

פרק ג'

המחירים

מדד המחירים לצרכן עלה במשך שנת 1999 ב־1.3 אחוזים בלבד, שיעור נמוך משמעותית מיעד האינפלציה (4 אחוזים), ודומה לשיעורי האינפלציה במדינות המפותחות. ברם, התפתחות המחירים במהלך השנה מורה שסביבת האינפלציה בישראל עדיין גבוהה מאשר במדינות אלו. את הרביע הראשון יש לראות כהמשך לפיחות החד ולתגובת בנק ישראל בסוף 1998. רביע זה אופיין בייסוף השקל ובירידת מדד המחירים לצרכן ב־1.4 אחוזים. ואולם, ההתפתחויות בשלושת הרביעים האחרונים של השנה הן אינדיקציה טובה יותר לסביבת האינפלציה, שכן בתקופה זו לא התרחשו זעזועים אקסוגניים בולטים, אף כי בלטו בהם החששות להישנותם של זעזועים כאלה, בעיקר ברביעים השני והשלישי. חוסר הוודאות התבטא בציפיות לפיחות מואץ לקראת סוף השנה וכן בתנודתיות רבה של הציפיות לאינפלציה, שירדו אל תחום יעד האינפלציה רק בחודשיים האחרונים של 1999. בשלושת הרביעים האחרונים של השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב־3.7 אחוזים במונחים שנתיים, מעט מתחת ליעד האינפלציה השנתי; עם זאת, יש לציין כי השינוי הממותן במחירים התפתח בעקבות המדיניות המוניטרית המרסנת ועל רקע הפעילות הממותנת. ההישג המרכזי של המדיניות המוניטרית השנה הוא החזרה לתוואי עליית המחירים הממותן, אשר אפיין את המשך בשנת 1998, לפני הזעזועים הפיננסיים בעולם שהתבטאו, בין היתר, בפיחות ובעליות המחירים החדות של סוף 1998.

האתגר המרכזי העומד בפני המדיניות המוניטרית בשנים הקרובות יהיה ביסוס הישג זה על ידי עמידה ביעד האינפלציה לשנים 2000 ו־2001 – עד 4 אחוזים – תוך ירידה הדרגתית בריבית. למרות שיעור השינוי הנמוך במדד המחירים לצרכן במשך שנת 1999 נראה כי יש במכלול תנאי הרקע בשנת 2000 סיכונים להאצת האינפלציה, ובראשם מגמת הסגירה של פערי הריביות עם חו"ל, הגידול המהיר של המיצרפים המוניטריים, ההתאוששות בביקושים המקומיים ועלייתם הצפויה של מחירי הסחורות בעולם.

1. קווי ההתפתחות העיקריים

א. סקירה כללית

מדד המחירים לצרכן עלה במשך 1999 ב־1.3 אחוזים, וזאת לעומת עלייה של 8.6 אחוזים ב־1998. שיעור עליית המחירים השנה הוא הנמוך ביותר בשלושת העשורים האחרונים. שיעור זה אמנם נמוך משמעותית מיעד האינפלציה לשנת 1999 (4 אחוזים), ומעיד על ירידה ניכרת בסביבת האינפלציה, אולם מניתוח התפתחות המחירים על פני השנה עולה כי סביבת האינפלציה בישראל עדיין לא התבססה ברמה המקובלת במדינות המתועשות, כ־2 אחוזים. ברביע הראשון ירד מדד המחירים לצרכן ב־1.4 אחוזים, לעומת עלייה של 2.8

ב־1999 עלה מדד המחירים לצרכן ב־1.3 אחוזים, אך סביבת האינפלציה עדיין לא התבססה ברמה המקובלת במדינות המתועשות.

אחוזים בשלושת הרביעים הנותרים (עלייה של 3.7 אחוזים במונחים שנתיים) – אולם מבחינת התפתחות מדדי המחירים יש לראות רביע זה כהמשך לאירועי הרביע האחרון של 1998 – הזעזוע הפיננסי העולמי, שהשתקף, בין היתר, בפחות, בעלייה החדה של המחירים ובתגובת בנק ישראל עליה. בשלושת הרביעים הנותרים חזר המשק לסביבת האינפלציה הממונתת שאפיינה אותו בשנה שקדמה לרביע האחרון של 1998, אך עדיין ניכרו חששות להישנותם של זעזועים בשוק מטבע החוץ¹. עם התבדות החששות האלה, בחודשיים האחרונים של השנה, ירדו הציפיות לאינפלציה² ירידה חדה, שלווה בייסוף השקל ובשיעורי שינוי נמוכים במיוחד במדד המחירים לצרכן (0.2- אחוז בנובמבר ו-0.0 אחוז בדצמבר). התפתחותם של מדדי מחירים מרכזיים במשק במהלך השנה דמתה לזו של מדד המחירים לצרכן (לוח ג'-1 ודיאגרמה ג'-1).

לוח ג'-1

התפתחות המחירים ושערי החליפין במהלך השנים, 1997 עד 1999
(שיעורי השינוי, אחוזים במונחים שנתיים)

חזרה אינפלציה לסביבת מתונה אפריל עד דצמבר 1999	זעזוע בשוק המט"ח אוגוסט 1998 עד מארס 1999	סביבת אינפלציה של 4-3 אחוזים יולי 1997 עד יולי 1998	שנתי			
			1999	1998	1997	
3.7	7.4	3.7	1.3	8.6	7.0	מדד המחירים לצרכן
2.8	8.7	4.3	1.7	8.5	6.7	מדד המחירים לצרכן בניכוי הפירות והירקות והדיוור
2.4	9.9	5.1	2.2	8.5	7.8	המדד ה"מנוכה" ¹
5.7	10.9	2.5	3.3	8.2	5.9	מדד המחירים הסיטוניים
5.5	2.7	2.9	-0.9	8.8	7.5	מדד מחירי הדיוור
1.4	9.0	3.4	-0.1	8.7	5.8	מדד מחירי המוצרים הסחירים
5.5	6.3	3.9	2.3	8.6	7.7	מדד מחירי המוצרים הלא-סחירים
0.2	11.9	4.7	0.5	9.0	7.7	מדד מחירי המוצרים הסחירים ללא ההלבשה וההנעלה
4.7	8.0	5.4	3.9	8.1	7.9	מדד מחירי המוצרים הלא-סחירים בניכוי הפירות והירקות והדיוור
5.4	15.6	5.5	0.4	18.2	7.9	הדולר
4.2	16.8	3.7	-2.5	20.6	3.7	סל המטבעות

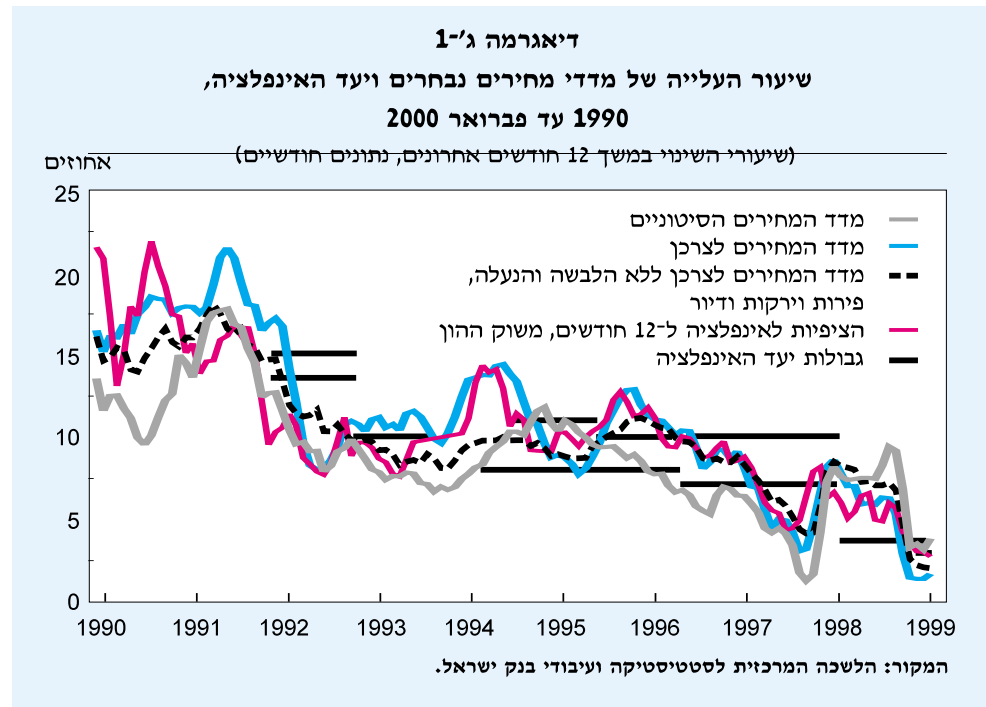
(1) המדד ה"מנוכה" – מדד המחירים לצרכן מנוכה סעיפי הפירות והירקות, הדיוור וההלבשה וההנעלה.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

- 1 חששות אלו באו לידי ביטוי בהנחות פחות חריגות לרביע האחרון של 1999 על ידי כל הגופים העוסקים בחיזוי אינפלציה במשק.
- 2 הציפיות לאינפלציה מחושבות כאינפלציה הנגזרת מפער התשואות בין איגרות חוב צמודות ללא צמודות הנפדות באותו מועד. חישוב זה כולל בתוכו פרמיית סיכון בגין חוסר-הוודאות לגבי האינפלציה העתידית. לדרך חישוב הציפיות ראה בנק ישראל, דוח האינפלציה לשנת 1999, המחצית שנייה, נספח 1 עמ' 21-22.

האתגר המרכזי של המדיניות המוניטרית בתחילת השנה, לנוכח האירועים של סוף השנה הקודמת, היה להבטיח כי הפיחות ועליות המחירים החדות מהרביע האחרון של 1998 לא ייתרגמו לתהליך אינפלציוני, אלא לעליית מחירים חד-פעמית. לאחר שהסתמנה עמידה באתגר זה, התמקדה המדיניות המוניטרית בביסוס סביבת האינפלציה באזור היעד ל-1999 (4 אחוזים) ולשנים 2000-2001 (3-4 אחוזים).

כדי למנוע התפרצות אינפלציונית, העלה הבנק את הריבית בשיעורים חדים בנובמבר 1998 (ב-4 נקודות אחוז במצטבר), ורק לאחר ירידה משמעותית של הציפיות לאינפלציה (על רקע שיעורי שינוי שליליים במדד בתחילת 1999) חודשה המגמה של הורדות הריבית (מגמה שנקטעה בשלהי 1998, בגלל עליות המחירים החדות). לעומת זאת במחצית השנייה של 1999 – לנוכח הרמה הגבוהה יחסית של הציפיות לאינפלציה, התגברות אי-הוודאות לגבי המדיניות הפיסקלית, עליית מחירי הדלק בעולם, חשש מ"באג 2000" וציפיות לפיחות מתקרב – הושארה ריבית בנק ישראל ללא שינוי עד סוף נובמבר. רק לאחר שנראה כי סביבת האינפלציה ירדה – וזאת על פי הירידה התלולה של הציפיות לאינפלציה אל רמת היעד לשנים 2000-2001, במקביל לרגיעה בשוק מטבע החוץ – המשיך בנק ישראל להוריד את הריבית.

במחצית השנייה של 1999
הושארה ריבית בנק
ישראל ללא שינוי עד סוף
נובמבר. רק משירדו
הציפיות לאינפלציה, שב
הבנק והוריד את הריבית.



מספר גורמים מקרו-כלכליים עיקריים פעלו השנה להתמתנות קצב עלייתם של המחירים: הריסון המוניטרי נמשך; רמת הריבית הריאלית האפקטיבית ex-ante על מקורות בנק ישראל עמדה על 7.5 אחוזים בממוצע (לעומת 6.2 אחוזים ב-1998, 5.2 אחוזים ב-1997 ושיעורים נמוכים יותר בשנים קודמות); הריבית הנומינלית נקבעה תוך מעקב אחר הציפיות לאינפלציה, וירידתן של האחרונות אפשרה הורדות ריבית מתונות במהלך השנה.

רמת הפעילות במשק נשארה השנה מתונה, למרות המפנה שהחל ברביע השני, מצב שתמך בשיעור הנמוך של עליית המחירים. הפער בין התוצר בפועל לתוצר הפוטנציאלי³ המשיך לגדול, והאבטלה הגיעה ל-8.9 אחוזים בממוצע.

שער החליפין ירד ברביע הראשון של 1999 (בהמשך למגמה שהחלה באמצע נובמבר 1998), בתגובה על העלאת הריבית בסוף 1998, וירידתו לוותה בשיעורי שינוי שליליים במדד המחירים לצרכן. בחודשים אפריל עד אוקטובר נטה שער החליפין לעלות, ושיעור העלייה של מדד המחירים לצרכן הגיע ל-5.2 אחוזים במונחים שנתיים. בחודשיים האחרונים של השנה התחדשה מגמת הייסוף, תוך שמירה על יציבות המחירים, כך שבסוף השנה הגיע שער החליפין לרמה הגבוהה ב-0.4 אחוז בלבד מזו של דצמבר 1998 (בממוצעים חודשיים). מכאן שהשינוי השנתי בשער החליפין היה בין הגורמים שתמכו במתינותה של עליית המחירים במהלך השנה.

