

# פרק א'

## קווי ההתפתחות העיקריים

### 1. המשק, האינפלציה והמדיניות המוניטרית

#### א. הקדמה

בשנת 2002 הופרה היציבות היחסית שאפיינה את שער החליפין והמחירים בשלוש השנים הקודמות. מדד המחירים לצרכן עלה ב-6.5 אחוזים, הרבה מעל היעד של 2 עד 3 אחוזים שנקבע לשנה זו, ושער החליפין ביחס לדולר עלה ב-9.8 אחוזים<sup>1</sup>, תוך גידול ניכר של התנודות בו. במקביל נמשכה ואף החריפה ההאטה בפעילות הכלכלית, השוררת במשק בשנים האחרונות: התוצר והתעסוקה במגזר העסקי ירדו ב-3.1 וב-1.2 אחוזים, בהתאמה, ושיעור האבטלה עלה ל-10.3 אחוזים. גיוס ההון של הממשלה גדל מאוד בשנת 2002, והחוב הממשלתי תפח ב-8.0 אחוזי תוצר.

על רקע אי-הוודאות הביטחונית, השפל המתמשך בפעילות המקומית והמשך ההאטה בכלכלה העולמית, פחת גם היצע מקורות האשראי מחו"ל. הירידה בהיצע מקורות האשראי מחו"ל, מן הצד האחד, והעלייה הניכרת בגיוס ההון של הממשלה, מן הצד האחר, הביאו לעלייה משמעותית של מחיר גיוס ההון העומד בפני המגזרים הציבורי והפרטי, והדבר התבטא בעלייה ניכרת ומתמשכת של הריביות הריאליות.

הפחתת הריבית הלא צפויה, בשיעור של 2 נקודות אחוז, בסוף שנת 2001 וההרחבה הפיסקלית במחצית הראשונה של שנת 2002 (בניגוד להחלטת הממשלה) הביאו להתגברות של אי-הוודאות ואי-היציבות בשווקים הפיננסיים. זו התבטאה, בין היתר, בתנודות גדולות של שער החליפין ומחירי המניות, בעלייה ניכרת ומתמשכת של שיעורי הריבית הנומינליים והריאליים ובאינדיקטורים נוספים. (ראו פרק ב').

העלייה החריגה של שער החליפין והמחירים התרחשה במחצית הראשונה של השנה. על רקע זה, ובמטרה להשיג את יעד האינפלציה ארוך הטווח, העלה בנק ישראל את הריבית המוניטרית במחצית הראשונה של השנה ב-5.3 נקודות אחוז (מ-3.8 אחוזים בסוף דצמבר 2001 ל-9.1 אחוזים ביולי 2002). עיקר ההעלאה של הריבית (בשיעור מצטבר של 4.5 נקודות אחוז) בוצע בריבית שנקבעה לחודשים יוני ויולי 2002. בעקבות זאת, ועל רקע החלטת הממשלה לתקן את תקציב המדינה, נבלמה ההאצה בשער החליפין ובמחירים, ובמחצית השנייה של השנה עלו המחירים בשיעור של 0.4 אחוז בלבד, במונחים שנתיים (אף כי התנודות במדד המחירים נותרו גבוהות). עם זאת, שיעורי הריבית הנומינליים והריאליים לכל הטווחים נותרו גבוהים גם במחצית השנייה של השנה, וכן נותרו אי-הוודאות ואי-היציבות הגבוהות בשווקים הפיננסיים.

1 ממוצע דצמבר 2002 לעומת ממוצע דצמבר 2001.

### ב. התפרצות האינפלציה ועצירתה

בסוף דצמבר 2001 הפחית בנק ישראל את הריבית המוניטרית ב-2 נקודות אחוז (מ-5.8 אחוזים ל-3.8 אחוזים). זאת על רקע החלטת הממשלה לחזור לתוואי של משמעת פיסקלית והחלטה משותפת של הממשלה ובנק ישראל בדבר שינויים מבניים בשווקים הפיננסיים. (ראו הדוח לשנת 2001). ההחלטה על המהלך המשולב התבססה על החזרה למשמעת פיסקלית, שתפנה מקורות מהמגזר הציבורי לפעילות המגזר הפרטי, תתמוך בהיווצרות פיחות ריאלי (על רקע המשך המיתון בביקושים) ובירידה של הריביות הריאליות בכל הטווחים, ותאפשר להשיג את יעד יציבות המחירים בריבית ריאלית (ונומינלית) נמוכה יותר וברמת פעילות גבוהה יותר.

הפחתת הריבית הלא-צפויה ב-2 נקודות אחוז בשבוע האחרון של דצמבר 2001 הביאה לעלייה מיידייה של שער החליפין ושל מחירי איגרות החוב והמניות. עליית מחירי המניות נסתיימה בתחילת ינואר, ועד סוף השנה הם היו במגמת ירידה; מפברואר ואילך ירדו גם מחירי איגרות החוב. לעומת זאת בשער החליפין נמשכה מגמת העלייה עד חודש יוני. עם זאת התפתחותו של שער החליפין במחצית הראשונה של השנה לא הייתה אחידה, וניתן לחלק אותה לשלוש תקופות עיקריות: (א) עלייה מתמשכת עד ה-10 בפברואר, ערב הודעת בנק ישראל שבה הוא הכריז על מחויבותו לפעול ליציבות מחירים והבהיר לציבור את הסיכונים הכרוכים בהמרת השקעות שקליות בהשקעות במטבע חוץ. (ב) התייצבות ברמה ממוצעת הנמוכה מ-4.70 שקלים לדולר, עם תנודות ניכרות מסביב לה, מה-11 בפברואר ועד תחילת אפריל. (ג) עלייה מתמשכת מתחילת אפריל ועד העלאת הריבית ב-11 ליוני. (ראו להלן).

אמנם שינוי חריף בריבית צפוי להביא להתאמה חדר-פעמית של שער החליפין, אולם עלייתו, בעקבות הפחתת הריבית, הייתה תלולה ומתמשכת מעבר למה שנגזר מההפחתה: ערב ההודעה על הפחתת הריבית עמד שער החליפין על 4.26 שקלים לדולר; עם ההודעה החל השער לעלות בהתמדה במהלך כל חודש ינואר, וב-10 בפברואר, ערב ההודעה על מחויבות הבנק המרכזי לפעול ליציבות מחירים, הוא הגיע ל-4.67 שקלים לדולר (פיחות של קרוב ל-10 אחוזים). במקביל הייתה עלייה מתמשכת גם באינפלציה הצפויה לשנה ולשנתיים, אף כי הן נותרו בתחום היעד. גם עליית הציפיות לאינפלציה נבלמה ב-10 בפברואר, ובהמשך, במהלך חודש מארס, הן התייצבו ברמה הנמוכה מזו של החודשים ינואר ופברואר.

בעקבות הפחתת הריבית של סוף דצמבר 2001 ירדו זמנית גם הריביות הנומינליות והריאליות לזמן ארוך, אולם בהמשך, בד בבד עם עליית שער החליפין והציפיות לאינפלציה, החלה להסתמן בהן מגמת עלייה, וזאת למרות הירידה המתמשכת של הריבית המוניטרית במונחים ריאליים<sup>2</sup>. התפתחויות אלה, בליווי אינדיקטורים נוספים משוק ההון (כמפורט בהמשך ובפרק ב'), העידו על עלייה משמעותית של אי-הוודאות בשווקים הפיננסיים ועל התערערות אמון הציבור ביכולתם ו/או בכוונתם של קובעי המדיניות לשמור על היעד של יציבות מחירים. על רקע זה העלה בנק ישראל את הריבית למאס ב-0.6 נקודת אחוז, והעלאה זו סייעה לעצירת מגמת העלייה בשער החליפין ולירידת הציפיות לאינפלציה, במהלך חודש מארס.

---

2 הריבית המוניטרית בניכוי הציפיות לאינפלציה.

