



בנק ישראל
המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ

הליברליזציה בחשבון הפיננסי בישראל

נובמבר 2005

בלפור עוזר* שלי רייס** יואב סופר***

*המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, דואל: bozer@boi.gov.il

**המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, דואל: shellyr@boi.gov.il

***המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, דואל: yoavs@boi.gov.il

זכות היוצרים בפרסום זה שמורה לבנק ישראל,
הרוצה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

תקציר

המשק הישראלי עבר בשני העשורים האחרונים תהליך הדרגתי עקבי ומוצלח של ליברליזציה בחשבון הפיננסי. תהליך זה היווה חלק מאסטרטגיה של הגברת הפתיחות של המשק כתנאי למיצוי הצמיחה הכלכלית. נייר זה מנתח את הסדר של התהליך לפי חתכים שונים, החל מאמצע שנות השמונים ועד שנת 2005, וכן לאור ניסיון כושל של ליברליזציה "בבת אחת" בשנת 1977. בנוסף הנייר מתאר את השפעת הליברליזציה על התפתחותם של תהליכי ערעור היציבות הפיננסית שחווה המשק תוך כדי התהליך, ובוחן את ההשפעות הכלכליות של הליברליזציה על המשק הישראלי.

תהליך הליברליזציה התבצע בצורה עקבית והדרגתית במקביל לרפורמות מקרו-כלכליות, תהליכי דה-גולציה בשוק הכספים וההון, נטישת שער חליפין כעוגן נומינלי ומעבר למשטר של יעדי אינפלציה, והגמשת משטר שער החליפין עד כדי נידוד מוחלט.

סדר הליברליזציה היה עקבי עם התפיסה של התקדמות איטית יותר ביצוא הון ובמכשירים קצרי טווח, לעומת יבוא הון ומכשירים ארוכי טווח. הסדר לפי החתך הסקטוריאלי נתן עדיפות למגזר העסקי ולתושבי חוץ על פני משקי בית ומשקיעים מוסדיים.

השוואת הצלחת התהליך ההדרגתי והעקבי של הליברליזציה, לכישלון של ליברליזציה "בבת אחת" בשנת 1977, מצביעה על התנאים המרכזיים שבעטיין נכשלה הליברליזציה ב-1977 ושהבנתן אפשרה תהליך מוצלח יותר: תנאי הרקע המקרו כלכליים, מידת הפיתוח של שווקי ההון המקומיים, תשתית המידע על תנועות הון למשק וממנו, ומידת ההתאמה של כלי המדיניות להסרת הפיקוח על מטבע חוץ.

בחינת ההשפעות הכלכליות של הליברליזציה על המשק הישראלי מראה כי, קיימות אינדיקציות רבות להגברת הפתיחות של המשק, להתרחבות החשבון הפיננסי, ולשיפור במעמדו הפיננסי של המשק. כמו כן, הגידול במעורבותם של תושבי חוץ בשוקי ההון ומטבע חוץ המקומיים, הביאה לפיתוחם ושכלולם של שווקים אלו. תהליכים אלו אפשרו למשק לנצל את יתרונות הגלובליזציה להשתלבות מוצלחת בשווקים הבין-לאומיים.

פרק 1: מבוא – הליברליזציה על רקע הרפורמות המבניות במשק

תהליך הליברליזציה בשוק מטבע חוץ מתנהל משלהי שנות השמונים במטרה להביא לביטול הפיקוח על מטבע חוץ ולהמירות מלאה של השקל. תהליך זה הווה חלק מאסטרטגיה של הגברת הפתיחות של המשק, מתוך הבנה כי התועלת מליברליזציה עולה על העלות הכרוכה בה - עלות שמקורה בהערכות המבנית והמוסדית לפתיחת שווקי ההון. הניסיון הבינלאומי מראה כי הליברליזציה מגבירה את הפתיחות וכושר התחרות של המשק, תורמת להרחבת מקורות המימון שלו והאפשרויות לפיזור השקעות, מגדילה את ההשקעות של משקיעים זרים, ותורמת לפיתוח שוקי ההון ושוק מטבע חוץ. השווקים המקומיים הופכים ליעילים ומפותחים ובכך מושגת הקצאה טובה יותר של חיסכון והשקעה. כל אלה מאפשרים את מיצוי פוטנציאל הצמיחה הכלכלית ומגדילים את הרווחה הכלכלית. מנגד, הליברליזציה מגבירה את חשיפת המשק לזעזועים חיצוניים ולהידבקות מתהליכי ערעור יציבות של משקים אחרים. סיכון זה מאלץ את המגזר העסקי והפיננסי להתמודד עם סיכוני שער החליפין; ואת מעצבי המדיניות המקרו-כלכלית לניהול מדיניות אחראית והולמת העומדת למבחן מתמיד של השווקים.

מהניסיון הבינלאומי שנצבר בהקשר של תוכניות ליברליזציה עולה, שהרכיבים הנחוצים להסרת מגבלות על תנועות הון הם יצירת גמישות במשטר שער החליפין באופן שיתאים לסביבה של שווקים פיננסיים גלובליים בעלי ניידות הון גבוהה, רפורמות מבניות בשוקי הכספים שיהוו תשתית לשוק הון תחרותי וסחיר, וניהול מדיניות מוניטרית ופיסקלית בהתאם לסטנדרטים מקרו-כלכליים מקובלים.

עד שנות השמונים השווקים הפיננסיים בישראל היו למעשה מולאמים: הממשלה ובנק ישראל היו מעורבים במידה ניכרת בהחלטות פיננסיות פרטניות של הציבור והמתווכים הפיננסיים; התקיימו מסגרות פיננסיות מיוחדות לסקטורים שונים אשר התנהלו ללא קשר למצב השווקים; הגירעון התקציבי מומן מהדפסת כסף; שוק מטבע חוץ לרבות קביעת שער החליפין היו מונופול ממשלתי. המדיניות המקרו-כלכלית בתנאי רקע אלו הביאה למשבר באמצע שנות ה-80 שהתבטא באינפלציה של כ-400 אחוזים, גירעון של כ-6 אחוזי תוצר בחשבון השוטף במאזן התשלומים, ו-כ-15 אחוזי תוצר בתקציב הממשלה.

ב-1985 עלה המשק על דרך חדשה בניהול המדיניות המקרו כלכלית. הוחלט על הקטנת המעורבות הממשלתית ומעבר לכלכלת שוק. המעבר לכלכלה החדשה התקדם במספר רכיבים אשר התנהלו במקביל בפרק זמן של כ-20 שנה. הרכיבים השונים של המעבר לכלכלה החדשה כללו:

א. מעבר למדיניות מקרו-כלכלית אחראית

מאמצע שנות ה-80 הוחל בתכנית ייצוב כלכלי שמטרתה הייתה בלימת הסחרור האינפלציוני. התוכנית כללה מספר רכיבים: הממשלה התחייבה לאזן את תקציבה, להפסיק את הפיחותים היוזמים ונאסר עליה

