

פרק ז' שוק הכספים וההון

המדיניות המוניטרית השנה, בדומה לשנים האחרונות, התמקדה בהשגת יעדי האינפלציה שקבעה הממשלה, ופעלה לכינון סביבת אינפלציה נמוכה, המתיישבת עם היעד ארוך הטווח של הממשלה – השגת יציבות מחירים לאורך זמן, כמקובל במדינות המתועשות – ותורמת לצמיחה בתיקומא. את ההתפתחויות בתחום המדיניות המוניטרית בשנת 1998 ראוי לחלק לשלוש תקופות: בתקופה הראשונה, עד אוגוסט, הואט משמעותית שיעור האינפלציה לכ־4 אחוזים במונחים שנתיים, התפתחות שהצביעה על התקרבות בקצב מהיר מהמתוכנן ליעד ארוך הטווח של הממשלה. במקביל לכך הפחית בנק ישראל את הריבית הנומינלית, בהדרגה ובזהירות, כדי לבסס את הירידה בסביבת האינפלציה ולצמצם את השפעתם של הזעזועים בעולם על המשק הישראלי. בחודש אוגוסט קבעה הממשלה את יעד האינפלציה לשנת 1999 – 4 אחוזים – ושיפוע הגבול התחתון של רצועת שער החליפין הורד ל־2 אחוזים, ובעקבות צעדים אלו הפחית בנק ישראל את הריבית ב־1.5 נקודות אחוז. בתקופה השנייה, מאמצע אוגוסט ועד נובמבר, השפיעו הזעזועים שהתרחשו בשווקים הפיננסיים בחו"ל על השווקים הפיננסיים במערב, ועל השווקים בארץ, והתבטאו, בין השאר, בפיחות ניכר של שער החליפין, בעלייה רבה של תנודתיותו ובעלייה של המחירים והציפיות לאינפלציה. כדי להבטיח שהשפעתם של הזעזועים על המחירים תהיה זמנית, וקטנה ככל שניתן, העלה בנק ישראל את הריבית לחודש נובמבר פעמיים, בשיעור מצטבר של 4 נקודות אחוז; בתקופה זו בחר הבנק שלא להתערב ישירות במסחר במטבע החוץ, ושער החליפין התפתח על פי כוחות השוק. בתקופה השלישית, לאחר העלאת הריבית, החלה סביבת האינפלציה להתכנס בחזרה לתוואי הנמוך ששרר קודם לזעזועים: מדדי המחירים לדצמבר 1998 ולינואר ולפברואר 1999 היו נמוכים מאוד, וכן ירדו משמעותית הציפיות לאינפלציה. השנה בוצע שלב נוסף בליברליזציה במטבע חוץ, ולראשונה הותר למשקי הבית להשקיע בחו"ל ללא הגבלה חוקית. אף על פי כן טרם ניכרה עלייה משמעותית בהשקעות של משקי הבית ושל המשקיעים המוסדיים בחו"ל. נראה כי ניצול מלא יותר של יתרונות הליברליזציה יושג רק אם יצומצם הפער הקיים בתנאי המיסוי בין ההשקעה בחו"ל להשקעה בארץ.

בשוק ההון ירדו מחירי איגרות החוב במהלך השנה, אולם ניכרו שינויים במשך השנה: במחצית הראשונה ובחודשיים האחרונים ירדו המחירים, ואילו בחודשים יולי עד אוקטובר הם עלו. מחירי איגרות החוב הארוכות ירדו במיוחד – כמעט ב־10 אחוזים במונחים ריאליים – ומבין הגורמים שהשפיעו לעליית הריביות הארוכות בלטו השנה עליית הריבית הקצרה, גידולה של פרמיית הסיכון בעקבות הזעזועים בחו"ל וכן עלייתו של הגירעון הפיסקלי המקומי. מחירי המניות ירדו – במידה רבה, בהשפעת ההתפתחויות בבורסות העולם, שבהן ירדו השערים בין אוגוסט לאוקטובר; השפיעו גם שינויי הריבית המקומית והמשך הרווחיות הנמוכה של הפירמות.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

1. קווי ההתפתחות העיקריים

המדיניות המוניטרית השנה, בדומה לשנים האחרונות, התמקדה בהשגת יעדי האינפלציה שקבעה הממשלה ופעלה לכינון סביבת אינפלציה נמוכה המתיישבת עם היעד ארוך הטווח של הממשלה – השגת יציבות מחירים לאורך זמן, כמקובל במדינות המתועשות – ותורמת לצמיחה בת-קיימא. לנוכח ההתפתחויות בתחום המדיניות המוניטרית ראוי לחלק את ניתוח השנה לשלוש תקופות. התקופה הראשונה, מינואר עד אוגוסט, הייתה המשך לשליש האחרון של 1997; האינפלציה ירדה, וגם הציפיות לאינפלציה ירדו לסביבה של כ-4 אחוזים במונחים שנתיים – קרוב לשיעורה במדינות המפותחות. בתקופה זו הפחית בנק ישראל את הריבית הנומינלית בזהירות ובהדרגה (דיאגרמה ז'-1 ולוח ז'-1), וזאת לשתי מטרות עיקריות: (א) כדי ליצור תנאים לביסוסה של סביבת אינפלציה נמוכה יותר; (ב) כדי להבטיח שצמצום הפער בין הריבית המקומית לריבית חו"ל לא יפגע ביציבותם של

המדיניות המוניטרית
התמקדה בהשגת יעדי
האינפלציה שקבעה
הממשלה.

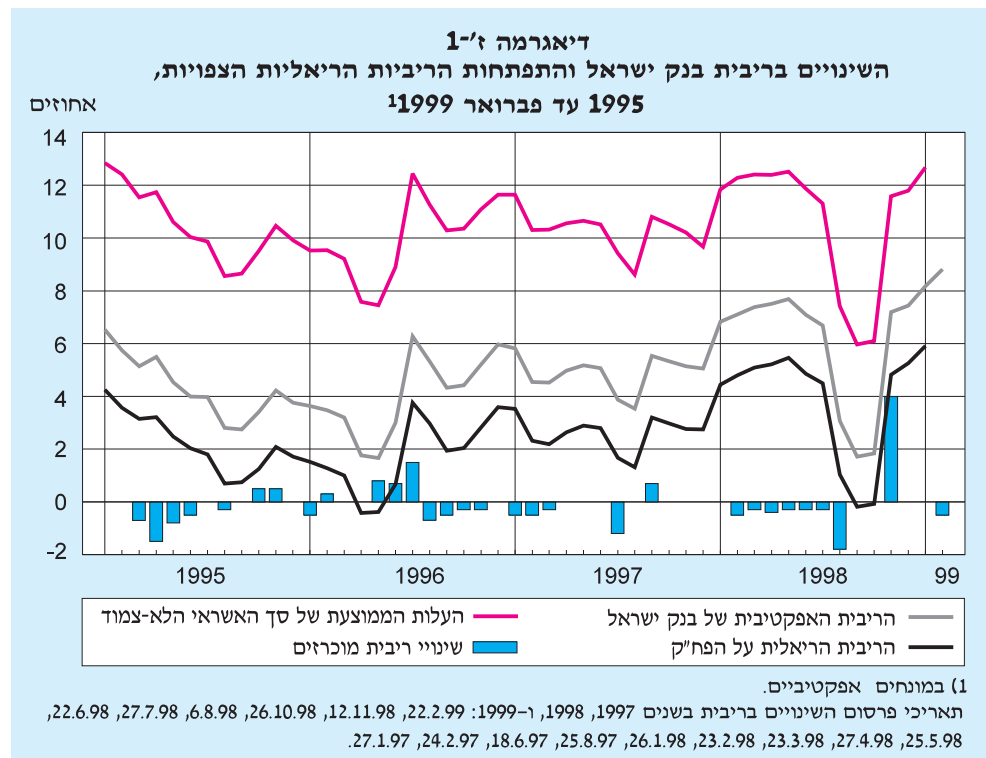
לוח ז'-1

אינדיקטורים מוניטריים, 1992 עד 1998
(אחוזים)

1994-1992	1995	1996	1997	1998	א-1998	ב'-1998	ב'-1998
12.8	15.6	16.1	14.3	12.0	12.8	10.4	12.1
על פיקדונות הבנקים בב"י	18.1	15.1	12.6	13.4	10.9	12.6	12.6
על האשראי הלא-צמוד	20.2	20.7	18.7	16.1	14.5	16.2	16.2
על הפח"ק	13.3	13.8	12.2	10.1	10.9	10.5	10.5
התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ל-10 שנים	4.3	4.5	4.0	4.8	4.8	5.0	5.0
הריבית הריאלית על משכנתאות	5.4	5.6	5.1	5.9	6.3	5.6	5.6
התפתחות המיצרפים (במשך התקופה, במונחים שנתיים): ¹							
אמצעי התשלום	22.9	16.5	11.9	14.1	12.8	41.4	-3.7
M2	32.9	34.4	26.2	24.8	20.5	22.5	6.4
האשראי	33.0	22.0	21.5	16.3	19.3	18.9	29.3
סך הכול	35.4	13.0	19.3	17.0	13.7	14.3	27.0
במט"י צמוד ולא-צמוד	24.1	63.2	28.4	25.6	17.6	31.6	35.5
במטבע חוץ ובהצמדה למטבע חוץ							
פיקדונות הבנקים במכרזי בנק ישראל –							
השינוי מתקופה לתקופה (במיליוני ש"ח)	10.5	10.8	11.9	9.3	6.3	5.7	6.8
הציפיות לאינפלציה משוק ההון (ברוטו)	9.7	12.5	13.7	10.6	7.6	7.1	8.2
הציפיות לאינפלציה משוק ההון (נטו)	11.7	8.1	10.6	7.0	8.6	4.5	7.4
מדד המחירים לצרכן – שיעור השינוי במשך התקופה ¹							
שיעור השינוי בשער הסל ¹	10.1	4.6	3.4	4.3	9.6	4.6	7.7
בממוצע	9.4	5.7	3.1	3.6	20.8	28.1	46.9
במשך התקופה							
המרות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי (בדולרים)	-1,345	6,165	1,892	6,848	313	389	-26

(1) שיעור השינוי במשך השנה מחושב לפי הממוצע בדצמבר באותה השנה לעומת הממוצע בדצמבר בשנה הקודמת. שיעור השינוי הממוצע מחושב לפי הממוצע השנתי לעומת הממוצע בשנה הקודמת.
המקור: הלשכה מרכזית לסטטיסטיקה ובנק ישראל.

פרק ז', שוק הכספים וההון



השווקים הפיננסיים בישראל, לנוכח הזעזועים הפיננסיים בעולם. כתוצאה מאיסטרטגיה זו, עלתה הריבית הריאלית הצפויה במחצית הראשונה של 1998 מעבר לזו ששררה בסוף 1997 – לרמה של כ-7 אחוזים. בסוף תקופה זו, על רקע הירידה בסביבת האינפלציה, ובעקבות החלטת הממשלה באוגוסט על קביעת יעד האינפלציה ל-1999 בשיעור של 4 אחוזים, והתמתנות השיפוע של גבולה התחתון של רצועת שער החליפין – הפחית בנק ישראל את הריבית בעוד 1.5 נקודות אחוז.

בתקופה השנייה, שהחלה עם החרפתו של המשבר ברוסיה וגלישתו לשווקים הפיננסיים במערב, השפיעו הזעזועים בחו"ל על השווקים בארץ, והתבטאו, בין היתר, בפיחות חד של השקל, שבעקבותיו החל תהליך של עליית מחירים. גם הציפיות לאינפלציה עלו, ונוצר חשש שהתהליך יסתיים בעלייה מתמדת של סביבת האינפלציה. כדי למנוע זאת, ולוודא שהשפעות הפיחות תתבטאנה, לכל היותר, בעלייה מסוימת של רמת המחירים, ולא בהאצה של האינפלציה, העלה בנק ישראל את ריבית נובמבר פעמיים, בשיעור מצטבר של 4 נקודות אחוז. כיוון שהבנק העריך כי פעילותו של שוק מטבע החוץ סדירה, הוא בחר שלא להתערב בשוק זה; זאת בהמשך לאיסטרטגיה של אי-התערבות, שעליה הוחלט בפברואר 1996 במטרה לאפשר תימחור נכון יותר של סיכוני שער החליפין ולחזק את השפעתם של כוחות הביקוש וההיצע מהמגזר העסקי על קביעת השער. ההעלאה הניכרת של הריבית ואי-ההתערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ השנה, הצליחו למתן את השפעת הפיחות על המחירים והבטיחו שעליית המחירים, תוצאת הפיחות, תהיה חד-פעמית. בתקופה השלישית, שהחלה בדצמבר, התחיל המשק להתכנס בחזרה לסביבת אינפלציה הקרובה ליעד לשנת 1999, ומדדי המחירים לצרכן הנמוכים שנרשמו בדצמבר 1998 ובינואר ובפברואר 1999 הם עדות לכך.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

שוק מטבע החוץ פעל במשך השנה, כאמור, ללא התערבותו של הבנק המרכזי.¹ חשיבותם הגוברת של כוחות השוק בקביעתו של שער החליפין התבטאה גם בתחום הליברליזציה במטבע חוץ: בוטלו כמעט כל ההגבלות על הפעילות של ישראלים במטבע חוץ ועל הפעילות של תושבי חוץ במשק, כך שלמשקי הבית הותר, לראשונה, להשקיע בחו"ל ללא הגבלה חוקית. ברם, מערכת המיסוי הקיימת מקטינה את כדאיות ההשקעה הישירה של משקי הבית בחו"ל, והגורמים המוסדיים, שדרכם מנותב החיסכון לטווח הארוך, עדיין מנועים מלהשקיע בחו"ל, או מוגבלים בהשקעה זו; יתרונות הליברליזציה לא נוצלו אפוא במלואם, ובפרט – לא נתאפשר מיצוי משמעותי של האפשרויות הקשורות לגיוון תיק הנכסים של הציבור, ופיזור יעיל יותר של סיכונים.