מאפריל ועד סוף יוני הייתה הדרדרות מתמדת בכל האינדיקטורים הרלוונטיים ליציבות מחירים וליציבות פיננסית. במיוחד נמשכה מגמת העלייה בשער החליפין (תוך התגברות התנודות מסביב למגמה) ובאינפלציה הצפויה לשנים הקרובות. (על הגורמים לכך ראו להלן). במאי העלה בנק ישראל את הריבית המוניטרית ב-0.2 נקודת אחוז, ללא הועיל, וביוני הועלתה הריבית פעמיים, העלאה מצטברת של 2.5 נקודות אחוז – לשיעור של 7.1 אחוזים. העלאה זו אמנם עצרה את מגמת העלייה בשער החליפין, אולם רמתו נשארה גבוהה (סביב 4.98 שקלים לדולר), וגם האינפלציה הצפויה לשנים הקרובות נותרה גבוהה בהרבה מהגבול העליון של היעד. כדי להחזיר את המחירים לתוואי היעד ולייצב את השווקים הפיננסיים הועלתה הריבית המוניטרית ב-2.0 נקודות אחוז נוספות, החל מחודש יולי (לשיעור של 9.1 אחוזים). בעקבות העלאה זו, והעלאה מצטברת של 4.5 נקודות אחוז בריבית לחודשים יוני ויולי, החלה ירידה הדרגתית של שער החליפין ושל הציפיות לאינפלציה, שנמשכה בחודשים יולי ואוגוסט. בהמשך השנה נמשכו התנודות בשער החליפין, אף כי רמתו הממוצעת (כ-4.72 שקלים לדולר) נותרה נמוכה בהרבה מרמת השיא של יוני 2002. בחודשים ספטמבר ואוקטובר עלו מעט הציפיות לאינפלציה, הנגזרות מנתוני שוק ההון, והציפיות לשנה הגיעו באוקטובר לסביבות 4 אחוזים (כנקודת אחוז מעל הגבול העליון של היעד). בהמשך, בחודשים נובמבר ודצמבר, ירדו הציפיות לשנה, ובדצמבר הן אף הגיעו לתחום היעד, אולם הציפיות לטווחים שמעל שנתיים נותרו גבוהות בהרבה מגבולו העליון. מאוגוסט 2002 ועד סוף השנה השאיר בנק ישראל את הריבית בשיעור של 9.1 אחוזים; זאת מתוך הערכה ששיעור זה די בו כדי להחזיר את יציבות המחירים<sup>3</sup>. (פירוט ראו בפרק ב').

### ג. הגורמים להתפרצות האינפלציה

הפחתת הריבית בדצמבר 2001 מ-5.8 אחוזים ל-3.8 אחוזים הייתה, כאמור, בלתי צפויה ובשיעור ניכר יחסית. פעולה כזאת סביר שתביא לעלייה בשער החליפין ובמחירים. אולם על רקע השפל המתמשך בפעילות הריאלית ושלוש שנים קודמות של יציבות מחירים, ובמיוחד על רקע החלטת הממשלה לחזור למסגרת של משמעת פיסקלית – היה מקום להניח כי העליות בשער החליפין ובמחירים, הנובעות מהפחתת הריבית האמורה, יהיו תופעה חולפת, שאחריה תחזור יציבות המחירים. נשאלת אפוא השאלה מדוע במקום זאת נכנס המשק לסחרור אינפלציוני ולסכנה של התערעורת היציבות הפיננסית. ייתכן שהשינוי הגדול יחסית בריבית ועצם היותו בלתי צפוי התפרשו על ידי הציבור ככרסום באמינותה של המדיניות המוניטרית, וכתוצאה מכך גדלה הרגישות של שער החליפין והמחירים לזעזועים פנימיים וחיצוניים<sup>4</sup>. אולם, כפי שינומק להלן, גורמים אלה לא די בהם כדי להסביר את התהליך. נראה שהתהליך נבע בעיקרו מהעלייה הניכרת בגיוס ההון של הממשלה ומהתנהלות הממשלה בעניין תקציב המדינה ובעניין חוק בנק ישראל; אלה יצרו בציבור חוסר אמון ברצונה ו/או ביכולתה של הממשלה לקיים את החלטותיה לגבי תקציב המדינה ובמחויבותה לחתור ליציבות מחירים. חוסר אמון זה

3 למרות המשך התנודות הניכרות בשער החליפין ובמחירי איגרות החוב.  
4 אינדיקציה אחת לאפשרות זו היא, שהפיחות בינואר ובמחצית הראשונה של פברואר היה גבוה בהרבה ממה שנגזר מהפחתה של 2 נקודות אחוז בריבית. אינדיקציה נוספת היא, שעם הפחתת הריבית גדלה במידה ניכרת סטיית התקן הגלומה באופציות על הדולר, ונותרה גבוהה במהלך השנה כולה.

התבטא בעלייה ניכרת של אי-הוודאות ובהיווצרות לחץ ניכר לעליית שיעורי הריבית הריאלית לכל הטווחים. ריבית בנק ישראל לא יכלה להיות מנותקת, לאורך זמן, ממערך הריביות הריאליות, שהגורמים הבסיסיים הקובעים אותו הם מחוץ לשליטתו של הבנק המרכזי.

אשר לעצם ההפתעה שבהפחתת הריבית – מקובל להניח שמדיניות של שינויים גדולים ובלתי צפויים בריבית עלולה להביא לאי יציבות פיננסית. מסיבה זו נקט בנק ישראל מדיניות של התאמה הדרגתית בריבית גם בתקופות שהציפיות היו מעל היעד וגם בתקופות שהן היו מתחת ליעד<sup>5</sup>. ההפחתה הלא-צפויה של הריבית בדצמבר 2001 הייתה אפוא יוצאת דופן. מאחר שהיא בוצעה במסגרת של תכנית כוללת, ותכנית כזאת אינה מתבצעת חדשות לבקרים, סביר שלא היה בה, כשלעצמה, ליצור ציפיות למעבר אל מדיניות של שינויים דרסטיים בריבית. במילים אחרות: ההפתעה, כשלעצמה, לא הייתה אמורה לערער את היציבות הפיננסית. עם זאת, הפיחות המהיר שהתרחש מייד עם הפחתת הריבית ונמשך גם בינואר ובתחילת פברואר, וכן העלייה במדדי אי-הוודאות שהתרחשה מייד עם הפחתת הריבית, מצביעים על האפשרות שלאותה הפחתת ריבית הייתה, כאמור, השפעה מהיבט אחר – היבט האמינות: ייתכן שהציבור פירש החלטה זו כנסוגה של בנק ישראל מהמחויבות ליציבות מחירים.

אשר למידת השינוי – לפני הפחתת הריבית, כששיעורה היה 5.8 אחוזים, שררה יציבות מחירים, והאינפלציה הצפויה הייתה נמוכה מאמצע תחום היעד ובמגמת ירידה. משמע שתנאי המשק, כפי שהם השתקפו, באותה תקופה, במחירים ובתנאי שוק ההון, אפשרו הפחתה מסוימת של הריבית. ייתכן שהריבית הנדרשת ליציבות מחירים הייתה גבוהה מ-3.8 אחוזים, אולם סטייה כזו משיעורה הנדרש<sup>6</sup>, אם היא נמשכת לאורך זמן, יכולה להביא לעלייה הדרגתית בציפיות לאינפלציה ובשער החליפין, ובמקרה כזה העלאת ריבית מתונה אמורה להחזיר את האינפלציה ליעד. התהליך של התפרצות האינפלציה כפי שהתרחש נבע מהיווצרותו של פער גדול מאוד בין הריבית המוניטרית הקיימת לזו הנדרשת.

הריבית הריאלית נקבעת על ידי כוחות ריאליים של ביקוש והיצע. בצד הביקוש פועל הביקוש של המגזר הפרטי (משקי הבית והעסקים) וביקוש הממשלה. הביקוש לאשראי של המגזר הפרטי ירד השנה, בגלל השפל המתמשך בפעילות, וירידתו פעלה להפחתת הריבית – אולם הביקוש לאשראי של הממשלה גדל מאוד, והציבור ציפה כי הוא ימשיך לגדול. בסך הכול נוצר מצד הביקוש לחץ ניכר לעליית הריבית. בצד ההיצע פועל ההיצע של הציבור (החיסכון הפיננסי) המופנה לשוק המקומי, וההיצע מחו"ל, ושניהם פעלו השנה לעליית הריבית. ההיצע של הציבור כנראה פחת השנה, על רקע המיתון בפעילות המשקית והתגברות אי-הוודאות, וההיצע מחו"ל פחת גם הוא, ובשיעור ניכר, מסיבות חיצוניות – מצב הכלכלה העולמית, שהביא לחשש מפשיטות רגל ולקיצוץ בקווי אשראי – ומסיבות מקומיות: גיוס ההון הנרחב של הממשלה, בין השאר לצורך מימון מבצע "חומת מגן"; כשגדל החוב של הממשלה מציעי האשראי חוששים יותר ודורשים ריבית גבוהה יותר. הדבר מתבטא גם בהורדה, או בציפיות להורדה של דירוג האשראי של

5 יוצאות מכלל זה ההפחתה הלא צפויה של הריבית באוגוסט 1998 וההעלאה הדרסטית של הריבית באוקטובר 1998, כשהמשק היה בעיצומו של תהליך משברי.

6 הכוונה לסטייה אפשרית בין הריבית בפועל לריבית הנדרשת, שכאמור מוערכת בפחות משתי נקודות האחוז.

המדינה<sup>7</sup>, ומחריף את עליית הריבית. בסך הכול נוצר בשנת 2002 לחץ משמעותי לעליית הריבית, מצד הביקוש ומצד ההיצע גם יחד.

