | 45,666      | 1,627            | 78,103                 |
| אפריל      | 31,566          | 18,600  | 12,966 | 45,703      | 1,893            | 77,269                 |
| מאי        | 30,400          | 18,323  | 12,077 | 46,957      | 2,063            | 77,357                 |
| יוני       | 29,487          | 18,067  | 11,420 | 48,663      | 2,895            | 78,150                 |
| יולי       | 29,866          | 18,000  | 11,866 | 49,874      | 3,208            | 79,740                 |
| אוגוסט     | 28,296          | 17,839  | 10,457 | 51,259      | 2,907            | 79,555                 |
| ספטמבר     | 29,996          | 18,467  | 11,529 | 52,434      | 3,175            | 82,430                 |
| אוקטובר    | 32,758          | 22,065  | 10,693 | 53,924      | 3,659            | 86,682                 |
| נובמבר     | 27,449          | 17,367  | 10,082 | 56,037      | 5,321            | 83,486                 |
| דצמבר      | 25,637          | 15,677  | 9,960  | 57,746      | 6,816            | 83,383                 |

המקור: המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

## לוח ב' 11

הפיקדונות המוניטריים, 2001 עד 2003  
(סך כל המערכת, ממוצע רבעוני)

| התקופה | ניצול הפיקדונות |        |                     | סך<br>הכול | עלות הפיקדונות |        |        |
|--------|-----------------|--------|---------------------|------------|----------------|--------|--------|
|        |                 |        |                     |            | המכרז          |        |        |
|        | היומי           | השבועי | החודשי <sup>1</sup> |            |                |        |        |
|        |                 |        |                     |            | היומי          | השבועי | החודשי |
|        | (מיליוני ש"ח)   |        |                     |            | (אחוזים)       |        |        |
| 2001   |                 |        |                     |            |                |        |        |
| IV     | 9,585           | 11,837 | 24,000              | 45,422     | 6.20           | 6.24   | 6.46   |
| 2002   |                 |        |                     |            |                |        |        |
| I      | 8,589           | 9,178  | 19,600              | 37,367     | 4.20           | 4.20   | 4.40   |
| II     | 8,608           | 7,011  | 15,385              | 31,004     | 5.60           | 5.54   | 5.33   |
| III    | 12,913          | 19,130 | 1,542               | 32,043     | 9.65           | 9.63   | 7.57   |
| IV     | 12,663          | 20,000 | -                   | 32,663     | 9.64           | 9.62   | -      |
| 2003   |                 |        |                     |            |                |        |        |
| I      | 13,152          | 20,700 | -                   | 33,852     | 9.45           | 9.40   | -      |
| II     | 12,153          | 18,330 | -                   | 30,483     | 8.81           | 8.78   | -      |
| III    | 11,282          | 18,098 | -                   | 29,380     | 7.30           | 7.30   | -      |
| IV     | 10,247          | 18,380 | -                   | 28,627     | 5.99           | 5.87   | -      |

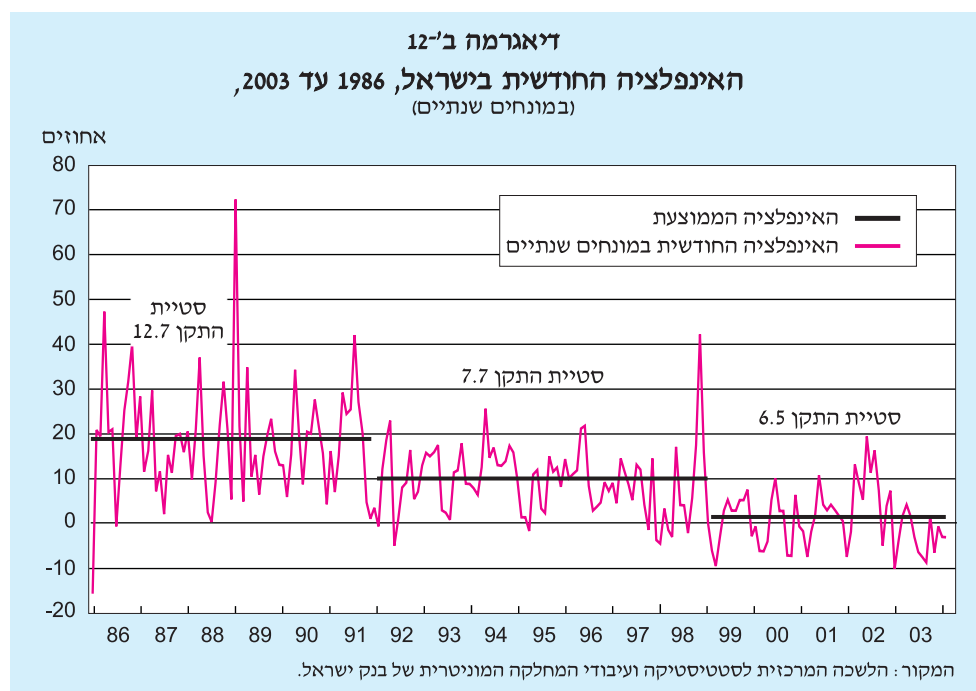
1 ב' 16.07.2002 הופסק המכרז החודשי.  
המקור: המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

