

# פרק ג'

## המחירים

עלייתו של מדד המחירים לצרכן הואטה השנה עד לגבול התחתון של תחום יעד האינפלציה – 7.0 אחוזים – השיעור הנמוך ביותר שנרשם בישראל ב־28 השנים האחרונות. כן הואט קצב העלייה של רוב מדדי המחירים המרכזיים במשק, בכללם אלו המנכים השפעות קצרות טווח ורוב המדדים הנגזרים מהחשבונאות הלאומית. האטת עלייתם של מרבית מדדי המחירים התרכזה בחודשים האחרונים של השנה. מרבית הכוחות המקרו כלכליים פעלו השנה לירידת קצב עלייתם של המחירים. המדיניות המוניטרית והפיסקלית הייתה מצמצמת, וסייעה להאטת קצב עלייתם של המחירים בעיקר באמצעות השפעתה הממתנת על הביקושים המקומיים, על הציפיות לאינפלציה, ועל שער־החליפין, שנשאר, במשך מרבית השנה, סמוך לגבולה התחתון של רצועת הניוד. המדיניות – ועמה גורמים נוספים, כבדי משקל – הביאה להתמתנות משמעותית בביקושים המקומיים, מעבר להאטה בצד ההיצע; הדבר התבטא בעליית שיעור האבטלה, שתרמה אף היא לירידת המחירים, במתנה את הביקושים. לירידת המחירים השנה פעלה גם ירידה תלולה של מחירי היבוא במונחי דולרים. כנגד זאת נראה כי התפתחות השכר בסקטור העסקי מנעה ירידה נוספת בקצב עלייתם של המחירים השנה.

הציפיות לאינפלציה ירדו השנה במידה משמעותית, ושיעור העלייה הממוצע של רוב מדדי המחירים המרכזיים היה נמוך בנקודת אחוז עד שלוש משיעור עלייתם בשנים 1992 עד 1996 בממוצע. ממצאים אלו משמשים אינדיקציה לירידה בסביבת האינפלציה, ואף שבשלב זה קשה לקבוע אם מדובר בתופעה תמידית, זוהי התקדמות בהשגת יעד המדיניות – התכנסות לשיעורי אינפלציה מערביים בתחילת העשור הבא.

### 1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1997 הושג יעד האינפלציה, וקצב עליית המחירים ירד ירידה ניכרת: מדד המחירים לצרכן עלה ב־7.0 אחוזים – השיעור הנמוך ביותר שנרשם בישראל ב־28 השנים האחרונות, הודה לגבול התחתון של תחום יעד האינפלציה (7–10 אחוזים), וזאת לעומת שיעור עלייה של 10.6 אחוזים ב־1996. השנה, לראשונה מזה מספר שנים, פעלו מרבית הכוחות המשפיעים על האינפלציה להורדתה, ואמנם קצב העלייה של מרבית מדדי המחירים – בכללם אלה המנכים השפעות קצרות טווח, וכן רוב המדדים הנגזרים מהחשבונאות הלאומית, מציירים תמונה ברורה של ירידה. עם זאת, התמתנות ממשית בקצבי עליית המדדים ניכרה רק בחודשים האחרונים של השנה (לוח ג'–1). גורם חשוב לירידת קצב עליית המחירים השנה היה המדיניות המוניטרית והפיסקלית המצמצמת, שסייעה להאטה בעליית המחירים בעיקר באמצעות השפעתה הממתנת על הביקושים המקומיים, וכן על הציפיות לאינפלציה ועל שער־החליפין, שנשאר, במשך מרבית השנה, סמוך לגבולה

עלייתו של מדד המחירים  
לצרכן הואטה השנה עד  
לגבול התחתון של תחום  
יעד האינפלציה – 7  
אחוזים – השיעור הנמוך  
ביותר שנרשם בישראל  
ב־28 השנים האחרונות.

התחתון של רצועת הניוד. המדיניות – ועמה גורמים נוספים, כבדי משקל – הביאה להתמתנות משמעותית בביקושים המקומיים, מעבר להאטה בצד ההיצע; הדבר התבטא בעליית שיעור האבטלה, שתרמה אף היא לירידת המחירים, במתנה את הביקושים. לירידת המחירים השנה פעלה גם ירידה תלולה של מחירי היבוא במונחי דולרים. כנגד זאת נראה כי התפתחות השכר בסקטור העסקי מנעה ירידה נוספת בקצב עלייתם של המחירים השנה. האינדיקציה לירידה בקצב האינפלציה מתקבלת כאמור משורה ארוכה של מדדים, אך בשלב זה קשה לקבוע אם מדובר בתופעה זמנית, או שנוצרו התנאים לירידה מתמשכת אל תוואי של אינפלציה חד־ספרתית.

הירידה בקצב עליית המחירים השנה נובעת בעיקר מדהאטה המשמעותית בביקושים המקומיים, שהביאה להמשך ההאטה בפעילות הכלכלית (אשר החלה במחצית השנייה של 1996) ולעלייה בשיעורי האבטלה. ההפחתה הניכרת בלחצים האינפלציוניים מצד הביקוש באה לידי ביטוי בקצב התרחבותם של השימושים המקומיים: אלה עלו ב־1.1 אחוז בלבד – פחות מאשר התוצר, שעלה אף הוא בשיעור נמוך (1.9 אחוזים). האטת הביקושים בכללם הייתה אפוא חריפה מדהאטה בצד ההיצע, וכך ירד עודף היבוא – תוך האצה בגידול היצוא ובלימה משמעותית בגידול היבוא. (להרחבה ראה פרק ב').

המדיניות הפיסקלית הייתה השנה מצמצמת; הממשלה עמדה ביעד הגירעון השנתי, וזאת בניגוד לחריגות הרצופות שנרשמו בשנתיים האחרונות, וירד משקלו של החוב

מרבית הכוחות המקור  
כלכליים פעלו השנה  
לירידת קצב עלייתם של  
המחירים.

ירידה ניכרת בלחצים  
לעליית המחירים, עקב  
התמתנות בביקושים  
המקומיים מעבר להאטה  
בצד ההיצע.

## לוח ג'-1

התפתחות המחירים במהלך השנה, 1996 ו־1997  
(שיעורי השינוי במונחים שנתיים, אחוזים)

| חצי שנתי |         | שנתי    |         |         |      |      |
|----------|---------|---------|---------|---------|------|------|
| 1997     | 1996    | 1997    | 1996    | 1995    |      |      |
| מחצית א  | מחצית ב | מחצית א | מחצית ב | מחצית א |      |      |
| ב        | א       | ב       | א       | ב       |      |      |
| 3.9      | 10.2    | 6.8     | 14.6    | 7.0     | 10.6 | 8.1  |
| 6.7      | 8.8     | 7.1     | 13.4    | 7.8     | 10.2 | 9.2  |
| 5.0      | 8.5     | 7.9     | 12.3    | 6.7     | 10.1 | 8.8  |
| 5.1      | 6.8     | 3.8     | 10.3    | 5.9     | 7.0  | 10.0 |
| 2.8      | 12.5    | 4.1     | 23.1    | 5.8     | 13.2 | 13.6 |
| 4.5      | 7.1     | 6.4     | 10.2    | 5.8     | 8.3  | 7.7  |
| 3.6      | 12.0    | 6.9     | 17.3    | 7.7     | 12.0 | 8.4  |
| 5.7      | 10.1    | 9.4     | 14.3    | 7.9     | 11.8 | 9.5  |
| 2.9      | 11.3    | 4.2     | 15.3    | 7.0     | 9.7  | 7.6  |
| 2.2      | 14.7    | 5.3     | 17.5    | 8.3     | 11.2 | 6.7  |
| 5.3      | 11.3    | 9.3     | 10.7    | 8.3     | 10.0 | 4.4  |

(1) מדד המחירים לצרכן מנוכה סעיפי הדיור, הפירות והירקות, ההלבשה וההנעלה והמוצרים שמחיריהם נקבעים בידי הממשלה.

(2) מדד תפוקות התעשייה ליעדים מקומיים.

(3) למעט יבוא ביטחוני ישיר.

הציבורי בתוצר – משתנה מרכזי בהשפעתו על תוואי האינפלציה בטווח הבינוני ובטווח הארוך. בטווח הקצר הביאה האטת גידולה של ההוצאה בצריכה הציבורית ישירות להתמתנות הביקושים, ובכך סייעה להורדת קצב עליית המחירים. שינויים שהוכנסו השנה בחקיקה העלו את נטל המס, תוך פגיעה בהכנסה הפנויה של הציבור, דבר העשוי לתרום להסבר ההתמתנות המשמעותית בקצב הגידול של הצריכה הפרטית.

המדיניות המוניטרית המשיכה להיות מצמצמת: הריבית הנומינלית הורדה השנה בכ-1.7 נקודות אחוז (ל-14.4 אחוזים, בממוצע שנתי, לעומת 16.1 אחוזים אשתקד), דבר שהתאפשר הודות לירידה בסביבת האינפלציה; אולם הריבית הריאלית האפקטיבית על מקורות בנק ישראל, אשר רשמה תנודתיות רבה במהלך השנה, שמרה בממוצע על רמתה הגבוהה (5.0 אחוזים) מאז המחצית השנייה של 1996, וזאת בהתאם למדיניות הבנק המכוונת להשגת יעד האינפלציה. מדיניות זו תרמה להאטת קצב עלייתם של המחירים, באמצעות השפעתה הממתנת על הביקושים המקומיים (בתחום ההשקעה ובתחום הצריכה הפרטית) ובאמצעות השפעתה על שער החליפין; השער נשאר, לאורך מרבית השנה, צמוד לגבול התחתון של רצועת הניוד, והאטת עלייתו סייעה להפחתת הלחצים האינפלציוניים. הן המדיניות המוניטרית והן המדיניות הפיסקלית תרמו לירידה המשמעותית שנרשמה בציפיות לאינפלציה (כמפורט בהמשך), המשפיעות על קצב עליית המחירים דרך המנגנון של תמחור המוצרים והשירותים ודרך הסכמי השכר.

להורדת האינפלציה השנה סייעו גורמים נוספים, ביניהם ירידתם של מחירי סחר החוץ: מחירי היבוא ירדו דולרית בכ-5 אחוזים<sup>1</sup> (בממוצע שנתי). עם זאת, ירידתם לא התבטאה במלואה במחירי המוצרים הסחירים – בדומה לתופעה שנצפתה ביתר עוצמה בשנת 1996. בצד עלויות הייצור הנומינליות נרשמה ירידה במחירי הדלק והתמתנות קלה במחירים השקליים של התשומות המיובאות<sup>2</sup>. לעומת זאת עלה השכר בסקטור העסקי ב-12.7 אחוזים, כלומר עלה ריאלית, וזאת חרף ההאטה במשק, הקיפאון בפירון ועליית שיעורי האבטלה. עלות העבודה הריאלית ליחידת תוצר בסקטור העסקי (המשקפת את משקל העבודה בתוצר ואת שכר העבודה מנקודת ראותו של המעסיק) עלתה אף היא, ב-3.9 אחוזים, בהמשך לעלויות בנות 2 עד 3 אחוזים בשלוש השנים הקודמות. כנגד זאת עלה השכר בסקטור הציבורי ב-8.7 אחוזים, שיעור נמוך יחסית, המשקף את מבנה הסכמי השכר שנחתמו בעבר.

את סביבת האינפלציה ניתן לבחון באמצעות מעקב אחר התפתחות הציפיות לאינפלציה<sup>3</sup> (דיאגרמה ג'-1) ואחר שיעורי העלייה השנתיים הממוצעים של מדדי מחירים מרכזיים. הציפיות לאינפלציה ירדו ב-1997 ירידה משמעותית של כ-2.5 נקודות אחוז בממוצע, וכן, לראשונה, נעו לאורך השנה כולה בתוואי חד-ספרתי, ובתוך תחום יעד האינפלציה (למעט חריגה קטנה בפברואר). שיעור העלייה הממוצע של רוב מדדי המחירים המרכזיים היה השנה נמוך בנקודת אחוז עד שלוש משיעור עלייתם בממוצע רב-שנתי (בשנים 1992 עד 1996). מדד המחירים לצרכן עלה בממוצע בכ-9.0 אחוזים, שיעור

1 משקף בעיקר את התחזקות שעריו של הדולר ביחס לשאר המטבעות בעולם.

2 ללא דלק ויהלומים.

3 הדיון מתייחס לאומדני הציפיות לאינפלציה לאופק של 12 חודשים, הנגזרות משוק איגרות החוב ומחושבות בהנחת פטור מלא ממס. כדי ללמוד על אופן גזירת הציפיות ועל הבעייתיות התיאורטית והמעשית הכרוכה בכך, ניתן לעיין בתיבה ג'-2, בדיון וחשבון של בנק ישראל לשנת 1995.

השנה ננקטה מדיניות  
פיסקלית ומוניטרית  
מצמצמת, שסייעה  
להורדת קצב עלייתם של  
המחירים.

העליה האיטית של שער  
החליפין סייעה להפחתת  
הלחצים האינפלציוניים.

ירידה תלולה במחירי  
היבוא סייעה אף היא  
להאטת קצב עליית  
המחירים. בכיוון ההפוך  
השפיעה התפתחות השכר  
בסקטור העסקי.

הציפיות לאינפלציה ירדו  
משמעותית ונעו,  
לראשונה, לאורך השנה  
כולה, בתוואי חד-ספרתי.

המרוחק ביותר משתי נקודות אחוז (כ־2.5 סטיות תקן) מממוצעו הרב־שנתי (11.3 אחוזים); כן התמתנו המדדים המנכים השפעות קצרות טווח (ומכונים לעיתים מדדי "האינפלציה הבסיסית") – לדוגמה: המדד המנכה את הפירות והירקות והדיר עלה בממוצע ב־8.3 אחוזים, לעומת ממוצע רב־שנתי של 9.8 אחוזים; המדד המנכה גם את ההלבשה וההנעלה והמבוקרים מצביע אף הוא על האטה; כך גם מדדי מחירי השימושים המקומיים הנגזרים מנתוני החשבונאות הלאומית – בפרט המדד הכולל של מחירי השימושים המקומיים, שעלה ב־7.7 אחוזים, לעומת ממוצע רב שנתי של 11.0 אחוזים – ומדדים רבים נוספים (לוח ג'–2).

