

# פרק א'

## קווי ההתפתחות העיקריים

### 1. המשק, האינפלציה והמדיניות המוניטרית

#### א. ההתפתחויות העיקריות

בשנת 2003 ירדו המחירים לצרכן ב-1.9 אחוזים, לאחר עלייה של 6.5 אחוזים בשנת 2002. ירידת המחירים בשנת 2003 הוותה סטייה כלפי מטה מהיעד של עליית מחירים שבין 1 ל-3 אחוזים, שנקבע החל משנת 2003, ומוגדר כיציבות מחירים; זאת לאחר סטייה כלפי מעלה בשנת 2002. בסך הכול בשנתיים האחרונות עלו המחירים בקצב שנתי ממוצע של 2.3 אחוזים, לעומת קצב שנתי ממוצע של 0.9 אחוז לשנה בשנים 1999 עד 2001. שער החליפין של השקל ביחס לדולר ירד בשנת 2003 ב-6.4 אחוזים, לאחר עלייה של 9.8 אחוזים בשנת 2002<sup>1</sup>. לירידת שער החליפין הייתה השפעה חזקה במיוחד על רכיב הדיור, שירד ב-6.7 אחוזים. הממד למעט דיור ירד בשיעור מתון יותר, 0.5 אחוז.

ירידת המחירים בשנת 2003 הייתה בחלקה תולדה של ירידת שער החליפין, ובחלקה תגובה בפיגור על הרפיון המתמשך בביקושים המקומיים; הרפיון הושפע גם מהרמה הגבוהה של הריביות הריאליות במחצית השנייה של שנת 2002, אשר שיקפו את אי-הוודאות הגבוהה ששררה באותה תקופה. ירידתו של שער החליפין במהלך שנת 2003, מהרמה הגבוהה שאליה הוא הגיע בסוף המחצית הראשונה של שנת 2002, היא ביטוי לשיפור המשמעותי שחל, החל ממאוס 2003, במספר גורמי רקע: פרסום התכנית הכלכלית של הממשלה החדשה ואישורה בכנסת, אישור הערבויות על ידי ממשלת ארה"ב וסיומה המהיר והמוצלח של המלחמה בעיראק. גורמים אלה הביאו לשיפור הדרגתי ומתמשך במרבית האינדיקטורים הרלוונטיים להערכת סביבת האינפלציה. (לפירוט ראו פרק ב'). על רקע זה החל בנק ישראל בתהליך של הפחתת הריבית, שנמשך לאורך השנה. מינואר ועד דצמבר 2003 הופחתה ריבית בנק ישראל ב-3.9 נקודות אחוז (מ-9.1 אחוזים בדצמבר 2002 ל-5.2 אחוזים בדצמבר 2003<sup>2</sup>).

השיפור בתנאי הרקע, שתואר לעיל, והפחתת הריבית על ידי בנק ישראל הביאו לעלייה מתמשכת של מחירי כל הנכסים הפיננסיים המקומיים, וזו התבטאה בירידת שיעורי התשואה לפדיון על איגרות החוב הסחירות לכל הטווחים (שהובילה לירידת הריבית על הפיקדונות והאשראי לכל הטווחים) ובעליית מחירי המניות. כך, למשל, מינואר 2003 עד דצמבר 2003 ירדה התשואה לפדיון על איגרות חוב לא-צמודות ל-10 שנים מ-11.4 אחוזים ל-7.0 אחוזים, התשואה הריאלית לפדיון על איגרות חוב צמודות ל-10 שנים ירדה באותה תקופה מ-5.9 אחוזים ל-4.1 אחוזים, ומחירי המניות עלו ביותר מ-50

1 ממוצע דצמבר 2003 לעומת ממוצע דצמבר 2002.

2 תהליך הפחתת הריבית נמשך גם בינואר ופברואר 2004, בשיעורים של 0.4 ו-0.3 נקודת האחוז, בהתאמה.

אחוזים. לעומת זאת ירדו, בכ־6 אחוזים, מחירי הדירות – ירידה ששיקפה את המשך השפל בענף הבנייה ואת ירידתו של שער החליפין ביחס לדולר. גם בפעילות הריאלית חל שיפור מסוים בשנת 2003, בעיקר במחציתה השנייה. התוצר העסקי עלה בשנת 2003 בכ־1.8 אחוזים, לאחר ירידה של 2.8 אחוזים בשנת 2002. הגידול המתון של התוצר הובל על ידי עלייה של כ־6.1 אחוזים ביצוא ועלייה מתונה, 1.7 אחוזים, בצריכה הפרטית. הצריכה הציבורית המקומית, שעלתה מאוד בשנת 2002, ירדה בשנת 2003 בכ־0.6 אחוזים, והירידה בהשקעה בנכסים קבועים נמשכה, אף כי התמתנה לעומת שיעורה בכ־2002.

ירידתו של מדד המחירים לצרכן בשנת 2003 הוותה, כאמור, סטייה כלפי מטה מהיעד של יציבות מחירים (1 עד 3 אחוזים), לאחר סטייה כלפי מעלה בשנת 2002. עם זאת, בחינה של התפתחות המחירים על פני תקופה ארוכה יותר מלמדת שבשנים 1999 עד 2003 קצב האינפלציה החדשי הממוצע הוא כ־1.6 אחוזים במונחים שנתיים, ולא ניכרת בו מגמת עלייה או ירידה. אולם התנודות סביב שיעור ממוצע זה הן גדולות יחסית (סטיית תקן חודשית של כ־6 אחוזים). אלה נובעות בחלקן מהתנודות בשער החליפין, ובעיקרן הן מורשת האינפלציה הגבוהה ששררה בשנים הקודמות. (הרחבה בנושא זה ראו בפרק ב'). סטיית התקן הגדולה, המאפיינת את השינוי החדשי במחירים, מקשה על הערכה שוטפת של סביבת האינפלציה, והיא אחד הגורמים שחייבו תגובה הדרגתית של אמצעי המדיניות המוניטרית. משמעותה של תגובה כזאת היא, בין היתר, השלמה עם האפשרות של סטייה זמנית של קצב עליית המחירים מהיעד. (הרחבה בנושא זה ראו בהמשך).

### ב. הגורמים לירידה של שער החליפין והריביות הריאליות לטווח ארוך

החל ממאוס שנת 2003 היינו עדים לתהליך כמעט רצוף של ירידה בשער החליפין הנומינלי ובשיעורי הריבית הנומינלית והריאלית הנקבעים בשווקים. הדבר התבטא, בין היתר, בירידת האינפלציה הצפויה, ואיפשר לבנק ישראל להתחיל ולהתמיד בתהליך של הפחתת הריבית המוניטרית. הגורמים שפעלו לירידתם של שער החליפין הנומינלי והריביות הריאליות והנומינליות היו (לפי הסדר הכרונולוגי) הצגת תכנית כלכלית על ידי הממשלה החדשה ואישורה בכנסת, קבלת הערבויות מממשלת ארצות הברית וסיומה המהיר והמוצלח של המלחמה בעיראק. להלן ננסה לתאר את הקשר בין התפתחויות אלה לבין התפתחותם של שער החליפין והריביות הנומינליות והריאליות, אולם תחילה נתאר בקצרה את אופיה של התמסורת משער החליפין למחירים.

במשק קטן, כמו המשק הישראלי, הפתוח לסחר בין לאומי, נודעת לשער החליפין השפעה על המחירים: עלייה של שער החליפין פועלת ישירות לעלייה של מחירי המוצרים והשירותים הסחירים הנכללים במדד המחירים לצרכן, ועליית מחירי הסחירים פועלת לעלייתם של מחירי המוצרים והשירותים הלא-סחירים. "גלגול" זה אינו מיידי אלא הדרגתי: הוא עשוי להתפרס על פני מספר רביעים<sup>3</sup>. לעלייה של שער החליפין יש

3 עליית מחירי הסחירים מעלה את המדד הכללי, עלייתו של האחרון פועלת בפניגור לעליית השכר, וזה מצדו פועל לעליית מחירי הלא-סחירים. עם זאת, אם הציבור מאמין בנחישותה של המדיניות המוניטרית לפעול ליציבות מחירים, תגובת השכר לעליית המחירים עשויה להיות מתונה יחסית, או אפילו אפסית.

אפוא הן השפעה מיידית על מדד המחירים לצרכן והן השפעה מתמשכת, שבאה לידי מיצוי רק כעבור מספר רביעים.

בישראל יש לשער החליפין ביחס לדולר השפעה נוספת – על סעיף הדיוור<sup>4</sup>, למרות היותו רכיב לא סחיר: עלייה של שער החליפין ביחס לדולר מתבטאת מייד וכמעט במלואה במודד הדיוור, שמשקלו במדד הכללי מעל 20 אחוזים. (לפירוט ראו פרק ב'). מסיבה זו השפעתו של שער החליפין ביחס לדולר על המחירים בישראל חזקה יותר מאשר במשקים קטנים ופתוחים אחרים. עליית שער החליפין ביחס לדולר במחצית הראשונה של שנת 2002 הייתה הגורם המרכזי לעליית המחירים הגבוהה של אותה שנה, וירידתו בשנת 2003 הייתה הגורם המרכזי לירידתו של מדד המחירים לצרכן. להלן ננסה לעמוד על הגורמים שהביאו לעלייה הניכרת של שער החליפין במחצית הראשונה של שנת 2002 ולירידתו החל ממאוס 2003.

מדינות מוניטרית החותרת בעקביות להשגת יציבות מחירים<sup>5</sup> היא הגורם המרכזי הקובע, בסופו של דבר, את כל הגדלים הנומינליים במשק, לרבות שער החליפין, אשר קצב השינוי בו בטווח הארוך נקבע באמצעות הפער שבין עליית המחירים המקומית לעלייתם בארצות שאנו סוחרים עמן. ברם, בטווח הקצר שער החליפין מושפע גם מגורמים נוספים, לרבות שינויים בפער שבין מערך התשואות הצפויות מהשקעה בנכסים מקומיים למערך התשואות הצפויות מהשקעה בנכסים זרים. עלייה בתשואה היחסית הצפויה מנכסים מקומיים מביאה ליבוא הון ולירידה בשער החליפין. אולם יבוא ההון מושפע לא רק מהתשואה היחסית, אלא גם ממידת אי-הוודאות לגביה<sup>6</sup>. עלייה של אי-הוודאות לגבי התשואה המקומית משמעותה ירידה באטרקטיביות היחסית של השקעה בנכסים מקומיים, התפתחות הפועלת ליצוא הון, ולכן – לעליית שער החליפין.

