

דוח האינפלציה 1998

המחצית הראשונה

אב תשנ"ט

ירושלים,
יולי 1998
בנק ישראל

דוח האינפלציה מוגש לממשלה ולציבור במסגרת המשך המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעדי האינפלציה שקובעת הממשלה, ובכך הוא מגביר את השקיפות ואת האמינות של המדיניות המוניטרית. להגברת השקיפות של מטרות המדיניות הכלכלית ולתוצאותיה ניכרת חשיבות רבה לציבור בארץ ולשווקים הפיננסיים (הבינלאומיים). בשווקים הפיננסיים בשנים האחרונות גובר העניין בפוטנציאל המשק הישראלי, והדבר בא לידי ביטוי בשיפור המוניטין הפיננסי של המשק הישראלי וגם בזרם ההשקעות של תושבי חוץ אליו.

במחצית הראשונה של 1998 - התקופה הנסקרת בדוח זה - הושגה התקדמות רבה בתחום האינפלציה וזו פחתה לכ - 4 עד 5 אחוזים בשיעור שנתי. שיעור אינפלציה זה מקרב אותנו ליעד ארוך הטווח שעליו החליטה הממשלה - יציבות מחירים לאורך זמן, כמקובל במדינות המתועשות. ראוי להדגיש, כי לצד המדיניות המוניטרית שוררים תנאי רקע נוחים, וביניהם ההתפתחויות של המחירים בעולם, המאפשרים התקדמות מהירה יותר, וללא העמקת הריסון המוניטרי, לעבר היעד של יציבות מחירים במשק הישראלי. יציבות המחירים חיונית למשק מאחר שהיא מהווה תשתית הכרחית על מנת להתקדם למיצוי פוטנציאל הצמיחה שלו, במטרה להשיג צמיחה בת - קיימא.

בתקופה האחרונה היינו עדים במדינות רבות בעולם, וכמיוחד במדינות מזרח אסיה, למשברים כלכליים קשים שנבעו בעיקר מהתפתחויות שליליות בשווקים הפיננסיים. משברים אלה המחישו את החשיבות הרבה של ניהול מדיניות פיסקלית ומוניטרית המתבססת על ראייה ארוכת טווח החותרת להשגת יציבות כלכלית. המדיניות המקרו- כלכלית- הפיסקלית והמוניטרית - שננקטת בישראל תרמה עד כה, תרומה נכבדת למניעת זעזועים מעין אל גם במשק הישראלי. הלקחים שהופקו מהניסיון בעולם ובישראל מחייבים המשך של נקיטת מדיניות כלכלית המדגישה את היציבות הכלכלית.

לאחרונה התבצעה התקדמות משמעותית בליברליזציה בשוק מטבע חוץ כחלק מהשתלבותו המוצלחת של המשק הישראלי בכלכלת העולם. התקדמות זו מחייבת הקפדה יתרה על קביעת יעדים כלכליים ארוכי טווח החותרים להשגת יציבות כלכלית ועל ניהול מדיניות פיסקלית ומוניטרית נחושה ועקבית להשגתם. דוח האינפלציה הוכן בבנק ישראל במסגרת הפורום המוניטרי שבראשות הנגיד - שהוא הצוות הבינמחלקתי הבכיר (המחלקה המוניטרית, מחלקת המחקר, מחלקת מטבע חוץ והפיקוח על מט"ח), שבמסגרתו מתקבלות החלטות המדיניות המוניטרית.

יעקב פרנקל
נגיד בנק ישראל

תקציר

קצב עליית המחירים הואט במידה משמעותית - מ- 7 אחוזים בשנת 1997 לכ- 4 עד 5 אחוזים בשיעור שנתי במחצית הראשונה של 1998. זהו שיעור נמוך מהגבול התחתון של יעד האינפלציה לשנה זו, והוא מקרב את המשק הישראלי ליעד הטווח של הממשלה - יציבות מחירים כמקובל במדינות המתועשות- בקצב מהיר מהמתוכנן.

הירידה בשיעור האינפלציה ובציפיות לאינפלציה לוותה בהפחתה מתמשכת של ריבית בנק ישראל, שהצטברה במחצית הראשונה של 1998 ל- 2.1 אחוזים, ול- 5.7 אחוזים מאמצע 1996. קצב ההפחתה של הריבית הנומינלית נקבע מתוך הכוונה להבטיח את ביסוסה של סביבת האינפלציה הנמוכה יחסית ולהקטין את הסיכון לזעזוע בשוק מטבע החוץ כתוצאה מהצטמצמות פערי הריביות הנומינליות בין ישראל לחו"ל בהתחשב במשטר שער החליפין. זאת במיוחד על רקע המשברים הכלכליים באסיה ובמדינות אחרות. בעקבות הפחתת הריבית הזהירה, בתגובה לירידת הציפיות לאינפלציה, עלתה הריבית הריאלית הצפויה מרמה ממוצעת של כ- 5 אחוזים בשנת 1997 לכ- 7.5 אחוזים במחצית הראשונה של 1998. עליית הריבית הריאלית בתקופה של ירידה מהירה של אינפלציה אינה תופעה ייחודית לישראל והיא נצפתה גם במדינות אחרות שעברו תהליך של הפחתת אינפלציה דומה לזה אצלנו.

גורם חשוב בירידת האינפלציה הוא האטת גידולם של הביקושים המקומיים. האטה זו היא תוצאת השילוב של גורמי המדיניות הכלכלית (הפיסקלית והמוניטרית) וגורמים אחרים, בהם המשך מיצוי ההשפעה המרחיבה של גל העלייה, אי-הוודאות המדינית וסיבות הקשורות למחזוריות הכלכלית. ירידת מחירי חו"ל סייעה גם היא להאטה בקצב עליית המחירים. המדיניות המקרו-כלכלית - הפיסקלית והמוניטרית - ננקטה מתוך ראייה ארוכת טווח כדי להניח תשתית לצמיחה בת קיימא: בתחום הפיסקלי, שמירה על תוואי יורד של הגירעון הממשלתי יחסית לתמ"ג, על פי החלטת הממשלה, לשיעורי אינפלציה המקובלים במדינות המתועשות. חיוניותה של המדיניות הכלכלית המונחת על ידי המטרות הנ"ל בולטת במיוחד על רקע המשברים הפיננסיים במזרח אסיה ובמקומות אחרים. הצטמצמות הביקושים המקומיים לוותה בהאטת קצב הצמיחה ובגידול האבטלה. אולם הגידול באבטלה נבע גם מהשינוי המבני המתחולל במשק: התעשיות המתקדמות המתרחבות, מושכות הון זר וכוח אדם מיומן, בעוד שהענפים המסורתיים המצטמצמים יחסית פולטים כוח אדם, המתקשה לעבור במהירות לתעשיות המתרחבות.

מדיניות מוניטרית הפועלת להתקדמות לקראת יציבות המחירים ומדיניות תקציבית השומרת על משמעת פיסקלית, תוך שיפור הרכב ההוצאות לטובת ההשקעה בתשתית ובהון אנושי, הקטנת חלקו של הסקטור הציבורי בפעילות המשקית והמשך ביצוע השינויים המבניים במשק הם המפתח לצמיחה בת-קיימא.

1. הקדמה

קצב עליית המחירים הואט במידה משמעותית - מ-7 אחוזים ב-1997 לשיעור שנתי של כ-4.5 אחוזים במחצית הראשונה של שנת 1998. קצב זה תואם אינפלציה שנתי נמוכה מהגבול התחתון של יעד האינפלציה לשנה זו (7 עד 10 אחוזים), ויש בו כדי לקרב את המשק הישראלי לשיעור אינפלציה נמוך כמקובל במדינות המפותחות (בהתאם ליעד ארוך הטווח שקבעה הממשלה, [נספח 1](#)) אם כי בקצב מהיר מהמתוכנן. כשהתחזקה ההערכה במשך התקופה הנסקרת כי שיעור האינפלציה בשנת 1998 יהיה נמוך מ-7 אחוזים, נמנע בנק ישראל מניסיון להעלות האינפלציה אל תחום היעד. זאת מתוך כוונה לבסס את סביבת האינפלציה ברמה הנמוכה מזו ששררה בעבר, בהינתן החלטת הממשלה להשיג לאורך זמן יציבות מחירים, המהווה תשתית חשובה לצמיחה בת-קיימא. גישה זו עולה בקנה אחד עם החשיבות המיוחסת בשווקים הבינלאומיים ליציבות מחירים ונתמכה פומבית על ידי ראש הממשלה ושר האוצר.

