

דוח האינפלציה 1998
המחצית השנייה
שבט התשנ"ט - ינואר 1999

ירושלים, י' בשבט התשנ"ט
 27 בינואר 1999
 בנק ישראל

דוח האינפלציה למחצית השנייה של שנת 1998 מוגש לממשלה ולציבור במסגרת המשך המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעדי האינפלציה שקובעת הממשלה, ובכך הוא תורם לשקיפות ולאמינות של המדיניות המוניטרית. הגברת השקיפות של מטרות המדיניות הכלכלית ושל תוצאותיה חשובה מאוד לציבור בארץ ולמשתתפים בשווקים הפיננסיים המקומיים והבינלאומיים.

בתקופה האחרונה היינו עדים למשברים כלכליים קשים במדינות רבות בעולם, במיוחד במדינות מזרח אסיה וברוסיה. משברים אלה המחישו את החשיבות הרבה של ניהול מדיניות כלכלית המתבססת על ראייה ארוכת טווח ופועלת להשגת המסגרת המקרו-כלכלית ההכרחית ליצירת תנאים ליציבות כלכלית. המדיניות המקרו-כלכלית - הפיסקלית

דוח האינפלציה למחצית השנייה של שנת 1998 מוגש לממשלה ולציבור במסגרת המשך המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעדי האינפלציה שקובעת הממשלה, ובכך הוא תורם לשקיפות ולאמינות של המדיניות המוניטרית. הגברת השקיפות של מטרות המדיניות הכלכלית ושל תוצאותיה חשובה מאוד לציבור בארץ ולמשתתפים בשווקים הפיננסיים המקומיים והבינלאומיים.

בתקופה האחרונה היינו עדים למשברים כלכליים קשים במדינות רבות בעולם, במיוחד במדינות מזרח אסיה וברוסיה. משברים אלה המחישו את החשיבות הרבה של ניהול מדיניות כלכלית המתבססת על ראייה ארוכת טווח ופועלת להשגת המסגרת המקרו-כלכלית ההכרחית ליצירת תנאים ליציבות כלכלית. המדיניות המקרו-כלכלית - הפיסקלית והמוניטרית - ומדיניות הרפורמות והליברליזציה, שננקטו בישראל בעוד מועד, תרמו למזעור השפעותיהם של הזעזועים בכלכלות העולם ולמניעת משבר במשק הישראלי. הלקחים שהופקו מהניסיון בעולם ובישראל מחייבים להמשיך ולנקוט מדיניות כלכלית שקולה, הפועלת להבטיח את היציבות הכלכלית, שהיא תנאי הכרחי לחידוש הצמיחה במשק.

המדיניות המוניטרית שננקטה במחצית השנייה של 1998 - על רקע ההאצה בקצב עליית המחירים, בגלל הפיחות החד של השקל - בלמה את גל עליות המחירים והביאה להפחתה משמעותית של הציפיות לאינפלציה. כיום מתחזקת ההערכה כי עליות המחירים בתקופה האחרונה הן זמניות, וכי סביבת האינפלציה חוזרת לרמה ששררה עד אוגוסט 1998, כ-4 אחוזים, בהתאם ליעד האינפלציה שקבעה הממשלה ל-1999. על כן ניתן להתקדם להשגת היציבות הכלכלית, שהיא התשתית ההכרחית להשגת צמיחה בת קיימא. כעת, כדי להביא לחידוש הצמיחה - שבה טמון הפתרון האמיתי לבעיית האבטלה - על הכנסת לאשר באופן דחוף את התקציב ואת חוק ההסדרים ללא חריגות מהמסגרת אותה אישרה הממשלה, תוך הקפדה על הרכב תקציב המשקף את סדרי העדיפויות הכלכליים.

דוח האינפלציה הוכן בבנק ישראל במסגרת הפורום המוניטרי הבכיר שבראשות הנגיד - שהוא הצוות הבינמחלקתי (הכולל את ראשי המחלקה המוניטרית, מחלקת המחקר, מחלקת מטבע חוץ והפיקוח של מטבע חוץ), שבמסגרתו מתקבלות החלטות המדיניות המוניטרית.

יעקב פרנקל
 נגיד בנק ישראל

תקציר**1. הקדמה****2. התפתחות המחירים במחצית השנייה של 1998****3. הרקע והגורמים להתפתחות המחירים****4. הרקע והמדיניות הנדרשת להשגת אינפלציה נמוכה בישראל****נספח 1: יעדים מקרו-כלכליים שקבעה הממשלה בשנתיים האחרונות****נספח 2: הודעות לעיתונות על התכניות המוניטריות החודשיות ב-1998****תקציר**

* בשנת 1998 עלה מדד המחירים לצרכן ב-8.6 אחוזים, שיעור שהוא במסגרת תחום יעד האינפלציה (7 עד 10 אחוזים). במחצית השנייה של שנת 1998 הואץ קצב עליית המחירים, לאחר שהיה פחות מ-4 אחוזים (במונחים שנתיים) במחצית הראשונה של השנה. רוב העלייה התרכזה בחודשים ספטמבר עד נובמבר, והיא משקפת בעיקרה, ככל הנראה, תגובה חד-פעמית של רמת המחירים על הפיחות החד בשערו של השקל בתקופה זו, שנוצר על רקע המשברים הכלכליים במדינות רבות בעולם. במקביל לכך עלו הציפיות לאינפלציה במידה משמעותית, והדבר השתקף בירידת הריבית הריאלית.

* על רקע התפתחות אלו, וכדי למנוע את גלגולן של עליות המחירים החריגות לעלייה מתמשכת בקצב האינפלציה, העלה בנק ישראל את הריבית במשך חודש נובמבר בשיעור מצטבר של 4 נקודות אחוז, עד לרמה של 13.5 אחוזים. בעקבות זאת ירדו הציפיות לאינפלציה ירידה משמעותית. כך עלתה הריבית הריאלית לשיעור דומה לזה ששרר במחצית הראשונה של השנה, והתמתן הלחץ לעליית מחירים. כן נתקזז חלק מעלייתו של שער החליפין, והצטמצמה התנודתיות בשווקים הפיננסיים, בדומה להתפתחות בעולם.

* על רקע פעילותו הסדירה של שוק מטבע החוץ בתקופה זו, שמר בנק ישראל על מדיניות אי ההתערבות בשוק. אסטרטגיה זו איפשרה לשער החליפין להיקבע על ידי כוחות השוק ותרמה לתימחור נכון יותר של הסיכונים הגלומים בפעילות בשוק זה. בכך תרמה המדיניות להקטנת פגיעותו של המשק לזעזועים פיננסיים שמקורם בעיקר בחו"ל. גישה זו עולה בקנה אחד גם עם ניסיונם של בנקים מרכזיים רבים בעולם המלמד כי התערבות רצופה ומתמשכת אינה יעילה.

* התמתנות הציפיות לאינפלציה בסוף השנה, סביבת הפעילות הממותנת והתחזית להמשך ירידתם של מחירי חו"ל בעיקבות המשברים בעולם תומכות בהערכה כי עליית המחירים המואצת של סוף 1998 משקפת בעיקרה התאמה חד-פעמית של רמת המחירים ולא האצה של קצב האינפלציה, וכי התנאים הבסיסיים במשק מאפשרים התכנסות לסביבת אינפלציה התואמת את היעד שנקבע ל-1999 - 4 אחוזים.

* במחצית השנייה של 1998 נרשם יצוא הון של הסקטור הפרטי, לעומת יבוא הון במחצית הראשונה של השנה ובשנים הקודמות. שינוי זה משקף יצוא הון של תושבי ישראל, בעיקר עקב הגדלת הפיקדונות במטבע חוץ,

ויבוא הון קטן ממנו של תושבי החוץ. התפתחות זו לוותה בעלייה משמעותית של שער החליפין עד אוקטובר, תוך התגברות התנודתיות שלו.

* קצב הצמיחה של המשק במחצית השנייה של 1998 נשאר מתון, ולוה בשיעור אבטלה גבוה. הגורמים העיקריים לכך הם המשברים הפיננסיים העולמיים, שהשפעתם התבטאה בעיקר בקצב הגידול של היצוא, והמשך הביקושים המקומיים הממותנים.

* כדי להחזיר את המשק לקצב צמיחה התואם את הפוטנציאל ארוך הטווח שלו יש להגדיל את ההשקעות בתשתית ובהון אנושי, ועם זאת להקטין את חלקו של הסקטור הציבורי במשק. המשך המשמעת הפיסקלית ושמירה על תוואי יורד של הגירעון בתקציב חיוניים גם כדי להקטין את פגיעות המשק לזעזועים חיצוניים, ולשם כך לשמור את הגירעון במאזן התשלומים ברמה שהיא בת-קיימא ומתיישבת עם צמיחה ארוכת טווח ועם יציבות כלכלית. המשך המשמעת המוניטרית חיוני גם הוא להקטנת פגיעותו של המשק וכדי לאפשר לפיחות הריאלי להתמש, ובכך לתרום לשיפור רווחיות היצוא ולהתאוששות הפעילות.

