

## דוח האינפלציה 1997 אדר התשנ"ח - מארס 1998

ירושלים, י"ז באדר תשנ"ח  
15 במרץ, 1998  
בנק ישראל

דו"ח האינפלציה זה מוגש לראשונה לממשלה ולציבור, והוא נועד למסד מעקב תקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעדי האינפלציה הנקבעים ע"י הממשלה. בנק ישראל מייחס חשיבות רבה לדיווח תקופתי ודיווח בנושא זה על מנת להגביר את שקיפותה ואמינותה של המדיניות המוניטרית. בכך תגבר יכולתה של המדיניות המוניטרית להמשיך ולהפחית את האינפלציה לרמה המקובלת בארצות המערב, עד לתחילת העשור הבא ולשמור על יציבות מחירים לאורך זמן, בהתאם להחלטיות הממשלה. השגת יציבות מחירים ושמירה עליה מהווים תשתית חשובה לצמיחה מתמשכת ולתעסוקה בת-קיימא.

להגברת השקיפות של מטרות המדיניות ולתוצאותיה של מדיניות זו ניכרת חשיבות רבה לציבור בארץ ולשווקים הפיננסיים הבינלאומיים. שווקים אלה מגלים עניין הולך וגובר בשנים האחרונות בפוטנציאל המשק הישראלי, והדבר בא לידי ביטוי בשיפור המוניטין הפיננסי של המשק הישראלי וגם בזרם ההשקעות של תושבי חוץ במשק הישראלי, שהגיע לשיאו ב-1977.

ההתקדמות בתהליך הגלובליזציה בשוקי העולם מעמידה אתגר לכלכלת ישראל. השתלבות מוצלחת בכלכלה העולמית מחייבת אותנו להקפיד על השגת יעדי המדיניות בתחום הפיסקלי, בתחום האינפלציה ובליברליזציה בשוקי ההון. במקביל יש להמשיך בקידום הרפורמות בקידום הרפורמות המבניות ובהגברת התחרותיות.

יש לראות בדו"ח האינפלציה ביטוי למעקב אחרי המדיניות המוניטרית שננקטה במטרה להשיג את יעדי האינפלציה שקבעה הממשלה. ראוי לציין כי נוצרו עתה תנאים נוחים להתקדמות מהירה יותר במאבק נגד האינפלציה, וזאת ללא העמקת הריסון המוניטרי. יש חשיבות רבה להעלאת המשק הישראלי על פסי יציבות כחלק מהמדיניות ליצירת מקורות תעסוקה יציבים.

דו"ח האינפלציה הוכן בבנק ישראל במסגרת הפורום המוניטרי שבראשות הנגיד. פורום זה הוא הצוות הבינמחלקתי הבכיר שבמסגרתו מתקבלות החלטות המדיניות המונטריות.

יעקב פרנקל  
נגיד בנק ישראל

### תקציר

מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 1997 ב-7 אחוזים, שיעור השווה לגבול התחתון של תחום יעד האינפלציה לשנה זו - 7 עד 10 אחוזים, ובכך הושג יעד האינפלציה בשנה זו. יעד זה נקבע בסוף שנת 1996 בידי הממשלה בלוויית החלטה "כי היעד לשנת 2001 יהיה כמקובל במדיניות OECD (ארגון המדינות המפותחות)". בקביעת יעד האינפלציה לשנת 1998, המשכה הממשלה וציינה שיש לשאוף "לאורך זמן ליציבות מחירים כמקובל במדיניות התועשות" (לנוסח החלטות הממשלה ראה [נספח 1](#)).

מספר התפתחויות תרמן להשגת יעד האינפלציה השנה:

\* בשנת 1997 הייתה הריבית הריאלית הצפויה של מקורות בנק ישראל כ-5 אחוזים במוצק, לעומת 4.2 אחוזים בשנה הקודמת. עקב ירידת הציפיות לאינפלציה (מ-11.6 אחוזים במוצק בשנת 1996 לכ-9 אחוזים בשנת 1997), התאפשרה עליית הריבית הריאלית תוך כדי הורדה הדרגתית של הריבית הנומינלית על ידי בנק ישראל. על הורדת הריבית הנומינלית, מ-15.2 אחוזים

בדצמבר 1996 עד ל- 13.4 בדצמבר 1997, הוחלט במסגרת דיונים חודשיים קבועים בהתאם להערכת בנק ישראל בדבר היכולת להשיג את יעד האינפלציה. הערכות חודשיות אלה נועדות לנתח את תנאי המשק תוך התחשבות בפגיוורים של השפעות המדיניות המוניטרית על האינפלציה.

\* במדיניות הפיסקלית נרשמה השנה תפנית: הממשלה עמדה ביעד הגירעון התקציבי תוך האטת ההתרחבות של הצריכה הציבורית. הגירעון הכולל של הממשלה הסתכם בשנת 1998 ב- 2.4 אחוזי תוצר בהשוואה של 2.8 אחוזים - זאת לאחר חריגה משמעותי מיעד הגירעון בשנתיים הקודמות ובמיוחד בשנת 1996. צעדים אלו הקטינו את הגירעון במאזן התשלומים בשנת 1997 (3.6 אחוזי תוצר), משיעור שלא ניתן להתמיד בו, 5.5 אחוזי תוצר בשנת 1996, ותמכו במדיניות להשגת יעד האינפלציה.

\* האטת שיעור הצמיחה של התוצר (כ- 2 אחוזים), תוך מגמה של עלייה בשיעור האבטלה, ששיקפו פעילות ממותנת במשק, איפשרו להשיג את יעד האינפלציה ללא החמרה משמעותית של ריסון מוניטרי. התפנית שחלה במדיניות הפיסקלית מחד גיסא והמדיניות המוניטרית שכוונה להגת יעד האינפלציה מאידך תרמו להתמתנות הפעילות; עם זאת היו סיבות חשובות נוספות לירידה בשיעור הצמיחה ולגידול האבטלה, ובראשן תהליך השינוי המבני המתחולל במשק - הצטמצמות התעשיות המסורתיות בלי שיתאפשר מעבר של עובדים מהן אל התעשיות המתוחכמות, שחסרות כוח אדם עתיר ידע; נוסף על כך הביאו הצטמצמות העלייה לישראל והפגיעה בתיירות בעטיו של המצב הביטחוני לצמצום פוטנציאל הצמיחה של המשק.

\* הירידה של מחירי חו"ל יצרה אף היא רקע נוח להאטת קצב עלייתו של מדד המחירים לצרכן בשנת 1997.

השגת יעד האינפלציה בשנת 1997 וירידת קצב המחירים בכ- 3.6 נקודות אחוז לעומת השנה הקודמת, על רקע המדיניות המוניטרית והפיסקלית וההתפתחויות האחרות במשק, יצרו הזדמנות להתקדמות נוספת בהפחתת האינפלציה. זאת במטרה לבצע החלטות הממשלה שלפיהן יש להשיג לאורך זמן יציבות מחירים - כמקובל במדינות המתועשות - שתאפשר את מיצוי פוטנציאל הצמיחה של המשק. לשם כך יש להמשיך ולשמור על משמעת פיסקלית ומוניטרית, דהיינו: להמשיך בהפחתת הגירעון התקציבי, על פי החלטת הממשלה, ולשמור שהתפתחות הריבית וכמות הכסף יתיישבו עם תואי יורד של שיעור האינפלציה. זאת תוך מעקב מתמיד אחר התנאים השוררים במשק והתאמת המדיניות במידה שתידרש. המשך המדיניות של שינויים מבניים, שיגבירו את התחרות במשק ואת יעילות הקצאת המקורות, יאפשרו למדיניות המוניטרית להשיג את יעד האינפלציה בריבית יותר נמוכה.

