

פרק ג' המחירים

מדד המחירים לצרכן עלה במהלך השנה ב־8.6 אחוזים – שיעור התואם בקירוב את אמצע תחום היעד של האינפלציה (7-10 אחוזים) וגבוה משמעותית משיעורה במדינות המפותחות (כ־2 אחוזים). בהתפתחויות בתחום המחירים השנה ניתן להבחין בין שני חלקים: בשמונת חודשיה הראשונים, בהמשך למגמה שהחלה בשליש האחרון של 1997, הואט משמעותית קצב העלייה של המדד, לכ־4 אחוזים במונחים שנתיים. גם הציפיות לאינפלציה התמתנו משמעותית, וכן שורה ארוכה של מדדי מחירים מרכזיים. ההתפתחויות בתקופה זו הצביעו על ירידה בסביבת האינפלציה ועל התקרבות המשק הישראלי בקצב מהיר ליעד ארוך הטווח שהציבה הממשלה: להשיג לאורך זמן יציבות מחירים, כמקובל במדינות המתועשות. בחלקה השני של השנה, החודשים ספטמבר עד נובמבר – בעקבות הפיחות החד של השקל הואץ במידה ניכרת קצב עלייתם של המחירים. על פי מרבית האינדיקציות שבידינו (ובכלל זה מדדי המחירים לדצמבר 1998 עד פברואר 1999), האצת המחירים הייתה זמנית; זאת משום שהמדיניות המוניטרית חותרת להשגת יעד האינפלציה של הממשלה לשנת 1999 (4 אחוזים) ולהמשך תהליך ההתכנסות לשיעורי אינפלציה מערביים. בהערכה זו תומכים גם תנאי הרקע – המיתון בביקושים ובפעילות, ירידת מחירי חו"ל והרגיעה היחסית שהשתררה בשווקים הפיננסיים בעולם בתחילת 1999.

1. קווי ההתפתחות העיקריים

מדד המחירים לצרכן עלה
במהלך 1998 ב־8.6
אחוזים.

מדד המחירים לצרכן עלה במהלך 1998 ב־8.6 אחוזים, שיעור התואם בקירוב את אמצע תחום יעד האינפלציה (7-10 אחוזים), וזאת לעומת שיעור אינפלציה של 7 אחוזים ב־1997. שיעורים אלו גבוהים משמעותית מהמקובל כיום בעולם המערבי – כ־2 אחוזים במדינות המתועשות. בתחום התפתחות המחירים ניתן לחלק את השנה לשני חלקים: בשמונת חודשיה הראשונים, בהמשך למגמה שהחלה בשליש האחרון של 1997, הואט קצב עלייתו של מדד המחירים לצרכן ל־3.9 אחוזים במונחים שנתיים; זהו השיעור הנמוך ביותר שנרשם בישראל מאז 1969, והוא משקף התקדמות אל היעד ארוך הטווח של הממשלה: להשיג לאורך זמן יציבות מחירים, כמקובל במדינות המתועשות. לעומת זאת בחודשים ספטמבר עד נובמבר הואץ קצב עלייתם של המחירים, בגלל הפיחות החד והחריג של השקל מאמצע אוגוסט. בעקבות העלאת ריבית חדה בחודש נובמבר והרגיעה היחסית שהשתררה בשווקים הפיננסיים בעולם, מצביעים מדדי דצמבר 1998 עד פברואר 1999 על היחלשות ממשית בלחצים לעליות מחירים. התפתחותם של מדדי מחירים מרכזיים במשך במהלך השנה דומה לזו של מדד המחירים לצרכן (לוחות ג'–1 וג'–2).
האתגר המרכזי של המדיניות בתחום האינפלציה השנה היה בתחילה להבטיח כי ההאטה הניכרת בקצב עליית המחירים ב־12 החודשים שעד אוגוסט תתבסס כירידה של

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

סביבת האינפלציה לשיעור של כ-4 אחוזים, ולאחר-מכן – כי עליית המחירים בתקופה האחרונה תהיה רק זעזוע זמני, ולא תחילתה של האצה באינפלציה. על פי מרבית האינדיקציות שבידינו נראה כי האצת המחירים היא אכן זמנית, ומסתמנת חזרה לשיעורי האינפלציה ששררו במשך מספטמבר 1997 עד אוגוסט 1998, זאת כתוצאה מתגובת המדיניות המוניטרית שאותה על המשך מחויבותה להשגת שיעורי אינפלציה נמוכים. בהערכה זו תומכים גם תנאי הרקע – המיתון בביקושים ובפעילות, ירידת מחירי חו"ל והרגיעה היחסית שהשתררה בשווקים הפיננסיים בעולם בתחילת 1999.

חשיבותו של תהליך הורדת האינפלציה הנמוכה וההתקדמות לקראת יציבות מחירים היא בתרומתם ליצירת תנאים לצמיחה בת-קיימא ולשילוב של המשק הישראלי בכלכלה העולמית. לשם כך מן ההכרח לשמור על משמעת מוניטרית, ולמקד את המדיניות בתוואי היורד של האינפלציה בהתאם להחלטות הממשלה. כן נדרשת שמירה על משמעת תקציבית לאורך זמן, שתבטא בהקטנת הגירעון באמצעות צמצום משקלן של הוצאות הממשלה בתוצר, ותאפשר הורדה של נטל המס. אלה בשילוב עם שינוי בהרכב התקציב בכיוון של הגדלת השקעות בתשתית ושינויים מבניים במשק, יביאו להגברת התחרותיות,

מינואר עד אוגוסט עלה המדד בכ-4 אחוזים במונחים שנתיים, ואילו בחודשים ספטמבר עד נובמבר הוא קצב עלייתם של המחירים, בגלל הפיחות החד והחריג.

לוח ג'-1

התפתחות המחירים ושיערי החליפין במהלך השנים, 1996 עד 1999
(שיעורי השינוי במונחים שנתיים, אחוזים)

התקופה שלאחר הפיחות	תקופת הפיחות המואץ	תקופת האינפלציה		השנתי			
		של 3 אחוזים	של 10 אחוזים	1998	1997	1996	
דצמבר 1998 עד פברואר 1999	ספטמבר עד נובמבר 1998	ספטמבר 1997 עד אוגוסט 1998	ינואר עד אוגוסט 1997				
-4.6	25.3	3.2	9.8	8.6	7.0	10.6	מדד המחירים לצרכן
2.1	23.3	3.8	7.8	8.5	6.7	10.1	המדד בניכוי הפירות והירקות והדיור
4.9	23.1	3.8	10.1	8.8	7.8	10.2	המדד ה"מנוכה" ¹
-3.6	35.1	1.2	7.3	8.2	5.9	7.0	מדד המחירים הסיטוניים
-21.9	32.3	1.3	13.8	8.8	7.5	13.2	מדד מחירי הדיור
-0.4	32.0	2.5	6.4	8.7	5.8	8.3	מדד מחירי המוצרים הסחירים
-7.2	21.7	3.5	11.8	8.6	7.7	12.0	מדד מחירי המוצרים הלא-סחירים
							מדד מחירי המוצרים הסחירים
3.2	30.5	2.8	9.9	9.1	7.6	8.9	ללא ההלבשה וההנעלה
							מדד מחירי המוצרים הלא-סחירים
3.9	15.2	5.2	9.2	8.1	7.9	11.8	בניכוי הפירות והירקות והדיור
-14.2	68.8	5.0	11.8	18.2	7.9	5.0	הדולר
-17.2	86.3	4.9	4.3	20.6	3.7	3.0	סל המטבעות

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

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

פרק ג', המחירים

לעלייה בפריז ולחקטנת הלחצים לעליות מחירים. לשם כך חשוב שמדיניות השכר בסקטור הציבורי תתיישב עם יעדי האינפלציה והתקציב של הממשלה.

* * *

מספר גורמים מקרורכלליים עיקריים פעלו השנה להאטת קצב עלייתם של המחירים: המשמעת המוניטרית נשמרה – במטרה לבסס את הירידה בסביבת האינפלציה ולמנוע מעליות המחירים בחודשים האחרונים של השנה להתפתח להאצה מתמשכת בקצב האינפלציה; רמת הריבית הריאלית על מקורות בנק ישראל (שרשמה תנודתיות רבה במהלך השנה) עמדה על 6 אחוזים בממוצע. המדיניות המקרורכללית, המשך המיצוי הכמותי של גל העלייה ואי הוודאות הביטחונית-מדינית (כמוסבר בפרק ב') תרמו להמשך ההאטה בביקושים המקומיים, שלהם השפעה מרכזית על התפתחות המחירים. נוסף על כך הצטמצמו הביקושים העולמיים, בגלל הזעזועים והמשברים הפיננסיים שפקדו את שוקי העולם. האטת הביקושים המקומיים והעולמיים הביאה לירידה נוספת בקצב הצמיחה, והדבר התבטא בעלייה נוספת של שיעור האבטלה ובהעמקתה – גורם שתורם אף הוא להאטת קצב עליית המחירים, בהשפעתו הממתנת על הביקושים ועל השכר. מתחילת שנת 1996 תומכת גם התפתחות מחירי היבוא (בדולרים) בירידת קצב עלייתם של המחירים; השנה בלטה במיוחד הירידה החדה במחירי הדלק וחומרי הגלם האחרים.

המדיניות הפיסקלית מצטיירת כניטרלית השנה מבחינת השפעתה על השינוי בביקוש המצרפי ובפעילות (כמוסבר בפרק ה'), וככל הנראה לא האיצה את קצב עליית המחירים, אך גם לא תמכה בירידה נוספת של קצב האינפלציה בטווח הקצר או בטווחים ארוכים יותר. מחד גיסא, הממשלה עמדה ביעד הגירעון הכולל השנתי, והנחת המחירים בתקציב המדינה תאמה את יעד האינפלציה שנקבע; מאידך, מתברר כי העמידה ביעד הגירעון נבעה בחלקה מגידול בלתי-מתוכנן של הכנסות בנק ישראל, וכי גדלו הגירעון המקומי והכולל של הסקטור הציבורי, ואף יחס החוב לתוצר – גורמים שלא תמכו בירידה נוספת של האינפלציה. כן גדלה ההוצאה לצריכה ציבורית בשיעור העולה על קצב גידולו של התוצר, וחלק מגידולה הוא בעל אופי מתמיד.