* העיכוב המשמעותי באישור תקציב המדינה וחוק ההסדרים - הכולל את הרפורמות הכלכליות של הממשלה - מגביר את אי-הוודאות הכלכלית וגורם נזק. במקביל לכך, מוכנסים שינויים רבים בתחום החקיקה שהשלכותיהם יוצרות אי-וודאות רבה לגבי גודל התקציב, הרכב ההוצאות והיכולת לעמוד ביעד הגירעון שנקבע על ידי הממשלה. אישור מידי של התקציב בהתאם ליעד הגירעון שנקבע, עם הרכב הוצאות המדגיש הוצאות המעודדות את צמיחת המשק, יחד עם אישור חוק ההסדרים במתכונת שעליה הוחלט, חיוניים לחידוש הצמיחה במשק. הזעזועים הפיננסיים הפוקדים כעת את ברזיל ממחישים ביתר שאת את הצורך בניהול מדיניות תקציבית שקולה.

* התקופה הקרובה מאופיינת באי-וודאות הן בתחום התקציב והן בתחום השכר. לפיכך, ועל רקע הזעזועים בחלק משוקי ההון בעולם, נדרשת מדיניות מוניטרית אחראית החותרת להשגת שיעור אינפלציה התואם את היעד שקבעה הממשלה, ובכך תחזק היציבות הכלכלית שהיא תנאי הכרחי לצמיחה בת-קיימא.

1. הקדמה

שיעור עליית המחירים הואץ - ככל הנראה באופן זמני - במחצית השנייה של שנת 1998 והגיע ל-6.3 אחוזים ([דיאגרמה 1](#)). עיקר העלייה התרכז בחודשים ספטמבר עד נובמבר, בתגובה על העלייה המשמעותית בשער החליפין, שהחלה באוגוסט, על רקע המשברים הפיננסיים בעולם.

עליית המחירים המצטברת בשנת 1998 כולה, 8.6 אחוזים, נמצאת בתחום יעד האינפלציה שנקבע לשנה זו, 7 עד 10 אחוזים, אך גבוהה מקצב עליית המחירים ששרר עד אוגוסט - כ-4 אחוזים. עד אוגוסט הוריד בנק ישראל את הריבית באופן מתון, בעקבות התמתנות רבה של קצב האינפלציה והציפיות, תוך עלייה של הריבית הריאלית הצפויה. באוגוסט, יחד עם מיתון השיפוע של רצועת שער החליפין וקביעת יעד אינפלציה של 4 נקודות אחוז. ל-1999, הוריד הבנק את הריבית בשיעור חד יחסית, 1.5 נקודות אחוז. על רקע עליות המחירים שהתלוו להתפתחויות בשער החליפין והעלייה הרבה של הציפיות לאינפלציה באוקטובר, שהתבטאה בשחיקה של הריבית הריאלית, וכדי למנוע את גלגולן של עליות מחירים אלו לעלייה מתמשכת בקצב האינפלציה, העלה בנק ישראל את הריבית בנובמבר פעמיים, בשיעור מצטבר של 4 נקודות אחוז. העלאת הריבית תרמה לרגיעה בשווקים הפיננסיים ולירידה משמעותית בציפיות לאינפלציה, אף כי הן טרם שבו לרמה ששררה במחצית הראשונה של 1998. כן פעלה ההעלאה, ביחד עם הרגיעה שהשתררה בשווקים בחו"ל, לצמצומו של חוסר היציבות בשוק מטבע החוץ - במסגרת משטר שער החליפין הנוכחי.

על רקע פעילותו הסדירה של שוק מטבע החוץ בתקופה זו, שמר בנק ישראל על מדיניות אי ההתערבות בשוק. אסטרטגיה זו איפשרה לשער החליפין להיקבע על ידי כוחות השוק, ותרמה לתימחור נכון יותר של הסיכונים הגלומים בפעילות בשוק זה. בכך תרמה המדיניות להקטנת פגיעותו של המשק לזעזועים פיננסיים שמקורם בעיקר בחו"ל. גישה זו עולה בקנה אחד עם ניסיונם של בנקים מרכזיים רבים בעולם, המלמד כי התערבות רצופה ומתמשכת אינה יעילה.

במחצית השנייה של 1998 המשיך קצב הצמיחה של המשק להיות מתון מאוד, כמו מאז המחצית השנייה של 1996. קצב צמיחה זה, הנמוך משיעור הצמיחה הפוטנציאלי של המשק, לווה בשיעור אבטלה גבוה יחסית לשנת 1997¹. התמשכות הקצב המתון של הצמיחה גם בתקופה האחרונה נבעה מהצטמצמות הביקושים העולמיים - כתוצאה מהמשברים הפיננסיים שפקדו מספר מדינות, והתבטאו בעיקר בהאטת קצב ההתרחבות של היצוא - ומהמשך הרמה הממותנת של הביקושים המקומיים; אלה הושפעו, בין השאר, מהמשך המדיניות המרסנת, ממיצוי תהליך ההתאמה של מלאי ההון ומאי-הוודאות המדינית-בטחונית. ההאטה בביקושים המקומיים בשיעור גדול יותר מאשר בתוצר הייתה בין הגורמים להתמתנות האינפלציה בשלושת הרביעים הראשונים של השנה, והיא ממשיכה להיות אחד הגורמים הפועלים למיתון עליית המחירים.

יעד האינפלציה שקבעה הממשלה ל-1999 הוא 4 אחוזים - שיעור המתיישב עם התכנסות הדרגתית ליעד ארוך הטווח של יציבות מחירים (בהתאם להחלטות הממשלה). הפעילות הממותנת והמשברים הפיננסיים העולמיים, הצפויים להתבטא בהמשך ירידתם של מחירי חו"ל ותגובת המדיניות המוניטרית הביאו לגלגול חלקי ונמוך מאשר בעבר של הפיחות למחירים. התפתחויות אלה תומכות בחזרה של קצב האינפלציה לסביבת היעד. עם זאת, עליות המחירים הגבוהות בחודשים ספטמבר עד נובמבר 1998, רמתן של הציפיות בסוף השנה ובראשית 1999, אי-הוודאות לגבי הסכמי השכר, וכן העיכוב באישור התקציב לשנת 1999 ואי-הוודאות לגבי המדיניות הפיסקלית, הנלווית לכך - כל אלה מדגישים את הצורך במדיניות מוניטרית אחראית, ואת החשיבות של מדיניות פיסקלית המתיישבת עם המחויבות לשמירה על היציבות במשק ולהחזרתו למסלול של יציבות מחירים וצמיחה בת-קיימא.

חזרתו של המשק למסלול צמיחה התואם את הפוטנציאל ארוך הטווח שלו וצמצום שיעור האבטלה, צריכים להיות מלווים בשמירה על מסגרת התקציב, החיונית להבטחת יציבותו של המשק ולהגברת חסינותו בפני זעזועים חיצוניים, ובפרט במניעת התרחבותו של הגירעון במאזן התשלומים לרמה שאינה

בת-קיימא - רמה שהיא כנראה נמוכה יותר מאשר בעבר, בשל הצטמצמות תנועות ההון לטווח ארוך בעולם כולו ואל המשק הישראלי בפרט. הגדלת ההשקעה בתשתית פיסית ובהון אנושי, הקטנת חלקו של הסקטור הציבורי בפעילות הכלכלית והפחתת נטל המס יסייעו גם הן לחזרתו של המשק לתוואי של צמיחה מהירה יותר, תוך הקטנת האבטלה.

¹ נתונים עד הרביע השלישי 1998.

2. התפתחות המחירים במחצית השנייה של 1998

שיעור עליית המחירים מספטמבר עד נובמבר 1998 גבוה במידה משמעותית מזה שאפיין את החודשים הראשונים של השנה (דיאגרמה 2). מספטמבר עלה מדד המחירים לצרכן בכ-6 אחוזים, לעומת שיעור עלייה מצטבר של 2.6 אחוזים בלבד עד אוגוסט. במחצית השנייה של השנה - התקופה שאותה סוקר דוח זה - היה שיעור עליית המחירים כ-6.3 אחוזים, שהם כ-13 אחוזים במונחים שנתיים. במשך שנת 1998 כולה

עלה מדד המחירים לצרכן ב-8.6 אחוזים, שיעור שהוא בתחום יעד האינפלציה לשנה זו, 7 עד 10 אחוזים, אך גבוה מהקצב שאפיין את רוב חודשי השנה.

החל מחודש ספטמבר נרשמה האצה בקצב עליית המחירים, בעקבות קצב מהיר יותר של פיהות נומינלי של השקל, שהושפע מהמשברים בעולם. ההאצה הגיעה לשיאה בחודש אוקטובר, שבו עלה מדד המחירים לצרכן ב-3 אחוזים, כתוצאה מהעלייה החדה בשער החליפין של השקל בחודש זה. הפיהות החד בשער החליפין השפיע על מחיריהם של המוצרים הסחירים, אך גם על מחירי הדיור הנמדדים ועל רכיבים אחרים במדד. עליית המחירים המהירה יותר בחודשים האחרונים של 1998 מאפיינת את כל סעיפי המדד, וביניהם גם סעיף הדיור. גם המדדים המנכים את הדיור וסעיפים אחרים המאופיינים בתנודתיות (הלבשה והנעלה ופירות וירקות) עלו באוקטובר ובנובמבר בשיעורים חדים שבין 2 ל-3 אחוזים. שיעור עלייתם של המחירים הסיטוניים, הרגישים לשער החליפין, בהיותם בעיקר מחיריהם של מוצרים סחירים, היה מספטמבר גבוה מזה של מדד המחירים לצרכן - יותר מ-7 אחוזים - לאחר שהיו יציבים במשך תשעת החודשים הראשונים של השנה.