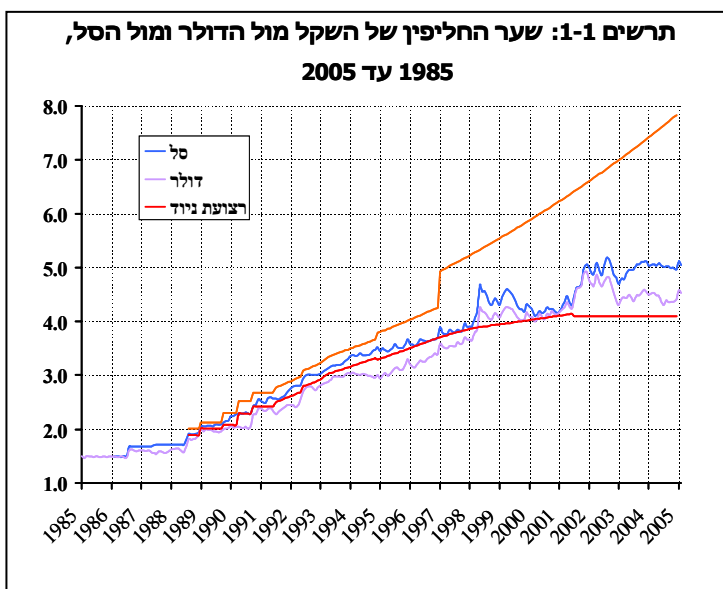
ללוות מהבנק המרכזי; העובדים קיבלו על עצמם שחיקה בשכרם; והמעסיקים הקפואו את העלאות המחירים. מראשית שנות ה-90 הוחלט לפעול להתאמת המדיניות הכלכלית לתפיסה של העולם המערבי כפי שהתגבשה במסגרת "אמנת מסטריכט". במסגרת זו הוגדרו יעדים כמותיים נפרדים למדיניות הפיסקלית ולמדיניות המוניטרית. למדיניות הפיסקלית הוגדר יעד להפחתת הגירעון הממשלתי, והוסכם כי זו תתמקד בצמצום הגירעון במאזן התשלומים. ולמדיניות המוניטרית נקבעו יעדי אינפלציה והוסכם כי היא תתמקד בצמצום פערי האינפלציה בין המשק לבין העולם המפותח. כיום האינפלציה השנתית עומדת על רמה של כ-2%; למשק עודף של כאחוז תוצר במאזן התשלומים; והגירעון בתקציב הממשלה בתהליך ירידה ועומד על כ-3 אחוזי תוצר.

ב. שינוי העוגן המוניטרי משער החליפין הנומינלי למשטר של יעד אינפלציה

בתחילת התוכנית התבססה המדיניות הדיס-אינפלציונית על שער החליפין כעוגן נומינלי למחירים. בהדרגה חל מעבר למשטר של יעדי אינפלציה תוך שימוש בריבית ככלי מדיניות מרכזי. אבני הדרך המרכזיות בתהליך היו קביעת יעדי אינפלציה שנתיים ב-1991; לאחר כעשור, משנת 2000, לאור ירידה חדה בסביבת האינפלציה, החליטה הממשלה על תוואי יורד של יעדי אינפלציה, ובשנה זו הוחלט גם על יעד של יציבות מחירים רב שנתי החל משנת 2003. כיום למדיניות המוניטרית יעד רב שנתי ליציבות מחירים המוגדר בתחום של 1-3 אחוזי אינפלציה בשנה.

ג. שינוי משטר שער החליפין מקבוע לניוד מלא

המעבר מעוגן מוניטרי של שער חליפין, ליעדי אינפלציה האיץ את הצורך במעבר לשער חליפין נייד. זאת, על רקע חוסר היכולת של הבנק המרכזי לשלוט בזמנית ולאורך זמן בשיעור הריבית, בשע"ח ובכמות הכסף (גישה הידועה בשם "השילוש הבלתי קדוש"). אבני הדרך המרכזיות בתהליך היו מעבר לרצועת ניוד



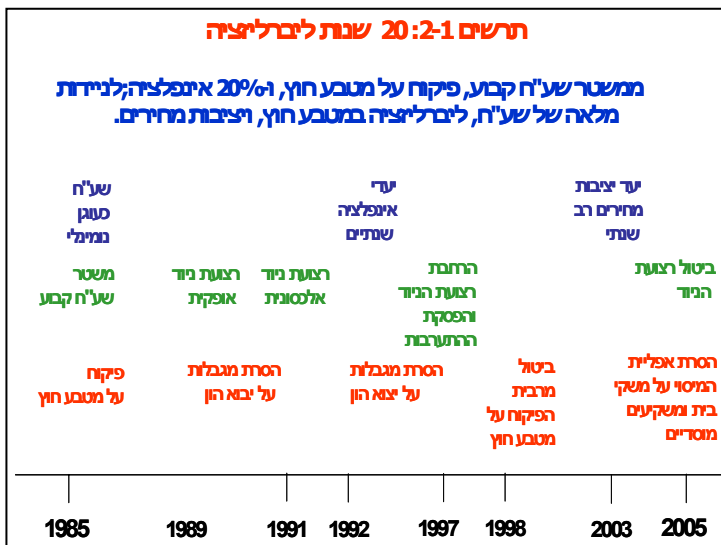
אופקית, שהוחלפה על ידי רצועה בעלת שיפוע חיובי ("רצועת האלכסון"), וזו הלכה והתרחבה, כשהיא מאפשרת ניידות הולכת וגדלה בשער החליפין. בתחילת הדרך התערב בנק ישראל בגבולות של רצועה פנימית, מאמצע שנת 1997 בנק ישראל הפסיק להתערב במסחר בשוק, בשנה זו גם הורחבה רצועת הניוד בצורה משמעותית, שיפוע הגבול התחתון הושטח ותחום הניוד הלך והתרחב, כך משטר שער החליפין הפך נייד הלכה למעשה. בשנת 2005 בוטלה רשמית רצועת הניוד וכיום שער החליפין נייד לחלוטין (תרשים 1-1).

ד. דה רגולציה של שוקי הכספים וההון

מטרת הרפורמות בשוקי ההון והכספים הייתה להניח תשתית הכרחית לשוק הון תחרותי וסחיר, תוך כדי הקטנת המעורבות הממשלתית בשווקים הפיננסיים ומעבר להתנהלות הכפופה למשמעת השוק. במסגרת תהליכי דה-רגולציה פורקו מסגרות פיננסיות מיוחדות אשר התנהלו ללא קשר למצב השווקים, בוטלו הגבלות כמותיות על עסקאות פיננסיות בין הציבור למתווכים פיננסיים, הממשלה חדלה מלשמש מתווך פיננסי בין חוסכים למשקיעים, החוב הממשלתי עבר תהליך מסחור, ובוטלו הפליות המס לטובת הממשלה בגיוס הון מהציבור. תהליכי דה-רגולציה כללו גם הרחבת מרחב התמרון של המדיניות המוניטרית אשר עברה בהדרגה משימוש בכלים אדמיניסטרטיביים לניהול בכלי שוק.

ה. ליברליזציה בחשבון הפיננסי והסרה הדרגתית של מגבלות על תנועות הון

הסרת הצורך בשער החליפין כעוגן נומינלי, והמעבר לשער חליפין נייד, ביטלה את הצורך במגבלות על תנועות הון ואפשרה תהליך של ליברליזציה שהסתיים עקרונית בשנת 2004, עם הסרת מגבלות אפליית המיסוי על השקעות בחו"ל. כיום השקל הישראלי הוא בר המרה חופשית ואין כל הגבלה על פעילות במט"ח.



כל התהליכים שהוזכרו לעיל התנהלו **במקביל** בפרק זמן של כ-20 שנה (1985-2005, תרשים 2-1) ותרמו מאד לשינוי הדרסטי בסביבה המקרו כלכלית של המשק, לשיפור הניכר בפנדמנטלס שלו, ולהשתלבותו המוצלחת בשווקים הבינלאומיים. נייר זה עוסק רק ברכיב האחרון קרי, תהליך הליברליזציה בחשבון הפיננסי, תוך התמקדות בתהליכי פתיחת המשק לחו"ל, והוא אינו עוסק ברכיבים אחרים שהתנהלו במקביל ותוארו לעיל.

