



השלכות גיוס 200 מיליארד ש"ח
באגרות חוב על-ידי משרד האוצר

קרן הראל הררי

מ"ד בסיוון תשס"ט
8 ביוני 2009

השלכות גיוס 200 מיליארד ש"ח באגרות חוב על-ידי משרד האוצר

ט"ז בסיוון תשס"ט
8 ביוני 2009

מאת: קרן הראל הררי

השלכות גיוס 200 מיליארד שקלים באגרות חוב על-ידי משרד האוצר (תקציר)

ממשלת ישראל מתכוונת לגייס 200 מיליארד ש"ח בשנה זו ובשנת 2010 (100 מיליארד כל שנה) באמצעות הנפקת אג"ח ממשלתיות. מתוך זה, 140 מיליארד ש"ח בשוק המקומי ו-60 מיליארד ש"ח בחו"ל. חלק מהסכומים מיעודים להחליף חובות משנות 2002-2003 שזמן פדיונם הגיע, אולם 80 מיליארד ש"ח מהווים חוב חדש.

היתרונות לגיוס זה כוללים חזרה של ישראל לשווקים בינלאומיים, בהם לא גויס כסף בשנים האחרונות; בעקבות כך, האפשרות ששווקים אלה יתמחרו את עלות גיוס ההון בישראל; והסכומים הנדרשים להחליף את החוב הקיים יגויסו.

הסיכונים והחסרונות כוללים העובדה שהחובות בעצם ימוחזרו במקום שיסולקו; הוספת החוב החדש משמעותה שעל כל אזרח ישראלי יוטל חוב נוסף של כ-28,500 ש"ח; היחס בין החוב לתל"ג בישראל יורע – כעת הוא עומד על 78%, אחד מהגבוהים בעולם המפותח; העלתו עלול לסכן את הצטרפות ישראל למדינות האיחוד האירופי, אשר מחויבות על פי אמנת מאסטריכט לחוב שלא עולה על 60% גיוס ההון הזה עלול לדחוק את רגליהם של עסקים פרטיים הזקוקים להון באותם השווקים (140 מיליארד ש"ח יגויס בשוק המקומי); מציאות זו עלולה להעלות את מחיר ההון (ריביות גבוהות יותר) ולגרום לפשיטות רגל במשק הישראלי; כן, עולות שאלות בקשר להגדלת הממשלה על חשבון המשק הפרטי והצורך במסים גבוהים עתידיים; כל אלה עלולים להעיב על האפשרות לצמיחה עתידית.

ייתכן ומשרד האוצר ערך מחקרים לפני שהוחלט לגייס סכומים גדולים אלה, ומחקרים מוכיחים את יעילות הצעד. אנו מניחים שיש לבחון מחקרים אלה או לפחות לחקור את השאלות הבאות לפני אישור הצעד: מה תהיינה ההשלכות של הנפקת אג"ח בסכום 200 מיליארד ש"ח על שוק ההון המקומי, איך ישתנה יחס החוב-תל"ג, איך זה ישפיע על דירוג האשראי של ישראל ועל ניסיונה להצטרף לשווקים בינלאומיים, ומה קרה בעבר אם וכאשר מדינות אחרות ניסו לגייס סכומים דומים בהיקפם, במיוחד בזמן משבר.

השלכות גיוס 200 מיליארד ש"ח באגרות חוב על-ידי משרד האוצר

מאת: קרן הראל הררי

רקע:

- **בשנים 2009-2010 הגיוס הממשלתי בשוק איגרות החוב צפוי להיות הגדול ביותר אי פעם:** 200 מיליארד שקל, כ-100 מיליארד בכל שנה. מתחילת 2009 השלימה המדינה גיוס של כ-40 מיליארד שקל, והיא מתכוונת לגייס עוד כ-160 מיליארד שקל עד סוף 2010. בשנים האחרונות היה היקף הגיוס של הממשלה 40-60 מיליארד שקל בשנה, כך שבשנתיים הקרובות למעשה יוכפל היקף הגיוס הממשלתי.
- **מדובר בגיוס נטו של כ-80 מיליארד שקל:** מתוך 200 מיליארד השקלים כ-120 מיליארד שקל מיועדים למימון חובות עבר, וכ-80 מיליארד שקל הם גיוס של חוב חדש. מדובר בעודף הגיוס הגדול ביותר מאז שנות המשבר 2002-2003. הפעם הקודמת שבה הגיעה ישראל לשיא של גיוס חוב נטו של 40 מיליארד שקל בשנה (הגדלת החוב נטו מעבר לפרעונות של חובות עבר) כמעט הסתיימה במשבר פיננסי בשנת 2002.
- **הגידול בהיקף הגיוס נעוץ עוד משנות המשבר 2002-2003.** בשל המצב הכלכלי הקשה ששרר אז, נקלעה הממשלה לגירעונות גדולים ונאלצה להגדיל מאוד את גיוסיה. חלק גדול מהגיוסים היו בסדרות של אג"ח לתקופה של חמש או שש שנים, שפוקעות עתה. לכן הממשלה נאלצת להגדיל את הגיוסים שלה באופן דרסטי לשם פירעון חובות ישנים, זאת לפני שהתחילה לממן את הגירעון הממשלתי החדש.
- **מצב דומה יוצר בעוד מספר שנים** - כאשר דור ההמשך יאלץ לפרוע את החובות שהממשלה לוקחת היום, וחובות חדשים שהממשלה תיקח על מנת לשלם את הגרעונות העתידיים. התנהגות זו של הממשלה הינה עקבית וכך נהגה החל משנת 2000 ועד היום (למעט השנים 2006 ו-2007). היקף הגיוס הכולל בשנת 2000 עמד על 36 מיליארד ש"ח כאשר ב-2008 היקף הגיוס כמעט והוכפל, בהגיעו ל-61 מיליארד ש"ח.
- **השלכות מהנפקת האג"ח המתכוננת לשנתיים הקרובות הינם רבות, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך:**
- עליית תשואות: הנפקת האג"ח יכולה להשפיע על תפקוד השוק, ולגרום לתנודתיות בתשואות האג"ח. קיים חשש כי יגבר הלחץ על שוק האג"ח ותהיינה עליות תשואות בשוק.
- ריביות גבוהות: שוקי ההון הבינלאומיים נכנסו בעקבות המשבר למצב קפאון, וכל מי שמגייס כספים נאלץ לשלם ריביות גבוהות יחסית. בהנפקה שעשה משרד האוצר במרץ השנה, הוא גייס כסף בחו"ל בריבית גבוהה מזו שיכל לגייס בשקלים בישראל, דבר שיכול לזעזע את השוק.
- פגיעה באג"ח קונצרניות: הגדלה מסיבית בהיקף הנפקות האג"ח בחו"ל תתבטא בביקושים קטנים יותר ובירידות שערים באג"ח הקונצרניות.
- ריבית לטווח א: כ-30% מהגיוס יתבצע בשוקי ההון בחו"ל, הדבר יכול לגרום לעליות בשערי הריבית לטווח ארוך בארץ ולהתבטא בירידה בהשקעות במגזר הפרטי הישראלי ובירידה ביצירת מקומות עבודה בהתאם. התרחיש עלול לכלול פשיטת רגל של חברות, ועלייה בשיעורי האבטלה כפי שקרה בארה"ב בסוף שנות ה-70 ותחילת שנות ה-80.
- נטל על דור העתיד: מכיוון שהנפקת האג"ח מהווה למעשה הגדלת החוב החיצוני, ניתן להמשיל הלוואות אלו להטלת מיסים על דור העתיד. בארץ יש כ-7 מיליון תושבים, כך שאנו וילדינו נישא בנטל של כ-28,500 ש"ח כתוצאה מהנפקת אג"ח של 200 מיליארד ש"ח.
- פגיעה בתדמית כלכלת ישראל: הנפקה בהיקף כה גדול מרחיקה את הסיכוי שישראל תיכנס לרשימת מדינות האיחוד האירופי ומגדילה את הסיכוי להורדת דירוג האשראי של המדינה כפי שקרה לאחרונה בבריטניה.