## 1. הקדמה

להורדת קצב האינפלציה חשיבות רבה: יציבות מחירים היא אחד התנאים ההכרחיים לצמיחה בת-קיימא, להקצאה יעילה של המקורות הריאליים במשק ולהקטנת עיוותים בחלוקת ההכנסות. רמת אינפלציה נמוכה מקטינה את אי-הוודאות הכלכלית, וכך פועלת להארכת אופק ההחלטות העסקיות ולעידוד ההשקעות הריאליות (השקעות במכונות, ציוד ומבנים במשק). יתר על כן, כל עוד שיעור האינפלציה בישראל גבוה מזה של המדינות שאנו סוחרים איתן, נפגע כושר התחרות של המשק - שיקול חשוב במשק כשלנו, שהוא קטן ופתוח למסחר בינלאומי. ניתן לראות [בדיאגרמה 1](#) כי האינפלציה בישראל עדיין גבוהה מאשר בכל אחת מהמדינות שהיקפי המסחר איתן גדולים.

אינפלציה היא גם רכיב חשוב בדירוג הפיננסי של המדינה - דירוג המשקף את התייחסות השווקים הפיננסיים הבינלאומיים לניהול המדיניות המוניטרית, הפיסקלית והמבנית במשק. הניסיון ההולך ומצטבר מלמד כי בעידן הגלובליזציה לעתים קרובות השווקים הבינלאומיים "מענישים" מדינות המנסות להקריב יעדים ארוכי טווח למען הישגים קצרי טווח,

ובמקביל מתגמלים את המשקיים היציבים יותר בדרך של השקעות ישירות בסכומים גבוהים.

בעולם הולכת וגוברת ההכרה כי אי אפשר להשיג צמיחה ותעסוקה לאורך זמן על ידי השלמה עם שיעורי אינפלציה גבוהים. משום כך בחרו מדינות רבות להפחית את האינפלציה, גם כשהדבר היה כרוך בנטל ריאלי בטווח הקצר, (בשל מיבנה לא-תחרותי של המשק), ואחר כך לשמור על יציבות מחירים. מספר גדול והולך של מדינות החליטו שהמסגרת המתאימה לכך היא קביעת יעדי אינפלציה.

מתוך הכרה בצורך להשתלב בהצלחה בכלכלת העולם, המאופיינת יותר ויותר בגלובליזציה ופתיחות, החליטה גם ממשלת ישראל על אסטרטגיית הפחתה הדרגתית של האינפלציה עד להשגת יציבות מחירים כמקובל במדינות המערב.

בהתאם לתפיסה הזאת נקבעים בישראל, החל משנת 1992, יעדי אינפלציה. ליעד האינפלציה תפקיד חשוב בהקניית שקיפות ואמינות למדיניות המוניטרית, בתכנון תקציב המדינה ובקביעת הסכמי השכר במשק. יעד אינפלציה אמין, ההופך לעוגן נומינלי, מעצב את מערכת הציפיות לאינפלציה המתיישבת עם היעד; זו משפיעה על התנהגות היחידות הכלכליות במשק, ובכך מסייעת להאטת קצב האינפלציה ולמזעור מחירה.

בדצמבר 1996 החליטה הממשלה, לאחר התייעצות עם בנק ישראל, לקבוע כי עד שנת 2001 תהיה רמת האינפלציה בישראל שווה לרמת האינפלציה במדינות OECD (ארגון המדינות המפותחות). יעד האינפלציה שנקבע לשנת 1997 - בין 7 ל-10 אחוזים - היה חלק מהמדיניות השואפת להוריד את האינפלציה בהדרגה בארבע השנים הבאות. נוסף על כך החליטה הממשלה כי יעדי האינפלציה לכל שנה ייקבעו עד מחצית השנה הקודמת - לפני הדיונים על תקציב המדינה. באוגוסט 1997 קבעה הממשלה את יעד האינפלציה לשנת 1998 בתחום שבין 7 ל-10 אחוזים, והחליטה על המשך הורדה הדרגתית של שיעור האינפלציה במטרה להשיג לאורך זמן יציבות מחירים כמקובל במדינות המתועשות.

אמנם לא נקבעו עדיין יעדי אינפלציה כמותיים מפורשים לכל אחת מהשנים 1999 עד 2001, אך החלטות הממשלה מבטאות את כוונתה להביא להפחתה הדרגתית של שיעור האינפלציה, דבר שאמור לבוא לידי ביטוי בהחלטה על יעדים שנתיים הולכים ופוחתים. [בדיאגרמה 2](#) ניתן לראות את סביבת האינפלציה הנדרשת בכל אחת מהשנים עד 2001, וזאת בהנחות כי האינפלציה בשנת 2001 במדינות OECD תהיה כ-4.5 אחוזים, וכי תהליך הורדת האינפלציה בישראל יהיה הדרגתי.

במדינות רבות בעולם, הדעה שיתרונה היחסי של המדיניות המוניטרית הוא בטיפול באינפלציה, וכי זאת גם תרומתה להשגת צמיחה יציבה, מצאה ביטוי בהגדרת תפקידו העיקרי של הבנק המרכזי כהשגת יציבות מחירים ושמירה עליה ובהקניית עצמאות לבנק מרכזי בהפעלת הכלים למטרות האלו. מיסוד זה של תפקיד הבנק המרכזי נתקבל לא רק באירופה המערבית, אלא אף במדינות שונות במזרח אירופה, בדרום אמריקה ובאסיה, שרבות מהן אימצו יעד של אינפלציה נמוכה (עד 3% לשנה), או קבעו שהיעד הוא יציבות מחירים.

מטרתו של דוח אינפלציה היא ליצור מסגרת למעקב אחר התפתחות המחירים, סביבת האינפלציה והגורמים המשפיעים עליהם ולניתוחם, ובכך - להערכה של תוצאות המדיניות שנקטה ושל זו שתדרש בעתיד. זאת במטרה להגביר את השקיפות של המדיניות להשגת יעד האינפלציה ושל המדיניות המוניטרית בפרט. במשטר של יעד אינפלציה נודעת חשיבות רבה למעקב שוטף אחר התפתחות האינפלציה ולמנגנון גלוי לציבור של בקרה על המדיניות המוניטרית, הפועל במקביל לזה המשמש למעקב אחר ביצוע התקציב. הדוח הנוכחי מנתח את התפתחות האינפלציה בישראל בשנת 1997

מנקודת המבט של עמידה ביעד לשנה זו והסיכויים להימצאות במסגרת הסביבה הנדרשת בשנים הקרובות.

## 2. התפתחות האינפלציה בשנת 1997

### (1) מדד המחירים לצרכן

בשנת 1997 הושג יעד האינפלציה בישראל, וקצב עליית המחירים ירד לרמה חד-ספרתית. מדד המחירים לצרכן עלה ב-1997 ב-7 אחוזים, הגבול התחתון של תחום יעד האינפלציה לשנה זו - 7 עד 10 אחוזים, שיעור הנמוך ב-3.6 אחוזים מאשר בשנת 1996.

מהתפתחות האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים ([דיאגרמה 3](#)) ניתן להסיק כי החל מהמחצית השנייה של שנת 1996 ועד יוני 1997 ניכרה ההאטה בקצב עלייתו של מדד המחירים לצרכן; אולם מיוני עד אוקטובר אופיינה התפתחות האינפלציה בתנודתיות גדולה, ובחודשיים האחרונים של השנה התחזקה שוב מגמת הירידה.

[דיאגרמה 4](#) מציגה את התוואי החודשי של עליית המחירים המתיישב עם עמידה ביעד האינפלציה של 7 עד 10 אחוזים, ומביא בחשבון את ההתפתחות העונתית של קצב עליית המחירים. ניתן לראות מהדיאגרמה, כי ברוב חודשי השנה עלה מדד המחירים לצרכן בקצב מצטבר דומה לזה המתבקש מן הגבול העליון של תוואי האינפלציה העונתי, ובחלק גדול מהחודשים - בקצב גבוה אף יותר. בשמונת החודשים הראשונים של שנת 1997 עמדה האינפלציה על 9.8 אחוזים במונחים שנתיים. בארבעת החודשים האחרונים של השנה ניכרה האטה משמעותית בקצב עליית המחירים, ובחודשים נובמבר ודצמבר הם אף ירדו בשיעור מצטבר של 0.6 אחוזים - התפתחות שהקטינה את שיעור האינפלציה השנתי של 1997 ל-7 אחוזים.