בשנת 1998 עלו הריביות הריאליות הקצרות והארוכות: הריבית הריאלית הצפויה על מכרזי בנק ישראל עלתה בכנקודת אחוז, ל-6 אחוזים, וכן עלתה התשואה הריאלית הממוצעת-לפדיון באיגרות החוב הצמודות.² כשלעצמן, פעלו ריביות אלה להקטנת הביקושים המקומיים ולצמצום האינפלציה. מעבר לריבית הנומנילית הקצרה, היו אפיקי הפעולה של המדיניות המוניטרית השנה הציפיות לאינפלציה, שירדו בממוצע, ושער החליפין; האחרון לא היווה גורם אינפלציוני בתקופה הראשונה, שכן הוא נע קרוב לגבול התחתון של הרצועה, בין היתר על רקע המשך תנועת ההון למשק. התפתחות שער החליפין והירידה של מחירי היבוא פעלו להאטת קצב עלייתם של המחירים.

התשואות-לפדיון של איגרות החוב הצמודות הארוכות של המדינה עלו השנה ל-5 אחוזים בממוצע (4 אחוזים ב-1997). זאת מפאת עליית הריביות הריאליות הקצרות, מפאת התרופפות מסוימת של המשמעת הפיסקלית יחסית ל-1997 – שהתבטאה (במונחים של אחוזי תוצר) בעלייה של הגירעון הפיסקלי ושל החוב – ומפאת עלייתה של פרמיית הסיכון בעקבות הזעזועים בחו"ל. ההשקעה באיגרות החוב הצמודות למדד הניבה, ריאלית, תשואה כוללת שלילית (1- אחוז לאחר מס, ובאיגרות הארוכות – 6- אחוזים).

גם התשואה הכוללת הריאלית בשוק המניות הייתה שלילית (5- אחוזים)³, בהשפעת התנודות בשוקי ההון בעולם, עליית הריביות והרווחיות העסקית הנמוכה. בהשוואה לבורסות אחרות עולה, שהתשואה במניות בארץ נפלה מהתשואות במרבית הארצות המפותחות, ועלתה על התשואות בחלק ניכר של השווקים המתעוררים.⁴ היצע המניות גדל, בעיקר הודות להפרטה, וכן גדל ההיצע של איגרות החוב הממשלתיות שהנפיקה המדינה למימון גירעונה, ושל המק"ם. לפיכך, למרות ירידות המחירים, עלה ערכו של שוק ההון – הכולל איגרות חוב, רובן ממשלתיות (66 אחוזים מסך ערכו של שוק ההון), מניות (21 אחוזים) והשקעות אחרות של המוסדות הפיננסיים – בשיעור של 2 אחוזים, ריאלית, והסתכם השנה ב-475 מיליארדי ש"ח (לוח ז'-2).

על אף הזעזועים בחו"ל והשפעתם על השווקים בארץ, היו השינויים בהרכב הנכסים הפיננסיים של הציבור מתונים יחסית השנה: משקלם של הנכסים הצמודים למטבע חוץ עלה (שינוי במגמה שנמשכה זה עשור), בעיקר במחצית השנייה של השנה, וזאת משום

שוק מטבע החוץ פעל ללא התערבותו של הבנק המרכזי.

חשיבותם הגוברת של כוחות השוק התבטאה גם בתחום הליברליזציה במטבע חוץ.

בשנת 1998 עלו הריביות הריאליות הקצרות והארוכות.

התשואה בשוק המניות הייתה שלילית – בהשפעת התנודות בשוקי ההון בעולם, עליית הריביות והרווחים הנמוכים.

השינויים בהרכב הנכסים הפיננסיים של הציבור היו מתונים יחסית.

1 למעט ארבעה ימים בתחילת 1998.

2 ניכרים הבדלים בין תקופות השנה; בחודשים יולי עד אוקטובר נפלו הריביות הריאליות.

3 עם זאת ניכרת התאוששות בעשרת השבועות הראשונים של 1999.

4 תוצאה זו מתקבלת גם כשהחישוב נערך במונחי דולרים וגם כשהוא נערך במונחי כוח קנייה בארצות השונות. בהשוואה לשווקים המתעוררים עולה, שהתשואה בבורסה בארץ השנה נפלה מאלה שבאסיה, אולם בהסתכלות דרשנית, הייתה התשואה בארץ גבוהה גם מאשר באסיה וגם מאשר בדרום אמריקה.

פרק ז', שוק הכספים וההון

לוח ז'-2

שוק ההון, היתרות לסוף התקופה במיליארדי ש"ח, 31 בדצמבר 1998
(שיעורי השינוי במונחים ריאליים לעומת השנה הקודמת)

סך הכול	מניות ¹	סחירות ^{2,3}	איגרות חוב	איגרות חוב מיועדות צמודות	מק"ם ²	נכסים אחרים בידי מוסדות
1. המוסדות						
קופות גמל	135.2	16.0	63.8	10.2	2.6	42.5
	-3.0%	-6.6%	-3.6%	-20.9%	-28.2%	7.8%
קרנות פנסיה ישנות	100.2		0.6	95.2		4.4
	5.2%		51.0%	5.3%		0.2%
קרנות פנסיה חדשות	3.2		0.6	2.2		0.4
	54.6%		52.4%	61.8%		25.8%
תכניות לביטוח חיים	57.5	2.0	9.9	31.8		13.8
	10.4%	-4.4%	44.3%	3.5%		11.1%
קרנות נאמנות ⁴	22.0	5.7	11.6		3.4	1.4
	5.4%	-24.6%	17.5%		25.3%	71.6%
2. משקי הבית והפירמות						
	79.7	42.6	26.4	10.6		
	2.2%	8.0%	-13.3%	31.7%		
3. הזרים ⁵						
	33.5	32.3	0.9	0.3		
	-3.2%	-3.4%	-2.8%	13.8%		
4. הבנקים המסחריים						
	44.9		38.3	6.6		
	1.1%		4.3%	-14.4%		
5. סך הכול						
	474.6	98.6	152.0	139.4	23.5	61.1
	1.9%	-1.0%	0.2%	3.0%	5.1%	8.0%
שיעור השינוי הריאלי במחיר ^{6,7}						
	-2.5%	-7.5%	-2.3%	-0.4%		-0.4%
שיעור השינוי בכמות						
	4.6%	7.0%	2.6%	3.3%	5.1%	8.4%

(1) לא כולל ערך השוק של חברות בורסאיות הנגזר מהחזקות בחברות בורסאיות אחרות ("ספירה כפולה"). לא כולל בעלות ממשלתית על חברות בורסאיות.

(2) לא כולל ניירות ערך שבידי בנק ישראל.

(3) איגרות חוב ממשלתיות וקונצרניות, כולל "גילון" ו"שחר".

(4) בניכוי החזקות של קופות הגמל וזרים בתעודות השתתפות בקרנות נאמנות.

(5) לא כולל 15 מיליוני דולרים של נכסים פיננסיים אחרים המוחזקים על ידי זרים באמצעות קרנות נאמנות.

(6) השינוי הריאלי של המחירים שווה לתשואה הריאלית הכוללת, בניכוי ריבית ודיבידנד.

(7) המחיר של איגרות חוב מיועדות ונכסים אחרים בידי המוסדות ירד השנה ריאלית, שכן ההצמדה ניתנה עבור עליית המחירים שבין נובמבר 1997 עד נובמבר 1998; עלייה שהסתכמה ב-8.2 אחוזים, בעוד ששיעור האינפלציה מדצמבר 1997 עד דצמבר 1998 הסתכם ב-8.6 אחוזים.

המקור: עיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

שהפיחות העלה את ערכם של הנכסים הקיימים, ומשום שגידולו של הביקוש להם נענה, בין השאר, בהנפקת ניירות ערך צמודים למטבע חוץ על ידי הממשלה. במיצרפים השקליים נמשך השנה קצב הגידול של אמצעי התשלום (M1) בשיעורים גבוהים מאלו של התוצר הנומינלי והשימושים. התפתחות זו אינה בהכרח אינפלציונית, כי היא נובעת במידה רבה מעליית הביקוש להם עקב ירידת הריבית הנומינלית וסביבת האינפלציה בשמונת החודשים הראשונים של השנה. קצב גידולו של חלק הנכסים הלא-צמודים (המורכבים מאמצעי התשלום, ובעיקר מפיקדונות שקליים) בסך תיק הנכסים הואט השנה, לאחר שנים שבהן הוא גדל במהירות. משקל הנכסים השקליים בסך הנכסים המשיך בתקופה הראשונה של השנה לעלות, וירד בין אוגוסט לנובמבר⁵. משקל הנכסים הצמודים למדד בסך הנכסים הפיננסיים המשיך לרדת השנה, אך קצב הירידה הואט במחציתה השנייה, כשהזעזועים מחו"ל החלו להשפיע על השווקים בארץ. השנה נמשכו המשיכות מקופות הגמל, שמחזיקות חלק ניכר מהאיגרות הממשלתיות הצמודות; לעומת זאת גדל משקל הנכסים בקרנות הפנסיה, שעיקר השקעותיהן באיגרות חוב מיועדות, וכן בתכניות לביטוח חיים⁶.

סך האשראי הבנקאי גדל בשיעור דומה לזה של שנת 1997, אולם הרכב הגידול השתנה: חלקו של גידול האשראי במטבע חוץ בסך הגידול של האשראי ירד, במיוחד בחודשים האחרונים של השנה, לאחר שהומחשו הסיכונים של תנודות בשער החליפין שכרוכים בנטילת אשראי זה, וזאת אחרי שלוש שנים שבהן חלקו עלה. אולם עקב הפיחות, המשיך לגדול משקלה של יתרת האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד לו בסך יתרות האשראי הבנקאי⁷.

סך האשראי הבנקאי גדל בשיעור דומה לזה של שנת 1997, אולם הרכב הגידול השתנה.

2. המדיניות המוניטרית

יתרונה היחסי של המדיניות המוניטרית הוא בהשפעה על תוואי המחירים וביצירת תנאים נומינליים של יציבות כלכלית, לשם מיצוי פוטנציאל הצמיחה ארוך הטווח של המשק. מסיבה זו החלה ממשלת ישראל בראשית שנות התשעים לקבוע יעדי אינפלציה, שהנחו את המדיניות המוניטרית של בנק ישראל. גישה זו מקובלת באירופה המערבית, במדינות שונות במזרח אירופה, בצפון אמריקה ובדרומה ובאסיה, שרבות מהן הציבו כיעד, אינפלציה נמוכה, או יציבות מחירים.

במקביל להתמקדות בהשגת יעדי האינפלציה, שונתה מדיניות שער החליפין ממטר של התערבות יומיומית בשוק מטבע החוץ – כדי להשפיע על שער החליפין, שהיה תחום ברצועה צרה יחסית – למשטר שבו שער החליפין נע יותר ויותר על פי כוחות השוק ברצועת נידוד, שגבולותיה הורחבו עם הזמן; רוחב הרצועה הגיע השנה ליותר מ-35 אחוזים, והרחבתה מפעם לפעם איפשרה חופש פעולה רב יותר בקביעת ריבית בנק ישראל (דיאגרמה ז'-ב'). החל מפברואר 1996 נמנע בנק ישראל מלהתערב באופן שיטתי בשוק מטבע החוץ, פרט למקרים שבהם שער החליפין עומד לחרוג מגבולות הרצועה, או כשהפעילות בשוק זה אינה סדירה. מיולי 1997 ועד כה (למעט מספר ימים בסוף 1997

5 משקלם של נכסים אלה שב ועלה בדצמבר ובתחילת 1999.

6 איגרות מיועדות מונפקות לתכניות הביטוח הוותיקות, שנפתחו לפני 1992. כמות האיגרות המיועדות בתכניות אלה גדלה במונחים ריאליים בשנים האחרונות, ומשקלן בחוב המקומי אינו יורד.

7 במקביל גדל השימוש בהגנות בפני תנודות שער החליפין, במיוחד החל מחודש אוגוסט.

פרק ז', שוק הכספים וההון

ובתחילת 1998) לא היה צורך בהתערבויות מעין אלה, ושער החליפין נקבע על פי כוחות השוק בלבד.

הכלי העיקרי העומד לרשות בנק ישראל להשגת יעדי האינפלציה הוא הריבית על ההלוואה המוניטרית לבנקים, או הריבית שמשולמת על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל. ריביות אלו משפיעות על מערך הריביות בפיקדונות ובאשראים במגזר השקלי הלא-צמוד. בהינתן יעדי האינפלציה וגורמים נוספים – כגון רמת הריביות בעבר הקרוב, המדיניות הפיסקלית, שער החליפין, הציפיות, המיצרפים המוניטריים ומחירי חו"ל – קובע בנק ישראל את הריבית כדי להשפיע על סביבת האינפלציה, ולהבטיח שהיא תתאים ליעדים.

א. המדיניות המוניטרית בתקופה שעד אוגוסט 1998

התקופה הראשונה של השנה, עד אמצע אוגוסט, הייתה המשך לחודשים האחרונים של 1997. קצב האינפלציה הואט במידה משמעותית – מ-7 אחוזים ב-1997 כולה לשיעור שנתי של כ-4 אחוזים בשבעת החודשים הראשונים של 1998. קצב זה תאם אינפלציה שנתי נמוכה מהגבול התחתון של אינפלציית היעד ב-1998 (7 עד 10 אחוזים), והיה בו כדי לקרב את המשק הישראלי ליעד ארוך הטווח שקבעה הממשלה – השגת יציבות מחירים לאורך זמן, כמקובל במדינות המתועשות – אמנם בקצב מהיר מהמתוכנן. לירידה של סביבת האינפלציה תרם הריסון המוניטרי, על רקע המשמעת הפיסקלית שהופעלה בשנת 1997. בכיוון דומה פעלו גורמי רקע אחרים – מיצוי גל העלייה, השינויים המבניים, הירידה בתיירות והרווחיות הנמוכה בסקטור העסקי; כל אלה תרמו למיתון הביקושים במשק – בעיקר להשקעות, שירדו השנה ב-8 אחוזים, ירידה שהתרכזה במלאים ובבנייה למגורים, אף שחלק ממנה מיוחס לגורמים אחרים. (ראה פרק ב'). גם הירידה של מחירי היבוא ותוואי התפתחותו של שער החליפין סמוך לגבול התחתון של רצועת הניוד, שהושפע מהמדיניות ומגורמים אחרים, היו ברקע להתמתנות קצב עלייתם של מחירי המוצרים הסחירים והדיר, וזאת ביחס לקצבי האינפלציה של 1997 וליעד האינפלציה של 1998.