הפחתת הריבית בסוף דצמבר 2001 הייתה רק אלמנט אחד בתכנית רחבה יותר, שהנדבך העיקרי שבה היה התאמה של גירעון הממשלה ליעד של 3 אחוזי תוצר בשנת 2002<sup>8</sup>, ובהמשך – הפחתת הדרגתית עד לאחוז תוצר אחד בשנת 2005. כן הוחלט לחזור למגמה של ירידה הדרגתית בחוב הממשלתי (במונחי תוצר). ברם, כבר במהלך החודשים הראשונים של השנה גדל מאוד גיוס ההון של הממשלה, וכן התברר כי זו אינה מצליחה לבצע את ההתאמות התקציביות שהוחלט עליהן: בתקציב שהוגש באוקטובר 2001 תוכנן גירעון ממשלתי של כ-11.1 מיליארדי שקלים, אך בדצמבר 2001 הועלה הגירעון המתוכנן לכ-13.8 מיליארדים. (תקציב זה אושר בפברואר 2002); בחודשים ינואר ופברואר 2002 בוצע גיוס הון ממשלתי עודף, שהסתכם בכ-10.2 מיליארדי שקלים; במאסר הייתה הפוגה בגיוס ההון, אולם באפריל גויסו כ-4.2 מיליארדי שקלים, ובסך הכול עד אפריל (כולל) הסתכם גיוס ההון הממשלתי בכ-14.6 מיליארדי שקלים, סכום הגדול מהגירעון המתוכנן לשנת 2002 כולה. גיוס הון עודף בממדים כה גדולים יוצר לחץ מיידי לעליית שיעורי הריבית וכן ציפיות להגדלה נוספת של גירעון הממשלה (כפי שאכן אירע; ראו להלן). בעקבות זאת גברה מאוד אי-הוודאות בשווקים, והאמיר הביקוש של הציבור למטבע חוץ. גיוס ההון העודף, בממדים ניכרים, בחודשים הראשונים של השנה הצביע, כאמור, על המשך המגמה של הממשלה לחזור ולהתאים את התקציב ואת יעדי הגירעון לתנאים המשתנים, ואכן התאמה כזאת בוצעה בסוף מאי 2002. באפריל 2002 התגבשה במשרד האוצר הערכה, שהוגשה לממשלה<sup>9</sup>, שללא צעדים מתקנים יגיע הגירעון בתקציב בשנת 2002 ל-5.5 אחוזי תוצר, והגירעון הצפוי לשנת 2003 יהיה בין 6.5 ל-7 אחוזי תוצר; זאת לעומת יעדים של 3 ו-2 אחוזי תוצר, בהתאמה, אשר נקבעו בתקציב שאושר בפברואר. הערכות אלה הצביעו על אובדן שליטה של הממשלה בתקציב המדינה והגבירו את אי-היציבות בשווקים הפיננסיים. בהמשך, במאי 2002, הוכנס, כאמור, תיקון נוסף בתקציב 2002: יעד הגירעון לשנת 2002 הועלה ל-3.9 אחוזי תוצר, וכן הועלה התוואי לשנים הבאות. במונחי שקלים, הגירעון המתוכנן בתקציב המתוקן הגיע לכ-19.3 מיליארדי שקלים.

גיוס ההון הניכר והעודף בחודשים הראשונים של השנה לווה בפעולות נוספות של הממשלה ובאירועים נוספים, שהחריפו את אי-הוודאות בשווקים. אחת הפעולות האלה הייתה הצעה, שהוגשה לכנסת במאסר, לתיקון חוק בנק ישראל. הכנת התיקון הוסתרה מהציבור ומבנק ישראל והוגשה בדחיפות לאישור הממשלה, תוך סטייה מהנהל הרגיל, שבו הצעות חוק מועברות כמה שבועות מראש לעיון ולהערות של הגורמים הנוגעים בדבר. ההצעה מציבה בפני הבנק המרכזי ריבוי יעדים סותרים, ובחלקם סתומים, וכן כוללת מספר אלמנטים נוספים, שמשמעותם ביטול עצמאותו בהפעלת כלי המדיניות המוניטרית<sup>10</sup>. אופן הגשת ההצעה ותוכנה יצרו בציבור תחושה שהממשלה נסוגה מהמחויבות לחתור ליעד של יציבות מחירים.

7 אחת מחברות הדירוג הורידה בשנת 2002 את דירוג החוב הפנימי של ישראל.  
8 לאחר שבאוגוסט 2001, בעת עריכת התקציב המקורי, הועלה היעד ל-1.5 מ-2.4 אחוזי תוצר.  
9 "המדיניות הכלכלית לשנים 2003-2004" (אפריל 2002), משרד האוצר.  
10 לפירוט והרחבה ראו דוח האינפלציה למחצית ראשונה של 2002, יולי 2002. בהמשך השנה הקפיאה הממשלה את הליך החקיקה של חוק זה.

האירועים הנוספים שפעלו להתגברות אי-הוודאות בשווקים היו ההחרפה במצב הביטחוני עם התגברות הפיגועים בסוף מארס ומבצע "חומה ומגן" בעקבותיו, המלצותיה של "ועדת רבינוביץ", שמהן נגזר צורך במקורות תקציביים, והחוקים הפרטיים, שהחלטה לבטלם לא בוצעה.

מכלול הגורמים דלעיל הביאו לעלייה ניכרת של אי-הוודאות בשווקים הפיננסיים (כמפורט בפרק ב') ולכרסום באמונו של הציבור ביכולתה ובכוונתה של הממשלה לאפשר חתירה ליציבות מחירים. בעקבות זאת נתחדשה המגמה של התגברות ברכישות מטבע החוץ, עלו הציפיות לאינפלציה, וכן עלו שיעורי הריבית הריאליים והנומינליים לזמן ארוך. במקביל הלך וגדל גיוס ההון של הממשלה, ועמו גבר הלחץ לעליית שיעורי הריבית.

בסך הכול בשנת 2002 גייסה הממשלה בשוק המקומי כ-24.3 מיליארדי שקלים, לעומת תכנון של כ-14 מיליארדי שקלים בתקציב שאושר בפברואר 2002 וכ-11 מיליארדים בתקציב שהוגש באוקטובר 2001. במונחי תוצר הסתכם גירעון הממשלה ב-4.0 אחוזי תוצר, והחוב הממשלתי תפח ועלה מ-95 אחוזי תוצר בסוף 2001 ל-103 אחוזי תוצר בסוף שנת 2002. אחד הביטויים לכך הוא, כאמור, עלייה ניכרת של הריביות הריאליות לזמן ארוך. כך, למשל, שיעור התשואה הריאלי לפדיון על איגרות חוב ממשלתיות צמודות ל-20 שנה עלה מכ-4.0 אחוזים בסוף 2001 לכ-5.6 אחוזים בסוף 2002.

#### ד. שער החליפין, האינפלציה, המדיניות הפיסקלית והריבית הריאלית

הפיחות הניכר בשער החליפין במחצית הראשונה של השנה (שהסתכם ב-15.5 אחוזים לעומת הדולר וב-17.8 אחוזים לעומת סל המטבעות<sup>11</sup>) הביא לעליית מחירים של כ-6.5 אחוזים במהלך השנה – עיקרה, כ-6.3 אחוזים, במחצית הראשונה. מיוני ועד דצמבר ירד שער החליפין מול הדולר בכ-5 אחוזים, כתוצאה מההעלאה הניכרת של ריבית בנק ישראל ביוני, וירידתו פעלה למיתון עליית המחירים במחצית השנייה של השנה, שהסתכמה ב-0.2 אחוז.

ראוי לציין כי בשנים 1999 עד 2001 הייתה התפתחותו של שער החליפין מאופיינת ביציבות, יחסית לעבר ויחסית לתנודות בשערי החליפין בעולם, ללא מגמת עלייה או ירידה, התפתחות התואמת מצב שבו האינפלציה המקומית דומה לעולמית. ואכן, בשנים אלה הייתה עליית המחירים מתונה ואף נמוכה במקצת מהיעד. יציבות זו, למרות ועזועים מבית ומחוץ, הייתה, במידה רבה, תוצאה של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית. בצד הפיסקלי – בשנים 1997 עד 2000 נשמרו גירעונות נמוכים בתקציב, שהתבטאו גם בירידה של שיעור החוב הממשלתי ביחס לתוצר. בצד המוניטרי נקטה בשנים 1999 עד 2001 מדיניות של התאמות מתונות והדרגתיות בריבית בהתאם להתפתחות הפער שבין האינפלציה החזויה ליעד. מתינות והדרגתיות בהפתחות הריבית מסייעות ליציבות בשער החליפין, במחירים ובציפיות האינפלציוניות, והיציבות פועלת, בסופו של דבר, גם למיתון התנודות בפעילות הריאלית.

העלייה החריגה של שער החליפין והמחירים בשנת 2002, וההעלאה הדרסטית של הריבית, שנדרשה כדי לבלום את הסחרור האינפלציוני אשר התפתח ברביע השני של השנה, מלמדות שהיציבות אשר הושגה בשלוש השנים הקודמות אינה בהכרח בת קיימא.

11 ממוצע יוני 2002 לעומת ממוצע דצמבר 2001.

תנאי הכרחי ליציבות פיננסית הוא יציבות של שער החליפין והמחירים, ותנאים הכרחיים ליציבותם של אלה הם מדיניות ממשלה החותרת לאיזון פיסקלי ומדיניות מוניטרית החותרת להשגה ולשמירה של יציבות מחירים, באמצעות התאמה הדרגתית של הריבית המוניטרית. שיעור הריבית המוניטרית (במונחים נומינליים וריאליים) הנדרש להשגת יציבות המחירים נגזר, בין היתר, מגיוס ההון של הממשלה, ומאמינות הממשלה בעיני הציבור, מבחינת כוונתה לאפשר את השגת היעד של יציבות מחירים.