התפתחות המחירים ברביע האחרון של 1998 ממחישה את תפקידו של שער החליפין בקביעת המחירים, בפרט בטווח הקצר. עוצמת הקשר ומהירות התמסורת תלויות בגורמים כמידת קיומם של לחצי ביקוש במשק, מידת הנחישות של המדיניות המוניטרית להשיג את יעד האינפלציה, חוסר סימטריה בין התגובה של המחירים על עלייה ועל ירידה בשער החליפין, וגודלו של השינוי בשער החליפין. בשנתיים האחרונות, כשהשינויים בשער החליפין היו מתונים יחסית, התבטא קשר זה בהתמתנות קצב עלייתם של המחירים. השינוי החד בשער החליפין, שהצטבר מאוגוסט עד אוקטובר, התבטא מייד במדד המחירים לצרכן, אך בעוצמה נמוכה מזו שאפיינה את השנים האחרונות. התגובה החלקית והחלשה יותר של מחירי המוצרים הסחירים, הדיור ומוצרים אחרים לשינוי בשער החליפין נובעת, ככל הנראה, מההאטה במשק ומההערכה כי המדיניות המוניטרית מחויבת להשגת יעד האינפלציה. זאת ועוד, מדיניות אי ההתערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, שפירושה האפשרי הוא כי שינויים בשער החליפין יכולים להיות זמניים, תרמה ככל הנראה להחלשת התגובה של המחירים. כדי שתוואי האינפלציה יהיה בהתאם ליעד, חשוב כי הסכמי השכר שייחתמו וקצב התאמתם של המחירים שבהשפעתה של הממשלה (מחירי המוצרים המפוקחים והמבוקרים) יעלו בקנה אחד עם יעד האינפלציה שנקבע.

3. הרקע והגורמים להתפתחות המחירים

(1) ההתפתחויות בעולם

למשבר הפיננסי העולמי השלכות פיננסיות וריאליות נכבדות על המשק הישראלי. ההשלכות הפיננסיות באו לידי ביטוי בעליית המחירים של גיוס ההון בחו"ל ובירידה בזמינותו של ההון, בירידת ההשקעות של תושבי חוץ, בירידת מחירי המניות הישראליות, בהגדלת התנודתיות של שער החליפין ובפיהות שער השקל. ההשפעות הריאליות מתבטאות בהקטנת היצוא והצמיחה.

המשבר העולמי החל באמצע 1997 והתמקד תחילה במדינות דרום מזרח אסיה. הוא התבטא ביצוא הון, בפיהותים חדים בשערי המטבעות של מדינות אלה, במשברים במערכות הבנקאות, ובהאטת הפעילות הכלכלית. לאחר התייצבות השווקים הפיננסיים בתחילת השנה, התחדש באמצע 1998 המשבר כתוצאה מפיהות חד בשער החליפין של הרובל ומשמית החוב הרוסי והתבטא בסבב נוסף של פיהותים, אמנם בשיעורים נמוכים יותר מאשר בשנת 1997.

שמיטת החוב הרוסי הייתה נקודת מפנה בשוקי ההון הבינלאומיים, והיא הגדילה באחת את הערכות הסיכון ואת פרמיית הסיכון שדרשו המשקיעים הזרים על השקעותיהם, בעיקר בשווקים המתעוררים (**דיאגרמה 3**). היא הביאה למימוש השקעות של תושבי חוץ בארצות חוץ ולצמצום בתנועות ההון למדינות אלו (**דיאגרמה 4**), להורדת דירוגי האשראי הבינלאומיים בחלק מהמדינות, לירידות שערים ברוב הבורסות בעולם, וכן לעליית המירווחים על האשראי, תוך מצוקת אשראי ונזילות בשווקים הפיננסיים. התפתחות זו פגעה במדינות בעלות גירעון במאזן התשלומים שמומן באשראי קצר טווח מחו"ל, ובמדינות בעלות חשיפה גבוהה של הסקטור העסקי למטבע חוץ. בסוף ספטמבר עמדה קרן הגידור LTCM בפני התמוטטות, שאיימה לגרור עמה את המערכת הפיננסית בארה"ב והגבירה את תחושת המשבר בשווקים הפיננסיים הבינלאומיים. חבילת הסיוע לקרן זו והורדת הריבית בארה"ב ובאירופה ברביע האחרון של 1998 הביאו למפנה בשווקים הפיננסיים, שהתבטא בהקלה במצוקת האשראי ובעלייה של מדדי המניות תוך התחזקות שערי החליפין שנפגעו קודם לכן. החרפת המשבר בברזיל בינואר 1999 יכולה להעצים חלק מההתפתחויות הפיננסיות והריאליות שארעו לאחר המשבר ברוסיה, ובפרט בשווקים המתעוררים.

המשבר העולמי הורגש לא רק בשווקים הפיננסיים אלא גם בשווקים הריאליים, והתבטא בהאטה של הצמיחה בעולם ושל התרחבות הסחר העולמי. בשל הציפיות לירידה בביקושים העולמיים התמתנו גם הציפיות האינפלציוניות בעולם, ובמיוחד לגבי מחיריהם של חומרי הגלם והדלק.

(2) שוק מטבע החוץ ותנועות ההון

(א) התפתחות שער החליפין

המחצית השנייה של שנת 1998 - למעשה החל מחודש אוגוסט - אופיינה בפיחות ניכר בשער החליפין של השקל כלפי סל המטבעות ובעלייה רבה של תנודתיותו. לאחר שבמחצית הראשונה של השנה נע שער החליפין בקרבת הגבול התחתון של הרצועה תוך תנודתיות נמוכה, נרשמה במהלך המחצית השנייה עלייה תלולה של שער החליפין שהתרחשה בשתי קפיצות מדרגה (**דיאגרמה 5**) - כ-5 אחוזים באוגוסט וכ-12 אחוזים באוקטובר, תוך התגברות ניכרת של התנודתיות.

הורדת הריבית המצטברת מראשית השנה, הקטינה את הכדאיות של יבוא ההון. לאחר הורדת הריבית בשיעור של 1.5 נקודת אחוז בראשית חודש אוגוסט עלה שער החליפין, אך עלייה זו קווצה בחלקה לאחר מכן, והשער נשאר ברמתו החדשה (בכ-0.8 אחוז מעל הרמה שלפני ההורדה) עד סוף החודש. בסוף החודש ובמהלך ספטמבר נרשמה עלייה נוספת של כ-5 אחוזים, שנבעה רובה ככולה, מאי-הוודאות בשווקים העולמיים, על רקע המשבר ברוסיה, שגרר מימושי השקעות בשווקים זרים. בישראל התבטא הדבר במימוש השקעות נטו של תושבי חוץ בבורסה של תל אביב, אמנם בסכומים קטנים יחסית (כ-100 מיליוני דולרים לחודש החל מאוגוסט), ובירידה חדה של השערים (**דיאגרמה 6**). גם ביבוא ההון של תושבי ישראל נרשמה ירידה, שנבעה מהעלייה בהערכת הסיכוי לפיחות והתבטאה בגידול הפיקדונות במטבע חוץ ובירידה של גיוס האשראי המקומי במטבע חוץ.

על רקע המשבר גדל מאוד בחודש אוקטובר הביקוש של תושבי ישראל ושל תושבי חוץ למטבע חוץ. גידול זה התבטא בעלייה תלולה של שער החליפין ובהתגברות רבה של תנודתיותו, ללא שינוי מהותי במבנה תיק הנכסים וההתחייבויות של הסקטור הפרטי, ובפרט ללא פירעון אשראי במטבע חוץ, וכן ללא יצוא הון משמעותי של תושבי חוץ. זאת תוך גידול בולט של מחזורי המסחר בשוק מטבע החוץ. עליית שער החליפין התרחשה על רקע החשיפה המשמעותית של הסקטור העסקי למטבע חוץ (עודף התחייבויות על נכסים במטבע חוץ וצמוד לו), הנובעת בעיקרה מצבירת אשראי במטבע חוץ, שהחליף את האשראי השקלי (**דיאגרמה 7**). חשיפה זו מגבירה את רגישות הסקטור העסקי לעלייה בשער החליפין, ויכולה כשלעצמה להאיץ את עליית שער החליפין מפני הרצון להקטינה.

העלייה בהערכת הסיכוי לפיחות בקרב תושבי ישראל ותושבי החוץ ניוזנה גם משינוי הכיוון בחשבון הבסיסי של הסקטור הפרטי ([דיאגרמה 8](#)). חשבון זה מודד את הגירעון בחשבון השוטף ועוד תנועות ההון לזמן ארוך, ומבטא את צורכי יבוא ההון לזמן קצר של הסקטור הפרטי. מסוף 1996 ועד אוגוסט השנה התקיים בחשבון זה עודף (לחץ לייסוף), כתוצאה משיפור בחשבון השוטף ומגידול ההשקעות של תושבי חוץ. מאוגוסט ועד אוקטובר, על רקע האירועים בעולם, שהשפיעו על חשבון הסחר, על גיוס האשראי הישיר בחו"ל ועל השקעות תושבי חוץ, שינה חשבון זה את כיוונו, והפך לגירעון (לחץ לפיחות).

