

פרק א'

קווי ההתפתחות העיקריים

1. המשק, האינפלציה והמדיניות המוניטרית

בשנת 2004 עלו המחירים לצרכן בשיעור מתון של 1.2 אחוזים, לאחר ירידה של 1.9 אחוזים בשנת 2003 ועלייה של 6.5 אחוזים בשנת 2002. רכיב הדיור ירד בשנת 2004 ב-2.5 אחוזים, ואילו המדד למעט דיור עלה ב-2.3 אחוזים. שיעור עלייתו של מדד המחירים לצרכן בשנת 2004 היה קרוב לתחום התחתון של יעד עליית המחירים, בין 1 ל-3 אחוזים, שנקבע החל משנת 2003 ומוגדר כיציבות מחירים; זאת לאחר חריגה כלפי מטה בשנת 2003 וחריגה כלפי מעלה בשנת 2002. ההתפתחות המתונה של המחירים בשנתיים האחרונות ואינדיקטורים נוספים (שיפורטו בהמשך) תומכים בהערכה כי יציבות המחירים המאפיינת את המשק הישראלי החל משנת 1999, שאמנם נתערערה זמנית בשנים 2002 ו-2003, אינה תופעה חולפת. בסך הכול בשנים 1999 ועד 2004 עלו המחירים לצרכן בקצב שנתי ממוצע של 1.4 אחוזים, לעומת קצב שנתי ממוצע של כ-10 אחוזים בשנים 1992 עד 1998.

הגורמים העיקריים להתפתחות המתונה של המחירים בשנת 2004 הם ההתפתחות המתונה של שער החליפין במהלך השנה, בהמשך לירידתו במהלך שנת 2003, והשפל המתמשך ששרר בפעילות ובשוק העבודה בשנים 2001 עד 2003. למרות הגידול המהיר של פעילות המגזר העסקי בשנת 2004 (ראו להלן) עדיין נותרו בו עודפי כושר ייצור. אחד הביטויים לכך הוא ההתפתחות המתונה של השכר ושל עלות העבודה ליחידת תוצר במגזר זה: השכר הנומינלי למשרת שכיר עלה בשנת 2004 בשיעור מתון של כ-1.5 אחוזים, בהמשך לירידה של 1.8 אחוזים בשנת 2003, ועלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר במגזר העסקי (משקל השכר בתוצר העסקי) ירדה בכ-2.8 אחוזים, בהמשך לירידה של 3.9 אחוזים בשנת 2003. ראוי להדגיש שהירידה המתמשכת של עלות העבודה ליחידת תוצר בשנים 2003 ו-2004 באה בהמשך לעלייתה המתונה בשנים 2000 עד 2002, והתפתחותה המתונה הייתה ללא ספק גורם מרכזי שהוביל את התמתנות המחירים בשנים האחרונות בכלל ובשנתיים האחרונות בפרט.¹

התפתחות המחירים בשנת 2004 הושפעה כאמור מהתפתחותו המתונה של שער השקל, שירד בשנת 2004 ב-1.2 אחוזים ביחס לדולר ועלה ב-1.8 אחוזים ביחס לסל המטבעות, לאחר ירידות של 6.4 ו-0.5 אחוזים, בהתאמה, בשנת 2003.² ההתפתחות של שער החליפין ושל המחירים במהלך השנה לא הייתה אחידה: במחציתה הראשונה עלו

1 קצבי הגידול של השכר ועלות העבודה הם במונחי ממוצע שנתי (ולא לסוף שנה). לפירוט ראו לוח ב"7.

2 בשנים 2000 עד 2004 עלתה עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר בקצב שנתי ממוצע של 0.5 אחוז, והמחירים עלו בקצב שנתי ממוצע של 1.5 אחוזים. (קצבי הגידול הם במונחי ממוצע שנה לעומת ממוצע השנה הקודמת). פירוט ראו בלוח ב"7.

3 ממוצע דצמבר 2004 לעומת ממוצע דצמבר 2003.

שער השקל ביחס לדולר והמחירים לצרכן ב־2.9 ו־1.4 אחוזים, בהתאמה, ואילו במחצית השנייה הם ירדו בשיעורים של 3.9 ו־0.2 אחוזים, בהתאמה.⁴

בארבעת החודשים הראשונים של השנה המשיך בנק ישראל בתהליך הפחתת הריבית, שהוחל בו בתחילת שנת 2003. זאת, בין היתר, על רקע רמתן הנמוכה של הציפיות לאינפלציה לשנה (הן אלה הנגזרות מנתוני שוק ההון והן הממוצע של החזאים המקצועיים) ברביע הראשון של השנה – מתחת למרכז תחום היעד. בחודשים ינואר עד נובמבר לא שונתה הריבית, בדצמבר היא הופחתה ב־0.2 נקודת אחוז, ובכל אחד מהחודשים ינואר ופברואר 2005 הופחתה עוד ב־0.2 נקודת אחוז, לשיעור של 3.5 אחוזים. ריבית בנק ישראל במונחים ריאליים (הריבית האפקטיבית, בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון) ירדה אף היא, בחודשים הראשונים של השנה, והגיעה במחצית השנייה לשיעור ממוצע של כ־2.3 אחוזים, לעומת כ־4.6 אחוזים בדצמבר 2003.

ריבית בנק ישראל הופחתה בארבעת החודשים הראשונים של השנה למרות העלייה של שיעורי הריבית לזמן בינוני ולזמן ארוך, הנקבעים בשווקים⁵, ובשער החליפין (הן כלפי הדולר והן כלפי סל המטבעות) באותה תקופה. במקביל להפחתת הריבית עלו בהדרגה הציפיות לאינפלציה לשנה, ובמאי 2004 הגיעו הציפיות מהשוק לשיעור של 2.0 אחוזים וציפיות החזאים הגיעו לשיעור של 2.6 אחוזים. המגמה המתונה של עליית שיעורי התשואה לפדיון על איגרות החוב (שתאמה את התפתחות שיעורי התשואה לפדיון על איגרות החוב באותה תקופה בארצות הברית) נבלמה באמצע השנה, ובמהלך מחציתה השנייה התייצבו שיעורי התשואה לפדיון לזמן ארוך, ושיעורי התשואה לפדיון לזמן קצר ובינוני ירדו מעט – התפתחויות שהשפיעו על ההחלטה להפחית את ריבית בנק ישראל בדצמבר 2004. בסך הכול במהלך השנה גדל הפער שבין הריביות לזמן ארוך ובין הריביות לזמן קצר (עקום התשואות הריאלי והנומינלי התליל יותר), התפתחות המצביעה על הרחבה מוניטרית.

מגמת הירידה של התשואות לפדיון על איגרות החוב, הצמודות והלא צמודות, לכל הטווחים נמשכה גם בחודשים דצמבר 2004 וינואר 2005 – התפתחויות שהשפיעו על ההחלטה בדבר המשך הפחתת הריבית בחודשים ינואר ופברואר 2005.