מצד השכר פחתו השנה הלחצים לעליית מחירים; קצב העלייה של השכר הנומינלי לשעת עבודה בסקטור העסקי הואט בהשוואה לאשתקד. מבחינת התפתחות השכר לשעת עבודה, בניכוי תוספת היוקר ובניכוי העלייה בפריז העבודה, מצטיירת תמונה דומה. יתירה מזאת עלות העבודה ליחידת תוצר בסקטור העסקי, אף ירדה, לאחר עלייתה בשנתיים הקודמות.

בהתפתחות שער החליפין והציפיות לאינפלציה השנה יש להבחין בין שתי תת-קופות – ינואר עד יולי ואוגוסט עד נובמבר. בתקופה הראשונה תמכו שני הגורמים בהפחתת הלחצים לעליות מחירים: שער החליפין נע רוב הזמן סמוך לגבולה התחתון של רצועת הניוד, ואומדני הציפיות לאינפלציה ירדו ירידה תלולה; בחודשים אוגוסט עד נובמבר עלה שער החליפין עלייה תלולה, שבעקבותיה עלו מאוד אומדני הציפיות לאינפלציה, והואץ מייד קצב עלייתם של המחירים. אף שהתמסורת המיידית מהפיחות החדה למחירים הייתה גדולה, נראה שהיקפה הכולל לא יהיה גדול ביחס לאפיזודות קודמות בשנות התשעים; זאת משום שתגובת המדיניות המוניטרית – העלאת ריבית חדה בנובמבר, שאותה על המשך המחויבות להשגת שיעורי אינפלציה נמוכים – על רקע המיתון והייסוף בשערי המטבעות בסוף 1998 ובתחילת 1999, פועלת לצמצום היקפה הכולל של התמסורת באפיזודה זו.

מדצמבר 1998 עד פברואר 1999 ירדו המחירים, ומסתמנת חזרה לשיעורי אינפלציה נמוכים.

להאטת קצב עלייתם של המחירים פעלו השנה המדיניות המוניטרית וכן תנאי הרקע – האטת הביקושים המקומיים והעולמיים וירידת מחירי חו"ל.

המדיניות הפיסקלית, ככל הנראה, לא האיצה את קצב עליית המחירים, אך גם לא תמכה בירידה נוספת של האינפלציה.

מצד השכר פחתו השנה הלחצים לעליית מחירים.

מינואר ועד יולי תמכו התפתחות שער החליפין והציפיות לאינפלציה בהפחתת הלחצים לעליות מחירים. לעומת זאת מאוגוסט עד נובמבר עלה שער החליפין עלייה תלולה, ובעקבותיו – הציפיות לאינפלציה וקצב עלייתם של המחירים.

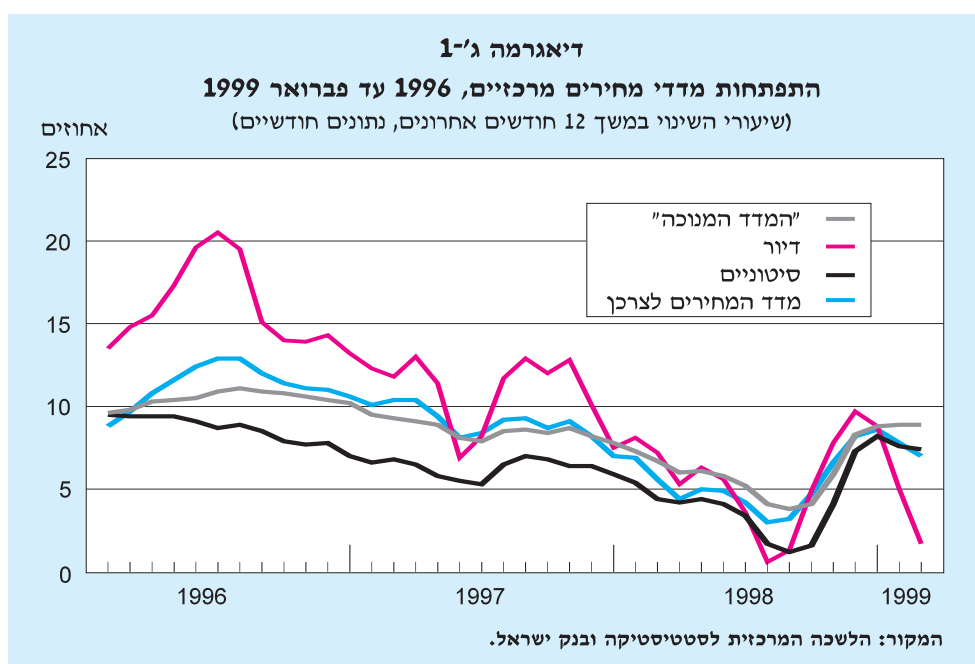
בנק ישראל, דין וחשבון 1998

הדבר ניכר בהתמתנות הציפיות לאינפלציה לקראת סוף השנה, ובירידה של מדדי המחירים בחודשים דצמבר 1998 עד פברואר 1999 (1.1- אחוזים).

2. ההתפתחויות במהלך השנה

בחודשים ינואר עד אוגוסט, בהמשך למגמה שהחלה בשליש האחרון של 1997, נרשמה ירידה ניכרת בקצב עליית המחירים, שהתבטאה בכל מדדי המחירים המרכזיים במשק והפתיעה בעוצמתה (לוח ג'-1 ודיאגרמה ג'-1): קצב עלייתו של מדד המחירים לצרכן הואט ל-3.9 אחוזים בחישוב שנתי¹; התמתנו המדדים המנכים סעיפים עונתיים ותנודתיים, בהם, לדוגמה, המדד המנכה את הפירות והירקות והדיר, שעלה ב-3.3 אחוזים; מדד המחירים הסיטוניים כמעט לא עלה באותה תקופה; התמתנו קצבי העלייה של המדדים הנגזרים מהחשבונאות הלאומית – ביניהם מדד מחירי השימושים המקומיים, שעלה במחצית הראשונה של השנה ב-3.5 אחוזים בממוצע, לעומת 8.3 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד. הירידה בקצב עליית המחירים הקיפה גם את כל רכיביו של מדד המחירים לצרכן. בולטת במיוחד ההאטה בקצב עלייתו של מדד מחירי הדיר – מ-13.8 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד ל-4.1 אחוזים בתקופה הנדונה. גם בחישוב שיעורי העלייה השנתיים הממוצעים של מדדי המחירים בולטת הירידה: מדד המחירים לצרכן, למשל, ירד מ-9 אחוזים ב-1997 ל-5.4 אחוזים ב-1998 (לוח ג'-2). ציפיות הציבור לאינפלציה, המשפיעות על התפתחות המחירים בפועל, ולפיכך משמשות אינדיקציה לסביבת האינפלציה, רשמו ירידה חדה ומתמשכת לשיעור הנמוך ביותר מאז החלו גוזרים אותן מנתוני שוק ההון – מ-9 אחוזים בדצמבר

מינואר עד אוגוסט 1998, בהמשך לשליש האחרון של 1997, ירד קצב עלייתם של כל מדדי המחירים המרכזיים, ואומדני הציפיות לאינפלציה ירדו ירידה ניכרת ומפתיעה בעוצמתה.



- 1 קצבי עלייתם של שאר המדדים המוזכרים בפיסקה זו מובאים גם הם במונחים שנתיים.
- 2 אומדני הציפיות לאינפלציה לאופק של 12 חודשים נגזרות משוק איגרות החוב ומחושבות בהנחת פטור מלא ממס. כדי ללמוד על אופן גזירת הציפיות ועל הבעייתיות התיאורטית והמעשית הכרוכה בכך, ניתן

לוח ג'-2

אינדיקטורים לסביבת האינפלציה, 1992 עד 1998
(שיעורי השינוי הממוצעים במונחים שנתיים, אחוזים)

						ממוצע סטיית רב־שנתי התקן							
1998		1997				-1992	-1992						
חצי שנתי		חצי־שנתי		1998	1997	1996	1996	1996	1995	1994	1993	1992	
א	ב	א	ב										
2.4	9.1	7.9	9.2	5.4	9.0	0.9	11.3	11.3	10.0	12.3	10.9	11.9	מדד המחירים לצרכן
3.4	8.3	9.0	7.7	6.0	8.6	1.1	9.5	10.5	9.3	8.6	8.3	10.9	המדד ה"מנוכה" ¹
3.1	8.1	7.7	7.6	5.5	8.3	1.3	9.8	10.2	9.3	8.7	9.0	11.9	המדד בניכוי הפירות והירקות והדיור
2.8	9.0	8.5	9.7	5.8	9.4	1.0	11.6	11.6	10.2	12.9	11.2	12.1	המדד בניכוי ההלבשה וההנעלה
1.7	6.5	7.0	6.0	4.2	6.3	1.3	9.1	8.6	10.7	7.9	8.2	10.2	מדד המחירים הסיטוניים
1.0	9.2	7.1	6.5	4.5	7.0	1.4	8.6	9.0	8.1	7.8	7.3	10.9	מדד המוצרים הסחירים
3.2	9.0	8.4	10.8	5.9	10.2	1.4	12.9	12.6	11.4	15.1	12.8	12.5	מדד המוצרים הלא־סחירים
1.9	9.2	10.3	12.0	5.7	10.8	4.8	16.9	15.9	14.3	23.6	19.3	11.2	מדד הדיור
													מדד מחירי המוצרים
4.5	5.6	6.9	8.2	5.3	9.1	1.7	11.2	11.2	9.3	10.2	11.2	13.9	המבוקרים והמפוקחים
3.5	9.0	7.1	8.3	5.7	7.7	1.0	11.9	9.6	10.5	12.1	10.9	11.7	מדד מחירי השימושים המקומיים
6.0	8.9	7.6	9.0	7.1	8.9	1.5	11.3	11.2	8.9	12.7	11.6	12.3	מדד מחירי התוצר המקומי הגולמי
5.5	11.0	8.3	8.6	7.5	9.2	2.1	9.4	10.0	6.4	8.5	10.3	12.0	מדד מחירי התוצר המקומי העסקי
2.4	9.3	6.8	7.7	5.1	7.8	2.5	9.9	10.2	5.6	11.7	10.9	11.3	מדד מחירי הצריכה הפרטית
9.2	5.1	4.6	8.5	7.0	7.8	5.1	15.2	10.9	22.9	18.0	11.5	12.8	מדד מחירי הצריכה הציבורית

* שבעת הנתונים האחרונים נגזרים מנתוני החשבונאות הלאומית.