ירד קצב העלייה הממוצע של מרבית מדדי המחירים המרכזיים במשק.

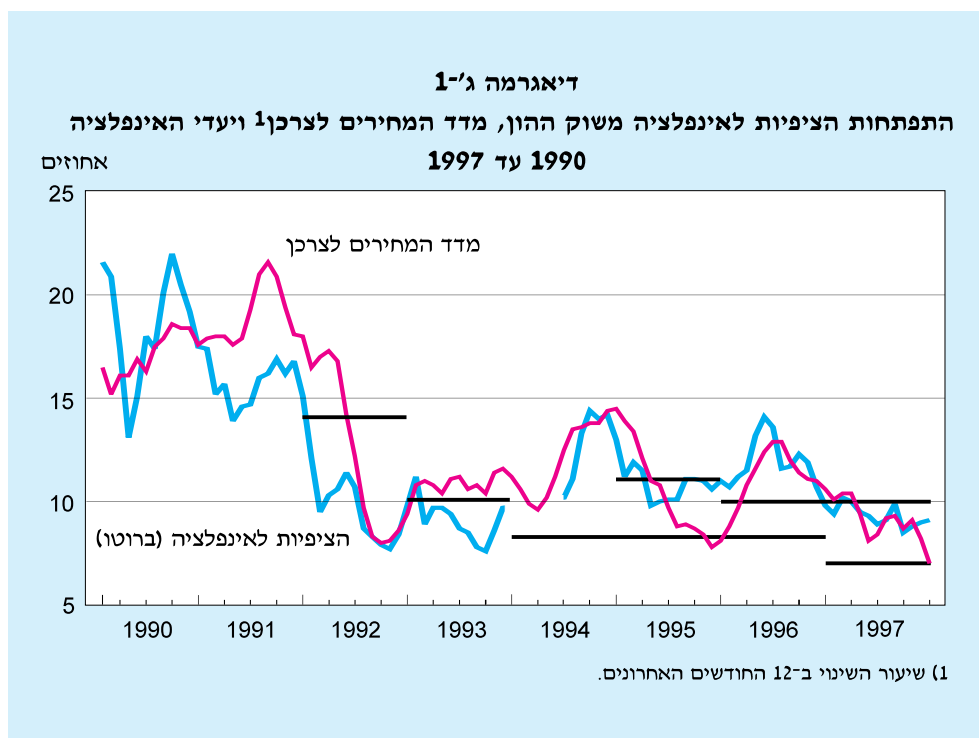
ברם, התפתחות המחירים על פני השנה לא הייתה אחידה: במחצית הראשונה הואץ קצב עלייתו של מדד המחירים לצרכן ביחס למחצית השנייה של 1996 ל־10.2 אחוזים (במונחים שנתיים) – ואילו במחצית השנייה של 1997 הואט קצב העלייה השנתי במידה משמעותית, ל־3.9 אחוזים בלבד. מהתבוננות במדדים המנכים השפעות קצרות טווח, עולה דינמיקה דומה – האצה במחצית הראשונה של השנה והתמתנות בשנייה –אומנם בהשוואה להתפתחות מדד המחירים לצרכן, וכן למדדי החשבונאות הלאומית ולמדד הדיר, התמונה פחות חד־ה. מכאן שההבדלים בין המחציות משקפים במידה מסוימת גורמים עונתיים וייחודיים, אך בעיקר את התגובה המאוחרת של המחירים להאטה הכללית של הביקושים.

## לוח ג'–2

### אינדיקטורים לסביבת האינפלציה, 1992 עד 1997 (שיעור השינוי הממוצע, באחוזים)

| 1997                          | מחצית מחצית | 1997 | סטיות התקן | ממוצע רב־שנתי |      |      |      |      |      |
|-------------------------------|-------------|------|------------|---------------|------|------|------|------|------|
|                               |             |      |            |               | 1996 | 1995 | 1994 | 1993 | 1992 |
| ב                             | א           | 1997 | 1992–1996  | 1992–1996     | 1996 | 1995 | 1994 | 1993 | 1992 |
| 7.9                           | 9.2         | 9.0  | 0.9        | 11.3          | 11.3 | 10.0 | 12.3 | 10.9 | 11.9 |
| 9.0                           | 7.7         | 8.6  | 1.1        | 9.5           | 10.5 | 9.3  | 8.6  | 8.3  | 10.9 |
| 7.7                           | 7.6         | 8.3  | 1.3        | 9.8           | 10.2 | 9.3  | 8.7  | 9.0  | 11.9 |
| 8.5                           | 9.7         | 9.4  | 1.0        | 11.6          | 11.6 | 10.2 | 12.9 | 11.2 | 12.1 |
| 7.0                           | 6.0         | 6.3  | 1.3        | 9.1           | 8.6  | 10.7 | 7.9  | 8.2  | 10.2 |
| 7.1                           | 6.5         | 7.0  | 1.4        | 8.6           | 9.0  | 8.1  | 7.8  | 7.3  | 10.9 |
| 8.4                           | 10.8        | 10.2 | 1.4        | 12.9          | 12.6 | 11.4 | 15.1 | 12.8 | 12.5 |
| 10.3                          | 12.0        | 10.8 | 4.8        | 16.8          | 15.9 | 14.3 | 23.6 | 19.3 | 11.2 |
| מדד המחירים לצרכן             |             |      |            |               |      |      |      |      |      |
| "המדד ה"מנוכה"                |             |      |            |               |      |      |      |      |      |
| המדד בניכוי פירות וירקות ודיר |             |      |            |               |      |      |      |      |      |
| המדד בניכוי הלבשה והנעלה      |             |      |            |               |      |      |      |      |      |
| מדד המחירים הסיטוניים         |             |      |            |               |      |      |      |      |      |
| מדד המוצרים הסחירים           |             |      |            |               |      |      |      |      |      |
| מדד מחירי הלא־סחירים          |             |      |            |               |      |      |      |      |      |
| מדד הדיר                      |             |      |            |               |      |      |      |      |      |
| מדד מחירי המוצרים             |             |      |            |               |      |      |      |      |      |
| המבוקרים והמפוקחים            |             |      |            |               |      |      |      |      |      |
| 6.9                           | 8.2         | 9.1  | 1.7        | 11.1          | 11.2 | 9.3  | 10.3 | 11.2 | 13.9 |
| 6.4                           | 8.4         | 7.7  | 1.1        | 11.0          | 9.7  | 10.7 | 12.5 | 10.5 | 11.8 |
| 6.8                           | 9.8         | 9.1  | 1.4        | 11.4          | 11.4 | 9.3  | 13.0 | 11.2 | 12.2 |
| 8.2                           | 9.0         | 9.2  | 1.9        | 9.4           | 10.2 | 6.5  | 8.8  | 9.9  | 11.8 |
| 6.6                           | 8.2         | 8.0  | 2.6        | 10.1          | 10.4 | 5.6  | 12.2 | 10.7 | 11.6 |
| 4.4                           | 10.7        | 8.4  | 5.6        | 15.0          | 10.7 | 23.7 | 17.6 | 11.1 | 11.9 |
| מדד מחירי הצריכה הציבורית     |             |      |            |               |      |      |      |      |      |

\* חמשת המדדים האחרונים נגזרים מנתוני החשבונאות הלאומית. הנתונים לשנת 1997 הם על פי אומדנים של הלמ"ס.  
(1) למעט יבוא ביטחוני ישיר.



התפתחות המחירים על פני השנה לא הייתה אחידה: נרשמה האצה במחצית הראשונה, והתמתנות משמעותית במחצית השנייה, בעיקר בחודשים האחרונים של השנה.

הסתכלות רבעונית מורה על ירידה עקיבה בקצב עלייתו של מדד המחירים לצרכן במהלך השנה: מ-10.8 אחוזים ברביע הראשון ל-9.6 אחוזים ברביע השני, ל-5.4 אחוזים בשלישי ול-2.4 אחוזים ברביעי (במונחים שנתיים). עם זאת, הסתכלות חודשית חושפת כי התפתחות המדדים במהלך המחצית השנייה של השנה התאפיינה בתנודתיות רבה וכי התמתנות ממשית של קצב עלייתם ניכרה רק בחודשים האחרונים של השנה; ביוני ויולי הייתה דווקא האצת מחירים כללית, על רקע הפיחות החד יחסית של אותה תקופה; בספטמבר, בנובמבר ובדצמבר נרשמו מדדים שליליים, ואילו מדד אוקטובר היה אחד מהגבוהים השנה. תנודתיות כזאת במדד לא נרשמה מאז 1992 – השנה שבה עבר המשק מסביבת אינפלציה גבוהה לסביבה נמוכה יחסית<sup>4</sup>.

לסיכום, האינדיקציה לירידה בסביבת האינפלציה, המתקבלת משורה ארוכה של מדדים, מצביעה על התקדמות בהשגת יעד המדיניות – התכנסות לשיעורי אינפלציה מערביים בתחילת העשור הבא. עם זאת קשה לקבוע בשלב זה אם מדובר בירידה תמידית או בתופעה חולפת. המשך ירידתם של מחירי היבוא, שמירה על משמעת פיסקלית ומוניטרית לאורך זמן, אשר תבטא אף בירידה נוספת של משקל החוב הציבורי בתוצר, וירידה מתמשכת של הציפיות לאינפלציה בתוואי החד-ספרתי שהושג השנה – כל אלה צפויים לתרום לירידת קצב האינפלציה בטווח הבינוני והארוך. גם תהליכים של שינויים מבניים, שיביאו להגברת התחרותיות במשק, צפויים לסייע להורדת האינפלציה בטווח

4 סטיית התקן בשיעור השינוי החודשי של מדד המחירים לצרכן במהלך 1997 הייתה על 0.55 – סטיית התקן השנתית הגבוהה ביותר מאז 1992, שבה היא הייתה 0.63, בדומה לזו שאפיינה את המחצית השנייה של השנה.

הבינוני. עם זאת ההתמתנות המשמעותית בלחצי הביקושים המקומיים, המצטיירת כגורם המרכזי להאטת המחירים השנה, נובעת אמנם בחלקה מגורמים תמידיים (כגון מיצוי גל העלייה, בעיקר בתחום ההשקעה), אך גם מגורמים חולפים, הקשורים להימצאותו של המשק בשלב ההאטה במחזור העסקים; תהליך ההתאוששות, המלווה בדרך כלל בהתעוררות הביקושים, עשוי לזמן לחצים אינפלציוניים מחודשים. יתר על כן, הקטנת שיעור הגירעון הממשלתי הושגה השנה שלא באמצעות ירידה של משקל ההוצאה בתוצר, הנדרשת כדי לשמור על משמעת תקציבית לאורך זמן<sup>5</sup>. לפיכך, ומאחר שהסכמי שכר חדשים צפויים להיחתם בסקטור הציבורי בשנה הבאה, מוקדם לקבוע אם ההתאמה הפיסקלית המתמשכת, החשובה להורדת האינפלציה, אכן תבוצע.

## 2. הגורמים להתפתחות המחירים

סעיף זה עניינו בהצגה מורחבת של הגורמים העיקריים שהשפיעו השנה על התפתחות מדדי המחירים. המדיניות המוניטרית והמדיניות הפיסקלית פעלו במסגרת של משטר יעדי אינפלציה ושער חליפין, להאטת קצב עלייתם של המחירים. באותו כיוון השפיעו, בעוצמה רבה, התמתנות הביקושים המקומיים – תולדה של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית המצמצמת, של מיצוי חלקי של השפעות גל העלייה, של אי הוודאות בתחום הביטחוני-מדיני, ושל גורמים נוספים הקשורים להימצאות המשק בשלב של האטה במחזור העסקים. מבין עלויות הייצור, בלטה השפעתו של השכר בסקטור העסקי, שהתפתחותו מנעה, ככל הנראה, ירידה נוספת בקצב עלייתם של המחירים, וזאת בניגוד למרבית הכוחות המקרו-כלכליים. (לצורך הניתוח דלהלן ניתן להיעזר בלוחות ג'3-ג'4).

### א. גורמי מדיניות

#### (1) משטר יעדי האינפלציה ושער החליפין

הורדת קצב עלייתם של המחירים בישראל נחשבת בעיני מעצבי המדיניות הכלכלית בשנים האחרונות כיעד ארוך טווח של מדיניותם. לפיכך מנוהלת המדיניות המוניטרית מאז 1992 על פי יעד אינפלציה, כמקובל במספר מדינות (שוודיה, פינלנד, קנדה, נירזילנד, בריטניה, ספרד, מקסיקו ועוד). בישראל יעד האינפלציה מוגדר במונחי שיעור העלייה של מדד המחירים לצרכן במהלך שנה קלנדרית, מוכרז על ידי הממשלה, והיא מחויבת לו. תפקידו המרכזי של בנק ישראל הוא לפעול להשגת היעד באמצעות הכלים המוניטריים העומדים לרשותו.

יעד האינפלציה לשנת 1992 הוגדר כחסם עליון<sup>6</sup>. לשנים 1993 ו-1994 נקבע יעד אינפלציה נקודתי, אולם במהרה התברר כי גורמים מקריים ועונתיים, שאינם משקפים האצה בקצב האינפלציה אך משפיעים על מדד המחירים לצרכן, עלולים להביא לחריגה

האינדיקציה לירידה בסביבת האינפלציה מתקבלת משורה ארוכה של מדדים, ומצביעה על התקדמות בהשגת יעד המדיניות – התכנסות לשיעורי אינפלציה מערביים בתחילת העשור הבא. עם זאת קשה לקבוע, בשלב זה, אם מדובר בירידה תמידית או באפיזודה חולפת.

בשנת 1992 הונהג משטר של יעדי אינפלציה, ומאז ממקד בנק ישראל את מדיניותו בהשגתם.