### (2) התפתחות סעיפי מדד המחירים לצרכן

כפי שניתן לראות [בדיאגרמה 5](#), שיעור עלייתו של מדד המחירים לצרכן בשנת 1997 שיקף התייקרויות בכל סעיפי המדד - מלבד מחירי ההלבשה וההנעלה, שירדו ב-4.4 אחוזים, בהמשך למגמת ירידתם היחסית כתוצאה מתהליך החשיפה ליבוא. רוב סעיפי המדד הכללי עלו בשיעורים הגבוהים מעליית המדד כולו, וניכרות העליות בסעיף הבריאות ובסעיף החינוך, התרבות והבידור, שמחיריהם התייקרו ב-9.2 ו-8.6 אחוזים בהתאמה. גם מחירי המזון עלו בשיעור משמעותי של 8.4 אחוזים.

מדד מחירי הדיור, אף שעלה בקצב מתון יחסית לשנים הקודמות (7.5 אחוזים), תרם כמעט 2 אחוזים לעליית מדד המחירים לצרכן עקב משקלו הגבוה במדד. עליית מדד מחירי הדירות בבעלות, שמבטאת בין היתר את הביקוש לדיור ממניע השקעתי, הייתה נמוכה במקצת מזו של מדד מחירי הדיור, 7.2 אחוזים, ואילו מדד מחירי שכר הדירה, המשקף יותר את הביקוש לשירותי הדיור, עלה ב-9.8 אחוזים - עלייה ריאלית של כאחוז וחצי. בשנת 1997 עלו כל סעיפי המדד (פרט למחירי הפירות והירקות) בשיעורים נמוכים בהשוואה לשנת 1996. בולטת השנה בעיקר ההתמתנות בעליית מחירי הדיור והבריאות.

### (3) מדדי מחירים אחרים

במשק קטן ופתוח כשלנו, שבו רכיב הסחר במוצרים ובגורמי ייצור גדול, קיימת בטווח הקצר השפעה של שער החליפין ומחירי היבוא על המחירים המקומיים. נהוג לבטא השפעה זו על ידי חלוקת מדד המחירים לצרכן לקבוצות של מוצרים סחירים ולא-סחירים<sup>1</sup>. על אף הבעייתיות שבחלוקה הזו, נציין כי מחירי המוצרים הסחירים והלא-סחירים עלו במשך 1997 בשיעורים של 5.8 ו-7.7 אחוזים, בהתאמה.

מאחר שמדד המחירים לצרכן מושפע, בין היתר, מגורמים עונתיים וזמניים, נעשים ניסיונות רבים לבחון את התפתחותם של מדדים שונים, כגון מדד המחירים הסיטוניים של תפוקות התעשייה או מדד המחירים לצרכן בניכוי

סעיפים שונים. המדדים האלה, האמורים להיות מושפעים פחות מגורמים מקריים, וכך להצביע ביתר מהימנות על המהלך העתידי של האינפלציה - "האינפלציה הבסיסית". ברם, בדיקות סטטיסטיות מלמדות שבשנים האחרונות המדדים המנוכחים למיניהם אינם אינדיקטורים מהימנים למגמת העלייה במדד המחירים לצרכן, שהיא יעד המדיניות; [דיאגרמה 6](#) ממחישה כי המדד הכללי לא נע סביבם. עם זאת נציין כי בשנת 1997 עלו מדד המחירים הסיטוניים ומדד המחירים לצרכן ללא סעיפי הדיור והפירות והירקות בשיעור נמוך במקצת מאשר המדד הכללי: עלייתם הסתכמה ב-6.5 ו-6.7 אחוזים, בהתאמה.

(1) החלוקה למוצרים סחירים והלא-סחירים אינה חד-משמעית ומתבססת על משקל הרכיב הסחיר במוצר. לפרטים ראה ע' בן-בסת, "מדדים למחירי מוצרים סחירים ובלתי סחירים", מאמר לדיון מס' 89.11, מחלקת המחקר, בנק ישראל.

### 3. סביבת האינפלציה וגורמים להתפתחות המחירים המחירים

#### (1) סביבת האינפלציה

סביבת האינפלציה בהשוואה ליעד האינפלציה היא בין הגורמים החשובים המשפיעים על ההחלטות של קובעי המדיניות המוניטרית, בפרט במשטר של יעדי אינפלציה. ההערכה של סביבה זו מבוססת על מכלול נתונים, ביניהם שילוב של שיעור האינפלציה בפועל והאינפלציה הצפויה לשנה, ובכך מסכמת את הכוחות האינפלציוניים שפעלו בעבר ואת אלה שעדיין נמצאים בצנרת. מבחנים אקונומטריים מראים כי לציפיות האינפלציוניות השפעה חיובית מובהקת על האינפלציה בפועל, וכי הן מושפעות מהגורמים הריאליים במשק (למשל האבטלה), מהאינפלציה בשנים עשר החודשים הקודמים ומהמדיניות המוניטרית, המתבטאת בריבית הריאלית<sup>2</sup>. הערכת סביבת האינפלציה חשובה לצורך קביעת המדיניות הנוכחית, משום שהשפעתה של המדיניות המוניטרית אינה ניכרת מייד, אלא בפיגור של מספר חודשים.

מבחינת הגורמים השונים, שיפורטו להלן, אפשר לומר שסביבת האינפלציה בשנת 1997 הייתה נמוכה מאשר בשנה הקודמת, ונמצאה כמעט בכל חודשי השנה בתוך גבולות יעד האינפלציה.

(2) לפרטים ראה ד' אלקיים, השפעת המדיניות המוניטרית על הציפיות האינפלציוניות, 1988-1995, מבט מוניטרי 4, 1996, המחלקה המוניטרית, בנק ישראל.

#### (א) ציפיות לאינפלציה

אינדיקטור מרכזי לציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים הוא הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון (על פי פער התשואות לשנה בין מק"ם לאיגרות חוב צמודות). לאחר מגמת ירידה ברורה במחצית השנייה של שנת 1996, מרמה של כ-13.5 אחוזים, התייצבו הציפיות בשנת 1997 בתוך תחום היעד ברמה ממוצעת של 9.2 אחוזים, תוך תנודתיות גבוהה, שתאמה את זו של האינפלציה בפועל ([דיאגרמה 7](#)). בראשית השנה ובתקופת הקיץ, לאחר שינויים ברצועת הניוד של שער החליפין ופיחות משמעותי של השקל, כשמדדי המחירים החודשיים היו גבוהים יחסית, עלו גם הציפיות (ל-12 חודשים) והתקרבו לגבול העליון של היעד - כ-10 אחוזים. בסוף השנה, על רקע המדד השלילי של נובמבר, הן שבו וירדו לסביבה של 8 אחוזים. מהתפתחות זו נראה כי הציפיות לאינפלציה, כפי שהן נמדדות בשוק ההון, מושפעות במידה רבה מהתפתחות האינפלציה בפועל, אך תלויות גם בתפיסת הציבור את המדיניות המוניטרית בהווה ובעתיד ובהערכתו את מידת הנחישות של הבנק המרכזי לפעול להשגת יעד האינפלציה שנקבע. הישארותן של הציפיות במשך שנת 1997 כולה בתוך תחום יעד האינפלציה, 7 עד 10 אחוזים מתיישבת עם ההערכה כי הציבור ייחס אמינות ליעד זה. המשך עקבי של ירידת האינפלציה בפועל יגביר את אמינות התהליך הדיסאינפלציוני וימשיך לבטא את עצמו גם בציפיות לעתיד.