מבנה הנייר הוא כדלהלן:

פרק 2 עוסק במסדר תהליך הליברליזציה; **פרק 3** עורך השוואה בין תהליך הליברליזציה הנוכחית לליברליזציה "בבת אחת" של שנת 1977; **פרק 4** מתאר את התרחבות בסיס המידע במקביל לתהליך הליברליזציה; **פרק 5** בוחן את השפעת הליברליזציה על תהליכי ערעור יציבות פיננסית; **פרק 6** מנתח את ההשפעות המקרו-כלכליות של תהליך הליברליזציה; **פרק 7** מסכם את הנייר כולו.

פרק 2: סדר תהליך הליברליזציה

הספרות הכלכלית רצופה עבודות המנסות לקבוע את המסדר הנכון של תהליך ליברליזציה. רובן מתייחסות בעיקר לסדר הנכון של הרפורמות הנלוות לליברליזציה: חלק מהעבודות מעמידות את היציבות המקרו כלכלית והרפורמות המבניות בשוקי הכספים כתנאי מקדים לליברליזציה בחשבון הפיננסי, אחרות גורסות כי תהליך הליברליזציה יכול להוות שלב ראשון במסגרת של רפורמות כלכליות רחבות יותר; הגישה האחרונה קובעת כי הליברליזציה צריכה להתרחש במקביל לביצוע רפורמות מקרו כלכליות ודה-רגולציה בשוקי ההון. גישה זו, של תהליכים מקבילים יושמה, כאמור בישראל ותוארה בפרק המבוא. פרק זה יתאר רק את מסדר תהליך הליברליזציה עצמו, תוך התמקדות בתהליכי פתיחת המשק לחו"ל, ולא בפעילות המקומית במט"ח – נדגיש כי לתושבי ישראל היו אפיקים רבים לפעילות במטבע חוץ בתוך המשק גם בתקופת ההיפר אינפלציה והפיקוח על מטבע חוץ. אלה, גררו מסורת של הצמדות למטבע חוץ כמשמר ערך, גורם שהאט והקשה על תהליך הדיסאינפלציה לאורך השנים.

מסדר תהליך הליברליזציה בישראל נקבע בשלב ראשון על פי קטגוריות רחבות: סחר במוצרים לעומת תנועות הון. הספרות הנרחבת העוסקת בנושא מגיעה להסכמה כי ליברליזציה בחשבון השוטף חייבת להתבצע ראשונה ויש להשלים אותה באופן מקיף לפני תחילת תהליך ליברליזציה משמעותי בחשבון הפיננסי. בישראל, ערב הליברליזציה בחשבון הפיננסי, החשבון השוטף היה פתוח לחלוטין, למעט מגבלות בתחום התיירות היוצאת ובסעיף העברות החד-צדדיות. תיאור מסדר הליברליזציה יתייחס רק לחשבון הפיננסי אשר במהלכו הוסרו גם ההגבלות האחרונות הקשורות בחשבון השוטף.

את מסדר הליברליזציה בחשבון הפיננסי ניתן לתאר לפי מספר חתכים בסיסיים (1) מסדר על פי סוג תנועות ההון – יבוא הון מול יצוא הון (2) מסדר על פי מידת הנזילות של תנועות ההון (3) מסדר על פי הסקטורים במשק – מגזר עסקי, משקי בית, ומשקיעים מוסדיים.

הליברליזציה בחשבון הפיננסי של המשק הישראלי, שהחלה בשנות ה-90, התקדמה באופן הדרגתי בכל החתכים הנ"ל, התפרסה על פני 20 שנה, והורכבה מסדרה ארוכה של צעדים קטנים שהתבטאו במאות שינויים בהוראות הפיקוח על מטבע חוץ. בלטו בתהליך העקיבות וההתמדה בצעדי המדיניות, ללא נסיגות או היפוכי כיוון במדיניות במהלך שנות התהליך.

מסדר על פי כיוון תנועות הון וסוגיהן

ערב תחילת תהליך הליברליזציה, לא שררו כמעט מגבלות על השקעות תושבי חוץ במשק פרט להגבלות על השקעות קצרות טווח: מכשירים נגזרים, אשראי ופיקדונות ואג"ח קצר מועד במטבע מקומי. כך הותרו השקעות ישירות, לרבות במקרקעין, והשקעות בני"ע ואג"ח לזמן ארוך ללא כל הגבלה. השלב הראשון בתהליך

הליברליזציה הסיר את הפיקוח על יבוא הון בעל אופי ארוך הטווח של תושבי ישראל – הלוואות ישירות מחו"ל, והנפקות אג"ח לטווח ארוך. זאת מתוך מחשבה ששחרור מגבלות על יבוא הון קצר טווח ראוי שיהיה מאד הדרגתי זאת עקב התנודתיות הרבה המאפיינת אותו. בשלב מאוחר יותר הוסרו המגבלות על יצוא של תושבי ישראל לחו"ל – בתחילה, הוסרו המגבלות על השקעות פיננסיות ורק לאחר כ-7 שנים הותר באופן הדרגתי למגזר העסקי לבצע השקעות ריאליות בחו"ל. המגבלות על יצוא הון קצר טווח הושארו לשלבים האחרונים בתהליך - התרתן הייתה כרוכה בחשש מערעור היציבות הפיננסית והידלדלות יתרות מטבע חוץ. אבן דרך משמעותית בתהליך הליברליזציה היה השינוי בחוק הפיקוח על מטבע חוץ שהתקבל במאי 1998. במסגרתו הפכו כמעט כל העסקאות בחשבון הפיננסי ובחשבון השוטף לעסקאות מותרות. בנקודת זמן זו הותרו בו זמנית יבוא הון קצר טווח של תושבי חוץ, למעט פעילות בנגזרים, ויצוא הון קצר טווח של תושבי ישראל, למעט הגבלות על השקעות בחו"ל של משקיעים מוסדיים.

מסדר על פי מגזרי פעילות

הסרת המגבלות על מגזרי הפעילות השונים התנהלה במקביל לאורך שנות הליברליזציה. עם זאת, ניתנה עדיפות בשחרור המגבלות למגזר העסקי ולתושבי חוץ, מתוך מחשבה שהם המגזרים שיניעו את השתלבותו המשק בכלכלה העולמית ויתרמו לצמיחתו. כך הותרו בשלב מסוים השקעות ריאליות בחו"ל למגזר העסקי אך הן נאסרו על מגזר משקי הבית; למגזר משקי הבית הותר ביצוע השקעות פיננסיות בחו"ל מסוגים מסוימים בכפוף לאפליית מס. בהמשך פתיחת ההשקעות הפיננסיות למגזר העסקי לא לוותה באפליית מס. הסרת כלל המגבלות על משקי בית בתחום תנועות ההון, השקעות פיננסיות, והחזקת חשבונות מט"ח בחו"ל, נדחתה לשלבים מאוחרים יותר בתהליך. מגזר המשקיעים המוסדיים, המיצג את עיקר החיסכון של משקי הבית, הושאר לסוף התהליך, זאת לאור הפוטנציאל הגדול של מגזר זה להעברת הון לחו"ל. יצוין כי, גם לאחר הסרת מגבלות על השקעה בחו"ל, עדיין נשארה אפליית מיסוי מסוימת בהשוואה להשקעה בנכסים מקומיים; ולכן גם לאחר הסרת המגבלות לא ניכר מעבר מהיר להשקעה בחו"ל של משקי בית ומשקיעים מוסדיים. אפליית מיסוי אלו הוסרו רק לאחרונה בשנים 2003 ו-2004.