5 A. Alberto and R. Perotti. (1995). "Fiscal expansions and adjustments in OECD countries", Economic policy.

A. Alberto and R. Perotti (1996). "Fiscal expansions and adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects", IMF working paper 96-70

6 בסוף 1991 הכריזו משרד האוצר ובנק ישראל שקצב האינפלציה בשנת 1992 לא יעלה על 14-15 אחוזים.

## לוח ג'-3

התפתחות האינפלציה ושערי החליפין, 1991 עד 1997  
(שיעור השינוי במהלך השנה, אחוזים)

|      | שער החליפין של סל המטבעות |       |       | עליית המדד |          |  |
|------|---------------------------|-------|-------|------------|----------|--|
|      | רצועת הניוד               |       |       | בפועל      | היעד     |  |
|      | השער הפועל                | הרוחב | ההסטה |            |          |  |
| 1992 | 14.9                      | ±5    | 3     | 9.4        | עד 15-14 |  |
| 1993 | 8.0                       | ±5    | 3     | 11.2       | 10       |  |
| 1994 | 5.4                       | ±5    | 2     | 14.5       | 8        |  |
| 1995 | 5.8                       | ±7    |       | 8.1        | 8-11     |  |
| 1996 | 3.0                       | ±7    | 0.8   | 10.6       | 8-10     |  |
| 1997 | 3.7                       | ±7    |       | 7.0        | 7-10     |  |
|      |                           | ±15   | 8.2   | 6 - עליון  |          |  |
|      |                           |       |       | 4 - תחתון  |          |  |

בתאריך 18.6.97 הועלה הגבול העליון של הרצועה בכ-15 אחוזים. שיפוע הגבול העליון נשאר ללא שינוי 6 אחוזים, ושיפוע הגבול התחתון הורד ל-4 אחוזים. ההסטה בשער האמצע נובעת מהעלאת הגבול העליון.

מהיעד ולערער את אמון הציבור ביכולת להשיגו. לפיכך נקבע החל משנת 1995 תחום יעד האינפלציה בין 2 ל-3 נקודות אחוז.

בסוף 1996 קבעה הממשלה כי "יעד האינפלציה לשנת 2001 יהיה כמקובל במדינות ה-OECD"<sup>7</sup>. (ראה תיבה ג'-1). עוד נקבע כי יעד האינפלציה לכל שנה יפורסם עד אמצע השנה הקודמת, כדי שישמש הנחת עבודה אופרטיבית של הממשלה, המתווה את המסגרת לתקציב המדינה. (לפני כן היו מכריזים על יעד האינפלציה רק לקראת סוף השנה). ואכן, לראשונה, הנחת המחירים שעל פיה תוכנן תקציב המדינה לשנת 1998 עולה בקנה אחד עם תחום יעד האינפלציה שנקבע. תחום זה נקבע עוד באמצע שנת 1997 בשיעור של 7-10 אחוזים – אמנם בדומה ליעד של השנה, אך תוך החלטה להמשיך ב"הורדה ההדרגתית של האינפלציה במטרה להשיג לאורך זמן יציבות מחירים כמקובל במדינות המתועשות"<sup>8</sup>.

למדיניות הפיסקלית בכללה נודעת השפעה רבה על השגתו או על אי השגתו של יעד האינפלציה. בפרט, גודל הגירעון התקציבי שהממשלה מקיימת ודרך מימונו הם מן הגורמים המשפיעים על קצב האינפלציה בטווח הבינוני ובטווח הארוך. בשנת 1992 קיבלה

7 באותה העת – כ-4.5 אחוזים בממוצע.

8 יש לזכור כי החלטת הממשלה התקבלה בזמן שקצב האינפלציה השנתי עמד על 10-9.5 אחוזים. לפיכך הנחת המחירים בתקציב המדינה לשנת 1998 (8.5 אחוזים), כמוה כיעד האינפלציה עצמו, נראתה בזמנה כמתיישבת עם כוונתה של הממשלה להוריד את קצב האינפלציה בשנה הבאה.

יעד האינפלציה לשנת 2001 יהיה כמקובל במדינות המתועשות (4.5 אחוזים), ואחריו תימשך החתירה ליציבות במחירים.

לראשונה, הנחת המחירים שעל פיה תוכנן תקציב המדינה לשנת 1998 תואמת את תחום יעד האינפלציה שנקבע.

הממשלה החלטה, מעוגנת בחוק, לשמור על תוואי יורד של הגירעון התקציבי במונחי תוצר. (בשנים 1992 עד 1996 התייחס החוק לגירעון הממשלתי המקומי, ומאז 1997 – לגירעון הממשלתי הכולל). השנה עמדה הממשלה ביעד הגירעון הכולל (2.8 אחוזי תוצר). 2.4 אחוזי תוצר הוא יעד הגירעון לשנת 1998.

התגייסות קובעי המדיניות להורדת האינפלציה בשנים האחרונות באה לידי ביטוי גם במדיניות שער החליפין (לוח ג'-3): ב-1992, במקביל למעבר לניהול מדיניות מוניטרית על פי יעד האינפלציה, הוחלט לעבור לניהול מדיניות שער החליפין במסגרת של רצועת ניוד אלכסונית, ששיפועה מותאם להפרש הצפוי בין שישאל סוחרת עמן (האינפלציה היחסית). רוחב הרצועה ומידת ההתערבות של הבנק קובעים למעשה את צביון השיטה, שהיא משטר ביניים בין קיבוע שער החליפין לניידות מלאה. במהלך השנים האחרונות הוגמש משטר שער החליפין: הרצועה הורחבה מספר פעמים, והחל מפברואר 1996 בנק ישראל אף נמנע מלהתערב במסחר כל עוד שער החליפין אינו חורג מגבולות הרצועה. תהליך ההגמשה התנהל במקביל להפיכת הריבית המוניטרית על מקורות בנק ישראל לכלי מדיניות מרכזי ובמקביל לצעדי ליברליזציה בשוק מטבע החוץ.

הממשלה מחויבת לתוואי יורד של הגירעון במונחי תוצר.

מאז 1992 מנוהל שער החליפין במסגרת רצועת ניוד אלכסונית, ששיפועה מותאם להפרש הצפוי בין יעד האינפלציה לבין קצב האינפלציה במדינות שישאל סוחרת עמן.

## תיבה ג'-1: סביבת האינפלציה בעולם

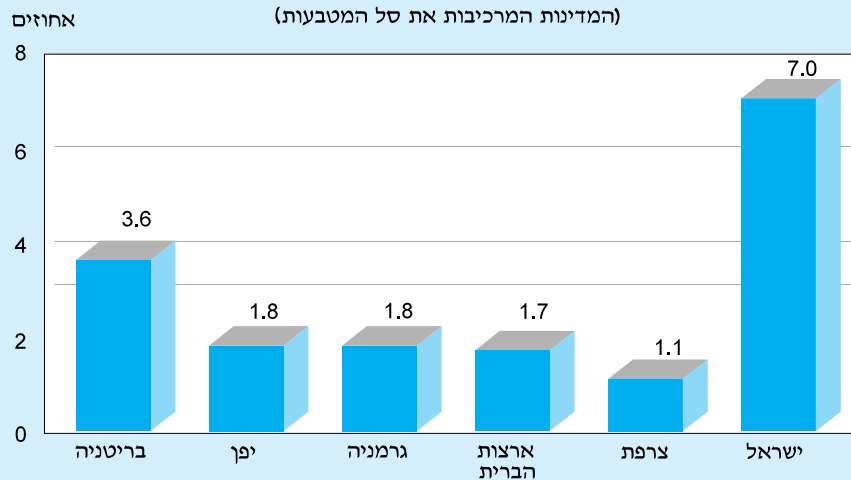
כלי המדיניות שבחרו קובעי המדיניות בישראל מעידים על הכרתם בחשיבות של הורדת האינפלציה. עם זאת, סביבת האינפלציה בישראל עדיין גבוהה במידה משמעותית מאשר במדינות העיקריות שישאל סוחרת עמן, במדינות המתועשות בכלל, במדינות המתפתחות ובמדינות המסווגות בידי קרן המטבע הבינלאומית כ"משקים במעבר"<sup>9</sup> (דיאגרמה 1 ולוח 2). לשם השוואה נציין כי על פי "אמנת מאסטריכט", המפרטת את תנאי ההצטרפות לאיחוד המוניטרי האירופי, שיעור האינפלציה הממוצע של מדינה בשנה שלפני בחינת הצטרפותה לאיחוד אסור שיעלה ביותר מ-1.5 נקודות אחוז על ממוצע שלוש המדינות בעלות קצב האינפלציה הממוצע הנמוך ביותר שבקרבת החברות הפוטנציאליות. קצב האינפלציה הממוצע ייבחן באמצעות שיעור עלייתו הממוצעת של מדד המחירים לצרכן על בסיס השוואתי. לשם המחשה נציין כי לו הופעל הקריטריון שתואר לעיל כבר בשנת 1997, אזי מדינות בעלות שיעור אינפלציה ממוצע הגבוה מ-2.7 אחוזים לא היו רשאיות להצטרף, שכן שיעורה בשלוש המדינות הנהנות מיציבות המחירים הגדולה ביותר – פינלנד, לוקסמבורג, וגרמניה – בשנת 1996 היה 1.2 אחוז בלבד. כזכור, קצב האינפלציה הממוצע בישראל בשנת 1997 היה 9.0 אחוזים, וקצב האינפלציה במהלך השנה היה 7.0 אחוזים.

9 המדינות המסווגות על ידי קרן המטבע הבינלאומית כ"משקים במעבר" (transition economies) הן ארצות הגוש הקומוניסטי-לשעבר, הנמצאות בתהליך של מעבר לכלכלת שוק.



## דיאגרמה 1

שיעור האינפלציה במשך 1997 במדינות העיקריות עמן סוחרת ישראל  
(המדינות המרכיבות את סל המטבעות)



## לוח 2

שיעורים מייצגים של האינפלציה בעולם  
(שיעור עליית מדד המחירים לצרכן במשך השנה)

| 1997 | 1996 |                | 1997 | 1996 |                |
|------|------|----------------|------|------|----------------|
|      |      | מדינות מתפתחות |      |      | מדינות מתקדמות |
| -0.6 | 1.3  | ערב הסעודית    | 7.0  | 10.6 | ישראל          |
| 2.7  | 2.0  | סינגפור        | 1.8  | 0.5  | יפן            |
| 2.6  | 3.3  | מלזיה          | 0.7  | 2.1  | קנדה           |
| 7.0  | 4.5  | דרום קוריאה    | 2.1  | 0.6  | פינלנד         |
| 6.1  | 5.2  | פיליפינים      | 2.1  | 2.3  | דנמרק          |
| 11.6 | 6.6  | אינדונזיה      | 1.1  | 1.7  | צרפת           |
| 3.9  | 10.4 | הודו           | 2.3  | 1.8  | נורבגיה        |
| 6.7  | 9.4  | דרום אפריקה    | 1.1  | 2.6  | בלגיה          |
| 0.0  | 0.2  | ארגנטינה       | 0.4  | 0.8  | שווייץ         |
| 6.2  | 6.6  | צ'ילה          | 2.3  | 2.5  | הולנד          |
|      |      |                | 1.5  | 1.8  | לוקסמבורג      |
|      |      |                | 3.6  | 2.4  | בריטניה        |
|      |      |                | 1.7  | 3.3  | ארצות הברית    |
|      |      |                | 1.9  | 0.0  | שבדיה          |
|      |      |                | 1.5  | 2.6  | איסלנד         |
|      |      |                | 1.0  | 2.3  | אוסטריה        |
|      |      |                | 1.8  | -0.8 | גרמניה         |
|      |      |                | 1.5  | 2.5  | איטליה         |
|      |      |                | 2.0  | 3.2  | ספרד           |
|      |      |                | 2.2  | 3.3  | פורטוגל        |
|      |      |                | 4.2  | 7.1  | יוון           |

הנתון לשנת 1997 הוא אומדן מוקדם.