על רקע הירידה החדה והמהירה מהצפוי בסביבת האינפלציה, הפחית בנק ישראל את הריבית הנומינלית בהדרגה בשבעת החודשים הראשונים של השנה, ושיעורה השנתי האפקטיבי השנתי הופחת מ-14.3 אחוזים בינואר ל-11.6 אחוזים ביולי.⁸ כדי לקבע את הירידה באינפלציה, ומפני החשיבות שבמזעור הסיכון של גלישת הזעזועים הפיננסיים בעולם אל המשק הישראלי, בפרט לנוכח משטר שער החליפין והיקפן הניכר של התחייבויות המגזר העסקי במטבע חוץ, היו הפחתות הריבית מתונות בממוצע, יחסית לירידתן של הציפיות לאינפלציה. כך עלו הריביות הריאליות הצפויות של בנק ישראל לעומת המחצית האחרונה של שנת 1997 ל-7 אחוזים בממוצע (דיאגרמה ז'-1 ותיבה ז'-1). הריביות הקצרות השקליות האחרות נעו במקביל לתנודות של ריביות בנק ישראל: הריבית הנומינלית על האשראי הלא-צמוד שהציעו הבנקים לציבור ב-1998 ירדה במחצית הראשונה של השנה, אולם עקב הירידה בציפיות לאינפלציה היא עלתה במונחים ריאליים ליותר מ-10 אחוזים בממוצע. עלו גם התשואות לפדיון של איגרות החוב הצמודות לשנתיים ל-6.5 אחוזים, במונחים ריאליים שנתיים.

תופעה זו של עליית הריבית הריאלית על רקע ירידה מהירה יחסית בקצב האינפלציה אינה ייחודית למשק הישראלי; גם במדינות אחרות שבהן הופחתה האינפלציה, הגיבו

קצב האינפלציה הואט
במידה משמעותית
בשבעת החודשים
הראשונים של 1998.

בנק ישראל הפחית את
הריבית הנומינלית
בהדרגה בשבעת
החודשים הראשונים,
ולפיכך עלו הריביות
הריאליות הצפויות.

עליית הריבית הריאלית
על רקע ירידה מהירה
יחסית של קצב
האינפלציה אינה ייחודית
למשק הישראלי.

8 הפחתות אלו נכנסו לתוקף בחודשים פברואר עד אוגוסט.

תיבה ז'-1: הריבית הריאלית כמדד לתנאים המוניטריים

החישוב המסורתי של ריבית הריאלית הצפויה של בנק ישראל נעשה על ידי ניכוי קצב האינפלציה הצפוי מהריבית הנומינלית של הבנק. לצורך הניכוי מקובל להשתמש באומדני ציפיות האינפלציה לשנה, כפי שהם נגזרים משוק ההון (דיאגרמה ז'-3), והריבית הריאלית הנגזרת משמשת למעשה מדד לתנאים המוניטריים (monetary conditions index)¹.

אומדן הריבית הריאלית המסורתי, שמחושב על ידי ניכוי הציפיות לשנה מהריבית הנומינלית הקצרה לחודש, מניח, למעשה, כי במשך השנה לא צפויה הריבית הנומינלית להשתנות. אולם במחצית הראשונה של 1998 (וגם בחודשים האחרונים שלה), גילם עקום הריביות, ככל הנראה, ציפייה לירידה של הריבית הנומינלית הקצרה. כשמחשבים את הריבית הממוצעת הצפויה על סמך הציפיות לירידת הריבית הגלומות בשיפוע עקום הריביות של המק"ם (לוח ז'-נ-8), עולה שהריביות הריאליות הצפויות במחצית הראשונה של 1998 היו נמוכות ביותר מנקודת אחוז מהאומדן שמתקבל בחישוב המסורתי (דיאגרמה ז'-4).

נוסף על אומדני האינפלציה משוק ההון (ברוטו ונטו), קיימות תחזיות אחרות לאינפלציה (שגם הן אינן נטולות בעייתיות) – של החזאים הפרטיים ושל המשתתפים בסקרים שונים (כגון בסקר החברות של בנק ישראל), וגם באמצעות ניתן לחשב את הריבית הריאלית הצפויה. ניכרת שונות בין האומדנים לריבית הריאלית, וגם מועדי התפניות בה שונים מאומדן לאומדן, דבר המדגיש את הזהירות הנדרשת בשימוש בהם.

1 במדדים לתנאים אלה בחו"ל כלול גם משתנה שער החליפין.

הבנקים המרכזיים, בדרך כלל, במדיניות זהירה, שהתבטאה בהפחתה איטית של הריבית הנומינלית – במטרה לשמר את הירידה בשיעור האינפלציה – ומדיניות זו השתקפה בעליית הריבית הריאלית לרמות גבוהות יחסית לעבר, לתקופות ממושכות יחסית. האינפלציה עמדה במחצית הראשונה של השנה, כאמור, על שיעור שנתי של כ-4 אחוזים (במונחים שנתיים), לעומת אינפלציה של 7 אחוזים ב-1997 ויעד אינפלציה של 7 עד 10 אחוזים ב-1998. התפתחות זו, וכן ההאטה בכל רכיבי מדדי המחירים לצרכן והצמצום בשורה ארוכה של אינדיקטורים רלוונטיים אחרים בשבעת החודשים הראשונים של השנה, הצביעו על התבססותה של סביבת האינפלציה ברמה נמוכה מאשר בעבר ועל התקרבות מהירה מהמתוכנן ליעד ארוך הטווח של הממשלה – יציבות מחירים לאורך זמן כמקובל במדינות המתועשות. זאת משום שיציבות מחירים יוצרת תשתית לתעסוקה ולצמיחה בת קיימא, ומסייעת להשתלבות מוצלחת בכלכלה העולמית. על רקע זה הציבה הממשלה ב-6 באוגוסט 1998 את יעד האינפלציה ל-1999 בשיעור של 4 אחוזים, וכן הורידה את שיפוע הגבול התחתון של רצועת הניוד של שער החליפין מ-4 ל-2 אחוזים לשנה. החלטות אלה איפשרו לממשלה לבסס את מדיניותה הפיסקלית ואת מדיניות השכר והמחירים על שיעורי אינפלציה צפויים נמוכים. נוסף על כך הציב מיתון השיפוע בפני

פרק ז', שוק הכספים וההון

הפחתת הריבית באוגוסט
והעלייה בציפיות
לאינפלציה התבטאו
בירידה של הריבית
הריאלית.

הלווים והמשקיעים תשתית נכונה יותר להערכת הסיכונים הכרוכים בפעילות במטבע חוץ, דבר שהגביר את יעילותה של המדיניות המוניטרית. בעקבות צעדים אלו הודיע בנק ישראל על הפחתה בת 1.5 נקודות אחוז של הריבית (לאחר שהריבית לאוגוסט כבר הופחתה ב-0.3 נקודת אחוז), לרמה אפקטיבית שמתחת ל-10 אחוזים. הפחתת הריבית הנומינלית באוגוסט והעלייה בציפיות לאינפלציה בעקבותיה התבטאו בירידה בת 3 נקודות אחוז של הריבית המוניטרית הריאלית הצפויה, ובמקביל לכך ירדה התשואה-לפדיון של איגרות החוב הצמודות.

ב. המדיניות המוניטרית מהמחצית השנייה של אוגוסט 1998

בתחילת התקופה השנייה של השנה, לקראת סוף אוגוסט, לאחר שממשלת רוסיה הודיעה חד-צדדית כי לא תפרע את חובותיה לחו"ל, פוחת הרובל, ונרשמו פחותים בארצות רבות – כולל ישראל, שבה פוחת השקל ביחס לסל המטבעות בכ-5 אחוזים. בתחילת אוקטובר נתחדשו הביקושים למטבע חוץ ביתר שאת, ונרשם פחות נוסף של השקל בשיעור של 15 אחוזים, תוך כדי תנודתיות גדולה בשער החליפין.

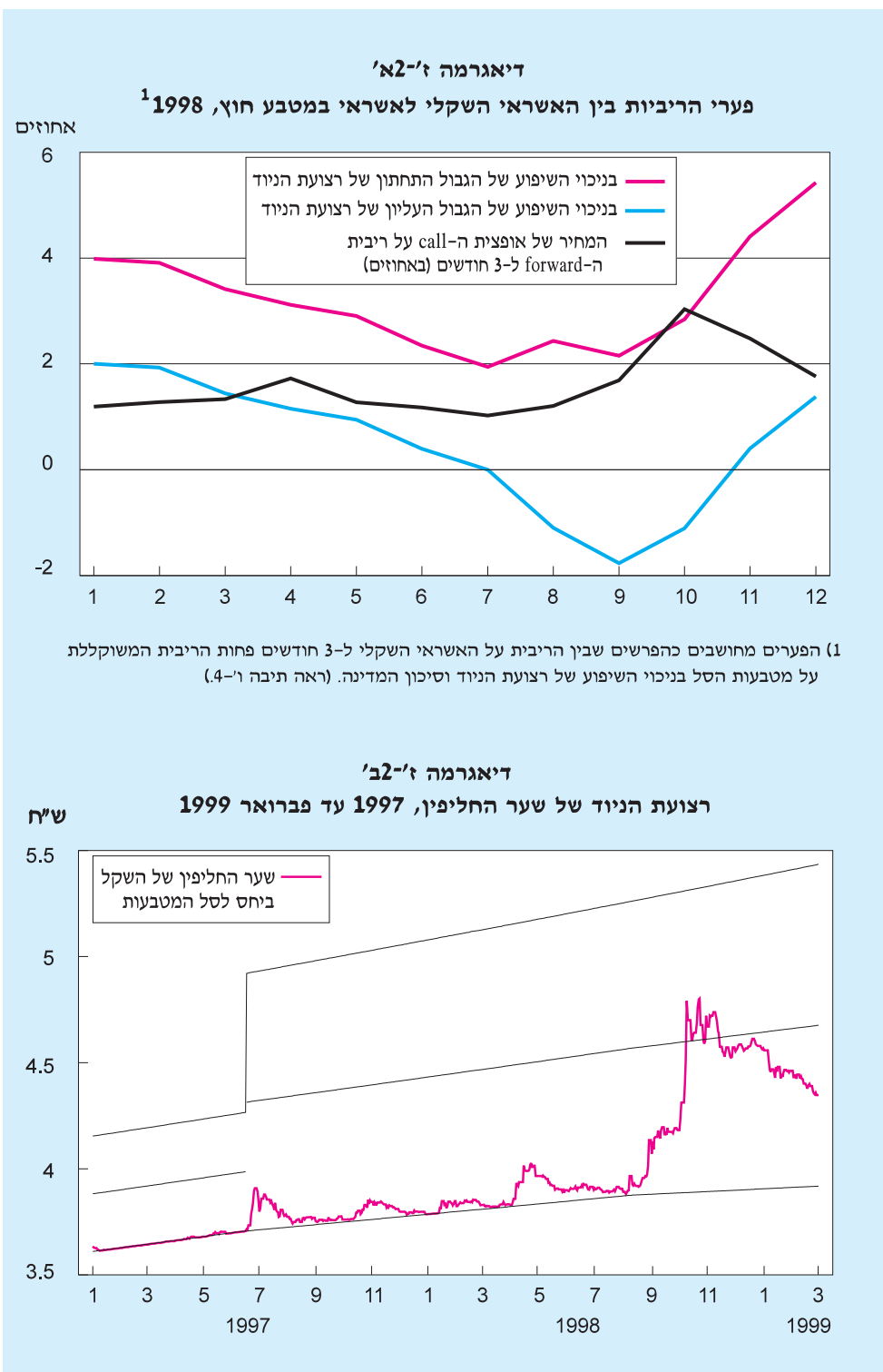
הזעזועים בשוק מטבע החוץ באוגוסט ובאוקטובר הושפעו מההתפתחויות בשוקי העולם: משבר שהחל בתאילנד ביולי 1997 גלש תחילה לארצות אחרות באסיה, ובהמשך – לרוסיה, לדרום אפריקה ולאמריקה הלטינית. משברים אלו הבליטו את העובדה שאומדיהם של רבים מהמשקיעים המערביים בדבר הסיכון הכרוך בהשקעות בשווקים המתעוררים היו אומדני חסר. כשהתפתחו ב-1998 קשיי נזילות בגופים פיננסיים בארצות המפותחות, ולאחר שהבנק המרכזי בארה"ב נחלץ להצלת קרן גידור ענקית, LTCM, אשר היה חשש לקריסתה בסוף ספטמבר, הובלטה עוד יותר החשיפה-לסיכון של המשקיעים ושל הסקטור הפיננסי.⁹

ההתפתחויות אלה העלו את פרמיית סיכון המדינה של מדינות רבות, והביאו, במהלך אוגוסט, לעלייתו של המירווח שבין התשואה על איגרות החוב של ישראל בארה"ב לבין זו של איגרות ממשלת ארה"ב. (ראה פרק ו'). הן תרמו גם למשיכת השקעות פיננסיות של זרים בשווקים מתעוררים רבים – ובכלל זה, מישראל – והדבר הגדיל את הביקוש למטבע חוץ ופעל לירידות מחירים בבורסה בתל אביב. ניכרו גם ביקושים למטבע חוץ מגורמים מקומיים, ביניהם נוטלי אשראי במטבע חוץ, שחששו מהמשך הפיחות. באותה תקופה היו מחזורי המסחר בשוק מטבע החוץ בארץ חסרי תקדים בהיקפם.