השוואה בין-לאומית

מהלך הליברליזציה בישראל היה דומה לזה שהתבצע במדינות אירופה המערבית. עם זאת במדינות אלו היה המהלך מהיר יותר. המהלך האיטי והמדורג בישראל אפשר לפתח מערכות מידע תומכות ולהרחיב את בסיס הדיווח, בהשוואה למדינות בהם התהליך נעשה במהירות - נושא זה ידון בפרק 4. בהשוואה עם ארצות אמריקה הלטינית עולה כי תהליכי הליברליזציה במדינות אלו לוו פעמים רבות בנסיגות מן התהליך וחזרה למגבלות על תנועות הון. חלק מהמדינות, כגון צ'ילה ומלזיה אימצו באופן פורמלי מדיניות של

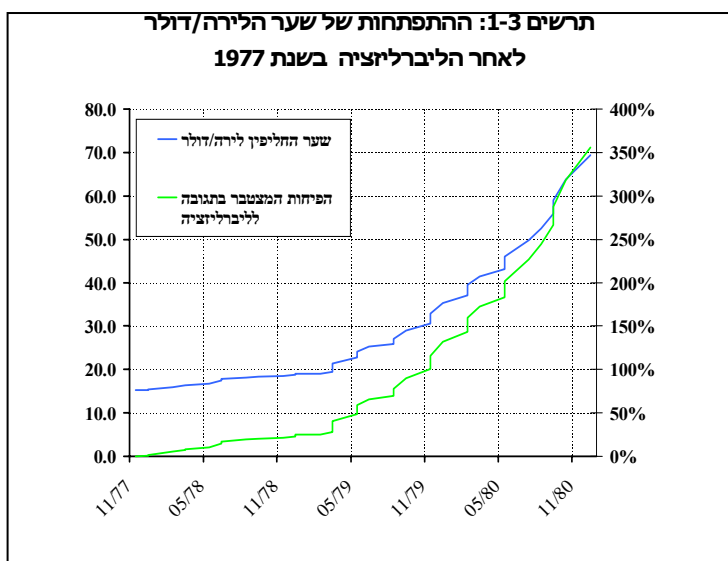
מגבלות על תנועות הון בעיתות זעזועים. מהספרות הסוקרת את הליברליזציה במשקים מתעוררים עולה כי הצלחת הליברליזציה או נסיגה ממנה הושפעה פחות ממסדר כזה או אחר, והיא הייתה בעיקר תוצאה של איתנות המערכת הפיננסית, והתנהלות אחראית ושקופה של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית.

פרק 3: ליברליזציה בבת-אחת של 1977

המשק הישראלי חווה ניסיון לא מוצלח של ליברליזציה כעשור לפני הליברליזציה המתוארת לעיל – בשנת 1977. בפרק זה נבחן את הסיבות והתנאים שבעטיין נכשלה ליברליזציה זו, ושהבנתן אפשרה תהליך ליברליזציה מוצלח יותר.

באוקטובר 1977, הוחלט על עידן חדש במשטר הכלכלי: ליברליזציה בשוק המט"ח. הליברליזציה הייתה פתאומית ומהירה, ונעשתה על רקע של תנאים מאקרו כלכליים מעורערים, מה שהביא תוך זמן קצר לביטולה הכמעט מוחלט.

הליברליזציה באה לידי ביטוי בשני תחומים עיקריים: ראשית, הוכרז על שינוי במשטר שער החליפין, ממשטר של פיחות זוחל לשער חליפין נייד. שינוי זה לווה בפיחות יזום של כ-50%, שהיה מלווה בביטול מנגנון שערי החליפין הדיפרנציאליים אשר שררו במשך שנים רבות. השינוי המשמעותי השני במשטר התבטא בהסרת הגבלות משמעותיות בפיקוח על מט"ח, שבאו לידי ביטוי בהקלות משמעותיות על תנועות ההון בשני הכיוונים. לליברליזציה היו שתי השפעות מאקרו כלכליות עיקריות על המשק, שחייבו בסופו של דבר את ביטולה. ההשפעה הראשונה נבעה מהעובדה שהציבור החזיק טרם הליברליזציה נכסים מקומיים נקובים במט"ח בהיקף ניכר בהשוואה להיצע הכסף המקומי. הפיחות בשיעור של 50% הביא לגידול ניכר בערכם המקומי של נכסים אלו.



מנגד, הגידול בתנועות ההון לתוך המשק יצר ייסוף ריאלי בשער החליפין (תרשים 3-1): שיעור עליית המחירים מאוקטובר 1977 עד אוקטובר 1978 היה 54%, בעוד שיעור הפיחות בשער החליפין הנומינלי באותה תקופה היה 22% בלבד. הייסוף הריאלי איים להחריף את הגירעון במאזן המסחרי. בנק ישראל פעל לספיגת היצע המט"ח תוך הגדלת כמות הכסף על מנת למנוע את החרפת הייסוף הריאלי, וזאת למרות ששער החליפין כעת היה לכאורה נייד לחלוטין.

שני התהליכים אלו - הגידול בשווי הנכסים הצמודים של הציבור, והגידול בכמות הכסף כתוצאה מתנועות ההון הנכנסות - הכניסו את המשק לסחרור אינפלציוני, כאשר האינפלציה מטפסת מרמה של 43% בשנת 1977 לרמה של 111% בשנת 1979. הביצוע המהיר של הליברליזציה לא אפשר גם בניית תשתיות מידע תחליפיות לתשתיות תקופת הפיקוח; כתוצאה לרשויות לא היה מספיק מידע בזמן אמיתי על תנועות ההון הנכנסות למשק. משהבינו קובעי המדיניות את הקשר בין הליברליזציה בשוק המט"ח לבין האצת האינפלציה הם החלו לנקוט צעדים בכיוון ההפוך: הפיקוח על המט"ח חידש בשלב הראשון את האיסור ליטול הלוואות במט"ח, ובהמשך המיר איסור זה במערכת קנסות. במהלך שנות השמונים המוקדמות נעשו מספר צעדים נוספים, שביטאו נסיגה בתהליך הליברליזציה. בשלב מסוים גם ניטש לחלוטין משטר שער החליפין הנייד, ובנק ישראל חזר לנהל את שער החליפין. צעדים אלו לא הספיקו לעצירת האינפלציה, שהמשיכה והגיעה לרמה של מעל 400% בשנה, עד לתכנית הייצוב של שנת 1985.