למרות הצטמצמות הפער שבין הריבית המוניטרית בישראל לזו של ארצות הברית (תוצאת הפחתת הריבית על ידי בנק ישראל בחודשים הראשונים של השנה וההעלאה המתמשכת של הריבית בארצות הברית במחצית השנייה), ירד במחצית השנייה של השנה שער החליפין של השקל ביחס לדולר, וזאת עקב היחלשות של הדולר ביחס לאירו באותה תקופה. ירידת שער החליפין ביחס לדולר במחצית השנייה של השנה פעלה לירידת המחירים לצרכן במחצית זו.

גורם מרכזי שסייע ליציבות היחסית של שער החליפין והמחירים בשנת 2004, ואיפשר את המשך הפחתת הריבית המוניטרית, הוא המדיניות התקציבית של הממשלה, שהתבטאה בירידה של הצריכה הציבורית המקומית ובהפחתה של גירעון הממשלה ושל גיוס ההון לצורך מימונו. גירעון הממשלה הסתכם בשנת 2004 ב־3.9 אחוזי תוצר, קרוב ליעד של 4.0 אחוזי תוצר, וזאת לעומת גירעון של 5.6 אחוזי תוצר בשנת 2003. גיוס ההון

4 העלייה המהירה של המחירים במחצית הראשונה של השנה ביחס לשנייה משקפת בחלקה גורם עונתי.

5 התשואה לפדיון על איגרות החוב הצמודות והלא צמודות לטווחים הבינוני והארוך.

6 זאת, קרוב לוודאי, גם על רקע שיפור במצב הביטחוני, שהחל להסתמן באותה תקופה.

פרק א', קווי ההתפתחות העיקריים

המקומי של הממשלה הסתכם בשנת 2004 בכ־13.0 מיליארדי שקלים, לעומת כ־23 ו־24 מיליארדים בשנים 2003 ו־2002, בהתאמה.

ההתפתחות המתונה של שער החליפין והמחירים והשילוב של מדינות מוניטרית מרחיבה ומדיניות פיסקלית מצמצמת תמכו בגידול מהיר של הפעילות והתעסוקה במגזר העסקי בשנת 2004. הגורמים שהובילו את גידול הפעילות בשנת 2004 הם הירידה בכל מערך הריביות במהלך שנת 2003 והתרחבות הפעילות העולמית ב־2004. עליית התוצר העסקי בשנת 2004, שהסתכמה ב־6.2 אחוזים, נשענה על התרחבות מהירה של היצוא (14.6 אחוזים) ועל עלייה של 5.2 אחוזים בצריכה הפרטית. הצריכה הציבורית המקומית ירדה ב־1.5 אחוזים, וההשקעה בנכסים קבועים ירדה ב־2.1 אחוזים. הירידה בהשקעות מורכבת מהמשך ירידה של ההשקעה בדיור, במבנים ובעבודות בנייה אחרות – בכ־6 וכ־10 אחוזים, בהתאמה – ומעלייה של כ־8 אחוזים בהשקעה במכונות, ציוד וכלי תחבורה, תפנית לאחר ירידה מתמשכת בשנים 2001 עד 2003.

בניגוד להתפתחות המתונה של המחירים לצרכן עלה מדד המחירים הסיטוניים במהירות בשנים 2003 ו־2004, ב־2.9 וב־5.2 אחוזים, בהתאמה. העלייה המהירה יחסית של המחירים הסיטוניים נבעה ככל הנראה מעליית המחירים של חומרי הגלם, שעיקר יבואם הוא מגוש האירו, וזאת על רקע מגמת ההתחזקות היחסית של האירו ביחס לדולר בשנים האחרונות. בשנים 2002 ועד 2004 פוחת השקל ביחס לאירו בקצב שנתי ממוצע של כ־11 אחוזים, לעומת כ־1 אחוזים ביחס לדולר. במקביל להתחזקות האירו עלו המחירים הדולריים של יבוא התשומות לייצור המקומי בשיעורים של 5.6, 8.5 ו־15.7 אחוזים בשנים 2002 עד 2004, בהתאמה.⁷

לעלייה התלולה של מחירי התשומות המיובאות בשנת 2004 תרמה גם עלייה ניכרת של מחירי הנפט בעולם.⁸ את העובדה שעליית מחירי היבוא של תשומות והמחירים הסיטוניים לא התבטאה בעליית המחירים לצרכן ניתן להסביר ברמה הנמוכה יחסית של הביקושים המקומיים, על רקע השפל המתמשך בשנים הקודמות. עוד נציין כי העלייה במחיריהם של מוצרי הצריכה המיובאים הייתה מתונה הרבה יותר מזו של יבוא התשומות לייצור, והסתכמה בשיעורים של 1.4, 6.8 ו־2.8 אחוזים (במונחי דולרים) בשנים 2002 עד 2004, בהתאמה.

במשטר של יעד אינפלציה, שבו הריבית של הבנק המרכזי היא הכלי העיקרי לניהול המדיניות המוניטרית נקבעת כמות הכסף במשק על ידי הביקוש של הציבור. בשנת 2004 עלו אמצעי תשלום בשיעור של כ־19 אחוזים. עלייה זו, הגבוהה בהרבה מהקצב הנגזר מהעלייה בפעילות ובמחירים, משקפת בעיקרה תגובה בפיגור על הירידה הניכרת של הריבית הנומינלית במהלך שנת 2003 ובתחילת 2004. המיצרף הרחב יותר, הכולל גם את הפיקדונות לזמן קצוב (M2), עלה בשנת 2004 בשיעור מתון יותר, כ־8 אחוזים, בהמשך לגידול של 2.5 אחוזים ב־2003. התפתחות זו, המבטאת האטה בקצב גידולם של הפיקדונות לזמן קצוב, נבעה בחלקה מהרחבה מהירה יחסית של היצע המק"ם, המשמש תחליף לפיקדונות הציבור בבנקים.

האשראי הבנקאי לציבור, שעלה מאוד בשנים 2000 עד 2002, בקצב שנתי ממוצע של

7 המדד ללא דלקים. המדד כולל דלקים עלה בשנת 2004 ב־7.6 אחוזים.

8 ראו לוח ב־5.

9 כך, למשל, המחיר הדולרי של חבית נפט בארצות הברית עלה במהלך השנה בכ־45 אחוזים (הרביע הרביעי לעומת מקבילו).

כ־10 אחוזים, נותר יציב בשנת 2004, בהמשך לירידה של 2.8 אחוזים בשנת 2003. ההתפתחות המתונה של האשראי הבנקאי בשנתיים האחרונות משקפת את הקשחת תנאי האשראי על ידי המערכת הבנקאית. בצד הביקוש לאשראי סביר שהייתה התרחבות, על רקע הגידול המהיר של הפעילות העסקית. את הביקוש הגובר של העסקים לאשראי סיפק המגזר הפרטי באמצעות הרחבת היקף ההנפקות הפרטיות. זאת על רקע ירידה בגיוס ההון הממשלתי וירידת שיעורי הריבית בשנתיים האחרונות¹⁰.