אסטרטגיית המדיניות, שכללה העלאה של ריבית בנק ישראל ואי התערבות בשוק מטבע החוץ, על רקע ההתפתחויות הפיננסיות בעולם, תרמה מאמצע נובמבר לרגיעה יחסית בשוק מטבע החוץ, לירידה מסוימת של שער החליפין ולהקטנת התנודתיות בו.

(ב) תנועות ההון למשק

יבוא ההון בכל 1998 הסתכם ב-1.3 מיליארדי דולרים, לעומת של 7.3 מיליארדים בשנת 1997 ([לוח 1](#)). החל באוגוסט 1998 היתה תנועת ההון של הסקטור הפרטי למשק הישראלי. יצוא ההון בתקופה זו הסתכם בכ-0.9 מיליארד דולרים, לעומת יבוא הון של 2.2 מיליארדים עד אוגוסט. שינוי זה נובע מירידה באשראי במטבע חוץ שקיבלו תושבי ישראל, מצבירת פיקדונות במטבע חוץ על ידי תושבי ישראל ומירידה בהשקעות פיננסיות של תושבי חוץ במשק.

תנועות ההון של תושבי ישראל: בתנועות ההון של תושבי ישראל חל שינוי כיוון בשנת 1998, והן הסתכמו ביצוא הון של כ-0.2 מיליארד דולרים, בהשוואה ליבוא הון של כ-4 מיליארדים ב-1997. לאחר שבשבעת החודשים הראשונים של 1998 נרשם יבוא הון של כ-1.4 מיליארדי דולרים, נרשם מאוגוסט יצוא הון של כ-1.6 מיליארדים. השינוי התבטא בעיקר באשראי ובפיקדונות במטבע חוץ, שהושפעו, כאמור, מעלייה בהערכת סיכון שער החליפין וכן מהירידה המתמשכת בפערי הריביות ([דיאגרמה 9](#)). הניסיון של הסקטור הפרטי להקטין את חשיפתו למטבע חוץ והניסיון של תושבי חוץ לממש את השקעותיהם התבטאו בעליית שער החליפין בחודשים אוגוסט עד אוקטובר. לעומת זאת איפשר יבוא ההון של תושבי חוץ, בנובמבר ובדצמבר, לסקטור הפרטי להקטין את חשיפתו בכמיליארד דולרים בתקופה זו (בעיקר על ידי הגדלת הפיקדונות), ללא עלייה של שער החליפין.

הערכת החסר לסיכון שער החליפין במישור דולר/שקל, שאפיינה את יבוא ההון בשנים האחרונות, וגרמה להעדפת האשראי הדולרי על פני האשראי השקלי, חלחלה השנה גם למישור הבין-מטבעי, וגרמה להעדפה של נטילת אשראי במטבעות שאופיינו בשיעור ריבית נומינלי נמוך (פרנקים שווייצריים וינייגים יפניים). כתוצאה מכך נרשמו השנה פירעונות נטו באשראי הדולרי, ולעומתם נטילת אשראי נטו בפרנקים שווייצריים ובייניגים יפניים. הסיכון הכרוך במעבר זה הומחש בשינויים החדים שנרשמו בשערי מטבעות אלה.

הכרזת הליברליזציה בחודש מאי השנה לא הביאה, בניגוד לציפיות של חלק מהציבור, ליצוא הון מהותי על ידי תושבי ישראל. הליברליזציה התירה גם ליחידים השקעות ריאליות בחברות ובנדל"ן וכן החזקת פיקדונות בחו"ל למי שאינו יצואן, שהייתה אסורה לפני כן. השקעות אלו לא גדלו במחצית השנייה של 1998 בהשוואה לשנים קודמות. יש לציין כי אמנם בוטלו רוב ההגבלות של הפיקוח על מטבע חוץ, אך עדיין קיימות בעיות בתחום המיסוי, המונעות השקעות בחו"ל בהיקף נרחב.

תנועות ההון של תושבי החוץ: גם תנועות ההון של תושבי החוץ למשק פחתו בשנת 1998 בהשוואה ל-1997. תנועות אלה הסתכמו בשנת 1998 ביבוא הון של כ-1.5 מיליארדי דולרים לעומת כ-3.3 מיליארדים בשנת

1997. החל מאוגוסט 1998 השתנה הרכב יבוא ההון - ירידה של ההשקעות הפיננסיות, שקוזה על ידי גידול ההשקעות הריאליות. מאוגוסט ועד אוקטובר 1998 נרשמו מימושי השקעות של תושבי חוץ בבורסה בתל אביב, וזאת על רקע המשבר ברוסיה ורצונם של תושבי החוץ להקטין את השקעותיהם בשווקים המתעוררים ולהגדיל את נזילותם. ההשקעות הריאליות של תושבי חוץ גדלו בחודשיים האחרונים של השנה, בחלקן בשל תהליך ההפרטה, ותרמו ליציבות שער החליפין.

אי שינויו של דירוג האשראי של ישראל בולט על רקע המשבר העולמי. בנובמבר הוא אושר מחדש על ידי המעריך הבינלאומי S&P לגבי איגרות חוב במטבע חוץ, ובדצמבר אף הועלה על ידי המעריך Moody's לגבי איגרות חוב במטבע מקומי. עם זאת, עליית המירווחים בעולם באה לידי ביטוי בגידולה של עלות גיוס האשראי שביצעה הממשלה בדצמבר בארה"ב - תוספת הנאמדת בכנקודת אחוז. תוספת זו נמוכה משמעותית מזו שנדרשה ממדינות בעלות דירוג דומה שגייסו באותה תקופה.

(3) סביבת האינפלציה

קצב האינפלציה והציפיות לה ששררו מספטמבר 1997 ועד אוגוסט 1998 השתנו מאוד בספטמבר 1998, שבו החלו עליות מחירים גבוהות; אלה הגיעו לשיאן בחודשים אוקטובר ונובמבר ונחלשו בדצמבר.

עד אוגוסט הואט קצב האינפלציה בפועל, במקביל לירידת הציפיות לאינפלציה לרמה של 4-5 אחוזים. על רקע זה החליטה הממשלה בתחילת אוגוסט על הורדה משמעותית של יעד האינפלציה לשנת 1999 ל-4 אחוזים, לעומת 7-10 אחוזים לשנת 1998. יעד זה לשנת 1999 תואם החלטות קודמות של הממשלה בדבר השגת יציבות מחירים לאורך זמן כמקובל במדינות המתועשות. החלטה זו לוותה בהפחתת השיפוע התחתון של רצועת שער החליפין ב-2 נקודות האחוז, והעמדתו על 2 אחוזים לשנה. במקביל לכך החליט בנק ישראל על הורדת הריבית בשיעור של 1.5 נקודות אחוז.

ואולם, מאז אוגוסט 1998 נרשמה תפנית בציפיות לאינפלציה. בשבוע הראשון של אוגוסט עלו הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון והגיעו ל-4.7 אחוזים, לעומת 4.2 אחוזים בממוצע ביולי. ייתכן כי חלק מעלייה זו הושפע מהירידה המצטברת בריבית עד חודש אוגוסט. הפחתת הריבית על ידי בנק ישראל בשיעור של 1.5 נקודות אחוז תרמה לעלייה נוספת בציפיות לאינפלציה, והן עמדו בשבועיים הראשונים שאחריה על רמה של 5.4 אחוזים. עם פרוץ המשבר ברוסיה, ב-17 לאוגוסט, פקד זעזוע את השווקים הפיננסיים העולמיים, ולא פסח גם על ישראל. שער סל המטבעות עלה במהירות, ועל רקע הקשר הקיים בטווח הקצר בין שער החליפין לרמת המחירים, בחלקו בגלל שיטת המדידה של מחירי הדיור, התבטא הדבר בעליית הציפיות לאינפלציה, המשקפת בחלקה עלייה של פרמיית הסיכון (דיאגרמה 10). הציפיות לשנה עלו בשבוע האחרון של אוגוסט ב-1.2 אחוזים, ובספטמבר הן עמדו בממוצע על 6.3 אחוזים, תוך התמתנות מסוימת במהלכו. זאת, כאמור, בעקבות השינוי מהיר בשער סל המטבעות, שעלה ב-4.6 אחוזים במהלך חודש אוגוסט, וב-2.6 אחוזים נוספים במהלך ספטמבר (דיאגרמה 11).

המגמות שאפיינו את החודשים אוגוסט וספטמבר נמשכו ביתר שאת באוקטובר: בתחילת החודש קפץ שער סל המטבעות בכ-5 אחוזים, ובעקבותיו עלו הציפיות לאינפלציה עלייה תלולה והגיעו לכ-9 אחוזים במחציתו הראשונה ולכ-8 אחוזים בשנייה; זאת במקביל לעלייה תלולה בת 11.7 אחוזים של שער החליפין בחודש זה. במחצית הראשונה של נובמבר שבו ועלו הציפיות לאינפלציה, ורק לאחר העלאת ריבית מצטברת על ידי בנק ישראל בשיעור של 4 נקודות אחוז בחודש זה נוצרה תפנית: החלה ירידה של הציפיות, והן הגיעו לכ-6 אחוזים בינואר 1999. זאת תוך ייסוף בשער החליפין וצמצום בתנודתיותו. הציפיות לשנים הבאות

התפתחו בדומה לציפיות לשנה, אמנם בשיעורים ההולכים ומתמתנים ככל שטווח הציפיות ארוך יותר.