האטת קצב עלייתם של המחירים בכל רכיבי מדד המחירים לצרכן והתמתנות של הציפיות לאינפלציה תומכות בהערכה כי סביבת האינפלציה במחצית הראשונה של 1998 נמוכה יותר מאשר בשנים הקודמות. חלק ניכר מירידתה הושג באמצעות מדיניות המכוונת להורדת האינפלציה, שהלכה וצברה אמינות, בשילוב עם גורמים אחרים (כגון הירידה במחירי חו"ל), שתרמו גם הם לירידת קצב עלייתם של המחירים. המדיניות המקרו-כלכלית פעלה במסגרת של תפיסה ארוכת טווח, השואפת להגברת יציבותו הכלכלית של המשק (הורדת קצב עליית המחירים והקטנת הגירעון הממשלתי). המדיניות המוניטרית המרסנת, יחד עם המדיניות הפיסקלית השומרת על משמעת תקציבית, תרמו להתמתנות הגידול של הביקושים המקומיים - התפתחות שהייתה גורם חשוב בהאטת קצב עלייתם של המחירים. התמתנות גידולם של הביקושים המקומיים, שלווה בעליית שיעור האבטלה, נבעה גם מאי-הוודאות המדינית ומהמשך תהליך המיצוי של גל העלייה ומגורמים מבניים שפעלו בצד ההיצע

והגבירו את ההאטה בפעילות- קושי במעבר מהיר של גורמי ייצור מהענפים המסורתיים, המצטמצמים, אל הענפים המתקדמים, המתרחבים.

הירידה בקצב עליית המחירים, שלא הייתה צפויה במלואה, התרכזה בתקופה קצרה יחסית, וכך עלתה הריבית הריאלית בדיעבד. זאת למרות הפחתה מצטברת של כ- 2 אחוזים בריבית הנומינלית מראשית 1998. תופעה זו של עליית הריבית הריאלית על רקע ירידה מהירה יחסית בקצב עליית המחירים, אינה ייחודית למשק הישראלי; גם במדינות אחרות שבהן הוחלט ע הפחתה הדרגתית של האינפלציה, נרשמו לעתים ירידות מהירות בקצב עליית המחירים. בדרך כלל הגיבו הבנקים המרכזיים במדינות זהירה במטרה לשמר את שיעור האינפלציה הנמוך יותר, וזאת באמצעות התאמה איטית הריבית הנומינלית כלפי מטה, בהתחשב בירידת האינפלציה ובציפיות לגביה. מדיניות זו לוותה במקומות אלו בעליית הריבית הריאלית לרמות גבוהות יחסית לעבר לתקופות ממושכות, ובמקרים רבים - גם בעלייה של שיעור האבטלה. הניסיון בעולם מראה כי לאחר ביסוס ירידת האינפלציה חודשה הצמיחה. התוואי של המדיניות המוניטרית בישראל משקף את התפיסה כי יש לנקוט זהירות בהפחתת הריבית הנומינלית, כדי לבסס את ההישג של הורדת האינפלציה. הפחתת ריבית מבוקרת גם מצמצמת תנודתיות יתר ואי- יציבות בשוק מטבע החוץ - העלויות להיגרם עקב הצטמצמות פערי הריביות הנומינליות בין ישראל לחו"ל על רקע משטר הרצועה האלכסונית. זאת במיוחד לנוכח המשברים בדרום- מזרח אסיה.

בעקבות עליית רמתן של הריביות הריאליות בישראל ועל רקע שמירה על משמעת פיסקלית, עולה בדיון הציבורי שאלת השפעתה של המדיניות על האבטלה במשק. מדיניות כזאת אמנם תורמת לצמצום הביקושים ולהאטת הפעילות הכלכלית בטווח הקצר, אך הפתרון ארוך הטווח לאבטלה מהסוג שהתפתח במשק אינו טמון בהפחתה מהירה יותר של הריבית או בהרחבת משקל הוצאות הממשלה בתוצר, שעלויות לסכן את היציבות החיונית לצמיחה בת- קיימא. הפחתת נטל המס (כשיעור מהתוצר) תוך שמירה על משמעת תקציבית ושינוי בהרכב ההוצאות של הממשלה - דגש רב יותר על השקעות בתשתיות פיסיות, בהון אנושי ובמחקר ופיתוח - יתרמו להקטנת האבטלה. הקטנת חלקו של הסקטור הציבורי בפעילות הכלכלית תוך המשך הגברת התחרותיות בשווקים יסייעו גם הם לצמצום ממדי האבטלה.

כדי להתקדם לצמיחה בת קיימא, המשקפת את יתרונותיו היחסיים של המשק הישראלי, חיוני להתקדם לקראת יציבות מחירים. דחיית תהליך הדיסאינפלציה עלולה לגרום לעלויות נוספות למשק ולא תמנע את הצורך בהורדת האינפלציה בעתיד. מהניסיון הבינלאומי אנו יודעים מציאות שבה רמת האינפלציה והתנודתיות שבה אינן מהוות עוד גורם בהחלטות כלכליות של הפירמות ומשקי הבית מאריכה את אופקי התכנון הכלכלי והפיננסי ומעודדת השקעות מתוך המשק ומחו"ל, החיוניות לצמיחה בת- קיימא. השגת יציבות מחירים בשנים הקרובות ושמירה עליה יקלו על השילוב של כלכלת ישראל בכלכלה העולמית, בהגבירן את היציבות ואת האמינות של המשק בעיני הקהילה הבין- לאומית. אמינות זו חשובה בין היתר לביסוס הדירוג של המשק הישראלי בשוקי הכספים בעולם, וזאת על רקע הצורך בגיוס מקורות בחו"ל למימון ההשקעות ועודף היבוא במשק. זאת ועוד, במשק קטן ופתוח, סביבת אינפלציה יציבה ברמה השוררת אצל שותפינו העיקריים למסחר הבין-לאומי, תורמת להפחתת אי הוודאות הכרוכה בהתפתחותו של שער החליפין ([דיאגרמה 1](#)).

2. התפתחות האינפלציה במחצית הראשונה של 1998

(1) מדד המחירים לצרכן

מדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של 1998 בקצב שנתי של 4.5 אחוזים. זאת לאחר שבמחצית הראשונה של 1997 היה קצב עליית המחירים כ- 10 אחוזים, וב- 1997 כולה הוא הסתכם ב- 7 אחוזים. קצב העלייה של מדד המחירים לצרכן ב- 12 החודשים האחרונים הוא כ- 4.2 אחוזים ([דיאגרמה 2](#)). ההאטה המשמעותית בקצב עליית המחירים ניכרת מאז הרביע האחרון של 1997: בחמישה מחודשי התקופה שמהרביע האחרון של 1997 ועד סוף המחצית הראשונה של 1998 נרשמה ירידה במדד המחירים לצרכן, והשיעור השנתי הממוצע של עלייתו בתקופה זו היה כ- 4 אחוזים. העלייה החריגה של מדד המחירים באפריל בשיעור של 1.4 אחוזים משקפת בעיקרה את התוואי העונתי ותגובה של מדד מחירים הדיוור ומחירים אחרים על הפיחות שנרשם באותו חודש בשער של השקל ביחס לדולר.