אם נשווה בין כשלון הליברליזציה של 1977 לעומת הצלחת מהלך הליברליזציה הנוכחי, הרי שניתן לציין מספר הבדלים עיקריים: הליברליזציה של 1977 בוצעה באופן מהיר ומפתיע, לעומת תהליך איטי ומדורג של המהלך הנוכחי; ב-1977 תנאי הרקע המאקרו כלכליים היו מעורערים ובמגמת הרעה, לעומת תנאים טובים יותר ובמגמת שיפור בסוף שנות השמונים; השווקים הפיננסיים ערב הליברליזציה הראשונה היו מולאמים, לא היה שוק הון מפותח, והמחירים היחסיים בשוקי ההון לא שקפו את ערכם הכלכלי, זאת לעומת רפורמה בתחום זה שהתבצעה במקביל לליברליזציה הנוכחית. קובעי המדיניות לא היו ערוכים להתמודד עם זרמי ההון הגדולים והשפעתם על המדיניות המוניטרית בשנת 1977, שכן לא היה מספיק מידע בזמן אמיתי על תנועות ההון, וכלי המדיניות היו בעיקר אדמיניסטרטיביים. ולעומת זאת הליברליזציה הנוכחית בוצעה תוך קבלת מידע מלא על זרמי ההון, ומעבר של המדיניות המוניטרית לשימוש בכלי שוק, ובתוך התאמה מדורגת של כלי המדיניות להסרת הפיקוח על תנועות ההון.

פרק 4: הרחבת בסיס המידע על במקביל לתהליך הליברליזציה

אחד הלקחים המרכזיים של ניהול נכון של תהליך ליברליזציה מתייחס לתחום מערכות המידע. מטבע הדברים מעבר מפיקוח על מט"ח לליברליזציה משמט מידי קובעי המדיניות את בסיס המידע על תנועות הון למשק וממנו. תהליך איטי של ליברליזציה איפשר פיתוח תשתית רחבה של מידע על פעילות תושבי ישראל מול חו"ל ובמט"ח. במסגרת התהליך בוצע מעבר מפיקוח לדיווח מבלי להיתקל במכשולים מצד המגזר הפרטי. הניסיון הבינלאומי הראה כי מדינות שהסירו את הפיקוח בבת אחת מבלי שפותחו תשתיות הדיווח קודם לתהליך הליברליזציה, התקשו לבנות אותן לאחר מעשה. בולטת הדוגמה האנגלית בה הוסר הפיקוח בבת אחת ללא יצירת תשתית דווח מתאימה, כתוצאה מכך נסמכת תשתית המידע במטבע חוץ על סקרים.

מערכות המידע בישראל מתבססות בעיקר על מערך דיווחים, שגורמים שונים במשק נדרשים, על פי חוק, להעביר לבנק ישראל באופן שוטף. מערך דיווחים זה, הלך והתרחב עם התקדמות תהליך הליברליזציה, והוא כולל כיום דיווחים של מתווכים פיננסיים שונים, ובראשם הבנקים, על הפעילות מול חו"ל ובמט"ח המתבצעת באמצעותם, וכן דיווחים ישירים של תאגידים ויחידים, שהיקף פעילותם מעל סף נתון.

על סמך שילוב של הנתונים מתוך הדיווחים למחלקה וממקורות אחרים נבנו מאגרי מידע, המשקפים את הפעילות של המשק וסקטורים שונים בו בשני תחומים עיקריים: (1) הפעילות מול חו"ל: החשבון הפיננסי, כלומר העסקאות בין תושבי ישראל לתושבי חוץ (תנועות ההון), יתרות הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל, הקשר בין תנועות ההון ליתרות מול חו"ל (IIP), החוב החיצוני של המשק, ברטו ונטו – יתרות, גיוסים ופירעונות; (2) הפעילות בשוק שקל-מט"ח: עקב היותו של המשק הישראלי עתיר פעילות מקומית במט"ח, נוצר הצורך לנטר גם את רכישות ומכירות של מט"ח על ידי מגזרים שונים, יתרות של נכסים, התחייבויות ועודף נכסים (חשיפה לשינויים בשער החליפין של השקל) של מגזרים שונים במשק במט"ח ושל תושבי חוץ במטבע מקומי.

השימוש העיקרי במערכות המידע הוא ניטור (monitoring) תנועות ההון למשק וממנו ומעקב אחר ההתפתחויות בשוק שקל-מט"ח, כאחד הרכיבים המרכזיים בניהול המדיניות המוניטרית ובשמירה על היציבות הפיננסית. ריכוז מידע בזמן אמיתי על גודלן והרכבן של תנועות ההון ושל הרכישות והמכירות של מט"ח, על סוגי השחקנים הפעילים ועל עסקאות חריגות, מסייע באיתור מוקדם של התפתחויות ומאפשר תהליך מסודר של קבלת החלטות. בשנים האחרונות גברה החשיבות של ניטור תנועות ההון והפעילות במט"ח במשק הישראלי - על רקע היותו משק פתוח המשתלב יותר ויותר בכלכלה העולמית, משקלן העולה של תנועות ההון בפעילות הכלכלית וסיווגו כמשק מתעורר, הנתפס כפגיע יותר לזעזועים חיצוניים, במיוחד לאחר המשברים הפיננסיים במדינות שונות בעולם בעשור הקודם.

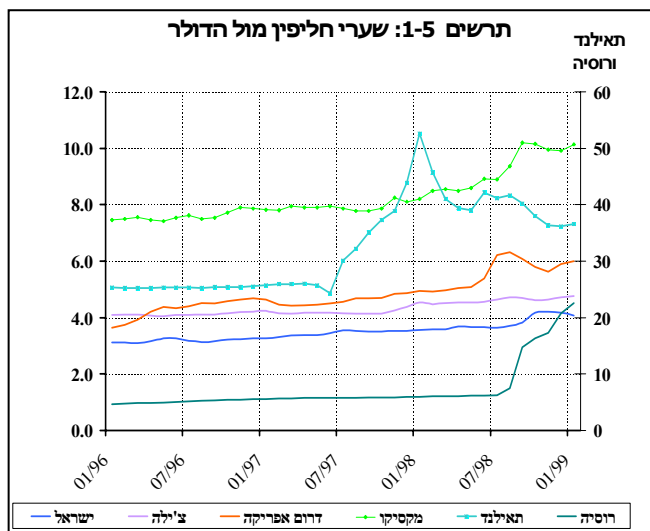
פרק 5: הקשר בין הליברליזציה לתהליכי ערעור יציבות פיננסית

ליברליזציה כאמור, נוטה להגדיל את חשיפת המשק לזעזועים חיצוניים, אך גם יכולה להעצים זעזועים מקרו-כלכליים מקומיים. המשק הישראלי חווה שני אירועים של תהליכי ערעור היציבות הפיננסית, שאירעו תוך כדי תהליך הליברליזציה, והתבטאו בפיחות חד בשער החליפין ובעלייה ניכרת בתנודתיות בו: באוקטובר 1998 בשל השפעת המשברים הפיננסיים בעולם, ובשנת 2001 בשל התפתחויות מקומיות שהשפיעו על יחסי התשואה והסיכון בשוק. בשני המשברים המנגנון שדרכו התפתח המשבר היה באמצעות רכישת מט"ח של תושבי ישראל ולא באמצעות מימושים מאסיביים של נכסים ישראליים ע"י תושבי חוץ. בשני המשברים נמנע הבנק המרכזי מלהתערב במסחר במטבע, אך נאלץ להגיב בחריפות בכלי הריבית על מנת לעצור את תהליך הערעור.