## לוח ג'-4

### הגורמים להתפתחות המחירים (שיעורי השינוי הממוצעים במונחים שנתיים, אחוזים)

|      |      |      |      |      |      |      |      |      | ממוצע     |                                              |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------|----------------------------------------------|
| 1997 | 1996 | 1995 | 1994 | 1993 | 1992 | 1991 | 1990 | 1989 | 1989-1987 |                                              |
|      |      |      |      |      |      |      |      |      |           | השינוי במחירי היבוא והיצוא <sup>1</sup>      |
| 2.1  | 2.3  | 14.0 | 9.1  | 9.1  | 4.5  | 7.9  | 7.3  | 22.9 | 17.1      | יבוא התשומות, ללא דלק ויהלומים               |
| 2.7  | 3.8  | 10.0 | 8.4  | 11.6 | 8.1  | 10.1 | 13.8 | 23.0 | 16.0      | היבוא האזרחי ללא יהלומים ושירותי הון         |
| 6.4  | 6.7  | 4.9  | 6.0  | 11.2 | 7.1  | 15.1 | 11.1 | 22.9 | 16.7      | היצוא ללא יהלומים ושירותי הון                |
|      |      |      |      |      |      |      |      |      |           | השינוי במחירי סחר החוץ בדולרים               |
| -4.4 | -4.1 | 7.5  | 0.5  | -0.7 | 2.9  | -3.2 | 6.6  | -1.0 | 5.3       | היבוא לצריכה פרטית                           |
| -5.1 | -1.9 | 10.0 | 1.9  | -3.0 | 0.1  | -2.6 | 8.2  | 2.6  | 6.4       | היבוא האזרחי ללא יהלומים ושירותי הון         |
|      |      |      |      |      |      |      |      |      |           | השינוי הריאלי בתוצר ובשימושים                |
| 1.9  | 4.5  | 7.1  | 6.8  | 3.4  | 6.6  | 5.5  | 6.0  | 1.4  | 3.7       | התוצר המקומי הגולמי                          |
| 1.1  | 5.2  | 7.2  | 8.1  | 5.2  | 6.6  | 11.7 | 8.6  | -0.5 | 3.5       | השימושים המקומיים <sup>2</sup>               |
|      |      |      |      |      |      |      |      |      |           | התרחבות השימושים המקומיים                    |
| -0.8 | 0.7  | 0.1  | 1.3  | 1.8  | 0.0  | 6.3  | 2.6  | -1.9 | -0.2      | מעבר לתוצר המקומי                            |
|      |      |      |      |      |      |      |      |      |           | עלות העבודה                                  |
| 8.7  | 13.4 | 16.0 | 23.6 | 12.2 | 11.5 | 20.9 | 17.4 | 20.6 | 25.4      | השכר למשרת שכיר בסקטור הציבורי               |
| 12.7 | 12.9 | 10.7 | 11.8 | 11.2 | 13.8 | 13.0 | 15.6 | 18.3 | 23.1      | השכר למשרת שכיר בסקטור העסקי                 |
|      |      |      |      |      |      |      |      |      |           | עלות העבודה הריאלית ליחידת תוצר בסקטור העסקי |
| 3.9  | 2.4  | 2.3  | 2.8  | 2.9  | -1.7 |      |      |      |           |                                              |
|      |      |      |      |      |      |      |      |      |           | ההתפתחויות הפיסקליות                         |
| -3.1 | -4.6 | -3.6 | -1.0 | -2.8 | -2.9 | -4.0 | -3.7 | -4.0 | -2.7      | הגירעון הכולל בסקטור הציבורי                 |
| -4.4 | -5.7 | -4.9 | -2.1 | -4.4 | -6.2 | -7.0 | -6.5 | -6.0 | -4.3      | הגירעון המקומי בסקטור הציבורי                |
|      |      |      |      |      |      |      |      |      |           | ההתפתחויות המוניטריות                        |
| 14.2 | 14.9 | 8.4  | 20.6 | 23.7 | 22.5 | 28.2 | 26.8 | 25.8 | 40.5      | אמצעי התשלום (M1)                            |
| 9.3  | 11.9 | 10.8 | 12.9 | 9.1  | 9.6  | 15.7 | 18.6 | 15.0 |           | הציפיות לאינפלציה <sup>3</sup>               |
| 3.9  | 4.5  | 4.3  | 3.2  | 2.9  | 2.6  | 2.9  | 1.9  | 2.5  | 4.1       | הריבית הריאלית על איגרות חוב ל-10 שנים       |
|      |      |      |      |      |      |      |      |      |           | האבטלה                                       |
| 7.7  | 6.7  | 6.9  | 7.9  | 10.0 | 11.2 | 10.6 | 9.6  | 8.9  | 7.1       | שיעור האבטלה במשק                            |
|      |      |      |      |      |      |      |      |      |           | שערי החליפין                                 |
| 4.3  | 3.5  | 4.6  | 7.8  | 12.1 | 10.2 | 12.3 | 10.6 | 16.1 | 9.1       | סל המטבעות                                   |
| 8.2  | 5.9  | 0.0  | 6.4  | 15.1 | 7.9  | 13.0 | 5.2  | 19.9 | 10.3      | הדולר                                        |

(1) מחירי סחר החוץ מוכפלים בשער החליפין.

(2) למעט יבוא ביטחוני ישיר.

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

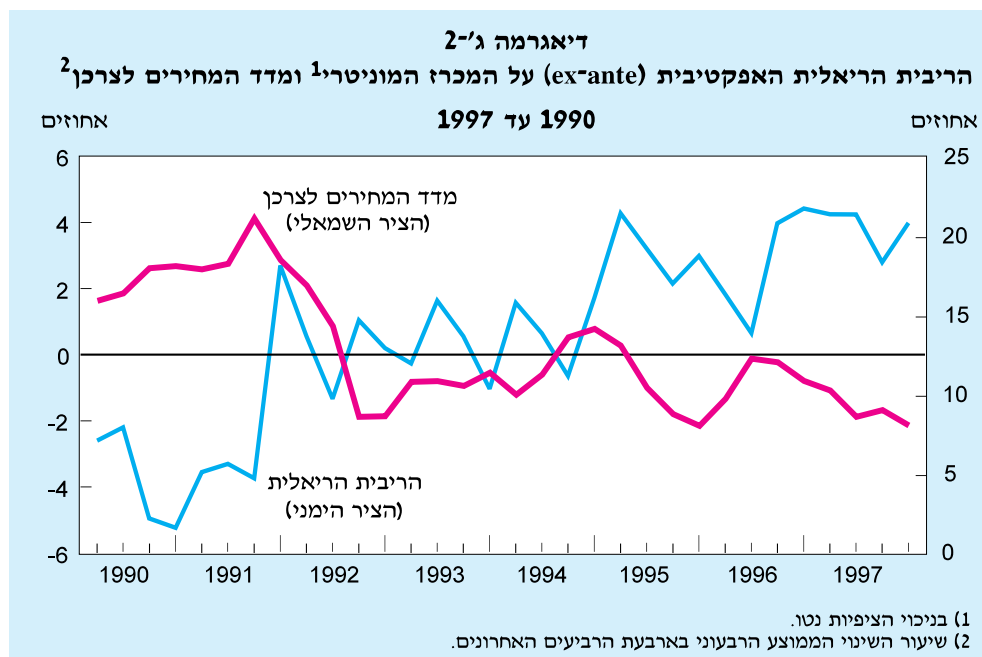
**(2) המדיניות המוניטרית, הציפיות לאינפלציה והתפתחותו של שער החליפין**

בנק ישראל הפעיל השנה, כבשנתיים הקודמות, מדיניות ריבית התומכת ביעד האינפלציה. רמת הריבית הנומינלית ירדה השנה ב-1.7 נקודות אחוז, ועמדה בממוצע שנתי על 14.4 אחוזים, לעומת 16.1 אחוזים ב-1996. רמתה של הריבית הריאלית האפקטיבית על מקורות בנק ישראל, מאז המחצית השנייה של 1996, היא 5.0 אחוזים בממוצע (דיאגרמה ג'-2), בהתאם למדיניות הבנק, המכוונת להשגת יעד האינפלציה. (להרחבה ראה פרק ז'). המדיניות המוניטרית, שהריבית משמשת לה כלי מרכזי, יכולה לפעול להשגת יעד האינפלציה בעיקר באמצעות השפעתה על התפתחותו של תוואי שער החליפין, על קצב ההתרחבות של השימושים המקומיים, על הציפיות האינפלציוניות ועל התרחבות המצרפים המוניטריים. מחקרים מורים על קשר שלילי ומובהק בין השינויים בריבית של בנק ישראל לבין התפתחות האינפלציה (מספר חודשים לאחר מכן). להלן נתאר את פעולתה של המדיניות בכל אחד מארבעת הערוצים.

מדיניות הריבית השפיעה על התפתחות שער החליפין, והוא עלה ב-3.7 אחוזים במהלך השנה. על רקע פערי הריביות בין האשראי השקלי לאשראי במטבע חוץ והערכה נמוכה בדבר הסיכון הכרוך בחשיפה מטבעית<sup>10</sup>, זרם אל המשק הישראלי יבוא הון בממדים ניכרים, והביא להאטת עלייתו של שער החליפין, שהסתכמה בשיעור של פחות מאחוז בחמשת החודשים הראשונים של השנה. באמצע חודש יוני אימצה הממשלה, בעצת בנק ישראל, שינויים במבנה רצועת הניוד, ביניהם הורדת השיפוע התחתון של רצועת הניוד מ-6 אחוזים ל-4 אחוזים. כיוון שגם בהמשך השנה נשאר שער החליפין צמוד לגבול התחתון

רמת הריבית הנומינלית  
ירדה השנה בכ-1.7  
אחוזים. רמת הריבית  
הריאלית הייתה 5.0  
אחוזים בממוצע.

במשך מרבית השנה  
נשאר שער החליפין צמוד  
לגבול התחתון של רצועת  
הניוד.



10 וזאת מפני ההנחה ששררה בציבור כי בנק ישראל יתמיד במדיניות הריבית הגבוהה, המכוונת להשגת יעד האינפלציה, ויגביל את התערבותו בשוק מטבע החוץ להגנה על גבולה התחתון של הרצועה.

של רצועת הניוד<sup>11</sup> – בעיקר הודות ליבוא ההון לטווח הארוך שמקורו בהשקעות זרות – איפשר מהלך זה הקטנה של הפיחות הכולל בנקודת אחוז. העלייה האיטית של שער החליפין סייעה להפחתת הלחצים לעליית מחירים, באמצעות מנגנון התמסורת (pass-through) שבין שער החליפין למדדי המחירים<sup>12</sup>: כל פיחות, בין אם הוא תולדה של כוחות השוק ובין אם הוא תולדה של שינוי בפרמטרים של משטר שער החליפין, גורר האצה מיידית במדדי מחירים, בעיקר של המוצרים הסיטוניים (מפני הרכיב המשמעותי של תשומות מיובאות בהם), של מחירי המוצרים הסחירים (מפני רכיב מוצרי הצריכה המיובאים) ושל מחירי הדיור ומקצת השירותים במשק בטווח הקצר (על שום היותם נקובים בדולרים).

למדיניות הריבית היה חלק בהאטה של התרחבות השימושים המקומיים; ההשקעה, הנודעת כמשתנה המושפע באופן מובהק ושלילי מעליות הריבית הריאלית במשק<sup>13</sup>, ירדה השנה ירידה תלולה. הריבית הגבוהה פעלה גם לריסון גידולה של הצריכה הפרטית.

נראה שלמדיניות הריבית הייתה השפעה על התפתחות הציפיות לאינפלציה (דיאגרמה ג'–1). אלה משפיעות על תהליך עליית המחירים במשק דרך מנגנון תמחור המוצרים והשירותים ודרך מספר משתנים כלכליים מרכזיים, כגון הסכמי השכר והריבית הריאלית (ex-ante). השנה נרשמה ירידה משמעותית של כ-2.5 נקודות אחוז בממוצע באומדני הציפיות לאינפלציה, והם נעו, לראשונה, לאורך השנה כולה בתחום יעד האינפלציה (למעט חריגה קלה בחודש פברואר)<sup>14</sup>, יתר על כן, בשני הרביעים הראשונים של השנה היו הציפיות נמוכות מהאינפלציה בפועל, ואף נמוכות משיעורה בעבר. (מחקר על הציפיות בשנים האחרונות קובע כי הן מסתמכות בעיקר על האינפלציה בעבר.) לפיכך ניתן אולי לטעון כי הירידה בציפיות, שהקדימה במחצית הראשונה של השנה את ירידתה של האינפלציה בפועל, נבעה לפחות בחלקה ממדיניות הריבית ומאמינות הבנק המרכזי והממשלה במחויבותם ליעד האינפלציה שנקבע.

שינויים במבנה רצועת הניוד איפשרו את הקטנת הפיחות הכולל בנקודת האחוז.

למדיניות הריבית היה חלק בהתמתנות המשמעותית של הביקושים המקומיים.

הציפיות לאינפלציה נמצאו, לראשונה, לאורך השנה כולה, בתוך תחום יעד האינפלציה; זאת, במידה רבה, הודות לאמינות הבנק המרכזי והממשלה במחויבותם ליעד האינפלציה.

11 זאת למעט אפיזודה של פיחות מואץ (לאחר הכרזת השינויים במבנה הרצועה והורדה משמעותית בריבית), אשר נשחק לאחר זמן קצר.

12 בשנים האחרונות (1992–1997) נחלש מנגנון זה; כך עולה ממבחנים אקונומטריים. זאת ועוד, מאפיזודות של ייסופים שנרשמו בתקופה האחרונה ניתן ללמוד כי מנגנון התמסורת אינו סימטרי: ייקורו של השקל נוטה להתגלגל בקלות יחסית אל מערכת המחירים, ואילו הוזלה של השקל נוטה להתבטא פחות במדדי המחירים.

13 השפעת הריבית הריאלית על האשראי לזמן הקצר נמצאה מובהקת שלילית ויציבה במחקר שבדק את השפעת שיעורי הריבית על ההשקעה של הסקטור העסקי הישראלי בענפי המשק בשנים 1962 עד 1988. באותו מחקר אף נמצא כי הגמישות של ההשקעה הנקייה ביחס לשיעור הריבית נעה בין 0.4 ל-0.9 (הגמישות הממוצעת בשנים 1962–1988), ובטווח הארוך – בין 0.85 ל-1.3 אחוזים. (להרחבה נוספת ראה יעקב לביא, 1990, רבעון לכלכלה מס' 143, פורום ספיר.) הרחבת המדגם לתקופה הנוכחית מורה כי הקשר בין הריבית להשקעה אמנם עדיין שלילי ומבוקה, אך הוא נחלש. מימצא זה עולה בקנה אחד עם הגברת הליברליזציה בתחום תנועות ההון ועם התחלופה שבין אשראי במטבע ישראלי לאשראי במטבע חוץ, בשנים האחרונות.

14 דיאגרמה ז'–3 בפרק ז' מורה כי הציפיות לאינפלציה של החוזאים הפרטיים היו אף נמוכות מאומדני הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון, שעליהן מבוסס הדיון לעיל. להרחבה ראה פרק ז'.

אמצעי התשלום גדלו  
ב־14.1 אחוזים.

המזרפים המוניטריים הושפעו אף הם ממדיניות הריבית: אמצעי התשלום, שהקשר שלהם למחירים חזק מזה של שאר המזרפים, גדלו ב־14.1 אחוזים – שיעור הגבוה מיעד האינפלציה ומקצב גידולו של התוצר; מחקרים לגבי המשק הישראלי הראו קשר חיובי ומובהק בין עליית קצב גידולם של אמצעי התשלום מעבר לגידול התוצר לבין התפתחות המחירים במספר רביעים עוקבים<sup>15</sup>; עם זאת נראה כי השנה הסכנה האינפלציונית שבגידול אמצעי התשלום פחותה, שכן גידולם מבטא, לפחות חלקית, עלייה של הביקוש לכסף, הודות לתהליך הורדת הריבית ולירידה החדה בציפיות לאינפלציה.

### (3) המדיניות הפיסקלית

משקלו של החוב הציבורי  
בתוצר ירד, והממשלה  
עמדה ביעד הגירעון.