נראה כי ההאטה בקצב עליית המחירים משקפת שינוי בסביבת האינפלציה, אף כי מידת התמדתה של הסביבה החדשה תלויה במדיניות שתנקט ובהתפתחותם של הגורמים הבסיסיים במשק ובחול"ל.

(2) התפתחות סעיפי מדד המחירים לצרכן

ההאטה בקצב עליית המחירים הקיפה את כל סעיפי המדד ([דיאגרמה 3](#)). רוב סעיפי המדד, חוץ ממחירי ההלבשה וההנעלה, עלו בשיעורים הקרובים לזה של עליית המדד הכללי. האחדות היחסית של שיעורי עליית המחירים בסעיפים השונים תומכת בהערכה כי סביבת האינפלציה ירדה. העלייה החריגה במחירים ההלבשה וההנעלה במחצית הראשונה של 1998 נובעת בעיקר מגורמים עונתיים, אך בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים נראה המשך מגמת הירידה במחירים היחסי, על רקע התהליך ארוך הטווח של חשיפה ליבוא. מחירי הדיור, המהווים כרבע ממדד המחירים לצרכן, עלו במחצית הראשונה של 1998 בקצב דומה לזה של המדד ללא סעיף זה, ובכך נשמר מחירו היחסי של הדיור ללא שינוי, לאחר עלייה מתמשכת בשנים קודמות. התפתחות זו משקפת בעיקר את היחלשותם של הביקושים לדיור, הן לצורכי מגורים והן ממניעים נכסיים, על רקע מספר גורמים - ובהם ירידה משמעותית של ממדי העלייה לישראל, אי-ודאות מדינית, רמתה הגבוהה יחסית של הריבית הריאלית לטווח ארוך, המייקרת את המימון לרכישת הדיור, וההאטה במשק.

קצב עלייתם של המדדים המנכים את הסעיפים המאופיינים בתנודתיות גדולה יחסית בטווח הקצר, הואט גם הוא במידה משמעותית - לכ- 4.5 אחוזים במונחים שנתיים לעומת יותר מ- 8 אחוזים באמצע 1997. בחינת התנהגותם של מחירי המוצרים הסחירים (ללא הלבשה והנעלה) לעומת מחירי הלא-סחירים (ללא פירות וירקות) במדד המחירים לצרכן מראה קצב עלייה מהיר יותר של מחירי המוצרים הלא-סחירים. מדד המחירים הסיטוניים עלה ב- 12 החודשים האחרונים ב- 3.4 אחוזים. ההאטה בקצב עלייתם של מחירים אלו ניכרה עוד באמצע 1996 - לפני שנרשמה ההאטה במדד הכללי - וגם היא יכולה לשמש אינדיקציה להיחלשות האינפלציוניים.

3. סביבת האינפלציה וגורמים המחירים

(1) סביבת האינפלציה

הערכת סביבת האינפלציה מבוססת על מכלול נתונים, ביניהם שילוב של שיעור האינפלציה בפועל והאינפלציה הצפויה לשנה. סביבת האינפלציה מסכמת את הכוחות האינפלציוניים שפעלו בעבר ואת אלה שעדיין פועלים. מבחינת הגורמים השונים, שיפורטו להלן, אפשר לומר שבמחצית הראשונה של 1998 הייתה סביבת האינפלציה נמוכה מזו של השנה הקודמת, ונמצאה מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה לשנה זו - קרוב יותר ליעד ארוך הטווח של יציבות מחירים.

(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 שרמת הציפיות בשנת 1997 הייתה בתחום היעד ברמה ממוצעת של 1.92 אחוזים, הסתמנה בהן מגמה של ירידה חדה מדצמבר 1997. עד יוני 1998 ירדו הציפיות לאינפלציה ב- 4 נקודות אחוז, מ- 8.2 ח- 4.2 אחוזים. על אף שיעור עליית מחירים גבוה יחסית באפריל, שבו הציפיות וירדו גם בחודש מאי, מה שמצביע, כנראה, על הבחנה ברורה יותר מאשר בעבר של הציבור בין עלייה חד-פעמית של המחירים לבין עלייה של קצב האינפלציה.

ירידת הציפיות התקופה הנסקרת באה בעקבות הירידה באינפלציה, ולא קדמה לה ([דיאגרמה 4](#)), דבר שמשקף את השפעת האינפלציה בעבר (הרכיב האדפטיבי) בציפיות. עם זאת, המהירות שבה הציפיות מתאימות את עצמן עולה כשהמדיניות אמינה, כפי שאכן אירע בתקופה הנסקרת. להדגיש כי ירידה והתייצבות של הציפיות לאינפלציה הן רכיב חשוב במדיניות השואפת ליציבות המחירים, משום שלציפיות השפעה על קצב עלייתם של המחירים בפועל. אחד המנגנונים המרכזיים לכך הוא הסכמי השכר במשק, הנחתמים במונחים נומינליים ומתבססים במידה רבה על הערכת הצדדים את שיעור עליית המחירים הצפוי בתקופת חלותו של ההסכם. חשיבותו של מנגנון זה עולה כאשר שיעור האינפלציה קרוב לסף תשלום תוספת היוקר.

(1) על בסיס התשואה ברוטו על איגרות חוב.

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

נכונותו של הציבור בישראל לעבור, אמנם בזהירות רבה, לנכסים לא-צמודים מעידה, בין היתר, על תהליך צבירת האמון בהתבססותה של סביבת אינפלציה נמוכה (דיאגרמה 5). תשואות ריאליות צפויות אטרקטיביות על נכסים אלו נוצרו בתקופה הנסקרת, משום שירידת הציפיות לאינפלציה הייתה מהירה מזו של הריבית הנומינלית, וגם עקב המשך תהליך ההפנמה של ייצוב האינפלציה והצטמצמות השונות בה.

במחצית הראשונה של 1998 נמשכה העלייה של שיעור הנכסים הלא-צמודים בתיק הנכסים הכספיים של הציבור (לכ- 25 אחוזים) והירידה של משקל הנכסים הצמודים למדד (מתחת ל- 50 אחוזים).

דפוס גיוס ההון של הממשלה, תוך המשך ירידתן של התשואות היחסית על הנכסים הלא-צמודים (לעומת הנכסים הצמודים) משקף התאמה לנטייתו של הציבור לעבור לנכסים לא-צמודים, ואת השקעתה של הממשלה בפיתוח מכשירים פיננסיים נומינליים. במחצית הראשונה של 1998 הונפקו איגרות החוב הלא-צמודות "שחר" ו"גילון" בהיקף של כ- 5 מיליארדי ש"ח ונרשם להן ביקוש גדול. גיוס ההון של הממשלה באמצעות ניירות ערך לא-צמודים היווה במחצית הראשונה של 1998 כ- 55 אחוזים מסך הגיוס ברוטו, בהשוואה לכ- 17 אחוזים בשנת 1994.

(2) המדיניות המוניטרית והנכסים הפיננסיים

המדיניות המוניטרית משפיעה על קצב האינפלציה על ידי קביעת הריבית הנומינלית ובאמצעות מספר ערוצים: שיעורי הריביות בשוקי הכספים וההון, כמות אמצעי התשלום, שער החליפין, הביקושים הריאליים, הציפיות לאינפלציה ומחירים נכסים.

(א) המדיניות המוניטרית והנכסים הפיננסיים

כפי שכבר צוין והודגש ב דוח האינפלציה הראשון, ריבית בנק ישראל נקבעת לאחר ניתוח של אינדיקטורים רבים, נומינליים וריאליים. במחצית הראשונה של 1998 התאפשר המשך הורדת הריבית הנומינלית של בנק ישראל: בתוך 6 חודשים היא ירדה בכ- 2 נקודות אחוז והגיעה ביולי לרמה של 11.3 אחוזים (דיאגרמה 6). מדיניות של הורדת ריבית זוהירה נועדה לבסס את ההישגים בתחום האינפלציה ולאפשר את ניצול ההזדמנות העומדת בפני המשק להתקדם בהורדת האינפלציה ליציבות מחירים, כמקובל במדינות במתועשות. הצטמצמותו של הפער בין הריבית המקומית לבין הריבית הנומינלית. על רקע אי-ודאות רבה בשווקים הפיננסיים הבינלאומיים, ובעיקר בדרום-מזרח אסיה, בלטה היציבות היחסית של השוק הישראלי.