מקור נוסף למידע על הציפיות לאינפלציה הן התחזיות של גורמים עסקיים. אלה העלו את הערכותיהם על קצב האינפלציה במהלך החודשים אוגוסט עד אוקטובר, ועדכנו אותן לעתים קרובות. עם זאת התחזיות לשנת 1999 הועלו אך במעט, לכ-5 עד 6 אחוזים. הפער בין תחזיות אלה לבין הציפיות הנגזרות משוק ההון משקף בחלקו פרמיית סיכון, שגדלה בחודשים האחרונים. מן האמור לעיל משתמעת הערכה של הסקטור העסקי, כי למרות עליית אי-הוודאות לגבי המגמות הנומינליות, ההתפתחויות האחרונות אינן בבחינת עליית מדרגה בקצב האינפלציה, אלא עלייה חד-פעמית ברמת המחירים, שבתנאי המשק הישראלי עשויה להתפרס על פני מספר חודשים, וכי במהלך 1999 צפויה ירידה לסביבת האינפלציה שאפיינה את המשק במשך תקופה ארוכה יחסית, עד אוגוסט 1998. לאחר העלאת הריבית בחודש נובמבר עודכנו תחזיות אלו כלפי מטה. נראה כי התפתחויות אלה של התחזיות נשענות, בין השאר, על ההערכה כי בנק ישראל ינקוט את המדיניות הנדרשת כדי להשיג את יעד האינפלציה; זאת בהתבסס על הניסיון שהצטבר לגבי תגובת הבנק על אפשרות של חריגת האינפלציה בפועל מן היעד שהציבה הממשלה.

(4) המדיניות המוניטרית והנכסים הפיננסיים

(א) פעילות המדיניות המוניטרית

ירידת סביבת האינפלציה עד לחודש אוגוסט איפשרה בתחילת התקופה הנסקרת המשך הפחתה הדרגתית של ריבית בנק ישראל, ובתחילת אוגוסט היא ירדה לרמה של 11.0 אחוזים. קצב הורדת הריבית היה איטי יחסית לירידת הציפיות לאינפלציה, וכך עלתה הריבית הריאלית הצפויה, ובשבעת החודשים הראשונים היא עמדה במוצע על 7.2 אחוזים, לעומת כ-5 אחוזים בשנת 1997. (דאגרמה 12). מדיניות זו של הפחתה מתונה בריבית נועדה לבסס את סביבת האינפלציה תוך מזעור הסיכון של גלישת הזעזועים הפיננסיים בעולם אל המשק הישראלי, על רקע היקפן הניכר ההתחייבויות במטבע חוץ. זאת על ידי מניעת צמצום מהיר מידי של הפער בין הריבית המקומית לריבית בחו"ל, צמצום שהיה מאיים על משטר שער החליפין.

במהלך חודש אוגוסט, בעיקר בסופו, ובספטמבר עלו, כאמור, הציפיות לאינפלציה (הכוללות בתוכן פרמיית סיכון), והגורם המרכזי לעלייתן היה עליית שער החליפין כתוצאה מהזעזועים הפיננסיים בחו"ל. ואולם, בחודשים ספטמבר ואוקטובר החליט בנק ישראל שלא לשנות את הריבית, והיא נותרה ברמה של 9.5 אחוזים. ההחלטה שלא לשנות את הריבית בחודשים אלה, גם אם היא התבטאה בירידה של ריבית הריאלית הצפויה הנמדדת, באה על רקע חוסר הבהירות לגבי ההתפתחויות הצפויות בשווקים הפיננסיים בעולם, ומידת השפעותיהן הפיננסיות והריאליות על השוק המקומי, ולגבי ההתמדה של מגמת העלייה בשער החליפין.

עד לאוקטובר נראה היה כי על רקע הפעילות הממותנת במשק, ועל רקע אירועים דומים בעבר, עליית שער החליפין תשפיע על התפתחות המחירים בשיעור מועט, ורק בטווח המידי. התחזיות של גורמים עסקיים שונו אך במעט ועמדו על 4-5 אחוזים, שיעור הנמוך מזה של עליית הציפיות הנגזרות משוק ההון, המגלמות בתוכן פרמיה בגין אי-וודאות. על רקע התגברות סיכון שער החליפין, ובהינתן פערי הריביות ששררו אז בין ישראל לבין חו"ל, עלה שער החליפין במהלך חודש אוקטובר עלייה תלולה; בעקבותיה התחזקה ההערכה כי צפויה עליית מחירים ניכרת בטווח הקצר, שלא ברור באיזו מידה היא תבטא התאמת מחירים חד-פעמית, שאחריה תשוב סביבת האינפלציה לרמתה הקודמת. על רקע פעילותו התקינה של שוק מטבע החוץ בתקופה זו, שמר בנק

ישראל על מדיניות אי ההתערבות בשוק זה. מדיניות זו איפשרה לשער החליפין להיקבע על ידי כוחות השוק, ותרמה לתימחור נכון יותר של הסיכונים הגלומים בפעילות בשוק זה. בכך תרמה המדיניות להקטנת פגיעותו של המשק לזעזועים פיננסיים שמקורם בעיקר בחו"ל. גישה זו מתיישבת גם עם ניסיונם של בנקים מרכזיים רבים בעולם שלפיו התערבות רצופה ומתמשכת אינה יעילה.

כאמור, העלה בנק ישראל את הריבית בחודש נובמבר בשיעור מצטבר של 4 נקודות אחוז. להעלאה זו הייתה השפעה ממתנת על התפתחות הציפיות לאינפלציה, והיא פעלה לרגיעה בשוק מטבע החוץ ולירידה מסוימת של שער החליפין. כמו כן הצטמצמה התנודתיות בו - דבר שהשתקף גם בירידת הפרמיות על אופציות מטבע חוץ. התפתחויות אלה מחזקות את ההערכה כי לנחישותה של המדיניות המוניטרית תפקיד נכבד בהשגת יעדי האינפלציה שקובעת הממשלה, וכי הסקטור העיסקי מייחס חשיבות לאמינות של יעד האינפלציה ושל המדיניות המוניטרית המכוונת להשגתו.

(ב) התפתחות מצרפי הכסף

השפעת הריבית על אמצעי התשלום (M1) היא אחד האפיקים שדרכם משפיעה המדיניות המוניטרית על קצב האינפלציה. מיצרף זה משפיע על האינפלציה בפיגור של מספר רביעים.

במחצית הראשונה של 1998 הואט קצב גידולו של M1, והוא עלה בשיעור שנתי של 9.3 אחוזים. בחודשים יולי עד אוקטובר ניכרה התרחבות מהירה של מיצרף זה, שקוזה בחלקה בחודשיים האחרונים של השנה. במשך שנת 1998 כולה התרחבו אמצעי התשלום בכ-13 אחוזים ([דיאגרמה 13](#)). אף ששיעור זה גבוה מקצב ההתרחבות המתבקש מקצב הגידול הצפוי של התוצר הריאלי בתוספת יעד האינפלציה, הוא משקף בחלקו גידול של הביקוש לאמצעי תשלום הנובע מהעלייה החד-פעמית של המחירים ומגורמים נוספים, ולכן אינו יוצר בהכרח לחץ אינפלציוני. המיצרף M2 גדל במחצית השנייה של 1998 בכ-9 אחוזים, בדומה לשיעור עלייתו במחצית הראשונה של השנה. אי-הוודאות לגבי קצב עליית המחירים ולגבי רמת הנומינלית בחודשים האחרונים של 1998 התבטאה בירידת משקלם של הפיקדונות הארוכים (3 חודשים עד שנה).

בתקופה הנסקרת נפסקה מגמת ההאטה בקצב גידולו של מיצרף האשראי הכולל (C3), והוא גדל ב-7.7 אחוזים (16 אחוזים במונחים שנתיים), לעומת 5 אחוזים במחצית הראשונה של 1998. קצב ההתרחבות של האשראי במטבע חוץ והצמוד לו הואט במחצית השנייה של 1998 לכ-3 אחוזים במונחים שנתיים (בדולרים), לעומת יותר מ-9 אחוזים במחצית הראשונה.

(ג) אינדיקטורים משוק ההון לפעילות המדיניות המוניטרית

נוסף על הציפיות האינפלציוניות הנגזרות משוק ההון, שתוארו בהרחבה בסעיף הקודם, ישנם אינדיקטורים נוספים המשמשים את קובעי המדיניות המוניטרית בהערכת סביבת האינפלציה. התפנית בקצב עליית המחירים בחודשים האחרונים התבטאה בעקום התשואות של המק"ם. לאחר שהוא ירד במהלך המחצית הראשונה והגיע ל-10.3 אחוזים בקצהו הארוך (שנה), הוא שב ועלה, ובנובמבר הגיע ל-12.8 אחוזים. [בדיאגרמה 14](#) מוצג העקום לחודש אוקטובר - לפני העלאת הריבית. שיפועו, שהיה שלילי עד יוני, וגילם ציפיות להורדת הריבית הנומינלית, הפך חיובי, ופירושו של דבר ציפיות להעלאת ריבית, שאכן התממשו בנובמבר. בחודש דצמבר שוב הפך העקום לשלילי, שינוי המצביע על ציפיות לירידת ריבית במהלך 1999.