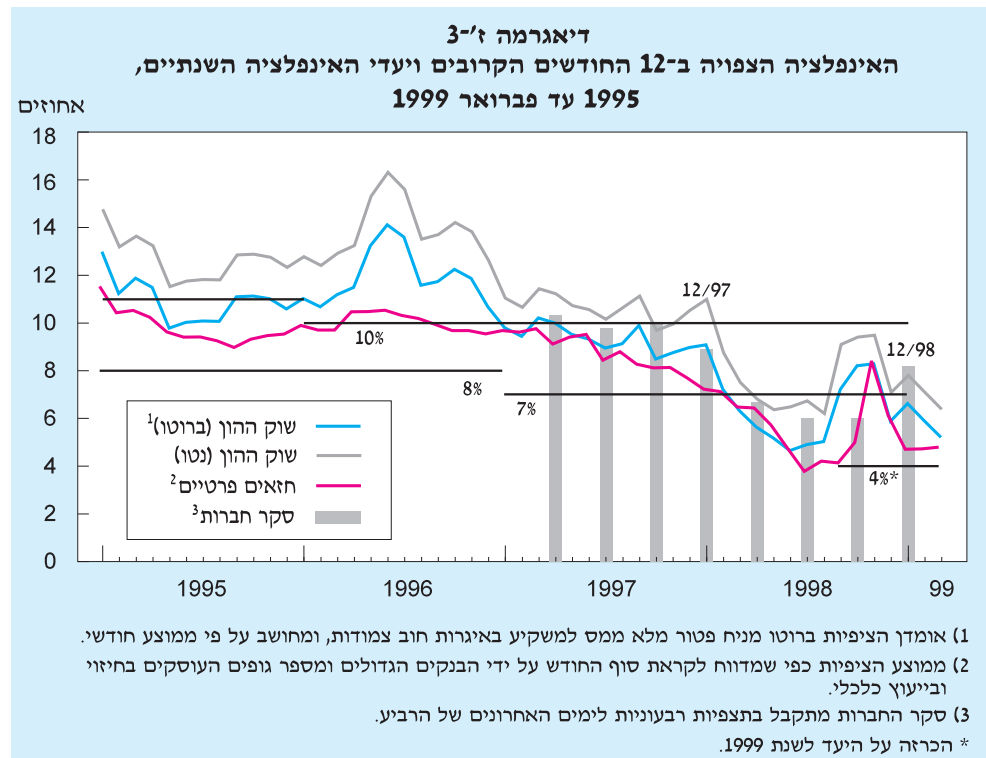
ההתפתחויות בשוק מטבע החוץ הושפעו מהחשיפה המשמעותית של הסקטור העסקי למטבע חוץ. חשיפה זו מגבירה את רגישות הסקטור העסקי לשינוי של שער החליפין, ויכולה, בתנאים מסוימים, להאיץ את עליית שער החליפין, מפני הרצון להקטינה. כן הושפעו ההתפתחויות מהצטמצמות פערי התשואות לעומת חו"ל עם הפחתת ריבית בנק ישראל בתקופה הראשונה של השנה (דיאגרמה ז'-2), אשר הקטינה את הכדאיות של נטילת אשראי זה. הפיחות באוקטובר הושפע כנראה גם מגידול הסיכונים הצפויים בשוק מטבע החוץ: עד לפיחות של סוף אוגוסט נע שער החליפין, במשך שנתיים, סמוך לגבול התחתון של הרצועה, ותנודותיו היו מתונות. הציבור גם לא ציפה, ככל הנראה, לתנודות גדולות בשער החליפין, והדבר משתקף בעלייה הנמשכת של האשראי במטבע חוץ ובמחירים הנמוכים יחסית של המכשירים הנגזרים כנגד מטבע חוץ. בעקבות הפיחות של אוגוסט, שהסתכם בכ-6 אחוזים, גדלו הציפיות לפיחות, והציבור החל בהגדלת משקל

⁹ העובדה שקרן זו נוהלה על ידי מנהלים שאחדים מהם זכו בפרס נובל לכלכלה על עבודתם בהערכת סיכון הבליטה עוד יותר את הבעייתיות.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998



פרק ז', שוק הכספים וההון



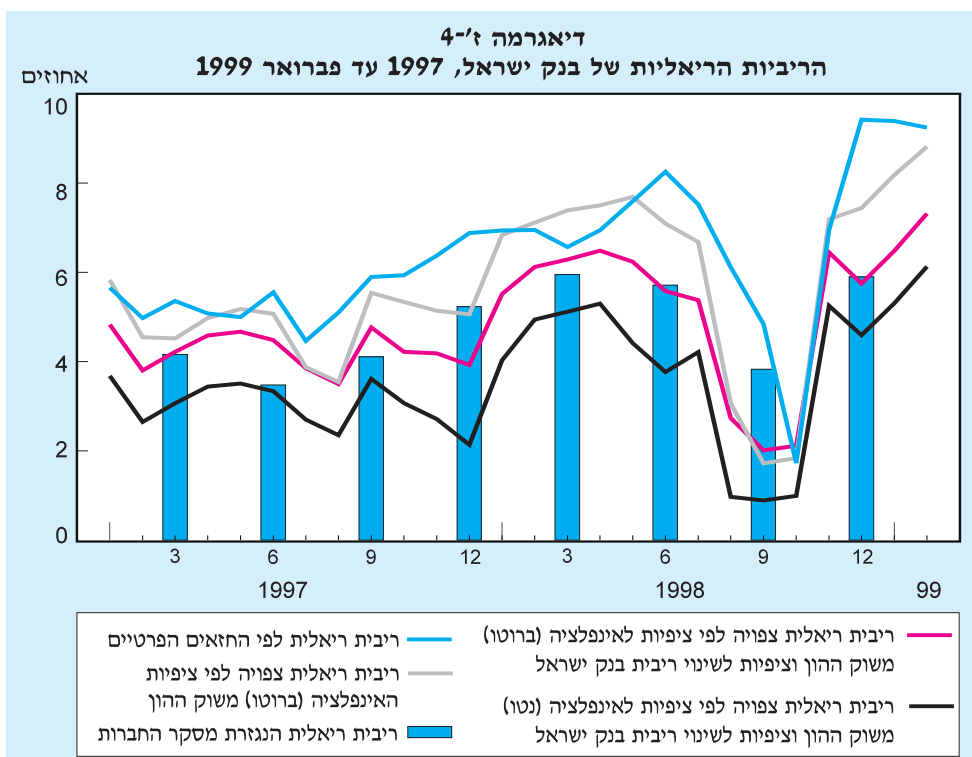
הפיקדונות הצמודים למטבע חוץ והנקובים במטבע חוץ בתיק נכסיו, בהפקדות בקרנות נאמנות המתמחות במטבע חוץ, בהגברת הפעילות בשוק מכשירי ההגנה הפיננסיים, ובהקטנת רכיב האשראי במטבע חוץ בסך האשראי.

בעקבות הפיחות של תחילת אוקטובר, שהיקפו – 15 אחוזים – היה ללא תקדים בשנים האחרונות, וכולו נגרם על ידי כוחות השוק, החל התהליך של עליית מחירים, הציפיות לאינפלציה נסקו, ונוצר חשש שתהליך זה יביא להאצת האינפלציה. כדי למנוע זאת, העלה בנק ישראל את ריבית חודש נובמבר ב-26 באוקטובר, ושוב ב-12 בנובמבר, ב-2 אחוזים בכל פעם. העלאות אלה הביאו לירידת הציפיות לאינפלציה, והן – יחד עם הרגיעה המסתמנת בשווקים בחו"ל – פעלו לירידה מסוימת של שער החליפין. כן הצטמצמה התנודתיות בשוק זה, והדבר התבטא גם בירידת הפרמיות על אופציות מטבע החוץ. בעקבות העלאות הריבית, נבלמה ההאצה בעליית המחירים, וגם הביקושים למטבע חוץ פחתו. בדצמבר 1998 ובינואר ובפברואר 1999 עלו מדדי המחירים לצרכן ב-0.1, ב-0.5 וב-0.8 אחוזים, בהתאמה, והציפיות לאינפלציה ירדו אל מתחת ל-5 אחוזים. התפתחויות אלה מחזקות את ההערכה כי לנחישותה של המדיניות המוניטרית תפקיד מרכזי בהשגת יעדי האינפלציה שקובעת הממשלה.

על רקע פעילותו התקינה של שוק מטבע החוץ, לא התערב בנק ישראל במסחר בשוק, והשפעה על הציפיות לאינפלציה התאפשרה דרך שינוי שיעורי הריבית¹⁰. מדיניות אי-ההתערבות איפשרה לשער החליפין להיקבע על ידי כוחות השוק, תרמה לתמחור נכון

10 השפעה הייתה גם להנפקות איגרות חוב מסוג "גלבע" על ידי הממשלה, שסיפקה חלק מהביקוש לנכסים במטבע חוץ.

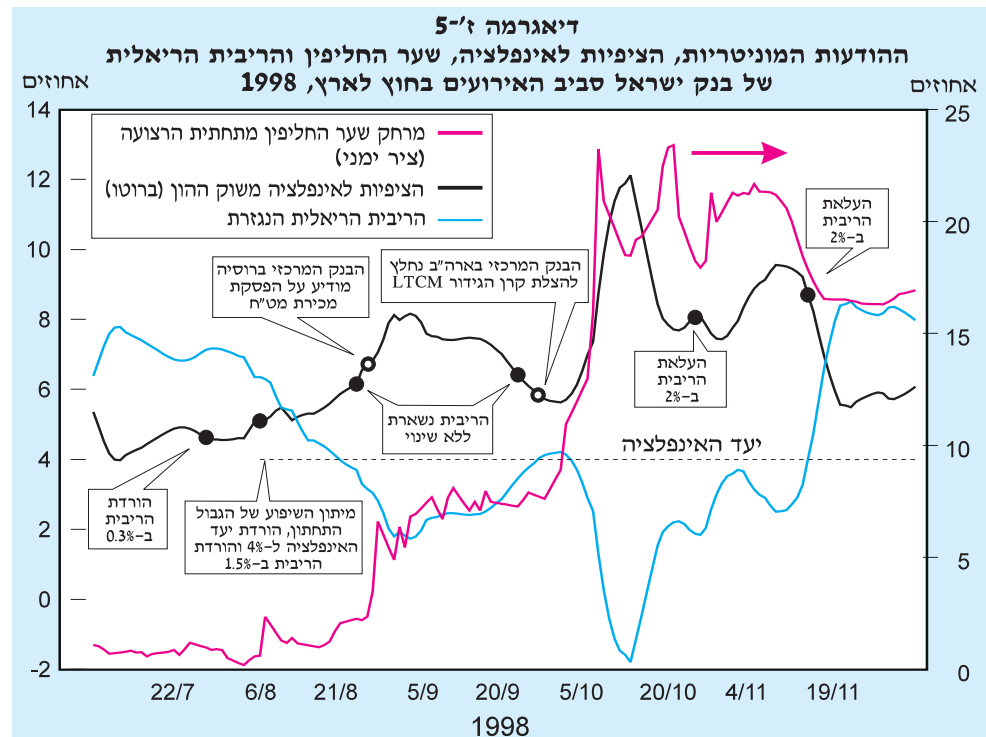
בנק ישראל, דין וחשבון 1998



יותר של הסיכונים הגלומים בפעילות בשוק זה, ובכך סייעה להקטנת פגיעותו של המשק לעזוועים פיננסיים, שמקורם בעיקר בחו"ל. גישה זו מתיישרת גם עם ניסיונם של בנקים מרכזיים רבים בעולם, שלפיו התערבות רצופה ומתמשכת אינה יעילה. אמנם הושמעו טיעונים אשר לפיהם היה רצוי שבנק ישראל יתערב ישירות בשוק מטבע החוץ – אולם הבנק העריך כי התערבות רצופה ומתמשכת כזאת כרוכה בסיכונים גדולים מדי; זאת על רקע הניסיון בארץ ובארצות אחרות, המלמד שהתערבות רצופה ומתמשכת בשוק באמצעות מכירת יתרות עלולה להגביר את אידוודאות ולחזק את הכוחות ליצוא הון ולמתקפה ספקולטיבית, ועל ידי כך לפגוע באמינותו של משטר שער החליפין ולגבות מחיר יקר מקופת המדינה. התוצאות עד כה תומכות בגישה אידוודאות בשוק מטבע החוץ. על רקע ההתמודדות של המדיניות המוניטרית עם הזעזועים באמצעות כלי הריבית, עולה שאלת העיתוי של הפעלת כלי זה. העלייה בציפיות לאינפלציה לנוכח הפיחותים, גידולם של אמצעי התשלום וירידתם של הריבית הריאלית הקצרה ושל פער התשואות כלפי חו"ל (גם עקב עליית פרמיית הסיכון של המדינה) תמכו, לכאורה, על פי ניסיון השנים האחרונות, בהעלאת ריבית מוקדמת (דיאגרמות ז'-2, ז'-3 וז'-5). ההחלטה שלא לשנות את הריבית לאחר פרוץ המשברים עד לסוף אוקטובר נבעה בעיקר מאידוודאות הרבה ששררה באותה עת, וכן מן האפשרות כי עקב הביקושים הממותנים במשק, יתבטאו הפיחותים, שהיו תפנית מן הייסוף הנמשך, בעלייה חדפעמית של רמת המחירים, בלי לפגוע ביכולת להשיג את יעד האינפלציה ל-1999; כן הושפעה ההחלטה שלא לשנות את הריבית מההערכה כי העלייה של הציפיות לאינפלציה גילמה בעיקר עלייה בפרמיית הסיכון שדורשים המשקיעים בניירות ערך לאינפלציה עבור הסיכון האינפלציוני: מאחר שנראה כי פרמיית הסיכון עלתה עקב ההתרחשויות בעולם, ייתכן שהציפיות מנוכות

בנק ישראל לא התערב
במסחר בשוק מטבע
החוץ, והשפעה על
הציפיות לאינפלציה
התאפשרה דרך הריבית.

פרק ז', שוק הכספים וההון



הפרמיה לא עלו באותה מידה! רק כשהתברר בוודאות כי נוצר סיכון אמיתי לסחף של עליות מחירים, שהיו עלולות להפוך לסביבת אינפלציה גבוהה, העלה בנק ישראל את ריבית חודש נובמבר.