- כל ההשלכות שפורטו לעיל מפורטות בצורה מורחבת במסמך המצורף.

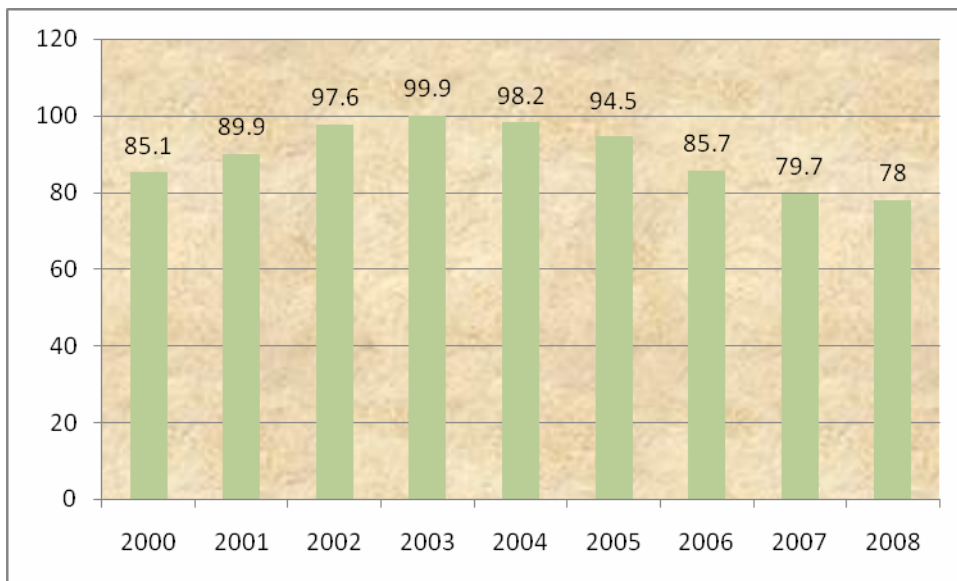
נתונים סטטיסטיים על חובות ממשלת ישראל:

גודל החוב הממשלתי בשנים 2001-2007 במיליארדי ש"ח

שנה	חוב ממשלתי
2001	447
2002	504
2003	523
2004	541
2005	553
2006	538
2007	524

מקור: משרד האוצר

חוב ציבורי כאחוז מהתוצר בשנים 2000-2008



מקור: משרד האוצר

השלכות:

השפעה מיידית

- הדיווח על הגיוס הצפוי של 200 מיליארד ש"ח בשוק האג"ח ב-2009-2010 הביא לירידות שיערים חדות בשוק האג"ח הממשלתי - לאחר הפרסום ב-19.5.09 על כוונת משרד האוצר

לגייס אג"ח נרשמו ירידות חדות בשקליות הארוכות, שנפלו ב-2.8%. צמודות המדד לטווח הארוך רשמו ירידה של 2%.

- **ישנו חשש כי גיוס רחב היקף מסוג זה ישפיע על תפקוד שוק האג"ח הישראלי שכבר עתה מתאפיין בתנודתיות.** במהלך חודש מאי, טרם הפרסום על הנפקת האג"ח, עלו התשואות באג"ח הארוכות של ממשלת ישראל בכ- 0.5% - העלייה שנרשמה היתה עלייה חדה במהלך תקופה קצרה, והיא התרחשה למרות העובדה שבנק ישראל קונה אג"ח בשוק. כלומר, עליית התשואה היא תוצאה של מכירת אג"ח על-ידי הציבור - בכך הציבור מביע את חוסר האמון שלו בהתנהלות הפיננסית של המדינה עקב המשבר התקציבי.