(ב) הרכב תיק הנכסים בהקשר של הערכת הציבור את סביבת האינפלציה

במשק המאופיין באמון גדל והולך של הציבור בהתבססותה של סביבת

אינפלציה נמוכה יותר מאשר בעבר ובנחישות של קובעי המדיניות לנקוט במידת הצורך את הצעדים הדרושים להשגת יציבות מחירים, הציבור מוכן לעבור מנכסים צמודים לנכסים לא-צמודים. בשנת 1997 נמשכה העלייה של כמות הנכסים הלא-צמודים בתיק הנכסים של הציבור (דיאגרמה 8) ונמשך גידול החלק השקלי הלא-צמוד בחוב הפנימי של הממשלה. הפיקדונות השקליים הלא-צמודים המשיכו לגדול השנה: מתחילת 1997 הם גדלו ב-24 אחוזים. המשך הגידול של הפיקדונות השקליים הלא-צמודים ושל שיעור הפיקדונות לטווח ארוך (שנה ויותר) בתוכם, שעלה בממוצע מ-7 אחוזים בשנת 1996 ל-8.5 אחוזים, תומך בהערכה בדבר ציפיות להורדת האינפלציה ולהקטנת השונות בה. עם זאת, הפיקדונות השקליים הלא-צמודים לטווחים שעד שלושה חודשים מהווים כ-80 אחוזים מסך הפיקדונות הלא-צמודים זה כשלוש שנים - והדבר מעיד על אי-ודאות מסוימת מצד הציבור לגבי היכולת להשיג יציבות מחירים בטווח הרחוק. יתר על כן, רוב החוב הממשלתי עדיין צמוד למדד המחירים לצרכן, ותופעת ההצמדה עדיין נפוצה במשק.

## (2) המדיניות המוניטרית והנכסים הפיננסיים

### (א) פעילות המדיניות המוניטרית

ריבית בנק ישראל, שהיא היעד התפעולי של המדיניות המוניטרית, נקבעת לאחר ניתוח של האינפלציה בפועל, של ציפיות לאינפלציה ושל גורמים חשובים אחרים, בעיקר המדיניות הפיסקלית והתפתחויות ריאליות במשק. הריבית משפיעה על האינפלציה באמצעות מנגנון תמסורת<sup>3</sup>, המורכב מכמה אפיקים: שערי הריביות בשוקי הכספים וההון, כמות אמצעי התשלום, הציפיות לאינפלציה, שער החליפין, מחירי הנכסים, הביקושים הריאליים ועוד. הניתוח ארוך טווח של הגורמים שצויינו נועד לבחון את מנגנון התמסורת, ולהעריך את מידת ההתקדמות לעבר השגת יעד האינפלציה שהציבה הממשלה. בין הריבית של בנק ישראל לבין האינפלציה יש קשר שלילי מובהק בפיגור; על כך מצביעים מבחנים אקונומטריים, והממצא עולה בקנה אחד עם הנסיון הבינלאומי בתחום הדיסאינפלציה במדינות שונות.

מאוגוסט 1996 ישנה מגמת ירידה מתמשכת בריבית הנומינלית של בנק ישראל: משיעור של כ-17 אחוזים ביולי 1996 עד לרמה של 13.4 אחוזים בסוף 1997<sup>4</sup> (דיאגרמה 9). ביולי 1997 הגיעה הריבית לרמה הנמוכה ביותר שנרשמה השנה וזאת לאחר הורדתה בשיעור של 1.2 נקודות אחוז בסוף יוני; לאחר העלאה של 0.7 נקודת אחוז בספטמבר נותרה הריבית יציבה עד סוף השנה. שיעור הריבית הריאלית הצפויה הנגזרת (באמצעות הציפיות משוק ההון) היה בממוצע כ-5 אחוזים, מעל לממוצע של 1996 (4.2 אחוזים). עליית הריבית הריאלית, למרות הורדת הריבית הנומינלית מקורה בירידת הציפיות האינפלציוניות השנה לעומת השנה הקודמת. מרמה של 11.6 ל-9 אחוזים בממוצע. רמה גבוהה יותר של ריבית ריאלית, השוררת מאמצע 1996, תרמה להתמתנות עליית המחירים בשנת 1997. הכלי המרכזי שבאמצעותו ניהל בנק ישראל את הריבית בשנת 1997 הוא המכרזים על פיקדונות לזמן קצוב של הבנקים בבנק ישראל. הפיקדונות האלה גדלו מאוד במחצית הראשונה של 1997 והגיעו בסוף השנה לכ-35 מיליארדי ש"ח. גידול זה מקורו בספיגה שביצע בנק ישראל באמצעות מכרזי פיקדונות לבנקים, אשר נועדה לעקר את גידול הנזילות שנבע מרכישות מטבע חוץ מן הסקטור הפרטי; זאת במסגרת מחויבות של בנק ישראל להגן על גבולות רצועת שער החליפין כפי שנקבע על ידי מדיניות שער החליפין של הממשלה.

(3) לפרטים ראה התפתחויות בשוקי הכספים וההון, 1996, פרק ב', המחלקת המוניטרית, בנק ישראל ודוח בנק ישראל 1996, פרק ז'.

(4) הריבית שבנק ישראל משלם לבנקים על פיקדונות לזמן קצוב שהם מחזיקים אצלו התפתחה באופן דומה.

(ב) התפתחותם של מצרפי הכסף והאשראי  
מבין המיצרפים המוניטריים השונים, המיצרף M1 (המזומנים שבידי

הציבור ופיקדונות עו"ש) הוא החשוב ביותר בקביעת המדיניות המוניטרית בישראל; זאת משום שמכל המיצרפים המקובלים, הקשר שלו למחירים, לריבית ולפעילות הכלכלית הוא ההדוק והיציב ביותר. בדיקות לגבי המשק הישראלי<sup>5</sup> מצביעות על קשר חיובי בין התפתחות אמצעי התשלום מעבר לגידולו של התוצר לבין התפתחות המחירים בפיגור של שניים עד שלושה רביעים (דיאגרמה 10). שליטה בכמות אמצעי התשלום (M1) דרך הריבית היא אחת הדרכים שבהן המדיניות המוניטרית משפיעה על האינפלציה. דיאגרמה 11 מציגה את הקשר השלילי שבין הריבית של בנק ישראל לבין כמות אמצעי התשלום.

במשך שנת 1997 גדלו אמצעי התשלום בכ-15 אחוזים, שיעור גידול גבוה מזה של התוצר הנומינלי בפועל; עם זאת ייתכן שירידתן של הציפיות לאינפלציה בתקופה זו תרמה להגדלת הביקוש לכסף. המיצרפים השקליים הנושאים ריבית, התרחבו ב-1997 בשיעור גבוה של כ-23 אחוזים, אך מתון מזה שאפיין אותם בשנים האחרונות.

סך האשראי החופשי גדל במשך 1997 בכ-16 אחוזים, לעומת כ-20 אחוזים בכל אחת מהשנים 1995 ו-1996, תוך שונות גדולה בהתפתחות רכיביו. האשראי השקלי הלא צמוד גדל בכ-10 אחוזים, האשראי הצמוד למדד בכ-12 אחוזים, ואילו האשראי במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ התרחב בכ-24 אחוזים (במונחים שקליים). עיקר התרחבותו של אשראי זה התרכז במחצית הראשונה של השנה, ובא לידי ביטוי בהמרות מטבע חוץ משמעותיות של הסקטור הפרטי, תוך היצמדות שער החליפין של הסל לתחתית הרצועה. הרחבת רצועת הניוד של שער החליפין ותנודתיות התשואות בעולם שינו מהותית את התנהגותו של הסקטור הפרטי: במחצית השנייה של השנה נותר האשראי במטבע חוץ והצמוד לו יציב יחסית. (ראה דיון מפורט יותר בפרק על שער החליפין.) המשך התרחבותו של האשראי השקלי הצמוד, שגדל בכ-13 אחוזים בשנת 1997) מתיישב עם הגברת האמון של הציבור ביכולתו של בנק ישראל למנוע התפרצות אינפלציונית.