ההפחתה הלא-צפויה של הריבית בסוף שנת 2001 הביאה לירידה זמנית בתשואה הצפויה מנכסים מקומיים ולהתגברות אי-הוודאות לגביה, ושני אלה פעלו לעלייה ניכרת של שער החליפין בחודשים ינואר ופברואר 2002. במהלך הרביעי השני של אותה שנה, כשהתברר כי הממשלה אינה מסוגלת לבצע את הצעדים הדרושים להקטנת הגירעון בתקציב, גברה מאוד אי-הוודאות לגבי התשואה הצפויה מנכסים מקומיים, והדבר התבטא בהתחדשות התהליך של עלייה ניכרת ומתמשכת בשער החליפין. חשוב לציין שהעלייה בשער החליפין, במהלך המחצית הראשונה של שנת 2002, ובעיקר ברביעי השני של השנה, לוותה בעלייה של שיעורי התשואה לפדיון על איגרות החוב הצמודות והלא-צמודות – כלומר בעלייה של הריביות הנומינליות והריאליות הנקבעות בשוק; זאת למרות הפחתת ריבית בנק ישראל בסוף שנת 2001 והמשך הרמה הנמוכה של הריבית המוניטרית בחודשים הראשונים של שנת 2002. עלייה זו של הריביות הריאליות הנקבעות בשווקים שיקפה את הרצון של הציבור להמיר נכסים מקומיים בזרים; משמעותו של רצון זה היא

4 בעקבות האינפלציה הגבוהה שאפיינה את המשק הישראלי בעבר, התפתח מנהג שלפיו המחיר של דירות ושל שכר דירה נקוב בדולרים. בעטיו של מנהג זה, לשינויים בשער החליפין הייתה ונותרה, בטווח הקצר, השפעה משמעותית על מחירי הדירות ומחירי שכר הדירה.

5 דהיינו מדיניות שאינה אקומודטיבית. חשוב גם לציין שהשפעת המדיניות המוניטרית (הריבית) על האינפלציה, ובאמצעותה על שער החליפין, היא הדרגתית ומתפרסת על פני מספר רביעים.

6 ככל שאי-הוודאות לגבי התשואה המקומית גבוהה יותר, הפיצוי שידרשו המשקיעים באמצעות תשואה גבוהה יותר.

גידול הביקוש לאשראי שקלי וירידה בהיצע מקורותיו<sup>7</sup>, ואלה פועלים הן לעליית הריבית הריאלית והן לעלייתו של שער החליפין. ההעלאה הניכרת של ריבית בנק ישראל באמצע שנת 2002 בלמה את עלייתו של שער החליפין, אך רמת אי-הוודאות ביחס להשקעה בנכסים מקומיים נותרה גבוהה, ועמה גם הרמה של שער החליפין. רמה זו, שהושפעה גם מהמלחמה הצפויה בעיראק, נותרה גבוהה עד סוף פברואר 2003.

החל ממאוס 2003 פעלו שלושה גורמים לירידת אי-הוודאות לגבי התשואה היחסית מהשקעה בנכסים מקומיים, ועמה לירידת שער החליפין. הגורם הראשון (כרונולוגית) היה כינון הממשלה החדשה ואישור התכנית הכלכלית, תחילה בממשלה ובהמשך בכנסת. התכנית ואישורה ביטאו את מודעותה של הממשלה לצורך בהתאמות משמעותיות בתקציב המדינה, כבר ל-2003, ובעיקר לשנים הקרובות, שכן המשך המגמות ששררו באותה עת היה מוביל למשבר. הדבר החזיר את אמון המשקיעים בממשלה ובמשק, הגדיל את הרצון להשקיע במשק והקטין את הרצון להשקיע בחו"ל. אחת התוצאות של התפתחות זו הייתה גידול של היצע מקורות האשראי השקלי, העומד בפני הממשלה ובפני המגזר הפרטי, והיווצרות כוחות לירידת הריבית הריאלית.

גורם שני, שאינו בלתי תלוי בראשון, אשר תמך בירידה של שער החליפין ושל שיעורי הריבית, הוא אישור הערבויות על ידי ממשלת ארצות הברית. אישור הערבויות הוזיל את עלות האשראי של הממשלה במטבע חוץ, ושיפר את מעמדה הפיננסי בעיני משקיעים זרים ומקומיים. הדבר הקטין את אי-הוודאות לגבי התשואה הכוללת מנכסים מקומיים, ולכן הגדיל את הכראיות היחסית של ההשקעה במשק; כן הוא פעל לעלייה במקורות האשראי העומדים בפני המגזר העסקי, ועמה לירידת הריבית הריאלית המקומית.

הגורם השלישי הוא סיומה המהיר והמוצלח של המלחמה בעיראק, שהביא לירידה משמעותית בסיכון הגיאופוליטי של ישראל, ובכך – להאצת הירידה בשער החליפין ובשיעורי הריבית הריאליים הנקבעים בשווקים. ראוי לציין שגידול יבוא ההון לישראל, בעקבות סיום המלחמה בעיראק, היה חלק מתופעה כלל-עולמית של ירידת הסיכון במשקים מתעוררים וגידול של יצוא ההון אליהם.

הגירעון הכולל של הממשלה הסתכם בשנת 2003 בכ-5.6 אחוזי תוצר, לעומת יעד של 3 אחוזי תוצר. במונחי שקלים הסתכם גירעון הממשלה בכ-27.7 מיליארדי ש"ח לעומת כ-18.7 מיליארדים בשנת 2002. גידול הגירעון לעומת שנת 2002 והחריגה מהיעד לשנת 2003 לא הפתיעו את השווקים. צעדי המדיניות שהוחלט עליהם בתכנית הכלכלית הגבירו את הערכות הציבור כי החריגה של הגירעון בשנת 2003 היא זמנית וכי בשנים הבאות צפויה בו ירידה. בחינת התפתחות הגירעון הממשלתי על פני חודשי השנה, תוך התחשבות בעונתיות, מלמדת שבמחצית השנייה של השנה ירד היקפו יחסית למחצית הראשונה, התפתחות שקרוב לוודאי תמכה בהגברת אמינותה של המדיניות הפיסקלית.

גיוס ההון המקומי (נטו) של הממשלה הסתכם בשנת 2003 בכ-22.4 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-24.4 מיליארדים בשנת 2002. את היתרה למימון הגירעון המקומי בשנת

7 הרצון של הציבור לעבור מנכסים מקומיים (למשל מפיקדונות בשקלים בנקים ומאיגרות חוב שקליות) לנכסים במטבע חוץ (למשל לפיקדונות במטבע חוץ או לנכסים בחו"ל) משמעותו ירידה בהיצע המקורות למתן אשראי שקלי, ובמקביל גידול הביקוש לאשראי שקלי לשם רכישת נכסים במטבע חוץ. התוצאה של רצון זה היא עלייה בריבית השקלית בד בבד עם עלייה בשער החליפין.

2003, כ-4.2 מיליארדי שקלים, מימנה הממשלה ממקורות חוץ<sup>8</sup>. לפיכך שימש גיוס ההון מחו"ל את הממשלה השנה גם למימון הגירעון מול חו"ל וגם למימון חלק מהגירעון המקומי. חשוב לציין ששימוש בכספי הערבויות לצורך מימון חלק מהגירעון המקומי של הממשלה אין בו כדי להביא לירידה פרמנטית במערך הריביות במשק. פעולה כזאת משמעותה הדפסה של כסף מקומי, שאותה הבנק המרכזי צריך לספוג – באמצעות הגדלת כמות המק"ם או באמצעות הגדלת פיקדונות הבנקים אצלו.

### ג. המדיניות המוניטרית, יעד האינפלציה והאינפלציה בדיעבד

המחצית השנייה של שנת 2002 התאפיינה ברמה גבוהה של אינפלציות בשווקים הפיננסיים. זאת על רקע המלחמה הצפויה בעיראק, חששות מעלייה מתמדת של גירעון הממשלה והחוב הממשלתי וחששות מהורדת הדירוג של המדינה ושל הבנקים הגדולים על ידי חברות הדירוג<sup>9</sup>. הדבר התבטא בהמשך רמה גבוהה של שער החליפין, במגמת עלייה של הריביות הריאליות לזמן ארוך ובתנודות מתמשכות של משתנים אלה ושל יתר האינדיקטורים הרלוונטיים להערכת האינפלציה הצפויה. (ראו פירוט בפרק ב'). על רקע זה השאיר בנק ישראל את הריבית המוניטרית, במהלך המחצית השנייה של השנה, ברמה הגבוהה של סוף המחצית הראשונה, מתוך הערכה ששיעור זה די בו כדי להחזיר את יציבות המחירים. במהלך המחצית השנייה של שנת 2002 איש לא צפה (לא בנק ישראל, לא החוזאים המקצועיים ולא השוק) שבמאוס 2003 יתחיל תהליך ירידה של שער החליפין, בד בבד עם שיפור ניכר בכל האינדיקטורים הרלוונטיים להערכת האינפלציה הצפויה.

לקראת סוף השנה ניכרה הטבה מסוימת בחלק מהאינדיקטורים הרלוונטיים, והריבית לינואר 2003 הופחתה ב-0.2 נקודת אחוז. אולם בינואר ובמחצית הראשונה של פברואר 2003 ניכרה שוב הרעה באינדיקטורים, ולכן השאיר בנק ישראל את הריבית לחודשים פברואר ומאוס 2003 ללא שינוי.

באמצע פברואר 2003 החלה מגמה של שיפור במרבית האינדיקטורים הרלוונטיים להערכת סביבת האינפלציה (אמנם תוך תנודות, לעיתים משמעותיות, שהקשו על הערכה שוטפת של סביבת האינפלציה). על רקע זה החל בנק ישראל בתהליך של הפחתת הריבית בקצב הולך וגדל: בחודשים אפריל, מאי ויוני הופחתה הריבית בשיעורים של 0.2, 0.3 ו-0.4 נקודת אחוז, בהתאמה; ביולי, אוגוסט וספטמבר הוגבר קצב ההפחתה ל-0.5 נקודת אחוז לחודש; באוקטובר, נובמבר ודצמבר הופחתה הריבית בשיעורים של 0.4, 0.5 ו-0.4 נקודת אחוז, בהתאמה. בסך הכול, מתחילת השנה ירדה ריבית בנק ישראל ב-3.9 נקודות אחוז, מ-9.1 אחוזים בדצמבר 2002 ל-5.2 אחוזים בדצמבר 2003. במונחים ריאליים, כלומר בניכוי הציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון, פחתה ריבית בנק ישראל מכ-7.2 אחוזים בסוף 2002 לכ-3.5 אחוזים בסוף 2003 – התפתחות המלמדת שקצב הפחתת הריבית היה מהיר מקצב ירידתה של האינפלציה הצפויה.

ירידת המחירים בשנת 2003 הסתכמה כאמור ב-1.9 אחוזים, וזאת לעומת יעד אינפלציה של 1 עד 3 אחוזים, שנקבע לתקופה שמתחילת שנת 2003 ואילך, שיעור המוגדר כיציבות מחירים. בשלושת החודשים הראשונים של השנה עלו המחירים בקצב גבוה

8 הגיוס של הממשלה בחו"ל הסתכם בשנת 2003 בכ-6.7 מיליארדי שקלים. הגירעון המקומי הסתכם ב-26.6 מיליארדי שקלים, והגירעון עם חו"ל הסתכם ב-1.1 מיליארדי שקלים.

9 חברה אחת הודיעה על הורדת הדירוג של שלושת הבנקים הגדולים.