תיבה א'1: יעד האינפלציה, הציפיות לאינפלציה והאינפלציה בדיעבד בשנים 1992 עד 2004

משתנה בעל חשיבות מרכזית בניהול המדיניות המוניטרית הוא האינפלציה הצפויה על ידי הציבור. לחשיבותו של משתנה זה שלוש סיבות עיקריות. הסיבה הראשונה נעוצה בהשפעתו על האינפלציה השוטפת. הואיל ולשינוי מחירים על ידי מוכרי מוצרים ושירותים, לרבות מי שמוכרים שירותי עבודה, יש עלות, התאמת המחירים על ידי היחידות הכלכליות הרלוונטיות אינה רצופה: היא נעשית בשלבים, אשר בכל אחד מהם מובאת בחשבון גם עליית המחירים הצפויה בעתיד, בתקופה שבה היחידה הכלכלית תיאלץ להימנע משינוי המחירים. מכאן שבעת התאמת המחירים, שיקול מרכזי במינון מידת ההתאמה הוא עליית המחירים הצפויה.

סיבה שנייה לחשיבות של משתנה הציפיות היא, שההשפעה של הריבית על האינפלציה מתבטאת בחלקה בפיגור, המוערך בשנה עד שנה וחצי, ולפיכך נקבעת ריבית הבנק המרכזי מתוך הסתכלות לעתיד: כדי לקבוע את מידת השינוי הנדרש בריבית, מעריכים בכל נקודת זמן את ההתפתחויות הצפויות במחירים, ומשתנה חשוב שעשוי לנבא התפתחויות אלו הוא ציפיות הציבור. סיבה שלישית לחשיבותן של הציפיות היא יכולתן ללמד על מידת האמינות של המדיניות המוניטרית: מצב שבו הציפיות יציבות יחסית וקרובות ליעד מעיד על אמינות גבוהה של המדיניות המוניטרית. מסיבות אלה הבנקים המרכזיים מקדישים משאבים להשיג אינדיקציות לגבי ציפיות הציבור לאינפלציה. המקורות המקובלים להשגת אינדיקציות כאלה הם חזאים מקצועיים וסקרים.

בישראל קיים מקור נוסף – הציפיות הנגזרות מנתוני המסחר באגרות חוב. נתונים אלה מצויים הודות לעומק השוק ולמסחר רציף באג"ח צמודות ולא צמודות. פער התשואות בין אג"ח לא צמודות לאג"ח צמודות לאותה תקופה לפירעון משמש אינדיקציה לאינפלציה הצפויה לאותה תקופה. נתונים אלה הם חלק מהאינדיקטורים המשמשים את בנק ישראל בהערכת סביבת האינפלציה. להלן נתמקד בציפיות לשנה.

בלוח 1 מוצגים נתונים לשנים 1992 עד 2004 על האינפלציה, הציפיות לאינפלציה ויעד האינפלציה, וכן הפערים שבין האינפלציה לציפיות, בין האינפלציה ליעד ובין הציפיות ליעד. כן מוצגים בלוח הממוצעים וסטיות התקן של משתנים אלה לכל התקופה ולתת-תקופות.

10 היקף גיוס ההון של המגזר הפרטי (המיועד למימון פעילותו) הסתכם בשנים 2003 ו-2004 בכ־18 מיליארדי שקלים, בהתאמה. זאת לעומת ממוצע של כ־11 מיליארדים לשנה בשנים 2000 עד 2002. לפירוט והרחבה ראו פרק ד'.

נסתכל תחילה על האינפלציה, הציפיות לאינפלציה והפער ביניהן, וזאת בשתי תתי-תקופות. בתת-התקופה הראשונה, 1992 עד 1998, שיעור האינפלציה היה בממוצע 9.9 אחוזים, והציפיות – 11.2 אחוזים; בתת-התקופה השנייה, 1999 עד 2004, האינפלציה ירדה ל-1.4 אחוזים, והציפיות – ל-2.6 אחוזים. הירידה במדרגת האינפלציה באה אפוא לידי ביטוי מלא בירידת הציפיות.

עם זאת מעניין לראות שירידת מדרגת האינפלציה בשנת 1999 לא הייתה צפויה: מרכז תחום היעד לשנת 1999 היה 4 אחוזים, הציפיות אמנם ירדו מעט, אך נותרו בשיעור של 7.0 אחוזים, ואילו האינפלציה ירדה ל-1.3 אחוזים. ראוי לציין שלמעשה ירידת מדרגת האינפלציה התרחשה כבר באמצע שנת 1997. בעטיו של הפיחות הגדול שהתרחש בחודשים ספטמבר ואוקטובר 1998, אשר וודאי לא היה צפוי בסוף 1997, האינפלציה בדיעבד בשנת 1998 הייתה במקרה בשיעור דומה ליעד ולציפיות. עם זאת, מבחינה של הפער בין האינפלציה לציפיות (המבטא את האינפלציה הלא צפויה) קשה להצביע על טעות שיטתית בציפיות. ראשית, פער זה אינו שונה באופן מובהק מ־0, לא בתקופה כולה ולא בתת-התקופות. שנית, להוציא את השנים 1999 ו-2000, לא הייתה תקופה שבה התמיד פער חיובי או שלילי גדול. כן ראוי לציין שפער זה מאופיין בסטיית תקן גדולה, המאפיינת את שני המשתנים. בחינה של הפער שבין האינפלציה ליעד (הסטיות של האינפלציה מהיעד) מלמדת שפער זה אינו שונה באופן מובהק מ־0, לא בתקופה כולה ולא בתת-התקופות. פער זה מאופיין גם הוא בסטיית תקן גדולה, וגם כאן, פרט לשנים 1999 ו-2000, לא ניתן להצביע על התמדה של פער חיובי או שלילי גדול.

אינדיקטור למידת האמינות של המדיניות המוניטרית ביחס ליעד האינפלציה עשוי לשמש הפער שבין הציפיות ליעד. מתברר שהפער וסטיית התקן שלו היו קטנים גם בתקופה כולה וגם בתת-התקופות. סטיית התקן הנמוכה מלמדת על אמינות גבוהה, בדרך כלל, של המדיניות המוניטרית. עם זאת, בתת-התקופה הראשונה ניתן להבחין בהתמדה של פער חיובי, קטן אך מובהק, בין הציפיות ליעד, ומכאן נראה שהאמינות של המדיניות בתקופה זו הייתה פחותה מאשר בתקופה השנייה.¹ גם כאן בולטת שנת 1999, שבה הפער בין הציפיות ליעד היה גבוה יחסית – 3 אחוזים – ומשמע שהיעד השאפתני של שנת 1999 לא זכה, בעת ההכרזה עליו, לאמינות מלאה. בהמשך התנודות בפער פחתו, ובכל אחת משלוש השנים האחרונות ערכו המוחלט של הפער היה קרוב לנקודת אחוז. במילים אחרות: בשנים האחרונות גברה, ככל הנראה, האמינות של המדיניות המוניטרית.

אחת הסיבות לסטיית התקן הגדולה של הפער שבין האינפלציה לציפיות ובין האינפלציה ליעד היא התנודות הניכרות שאפיינו את שיעור האינפלציה. תנודות אלה נותרו גבוהות גם לאחר ירידת קצב האינפלציה בשנים האחרונות, והקשו על הערכה שוטפת של סביבת האינפלציה. בלוח 2 מוצגים נתונים שנתיים על קצב האינפלציה, על סטיית התקן של האינפלציה (במספר חלופות, כמפורט שם) ועל סטיית התקן של קצב הפיחות. את התקופה 1986 עד 2004 ניתן לחלק, מבחינת התפתחות האינפלציה, לשלוש תת-תקופות עיקריות: בתת-התקופה הראשונה, מ־1986 עד 1991, שיעור האינפלציה השנתי הממוצע היה 18.1 אחוזים, בתת-התקופה השנייה, 1992 עד 1998

1 פער כזה בין הציפיות לאינפלציה עשוי לשקף גם פרמיית סיכון אינפלציונית.