5) לפרטים ראה א' אזולאי וד' אלקיים, מודל לבחינת ההשפעה של המדיניות המוניטרית על הפעילות והמחירים בישראל, 1988-1996, עיונים מוניטריים 97.01, המחלקה המוניטרית, בנק ישראל (בדפוס); ל' לידרמן וג' בפמן, מדיניות מוניטרית ואינפלציה בישראל, נייר לדיון בכנס "אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל", יוני 1997.

ג) האינפלציה של מחירי נכסים והתפתחויות בשוק ההון

השפעת הריבית על מחירי נכסים הוא אפיק חשוב במנגנון התמסורת שדרכו המדיניות המוניטרית פועלת על האינפלציה, במיוחד דרך השפעת שינויים במחירי הנכסים על רכוש הציבור, ומכאן - גם על הצריכה הפרטית. עם זאת, יש לזכור שמחירי הנכסים מושפעים גם מגורמים אחרים, שחלקם קשורים לכלל ההתפתחות המשקית - למשל הצמיחה, הציפיות לגידול התוצר והגדלת רווחיות החברות.

שוק המניות התאפיין בשנת 1997 בעלייה כוללת של כ-35 אחוזים במדדי מחירי המניות, עם מגמה ברורה של עלייה עד יולי וירידה תוך תנודתיות גבוהה אחר כך (דיאגרמה 12). ייתכן כי העלייה הזאת מגלמת בתוכה השפעת רכוש, שעשויה לבוא לידי ביטוי בעתיד בגידול הצריכה הפרטית. בשוק איגרות החוב הצמודות נמשכה במחצית הראשונה של שנת 1997 המגמה של ירידות התשואות, שהחלה באמצע 1996 ואלו הגיעו באוגוסט 1997 ל-3.8 אחוזים (דיאגרמה 13). במחצית השנייה של השנה, ובמיוחד לקראת סופה, ניכרה מגמת עלייה של התשואות; זו קשורה, כנראה, להקטנת הביקוש לאיגרות החוב הצמודות, עקב מעבר משקיעים לנכסים הלא-צמודים - תופעה המלמדת על הערכות הציבור כי סביבת האינפלציה תרד. (גם מכירת "בנק הפועלים" וצמצום זמני של הביקוש לאיגרות החוב הצמודות בעקבותיה פעלו לעליית התשואות: הרחבת האשראי על ידי הבנקים לצורך מימון הרכישה הקטינה את אפשרויות השקעותם באיגרות החוב.)

תשואת מק"ם תלויה בעיקר בציפיות הציבור לשינויים בסביבת האינפלציה ובציפיות לשינויים בריבית הנומינלית בטווח קצר. עקום התשואות של המק"ם ירד במחצית הראשונה של השנה בהשוואה לשנת 1996, והגיע לרמה אל מתחת ל-13 אחוזים ([דיאגרמה 14](#)). ירידת התשואות קשורה להורדת הריבית הנומינלית ולירידתה של האינפלציה הצפויה לעומת השנה הקודמת. במחצית השנייה של השנה התחזק השיפוע השלילי - דבר המעיד כנראה על ציפיות להמשך הורדת הריבית הנומינלית, ולהתמתנות קצב האינפלציה.

### (3) מדיניות שער החליפין ותנועות הון

למאפייני רצועת הניוד של שער החליפין ולהתפתחותו של שער החליפין בפועל תפקיד חשוב במנגנון התמסורת שדרכו פועלת המדיניות המוניטרית להשגת יעד האינפלציה. ככל שקצב עלייתו של שער החליפין הנומינלי נמוך יותר, כן קטנים הלחצים לעליית המחירים במשק. לפיכך יש לגורמים הקשורים בהתפתחות שער החליפין, ואינם תלויים במדיניות המוניטרית, חשיבות בגיבושה של מדיניות זו, המכוונת להשגת יעד האינפלציה. ההתפתחויות בשוק מטבע החוץ במחצית הראשונה של 1997 היו שונות באופן מהותי מאלה שאפיינו אותו במחצית השנייה ([דיאגרמה 15](#)). מראשית השנה ועד אמצע יוני נצמד שער החליפין של השקל (מול סל המטבעות) אל הגבול התחתון של רצועת הניוד, תוך קיומו של עודף היצע גדול של מטבע חוץ, שאילץ את בנק ישראל להתערב בשוק ולקנות מטבע חוץ מהציבור כדי להגן על משטר הרצועה. יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל הגיעו באמצע 1997 לרמה של כ-18 מיליארדי דולרים. כדי למנוע עודפי נזילות בשוק הכספים ולעמוד ביעד האינפלציה לשנת 1997 ספג בנק ישראל את ההזרמה שנבעה משוק מטבע החוץ בעיקר באמצעות הגדלת פיקדונות הבנקים לזמן קצוב בבנק ישראל - פעולה הכרוכה בעלות שיש לייחס אותה למחויבות לשמירה על שער החליפין תוך כדי השגת יעד האינפלציה<sup>6</sup>.

מניתוח יבוא ההון ([לוח 1](#)) עולה, כי רק חלק ממנו רגיש לפערי הריבית בין ישראל לחו"ל, וכי חלק אחר נובע מגורמים שמקורם בהערכות של משקיעים כי ההשקעות במשק הישראלי תהיינה רווחיות, על רקע המשך צמיחתו בטווחים הבינוני והארוך. יש לציין את הגידול המשמעותי של נטילת אשראי במטבע חוץ בידי תושבי ישראל במחצית הראשונה של (באמצעות מערכת הבנקאות המקומית). על רקע פערי הריביות (המקומית לעומת חו"ל) ששררו באותה תקופה והשיפור שחל בגירעון במאזן התשלומים נראה כי הסקטור הפרטי לא ייחס סיכון גבוה לנטילת אשראי במטבע חוץ משום שהעריך כי לא יחול שינוי משמעותי בשער החליפין של השקל בטווח הקצר. זאת, כנראה, על רקע הנחה בקרב הציבור בדבר העדר כוחות לפיחות ריאלי וגם בשל מחויבות בנק ישראל להשגת יעד האינפלציה ולכן - לשמירה על ריבית שתאפשר את השגתו.

ב-18 ביוני 1997, על רקע ההתפתחויות בשוק מטבע החוץ במחצית הראשונה של השנה, החליטה הממשלה על התקדמות נוספת בליברליזציה ועל שינוי של רצועת הניוד: קצב השינוי של הגבול התחתון הואט מ-6 ל-4 אחוזים לשנה, והגבול העליון הועלה בכ-15 אחוזים, תוך שמירת קצב שינוי שנתי של 6 אחוזים. מטרת השינוי היתה להעמיק את שוק מטבע החוץ ולאפשר לכוחות השוק לקבוע את השער תוך מעורבות מינימלית של בנק ישראל, ולאפשר תמחור נכון של סיכונים שער החליפין. בעקבות צעד זה ועל רקע התגברות התנודתיות של התשואות בעולם, שהתחילה תקופה קצרה לאחר מכן, חל שינוי בהערכתו של הסקטור הפרטי את שוק מטבע החוץ, ושער החליפין התרחק במעט מהגבול התחתון של הרצועה (לאחר שעלה בכ-4 אחוזים בימים הראשונים שלאחר השינוי ושב וירד). במחצית השנייה של 1997 לא גדל האשראי במטבע חוץ. שינוי זה תאם את הצטמצמות פערי הריביות (בעיקר בשל עליית הריבית בחו"ל), והצביע גם על עלייה של סיכון שער החליפין שהסקטור הפרטי רואה בפניו. יש לציין את העלייה בפרמיית הסיכון של אופציות שקל-דולר, המלמדת גם היא על גידולו של סיכון שער החליפין להערכת המשקיעים. היקף יבוא ההון של תושבים זרים, הקשור



להשקעות פיננסיות וריאליות במשק, נותר גבוה גם במחצית השנייה של השנה.