ג. המיצרפים המוניטריים, האשראי, וההשפעות של גירעון הממשלה

אחד הערוצים שדרכם משפיעה ריבית בנק ישראל על האינפלציה הוא תוואי התפתחותם של אמצעי התשלום (1) העלאת הריבית מקטינה את קצב גידולם של אמצעי התשלום, וזה פועל בפגור של מספר רביעים, להאטת קצב עלייתם של המחירים. מסיבה זו M_1 הוא המיצרף המוניטרי העיקרי המשפיע על מדיניות בנק ישראל. אמצעי התשלום עלו השנה ב-12 אחוזים (במשך השנה וגם במוצע), קצב גידול העולה על זה של התוצר הנומינלי, והדבר משקף בחלקו גידול של הביקוש לאמצעי תשלום ולכן אינו יוצר בהכרח לחץ אינפלציוני. ההתפתחות על פני השנה לא הייתה אחידה: במחציתה הראשונה היה הגידול איטי. לאחר שירדה הריבית הנומינלית, גדלו אמצעי התשלום בקצב חודשי של 3 אחוזים ברביע השלישי, אולם הספיגה אחרי העלאת הריבית בנובמבר קיזזה חלק מההתרחבות (לוחות ז'-נ' 1 וז'-נ' 6).

סך הנכסים השקליים הלא-צמודים, M_2 שמורכבים מאמצעי התשלום, ובעיקר מהפיקדונות השקליים הלא-צמודים, התרחב במשך שנת 1997 בכ-18 אחוזים (היתרה

ההתרחבות באמצעי
התשלום אינה יוצרת
בהכרח לחץ אינפלציוני.

1 והשערה זו עולה בקנה אחד עם אי-העלייה בתחזיות לאינפלציה שפרסמו החוזאים המקצועיים. עם זאת, גם עלייתה של פרמיית הסיכון רמזה על ציפייה לתנודתיות גדולה באינפלציה ולהגברת סיכוני שער החליפין (שהתבטאה במחירי האופציות – דיאגרמה ז'-2). התפתחויות שהעלו את ההסתברות להאצת האינפלציה בהמשך.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

הממוצעת – ב־22 אחוזים), שיעור שהוא אמנם נמוך מאשר בשנים קודמות, אך עדיין גבוה מזה של התוצר הנומינלי, והדבר מצביע על ביקוש הולך וגדל לנכסים אלו, על רקע הירידה הנמשכת בסביבת האינפלציה. קצב ההתרחבות לא היה אחיד במשך השנה, וברביע האחרון שלה, עם השפעת הזעזועים מחו"ל על השווקים בארץ, פסק הגידול. M3 – הסכום של M2 הפיקדונות במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ – גדל השנה ב־21 אחוזים (במונחי שקלים). הפיקדונות במטבע חוץ והצמודים לו גדלו השנה בכ־20 אחוזים במונחי דולרים ובכ־40 אחוזים במונחי שקלים. הגידול הדולרי התרכז בתקופה השנייה של השנה, והגידול החד ביותר היה בספטמבר, לפני הפיחות הגדול; אז גדלו במיוחד הפיקדונות השקליים הצמודים למטבע חוץ. מאחר שרכישתם אינה כרוכה בעמלות חליפין, והריבית המשולמת עליהם נמוכה, החזקתם כדאית לתקופות קצרות לשם הגנה מפחות; מכאן שגידולם רמז, ככל הנראה, על הסתברות גדלה לפחות.

הגידול של סך הנכסים השקליים הלא־צמודים מצביע על ביקוש הולך וגדל לנכסים אלו.

האשראי הבנקאי התרחב במהלך השנה בשיעור של 14 אחוזים, בדומה לאשתקד. קצב גידולו של האשראי הנקוב במטבע חוץ או הצמוד למטבע חוץ ירד השנה, ובמונחי דולרים הוא עלה ב־6 אחוזים בלבד (לוח ז'–נ' 2). בגלל הפיחות של השקל, היה גידולו של אשראי זה במונחי שקלים רב הרבה יותר – 26 אחוזים – וגם משקלו בסך האשראי המשיך לגדול ל־32 אחוזים. בחודשיים האחרונים של השנה, לאחר הפיחות של אוקטובר, ירד האשראי במטבע חוץ (במונחי דולרים) עקב גידול הסיכון היחסי של שער החליפין.

לאחר הפיחות באוקטובר ירד האשראי במטבע חוץ, עקב גידולו של הסיכון.

הגירעון המקומי של הממשלה בתוספת גירעון הסוכנות הסתכם בשנת 1998 ב־3.7 אחוזי תוצר. (ראה פרק ה'). 43 אחוזים ממימון הגירעון התקבלו ממכירת חברות ממשלתיות ומהקטנת האשראי נטו, 33 אחוזים התקבלו ממכירת איגרות חוב חדשות של הממשלה (מעבר לפדיונות של איגרות ישנות), והשאר כוסה על ידי הזרמה של הממשלה, שחלקה נגזר מן היתרה בחשבון השוטף ומתנועות ההון של הממשלה (לוחות ז'–נ' 4 וז'–נ' 5).

בהינתן הזרמת הממשלה והמרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי, קובע בנק ישראל את היקף הספיגה (או ההזרמה) שלו כך שהשינוי הרצוי על ידי הציבור בבסיס הכסף יסופק ברמת הריבית שנקבעה. הכלים שבאמצעותם בנק ישראל משפיע על בסיס הכסף הם הפיקדונות של הבנקים בבנק ישראל, ההלוואה המוניטרית, המק"ם וההחלף. בשנת 1998 עלה בסיס הכסף בשיעור קטן מאוד (0.1 אחוז תוצר)¹², לאחר התרחבות מהירה ב־1997 וב־1996. הגידול המתון השנה נגזר מהספיגה ברביע האחרון לאחר עליית הריבית בנובמבר.

חלק מהספיגה השנה בוצע באמצעות המק"ם, שיתרותיו גדלו ב־14 אחוזים. חלק אחר בוצע באמצעות מכרו הפיקדונות שהציע הבנק לתאגידים הבנקאיים, אולם חלק זה קטן בהרבה מאשר בשנת 1997; אז הוא שימש כלי עיקרי גם לספיגת המרות מטבע החוץ הגדולות, ואילו השנה הצטמצמו המרות אלו מאוד, שכן לא היה צורך בהתערבות בנק ישראל להגן על גבולות רצועת הנייד. השנה עלה מלאי הפיקדונות מ־33 מיליארדי ש"ח ל־40 מיליארדים, והם המשיכו להתקצר, כך שיותר ממחציתם היו לשבוע או ליום. שינויים בהלוואה המוניטרית ובהחלף, שהיקפיהם קטנו מאוד בשנים האחרונות, פעלו לספיגה מסוימת.

חלק מהספיגה בוצע באמצעות מכרז הפיקדונות, אולם חלק זה קטן בהרבה מאשר ב־1997.

¹²אף שיתרת בסיס הכסף על פי מאזני סוף השנה כמעט לא התרחבה, השינוי שבין הרמה הממוצעת בדצמבר 1998 לזו של דצמבר 1997 (בניכוי הגידול הטכני שנגזר מהחלת חובת הניזלות על פיקדונות מטבע החוץ מינואר 1998) עמד על 19 אחוזים.

פרק ז', שוק הכספים וההון

3. הנכסים הפיננסיים והרכוש

א. תיק הנכסים הפיננסיים

"תיק הנכסים הפיננסיים" נאמד בסוף 1998 ב־797 מיליארדי ש"ח, ולו שני רכיבים בעלי משקלות כמעט זהים – "הנכסים לזמן קצר", שכוללים את המיצרפים המוניטריים, האיגרות והמניות, המוחזקים ישירות בידי הציבור או באמצעות קרנות נאמנות, ו"הנכסים לזמן ארוך" (לוח ז'-נ'-13). הנכסים לזמן ארוך הם פיקדונות הפיצויים, תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים וההשקעות בקרנות הפנסיה, בביטוח חיים ובקופות הגמל וההשתלמות. מרבית הנכסים הפיננסיים פטורים ממס (תיבה ז'-2).

תיבה ז'-2: מיסוי הנכסים הפיננסיים בישראל

במשך השנים עלו הצעות לבטל עיוותים במיסוי שוק ההון. השנה, למשל, עלתה דרישה למסות השקעות פיננסיות בחו"ל בנימוק שיש למנוע עיוות: ההשקעות הפיננסיות בארץ חייבות באופן סטטוטורי במס, בעוד שההכנסות השוטפות מהשקעות בחו"ל, שהותרו למשקי הבית לאחר מאי 1998, פטורות ממס (כל עוד הן אינן "מתקבלות" בישראל). ב־1994 עלתה הצעה להטיל מס על רווחי הון בבורסה, בטענה שרווחי הון אחרים מחויבים במס. בפועל, פערי המיסוי בין הנכסים הפיננסיים קטנים יחסית, שכן אף ששיעורי המס הסטטוטוריים של הריביות, הדיבידנדים ורווחי ההון נעים בין 25 עד 50 אחוזים – הרי בגלל הפטורים השונים המס האפקטיבי שמשלמים משקי הבית ישירות קרוב מאוד לאפס¹:

הנכס הפיננסי	אומדן המשקל בתיק הנכסים הפיננסי של משקי הבית (אחוזים)	אומדן שיעור המס הממוצע (אחוזים)
פח"ק, פז"ק ומק"ם	16	0
פיקדונות במט"ח	4	11
אג"ח סחירות	3	18
מניות	6	16
פיצויים ותכניות חסכון	19	0
פנסיה, גמל וביטוח	53	0
המס המשוקלל		1.4

(1) המס על הפיקדונות במטבע חוץ הוא שקלול של שיעורי המס שמשלמים בעלי פטור מקומיים ואחרים (על פי יתרות סוף 1997). המס על איגרות החוב הוא אומדן של המס המשוקלל על האיגרות הלא צמודות (שהמס עליהן אפס) ועל האיגרות הצמודות, שחייבות במס (על פי יתרות סוף 1997). המס על המניות מחושב בהנחה שרבע מהרווח הנקי מחולק כדיבידנד.

1 יש לזכור שהמס על ההון הפרטי בישראל איננו מצטמצם למס שמשולם ישירות על ידי מחזיקי הנכסים הפיננסיים, ויש להוסיף עליו את מס החברות, מס רווחי הון (בחברות לא בורסאיות), מס שבח, היטל שבח ועוד. בחישוב הכולל, ברור אפוא, שהמס על ההון גבוה הרבה.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

ניתן לומר שפערי המס בין הנכסים הפיננסיים המקומיים השונים אינם גדולים, ומצטמצמים לקבוצה קטנה יחסית של נכסים שחייבת במס. לכן אין זה ברור שנדרשת הטלת מסים כדי לצמצם פערים. יתר על כן, המלצות מיסוי מסוימות שהוצגו בשנים האחרונות תפעלנה דווקא להעמקת הפערים, משום שלפיהן גדל המס על החיסכון לזמן קצר, ואילו הפטורים לקופות הגמל, לתכניות לביטוח חיים ולקרנות הפנסיה נשמרים; זאת אף על פי שהממשלה כבר מסבסדת את החיסכון במוסדות אלו, בהכירה בהפקדות בהן לצורך מס, ואילו המשיכות מהן פטורות. נוסף על כך, מונפקות לתכניות הביטוח ולקרנות איגרות מיועדות, וקרנות הפנסיה נהנות מהתחייבות אקטוארית לכסות את ההטבות שניתנו. התוצאה המצטברת של ההטבות היא, שהחיסכון לזמן ארוך זוכה להעדפה גורפת ביחס לחיסכון לזמן קצר, מעבר למקובל בארצות מפותחות רבות, כך שספק אם יש לפעול להרחבה נוספת של ההעדפה.

עם זאת, קיימת אפליית מס בין השקעה בנכסים מקומיים לזמן קצר, שחלקם פטור ממס, לבין השקעה בנכסי חו"ל, שמחויבים במס רווח הון. פער דומה קיים בין השקעותיהם השונות של המשקיעים המוסדיים, שכן רווחיהם השוטפים בחו"ל חייבים במס, בעוד שהשקעותיהם המקומיות פטורות, ומסיבה זו הם אינם מנצלים את תקרות ההשקעה הצנועות שקבעה הממשלה להשקעה בחו"ל. עובדות אלו מצמצמות את האפקטיביות של הליברליזציה.

תיק הנכסים, מנוכה במדד המחירים לצרכן, עלה השנה בכ־5 אחוזים, כתוצאה של גידול היצע הנכסים, בעוד שערכם הריאלי של הנכסים נשחק, עקב ירידת מחיריהן של איגרות החוב והמניות. במהלך השנה תרמו השינויים בסביבת האינפלציה, בשיעורי הריבית ובשער החליפין וההתפתחויות בבורסה להתאמת התיק: משקל הנכסים הצמודים והמניות ירד השנה (ל־44 ו־19 אחוזים מהתיק בהתאמה)¹³, אף שהצמודים עלו ברביע השלישי, והמניות – ברביע השני. משקלם של הנכסים במטבע חוץ גדל (10 אחוזים מהתיק) עקב הפיחות, ותרמה לכך גם הנפקתן של איגרות חדשות צמודות למטבע חוץ. גם משקל הנכסים השקליים בתיק גדל (ל־26 אחוזים), אך בקצב נמוך מאשר בשנים הקודמות: קצב ההתרחבות לא היה אחיד, וברביע האחרון היא פסקה.