הציפיות לאינפלציה נעו בשלושת הרביעים הראשונים של השנה ברמות שבין 5 ל-7 אחוזים תוך תנודתיות רבה בתוך תחום זה. רק בחודשיים האחרונים של השנה ירדו הציפיות ירידה תלולה, עד לרמה ממוצעת של 3.0 אחוזים בדצמבר, בדומה לגבול התחתון של יעד האינפלציה לשנת 2000. ירידה זו בציפיות לקראת סוף השנה נובעת ככל הנראה מהתבדות החששות לפיחות מואץ ברביע האחרון, ומשנרשם ייסוף בשער השקל, הן ירדו אל תחום יעד האינפלציה. עם זאת, לא מן הנמנע שמפני אופיין האדפטיבי של הציפיות ירידתן נבעה בחלקה מהאינפלציה הנמוכה ששררה ב-12 החודשים שקדמו לחודשים אלה.

ב-1999 נטתה השפעתה של המדיניות הפיסקלית על המחירים להיות מצמצמת, בהמשך לריסון הפיסקלי המסתמן בשנים האחרונות. הגירעון הממשלתי הכולל ב-1999 ירד ב-0.2 אחוז תוצר לעומת 1998, ועמד על 2.2 אחוזים. גירעון זה אמנם מבטא חריגה של 0.2 אחוז תוצר מהיעד, אך זאת על רקע הפעילות הממותנת במשק. כמו כן, התפתחות מחירי הצריכה הציבורית המקומית, המשקפים את מחירי צד ההוצאות, מעבר לעליית מדד המחירים לצרכן, המשקף את מחירי צד ההכנסות, תמכו בצמצום הפיסקלי הגלום בגירעון: הראשונים עלו השנה ב-5.6 אחוזים בממוצע, והאחרונים ב-5.2 אחוזים.

לעומת זאת, תמכה התפתחות השכר ב-1999 בעליית מחירים הגבוהה מסביבת אינפלציה של 3-4 אחוזים. בסקטור העסקי עלה השכר הנומינלי הממוצע למשרת שכיר ב-8.8 אחוזים. בניכוי הפריון שירד ב-1.9 אחוזים, מתבטאת בשכר עלייה נומינלית ממוצעת של כ-11 אחוזים, שלא התבטאה השנה במדד המחירים לצרכן. בסקטור הציבורי עלה השכר ב-4.9 אחוזים בממוצע, וגם עלייה זו תומכת בשיעור גבוה יחסית של עליית המחירים. אם לא יהיה בהתפתחות השכר במשך שנת 2000 תיקון אשר ילווה בעליית הפריון, יהווה השכר משתנה רקע אשר כשלעצמו ילחץ להעלאת מחירים בעתיד.

ב. סביבת האינפלציה

כאמור, התפתחות המחירים במהלך 1999 לא הייתה אחידה על פני השנה, בגלל הזעזוע בשוק מטבע החוץ. גם בראייה רחבה יותר, החורגת מהניתוח הקלנדרי, ניתן לראות את הפיחות החד של סוף 1998 ואת הייסוף שבא בעקבותיו כזעזוע המסיט זמנית את התפתחות מדדי המחירים מסביבת האינפלציה הנמוכה, שהחלה להסתמן מיולי 1997 (דיאגרמה

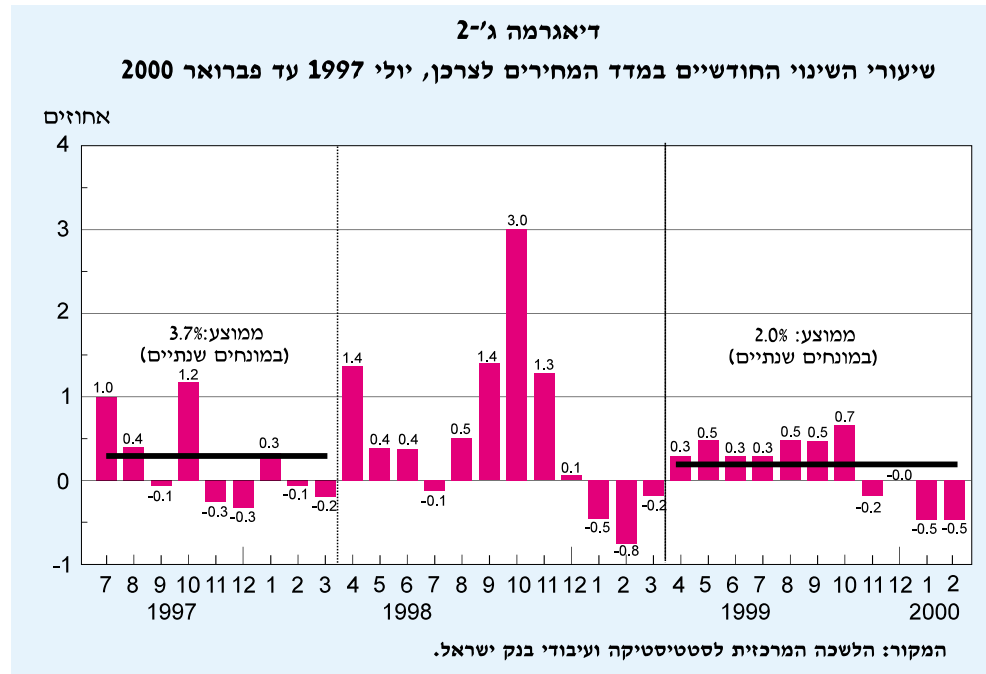
שער החליפין הגיע בסוף השנה לרמה הגבוהה ב-0.4 אחוז בלבד מזו של דצמבר 1998.

הציפיות לאינפלציה נעו השנה בין 5 ל-7 אחוזים; רק בסופה הן ירדו, והגיעו לרמה ממוצעת של 2.6 אחוזים בדצמבר.

התפתחות השכר השנה לא תמכה בשיעור הממותן של עליית המחירים.

סביבת האינפלציה שהחלה להסתמן מ-1997 שובשה זמנית על ידי האירועים בשוק מטבע החוץ.

3 לדיון בתוצר הפוטנציאלי ראה פרק ב'.



ג'-2). לפני הפיחות (סוף יולי 1998) עמד שיעור עליית המחירים ב־12 החודשים האחרונים על 3.0 אחוזים בלבד. עם זאת, סביבת האינפלציה המתהווה החל מהרביע השני של 1999 נראית יציבה מזו של התקופה שקדמה לספטמבר 1998.

מספר גורמים תרמו לירידה בסביבת האינפלציה בסוף 1997 וכן לשמירה עליה בהמשך. במשך שנת 1997, בניגוד לשנים שקדמו לה, פעלו רוב המשתנים המשפיעים על המחירים להתמתנות קצב עלייתם. בשנה זו הן המדיניות המוניטרית והן המדיניות הפיסקלית פעלו לריסון הביקושים, כפי שאכן התבטא בביקושים המקומיים ובפעילות הכלכלית; האבטלה הגיעה ל־7.7 אחוזים – עלייה לעומת 1996, וזאת לאחר ירידה רצופה מ־1992; במשך מרביתה של שנת 1997 התנהל שער החליפין קרוב מאוד לגבולה התחתון של רצועת הניוד, ושיעור עלייתם של מחירי היבוא התמתן מאוד ביחס לשנים קודמות. בהמשך, לאחר 1997, תמכו בהתבססות סביבת האינפלציה מספר גורמים: שמירת תוואי יורד של הגירעון הממשלתי החל מ־1997 (שבה בוצע תיקון משמעותי אשר נשמר עד היום); המשך משטר יעד האינפלציה ושמירה על תוואי יורד של היעדים, וכן ניוד בפועל של שער החליפין, שהחליש את הקשר בינו ובין התפתחות המחירים. מכלול משתנים אלה השפיע על הציפיות לאינפלציה, והן המשיכו במגמת הירידה, שהחלה באמצע 1996.⁴

באמצע יוני 1997 הורחבה משמעותית רצועת הניוד של שער החליפין, ושיפוע הגבול התחתון הורד ל־4 אחוזים. (בהמשך הורד שיפוע הגבול התחתון ל־2 אחוזים). הרחבת תחום הניוד של שער החליפין הקטינה את התמיכה בשיעורי פיחות עתידיים הנגזרים משיפוע הרצועה, ובמקביל הפסיק בנק ישראל את ההתערבות בשוק מטבע החוץ. כתוצאה

החל מ־1997 פעלו רוב המשתנים המשפיעים על המחירים להתמתנות קצב עלייתם.

ניוד שער החליפין הביא להיחלשות התמסורת ממנו אל המחירים.

4 לפירוט נוסף על המשתנים המקוריים שהביאו לירידת האינפלציה ב־1997 ראה בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 1997, פרק ג' עמ' 85-90.

מהתפתחויות אלה נוצר ניווד בפועל של שער החליפין. הודות להגברת הניוד, ועל רקע האמינות של המדיניות המוניטרית, הפנים הציבור את האפשרות של ירידת השער גם לתקופות ארוכות, למרות השיפוע החיובי של הרצועה. לפיכך הניוד הביא להיחלשות התמסורת משער החליפין למחירים – שכן בדרך כלל, פחות מיתרגם לעליות מחירים במידה שהציבור מאמין כי הוא יימשך, ולא יישחק בתקופה הקרובה.

ברביע האחרון של 1997 עמדו הציפיות לאינפלציה על רמה ממוצעת של כ-8.5 אחוזים, בהתאם ליעד האינפלציה ל-1998 (7-10 אחוזים). בהמשך, עד יולי 1998, ירדו הציפיות ירידה תלולה, והגיעו ל-4.9 אחוזים בממוצע. בעקבות הזעזועים בשווקים הפיננסיים בחו"ל נוצר פחות חד של שער החליפין, ועמו עלו הציפיות עלייה חדה, עד כדי 8.2 אחוזים בממוצע באוקטובר 1998. רק לאחר תגובת בנק ישראל באמצעות העלאות ריבית חדות, ירדו הציפיות אל עבר יעד האינפלציה.

החל מ-1997 ניכר כי חל במדיניות הפיסקלית שינוי אשר תרם לירידה בסביבת האינפלציה ולשמירה עליה. השינוי התבטא בירידה מתמשכת של "הדחף הפיסקלי", המבטא את השינוי בגירעון המקומי של הסקטור הציבורי בניכוי השפעת מחזור העסקים. ככלל, ללא שינוי מהותי במדיניות הפיסקלית, צפוי כי בעת התמתנות בפעילות הכלכלית יגדל הגירעון בסקטור הציבורי בשל ירידה בהכנסות ממסים, ואילו בזמן גאות צפוי הגירעון לקטון. שמירה על תוואי יורד של הדחף הפיסקלי (כלומר שמירה על הריסון הפיסקלי) הוא רכיב מרכזי של הירידה בסביבת האינפלציה, ועדות לכך נמצאה בירידת הסביבה הן ב-1992 והן ב-1997⁵. ב-1997 ירד הדחף הפיסקלי ב-2.4 אחוזי תוצר; התוואי היורד נמשך גם בשנים 1998 ו-1999, שבהן הוא ירד ב-1.0 ו-0.4 אחוזי תוצר, בהתאמה. יודגש כי התוואי היורד של הדחף הפיסקלי נרשם בתקופה של התמתנות בפעילות הכלכלית במשק, ובכך תרם הריסון הפיסקלי לירידה בסביבת האינפלציה.

גורם נוסף שאיפשר את הירידה של סביבת האינפלציה ב-1997 ומשמר אותה כיום הוא העלייה באמינות שהציבור מייחס למדיניות המוניטרית, והערכתו כי בנק ישראל נחוש בחתירתו להורדת האינפלציה הן באמצעות משטר יעד האינפלציה, המגדיל את השקיפות לגבי מטרות הבנק, והן באמצעות מדיניות הריבית ושמירה על אסטרטגיית אי ההתערבות בשוק מטבע החוץ. ביטוי לעלייה באמינות ניתן למצוא בעובדה שלאחר הרחבת הרצועה ביוני 1997 כמעט לא היה צורך להתערב בשוק מטבע החוץ כדי להגן עליה, אף כי בחלק ניכר מהשנה שלאחר הרחבת הרצועה נע שער החליפין קרוב מאוד לגבולה התחתון. ביטוי נוסף הוא המעבר להחזקת נכסים בלתי צמודים, אף שחלק ממעבר זה יש לייחס לריבית הגבוהה, יחסית לעבר.

החל מ-1997 ניכר כי חל במדיניות הפיסקלית שינוי שתורם לירידה בסביבת האינפלציה.

אמינותה של המדיניות המוניטרית תמכה בירידה של סביבת האינפלציה ב-1997.

5 לדיון בדחף הפיסקלי ובתרומתו לירידה בסביבת האינפלציה ב-1992 ראה: מ' דהן ומ' סטרבצ'ינסקי (1999), "המדיניות הפיסקלית ותפניות בסביבת האינפלציה", בתוך: ל' לידרמן (עורך), "אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל", ירושלים, בנק ישראל, מחלקת המחקר. גם לגבי 1997, תוצאות חישוב מעודכן של הדחף הפיסקלי ושל השינוי בחוב הציבורי יחסית לתוצר הפוטנציאלי מתיישבות עם תפנית פיסקלית מתמשכת (לפי הקריטריונים שהוצגו במאמר), וזו תומכת בירידה של סביבת האינפלציה.