פיחות שער החליפין בחודשי הקיץ וגורמים אחרים, באו לידי ביטוי באותם חודשים בעצירה זמנית של מגמת הירידה שנרשמה במדד המחירים לצרכן מאמצע 1996. עם זאת יש לציין כי השפעת הפיחות על האינפלציה אינה חד-משמעית ומהירה כפי שהייתה בתקופה של שער חליפין מנוהל ופיחותים יזומים. אי-הוודאות לגבי התפתחות שער החליפין בעתיד, בהיות השער חופשי לנוע בגבולות רחבים לפי כוחות השוק, והעלות הכרוכה בעצם ביצוע עדכון המחירים, מחלישה את הקשר בין שינויים קצרי טווח בשער החליפין ובמחירים המקומיים. (זאת ועוד, במשק המאופיין בפעילות ממותנת נחלשת השפעת הפיחותים על המחירים).

השקל פוחת בממוצע בשנת 1997 לעומת ממוצע 1996 ב-4.3 אחוזים מול סל המטבעות וב-8.2 אחוזים מול הדולר, וזאת על רקע אינפלציה ממוצעת בחו"ל (המדינות המתועשות) של כ-2 אחוזים.

#### לוח 1

תנועות ההון למשק  
(מיליוני דולרים)

מזה: אשראי מסוחר מוסמך	תנועות ההון של תושבי ישראל	תנועות ההון של תושבי חוץ		סך השבון ההון	
		השקעות ריאליות	פיננסיות השקעות		
1496	1164	334	558	2218	1994
5828	5684	1219	992	7889	1995
2245	1809	1268	1437	4501	1996
4214	4570	642	945	5919	1997 מחצית 1
386	-1038	972	1162	1042	1997 מחצית 2

המקור: בנק ישראל, הפיקוח על מטבע חוץ. נתונים על בסיס קופה.

#### אתרה

(6) לפרטים ראה התפתחויות בשווקי הכספים וההון, 1996, המחלקה המוניטרית, בנק ישראל ודוח בנק ישראל 1996.

#### (4) המדיניות הפיסקלית

בשנת 1997 חלה תפנית בניהול המדיניות הפיסקלית: הממשלה עמדה ביעד הגירעון, לאחר שנתיים של חריגה ממנו, והגירעון התקציבי עמד על כ-2.4 אחוזי תוצר, תוך האטה בקצב הגידול של הצריכה הציבורית. צעדים אלו הקטינו את הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים וכן תרמו להקטנת הלוואה לעליית המחירים. חשוב לציין כי הקטנת הגירעון מעבר להשפעתה על האינפלציה דרך הביקוש המיצרפי, מגדילה את אמינותה של המדיניות ופועלת להורדת הציפיות לאינפלציה - דבר התורם להשגת יעד האינפלציה. מאז שנת 1997 מוגדר יעד הגירעון במונחים של הגירעון הכולל (מקומי + חו"ל) והמטרה היא להוריד אותו מ-2.4 אחוזי תוצר בשנת 1997 ל-1.5 אחוזי תוצר בשנת 2001.

מניתוח צד ההכנסות וההוצאות בתקציב הממשלה עולה כי בצד ההוצאות נרשם גידול נמוך מהמתוכנן והסיבות העיקריות לכך הן - עליית המחירים בפועל, שהייתה נמוכה מזו ששימשה בבסיס בניית התקציב, והתמתנות מימדי העלייה לישראל. כנגד זאת נרשמה בצד ההכנסות גביית חסר, בעיקרה כתוצאה מירידת ההכנסות ממסים על עסקאות בנדל"ן בשל צמצום הפעילות בענף הבנייה, וממסים על יבוא - בשל הצטמצמות היבוא.

אף שהגירעון הכולל באחוזי תוצר הסתכם בשנת 1997 בשיעור נמוך מהמתוכנן, נרשמה השנה חריגה בביצוע הגירעון המקומי (**דיאגרמה 16**): הגירעון המקומי של הממשלה בשנת 1997 היה 2.9 אחוזי תוצר, לעומת 2.3 אחוזי תוצר לפי התכנון (אם זאת יש להדגיש שחוק הפחתת הגירעון מנוסח במונחי הגירעון הכולל ולא המקומי). בגלל היקפו המוגדל של הגירעון המקומי מומנו 2.3 מיליארדי ש"ח באמצעות עודפי מימון מתקציב מטבע חוץ. נדגיש כי לגירעון המקומי השפעה רבה על הביקושים המקומיים בעוד שלגירעון הכולל חשיבות בהקטנת נטל החוב הממשלתי.

להרכב מימון של הגירעון התקציבי יש השלכות על ביצוע המדיניות המוניטרית (**דיאגרמה 17**). את הגירעון התקציבי ניתן לממן באמצעות גיוס הון מקומי וגיוס הון בחו"ל. הגידול המשמעותי של הכנסות הממשלה מהפרטה ב-1997 לסך של כ-8 מיליארדי ש"ח שיועדו להחזר החוב ולא למימון הוצאות שוטפות, אפשר את צמצום גיוס ההון המקומי. עם זאת, גיוס ההון הפנימי והחיצוני יחד עם תקבולי ההפרטה עלו על צורכי המימון של הגירעון הכולל של הממשלה.

## (5) ההתפתחויות הריאליות<sup>7</sup>

### (א) התפתחות התוצר והאבטלה

לתנאים הריאליים השוררים במשק נודעת חשיבות בקביעת המדיניות המוניטרית להשגת יעד האינפלציה: עודפי ביקוש קטנים יותר מקלים על המדיניות המוניטרית הננקטת לצורך השגת יעד אינפלציה נתון, ולכן ניתן להם משקל משמעותי בתהליך קבלת ההחלטות על המדיניות המוניטרית הנדרשת.

בשנת 1997 הואט במידה משמעותית קצב הצמיחה. התוצר התרחב בשנה זו ב-2 אחוזים, לאחר 7 ו-4.5 אחוזים בשנים 1995 ו-1996, בהתאמה (**דיאגרמה 18**). הפעילות הממותנת יחד עם תהליך המעבר של המשק מהענפים המסורתיים לענפים עתירי הון אנושי, יחד עם הקשיים הכרוכים בהתאמת כוח העבודה לשינוי מבני זה, באו לידי ביטוי בעליית שיעור האבטלה לרמה של כ-7.7 אחוזים (**דיאגרמה 19**). התרחבות האבטלה לא באה לידי ביטוי בהאטה של השכר הריאלי במשק שעלה ב-2.4 אחוזים בשנת 1997. העלייה הזו מבטאת גידול משמעותי של השכר הריאלי בסקטור העסקי, שנבע בין היתר כתוצאה מעודף ביקוש לעובדים בסקטורים מסוימים (בעיקר בתעשיות עתירות ידע). נראה כי רפורמות בשוק העבודה, שיגדילו את גמישותו, מחד גיסא, ויצמצמו את התמריצים שלא להצטרף לכוח העבודה, מאידך, יתרמו משמעותית לצמצום האבטלה. (יש לזכור כי האבטלה גוברת על רקע מספר גדול של עובדים זרים במשק, הנאמד בכ-130 אלף.)