ההפתעה שבהפחתת הריבית בדצמבר 2001 תרמה, כנראה, להגברת הרגישות של שער החליפין והמחירים לזעזועים חיצוניים ופנימיים, אולם לא היה בה כדי להשפיע מהותית על שיעור הריבית המוניטרית הנדרש, בסופו של דבר, לשמירה על יציבות המחירים. הגורמים העיקריים לתהליך האינפלציוני שהתרחש במחצית הראשונה של השנה היו, כפי שתואר לעיל, התנהלות הממשלה בעניין התקציב, גיוס ההון המסיבי שלה, וניסיונה לבטל את עצמאות הבנק המרכזי. ככל שגיוס ההון של הממשלה גדול יותר, וככל שאמינות הממשלה, מבחינת כוונתה לחתור לאיזון פיסקלי, נמוכה יותר, כך גדל הלחץ לעליית כל שיעורי הריבית במשק, ועמם עולה הריבית הנומינלית (והריאלית) הנדרשת לייצוב המחירים. חשוב להבהיר שוויתור על היעד של יציבות המחירים לא יכול להביא לירידה של הריביות הריאליות במשק; ויתור כזה יביא בהמשך לסחרור אינפלציוני, לאובדן היציבות הפיננסית ולעלייה גדולה הרבה יותר של הריביות הריאליות.

#### ה. גמישות בחתירה ליעד אינפלציה

עליית המחירים בשנת 2002 הסתכמה, כאמור, ב־6.5 אחוזים, הרבה מעל היעד של 2 עד 3 אחוזים, שקבעה הממשלה לשנה זו. עליית המחירים החריגה התרחשה כולה במחצית הראשונה של השנה, ואילו במחצית השנייה – בעקבות ההעלאה הניכרת של הריבית לחודשים יוני ויולי, ועל רקע החלטת הממשלה על התאמת תקציב המדינה – נבלמה עלייתם. למעשה כבר באמצע השנה, ואולי אף קודם לכן, היה צפוי שהאינפלציה בשנה הקלנדרית 2002 תחרוג מהיעד. להלן ננסה להבהיר מדוע, כשהתבררה החריגה הצפויה מהיעד הקלנדרי, השלים בנק ישראל, בדיעבד, עם חריגה זו והסתפק בחזרה של האינפלציה לתוואי היעד רק החל מהמחצית השנייה של השנה.

תחילה חשוב להבהיר מה המדיניות המוניטרית מסוגלת להשיג ומה אינה מסוגלת להשיג, ובאלו טווחי זמן. בטווח הארוך המדיניות המוניטרית מסוגלת להשפיע רק על המשתנים הנומינליים כגון המחירים ושער החליפין. לאורך זמן היא אינה יכולה להשפיע על משתנים ריאליים כגון התוצר, התעסוקה, הריבית הריאלית ושער החליפין הריאלי. (עם זאת ייצוב של המחירים פועל לייצובו של שער החליפין, וייצובם של שני אלה תורם רבות להקטנת אי-הוודאות ולמיתון התנודות במשתנים הריאליים.) ניסיון להגביר את הפעילות והתעסוקה או להוריד את הריבית הריאלית באמצעות הרחבה מוניטרית יסתיים בהאצה אינפלציונית – אשר תגרור פגיעה ביעילות של הקצאת המשאבים ובהתחלקות ההכנסות והרכוש במשק. מסיבות אלה קבעו מדינות רבות בעולם שהתפקיד העיקרי של הבנק המרכזי הוא לחתור ליציבות מחירים.

ברם, היכולת של הבנק המרכזי לייצב את המחירים (או את קצב עלייתם) בכל נקודת זמן היא מוגבלת. זאת, בין היתר, מהטעמים הבאים:

א. השינוי בריבית מתבטא במחירים בפיגור של זמן. פיגור זה גם אינו קבוע אלא משתנה עם הנסיבות.

- ב. המחירים ושער החליפין מושפעים מגורמים נוספים מלבד המדיניות המוניטרית, למשל מהמדיניות הפיסקלית ומזעזועים מקומיים וחיצוניים.
- ג. בכל נקודת זמן המידע על מצבה העכשווי של הכלכלה הוא חלקי, ואי-ודאות רבה אופפת את התפתחותה העתידית.

הואיל והיכולת לשלוט באינפלציה בכל נקודת זמן אינה מושלמת, והריבית משפיעה על האינפלציה בפיגור, פועלים קובעי המדיניות המוניטרית במסגרת הצופה לעתיד, כלומר מנסים להתאים את הריבית להתפתחויות הצפויות – ולא להתפתחויות שהיו בעבר. (עם זאת ההתפתחויות בעבר עשויות להיות רכיב חשוב בהערכת ההתפתחויות הצפויות).

בבנק ישראל, כמו בבנקים המרכזיים האחרים שאימצו משטר של יעד אינפלציה, מעריכים, באופן שוטף, את ההתפתחויות העתידיות, תוך שימוש בכל המידע הרלוונטי על מצבו העכשווי והצפוי של המשק. לאור הערכה זו מתקבל מסלול עתידי של הריבית התואם את השגת יעד האינפלציה לשנה-שנתיים הקרובות, ולפיו משנים את הריבית במידת הצורך, בכיוון המתאים. בכל פעם שמתווסף מידע מעריכים מחדש את מסלול הריבית, ולאור הערכה זו מתקדמים צעד נוסף על המסלול המעודכן. מובן שהאינפלציה בפועל בתקופה מסוימת עלולה לסטות מטווח היעד. הואיל והמדיניות המוניטרית פועלת כאמור בתנאים של אי-ודאות, לא ניתן להימנע מסטיות כאלה, אולם מדיניות הצופה לעתיד ממזערת אותן לאורך זמן.

מכאן עולה שהשלמה בדיעבד עם חריגה זמנית של האינפלציה מהיעד, בשנה קלנדרית מסוימת, אינה עומדת בהכרח בסתירה למדיניות של חתירה עקיבה להשגת יציבות מחירים. העלאת הריבית ביוני 2002 נועדה לבלום את ההאצה באינפלציה ולהחזיר את יציבות המחירים מאותו חודש ואילך, דהיינו להשיג את יעד האינפלציה לשנה ולשנתיים הקרובות, ולא לתקן את החריגה מהיעד. ניסיון לתקן את החריגה מהיעד, משמעותו הייתה שבמהלך המחצית השנייה של 2002 האינפלציה הייתה צריכה להיות נמוכה בהרבה מהיעד – דבר שהיה עלול להביא להחטאה מלמטה של יעד האינפלציה בשנים 2003 ואילך.

שיקול נוסף להשלמה בדיעבד עם חריגה זמנית של האינפלציה מהיעד, בשנה קלנדרית מסוימת, הוא רצון להימנע, ככל האפשר, משינויים תכופים ובכיוונים מנוגדים בריבית<sup>12</sup>. שינויים כאלה עלולים לגרור תנודות מיותרות בשער החליפין ובמחירים ולערער את היציבות הפיננסית. הביטוי העיקרי של מדיניות זו הוא תופעה הידועה בספרות הכלכלית כ"החלקת ריבית" (interest rate smoothing), שעיקרה התאמה הדרגתית של הריבית. עם זאת בצד היתרון האמור של גישה זו – שמירה על היציבות הפיננסית – יש לה גם חסרון: כיוון שהחזרה של האינפלציה לתוואי היעד היא הדרגתית, נמצא קצב האינפלציה מעל היעד במהלך תקופה מסוימת, דבר העלול לפגוע באמינות. לפיכך יש מתח מסוים בין שמירה על יציבות פיננסית ובין סיכוי לאובדן אמינות, שיחייב בסופו של דבר תיקון דרסטי בריבית. היכולת לנהל מדיניות גמישה תלויה במידה רבה באמינות שהושגה עם הזמן.

12 ניסיון לתקן את החריגה של המחצית הראשונה של השנה היה מחייב העלאה נוספת וניכרת של הריבית, ובהמשך, כדי לעמוד ביעד של שנת 2003, הייתה נדרשת הפחתה ניכרת של הריבית. מדיניות זאת עלולה להביא לחוסר יציבות של השווקים הפיננסיים והריאליים.

לקיומה של אמינות נודע אפוא תפקיד חשוב במיתון התנודות של הטווח הקצר במשתנים הנומינליים והריאליים ובהשגת יציבות פיננסית. הירידה באינפלציה החל מאמצע שנות התשעים והיציבות היחסית של שער החליפין והמחירים בשנים 1999 עד 2001 תרמו קרוב לוודאי לרכישתה של אמינות. התפתחות זו, שהתרחשה למרות ריבוי זעזועים מבית ומחוץ, במיוחד בשנים 2000 ו-2001, נשענה על ניהול מושכל של המדיניות המוניטרית והפיסקלית (שהתבטא בין היתר בהפחתת החוב הממשלתי). ברם, התנהלות הממשלה בתחום התקציב ובעניין חוק בנק ישראל, על רקע ההרחבה המוניטרית בסוף שנת 2001, כמפורט לעיל, פגעו משמעותית באמינות זו בשנת 2002. לעמידה של הממשלה ביעדי הגירעון ולהקטנה של החוב הממשלתי נודע אפוא תפקיד מרכזי גם ביצירת אמינות, שהיא תנאי חשוב המאפשר לנהל מדיניות גמישה של חתירה להשגת יציבות מחירים.