הוא ירד ל-9.9 אחוזים, ובתת-התקופה השלישית הוסיף וירד לשיעור שנתי ממוצע של 1.4 אחוזים. כפי שניתן לראות, בתת-התקופה השנייה, בד בבד עם ירידת האינפלציה ירדה במידה ניכרת גם סטיית התקן הבינ-חודשית של האינפלציה; בתת-התקופה זו האינפלציה פחתה ב-8.2 נקודות אחוז, וסטיית התקן פחתה ב-5.0 נקודות אחוז. לעומת זאת בתת-התקופה השלישית פחתה האינפלציה ב-8.5 נקודות אחוז, ואילו סטיית התקן הבינ-חודשית ירדה רק ב-1.6 נקודות אחוז. תופעה זו של המשך תנודות ניכרות בקצב האינפלציה החודשי, למרות ירידה משמעותית בקצב האינפלציה, נובעת ככל הנראה, בין היתר, מהתנודות בקצב הפיחות של שער החליפין, שנותרו גבוהות גם בשנים האחרונות. (כפי שניתן לראות, סטיית התקן הבינ-חודשית של קצב הפיחות ירדה מ-35.5 אחוזים בתקופה הראשונה ל-21.2 אחוזים בשנייה, ובתקופה השלישית היא נותרה גבוהה בשיעור של 19.0 אחוזים.)

לוח 1

האינפלציה, הציפיות לאינפלציה ויעד האינפלציה, 1992 עד 2004

הפער בין						השנה
שיעור האינפלציה בדיעבד (1)	מחזור ההון (2)	האינפלציה מרכז תחום יעד (3)	האינפלציה לציפיות (1)-(2)	האינפלציה ליעד (1)-(3)	האינפלציה ליעד (2)-(3)	
9.4	16.8	15.0	-7.4	-5.6	1.8	1992
11.2	10.2	10.0	1.1	1.2	0.2	1993
14.5	9.0	8.0	5.4	6.5	1.0	1994
8.1	13.8	9.5	-5.7	-1.4	4.3	1995
10.6	10.6	9.0	0.0	1.6	1.6	1996
7.0	9.5	8.5	-2.6	-1.5	1.0	1997
8.6	8.2	8.5	0.4	0.1	-0.3	1998
1.3	7.0	4.0	-5.7	-2.7	3.0	1999
0.0	2.9	3.5	-2.9	-3.5	-0.6	2000
1.4	0.8	3.0	0.7	-1.6	-2.2	2001
6.5	1.6	2.5	4.9	4.0	-0.9	2002
-1.9	2.8	2.0	-4.6	-3.9	0.8	2003
1.2	0.7	2.0	0.5	-0.8	-1.3	2004
2004-1992						ממוצע
6.0	7.2	6.6	-1.2	-0.6	0.6	ממוצע
5.1	5.2	4.0	4.0	3.3	1.8	ממוצע
1.4	1.4	1.1	1.1	0.9	0.5	ממוצע
1998-1992						ממוצע
9.9	11.2	9.8	-1.2	0.1	1.4	ממוצע
2.5	3.1	2.4	4.4	3.7	1.5	ממוצע
0.9	1.2	0.9	1.7	1.4	0.6	ממוצע
2004-1999						ממוצע
1.4	2.6	2.8	-1.2	-1.4	-0.2	ממוצע
2.8	2.4	0.8	4.0	2.9	1.9	ממוצע
1.1	1.0	0.3	1.6	1.2	0.8	ממוצע

1 שררו בתחילת התקופה (ברוטו יחסי).

2 ציפיות ברוטו.

המקור: נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

פרק א', קווי ההתפתחות העיקריים

עם זאת, הנתונים לשנת 2004 מצביעים על האפשרות שבשנים האחרונות מתפתחת מגמה של ירידה בסטיית התקן הבינ-חודשית של האינפלציה, וזו התחזקה בשנת 2004. מגמה זו, שהחלה בשנת 2001, נפסקה בשנים 2002 ו-2003, וכנראה התחדשה ב-2004. כך, למשל, סטיית התקן הבינ-חודשית לשנת 2004 הייתה 4.4 אחוזים, לעומת סטיית תקן ממוצעת של 5.2 אחוזים בשנים 1999 עד 2001. גם סטיית התקן הבינ-חודשית המבוססת על המדד מנוכה העונתיות ירדה בשנת 2004 ל-1.6 אחוזים, לעומת ממוצע של 3.3 אחוזים בשנים 1999 עד 2001.

בסיכום – הנתונים לשנת 2004 מחזקים את ההערכה כי יציבות המחירים הולכת ומתבססת במשק הישראלי. עם זאת ניסיון השנים 2002 ו-2003 מחדד את ההכרה שתנאי הכרחי להתמדתה הוא דבקות ביעדים של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית.

לוח 2

האינפלציה וסטיית התקן של האינפלציה ושל קצב הפיחות, 1986 עד 2004

סטיית התקן					השנה
קצב האינפלציה ¹	בינ-חודשית ²	בינ-חודשית על בסיס מדד מנוכה עונתיות ³	בין רכיבי המדד ⁴	בינ-חודשית של הפיחות ⁵	
19.6	15.9	13.8	2.7	5.4	1986
16.1	7.6	3.8	2.2	29.8	1987
16.4	10.9	6.1	2.8	13.7	1988
20.7	17.2	15.5	2.4	95.2	1989
17.6	8.4	5.0	1.7	18.8	1990
18.0	11.9	11.2	2.1	50.2	1991
9.4	7.8	6.7	2.7	27.7	1992
11.2	5.8	5.5	1.6	16.1	1993
14.5	4.8	3.0	1.9	6.1	1994
8.1	5.6	4.3	2.0	16.7	1995
10.6	5.7	5.1	1.9	17.2	1996
7.0	6.7	7.4	1.9	12.4	1997
8.6	12.3	9.3	2.2	51.9	1998
1.3	5.0	3.4	1.7	15.4	1999
0.0	5.6	3.7	1.8	16.1	2000
1.4	4.9	2.7	1.5	11.7	2001
6.5	8.5	7.3	2.0	35.9	2002
-1.9	4.0	5.7	1.9	22.7	2003
1.2	4.4	1.6	1.9	12.3	2004
18.1	12.0	9.2	2.3	35.5	1991-1986
9.9	7.0	5.9	2.0	21.2	1998-1992
1.4	5.4	4.1	1.8	19.0	2004-1999

1 ממוצע חודשי במונחים שנתיים.

2 סטיית התקן של קצב השינוי החודשי במחירים.

3 סטיית התקן של קצב השינוי החודשי של המדד מנוכה עונתיות (בשיטת X_{12}).