תיבה ג'-1: ההתפתחויות בשוק מטבע החוץ בסוף 1998 והמדיניות המוניטרית

מהלך האירועים

- 6 באוגוסט 1998 – הממשלה קובעת יעד אינפלציה של 4 אחוזים ל-1999. צעד זה מלווה בהורדת שיפוע הגבול התחתון של רצועת הניוד מ-4 אחוזים ל-2 ובהורדת הריבית ב-1.5 נקודות אחוז. למחרת נרשם פיחות של כ-1.8 אחוזים בשער השקל ביחס לדולר, והציפיות לאינפלציה עולות ביום המסחר העוקב מ-4.3 ל-6.1 אחוזים.
- 17 באוגוסט 1998 – הבנק המרכזי של רוסיה מודיע על שינוי הפרמטרים של רצועת הניוד בגלל קשיים בשמירה על יציבותו של הרובל. כן מסרב הבנק המרכזי הרוסי לעמוד בהתחייבותו לפירעון חוב מקומי בעתות משבר, ודוחה פירעון חובות חיצוניים ב-90 יום. במשך השבוע העוקב נרשם פיחות של 1.1 אחוזים בשקל לעומת הדולר, והציפיות לאינפלציה עולות מ-5.2 ל-6.0 אחוזים.
- 24 באוגוסט 1998 – בנק ישראל משאיר את הריבית לחודש ספטמבר ללא שינוי. במשך השבוע העוקב מפוחת השקל לעומת הדולר ב-2.0 אחוזים, והציפיות לאינפלציה עולות מ-6.0 ל-7.2 אחוזים.
- 1 בספטמבר 1998 – הבנק המרכזי הרוסי מודיע על הפסקת התערבותו במסחר במטבע חוץ בשל חוסר יכולתו לשמור על ערך הרובל. אין תגובה משמעותית בשווקים בישראל.
- 23 בספטמבר 1998 – בנק ישראל משאיר את הריבית (לחודש אוקטובר) ללא שינוי. אין תגובה משמעותית בשווקים.
- 27 בספטמבר 1998 – הבנק המרכזי בארה"ב נחלץ להצלת קרן הגידור LTCM. כשבוע וחצי אחר כך, ב-6 באוקטובר (בין תאריכים אלו היו שני ימי מסחר בלבד, ב-28/9 וב-1/10 עקב יום כיפור, סוף השבוע וסוכות), החל פיחות חד בשער השקל מול הדולר, במקביל לעלייה חדה בציפיות לאינפלציה. בתוך שלושה ימים מפוחת השקל ב-9.7 אחוזים, והציפיות לאינפלציה מגיעות ל-14.3 אחוזים.
- 26 באוקטובר 1998 – בנק ישראל מעלה את הריבית ב-2 נקודות אחוז, לרמה של 11.5 אחוזים. חוסר היציבות נמשך.
- 12 לנובמבר 1998 – בנק ישראל מעלה את הריבית ב-2 נקודות אחוז, לרמה של 13.5 אחוזים. מתחילה מגמת ייסוף בשער השקל, במקביל לירידה חדה בציפיות לאינפלציה.

מסקירת אירועים זו, נראה כי, בניתוח שלאחר מעשה, התפתחות הזעזוע בשוק מטבע החוץ היא תוצאת השילוב של התפתחויות אקסוגניות למשק ושל צעדי המדיניות המוניטרית. לנוכח ריבוי האירועים בפרק זמן כה קצר, קשה לבחון את מידת תרומתה של כל אחת מההשפעות למהלכם, אך הואיל ושתייהן פעלו באותו כיוון, לא מן הנמנע כי האחת תמכה בשנייה. כך, למשל, נראה כי סגירת פערי הריבית בתחילת אוגוסט 1998, לא היה בה כדי להביא לזעזוע חזק בשוק מטבע

החוץ, כפי שמשקף מהתמתנות הזעזועים לקראת אמצע אוגוסט; המשבר ברוסיה וחוסר תגובה מצד המדיניות המוניטרית, הם שהביאו להתערערות מסוימת של יציבות השווקים.

במשך התקופה כולה נמנע בנק ישראל מלהתערב במסחר במטבע חוץ, הן מחשש למתקפה ספקולטיבית על השקל והן מטעמי שמירה על אמינותה של המדיניות המוניטרית. שיאו של המשבר הגיע לאחר ה-27 לספטמבר 1998, עקב היחלצותו של הבנק המרכזי האמריקני להצלת קרן הגידור LTCM. וכאמור, רק בנובמבר, לאחר העלאה מצטברת של הריבית ב-4 אחוזים, שבה היציבות לשווקים.

לקחים

יעד רב שנתי – יש לזכור כי יעד האינפלציה ל-1998 היה 7-10 אחוזים. שיעור השינוי במדד המחירים לצרכן ב-1998 היה 8.6 אחוזים, ואילו שיעור השינוי במשך 12 החודשים שקדמו לפיחות עמד על 3.0 אחוזים בלבד. מכאן שללא האירועים המתוארים לעיל לא היה בנק ישראל עומד ביעד האינפלציה בשנה זו, ובמקביל – ללא טיפול הולם באירועים בשוק מטבע החוץ, היה חשש לאי השגתו של יעד האינפלציה ל-1999 (4 אחוזים). מכאן עולה הצורך בהגמשת יעדי האינפלציה, כלומר בקביעת יעד רב-שנתי ללא תלות בתאריכים קלנדריים קשיחים. ייתכן שתגובת הבנק על האירועים של סוף 1998 הייתה יכולה להיות מתונה ומוקדמת יותר אילו היה אז יעד אינפלציה רב-שנתי – משום שבמקרה כזה היה ניתן לספוג מכת מחירים חד-פעמית בלי לחרוג מהיעד ארוך הטווח.

רוחב הרצועה – ב-18 ביוני 1997 הורחבה משמעותית רצועת הניוד על ידי העלאת הגבול העליון ב-15 אחוזים. בזמן ההחלטה על הרחבת הרצועה התנהל שער החליפין סמוך לגבולה התחתון, וזאת לאחר תקופה ארוכה שבה התערב הבנק במסחר במטבע חוץ לצורך הגנה על גבולה התחתון. הגבהת הגבול העליון באותה תקופה הייתה צעד מנע שהוכיח את עצמו: ללא הרחבת הרצועה בעוד מועד, סביר להניח שבנק ישראל היה נאלץ להתערב במסחר בשוק מטבע החוץ כדי להגן על גבולה העליון. שמירה על הגבול העליון של רצועת הניוד איננה דומה לשמירה על גבולה התחתון, כי היא תלויה ביתרות מטבע החוץ שמחזיק הבנק – שכמותן איננה בלתי מוגבלת – ולכן העלאת הריבית שהייתה מתבקשת לולא הועלה הגבול העליון הייתה ככל הנראה חדה מזו שננקטה בפועל (4 אחוזים). המסקנה העולה מתיאור זה היא, ששינויים מבניים בשווקים יש לבצע כשהמצב מאפשר זאת, ואין להמתין למועד שבו הם יהיו נחוצים.

תוואי הריבית – לשינויים חדים בריבית עלולה להיות, בהתאם לנסיבות, השפעה בלתי מייצבת הפוגעת בין היתר בהשגת יעד האינפלציה. לפיכך נדרשת הדרגתיות בתהליך של הורדת הריבית, בייחוד על רקע צמצום הפער בין הריבית בארץ לריבית בחו"ל. ירידה מתונה בריבית תאפשר לבחון את תגובת השוק בלי להסיטו בצורה חדה מדי מהחזקת שקלים למטבע חוץ. ירידה מתונה של הריבית עשויה לחשוף – דרך שינויים בהרכב תיק הנכסים של הציבור – את פרמיית הסיכון להחזקת שקלים כנגד מטבע חוץ, ובכך להקל על הבנק בקביעת הריבית בעתיד.

התמסורת משער החליפין לציפיות לאינפלציה – נראה כי כתוצאה מהזעזועים בשוק מטבע החוץ השתנה מנגנון התמסורת מהפיחות אל הציפיות לאינפלציה, שינוי המעיד על תהליך הלמידה של הציבור: במשך שנות התשעים, עד אוגוסט 1998, שינויים בשער החליפין נמצאו בלתי מתואמים עם הציפיות לאינפלציה, אך מאז תחילתו של הזעזוע בשוק מטבע החוץ גבר משמעותית המיתאם ביניהם.

ג. סביבת האינפלציה בעולם

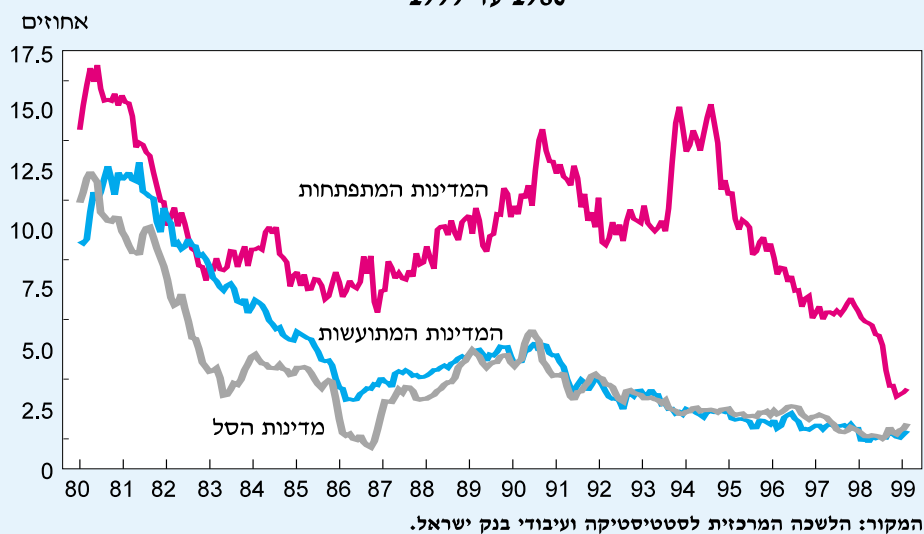
חשיבותו של תהליך הורדת האינפלציה לרמה המקובלת במדינות המתועשות היא בתרומתו ליצירת תנאים לצמיחה מתמשכת, לייצוב השקל ולשילובו של המשק הישראלי בכלכלה העולמית. התפתחות סביבת האינפלציה בעולם מעידה על החשיבות המיוחסת ליציבות מחירים. בשני העשורים האחרונים אנו עדים לירידה של סביבת האינפלציה בעולם. מגמת הירידה בולטת יותר במדינות המתועשות, אף כי החל מאמצע שנות התשעים נרשמה ירידה חדה של שיעורי האינפלציה גם במדינות המתפתחות; כך הגיעה סביבת האינפלציה בשתי הקבוצות ב-1999 לרמה הנמוכה מ-5 אחוזים, אף כי היא עדיין נמוכה יותר במדינות המתועשות (דיאגרמה ג'-3).

התרומה הישירה שמניבים שיעורי אינפלציה כה נמוכים לעומת אינפלציה גבוהה מעט יותר שנויה במחלוקת; לכן הצורך להגיע לשיעורים אלה איננו מובן מאליו, ומה גם שלתהליך הדיסאינפלציה עלויות משלו. למרות זאת ניכר, כי מרבית מדינות העולם מצויות

ב-1999 ירדה סביבת
האינפלציה בעולם אל
מתחת ל-5 אחוזים.

דיאגרמה ג'-3

האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים במדינות המתועשות (חציון),
במדינות המתפתחות (חציון) ובמדינות הסל (ממוצע משוקלל בהתאם למשקל בסל),
1980 עד 1999



לוח ג'-2

יעדי האינפלציה במדינות נבחרות

קובעי יעד האינפלציה	מדד היעד	מועד הכניסה למשטר יעד האינפלציה	היעד ההתחלתי באחוזים	היעד הנוכחי באחוזים (2000/1999)
אוסטרליה -	מדד המחירים לצרכן בניכוי השפעת השפעת הריבית על הלוואות שונות וללא סעיפים תנודתיים	1993	יעד "steady state" 3-2	3-2 (לשנת 1999)
בריטניה - שר האוצר	מדד המחירים הקמעוניים (RPIX) ללא תשלומי ריבית על משכנתאות	1992	יעד "steady state" 4-1	כ-2.5 (לשנת 1999)
ישראל - הממשלה	מדד המחירים לצרכן	1992	15-14	4 (לשנת 1999) 4-3 (לשנים 2000 עד 2001)
מכסיקו -	מדד המחירים לצרכן	-	-	עד 10
ניו זילנד - שר האוצר בשיתוף עם נגיד הבנק	מדד המחירים לצרכן בניכוי עלויות ריבית, מסים וסובסידיות וללא שינויים חדים בתנאי הסחר	1990	יעד "steady state" 3-0	3-0
צ'ילה - הבנק המרכזי	מדד המחירים לצרכן	1990	20-15	כ-4.5 (לשנת 1999)
קולומביה -	מדד המחירים לצרכן	1991	22	15 (לשנת 1999) 6 (לשנת 2000) ¹
קנדה - שר האוצר בשיתוף עם נגיד הבנק	מדד המחירים לצרכן בניכוי מזון ואנרגיה וללא השפעת מסים עקיפים	1991	5-3	3-1 (לשנת 1999)
שוודיה - שר האוצר בשיתוף עם נגיד הבנק	מדד המחירים לצרכן בניכוי השפעת הריבית על הלוואות שונות וללא סעיפים תנודתיים	1993	יעד "steady state" 3-1	3-1

(1) היעד לשנת 2000 הורד ל-6 אחוזים בעקבות בקשת סיוע של ממשלת קולומביה מקרן המטבע הבינלאומית.
המקור: Morandé and K. Schmidt-Hebbel (1999) The Scope for Inflation Targeting in Emerging Market Economies, Central Bank of Chile.
וכן אתר האינטרנט של קרן המטבע הבינלאומית ושל הבנקים המרכזיים ומשרדי האוצר של המדינות המפורטות לעיל.