## 2. ההתפתחויות בשוק ההון

### א. תמצית ההתפתחויות בשוק ההון

בשנת 2002 עלו התשואות על המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות, לאחר ירידה הדרגתית, שהחלה בשנת 2001, ונמשכו הירידות במחירי המניות, שהחלו בשנת 2000. במקביל לעלייה בתשואות, הפכו עקומי התשואות לבעלי שיפוע חיובי – לאחר שיפועים שליליים בשנת 2001. הממשלה גייסה השנה הון סחיר נטו בהיקף ניכר – פי 1.5 מזה שנגזר מספר התקציב, כמעט פי שניים מאשר בשנת 2001 ופי 20 מאשר בשנת 2000. זאת תוך קיצור הטווח-לפדיון של גיוס ההון, הגדלת חלקו הצמוד למדד וצמצום חלקו הלא-צמוד, בניגוד למגמות של השנים האחרונות.

שער החליפין פוחד השנה בשיעור ניכר, תוך עלייה ניכרת של אי-הוודאות לגביו; על כך מצביעים האינדיקטורים המתקבלים מהאופציות שקל-דולר שמוכר בנק ישראל ומאלה הנסחרות בבורסה לניירות ערך – העלייה בפרמיות, בסטיות התקן הגלומות ובהסתברויות לשינויים בשיעורים שונים בשער החליפין, הנגזרות מהאופציות.

גם אינדיקטורים אחרים מצביעים על התגברות אי-הוודאות בשוק ההון ב-2002: עלו הציפיות לאינפלציה, הנמדדות מהפער בין התשואות הנומינליות לתשואות הריאליות לטווח של שנה, וכן לטווחים הארוכים של עד 10 שנים, התרחב הפער בין הציפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון לבין ממוצע תחזיות האינפלציה של החזאים הפרטיים לאותה תקופה, וגדל הפיזור של תחזיות החזאים.

אינדיקטור נוסף לאי-הוודאות, ששררה בשנה הנסקרת בשוקי ההון ובמשק בכלל, הוא ההתפתחות של תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור: יציבות של משקל הנכסים הלא-צמודים בתיק הנכסים – לאחר עלייה מתמדת מאז ראשית שנות התשעים – עליית משקל הנכסים הצמודים למדד, לראשונה מזה כעשור, וגידול משקלם של הנכסים קצרי הטווח, לראשונה מאז אמצע שנות התשעים.

למרות גורמי אי-הוודאות הרבים, שהשליכו על ההתפתחויות בשוקי ההון בשנת 2002, תפקדו שווקים אלו היטב, ואופיינו בפעילות מגוונת של המשקיעים. עדות ברורה לתפקודם התקין של שוקי ההון, ובפרט של שוק איגרות החוב והמק"ם, בשנת 2002, היא הגידול המרשים של מחזורי המסחר במהלך השנה כולה: מחזורי המסחר היומיים במק"ם ובאיגרות חוב עלו בשנת 2002 פי אחד וחצי על רמתם בשנת 2001. אמנם העלייה החדה

ביותר של מחזורי המסחר ב־2002 הייתה באיגרות החוב הצמודות למדד ("גליל"), שעלו פי 2.5, אך איגרות החוב הסחירות ביותר היו עדיין איגרות החוב הלא-צמודות ("שחר") – שהיו כ־40 אחוזים ממחזורי המסחר של סך איגרות החוב. על אף זאת בחרה הממשלה ב־2002, כאמור, לצמצם במידה משמעותית את משקלן של איגרות החוב האלה בסך גיוס ההון.

דוגמה בולטת לתפקודו התקין של שוק ההון השנה היא ההתפתחות בשוק איגרות החוב מסוג "שחר" ברביע השלישי שלה: מחירי איגרות החוב האלה ירדו ירידה חדה, על רקע מכירות מצד קרנות הנאמנות וקופות הגמל, בעוד שמחזורי המסחר נותרו בהיקפם הגדול, תוך פעילות מייצבת של הבנקים והמגזר הפרטי הלא-פיננסי. האחרונים ניצלו את ירידת המחירים המהירה כדי לרכוש איגרות חוב אלה. מכאן שירידת המחירים החדה באותה עת, בדומה לירידות המחירים שהיו השנה במרבית איגרות החוב, שיקפה את הדרישה של המשקיעים לתוספת תשואה, לנוכח עליית אי-הוודאות במשק, ולא נבעה מכשלי שוק או מהתנהגות חד-כיוונית של המשקיעים.

### **ב. המגמות העיקריות שאפיינו את שוק ההון**

בדומה להתפתחויות בתחום האינפלציה והמדיניות המוניטרית בשנת 2002, מתחלקות ההתפתחויות בשוק ההון בשנת 2002 לשתי תקופות עיקריות – המחצית הראשונה והמחצית השנייה של השנה.

במחצית הראשונה של השנה הושפעו ההתפתחויות בשוק ההון מההפחתה יוצאת הדופן של ריבית בנק ישראל ב־2 נקודות אחוז, בשלהי שנת 2001, ומהמשך ההתרופפות במשמעת הפיסקלית, שהעמידה בספק את מחויבותה של הממשלה לדבוק בתוואי רב־שנתי פוחת של הגירעון התקציבי; זאת על רקע המשך ההדרדרות הביטחונית וחשש לפגיעה בעצמאותו של בנק ישראל לנוכח יזמת חקיקה ממשלתית לגביו (שאמנם נגנזה מאוחר יותר).

ההתפתחויות במחצית השנייה של השנה עמדו בסימן של העלאת ריבית בנק ישראל והמשך אי-הוודאות לגבי תקציב המדינה לשנת 2003 ואילך. אל אלה חברו הפחתת דירוג האשראי של מספר בנקים גדולים, ולאחר מכן של החוב הממשלתי הפנימי, על ידי חברות דירוג בין-לאומיות, המתיחות הביטחונית באזור ומערכת הבחירות לכנסת.

במחצית הראשונה של השנה, למרות הפחתת הריבית ב־2 נקודות אחוז על ידי בנק ישראל, לא ירדו התשואות בשוק ההון. להפך, התשואות-לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות לסוגיהן ולטווחיהן השונים וכן של המק"ם דווקא עלו, בתוך זמן קצר, ובמקביל ירדו מחירי המניות. עליית התשואות לא הייתה מיידיה, ועוצמתה לא הייתה אחידה: בתחילת השנה התשואות ירדו מעט, אולם עוד במאוס הן החלו לעלות במהירות. השיפועים של עקומי התשואות, שהיו חיוביים בשלהי 2001, התלילו – ככל הנראה, כביטוי לציפיות כי עליית התשואות בהמשך תהיה תלולה עוד יותר, וכי פרמיית הסיכון, הנדרשת בגין אי-הוודאות במשק, תעלה גם היא. העיתוי של ההתפתחויות האלה לא היה מקרי. עוד ברביע הראשון של השנה נרשמו ממדים ניכרים של גיוס הון על ידי הממשלה, ויעדי הגירעון הועלו שוב ושוב. כך התערערה אמינותה של הממשלה לגבי העמידה במסגרת התקציב שהתחייבה עליה. על אלה נוספה התערערות מסוימת של אמון הציבור במדיניות המוניטרית של בנק ישראל לאחר שסטתה ממסלול הפחתות הריבית ההדרגתיות, תוך שמירה על יציבות המחירים. התשואות-לפדיון של איגרות החוב מסוג "שחר" הגיעו לכ־10 אחוזים בדצמבר 2002, לעומת כ־6 אחוזים בדצמבר 2001, ואלו של