עליית תשואות בשוק

- במידה ויחול **גידול בגירעונות הגדולים המתוכננים בתקציב המדינה** לשנתיים הקרובות - 6% ו- 5.5% ב-2009 וב-2010, בהתאמה, יגבר הלחץ על שוק האג"ח ויש **חשש מפני עליית תשואות בשוק.**

- בכירים בשוק ההון מזהירים כי **גיוס הון בלתי אחראי בחו"ל יכול לזעזע את השוק בארץ** - אם האוצר ינפיק אג"ח בחו"ל בריבית הגבוהה מהריבית הניתנת בארץ, יגרום הדבר לחוסר יציבות בתפקוד של שוק האג"ח הישראלי, ולתנודתיות בתשואות האג"ח הממשלתי בשוק ההון המקומי, ורצוי להזהר מכך.

ביקושים קטנים והשפעה על האג"ח הקונצרני

- **האג"ח הממשלתיות צפויות "להתחרות" עם האג"ח הקונצרניות.** אג"ח ממשלתיות נחשבות למוצר יציב יותר ומסוכן פחות לעומת הקונצרניות. לכן, הצפת השוק באג"ח ממשלתיות, שהן בטוחות יותר, יפגע באג"ח הקונצרניות, ויגרום לחלק מהמשקיעים לעבור לרכישת אג"ח ממשלתי ולמכירת האג"ח הקונצרני. לדבר זה יש גם **השלכות על מצבן של קרנות הפנסיה וקופות הגמל שמושקעות בעיקר בקונצרניות.**

- **הגדלה מסיבית בהיקף הנפקות האג"ח בחו"ל תתבטא בביקושים קטנים יותר וברידות שיערים באג"ח הקונצרניות.** לכן הוחלט על-ידי האוצר כי 30% מהגיוס יתבצע בשווקים הבינלאומיים. הגיוס בחו"ל הוא דולרי, כאשר ההוצאות של הממשלה הן שקליות. לצורך מימון הוצאות יצטרכו להמיר את הדולרים (או לפחות את חלקם) לשקלים, דבר שיכול לגרום להצפת דולרים בשוק המט"ח תוך יצירת תיסוף של השקל, כאשר המדיניות הרצויה היא דווקא תמיכה בפחות השקל כדי לסייע לייצוא ולהמשך הצמיחה.

ריביות גבוהות

- בשנים האחרונות ישראל גייסה רק בארץ ולא הנפיקה כלל בשווקים הבינלאומיים, תחילה בשל הרצון להקטין את החשיפה למטבע חוץ ולאחר מכן בשל משבר הסאב-פריים. חידוש ההנפקות הישראליות בחו"ל, אחרי שנתיים של היעדרות מוחלטת משווקים אלה, כרוך בבעיה נוספת: מצב שוק ההנפקות הנוכחי בחו"ל. **שוקי ההון הבינלאומיים נכנסו בעקבות המשבר למצב קפאון, וכל מי שמגייס כספים נאלץ לשלם ריביות גבוהות יחסית.** בהנפקה שעשה משרד האוצר במרץ השנה, הוא גייס כסף בחו"ל בריבית גבוהה מזו שיכל לגייס בשקלים בישראל.

- **גם אם רק חלק קטן יחסית מהגיוס הממשלתי יבוצע בשוקי ההון בחו"ל, הדבר יגרום לעליות בשערי הריבית לטווח ארוך בארץ.** לפי מכון Cato צופים שבגלל המשבר הכלכלי, ומצב הגירעונות הממשלתיים, ממשלות רבות בעולם ינפיקו טריליוני דולרים של אג"חים ממשלתיים חדשים במהלך השנים הקרובות. כתוצאה מזה הריביות שיוצעו ע"י הממשלות יהיו גבוהות יותר על מנת למשוך את האזרחים לחסוך במקום לצרוך, ולהשקיע את כספם באג"ח הממשלתיות

במקום באג"ח של חברות. כאשר חוסכים יותר וצורכים פחות, הביקוש למוצרים ושירותים יורד, פחות כסף מושקע במחקר ופיתוח, ובהתרחבות של עסקים חדשים, הפרודוקטיביות יורדת, וכתוצאה מכך נוצרים פחות מקומות עבודה חדשים. תרחיש זה צפוי להתרחש גם בישראל שכן כ-70% מההנפקה תעשה בשוק המקומי, בישראל.