[בדיאגרמה 15](#) מוצג הפער בין הריבית על מק"ם לשנה לבין ריבית בנק ישראל, פער המשקף ציפיות לשינוי הריבית על ידי בנק ישראל. כן מוצג הפער בין הציפיות לאינפלציה לשנה לבין יעד האינפלציה שיהיה תקף

כעבור 6 חודשים; זאת לנוכח הפיגור בהשפעת המדיניות המוניטרית. כפי שניתן לראות, עד חודש יולי הלך וגדל הפער בין יעד האינפלציה לשנת 1998 - 7-10 אחוזים - לבין הציפיות לאינפלציה, שירדו באותה עת, ובמקביל שררו ציפיות להורדת הריבית, שאכן התממשו. באוגוסט הוכרז יעד של 4 אחוזים לשנת 1999, ובמהלך החודשים אוגוסט עד אוקטובר עלו הציפיות לאינפלציה, כך שהן היו גבוהות מהיעד. כתוצאה מכך הפכו הציפיות לירידת ריבית את כיוונן לציפיות לעלייתה. לאחר העלאות הריבית בחודש נובמבר חלה תפנית בציפיות לשינויים בה, וזאת אף על פי שהציפיות עדיין גבוהות מיעד האינפלציה לשנת 1999. ייתכן שהדבר משקף אי-ודאות, שעשויה לדעוך אם קצב האינפלציה יתכנס במהירות אל היעד.

בתשואות-לפדיון של איגרות החוב הצמודות למדד נרשמה במחצית הראשונה של 1998 עלייה תלולה, שביטאה מעבר מנכסים צמודים לנכסים לא-צמודים, בעקבות הירידה בקצב האינפלציה בתקופה זו. שיפוע העקום היה שלילי והעיד על ציפיות לירידת הריבית הריאלית. במהלך המחצית השנייה של 1998 התהפכה תמונה זו: עד אוקטובר ירדו התשואות-לפדיון בכל הטווחים, ירידה שהייתה חזקה יותר ככל שהטווח קצר יותר - כך שהשיפוע הפך חיובי ([דיאגרמה 16](#)). במחצית השנייה של נובמבר ובדצמבר 1998 הפך העקום שטוח ברמה של כ-5.3 אחוזים.

שוק המניות: הזעזוע שפקד את השווקים העולמיים באוגוסט התבטא ביציאה של משקיעים זרים מהבורסה הישראלית (כ-300 מיליוני דולרים מאז אוגוסט ועד סוף השנה), והוביל, כאמור, במקביל לירידת שערי המניות ולעליית שער החליפין: בחודשים אוגוסט עד אוקטובר ירדו שערי המניות בכ-11 אחוזים, לאחר שעלו בשיעור של כ-7 אחוזים עד לחודש יולי. במשך כל 1998 נרשמה בהם עלייה של כ-3 אחוזים. בבורסות בעולם החלה מגמת התאוששות בחודשים ספטמבר-אוקטובר, במקביל להתחזקות שערי החליפין בשווקים המתערורים, ובישראל עלו שערי המניות בחודשים האחרונים של 1998 ([דיאגרמה 6](#)). נראה שהשפעת המשבר העולמי על המניות בישראל הייתה זמנית, והשתקפה בעיקר בהתגברות התנודתיות בשעריהן.

ההתפתחויות בחודשים האחרונים משקפות את הקשר ההולך ומתחזק בין השווקים הפיננסיים המקומיים לבין השווקים העולמיים ואת פתיחותו הגוברת של המשק הישראלי. כפי שניתן לראות ב[דיאגרמה 17](#), ישנה בטווח הקצר התאמה רבה בהתפתחויות של מחירי המניות בין השווקים השונים, ובכללם ישראל. לעומת זאת במגמות ניכרים הבדלים של ממש בין המשקים השרויים במשבר לבין משקים מפותחים. מדדי המניות בישראל תואמים יותר (עד כה) את המשקים המפותחים.

(5) המדיניות הפיסקאלית

ב-1998 עמדה הממשלה ביעד הגירעון הכולל (הגירעון המקומי בתוספת הגירעון בפעילות עם חו"ל) שנקבע לשנה זו - 2.4 אחוזי תוצר ([דיאגרמה 18](#)). זאת בהמשך לעמידה ביעד הגירעון גם ב-1997, לאחר חריגה משמעותית שנה קודם לכן. עם זאת, הושג יעד הגירעון תוך חריגה של 3.8 מיליארדי ש"ח בגירעון המקומי ועודף של 3.3 מיליארדי ש"ח בחו"ל - לעומת תחזית לגירעון בחו"ל של 0.8 מיליארד ש"ח בעת הכנת התקציב. אף שיעד הגירעון מוגדר לגבי הגירעון הכולל, יש חשיבות לניתוח הגירעון המקומי מפני השפעתו על הפעילות המקומית ועל התפתחות האינפלציה. החריגה בגירעון המקומי משקפת פיגור ריאלי משמעותי בצד ההכנסות, הנובע ברובו מההאטה בפעילות ומאי-מימוש של העמקת הגבייה של המסים.

מבדיקת הגירעון הכולל, על פי הגדרת החוק, עולה כי רווחי בנק ישראל, הנובעים ברובם מרישום ההכנסות מריבית על יתרות מטבע החוץ³, בסך כ-2.3 מיליארדי ש"ח מעל למה שתוקצב מראש, ונרשמים כעודף בפעילות

עם חו"ל, הם אלו שאיפשרו עמידה ביעד הגירעון הכולל, על אף החריגה מהגירעון המקומי שתוכנן לשנה זו.

למרות התפנותם של גורמי ייצור, בשל ההאטה בפעילות והצורך להשלים פערים קיימים, לא ניתן בסדר העדיפויות בתקציב 1998 משקל מתאים להשקעה בתשתית, והיא נותרה כ-2.6 מיליארדי ש"ח - רמה נומינלית דומה לזו של ארבע השנים הקודמות. להשקעה בתשתית חשיבות עליונה בתמיכה בצמיחה בטווח הארוך, אך היא תורמת גם להגברת הפעילות בטווח הקצר. נטל המס, שנותר גבוה ב-1998, בהמשך למגמת העלייה המאפיינת אותו בשנים האחרונות, מקשה גם הוא על חזרת המשק למסלול של צמיחה.

הגירעון הכולל של הסקטור הציבורי⁴ גדל השנה לכ-3.6 אחוזי תוצר (אומדן). לעומת 2.5 אחוזים ב-1997. גידול הגירעון משקף עלייה מהירה בתשלומי ההעברה של המוסד לביטוח לאומי ובהוצאות הרשויות המקומיות בשנת בחירות, וירידה בהכנסות כתוצאה מההאטה בצמיחה. יחס החוב לתוצר גדל ב-1998, לאחר שירד במשך מספר שנים. הגירעון המקומי מומן השנה ברובו על ידי גיוס הון מהציבור ומכירת נכסים (דיאגרמה 19). היקף ההפרטה ב-1998 היה כ-2 מיליארדי ש"ח, מהם 1.2 מיליארדים ממכירת מניות חברת כי"ל בדצמבר. ברביע האחרון של השנה, בעקבות השינוי החד בשער החליפין, הגדילה הממשלה במידה משמעותית את חלקן של איגרות החוב הצמודות לדולר בגיוס ההון שלה, והדבר התבטא, בין השאר, בהתמתנות הלחץ על שער החליפין. ב-1998 הגיע משקלן לכ-30 אחוזים מכלל גיוס ההון.

³ הגדרה זו של רווחי בנק ישראל אינה מתאימה משום שהיא כוללת את רישום ההכנסות ללא רישום מקביל של ההוצאות, שעיקרן תשלומי ריבית על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל.

⁴ הסקטור הציבורי כולל את הממשלה, הרשויות המקומיות, המוסד לביטוח לאומי, המוסדות הלאומיים והמלכ"רים הציבוריים.

(6) ההתפתחויות הריאליות

במחצית השנייה של 1998 המשיך התוצר להתרחב בקצב אטי, המאפיין אותו מאז המחצית השנייה של 1996, תוך האטה מסוימת נוספת. התוצר המקומי הגולמי גדל ב-1998 כולה ב-1.9 אחוזים וב-1.4 אחוזים (מונחים שנתיים) ברביע השלישי שלה (דיאגרמה 20). התוצר של הסקטור העסקי התרחב ב-1998 ב-1.6 אחוזים, לעומת 2.1 אחוזים ב-1997.

הפעילות הממותנת, ובפרט העובדה שגידול הביקושים המקומיים היה אטי מזה של ההיצע, תרמו ב-1998, יחד עם גורמים אחרים למיתון קצב האינפלציה. בחודשים האחרונים של השנה נרשמה האצה בקצב עליית המחירים, כתוצאה מהפיחות החד בשער החליפין, עם זאת, הסביבה של הפעילות הריאלית, שנותרה ממותנת, ממשיכה לתמוך בקצב אינפלציה מתון יחסית בעתיד. אי-וודאות גדולה יותר לגבי ההתפתחויות הריאליות בתקופה הקרובה, בפרט על רקע ההחלטה להקדים את הבחירות, מקשה על הערכת השפעתן הצפויה על קצב האינפלציה בעתיד.