גידולו של משקל הנכסים הקצרים הלא־צמודים בשנים האחרונות הושפע מהמדיניות המוניטרית, שכן הירידה של הציפיות לאינפלציה הורידה את הסיכון הכרוך בהשקעה בניירות השקליים, והגבירה את הביקוש. גם עלייתן של הריביות הריאליות הצפויות בנכסים אלו תרמה להגברת הביקושים. כן השפיע השינוי במדיניות מיחזור החוב, שכן חלקם של הניירות הלא־צמודים בהנפקות הממשלה גדל מאוד¹⁴. אף שמשקלם של הנכסים

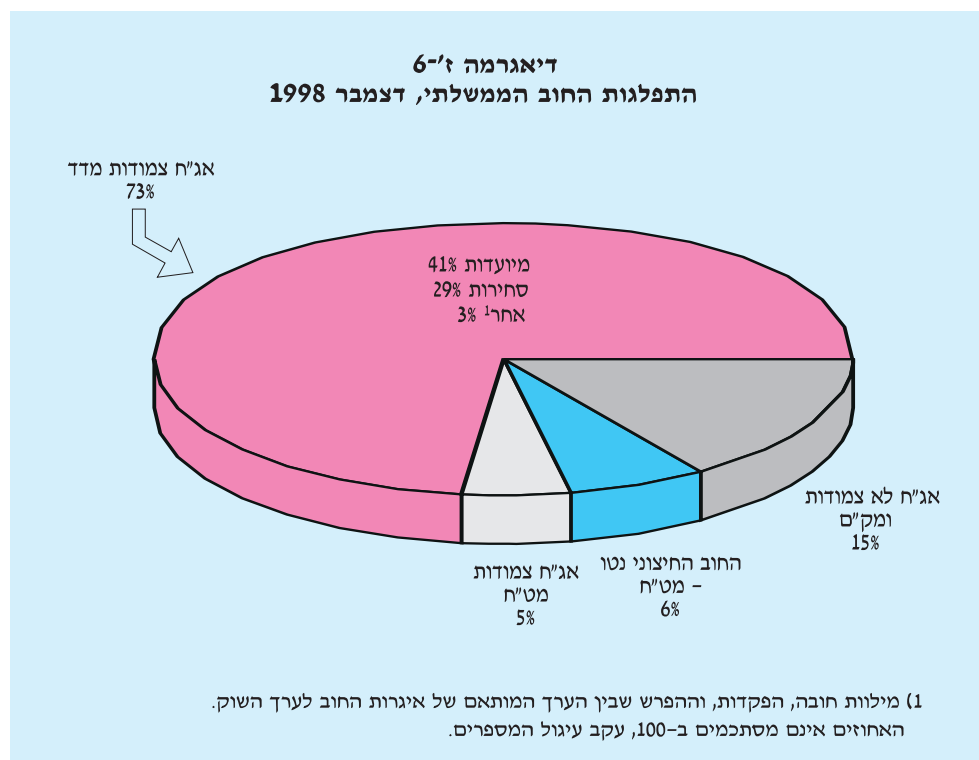
משקלם של הנכסים
במטבע חוץ גדל, עקב
הפיחות ועקב הנפקתן של
איגרות חדשות צמודות
למטבע חוץ.

מבנה החוב של הממשלה
מצביע על חשיפה מועטה
יחסית לסיכונים.

3 והמניות בתיק הנכסים מוגדרות כך שהן אינן מנוכות מניות בבעלות זרה ומניות בספירה כפולה. (בעניין זה ראה הערה ללוח ז'–2.) ולכן משקלן בתיק הנכסים כמפורט בלוח ז'–ג'–13 הוא אומדן יתר לחשיבותן האמיתית.

14 במקביל הוארך במשך הזמן הטווח־לפדיון בהנפקותיהן של איגרות חוב לא צמודות של המדינה – עד ל־5 שנים.

פרק ז', שוק הכספים וההון



הקצרים ביחס לתוצר נמוך בהשוואה למדינות המפותחות, העלייה הנמשכת והתקצרות טווח החיסכון העלו את החשש שפגיעותו של המשק לזעזועים גדלה. כנגד זאת, מצביע מבנה החוב של הממשלה על חשיפה מועטה יחסית לסיכונים, שכן הטווח הממוצע עדיין ארוך יחסית, ומשקלו של החוב הצמוד למטבע חוץ אינו גבוה בהשוואה לארצות אחרות, למרות הגידול השנה (דיאגרמה ז'-6).

ב. הרכוש

הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי נאמד בסוף שנת 1998 בכ-1.1 טריליוני ש"ח (לוח ז'-14). רכוש הציבור מתחלק לרכוש פיסי (78 אחוזים), הכולל בתי מגורים, מוצרים בני קיימא ומלאי נכסים קבועים ושוטפים לשימוש הסקטור העסקי – ולרכוש פיננסי¹⁵. הרכוש הפיננסי מוחזק בידי הציבור כתביעה מן הבנקים, מן הממשלה (החוב הפנימי) ומגופים בחו"ל, בניכוי ההתחייבויות לגורמים אלו.

בשנת 1998 גדל הרכוש של הציבור בכ-6 אחוזים, ריאלית, שיעור נמוך במקצת לעומת 1997. בניכוי השפעתם של שינויי המחיר היחסיים, עולה ששיעור גידולו של הרכוש הוא כ-4.5 אחוזים, וזאת לעומת עלייה של כ-6.5 אחוזים בשנת 1997¹⁶. ירדו קצבי הגידול (בניכוי המחירים היחסיים) הן של הרכוש הפיסי – ירידה שכולה בהשקעות במבנים ובמלאי – והן

קצב הגידול של הרכוש
הפיסי הואט.

¹⁵ והמלאי שברכוש כולל השנה לא רק את המלאי בענפי התעשייה אלא את המלאים בכל ענפי המשק.
¹⁶ והמקורות לגידולו של הרכוש מורכבים מהחיסכון הנקי, השקעות מחו"ל ומענקי הון נטו של המדינה. מאחר שלא ניכרת ירידה בסעיפים אלו במצטבר, הירידה בקצב הגידול של הרכוש מיוחסת לטעויות והשטות בחשבונאות הלאומית ולטעויות באומדני המחירים היחסיים של הנכסים וההתחייבויות.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

של הרכוש הפיננסי הנקי. האטת גידולו של הרכוש הפיננסי התבטאה בירידה של שיעורי הגידול הן בנכסים הפיננסיים והן בהתחייבויות. הירידה בקצב הגידול של ההתחייבויות נובעת בחלקה מהאטת הפעילות בענף הבנייה¹⁷ ומירידת היקפן של משכנתאות חדשות. לעומת זאת דמה שיעור הגידול של האשראי¹⁸ לזה של 1997, אף שניכרו שינויים ברכיבי הגידול: שיעור גידולו של האשראי השקלי הלא-צמוד היה גבוה יותר מאשר ב-1997, האשראי הצמוד למדד עלה כמו ב-1997, ואילו שיעור הגידול של האשראי במטבע חוץ ירד השנה (במונחי דולרים, לוח ז'-נ'-7). עם זאת המשיך לגדול משקלו של האשראי במטבע חוץ, בגלל הפיחות; הוא הגיע ל-32 אחוזים בממוצע (לוח ז'-3), ובכך חזר לרמה של תחילת 1987.

לוח ז'-3

העלות בפועל של האשראי וההתפלגות לפי סוגי ההצמדה, 1985 עד 1998

1998													
ב	א	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1991	1989	1987	1985		
(מונחים שנתיים, אחוזים)												הריבית הריאלית	
11.1	8.4	9.8	8.4	5.6	8.1	2.1	4.4						העלות המשוקללת
3.2	13.5	8.2	12.7	11.2	13.3	4.0	5.8						האשראי הלא־צמוד
6.5	4.4	5.4	6.1	5.6	4.6	3.9	4.2						האשראי הצמוד למדד
23.2	6.8	13.3	4.8	-3.3	0.5	-8.1	-1.9						האשראי הצמוד למטבע חוץ
(מונחים שנתיים, אחוזים)												הריבית הריאלית במונחי מחירי התוצר העסקי	
10.0	6.0	8.0	7.1	7.0	9.8	6.5	7.1						העלות המשוקללת
2.1	10.9	6.4	11.3	12.7	15.0	8.4	8.6						האשראי הלא־צמוד
5.4	2.1	3.7	4.8	7.1	6.3	8.3	7.0						האשראי הצמוד למדד
21.9	4.4	11.5	3.6	-2.0	2.0	-4.2	0.7						האשראי הצמוד למטבע חוץ
(ממוצע תקופתי, אחוזים)												התפלגות האשראי החופשי	
33	33	33	33	37	42	48	47						האשראי הלא־צמוד
36	36	36	36	35	34	33	31						האשראי הצמוד למדד
32	31	31	31	28	24	19	22	22	19	28	65	האשראי הצמוד למטבע חוץ	
												משקל ההתחייבויות הצמודות	
30	29	29	29	26	24	21	21	25	30	39	55	משקל מטבע החוץ בהתחייבויות ¹	

(1) ההתחייבויות כוללות את האשראי החופשי והתחייבויות אחרות לבנקים, לחו"ל ולממשלה, ובתוכן המשכנתאות, אשראי הספקים, האשראי הישיר מחו"ל והאשראי המכוון (לא כולל אשראי במטבע ישראלי צמוד למטבע חוץ לפני 1993).

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, הפיקוח על הבנקים ועיבודים של מחלקת המחקר.

על פי הוראות הפיקוח על הבנקים מוטלים קנסות על בנקים שבהם משקל ההתחייבויות של ענף הנדל"ן גדל יתר על המידה. כתוצאה מכך, מקורות המימון שעמדו בפני הענף הצטמצמו – דבר שתרם בטווח הקצר להאטה בענף, אף שמטרתו לשמר את חוסנה של המערכת הפיננסית ולעודד צמיחה ארוכת טווח.

18 אשראי זה אינו כולל משכנתאות והתחייבויות מסוימות אחרות של הציבור.

פרק ז', שוק הכספים וההון

העלות המשוקללת
בדיעבד של האשראי
נאמדת השנה בכ"ט 9.8
אחוזים, ריאלית.

העלות המשוקללת בדיעבד של האשראי – הצמוד למדד, הצמוד למטבע חוץ (או במטבע חוץ) והשקלי – משפיעה על הכנסותיהם של משקי הבית והפירמות, ובעקיפין – על הצריכה ועל ההשקעה. עלות זו נאמדת השנה בכ"ט 9.8 אחוזים, ריאלית, במונחים שנתיים, לעומת 5.6 ו-8.4 אחוזים ב"ט 1996 וב"ט 1997, בהתאמה. יחסית למחיר התוצר העסקי, נאמדת העלות השנתית ב"ט 1998 8.0 אחוזים. למרות הפיחות שנרשם בשער החליפין השנה, הייתה העלות המצטברת ללווים שנטלו אשראי שקלי החל מ"ט 1995 גבוהה מאשר לאלה שנטלו אשראי במטבע חוץ (לוח ז'-3). עלותו הגבוהה יחסית של האשראי השקלי (וכן ירידת משקלו בסך האשראי) משקפת במידה מסוימת את העובדה שהפערים בין הריביות השקליות הדביטוריות לקרדיטוריות גדולים מן הפערים באפיקים הצמודים למדד ולמטבע חוץ.

בחמש השנים האחרונות
ירד משקל האשראי
השקלי, בעוד שמשקל
הנכסים השקליים עלה.

בחמש השנים האחרונות, ירד משקל האשראי השקלי מ"ט 47 ל"ט 33 אחוזים, בעוד שמשקל הנכסים השקליים בסך הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור (למעט מניות) עלה מ"ט 14 עד "ט 33 אחוזים. כיוון שהאשראי/הנכסים הפיננסיים של הציבור הם נכסים של/תביעות מן המדינה או מערכת הבנקים, ומערכת הבנקים מנועה מנטילת פוזיציות משמעותיות – מתבטאות ההתפתחויות האמורות בהרכבו של החוב הלאומי: בחוב הממשלתי הסחיר גדל החלק הלא-צמוד בתקופה זו מ"ט 1.7 מיליארד ש"ח ל"ט 30 מיליארדים (לוח ז'-נ"8), וגם במאזן בנק ישראל, עלו ההתחייבויות השקליות – פיקדונות הבנקים והמק"ם (שהן חלק מהחוב הלאומי) – מסכום של כ"ט 6 מיליארדי ש"ח לכ"ט 64 מיליארדים, ובמקביל לכך ירד נכס ההלוואה המוניטרית כמעט לאפס, ויתרות מטבע החוץ גדלו בכ"ט 16 מיליארדי דולרים.¹⁹

4. איגרות החוב

איגרות החוב הצמודות
למדד הניבו תשואה
שלילית.

איגרות החוב, שמוחזקות גם באופן ישיר על ידי הציבור, אך בעיקר דרך המוסדות הפיננסיים, מתחלקות לאיגרות סחירות, שהנפיקו בעיקר הממשלה וגם הפירמות, ואיגרות מיועדות, הכוללות ניירות לא סחירים שהנפיקה הממשלה בעבר לקופות הגמל, וניירות שהיא הנפיקה בעבר וממשיכה להנפיק גם כיום לקרנות הפנסיה, ולתכניות לביטוח חיים שנפתחו לפני 1992 (לוחות ז'-2, ז'-נ"8)²⁰: האיגרות המיועדות, שערכן עלה השנה ב"ט 3 אחוזים, צמודות כולן למדד המחירים לצרכן, והן מסובסדות, בהיותן נושאות ריבית גבוהה מריבית השוק!²¹ לעומתן, 70 אחוזים מהאיגרת הסחירות הן צמודות למדד המחירים לצרכן, 12 אחוזים הן איגרות חוב צמודות למטבע חוץ והיתר – ניירות לא-צמודים. משקלן של איגרות החוב הלא-צמודות בתוך הסחירות המשיך לעלות, והגיע כמעט ל"ט 19 אחוזים השנה, לעומת 3 אחוזים בלבד בסוף 1994. עם זאת, קצב גידולו הואט מאוד בשנתיים האחרונות. משקלן של האיגרות הצמודות למטבע חוץ הוא הגבוה ביותר מאז 1986, ועלייתו נובעת גם מהנפקתן של איגרות חדשות, במיוחד ברביע האחרון של השנה, וגם מעליית המחיר של מלאי האיגרות. התשואה הכוללת של איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ הייתה השנה 12 אחוזים, ריאלית. לעומתן הניבו איגרות החוב הצמודות למדד תשואה

¹⁹ העלייה של יתרות מטבע החוץ קשורה למשטר שער החליפין: פערי ריביות גבוהים חייבו את הבנק המרכזי בשנים האחרונות, עד 1998, לרכוש מטבע חוץ ולמכור פיקדונות שקליים, כדי להגן על הגבול התחתון של רצועת שער החליפין.