בתהליך של התקדמות לעבר יציבות מחירים כמקובל במדינות המתועשות. חתירה לשיעורי אינפלציה נמוכים ניכרת גם ביעדי האינפלציה במדינות שבהן שורר משטר של יעדים כאלה (לוח ג'-2).

הסבר חלקי לתופעה זו נמצא באמנת מאסטריכט (1992). האמנה קבעה כתנאים לחברות באיחוד המוניטרי האירופי מספר קריטריונים מקרר-כלכליים, המתייחסים לגירעון

הממשלתי, לשיעור האינפלציה, ליחס החוב לתוצר, לגובה הריבית לטווח ארוך וליציבות המטבע. עמידה או אי עמידה בקריטריונים אלה, המהווים למעשה אמות מידה לביצועים המקור-כלכליים של משקים (לא רק של המעוניינים להצטרף כחברים לאיחוד המוניטרי האירופי), מאותתת לשחקנים השונים בעולם על מצבם ועל מידת יציבותם. אי עמידה של משק בקריטריונים מעין אלה עלולה להרחיק משקיעים זרים, להביא להרעת דירוג האשראי שלו, ובכך להקשות עליו לגייס הון, ולפגוע בהשתלבותו בכלכלה העולמית.

2. הגורמים להתפתחות המחירים

א. גורמי המדיניות

(1) המדיניות המוניטרית

בשנים האחרונות גוברת המגמה של מעצבי המדיניות המוניטרית, בעולם בכלל ובישראל בפרט, לראות ביציבות מחירים את מטרתם המרכזית. מגמה זו לוותה במספר מדיניות גם בשינוי חקיקתי, המגדיר מחדש את מטרותיהם של הבנקים המרכזיים תוך הגברת עצמאותם. בחתירה להשגת יציבות מחירים קיימת נטייה גוברת להפעיל את המדיניות המוניטרית במסגרת משטר של יעדי אינפלציה, או יעדים מוניטריים אחרים המשמשים אינדיקטורים לאינפלציה, כדוגמת כמות הכסף. "משטרי יעד" מסוג זה כבר נהוגים במדינות רבות (קנדה, אוסטרליה, בריטניה, נירוזילנד, צ'ילה, מקסיקו, האיחוד המוניטרי האירופי ועוד), ובישראל הוא מופעל מאז 1992. קביעת יעד לאינפלציה בשילוב עם שליטה בגובה הריבית הנומינלית מסייעות בייצוב של ציפיות הציבור לאינפלציה סביב היעד, ובכך מקלות על השגתו.

לוח ג'-3

יעדי האינפלציה והתפתחות האינפלציה בפועל, 1992 עד 2001
(שיעורי השינוי במהלך השנה, אחוזים במונחים שנתיים)

2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	
4-3	4-3	4	10-7	10-7	10-8	11-8	8	10	15-14	יעד האינפלציה
-	-	1.3	8.6	7.0	10.6	8.1	14.5	11.2	9.4	עליית המדד בפועל

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

יעד האינפלציה שנקבע לשנת 1999 עמד על 4 אחוזים, נמוך משמעותית מאשר לשנתיים הקודמות, 10-7 אחוזים. אף שיעד זה נמוך גם מהאינפלציה בפועל שהושגה בשנים אלה, הוא תואם את תוואי התפתחות המחירים בתקופה יולי 1997 עד אוגוסט 1998, שבה עלה מדד המחירים לצרכן ב-3.7 אחוזים בלבד במונחים שנתיים. יעדי האינפלציה לשנים 2000 ו-2001, 4-3 אחוזים לשנה, מבטאים צעד נוסף לקראת התבססותו של שיעור האינפלציה הנמוך. לראשונה מאז הונהג משטר יעד האינפלציה, נקבע יעד דרשנותי, המגדיל את השקיפות ביחס למטרות הבנק. עם זאת, היעד שנקבע לשנים אלו הוא עדיין יעד קלנדרלי: שיעורו לכל אחת מהשנים 2000 ו-2001 הוא 3 עד 4 אחוזים. שינוי נוהג זה בעתיד, כלומר קביעת יעדים בעלי אופק ארוך יותר יאפשר יתר גמישות בהפעלת המדיניות המוניטרית,

יעד האינפלציה לשנת
1999 היה 4 אחוזים.
קביעת יעדים לאופק
ארוך יותר בעתיד תאפשר
יתר גמישות בהפעלת
המדיניות המוניטרית.

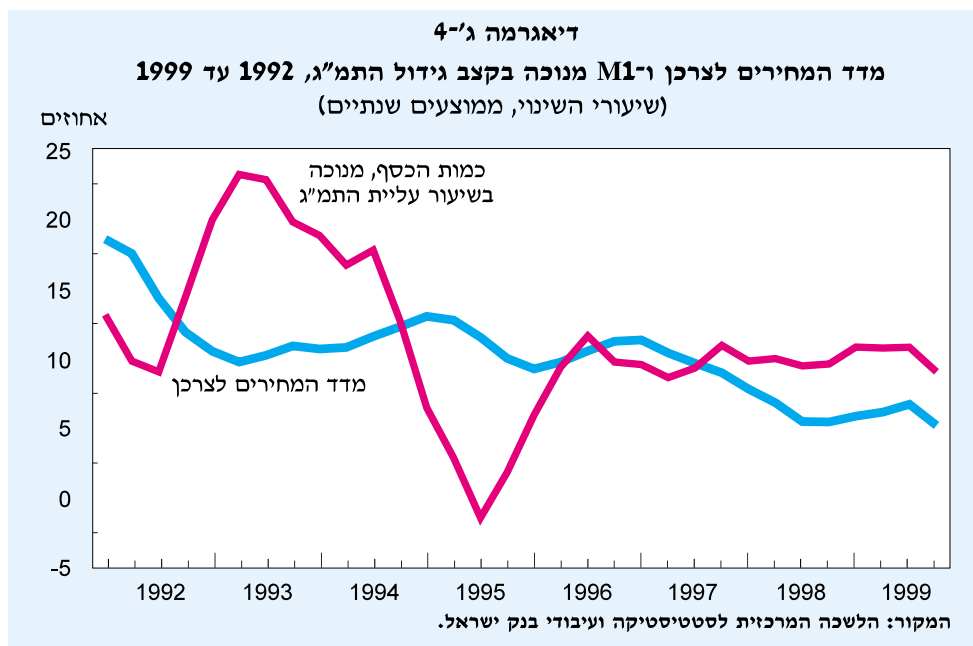
והדבר יקל על בנק ישראל להגיב לאירועים חריגים, העלולים להסיט באופן זמני את שיעור עליית המחירים השנתי מהיעד. חשוב, כי לקראת אמצע כל שנה תקבע הממשלה יעד אינפלציה כך שהאופק הרב-שנתי יישמר. עוד ראוי לציין כי לראשונה קבעה הממשלה את יעד האינפלציה יחד עם יעד הגירעון, וזאת כביטוי לאסטרטגיה הכלכלית הכוללת שתינקט בשנים הקרובות.

כלי המדיניות המרכזי העומד לרשות בנק ישראל הוא קביעת הריבית הנומינלית על פיקדונות הבנקים המסחריים במכרז המוניטרי. המדיניות המוניטרית המשיכה השנה לפעול להשגת יעד האינפלציה באמצעות קביעת ריבית נומינלית בהתחשב בהתפתחות הציפיות לאינפלציה. כך, למשל, ברביע הראשון של השנה הגיעה הריבית הריאלית האפקטיבית ex-ante (כלומר בניכוי הציפיות לאינפלציה) לרמה ממוצעת של כ-8.3 אחוזים (ריבית נומינלית של כ-14.3 אחוזים כשהציפיות היו ברמה של 5.5 אחוזים). רק משהתברר כי הפיחות החד של סוף 1998 איננו מיתרגם לתהליך אינפלציוני מתמשך, החל הבנק בסדרת הורדות ריבית בנות מחצית אחוז לחודשי הנזילות מארס, אפריל ומאי, עד שזו הגיעה לרמה של 12 אחוזים. כשהציפיות לאינפלציה נשארו ברמה הגבוהה בכ-2 עד 3 נקודות אחוז מיעד האינפלציה, הופסקה המגמה של הורדות הריבית עד סוף נובמבר (למעט הורדה בודדת של מחצית אחוז ביולי). הבנק שב והוריד את הריבית רק בסוף נובמבר 1999, לאחר שהציפיות לאינפלציה ירדו אל תחום היעד לשנת 2000 (3-4 אחוזים), ובדצמבר עמדה ריבית בנק ישראל על 11.2 אחוזים.

בהתבוננות ארוכת טווח נהוג לבחון את תהליך האינפלציה דרך התפתחות אמצעי התשלום ביחס להתפתחות התוצר המקומי, שכן בסופו של דבר תהליך אינפלציה יתפתח אם קצב הגידול של כמות הכסף עולה על זה של התוצר המקומי (יותר יחידות כסף כנגד יחידת תוצר). תוואי התפתחות אמצעי התשלום מתואם בדרך כלל עם ריבית בנק ישראל: בתקופות של עלייה בריבית הנומינלית מרוסן גידולם של אמצעי התשלום, ולהפך. זאת ועוד, אמצעי התשלום הם המיצרף המוניטרי שהתפתחותו נמצאת בדרך כלל כמתואמת

הריבית הנומינלית
נקבעת תוך התחשבות
בהתפתחות הציפיות
לאינפלציה.

מאז 1997 קצב
ההתרחבות של אמצעי
התשלום, בניכוי שיעור
הגידול של התוצר, שמר
על רמה קבועה יחסית
של כ-10 אחוזים.



ביותר (בפיגור) עם הקצב השנתי של עליית המחירים. כך, למשל, ניתן לייחס חלק מהאצת המחירים ב־1994 להתרחבות אמצעי התשלום ב־1993, את ירידת המחירים ב־1995 להאטה בהתרחבות אמצעי התשלום ב־1994, ואת ההאצה במחירים בשלושת הרביעים הראשונים של 1996 להאצה באמצעי התשלום ב־1995. מאז 1997 קצב ההתרחבות של אמצעי התשלום בניכוי שיעור הגידול של התוצר המקומי שמר על רמה קבועה יחסית של כ־10 אחוזים, וזאת כשקצב עליית המחירים ירד ירידה ניכרת, מתחת ל־10 אחוזים (דיאגרמה ג'–4).

יתר על כן, מתחילת השנה נרשם גידול מהיר של המיצרף M2 (כ־20 אחוזים בממוצע שנתי), המכיל מלבד M1 גם פיקדונות קצרי טווח; אם פיקדונות אלה ייתרגמו, עם פירעונם, ל־M1, צפוי הלחץ האינפלציוני המתואר לעיל אף לגדול בעתיד. אמנם ההתרחבות במיצרפים המוניטריים עלולה ללחוץ כאמור, לעליית מחירים, אך חלק מהעלייה הנצפית בהם יש לייחס לירידה בסביבת האינפלציה, קרי לירידה במהירות המחזור, ולכן לא כל העלייה במיצרפים המוניטריים יוצרת לחץ על המחירים.

לוח ג'–4

אינדיקטורים לסביבת האינפלציה, 1993 עד 1999
(שיעורי השינוי הממוצעים, אחוזים במונחים שנתיים)

1999 רבעוני							ממוצע רב-שנתי סטיית התקן						
IV	III	II	I	1999	1998	1997	1996-1993	1996-1993	1996	1995	1994	1993	
1.0	1.1	0.3	-0.6	5.2	5.4	9.0	0.9	11.2	11.3	10.0	12.3	10.9	מדד המחירים לצרכן
0.6	0.9	0.1	1.4	6.3	6.0	8.9	0.7	9.5	10.5	9.2	9.2	9.2	המדד ה"מנוכה" ¹
1.0	0.3	0.4	1.0	6.0	5.5	8.3	0.6	9.3	10.2	9.3	8.7	9.0	המדד בניכוי הפירות והירקות והדירור
0.7	1.7	0.1	-0.3	5.5	5.8	9.5	1.1	11.5	11.6	10.2	12.9	11.2	המדד בניכוי ההלבשה וההנעלה
1.9	0.8	1.2	0.5	7.0	4.2	6.3	1.3	8.8	8.6	10.7	7.9	8.2	מדד המחירים הסיטוניים
0.8	-1.1	0.4	0.6	5.7	4.5	7.1	0.8	8.1	9.1	8.2	7.9	7.3	מדד המוצרים הסחירים
1.1	2.6	0.3	-1.4	4.9	5.9	10.2	1.6	12.9	12.6	11.2	15.1	12.8	מדד המוצרים הלא-סחירים
0.3	4.9	-0.2	-4.7	2.7	5.7	10.8	4.1	18.3	15.9	14.3	23.6	19.3	מדד הדירור
													מדד מחירי המוצרים
2.4	1.0	-0.9	0.4	3.9	5.4	9.2	0.9	10.7	11.5	9.5	10.5	11.2	המבוקרים והמפוקחים
-0.2	0.9	1.8	-0.1	5.2	5.7	7.7	1.3	10.7	9.4	10.0	12.5	10.8	מדד מחירי השימושים המקומיים ²
0.5	-0.1	2.2	2.0	6.4	6.7	8.8	1.6	11.4	11.4	9.4	13.3	11.5	מדד מחירי התוצר המקומי הגולמי
-1.3	-0.5	0.6	3.7	7.6	6.9	8.9	1.5	9.1	10.0	7.0	9.0	10.3	מדד מחירי התוצר המקומי העסקי
-0.2	0.9	1.3	0.4	6.0	5.3	7.9	3.5	9.1	10.2	4.0	11.6	10.7	מדד מחירי הצריכה הפרטית
-0.2	-1.6	5.9	0.8	5.7	6.4	8.1	6.3	16.9	12.0	24.1	20.4	11.2	מדד מחירי הצריכה הציבורית

(1) המדד ה"מנוכה" – מדד המחירים לצרכן מנוכה סעיפי הפירות והירות, ההלבשה וההנעלה והדירור.