השפעה לטווח ארוך

- **גיוס כספים באמצעות אג"ח לא יועיל למדינת ישראל בטווח הארוך:** כאשר הממשלה נשענת על אג"ח, ועל השווקים בחו"ל, היא למעשה "גוזלת" משאבים פוטנציאליים להשקעות במגזר הפרטי. מכיוון שהממשלה מהווה גורם המתחרה במגזר הפרטי על מקורות להשקעה, ברגע שהיא מנפיקה אג"ח ולווה כספים היא גורמת לעליה במחיר ההון לחברות הפרטיות, **דבר המתבטא בירידה בהשקעות במגזר הפרטי הישראלי ובירידה ביצירת מקומות עבודה בהתאם.** התרחיש עלול לכלול (במיוחד במצב הכלכלי העולמי הנוכחי) פשיטת רגל של חברות, ועלייה בשיעורי האבטלה. כך קרה בארה"ב בשנות ה-70 המאוחרות ושנות ה-80 המוקדמות, עד שעלה הנשיא רונלד רייגן לשלטון ושינה את המדיניות הכלכלית.
- **השימוש בכסף שהממשלה תקבל מהנפקת האג"ח חשוב אף הוא.** במקום להשקיע את הכסף ישירות בגורמים מחוללי צמיחה כמו בתשתיות, הממשלה רגילה להגדיל את הוצאותיה במגזר הציבורי. הניסיון של שנות ה-90 מלמד, שכאשר המדינה קיבלה סיוע לקליטת העולים, המגזר הציבורי גדל פי כמה מהתעשייתי והעסקי, והמשכורות הממשלתיות עלו בהתאם. משנת 1990 עד שנת 1997, השכר הממוצע לשכיר במגזר הציבורי עלה בכ-21%, במגזר התעשייתי בכ-10% ובמגזר העסקי – בכ-1% בלבד.
- לפי מחקר שפורסם על-ידי The Swiss Institute for Business Cycle Research – בשביל להשיג גידול בהשקעות הפרטיות, נדרשת סביבת מקרו יציבה. גם אם הממשלה היתה מקדישה את כל הכסף שהיא לוותה להשקעות, עדיין זה לא היה מביא לצמיחה אלא אם היא הייתה מקטינה במקביל את הוצאותיה ואת הממשלה הרחבה, ומגדילה את הפרודוקטיביות ואת היעילות של המגזר הציבורי.
- **מכיוון שהנפקת האג"ח מהווה למעשה הגדלת החוב החיצוני, ניתן להמשיל הלוואות אלו להטלת מיסים על ילדינו,** ועל דור העתיד, שכן הם אלו שיאלצו לשאת בנטל של החזרת חוב זה בעוד שנים רבות, כפי שאנו נאלצים היום לשלם את חובות הענק שהצטברו מלפני שנים. במיוחד לאור העובדה שהגיוסים של ממשלת ישראל מאופיינים בזמן ארוך יחסית לפדיון: כ-88% מכלל החוב החיצוני הוא חוב בעל טווח מקורי לפדיון הגבוה מ-5 שנים, ורק כ-12% בעל טווח מקורי לפדיון הנמוך מ-5 שנים.
- **הנפקה בהיקף כה גדול מרחיקה את הסיכוי שישראל תיכנס לרשימת מדינות האיחוד האירופי.** החוב הציבורי (החיצוני) הדרוש במדינות האיחוד האירופי לפי אמנת מאסטריכט עומד על 60% מהתוצר. החוב הממוצע במדינות ה-OECD עמד בשנת 2008 על 61.5 אחוזי תוצר לעומת 78 אחוזי תוצר בישראל. הגדלת החוב הציבורי על מנת לממן הוצאות ממשלה על צריכה רק תחמיר יחס מספרים אלו.
- **משקל החוב הממשלתי בישראל ביחס לתמ"ג הוא עדיין מהגבוהים בעולם המערבי והחזרי קרן ההלוואות והריביות בגין מהווים נטל כבד על תקציב המדינה ועל המשק הישראלי בכלל.** הוצאות הריבית על החוב הממשלתי הסתכמו בשנת 2006 ב-35 מיליארד ש"ח, בשנת 2007 ב-34 מיליארד ש"ח, ובשנת 2008 ב-34.5 ש"ח. במידה שהיחס בין החוב לתוצר היה 60% בשנת 2007, לממשלה היו מתפנים מקורות נוספים בסכום הנאמד בכ-9 מיליארד ש"ח בשנת 2009. הורדת החוב היתה מגבירה את יציבות המשק הישראלי למקרה של זעזועים מקומיים וחיצוניים, מפנה מקורות תקציביים להוצאות שוטפות על חשבון תשלומי הריבית ומכינה

את ישראל להתמודדות עם שינויים ארוכי טווח.

חוב ציבורי כאחוז מהתוצר השוואה בינלאומית בשנת 2008

מדינה	החוב הכולל כאחוז מהתמ"ג
רומניה	13.6
לוקסמבורג	14.7
סלובניה	22.8
פינלנד	33.4
שבדיה	38
ספרד	39.5
ממוצע מדינות ה-OECD	58
הולנד	58.2
צרפת	68
הונגריה	73
ישראל	78
יוון	97.6
איטליה	105.8

מקור: בנק ישראל, Eurostat Press Office

- ישנו חשש כי גיוס רחב היקף מסוג זה ישפיע על תפקוד שוק האג"ח הישראלי שכבר עתה מתאפיין בתנודתיות. במהלך חודש מאי, טרם הפרסום על הנפקת האג"ח, עלו התשואות באג"ח הארוכות של ממשלת ישראל בכ- 0.5% - העלייה שנרשמה היתה עלייה חדה במהלך תקופה קצרה, והיא התרחשה למרות העובדה שבנק ישראל קונה אג"ח בשוק. כלומר, עליית התשואה היא תוצאה של מכירת אג"ח על-ידי הציבור - בכך הציבור מביע את חוסר האמון שלו בהתנהלות הפיננסית של המדינה עקב המשבר התקציבי.

עליית תשואות בשוק

- במידה ויחול גידול בגירעונות הגדולים המתוכננים בתקציב המדינה לשנתיים הקרובות - 6% ו- 5.5% ב-2009 וב-2010, בהתאמה, יגבר הלחץ על שוק האג"ח ויש חשש מפני עליית תשואות בשוק.

- בכירים בשוק ההון מזהירים כי גיוס הון בלתי אחראי בחו"ל יכול לזעזע את השוק בארץ - אם האוצר ינפיק אג"ח בחו"ל בריבית הגבוהה מהריבית הניתנת בארץ, יגרום הדבר לחוסר יציבות בתפקוד של שוק האג"ח הישראלי, ולתנודתיות בתשואות האג"ח הממשלתי בשוק ההון המקומי, ורצוי להזהר מכך.