ההתפתחויות בעולם הן אחד הגורמים להמשך ההאטה במשק גם ב-1998, אך גם המשך המדיניות המוניטרית המרסנת והשמירה על המסגרת של תקציב הממשלה, ועמן אי-הוודאות המדינית והביטחונית, והשינוי המבני במשק, שהשפיעו על הפעילות בשנתיים הקודמות, תרמו בתקופה האחרונה לפעילות הממותנת. ההשפעה המרכזית

של ההתפתחויות בעולם היא על היצוא. במחצית השנייה של השנה הואט קצב ההתרחבות של היצוא - חלקו, כנראה, בשל צמצום הביקוש העולמי כתוצאה מהמשברים שפקדו את אסיה (דיאגרמות 21 ו-22).

היצוא התעשייתי הצטמצם (נומינלית) במחצית השנייה של השנה בכ-2 אחוזים, תוך האטה ביצוא הענפים המתקדמים. ירידת המחירים בעולם מתבטאת בצמצום נומינלי של היקף היצוא. למרות זאת, פחת עודף היבוא של המשק ב-1998, כתוצאה מהאטת ההתרחבות של השימושים המקומיים. הגירעון בחשבון השוטר של מאזן התשלומים הצטמצם ב-1998 בכ-1.6 מיליארדי דולרים, והתרכז בעיקר במחצית הראשונה של השנה. צמצום זה הוא מרכיב חשוב בהקטנת פגיעותו של המשק למשברים ולזעזועים בעולם. עיקרו של השיפור נבע מצמצום בן כ-2.2 מיליארדי דולרים של הגירעון בחשבון הסחורות והשירותים, שקוזו חלקית על ידי צמצום בהעברות החז-צדדיות. הטבה בתנאי הסחר תרמה גם היא לצמצום הגירעון.

הפיחות הנומינלי בחודשים האחרונים של 1998 התרחש על רקע סביבת פעילות ממותנת, המאפשרת את התממשותו של פחות ריאלי במידה שבה יישמר קצב מתון של עליית מחירים, בסביבת היעד. שיפור ברווחיות היצוא כתוצאה מכך, עשוי לסייע להתרחבותו ובכך לתרום להאצת הפעילות הכלכלית בשנה הבאה ולתמוך בצמיחה ארוכת טווח של המשק.

גורם נוסף להאטת הפעילות הוא המשך הצטמצמותן של ההשקעות במשק, ובפרט ההשקעות במבנים ובציוד מייצור מקומי. אחת הסיבות לכך היא מיצוי תהליך ההתאמה של מלאי ההון, שהחל עם גל העלייה בראשית שנות התשעים. הריבית הריאלית הגבוהה יחסית ואי-הוודאות המדינית תרמו גם הן לצמצום או דחייה של השקעות. היקף ההשקעה, למרות ירידתו, עדיין מאפשר גידול של כ-7 אחוזים במלאי ההון בראשית 1999 לעומת ראשית 1998. מלבד השפעתם של היצוא וההשקעות על הביקושים, הייתה התרחבותה של הצריכה הפרטית ב-1998 מתונה יותר מאשר ב-1997.

הקצב האיטי של גידול הפעילות בא לידי ביטוי בשיעור האבטלה, שעלה מ-7.7 אחוזים בממוצע ב-1997 ל-8.8 אחוזים ב-1998 (שלושה רביעים ראשונים) ([דיאגרמה 23](#)). למרות התרחבות האבטלה, נרשמה בעשרת החודשים הראשונים של השנה עלייה ריאלית בת 2.4 אחוזים של השכר למשרת שכיר. עלייה זו משקפת יציבות של השכר בשירותים הציבוריים ועלייה ניכרת, בת 3.5 אחוזים, בסקטור העסקי. חלק מהעלייה מוסבר בקצב עליית מחירים נמוך מהצפוי ברובה של תקופה זו, בשינוי בהרכב המועסקים ובעודף ביקוש במשלחי יד מסוימים (בענפים המתקדמים). עם זאת, העלייה המהירה של המחירים בחודשים האחרונים של 1998 צפויה לשחוק, לפחות חלקית, את העלייה הריאלית של השכר. כדי שתוואי האינפלציה יתאם את היעד, חשוב כי הסכמי השכר שייחתמו וקצב התאמתם של המחירים שבהשפעתה של הממשלה (מחירי המוצרים המפוקחים והמבוקרים) יתיישבו עם יעד האינפלציה שנקבע.

4. הרקע והמדיניות הנדרשת להשגת אינפלציה נמוכה בישראל

(1) תנאים לביסוסה של סביבת האינפלציה הנמוכה (א) יעד האינפלציה

יעד האינפלציה, הנקבע בידי הממשלה, משמש בסיס לניהול המדיניות ומשפיע על החלטותיו ופעילותו של הסקטור העסקי. היעד ל-1999 בשיעור של 4 אחוזים⁵ מתיישב עם השאיפה להשגת יציבות מחירים לאורך זמן. לאמינות המיוחסת ליעד האינפלציה ולמדיניות הננקטת בהתאם לו השפעה על ציפיות הציבור ועל התנהגותו בתחומים שונים, כפי שהיא מתבטאת למשל בהסכמי השכר ובהתאמת המחירים, ולכן - גם על היכולת להשיג את היעד. מדיניות ממשלתית התואמת את היעד שנקבע ל-1999 תגביר את האמינות המיוחסת לו, ולכן תצמצם את הנטל המוטל על המדיניות המוניטרית בהשגתו.

שמירה על קצב מתון של עליית המחירים והשכר בעתיד תאפשר לפיחות הנומינלי והריאלי שנוצרו ב-1998 להתמיד, לפחות בחלקו, ובכך לתרום לשיפור רווחיות היצוא ולתמוך בהתאוששות הפעילות הכלכלית.

⁵ ראו החלטת הממשלה בנספח 1.

(ב) ההתפתחויות הריאליות

על פי התחזיות המובאות בתקציב הלאומי לא צפוי שינוי משמעותי בקצב הגידול של הפעילות הכלכלית בשנת 1999. שיעור הגידול של התוצר צפוי להיות 2 עד 2.5 אחוזים והשימושים המקומיים צפויים לגדול בשיעור דומה. שיעור הגידול ביצוא, שהוא המנוע העיקרי להתאוששותו של המשק ולצמיחה בטווח הארוך, צפוי להמשיך ולהתרחב בקצב דומה לזה של 1998. הצמצום בהתרחבות הסחר העולמי בשל המשברים בעולם צפוי לתרום לצמצום קצב הגידול של היצוא, ואילו התממשותו של פיחות ריאלי כתוצאה מהפיחות הנומינלי 1998 עשויה לסייע ליצוא. ההשקעות בענפי המשק ובבנייה צפויות להצטמצם גם ב-1999 בהתאם לרמת ההשקעות הדרושה כדי לקיים את מלאי ההון הרצוי. הצריכה הפרטית והצריכה הציבורית צפויות להתרחב בקצב מהיר במקצת מאשר ב-1998, אך עדיין מתון יחסית. על רקע סביבת פעילות ממותנת זו קטנים הלחצים האינפלציוניים במשק.

התגברות אי-הוודאות בחודשים האחרונים לגבי ההתפתחויות הצפויות בעולם וההתפתחויות המקומיות עלולה לפגוע ביכולת הצמיחה של המשק בשנה הבאה. כנגד זאת עשוי, הפיחות הריאלי, במידה שיתממש, לתרום להאצה מסוימת בקצב הגידול של התוצר בשנה זו. קשה להעריך בשלב זה את ההשפעה של הקדמת הבחירות על הפעילות הריאלית.

(ג) המדיניות הפיסקלית

שיעורו של הגירעון הכלול בהצעת התקציב של הממשלה ל-1999 הוא 2 אחוזים. שמירה על משמעת תקציבית היא תנאי חשוב לביסוסה של סביבת אינפלציה נמוכה ולהשגת יציבות כלכלית. עד ינואר 1999 טרם אושרו תקציב המדינה וחוק ההסדרים הנלווה אליו לשנה זו. העיכוב באישורם בכנסת ואי-הוודאות לגבי היקף התקציב, הרכבו והתקופה שבה יהיה תקף, בשל הקדמת הבחירות, מגדילים את הסיכון להריגה מיעד הגירעון בשנת 1999. כמו כן מונע עיכוב זה הפניית משאבים על פי

Transfer interrupted!

סדר העדיפויות שנקבע ב רקע זה מודגש הצורך לקיים מנגנון בקרה שיעקוב אחר ההתפתחויות השוטפות בתקציב במשך השנה ואחר המגמות הצפויות בו, ובכך יגביר את שקיפותה של המדיניות הפיסקלית ויתרום לאמינותה.

למדיניות הפיסקלית תפקיד מרכזי בהחזרת המשק למסלול של צמיחה. לשם כך חשוב להקצות משאבים להשקעות בתשתית, התורמות להרחבת הפעילות בטווח הקצר, והודות לתשואתן הגבוהה מאפשרות את הצמיחה של הטווח הארוך. בהצעת התקציב המקורית לשנת 1999 מתוכנן גידול ריאלי בן 22 אחוזים של ההשקעות בתשתית, שיאפשר לצמצם את הפיגור שהצטבר בהשקעות אלו בעשור האחרון, אולם כיון שהתקציב טרם אושר בכנסת, לא ניתן לבצע את ההשקעות המתוכננות. הקטנה של נטל המס, ובפרט של שיעור המס על עבודה, יחד עם צמצום מתאים של ההוצאות (כאחוז מהתוצר) והקטנת חלקו של הסקטור הציבורי בפעילות המשקית הם צעדים חשובים שיקלו על פעילותו והתרחבותו של הסקטור העסקי ועל האצת קצב הצמיחה של המשק.