תרומתה של הליברליזציה להתרחבותם של המשברים הייתה להערכתנו קטנה – זאת עקב האפשרות שהייתה לתושבי ישראל לרכוש מכשירים נקובים במט"ח עוד לפני תהליך הליברליזציה. המשברים גררו עלייה בתפיסת סיכון שער החליפין של תושבי ישראל, וכתוצאה הגדילו את הביקוש לנכסים נקובים במט"ח. הליברליזציה אפשרה רכישת נכסים במט"ח בחו"ל, אך אילולא קיומה, ניתן להניח שהביקוש למט"ח, מצד הסקטור הפרטי הלא-בנקאי, היה מופנה לנכסים מקומיים הצמודים למט"ח. יתרה מזו תחושת המחסור במטבע חוץ, במצב של משק סגור, הייתה עלולה אף להעצים את הפיחות בשער החליפין ואת ערעור היציבות בשוק בשני המשברים. בנוסף, תרמו המשברים להגדלת המודעות של המגזר העסקי לסיכונים שער חליפין, שהובילה לגידול בביקוש למכשירי גידור סיכונים.

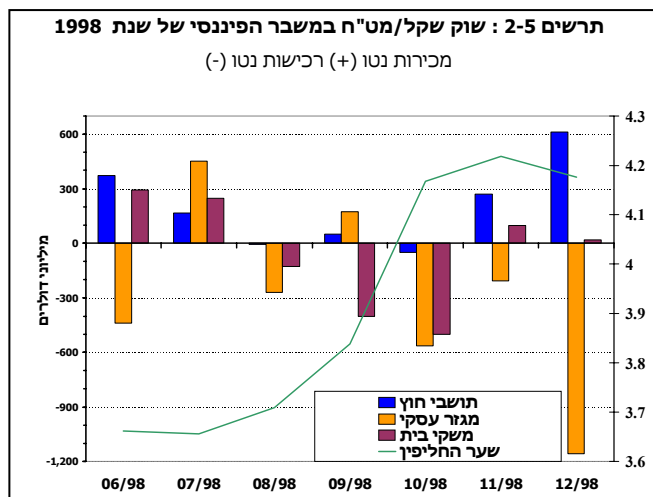
המשבר הפיננסי העולמי באוקטובר 1998

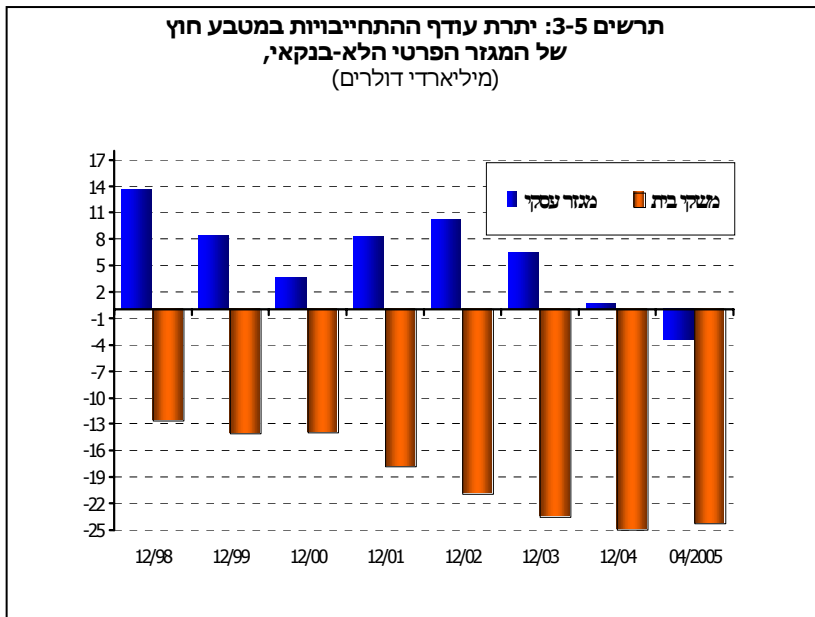
המשבר הפיננסי העולמי בסוף 98 התפתח בעקבות שמיטת החובות של ממשלת רוסיה והחשש מהתמוטטות



קן הגידור LTCM, זאת על רקע משברי המטבע בדרום מזרח אסיה. תפיסת הסיכון של המשקיעים בעולם השתנתה באחת והם החלו למשוך חלק ניכר מהשקעותיהם במשקים מתעוררים, כמו כן, חלה עלייה ניכרת בפרמיית הסיכון אשר דרשו משקיעים זרים על האשראי שהם העניקו למשקים אלו. כתוצאה מהתפתחויות אלו חלק מהמשקים המתעוררים חוו פיחותים ניכרים בשערי המטבע המקומיים (תרשים 1-5).

השפעות המשבר הפיננסי לא פסחו על ישראל והתבטאו בפיחות חד של השקל מול הדולר ובגידול ניכר בתנודתיות בשער ובמרווחים בין קניה למכירה של מטבע חוץ. עם זאת, המנגנון שדרכו התגלגל המשבר לישראל לא היה דרך תושבי החוץ, אלא דווקא דרך העלייה בתפיסת הסיכון של המגזר העסקי שהניעה אותו להקטין את חשיפתו הניכרת לפיחות בשער החליפין באמצעות צבירת מט"ח בפיקדונות בארץ ובחו"ל. תושבי חוץ שמימשו את השקעותיהם, בקנה מידה גדול, במרבית המשקים המתעוררים פעלו בישראל בהיקפים מצומצמים מאד, וכבר בחודשים נובמבר ודצמבר 1998 חזרו להשקיע נטו במשק (תרשים 2-5).





ניתן להניח שהשתלבותו של המשק בשווקים העולמיים כתוצאה מתהליך הליברליזציה והגלובליזציה תרמה להתגלגלותו של המשבר העולמי לישראל; עם זאת, לא ניתן לקבוע שעוצמת הזעזוע בשוק המט"ח המקומי הייתה נמוכה יותר במידה והיו קיימות מגבלות על הוצאת מטבע חוץ לחו"ל. יתרה מזאת, ההתפתחויות בשוק מטבע חוץ בתקופה זו הראו שהפגיעות

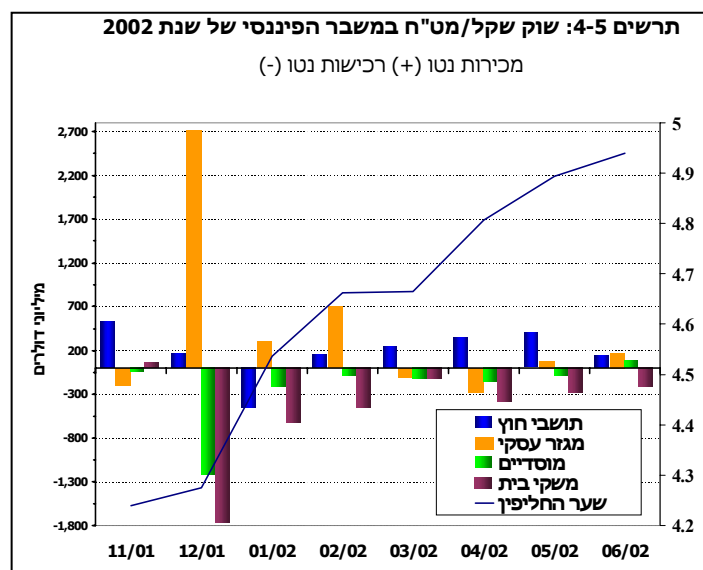
של המשק הישראלי לזעזוע העולמי נבעה מהיקף החשיפה הניכר של המגזר העסקי לפיחות בשער החליפין שהתבטאה בעודף גדול של התחייבויות במטבע חוץ (תרשים 5-3).