(2) למעט יבוא ביטחוני ישיר.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

מלבד המעקב אחר התפתחות אמצעי התשלום, מביאה המדיניות המוניטרית בחשבון את פערי התשואות לעומת חו"ל⁶; ובפרט – הורדה חדה של הריבית שאינה מתיישבת עם יעד האינפלציה תגרוור האצה בפיחות, עקב מעבר משקלים למטבע חוץ, לכן היא עלולה להביא גם לעליית מחירים ולעלייה בציפיות לאינפלציה. לכן, סגירת פערי הריבית עם חו"ל, בלי ליצור לחצים אינפלציוניים, תתאפשר רק לאחר התבססות סביבת האינפלציה בכלל והציפיות לאינפלציה בפרט ברמה המקובלת בעולם.

סגירת פערי הריבית עם חו"ל תתאפשר רק לאחר התבססות סביבת האינפלציה ברמה המקובלת במדינות המפותחות.

(2) המדיניות הפיסקלית

המדיניות הפיסקלית משפיעה הן על התפתחות המחירים במשק בטווח הקצר והן על שיעור האינפלציה שסביבו יתייצב המשק בטווח הארוך. בטווח הארוך גודל החוב, הגירעון הממשלתי והיקף השימוש בעודף ההכנסות של בנק ישראל למימון הם מהגורמים המשפיעים על קצב האינפלציה במשק, ואילו בטווח הקצר מושפע קצב עליית המחירים מגודל ההוצאה הציבורית, שהוא רכיב מרכזי (כ־30 אחוזים) בסך הביקושים במשק. גודל התקציב וממדי החריגה ממנו נוטלים חלק בעיצוב הציפיות לאינפלציה במשק, ולכן הם משפיעים גם בדרך עקיפה זו על התפתחות המחירים. מכאן, בין היתר, הצורך שבשמירה על תוואי יורד של הגירעון הממשלתי לשם הפחתה של קצב האינפלציה ארוכת הטווח במשק. הגירעון הכולל של הממשלה ירד השנה לעומת השנה הקודמת – מ־2.4 אחוזי תוצר ל־2.2 אחוזים. אף על פי כן חרגה הממשלה מהיעד השנתי שנקבע, 2.0 אחוזים, וזאת בניגוד לשנתיים הקודמות, שבהן היא עמדה ביעד הגירעון – אמנם הודות לשימוש החשבונאי ב"רווחים הריאליים הממומשים" של בנק ישראל⁷. יתר על כן, הממשלה העלתה השנה את היעד לשנת 2000 ב־0.75 אחוז תוצר, עד ל־2.5 אחוזים, אף שכנגד זאת היא קבעה כי הוא יפחת בהדרגה עד ל־1.5 אחוזי תוצר, לכל המאוחר בשנת 2003. נראה שההתאוששות של הפעילות במשק, שתגדיל את הכנסות הממשלה, יוצרת רקע נוח לשמירה על הגירעון בשנת 2000 ברמה שלא תעלה על זו של 1999, וכן להתקרבות מהירה יותר למסלול המקורי של יעדי הגירעון.

ההתאוששות של הפעילות במשק תקל על העמידה ביעדי הגירעון.

קביעת תוואי יורד ליעדי הגירעון יש בה כדי לאותת על צמצום פיסקלי בעתיד העולה בקנה אחד עם השגת יעד האינפלציה. אם יעדים אלה יושגו, ולא יישונו בעתיד, הם יגבירו את אמינות המדיניות הפיסקלית ויתמכו, בין היתר, בהתבססותה של סביבת האינפלציה ברמה המקובלת במדינות המתועשות.

הצריכה הציבורית למעט יבוא ביטחוני ישיר גדלה השנה ב־3.4 אחוזים, מעל לקצב גידולה אשתקד (1.5 אחוזים), ואף מעל לקצב גידולו של התוצר (2.2 אחוזים). בכך תמכה הצריכה הציבורית השנה, בניגוד לגירעון הכולל, בעליית מחירים גבוהה מזו שנצפתה בפועל. ואולם חלק מהרחבה זו קוּוּז על ידי עלייתם של מחירי הצריכה הציבורית המקומית (5.6 אחוזים בממוצע), המבטאים את מחירי צד ההוצאות, מעבר לשיעור העלייה של מדד המחירים לצרכן (5.2 אחוזים בממוצע), המבטא את מחירי צד ההכנסות.

השכר הנומינלי בסקטור הציבורי עלה בשנת 1999 ב־4.9 אחוזים בממוצע, לעומת 5.8 אחוזים בממוצע בשנת 1998 ושיעורים גבוהים בהרבה בשנים קודמות. ירידה מתמשכת

6 ככלל, הריבית הנומינלית בארץ שווה בשווי משקל לריבית בחו"ל בתוספת הפיחות הצפוי ופרמיית הסיכון על החזקת שקלים במקום מטבע חוץ. פרמיית הסיכון הולכת ופוחתת ככל שסביבת האינפלציה בארץ קרובה יותר לסביבת האינפלציה בחו"ל.

7 לדיון ברווחי בנק ישראל ראה פרק ה'.

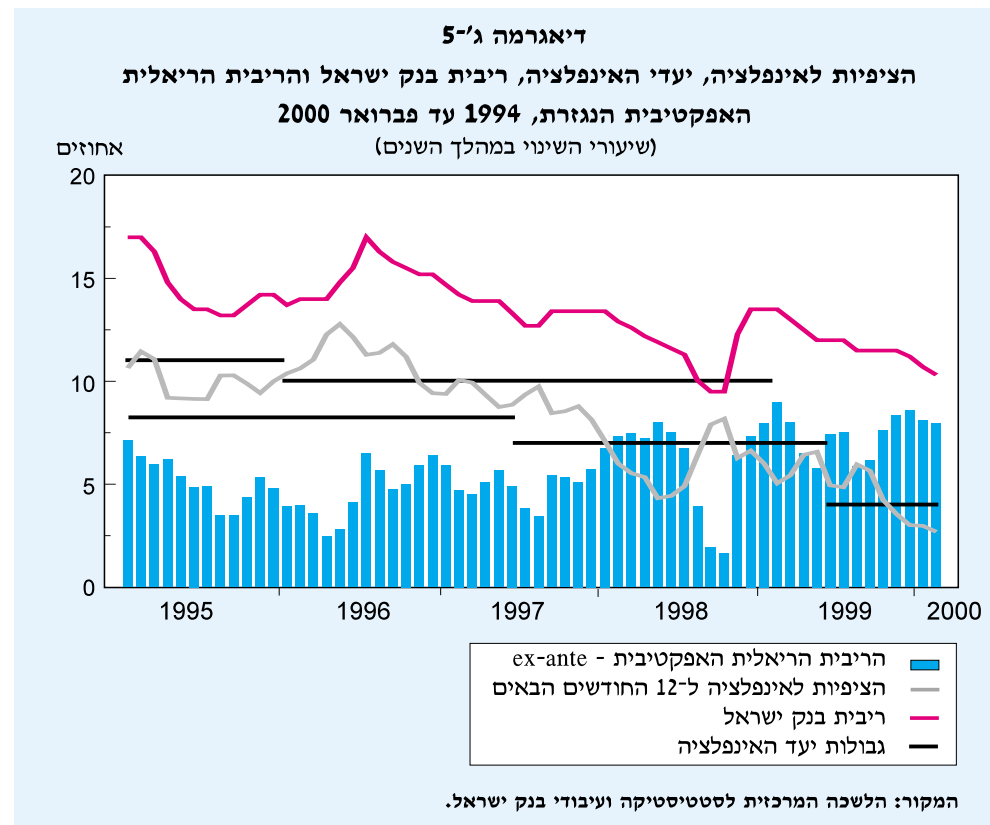
בשיעור עליית השכר יש בה כדי לתמוך בתהליך הדיסאינפלציה, אך שיעור העלייה לשנת 1999 עדיין גבוה ביחס ליעד האינפלציה.

ב. התפתחות הציפיות לאינפלציה

הציפיות לאינפלציה משמשות בידי בנק ישראל אינדיקטור מרכזי לקביעת שיעור הריבית על פיקדונות הבנקים המסחריים. הציפיות מחושבות מתוך נתוני שוק ההון, ובהיותן מגובות בהתנהגות פיננסית, הן משקפות את הערכות הציבור לגבי שיעור עלייתם של המחירים בעתיד, ומכאן חשיבותן⁸. הציפיות לאינפלציה משפיעות על שיעור עליית המחירים בפועל באמצעות השפעתן על התנהגות השחקנים במשק, דרך שיעור עלייתו של השכר, הנקבע בהסכמי השכר, על מידת הדבקות במנגנוני הצמדה שונים, על שיקולי ההשקעה של משקיעים זרים, וכן ישירות על המחירים עצמם.

דיאגרמה ג'-5 מציגה את התפתחותם של אומדני הציפיות לאינפלציה השנתית הנגזרים משוק ההון, יעדי האינפלציה, הריבית הנומינלית שקובע בנק ישראל והריבית הריאלית האפקטיבית הנגזרת בשנים 1995 עד 1999. ניתן לראות כי ירידת הציפיות לאינפלציה במהלך שנת 1997 ועד אמצע 1998 אפשרה הורדה מתמשכת של הריבית. מגמת הורדות הריבית נבלמה באוגוסט 1998, עקב עליית הציפיות לאינפלציה; זאת בהשפעת תחילתו של פיחות מואץ, שהתפתח על רקע הורדת הריבית בתחילת חודש

במשך שנת 1999 נשארו
הציפיות לאינפלציה
ברמה גבוהה מן היעד;
לפיכך הופסקה המגמה
של הורדות הריבית,
וחודשה רק לאחר ירידתן
אל שיעור היעד.



8 התנהגותן של הציפיות לאינפלציה דומה לזו של אומדני עליית המחירים של חזאים שונים, המבוססים על משוואות אקונוטריות ועל דגימת מחירים.

אוגוסט לרמתה הנמוכה ביותר בשנים האחרונות, ומשברים בשווקים הפיננסיים בעולם. רק בסוף אוקטובר 1998, בגלל העלייה החדה של שער החליפין ועליית הציפיות לאינפלציה לרמה של יותר מ-8.0 אחוזים, הרבה מעבר ליעד האינפלציה ל-1999, הועלתה הריבית בשיעור חד של 4 נקודות אחוז. לאחר העלאה חדה זו של הריבית, החלו הציפיות לרדת אל עבר יעד האינפלציה, ועם ירידתן והמדדים השליליים ברביע הראשון של 1999, הורדה גם הריבית. עם זאת, ועל אף שיעורה הנמוך של עליית המחירים בתחילת 1999, נשארו הציפיות ברמתן הגבוהה (כ-5 עד 7 אחוזים במרבית חודשי השנה) ביחס ליעד האינפלציה. לפיכך הופסקה המגמה של הורדות הריבית, וחודשה רק לאחר שהציפיות ירדו אל תחום יעד האינפלציה לשנת 2000 (3 עד 4 אחוזים).

השימוש בריבית ככלי העיקרי של המדיניות המוניטרית הוכיח את יכולתו לכוון את הציפיות לאינפלציה וכן את האינפלציה בפועל אל עבר יעדי האינפלציה, בין אם השפעה זו היא ישירה ובין אם היא פועלת בעקיפין, באמצעות שער החליפין. בהקשר זה יש לציין כי הקשר בין הציפיות לאינפלציה לבין שער החליפין התחזק מאוד מאז הפיחות של סוף 1998. מבחינת נתונים חודשיים לאורך שנות התשעים עולה כי עד יולי 1998, ערב הפיחות, הציפיות לא נמצאו מתואמות כלל עם שיעורי הפיחות החודשיים (מיתאם של -0.06), ואילו בתקופה שהחלה באוגוסט 1998 והסתיימה בפברואר 2000 ניכר כי חל שינוי בדרך היווצרות הציפיות, כפי שמעידה קפיצתו של מקדם המיתאם לכדי 0.68.

הקשר בין הציפיות
לאינפלציה לבין שער
החליפין התחזק מאוד
מאז הפיחות של סוף
1998.