איגרות החוב מסוג "גליל" הגיעו ל-4.5 עד 5.5 אחוזים, לעומת כ-4 אחוזים בסוף 2001. זאת למרות המיתון המתמשך, הצטמקות ההשקעות והצריכה והאמרת האבטלה. אינדיקטורים שונים נוספים בשוק ההון, לרבות שוק מטבע החוץ, הצביעו על התגברות משמעותית של אי-הוודאות במשק, ובכלל זה עלייה באינפלציה הצפויה: הציפיות לאינפלציה, הנגזרות מהפער בין התשואות הנומינליות לתשואות הריאליות, לטווח של שנה, עלו מכ-2 אחוזים בסוף 2001 לכ-5 אחוזים ביוני 2002, והציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים, עד 10 שנים, עלו מעט – מכ-2 עד לכ-3 אחוזים. כן התרחב הפער בין הציפיות לאינפלציה לשנה לבין הממוצע של תחזיות החזאים הפרטיים לאינפלציה לאותה תקופה – פער המשקף את אי-הוודאות (פרמיית הסיכון) לגבי האינפלציה הצפויה המחושבת משוק ההון. גדל גם הפיזור של תחזיות החזאים, דבר המצביע אף הוא על אי-הוודאות לגבי התפתחות האינפלציה העתידית. באותו כיוון מצביעה גם עלייה בסטיית התקן בפועל של שער השקל מול הדולר, מרמה חודשית של כ-5 אחוזים במחצית האחרונה של שנת 2001 לכ-10 אחוזים במחצית הראשונה של שנת 2002. על אי-הוודאות בשוק מטבע החוץ מעיד גם המידע שנגזר מהאופציות שקל-דולר שמוכר בנק ישראל ומאלה הנסחרות בבורסה לניירות ערך: בלטה עלייה בסטיות התקן הגלומות שנרשמו במכרזי בנק ישראל למכירת אופציות מכר ורכש – מכ-5 אחוזים בשנת 2001 לכ-9 אחוזים באמצע 2002. כן עלתה מאוד ההסתברות לפיחות של השקל מול הדולר לטווח של שישה חודשים, כפי שהיא נגזרת מאופציות אלה – מכ-3 אחוזים במהלך 2001 לכ-15 אחוזים ביוני 2002. גם האופציות שקל-דולר הנסחרות בבורסה לניירות ערך הצביעו על עליית אי-הוודאות בשוק מטבע החוץ במחצית הראשונה של השנה לעומת תחילתה, עד לרמה גבוהה-במיוחד בחודש יוני. התפתחויות אלה לוו בפיחות מתמשך של השקל מול הדולר, שהצטבר במחצית הראשונה של השנה לכ-15.5 אחוזים<sup>13</sup>.

אינדיקטור נוסף לאי-הוודאות ששררה בתקופה זו בשוקי ההון, ובמשק בכללו, הוא שינויים בתיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור: במחצית הראשונה של השנה הנסקרת נעצרה מגמת העלייה בחלקם של הנכסים הלא-צמודים בתיק הנכסים, מגמה שהחלה עוד בראשית שנות התשעים, ואלה נותרו ברמה של כ-31 אחוזים, בדומה למשקלם ב-2001. במקביל הגדיל הציבור, לראשונה מזה כעשור, את חלקם של הנכסים הצמודים למדד בתיק, וכן – לראשונה מאמצע שנות התשעים – את חלקם של הנכסים קצרי הטווח. במחצית השנייה של השנה, תקופה קצרה לאחר ההעלאות של ריבית בנק ישראל באמצע 2002, השתנתה התמונה: האינפלציה הצפויה ירדה בחזרה לתוך תחום יעד האינפלציה ארוך הטווח, ושער החליפין של השקל לעומת הדולר כמעט לא השתנה. עם זאת, רמת התשואות ורמת אי-הוודאות בשוקי ההון, לרבות שוק מטבע החוץ, נשארו גבוהות, דומות לאלו ששררו במחצית הראשונה של השנה: כך, לדוגמה, היו התשואות-לפדיון של המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות גבוהות בכ-5 נקודות אחוז מאלו של סוף 2001. על אי-הוודאות הגבוהה בשוק מטבע החוץ מעידה סטיית התקן החודשית של שער החליפין, שנותרה גבוהה – כ-9 אחוזים. גם ההסתברות לפיחות של השקל ביחס לדולר בשיעור גבוה מ-10 אחוזים בששת החודשים הקרובים וסטיות התקן הגלומות, על פי האופציות של בנק ישראל, נותרו ברמות שאליהן הגיעו במחצית הראשונה של השנה. אי-הוודאות הגבוהה במשק השתקפה גם בפערי התשואות שבין איגרות חוב של ממשלת

13 ממוצע יוני 2002 לעומת ממוצע דצמבר 2001.

ישראל הנסחרות בארה"ב לבין אלו של ממשלת ארצות הברית לאותם טווחים, ובהורדת דירוג האשראי של מספר בנקים גדולים ושל החוב הממשלתי הפנימי על ידי חברות דירוג בין-לאומיות לקראת סוף השנה.

### ג. השינויים בגיוס ההון של הממשלה

התנהגות הציבור בשוק ההון, על רקע אי-הוודאות, קיבלה חיזוק מהתנהגות הממשלה בשוק זה. כך שינתה הממשלה במחצית השנייה של השנה את הרכב גיוס ההון שלה באופן משמעותי – צמצמה את הנפקת איגרות החוב הלא-צמודות וקיצרה את הטווח לפדיון של כל איגרות החוב שהנפיקה השנה. משקלו של גיוס ההון הממשלתי באמצעות איגרות החוב הלא-צמודות ("שחר"), שהלך וגדל מכשליש מסך גיוס ההון באמצעות שנות התשעים עד לכמחציתו בשנים 2000 ו-2001, הופחת השנה שוב לכשליש בלבד. זאת בעוד שמשקל גיוס ההון באמצעות איגרות חוב הצמודות למדד ("גליל") שב ועלה לכ-40 אחוזים מסך הגיוס – בדומה למשקלו באמצעות שנות התשעים, ולאחר הורדתו לכעשירית בשנת 2000. במקביל הפסיקה הממשלה במחצית השנייה של השנה את ההנפקות של איגרות החוב לטווח ארוך – "שחר" ל-10 שנים<sup>14</sup> ו"גליל" ל-20 שנים<sup>15</sup> – והנפיקה איגרות חוב לטווחים קצרים מאוד: "שחר" לכ-3.5 שנים<sup>16</sup> ו"גליל" ל-5 שנים<sup>17</sup>. זאת בניגוד למדיניותה בפועל עד כה, להנפיק איגרות חוב לטווחים בינוניים וארוכים, שישמשו "סמן" לשוק ההון. כתוצאה מכך התקצר הטווח-לפדיון של גיוס ההון באמצעות איגרות חוב מסוג "שחר" מכ-7 שנים ב-2001 לכ-5 שנים בלבד בסוף 2002, ובאמצעות איגרות חוב מסוג "גליל" – מכ-14 לכ-8 שנים בלבד. בזאת החליטה הממשלה שלא להתמודד עם בעיית ההתייכרות של גיוס ההון באמצעות החזרה המתבקשת למסגרת של משמעת פיסקלית, אלא באמצעות שינוי ההרכב של ההון המגויס – גם במחיר של סטייה מסוימת ממדיניות הגיוס ששאפה להגביר את פיתוח שוק איגרות החוב והצליחה לרשום הישגים לא מבוטלים עד כה. המשך בדרך זו יביא גם לקיצור הטווח-לפדיון של החוב הממשלתי, דבר שיערער את האמון של שוקי ההון הבין-לאומיים ביכולתה של הממשלה להחזיר את החוב ויפגע במעמדו הפיננסי. זאת על רקע היקף גדול מאוד של גיוס הון סחיר (נטו) ב-2002 – גבוה בכ-60 אחוזים ממה שנגזר מספר התקציב לשנה זו; אי העמידה ביעד הגירעון ב-2001 והעדכונים התכופים של יעד הגירעון ל-2002 ואילך; והמשך העלייה של משקל החוב בתוצר, זו השנה השנייה ברציפות, עד לכ-103 אחוזים, בניגוד למגמה רבת שנים, שהתבטאה בהפחתת שיעור זה מכ-160 אחוזים באמצעות שנות השמונים אל מתחת ל-100 אחוזים בשנת 2000.

נדגיש, כי מן ההכרח לנהל את החוב בשקיפות מלאה ותוך מחויבות לתכנית ארוכת-טווח-יחסית של גיוס הון, המפורסמת מראש לציבור, ומציבה בהתמדה "סמנים" לריביות לטווחים הבינוניים והארוכים. מדיניות כזאת, לצד קידום הרפורמות הנדרשות בשוק ההון וביצוע מדיניות תקציב המתיישבת עם הנורמות הבין-לאומיות, תחזק את עמידותם של שוקי ההון בפני זעזועים, לנוכח גורמי אי-הוודאות הרבים הפועלים במשק הישראלי, ובייחוד בשוק ההון המקומי.

14 הנפקות אלה הופסקו בין אוקטובר 2002 לפברואר 2003.

15 לא הונפקה באוקטובר 2002.

16 הנפקה זו החלה בנובמבר 2002, ונמשכת לפחות עד לפרסום דוח זה.

17 הנפקה זו החלה באוקטובר 2002, ונמשכת לפחות עד לפרסום דוח זה.