חשיפה זו הייתה תולדה של מדיניות מוניטרית שפעלה להשיג יעדי אינפלציה בתנאים של משטר שער חליפין, שבמשך תקופה ארוכה לא התיישב עם מדיניות זו – דבר שיצר פער ריביות גבוה בין שקלים למטבע חוץ יחד עם סיכון נמוך של שער החליפין, בגלל קיומה של רצועת ניוד צרה והתערבות של הבנק המרכזי במסחר במטבע חוץ. גם הפסקת ההתערבות בתוך הרצועה בתחילת 1996 והרחבתה באמצע 1997 לא השפיעה על הקטנת החשיפה של מגזר זה כיוון שתהליך ההפנמה של התגברות סיכון שער החליפין בקרב הפירמות היה איטי מאד. מדיניות אי-התערבות במסחר של הבנק המרכזי במשבר באוקטובר 98 למרות הפיחות המואץ ולחצים שהופעלו על הבנק מצד משרד האוצר, אפשרה לשער החליפין להיקבע על ידי כוחות השוק, תרמה לתמחור נכון יותר של סיכונים שער החליפין, והקטינה את ההשפעות השליליות של המשבר העולמי על השוק המקומי; עם זאת, מדיניות אי-התערבות במסחר במט"ח, חייבה את הבנק המרכזי להגיב בחריפות בכלי הריבית על מנת לעצור את התהליך.

המשבר הפיננסי המקומי בדצמבר 2001

בחודש דצמבר 2001 התפתח במשק הישראלי תהליך של ערעור יציבות פיננסית שמקורו היה באירוע מקומי ולא בהתפתחות גלובלית: במסגרת עסקת חבילה בין הבנק המרכזי לאוצר הוסכם על שינוי בתמהיל המדיניות הכלכלית שכלל הרחבה מוניטרית וצמצום פיסקלי. כחלק מן העסקה הופחתה הריבית השקלית באופן חד ב-2 נקודות אחוז. מהלך זה הפתיע את השווקים הפיננסיים על רקע התנאים הכלכליים הבעייתיים ששררו במשק והושפעו מתקופה ממושכת של הסלמה ביטחונית וירידה ניכרת בהיקף יבוא ההון למשק כתוצאה מהתפוצצות בועת ההי-טק בסוף שנת 2000. התפתחויות אלו הביאו להתערערות באמינות המדיניות הכלכלית בעיני משקי

בית והם החלו לרכוש מטבע חוץ בהיקפים ניכרים הן באמצעות קרנות נאמנות מט"חיות והן באמצעות צבירה בפיקדונות מט"ח בחו"ל. בתקופה זו נרשם פיחות חד בשער החליפין, תוך עלייה חדה בתנודתיות, במרווחים בהיקפי המסחר. גם במשבר הזה נמנע הבנק המרכזי מלהתערב ישירות במסחר במט"ח, אך עצירת תהליך



הערעור התאפשרה רק באמצעות העלאת ריבית חדה.

הטריגר למשבר בסוף 2001 היה כאמור מקומי ולכן לליברליזציה בוודאי לא הייתה תרומה להתפרצותו. באשר להתפתחות המשבר ניתן להניח, כמו במשבר של 1998, כי במידה ולא הייתה מתאפשרת הוצאת המט"ח לחו"ל, הביקוש למט"ח היה מופנה לנכסים מקומיים. אנו סבורים כי תחושת המחסור במטבע חוץ, במצב

של משק סגור, הייתה עלולה אף להעצים את הפיחות בשער החליפין ואת ערעור היציבות בשוק בשני המשברים.

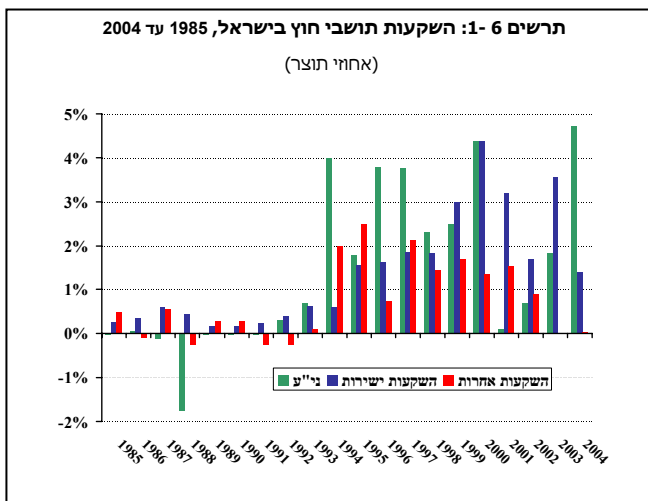
הניסיון הישראלי, כמו זה שנצבר במדינות אחרות בעולם, מראה שהדרך הנכונה להתמודד עם הפגיעות הפיננסית הנובעת מהליברליזציה בתנועות ההון והפתיחות לשווקים הפיננסיים העולמיים, היא לא להגביל את הפתיחות בתנועות ההון אלא, ניהול מדיניות מקרו כלכלית ממושמת המתיישבת עם הסטנדרטים הבין-לאומיים, ניטור מקרוב של הפעילות במט"ח, חיזוק היציבות של מערכת הבנקאות המקומית, ועידוד המגזרים הפועלים בשוק להשתמש בכלים פיננסיים המגינים מסיכונים שער החליפין.

פרק 6: ההשפעות הכלכליות של הליברליזציה

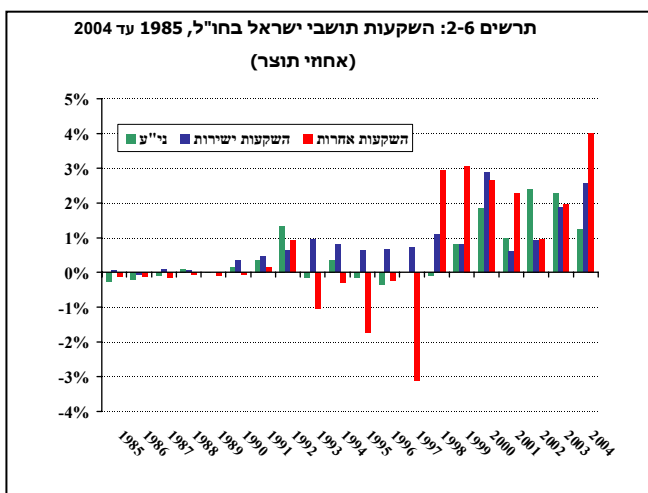
הסרת המגבלות על חשבון ההון הייתה צפויה להגביר את האינטגרציה בין המשק המקומי לבין חו"ל, במספר אופנים: תנועות ההון ברוטו צפויות לגדול, בשני הכיוונים, וכמו כן, המתאם בין המשקים צפוי לגדול בכל הקשור למדדי מניות, פערי ריביות, שיעורי אינפלציה וכו'. תנודתיות שער החליפין צפויה לגדול גם היא בהשפעת תנועות ההון קצרות הטווח.

במקרה הישראלי במקביל לתהליך הליברליזציה חלו שינויים משמעותיים במשק ובסביבה הפיננסית העולמית: הושגה התקדמות בתהליך השלום, החל שינוי מבני בתעשייה הישראלית והתגבשו היתרונות היחסיים של המשק בתחום ההי-טק. בעולם התגברו תנועות ההון הפיננסיות והריאליות למשקים מתעוררים במסגרת תהליך גלובליזציה מתמשך. התוצאה המשולבת של כל הגורמים האלו הייתה הגברת תנועות ההון אל המשק וממנו.

תהליכים אלו מקשים לזהות את תרומתה הישירה של הליברליזציה לגידול בתנועות ההון. עם זאת, אינדיקטורים רבים מראים על השפעות חיוביות של הליברליזציה על הכלכלה, וההשפעות הן בדרך כלל בכיוון הצפוי.