המדיניות הפיסקלית הייתה השנה מצמצמת. הממשלה עמדה השנה ביעד הגירעון, בניגוד לחריגה הרצופה שנרשמה בשנתיים האחרונות, וכן ירד משקלו של החוב הציבורי בתוצר. בכך סייעה הממשלה לירידה המשמעותית שנרשמה בציפיות לאינפלציה, ולהימצאותן במהלך השנה כולה בתוך תחום יעד האינפלציה.

המדיניות הפיסקלית  
ריסנה את קצב  
ההתרחבות של  
הביקושים המקומיים.

ההוצאה לצריכה הציבורית – שהיא רכיב מרכזי בסך הביקושים במשק, ולפיכך נודעת לה השפעה משמעותית על התפתחות המחירים בטווח הקצר – גדלה השנה בשיעור מתון של כ־2 אחוזים בלבד, וזאת לעומת 5.5 אחוזים אשתקד. מחירה הנגזר עלה ב־8.4 אחוזים בלבד, בהשוואה ל־10.7 אחוזים אשתקד ו־23.7 אחוזים ב־1995. נטל המס גדל, ב־1.6 אחוזי תוצר, בעיקר באמצעות אי־עידכון של מדרגות המס השוליים; הפגיעה בהכנסה הפנויה וברווחיות היצרנים, תרמה כנראה להתמתנות המשמעותית בצריכה הפרטית ובהשקעה, ובכך סייעה לירידת הקצב הכללי של עליית המחירים. בכיוון ההפוך פעלה – במידה פחותה – ההעלאה של שיעורי המס על מספר מוצרים (דלק, מזגנים לרכב וטבק) ושל אגרות ממשלתיות. (להרחבה ראה פרק ה').

התפתחות המחירים שבבקרתה או בשליטתה של הממשלה התיישבה אף היא עם המדיניות הפיסקלית המרסנת שנקטה השנה: מדד מחירי המוצרים המבוקשים עלה ב־7.6 אחוזים, לעומת 11.5 אחוזים בשנה קודמת, ומדד מחירי המוצרים המפוקחים עלה ב־5.0 אחוזים בלבד, לעומת 12.9 אחוזים אשתקד. מחירים של המוצרים המפוקחים נקבעו על פי קריטריונים ברורים, המבוססים בעיקר על העלויות הכרוכות בייצורם (תוך הבטחת רמת רווחיות מסוימת בהתאם לאופי הענף)<sup>16</sup>. עלייתם המתונה של מחירי המוצרים המפוקחים

15 ראה Bufman, G. and Leiderman, L. (1997): Monetary Policy and Inflation in Israel. וגם אדי אולאי ודוד אלקיים (1996), "השפעת ההתפתחות של כמות הכסף על האינפלציה בישראל בשנים האחרונות". בנק ישראל, עיונים מוניטריים חוברת 1.

16 את מחירי המוצרים המפוקחים ניתן לעדכן אחת לחצי שנה על פי עליית מדד המחירים לצרכן או על פי סל התשומות, אם הוא התייקר בשיעור העולה על 3.5 אחוזים – המוקדם מבין השניים. כך או כך, העדכון מתבצע בעקבות פנייה יזומה מצד היצרנים בענף. מלבד זאת מתבצע עדכון בסיסי, אחת למספר שנים, על פי קריטריונים שנוסחו ב"וועדת סוארי" בדבר מידת הרווחיות הנורמטיבית בכל ענף ומקדם ההתייעלות הנדרש.

באמצע חודש יוני השנה הוצאו מפיקוח כחמישים אחוזים ממוצרי החלב והגבינה (לתקופת ניסיון). אולם לעת עתה הם עדיין נכללים במדד המוצרים המפוקחים (המחושב על ידי בנק ישראל). מעקב שמנהלים משרד האוצר והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מורה כי התפתחות מחיריהם של מוצרים אלו אינה שונה באופן מובהק מהתוואי שהיה מתקבל לו נשארו בפיקוח.

עשויה ללמד שהשנה לא פעלו לחצים חזקים להאצת המחירים מצד עלויות הייצור הנומינליות.

השכר בסקטור הציבורי עלה ב־8.7 אחוזים, וזאת בהשוואה ל־13.4 אחוזים בשנה הקודמת, ולעלויות גבוהות ביותר בשנים 1994 ו־1995. העלייה המתונה של השכר בסקטור הציבורי השנה היא בעיקר פועל יוצא של יישום הסכמי השכר שנחתמו בעבר; מדיניות הממשלה תעמוד למבחן עם פתיחת הסכמי השכר למשא ומתן בשנה הבאה. הממשלה פעלה להקטנת מעורבותה בפעילות המשקית; כך, לדוגמה, פתיחת המשק לתחרות בתחום התקשורת הביאה לירידה ניכרת של מחירי השיחות לחו"ל.

## ב. הביקושים המקומיים

קצב הגידול השנתי של השימושים המקומיים משמש אינדיקציה להתפתחות הביקוש לתוצר המקומי, ולפיכך התרחבות של הביקושים המקומיים מעבר לזו של התוצר המקומי מעידה על עודף ביקוש. השנה מיוחסת מרבית הירידה בקצב עליית המחירים להאטה החדה של התרחבות הביקושים המקומיים בכלל, ולפער השלילי שנוצר בין קצב הגידול של הביקושים לבין קצב גידולו של התוצר בפרט. האטה זו תחילתה ברביע האחרון של שנת 1996, שבו נרשמה ירידה תלולה בקצב הגידול של סך השימושים המקומיים בהשוואה לרביעים הקודמים.

קצב גידול שנתי של 1.1 אחוז בלבד נרשם בשימושים המקומיים השנה, בעוד שבחמש השנים האחרונות נע קצב גידולם בין 5.2 ל־8.1 אחוזים<sup>17</sup>. ההאטה בצד הביקושים הייתה חריפה מן ההאטה בצד ההיצע; קצב התרחבותם של השימושים המקומיים נפל ב־0.8 אחוז מזה של התוצר, וזאת לעומת פער חיובי של כמעט אחוז בחמש השנים האחרונות בממוצע. ההפחתה המשמעותית בלחצים האינפלציוניים מצד הביקוש מתחדדת בהשוואה עם השנים 1992 ו־1995, שאופיינו אף הן בהתמתנות לחצי ביקוש אינפלציוניים ובשיעורי אינפלציה נמוכים יחסית: אז הפער בין השימושים המקומיים לתוצר היה זניח לעומת השנה (לוח ג'–4). ההאטה החריגה בביקושים המקומיים<sup>18</sup> ביחס לשנים האחרונות, שתחילתה ברביע האחרון אשתקד, אפשרה ירידה של עודף היבוא (תוך האצה בגידול היצוא ובלימה משמעותית של גידול היבוא), ותרמה במידה רבה להתמתנות קצב עלייתם של המחירים.

## ג. משתני עלויות

### (1) השכר

התפתחות השכר לא סייעה לירידת קצב עלייתם של המחירים השנה; השכר הנומינלי למשרת שכיר במשק עלה בשיעור של 11.5 אחוזים, המבטא עלייה ריאלית גבוהה מזו שנרשמה בשנה הקודמת. אמנם בסקטור הציבורי עלה השכר ב־8.7 אחוזים, שמשמעותם ירידה ריאלית של כ־0.2 אחוז, אך בסקטור העסקי הוא עלה ב־12.7 אחוזים<sup>19</sup>, שהם כ־3.4

17 השינויים הם במונחים ריאליים. "השימושים המקומיים" כוללים את סך השימושים למעט יבוא ביטחוני ישיר פחות יצוא, והתוצר הוא התוצר המקומי הגולמי.

18 כל רכיבי הביקוש מורים על האטה; בולטת במיוחד הירידה בהשקעה – כ־6 אחוזים – אך גם הצריכה הפרטית וההוצאה הציבורית התמתנו משמעותית. להרחבה בנושא הסיבות להתמתנות הביקושים ראה פרק ב'.

19 נתון זה מתייחס לכלל המועסקים במשק, בהם עובדי שטחים ועובדים זרים מדווחים.

קצב ההתרחבות של השימושים המקומיים היה 1.1 אחוז בלבד, נמוך בכמעט אחוז מזה של התוצר.

השכר הנומינלי בסקטור  
העסקי עלה ב־12.7  
אחוזים, וככל הנראה מנע  
ירידה נוספת בקצב  
עלייתם של המחירים.

אחוזים ריאלית, וזאת חרף ההאטה במשק, ירידה מסוימת בפריזון העבודה והעלייה בשיעורי האבטלה. השנה ובשנה הקודמת נרשמו קצבי עלייה גבוהים יחסית בשכר הנומינלי, בניכוי תוספת היוקר, בסקטור העסקי; זאת על רקע העלייה הניכרת של שכר המינימום בשנתיים האחרונות – תולדה של שינויי חקיקה ושל עליית השכר הממוצע במשק. עלייה זו נבעה מעליית השכר בענפים המתוחכמים, שבהם יש מחסור בכוח אדם, ומהסכמי השכר המפליגים שנחתמו בשנים קודמות בסקטור הציבורי. כן יש לזכור שבמרבית המגזרים הסכמי השכר שעדיין בתוקף נחתמו לפני ההאטה. (לדיון בגורמים נוספים שהשפיעו על עלייתו של השכר ראה פרק ד').

עלות העבודה הריאלית ליחידת תוצר בסקטור העסקי, המשמשת אינדיקטור כולל להערכת לחצי עלויות השכר על היצרן – בהיותה משקפת שינויים החלים בשכר, בשעות העבודה, בפריזון ובמס על העבודה – עלתה השנה ב־3.9 אחוזים, וזאת בהשוואה לעלייה בת 2.5 אחוזים בממוצע בשלוש השנים הקודמות. גידול זה משקף עלייה בת 2.7 אחוזים של עלות העבודה וירידה בת 1.2 אחוז של התוצר לשעת עבודה.

## (2) עלויות נוספות

עלייה קלה בלבד (2.1 אחוזים) נרשמה במחירים השקליים של התשומות המיובאות (ללא דלק ויהלומים) בממוצע, זאת בדומה לאשתקד (אז עלו המחירים ב־2.3 אחוזים) ובניגוד לשנים 1993 עד 1995, שבהן נרשמו שיעורי עלייה גבוהים יחסית (9.1–14.0 אחוזים). קצב עלייתם של מחירי הדלק התמתן במידה ניכרת: הם ירדו ב־0.4 אחוזים, לעומת עליה של 21.6 אחוזים אשתקד. לפיכך ניתן לראות במחירי יבוא התשומות גורם שסייע להפחתת קצב העלייה הכללי של המחירים השנה.

גם עלות המימון התעריפית הייתה השנה נמוכה מאשר אשתקד: אף שהמדיניות המוניטרית המרסנת נמשכה, ירדה הריבית הממוצעת על האשראי החופשי במטבע ישראלי בכ־2 נקודות אחוז. עלות המימון האפקטיבית הייתה, כנראה, נמוכה יותר, וזאת משום שהליברליזציה בשוקי הכספים איפשרה למגזר העסקי לגוון את מקורות המימון שלו. (אכן נרשמה עלייה דרמטית של משקל האשראי במטבע חוץ והצמוד לו בסך האשראי החופשי<sup>20</sup>) עם זאת יש לזכור כי עקב תהליך הירידה בסביבת האינפלציה עלות המימון הריאלית בדיעבד (ex-post) גבוהה יותר.

מחירי הדלק ירדו, וקצב  
עליית המחירים השקליים  
של התשומות המיובאות  
הואט מעט, בהמשך  
להתמתנותו המשמעותית  
אשתקד.

## תיבה ג'-2: התרומה היחסית של המשתנים המקרו-כלכליים לירידת קצב עלייתם של המחירים השנה

נשאלת השאלה אם בהינתן מכלול הגורמים המקרו-כלכליים שפעלו השנה במשק ניתן להסביר סטטיסטית את הירידה בקצב עליית המחירים ולעמוד על התרומה

20 הריבית הדביטורית על סך כל האשראי החופשי במטבע הישראלי עמדה על 18.7 אחוזים השנה. ריבית ה־EURO ל־3 חודשים, לדוגמה, עמדה רק על 5.6 אחוזים, ושער הדולר עלה ב־8.2 אחוזים במהלך השנה. שער סל המטבעות רשם עלייה איטית יותר – 5.1 אחוזים.

היחסית של כל אחד מגורמים אלו לירידה. להלן מוצג ניתוח אקונומטרי המתבסס על מספר מודלים. אלה מנסים להסביר את השינויים באינפלציה בדיעבד (על בסיס רבעוני) באמצעות מספר משתנים מסבירים, כגון שיעור האבטלה, שיעור הריבית, שער החליפין ומחירי חו"ל, בערכיהם לשנת 1997 ולשנים שקדמו לה.

על פי המודל של ג' בפמן ול' ליידרמן<sup>1</sup> שיעור עלייתו של מדד המחירים לצרכן בניכוי פירות וירקות במהלך שנת 1997, כפי שהוא "נחזה" (בדיעבד), הוא 7.6 אחוזים; בפועל עלה מדד זה ב-7 אחוזים. השנה ירד שיעור עלייתו של מדד זה ב-3.8 נקודות אחוז (מ-10.8 אחוזים ב-1996 ל-7.0 אחוזים ב-1997); המודל הצליח להסביר ירידה של 2.8 נקודות אחוז, מתוכן ירידה של 1.1 נקודות אחוז מיוחסת לעליית שיעורי האבטלה, ו-2.4 נקודות אחוז – להידוק המשמעת המוניטרית (כשיתר התנאים קבועים). "האינפלציה המיובאת" דווקא תרמה 0.7 נקודות אחוז לעליית המדד, וזאת עקב התחזקות הדולר השנה.

על פי המודל של י' ג'ברה<sup>2</sup> מתקבלת ירידה של 1.8 נקודות אחוז בשיעור העלייה הממוצע של מדד המחירים לצרכן בניכוי פירות וירקות; בפועל נרשמה ירידה של 2.9 נקודות אחוז במדד זה (מ-10.7 אחוזים בשנת 1996 ל-7.8 ב-1997). ניתוח תוצאות האמידה מורה כי האבטלה תרמה 1.0 נקודות אחוז לירידת קצב עליית המחירים, וכי ירידת מחירי יבוא התשומות (במונחים שקליים) והתהדקות המשמעת המוניטרית תרמו כל אחת 1.7 נקודות אחוז. כנגד זאת הביאה התחזקות הדולר ביחס לשקל במהלך השנה לעלייה של 2.7 נקודות אחוז במדד, כשיתר התנאים קבועים.