מהיעד, וירידתם החלה ברביע השני של השנה. במהלך הרביע השלישי של השנה עלתה ההסתברות שקצב עליית המחירים בשנה הקלנדרית 2003 יהיה נמוך מהיעד. בהקשר זה עולה מפעם לפעם השאלה מדוע, גם כשעלתה ההסתברות כי האינפלציה בשנה הקלנדרית 2003 תהיה נמוכה מהיעד ארוך הטווח של יציבות מחירים, לא הגביר בנק ישראל את קצב הפחתת הריבית במטרה להאיץ את קצב עליית המחירים, ולהשיג את היעד בשנה הקלנדרית 2003. התשובה לשאלה זו היא שהמטרה (והיכולת) של בנק ישראל היא – להשיג יציבות מחירים לאורך זמן, לא יעד אינפלציה לתקופה מסוימת. להלן ננסה להבהיר את משמעות המונח "יעד של יציבות מחירים לאורך זמן" ולהציג את העקרונות המנחים את המדיניות המוניטרית בחתירה להשגתו.

באוגוסט 2000 קבעה הממשלה, שהחל משנת 2003 יעד האינפלציה יהיה בין 1 ל-3 אחוזים, קצב המוגדר כיעד של יציבות מחירים. אין זה יעד לתקופה קלנדרית מסוימת אלא יעד רציף. בכל חודש הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מפרסמת את קצב העלייה (או הירידה) במדד המחירים לצרכן לעומת החודש הקודם. מאחר שהמחירים בכל חודש מושפעים מגורמים מקריים רבים, בלתי ניתנים לשליטה ו/או לצפייה מראש, ברור שלעיתים מדד זה יעלה ביותר מאשר 3 אחוזים (הגבול העליון של היעד, במונחים שנתיים) ולעיתים הוא יעלה בפחות מאחוז אחד (הגבול התחתון של היעד). שום בנק מרכזי (או גורם אחר) לא יכול להביא בכל חודש, או תקופה מסוימת אחרת, לעלייתו של המדד בטווח שבין 1 ל-3 אחוזים בדיוק. מטרת המדיניות המוניטרית היא שלאורך זמן, הסטיות של האינפלציה החודשית ממרכז תחום היעד תהיינה מזעריות. (ליתר דיוק – למזער את הסטייה הריבועית הממוצעת של האינפלציה החודשית ממרכז תחום היעד). כאן גם המקום להבהיר שלסטיות מהעבר אין כל משמעות אופרטיבית לגבי המדיניות המוניטרית, אלא אם כן הן עשויות ללמד על סטייה צפויה גם בעתיד. לכן אם בחודשים הקודמים האינפלציה הייתה גבוהה/נמוכה מהיעד, אין מקום לשאוף לתיקון הסטייה שהייתה על ידי גרימת אינפלציה נמוכה/גבוהה מהיעד בחודשים הבאים של השנה. ניסיון כזה יביא להגדלת הסטיות של האינפלציה מהיעד ולא להקטנתן. הואיל והמטרה של המדיניות המוניטרית היא להקטין את הסטיות של האינפלציה מהיעד, עליה לשאוף בכל נקודת זמן שקצב עליית המחירים מאותה נקודה ואילך יהיה קרוב ככל האפשר ליעד. ברם, המטרה שהאינפלציה תהיה קרובה ככל האפשר ליעד אינה המטרה היחידה של המדיניות המוניטרית. מטרה נוספת היא להימנע, ככל האפשר, מהצורך לבצע שינויים גדולים או שינויי כיוון תכופים בריבית. אחת התופעות הידועות ומוסכמות על רוב הכלכלנים היא שיש מידה רבה של תחלופה בין התנודות באינפלציה ובין התנודות בריבית. ניסיון להקטין בכל מחיר את השונות של האינפלציה עלול אפוא להגדיל את השונות של הריבית. תנודות גדולות בריבית הנומינלית עלולות להביא לתנודות חריפות בשער החליפין, בריביות הריאליות, במחירי הנכסים, בפעילות הריאלית ובתעסוקה. פועל יוצא של התפתחויות אלה עלול להיות גם פגיעה ביציבות הפיננסית של המשק.

מכאן שבמקרה של זעזוע המחולל סטייה גדולה של האינפלציה מהיעד, ומחייב את המדיניות המוניטרית לפעול להחזרה של האינפלציה אל היעד, צריכה התאמת הריבית להיות הדרגתית, ולפיכך גם תהליך החזרה של האינפלציה ליעד יהיה הדרגתי. (עם זאת, לעיתים, כשמתפתח תהליך אינפלציוני, הרי גם לצורך חזרה הדרגתית של האינפלציה ליעד נדרש שינוי גדול בריבית).

כך למשל במהלך המחצית הראשונה של שנת 2002, כשהמחירים עלו בשיעור שנתי של כ-13 אחוזים, הרבה מעל היעד של 2 עד 3 אחוזים שנקבע לאותה שנה, ההעלאה

הדרסטית של הריבית ביוני 2002 נועדה לבלום את התהליך האינפלציוני שהתפתח באותה עת, ולהחזיר את האינפלציה לתוואי היעד, מיולי 2002 ואילך, ולא לתקן את הסטייה שהייתה. במילים אחרות: לא הייתה כוונה להביא לירידת מחירים של כ-7 אחוזים במחצית השנייה, כדי לעמוד ביעד הקלנדר-לכאורה של שנת 2002<sup>10</sup>. בדומה לכך, כאשר במהלך המחצית השנייה של שנת 2003, גדלה ההסתברות שקצב עליית המחירים בשנה הקלנדרית 2003 יהיה נמוך מהיעד, לא נעשה ניסיון לתקן את התוצאה השנתית על ידי העלאה דרסטית של האינפלציה, בהמשך השנה, הרבה מעל היעד. מאחר שההשפעה של הריבית על האינפלציה מתבטאת בחלקה בפיגור, המוערך בשנה עד שנה וחצי, נקבעת הריבית מתוך מבט קדימה: בכל נקודת זמן מעריכים את ההתפתחויות הצפויות במחירים, ובהתאם להן משנים את שיעור הריבית. אמנם אחד האינדיקטורים להתפתחות העתידית של האינפלציה הוא התפתחותה בעבר, אולם אינדיקטור זה אינו החשוב ביותר. לפיכך, לירידת המחירים בשנת 2003, שהחלה ברביע השני שלה, הייתה השלכה מסוימת על קביעת הריבית באותה תקופה, אך המטרה בקביעת הריבית בכל אחד מהחודשים של התקופה הייתה להביא את האינפלציה בשנה ובשנתיים בקרובות לתחום היעד, לא להשיג את יעד האינפלציה לאותם חודשים או לשנה הקלנדרית 2003.

ראוי גם לציין שבשנים האחרונות קצב האינפלציה הבינ-חודשי מאופיין בתנודות גדולות יחסית<sup>11</sup>, שמקשות אף הן על שימוש באינפלציה בהווה ובעבר הקרוב כאינדיקציה לאינפלציה העתידית.

## תיבה א'-1: מספר לקחים מהניסיון בעולם ביחס למדיניות של יעד אינפלציה

מחקר שערכו לאחרונה כלכלנים מהבנק המרכזי של ארצות הברית<sup>1</sup>, בוחן את מידת ההצלחה של מדיניות יעד האינפלציה במדינות מפותחות ומתפתחות. לפי מחקר זה הניסיון המוצלח בצ'ילי ובישראל, של הפחתת האינפלציה באמצעות משטר של יעדי אינפלציה, עודד מדינות נוספות בעולם המתפתח ללכת בדרך זו<sup>2</sup>. לגבי המדינות המפותחות נמצא כי הפעלת השיטה של יעד אינפלציה הביאה, עם הזמן, לייצוב הציפיות האינפלציוניות ולהפחתת האינרציה של האינפלציה. לא כך היה במדינות המפותחות האחרות, שלא נקטו גישה זו; לגביהן נמצא כי קצב

1 Andrew T. Levin, Fabio M. Natalucci and Jeremy M. Piger: "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting", Federal Reserve Board of Governors. October 2003.

2 רשימת המדינות מוצגת בלוח להלן.

10 ראוי גם לציין שקשיחות המחירים כלפי מטה חזקה יותר מאשר כלפי מעלה. קל יותר להעלות מחירים באמצעות הרחבה מוניטרית מאשר להורידם באמצעות ריסון מוניטרי.

11 ראו לוח ב'-11.

האינפלציה מאופיינת באינרציה וכי הציפיות האינפלציוניות מושפעות, במידה רבה, מהתפתחות האינפלציה בעבר.

באשר למדינות המתפתחות מצביע המחקר על מספר מאפיינים משותפים, שמרביתם ניכרים גם במשק הישראלי. מתברר אפוא שהם משקפים תופעה כללית יותר ואינם ייחודיים לישראל. כותבי המחקר מונים, בין היתר, את המאפיינים המשותפים הבאים:

1. רוב המדינות המתפתחות שנקטו את גישת יעד האינפלציה הצליחו להפחית את האינפלציה משיעור דו־ספרתי לשיעור חד־ספרתי.
2. בעקבות הניסיון של הארצות המפותחות, הציבו רוב המדינות מראש יעד אינפלציה רב־שנתי, במגמה להטמיע בציבור את האמון בחתירתה של המדינות המוניטרית לציבות מחירים.
3. ברוב המדינות יעד האינפלציה הרב־שנתי הוא בטווח של 2 עד 3 אחוזים.
4. רוב המדינות המתפתחות נטשו בהדרגה את הניסיון לנהל את שער החליפין ונטו לעבור, ככל האפשר, למשטר של שער חליפין גמיש. זאת מפני הקושי של משקים אלה, שכולם קטנים ופתוחים, להתמודד עם הנטל של תנועות הון.
5. בשנים הראשונות להפעלת משטר יעד האינפלציה – גם במדינות המפותחות וגם במתפתחות – לא השתנו הציפיות האינפלציוניות של הציבור. מכאן שבתחילת התהליך האמינות של המשטר הייתה נמוכה. רק בהדרגה, ולאחר שהתבררה ההצלחה של המשטר, גבר האמון בו.
6. אף שמרבית המדינות המתפתחות הצליחו להפחית את קצב האינפלציה הממוצע לשיעורים נמוכים, התנודות באינפלציה נותרו גבוהות גם לאחר ירידתה. הסיבה לכך, לדעת הכותבים, היא שמדובר במשקים קטנים ופתוחים הרגישים לזעזועים חיצוניים.
7. רוב המדינות המתפתחות מאופיינות בסטיות גדולות יחסית של האינפלציה מהיעד (כלפי מעלה וכלפי מטה). הלוח להלן, הלקוח מהמאמר, מציג את סטיות התקן של סטיות האינפלציה מהיעד במדינות השונות. מתברר כי סטיית התקן במדינות המתפתחות גדולה יותר מאשר במפותחות. בין המתפתחות, בברזיל ובדרום אפריקה סטיית התקן היא הגדולה ביותר. ישראל נמצאת במקום החמישי בין 11 המדינות המתפתחות.