4 ממוצע חודשי של סטיית התקן של קצב השינוי החודשי של רכיבי המדד (חלוקה לפי 10 קבוצות הצריכה הראשיות).

5 סטיית התקן של קצב השינוי החודשי בשער החליפין ביחס לדולר. המקור: נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דין וחשבון 2004

לוח א'-1

אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה, המדיניות המוניטרית ושוקי הכספים וההון, 1998 עד 2004

2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
א. האינפלציה¹ (אחוזים)						
1-3	1-3	2-3	2.5-3.5	3-4	4.0	7-10
1.2	-1.9	6.5	1.4	0.0	1.3	8.6
1.5	2.0	3.3	1.9	2.5	5.2	6.2
ב. שיעורי התשואה (אחוזים)						
4.4	7.8	7.3	7.1	9.8	13.0	12.6
6.7	7.0	9.0	6.9	8.6	11.1	11.3
7.8	9.0	10.5	7.1			
3.8	4.9	4.7	4.8	5.9	5.5	5.1
4.2	4.8	5.1	4.9	5.4	5.1	4.9
4.6	5.8	4.1	4.6			
ג. שיעור הפיחות						
1.8	-0.5	14.2	3.7	-6.3	-2.5	20.6
-1.2	-6.4	9.8	4.8	-2.7	0.4	18.2
7.9	12.7	25.5	4.2	-13.7	-13.3	25.9
ד. מחירי הנכסים						
17.8	44.4	-8.6	-15.4	6.9	59.4	3.6
-0.2	-5.1	4.4	-2.2	-8.2	0.7	7.6
ה. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי)⁴						
18.2	7.7	4.9	15.4	7.5	14.3	11.7
1.3	-2.5	9.8	8.9	10.2	11.9	19.3
ו. תיק הנכסים הכספיים של הציבור						
10.7	12.2	1.8	7.3	7.5	25.4	13.6
31.3	31.6	31.2	31.3	28.3	24.6	24.9
30.5	33.4	36.7	34.3	35.9	38.4	46.1
13.3	13.7	16.1	12.9	11.3	11.0	11.0
24.9	21.2	15.5	21.4	24.5	26.0	18.1
ז. הגירעון התקציבי בפועל (אחוזי תמ"ג)						
3.3	5.4	3.5	3.5	0.5	2.8	2.8
3.9	5.6	3.8	4.4	0.7	3.1	3.2
ח. נתוני רקע נוספים						
0.3	0.1	-1.5	-1.8	-1.4	-1.7	-1.3
10.4	10.7	10.3	9.3	8.8	9.0	8.6
4.3	1.3	-0.7	-0.9	7.4	2.6	3.3

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.

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 הממוצע השנתי מול הממוצע של השנה הקודמת.

המקור: המחלקה המוניטרית ועיבודי בנק ישראל.

2. ההתפתחויות בשוק ההון

א. ההתפתחויות העיקריות בשוק ההון

ב-2004 המשיך שוק ההון לצמוח, כתוצאה מההתאוששות הכלכלית, השמירה על יציבות המחירים והמשך השינויים המבניים התומכים בפיתוחו של התיווך הפיננסי החוץ-בנקאי. שנת 2004 הייתה שנת שיא במחזורי המסחר בשוק ניירות הערך, רמתן הממוצעת של התשואות לפדיון על האג"ח הממשלתיות ועל האג"ח הקונצרניות הייתה נמוכה מאשר ב-2003, ושערי המניות המשיכו לעלות, לאחר עלייה חדה ב-2003. התפתחויות אלו הוזילו את המימון לחברות והתבטאו בשוק הראשוני בגידול של גיוס ההון על ידי חברות וספקי מוצרים מובנים. ב-2004 פעלו השחקנים בשוק ההון על פי כללים מבניים חדשים, שנכנסו לתוקף במסגרת רפורמת המס, לפי המלצות ועדת רבינוביץ' והרפורמה בפנסיה, ובמרכזם השלמת ההשוואה של המיסוי על רווחים מעסקאות פיננסיות שונות, לרבות הקדמה של השוואת המס על השקעות בחו"ל להשקעות בארץ מ-2007 לתחילת 2005 והפסקת הנפקתן של אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה¹¹. שינויים אלו והשינויים שכבר יושמו ברפורמות במס ובפנסיה, בשילוב עם הקשחת מדיניות הבנקים במתן אשראי, פעלו לפיזור ההשקעות של הציבור והגופים המוסדיים ותרמו להמשך המגמה של הסטת מקורות מהבנקים לשוק ההון ולהתרחבותו של התיווך הפיננסי החוץ-בנקאי. ראוי לציין, שהתאמת התיקים בעקבות השינויים בכללי ההשקעה התנהלה באופן רגוע, ונשמרה היציבות בשוקי ניירות הערך והמט"ח ובמחירים. התשואה הממוצעת על אג"ח צמודות ("גליל") ל-10 שנים ירדה מ-4.8 אחוזים ב-2003 ל-4.2 אחוזים ב-2004, וזו של האג"ח הלא-צמודות ("שחר") לאותו טווח ירדה מ-8.8 אחוזים ל-7.6 אחוזים, בהתאמה. התשואות לפדיון, לטווחים הארוכים והבינוניים, עלו במהלך חמשת החודשים הראשונים של השנה הנסקרת, ובהמשך הן ירדו, כך שבסופה דמתה רמתן לרמה של תחילת השנה. זאת בניגוד להתפתחות בשנת 2003, שבה התאפיינו התשואות במגמת ירידה מתמדת מרמה גבוהה ובסטיית תקן גדולה יותר. מדד המניות הכללי בבורסה של תל אביב עלה ב-2004 בכ-18 אחוזים, בהמשך לעלייה של כ-55 אחוזים ב-2003, ומחירי האג"ח הקונצרניות עלו ב-2004 ב-5.4 אחוזים, לעומת 13.3 אחוזים ב-2003. שנת 2004 הייתה שנת שיא במחזורי המסחר במניות ובאג"ח¹². במניות הסתכם המחזור היומי הממוצע בכ-660 מיליוני שקלים, עלייה של כ-80 אחוזים לעומת 2003, ובאג"ח – בכ-890 מיליוני שקלים, עלייה של כ-27 אחוזים לעומת 2003. בשוק הראשוני גדל גיוס ההון על ידי חברות וספקי מוצרים מובנים פי שניים וחצי לעומת 2003 – בין היתר, כתוצאה מצמצום הנפקות האג"ח של הממשלה (כפי שיפורט בסעיף ב' להלן) והסטת כספים של המשקיעים המוסדיים לשוק האג"ח הסחירות והלא-סחירות. מחצית מהגיוס השנה נבעה מהנפקות למימון פעילות המגזר העסקי, ומחציתו האחרת – מהנפקות של מכשירים מובנים, שרכישתם התרחבה השנה, והם לא שימשו למימון פעילות המגזר העסקי אלא להשקעה חוזרת בשוקי ההון. (פירוט על שוקי ניירות הערך ראו בפרק ד').