על פי המודל של י' לביא ונ' זוסמן<sup>3</sup> מתקבלת ירידה של 4.9 נקודות אחוז בקצב עלייתו של מדד המחירים לצרכן: מ-10.9 בשנת 1996 ל-6.0 אחוזים ב-1997<sup>4</sup>; בפועל נרשמה ירידה קטנה יותר – 2.8 נקודות אחוז. מתוצאות האמידה עולה כי 1.9 נקודות אחוז מהירידה בקצב עליית מחירים מיוחסות לעליית שיעורי האבטלה, 0.7 נקודות אחוז להתהדקות המשמעת המוניטרית, 0.1 נקודות אחוז לירידת משקל העולים באוכלוסייה ו-2.2 נקודות אחוז לשינוי ב"כוחות הבסיסיים" ובסביבת האינפלציה.

לסיכום, על-פי הממצאים ניתן לייחס חלק ניכר מהירידה בשיעור עלייתו של מדד המחירים למדיניות המוניטרית ולגידולו של שיעור האבטלה; גידול האבטלה נבע מהתכווצות הביקושים המקומיים – תולדה של המדיניות ושל גורמים נוספים, כבדי משקל – והוא מבטא גם שלב של האטה במחזור העסקים.

1 ראד: Buftan, G. And Leiderman, L. (1997): Monetary Policy and Inflation in Israel, Bank of Israel, Research Department Discussion Paper 98.040.

2 מבוסס על תזכיר פנימי של מחלקת המחקר בבנק ישראל.

3 ראד: Lavi, Y. And Sussman, N. (1977). Phillips Curve Tradeoffs and Its Policy-Induced Shifts. הוצג בכנס בנושא האינפלציה (קיץ 1997), ויפורסם בקובץ של מאמרי הכנס.

4 שיעור העלייה הממוצע של מדד המחירים ברביע לעומת המקביל לו אשתקד.



## 3. התפתחות המחירים השונים

## א. התפתחות המחירים על פי חלוקה לסחירים ולא־סחירים

על מוצר סחיר במשק קטן ופתוח לחלוטין חל מבחינה תיאורטית "חוק המחיר האחד": מחירו זהה למחירו בעולם במונחי המטבע המקומי. לפיכך היינו מצפים לקשר הדוק בין מחירי המוצרים הסחירים למחירים השקליים של היבוא והיצוא. לעומת זאת מראה לוח ג'-5 כי בעוד שמחירי סחר החוץ ירדו דולרית, והמחירים השקליים עלו בשיעור מתון מאוד (4.3 אחוזים בממוצע) – עלו מחירי הסחירים בשיעור גבוה יותר (7.0 אחוזים). הפער מתחדד בהשוואה בין מחירי היבוא לצריכה פרטית לבין מחירי המוצרים הסחירים: הראשונים עלו השנה ב־3.5 אחוזים, והאחרונים – ב־7 אחוזים. אשתקד אף נמצא פער גדול הרבה יותר.

הסבר חלקי לפער זה נעוץ בעובדה שהמחירים הנצפים בשווקים כוללים מסים (היטלי נמל, מכסים ומסים על המוצרים), הוצאות הובלה ותשלומי ביטוח; זאת ועוד, ברוב

מחירי המוצרים הסחירים  
עלו – אמנם בעוצמה  
פחותה מאשתקד – מעבר  
לשיעור הנגזר ממחירי  
חו"ל ומשער החליפין.

## לוח ג'-5

התפתחות מחירי המוצרים הסחירים והלא־סחירים  
(שיעורי השינוי השנתיים, אחוזים)

| במשך השנה                                  |      |      |      |      | בממוצע שנתי |      |      |      |      |                                              |
|--------------------------------------------|------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|----------------------------------------------|
| 1997                                       | 1996 | 1995 | 1994 | 1993 | 1997        | 1996 | 1995 | 1994 | 1993 |                                              |
| 7.7                                        | 12.0 | 8.4  | 18.0 | 13.7 | 10.2        | 12.6 | 11.4 | 15.1 | 12.8 | המוצרים הלא־סחירים במדד המחירים לצרכן        |
| 5.8                                        | 8.3  | 7.7  | 9.0  | 6.5  | 7.0         | 9.0  | 8.1  | 7.8  | 7.3  | המוצרים הסחירים במדד המחירים לצרכן           |
| <b>מחירי החשבונאות הלאומית<sup>1</sup></b> |      |      |      |      |             |      |      |      |      |                                              |
| 4.1                                        | 5.5  | 6.1  | 6.3  | 6.6  | 4.3         | 5.2  | 7.0  | 6.3  | 9.9  | ממוצע מחירי היבוא והיצוא                     |
| 2.8                                        | 4.0  | 7.7  | 8.2  | 6.3  | 2.8         | 3.8  | 9.6  | 7.2  | 9.9  | מחירי היבוא האזרחי ללא יהלומים               |
| 5.3                                        | 7.0  | 4.4  | 4.4  | 6.9  | 5.8         | 6.7  | 4.5  | 5.3  | 9.9  | מחירי היצוא ללא יהלומים                      |
| <b>מחירי סחר החוץ בדולרים</b>              |      |      |      |      |             |      |      |      |      |                                              |
| -2.8                                       | -6.0 | 5.3  | 2.8  | -0.5 | -4.4        | -4.1 | 7.5  | 0.5  | -0.7 | מחירי היבוא לצריכה פרטית                     |
| -3.5                                       | -2.7 | 7.2  | 5.7  | -3.8 | -5.1        | -1.9 | 10.0 | 1.9  | -3.0 | מחירי היבוא האזרחי ללא יהלומים ושירותי הון   |
| -3.3                                       | 0.8  | 5.0  | -0.5 | -3.6 | -1.7        | 0.7  | 4.9  | -0.4 | -3.4 | מחירי היצוא ללא יהלומים ושירותי הון          |
| 7.9                                        | 6.3  | 1.2  | 2.9  | 12.2 | 8.2         | 5.9  | 0.0  | 6.4  | 15.1 | שער הדולר                                    |
| <b>מחירים שקליים</b>                       |      |      |      |      |             |      |      |      |      |                                              |
| 4.9                                        | -0.1 | 6.6  | 5.8  | 11.6 | 3.5         | 1.5  | 7.5  | 7.0  | 14.3 | הדולר x היבוא לצריכה פרטית                   |
| 4.1                                        | 3.4  | 8.4  | 8.8  | 7.9  | 2.7         | 3.8  | 10.0 | 8.4  | 11.6 | הדולר x היבוא האזרחי ללא יהלומים ושירותי הון |
| 4.3                                        | 7.2  | 6.2  | 2.4  | 8.2  | 6.4         | 6.7  | 4.9  | 6.0  | 11.2 | הדולר x היצוא ללא יהלומים ושירותי הון        |

(1) מחירים אלו נגזרים מהחשבונאות הלאומית, והם מחושבים על־ידי הלמ"ס, כהכפלה של מחירי סחר החוץ בשער החליפין האפקטיבי – זה המתחשב בהוצאות הובלה וביטוח. ובהגבלים מוסדיים כגון היטלי נמל, מכסים, סובסידיות ומסים. (נשים לב כי אינדקס זה הוא סינתטי; בישראל אין מדד של מחירי היבוא במונחי שוק.)

המוצרים שהוגדרו כסחירים מעורבים למעשה רכיבים לא-סחירים<sup>21</sup> – כגון תשומות, הוצאות שיווק מקומי, וכן כוחות מונופוליסטיים ופיקוח אפקטיבי על הסחירים – אשר משפיעים על מידת ההתאמה של הסחירים לתנאי הסחר העולמי ועל התפתחותו של שער החליפין. קצב עלייתו של השכר הנומינלי בסקטור הסחיר, בניכוי תוספת היוקר, היה בשנתיים האחרונות גבוה יותר מאשר בקודמותיהן, ונראה שגורם זה, בשילוב עם גורמים נוספים שמקורם ברכיב הלא-סחיר, מנעו את התאמתם המלאה של מחירי המוצרים הסחירים למחירים השקליים.

נהוג לעקוב אחר התפתחות שער החליפין הריאלי באמצעות מספר מדדים, בין היתר בשל הבעייתיות שבחלוקת המוצרים במשק לסחירים וללא-סחירים<sup>22</sup>. מדד מקובל אחד הוא היחס בין מחירי המוצרים הסחירים לבין מחירי המוצרים הלא-סחירים הנגזרים ממדד המחירים לצרכן; השנה נרשמה ירידה של כ-2 נקודות אחוז בקצבי עלייתם של מחירי המוצרים הסחירים (מ-9.0 ב-1996 ל-7.0 אחוזים ב-1997) ושל מחירי המוצרים הלא-סחירים (מ-12.6 ב-1996 ל-10.2 אחוזים ב-1997). לפיכך שיעור הייסוף הריאלי הנגזר עומד על 3 אחוזים, בדומה לשיעורו אשתקד. (על מדדים מקובלים אחרים ועל הגורמים להתפתחותו של שער החליפין הריאלי ראה פרק ב').

שיעור העלייה הממוצע של מחירי המוצרים הסחירים והלא-סחירים הואט בכ-2 נקודות אחוז בהשוואה לאשתקד.

## ב. התפתחויות המחירים על פי קבוצות התצרוכת

מדדי המחירים של תשע מתוך עשר קבוצות התצרוכת המרכיבות את מדד המחירים לצרכן עלו השנה בקצב נמוך, הן ביחס לקצב עלייתם בשנה הקודמת, והן ביחס לקצב עלייתם בשנים 1992 עד 1996 בממוצע (דיאגרמה ג'-3). בולטים במיוחד מדד הדיור, שעלה ב-7.5 אחוזים בלבד, לעומת עלייה של 15.9 אחוזים בשנים האחרונות (בממוצע) ר-13.2 אחוזים אשתקד, ומדד ההלבשה וההנעלה, שירד השנה ב-4.4 אחוזים, בהמשך למגמת התמתנות בקצב עלייתו, מ-7.7 אחוזים ב-1994 ל-5.2 אחוזים אשתקד. ירידת המחירים לוותה בצמצום ניכר של היקפי הייצור ובירידה תלולה של מספר המועסקים בענפי הטקסטיל וההלבשה והעור וההנעלה.

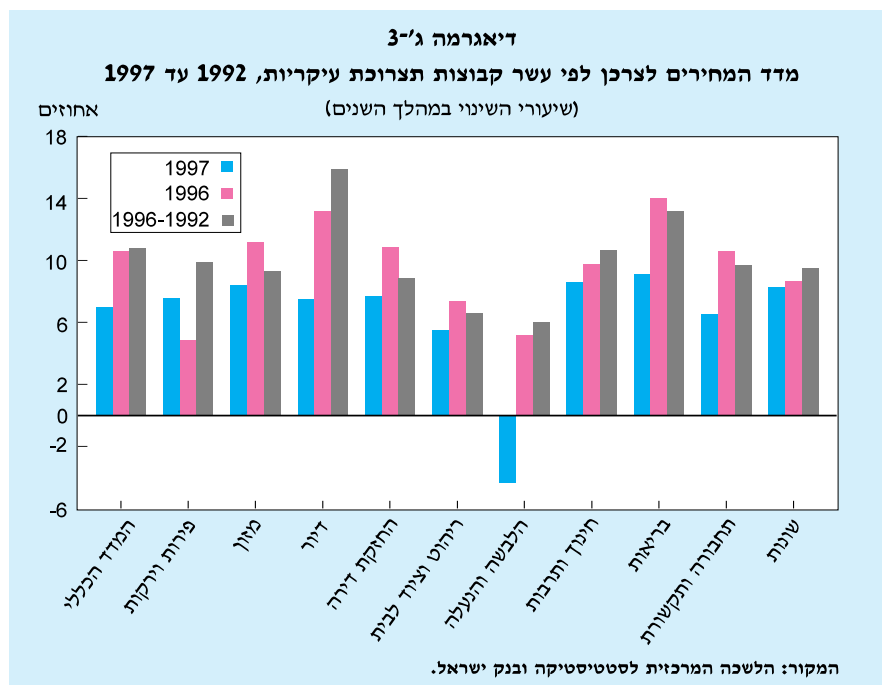
הואט קצב עלייתם של מדדי המחירים של תשע מתוך עשר קבוצות התצרוכת המרכיבות את מדד המחירים לצרכן.

כנגד זאת התייקרו הפירות והירקות השנה ב-7.6 אחוזים, בהשוואה ל-4.9 אחוזים אשתקד – בעיקר בשל עליות חריגות (12.3 ו-4.8 אחוזים) בחודשים פברואר ומארס, בהתאמה. מחיריהם של שירותי הבריאות עלו, בדומה לאשתקד, בשיעור הגבוה ביותר מבין עשר הקבוצות המרכיבות את המדד (9.2 אחוזים, לאחר עלייה בת 14.0 אחוזים אשתקד).

גם מחירו של בשר הבקר לסוגיו עלה בשיעור חריג (כ-18.7 אחוזים במהלך השנה), והדבר מסביר במידה מסוימת את העליות הגבוהות – יחסית למצופה בהתחשב בתנאים המקוריים כלכליים ששררו השנה – במחירי המזון, המוצרים המבוקרים והמוצרים הסחירים בניכוי הלבשה והנעלה. בקבוצה האחרונה בלטו התייקרויות של הנסיעות לחו"ל ושל הסיגריות והטבק (16.3 אחוזים).

21 סבירות הסיווג נבחנה באמצעות שלושה קריטריונים, ביניהם שיעור ההשתתפות בסחר, שנוסחו ע"י Goldstein and Officer (1979). לפרטים נוספים ראה בן בסט, ע' (1989), "מדדים למחירי מוצרים סחירים ולא-סחירים", סקר בנק ישראל 66.