המדיניות המוניטרית הזהירה מנעה כנראה תנודות חדות בשווקים הפיננסיים, ובפרט בשער החליפין ובתנועות ההון אל המשק וממנו, וכחלק ממדיניות כלכלית יציבה הוסיפה לביסוס הערכת המשקיעים בדבר היציבות הכלכלית בישראל.

מאמצע 1996 עד סוף 1997 נרשמה ריבית ריאלית של כ- 5 אחוזים, שתרמה להורדת קצב האינפלציה. מתחילת 1998 היה קצב ההורדה של הריבית הנומינלית נמוך מקצב ירידתן של הציפיות האינפלציוניות, וכך עלתה הריבית הריאלית בהדרגה והגיעה במחצית הראשונה של 1998 למוצע של 7.5 אחוזים, לעומת כ- 5 אחוזים בשנת 1997 (דיאגרמה 6). הניסיון בעולם מלמד כי תהליכים של הורדת אינפלציה מרמה דו-ספרתית לחז-ספרתית לוו בעליית ריבית ריאלית לתקופות לא קצרות וזאת במטרה לבסס סביבת אינפלציה נמוכה ויציבה. על אף שהדבר לווה בפגיעה זמנית בצמיחה, הניסיון בעולם מראה שלאחר ביסוס ירידת האינפלציה חודשה הצמיחה.

הכלי המרכזי שבאמצעותו המשיך בנק ישראל לנהל את הריבית גם בשנת 1998 הוא המכרזים על פיקדונות לזמן קצוב של הבנקים בבנק ישראל. הפיקדונות האלה גדלו בכ- 6 מיליארדי שקלים במחצית הראשונה של 1998 - מזה כשלושה מיליארדי ש"ח בגין הריבית המשולמת עליהם - והגיעו לכ- 36 מיליארדים ביוני, (לעומת גידול של כ- 20 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד). הסיבות לירידה החדה בקצב הגידול של הפיקדונות הן: שמירה על המשמעת הפיסקלית תוך ספיגת מקורות נזילות בתקופה זו

והעדר הצורך ברכישת מטבע חוץ על ידי בנק ישראל (פרט לכמה ימים בתחילת השנה).

נציין כי מתחילת השנה נוספו למערכת הפיקדונות יומיים, ואילו הפיקדונות הרבעוניים בוטלו בהדרגה. מרבית הכמות מרוכזת בפיקדונות החודשיים.

(ב) התפתחות מצרפי הכסף

השפעת הריבית על כמות אמצעי התשלום (M1) היא אחת הדרכים שבהן המדיניות המוניטרית משפיעה על האינפלציה בפיגור של שניים עד שלושה רבעים. [בדיאגרמה 7](#) ניתן לראות כי בדרך כלל יש קשר שלילי בין ריבית בנק ישראל לכמות אמצעי התשלום.

במחצית הראשונה של 1998 גדלו אמצעי התשלום ב- 9.3 אחוזים (שיעור שנתי) - קצב נמוך מזה של התקופה המקבילה אשתקד - וב- 12 בחודשים האחרונים נרשמה עלייה של כ- 11 אחוזים ב-M1. בהינתן שיעור אינפלציה צפוי של כ- 4 עד 5 אחוזים, קצב עלייתם של אמצעי התשלום גבוה מעט מקצב הצמיחה של התוצר הנומינלי הפוטנציאלי במשק. עם זאת, מגמות הירידה של הריבית הנומינלית ושל האינפלציה תורמות לגידול הביקוש לכסף עבור כל רמת תוצר.

(ג) אינדיקטורים משוק ההון לפעילותה

של המדיניות המוניטרית

אחד הכלים המרכזיים המשמשים את מקבלי ההחלטות בעיצוב המדיניות המוניטרית הוא גזירת אינפורמציה משוק ההון. דוגמה מרכזית לכך היא הציפיות האינפלציוניות, שתוארו בסעיף (1), אך ישנם גם אינדיקטורים נוספים. כללית ניתן לציין כי עקומי התשואות של המק"ם ואיגרות החוב והתשואות היחסיות של איגרות החוב בריבית קבועה ומשתנה הצביעו במשך המחצית הראשונה של 1998 על ציפיות להמשך ירידתה של סביבת האינפלציה, ובעקבותיה - של ריבית בנק ישראל.

במחצית הראשונה של 1998 ירד **עקום תשואות המק"ם** ירידה משמעותית בהשוואה לשנת 1997 והגיע לרמה של מתחת ל-11 אחוזים (ל-10.3 אחוזים ביוני) בקצה הארוך ([בדיאגרמה 8](#)). ירידה זו שיקפה את הביקושים הגדולים למילווה קצר המועד של הממשלה (מק"ם), שנרשמו בשוק במשך התקופה הנסקרת כולה, ולימדו על ציפיות הציבור לתשואה ריאלית גבוהה, המגולמת בתשואה הנומינלית של המק"ם. הדבר נבע בין היתר מהמשך התבססותה של סביבת האינפלציה הנמוכה. השיפוע שאפיין את עקום תשואות המק"ם הצביע, ככל הנראה, על ציפיותיהם של הפעילים בשוק להורדת הריבית הנומינלית.

השוואת פצרי התשואות בין שתי איגרות החוב הלא-צמודות "שחר"

ו"גילון" משמשת אינדיקטור נוסף להערכות הציבור את מדיניות הריבית הצפויה של בנק ישראל. התגברות הביקוש ל"שחר" (לא צמודה בריבית קבועה) יחסית ל"גילון" (לא צמודה בריבית משתנה) מצביעה בדרך כלל על ציפיות המשקיעים להורדת הריבית הנומינלית. [בדיאגרמה 9](#) מוצגים יחס התשואות של "שחר" ו"גילון" (שתיהן לתקופה של שנתיים) והיחס בין האינפלציה בפועל לבין יעד האינפלציה. כפי שניתן לראות, יש מיתאם חיובי בין שני המשתנים, דבר שאושר גם בבדיקות הסטטיסטיות. במחצית הראשונה של 1998 העדיפו המשקיעים את איגרות החוב "שחר" על "גילון" - תופעה שעלתה בקנה אחד עם הירידה של סביבת האינפלציה אל מתחת ליעד של הממשלה לשנה זו.

במחצית הראשונה של 1998 נרשמה מגמת עלייה חדה בכל עקום התשואות של **איגרות החוב הצמודות למדד**, ובלטה העלייה בקצה הקצר ([בדיאגרמה 10](#)). התשואות על איגרות החוב עד 3 שנים הגיעו בממוצע לרמה של כ- 6.6 אחוזים, ותשואות האיגרות לתקופות הארוכות יותר, כ- 12 שנה לרמה של מעל ל- 5 אחוזים; זאת לעומת הממוצע של- 3.7 אחוזים באוגוסט 1997, קודם למגמת העלייה.

התפתחות זו באה לידי ביטוי בעלייה של הריביות לטווחים ארוכים במערכת הבנקאות, ובפרט, של הריבית על המשכנתאות. התמונה של שוק אגרות החוב הצמודות משלימה את זו של שוק המק"ם - ירידת הביקוש לאיגרות החוב הצמודות, עקב מעבר משקיעים לנכסים הלא-צמודים - תופעה שלימדה על הערכת הציבור בדבר

ביסוס סביבת האינפלציה ברמות נמוכות. השיפוע השלילי של העקום, שנשמר במשך התקופה הנסקרת כולה, הצביע על ציפיות המשקיעים לירידת הריאלית.