²⁰ התכניות הישנות מחזיקות כ"ט 70 אחוזים מסך נכסי תכניות הביטוח.

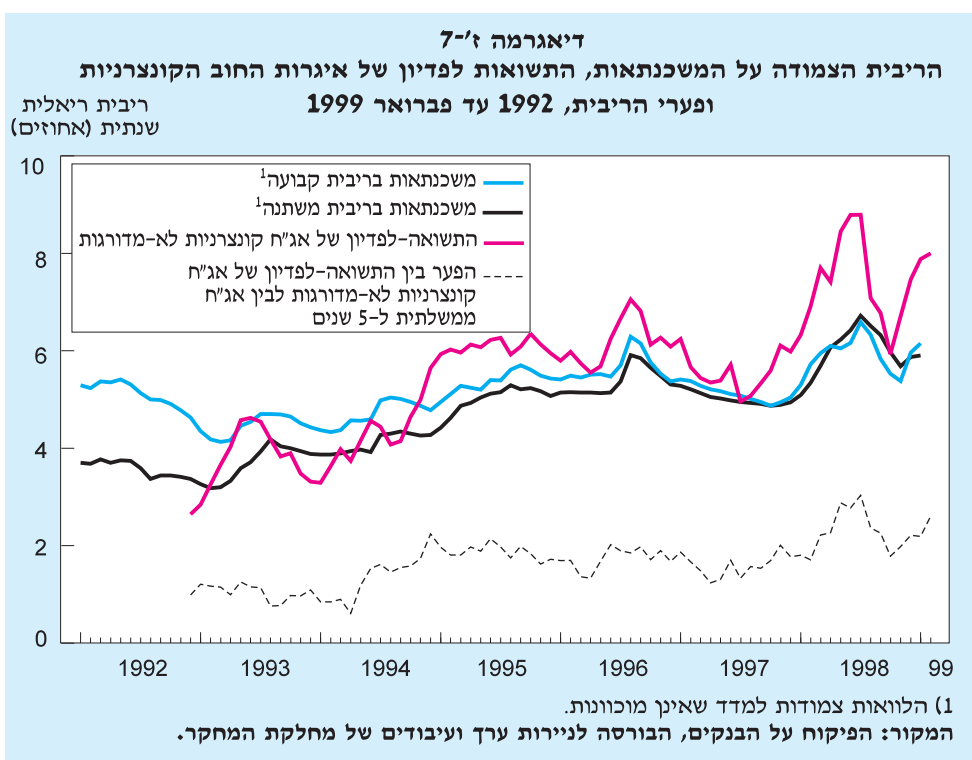
²¹ עם זאת מידת הסבסוד ירדה בשנים האחרונות, לאחר שעלו הריביות הריאליות.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

שליטת עקב הפסדי הון שעלו על תקבולי הריבית, ואילו התשואה של האיגרות הלא-צמודות עמדה על 3 אחוזים. התשואות הריאליות בשוק איגרות החוב (למעט הצמוד למטבע חוץ) נפלו בדרך כלל השנה מהתשואות בארצות המערב.

הריביות הריאליות של איגרות החוב הממשלתיות הצמודות למדד היו השנה – להוציא את התקופה מיולי עד אוקטובר, שבה עלו מחירי איגרות החוב – גבוהות מאשר בשנת 1997²² בקצרות שבהן הגיעה התשואה לפדיון ל-6.5 אחוזים, ובארוכות – ליותר מ-5 אחוזים. במקביל עלו גם הריביות הריאליות של ההתחייבויות הצמודות האחרות, ביניהן הריביות על המשכנתאות והתשואות לפדיון של איגרות החוב הקונצרניות (דיאגרמה ז'-7). ממצאים קודמים מראים שעלייה של הריביות הריאליות פועלת לצמצום ההשקעות בטווח הקצר. השנה ירדו בעיקר ההשקעות בבנייה למגורים ובמלאים; מרבית הירידה בבנייה לא הייתה קשורה למדיניות המוניטרית (פרק ב').

עלייה של הריביות
הריאליות פועלת לצמצום
ההשקעות בטווח הקצר.



הריביות הריאליות הארוכות עלו השנה כתוצאה מארבעה גורמים: (א) עליית הריבית הריאלית הקצרה בעקבות פעולתה של המדיניות המוניטרית – ועמה הציפייה, המשתקפת גם בעקום הריביות, למדיניות דומה בעתיד; (ב) הרחבת הגירעון המקומי ועליית היחס שבין החוב לתוצר, גידולה של ההוצאה הציבורית בשיעור גבוה מזה של התוצר, ועמם אי הוודאות לגבי התוואי העתידי של המשתנים הפיסקליים; (ג) העלייה בפער הריבית בין

22 לאחר ה-6 באוגוסט, ירדו הריביות הריאליות – הקצרות והארוכות – וביטוי לכך נמצא כבר ביום המסחר שאחרי ההודעה על הפחתת הריבית: בו נסקו מחיריהן של איגרות החוב הצמודות ב-2.5 אחוזים, שיעור השינוי היומי החד ביותר מאז 1990. הריביות הריאליות על איגרות החוב המשיכו לרדת גם בהמשך החודש.

פרק ז', שוק הכספים וההון

ישראל לחו"ל בעקבות הזעזועים בחו"ל; (ד) הירידה של יבוא ההון, משום שירידת ההשקעות הפיננסיות מחו"ל הייתה גדולה יותר מעלייתן של ההשקעות הריאליות ממנו, דבר שהביא להצטמצמות מקורות המימון שעמדו בפני היזמים. לעומת גורמים אלו פעלה להורדת הריביות הריאליות התמתנות הביקוש לאשראי לשם מימון ההשקעות. בשנת 1998, עקומי הריביות של איגרות החוב הצמודות היו בדרך כלל בעלי שיפוע יורד מתון (לוח ז'-נ'-8): הריביות על ניירות הערך הארוכים יותר היו נמוכות מהריביות על הקצרים (להוציא את החודשים אוגוסט ואוקטובר, שבהם העקום היה בעל שיפוע עולה, וספטמבר ונובמבר, שבהם מגמת השיפוע אינה אחידה). נראה שהדבר מבטא ציפיות לירידה מסוימת של הריבית הריאלית. גם עקומי הריביות של איגרות החוב השקליות ושל המק"ם היו בעלי שיפוע יורד (למעט ספטמבר ואוקטובר), והדבר משקף, כנראה, ציפייה שגם הריבית הנומינלית תרד. הטווחים לפדיון של האיגרות הלא-צמודות והצמודות לדולר קצרים מאלו של האיגרות הצמודות. כיוון שמשקלן של האיגרות הצמודות בהנפקות החדשות היה השנה נמוך, ירד הטווח לפדיון הממוצע בהתחייבויותיה המקומיות הסחירות של הממשלה מ-49 ל-46 חודשים.

5. שוק המניות

בשנת 1998 ירד מדד המניות בכ-5 אחוזים ריאלית, לאחר עלייה בת 26 אחוזים ב-1997 וירידה מצטברת בת 5 אחוזים ב-1995 ו-1996 (לוח ז'-נ'-9). מחירי המניות, מחזורי המסחר והיקף ההנפקות עדיין לא חזרו לרמות של השנים 1992-1993 (לוחות ז'-נ'-15 ו-ז'-נ'-16). ההתפתחויות על פני השנה לא היו אחידות, וההבדלים נגזרים במידה רבה מהתרחשויות בחו"ל. לאחר שמחירי המניות נפלו בינואר, הם שינו כיוון ועלו מפברואר עד מאי ב-20 אחוזים. מיוני עד אמצע אוקטובר, בהשפעת ההתפתחויות בשוקי העולם, ירדו המחירים ב-17 אחוזים, ומאז עד סוף השנה נרשמה התאוששות, מגמה שהתחזקה בחודשים וחצי הראשונים של 1999. בסיכום לשנת 1998 עולה, כי תשואות המניות נפלו מאלו שנרשמו במרבית הארצות המפותחות (דיאגרמה ז'-8, והערת שוליים 4). גם גורמים מקומיים השפיעו על התשואות בשוק המניות השנה: המשך הרווחיות העסקית הנמוכה (לוחות ז'-נ'-10א' עד ז'-נ'-10ו') והתיקונים כלפי מטה של ההערכות לגבי הצמיחה פעלו לירידתן, ואילו שינויים של הריבית הנומינלית השפיעו עליהן בכיוון ההפוך, כפי שעולה מניתוח התשואות השבועיות.

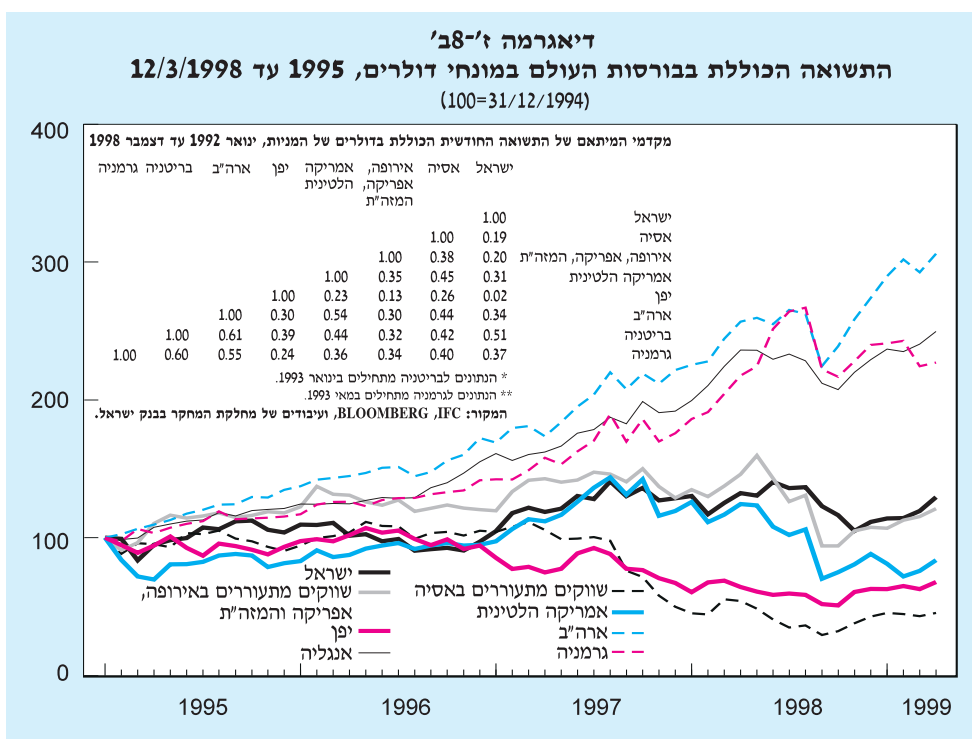
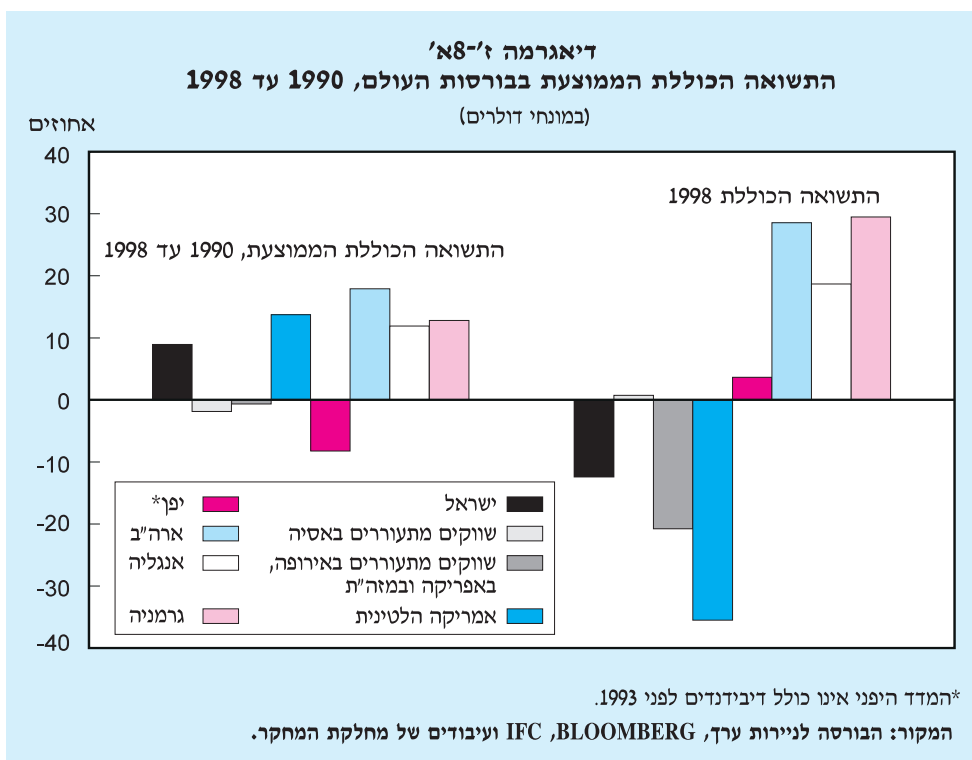
אף שבשוקי מטבע החוץ ואיגרות החוב ניכרה בחודשים אוגוסט עד אוקטובר תנודתיות רבה שלא ידענו כמותה במשך שנים רבות, התנודתיות בשוק המניות לא הייתה חריגה. אמנם סטיית התקן של תשואת המניות היומית (בפועל, וגם אלה שגלומות באופציות המעו"ף) עלתה יחסית לחודשים האחרים שבשנה, אך היא נפלה מזו שהכרנו בשנים האחרונות (דיאגרמה ז'-9), וגם מחזורי המסחר היו ממותנים יחסית. עובדות אלה מעלות ספקות לגבי חלקן של מכירות המניות על ידי משקיעים זרים בבורסה בתל אביב, שהסתכמו ב-300 מליוני דולרים ברביע השלישי, בהסבר להשפעתם של הזעזועים בעולם לפיחות חד של השקל, ונראה, שלגורמים מקומיים משקל משמעותי יותר בהסברה של התפתחות זו. הסיבה למידתה הנמוכה של השפעת המשקיעים הזרים בבורסה הישראלית היא שמשקלם של הזרים שאינם בעלי עניין בשוק הוא קטן יחסית, והחזקותיהם, לפני המכירות

מדד המניות ירד בכ-5 אחוזים ריאלית.