ההאטה בפעילות משקפת גורמים ארוכי טווח וקצרי טווח, הן בצד ההיצע והן בצד הביקוש. זאת על רקע אימוץ מדיניות פיסקלית ומדיניות מוניטרית שפעלו לצמצום הגירעון במאזן התשלומים ולהשגת יעד האינפלציה. מצד הביקוש, התאמת המשק להקטנה בגל העלייה, בפרט בענף הדיור וההשקעות, פעלה לצמצום בביקושים. אי הודאות הפוליטית והאירועים הביטחוניים תרמו גם הם להאטת הביקושים, בפרט הביקוש לשירותי תיירות. מצד ההיצע - תהליך ההתאמה הכרוך במעבר המשק מענפים מסורתיים לענפים מתחכמים מתבטא בפגיעה זמנית בהיצע המצרפי. להאטה בהתרחבות ההיצע תרמה גם פגיעה מצטברת ברווחיות הסקטור הסחיר כתוצאה מייסוף ריאלי של השקל מול סל המטבעות. גם עליית שכר המינימום, שפגעה בעיקר בענפים המסורתיים, הייתה גורם משמעותי לפגיעה בהיצע בענפים אלו.

ההאטה במשק מוצאת ביטוי בהחלטות על המדיניות המוניטרית לגבי הריבית הדרושה להשגת יעד האינפלציה. הדבר מובא בחשבון - דרך בחינת הציפיות האינפלציוניות, הכללת התוצר במודלים המקרו-אקונומטריים, וכן השיפוט המופעל בקביעת המדיניות. ככל שרמת הפעילות הריאלית במשק

ממותנת יותר, ניתן להשיג את יעדי האינפלציה על ידי מדיניות מרסנת פחות.

#### (ב) מאזן התשלומים

בשנת 1997 חל שיפור משמעותי בגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים (דיאגרמה 20): הגירעון ירד מכ-5.5 מיליארדי דולר ב-1996 לכ-3.6 מיליארדים השנה, תוך גידול היצוא ויציבות ביבוא. השיפור במאזן התשלומים משקף צמצום כמותי של עודף היבוא ושיפור בתנאי הסחר של ישראל. צמצום הגירעון במאזן התשלומים הועמד בראש סדר העדיפויות של הממשלה כיוון שרמת הגירעון ב-1996 - יותר מחמישה אחוזי תוצר - עוררה חשש לפגיעה במעמד הבינלאומי של המשק, בשל אי היכולת להתמיד בגירעון כזה לאורך זמן. שיקול זה קיבל יתר משקל על רקע המשבר הפיננסי באסיה.

התמתנות השיפור בעודף היבוא במחצית השנייה של השנה באה לידי ביטוי גם בהתפתחויות בגירעון המסחרי. לאחר שיפור משמעותי מאמצע 1996 שנבע בעיקר מירידה ביבוא הסחורות, נרשמה במחצית השנייה של 1997 האטה משמעותית בקצב הירידה של הגירעון, והוא עדיין גבוה. התנהגות היצוא הייתה השנה לא אחידה (דיאגרמה 21): היצוא הכולל התרחב (כמותית) בכ-13 אחוזים, אך זאת תוך גידול מהיר של ענפי היצוא המתוחכמים והאטה ביצוא הענפים המסורתיים. השוני מוסבר, לפחות בחלקו, בשינוי הרכב הביקוש העולמי לסוגי המוצרים השונים וברגישות גדולה יותר של הענפים המסורתיים לשינויים במחיר היחסי של יצואם.

(7) לסקירה וניתוח מעמיקים ראו: דוח בנק ישראל לשנה 1998, שיפורסם בקרוב.

#### (6) גורמים חיצוניים

המשק הישראלי, בהיותו משק קטן ופתוח, מושפע במידה רבה מההתפתחויות בעולם. למחירים העולמיים השפעה הן על הפעילות הריאלית של המשק, דרך שינויים בכדאיות היצוא ועלות היבוא, והן על התפתחות המחירים המקומיים בשל השפעתם על מחירי המוצרים וגורמי הייצור הסחירים במשק. מחירי היבוא הדולריים ירדו ב-1997 בממוצע ביותר מ-5 אחוזים לעומת 1996 (דיאגרמה 22), מחירי היצוא ירדו רק ב-1.7 אחוזים. כתוצאה מכך חל שיפור של כ-3.5 אחוזים בתנאי הסחר של ישראל. המשברים הפיננסיים במדינות דרום מזרח אסיה במחצית השנייה של 1997, והפגיעה בפעילות הריאלית שבאה בעקבותיהם במספר רב של מדינות עשויים לתת את אותותיהם גם בהתפתחויות המקומיות במשק הישראלי. קשה לכמת את ההשפעות האלה אך נראה ששיפור כושר התחרות של היצוא ממדינות אלו, הפגיעה בהכנסה, שתפעל לצמצום ביקושיהן ליבוא וההאטה גידולו של הסחר העולמי עשויים לפעול להוזלת היבוא ממדינות אלה, להקטנת הביקוש ליצוא הישראלי, ולהאט קצב הצמיחה בהשוואה למסלול עליו היה המשק הישראלי ערב המשבר באסיה.

#### 4. הרקע והמדיניות הנדרשת להשגת יעד

##### האינפלציה ב-1998

#### (1) הציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים

הציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים משמשות אינדיקטור להערכת מידת האמון שהפרטים נותנים ביכולתם של קובעי המדיניות - המוניטרית והפיסקלית - לעמוד ביעדי האינפלציה בשנים הבאות. כיום הציפיות האלה חורגות במקצת מהתוואי המוביל לאינפלציה של 4.5 אחוזים בשנת 2001 - ממצא המרמז על אי-וודאות של הציבור לגבי ירידת האינפלציה.

#### (2) תנאים להמשך הורדת האינפלציה

לנוכח החלטת הממשלה מאוגוסט 1997 להגיע לאורך זמן ליציבות מחירים כמקובל במדינות המתועשות, ומתוך הכוונה להמשיך בהורדת האינפלציה, יש להמשיך ולשמור על מסגרת מדיניות - המוניטרית והפיסקלית - המתיישבת עם היעדים האלה.

- **המדיניות הפיסקלית:** עמידה ביעד הגירעון, כפי שקבעה הממשלה היא תנאי מרכזי להתקדמות בתהליך הדיסאינפלציה תוך שליטה על ממדי הגירעון במאזן התשלומים. גירעון תקציבי מתמשך, המלווה בגידול בחוב הפנימי של הממשלה מעבר לגידול התוצר, ימומן בסופו של דבר באמצעות גידול של כמות הכסף, ויתבטא בלחץ אינפלציוני. מעבר לכך יש לדאוג שצמצום הגירעון בהתאם לתוואי יושג על ידי צמצום הוצאות הממשלה ותוך הקטנת מעורבותו של הסקטור הציבורי בפעילות הכלכלית והורדה של נטל המס. כמו כן יש לדאוג שהמחירים המשמשים בסיס לתקציב יעלו בקנה אחד עם יעדי האינפלציה, כפי שייקבעו.

- **מדיניות השכר:** שיעור השינוי הנומינאלי של השכר הוא אחד הרכיבים המרכזיים ביכולת להאט את קצב עליית המחירים. כיוון שהמשא ומתן על הסכמי השכר בסקטור הציבורי לשנים הקרובות מתנהל כעת, חשוב לדאוג שתוצאותיו ישקפו את מחויבותה של הממשלה ליעד אינפלציה יורד. התייחסות לקביעת השכר בסקטור הציבורי חשובה מפני היותו חלק חשוב מהוצאות הממשלה וגם מפני השפעתה האפשרית על השכר בסקטור העסקי, אף כי מנגנון זה נחלש במידה רבה בשנים האחרונות.

- **הגברת התחרותיות במשק:** צמצום מעורבותה של הממשלה במשק, הפרטה תוך כדי דאגה לתחרותיות, הרצויים כשלעצמם בטווח הארוך<sup>8</sup>, יסייעו גם לתהליך הורדת האינפלציה באמצעות ייעול מנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית. השקעה בתשתית ובהסבת עובדים בהתאם לשינויים המבניים במשק ורפורמות אחרות בשוק העבודה הם תנאים חשובים לפעילותה של המדיניות המוניטרית להשגת יעד האינפלציה תוך מזעור עלותה בטווח הקצר.