לפחות שני גורמים חשובים היו אמורים לפעול בתקופה הנסקרת להורדת התשואות על איגרות החוב - הקטנת ההנפקה של איגרות החוב הצמודות על ידי הממשלה והאטת הפעילות המשקית, תוך צמצום ההשקעה במשק בשיעור גבוה מזה של ירידת שיעור החיסכון - אך נראה שהשפעתם לא הייתה חזקה די הצורך, ולכן התשואות עלו.

מאז פברואר 1998, על רקע גיאות מחודשת בשוקי ההון של המדינות המתועשות הפעילות בשוק המקומי, **מדדי המניות** בישראל עלייה ניכרת (בעיקר המניות של החברות התעשייתיות ושל הבנקים), כך שבתקופה הנסקרת הסתכמה העלייה של מדד המניות הכללי בכ- 8.4 אחוזים (**דיאגרמה 11**). עליית מחירי המניות אינה מתיישבת עם הפעילות הממונת במשק, וייתכן כי היא מצביעה בכל זאת על אופטימיות של המשקיעים לגבי הטווח הארוך יותר, שבו תהליך הייצוב הכלכלי (הורדת הגירעונות והאינפלציה) ופתיחתו של המשק לחו"ל (ליברליזציה בשוק מטבע החוץ) יבואו לידי ביטוי בהתחדשות הצמיחה ובהפיכתה לבת-קיימא.

העלייה של מחירי המניות במחצית הראשונה של 1998 לוותה בגידול מחזורי המסחר, על רקע גל הרכישות של חברות ישראליות, השקעות של תושבי חוץ במניות בבורסת תל אביב וגידול של היקף ההפרטה במשק.

(3) התפתחות שער החליפין ותנועות ההון

למאפייני רצועת הניוד של שער החליפין ולהתפתחותו של שער החליפין בפועל תפקיד חשוב בקביעת התוואי של התפתחות המחירים: ככל שקצב עלייתו של שער החליפין הנומינלי נמוך יותר, קטנים הלחצים לעליית המחירים במשק, וככל שמאפשרים לשער חליפין להיקבע לפי כוחות השוק, גדלים חופש הפעולה והאפקטיביות של המדיניות המוניטרית.

במשך מרבית התקופה הנסקרת נותר שער החליפין קרוב לגבול התחתון של הרצועה, ששיפועו הורד ביוני 1997 מ-6 ל-4 אחוזים (**דיאגרמה 12**). ירידת הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים יחד עם תנועות ההון למשק (על רקע הפער בין הריבית המקומית לריבית חו"ל, סיכון שער החליפין, וההשקעות ארוכות הטווח מחו"ל) יצרו לחץ כלפי מטה על שער החליפין במחצית הראשונה של שנת 1998, אם כי במידה נמוכה משמעותית מאשר בשנים קודמות. למרות זאת לא נדרשה כמעט (למעט מספר ימים בסוף 1997 ובתחילת 1998) התערבות של בנק ישראל להגנה על הגבול התחתון של רצועת הניוד.

שערי החליפין מול הסל והדולר עלו במהלך התקופה הנסקרת ב- 3.1 אחוזים וב- 3.7 אחוזים בהתאמה, ולא היוו כנראה גורם אינפלציוני. קצב עלייתו של שער החליפין בתוספת מחירי חו"ל היה גבוה במעט מזה של המחירים - תופעה המשקפת את הנטייה לפיחות ריאל (או את היחלשותה של מגמת הייסוף הריאלי) על רקע ההאטה בביקושים המקומיים. הציפיות לפיחות נומינלי², כפי שהן נגזרות משוק ההון, היו עד סוף 1997 נמוכות משיעור האינפלציה הצפויה, אך במשך מספר חודשים בתחילת התקופה הנסקרת התהפך המצב, כך שהיו עדויות לציפיות לפיחות ריאלי במשק. פיחות ריאלי תוך ההאטה בקצב עליית המחירים - סוג הפיחות הרצוי - תורם להגברת תחרותיות היצוא של ישראל, בלי לסכן את היציבות הנומינלית של המשק.

בחודש אפריל נרשם פיחות מואץ בשיעור של 3.6 אחוזים בשער הסל, על רקע אי-וודאות לגבי פרטי תכנית הליברליזציה בשור מטבע החוץ (בעיקר מצד משקי הבית, שהגדילו את ביקושם לפיקדונות צמודים למטבע חוץ), אך כבר במאי נרשם ייסוף בשיעור של 1.7 אחוזים. חשוב לציין כי הפיחות המואץ באפריל לא השפיע על מגמת הירידה של הציפיות האינפלציוניות ועל שיעור האינפלציה בפועל, פרט להשפעה על מדד חודש אפריל.

זאת כי הציבור כנראה נוטה יותר להבחין בין שינוי חד-פעמי ברמת המחירים לבין עליית קצב האינפלציה, במיוחד על רקע העובדה שהפיחות נתפס כזמני. יתכן שבתנאים הנוכחיים השפעת הפיחותים על האינפלציה אינה כה מהירה כפי שהייתה בעבר, ממספר סיבות עיקריות: הגדלת התנודתיות של שער החליפין, הפעילות הממונת של המשק והעלויות הכרוכות בעדכון המחירים. היקבעותו של שער

החליפין על פי כוחות השוק תורמת לשיפור ההפנמה של הסיכונים הכרוכים בנטילת אשראי במטבע חוץ לצורך פעילות מקומית. הפנמת סיכונים זו מתבטאת, בין השאר, בעליית הפרמיה על אופציות שקל-דולר של בנק ישראל.

במחצית הראשונה של 1998 הסתכם יבוא ההון של תושבי ישראל כבמיליארד דולרים, לאחר יצוא הון באותו סדר גודל במחצית השנייה של 1997. האשראי הנקוב במטבע חוץ שנתנו הבנקים לתושבי ישראל, שהסתכם ב-1.8 מיליארדי דולרים - הוא הרכיב העיקרי ביבוא הון זה (לוח 1). ירידה של כ-0.5 מיליארד דולרים באשראי הצמוד למטבע חוץ, קיזזה חלק מהגידול של האשראי הנקוב במטבע חוץ. האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד לו התרחב למרות מגמת ההצטמצמות של פערי התשואות הצפויים. סך הנכסים במטבע חוץ (הפיקדונות הנקובים במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ והעסקאות העתידיות) גדל בכ-1.3 מיליארדי דולרים; גידול זה קיזז את גידול האשראי במטבע חוץ, וכך נותרה החשיפה של הסקטור הפרטי לסיכון ער החליפין ללא שינוי משמעותי.

בתנועות ההון של תושבי חוץ בולטת העלייה באשראי השקלי למימון השקעותיהם, שהפחיתה את הלחץ לירידתו של שער החליפין. גם השנה, כמו בשנים קודמות, כמעט לא ניכרה מעורבות של תושבי חוץ בהשקעות באיגרות חוב ובפיקדונות נושאי תשואה שקלית. עם זאת, במאי 1998 ניצלו תושבי חוץ לראשונה אפיק חדש של פעילות שקלית - הנפקת איגרות חוב נקובות בשקלים בשוק היורו. היקף ההתעניינות של משקיעי חוץ באיגרות החדשות היה נמוך מציפיות המנפיקים, דבר שהתבטא בתשואות גבוהות מהמצופה.

הורדת הריבית על ידי בנק ישראל, שהתבטאה גם בשוק המק"ם, תרמה אף היא להקטנת האטרקטיביות של אפיק זה. בולטת גם הירידה בסך ההשקעות של תושבי חוץ בהשוואה למחצית הראשונה של 1997, בעיקר עקב הקטנת ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל והקטנה בביצוע ההשקעות הריאליות במשק.