### תיבה ב' 1: השוואת סטיות התקן הבין-חודשיות בישראל ובמדינות נבחרות (מפותחות ומתפתחות) בשיעורי אינפלציה שונים

אחת התופעות המאפיינות אינפלציה גבוהה היא אי-הוודאות האופפת אותה, אשר משתקפת, בין היתר, בסטיית התקן הבין-חודשית של קצב עליית מדד המחירים.

ירידת האינפלציה בישראל בעשור האחרון לוותה גם בירידת סטיית התקן של קצב השינוי החודשי במחירים, אולם רמתה של האחרונה נותרה, בשנים האחרונות, גבוהה הן ביחס לאינפלציה הממוצעת והן ביחס לזו השוררת במדינות אחרות ששיעורי האינפלציה בהן דומים לשלנו (דיאגרמות ב' 13 רב' 12).

התקופה שמתכנית הייצוב של שנת 1985 ועד היום מתחלקת לשלוש תקופות עיקריות מבחינת התפתחות האינפלציה. בתקופה הראשונה, מינואר 1986 ועד דצמבר 1991, שיעור האינפלציה הממוצע היה 18.7 אחוזים, וסטיית התקן שלו הייתה 12.7 אחוזים. בתקופה השנייה, מינואר 1992 ועד דצמבר 1998, ירד קצב האינפלציה ירידה משמעותית, לכ-10.1 אחוזים, וסטיית התקן שלו ירדה אף היא לכ-7.7 אחוזים. בתקופה השלישית, מינואר 1999 ועד דצמבר 2003, הוסיף קצב



העלייה וירד, לשיעור ממוצע של 1.6 אחוזים, אך סטיית התקן שלו נותרה גבוהה, 6.5 אחוזים (לוח ב'-12 ודיאגרמה ב'-12).

כדי להשוות את תנודתיות המחירים בישראל לזו של מדינות אחרות, נבחרו מדינות, מפותחות ומתפתחות, אשר, כמו בישראל, שררו בהן בעבר שיעורי אינפלציה גבוהים, והם הלכו וירדו עד שהתבססו ברמה נמוכה. בכל מדינה נבחנו שיעורי האינפלציה וסטיית התקן בשלוש תקופות, שנקבעו על פי התפתחות האינפלציה בישראל (לוח ב'-12 ודיאגרמה ב'-13).

את הקשר שבין סטיית התקן לאינפלציה הממוצעת נהוג לאפיין באמצעות היחס שביניהן (מקדם ההשתנות). בחינה של הנתונים במדינות השונות מלמדת כי במעבר מהתקופה הראשונה לשנייה, דהיינו מאינפלציה דו-ספרתית לחד-ספרתית (גבוהה), ירדה משמעותית גם סטיית התקן של האינפלציה. עם זאת נראה שהירידה בסטיית התקן מתונה מעט מזו שבאינפלציה, כפי שמתבטא בעלייה מסוימת של מקדם ההשתנות. ההתמתנות היחסית בירידתה של סטיית התקן בולטת יותר במעבר מהתקופה השנייה לשלישית, כלומר מאינפלציה חד-ספרתית ליציבות מחירים (אינפלציה של פחות מ-5 אחוזים). המעבר מהתקופה השנייה לשלישית מתבטא, בכל המדינות, בעלייה של מקדם ההשתנות.

דיאגרמה ב'-13 היא דיאגרמת פיזור של סטיות התקן והאינפלציה הממוצעת של המדינות השונות, בשלוש התקופות, וכן מוצג בה קו הרגרסיה העובר בין נקודות אלה. רואים קשר חיובי בין סטיות התקן לאינפלציה: ככל שהאינפלציה הממוצעת גבוהה יותר, סטיית התקן שלה גבוהה יותר. שיפועו של הקו נמוך מ-45 מעלות,