1) המדד ה"מנוכה" – מדד המחירים לצרכן מנוכה סעיפי הפירות והירקות, ההלבשה וההנעלה והמוצרים שמחיריהם נקבעים בידי הממשלה. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

1997 לפחות מ־5 אחוזים ממאי עד יולי 1998 – ומנתוני סקר החברות הנערך בבנק ישראל. בתחזיות האינפלציה של החוזאים העסקיים יִרשמה ירידה לשיעורים נמוכים עוד יותר (דיאגרמה ג'-2). במקביל לכך שינה הציבור את הרכב תיק נכסיו – הגדיל את הרכיב הלא־צמוד והאריך את תקופות ההפקדה במגזר זה.

ההתפתחויות בתקופה זו הצביעו על ירידה בסביבת האינפלציה ועל התקרבות המשק הישראלי בקצב מהיר ליעד ארוך הטווח של הממשלה – להשיג לאורך זמן יציבות מחירים

המשק הישראלי התקרב
בקצב מהיר ליעד ארוך
הטווח של הממשלה –
להשיג לאורך זמן יציבות
מחירים כמקובל במדינות
המתועשות.

לעייין בתיבה ג'-2 בדין וחשבון של בנק ישראל לשנת 1995.

3 תחיות האינפלציה לאופק של 12 חודשים של המחלקות הכלכליות בבנקים המסחריים ושל מספר חברות העוסקות ביעוץ כלכלי ובחזיון. מדדי חזאים עסקיים מפורסמים באופן סדיר, בין היתר, בבנקים המרכזיים של ארה"ב (פילדלפיה), באנגליה, בקנדה ובשוודיה. להרחבה ראה ר' אמיר (1998). "אמידת הציפיות לאינפלציה של הציבור בישראל". הוצג בכנס של מחלקת המחקר בנושא אינפלציה, מדיניות מקררכלכלית ומנגנוני תמסורת (קיץ 1998).

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

כמקובל במדינות המתועשות. על רקע זה נקבע יעד האינפלציה ל-1999 בשיעור של 4 אחוזים, שיפוע הגבול התחתון של רצועת ניוו שער החליפין מותן מ-4 אחוזים ל-2 אחוזים, ובעקבות זאת הורדה ריבית בנק ישראל ב-1.5 נקודות אחוז. על רקע הצמצום בפערי הריביות החל פיתוח בשער החליפין (עד כדי אחוז וחצי) והוא שכך לקראת אמצע אוגוסט; אולם אז פרץ משבר חריף ברוסיה, שקדם לו המשבר המתמשך במזרח אסיה, ובעקבותיו התעוררה סכנה למשבר פיננסי גם במדינות דרום אמריקה, ובעיקר בברזיל. התפתחויות אלו גרמו להתערערות היציבות הפיננסית בעולם, והדבר בא לידי ביטוי גם בשוקי ההון, הכספים והמטבעות בישראל. מסוף אוגוסט ועד סוף נובמבר – בעיקר בעשרת הימים הראשונים של אוקטובר, על רקע ההדרדרות של קרן הגידור LTCM והשפעתה על שאר המשקיעים בשווקים המתעוררים – פוחת שער של השקל בכ-14 אחוזים מול הדולר ובכ-17 אחוזים מול סל המטבעות. (הרחבה על הסיבות לפיחות ראה בפרק ז).

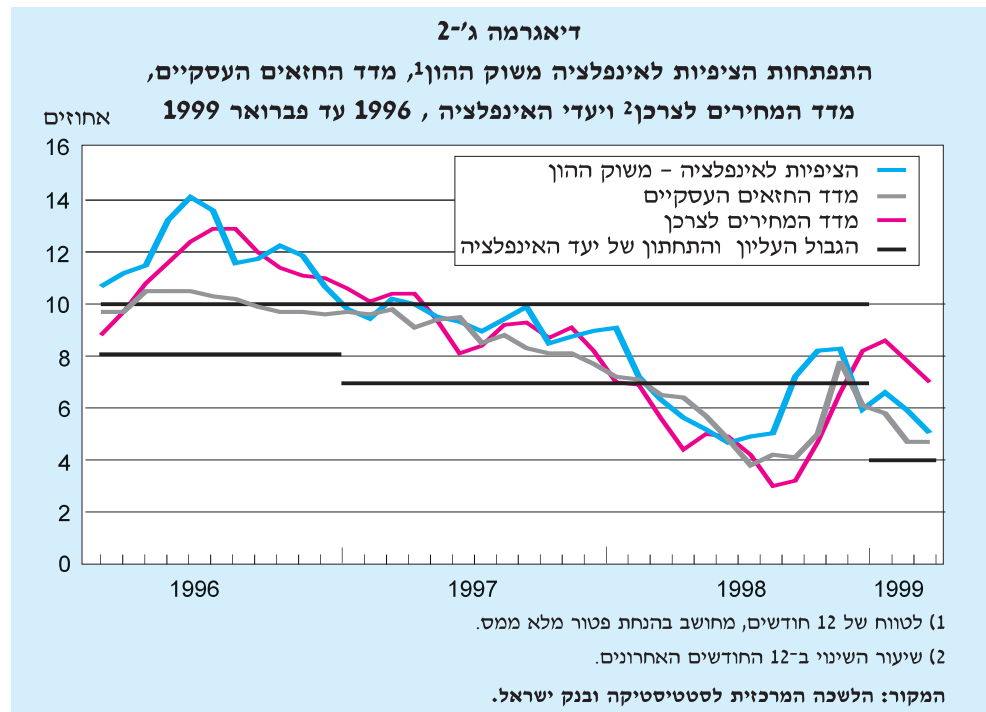
מסוף אוגוסט ועד סוף
נובמבר – בעיקר בעשרת
הימים הראשונים של
אוקטובר – פוחת השקל
בכ-14 אחוזים מול הדולר
ובכ-17 אחוזים מול סל
המטבעות.

בהתחשב בגודל הפיחות, במאפייני המשק הישראלי – משק קטן ופתוח, שאינו יכול להשפיע על המחיר העולמי ("price taker") – ובהערכה כי הפיחות, לפחות בחלקו, עלול להתמיד, היה ניתן לצפות להתאמה, לפחות חלקית, של מחירי המוצרים הסחירים למחירים השקליים של היבוא והיצוא. למעשה הייתה צפויה גם עלייה מסוימת של מחירי המוצרים הלא-סחירים, שכן מחיריהם של שירותים רבים ומוצרים לא-סחירים אחרים במשק נקובים בדולרים. נוהג זה החל בשנות האינפלציה הגבוהה (תחילת שנות השמונים) – כאמצעי לשימור מחיריהם הריאליים של אותם מוצרים ושירותים בטווח הקצר – ובמידה מסוימת הוא עדיין קיים. כך עלו מייד מחיריהם של שירותים משפטיים, דירות, שכר הדירה, חתונות, שירותי הארחה, שירותי החזקת דירה וכו'. תגובתם המיידית של המחירים לפיחות הנוכחי חלשה יחסית לתגובתם בשנות השמונים, אולם חזקה מתגובתם לפיחותים קודמים בשנות התשעים. מספטמבר ועד נובמבר 1998 עלו מחירי המוצרים הסחירים ב-7.2 אחוזים, מחירי המוצרים הלא-סחירים עלו ב-5.0 אחוזים, ואלה בניכוי פירות, וירקות ודיוור – ב-3.6 אחוזים. נשאלת השאלה מהי הסיבה להאמרת מחירי המוצרים, במיוחד כשמביאים בחשבון את העמקת ההאטה הכלכלית, את הגמשת משטר שער החליפין ואת שאר תנאי הרקע במשק, הפועלים ליצירת פיחות ריאלי ולהקטנת התמסורת משער החליפין למחירים. ייתכן שהסיבה נעוצה בגודל הפיחות ובהערכה שהוא (לפחות בחלקו) יתמיד, בשילוב עם החשש כי הוא יתגלגל לעלייה בשיעור האינפלציה כמו בשנות השמונים, שבהן שררו שיעורי אינפלציה גבוהים. פיחות כה גדול בתקופה כה קצרה, שמתרחש בהפתעה וללא התערבות בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, הוא אירוע חריג, לפחות בעשור האחרון, ולכן נודע גם לכלל משקי הבית ולגופים כלכליים קטנים. אלו חששו כי נחזור לסביבת אינפלציה גבוהה יותר, והעלו מייד את המחירים. במהלך שלושת החודשים ספטמבר עד נובמבר עלו למעשה רוב מדדי המחירים המרכזיים במשק יותר מאשר בשנים עשר החודשים הקודמים (לוח ג'-1 ודיאגרמה ג'-1). מדד המחירים לצרכן עלה ב-5.8 אחוזים, המדדים המנכים השפעות של טווח קצר עלו בשיעורים דומים, ומדד המחירים הסיטוניים עלה ב-7.8 אחוזים – פי חמישה מאשר ב-12 החודשים הקודמים. כן עלו עלייה תלולה אומדני הציפיות לאינפלציה, כפי שהם נגזרים משוק ההון, וזאת תוך תנודתיות רבה. סביר שחלק מהעלייה הנמדדת בציפיות ביטא את עלייתה של פרמיית הסיכון בשוק ההון, בהשפעת האירועים בעולם ובישראל. בתחזיות האינפלציה של החזאים העסקיים נרשמה עלייה מתונה יותר (דיאגרמה ג'-2).