במאי 1998 יושמו צעדי הליברליזציה בפיקוח על מטבח חוץ, שהוכרוזו קודם לכן, וכך בוטלו כמעט כל המגבלות על הפעילות של תושבי ישראל במטבח חוץ ועל הפעילות של תושבי חוץ במשק (למעט מגבלות על עסקאות בנגזרות של תושבי חוץ עם תושבי ישראל בתקופה שמעל לחודש ומגבלות על משקיעים מוסדיים). מאז יישומם לא נרשמה פעילות חריגה בתנועות ההון. נראה כי יש בכך כדי ללמד שמדיניות פיסקלית ומוניטרית אחראית ואמינה יכולה לאפשר הסרה של מגבלות בלי לגרום בהכרח זעזוע בשוק מטבח החוץ.

עם זאת, קיומה של אפליה לרעה במיסוי השקעות (של פרטים) בחו"ל מגבילה את האפקטיביות של צעדי הליברליזציה שננקטו. יש לזכור, כי תהליך הליברליזציה כשלעצמו הוא בעל פוטנציאל ניכר להגברת תנועות ההון אל המשק וממנו, והוא מגדיל את פגיעותו של המשק למדיניות מקרו כלכלית לא אחראית ולמדיניות הנוגדת לנורמות בין-לאומיות.

(2) הציפיות נגזרות מפערי התשואות בין מק"ם ל"גלבו" (איגרת חוב צמודה לדולר). המדידה הזאת אמנם אינה מאפשרת לנכות את פרמיית הסיכון, אך הפרמיה על אופציות שקל-דולר משמשת אינדיקטור לפרמיה זו.

(4) המדיניות הפיסקלית

המשמעת הפיסקלית שהמשלה נוקטת החל מ-1997, בניגוד למדיניות המרחיבה קודם לכן, תרמה להתמתנות קצב האינפלציה הן באמצעות הקטנת הביקושים המקומיים והן דרך ירידת הציפיות האינפלציוניות עקב הגדלת אמינותה של המדיניות. משמעת זו נדרשה בעיקר מפני הצורך להוריד את הגירעון במאזן התשלומים לשיעור שניתן להתמיד בו, וכך לתרום ליציבות המשק.

על הממשלה, בהתאם להחלטותיה, לעמוד ביעד גירעון כולל (מקומי + חו"ל) של 2.4 אחוזי תוצר בשנת 1998 ולהמשיך להתקדם אל 1.5 אחוזי תוצר בשנת 2001 (דיאגרמה 13). אף שיעד הגירעון של הממשלה מוגדר לגבי הגירעון הכולל, יש חשיבות לניתוח התפתחותו של גירעון מקומי של 3.0 מיליארדי ש"ח בתקציבה (נתוני קופה, ללא מתן אשראי). ניתוח צד ההכנסות וההוצאות בתקציב על פי התוואי העונתי בשנים הקודמות מראה כי בצד ההוצאות נוצר בחודשים אלו תת-ביצוע של כ-3.7 מיליארדי

ש"ח; זאת בעיקר מפני ההאטה שמעבר לצפוי בקצב עליית המחירים, שלווה בהחלטה להגדיל את רזרבת המחירים שבתקציב ל- 5 אחוזים³. כיוון שבצד ההכנסות הפיגור גבוה יותר (משום ששיעור הצמיחה בפועל נמוך מזה שהונח בתקציב ועקב אי מימוש של העמקה בגבייתם של המסים), צפויה חריגה מסוימת מהגירעון המקומי המתוכנן גם בשנת 1998, וזאת להמשך לחריגה של יותר מאחוז תוצר בשנה הקודמת מהתכנון של 2 אחוזי תוצר. השפעתם של הסכמי השכר בסקטור הציבורי, האמורים להיחתם בקרוב, על הגירעון תלויה בשיעור עליית השכר שיהיה כלול בהם.

בהתייחסות ליעד הגירעון הכולל - כהגדרת החוק - נראה כי העודף הצפוי בפעילות עם חו"ל (שמקורו ברישום של הכנסות בנק ישראל מיתרות מטבע החוץ כהכנסה תקציבית ללא רישום מקביל של ההוצאות, בעיקרן תשלומי ריבית על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל) יקל על העמידה ביעד הכולל למרות החריגה בגירעון המקומי. מעבר לחשיבות של העמידה ביעד הגירעון שנקבע, חשוב מאוד שהשגתו תלווה בהקטנת נטל המס, בצמצום הוצאות הממשלה ובשינוי הרכבן - תוך הפניית משאבים להשקעות בתשתית ובהון אנושי, שיתרמו להורדת שיעור האבטלה ולחזרה לצמיחה בת-קיימא במשק.

גיוס מקורות מהציבור על ידי הממשלה בחודשים הראשונים של 1998 למימון חלק ניכר מגירעונה, באמצעות הנפקת איגרות חוב ומכירת נכסים, (דאגרה 14), הקל על המדיניות המוניטרית בצמצמו את הצורך להשתמש בכלים המוניטריים כדי לספוג עודפי נזילות הנובעים מהזרמת הממשלה - ספיגה הכרוכה בעלות.

(3) בסיס המחירים של התקציב הנגזר החלטה זו הוא 4.2 אחוזים. משרדי הממשלה אינם יכולים להגדיל את ההוצאה מעבר לכך ללא החלטה של האוצר.

(5) ההתפתחויות הריאליות

ההתפתחויות הריאליות במשק במחצית הראשונה של שנת 1998 אופיינו בהמשך התרחבות איטית של הביקושים המקומיים ובהתרחבות מהירה של היצוא, תוך גידול האבטלה. התפתחות זו, המשקפת האטה בביקושים המקומיים בשיעור גדול מזה של ההיצע, תרמה, יחד עם גורמים אחרים, להאטת קצב עלייתם של המחירים. הגורמים המרכזיים שתרמו בפעילות היו: המדיניות המוניטרית והפיסקלית שננקטו, השינוי המבני שמתחולל במשק, שעשוי לתרום בטווח הארוך לצמיחה יציבה מוטת יצוא, מיצוי ההשפעות המרחיבות של כל העלייה, בעיקר על ההשקעות, ואי הוודאות הביטחונית והמדינית.

קצב הצמיחה של התוצר המקומי הגולמי ברביע האחרון של 1997 וברביע הראשון של 1998 היה 1.2 אחוזים (במונחים שנתיים) - שיעור הנמוך במידה משמעותית מקצב הצמיחה של התוצר לנפש. קצב הצמיחה של התוצר העסקי הוסיף והתמתן גם הוא בתקופה האמורה (דאגרה 15). בולטת במיוחד הירידה התלולה של ההשקעה בענפי המשק, בדיוור בפרט, הנובעת בחלקה מסיום תהליך של התאמת מלאי ההון, תהליך שנדרש עקב גל העלייה, אך מושפעת גם מעלייתה של הריבית הריאלית בתקופה זו ומאי הוודאות המדינית. נוסף על כך התבטאה המדיניות הפיסקלית המרסנת בירידת הצריכה הציבורית (הרביע הראשון של 1998 לעומת הרביע המקביל אשתקד). גם בצריכה הפרטית נרשמה התמתנות מסוימת, הנובעת, לפחות בחלקה, מעליית נטל המס.

יחד עם ההאטה המשמעותית בשימושים המקומיים התאפיין המשק בהתרחבות מהירה יחסית של היצוא, ובפרט של היצוא התעשייתי (ללא יהלומים), שגדל במחצית הראשונה של השנה בכ-10 אחוזים (נומינלית) לעומת התקופה המקבילה אשתקד - למרות פגיעתו של המשבר באסיה ביצוא למדינות אלו. היצוא התעשייתי גדל כמותית ברביע הראשון של 1998 בכ-5 אחוזים לעומת הרביע האחרון של 1997. להתפתחות הזאת חשיבות ביצירת צמיחה מוטת יצוא בטווח הארוך, המשפרת את החשבון השוטף של מאזן התשלומים. החשיפה הגוברת לשווקים בינלאומיים תורמת לשיפור איכותה של התוצרת הישראלית, ובכך - להתייעלות תהליך הייצור. מלבד זאת תואם הרכב היצוא את המעבר מענפים מסורתיים לענפים עתירי ידע, ובכך מקדם את המשק אל תוצר המשקף את יתרונו היחסי (דאגרה 16).

הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים הסתכם ברביע הראשון של 1998 בכחצי מיליארדי דולר, לעומת 900 מיליוני דולרים בתקופה המקבילה אשתקד. ירידה זו משקפת שיפור בעודף היבוא האזרחי כתוצאה מעליית היצוא וירידה של היבוא.

השינוי המבני המתחולל במשק מתאפיין בצמיחה מהירה של התעשיות המתוחכמות וצמצום פעילותן של התעשיות המסורתיות, פוגע ביכולת להרחבה מהירה של ההיצע בטווח הקצר, בגלל הקושי בהתאמה מהירה של גורמי הייצור, ובעיקר של כוח העבודה לשינוי זה. גם גורמים שפעלו להקטנת הרווחיות של חלק מהענפים במשק - בהם ייסוף ריאלי מצטבר בשנים הקודמות מעבר למגמה ארוכת הטווח, חשיפה ליבוא, ריבית ריאלית גבוהה יחסית, עליית שכר המינימום ומחסור בכוח אדם בתעשיות המתוחכמות - האטו את קצב ההתרחבות של ההיצע בתקופה זו.

בעקבות ההאטה בפעילות אנו עדים למגמת עלייה מתמשכת של שיעור האבטלה מרמה ממוצעת של 6.7 אחוזים ב-1996 ל-7.7 אחוזים ב-1997 ול-8.4 אחוזים ברביע הראשון של 1998 ([דיאגרמה 17](#)). גידול האבטלה מלווה בעליית חלקם של בעלי השכלה נמוכה באוכלוסיית המובטלים, הנובעת בחלקה מהצטמצמותם של הענפים המסורתיים במשק ([דיאגרמה 18](#)), המתיישבת עם מגמה כלל עולמית של עלייה יחסית בביקוש למוצרים עתירי השכלה.

השכר הריאלי עלה בארבעת החודשים הראשונים של 1998 ב-3.8 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד (גידול נומינלי של כ-9.5 אחוזים). בסקטור העסקי עלה השכר הריאלי ב-5.5 אחוזים, ואילו בסקטור הציבורי נרשמה יציבות. סיבות אפשריות לכך הן ההאטה בקצב עליית המחירים, שהייתה גדולה משצפו כאשר נחתמו הסכמי השכר, השפעת פיטוריהם של עובדים המשתכרים שכר נמוך יחסית על ממוצע השכר הנמדד, המחסור בעובדים בענפים עתירי הון אנושי ועליית שכר המינימום במשק.

(6) גורמים חיצוניים

המשברים הפיננסיים במדינות מזרח אסיה במחצית השנייה של 1997 והפגיעה המתמשכת בפעילות הריאלית במדינות אלו באו לידי ביטוי בפגיעה ביצוא הישראלי אליהן, בפרט ביצוא היהלומים, ברביע הראשון של 1998. זאת, כנראה, בשל התייקרות היבוא למדינות אלו בעקבות הפיחותים במטבעותיהן ופגיעה בהכנסה המקומית. לעומת זאת לא נרשם שינוי משמעותי ביבוא ממדינות אלו למרות הוזלתו (במחירים דולריים). הערכות של גורמים בין לאומיים הן כי יידרש עוד זמן רב עד להתאוששות מלאה של המשקים האמורים מהמשבר שפוקד אותם, ולכן לא ניתן להעריך בשלב זה את מידת פגיעתו ארוכת הטווח במאזן התשלומים של ישראל.

למחירי היבוא והיצוא שהמשק הישראלי רואה בפניו השפעה הן על התפתחות המחירים המקומיים, דרך השפעתם על מחירי המוצרים הסחירים המוגמרים ומחירי חומרי הגלם, והן על התפתחות הפעילות הריאלית, דרך השפעתם על הכדאיות היחסית של היבוא והיצוא. ברביע הראשון של 1998 הוסיפו וירדו מחירי יבוא הסחורות ב-3.4 אחוזים (ללא אניות ומטוסים), לעומת הרביע האחרון של 1997, בהמשך למגמת הירידה במחירים אלו מאמצע 1995 ([דיאגרמה 19](#)). מחירי היצוא ירדו ברביע הראשון רק ב-0.7 אחוז, כך שתנאי הסחר המשיכו והשתפרו. ירידות מחירים אלו תרמו יחד עם גורמים אחרים להאטה בקצב עליית המחירים במשק ולשיפור במאזן התשלומים.

4. הרקע והמדיניות הנדרשת לביסוס האינפלציה הנמוכה בישראל ותחזיות לתקופה הקרובה

(1) ציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים

הציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים משמשות אינדיקטור למידת האמון של הציבור בסביבת האינפלציה הנמוכה יחסית. לאחר שבשנת 1997 נעו הציפיות לשנה השניה והשלישית סביב 9 אחוזים, נמצאו ציפיות אלו בירידה בתקופה הנסקרת ([דיאגרמה 20](#)). ירידה זו, מיותר מ-7 אחוזים בדצמבר 1997 לכ-4 אחוזים ביוני 1998, וכן השיפוע השטוח יחסית של עקום הציפיות מצביעים על הערכת הציבור כי האינפלציה תתייצב ברמה זו בשנים הקרובות. רמת הציפיות לשנה השלישית ביוני 1998 גבוהה מרמת הציפיות לשנתיים וגבוהה עדיין מהיעד ארוך הטווח של יציבות מחירים. עם זאת, אין להתעלם מפרמיית הסיכון שמשקיעים דורשים על תשואות שקליות לטווחים ארוכים, כך שהציפיות מנוכות פרמיית הסיכון כנראה נמוכות יותר.

(2) תנאים לביסוס סביבת האינפלציה הנמוכה

(א) קביעת יעדי האינפלציה

קביעת יעדי אינפלציה מפורשים ובהקדם האפשרי לשנת 1999 ולשנים הבאות נחוצה לצורך ביסוס מחויבות הממשלה ליציבות מחירים ולצורך ניהול מדיניות מוניטרית אחראית, שקופה ויעילה. נציין כי עוד בסוף שנת 1996 החליטה הממשלה שיעד האינפלציה לכל שנה ייקבע עד מחצית השנה הקודמת. קביעת יעד אינפלציה מהווה הצהרה על מטרות המדיניות, אשר מקלה על כל הגורמים בשוק, הן בסקטור הציבורי והן בעסקי, לתכנן את פעילותם, תורמת לעיצוב הציפיות האינפלציוניות של הציבור, ובכך מסייעת להורדת האינפלציה ולהקטנת המחיר הכרוך בתהליך. התמהמהות בקביעת יעד האינפלציה ל-1999 ולשנים הבאות פוגעת ביכולת לנהל מדיניות מוניטרית יעילה בעיקר בגלל הפיגורים בהשפעתה של המדיניות המוניטרית על האינפלציה. היעד שייקבע צריך לאפשר את ביסוס האינפלציה ברמה נמוכה ובהמשך - את יציבות המחירים, בהתאם להחלטת הממשלה.

(ב) המדיניות הפיסקלית

לעמידה ביעד הגירעון של הממשלה חשיבות בביסוס אמינותו של תהליך הורדת האינפלציה והשגת יציבות כלכלית - אמינות זו חיונית במיוחד על רקע המשבר הכלכלי במדינות בדרום מזרח אסיה. לכן, גם בתקופה שבה הפעילות ממותנת יחסית חשוב לשמור על ביצוע התקציב בהתאם לחוק הפחתת הגירעון. במסגרת קביעת התקציב לשנה הקרובה יש לדאוג שהמחירים המשמשים לו בסיס יתאמו את יעד האינפלציה, כפי שייקבע.