11 ב-2004 ובתחילת 2005 נכנסו לתוקף כללי המיסוי על השקעות פיננסיות, שביטלו למעשה את האפליה לטובה של חסכוניות בבנקים לעומת אג"ח ממשלתיות צמודות למדד, של רווחים מאג"ח ממשלתיות לא-צמודות ("שחר", "גילון" ומק"ם) לעומת רווחים מאג"ח קונצרניות ושל רווחים מניירות ערך ישראלים לעומת רווחים מניירות ערך זרים.

12 המשקיעים הזרים רכשו מניות בסוף 2004, והרכישות תמכו בעליית מחירי המניות שאפיינה את סוף 2004. (לפירוט על פעילותם של המשקיעים הזרים בשוק המניות ראו הסקירה השנתית של מחלקת פעילות המשק במט"ח, בדוח זה.)

גורמי הרקע שתמכו בהתפתחויות בשוקי ניירות הערך ב־2004 היו יציבות המחירים, ההתאוששות הכלכלית בישראל, שהחלה במחצית השנייה של 2003 והתבטאה בעלייה של רווחי החברות, הצמיחה בחו"ל, מדיניות פיסקלית ומדיניות מוניטרית מתואמות, החותרות להשגת יעדיהן, רפורמות מבניות (שיפורטו בסעיף ג להלן), המגדילות את הביקוש והתחרות על המקורות, שיפור בסיכון המדינה של ישראל, שיעורי ריבית נמוכים בחו"ל ועליית מחירים של מניות בארה"ב ובאירופה. (פירוט על הסביבה המקורית הכלכלית שהשפיעה על התפתחויות בשוק ההון ראו בפרק ב').

בסביבה הכלכלית של יציבות מחירים, תשואות נמוכות ואמינות גבוהה של המדיניות המוניטרית, פנו המשקיעים למניות ולנכסים שקליים לא־צמודים. החזקות הציבור במניות הוסיפו ועלו ב־2004, ושיעורן בתיק הנכסים של הציבור הגיע בסוף השנה לכ־23 אחוזים, משקל הנכסים הלא־צמודים המשיך לגדול עד לשיעור של כ־42 אחוזים מתיק הנכסים ללא מניות, לעומת 21 ו־40 אחוזים ב־2003, בהתאמה. הרפורמות בפנסיה ובמס התבטאו בעיקר בהחלפת הפיקדונות הבנקאיים ואיגרות החוב הממשלתיות המיועדות באיגרות חוב סחירות ובמק"ם, דבר שהגדיל את סחירות תיק הנכסים של הציבור. שיעור הנכסים הסחירים בתיק עלה מכ־43 אחוזים בסוף 2003 לכ־48 אחוזים בסוף 2004. שיעורי ההחזקה של המשקיעים הזרים בשוק האג"ח הממשלתיים הצמודות ושל הזרים שאינם בעלי עניין בשוק המניות, שאמנם עלו מעט בסוף 2004 לעומת סוף 2003, נשארו ברמה זעירה. החזקות המשקיעים הזרים בשוק האג"ח הממשלתיים הצמודות היוו בסוף 2004 0.3 אחוז ובשוק ה"שחר" 1.2 אחוזים. החזקות הזרים שאינם בעלי עניין היוו 4.2 אחוזים משוק המניות. השוואת תנאי המס של השקעות בחו"ל לאלו של השקעות בארץ, מתחילת 2005, תפעל עקרונית להסטת מקורות מתיק הנכסים אל השקעות בחו"ל. ואולם, מפני נטייתם של משקיעים להעדיף נכסים מקומיים ("יתרון הביתיות"), חוסנו הנוכחי של השקל והערכות בדבר עליות של הריבית בארה"ב בעתיד, צפוי כי תהליך ההסטה יהיה הדרגתי. (פירוט על תיק הנכסים של הציבור ראו בפרק ג').

חלקם של חסכונות הציבור באמצעות המשקיעים המוסדיים בתיק הנכסים של הציבור היה בסוף 2004 כ־37 אחוזים, בדומה לחלקם ב־2003 וגבוה מאשר בשנתיים הקודמות. יתרת הנכסים המוחזקים בידי המוסדיים עלתה והסתכמה בסוף 2004 ב־558 מיליארדי ש"ח, לעומת 509 מיליארדים בסוף 2003. עיקר הצבירה התרכזה בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה באג"ח פרטיות ובאג"ח מדינה, שלא כמו בשנת 2003, שבה הצבירה התמקדה בקרנות השקליות; בקופות הגמל נרשמה לראשונה מזה עשור, צבירה חיובית – בין היתר על רקע יתרון המס שמקנים חסכונות אשר נצברו בקופות לפני הרפורמה. צבירה חיובית נרשמה גם בקרנות הפנסיה החדשות ובקרנות ההשתלמות. השנה פעלו הגופים המוסדיים על פי כללים מבניים חדשים, שיושמו במסגרת הרפורמות בפנסיה ובמס והשפיעו גם על פיזור ההשקעות של גופים אלו. בלטה הגדלת החזקות באג"ח קונצרניות ובמניות – על חשבון משקלות האג"ח הממשלתיים והפיקדונות בבנקים, שירדו – מתוך כוונה לשפר את תשואות ההחזקה על רקע שיעורי הריבית הנמוכים ב־2004. העלייה בשיעור ההחזקות של אג"ח קונצרניות על ידי המוסדיים בארבע השנים האחרונות ממחישה את התרומה של הרפורמות במס ובפנסיה לחיזוקו של התיווך החוץ־בנקאי: משקל האג"ח הקונצרניות בתיק הנכסים של קופות הגמל עלה מ־11 אחוזים ב־2000 לכ־18 אחוזים ב־2004, ובקרנות הפנסיה החדשות עלה משקלן מכ־3 אחוזים בלבד ב־2000 לכ־11 אחוזים ב־2004. משקל האג"ח הקונצרניות עלה גם בתיק של חברות הביטוח בתכניות ה"משתתפות ברווחים" – מ־4 אחוזים ב־2000 ל־16 אחוזים ב־2004. מלבד זאת, ההכרה של החוסכים, זה מספר שנים, בעדיפות התשואות של קופות הגמל הפרטיות על אלו של הקופות המנוהלות על ידי הבנקים התבטאה השנה בהאצה של המעבר

מקופות הגמל וקרנות ההשתלמות של הבנקים לגופים הפרטיים. תהליך זה נמשך גם בשוק קרנות הנאמנות. כן הוגשו לממשלה ב-2004 המלצות דוח צוות בכר, ובמרכזן ההמלצה להפריד את הבעלות והניהול של קופות הגמל, קרנות הנאמנות וחברות החיתום מהבנקים. (לתיאור מפורט בנושא המשקיעים המוסדיים ראו פרק ה').