22 להרחבה ראה בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 1996, תיבה ו'-1 בפרק ו'.



### מחירי הדיור<sup>23</sup>

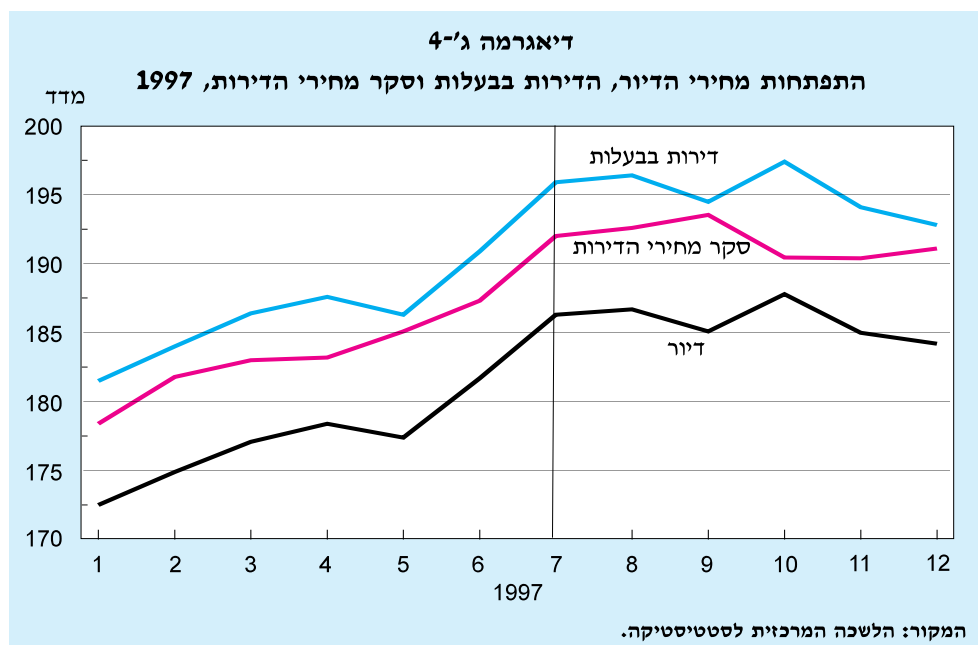
מדד מחירי הדיור עלה השנה ב-7.5 אחוזים, לעומת 13.2 אחוזים אשתקד. התמתנות זו משקפת האטה בולטת ברכיבו העיקרי – מדד מחירי הדירות בבעלות, שעלה השנה ב-7.2 אחוזים, לעומת 13.6 אחוזים אשתקד ו-14.9 אחוזים ב-1995. בהשוואה לעליית מדד המחירים לצרכן, בניכוי סעיף הדיור, הסתכמה העלייה הריאלית של מחירי הדירות בבעלות השנה בשיעור זניח.

מעקב אחר התפתחות מדד זה במהלך השנה מורה כי ההאטה לא באה לידי ביטוי בשבעת החודשים הראשונים (דיאגרמה ג'-4) – ממצא שאינו עולה בקנה אחד עם האינדיקטורים הרבים אשר הראו ירידה חדה בביקושים ובפעילות הענף באותה התקופה. עם המשך ירידת הביקושים והעמקת ההאטה בענף ירדו משמעותית מחירי הדירות מיד שנייה והמחירים הנקובים בחוזי המכר של הדירות החדשות, וכתוצאה מכך ירדו בחודשים האחרונים של השנה גם מדדי מחירי הדירות, כפי שהם מחושבים בלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. מדד מחירי הדירות בבעלות עלה ב-8.9 אחוזים בשבעת החודשים הראשונים של השנה, לעומת ירידה של יותר מאחוז וחצי בהמשכה, ומדד סקר מחירי הדירות בבעלות ומדד הדיור בכלל מורים על דינמיקה דומה. מעבר להבדלים בין המחציות מאופיינת השנה בתנודתיות רבה של מדדי הדיור. תנודתיות זו אינה משקפת את ההתפתחויות אלא בעיה טכנית באופן החישוב של מדד הדירות בבעלות, המבוסס בטווח הקצר על שינויים בשער הדולר. (על הסיבות להאטה הריאלית בענף הבנייה, שהחלה עוד ב-1996, ראה הדיון בענף הבנייה בפרק ב').

23 על אופן חישובו של מדד הדיור ועל הבעייתיות המושגית והטכנית הכרוכה בו ראה תיבה ג'-3.

מחירי הדיור עלו ב-7.5 אחוזים בלבד, שיעור נמוך בכ-6 נקודות אחוז מאשר ב-1996.

ההאטה המשמעותית במחירי הדיור באה לידי ביטוי רק בחמשת החודשים האחרונים של השנה, ואילו אינדיקטורים רבים הצביעו על ירידה חדה בביקושים ובפעילות הענף עוד בתחילת השנה.



מדד שכר הדירה רשם גם הוא האטה, אף כי במידה פחותה: הוא עלה בשיעור של 9.8 אחוזים, לעומת עלייה של 7.9 אחוזים בשער הדולר השנה ועלייה בת 11.8 אחוזים של מדד זה ב-1996. העלייה הגבוהה יחסית של מדד שכר הדירה לעומת מדד הדירות בבעלות עשויה להעיד על עודפי ביקוש בשוק הדירות להשכרה, ויש בה כדי ללמד שירידת הביקושים לקניית דירות נבעה גם ממניעים נכסיים. מדד הוצאות הדיור האחרות (חשמל, מים, גז, ארנונה ועוד) עלה בשיעור זהה לזה של 1996 (8.1 אחוזים). כנגד זאת נרשמה האצה קלה (8.3 אחוזים) במדד מחירי התשומות בבנייה למגורים, המשקף את צד עלויות הבנייה. האצה זו נובעת בעיקר מעלייה של 11.3 אחוזים במדד שכר העבודה, וזאת חרף צמצום מספרם של המועסקים הישראלים ועלייה של מספר המועסקים הזרים, שעלותם נמוכה יותר. (לפירוט ראה פרק ד').

### תיבה ג'-3: מדד הדיור

מדד הדיור הוא רכיב מרכזי במדד המחירים לצרכן. משקלו המקורי בחישוב מדד המחירים לצרכן – 20.7 אחוזים – נקבע על בסיס סקר משפחות אחרון שנערך בשנים 1992 ו-1993, אולם משקלו האפקטיבי למעלה מ-25 אחוזים, בעיקר עקב עלייה ריאלית מתמשכת של מחירי הדיור. שלושת רכיביו של מדד הדיור (והמשקל המיוחס להם בחישוב) הם מדד מחירי הדירות בבעלות (כ-80 אחוזים), מדד שכר הדירה (כ-15 אחוזים) ומדד הוצאות הדיור האחרות (5 אחוזים). הבעיה המושגית במדידת סעיף הדיור, כפי שהיא נערכת היום, נוגעת לרכיבו העיקרי – מדד הדירות בבעלות – המחושב על פי ערך הדירות, ובכך מערב מחירים של מלאי נכסים, בעוד שמדד המחירים לצרכן אמור לייצג נאמנה את מחיריהם של

זרמי הסחורות והשירותים הנצרכים בתקופה נתונה. הבעיה המעשית במדידת סעיף הדיור נוגעת אף היא למדד הדירות בבעלות: עקב הפיגור בנתוני סקר הדירות בבעלות<sup>1</sup> נדרשת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לחשב אומדן לשינוי במחירי הדירות, המתבסס באופן טכני על שיעור השינוי של הדולר ותשומות הבנייה למגורים. בחודש העוקב מחושב המדד (בחלקן) על פי נתוני אמת, והפער בינו לבין האומדן מכניס "רעש" ותנודתיות למדד הדיור וכן למדד המחירים לצרכן.

הקושי המושגי במדידת שירותי הדיור בדירות שבבעלות, הנובע מאופיו הכפול של הדיור כנכס רב-תקופתי וכמקור לאספקת זרמי צריכה שוטפים, מלווה בקושי מעשי במדידת סעיף זה, הנובע מפיגור באיסוף הנתונים, מהצורך להעביר מחירי דירות שונות לבסיס משותף, וממיעוט עסקאות מסוגים מסוימים באזורים מסוימים. קשיים אלו הניעו את מרבית המדינות המתפתחות וחלק מהמדינות המפותחות (הולנד, צרפת, איטליה, לוקסמבורג ועוד) להתעלם מסעיף זה לחלוטין. המדינות הכוללות סעיף זה במדד המחירים לצרכן עושות זאת באמצעות אלמנטים שונים של עלויות רכישה, בנייה, מחירי דיור, הריבית על המשכנתאות ועוד. להרחבה נוספת ראה זלמן שיפר (1995), "על סעיף הדיור בבעלות הדיירים במדד המחירים לצרכן", סדרת מאמרים לדיון 95.09.

לנוכח הבעיות האלה הוקמה ביוני 1996 ועדה בהשתתפות נציגי הלמ"ס, בנק ישראל והאקדמיה, לשם בחינה מחודשת של מדידת מחירי שירותי הדיור בבעלות והמלצה על דרכים לשיפורה. דוח הוועדה צפוי להתפרסם במהלך 1998, ומסקנותיה עתידות להוות חלק מעדכון כולל של מדד המחירים לצרכן, המתוכנן לשנת 1999.

1 מדד מחירי דירות בבעלות מחושב על פי סקר דרחודשי של מחירי הדירות בבעלות, המבוסס על המחירים המופיעים בחוזי המכר כפי שהם מדווחים לצורכי מס רכישה, סקר שנתוני הראשונים מתקבלים בפיגור של חודש. (נתונים סופיים מתפרסמים בפיגור של חמישה חודשים) לדוגמה, מדד מחירי הדירות בבעלות לאוקטובר מחושב על פי סקר מחירי הדירות בבעלות לחודשים אוגוסט-ספטמבר; את השינוי שחל במחירי הדירות בין אוגוסט-ספטמבר לאוקטובר נאלצת הלמ"ס לאמוד, וזאת היא עושה באמצעות נוסחה קבועה, המשקללת את שיעור השינוי בדולר ובתשומות הבנייה למגורים (באוקטובר לעומת ממוצע אוגוסט עד ספטמבר) במשקלות של  $2/3$  ו- $1/3$ , בהתאמה. (בחודשי הקיץ נלקחים נתוני מדד מחירי תשומות הבנייה למגורים המנוכים מהשפעת הסדר הקיץ).

## תיבה ג'-4: האינפלציה בישראל בפרספקטיבה היסטורית

בתהליך האינפלציוני בישראל ניתן להבחין כמה תקופות:  
1. 1954–1969 – בסימן צמיחה מואצת – סביבת אינפלציה של 5 אחוזים.

2. 1970–1972 – עדיין שנים של צמיחה מואצת, אך סביבת אינפלציה של 12 אחוזים.
3. 1973–1978 – בסימן גידול של הוצאות הביטחון עקב מלחמת יום־הכיפורים, משבר האנרגיה הראשון והאטה בסחר העולמי – סביבת אינפלציה של 40 אחוזים.
4. 1979–1982 – בסימן משבר האנרגיה השני, הליברליזציה וברירה מהמטבע המקומי (בעקבות הרפורמה של 1977), גירעון במאזן התשלומים, גירעון תקציבי, גידול בנטל החוב החיצוני – שנים של עלייה מתמדת באינפלציה מ־80 אחוזים ל־130 אחוזים.
5. 1983–1985 – בסימן המשבר, שנים של אינפלציה מואצת – סביבת אינפלציה של 270 אחוזים. (בנובמבר 1984 הגיע קצב האינפלציה לשיא תקופתי – 486 אחוזים).
6. 1986–1991 – בסימן תכנית הייצוב, המשק בתהליך הבראה – סביבת אינפלציה 18 אחוזים.
7. 1992–1996 – בהשפעת גל העלייה, אימוץ משטר של יעדי אינפלציה ומיקוד מדיניות בנק ישראל להשגתם, הנהגת רצועה אלכסונית לניוד שער החליפין, חוק הפחתת הגירעון, התהליך המדיני, ירידת מחירי חו"ל, חשיפת המשק ליבוא מתחרה, והגברת הליברליזציה של תנועות ההון – סביבת אינפלציה של 10–11 אחוזים.

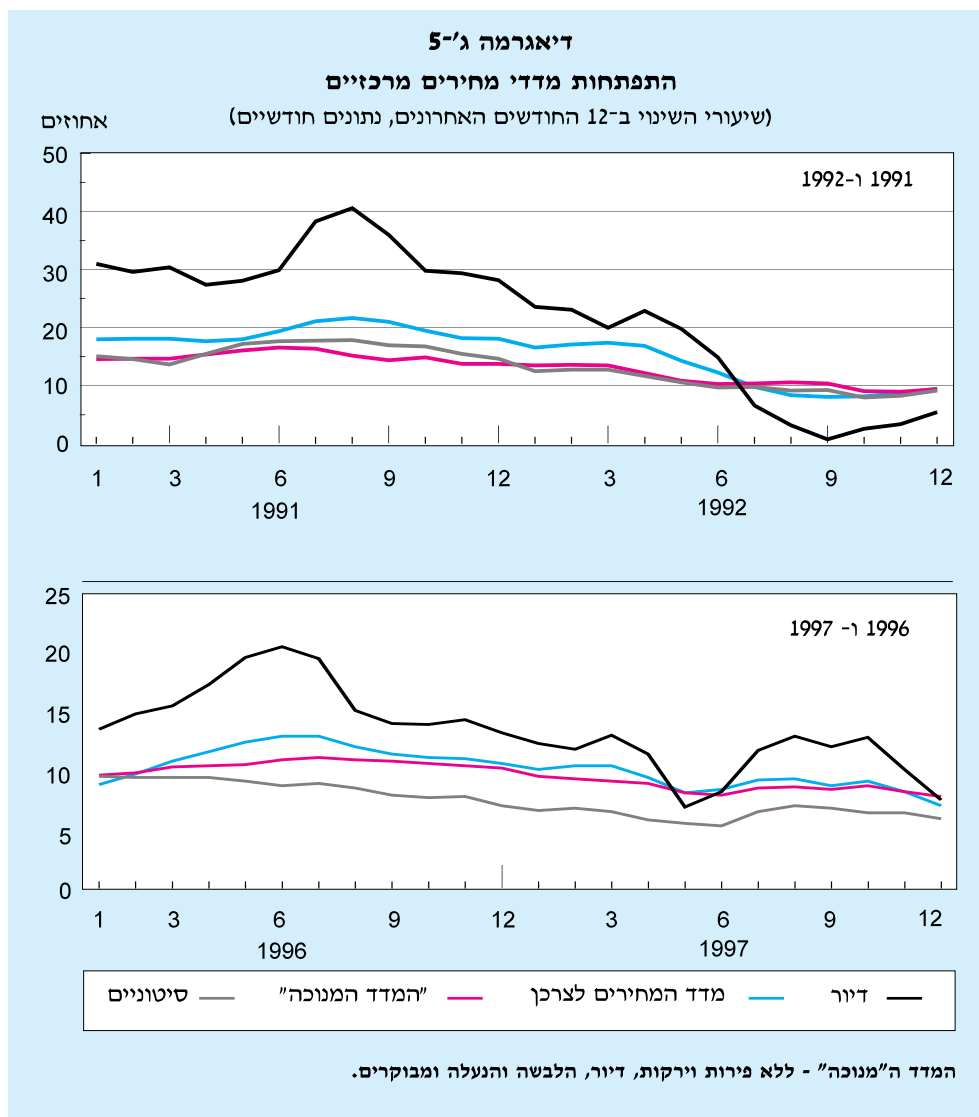
#### 4. האם ההאטה במחירים השנה מבשרת סביבת אינפלציה חדשה?