#### ד. שינויים מבניים בשוק ההון

אף שהשנה לא קודמו הרפורמות ההכרחיות בשוקי ההון, הוכנסו בשוקים כמה שינויים מבניים חשובים:

- הסרת תקרת המק"ם, המתירה לבנק ישראל למכור לציבור מק"ם ללא מגבלות, אך ורק לפי שיקול דעתו. השינוי מאפשר לבנק ישראל לבסס את ניהול המדיניות המוניטרית על המק"ם, שהוא נכס סחיר, במקום על פיקדונות הבנקים אצלו, והוא אכן החל בכך השנה. בדרך זו מנוהלת המדיניות המוניטרית מול הציבור כולו, ולא רק מול הבנקים – שינוי התורם רבות לשיפור התמסורת מן המדיניות המוניטרית למערך הריביות במשק ולפיתוח התיווך הפיננסי החוץ-בנקאי, המתחרה במערכת הבנקאות.
  - המשך השינוי בכללי ההשקעה של המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך – בעיקר קופות הגמל וחברות הביטוח. שינוי זה משקף את שינוי התפיסה שנהגה עד כה: מעתה מותרות להם כל ההשקעות למעט אלה שנאסרו במפורש. לפי הכללים החדשים הוסרו מרבית המגבלות הכמותיות הרבות שחלו על ההשקעות, נקבעו מגבלות יציבותיות נוספות על אלה שהיו בעבר, ועל המשקיעים המוסדיים הוטלה מרבית האחריות לניהול תיקי ההשקעות שלהם. אמנם כללים דומים נקבעו גם לגבי נכסי קרנות הפנסיה המושקעים בשוק ההון, אך מרבית נכסיהן של קרנות אלו עדיין מופקדים באיגרות חוב מיועדות, במסגרת ההסכמים עם ההסתדרות.
  - ביטול, משנת 2003 ואילך, של המגבלה שנותרה על השקעתם של המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך בנכסים בחו"ל. בכך הושלמה הליברליזציה בשוק מטבע החוץ, שהוחל בה באמצע שנות השמונים, ועיקרה הסתיים ב-1998.
  - גיבוש הרפורמה במס הכנסה, שנכנסה לתוקף בשנת 2003, ובמסגרתה מוטל, לראשונה, מס על אפיקי ההשקעות בשוק ההון.
- כמו כן גובשו מסקנות הוועדה שהקימה הרשות לניירות ערך, בשיתוף עם בנק ישראל, משרד האוצר והבורסה לניירות ערך, בדבר הקמת מסגרת שתאפשר עשיית-שוק בשוק ההון הישראלי. נקבעו כללי חובות וזכויות של גופים שיעסקו בעשיית-שוק באיגרות חוב ומק"ם, במניות ובנכסים נגזרים – בהתבסס על הניסיון שנצבר בעולם, אשר מעיד על תרומתם החשובה של עושי השוק לנזילות בשוקים שהם פעילים בהם.

#### ה. השלכות הרפורמה במס ההכנסה על מיסוי שוק ההון

הרפורמה במס ההכנסה נועדה להשליט רציונליזציה במבנה המס בישראל, שעד כה אופיין בעיוותים: ההכנסות מהון היו כמעט לא ממוסות, בעוד שההכנסות מעבודה מוסו בשיעורים גבוהים מאוד – גם בהשוואה בין-לאומית. הרפורמה ביטלה את עיקר האפליות שהיו עד כה במיסוי, וצמצמה את פערי המס שהיו בין הנכסים הפיננסיים השונים – שינוי חיובי ונחוץ בשוק ההון, ובמערכת המס הישראלית בכללה.

חשוב שמבנה המס בשוק ההון יהיה פשוט ואחיד לכל הנכסים: מבנה מס מסובך – גם אם הוא קרוב יותר למבנה האופטימלי – עלול להניע משקיעים לבסס את החלטות ההשקעה שלהם על שיקולי מיסוי; לעומת זאת, כשמבנה המס פשוט וניטרלי, ירכיבו המשקיעים את תיקי הנכסים הפיננסיים שלהם לפי שיקולי התשואה, הסיכון והנזילות

בלבד. נוסף על כך, מבנה המיסוי צריך להיות דומה במידת האפשר למבנה הנהוג בשוקי ההון בעולם, וזאת כחלק מהשתלבות המשק הישראלי בתהליך הגלובליזציה. כשבוחנים את מבנה המיסוי של שוק ההון לאחר הרפורמה, מתברר שעדיין נותרו בה אפילו מסוימות בין נכסים שונים ובין משקיעים שונים. חלק מהאפילויות נובעות ממבנה הרפורמה עצמה, כפי שהיא נקבעה בוועדה שגיבשה אותה, וחלקן נובעות מההדרגתיות שביישומה, ולכן הן זמניות בלבד, אך ניכרות בשוק ההון. ראוי לציין, כי מבנה המס שקבעה הרפורמה נבע, בין היתר, משיקולים תפעוליים, וזאת כדי לאפשר לרפורמה לקרום עור וגידים בקלות יחסית. לפיכך חשוב כי לאחר תקופת הרצה מסוימת, שתוגדר מראש, יוכנסו בה השינויים הדרושים. אלא האפילויות שנתרו בשוק ההון לאחר הרפורמה:

- נקבעו שיעורי מס שונים על נכסים פיננסיים דומים – למשל על ההכנסות ממניות סחירות ולא-סחירות ועל הכנסות מנכסים פיננסיים נגזרים סחירים ולא-סחירים. הדבר יוצר העדפת מס כלפי הנכסים שבהם שיעורי המס נמוכים יותר, אף שהנכסים דומים.
- המס על ההכנסה הריאלית מנכסים פיננסיים צמודים<sup>18</sup> – למדד המחירים לצרכן או לשער החליפין – שונה מהמס על ההכנסה הנומינלית מנכסים פיננסיים לא-צמודים. ההבדל אמנם נבע משיקולים תפעוליים, כלומר מרצון להקל על יישום הרפורמה, אך הוא יוצר, למשל, העדפת מס כלפי נכסים פיננסיים צמודים או לא-צמודים בהתאם לציפיות האינפלציוניות של המשקיעים השונים. על כן, לאחר תקופה מוגדרת מראש, ובמיוחד לאחר שיציבות המחירים במשק הישראלי תתבסס, חשוב לשוב ולקבוע שיעור מס נומינלי אחיד (נמוך יחסית) על ההכנסות מכל הנכסים הפיננסיים. שינוי כזה יבטל את העדפות המס, ישווה את מבנה המס על הכנסות מהון בישראל למקובל במשקים המפותחים ויסייע לצמצום מנגנוני ההצמדה במשק, כחלק מתהליך הדיסאינפלציה.
- נקבע שוני בהתייחסות למיסוי בין הכנסות מריבית, שכנגדן לא ניתן לקזז הוצאות ריבית או הוצאות אחרות, לבין הכנסות מהון, כלומר מעליית ערכם של נכסים, שכנגדן ניתן לקזז הפסדי הון. הדבר יוצר העדפת מס של איגרות חוב המשלמות ריבית בשיעור נמוך יחסית לעומת אלה המשלמות ריבית גבוהה יותר. מוטב למסות את כל התשואה-לפדיון – המורכבת מההכנסות מריבית ומההכנסות מהון – ולאפשר לקזז כנגד כולה הפסדי הון.
- שלטונות המס טרם קבעו כיצד ייגבה המס על הניכיון לגבי איגרות חוב המונפקות במחירים שונים – כגון איגרות החוב הממשלתיות והמק"ם, המונפקים במכרזים מדורגים ו/או במספר מכרזים. יש לזכור כי הניכיון הוא עיקר ההכנסה ממק"ם, ובתנאים מסוימים מהווה חלק מההכנסה מאיגרות החוב. אי-הבהירות לגבי גבייתו של מס זה יוצרת אי-ודאות בשווקים אלה – הנוספת על אי-הודאות הכללית השוררת בהם ובמשק בכלל. מלבד זאת נמשכת אפליית המס בין נכסים אלה לבין איגרות חוב פרטיות, המונפקות לרוב במחיר אחיד. (מס על הניכיון הוטל גם לפני הרפורמה, אך מעולם לא נגבה לגבי מק"ם ואיגרות חוב ממשלתיות, בהעדר דרך מעשית לכך.)

18 לצורך זה הרפורמה מתייחסת למניות כאל נכס צמוד.

- נוצרו מעמדות מס שונים של משקיעים פיננסיים דומים. נוסף על השוני במעמד המס, שהיה גם לפני הרפורמה בין הציבור, הפירמות וקופות הגמל (אשר נותרו פטורות מהמס), נוצרו מעמדות מס חדשים: קרנות הנאמנות פוצלו לשלושה סוגים מבחינת מעמד המס – קרנות "חייבות", "פטורות" ו"מעורבות" – וייתכן שחלוקה זו תיצור התמחויות שונות של קרנות הנאמנות גם על פי מעמד המס במקום על פי מאפייני ההשקעות בלבד. ראוי להדגיש, כי לא יתאפשר לקרנות לשנות את מעמד המס שלהן במשך חייהן; זאת להוציא את הקרנות המוגדרות כ"חייבות", אשר ישקיעו בשנת 2003 בעיקר בנכסים שהרפורמה לא חלה עליהם; לאלה תינתן אפשרות חד-פעמית לשנות את מעמד המס שלהן בסוף 2003.
- ההדרגתיות שבה הרפורמה מיושמת מסיבות תפעוליות יוצרת – אמנם באופן זמני – העדפות מס בין שוקי ניירות ערך דומים: לגבי שוק המק"ם תיושם הרפורמה רק מתחילת 2004<sup>19</sup>, ואילו לגבי יתר הנכסים הפיננסיים<sup>20</sup> היא כבר מיושמת מתחילת 2003; במשך המחצית הראשונה של 2003 (לפחות) ייגבה מס מחזור בשוקי המניות והנכסים הנגזרים הנסחרים בבורסה לניירות ערך, ואילו על ההכנסה מיתר הנכסים הפיננסיים – מריבית ומהון – מוטל מס ההכנסה כבר מראשית 2003.