## לוח ב'-12

### סטיות התקן בשיעורי אינפלציה שונים במדינות נבחרות

| המדינה  | תקופה I                       |      |                     | תקופה II                     |      |                     | תקופה III                   |      |                     |
|---------|-------------------------------|------|---------------------|------------------------------|------|---------------------|-----------------------------|------|---------------------|
|         | שיעור האינפלציה: 20-10 אחוזים | מקדם | אינפלציה סטיית התקן | שיעור האינפלציה: 10-5 אחוזים | מקדם | אינפלציה סטיית התקן | שיעור האינפלציה: 5-0 אחוזים | מקדם | אינפלציה סטיית התקן |
| ישראל   | 18.7                          | 12.7 | 0.7                 | 10.1                         | 7.7  | 0.8                 | 1.7                         | 6.5  | 3.8                 |
| איטליה  | 12.9                          | 5.1  | 0.4                 | 5.5                          | 2.8  | 0.5                 | 2.5                         | 1.7  | 0.7                 |
| פורטוגל | 23.1                          | 16.1 | 0.7                 | 10.2                         | 6.7  | 0.7                 | 3.2                         | 4.2  | 1.3                 |
| אנגליה  | 13.0                          | 11.5 | 0.9                 | 5.6                          | 6.6  | 1.2                 | 2.6                         | 4.6  | 1.8                 |
| ארה"ב   | 8.8                           | 4.7  | 0.5                 | 3.8                          | 2.7  | 0.7                 | 2.5                         | 2.7  | 1.1                 |
| מכסיקו  | 17.6                          | 7.6  | 0.4                 | 9.1                          | 3.1  | 0.3                 | 4.5                         | 3.7  | 0.8                 |
| שבדיה   | 11.5                          | 9.3  | 0.8                 | 7.9                          | 8.8  | 1.1                 | 1.4                         | 4.5  | 3.2                 |
| פולין   | 16.5                          | 10.7 | 0.6                 | 7.9                          | 6.2  | 0.8                 | 0.8                         | 3.9  | 4.9                 |
| דנמרק   | 10.2                          | 7.1  | 0.7                 | 3.6                          | 5.7  | 1.6                 | 2.2                         | 3.5  | 1.6                 |
| בלגיה   | 11.5                          | 4.7  | 0.4                 | 6.4                          | 4.5  | 0.7                 | 2.1                         | 3.2  | 1.5                 |
| קנדה    | 9.6                           | 4.7  | 0.5                 | 4.6                          | 4.4  | 1.0                 | 1.8                         | 3.6  | 2.0                 |
| צרפת    | 11.6                          | 3.8  | 0.3                 | 7.8                          | 2.8  | 0.4                 | 2.1                         | 2.6  | 1.2                 |
| קוריאה  | 19.4                          | 16.0 | 0.8                 | 8.1                          | 7.6  | 0.9                 | 4.5                         | 6.4  | 1.4                 |
| נורבגיה | 10.2                          | 8.4  | 0.8                 | 5.7                          | 5.6  | 1.0                 | 2.2                         | 4.9  | 2.2                 |
| אירלנד  | -                             | -    | -                   | 6.0                          | 5.5  | 0.9                 | 4.0                         | 5.3  | 1.3                 |
| ספרד    | 14.0                          | 9.5  | 0.7                 | 5.6                          | 5.1  | 0.9                 | 2.9                         | 3.4  | 1.2                 |
| ממוצע   | 13.9                          | 8.8  | 0.6                 | 6.7                          | 5.4  | 0.8                 | 2.6                         | 4.0  | 1.9                 |