נשאלת השאלה אם הירידה בקצב עליית המחירים השנה, בדומה להתפתחות בשנת 1992, מבשרת סביבת אינפלציה חדשה, או שמא התמתנות עלייתם של המחירים בשנת 1997 היא אפיזודה שתחלוף במהרה. לפיכך יש עניין לעקוב אחר התנאים אשר הביאו לירידה בסביבת האינפלציה בשנת 1992 ולהשוות אותם עם התנאים שהביאו להתמתנות עלייתם של המחירים השנה.

#### נקודות דמיון ושוני בין 1992 ל־1997 בראי התהליך האינפלציוני

**התפתחות מדדי המחירים:** הן ב־1992 והן השנה – אף כי במידה פחותה מאשר אז – נרשמה ירידה גורפת בקצב עליית המחירים, שהתבטאה במדד המחירים לצרכן, בשורה ארוכה של מדדים נוספים, בכללם אלו המנכים השפעות קצרות טווח (דיאגרמה ג'–5), ובציפיות הציבור לאינפלציה. לעומת זאת, בהשוואה בין התקופות נציין כי סימנים לירידת המדרגה היו עוד קודם לשנת 1992, ואילו בשנת 1997 ניכרה התמתנות ודאית בקצבי עליית המדדים רק בחודשים האחרונים של השנה.

הן בשנת 1992 והן בשנת 1997 – אמנם במידה פחותה – הייתה ירידה גורפת בקצב עליית המחירים.



הירידה בקצב האינפלציה בשנת 1992 וההאטה בקצב עליית המחירים בשנת 1997 מיוחסות לשורה ארוכה של גורמים מקרריכלכליים, אשר יחד סיפקו קרקע נוחה לשינוי בקצב עליית המחירים<sup>24</sup>:

**מחירי היבוא ("האינפלציה המיובאת")**: קצב עלייתם של מחירי היבוא במונחים שקליים התמתן משמעותית בשנים 1990 עד 1992 (ירידה ממוצעת של כ-12-16 נקודות אחוז ביחס ל-1989). גם בתקופה הנוכחית התפתחות מחירי היבוא סייעה להורדת האינפלציה. בשנתיים האחרונות נרשמה ירידה מצטברת של 7-12 נקודות אחוז בקצב עלייתם של מחירי היבוא במונחי שקלים, וזאת אף על פי ששערו של הדולר ביחס לשקל התחזק<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> לצורך הניתוח המובא לעיל ניתן להיעזר בלוח ג'-4 ובלוח ג'-נ-א'.

<sup>25</sup> שער הדולר עלה ב-8.2 אחוזים השנה וב-5.9 אחוזים אשתקד, לעומת 0 אחוז ב-1995. בעקבות התחזקות

**גורמי מדיניות:** המדיניות המוניטרית והמדיניות הפיסקלית תרמו לביסוס הירידה של האינפלציה.

**משטר יעד האינפלציה:** בסוף 1991 הכריזו בנק ישראל והאוצר לראשונה על יעד אינפלציה לשנה הבאה. גם בתקופה הנוכחית עלתה מחויבות הבנק המרכזי והממשלה להורדת האינפלציה, כפי שהיא נתפסת על ידי הציבור. בסוף 1996 החליטה הממשלה כי "יעד האינפלציה לשנת 2001 יהיה כמקובל במדיניות ה-OECD" (באותה עת – 4.5 אחוזים בממוצע), וזאת נוסף על יעד האינפלציה השנתי שנקבע. השנה אף קבעה הממשלה כי יש להמשיך ב"הורדה ההדרגתית של שיעור האינפלציה, במטרה להשיג לאורך זמן יציבות מחירים כמקובל במדינות המתועשות".

**משמעת מוניטרית:** ברביע האחרון של שנת 1991 הועלתה הריבית הנומינלית על מקורות בנק ישראל, וכך עלתה הריבית הריאלית משיעורים שליליים לשיעורים חיוביים. גם משטר שער החליפין שונה: הונהגה רצועת נידור אלכסונית<sup>26</sup>, ששיפועה הותאם להפרש בין יעד האינפלציה לבין האינפלציה במדיניות שישראל סוחרת עמן. הנהגת ה"אלכסון" תרמה להקטנת אידוודאות ותמכה בהורדת האינפלציה. גם מהמחצית השנייה של 1996 נוהלה מדיניות מוניטרית מצמצמת; זו התבטאה בעליית הריבית הריאלית בכ־3 נקודות אחוז (דיאגרמה ג'-2) ובמספר שינויים במשטר שער חליפין באמצע השנה, שינויים שאיפשרו את הקטנת שיעור הפיחות הכולל בנקודת אחוז שלמה. קצב הגידול של אמצעי התשלום, שנודעה לו השפעה בפיגור על המחירים, אכן ירד במהלך 1991 ובשמונת החודשים הראשונים של 1996. במחצית השנייה של 1992 והחל מספטמבר 1996 השתנתה המגמה, וקצב גידולם של אמצעי התשלום הואץ. שינוי זה משקף, ככל הנראה, גידול של הביקוש לנכסים שקליים עקב הירידה בסביבת האינפלציה ובריבית הנומינלית.

**משמעת פיסקלית:** הן בשנת 1992 והן בשנת 1997 התהדקה המשמעת התקציבית, והדבר התבטא בהקטנת הגירעון הכולל ובירידת משקלו של החוב הציבורי בתוצר<sup>27</sup>. בשנת 1992 אף נרשמה ירידה בגירעון המקומי של הממשלה – בהתאם לחוק הפחתת הגירעון שנחקק באותה השנה; כן בוטל מס המעסיקים, ובשכר המינימום נרשמה שחיקה ריאלית מצטברת. לעומת זאת ב־1997 תרמה הממשלה להתייקרות העבודה באמצעות שינוי חקיקה שהביאו לעלייה של שכר המינימום.

**עודפי ביקוש בשווקים:** בשנת 1992, המאופיינת בצמיחה מהירה של התוצר (6.6 אחוזים), קצב התרחבותם של השימושים המקומיים מעבר לתוצר, שהוא אינדיקטור לעודף הביקוש לתוצר המקומי, עמד על 0 אחוז; זאת בהשוואה לעודפי ביקוש ניכרים בשנת 1991, שבה הפער בין קצב התרחבות השימושים המקומיים לקצב צמיחת התוצר היה למעלה

שער הדולר בעולם, ירדו מחירי היבוא הנמדדים בדולרים. עם זאת, נראה שבסך הכול השפעת התחזקות הדולר השפיעה בכיוון של עליית מחירים, בין היתר, עקב השפעתו הרחבה גם על המוצרים הלא-סחירים: מחירי הדיור נקובים בדולרים וכך גם חלק מהשירותים; בבדיקה לפי ענפי המשק, ניכר כי עליות המחירים בענפי השירותים גבוהות מזו של המדד הכללי, לעומת זאת, עלו מחירי הדיור בבעלות בשיעור נמוך משער הדולר – תולדה של מצב הביקוש וההיצע בשוק הדיור המקומי, כפי שיפורט בהמשך.

26 השינוי נבע בעיקר מהרצון למנוע מתקפות ספקולטיביות על מטבע-חוץ, אשר אפיינו את משטר שער החליפין הקודם.

27 ראה מומי דהן ומישל סטרבצינסקי, "המדיניות הפיסקלית ותפניות בסביבת האינפלציה", סדרת מאמרים לדיון 97.04, בנק ישראל, מחלקת המחקר.



מ-6 אחוזים. התמתנות הביקוש לעומת גידול ההיצע בולטת במיוחד בשוק הדיור, והיא שהביאה לירידת קצב עלייתם של מחירי הדיור מ-30 אחוזים בשנים 1990 ו-1991 ל-5.4 אחוזים בלבד בשנת 1992. שנת 1997 מאופיינת בהאטת הצמיחה ובהתכווצות גדולה עוד יותר של הביקושים. לפיכך פחתו בה במידה ניכרת הלחצים לעליית מחירים: קצב ההתרחבות של השימושים המקומיים מעבר לתוצר היה שלילי בשיעור של 0.8 נקודות אחוז – קצב ההתרחבות השלילי הגבוה ביותר (במונחים אבסולוטיים) מאז 1989. גם בשוק הדיור ניכרה התמתנות משמעותית של הביקושים, ומחירי הדיור עלו ב-7.5 אחוזים בלבד – כמחצית משיעור עלייתם בשנים 1992 עד 1996 בממוצע.

**שוק העבודה:** בשנת 1992 ובשנים הקודמות לה חלו שינויים מבניים מהותיים בשוק העבודה, וזאת בעיקר עקב ההתרחבות הניכרת בצד היצע העבודה, הודות לגלי העלייה הגדולים של ראשית שנות התשעים, שלוו בגידול משמעותי של שיעורי האבטלה. התפתחויות אלו תרמו ללא ספק להפחתה ניכרת בלחצים לעליית מחירים מצד עלויות הייצור. בין היתר נרשמה ירידה מצטברת של קצב עליית השכר הנומינלי ביותר מ-8 נקודות אחוז. גם שכר המינימום, הרלוונטי במיוחד למועסקים מחבר העמים וכן למועסקים בענפים המסורתיים, רשם ירידה ריאלית רצופה החל מראשית שנות התשעים.

התקופה הנוכחית מאופיינת אף היא בעליית שיעורי האבטלה, וזאת החל במחצית השנייה של 1996. האבטלה השנה תרמה לצמצום היקף הצריכה הפרטית, ובכך סייעה לירידת קצב עלייתם של המחירים. עם זאת, ההתפתחויות בשוק העבודה השנה שונות בתכלית מאלו של ראשית שנות התשעים. (להרחבה ראה פרק ד'). השכר הנומינלי בסקטור העסקי דווקא עלה בשנתיים האחרונות, ובשילוב עם תהליך הירידה באינפלציה, שלפחות בחלקה הייתה בלתי-צפויה, נרשמה עלייה ניכרת של השכר הריאלי, שהחריפה את בעיית האבטלה. ההתפתחויות בשוק העבודה השנה, בניגוד לראשית שנות התשעים, מנעו ירידה נוספת בקצב עליית המחירים והאטה משמעותית של הייסוף הריאלי, כדוגמת זו שהייתה ב-1992.

לסיכום, הניתוח דלעיל מצביע על דמיון בין מכלול התנאים שהביאו לירידה בסביבת האינפלציה בשנת 1992 לבין התנאים שהביאו להתמתנות קצב עלייתם של המחירים השנה. יתר על כן, גם בשנת 1992 וגם השנה – אף כי במידה פחותה מאשר אז – התבטאה הירידה בקצב עליית המחירים לא רק במדד המחירים לצרכן, אלא בשורה ארוכה מאוד של מדדים. כך שההשוואה בין השנים 1992 ל-1997 מצביעה על האפשרות שהמחירים יעלו בשיעור נמוך גם בשנה הבאה. עם זאת, אין באפשרותנו לקבוע אם מגמת האינפלציה השתנתה, משום ששנת 1997 היא תצפית יחידה. יתר על כן, אל הכוחות הרבים שפעלו לירידת האינפלציה בשנת 1992 ובתקופה שקדמה לה חברו "כוחות בסיסיים" (fundamentals), אשר המשיכו לפעול ואיפשרו התבססות בסביבת אינפלציה נמוכה: בשוק העבודה התחולל שינוי ארוך טווח, שהחליש את מערכת ההצמדות ותוספות היוקר; במדיניות המוניטרית ובמדיניות הפיסקלית חלה תפנית, שהתבטאה בהנהגת משטר של יעדי אינפלציה ומשטר שער חליפין "אלכסוני", ששיפועו נקבע על פי יעד האינפלציה (ואינפלציית חו"ל), ובחקיקת חוק הפחתת הגירעון, אשר בעקבותיה השתנה גם מבנה הציפיות לאינפלציה. שנת 1997, שמכלול של גורמים מסייעים (חלקם קצרי טווח) הביאו לירידת המחירים בה, תהיה שנת המעבר אל סביבת אינפלציה נמוכה – אם המשמעת הפיסקלית, התפתחות הציפיות לאינפלציה ומשתנים מקור-כלכליים נוספים, המשפיעים בטווח הבינוני והארוך, יפעלו גם בהמשך לשמירה על סביבת אינפלציה נמוכה.

יש דמיון בין מכלול  
הגורמים שהביאו לירידה  
בסביבת האינפלציה  
בשנת 1992 לבין אלה  
שהביאו להתמתנות  
עלייתם של המחירים  
השנה.