דוגמה בולטת להשלכות של מעמדות המס השונים שנקבעו לקרנות הנאמנות ושל דחיית יישום הרפורמה לגבי שוק המק"ם ניתן למצוא בהתפתחויות שהיו בשוק זה לקראת סוף 2002 (כשהתבררו מעמדות המס של הקרנות): אז התפתח שיווק מאסיבי של קרנות נאמנות מסוג "חייבות", המתמחות בנכסים שהרפורמה לא תחול עליהם ב-2003, ובעיקר במק"ם. זאת משום שכזכור, רק קרנות כאלה יוכלו ליהנות מהאפשרות לשנות את מעמד המס שלהן לקראת שנת 2004. הדבר יצר ביקושים גדולים למק"ם, ואלה נמשכו, בעידוד מאמצי השיווק של מנהלי הקרנות, גם לאחר שהתשואות ירדו – בגלל אותם ביקושים – לרמות נמוכות יחסית. ביקושים אלו השתקפו בירידת עקום התשואות של המק"ם ובשיפועו השלילי – שכן על הרקע האמור העדיף הציבור במיוחד מק"ם לטווחים הארוכים יותר. ברם, ראוי להדגיש, כי עדיפות המס הזאת הולכת ופוחתת לגבי סדרות המק"ם שמונפקות במהלך 2003, ולפיכך יש להניח כי שיקולי המס ממשיכים לחולל תנודות בשוק זה במהלך השנה.

### ו. הרפורמות הנדרשות בשוק ההון

בשנת 2002 לא קודמו, כאמור, הרפורמות בשוקי הכספים וההון, הנדרשות, בין היתר, כדי לפתח את התיווך הפיננסי החוץ-בנקאי ואת שוק ההון, כנדבך הכרחי בהעלאת המשק על פסים של צמיחה מתמשכת ולחזק את הציביות הפיננסית. נזכיר, כי בגלל רמת ההתפתחות הנמוכה-יחסית של שוק ההון הישראלי, גופים פיננסיים בין-לאומיים עדיין מגדירים את המשק הישראלי כ"משק מתעורר" ולא כ"משק מפותח".

19 סדרות המק"ם שייפדו בשנת 2004, והנפקתן תהיה במהלך שנת 2003, יחויבו במס בגין התקופה שתחל ב-1 לינואר 2004.

20 מדובר בנכסים פיננסיים שהונפקו החל ממאי 2000.

אלה השינויים שמן ההכרח לקדם:

- להאיץ את תהליך המיסחור של החוב הממשלתי על ידי הפסקת הנפקתן של איגרות חוב מיועדות לעמיתים חדשים בקרנות הפנסיה, על פי העקרונות שנקבעו ברפורמה המוצלחת שבוצעה בראשית העשור הקודם לגבי חברות הביטוח.
- לבטל את הבעלות והשליטה של הבנקים בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות, הטומנת בחובה פוטנציאל גדול מאוד של ניגודי עניינים.
- להפסיק את ההנפקה של איגרות חוב ממשלתיות בריבית משתנה מסוג "גילון", שעלותן לממשלה גבוהה יחסית – כנראה מפני רמת סחירות הנמוכה, הנובעת מן המורכבות בתמחורן.
- להאיץ את תהליך הפרטה במשק, אשר מלבד ההתייעלות הגלומה בה עבור המגזר הפרטי, תזיל את עלות גיוס ההון של הממשלה ושל הפירמות ותתרום ליעילות שוק ההון.
- לקדם את פיתוח שוק העסקאות של "רכישה חוזרת" (REPO) – בין השאר, כדי לסייע גם בהקמת מערך עושי שוק, אשר עליו המליצה, כאמור, הוועדה שהוקמה בעניין זה.
- להפעיל את הרפורמה הדרושה בקרנות הפנסיה – להביא להסדר חדש, שלפיו כספיהם של העמיתים החדשים לא יושקעו עוד באיגרות חוב מיועדות, אלא בנכסים ממשלתיים סחירים ובנכסים פרטיים, במסגרת של כללי השקעה יציבותיים, בדומה לאלה הנהוגים היום לגבי השקעתן האחרת. בכך יהפכו קרנות הפנסיה האלה לאפיק מרכזי של חיסכון לטווח ארוך, דבר שיתרום רבות לפיתוח שוק איגרות החוב ושוק ההון בכללו. שינוי כזה גם יסייע לניהול יעיל יותר של החוב הממשלתי. כל אלה יתבטאו, בין היתר, בהזלת המימון לממשלה ולמגזר הפרטי ובפיתוח שוק המשכנתאות. כן יש לאפשר תחרות בענף קרנות הפנסיה, בעיקר על ידי מתן רשות לכל עמית לבחור באפיק החיסכון הפנסיוני בלי קשר למקום עבודתו.

לוח א'-1

אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה, המדיניות המוניטרית ושוקי הכספים וההון, 1997 עד 2002

2002	2001	2000	1999	1998	1997	
<b>א. האינפלציה<sup>1</sup> (אחוזים)</b>						
2-3	2.5-3.5	3-4	4.0	7-10	7-10	1. יעד האינפלציה
6.5	1.4	0.0	1.3	8.6	7.0	2. האינפלציה בפועל <sup>1</sup>
3.3	1.9	2.4	5.1	6.3	9.1	3. ציפיות לאינפלציה לשנה
<b>ב. שיעורי התשואה (אחוזים)</b>						
7.3	7.1	9.8	13.0	12.6	14.7	1. הריבית הנומינלית במכרזי בנק ישראל <sup>2</sup>
9.1	7.1	8.6	11.2	11.2		2. התשואה הנומינלית ל-5 שנים <sup>3</sup>
10.9	7.4					3. התשואה הנומינלית ל-10 שנים <sup>3</sup>
4.8	5.0	5.8	5.5	5.1	3.9	4. התשואה הריאלית לפדיון על איגרות חוב ל-5 שנים <sup>3</sup>
5.0	5.0	5.4	5.1	4.9	4.0	5. התשואה הריאלית לפדיון על איגרות חוב ל-10 שנים <sup>3</sup>
5.4	4.6					6. התשואה הריאלית לפדיון על איגרות חוב ל-20 שנים <sup>3</sup>
<b>ג. שיעור הפיחות</b>						
14.2	3.7	-6.3	-2.5	20.6	3.7	1. מול הסל <sup>4</sup>
9.8	4.8	-2.7	0.4	18.2	7.9	2. מול הדולר <sup>4</sup>
25.5	4.2	-13.7	-13.3	25.9	-5.9	3. מול המרק הגרמני/אירו <sup>5</sup>
<b>ד. מחירי הנכסים</b>						
-8.6	-15.4	6.9	59.4	3.6	37.5	1. שיעור התשואה הכולל במניות (נומינלי) <sup>4</sup>
4.5	-2.2	-8.2	0.7	7.6	7.0	2. מחירי הדירות <sup>6</sup>
<b>ה. המיצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי)<sup>4</sup></b>						
4.9	15.4	7.5	14.3	11.7	13.8	1. אמצעי התשלום (M1)
9.4	8.5	10.1	12.6	18.6	19.2	2. סך האשראי (C3)
<b>ו. תיק הנכסים הכספיים של הציבור</b>						
1.3	7.3	7.4	24.9	13.2	24.5	1. הגידול הנומינלי <sup>7</sup>
31.3	31.3	28.7	24.9	25.0	24.0	2. משקל הנכסים הלא-צמודים <sup>8</sup>
38.2	35.5	36.4	38.8	46.4	48.1	3. משקל הנכסים הצמודים למדד <sup>8</sup>
14.8	11.8	10.2	10.0	10.3	9.0	4. משקל הנכסים הצמודים למט"ח <sup>8</sup>
15.7	21.4	24.8	26.3	18.2	19.0	5. משקל המניות <sup>8</sup>
<b>ז. הגירעון התקציבי בפועל (אחוזי תמ"ג)</b>						
4.0	3.8	0.5	2.8	2.8	3.0	1. המקומי ללא מתן אשראי
4.0	4.5	0.7	2.5	3.3	3.3	2. הכולל ללא מתן אשראי
<b>ח. נתוני רקע נוספים</b>						
2.1	2.3	1.1	2.0	1.3	4.0	1. הגירעון בחשבון השוטף של מאז"ת (מיליארדי דולרים) <sup>9</sup>
10.3	9.3	8.8	9.0	8.6	7.6	2. שיעור האבטלה
-1.0	-0.9	7.4	2.6	3.0	3.3	3. שיעור צמיחת התמ"ג <sup>10</sup>

1 מדד המחירים לצרכן, במשך השנה.

2 במונחים אפקטיביים.

3 שיעור תשואה ברוטו (יחסי). ממוצע שנתי לטווחים המתאימים.

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 ממוצע השנה הקודמת.

המקור: המחלקה המוניטרית ועיבודי בנק ישראל.