ביקושים קטנים והשפעה על האג"ח הקונצרני

- האג"ח הממשלתיות צפויות "להתחרות" עם האג"ח הקונצרניות. אג"ח ממשלתיות נחשבות למוצר יציב יותר ומסוכן פחות לעומת הקונצרניות. לכן, הצפת השוק באג"ח ממשלתיות, שהן בטוחות יותר, יפגע באג"ח הקונצרניות, ויגרום לחלק מהמשקיעים לעבור לרכישת אג"ח ממשלתי ולמכירת האג"ח הקונצרני. לדבר זה יש גם השלכות על מצבן של קרנות הפנסיה וקופות הגמל שמושקעות בעיקר בקונצרניות.

- הגדלה מסיבית בהיקף הנפקות האג"ח בחו"ל תתבטא בביקושים קטנים יותר ובירידות שיערים באג"ח הקונצרניות. לכן הוחלט על-ידי האוצר כי 30% מהגיוס יתבצע בשווקים

הבינלאומיים. הגיוס בחו"ל הוא דולרי, כאשר ההוצאות של הממשלה הן שקליות. לצורך מימון הוצאות יצטרכו להמיר את הדולרים (או לפחות את חלקם) לשקלים, דבר שיכול לגרום להצפת דולרים בשוק המט"ח תוך יצירת תיסוף של השקל, כאשר המדיניות הרצויה היא דווקא תמיכה בפיחות השקל כדי לסייע לייצוא ולהמשך הצמיחה.

ריביות גבוהות

- בשנים האחרונות ישראל גייסה רק בארץ ולא הנפיקה כלל בשווקים הבינלאומיים, תחילה בשל הרצון להקטין את החשיפה למטבע חוץ ולאחר מכן בשל משבר הסאב-פריים. חידוש ההנפקות הישראליות בחו"ל, אחרי שנתיים של היעדרות מוחלטת משווקים אלה, כרוך בבעיה נוספת: מצב שוק ההנפקות הנוכחי בחו"ל. **שוקי ההון הבינלאומיים נכנסו בעקבות המשבר למצב קפאון, וכל מי שמגייס כספים נאלץ לשלם ריביות גבוהות יחסית.** בהנפקה שעשה משרד האוצר במרץ השנה, הוא גייס כסף בחו"ל בריבית גבוהה מזו שיכל לגייס בשקלים בישראל.

- **גם אם רק חלק קטן יחסית מהגיוס הממשלתי יבוצע בשוקי ההון בחו"ל, הדבר יגרום לעליות בשערי הריבית לטווח ארוך בארץ.** לפי מכון Cato צופים שבגלל המשבר הכלכלי, ומצב הגירעונות הממשלתיים, ממשלות רבות בעולם ינפיקו טריליוני דולרים של אג"חים ממשלתיים חדשים במהלך השנים הקרובות. כתוצאה מזה הריביות שיוצעו ע"י הממשלות יהיו גבוהות יותר על מנת למשוך את האזרחים לחסוך במקום לצרוך, ולהשקיע את כספם באג"ח הממשלתיות במקום באג"ח של חברות. כאשר חוסכים יותר וצורכים פחות, הביקוש למוצרים ושירותים יורד, פחות כסף מושקע במחקר ופיתוח, ובהתרחבות של עסקים חדשים, הפרודוקטיביות יורדת, וכתוצאה מכך נוצרים פחות מקומות עבודה חדשים. תרחיש זה צפוי להתרחש גם בישראל שכן כ-70% מההנפקה תעשה בשוק המקומי, בישראל.

השפעה לטווח ארוך

- **גיוס כספים באמצעות אג"ח לא יועיל למדינת ישראל בטווח הארוך:** כאשר הממשלה נשענת על אג"ח, ועל השווקים בחו"ל, היא למעשה "גוזלת" משאבים פוטנציאליים להשקעות במגזר הפרטי. מכיוון שהממשלה מהווה גורם המתחרה במגזר הפרטי על מקורות להשקעה, ברגע שהיא מנפיקה אג"ח ולווה כספים היא גורמת לעליה במחיר ההון לחברות הפרטיות, **דבר המתבטא בירידה בהשקעות במגזר הפרטי הישראלי ובירידה ביצירת מקומות עבודה בהתאם.** התרחיש עלול לכלול (במיוחד במצב הכלכלי העולמי הנוכחי) פשיטת רגל של חברות, ועלייה בשיעורי האבטלה. כך קרה בארה"ב בשנות ה-70 המאוחרות ושנות ה-80 המוקדמות, עד שעלה הנשיא רונלד רייגן לשלטון ושינה את המדיניות הכלכלית.

- **השימוש בכסף שהממשלה תקבל מהנפקת האג"ח חשוב אף הוא.** במקום להשקיע את הכסף ישירות בגורמים מחוללי צמיחה כמו בתשתיות, הממשלה רגילה להגדיל את הוצאותיה במגזר הציבורי. הניסיון של שנות ה-90 מלמד, שכאשר המדינה קיבלה סיוע לקליטת העולים, המגזר הציבורי גדל פי כמה מהתעשייתי והעסקי, והמשכורות הממשלתיות עלו בהתאם. משנת 1990 עד שנת 1997, השכר הממוצע לשכיר במגזר הציבורי עלה בכ-21%, במגזר התעשייתי בכ-10% ובמגזר העסקי – בכ-1% בלבד.

לפי מחקר שפורסם על-ידי The Swiss Institute for Business Cycle Research – בשביל להשיג גידול בהשקעות הפרטיות, נדרשת סביבת מקר ויציבה. גם אם הממשלה היתה מקדישה את כל הכסף שהיא לוותה להשקעות, עדיין זה לא היה מביא לצמיחה אלא אם היא הייתה מקטינה במקביל את הוצאותיה ואת הממשלה הרחבה, ומגדילה את הפרודוקטיביות ואת היעילות של המגזר הציבורי.