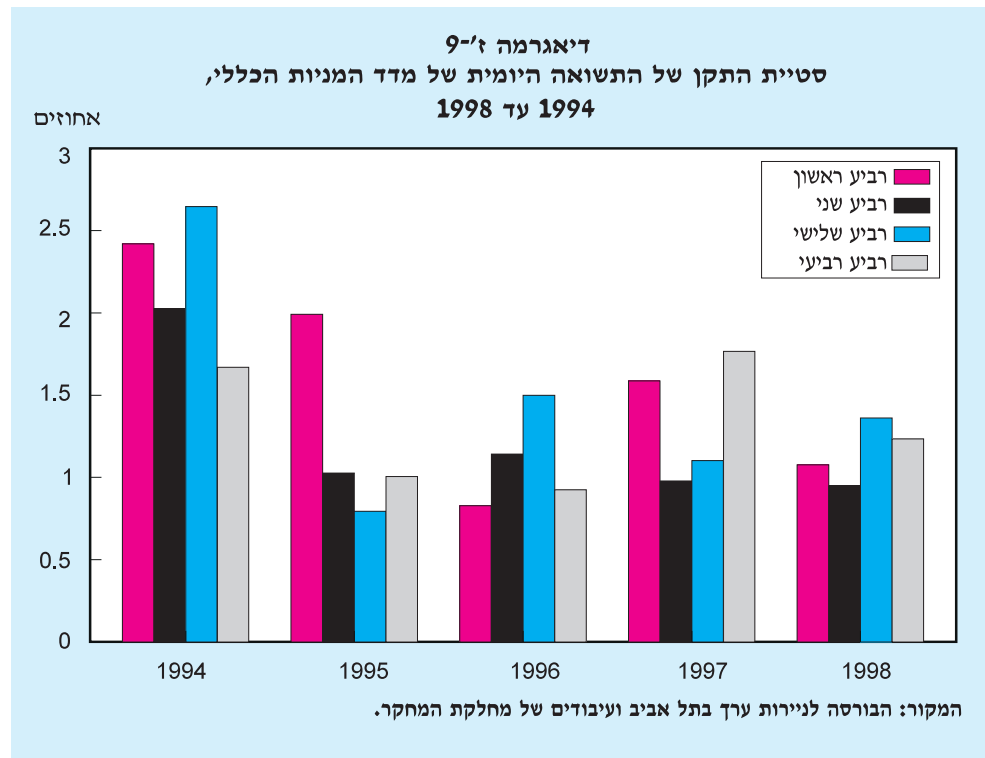
התנודתיות בשוק המניות לא הייתה חריגה.

משקלם של הזרים שאינם בעלי עניין בשוק המניות קטן יחסית.

בנק ישראל, דין וחשבון 1998



פרק ז', שוק הכספים וההון



לא ניכר הבדל בין
התשואה הכוללת של
מניות החברות עתירות
היצוא לזו של החברות
האחרות.

ברביע השלישי, הגיעו לכ־2 מיליארדי דולרים בלבד. מלבד זאת, שלא כבארצות מסוימות, הזרים כמעט אינם מחזיקים איגרות חוב מקומיות ומק"ם.

על רקע הפיחות החד השנה, ניתן היה לצפות, לכאורה, ששערי המניות של החברות בבורסה שעיקר פדיונן מיצוא יעלו יחסית לאלה של החברות המוכרות לשוק המקומי. אולם במשך 1998 לא ניכר הבדל בין התשואה הכוללת של מניותיהן של החברות עתירות היצוא לזו של מניות החברות המוכרות לשוק המקומי, וניתוח התשואות סביב הפיחות באוקטובר גם אינו מצביע על הבדלים בין שתי הקבוצות. ייתכן שהזעזועים הריאליים והפיננסיים בעולם שהביאו לפיחות פעלו גם למיתון הציפיות להמשך הרחבתם של הביקושים ליצוא הישראלי בחו"ל. לחלופין ייתכן שמקורות המימון של החברות המייצאות נקובים במטבע חוץ, כך שחשיפתן לשינויים בשער החליפין קטנה. אפשרות אחרת היא שהפיחות לא נתפס כפיחות ריאלי מתמיד.

ההנפקות בבורסה של מניות וניירות ערך בני המרה הסתכמו השנה בכ־8 מיליארדי ש"ח. יותר ממחצית הסכום קיבלה הממשלה ממכירת חברות שבבעלותה. הגברת קצב ההפרטה החל מ־1997 נזקפת למכירות מוגברות של מניות הבנקים (שלא לזכר בשינויים מבניים רצויים – ראה דוח בנק ישראל לשנת 1996, פרק ז') ושל כי"ל ו"בזק", אשר חלקים מהן נמכרו בעבר, כך שהצעדים אשר נדרשו להמשך הפרטתן היו צנועים יחסית. מכירת יתרת המניות בחברות אלו תסתיים, לפי התכנית, בשנתיים הקרובות. החברות הישראליות שנסחרות בארה"ב ובאירופה גייסו כ־700 מיליוני דולרים – ירידה של 34 אחוזים לעומת 1997, במקביל לירידה בשוק הראשוני בארה"ב. עם זאת, ניכרת התאוששות בתחילת 1999.

הסקטור הפרטי הנפיק איגרות חוב קונצרניות בסך 2.0 מיליארדי ש"ח, מהם 1.8

בנק ישראל, דין וחשבון 1998

מיליארדים על ידי תאגידי הבנקים. בשוק הנגזרות נמשכה המגמה של התרחבות הפעילות באופציות הדולר והמעו"ף (לוח ז'-9).

אף שנמשכה ההתאוששות בגיוס ההון בבורסה בתל אביב, שהחלה ב-1997, הגיוס עדיין נמוך מאוד, כאמור, ביחס לשנים 1992 עד 1994, ובענפי התעשייה המתקדמים, נמשכת ההישענות על בורסות חו"ל, אף שזו הואטה השנה. רוב הגיוס המקומי השנה לא שימש מקור מימון לסקטור העסקי, שכן חלק ניכר מהתקבולים עברו לממשלה, כשזו מכרה את מניותיה בחברות הממשלתיות. השנה, כמעט לא ננקטו צעדים להגברת התחרות בענפים שבהם פועלות חברות התשתית והרשויות הממשלתיות שטרם הופרטו; בשנים הקרובות יעלה אפוא הצורך לשפר את התחרותיות בתחומים אלו, במקביל להפרטת החברות והרשויות האמורות.

גיוס ההון בבורסה עדיין נמוך מאוד ביחס לשנים 1992 עד 1994, ובענפים המתקדמים נמשכת ההישענות על בורסות חו"ל.

6. המשקיעים המוסדיים

כשני שלישים מנכסי שוק ההון מוחזקים בידי ארבעת המוסדות הפיננסיים: קרנות ההשתלמות וקופות הגמל, קרנות הפנסיה, התכניות לביטוח חיים וקרנות הנאמנות. מרבית החוב הממשלתי מוחזק דרך המוסדות; אלה, למעט קרנות הנאמנות, משקיעים את מרבית נכסיהם באיגרות ממשלתיות (לוח ז'-2), ואילו משקלם בשוק המניות קטן יחסית. החיסכון במוסדות למעט קרנות הנאמנות נהנה מהטבות מס מפליגות. מלבד זאת, מונפקות לקרנות הפנסיה ולתכניות לביטוח חיים (שנפתחו עד 1992) איגרות "מיועדות" – איגרות ממשלתיות לא-סחירות הנושאות ריבית גבוהה יחסית, אף שמידת הסבסוד הצטמצמה עם עליית הריבית הריאלית בשנים האחרונות. (עם זאת לאיגרות אלה מאפיינים מיוחדים, כך שהן מסובסדות למעשה גם כשתשואותיהן זהות לאלה של האיגרות הסחירות).

בשנת 1998 נמשכו המשיכות נטו מקופות הגמל (3 מיליארדי ש"ח), המחזיקות 28 אחוזים מנכסי שוק ההון, אף שהפדיונות לא חזרו לרמות השיא של שנת 1996, שבה נמשך בממוצע סכום של מיליארד ש"ח לחודש. התשואות של הקופות נעו סביב אפס. התפלגות הנכסים של הקופות השתנתה השנה אך במעט: ניכרת המשך ירידת משקלן של האיגרות המיועדות, שהמדינה הפסיקה להנפיק לקופות בשנות השמונים, עד ל-7 אחוזים מסך נכסיהן של הקופות, והאחרונות שבהן תיפדינה במשך שלוש השנים הקרובות. עיקר השקעותיהן של הקופות הן באיגרות מדינה צמודות ובפיקדונות צמודים, בעוד שמשקל המניות ממשיך להיות נמוך (12 אחוזים), יחסית לגופים מקבילים בחו"ל (לוח ז'-11). משקל נכסי חו"ל בתיקי הקופות קטן עוד יותר והוא פחות מאחוז בין השאר, בגלל אפליית המס: רווחים בחו"ל חייבים במס, בעוד שרווחים בארץ פטורים. למרות הדיונים הנמשכים, עדיין לא בוצעה רפורמה המתמודדת עם הבעיות המרכזיות של קופות הגמל, בעיות שתועדו במחקרים רבים: התפלגות ההשקעות, אפליית המס, הריכוזיות, הפוטנציאל לניגודי אינטרסים בין הבנקים שמנהלים את הקופות לבין העמיתים, חוסר שקיפות ועמלות גבוהות יחסית.

נמשכו המשיכות מקופות הגמל, אף שהפדיונות לא הגיעו לרמות השיא של שנת 1996.

משקל נכסי חו"ל בתיקי הקופות קטן מאוד – בין השאר, משום שהרווחים בחו"ל חייבים במס, ואילו בארץ הם פטורים.

קרנות הפנסיה הישנות (21 אחוזים מנכסי שוק ההון, לא כולל ההתחייבות האקטוארית של הממשלה) המשיכו לגדול בקצב שנתי של כ-5 אחוזים: ההפקדות דמו למשיכות, וגידול הנכסים נבע מצבירת הריבית באיגרות המיועדות, שמהוות 95 אחוזים מהשקעותיהן. לעומת זאת גדלו בכ-55 אחוזים נכסי קרנות הפנסיה החדשות, שמשקלן בשוק עדיין קטן, והסתכמו ב-3.2 מיליארדי ש"ח. 70 אחוזים מהנכסים מושקעים באיגרות מיועדות, והשאר – באיגרות מדינה סחירות ובפיקדונות. ההפקדות בתכניות לביטוח חיים (12 אחוזים משוק

קרנות הפנסיה הישנות המשיכו לגדול.

פרק ז', שוק הכספים וההון

המחויבות להנפיק איגרות
מיועדות עלולה, בטווח
הארוך, להחזיר את
המדינה לשוק ההון
כמתווכת פיננסית.

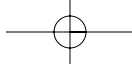
באוגוסט ובספטמבר קנה
הציבור קרנות מטבע
חוץ – כנראה בציפייה
לפיחות.

ציבור המשקיעים אינו
יכול להפיק את התועלת
הגלומה בפיזור בינלאומי
רחב של תיק הנכסים.

ההון) עלו על המשיכות, גידולן של התכניות נאמד ב־10 אחוזים, וכמות האיגרות המיועדות בתכניות אלה המשיכה לעלות. המחויבות של הממשלה להנפיק איגרות חוב מיועדות לקרנות הפנסיה (וגם לתכניות הביטוח הותיקות) ללא קשר לצורכי המימון שלה – דווקא כאשר אלה קטנים בעקבות החוק להפחתת הגירעון – עלולה בטווח הארוך להחזיר את המדינה לשוק ההון כמתווכת פיננסית, לאחר שחדלה מכך בשנות השמונים.

בקרנות הנאמנות (5 אחוזים משוק ההון) עלו ההפקדות על המשיכות זו השנה השנייה, אחרי שלוש שנים שבהן הצטמצמו הקרנות בכ־70 אחוזים במצטבר בעקבות מפולת המניות ב־1994 (לוח ז'-נ'-12). במשך השנה שינה הציבור את התפלגות השקעותיו בקרנות בהתאם להתפתחויות בשווקים: באפריל, סמוך להודעה על הליברליזציה, הופקדו 600 מיליוני ש"ח בקרנות מטבע חוץ וחז"ל; במאי וביוני, כשהריביות השקליות נתפסו כגבוהות יחסית, הופקדו כ־3 מיליארדים בקרנות השקליות, וסך נכסיהן גדל ב־40 אחוזים; לעומת זאת באוגוסט ובספטמבר מכר הציבור קרנות שקליות וקנה קרנות מטבע חוץ, כנראה בציפייה לפיחות.

המשקיעים המוסדיים למעט קרנות הנאמנות, כמעט לא הושפעו מהזעזועים שפקדו את שוקי ההון בעולם; זאת משום שעיקר השקעותיהם באיגרות ממשלתיות צמודות (סחירות ומיועדות) ובפיקדונות צמודים למדד – ולא במניות בארץ ובחו"ל (וגם לא באיגרות חוב בחו"ל). ברם, למצב זה יש מחיר, שכן כמעט בכל הארצות המפותחות, כולל בישראל, היתה תשואת ההשקעה במניות על פני זמן גבוהה מזו של הפיקדונות ואיגרות החוב. זאת ועוד, ציבור המשקיעים אינו יכול להפיק את התועלת שגלומה בפיזור בינלאומי רחב בתיק הנכסים, וכתוצאה מכך קשור זרם ההכנסות העתידי של החוסכים לזמן ארוך קשר הדוק לתנודות בתוצר המקומי. תוצאה נוספת היא, שבהעדר משקיעים מוסדיים שיש להם תמריצים ברורים לפקח על החברות הבורסאיות, מוגבלת התפתחותו של שוק ההון, ויכולתו לפעול להתייעלות הסקטור העסקי, שבו הפריזון מדשדש, מצומצמת.



בנק ישראל, דין וחשבון 1998