גודל הפיחות וסיבותיו,
בשילוב עם החשש כי
עליות המחירים יתגלגלו
להאצה אינפלציונית, ועם
הרגלים שמקורם בשנות
האינפלציה הגבוהה, פעלו
להגדלת התמסורת
המיידית משער החליפין
למחירים.

4 ראה דיאגרמה בתיבה ו'4 בפרק ו', המתארת את עליית פרמיית הסיכון על איגרות חוב של מדינות שונות, ביניהן ישראל.

פרק ג', המחירים



כדי למנוע את גלגולן של עליות המחירים החריגות להאצה אינפלציונית, הועלתה ריבית בנק ישראל (בסוף אוקטובר ובאמצע נובמבר) בשיעור מצטבר של 4 נקודות האחוז. (ראה פרק ז'). תגובת המדיניות המוניטרית, המאותתת על המשך מחויבותה להשגת שיעורי אינפלציה נמוכים, על רקע ההאטה המתמשכת בפעילות, צפויה לפעול לצמצום התמסורת משער החליפין למחירים. הדבר כבר בא לידי ביטוי בהתמתנות אומדני הציפיות לאינפלציה באמצע נובמבר, בייסוף קל של שער השקל מול הדולר וסל המטבעות בדצמבר ובמדד המחירים לצרכן, שעלה בשיעור זעיר בדצמבר, ירד בחצי אחוז בינואר 1999, וב-0.8 אחוזים נוספים בפברואר. יתר על כן, רוב החזאים העסקיים צפו, עוד בתקופת הפיחות המואץ, שההאצה במחירים תהיה זמנית, ובתחילת שנת 1999 הם חזו אינפלציה גבוהה במעט מהיעד שנקבע לשנה זו (4 אחוזים). בחודשים האחרונים ירד קצב האינפלציה החזוי על ידי החזאים העסקיים, במקביל לירידת המחירים והציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון.

* * *

לסיכום, בשמונת החודשים הראשונים של השנה, בהמשך לשליש האחרון של 1997, ניכרה ירידה של סביבת האינפלציה. נראה שההאצה במחירים בחודשים ספטמבר עד נובמבר 1998 היא בבחינת זעזוע זמני ברמת המחירים, ולא שינוי במגמתו של תהליך האינפלציה; בהערכה זו תומכים המשמעת המוניטרית, שנשמרת תוך התמקדות ביעדי האינפלציה לטווחים הקצר והארוך, כפי שנקבעו בידי הממשלה, והמשך ירידתם של מחירי היבוא, על רקע ההאטה בפעילות הכלכלית, שצפויה לבלום האצה מתמשכת בקצב עליית המחירים. נראה שהתמתנות קצב עלייתם של מדד המחירים לצרכן ומדדי מחירים מרכזיים רבים אחרים בסוף 1998 ובתחילת 1999 היא אינדיקציה ראשונית לכך. עם זאת, על רקע הגלובליזציה והשתלבותו של המשק הישראלי בכלכלה העולמית, נוצרת פגיעות מסוימת של סביבת האינפלציה, וזעזועים משמעותיים בארץ או בחו"ל עלולים להתבטא

תגובת המדיניות
המוניטרית – העלאת
ריבית חדה בחודש
נובמבר – פעלה למניעת
האצה אינפלציונית
ולצמצום היקפה הכולל
של התמסורת.

על פי מרבית
האינדיקציות, עליות
המחירים מספטמבר עד
נובמבר 1998 הן בבחינת
זעזוע זמני ברמת
המחירים, ולא שינוי
במגמתו של תהליך
האינפלציה.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

בשינוי חד בקצב עלייתם של המחירים. לכן במידה שהמדיניות הפיסקלית ומדיניות השכר יתיישבו עם מסלול ירידת האינפלציה בהתאם ליעדי הממשלה, ותגבש הסכמה רחבה סביב הצורך בתהליך הורדת האינפלציה – יגברו האמינות והיעילות של המדיניות המוניטרית, ויקטנו פגיעות המשק לזעזועים ועלותו של התהליך.

3. הגורמים להתפתחות המחירים

א. התמסורת משער החליפין למחירים

מקדם התמסורת משער החליפין למחירים בטווח הקצר שונה ממדינה למדינה, ועשוי אף להשתנות בין תקופות שונות באותו משק. בישראל במחצית הראשונה של שנות השמונים הייתה התמסורת מלאה ומיידית, ומאז היא נחלשה; זאת בעיקר על רקע הירידה בסביבת האינפלציה והיחלשות מנגנוני ההצמדה, ומשנות התשעים – גם על רקע הגמשה הדרגתית של משטר שער החליפין, שהתבטאה בעיקר בהרחבה משמעותית של רצועת הניוד ובהימנעות בנק ישראל, בשלוש השנים האחרונות, מהתערבות במסחר במטבע חוץ כל עוד שער החליפין אינו עומד לחרוג מגבולות הרצועה.

תגובתם המיידית של המחירים לפיחות החד, שנרשם מסוף אוגוסט ועד סוף נובמבר השנה הייתה אמנם חלשה מאשר במחצית הראשונה של שנות השמונים – תקופת האינפלציה הגבוהה – אך חזקה ביחס לאפיזודות קודמות בשנות התשעים. כיוון שעבר רק זמן מועט מאז הפיחות הגדול, ויש השפעות בפיגור של שער החליפין על המחירים, אופפת איודאות את היקף התמסורת במקרה הנוכחי. להלן נמנה מספר גורמים מקורכלכליים התומכים בתמסורת נמוכה.

מכמה מודלים אקונומטריים למשק הישראלי בשנות התשעים⁵ עולה, כי בתקופות של עלייה בשיעור האבטלה יורד מקדם התמסורת. כך הוא היה בשנת 1992 מעט מעל 0.2, בשנים 1993 ו-1994 הוא עלה בהדרגה, ובשנת 1995, שבה התעסוקה הייתה כמעט מלאה, הוא הגיע לכ-0.5. בממוצע נאמדת התמסורת בכ-0.4, והשפעתה נפרסת על פני שני רביעים. עליית שיעור האבטלה באפיזודה הנוכחית תורמת משמעותית, ואף יותר מאשר בעבר, להקטנת התמסורת משער החליפין למחירים, שכן היא נובעת מהתכווצות הביקושים ומההאטה בפעילות – מצב שבו קשה בלאו הכי למכור מוצרים⁶; זאת בניגוד לשנת 1992, למשל, שבה הייתה גיאות בביקושים ובצמיחת התוצר, והעלייה באבטלה נבעה מזעזוע אקסוגני – גל העלייה, שהגדיל את היצע כוח העבודה.

המשמעת המוניטרית, שהופעלה במשך תקופה ארוכה, וצברה אמינות בנחישות להוריד את קצב האינפלציה, פעלה להחלשת התמסורת משער החליפין למחירים; להחלשתה פעלה, במידת מה, גם המשמעת הפיסקלית, ששוקמה בשנת 1997, ונשמרה באופן יחסי השנה.

מקדם התמסורת משער החליפין למחירים שונה ממדינה למדינה, ועשוי אף להשתנות בין תקופות שונות באותו משק.

התמסורת בשנות התשעים נאמדת בממוצע בכ-0.4, והשפעתה נפרסת על פני שני רביעים.

התכווצות הביקושים והפעילות תרמו להקטנת התמסורת באפיזודה הנדונה.

5 ראה: Leiderman, L. and Bufman, G. (1995), Searching for Nominal Anchors in Shock-Prone Economies in the 1990s: Inflation Targets and Exchange Rate Bands. *The Pinhas Sapir Center For Development, Tel Aviv University*, Discussion paper No. 4-95, November 1995. וגם תזכיר פנימי של מחלקת המחקר בבנק ישראל, שכתבה ה' בראור (1998).

6 כאשר קשה למכור מוצרים, נוטים היבואנים והיצואנים לספוג את התנודות בשער החליפין כדי שלא לאבד נתח שוק (pricing to market), גם אם הדבר יביא לשחיקה מסוימת במקדם הרווחיות (adjustment markup).

פרק ג', המחירים

צעדי המדיניות שננקטו בתחום תנועות ההון ומשטר שער החליפין⁷ פעלו ופועלים להקטנת התמסורת, משום שהם תרמו להערכה כי מדובר בהגמשתו של משטר שער החליפין. ניתן לצפות כי במצב זה יורגל השוק לתנודות חדות ותכופות בשערי החליפין, וייחלש הקשר בין מחיר הנכסים הפיננסיים למחירי המוצרים, לפחות אלו הלא־סחירים. (הניסיון בקנדה, באירלנד, ובמדינות מתועשות נוספות מלמד כי במעבר משער חליפין קבוע לנייד מקדם התמסורת אכן ירד.)

לעומת זאת ישנם באפיוזודה הנוכחית מספר גורמים הפועלים לחיזוקה של התמסורת משער החליפין למחירים:

מקדם התמסורת מושפע מתכיפות השינויים בשער החליפין, מגודל הפיחות, ומאופיו – תמידי או זמני – כפי שהוא נתפס על ידי השחקנים בשוק. במידה שמדובר בשינויים גדולים יחסית בשער החליפין, המתרחשים לעיתים רחוקות, ונתפסים כמתמידים, יש לכאורה לגיטימציה לפתיחת חוזים, ולהעלאת שכר ומחירים.⁸ באפיוזודה הנדונה היה הפיחות חד וחריג בגודלו, והתרחש ללא התערבות של הבנק המרכזי בשוק מטבע החוץ – אירוע שלא היה כמותו במשק הישראלי בשנות התשעים. פיחות זה אף נתפס לפחות בחלקו כמתמיד, בהיותו חלק מוזעזע פיננסי עולמי, שהתבטא, בין היתר, בהידרדרות קרן הגידור LTCM, ובעקבותיה "בריחה" של שאר המשקיעים משווקים מתעוררים. זאת על רקע המשבר החריף ברוסיה, שקדם לו משבר מתמשך במזרח־אסיה, אשר בעקבותיו התעוררה סכנה למשבר פיננסי גם במדינות דרום־אמריקה. גודל הפיחות וסיבותיו, בשילוב עם החשש כי עליות המחירים יתגלגלו להאצה אינפלציונית, ועם הרגלים שמקורם בשנות האינפלציה הגבוהה, פעלו להגדלת התמסורת המיידית. ביטוי לכך ניתן לראות בעלייה התלולה של הציפיות לאינפלציה, גם לטווחים הארוכים, וגם בניכוי עליות המחירים הצפויות בחודשים שלאחר הפיחות.