- **מכיוון שהנפקת האג"ח מהווה למעשה הגדלת החוב החיצוני, ניתן להמשיל הלוואות אלו**

להטלת מיסים על ילדינו, ועל דור העתיד, שכן הם אלו שיאלצו לשאת בנטל של החזרת חוב זה בעוד שנים רבות, כפי שאנו נאלצים היום לשלם את חובות הענק שהצטברו מלפני שנים. במיוחד לאור העובדה שהגיוסים של ממשלת ישראל מאופיינים בזמן ארוך יחסית לפדיון: כ-88% מכלל החוב החיצוני הוא חוב בעל טווח מקורי לפדיון הגבוה מ-5 שנים, ורק כ-12% בעל טווח מקורי לפדיון הנמוך מ-5 שנים.

- **הנפקה בהיקף כה גדול מרחיקה את הסיכוי שישראל תיכנס לרשימת מדינות האיחוד האירופי.** החוב הציבורי (החיצוני) הדרוש במדינות האיחוד האירופי לפי אמנת מאסטריכט עומד על 60% מהתוצר. החוב הממוצע במדינות ה-OECD עמד בשנת 2008 על 61.5 אחוזי תוצר לעומת 78 אחוזי תוצר בישראל. הגדלת החוב הציבורי על מנת לממן הוצאות ממשלה על צריכה רק תחמיר יחס מספרים אלו.
- **משקל החוב הממשלתי בישראל ביחס לתמ"ג הוא עדיין מהגבוהים בעולם המערבי והחזרי קרן ההלוואות והריביות בגינן מהווים נטל כבד על תקציב המדינה ועל המשק הישראלי בכלל.** הוצאות הריבית על החוב הממשלתי הסתכמו בשנת 2006 ב-35 מיליארד ש"ח, בשנת 2007 ב-34 מיליארד ש"ח, ובשנת 2008 ב-34.5 ש"ח. במידה שהיחס בין החוב לתוצר היה 60% בשנת 2007, לממשלה היו מתפנים מקורות נוספים בסכום הנאמד בכ-9 מיליארד ש"ח בשנת 2009. הורדת החוב היתה מגבירה את יציבות המשק הישראלי למקרה של זעזועים מקומיים וחיצוניים, מפנה מקורות תקציביים להוצאות שוטפות על חשבון תשלומי הריבית ומכינה את ישראל להתמודדות עם שינויים ארוכי טווח.

חוב ציבורי כאחוז מהתוצר השוואה בינלאומית בשנת 2008

מדינה	החוב הכולל כאחוז מהתמ"ג
רומניה	13.6
לוקסמבורג	14.7
סלובניה	22.8
פינלנד	33.4
שבדיה	38
ספרד	39.5
ממוצע מדינות ה-OECD	58
הולנד	58.2
צרפת	68
הונגריה	73
ישראל	78
יוון	97.6
איטליה	105.8

מקור: בנק ישראל, Eurostat Press Office

יתרונות/תגובה לחששות:

- **השוואת להנפקת השיא שהיתה ב-2002:** בשנת 2002 הרקיעה התשואה על האג"ח השקליות מסוג שחר לשיא של 12.5% - תשואה שמשקפת חשש מפשיטת רגל של המדינה. אולם, כיום נסחרות איגרות שחר בתשואה של 5.2%-5.5. בנוסף, ריבית בנק ישראל נמוכה בהרבה מזאת ששררה ב-2002.
- הגידול העצום הצפוי בהיצע האג"ח הממשלתיות בשנתיים הקרובות מחזק את החשש מפני עליית התשואות. אולם, אין ודאות שהתשואות אכן יעלו, מאחר שאחת מהתופעות הייחודיות

למשבר הכלכלי הנוכחי היא התבצרות של המשקיעים באג"ח ממשלתיות, מתוך אמונה כי זהו הנכס היחיד שנתר בטוח להשקעה.

- **במידת הצורך תוכל הממשלה לגייס חלק מהכסף החסר לה בחו"ל במסגרת יתרת הערבויות** של ממשלת ארצות הברית משנת 2003, בהיקף של כ-3.8 מיליארד דולר. ניצול כספי הערבויות יאפשר לאוצר לגייס כספים בחו"ל במחיר נמוך בהרבה ממחירי השוק.
- **הפגנת נוכחות בשוקי ההון והכספים הבין-לאומיים.** בשנתיים וחצי נעלמה כאמור ממשלת ישראל משווקים אלה לחלוטין. ההנפקה המחודשת תשוב ותחשוף את ממשלת ישראל בפני הפעילים בשוקי ההון בעולם. כמו-כן, התנדודות במרווחי האג"ח הסחירות נותנות אינדיקציה שוטפת לאופן שבו משקיעים זרים תופסים את הכלכלה הישראלית ואת ביצועי ממשלת ישראל.
- **יצירת Benchmark להנפקות של חברות ישראליות בחו"ל:** הריבית שתיקבע בהנפקה הממשלתית תאפשר לשוקי ההון הבינלאומיים לתמחר את הריבית שיידרשו לשלם בעתיד חברות ישראליות שירצו להנפיק בחו"ל.
- **יצירת מקור נוסף לגיוס מט"ח** המגדיל את הגמישות בבחירת מקור הגיוס. כמו כן, גיוסי הממשלה בשווקים הפיננסיים, הנעשים במטבע זר, מאפשרים לממשלה להשתמש בכספים אלה למימון הוצאותיה במט"ח, ולמימון הגרעון המסחרי של ישראל.