הקטנת נטל המס חשובה כדי להגביר את התמריץ להשקיע וכדי לעודד את הרצון לעבוד, ובכך לפעול להגברת הצמיחה בטווח הארוך. את ההקטנה הזאת ניתן להשיג רק באמצעות הפחתת מתאימה של משקל ההוצאות בתוצר, שתמנע סטייה בלתי רצויה מתוואי הפחתת הגירעון. בתהליך של הפחתת הגירעון יש להרכיב של הוצאות הממשלה חשיבות מרובה בשיפור סיכויי הצמיחה של המשקל: הפניית משאבים להשקעות בתשתית, שהן בעלות תשואה גבוהה, חיונית מפני תרומתן הן לפיריון ולצמיחה בת קיימא במשק בטווח הארוך, והן להגדלת הפעילות הריאלית בטווח הקצר. תמיכה ועידוד הסבה מקצועית יתרמו להורדת שיעור האבטלה, באפשרון קליטה של חלק מהעובדים המובטלים בענפים המתרחבים. הגדלת ההוצאות השוטפות ותשלומי ההעברה, הנוטה להיות פרמננטית, פועלת בניגוד למגמה הרצויה של הקטנת חלק הסקטור הציבורי במשק, ותתבטא בהגדלת החוב הממשלתי - התפתחות שתקשה על שמירת יציבות כלכלית בטווח הארוך.

(ג) הסכמי השכר

על הסכמי השכר בסקטור הציבורי, האמורים להיחתם בקרוב, להפנים את יעדי התקציב, ובכלל זה - את יעדי האינפלציה שייקבעו. כיוון שההסכמים נחתמים לתקופה הארוכה משנה, עליהם להתיישב לא רק עם יעד האינפלציה לשנה הקרובה, אלא גם עם התוואי ארוך הטווח של הורדתה. קביעת יעדי האינפלציה בהקדם ובאופן מפורש למספר שנים תקל על כך.

(ד) המשך הגברת התחרותיות במשק

צמצום מעורבותה של הממשלה במשק והפרטה תוך כדי דאגה לתחרותיות, הרצויים כשלעצמם בטווח הארוך, יסייעו גם לתהליך הורדת האינפלציה, באמצעות ייעול מנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית. השלמת הרפורמה בשוק ההון, שהיא חלק בלתי נפרד מהגברת התחרותיות במשק, תייעל את פעולתם של השווקים הפיננסיים, ובכך תסייע לצמיחה.

(ה) שער החליפין

במסגרת שבה המדיניות המוניטרית פועלת להשגת יעד אינפלציה ומתקיים משטר של שער חליפין ברצועת ניוד, יש לשמור על עקיבות בין יעד האינפלציה לבין הפרמטרים של הרצועה. שיפוע גדול מדי של רצועת הניוד, המציב חסם תחתון (גבוה מדי) לפיחות הצפוי, מקשה על התאמת הריבית הנומינלית כלפי מטה בהתאם להאטה בסביבת האינפלציה. זאת משום שהורדה כזאת פועלת לסגירת פערי הריביות הנומינליות בין ישראל לחו"ל⁴, ולכן עלולה לסכן את היציבות בשוק מטבע החוץ, בפרט בעקבות ההתקדמות המשמעותית שהייתה בליברליזציה בתנועות ההון. מעבר לכך, לשיפוע הרצועה השפעה גם על ציפיות הציבור לאינפלציה; לכן שיפוע שאינו

מתיישב עם סביבת הנוכחית⁵ מקשה על התבססותה של ההאטה בקצב עליית המחירים.

(4) שיעור הריבית הבין-בנקאית בחו"ל המשוקללת על פי סל המטבעות הוא כ-5 אחוזים (נכון לתחילת יולי). לכן, התשואה השקלית המינימלית, בהינתן שיפוע של 4 אחוזים לגבול התחתון של הרצועה, היא כ-9 אחוזים. לעומת זאת, היה שיעור הריבית של בנק ישראל ביוני 11.3 אחוזים.

(5) מגמת הייסוף ארוכת הטווח, מאפיינת את המשק הישראלי, מתיישבת עם שיפוע רצועה הנמוך מהפרשי האינפלציה בין ישראל לחו"ל. עם זאת ייתכן שהכוחות לפיחות ריאלי, הפועלים בתקופה של האטה בביקושים, מקזזים השפעה זו.

(1) צמצום ההצמדות

לנוכח המאמצים לבסס את האינפלציה בישראל ברמות הנמוכות, רצוי לבחון את תפקידה של מערכת ההצמדות בפעילותה של הממשלה, בעיקר בשוק ההון. נראה כי יש מקום להגדיל את חלקו של גיוס ההון הלא צמוד תוך הארכת האופק שלו. זאת, בין היתר, כדי להתאים את היצע המכשירים הפיננסיים לטעמיו המשתנים של הציבור בסביבת אינפלציה נמוכה.

(3) המדיניות המוניטרית והתפתחות האינפלציה בתקופה הקרובה

היכולת לחזות את התפתחות המחירים תלויה בהבנתם של הגורמים המשפיעים על התפתחותם ושל מנגנוני התמסורת בין המדיניות הננקטת למחירים. על פי מודלים אקונומטריים שונים, הגורמים המרכזיים המשפיעים על קצב האינפלציה הם השינוי בכמות הכסף, שיעור השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר או הסל, הפעילות הריאלית - גורמים המושפעים מהמדיניות המוניטרית ומגורמים אחרים - ומחירי חו"ל. גם לציפיות נודעת, כאמור, השפעה על המדיניות המוניטרית על המחירים אינה מתבטאת מיד, אלא בפיגור של חודשים מספר. לכן הריבית הריאלית ששררה בראשית 1998 צפויה לתרום לשמירתו של קצב ראשית 1998 צפויה לתרום לשמירתו של קצב עליית מחירים מתון גם בהמשך השנה. זאת בהנחה שהפעילות הריאלית תמשיך להיות ממותנת יחסית, וכי מחירי היבוא ימשיכו לרדת.

כיוון שההתמתנות בקצב עליית המחירים לוותה בעליית שיעור האבטלה, והושפעה גם מגורמים חיצוניים (כירידת מחירי חו"ל), תלויה מידת התמדתה של סביבת האינפלציה הנמוכה במידה רבה במדיניות שתינקט ובמידת האמינות שתיוחס לה.

קביעת תוואי הריבית הנומינלית תהיה עקבית עם יעדי האינפלציה שקבעה הממשלה, ובכלל זה, המשך הורדה הדרגתית של שיעור האינפלציה, במטרה להשיג לאורך זמן יציבות מחירים, כמקובל במדינות המתועשות. זאת תוך נקיטת הזהירות הדרושה לשמירת יציבות גם בשוק מטבע החוץ על רקע פערי התשואות הצפויים הנובעים מפערי הריביות והשיפוע של הגבול התחתון של רצועת שער החליפין. קביעת הפרמטרים של משטר שער החליפין בהתאם ליעד האינפלציה, שמירת התוואי הפיסקלי וקביעת מסלול כמותי של יעדי אינפלציה המתכנסים ליציבות מחירים יאפשרו להמשיך ולהוריד את הריבית הנומינלית.

ככל שנתקרב לשיעורי האינפלציה המערביים וככל שנתמיד בהם, תתאפשר התאמת הריבית הנומינלית בישראל לזו המקובלת במדינות המפותחות, כך שהריבית הנומינלית, האינפלציה, הציפיות לאינפלציה והריבית הריאלית יהיו ברמות המקובלות בארצות המערב כיום.

נספח 1

יעדים מקרו-כלכליים

שקבעה הממשלה בשנתיים האחרונות*

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

א. הממשלה רושמת לפניה 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.

[אתורה](#)

[לדף דוחות האינפלציה](#)