**לוח תיבה א': סטיית התקן של סטיות\* האינפלציה ממרכז תחום היעד במדינות מפותחות ומתפתחות**

המדינות המתפתחות	סטיית התקן	מועד אימוץ יעד האינפלציה	המדינות המפותחות	סטיית התקן	החל משנת
ברזיל	5.0	יוני 1999	אוסטרליה	1.7	1993
דרום אפריקה	3.7	פברואר 2000	ניו זילנד	1.6	1990
הרפובליקה הצ'כית	3.0	ינואר 1998	שבדיה	1.3	1994
פולין	2.9	ספטמבר 1998	קנדה	1.2	1991
ישראל	2.6	דצמבר 1991	אנגליה	0.9	1992
קלומביה	2.4	מאי 2000			
מכסיקו	2.2	ינואר 1991			
צ'ילה	1.9	ינואר 1991			
הונגריה	1.8	אוגוסט 2001			
קוריאה	1.4	אפריל 1998			
תאילנד	1.2	מאי 2000			

\* האינפלציה בלוח זה מתייחסת לעליית המחירים בכל רביע לעומת הרביע המקביל בשנה הקודמת (לכן החישוב של סטיות התקן כאן שונה מזה המוצג בלוח ב'11).

## 2. ההתפתחויות בשוק ההון

### א. ההתפתחויות העיקריות

מרבית ההתפתחויות בשוק ההון בשנת 2003 – החל מחודש מארס – הצביעו על ירידה איטית אך מתמשכת באי-הוודאות הפיננסית, ירידה שהתבטאה, בין היתר, בעלייה של מחירי הנכסים הפיננסיים. כתוצאה מכך חזרו התשואות למגמת הירידה שנרשמה בשנה הקודמת, והופרעה לאחר ההפחתה החד-פעמית והחדה של ריבית בנק ישראל בסוף שנת 2001 וההתרופפות המשמעותית של המשמעת הפיסקלית.

בשוקי המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות ירדו התשואות לפדיון בשנת 2003, והגיעו לרמות ששררו בסוף שנת 2001. בשוק המניות נרשמה עלייה חדה במחירים, עד לשיעור מצטבר של קרוב ל-50 אחוזים לעומת השנה הקודמת, וכן עלייה משמעותית במחזורי המסחר היומיים – לאחר ירידת מחירים ומחזוריים נמוכים בשנתיים הקודמות. גם בשוק איגרות החוב הקונצרניות – הסחירות והלא-סחירות – גברה הפעילות בשנה הנסקרת, והיקפי ההנפקות עלו לטכומים ללא תקדים. במקביל להתפתחויות אלה ירדה, כנראה, רמת הסיכון של המשק הישראלי בעיני שוקי ההון. על השיפור הצביע גם מיגוון אינדיקטורים לאי-הוודאות בשוק ההון ולחוסן הפיננסי של המשק, וזאת לאחר הרעה ניכרת בהם בשנת 2002, בעיקר במחציתה הראשונה.

גם ההתפתחויות בתיק הנכסים הכספיים של הציבור בשנת 2003 מסמנות חזרה למגמה הארוכה שאפיינה אותן עד שנת 2002: עלייה במשקל הנכסים הלא-צמודים בתיק (כאשר מנכים ממנו את יתרת המניות שבידי הציבור), ירידה – אמנם קטנה – של חלק הנכסים הצמודים למדד ועלייה של משקל הנכסים הארוכים בתיק על חשבון משקל הנכסים הקצרים, שירד.

הודות לרפורמה במס הכנסה על יחידים – שהשוותה את תנאי המיסוי על ההכנסה של יחידים בין נכסים סחירים ללא-סחירים – ולתהליך הפחתת הריבית, עלה משקלם של הנכסים הסחירים בתיק הנכסים הכספיים, גם כשאין כוללים את המניות בתיק. הגורמים העיקריים שהשפיעו על ההתפתחויות בשוק ההון בשנת 2003 היו התגברות אמינותה של המדיניות המקרו-כלכלית – של המדיניות המוניטרית, לאחר העלאת הריבית המצטברת באמצע שנת 2002, ושל המדיניות הפיסקלית, לאחר גיבוש התכנית הכלכלית של הממשלה החדשה שנבחרה בתחילת השנה. להתפתחויות אלה תרמו גם תוצאות המלחמה בעיראק בתחילת 2003 וגידול הציפיות להתאוששות המשק של ארצות הברית, שהתבטאו, בין היתר, בעליות מחירים בשוק המניות שם. למרות גידול הגירעון התקציבי בשנת 2003, היה גיוס ההון הממשלתי הסחיר נטו בשוק המקומי נמוך מזה של השנה הקודמת – בניגוד למגמת עלייתו ב-2001 ו-2002 – ובכך תרמה הממשלה לירידת התשואות בשוק איגרות החוב הממשלתיות. נוסף על כך חזרה מדיניות הממשלה בשנת 2003 למסגרת של השנים האחרונות בתחום גיוס ההון – לאחר שהיא סתתה ממנה, בעיקר בשנת 2002: בשנת 2003 הוארך הטווח-לפדיון של גיוס ההון הסחיר בשוק המקומי, לאחר קיצורו בשנת 2002, וכן הועלה משקלו של החלק הלא-צמוד (בריבית קבועה), והורד החלק הצמוד למדד בגיוס ההון המקומי – בניגוד לשנים 2001 ו-2002. לאחר הפסקה של כמעט שנתיים, גייסה הממשלה הון בחו"ל – על רקע הערבויות של ממשלת ארצות הברית וירידת סיכון המדינה של ישראל להערכת שוקי ההון הבין-לאומיים – והדבר איפשר צמצום מסוים של גיוס ההון הסחיר בשוק המקומי בשנה הנסקרת.

לקראת סוף שנת 2003 יושמה רפורמה בתחום הפנסיה – לאחר הרפורמות שהונהגו בתחום קופות הגמל בסוף שנות השמונים ובתחום התכניות לביטוח חיים בתחילת שנות התשעים. במסגרת רפורמה זו תצומצם מאוד הנפקת איגרות החוב המיועדות של הממשלה לקרנות הפנסיה, ומרבית השקעותיהן יופנו לשוק ההון הסחיר. כן הוחל בשנה הנסקרת בתכנון מספר רפורמות מבניות בשוקי הכספים וההון – שינויים במערכת התשלומים במשק, בשיטה של הסליקה של ניירות הערך ועוד. (ראו נספח 1.)

## ב. המגמות העיקריות בשוק ההון

בדומה להתפתחויות בתחום האינפלציה והמדיניות המוניטרית, ניתן להתייחס להתפתחויות בשוק ההון בשנת 2003 כאל המשך של המגמות שהחלו במחצית השנייה של שנת 2002, ובעיקר בשני החודשים האחרונים שלה – ירידת הסיכון הפיננסי וסיכון האינפלציה, שהתבטאה, בין היתר, בירידת התשואות של איגרות החוב והמק"ם. זאת בעיקר על רקע ההעלאה של ריבית בנק ישראל באמצע שנת 2002, והתכנית הכלכלית החדשה. לאחר העלאת הריבית במחצית הראשונה של 2002 השתפרה אמינותה של המדיניות המוניטרית בעיני הציבור. על רקע זה נבלמה העלייה החדה שהייתה במחצית הראשונה של אותה שנה בתשואות הנומינליות והריאליות, ואלה התייצבו על רמות גבוהות יחסית – כ-12 וכ-6 אחוזים בממוצע, בהתאמה. בנובמבר 2002 החל תהליך של ירידה בכל התשואות, ואלה התקרבו לרמות של אמצע אותה שנה – כ-11 וכ-5.5 אחוזים בממוצע, בהתאמה. בזכות גיבוש התכנית הכלכלית של הממשלה החדשה ותוצאות המלחמה בעיראק, נתחדשה הירידה בתשואות ונמשכה (בדרך כלל) עד תחילת 2004. כך, בסוף 2003, רמותיהן של התשואות הנומינליות והריאליות דמו לאלו של

סוף 2001, לפני ההפחתה החדה, החד-פעמית, של ריבית בנק ישראל – כ-6 וכ-4 אחוזים בממוצע, בהתאמה.

בשוק איגרות החוב הקונצרניות – הסחירות והלא-סחירות – נרשם בשנת 2003 גידול ניכר של היקפי ההנפקות – בכמיליארד ובכ-3 מיליארדי ש"ח, בהתאמה. זאת על רקע מספר התפתחויות עיקריות: ירידה בסיכון הפיננסי של המשק, תהליך התייעלות של הפירמות וירידה יחסית בזמינות האשראי הבנקאי לפירמות. נוסף על כך, הפדיונות הגדולים של איגרות החוב הממשלתיות הצמודות לדולר מסוג "גלבע", על רקע מדיניות הממשלה להפסקת הנפקתן, הניעו גופים פיננסיים להנפיק איגרות חוב דולריות כתחליף מסוים לאיגרות שנפדו.

גם בשוק המניות נרשמה בשנה הנסקרת עליית מחירים – ומדד המניות הכללי ומדד תל אביב 100 עלו במהלכה בשיעורים מצטברים של כ-50 אחוזים. עלייה זו החלה במארס 2003, לאחר למעלה משנתיים של ירידות מחירים. עליותיהם של מחירי המניות מוסברות בירידת הסיכון הפיננסי של המשק, בתהליך הפחתת הריבית, בתהליכי התייעלות של פירמות רבות במגזר העסקי, שהשפיעו לחיוב על דוחותיהן הכספיים, ובעליות השערים בשוק המניות בארצות הברית. לעומת זאת נראה, כי לא ניתן להסביר את העליות בשוק המניות בציפיות להתאוששות בפעילות הכלכלית. בהערכה זו תומך היעדרן – בשנה הנסקרת – של הנפקות מניות, הקשורות בדרך כלל לתכניות השקעה של פירמות. מחזורי המסחר היומיים בשוק המניות עלו בשנה הנסקרת עלייה ניכרת, והגיעו בסופה לממוצע גבוה של כ-360 מיליוני ש"ח, לעומת כ-240 מיליונים ב-2002.

אי-הוודאות במשק ובשוק ההון פחתה ב-2003, לאחר עלייה חדה במחצית הראשונה של 2002 והתייצבות במחציתה השנייה ברמה גבוהה מזו של סוף 2001. במארס החלה הירידה של אי-הוודאות להשתקף באינדיקטורים השונים. כך פחתה אי-הוודאות לגבי האינפלציה, כפי שהשתקף בירידת הציפיות לאינפלציה לטווחים של שנה עד 10 שנים, בתחזיות האינפלציה של החזאים הפרטיים, בפער בין הראשונות לאחרונות ובהצטמצמות השונות של תחזיות החזאים (הגדלה בתקופות של אי-ודאות). ירדה כנראה גם אי-הוודאות בתחומי שער החליפין ושוק מטבע החוץ – כפי שמתבטא בירידת סטיות התקן בפועל של שער החליפין, בהצטמצמות הפער בין מחירי הקנייה והמכירה של מטבע חוץ, בירידת סטיות התקן וההסתברויות לשינויים עתידיים בשער השקל מול הדולר, הנגזרות מנתוני האופציות שקל-דולר שמוכר בנק ישראל ומאלה הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. כן ירדה אי-הוודאות בתחום סיכון המדינה; זאת לפי הפרמיות הנגבות בגין סיכון המטבע הישראלי ובגין סיכון המדינה של ישראל בשוקי ההון הבין-לאומיים<sup>12</sup>. ולפי השיפור בדירוג האשראי של שוק ההון הישראלי בפרסומי חברות פיננסיות בין-לאומיות. התפתחויות אלה באו לידי ביטוי גם בהתפתחותו של תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור בשנה הנסקרת: חלקם של הנכסים הלא-צמודים בתיק, בניכוי המניות שבידי הציבור<sup>13</sup>, גדל מ-37 אחוזים ב-2002 לכ-39 אחוזים, וחלקם של הנכסים הצמודים למדד ירד – אמנם בשיעור זניח של כ-3 עשיריות האחוז.