תגובת המדיניות המוניטרית – העלאה חדה של הריבית בחודש נובמבר – פועלת לצמצום היקף התמסורת, בין היתר, באותתה על המשך המחויבות להשגת שיעורי אינפלציה נמוכים. הדבר ניכר בהתמתנות הציפיות לאינפלציה לקראת סוף שנת 1998, בהאטה משמעותית של קצב עליית המחירים בדצמבר 1998 ובירידתם בתחילת 1999. נראה אפוא שאפיוזודה זו תתאפיין בגידול של מהירות התמסורת, אך לא של היקפה.

ב. גורמי המדיניות

(1) משטר יעדי האינפלציה

הורדת קצב האינפלציה בישראל נחשבת בעיני מעצבי המדיניות הכלכלית כיעד ארוך טווח של מדיניותם. יציבות מחירים היא תנאי מרכזי לצמיחה בתקיימא ולשילובו של המשק הישראלי בכלכלה העולמית, שכן קצב האינפלציה בעולם הולך ויורד בעשור האחרון, ובמדינות המפותחות הוא עומד על אחוז עד שניים בממוצע.

לפיכך, החל משנת 1992, מנוהלת המדיניות המוניטרית במסגרת משטר של יעדי אינפלציה, כמקובל במספר מדינות (שוודיה, פינלנד, קנדה, אוסטרליה, בריטניה, ניוזילנד,

7 ההרחבה המשמעותית של רצועת הנייד, השלמת צעדי הליברליזציה בשוק מטבע החוץ ואי־התערבותו הישירה של בנק ישראל במסחר במטבע חוץ.

8 ראו: Katseli, Louka T. (1986). "Discrete Devaluation as a signal to price setters: suggested evidence from Greece", in: Edwards, Sebastian (ed), Ahamed, Liaquat (ed). Economic adjustment and exchange rates in developing countries. Chicago and London: University of Chicago Press, pages 295-326.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

צ'ילה, מקסיקו והאיחוד המוניטרי האירופי), ובמסגרת משטר שער החליפין של רצועת ניוד אלכסונית, ששיפוע גבולה התחתון מותאם להפרש הצפוי בין יעד האינפלציה לקצב האינפלציה במדינות שישאל סוחרת עמן. יעד האינפלציה מוגדר במונחי שיעור העלייה של מדד המחירים לצרכן במהלך שנה קלנדרית, ומוכרז על ידי הממשלה במסגרת מכלול יעדיה הכלכליים. בנק ישראל פועל להשגת יעד האינפלציה באמצעות הכלים המוניטריים העומדים לרשותו.

מעבר ליעדי האינפלציה השנתיים, קבעה הממשלה בסוף 1996, כי יעד האינפלציה לשנת 2001 יהיה כמקובל במדינות ה-OECD. בעת קבלת ההחלטה עמד שיעור האינפלציה הממוצע במדינות אלו על 4.5 אחוזים, ומאז הוא ירד ירידה ניכרת. על רקע זה הוסיפה הממשלה וקבעה, באמצע שנת 1997 כיעד ארוך טווח של מדיניותה, שנדרשת "הורדה הדרגתית של האינפלציה במטרה להשיג לאורך זמן יציבות מחירים כמקובל במדינות המתועשות".

יעד האינפלציה שנקבע לשנת 1998 היה 7-10 אחוזים, בדומה ליעד לשנת 1997. ההחלטה התקבלה באמצע שנת 1997 – כשקצב האינפלציה השנתי עמד על 9.5-10 אחוזים; אולם ירידה תלולה של קצב עליית המחירים במהלך השליש האחרון של 1997 הביאה את שיעור האינפלציה באותה שנה לגבול התחתון של היעד שהוצב לה (7 אחוזים). לפיכך, בדיעבד, יעד האינפלציה שנקבע לשנת 1998 לא ביטא התקדמות נוספת במסלול המתיישב עם היעד ארוך הטווח של הורדת אינפלציה הדרגתית במטרה להשיג לאורך זמן יציבות מחירים כמקובל במדינות המתועשות. עם זאת, במהלך החודשים הראשונים של שנת 1998 – בהם נמשכה האטת קצב עליית המחירים לכ-4 אחוזים – מתחת ליעד שנקבע לשנה זו, פעל בנק ישראל לביסוס סביבת האינפלציה הנמוכה, בהתאם ליעד ארוך הטווח של הממשלה. לשנת 1999 קבעה הממשלה (בראשית אוגוסט 1998) יעד אינפלציה של 4 אחוזים, בין היתר בהשפעת קצב האינפלציה ב-12 החודשים שקדמו להחלטה. יעד אינפלציה נקודתי קשה להשגה יותר מתחום של יעד אינפלציה, שהיה נהוג בארבע השנים האחרונות; במיוחד בהתחשב בפגיעותו של המשק לזעזועים חיצוניים ובגורמים מקריים ועונתיים, המשפיעים על מדד המחירים לצרכן, ועלולים להביא לחריגה מהיעד בשנה מסוימת גם כשסביבת האינפלציה נמוכה (לוח ג'-3). עם זאת, יעד נקודתי עשוי להקטין במידת מה את אידהודאות סביב המדיניות המוניטרית, ואם הוא אמין, יש בו כדי להקל על גיבושם של הסכמי השכר ושל ציפיות הציבור לאינפלציה.

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

לשנת 1999 קבעה הממשלה יעד אינפלציה של 4 אחוזים, בהמשך להחלטתה (אמצע שנת 1997) על הורדה הדרגתית של האינפלציה במטרה להשיג לאורך זמן יציבות מחירים כמקובל במדינות המתועשות.

לוח ג'-3

יעדי האינפלציה והתפתחות האינפלציה בפועל, 1992 עד 1998
(שיעורי השינוי במהלך השנה, אחוזים)

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1992-1998 ¹
עד 14-15	10	8	11-8	10-8	10-7	10-7	יעד האינפלציה
9.4	11.2	14.5	8.1	10.6	7.0	8.6	עליית המדד בפועל
						9.9	

יעד האינפלציה ל-1999: 4 אחוזים.

(1) ממוצע.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

תיבה ג'-1: השינוי בשיטת חישוב מדד המחירים לצרכן משנת 1999 ואילך

מינואר 1999 ואילך מחושב מדד המחירים לצרכן על פי סל מעודכן של מוצרים ושירותים, המשקף את הרכב התצרוכת של האוכלוסייה בישראל, כפי שנמצא ב"סקר הוצאות משק הבית 1997". (המדד הקודם התבסס על "סקר הוצאות המשפחה 1992/93"). להרחבה ראה: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, "עדכון מדד המחירים לצרכן – 1999", 8.2.1999. יש כוונה לעדכן את המדד בעתיד בכל שנה, דבר שישפר את המדידה. השינוי העיקרי מתבטא במשקלות השונים המיוחסים למוצרים ושירותים בחישוב המדד. בולטת במיוחד הירידה בחשיבות היחסית של הדיור (מ-25.2 ל-21.4 אחוזים), וכן ירידה מסוימת במשקל המזון, הירקות והפירות וההלבשה וההנעלה; זאת לעומת עלייה ניכרת של משקל התחבורה והתקשורת (מ-15.1 ל-19.7 אחוזים) – בחלקה עקב צירופם של מוצרים חדשים כשירותי אינטרנט וטלפון סלולרי, ועלייה מסוימת של משקל החינוך, התרבות, והבידור.

במדד המעודכן נעשה, לראשונה, שימוש בשיטת מדידה חדשה של סעיף שירותי הדיור בבעלות דיירים (שיוחס לו משקל של 16 אחוזים, בהשוואה ל-13.8 אחוזים – משקלו המקורי במדד הקודם), וזאת על פי המלצות ועדה מקצועית שמינה הסטטיסטיקן הממשלתי. השיטה החדשה מודדת את השינויים בשכר הדירה על בסיס חוזי שכירות מתחדשים בלבד, וכדי להקטין את טעות הדגימה (הנובעת ממספר קטן של תצפיות חודשיות חדשות) מבוסס המדד על ממוצע נע דו-חודשי. בשיטה הקודמת חושב מדד הדירות בבעלות על פי ערך הדירות, ובכך עירב את מחיריהם של מלאי נכסים בחישובו של מדד המחירים לצרכן, האמור לייצג נאמנה את מחיריהם של זרמי הסחורות והשירותים הנצרכים בתקופה הנדונה. מעבר לקושי המושגי הייתה בעיה מעשית במדידת שירותי הדיור בבעלות דיירים בשיטה הקודמת: עקב הפיגור בנתוני סקר הדירות בבעלות נדרשה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לחשב אומדן לשינוי במחירי הדירות, שהתבסס באופן טכני על שיעור השינוי של הדולר ותשומות הבנייה למגורים. בחודש העוקב חושב המדד (בחלקו) על-פי נתוני אמת, והפער בינו לבין האומדן הכניס "רעש" ותנודתיות למדד הדיור וכן למדד המחירים לצרכן. להרחבה ראה תיבה ג'-3 בדו"ח בנק ישראל לשנת 1997.