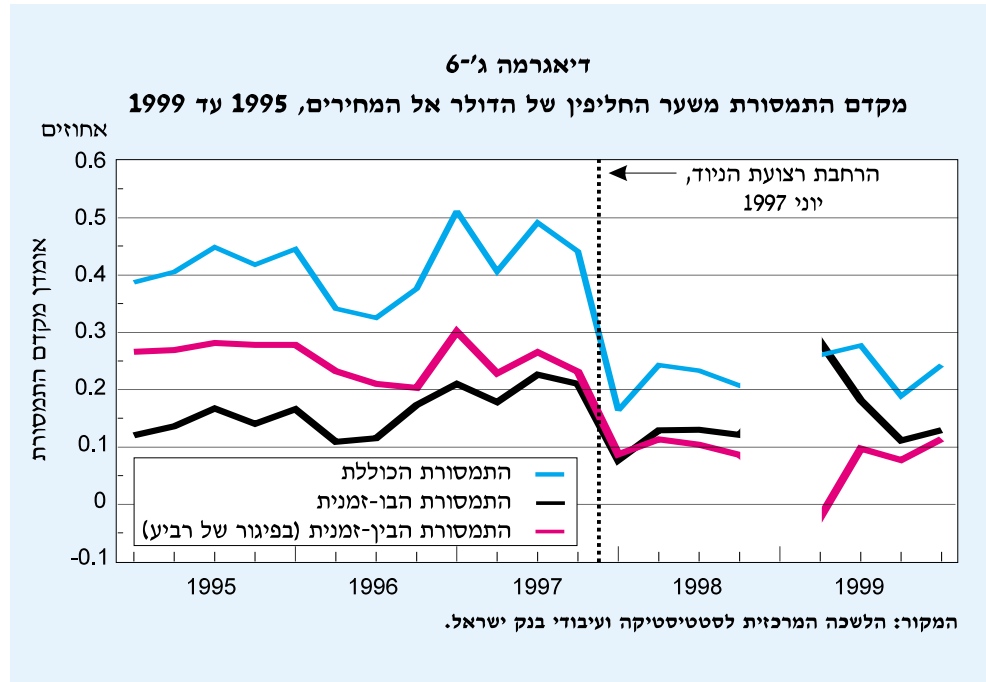
ג. התמסורת משער החליפין למחירים

שער החליפין משפיע על מדד המחירים לצרכן באמצעות מספר ערוצים:

- כמשק קטן ופתוח, המשק הישראלי רואה את מחירי המוצרים בחו"ל כנתונים; משמע שהשחקנים המקומיים אינם יכולים לשנות את ערכם של מוצרים אלו במטבע חוץ אף שהם סוחרים בחלק מהם. למדד המחירים לצרכן נכנס השינוי במחיר השקלי של מוצרים אלו, שנגזר בעיקר מהשינוי במחיר במטבע חוץ ומהשינוי בשער החליפין.
 - מחיריהם של אותם מוצרים המיוצרים בארץ ואינם נסחרים עם חו"ל, אך חומרי הגלם עבורם מיובאים, יושפעו גם הם משינויים בשער החליפין דרך מחיר חומרי הגלם.
 - מחירי מוצרים ושירותים רבים נקובים במשק הישראלי בדולרים, ולפיכך שינוי בשער החליפין מביא מייד לשינוי במחירים השקלי. השפעתם של כוחות השוק במקרים אלה, קרי שינוי מחירים הדולרי, מתבטאת בדרך כלל רק כעבור זמן מה.
- כל אחד מערוצים אלה גורם לשינויים בשער החליפין להשתקף במדד המחירים לצרכן. היקף ההשפעה ועיתויה יכולים להשתנות על פני זמן, הן כתוצאה משינויים בהרכב סל המוצרים הנסחרים עם חו"ל, המיוצרים מתשומות מיובאות, או המוצמדים לדולר, והן כתוצאה משינויים ברמת הפעילות במשק: בזמן התמתנות בפעילות הכלכלית פיחות לא יביא בהכרח להעלאה שקלית מלאה של מחירי המוצרים המיובאים, שכן אז קשה ממילא למכור מוצרים⁹. היקף ההשפעה של אירועי פיחות שונים על רמת המחירים עשוי להשתנות גם בהתאם למידת הפרמננטיות שהציבור מייחס לפיחות. כך, למשל, במהלך רוב שנות השמונים, כששער החליפין היה מנוהל או קבוע, כל שינוי בו תורגם במלואו ומייד לעליות מחירים, שכן היה ברור כי השער החדש שנקבע מבטא שינוי פרמננטי;

הודות לניודו בפועל של
שער החליפין, לא כל שינוי
בו מיתרגם לשינוי
במחירים.

9 לדיון במקדם התמסורת בכלל ולהשפעת רמת הפעילות על התמסורת בפרט ראה H. Bar-Or and L. Leiderman. (2000) *Monetary Policy Rules and Transmission Mechanisms Under Inflation Targeting in Israel*, Discussion Paper No. 2000.01, Research Department, Bank of Israel, (February).



לעומת זאת, מאז המעבר למשטר של רצועת ניוד על צורותיה השונות, ועד למשטר הנוכחי, המאפשר למעשה ניוד של השער בתחום רחב מאוד, לא כל שינוי בשער מתורגם לשינוי במחירים, משום שברור כי פיחות ביום מסחר מסוים עשוי להפוך למחרת לייסוף. לכן הביאה התנודתיות הרבה, המאפיינת את שער החליפין במשטר הנוכחי, להפחתת עוצמתה של התמסורת.

טענה זו, כי השינוי המבני בשוק מטבע החוץ הביא לירידת מקדם התמסורת – דרך השינוי בהתנהגות השחקנים בשוק – מקבלת תמיכה אמפירית: מאמידת משוואת מחירים על "מדגם נע" (rolling regression) של חמש שנים לאורך שנות התשעים עולה, כי אומדן מקדם התמסורת ירד מכ-0.4 בתקופה שלפני הרחבת רצועת הניוד לכדי 0.25 בלבד אחריה (דיאגרמה ג'-6). משמע, שלפני פתיחת הרצועה פיחות באחוז אחד היה מיתרגם לעלייה של כ-0.4 אחוז במדד המחירים לצרכן, ואחרי פתיחתה – ל-0.25 אחוז בלבד. שינוי זה נובע כנראה לא רק מהעלייה הטכנית בתנודתיות שער החליפין, אלא גם מאמינותה של המדיניות המוניטרית באי ההתערבות במסחר פרט להגנה על גבולותיה של רצועת הניוד. עם זאת, בהשפעת המגמות של פתיחת השווקים והמסחר המקוון, יותר ויותר מוצרים הופכים לסחירים, תופעה שככל הנראה תביא בעתיד לעלייה באומדנו של מקדם התמסורת.

באירוע הפיחות החד ברביע האחרון של 1998, ובהמשכו בייסוף של תחילת 1999, מראות אמידות שונות כי עיקר התמסורת הייתה מיידי, ואילו השפעת שינויי השער מהעבר הייתה זניחה. בתקופה זו פוחת השקל ביחס לדולר בשיעור מצטבר של 4.8 אחוזים¹⁰ (פיחות של 8.6 אחוזים ברביע האחרון של 1998 וייסוף של 3.5 אחוזים ברביע הראשון של 1999), ומדד המחירים לצרכן עלה ב-2.9 אחוזים (4.4 אחוזים ברביע האחרון

10 ממוצע מארס 1999 לעומת ממוצע ספטמבר 1998.

אומדן מקדם התמסורת ירד מכ-0.4 לפני הרחבת הרצועה ב-1997 לכדי 0.25 בלבד אחר כך.

באירוע הפיחות ב-1998, ובהמשכו בייסוף של תחילת 1999, נראה כי עיקר התמסורת הייתה מיידי.

של 1998 ו-1.4 אחוזים ברביע הראשון של 1999). אמנם שיעורי שינוי אלה אינם תואמים במדויק את אומדני מקדם התמסורת, אך ניכר כי אף שהמדד מושפע במידה רבה משער החליפין, מנגנון התמסורת איננו מלא ומיידי, כמו בשנות האינפלציה הגבוהה. עם זאת, מפני השינויים החדים בשער החליפין באותה תקופה, המעבר משער החליפין אל המחירים היה אז מהיר מזה שאפיין את שנות התשעים, ולמעשה התמסורת נמשכה רביע אחד בלבד. את המעבר המהיר משער החליפין למחירים ניתן להסביר בעובדה שחלק ניכר מהשינוי החד בשער נתפס כפרמננטי, וגם אם לאו – עוצמתו לא אפשרה ליצרנים לספוג את הגידול של עלויות הייצור, ולכן הם גלגלו אותו מייד אל הצרכנים. בשלושת הרביעים האחרונים של השנה פוחת השקל ביחס לדולר ב-4.0 אחוזים נוספים, ומדד המחירים לצרכן עלה ב-2.8 אחוזים. בסיכום שנתי פוחת השקל ביחס לדולר ב-0.4 אחוז בלבד, וכנגד סל המטבעות הוא יוסף ב-2.5 אחוזים – שיעורים שתמכו בשיעורי השינוי הנמוכים במדד המחירים לצרכן ב-1999.

ד. התוצר המקומי ושימושי

הקצב השנתי של התרחבות השימושים משמש אינדיקציה להתפתחות הביקוש לתוצר המקומי. התרחבות הביקושים מעבר להתרחבות התוצר המקומי תעיד על עודף ביקוש. בסיכום שנתי גדל התוצר המקומי ב-2.2 אחוזים בממוצע, לעומת גידול בן 6.1 אחוזים בממוצע של סך השימושים למעט יבוא ביטחוני ישיר. עודף ביקוש זה נסגר באמצעות גידול של היבוא האזרחי, שעלה השנה ב-14.7 אחוזים בממוצע, ובכך הפחית את הלחץ על המחירים המקומיים.

הסתכלות על ההתפתחות במהלך השנה, מראה כי התעוררות הביקושים היא שהובילה את התוצר. ברביע הראשון של השנה ירד התוצר המקומי ב-2.1 אחוזים¹¹ לעומת הרביע האחרון של 1998. זאת בהמשך לרמת הפעילות המתונה שאפינה את המשק הישראלי בשנים 1997 ו-1998. ברביע זה התרחבו השימושים ב-1.3 אחוזים. הרביע השני של השנה מסמן את תחילתה של היציאה מהמיתון; ברביע זה וברביע השלישי גדל התוצר המקומי בקצב ממוצע של 2.5 אחוזים לרביע, לעומת שיעור של 3.3 אחוזים בשימושים. ברביע האחרון של השנה גדל התוצר ב-1.2 אחוזים, ואילו השימושים גדלו ב-2.0 אחוזים. ההתרחבות המהירה של השימושים ביחס לתוצר אין בה, עדיין, כדי ליצור לחצים להתחדשותו של תהליך האינפלציה; זאת משום שלנוכח הסטייה הגדולה של התוצר בפועל מהתוצר הפוטנציאלי בשנת 1999 סביר כי צד ההיצע יגיב על גידול הביקושים בהרחבת הייצור, ולא דווקא בהעלאת מחירים. (לדיון בתוצר הפוטנציאלי ראה פרק ב'). יתירה מזו, שיעור האבטלה הגבוה במהלך השנה תרם למתינותו של השינוי במחירים: מאמידת הקשר קצר הטווח בין האינפלציה לאבטלה עולה כי שיעור האבטלה הגבוה (8.9 אחוזים בממוצע) תרם להורדת מדד המחירים לצרכן במשך 1999 בכ-1.3 נקודות אחוז.

עודף הביקוש נסגר
באמצעות גידול של היבוא
האזרחי, ובכך פחת הלחץ
לעליות מחירים.

מפני הפעילות הממותנת,
יגיב צד ההיצע על גידול
הביקושים בהרחבת
הייצור, ולא דווקא
בהעלאת מחירים.

11 שיעורי השינוי בפיסקה זו מבוססים על נתונים רבעוניים, הנוטים להתעדכן בפיגור, ולכן ייתכן כי נתוני האמת יראו תמונה שונה.