מדיניות פיסקלית אחראית השומרת על המסגרת התקציבית חשובה גם בהיבט ארוך הטווח. זאת כדי לשמור על גירעון בר-קיימא במאזן התשלומים ועל ידי כך להקטין את פגיעות המשק לזעזועים חיצוניים, וכן כדי לאפשר לסקטור העסקי להרחיב את פעילותו לאורך זמן, ובכך לתרום לצמיחת המשק, ליציבותו ולמעמדו בשווקים הבינלאומיים. מדיניות כזאת ומדיניות שכר התואמת את התוואי היורד של יעד האינפלציה הם גם תנאים הכרחיים להשגת קצב אינפלציה בסביבת היעד. ללא שמירה על תוואי יורד של הגירעון לא יהיה ניתן לבסס את סביבת האינפלציה הנמוכה לאורך זמן, גם כשהמשק יחזור לתעסוקה מלאה וישתנו תנאים אחרים, כמו ירידת מחירי חו"ל, התומכים זמנית בקצב איטי יותר של עליית המחירים.

(ד) הסכמי השכר

העלייה הבלתי צפויה של רמת המחירים, שלא הובאה בחשבון בהסכמי השכר ובהסכם תוספת היוקר שנחתמו לפני כן, עשויה להשתקף בהסכמי השכר החדשים, שעדיין לא נחתמו. הסכמי שכר (ובכללם התייחסות לתוספת היוקר) שיתאמו תוואי אינפלציה יורד על פי היעד ארוך הטווח, ובפרט הסכמי השכר בסקטור הציבורי, יקלו על חזרת המשק לסביבת אינפלציה נמוכה, תוך מזעור הפגיעה בפעילות הריאלית.

(2) המדיניות המוניטרית

המסגרת למדיניות המוניטרית בשנת 1999 מבוססת על ההערכה שהתנאים הבסיסיים במשק בשנה זו יאפשרו את השגתו של יעד האינפלציה, 4 אחוזים, שנקבע בידי הממשלה. על רקע החשיבות שבשמירת יציבותו וחוסנו של המשק הישראלי לנוכח הזעזועים בשווקים הפיננסיים הבינלאומיים, נדרשת מדיניות מוניטרית אחראית. חשיבותה של מדיניות כזאת בולטת במיוחד לנוכח אי-הוודאות לגבי ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים (כולל שוק מטבע החוץ), המלווה לעיתים קרובת בתנודות חדות ומהירות של המחירים בשווקים אלו, ולנוכח חשיפתו של המגזר העסקי לסיכוני מטבע חוץ. הצורך במדיניות מוניטרית אחראית מתחזק במיוחד במצב הנוכחי, לנוכח אי-הוודאות האופפת את המדיניות הפיסקלית בתקופה זו - הן לגבי עיתוי אישורו של התקציב והן לגבי מסגרתו והרכבו. זאת ועוד, בהתחשב בהשלכות של מדיניות השכר על תקציב המדינה וגם על הלחצים האינפלציוניים במשק, חשוב שתינקט מדיניות שכר שקולה בסקטור הציבורי, שתעלה בקנה אחד עם יעדי היציבות.

המדיניות המוניטרית תפעל לביסוס ההתכנסות של סביבת האינפלציה לרמה של 4 אחוזים בהתאם ליעד שקבעה הממשלה. סביבת אינפלציה זו שררה בשנת 1998 לפני עליית המחירים החד פעמית (בחודשים ספטמבר עד נובמבר), שנבעה בעיקר מהזעזועים הפיננסיים בעולם. על פי האסטרטגיה המאפיינת את מדיניות בנק ישראל, נקבעים צעדי המדיניות המוניטרית בהתאם להערכת בנק ישראל באשר להתקדמות המושגת בתחום האינפלציה, ומתוך מגמה לבסס התקדמות זו. בנק ישראל ימשיך לקבוע את הריבית הנומינלית בהתאם להערכתו לגבי התפתחות סביבת האינפלציה בהשוואה ליעד. הערכה זו מבוססת על מספר אינדיקטורים - בהם תוואי האינפלציה בפועל והציפיות להתפתחותה בעתיד, וקצב הגידול של אמצעי התשלום. זאת על רקע מצב המשק וההתפתחויות בשוקי הכספים וההון בארץ וחו"ל. ההתקדמות שתושג בהורדת האינפלציה תתרום ליצירת התנאים ההכרחיים להשגת צמיחה מתמשכת במשק.

נספח 1

יעדים מקרו-כלכליים שקבעה הממשלה בשנתיים האחרונות⁶

1. יעדי אינפלציה: (החלטה מס' 1127: מתאריך 27.12.1996).
מחליטים:

א. הממשלה רושמת לפנייה את החלטת שר האוצר, שנתקבלה לאחר התייעצות עם ראש הממשלה ועם נגיד בנק ישראל, כי יעד האינפלציה לשנת 1997 יהיה 7% עד 10%, וכי היעד לשנת 2001 יהיה כמקובל במדינות ה-OECD (ארגון המדינות המפותחות).

ב. יעד האינפלציה לשנת 1998 ייקבע עד מחצית שנת 1997. קביעת היעד בדרך זו תינקט במהלך השנים שלאחר מכן, באופן שהיעד שייקבע יהווה הנחיית עבודה אופרטיבית של הממשלה הקובעת במסגרת ויעד לתקציב ולמדיניות המוניטרית בשנה הבאה.

ג. בהקשר האמור יש לראות את מכלול היעדים העיקריים של המדיניות הכלכלית אשר נקבעו במרכז של הצעת תקציב המדינה לשנת 1997.
(1) הפחתת הגירעון בחשבון השוטף במאזן התשלומים.
(2) יצירת תנאים להמשך צמיחה יציבה של המשק.
(3) הורדת שיעורי האינפלציה.
(4) קליטת העלייה.

2. המדיניות הכלכלית של הממשלה - קווים מנחים למדיניות המוניטרית (החלטה מס' 2456: מתאריך 8.8.1997).
מחליטים:

הממשלה מאמצת את החלטתו של שר האוצר שנתקבלה על-דעת ראש הממשלה ולאחר התייעצות עם נגיד בנק ישראל וקובעת את יעדי המדיניות הכלכלית לשנת 1998 כמפורט להלן:

1. להתקדם למיצוי פוטנציאל הצמיחה של המשק הנאמד היום בכ- 5% בשנה, במטרה להשיג צמיחה בת-קיימא.

2. יעד האינפלציה לשנת 1998 יהיה בתחום של 7%-10%.

3. המשך הורדה הדרגתית של שיעור האינפלציה, במטרה להשיג לאורך זמן יציבות מחירים כמקובל במדינות המתועשות.

4. העלאת שיעור התעסוקה העסקי.

3. המדיניות הכלכלית של הממשלה - קווים מנחים למדיניות מוניטרית (החלטה מס' 4167: מתאריך 12.8.1998).
מחליטים:

הממשלה רושמת לפנייה את החלטתו של שר האוצר שנתקבלה על-דעת ראש הממשלה ונגיד בנק ישראל וקובעת את יעדי המדיניות הכלכלית לשנת 1999 ובמסגרתה הקווים המנחים למדיניות המוניטרית כמפורט להלן:

(1) להתקדם למיצוי פוטנציאל הצמיחה של המשק במטרה להשיג צמיחה בת-קיימא.

(2) העלאת שיעור התעסוקה במגזר העסקי.

(3) יעד האינפלציה יעמוד על 4% כמפורט להלן:

א. יעד האינפלציה לשנת 1999 יתייחס למדד המחירים לצרכן, כפי שהיה מקובל עד עתה. עם זאת בנק ישראל יתייחס, בין השאר, להשפעות מיוחדות וקצרות טווח שיש לעיתים למרכיבים מסויימים כמו: מחירי הירקות והפירות, מחירי הדיור ומחירי היבוא, על מדד המחירים לצרכן.

ב. בנק ישראל יגיש לממשלה ולציבור פעמיים בשנה, דו"ח אינפלציה אשר במסגרתו יפרט את המדיניות הננקטת כדי לעמוד ביעד האינפלציה.

ג. אם בנק ישראל יעריך כי האינפלציה הצפויה עתידה לחרוג בשעור של אחוז אחד או יותר מהיעד יודיע הנגיד בכתב לממשלה את הגורמים המשוערים לחריגה צפויה זו, את האמצעים המומלצים על-מנת להחזיר את האינפלציה הצפויה לתוואי הרצוי, וכן את משך הזמן המוערך על-מנת לשוב לתוואי זה.

ד. כחלק מהתהליך להשגת יעד האינפלציה מקיים בנק ישראל תכנון מוניטרי שנתי. בנק ישראל מודיע כי כדי להגביר את שקיפות המדיניות המוניטרית, ממצאיו ומסקנותיו של תכנון זה יפורסמו לציבור מדי שנה, לקראת שנת היעד הקרובה.

⁶ ציטוטים מתוך ההחלטות.

**נספח 2: הודעות לעיתונות על התכניות המוניטריות
החודשיות ב-1998**

[לדף דוחות האינפלציה](#)