בסעיף הדיור נכללים, כזכור – נוסף על מדד מחירי דירות בבעלות, המהווה רכיב מרכזי (כ-75 אחוזים) – שני רכיבים נוספים: מדד שכר הדירה (כ-20 אחוזים) ומדד הוצאות הדיור האחרות (כ-5 אחוזים). את מדד שכר הדירה תמשיך הלשכה לחשב בשיטה הקודמת, המבוססת ברובה על מחירי שכר הדירה של חוזים קיימים, שמכילים רכיב הצמדה אוטומטי לשיעור העלייה של שער הדולר. מוקדם לקבוע מה יהיה שיעור התמסורת משער הדולר למדד המחירים לצרכן המעודכן, אולם במידה שהמחירים בחוזי שכר הדירה המתחדשים – שעליהם מבוססת, כאמור שיטת המדידה החדשה של מחירי הדירות בבעלות – ימשיכו להיות נקובים בדולרים, יתורגמו תנודות בשער הדולר, ביתר מהירות ועוצמה מאשר בעבר, לתנודות בסעיף הדיור ובמדד המחירים לצרכן כולו.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

(2) המדיניות המוניטרית

קביעת רמתה של הריבית הנומינלית על מקורות בנק ישראל הפכה בשנים האחרונות לכלי מרכזי במדיניותו של הבנק. הצעדים בתחום הריבית ואמינותה של המדיניות המוניטרית תורמים להשגת יעד האינפלציה באמצעות השפעתם על הציפיות לאינפלציה, על תוואי שער החליפין, על קצב גידולם של הביקושים המקומיים ועל התרחבות המיצרפיים המוניטריים. במקביל לכך נמנע בנק ישראל מהתערבות ישירה במסחר במטבע חוץ בתוך גבולות הרצועה. (להרחבה ראה פרקים א' וז').

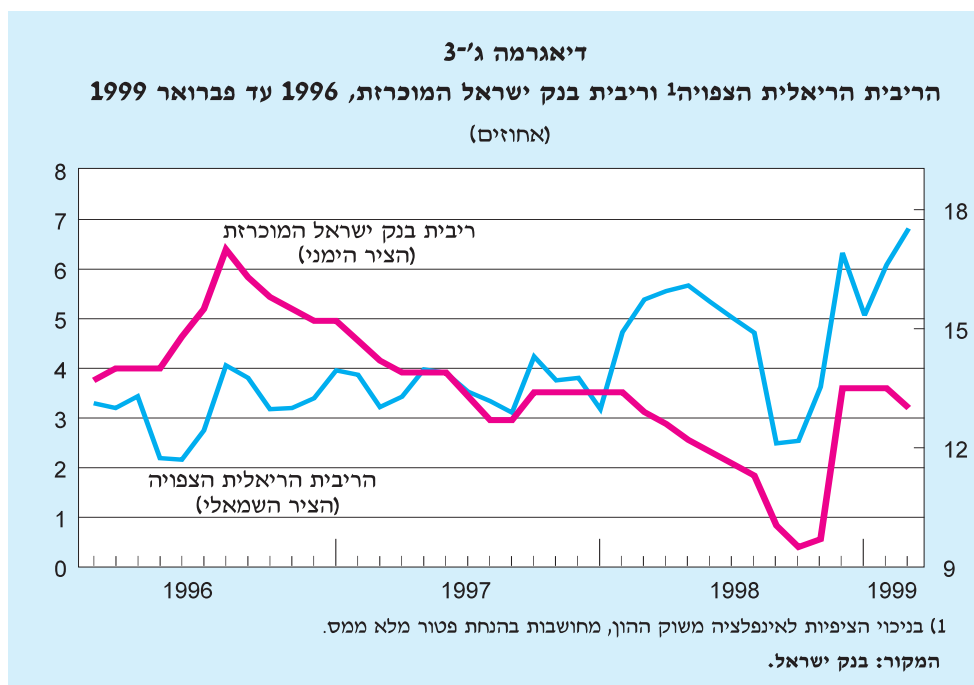
במהלך שמונת החודשים הראשונים של שנת 1998, שבהם הואט קצב האינפלציה השנתי לשיעור הנמוך מ-4 אחוזים, פעלה המדיניות המוניטרית לביסוס הירידה בסביבת האינפלציה; במסגרת זו הורדה ריבית בנק ישראל בהדרגה מ-13.6 אחוזים בינואר 1998 לכ-11 אחוזים בראשית אוגוסט. הירידה ההדרגתית של הריבית מנעה צמצום חד מדי של פערי הריביות בין ישראל לחו"ל (שהיה עלול להביא לגידולו של יצוא ההון); בכך היא תרמה להאטת עלייתו של שער החליפין, שנשאר במשך מרבית התקופה צמוד לגבולה התחתון של רצועת הניוד, ולהמשך התמתנותן של הציפיות לאינפלציה. להתמתנות קצב עלייתם של המחירים תרמו במידה ניכרת קצב עלייתו האיטי של שער החליפין והתמתנות הציפיות לאינפלציה, המושפעות כאמור מהמדיניות המוניטרית וכן מהתפתחות המחירים בפועל.

קצב ירידתן של הציפיות לאינפלציה היה מהיר מזה של הריבית הנומינלית, וכך האמירה הריבית הריאלית (ex-ante) מרמה של כ-5 אחוזים ב-1997 ליותר מ-7 אחוזים בשבעת החודשים הראשונים של 1998 בממוצע (דיאגרמה ג'-3). לעליית הריבית הריאלית היה חלק בהאטת קצב גידולם של השימושים המקומיים – בהמשך ההאטה בגידולה של הצריכה הפרטית, ובירידתה התלולה של ההשקעה, בהמשך לירידתה ב-1997. (להרחבה ראה פרק ב').

מינואר ועד ראשית
אוגוסט הורדה בהדרגה
הריבית הנומינלית.

קצב ירידתן של הציפיות
לאינפלציה היה מהיר
יותר.

עליית הריבית הריאלית
תרמה להאטת הביקושים
המקומיים.



פרק ג', המחירים

ב־8 באוגוסט – בעקבות הכרזת יעד האינפלציה ל־1999 ומיתון שיפוע הגבול התחתון של רצועת הניוד – הורדה הריבית הנומינלית ב־1.5 אחוז.

כדי למנוע האצה אינפלציונית הועלתה הריבית הנומינלית בנובמבר ב־4 נקודות אחוז.

בניגוד לשנת 1997, שבה ננקטה מדיניות פיסקלית מרסנת, ניכרה השנה התרופפות מסוימת של המשמעת התקציבית.

ב־8 באוגוסט הוכרז על יעד אינפלציה של 4 אחוזים בלבד ל־1999, ועל מיתון שיפוע הגבול התחתון של רצועת הניוד של שער החליפין, ובעקבות זאת הורדה הריבית הנומינלית ב־1.5 נקודות אחוז. בעטיים של המשברים הפיננסיים בעולם, ועל רקע הצמצום בפערי הריביות, פוחת שער החליפין מאמצע אוגוסט ועד סוף נובמבר, ובשיעור חד וחריג בעשרת הימים הראשונים של אוקטובר; בעקבותיו עלו הציפיות לאינפלציה עלייה תלולה, כך שהריבית הריאלית על פי הציפיות, הנגזרות משוק ההון, ירדה לשפל של כאחוז וחצי במהלך חודש אוקטובר. כדי שההאצה הצפויה בקצב עליית המחירים לא תתגלגל להאצה אינפלציונית מתמשכת, הועלתה הריבית בשתי נקודות אחוז בסוף אוקטובר, ומשהתברר כי הציפיות לאינפלציה ממשיכות לעלות (וכן שער החליפין), הוחלט על העלאה נוספת, חדה ומיידית, בשתי נקודות אחוז; צעד זה הביא לירידה בציפיות לאינפלציה ולייסוס שער החליפין. המצרפים המוניטריים הושפעו אף הם מהמדיניות: אמצעי התשלום גדלו ב־12.7 אחוזים במהלך השנה. שיעור זה גבוה מיעד האינפלציה ומקצב גידולו של התוצר, אך נראה שבמהותו הוא לא ביטא סכנה אינפלציונית, אלא גידול של הביקוש לכסף, המשקף את ירידת הריבית הנומינלית, ואת הירידה החדה בקצב האינפלציה ובציפיות להתפתחותה, בעיקר בשמונת החודשים הראשונים של השנה.

(3) המדיניות הפיסקלית

למדיניות הפיסקלית נודעת השפעה רבה על היכולת להשיג את יעד האינפלציה. רמת החוב הממשלתי, גודל הגירעון התקציבי של הממשלה ודרך מימונו הם מן הגורמים המשפיעים על קצב האינפלציה בטווחים הבינוניים והארוך. השנה צומצם הגירעון הכולל של הממשלה מ־2.8 ל־2.4 אחוזי תוצר, ובכך עמדה הממשלה ביעד הגירעון השנתי שנקבע, זו השנה השנייה ברציפות. גם הנחת המחירים שלפיה תוכנן תקציב המדינה עלתה בקנה אחד עם יעד האינפלציה, כמו בשנת 1997, ובתחילת 1998, משנודע כי קצב האינפלציה בפועל נמוך מהיעד, תוקנו מחירי התקציב כדי למנוע הרחבה פיסקלית בלתי צפויה. כנגד זאת חשוב לציין, שהקטנת שיעור הגירעון הממשלתי הושגה בשנתיים האחרונות שלא באמצעות ירידה של משקל ההוצאה בתוצר, ובניגוד ל־1997, שבה ננקטה מדיניות פיסקלית מרסנת, ניכרה השנה התרופפות מסוימת במשמעת התקציבית: העמידה ביעד הגירעון התאפשרה השנה בעיקר עקב גידול בלתי מתוכנן של הכנסות בנק ישראל (כפי שמוסבר בפרק ה'); הגירעון הכולל של הסקטור הציבורי עלה, וכן גדל החוב הציבורי ביחס לתוצר (לאחר ירידה בשנתיים הקודמות); גם הגירעון המקומי של הסקטור הציבורי – שיש לו השפעה רבה על הפעילות המקומית, ולפיכך על התפתחות המחירים – עלה השנה, מ־3.7 ל־4.4 אחוזי תוצר (לוח ג'-4); ההוצאה לצריכה ציבורית – שהיא רכיב מרכזי בסך הביקושים במשק, ולפיכך נודעת לה השפעה משמעותית על התפתחות המחירים בטווח הקצר – גדלה השנה במעט יותר מ־2 אחוזים, מעל לקצב גידולה אשתקד ואף מעל לקצב גידולו של התוצר. עם זאת שיעור גידולה השנה מתון מאשר בשנים 1994 עד 1996 (כ־3 אחוזים בממוצע).