12 פרמיות הנגזרות מפערי התשואות בין איגרות חוב של ממשלת ישראל לאלה של ממשלת ארה"ב.  
13 הסיבות העיקריות לאי הכללתו של רכיב המניות בבחינת השינויים בהרכב התיק הוא התנודתיות האופיינית לו והקושי למיין אותו לפי הצמידות או לפי טווח ההשקעה.

מגמות אלה הן בבחינת חזרה למגמה ארוכת הטווח שאפיינה את תיק הנכסים בשנים האחרונות, להוציא את 2002<sup>14</sup>, על רקע תהליך הדיסאינפלציה במשק הישראלי. גם בחינת הרכב התיק לפי הטווח-לפדיון מראה כי ההתפתחויות בשנת 2003 מתיישבות עם יציבות בתחום האינפלציה ובתחום הפיננסי: משקל הנכסים קצרי הטווח ירד מכ-34 לכ-32 אחוזים, ומשקל הנכסים לטווח ארוך עלה מכ-20 לכ-21 אחוזים. כן עלה ב-2003, בניגוד לשנת 2002, משקל הנכסים הסחירים בתיק (ללא המניות) – מכ-23 לכ-26 אחוזים. (עלייה חלשה יותר מתקבלת אם כוללים את המניות בתיק.) הסיבות העיקריות לעלייה זו הן השפעות הרפורמה במס הכנסה על יחידים – ובכללה האחדה נרחבת של המיסוי על נכסים סחירים ולא-סחירים – ותהליך הפחתת הריבית במשק. את המגמה של גידול הרכיב הסחיר בתיק תחזקנה השלכות הרפורמה שהופעלה בשנת 2003 בתחום הפנסיה – ובעיקר הצמצום הניכר של הנפקת איגרות החוב הממשלתיות המיועדות לקרנות והפניית עיקר השקעותיהן לשוק ההון.

### ג. המגמות העיקריות בגיוס ההון של הממשלה

גם בשנת 2003 לא עמדה הממשלה בתכנון גיוס ההון הממשלתי המקומי הסחיר ברוטו וסטתה מהסכום שנוקב בספר התקציב לשנה זו בכ-5 מיליארדי ש"ח. זאת בעיקר בגלל החריגה מיעד הגירעון התקציבי, וכן בגלל אי-היכולת של הממשלה להאיץ גם השנה את תהליך ההפרטה, שהחל לקראת סוף שנות התשעים. עם זאת, ההון שהממשלה גייסה בחו"ל, בעיקר במסגרת הערבויות שהעמידה ממשלת ארצות הברית, מנע גידול נוסף של גיוס ההון המקומי.

גיוס ההון המקומי הסחיר נטו של הממשלה בשנת 2003 היה נמוך מאשר ב-2002 בכ-4 מיליארדי ש"ח – לאחר גידולו בשנתיים הקודמות – ובכך תרמה הממשלה לירידת התשואות בשוק איגרות החוב הממשלתיות בשנה הנסקרת. בשנת 2003 חזרה הממשלה לאסטרטגיה שניהלה בשנים האחרונות לגבי גיוס ההון, לאחר שסטתה מאסטרטגיה זו בשנת 2002<sup>15</sup>: הטווח לפדיון של גיוס ההון הוארך שוב, והונפקו אך ורק סדרות ה"סמן" לשוק איגרות החוב. כמו כן הועלה משקלן של איגרות החוב הלא-צמודות בסך גיוס ההון<sup>16</sup>. אסטרטגיה זו, שיש להתמיד בה ולא לסטות ממנה עוד, חיונית מפני תרומתה הרבה לסחירותו של שוק איגרות החוב הממשלתיות – שהוא בסיס לשוק ההון כולו – ולהגברת הוודאות בו ובשוק ההון בכללותו. משקלן של איגרות החוב הלא-צמודות מסוג "שחר" הוגדל מ-37 אחוזים בשנת 2002 לכ-41 אחוזים השנה. עם זאת, משקל גיוס ההון הלא-צמוד ב-2003 עדיין נמוך מהשיא שנרשם בשנים 2000 ו-2001 – כמחצית מגיוס ההון.

14 בשנת 2002, בניגוד למגמה, ירד משקל הנכסים הלא-צמודים, בגלל עלייה תלולה בציפיות לאינפלציה ובאינפלציה בפועל באותה שנה.

15 כך האריכה הממשלה את הטווח הממוצע לפדיון של גיוס ההון באמצעות איגרות החוב הלא-צמודות מסוג "שחר" בכ-2 שנים, לכ-6 שנים, ובאמצעות איגרות החוב הצמודות למדד מסוג "גליל" – בכ-8 שנים, לכ-11 שנים.

16 אנו מתייחסים כאן חוב לא-צמוד רק לאיגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות הנושאות ריבית קבועה, מסוג "שחר", שכן באיגרות החוב הנושאות ריבית משתנה, מסוג "גילון", מגולם בניוד הריבית מנגנון הצמדה עקיף, אמנם לא רשמי.

ראוי לציין, כי בשנה הנסקרת צמצמה הממשלה את משקלן של איגרות החוב הלא-צמודות הנושאות ריבית משתנה מסוג "גילון" בגיוס ההון הסחיר. חשוב שהממשלה תמשיך במגמה זו, עד להפסקת ההנפקה של איגרות חוב אלה, שכן סחירותן נמוכה, בגלל היותן מסובכות לתמחור. צעד כזה יתיישב עם מדיניותה של הממשלה בשנים האחרונות, שבמסגרתה הופסקו ההנפקות של איגרות חוב צמודות למדד וצמודות לדולר הנושאות ריבית משתנה. נטל החוב הממשלתי בתוצר המשיך לגדול השנה, והגיע לכ-105 אחוזים – לעומת כ-102 אחוזים ב-2002 וכ-89 אחוזים ב-2000. עלייתו המתמדת בשלוש השנים האחרונות מנוגדת למגמת ירידתו, שהחלה באמצע שנות השמונים, כשהוא הגיע לשיעור גבוה מכ-150 אחוזים<sup>17</sup>. אשר להרכב החוב – החלק הצמוד למדד בחוב הממשלתי הוסיף וירד בכנקודת אחוז, עד לכ-52 אחוזים, וחלקו הלא-צמוד עלה מכ-18 אחוזים ב-2002 לכ-22 אחוזים בשנה הנסקרת.

## נספח: הרפורמות בשוקי ההון והכספים

### 1. קידום הרפורמות בשוקי ההון והכספים

מטרת הרפורמות בשוקי ההון והכספים – תהליך ארוך שהחל באמצע שנות השמונים, עם תכנית הייצוב – היא להניח תשתית הכרחית לשוק הון תחרותי וסחיר בישראל. זאת בעיקר על ידי הוצאת הממשלה משוקי ההון והכספים כשחקן מוביל וקובע ויצירת כללי משחק חדשים – הוגנים ואחידים לכולם – שבהם הממשלה והמגזר הפרטי מתמודדים על המקורות בשווקים אלה. הצעדים המרכזיים בתהליך זה היו עד כה מסחור החוב הממשלתי, ביטול האשראי המוכון, ביטול הפיקוח על מטבע חוץ, הגמשת משטר שער החליפין, מעבר מניהול המדיניות המוניטרית בכלים אדמיניסטרטיביים לניהול בכלי שוק, הרפורמה במס הכנסה על יחידים, שיושמה החל משנת 2003, והרפורמה בפנסיה, שהחלה לקראת סוף 2003.

בשנת 2003 נעשה להכשרת הקרקע למספר רפורמות שיופעלו משנת 2004 ואילך – ביניהן שינויים במערכת התשלומים, צעדים לחיזוק המסלקות לניירות ערך, קביעת כללים להקמת מערכות לעושי שוק בניירות ערך פרטיים וממשלתיים וביטוח הפיקדונות בבנקים. רפורמות אלה נועדו להצמיד את שוק ההון המקומי קדימה ולפעול לייעול המסחר בניירות ערך ולהגדלת הסחירות והנזילות של השווקים ולחיזוק התשתית הפיננסית לפעולתם. למרות ההתקדמות, במשך כמעט שני עשורים, בתהליכי הרפורמות האמורים, המלאכה עדיין מרובה. בין הצעדים שיש להשלים: הפרדת הבעלות של הבנקים מהבעלות על מרבית המשקיעים המוסדיים, הסדרת המסגרת הדרושה לפיתוח כלים חדישים כגון ניירות ערך סחירים ועסקות השאלה, הסדרת המסגרת המשפטית הנדרשת בתחום עסקות ה"ריפו", ובתחום הביטחונות כנגד עסקאות בניירות ערך בכלל. בצעדי הרפורמות שעדיין נותר לקדם ולהשלים מעורבים גופים שונים – בנק ישראל, משרד האוצר, הרשות לניירות ערך והבורסה לניירות ערך בתל אביב – וחשוב שכל אחד מהם ייתן את הדעת להשלכות של הנעשה בתחומו על השוק כולו. כמו כן מן ההכרח כי

17 כידוע, קובעת אמנת מאסטריכט, כתנאי להצטרפות לאיחוד המוניטרי האירופי, כי שיעור החוב בתוצר יהיה עד 60 אחוזים בלבד.

תהליכי הרפורמות יתנהלו תוך תיאום מתמיד בין כל הגופים האמורים, כדי למנוע אפוליות – אפילו זמניות – לטובת חלקים אלה או אחרים בשוק ההון ולאפשר ראייה כוללת ורחבה. דוגמה בולטת בעניין זה נוגעת למספר תהליכי רפורמה הנמצאים כעת בשלבי ביצוע על ידי גורמים שונים, כגון הסדרת נושא הביטחונות – בעיקר ביטחונות של ניירות ערך לצורך עסקאות פיננסיות. כך גם לגבי הקמת מערכת סליקה סופית לתשלומים גדולים בזמן אמיתי, חיזוק מסלוקת הבורסה לניירות ערך בתל אביב ומסלוקת המעו"ף, ביטוח פיקדונות ופיתוח שוק של עסקות "ריפו" ועסקות השאלה. חשוב שקידום צעדים אלה, שהמשותף להם הוא נושא הביטחונות בעסקאות פיננסיות, יבוא מתוך פתרון מערכתי – באמצעות תיקון מתאים של חוק המשכון או חקיקת חוק "ריפו".