ב. המגמות העיקריות בגיוס ההון של הממשלה

הגירעון התקציבי של הממשלה ירד מ-5.6 אחוזי תוצר ב-2003 ל-3.9 אחוזים ב-2004, מעט פחות מהיעד של 4 אחוזים. ירידת הגירעון ב-2004 הקטינה משמעותית את צורכי גיוס ההון של הממשלה: הגיוס נטו בשוק המקומי ירד מכ-22 מיליארדי שקלים ב-2003 לכ-12 מיליארדים ב-2004, והגיוס נטו בחו"ל עלה מכ-6.7 מיליארדי שקלים לכ-7.8 מיליארדים בהתאמה. ההפרטה ב-2004 הסתכמה בכמיליארד שקלים, מתחת למתוכנן (כ-2.6 מיליארדים), בדומה ל-2003, שבה הסתכמה ההפרטה ב-0.3 מיליארד בלבד. תת-הביצוע בהפרטה נבע מדחיית מכירתו של "בנק דיסקונט", שיצאה לפועל בתחילת 2005, ושל "בנק לאומי", שתצא לפועל כנראה במהלך 2005. הממשלה ניצלה את התשואות הנמוכות בארץ ובחו"ל בתחילת השנה כדי להאיץ, בשליש הראשון שלה, את היקף הגיוס בארץ ובחו"ל, ובכך להשלים חלק גדול מהמכסה השנתית המתוכננת, על חשבון הגיוס בהמשך השנה, שהואט.

השילוב של ירידת הגירעון התקציבי וצורכי מימון וגידול מהיר יחסית של התוצר הנומינלי מנע את המשך העלייה של משקל החוב הממשלתי בתוצר. בסוף השנה התייצב החוב בשיעור גבוה, של 102 אחוזים, נמוך מעט משיעורו ב-2003, לאחר עלייה רצופה מכ-88 אחוזים ב-2000. רמתו הנוכחית של החוב דומה לזו ששררה ב-1996 וגבוהה משמעותית מאשר במדינות המפותחות ובמדינות האיחוד האירופי. בנטל תשלומי הריבית, שהם חלק קשיח בהוצאות הממשלה, לא חל השנה שיפור משמעותי, ושיעורו נשאר בין הגבוהים בקרב כל המדינות המפותחות – מעל 5 אחוזי תוצר. גודלו של רכיב זה בתקציב מקטין את גמישות המדיניות הפיסקלית לפעול לייצוב תנודות בפעילות הכלכלית.

הרכב הגיוס המקומי הסחיר השנה תאם את האסטרטגיה ארוכת הטווח של הממשלה, המכוונת להמשך פיתוחו של שוק ההון בישראל באמצעות הנפקה של סדרות ה"סמן" בלבד. מספרן של הסדרות המונפקות המשיך לקטון והגיע ב-2004 ל-69, לעומת 81 ב-2003 ו-185 ב-1996, הטווח-לפדיון הממוצע בהנפקות הוארך מכ-8.3 שנים ב-2003 לכ-9.2 שנים ב-2004, משקלן הממוצע של האג"ח הלא-צמודות "שחר" עלה מכ-41 אחוזים מסך הגיוס המקומי ב-2003 לכ-42.5 אחוזים ב-2004, ומשקלן של האג"ח הצמודות למדד "גליל" ירד משיעור של כ-40 אחוזים ב-2003 לכ-31 אחוזים ב-2004. השנה נפדו שתי סדרות של אג"ח ממשלתיות צמודות לדולר, "גלובע", בשווי של כ-5.4 מיליארדי שקלים, והממשלה חדלה להנפיק אג"ח צמודות לדולר כבר בשנת 2000. כתחליף ל"גלובע" הנפיק המגזר הפרטי בשנתיים האחרונות תעודות פיקדון דולריות, המקנות הצמדה לדולר ונסחרות בבורסה. כן הונפקו בבורסה תעודות פיקדון "גלילה", המקנות הצמדה למדד ומשמשות תחליף ל"גליל" של הממשלה.

מדיניות הממשלה בהרכב הגיוס המקומי האמור תרמה להקטנת חשיפתו של החוב הממשלתי לסיכונים הנובעים משינויים באינפלציה ובשערי החליפין¹³. לעומת זאת השימוש של הממשלה בגיוס באמצעות אג"ח בריבית משתנה ("גילון"), הנחשבות לנכס בעל טווח אפקטיבי של שלושה חודשים בלבד, התרחב השנה והגיע להיקף גבוה – מעל

13 עם זאת עלה החוב החיצוני הנקוב במט"ח, עלייה שקוזה רק חלקית על ידי הירידה בחוב המקומי הצמוד למט"ח.

רבע מסך הגיוס השנתי של הממשלה, לעומת כ־19 אחוזים ב־2003. כך גדלה חשיפתו של החוב הממשלתי לשינויים בריבית הקצרה, לשלושה חודשים, במיוחד לנוכח התחזיות שריבית זו צפויה לשוב ולעלות בקרוב. חשוב שהממשלה תימנע לחלוטין מהנפקת אג"ח קצרות טווח כגון ה"גילון", היוצרת הצמדה של חלק מהחוב לשינויי הריבית ונוגדת את האסטרטגיה הכללית של הפסקת ההצמדה והארכת החוב. צעד זה יתישב עם מדיניותה, בשנים האחרונות, להפסיק את ההנפקות של אג"ח צמודות למדד וצמודות לדולר הנושאות ריבית משתנה, וזאת בהתאם למקובל במרבית המדינות המפותחות.

במסגרת פעילותה לשכלול שוק האג"ח הלא־צמודות "שחר" מתכוונת הממשלה להשיק יחד עם הבורסה חוזה עתידי על "שחר", שייסחר בבורסה¹⁴. ואולם השקת החוזה מתעכבת בשל מחלוקת על אופן סליקתו: האוצר תומך בסליקה פיזית, והבורסה – בסליקה כספית. במודל של הסליקה הפיזית נדרש המוכר למסור לקונה, ביום הפקיעה של החוזה, אג"ח "שחר" מבין מספר סדרות "שחר" שהוגדרו מראש כניתנות למסירה, ואילו במודל של הסליקה הכספית המוכר יקבל מהקונה (או ישלם לו) ביום הפקיעה סכום כספי השווה להפרש שבין מחיר האג"ח שנקבע בחוזה לבין מחיר השוק של האג"ח ביום הפקיעה¹⁵. המצדדים בסליקה הפיזית מדגישים בעיקר שסליקה זו מגבילה את המינוף שניתן ליצור בשוק העתידי של ה"שחר", ולפיכך פועלת לצמצום של הסיכון הגלום בפעילות ספקולטיבית ושל תנודות מחיר חדות בשוק ה"שחר" עצמו¹⁶. לעומת זאת, המצדדים בסליקה הכספית, שהיא חדשה יחסית, מדגישים כי יתרונותיה העיקריים הם: (א) העדר פוטנציאל למניפולציות מסוג cornering, המאפיין את הסליקה הפיזית ועשוי להיות אף חמור מהסיכון לפעילות ספקולטיבית בסליקה הכספית¹⁷; (ב) יעילות המודל שבאמצעותו קונה החוזה משיג את מטרתו תוך חיסכון בעלויות. לקביעת מאפייניו הספציפיים של החוזה, ובכלל זה מודל הסליקה, יש חשיבות רבה להצלחת החוזה עצמו ולתרומתו לשכלול שוק ה"שחר". בחינת ההבדלים בין שני סוגי הסליקה, הערכת השלכותיהם על שוק ה"שחר" והניסיון הבינלאומי הניעו את בנק ישראל לצדד ביישום מודל הסליקה הכספית לחוזה ה"שחר".