השכר בסקטור הציבורי עלה בשנת 1998 ב־5.7 אחוזים, לעומת 8.9 אחוזים אשתקד ושיעורים גבוהים בהרבה בשנים קודמות. המשא ומתן שייערך בנושא זה בשנת 1999, והמשא ומתן על הסכם תוספת היוקר (החל על כלל השכירים במשק), המתנהל עתה, מעמיד במבחן את מחויבות הממשלה לשמירה על משמעת פיסקלית. גם הגירעון במערכת הבריאות, גידולו של גירעון הרשויות המקומיות ועליית מספר המועסקים בסקטור הציבורי, הטומנת בחובה גידול תקציבי מתמיד, עשויים להקשות על הורדת קצב האינפלציה ועל הפחתת ההוצאה הציבורית בעתיד.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

לוח ג'-4

הגורמים להתפתחות המחירים, 1987 עד 1998
(שיעורי השינוי הממוצעים, אחוזים)

										ממוצע 1989-1987	
1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989		
											השינוי במחירי היבוא והיצוא¹
5.0	2.1	2.3	14.0	9.1	9.1	4.5	7.8	12.2	25.6	17.3	יבוא התשומות ללא דלק ויהלומים
4.5	3.0	3.5	10.0	8.4	11.5	8.0	10.1	13.8	23.0	16.0	היבוא האזרחי ללא יהלומים וגו"י הון
6.5	6.6	6.7	4.8	5.7	11.5	7.1	15.1	11.1	22.9	16.7	היצוא ללא יהלומים וגו"י הון
-21.6	-0.4	21.6	10.9	3.8	2.1	2.8	-14.6	32.0	44.4	18.4	מחירי הדלק
											השינוי במחירי סחר החוץ בדולרים
-3.5	-4.4	-4.1	7.6	0.5	-0.7	2.9	-3.2	6.6	-1.0	5.3	היבוא לצריכה פרטית
-5.2	-4.8	-2.2	10.0	1.9	-3.0	0.1	-2.6	8.3	2.6	6.4	היבוא האזרחי ללא יהלומים וגו"י הון
											השינוי הריאלי בתוצר ובשימושים
2.0	2.7	4.7	6.8	6.9	3.4	6.8	5.7	6.3	1.4	3.7	התוצר המקומי הגולמי
2.0	2.7	5.8	7.4	8.3	7.0	7.5	8.8	7.0	-0.9	3.6	סך השימושים
											התרחבות סך השימושים מעבר
0.0	0.0	1.1	0.6	1.4	3.6	0.7	3.1	0.7	-2.3	-0.1	לתוצר המקומי
											עלות העבודה
7.7	11.6	13.1	12.3	15.2	11.6	13.2	15.5	16.1	18.7	23.7	השכר למשרת שכיר - כללי
5.7	8.9	13.4	16.1	23.6	12.2	11.5	20.9	17.4	20.6	25.4	השכר למשרת שכיר בסקטור הציבורי
8.6	12.8	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
-0.2	2.2	2.4	0.9	3.2	2.4	-1.4	-4.7	-3.7	-0.3	0.4	תוצר בסקטור העסקי
											ההתפתחויות הפיסקליות
											הגירעון הכולל בסקטור הציבורי
2.6	2.3	4.1	2.7	1.1	2.2	3.2	4.3	4.6	5.7	2.8	כאחוז מהתוצר
											הגירעון המקומי בסקטור הציבורי
4.4	3.7	5.2	4.0	2.3	4.0	6.4	7.6	7.5	8.2	4.7	כאחוז מהתוצר
											ההתפתחויות המוניטריות
12.1	14.2	14.9	8.4	20.6	23.7	22.5	28.2	26.8	25.8	40.5	אמצעי התשלום (M1)
6.3	9.3	11.9	10.8	12.9	9.1	9.6	15.7	18.6	15.0		הציפיות לאינפלציה ²
4.8	4.0	4.5	4.3	3.0	2.9	2.6	2.9	1.9	2.5	4.1	הריבית הריאלית על איגרות חוב ל-10 שנים
											האבטלה
8.6	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
9.6	4.3	3.5	4.6	7.8	12.1	10.2	12.3	10.6	16.1	10.3	סל המטבעות
10.2	8.2	5.9	0.0	6.4	15.1	7.9	13.0	5.2	19.9	9.1	הדולר

(1) מחירי סחר החוץ מוכפלים בשער החליפין.

(2) אומדן ציפיות האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים משוק ההון, בהנחת פטור מלא ממס. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

פרק ג', המחירים

ג. הביקושים והאבטלה

קצב הגידול השנתי של סך השימושים משמש אינדיקציה להתפתחות הביקוש לתוצר המקומי, ולפיכך התרחבות של סך השימושים מעבר לזו של התוצר המקומי מעידה על עודף ביקוש, שפועל להאצת קצב עלייתם של המחירים. בשנתיים האחרונות הצטמצם מאוד קצב ההתרחבות של סך השימושים – מ־7.4 אחוזים בשנים 1990 עד 1996 (בממוצע) לכ־2 אחוזים ב־1997 ו־1998 (לוח ג'–4), וכך התאפס ההפרש שבין שיעור ההתרחבות של השימושים לזה של התוצר המקומי (שהוא אף הוא). זוהי הפחתה משמעותית בלחצים האינפלציוניים, שתרמה במידה רבה להתמתנות קצב המחירים בשנתיים האחרונות. עליית שיעור האבטלה מבטאת (בפיגור מסוים) את התכווצות הביקושים ואת שלב ההאטה במחזור העסקים, שבו אנו מצויים. שיעור האבטלה עלה מ־6.8 בשנים 1995 ו־1996 (בממוצע) ל־7.7 ו־8.6 אחוזים בשנים 1997 ו־1998, בהתאמה, ועלייתו תרמה להאטת קצב עלייתם של המחירים בשנתיים האחרונות. מבדיקות אקונומטריות עולה, כי השנה הייתה תרומתו גדולה, הן בהשפעתו הישירה על המדד, והן בהשפעתו העקיפה, על ידי מיתון התמסורת משער החליפין למדדי המחירים.

ד. משתני עלויות

(1) השכר

בהתפתחות השכר ניכרה הפחתה בלחצים לעלויות מחירים. בחינת התפתחותו של קצב עליית השכר והשפעתו על המחירים – ככל הניתן בניכוי ההשפעה החוזרת של המחירים על השכר ובניכוי ההשפעה של השינויים שחלו השנה בשעות העבודה ובפריון העבודה – מורה על התמתנות ניכרת: קצב עליית השכר לשעת עבודה בסקטור העסקי (בניכוי תוספות היוקר ופריון העבודה) עלה ב־7.4 אחוזים בממוצע, לעומת 9.5 אחוזים אשתקד. בחינה פשוטה יותר של עליית השכר למשרת שכיר בסקטור העסקי והציבורי רק מחזקת את התמונה (לוח ג'–4). יתירה מזאת, עלות העבודה הריאלית ליחידת תוצר בסקטור העסקי, המשמשת אינדיקטור כולל להערכת לחצי עלויות השכר על היצרן, ירדה השנה ב־0.2 אחוז לאחר עלייתה ב־2.3 אחוזים בשנתיים הקודמות (בממוצע). עם זאת אין להתעלם מהעובדה שהשכר הריאלי עלה השנה בשיעור ניכר (בהמשך לעלייתו ב־1997).

(2) עלויות נוספות

להתפתחויות הגלובליות היו השלכות מנוגדות על התפתחות המדד השקלי של התשומות המיובאות⁹ השנה. מצד אחד, נרשמה ירידה רצופה ותלולה ביותר במחירים דולריים של יבוא התשומות לייצור, לרבות הדלק. (להרחבה ראה תיבה ג'–2.) מהצד האחר, הדולר התחזק משמעותית ביחס לשקל, ונחלש ביחס למטבעות העיקריים של המדינות שישאל סוחרת עמן ובעיקר ברביע האחרון של השנה. בסך הכול עלו במהלך השנה המחירים השקליים של התשומות המיובאות ב־7.8 אחוזים, לאחר עליות נמוכות בשנתיים הקודמות. לעומת זאת בלטה ירידתו של רכיב הדלק, גם במונחים שקליים – ביותר מ־20 אחוזים; זאת בהמשך לירידה של כ־9 אחוזים ב־1997 ולאחר עליה גבוהה ב־1996. (בלוח ג'–4 מופיעים שיעורי השינוי הממוצעים.)

קצב גידול של
הביקושים ירד ירידה
תלולה בשנתיים
האחרונות.

עליית שיעור האבטלה,
המבטאת (בפיגור מסוים)
את התכווצות הביקושים,
תרמה להתמתנות קצב
עלייתם של המחירים
בשנתיים האחרונות.

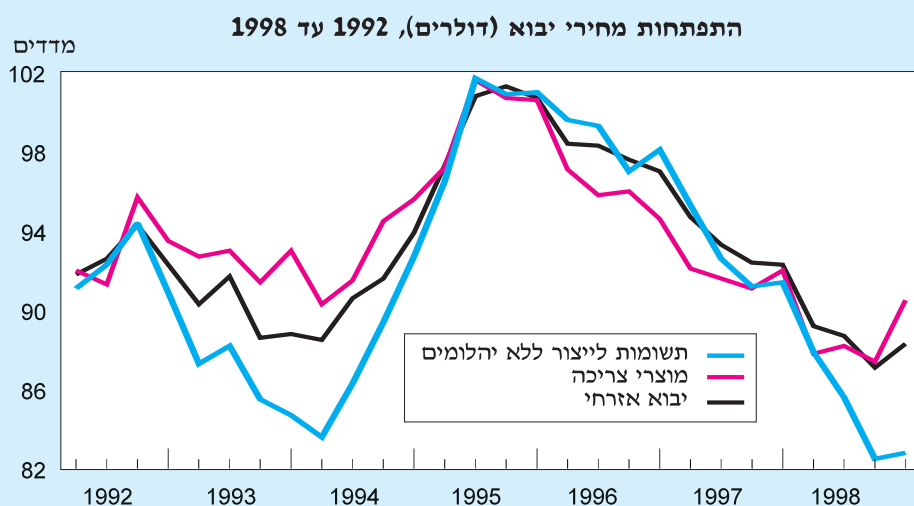
התמתנות קצב עלייתו של
השכר השנה הפחיתה
במידת מה את הלחצים
לעלויות מחירים.