**א. הרפורמות בשוקי ההון והכספים עד שנת 2003**  
התהליך של רפורמות בשוקי ההון והכספים החל, כאמור, באמצע שנות השמונים, לאחר הפעלת התכנית הכלכלית לייצוב המשק, והתקדם לעיתים במהירות ולעיתים בעצלתיים. נמנה את אבני הדרך העיקריות בתהליך עד כה.

#### 1. מסחור החוב הממשלתי

הממשלה החלה בתהליך של המרת איגרות החוב המיועדות שהיא מנפיקה למשקיעים המוסדיים באיגרות חוב סחירות. כך באמצע שנות השמונים הופסקה הנפקתן של איגרות חוב מיועדות לקופות הגמל; בתחילת שנות התשעים נאסר על עמיתים חדשים להצטרף לתכניות לביטוח חיים מסוג "מבטיחה תשואה", הרוכשות מהממשלה איגרות חוב מיועדות, ובמקביל נפתחו עבורם תכניות לביטוח חיים מסוג "משתתפת ברווחים", אשר כיום אינן זכאיות לרכוש מהממשלה איגרות חוב מיועדות; באמצע שנות התשעים נסגרו קרנות הפנסיה בפני עמיתים חדשים, ונפתחו קרנות לעמיתים חדשים, אשר היו רשאיות לרכוש מהממשלה איגרות חוב מיועדות בהיקפים נמוכים מעט מאלה של הקרנות הוותיקות – אך עדיין גבוהים מאוד; בשנת 2003 הונהגה רפורמה נוספת בתחום הפנסיה, אשר במסגרתה צומצמה מאוד הזכאות של הקרנות הוותיקות והחדשות לרכוש מהממשלה איגרות חוב מיועדות. (פירוט ראו בפרק ה').

במסגרת תהליך זה של מסחור החוב של הממשלה הושגה מטרה נוספת – הפניית מרבית השקעותיהם של המשקיעים המוסדיים לשוק ההון הסחיר. הדבר תורם להתמקצעות ויעול של ניהול החיסכון המוסדי לטווח ארוך, להרחבת הסחירות בשוק ההון וליתר יציבות בו, בזכות הפעילות המייצבת האופיינית למשקיעים שאופק השקעותיהם ארוך יחסית, וכן מאפשר לשווקים הפיננסיים לבטא את שיפוטם לגבי טיב המדיניות התקציבית באמצעות הפרמיה שהם דורשים על רכישת איגרות החוב הממשלתיות הסחירות.

#### 2. ביטול האשראי המוכוון

במחצית השנייה של שנות השמונים ביטלה הממשלה את מסגרות האשראי המיוחדות ("האשראי המוכוון"). מסגרות אלה מילאו את מרבית המאזן של הבנקים, ואת תנאייהן קבעו הממשלה ובנק ישראל באופן אדמיניסטרטיבי ובלי קשר למצב השוק.

#### 3. ביטול הפיקוח על מטבע חוץ

לקראת סוף שנות השמונים הוחל בתהליך של ביטול הפיקוח על מטבע חוץ, ובמסגרתו התרת תנועות הון חופשיות אל המשק וממנו. בשנת 2003, משהושלם ביטול הפיקוח, הפך השקל למטבע ברי-המרה.

4. הגמשת משטר שער החליפין

בתחילת שנות התשעים הוחל בתהליך הדרגתי של מעבר ממשטר של שער חליפין קבוע למשטר שבו שער החליפין נקבע על ידי שוק מטבע החוץ. מאמצע שנת 1997 בנק ישראל אינו מתערב עוד בשוק זה, ומשטר שער החליפין הפך לנייד, הלכה למעשה.

5. מעבר בניהול המדיניות המוניטרית מכלים אדמיניסטרטיביים לכלי שוק

במשך שנות התשעים הפחית בנק ישראל את שיעורי הנזילות משיעורים גבוהים במיוחד ועבר לקיום מכרזים מוניטריים מול מערכת הבנקאות. במקביל הניח בנק ישראל תשתית לפיתוח כלים שיאפשרו לנהל את המדיניות המוניטרית באמצעות כלי שוק. כך פעל הבנק בהדרגה לפיתוח שוק המק"ם, ומאז הסרת התקרה, שהגבילה בעבר את היתרה שמותר לרשום למסחר, הוחל, בשנת 2003, במעבר הדרגתי מפיקדונות מוניטריים של הבנקים בבנק ישראל למק"ם. במקביל פיתח בנק ישראל בשנת 2003 את מכשיר ה- repo (repurchase agreement), המשמש בנקים מרכזיים רבים ככלי עיקרי בניהול המדיניות המוניטרית. ה"ריפו" הוכן לשימוש בתחילת 2004 – לעת עתה בהיקפים קטנים יחסית. מעבר זה מכילי מדיניות מוניטרית אדמיניסטרטיביים לכלי שוק מהווה תשתית חשובה לפיתוח שוק הכספים והתיווך הפיננסי החוץ-בנקאי ומאפשר לשוק הכספים לבטא את שיפוטו לגבי המדיניות המוניטרית באמצעות תשואות שוק – בעיקר בשוק המק"ם.

6. הרפורמה במס הכנסה על יחידים

בשנה הנסקרת הופעל השלב הראשון של הרפורמה במס הכנסה על יחידים, ובמסגרתה בוטלו מרבית עיוותי המס – בעיקר בין מיסוי ההכנסה מעבודה למיסוי ההכנסה מהון. בשוק ההון בוטלו מרבית אפליות המס בין מיסוי ההכנסה מנכסים סחירים, כגון מניות ואיגרות חוב, למיסוי על הכנסה מנכסים לא-סחירים, כגון פיקדונות בנקאיים ותכניות חיסכון. כן בוטלו האפליות במיסוי ההכנסה בין נכסים סחירים שונים, כגון איגרות חוב צמודות למדד ואיגרות חוב לא-צמודות. (פירוט רב יותר ראו בסקירה השנתית של המחלקה המוניטרית בדוח בנק ישראל לשנת 2002).

ב. הרפורמות בשוקי ההון והכספים בשנת 2003

שנת 2003 הייתה שנת מעבר בתחום הרפורמות בשוקי ההון והכספים. בשנה זו הכניסו הרשויות בשוק מספר שינויים מבניים והקימו מסגרות חדשות שיקדמו את הרפורמות בשוק ההון בשנת 2004 ובשנים הבאות. בין עיקרי הדברים:

1. מערכת סליקה סופית לתשלומים גדולים בזמן אמיתי (RTGS – Real Time Gross Settlements):

בנק ישראל פעל בשנה הנסקרת לקידום הקמתה של מערכת סליקה סופית לתשלומים גדולים בזמן אמיתי. מערכת כזאת, המקובלת במשקים המפותחים ובמרבית המשקים המתפתחים, תהווה שדרוג של מערכות התשלומים הקיימות ותניח תשתית חשובה ובטוחה יחסית לביצוע תשלומים ועסקאות. בכך היא תתרום לחיזוק היציבות הפיננסית של המשק.

2. חיזוק יציבותן של המסלקות בבורסה לניירות ערך בתל אביב

בשנה הנסקרת נקטה הבורסה לניירות ערך בתל אביב פעולות רבות לחיזוק מסלקת הבורסה ומסלקת המעו"ף:

(א) בחינה של סליקת ניירות ערך ביום שלמחרת ביצוע העסקה (T+1) בהבטחת התמורה

הכספית (DVP – Delivery Versus Payment): הבורסה החלה בשנה הנסקרת בבחינת דרכים להתאמת מערכות הסליקה שלה לסטנדרטים הבין-לאומיים המקובלים – ובעיקר בחינת המעבר לסליקת ניירות ערך תוך הבטחת התמורה הכספית. במסגרת זו נבחנת האפשרות שניירות הערך ייסלקו ביום שלמחרת ביצוע העסקה (T+1).

(ב) "איגוח" ביטחונות: הבורסה קבעה לגבי מערך הביטחונות שנותרו חברי הבורסה למסלוקה, שהחל מאפריל 2004 הם יפקידו בדה איגרות חוב מחשבונם – כבטוחות.

(ג) חישוב ביטחונות תוך-יומי במסלוקת המעו"ף: הבורסה השלימה בשנת 2003 את הכנתה של מערכת לחישוב ביטחונות תוך-יומי במסלוקת המעו"ף. המערכת תופעל מאפריל 2004.

### 3. מערכת עושי שוק בניירות ערך פרטיים

הבורסה נערכה לשילובם של עושי שוק בניירות ערך פרטיים (מניות, איגרות חוב ונכסים נגזרים) במערכות המסחר שלה. כך קבעה הבורסה כללים ומסגרת לפעילותם, לרבות רשימת חובות וזכויות ודרכים לפקח על הפעילות. זאת בעקבות המלצותיה של "ועדת האזור" בעניין זה מסוף 2002. (ראו הסקירה השנתית של המחלקה המוניטרית בדוח בנק ישראל לשנת 2002). במאסר 2004 יחלו לפעול עושי שוק בנגזרים על שער האירו. מערכת עושי שוק עשויה לתרום להגברת הסחירות בשוקי נכסים דלי סחירות ולעודד את כניסתם של משקיעים פיננסיים מתחכמים ואת פיתוחם של מכשירים פיננסיים חדשים.

### 4. מערכת של עושי שוק בניירות ערך ממשלתיים

בשנת 2003 פעל משרד האוצר לקידום מערכת של עושי שוק באיגרות חוב ממשלתיות. במסגרת זו מציע משרד האוצר להעניק לעושי השוק זכויות – גישה בלעדית למכרזי איגרות החוב הממשלתיות, למערכת מסחר סגורה שתוקם, למאגר השאלות של איגרות חוב ממשלתיות ועוד; בתמורה יחויבו עושי השוק לצטט את מחירי הקנייה והמכירה של איגרות החוב במרבית זמן המסחר, להשתתף במכרזי איגרות החוב הממשלתיות ואף לזכות בחלק מהם. לצד החשיבות הרבה בפעילותם של עושי שוק באיגרות חוב ממשלתיות – ובנכסים אחרים – חשוב לבצע את המהלך בצורה נכונה ומתוך בחינת השלכותיו על תפקוד השוק ולהתאים אותו למבנה שוק ההון הישראלי. בהקשר זה נעיר שתי הערות עקרוניות למסגרת המתגבשת:

(א) מתן גישה בלעדית או עדיפה לעושי שוק למכרזי איגרות החוב הממשלתיות: צעד זה – כמו כל צעד אחר אשר יגביל את מיגוון הגופים הרשאים לגשת היום למכרזי איגרות החוב הממשלתיות – עלול לפגוע ברמת התחרות השוררת היום בשוק הראשוני של איגרות החוב האלה, שוק המתפקד היטב וברמת תחרותיות טובה. פגיעה בתפקוד השוק הראשוני עלולה להביא לפגיעה גם בתפקוד של השוק המשני ושל שוק ההון בכלל. בשנים האחרונות פעל בנק ישראל יחד עם משרד האוצר דווקא להרחבת מספר המשתתפים במכרזי איגרות החוב הממשלתיות, כדי להגביר את התחרותיות בשוק הראשוני. הצעת משרד האוצר לצמצם את מספר המשתתפים במכרזים אלה לעושי שוק בלבד (או בעיקר) מנוגדת למגמה זו, שתרמה רבות לפיתוח השוק הראשוני.