- **מדיניות שער החליפין:** על מדיניות שער החליפין להתיישב עם תהליכי הדיסאינפלציה והליברליזציה בתנועות ההון - בנק ישראל יאפשר לכווחת השוק להתבטא בשער החליפין במסגרת רצועת הניוד. (8 לפירוט ראה "תכנית כלכלית לשנים 1996-2000", מחלקת המחקר קיץ 1996).

### (3) המדיניות המוניטרית והתפתחות

#### האינפלציה בשנים הקרובות

על רקע סביבת האינפלציה ב-1997, מצב המשק והתנאים שהוזכרו לעיל, על מעצבי המדיניות המוניטרית לבדוק מה צריכה להיות מדיניות הריבית שתאפשר את השגת יעדי האינפלציה בשנים הקרובות, כפי שקבעה הממשלה, ותבטיח המשך ההתקדמות בהורדת סביבת האינפלציה. במיוחד יש להקפיד שיעדים אלה לא ימנעו אפשרות להתקדמות מהירה יותר לתנאים של יציבות מחירים כאשר הנסיבות מאפשרות זאת, ללא העמקת הריסון המוניטרי והפיסקלי.

ההחלטה לגבי ריבית בנק ישראל הנדרשת לשם השגת יעדי האינפלציה מתבססת על שני כלים עיקריים - אוסף האינדיקטורים לגבי התפתחות גורמים כלכליים שונים ומודלים מקרו-אקונומטריים<sup>9</sup>, המתייחסים במפורש למנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית ולמכלול הקשרים שבין השינויים בריבית לסביבת האינפלציה (לפירוט תהליך קבלת ההחלטות על המדיניות המוניטרית ראו [נספח 2](#)). עם זאת, המודלים הם ספציפיים מאוד הן בפרמטרים והן בניסוח, ולכן אין להסתמך עליהם בלבד בתהליך קבלת ההחלטות. לפיכך, בתהליך התכנון המוניטרי משלבים את מסקנות המודלים עם ניתוח שיפוטי יותר של אינדיקטורים רבים.

(9) לפרטים ראו א' אזולאי וד' אלקיים, מודל לבחינת ההשפעה של המדיניות המוניטרית על הפעילות והמחירים בישראל, 1988-1996, עיונים מוניטריים, 97.01, מחלקת מוניטריית, בנק ישראל (בדפוס).

**יעדים מקרו-כלכליים**  
**שקבעה הממשלה בשנתיים האחרונות\***

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 במרכזה 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.

\* ציטוטים מתוך ההחלטות.

## **אחורה**

### **נספח 2**

#### **המדיניות המוניטרית בבנק ישראל - תהליך קבלת ההחלטות**

בנק ישראל מייעד את כלי המדיניות העיקרי שברשותו, הריבית לטווח הקצר, להשגת יעדי האינפלציה הנקבעים בידי הממשלה. ההחלטות על מדיניות הריבית מבוססות על תפיסה שעיקריה הם: (א) ריבית בנק ישראל (כיום הריבית המשולמת על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל) משפיעה על האינפלציה בפיגור זמן, דרך מנגנון מסועף של תמסורת ישירה ועקיפה. (ב) האינפלציה מושפעת מגורמים חשובים נוספים, כגון המדיניות הפיסקלית, ההתפתחות הצפויה של השכר והתעסוקה, התפתחות שער החליפין ומחירי חו"ל ועוד. כל אלה מובאים בחשבון בעת קבלת ההחלטות. (ג) קביעת שיעור הריבית, אשר לדעת בנק ישראל יסייע

בהשגת יעד האינפלציה שהציבה הממשלה, מבוססת על אומדנים כמותיים, הנגזרים ממודלים אקונומטריים מניסיון העבר והמערכות שונות באשר להתפתחות המחירים.

תהליך קבלת ההחלטות הוא כדלהלן:

#### א. תכנון שנתי

פעם בשנה, בדרך כלל לקראת סופה, מקיימים הנגיד והצוות המקצועי בבנק דיון מוניטרי שנתי. באותה עת כבר ידועים עיקרי המדיניות הפיסקלית המתוכננת, וישנן הערכות לגבי התפתחותם של הגורמים האקסוגניים למשק - המחירים העולמיים הרלוונטיים למשק, היקפי הסחר הצפויים ועוד. כמו כן מצויות באותה עת הערכות ראשוניות לגבי רמת הפעילות הצפויה במשק לשנה הקרובה. כל אלה, יחד עם המידע לגבי האינפלציה הצפויה הנגזרת משוק ההון וממקורות אחרים, משמשים לגיבוש הערכה לגבי שיעורי הריבית, הנומינלית והריאלית (ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה), אשר יאפשרו השגת יעד האינפלציה שקבעה הממשלה.

#### ב. תכנון חודשי

פעם בחודש מקיימים הנגיד והצוות המקצועי דיון על בסיס חומר מקיף המוכן על ידי שלוש מחלקות בבנק: המחלקה המוניטרית, מחלקת המחקר ומחלקת מטבע חוץ.

לדיון שני חלקים: בחלק הראשון מוצגות סקירות שהוכנו בידי כלכלנים משלוש המחלקות האמורות. בחלק השני, שהוא מצומצם, משתתפים חברי הפורום המוניטרי השבועי - הנגיד, מנהלי אותן המחלקות ומספר מצומצם של כלכלנים נוספים.

בעקבות הדיון, מתקבלת ההחלטה אם ובאיזה כיוון יש לשנות את ריבית בנק ישראל. הדיון נסב על: (א) הלחצים האינפלציוניים (הדיפלציוניים) שכבר פועלים במשק; אלה לא יושפעו עוד רבות מהשינויים הנוכחיים במדיניות המוניטרית. (ב) גורמים שונים המשפיעים על האינפלציה ושהמדיניות המוניטרית עדיין יכולה להשפיע עליהם.

האינדיקטורים העיקריים, אך לא הבלעדיים, שעליהן מבוססות החלטות המדיניות הם: (א) סביבת האינפלציה, הכוללת את התפתחות האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים (או כל תת תקופה הנראית מתאימה) והציפיות האינפלציוניות לשנה, הנגזרות משוק ההון. (ב) בחינת שיעור הגידול הנומינלי של אמצעי התשלום לעומת המתחייב מיעד האינפלציה ומהערכות לגבי רמת הפעילות. (ג) אופיה של המדיניות הפיסקלית - ההתפתחות בפועל לעומת היעדים שהיא הציבה לעצמה. (ד) ההתפתחות וההתפתחות הצפויה של מאזן התשלומים ושל שער החליפין. (ה) הערכות לגבי הפעילות הריאלית, מצד הביקוש ומצד ההיצע; כאן מביאים בחשבון את התפתחות השכר, האבטלה וגורמים אחרים, שעשויים להשפיע על המחירים. בדיון המצומצם מציג כל משתתף את הערותיו ואת המלצתו על בסיס החומר שהוכן.

#### ג. פורום שבועי

הפורום המצומצם שבו מתקבלת ההחלטה החודשית מתכנס פעם בשבוע, למטרות מעקב שוטף אחר ההתפתחויות בתחום הנזילות, הציפיות האינפלציוניות, אמצעי התשלום, שער החליפין ועוד.

#### ד. פורום יומי

פורום של המחלקה המוניטרית מתכנס בכל יום כדי להחליט על היקף המקורות שיש לספוג (להזרים) ממערכת הבנקאות, כדי לוודא שריבית בנק ישראל תהיה בסביבת השיעור שנקבע.

[לדף דוחות האינפלציה](#)