תגובת משרד האוצר, החשב הכללי:

"גודלו הצפוי של הגירעון הממשלתי לא היה סוד. אמנם היקף הגיוסים הגדול מאוד לא היה ידוע, ואלה הם מספרים שנשמעים מפחידים - 200 מיליארד שקל - אבל כאמור, מיחזור החוב לא אמור להיות בעייתי מדי." שוקי אורן, החשב הכללי, *The Marker*, 20.5.09

- האוצר אינו צופה משבר בשוק האג"ח, ולהערכתו חלק גדול מהמידע על הגדלת הגיוסים של המדינה כבר גלום במחירי האג"ח. עליית הריבית שחלה בתקופה האחרונה מבטאת את הצפי של השוק לגבי הגדלת הגיוסים של האוצר, ותינתן עליית ריבית נוספת.
 - **האוצר אמנם מרגיע שאינו צופה משבר בשוק האג"ח אך אינו מסתיר את העובדה שהריביות כבר עלו, ויעלו גם בעתיד.**

- יש להתייחס בעיקר להיקף הגדלת החוב הממשלתי - סכום של כ-80 מיליארד שקל בשנתיים ולא ל-200 מיליארד ש"ח - רק לגיוס נטו, הסכום שבו גדל היקף הגיוס, ולא רק מוחלף חוב ישן בחוב חדש. הערכות האוצר הן שאגרות החוב הישנות שמגיעות לפדיון בדרך כלל מוחלפות בהשקעה באג"ח חדשות. האוצר נערך לטפל בפדיונות גדולים של אג"ח, בכך שמחליף מראש סדרות ישנות של אג"ח בסדרות חדשות.

○ **גם הנפקת חוב חדש גם של 80 מיליון ש"ח נוגדת את מדיניות האוצר בשנים 2006 ו-2007 בהן הקטינה הממשלה את החוב והצהירה כי "הורדת החוב הציבורי בישראל לרמה הדומה לממוצע ה-OECD מהווה מטרה מרכזית במדיניות הפיסקלית של הממשלה לטווח הבינוני -2015."**

- ההשוואה לשנת 2002: מדובר בהיקף גיוסים נטו דומה לזה שכבר ראינו ב-2002-2003, אולם אז המדינה היתה קרובה למשבר כלכלי. כיום התנאים נוחים יותר: הריבית נמוכה; התשואות לא הבנתי מה זה עקום התשואות, שעלו מאוד, כבר משקפות חלק גדול מהציפיות של השוק לכך שעומדים להגדיל את היצע האג"ח; ויש רוח גבית מכיוונו של בנק ישראל, שנוקט מדיניות מוניטרית מרחיבה, שבמסגרתה הוא קונה אג"ח ממשלתיות בשוק.

○ **אכן בשנת 2002 מצב המשק היה יותר קשה והיה חשש מ"פשיטת רגל" של המדינה, ולכן נקטו בצעדים דרסטיים של גיוסי אג"ח בהיקף ענק. אולם, למרות המשבר העולמי, ישראל כיום במצב יותר טוב משהייתה בשנת 2002 ולכן תמוה**

שהמדינה נדרשת להיקף הנפקות אג"ח שיגיע לשיא הגדול ביותר בתולדות המדינה.

- כ-30% מהגיוס נטו ימומנו מחו"ל, דבר שיוריד לחץ מהשוק המקומי. טרם הוחלט אם הגיוס יעשה במסגרת הערבויות האמריקאיות. יש לישראל עדיין מכסה של 3.8 מיליארד דולר ערבויות לגיוס אולם האוצר מעדיף לפנות קודם כל לשוק הבינלאומי, ורק במידת הצורך להשתמש בערבויות אלו. אם הערבויות לא יוארכו, הן יפקעו בשנת 2011.
 - **אמנם 30% יגויסו בחו"ל, אבל עדיין 70% יונפקו בארץ. מדובר ב-70% מהנפקת ענק של 200 מיליארד ש"ח, סך הכל 140 מיליארד ש"ח שיונפקו בשווקים מקומיים, כ-70 מיליארד ש"ח בשנה, סכום הגבוה בהרבה מכל ההנפקות שהיו בארץ משנת 2004 ואילך.**

- **החשב מניח שעוד יהיו שינויים בתשואות, אבל לא יודע לקבוע אם הן יעלו או ירדו.** חלק גדול מירידת המחירים בעת האחרונה בתשואות לא נבע רק מהגדלת הגיוסים של האוצר, אלא גם מהתאוששות בשוק האג"ח הקונצרניות וממעבר של משקיעים מאג"ח ממשלתיות לאג"ח קונצרניות. הוא ציין כי אינו בטוח ששוק ההון מעריך נכון את הסיכון באג"ח הקונצרניות.
 - במילים אחרות, החשב לא נתן תחזית מה תהיה תוצאת ההנפקה והאם באמת החשב מפני עליית התשואות יממש את עצמו. הוא העדיף לענות על השאלה האם צפויה ירידת מחירים נוספת בשוק האג"ח באופן הבא: " אני לא אנליסט של השוק ... אני מניח שעוד נראה שינוי בתשואות, אבל הן יכולות לעלות כשם שהן יכולות לרדת". אין זה בטוח שכדאי להסתפק בקביעה זו. על קובעי מדיניות לתת את הדעת למשמעות של קבלת החלטות חשובות ומורכבות מבלי בחינה מקיפה של הנושא, הן ע"י משרד האוצר והן ע"י הכנסת. על הגורמים המפקחים על המדיניות לברר האם לא ערכו באוצר רגרסיות, הכינו תרחישים לתוצאות, או ערכו מחקר שימחיש מה עלול לקרות לאחר הנפקה כזו, המבוסס על תקדים בחו"ל לגיוס כה גדול בשוק המקומי, אם ישנו.