ראוי לציין, כי בעולם אין הסכמה לגבי התועלת שבמתן בלעדיות לעושי השוק ברכישת איגרות החוב של הממשלה. כך, בחמישה כנסים בין-לאומיים, שערכו הבנק העולמי וקרן המטבע הבין-לאומית (באנגליה, בדרום אפריקה, בהונג-קונג, באבו-דאבי



ובצ'ילה), בהשתתפות כ־300 נציגים מ־122 מדינות, כנסים שבהם נדונו וגובשו קווים מנחים לניהול החוב הממשלתי, הביעו מדינות רבות ספקות לגבי התועלת במתן גישה בלעדית לעושי השוק לרכישת איגרות החוב של הממשלה. הספקות נבעו בעיקר משיקולים דומים לאלה שצוינו לעיל – ותמציתם בצורך לשמר ואף לפתח את התחרותיות בשוק הראשוני של איגרות החוב הממשלתיות. ההסתייגויות מתועדות במסמך שפרסם הבנק העולמי במאסר 2001: *Guidelines for Public Debt Management*. עם המדינות הרבות – מפותחות ומתפתחות – שלא העניקו לעושי השוק גישה בלעדית לרכישת איגרות החוב של הממשלה נמנות ארצות הברית, אנגליה, קנדה ומרבית מדינות האיחוד האירופי, ובכללן צרפת, ספרד ואיטליה; לצד מדינות אלה יש מספר מדינות שבהן ניתנה לעושי השוק גישה בלעדית לרכישת איגרות חוב של הממשלה – כגון, אוסטרליה, אירלנד, הולנד, דנמרק, פינלנד ושבדיה. מכאן שגישה כזאת אינה תנאי הכרחי להצלחת מערכת של עושי שוק. הדבר צריך להיבחן לנוכח התנאים והנסיבות של שוקי ההון המקומיים בכל מדינה ומדינה; בשוק ההון הישראלי, שהריכוזיות בו גבוהה יחסית – אין מקום להטבה מרחיקת לכת זו לקבוצת עושי השוק – במיוחד אם ביניהם יהיו הבנקים הגדולים, שמעורבותם בשוק ההון גבוהה מאוד כבר היום. גם חיובם של עושי השוק להשתתף במכרזי איגרות החוב הממשלתיות ולזכות בהם אינו ראוי, שכן יש להשאיר בידי עושי השוק את מלוא שיקול הדעת לגבי האופן שבו הם מעוניינים לרכוש איגרות חוב ממשלתיות ולגבי מלאי האיגרות שברצונם להחזיק.

(ב) מאגר השאלות של איגרות חוב ממשלתיות: על פי הצעת משרד האוצר, מאגר כזה ינוהל על ידו, אף שהוא המנפיק של איגרות החוב הממשלתיות. צעד זה עלול לפגוע בתפקודו של השוק המשני באיגרות החוב הממשלתית – משום שהשאלת איגרות חוב ממשלתיות על ידי הממשלה כמוה כהנפקה, המגדילה את חובה. משמעותו של מאגר השאלות האמור היא אפוא הנפקה מעבר לצורכי מימון הגירעון. יתר על כן, הציבור לא יידע מראש מהו היצע איגרות החוב הצפוי. (כיום הממשלה מודיעה מראש מהי כמות איגרות החוב שבכוונתה להנפיק בתקופה הקרובה ולשנה השוטפת.) כיוון שההיצע ישתנה על פי דרישתם של עושי השוק, שלא ניתן לצפותה מראש, יהיה קשה מאוד לתמחר את איגרות החוב בשוק. על כן מן ההכרח כי מאגר השאלות האמור יהיה בבעלות גורם חוץ־ממשלתי בעל ניסיון וידע בתחום זה.

#### 5. עסקות "ריפו"

בנק ישראל יחל בתחילת 2004 בהפעלת עסקאות מסוג "ריפו", שתשתית להן הוכנה בשנה הנסקרת. בשלב הראשון של עסקאות אלה ימכור בנק ישראל מק"ם, והרוכשים יתחייבו למכור אותו בחזרה לבנק ישראל כעבור שבועיים, במחיר אחר. מחירי הקנייה והרכישה ייקבעו בשלב הראשון של העסקה. עסקאות כאלה מהוות כלי מדיניות מוניטרית חשוב בבנקים מרכזיים רבים בעולם. תשתית רחבה של עסקות "ריפו", לצד עסקות השאלה, חיונית לפעילותם של עושי שוק בניירות ערך.

#### 6. ביטוח פיקדונות בנקאיים

בנק ישראל פעל בשנת 2003 לקידום מסגרת של ביטוח הפיקדונות הבנקאיים. ביטוח פיקדונות מקובל במדינות רבות והוא רכיב נוסף בחיזוק היציבות של מערכת הבנקאות. על פי ההצעה שמתגבשת, יבוטחו כל סוגי פיקדונות הציבור – של תושבי ישראל ושל תושבי

חוץ, בשקלים ובמטבע חוץ (בניכוי הלוואותיהם). פיקדונותיהם של משקיעים מוסדיים – מקומיים וזרים – רשויות מקומיות, חברות ממשלתיות, בעלי עניין, אנשים קשורים ודירקטורים בבנקים, וכן פיקדונות בין-בנקאיים לא יבוטחו. הביטוח יהיה חובה על כל הבנקים, וסכומו יוגבל עבור כל מפקיד בכל בנק. כנגד הביטוח ישלמו בעלי הפיקדונות פרמיה ויקבלו פיצוי במקרה של נפילת הבנק.

#### 7. הרפורמה במערכת הפנסיה

לקראת סוף 2003 הופעלה רפורמה בקרנות הפנסיה, ובמרכזה ההחלטה כי איגרות חוב מיועדות תונפקנה לקרן פנסיה רק עד לשיעור של 30 אחוזים מנכסיה. עד כה החזיקו קרנות הפנסיה הוותיקות באיגרות חוב מיועדות למעלה מ-95 אחוזים מנכסיהן, והחדשות – כ-70 אחוזים. צפוי שרק ב-2008 וב-2013 יהיו קרנות הפנסיה החדשות והוותיקות, בהתאמה, רשאיות לשוב ולרכוש איגרות חוב מיועדות. במקביל הופנו מרבית השקעותיהן לשוק ההון הסחיר במסגרת כללי השקעה שנקבעו. על פי ההערכות, צפוי כי קרנות הפנסיה יפנו לשוק ההון הסחיר במשך השנים הקרובות כ-12 עד כ-14 מיליארדי ש"ח בשנה.

#### ג. הרפורמות הדרושות בשוקי ההון והכספים

על אף ההתקדמות שהושגה עד כה בתחום של רפורמות בשוק ההון עדיין יש לטפל בהקדם האפשרי בנושאים חשובים נוספים, ואלה העיקריים שבהם:

##### 1. הפרדת הבעלות של הבנקים מהבעלות על משקיעים מוסדיים

יש להביא לביטול הבעלות של הבנקים על קופות הגמל, קרנות ההשתלמות וקרנות הנאמנות, וזאת תוך הסדרת הזיקה בין בנקים לבין חברות הביטוח. הדבר יתרום לצמצום המעורבות של הבנקים בשוק ההון, שהיא היום גדולה מאוד.

##### 2. פיתוח שוק הכספים

יש להשלים את השינויים הדרושים לשם פיתוח שוק הכספים, ובעיקר לאפשר פיתוח של שוק ניירות ערך מסחריים (commercial papers), המונפקים על ידי חברות לטווח קצר יחסית ומשמשים תחליף לפיקדונות ולאשראי בנקאיים.

##### 3. חוק "ריפו"

עסקאות מסוג "ריפו" מהוות תשתית פיננסית חיונית להמשך שכלולו של שוק איגרות החוב – שהוא הבסיס לשוק ההון כולו – וכן לפעילותם התקינה של עושי השוק בו. מדובר בעסקאות, אשר בדומה להשאלת ניירות ערך, מאפשרות למשקיע למכור נייר ערך מסוים שאינו ברשותו למשך תקופה קצובה, וזאת על ידי רכישתו ממשקיע אחר המחזיק בו ומכירתו בחזרה לבעליו במועד ובמחיר הנקבעים מראש. עסקאות כאלה מאפשרות לגופים פיננסיים, כגון עושי שוק, להחזיק מלאים מצומצמים יחסית של ניירות ערך לצורך פעילותם ו"להגדילם" באמצעות "ריפו" (או עסקות השאלה) בעת הצורך.

עסקות ריפו משמשות גם ערוץ למתן אשראי, שבו נייר הערך המסוים משמש בטוחה כנגד ההלוואה, וכך הן מגבירות את התחרות מול המערכת הבנקאית בתחומי האשראי וההפקדות.

שוקים של עסקאות מסוג "ריפו" מפותחים ביותר בשוקי ההון הבין-לאומיים, שבהם, בדרך כלל, חוק מיוחד מגדיר את תכונותיה של עסקת ה"ריפו", את קשרי הגומלין בין צדדי העסקה ואת מעמדו של נייר הערך שהעסקה מתבססת עליו. בישראל עדיין אין חוק

כזה, והדבר מותיר אי-ודאות רבה לגבי שאלות אלה. במצב הנוכחי ניתן לפרש את עסקת ה"ריפו" כרכישה (או מכירה) עכשווית של נייר ערך ומכירתו (או רכישתו) העתידית, או כהלוואה (או פיקדון) שנייר הערך משמש לו בטוחה. על כן החל בנק ישראל לקדם חוק מיוחד שיגדיר את כל הסוגיות הנוגעות לעסקות "ריפו", כפי שמקובל בעולם. בכך תונח תשתית משפטית איתנה לשוק זה, שתקל על פיתוחו בישראל.

## 2. האסטרטגיה לניהול החוב הממשלתי

לצד קידום הרפורמות בשוק ההון, נקטה הממשלה בעשור האחרון, כדבר משלים ובלתי נפרד, מדיניות של ניהול החוב במסגרת אסטרטגיה של פיתוח שוק איגרות החוב הממשלתיות. זאת מתוך הכרה ששוק איגרות חוב מפותח וסחיר תורם לאורך זמן להוזלת גיוס ההון של הממשלה. שוק איגרות חוב מפותח הוא גם בסיס חיוני לשוק הון מפותח. כך נקטה הממשלה, במסגרת ניהול החוב, מדיניות של הנפקת סדרות מעטות יחסית וגדולות בהיקפן, שיהיו "סמן" לטווחים הבינוניים והארוכים לשוק איגרות החוב, שכן הדבר תורם להגברת סחירותו של השוק. במקביל האריכה הממשלה את הטווח-לפדיון הממוצע של איגרות החוב שהיא מנפיקה – צעד התורם גם ליציבות החוב הממשלתי – וכן הגדילה את משקלן של איגרות החוב הלא-צמודות בסך גיוס ההון שלה, לנוכח תהליך הדיסאינפלציה במשק.