ג. השינויים המבניים העיקריים במערכת הפיננסית

ב־2004 הגיש "צוות בכר" לממשלה את המלצותיה לרפורמה בשוק ההון. הוועדה

14 התרומה של החוזים העתידיים למסחר בנכס הבסיס ידועה: נכסים נגזרים בכלל וחוזים עתידיים בפרט מאפשרים למשקיע לפזר סיכונים פיננסיים, וכך להגדיל את הגמישות בפיזור תיק ההשקעות, להעמיק את הנזילות של נכס הבסיס, ולצמצם את התנודתיות במחירו.

15 בשני המודלים השימוש הוא באג"ח "שחר" היפותטית. במודל הפיזי קיימות מספר איגרות חוב הניתנות למסירה, ומוכר החוזה רשאי לבחור אחת מהן. מאחר שלאגרות החוב תנאים שונים, וכתוצאה מכך גם מחירים שונים, האג"ח ההיפותטית משמשת לחישוב "מקדם ההמרה" שבאמצעותו ניתן להביא את כל איגרות החוב למכנה משותף. במודל הכספי האג"ח ההיפותטית היא נכס הבסיס, וההתחשבות הכספית בין המוכר לקונה של החוזה ביום הפקיעה תהיה על פי השער הקובע של נכס הבסיס בפקיעה. שער זה יחושב על פי התשואה של "סל" "שחר" שיוגדר מראש.

16 באופן שיבטיח כי השוק העתידי לא יהיה דומיננטי יותר מהשוק של נכס הבסיס ולא יתחרה בו.

17 באסטרטגיה של ה־cornering, שחקן ירכוש כמות גדולה של החוזה וידרוש מסירת נכס הבסיס ביום הפקיעה. התנהגות זו בשוק העתידי מעלה באופן מלאכותי את הביקוש לנכס הבסיס ואת מחירו. ההשלכות של פעולה זו מחריפות כאשר אותו שחקן, נוסף על החזקותיו הגדולות בחוזה, מחזיק גם בכמות גדולה של נכס הבסיס וכך מגביל את ההיצע בשוק של נכס זה. במצב זה עורף הביקוש של המבקשים לרכוש את נכס הבסיס גדל, והשחקן מרוויח לא רק מעליית מחיר החוזה העתידי אלא גם מעלייה של מחיר נכס הבסיס.

המליצה על הפרדת החסכונות לטווח ארוך מהבנקים, במטרה להפחית את הריכוזיות ואת ניגוד העניינים הכרוך בניהול החסכונות על ידי הבנקים ולהגדיל את התחרותיות בשוק ההון. "רפורמת בכר" מתווספת למכלול הרפורמות הנוגעות לפעילותם של המשקיעים המוסדיים, שהוחלט עליהן בשנים האחרונות, וחלקן עדיין בהליכי יישום. (פירוט על עיקרי המלצות "ועדת בכר" והשלכותיהן על השווקים ועל השינויים המבניים האחרים הקשורים למשקיעים המוסדיים ראו בפרק ה'). בסוף השנה אישרה הכנסת תיקון לחוק מילווה מדינה. על פי התיקון, הממשלה רשאית למנות עושי שוק לאג"ח שלה ולהתקשר עמם בהסכמים, שבהם ייקבעו חובותיהם וחובותיהם. נקבעו החובה לרכוש כמות מזערית במכרזי האג"ח של הממשלה והחובה לצטט את מחירי הקנייה והמכירה במערכת מסחר ייחודית לעושי השוק. אשר לזכויות – לעושי השוק הותר להשתתף במכרזי האג"ח של הממשלה, לקבל אופציה לרכישת כמות נוספת של אג"ח מהממשלה, לשאול אג"ח מהממשלה ולסחור במערכת המסחר הייחודית להם. שילובם של עושי שוק החייבים לצטט מחירים באופן שוטף בשוק האג"ח הממשלתיים צפוי להוסיף ולהעמיק את הסחירות של אג"ח ממשלתיים בשוק המשני ולהפחית את הסיכון הכרוך במכירתם. נוסף על כך, אם חלק מעושי השוק שימונו יהיו גופים פיננסיים זרים, עשוי בסיס המשקיעים להתרחב. התפתחויות אלה יפעלו להפחתת עלות הגיוס של הממשלה. הצטרפות גופים זרים גדולים למעגל השחקנים בשוק המשני עשויה לשפר גם את ביצועי השוק הראשוני על ידי הגדלת התחרות בו. ואולם, כוונת הממשלה להגביל את האפשרות, שכעת נהנים ממנה כל הגופים הפיננסיים, להגיש ישירות בקשות במכרזים כדי להקנות לעושי השוק הפועלים בעיקר בשוק המשני גישה בלעדית למכרזים, יש בה כדי להפחית את היתרונות הגלומים ברפורמה. התחרות לא תגדל במידה שהייתה מתאפשרת אילו נשמרה זכותם של כל הגופים הפיננסיים לקנות באופן חופשי במכרזי הממשלה ואף עלולה לקטון, והממשלה לא תמצה את מלוא הפוטנציאל של הוזלת גיוס ההון. יתר על כן, כוונת הממשלה להקים מאגר השאלות ייחודי בניהול הבורסה נוגד את המגמה של פיתוח שוק השאלות על ידי המגזר הפרטי. זאת ועוד, על פי התיקון שאושר, הממשלה ולא בנק ישראל תנהל את כל ענייני המילווה. כך תידרש הממשלה להקים מערך שלם של ניהול מילווה המדינה, נוסף לזה הקיים בבנק ישראל ופועל בתיאום מלא עם הממשלה זה שנים. משרד האוצר והרשות לניירות ערך שוקדים לאחרונה על פיתוח שוק ההון באמצעות הסדרה בחוק ובתקנות, שתאפשר להרחיב את מעגל המשקיעים ולהגדיל את מבחר המוצרים; זאת גם על ידי חיזוק התשתית להקמת קרנות נדל"ן והסרת חסמים, שתקל על הנפקה של אג"ח מגובות בנכסים וניירות ערך מסחריים. בנק ישראל המשיך גם השנה במדיניותו לפיתוח שוק הכספים ולהרחבת ההישענות על כלי שוק בניהול המדיניות המוניטרית. המעבר ההדרגתי מפיקדונות מוניטריים למק"ם נמשך, ובמאסר החל שימוש בעסקות ריפו, בכמות מוגבלת, לניסיון. תהליכים אלו הוסיפו והגדילו את מחזורי המסחר במק"ם והעצימו את גמישותו של בנק ישראל בניהול השוטף של מדיניות הריבית. פיתוח שוק הכספים צפוי להימשך בשנים הקרובות – עם אישור הצעת חוק ריפו שיזם בנק ישראל, השלמת המעבר לניהול המדיניות המוניטרית באמצעות הלוואות וכינון מערכת הסולקת תשלומים בזמן אמת (RTGS)¹⁸.

18 עסקות ריפו מהוות תשתית פיננסית חיונית להמשך שכלולו של שוק האג"ח ולפעילותם היעילה של עושי השוק. על חשיבות שוק הריפו בכלל ועל עסקות הריפו של בנק ישראל בפרט ראו תיבה 1 בדוח אינפלציה למחצית הראשונה של 2004 ופרק ד' בדוח זה.