מחירי חומרי הגלם,
ובפרט מחירי הדלק
(בדולרים), ירדו ירידה
רצופה ותלולה ביותר. גם
במונחי שקלים.

9 כולל דלק, ללא יהלומים.

תיבה ג'-2: ירידת מחירי היבוא ותרומתם להאטת עלייתם של המחירים בישראל

בהתפתחותם של מחירי היבוא (בדולרים) בולטת הירידה החדה והמתמשכת במחיריהם של חומרי גלם ודלקים, וכן באלו של מוצרי צריכה מוגמרים; מתחילת שנת 1996 ועד סוף שנת 1998 ירדו המחירים של התשומות המיובאות לייצור (כולל דלק, ללא יהלומים) ב־18 אחוזים, ומחירי היבוא לצריכה ירדו בכ־10 אחוזים, (דיאגרמה להלן). ירידות אלו משקפות בעיקר את השפעת המשברים שפקדו לאחרונה את מזרח־אסיה, רוסיה וברזיל, ותרמו להתמתנותו של קצב הצמיחה העולמי, וכן יש לראותן במסגרת תהליך התמתנות כולל של שיעורי האינפלציה בעולם בעשור האחרון. המשבר האסיאתי, שהחל עוד בקיץ 1997, גרר פיחות גדול במטבעותיהן של מדינות דרום מזרח אסיה, ולפיכך איפשר את הורדת מחירי היבוא שלהן, והביא לירידה תלולה מאוד של מחירי חומרי הגלם, שהביקוש להם בארצות המשבר היה בעבר גבוה במיוחד. כך, כמחצית הירידה של מחירי יבוא התשומות לייצור של ישראל התרחשה ב־1998, לרבות ירידה של כ־40 אחוזים במחירי הדלק (בהמשך לירידה בת 16 אחוזים אשתקד). מחירי הדלק מצויים כיום ברמה הנמוכה ביותר מאז משבר האנרגיה הראשון.



מתוצאות אמידתן של משוואות אינפלציה למשק הישראלי בשנות התשעים עולה כי למחירי היבוא בפיגור של שני רביעים יש השפעה חיובית ומובהקת על קצב עלייתו של מדד המחירים לצרכן בישראל. על בסיס זה ניתן להעריך כי ירידת מחירי

פרק ג', המחירים

היבוא (בדולרים) מתחילת 1996 ועד אמצע 1998 תרמה במצטבר ירידה של 2 מתוך 5.6 נקודות אחוז בקצב עליית המחירים בשנתיים וחצי האחרונות. בהסתכלות על חלק מתקופה זו – הרביע האחרון של 1997 ועד אמצע 1998 – חודשים שבהם הסתמנה ירידה של סביבת האינפלציה בישראל¹, התמתן קצב ירידתם של מחירי היבוא (אם מביאים בחשבון את מבנה הפיגורים), ומשום כך הם תרמו דווקא להאצת עלייתם של המחירים באותה תקופה. ירידת מחירי היבוא תורמת להאטת עלייתם של המחירים בישראל לשיעור נמוך מזה התואם את המגמות ארוכות הטווח. המשך ירידתם של מחירי היבוא במחצית השנייה של 1998 והתכווצות הסחר העולמי צפויות לתרום להאטת שיעור עלייתם של המחירים בישראל גם בשנת 1999.

4. התפתחות המחירים השונים

בבחינת התפתחות המחירים על פי חלוקה לסחירים ולא־סחירים (לוח ג'-1), עולה כי בשמונת החודשים הראשונים של שנת 1998 היו שיעורי עלייתם של שני הסוגים נמוכים ביחס לשנים 1992 עד 1996, וכי שיעור העלייה של מחירי המוצרים הסחירים היה נמוך כמעט פי ארבעה מזה של הלא־סחירים (0.9 לעומת 3.5 אחוזים). בעקבות הפיחות המואץ התהפכה התמונה: בארבעת החודשים האחרונים של השנה עלו שניהם בשיעורים חריגים, והסחירים עלו (כצפוי) בקצב מהיר עוד יותר מאשר הלא־סחירים (7.7 לעומת 4.8 אחוזים), אולם במשך השנה כולה היו השיעורים דומים – 8.7 ו־8.6 אחוזים, בהתאמה. התפתחות זו משקפת התמתנות ניכרת בשיעור הייסוף הריאלי ביחס למגמתו בשנים קודמות. תמונה דומה עולה ממדדים מקובלים אחרים להתפתחות שער החליפין הריאלי. (להרחבה ראה פרק ב').

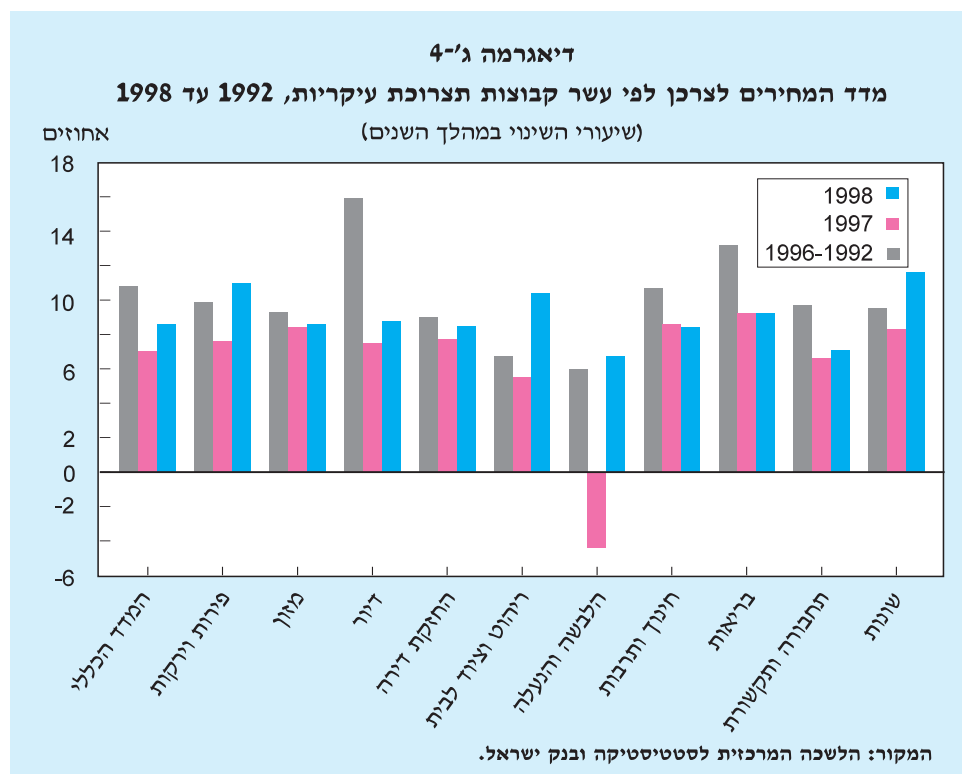
בחינת התפתחות המחירים של עשר קבוצות התצרוכת המרכיבות את מדד המחירים לצרכן מורה, כי בדומה להתפתחות המדד הכללי, התמתנו משמעותית קצבי עליית המדדים בשמונת החודשים הראשונים (בהמשך לשליש האחרון של 1997), אולם מספטמבר ועד נובמבר, בהשפעת הפיחות החד בשער החליפין, הואץ קצב עלייתם, ובכולם היה קצב העלייה גבוה מאשר ב־12 החודשים הקודמים (דיאגרמה ג'-4). בחודשים דצמבר 1998 עד פברואר 1999 נרשמה האטה ממשית בקצב עליית המדדים.

בולטת במיוחד התפתחות מדד הדיור, אשר בתקופה שבין ספטמבר 1997 לאוגוסט 1998 עלה במעט יותר מאחוז – כעשירית מקצב עלייתו בשנים 1992 עד 1996. התמתנות זו משקפת את החרפת ההאטה בענף הבנייה הנובעת מיירידת הביקושים הן לצורכי מגורים והן ממניעים נכסיים. (על הסיבות להאטה בענף הבנייה, שהחלה עוד ב־1996, ראה הדיון בענף הבנייה בפרק ב'). בהשוואה לעליית מדד המחירים לצרכן, בניכוי סעיף הדיור, רשמו מחירי הדירות בבעלות (הרכיב המרכזי במדד הדיור) ירידה ריאלית ניכרת בתקופה הנדונה, וזאת לאחר עלייה ריאלית מתמשכת מאז 1992. מספטמבר ועד נובמבר 1998, עלה מדד מחירי הדיור ב־7.2 אחוזים. כיוון שדרך חישובו של מדד הדיור מתבססת בטווח הקצר

מחירי המוצרים הסחירים
והלא־סחירים עלו
בשיעורים דומים –
התפתחות המשקפת
התמתנות ניכרת של
שיעור הייסוף הריאלי.

מדד מחירי הדיור עלה
במהלך השנה ב־8.8
אחוזים.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998



בעיקר על התפתחות שער הדולר¹¹, נבחן את עליית מחירי הדירות על פי סקר מחירי הדירות בבעלות (לחודשים אוגוסט-ספטמבר עד אוקטובר-נובמבר¹²), המשוחרר מבעיות אמידה אלו; על פי הסקר מסתכמת עליית מחירי הדירות בכ-9 אחוזים, בעוד ששיעור עלייתו של שער הדולר באותה התקופה היה כ-14 אחוזים. במהלך השנה כולה עלה מדד הדיור ב-8.8 אחוזים, ומחירי הדירות בבעלות עלו ב-7.8 אחוזים; בהשוואה לעליית מדד המחירים לצרכן, בניכוי סעיף הדיור, ירדו מחירי הדירות בבעלות השנה ירידה ריאלית של כמעט אחוז.

מחירי הדירות ירדו ירידה ריאלית של כמעט אחוז.

11 להרחבה על צורת חישובו של מדד הדיור ועל הבעיות התיאורטיות והמתודולוגיות הנובעות מכך ראה בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 1997, פרק ג', תיבה ג'-3.

12 הנתון הסופי לתקופת סקר זו טרם פורסם.