מספר הסדרות המונפקות של איגרות חוב ממשלתיות בשנת 2003 ירד ל-3 סדרות בלבד (לעומת 26 סדרות ב-1992), וכתוצאה מכך ירד מספר הסדרות הנסחרות ל-81 בלבד (לעומת 265 סדרות ב-1992), וגודלה הממוצע של כל סדרה מונפקת עלה לכ-13 מיליארדי ש"ח (לעומת כחצי מיליארד ש"ח בלבד ב-1992). במקביל עלה משקל איגרות החוב הלא-צמודות הנושאות ריבית קבועה בגיוס ההון המקומי הסחיר לכ-41 אחוזים (שינוי גדול לעומת שנות התשעים הראשונות, שבהן כל איגרות החוב שהממשלה הנפיקה היו צמודות למדד או לדולר).

ראוי להוסיף ולקדם את מדיניות ניהול החוב הממשלתי מבחינת השקיפות, סוגי איגרות החוב המונפקות, גודלן, הטווח לפדיון, הרכב ההצמדה של החוב והנפקת סדרות "סמן".

### א. שקיפות

כיום מפרסמת הממשלה, לקראת סופו של כל חודש, את היקף גיוס ההון המתוכנן לחודש העוקב ואת הרכבו, ובסוף כל רביע, בדרך כלל – את היקף גיוס ההון המתוכנן לרביע העוקב. זאת נוסף על פרסום שנתי לגבי סך גיוס ההון המתוכנן, בספר התקציב. עם זאת עדיין היא מותירה בשוק איגרות החוב אי-ודאות יחסית לגבי גיוס ההון העתידי והרכבו. חשוב אפוא שהממשלה תפרסם באופן שוטף תכנית לגיוס הון – המפרטת את היקפו והרכבו – לתקופה ארוכה מחודש (רביע או מחצית השנה), כמקובל במדינות אחרות, ותעדכן תכנית זו בהתאם לנסיבות. כך היא תגביר את הודאות בשוק ההון – שהיא כה חשובה, במיוחד בתקופות של אי-ודאות כללית. הדבר אמנם יצמצם את הגמישות של הממשלה בעיצוב תכנית גיוס ההון שלה, אולם יחייב אותה לדבוק בעקרונות מסוימים, שיפורטו בהמשך.

### ב. סוגי איגרות החוב

כיום מנפיקה הממשלה איגרות חוב משלושה סוגים – איגרות חוב לא-צמודות הנושאות ריבית קבועה מסוג "שחר", איגרות חוב צמודות למדד המחירים לצרכן מסוג "גליל"

ואיגרות חוב נושאות ריבית משתנה מסוג "גילון". בשנים האחרונות נקטה הממשלה מדיניות של הנפקת איגרות חוב פשוטות יחסית, כמקובל בעולם, והפסקת הנפקתן של איגרות חוב מסורבלות וקשות לתמחור, המאופיינות בסחירות נמוכה. כך הופסקה הנפקתן של איגרות חוב מסוג "רימון" (צמודות לדולר ונושאות ריבית קבועה), "גבע" (צמודות למדד המחירים לצרכן מהשנה השנייה לחייהן), "כפיר" (צמודות למדד המחירים לצרכן ונושאות ריבית משתנה) ו"גלבע" (צמודות לדולר ונושאות ריבית משתנה). מדיניות זו תואמת את האסטרטגיה של פיתוח שוק איגרות החוב, שכן איגרות חוב פשוטות לתמחור מאופיינות בסחירות גבוהה.

חשוב שהממשלה תלך צעד נוסף בכיוון זה ותפסיק גם את הנפקתה של איגרת החוב מסוג "גילון" – שהיא איגרת מסובכת לתמחור, וסחירותה דלה יחסית.

#### ג. הטווח-לפדיון של איגרות החוב

כיום מנפיקה הממשלה איגרות חוב מסוג "גליל" לטווחים של 10 ו-20 שנים ואיגרות חוב מסוג "שחר" לטווחים של 5 ו-10 שנים לפדיון.

חשוב שהממשלה תבחן את האפשרות להאריך את הטווח לפדיון של איגרות החוב הלא-צמודות – לנוכח התבססותה של האינפלציה בשיעורים נמוכים יחסית מאז סוף שנות התשעים – ושל איגרות החוב הצמודות, לנוכח הצטרפותן של קרנות הפנסיה לשוק ההון הסחיר, ובעיקר לשוק איגרות החוב הממשלתיות.

#### ד. הרכב ההצמדה של גיוס ההון

בשנת 2003 הנפיקה הממשלה כ-41 אחוזים מגיוס ההון באמצעות איגרות חוב לא-צמודות מסוג "שחר".

על הממשלה לשקול, על רקע רמתה הנמוכה והיציבה יחסית של האינפלציה, את המשך הגדלת משקלן של איגרות חוב אלה, כמקובל בעולם. בנסיבות הקיימות נראה, כי את איגרות החוב הצמודות ראוי להנפיק רק לטווחים ארוכים במיוחד, כנגד חיטכון מוסדי לטווח ארוך, כגון קרנות הפנסיה.

#### ה. סדרות "סמן" של איגרות החוב

כיום מנפיקה הממשלה סדרות של איגרות חוב כ"סמן" לשוק כולו, כמקובל בעולם. הדבר חשוב לא רק לסחירותו של שוק איגרות החוב הממשלתיות, אלא משליך גם על שוק איגרות החוב הקונצרניות ועל הריביות השונות במשק לטווחים הבינוניים והארוכים. עם זאת, בשנת 2002 סטתה הממשלה ממדיניות זו – השהתה את הנפקתן של סדרות ה"סמן" והנפיקה גם סדרות נוספות של איגרות חוב, קצרות מהן.

חשוב שהממשלה תדבק במדיניות של הנפקת סדרות "סמן" ותשאף להגיע למצב שבו סדרות אלה תונפקנה בקצה הארוך של עקומי התשואה (כעת "שחר" ל-10 שנים ו"גליל" ל-20 שנה), למשך שנתיים.

פרק א', קווי ההתפתחות העיקריים

לוח א'-1

אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה, המדיניות המוניטרית ושוקי הכספים וההון, 1998 עד 2003

2003	2002	2001	2000	1999	1998	
<b>א. האינפלציה<sup>1</sup> (אחוזים)</b>						
3-1	3-2	3.5-2.5	4-3	4.0	10-7	1. יעד האינפלציה
-1.9	6.5	1.4	0.0	1.3	8.6	2. האינפלציה בפועל
2.0	3.3	1.9	2.4	5.1	6.3	3. ציפיות לאינפלציה לשנה <sup>3</sup>
<b>ב. שיעורי התשואה (אחוזים)</b>						
7.8	7.3	7.1	9.8	13.0	12.6	1. הריבית הנומינלית במכרזי ב"י <sup>2</sup>
8.4	9.1	7.1	8.6	11.2	11.6	2. התשואה הנומינלית ל-5 שנים <sup>3</sup>
8.8	10.9	7.4				3. התשואה הנומינלית ל-10 שנים <sup>3</sup>
5.1	4.8	5.0	5.8	5.5	5.1	4. התשואה הריאלית לפדיון על איגרות חוב ל-5 שנים <sup>3</sup>
4.7	5.0	5.0	5.4	5.1	4.9	5. התשואה הריאלית לפדיון על איגרות חוב ל-10 שנים <sup>3</sup>
4.9	5.4	4.6				6. התשואה הריאלית לפדיון על איגרות חוב ל-20 שנים <sup>3</sup>
<b>ג. שיעור הפיחות</b>						
-0.5	14.2	3.7	-6.3	-2.5	20.6	1. מול הסל <sup>4</sup>
-6.4	9.8	4.8	-2.7	0.4	18.2	2. מול הדולר <sup>4</sup>
12.7	25.5	4.2	-13.7	-13.3	25.9	3. מול המרק הגרמני/האירו <sup>5</sup>
<b>ד. מחירי הנכסים</b>						
44.4	-8.6	-15.4	6.9	59.4	3.6	1. שיעור התשואה הכולל במניות (נומינלי) <sup>4</sup>
-5.7	4.4	-2.2	-8.2	0.7	7.6	2. מחירי הדירות <sup>6</sup>
<b>ה. המיצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי)<sup>4</sup></b>						
7.7	4.9	15.4	7.5	14.3	11.7	1. אמצעי התשלום (M1)
-2.7	9.7	8.9	9.7	12.7	19.1	2. סך האשראי (C3)
<b>ו. תיק הנכסים הכספיים של הציבור</b>						
12.5	1.8	7.3	7.5	25.4	13.6	1. הגידול הנומינלי <sup>7</sup>
30.9	31.2	30.9	28.3	24.6	24.9	2. משקל הנכסים הלא-צמודים <sup>8</sup>
34.2	37.5	35.1	35.9	38.4	46.1	3. משקל הנכסים הצמודים למדד <sup>8</sup>
13.7	15.9	12.8	11.3	11.0	11.0	4. משקל הנכסים הצמודים למט"ח <sup>8</sup>
21.1	15.4	21.2	24.5	26.0	18.1	5. משקל המניות <sup>8</sup>
<b>ז. הגירעון התקציבי בפועל (אחוזי תמ"ג)</b>						
5.4	3.5	3.6	0.5	2.8	2.8	1. המקומי ללא מתן אשראי
5.6	3.8	4.5	0.7	3.1	3.2	2. הכולל ללא מתן אשראי
<b>ח. נתוני רקע נוספים</b>						
0.2	1.4	1.8	0.7	1.5	1.3	1. הגירעון בחשבון השוטף של מאז"ת (מיליארדי דולרים) <sup>9</sup>
10.7	10.3	9.3	8.8	9.0	8.6	2. שיעור האבטלה
1.3	-0.8	-0.9	7.4	2.6	3.3	3. שיעור צמיחת התמ"ג <sup>10</sup>

- 1 מדד המחירים לצרכן, במשך השנה.
  - 2 במונחים אפקטיביים.
  - 3 ממוצע שנתי לטווחים המתאימים. עד 2002 (כולל) – שיעור תשואה ברוטו יחסי, מ-2003 – שיעור תשואה ברוטו, ראה הערה 4 בפרק ב'.
  - 4 ממוצע דצמבר בשנה הנסקרת מול ממוצע דצמבר של השנה הקודמת.
  - 5 ממוצע דצמבר בשנה הנסקרת מול ממוצע דצמבר של השנה הקודמת (משנת 2000 – מול האירו).
  - 6 לפי סקר מחירי דירות.
  - 7 סוף השנה מול סוף השנה הקודמת.
  - 8 נתוני סוף שנה.
  - 9 הגדרה חדשה. ההבדל בינה לבין ההגדרה הישנה במאזן התשלומים הוא שבהגדרה הישנה העברות ההון (בעיקר ההעברות של העולים) מנוכות משאר הגירעון, ואילו בהגדרה החדשה הן מסווגות בחשבון ההון ואינן מופחתות מהגירעון השוטף.
  - 10 הממוצע השנתי מול הממוצע של השנה הקודמת.
- המקור: המחלקה המוניטרית ועיבודי בנק ישראל.