### החלוקה לתקופות בכל מדינה:

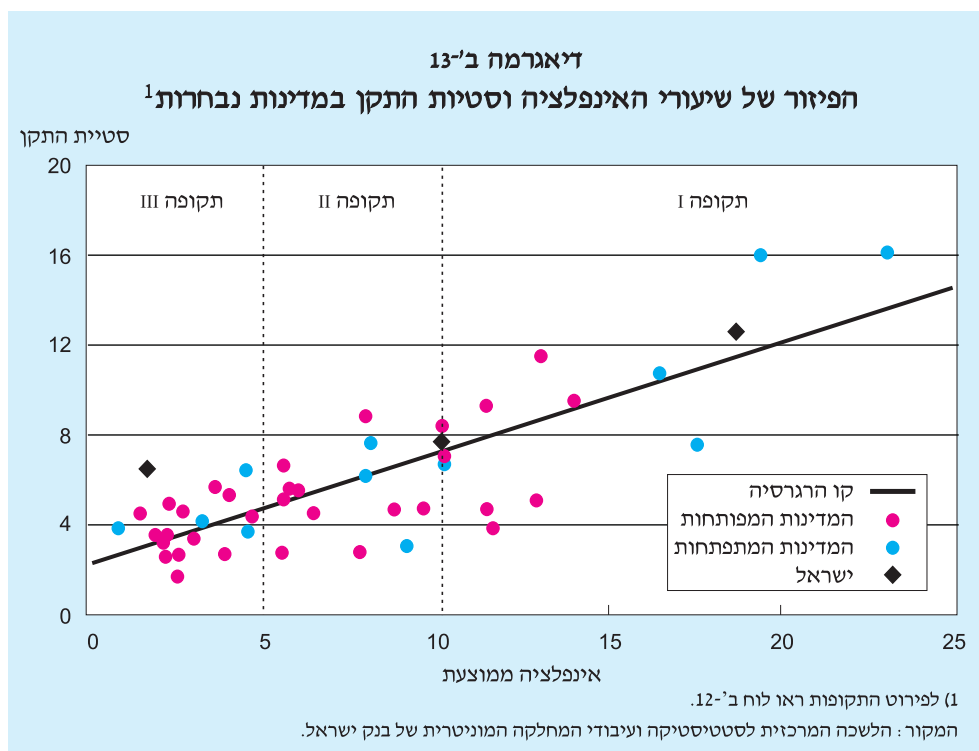
| מדינה   | תקופה I                | תקופה II               | תקופה III             |
|---------|------------------------|------------------------|-----------------------|
| ישראל   | (72) 1/1986 - 12/1991  | (84) 1/1992 - 12/1998  | (60) 1/1999 - 12/2003 |
| איטליה  | (38) 1/1982 - 2/1985   | (124) 3/1985 - 6/1995  | (97) 7/1995 - 7/2003  |
| פורטוגל | (85) 8/1978 - 8/1985   | (104) 9/1985 - 4/1994  | (111) 5/1994 - 7/2003 |
| אנגליה  | (156) 1/1970 - 12/1982 | (120) 1/1983 - 12/1992 | (127) 1/1993 - 7/2003 |
| ארה"ב   | (120) 1/1973 - 12/1982 | (120) 1/1983 - 12/1992 | (127) 1/1993 - 7/2003 |
| מכסיקו  | (28) 1/1997 - 4/1999   | (20) 5/1999 - 12/2000  | (31) 1/2001 - 7/2003  |
| שבדיה   | (50) 1/1974 - 2/1978   | (179) 3/1978 - 2/1993  | (127) 2/1993 - 8/2003 |
| פולין   | (25) 2/1996 - 2/1998   | (39) 3/1998 - 5/2001   | (26) 6/2001 - 7/2003  |
| דנמרק   | (63) 3/1979 - 5/1984   | (103) 6/1984 - 12/1992 | (128) 1/1993 - 8/2003 |
| בלגיה   | (38) 1/1974 - 2/1977   | (101) 3/1977 - 7/1985  | (217) 8/1985 - 8/2003 |
| קנדה    | (114) 1/1974 - 6/1983  | (96) 7/1983 - 6/1991   | (145) 7/1991 - 7/2003 |
| צרפת    | (109) 5/1973 - 4/1982  | (36) 5/1982 - 5/1985   | (219) 6/1985 - 8/2003 |
| קוריאה  | (84) 1/1975 - 12/1981  | (50) 3/1987 - 4/1991   | (148) 5/1991 - 8/2003 |
| נורבגיה | (101) 1/1974 - 5/1982  | (129) 6/1982 - 2/1993  | (125) 3/1993 - 8/2003 |
| אירלנד  | -                      | (20) 12/1999 - 7/2001  | (25) 8/2001 - 8/2003  |
| ספרד    | (120) 2/1977 - 12/1986 | (104) 1/1987 - 8/1995  | (94) 9/1995 - 6/2003  |

הערות: \* שיעור האינפלציה הוא שיעור השינוי החודשי במונחים שנתיים.

\*\* המספרים בסוגריים מציינים את מספר התצפיות/החודשים בכל תקופה.

\*\*\* באירלנד, בשונה משאר המדינות, נמצאו רק שתי תקופות המתאימות לטווחי האינפלציה הרלוונטיים.

המקור: נתוני קרן המטבע הבין-לאומית, עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.



ומכאן שכאשר האינפלציה יורדת, יורדת איתה גם סטיית התקן אך במידה פחותה, כך שמקדם ההשתנות עולה.

מהלוח ומהדיאגרמה עולה גם, שבתקופות הראשונה והשנייה ישראל אינה יוצאת דופן מהמדינות האחרות. לעומת זאת בתקופה השלישית, כלומר בתקופת יציבות המחירים, סטיית התקן בישראל חרגה מזו שבמדינות האחרות. ייתכן שהדבר מלמד כי ירידת המחירים בישראל טרם התבססה.