- **הגירעון גדל בשל ירידה בגביית המסים ומכיוון שהממשלה לא קיצצה בתקציב בעקבות כך.** ככל שהגירעון יגדל ויוטל עומס חוב גדול יותר על הממשלה, יהיו לזה השלכות כבדות משקל מבחינת עלות הגיוס, נטל הריבית העתידי וגם יכולת הגיוס.
 - לפיכך, האוצר מודה כי נוצר מצב בו הגירעון הממשלתי גדל, ועומס החוב על הממשלה גדל גם כן, דבר שיפגע ביכולת הגיוס העתידית ובנטל הריבית. ובכל זאת, משמעות החלטת הגיוס המדובר היא שהוחלט להטיל על כל אזרח ישראלי, ובעיקר כל ילד השייך לדור העתיד, לשאת על כתפיו את נטל החוב של 200 מיליארדי השקלים שחלקו הצטבר משנים קודמות וחלקו יפרע בשנים הבאות. **משום שבארץ יש כ-7 מיליון תושבים, אפשר לומר שעל כל אחד ישא מוטל חוב נוסף של כ-28,500 ש"ח כתוצאה מהנפקת האג"ח המיועדת.**

בעולם:

- **פגיעה בדירוג האשראי של המדינה:** הנפקת אג"ח מהווה למעשה הגדלת החוב הציבורי כאחוז מהתוצר. חוב לאומי גבוה יכול לגרום לפגיעה בדירוג האשראי של המדינה. כך היה בארצות כמו ספרד, אירלנד, יוון, פורטוגל, שבעקבות חוב גבוה חברות דירוג האשראי הורידו להן את הדירוג, דבר המתבטא בשיעורי ריבית גבוהים יותר על החברות ועל משקי הבית.
- **פגיעה בדירוג אשראי של בריטניה:** ב-21.5.09 הורידה חברת הדירוג סטנדרט אנד פורס (S&P) את דרוג האשראי של בריטניה מחיובי לשלילי, תוך אזהרה כי היא צופה שבריטניה עלולה לאבד בשנתיים הקרובות את דירוג האשראי שלה המדורג כיום בדרוג הגבוה ביותר – AAA -

בשל החוב הלאומי של המדינה שצפוי להגיע ל-1.4 טריליון יורו במהלך חמשת השנים הקרובות. כתוצאה מכך, S&P שמה את האג"ח של אנגליה ברשימת המעקב.

- **ארה"ב:** הובעו חששות בארצות הברית שגם היא עלולה לאבד את דירוג האשראי המושלם שלה. למרות זאת החליט האוצר האמריקאי ב-26 במאי 2009 לבצע הנפקת ענק במטרה לכסות חלק מגירעון הגדול שלו. היקף ההנפקה רשם שיא חדש והסתכם ב-101 מיליארד דולר. מחד יש הטוענים כי הדבר נועד להבטיח שהתשואה על האג"ח שהממשל מוכר תהיה נמוכה מאוד, כדי שמימון החובות יהיה זול יחסית ולא יגדיל את המעמסה על קופת האוצר. מנגד טוען ניק קאליבס, סגן מנכ"ל למחקר פיננסי ב-MF-גלובאל, שהחיבור של נפילה בהכנסות ממסים עם ההיקף הגדול של תוכניות החילוץ של הממשל הרקיעו לשחקים את גובה גיוס הכספים. לדבריו, הדמיון בין כלכלות ארצות הברית ובריטניה הוא גדול - מה שמעלה את החשש שמהלך הורדת דירוג האשראי בבריטניה יגרוור הורדה דומה גם בארצות הברית.

- **ייקור לא רצוי:** העלייה בתשואות על אג"ח הממשלתיות עלולה לשבש את ההתאוששות הגלובלית, שכן היא מייקרת במאות מיליארדי דולרים את עלויות מימון תוכניות ההבראה בארה"ב, בריטניה וגרמניה. ממשלות מוצאות עצמן באותו מצב כמו הצרכנים במיתון: משלמות ריבית גבוהה יותר על חוב הולך וגדל. עלייה של 1% בתשואה על האג"ח תעלה למשרד האוצר האמריקאי 50 מיליארד דולר בשנה בהוצאות המימון - ובהמשך ל-170 מיליארד דולר בשנה. מצב זה יוצר לחץ חסר תקדים על התקציב, ועשוי לפגוע בתוכניות סוציאליות וביטחוניות. כמו כן, הוא עלול לשבש את הצמיחה מכיוון שהוא יגרום לעלייה בריבית על חוב החוב? חובות? של משקי בית, צרכנים ובעלי בתים.

- מסוף 2008, עלתה התשואה על האג"ח לעשר שנים של ממשלת ארה"ב ב-1.5%, ל-3.54%. זו היתה העלייה החדה ביותר זה 15 שנה, אם כי התשואה הנוכחית עדיין נמוכה בקנה מידה היסטורי. במקביל, עלתה התשואה על אג"ח של גרמניה לעשר שנים מ-2.93% ל-3.57%.

- עלות הנפקת אג"ח נוספות היא המחיר שממשלה מוכנה לשלם כדי לצאת ממיתון, בתקווה לחזור לבריאות פיסקלית וכלכלית שתגביר את ההכנסות ממס ותאפשר פירעון החובות. בשלושת השבועות האחרונים, קצב העלייה בתשואות הואץ בשל הערכות של משרד התקציב של הקונגרס כי חובות הממשל יתפחו ל-65% מהתמ"ג עד ספטמבר 2010, לעומת 41% בספטמבר 2008.

- לפי סיטיגרופ - ב-2010-2009 ימכור הממשל בוואשינגטון יותר מ-5 טריליון דולר באג"ח חדשות. לפי משרד התקציב של הקונגרס, בעוד עשור עלולים החובות של ארה"ב להגיע ל-82% מהתמ"ג - 17 טריליון דולר.

- "זו בעיה ענקית", אמר קנת רוגוף, פרופסור לכלכלה מהרווארד, הכותב עתה את ספרו החדש "This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly" (הפעם הזאת שונה: שמונה מאות של טפשות פיננסיות). "המצב חושף אותנו מאוד לעלייה גלובלית בשערי הריבית, שעלולה לצאת משליטתנו". התחזית לטווח הארוך מפחידה ביותר, מכיוון שהגידול בעלויות המימון יחמיר ויוביל לגירעונות שיא.