לוח ג'-5

הגורמים להתפתחות המחירים, 1990 עד 1999
(שיעורי השינוי הממוצעים, אחוזים)

1999				ממוצע								
IV	III	II	I	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993-1990		
השינוי במחירי היבוא והיצוא ¹												
2.1	-0.5	-3.0	-3.3	2.3	4.9	2.2	2.2	14.0	9.0	7.3	יבוא התשומות ללא דלק ויהלומים	
-0.4	3.3	1.1	-5.0	7.3	4.7	3.8	3.8	10.0	8.3	11.2	היבוא האזרחי ללא יהלומים וגורמי ייצור הון	
1.8	3.6	0.4	-2.7	8.3	6.7	6.2	7.0	6.7	5.6	11.2	היצוא ללא יהלומים וגורמי ייצור הון	
15.1	28.7	24.2	-7.0	32.2	-21.9	0.3	20.8	10.9	4.1	5.7	מחירי הדלק	
השינוי במחירי סחר החוץ בדולרים												
0.0	0.2	-2.2	-2.6	-1.0	-3.5	-4.4	-4.1	7.6	0.5	1.4	היבוא לצריכה פרטית	
-1.4	0.9	0.2	-2.1	-1.8	-5.0	-4.1	-2.0	10.0	1.8	1.0	היבוא האזרחי ללא יהלומים וגורמי ייצור הון	
השינוי הריאלי בתוצר ובשימושים												
1.2	2.3	2.8	-2.1	2.2	2.2	2.9	4.6	6.8	7.0	5.5	התוצר המקומי הגולמי	
2.0	3.5	3.1	1.3	6.1	2.0	2.5	5.6	7.1	8.1	8.2	סך השימושים למעט יבוא בטחוני ישיר	
0.8	1.2	0.3	3.4	3.9	-0.2	-0.4	1.0	0.3	1.1	2.7	התרחבות סך השימושים מעבר לתוצר המקומי	
עלות העבודה												
2.1	0.9	3.7	2.1	7.6	7.7	11.6	13.1	12.4	15.2	14.1	השכר למשרת שכיר - כללי	
-0.6	-0.6	8.3	4.0	4.9	5.8	8.9	13.4	16.1	23.6	15.5	השכר למשרת שכיר בסקטור הציבורי	
3.4	1.4	1.7	2.9	8.8	8.5	12.8	12.9	10.7	11.8	13.4	השכר למשרת שכיר בסקטור העסקי	
				9.9	7.1	11.5	13.5	7.3	10.9	11.9	התמורה לעבודה ליחידת תוצר בסקטור העסקי (נומינלי)	
ההתפתחויות הפיסקליות ²												
				4.8	3.6	4.1	5.5	4.8	3.5	4.8	הגירעון הכולל בסקטור הציבורי כאחוז מהתמ"ג	
				5.5	5.0	5.4	6.6	5.9	4.6	7.5	הגירעון המקומי בסקטור הציבורי כאחוז מהתמ"ג	
ההתפתחויות המוניטריות												
2.2	6.6	2.7	-1.2	11.4	12.1	14.3	14.9	8.4	20.6	25.3	אמצעי התשלום (M1)	
4.0	5.4	6.1	5.7	5.3	6.1	9.2	11.2	10.0	13.3	13.2	הציפיות לאינפלציה ^{3,2}	
5.3	5.2	5.1	5.2	5.1	4.8	4.0	4.5	4.3	3.2	2.6	הריבית הריאלית על איגרות חוב ל־10 שנים ²	
האבטלה												
8.8	9.7	8.6	8.4	8.9	8.6	7.5	6.6	6.8	7.8	10.4	שיעור האבטלה במשק ²	
שערי החליפין												
1.5	2.4	-1.0	-4.5	8.3	9.6	4.3	3.5	4.6	7.8	11.3	סל המטבעות ⁴	
1.1	2.2	0.7	-3.3	8.9	10.2	8.2	5.9	0.0	6.4	10.3	הדולר	

(1) מחירי סחר החוץ מוכפלים בשער החליפין של הדולר.

(2) נתונים אלה מתייחסים לרמות ולא לשיעורי השינוי.

(3) אומדן ציפיות האינפלציה ל־12 החודשים הקרובים משוק ההון, בהנחת פטור מלא ממס.

(4) לפי הרכב הסל החדש שנקבע בשנת 1999, הנתונים עד שנה זו מבוססים על שיטת החישוב החדשה בשרשור לאחור.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ה. משתני עלויות

(1) השכר

התפתחות השכר משפיעה על המחירים דרך שני ערוצים מרכזיים:

- הואיל והשכר הוא מחירה של תשומת העבודה, עלייה בשכר מצמצמת את רווחיות הייצור, ולפיכך קטן היצע המוצרים, ומחירים יעלה. ערוץ זה רלוונטי לסקטור העסקי, משום שבסקטור הציבורי רוב הפעילות איננה יצרנית וכן איננה מיועדת למטרות רווח.
- עלייה בשכר תגדיל את הביקוש למוצרים, כתוצאה מאפקט ההכנסה, ומכאן יפעל לחץ לעליית המחירים. ערוץ זה עלול ליצור לחצים אינפלציוניים – אם קצב עליית השכר יהיה גבוה מקצב התרחבותה של הפעילות במשק.

עלות העבודה ליחידת תוצר משמשת אינדיקטור כולל להערכת לחצי עלויות השכר בסקטור העסקי על המחירים. עלייה במשתנה זה מבטאת את התייקרות העבודה (במונחי המחירים ליצרן) מעבר לעליית התוצר לעובד (הפריזן), ולכן עלייה כזאת מבטאת לחץ לעליית מחירים כתוצאה משחיקת רווחיות הייצור (הערוץ הראשון). בסקטור העסקי עלות זו עלתה השנה נומינלית ב־9.9 אחוזים בממוצע, יותר מאשר ב־1998 (7.1 אחוזים), אך פחות מאשר ב־1996 וב־1997 (11.5 ו־13.5 אחוזים, בהתאמה). על פי נתונים אלו נראה כי מצד ההיצע לחץ השכר השנה לעלויות מחירים גבוהות מאלו שנצפו בפועל.

השכר הממוצע למשרת שכיר עלה ב־1999 ב־7.6 אחוזים בממוצע, ובכך הפעיל לחץ על המחירים מצד הביקוש (הערוץ השני). בסקטור העסקי עלה השכר הממוצע ב־8.8 אחוזים בממוצע, ובסקטור הציבורי – ב־4.9 אחוזים; זאת לעומת שיעורי עלייה של 8.5 ו־5.8 אחוזים, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד. נראה אפוא שהתפתחות השכר השנה לא הייתה גורם המסייע לתהליך הדיסאינפלציה, בעיקר מצד הסקטור העסקי. כמו כן נראה, על פי הסכמי השכר שנחתמו בנובמבר השנה ויושמו עד כה במידה חלקית בלבד, כי בשנת 2000 יימשכו הלחצים האינפלציוניים מצד השכר, לפחות בסקטור הציבורי.

התפתחות השכר השנה
לא סייעה לתהליך
הדיסאינפלציה.

(2) עלויות נוספות

המחירים השקליים של התשומות המיובאות (ללא דלק ויהלומים) עלו השנה בממוצע ב־2.4 אחוזים בלבד – לעומת עלייה של 4.9 אחוזים ב־1998, שנבעה בעיקרה מפיחות השקל ברביע האחרון שלה. שיעור העלייה השנה נמוך גם בהשוואה לאלו של השנים 1996 ו־1997, שבהן התייקרו התשומות ב־2.2 אחוזים. ראוי לציין כי מחירי הדלק וחומרי הסיכה לייצור עלו השנה ביותר מ־30 אחוזים בממוצע, על רקע התייקרותם החדה בשוקי העולם, אולם מאחר שמשקלם במדד התשומות הוא כ־10 אחוזים, השפעתם עליו קטנה יחסית. (מדד מחירי התשומות הכללי עלה השנה ב־4.9 אחוזים בממוצע.)

המחירים השקליים של
התשומות המיובאות עלו
השנה בממוצע ב־2.4
אחוזים בלבד.

הריבית על סך האשראי הבנקאי ירדה במשך שנת 1999 בכ־2.4 נקודות אחוז, והגיעה ברביע האחרון לרמה ממוצעת של 15.5 אחוזים. בריבית הריאלית ex-ante הסתמנה מגמת ירידה במהלך שלושת הרבעים הראשונים, אך עקב הירידה החדה של הציפיות לאינפלציה לקראת סוף השנה, עלתה לבסוף הריבית הריאלית ex-ante במשך שנת 1999 ב־1.5 נקודות אחוז והגיעה לרמה של 11.8 אחוזים.

3. התפתחות המחירים השונים

א. התפתחות המחירים על פי סחירים ולא־סחירים

במשך קטן ופתוח כדוגמת המשק הישראלי קצב עליית המחירים המקומיים מושפע מהתפתחויות מחירי המוצרים הסחירים (מוצרי היבוא, היצוא ותחליפיהם מהייצור המקומי), הנקבעים בעיקר על ידי תנאי ההיצע והביקוש בשוקי העולם ועל ידי התפתחות שער החליפין. השפעתם של מחירי מוצרים אלה גדלה ככל שהמשק פתוח יותר לסחר העולמי¹², אך שיעור השינוי בהם איננו זהה לשיעור השינוי במחירים המקומיים; זאת עקב קיומם של מוצרים שאינם נסחרים בשוקי העולם (בעיקר שירותים שונים ודיור) אשר מחיריהם מושפעים בעיקר מן ההיצע והביקוש בשוק המקומי, אף על פי שרבים מהם נקובים בדולרים. כך, למשל, מחירי הדיור, הנקובים בדולרים, אמנם עלו בזמן הפיחות החד שהיה ברביע האחרון של 1998, אך שיעור עלייתם היה נמוך משיעור הפיחות, דבר המבטא ירידה של המחיר הנקוב בדולרים. ככלל, שינוי ביחס של מחירי המוצרים הסחירים ללא־סחירים במדד המחירים לצרכן משמש אינדיקציה לשינוי הריאלי בשער החליפין: עליית מחירי המוצרים הסחירים מעבר לעליית מחיריהם של הלא־סחירים תעיד על פיחות ריאלי¹³.

במשך הרביע הראשון של השנה ירדו מחירי המוצרים הסחירים ב־1.2 אחוזים, לעומת ייסוף נומינלי של 3.5 אחוזים. מחירי המוצרים הלא־סחירים ירדו ב־1.7 אחוזים, ובכך נמשך הפיחות הריאלי, שהחל ברביע האחרון של 1998. בהמשך השנה התהפכה המגמה: מחירי המוצרים הסחירים עלו ב־1.0 אחוז לעומת עלייה בת 4.1 אחוזים של מחירי הלא־סחירים, ובכך התחדשה מגמת הייסוף הריאלי. בסיכום שנתי ירדו מחירי המוצרים הסחירים ב־0.2 אחוז, ומחירי הלא־סחירים עלו ב־2.3 אחוזים, כך שבמהלך שנת 1999 כולה נרשם ייסוף ריאלי של 2.4 אחוזים.

אינדיקציה נוספת לפיחות ריאלי מתקבלת ממחירי החשבונאות הלאומית באמצעות השוואת מחירי היצוא ו/או היבוא למחירי התוצר המקומי. עלייה של הראשונים מעבר לשיעור עלייתם של האחרונים תעיד על פיחות ריאלי. התמונה המצטיירת מאינדיקציה זו שונה מן המתקבל מהשוואת מחירי המוצרים הסחירים לאלה של הלא־סחירים. עד (וכולל) הרביע האחרון של 1998 מתפתחות שתי האינדיקציות בתוואים דומים, ומעידות על ייסוף ריאלי מתמשך; ברביע הראשון של 1999 משתנה התמונה: מחירי החשבונאות הלאומית מצביעים על ייסוף ריאלי גם במחצית הראשונה של 1999, ואחריה – על עלייה של מחירי היצוא והיבוא מעבר לעליית מחירי התמ"ג, דהיינו על פיחות ריאלי. השוני בהתפתחות בין המדדים לשער החליפין הריאלי מעיד על הצורך בתצפיות נוספות כדי לאבחן את מגמתו לאחר אירועי הפיחות החד של 1998.

ב. קבוצות התצרוכת

בבחינת ההתפתחות של עשר קבוצות התצרוכת ניכר כי התורמים העיקריים לעליית המדד הם הסעיפים מזון וחינוך תרבות ובידור, וכי כל אחת מקבוצות תצרוכת אלה תרמה

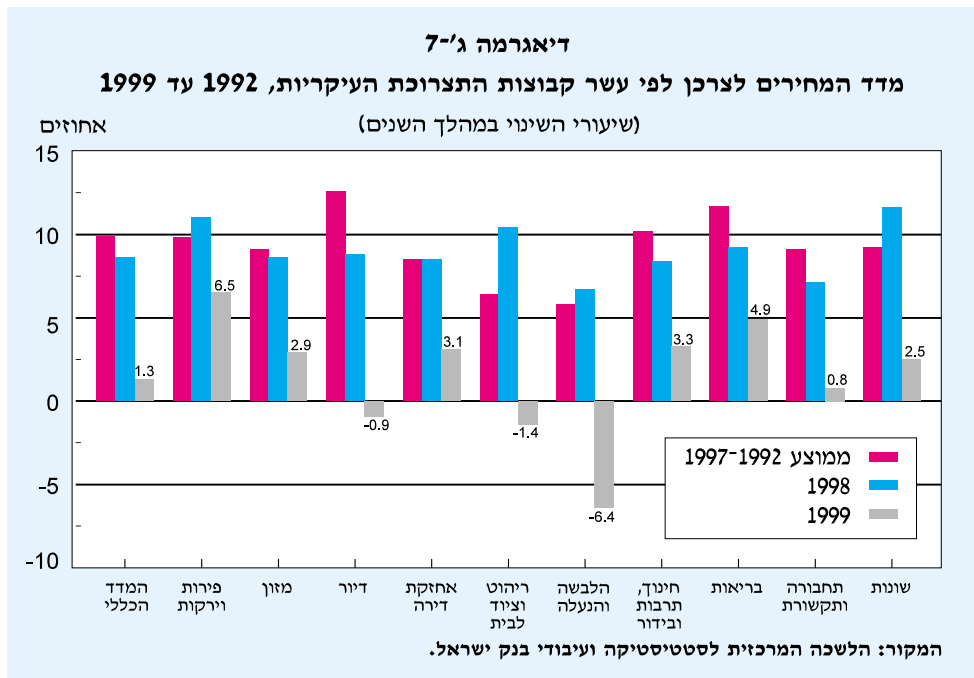
ברביע הראשון נמשך
הפיחות הריאלי, שהחל
בסוף 1998, אך בהמשך
השנה התהפכה המגמה.

התורמים העיקריים
לעליית המדד הם מזון,
החזקת הדירה וחינוך
תרבות ובידור.

12 משקלם של מחירי המוצרים הסחירים במדד המחירים לצרכן הוא כ־40 אחוזים.

13 יש המבקרים קריטריון זה לפיחות ריאלי בטענה שסיווג המוצרים לסחירים ולא־סחירים איננו עומד כיום במבחן המציאות משום שהוא עודכן לאחרונה רק בתחילת שנות התשעים. נוסף על כך מתייחס סיווג זה לסל המוצרים במדד המחירים לצרכן בלבד.

למדד הכללי 0.4 נקודת אחוז. סעיף החזקת הדירה תרם 0.3 נקודת אחוז, ושלוש קבוצות תצרוכת אלה מהוות יחד כ־37 אחוזים מהמדד הכללי. עוד בלטו סעיף הפירות והירקות, ששיעור עלייתו היה הגבוה ביותר בין עשר קבוצות התצרוכת (6.5 אחוזים), וסעיף ההלבשה וההנעלה, שרשם תנודתיות רבה, מעבר לזו המאפיינת אותו בשנים האחרונות. בסעיף זה נרשם גם שיעור הירידה הגדול ביותר, 4.0 אחוזים. סעיף הדיור, שמשקלו במדד הוא הגבוה ביותר (למעלה מ־20 אחוזים), ירד ב־0.9 אחוז.



מחירי הדיור, למרות היותו מוצר לא־סחיר, מושפעים בטווח הקצר בעיקר משער החליפין של השקל מול הדולר. קשר זה אף התעצם לאחר שינוי שיטת המדידה בתחילת 1999, שכתוצאה ממנו 95 אחוזים מסעיף הדיור הם למעשה מחירי שכר דירה (75 אחוזים הם שירותי דיור בבעלות הדיירים, הנאמד באמצעות שכר הדירה המתחדש, ו־20 אחוזים הם שכר דירה בחוזים קיימים)¹⁴. כך, למשל, ברביע הראשון ירד שער החליפין ב־3.5 אחוזים, ובתגובה ירד מדד הדיור ב־4.8 אחוזים, ירידה שתרמה למדד הכללי 1.0 נקודות אחוז מתוך ירידה כוללת של 1.4 אחוזים. ככלל נטה סעיף הדיור השנה להגיב בתנודות חדות על שינויים בשער החליפין מעבר לפיחות או הייסוסף שנרשם בשוק מטבע החוץ, תנודות שביטאו שינויים במחירים הדולריים של שכר הדירה. שינויים במחירי שכר הדירה שאינם תואמים את שיעור השינוי בשער החליפין משמשים אינדיקציה לפעולתם של כוחות השוק. כך, למשל, ניתן לראות בעליית מחירי הדיור מעבר לשיעור הפיחות אינדיקציה להתעוררות הביקושים בשוק הנדל"ן. אינדיקציה זו חוברת אל אינדיקטורים נוספים המצביעים על התאוששות מסוימת במצב המשק החל מהרביע השני של השנה.

ככלל נטה סעיף הדיור השנה להגיב בתנודות חדות על שינויים בשער החליפין.

14 ראה תיבה ג'-2, העוסקת בהשפעות של שינוי השיטה למדידת סעיף הדיור.

סעיף הבריאות עלה השנה ב־4.9 אחוזים. זו השנה הרביעית ברציפות שסעיף זה נמנה עם הסעיפים הרושמים את שיעורי העלייה הגבוהים ביותר. זוהי, ככל הנראה, תוצאה מהחלת חוק הביטוח הבריאות הממלכתי ב־1995. החוק אמנם הקנה סל בריאות בסיסי לכלל האוכלוסייה, אך במקביל איפשר שיווק מוצרי בריאות נוספים, שאינם נכללים בביטוח הבסיסי. נראה שהביקוש הקשיח לשירותים אלה בשילוב עם התפתחות טכנולוגית מהירה בענף, הכרוכה בעלויות גבוהות, הם אשר תורמים לעליית המחירים התלולה יחסית בסעיף זה. מכאן עולה שעליית המחירים מתוקנת־האיכות (שיעור העלייה של מחירי הבריאות ההדוניים) מתונה מזו המשתקפת ברכיב הבריאות במדד המחירים לצרכן.

מחירי ההלבשה וההנעלה ירדו השנה ב־4.0 אחוזים. מבחינת הפעילות הריאלית בענף עולה כי הצריכה הפרטית המקומית של מוצריו ירדה ברציפות מ־1996 ועד 1998, וכי ב־1999 היא עלתה בשיעור מתון יחסית של 1.3 אחוזים בממוצע. לעומת זאת עלה מדד נפח היצוא בענף השנה ב־8.7 אחוזים בממוצע, והתפתחותו דמתה לזו של מדד הייצור המקומי – יציבות במחצית הראשונה של השנה, עלייה ברביע השלישי והתמתנות ברביע האחרון. מכאן שהשינוי המתון בביקושים המקומיים התבטא רובו ככולו ביבוא, שכן התוצרת המקומית מיועדת בעיקרה ליצוא. מחירי היבוא בענף ירדו ב־2.5 אחוזים, ככל הנראה על רקע התחזקותו של השקל ביחס למטבעות האירופיים (שכן עיקר יבוא ההלבשה וההנעלה הוא מאירופה). התפתחויות אלה מצד היבוא יצרו את התנאים לירידת המחירים בענף.

תיבה ג'–2: שינוי שיטת המדידה של מחירי הדיור ותוצאותיו

מדד מחירי הדיור מורכב משלושה סעיפי תצורות: שירותי דיור בבעלות הדיירים, שכר דירה והוצאות דיור אחרות. הרכיב העיקרי במדד הדיור הוא שירותי דיור בבעלות הדיירים; משקלו במדד הדיור עומד על 74.7 אחוזים, ובמדד הכללי משקלו 16 אחוזים¹. עד דצמבר 1998 מדד רכיב זה את השינוי במחירי הדירות בבעלות הדיירים, בהתבסס על עסקאות של רכישה שבוצעו בארץ. מדידה זו היא בעייתית: מדד המחירים לצרכן אמור למדוד את מחירי המוצרים הנצרכים על ידי הצרכן הממוצע; אמנם חלק ניכר מהאוכלוסייה קונה דירות במטרה לצרוך שירותי דיור, אך מחיר הדירה מבטא את מחיר זרם התצורות העתידי הצפוי להתקבל כתוצאה מהמגורים בה, בעוד שרכיב הדיור במדד המחירים לצרכן אמור לשקף את מחיר שירותי הדיור בחודש שעליו נסב המדד. כן אין להתעלם מהשפעתם של שיקולי השקעה על ההחלטה לרכוש דירה, ובמובן זה מחירי הנדל"ן אינם משקפים את תצורות הדיור של הצרכן הממוצע.

לנוכח בעייתיות זו, הוקמה ביוני 1996 ועדה במטרה לבחון מחדש את דרך חישובו של סעיף זה. במהלך שנת 1998 פורסמו המלצות הוועדה, ובעקבותיהן

1 רכיב שכר הדירה מהווה כ־20 אחוזים ממדד הדיור, וההוצאות האחרות מהוות כ־5 אחוזים.

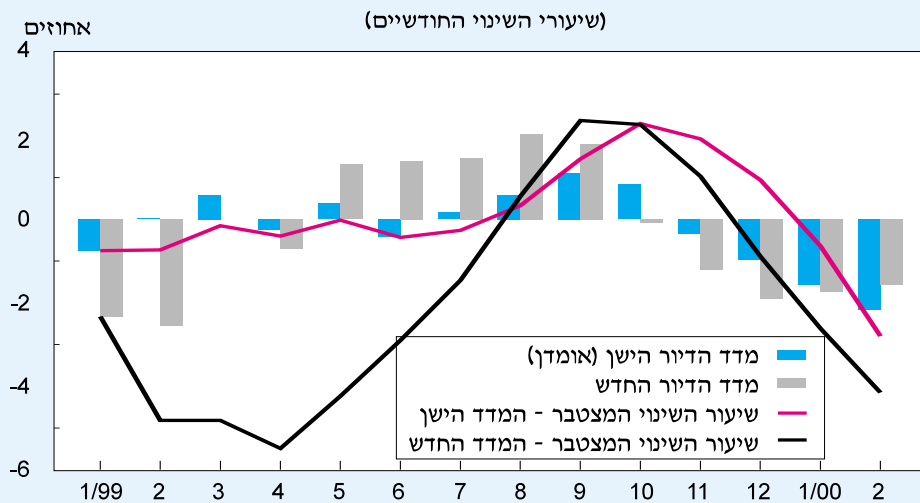
הוחלט כי החל מינואר 1999 תשונה שיטת המדידה של הסעיף שירותי דיור בבעלות הדיירים, כך שהוא ישקף את השינוי במחירי שכר הדירה בחוזים מתחדשים. זאת משום שמחירי שכר הדירה מיטיבים לשקף, מהעסקאות של רכישת נדל"ן, את עלות צריכת הדיור החודשית.

על רקע זה מעניין לבדוק מהן השפעותיו של שינוי שיטת המדידה על מדד הדיור. דיאגרמה 1 משווה את השינוי במדד הדיור, כפי שהוא התפרסם במהלך שנת 1999 (בשיטת המדידה החדשה), לשינוי שהיה מתקבל לו המשיכו לחשב אותו בשיטה הישנה².

- מדיאגרמה 1 ניכר כי סעיף הדיור הפך תנודתי יותר כתוצאה משינוי שיטת המדידה. את השונות הגבוהה שבמדד החדש ניתן לייחס למספר גורמים:
- נראה כי המדד החדש רגיש יותר לשינויים בשער החליפין, ולכן תנודות בשוק מטבע החוץ גורמות בו תגובה חריפה יותר, כפי שמראה דיאגרמה 2. משמעות תופעה זו היא עלייה באומדן מקדם התמסורת משער החליפין למחירי הדיור, וגם למדד הכללי.
 - הסעיף שירותי דיור בבעלות הדיירים, המהווה כ-75 אחוזים ממדד הדיור, מתבסס על מספר קטן יחסית של תצפיות (בין 170 ל-400 תצפיות בחודש).

דיאגרמה 1

מדד מחירי הדיור, השוואה בין שיטות המדידה, ינואר 1999 עד פברואר 2000



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

2. הנתונים למדד הישן לקוחים מתוך חישוב הנערך במחלקה המוניטרית בבנק ישראל.

- ייתכן כי מחירי שכר הדירה המתחדש מושפעים מגורמים עונתיים, בניגוד למחירי הנדל"ן. כך, למשל, סביר כי לפני פתיחת השנה האקדמית באוניברסיטאות יגדל הביקוש לדירות שכורות, ולכן יעלו מחיריהן בחוזים המתחדשים. ואולם, קשה לבסס טענה זו, משום שעד ינואר 1999 לא הייתה בנתונים על מחירי שכר הדירה הפרדה בין החוזים המתחדשים לקיימים.

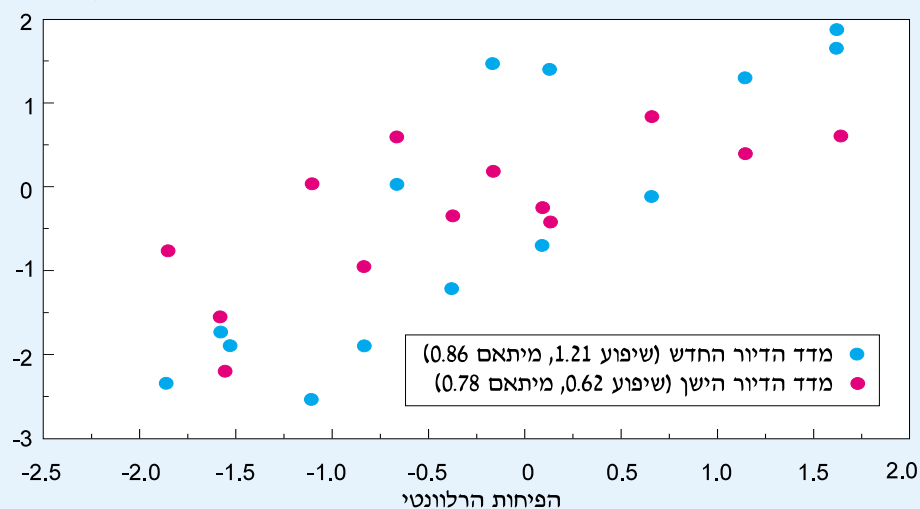
דיאגרמה 2

הפיחות הרלוונטי¹ למדד הדיור כנגד מדד הדיור בשתי שיטות המדידה,

ינואר 1999 עד פברואר 2000

(אחוזים)

שיעור עליית
מדד הדיור



(1) מחושב כממוצע משוקלל בין הפיחות הקלנדרי בחודש עליו נסב המדד לבין הפיחות המתקבל מחישוב ממוצע נע - דו חודשי, בהתאם לדרך חישובו של מדד הדיור והמשקולות הנגזרות ממנו.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ובנק ישראל.