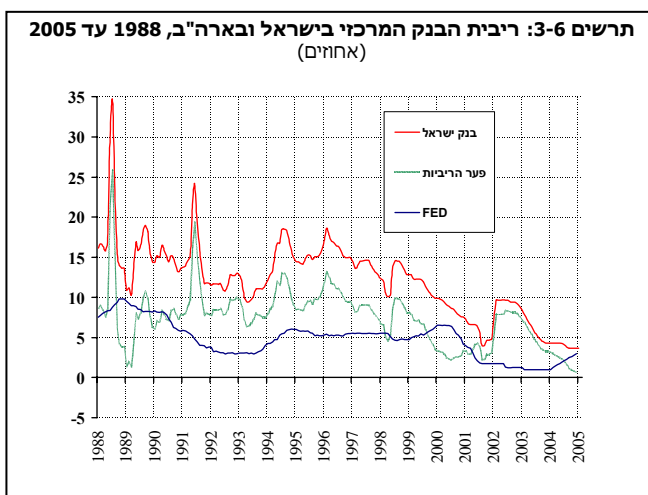


מבט על השקעות תושבי חוץ בישראל (תרשים 1-6) מלמד על זרם משמעותי של תנועות הון נכנסות החל מאמצע שנות התשעים בכל סוגי ההשקעות. לכאורה ניתן לשייך זרם זה לגורמים אחרים שאינם קשורים לליברליזציה, כגון השיפור בסביבה הגיאופוליטית והתפתחות תעשיית הטכנולוגיה העילית. עם זאת, סביר להניח כי תהליך הליברליזציה הווה רקע תומך לגידול משמעותי זה בתנועות ההון הנכנסות.



הסתכלות מקבילה על השקעות הישראלים בחו"ל (תרשים 2-6) מעלה מספר נקודות מעניינות:

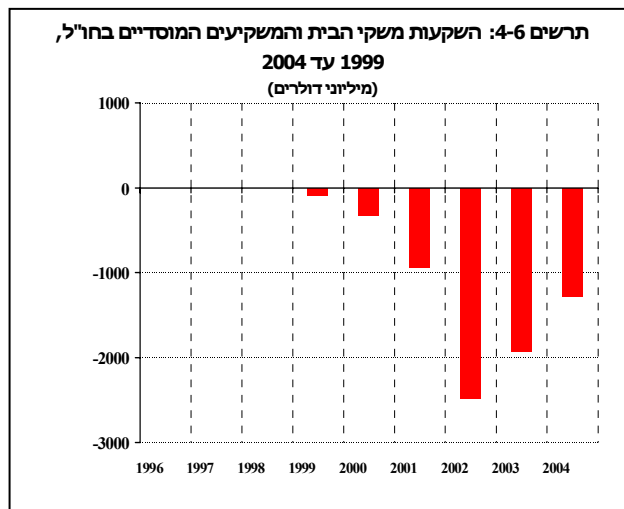
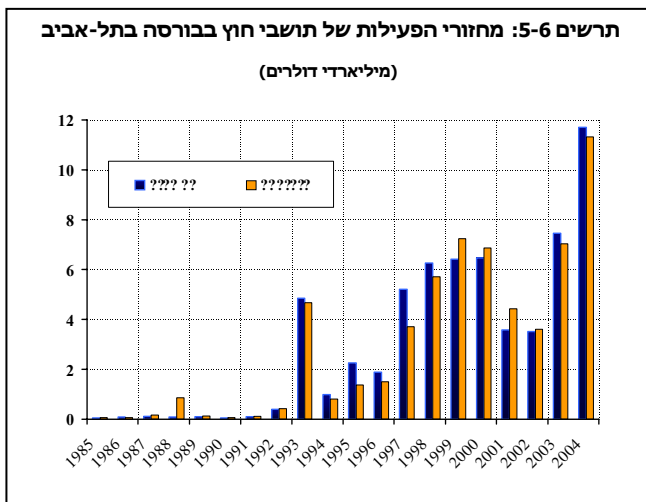
* בתחילת תהליך הליברליזציה, ההשקעה נטו של ישראלים בחו"ל הייתה למעשה שלילית. התנועה העיקרית נרשמה בסעיף ההשקעות האחרות, וייצגה בעיקר תופעה של נטילת אשראי זר במט"ח בהיקפים עצומים על ידי הסקטור העסקי, כתגובה למדיניות מוניטרית מרסנת בישראל שהביאה לפער ריביות משמעותי מול חו"ל (תרשים 3-6).



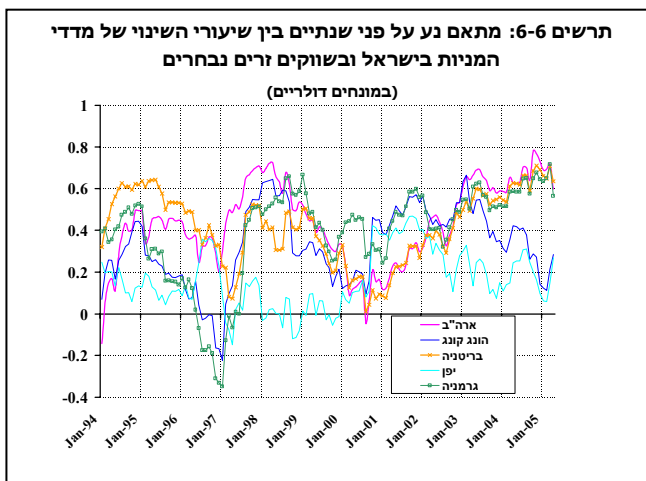
* בשנת 1998 השקעות הישראלים לחו"ל עלו לרמה חדשה שנמשכה עד לתקופה הנוכחית. את החלק העיקרי של גידול זה ניתן לייחס לתהליך הליברליזציה.

* ההשקעות של משקי הבית והמשקיעים

המוסדיים היו בהיקפים נמוכים מאוד לאורך כל תהליך הליברליזציה והחלו לגדול רק לאחרונה (תרשים 4-6). זרם נמוך זה היה בעיקרו תוצאה של אפליית מס, שבוטלה אך לאחרונה, כמו גם תוצאה של תשואה גבוהה על השקעה בנכסים מקומיים.



דרך אחרת ללמוד על השפעת הליברליזציה על פתיחות המשק היא להסתכל על היקף הפעילות של תושבי

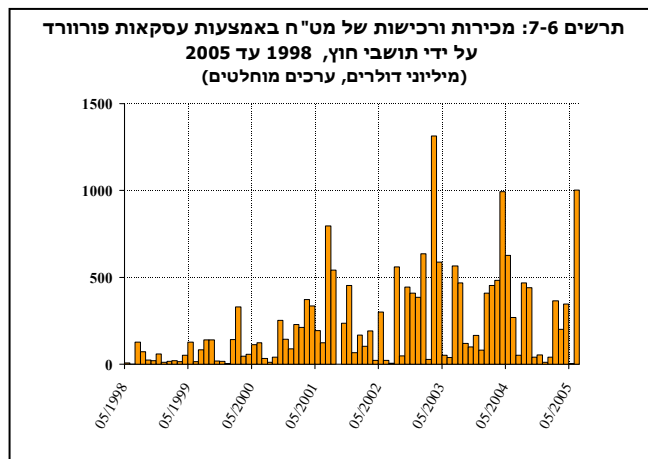
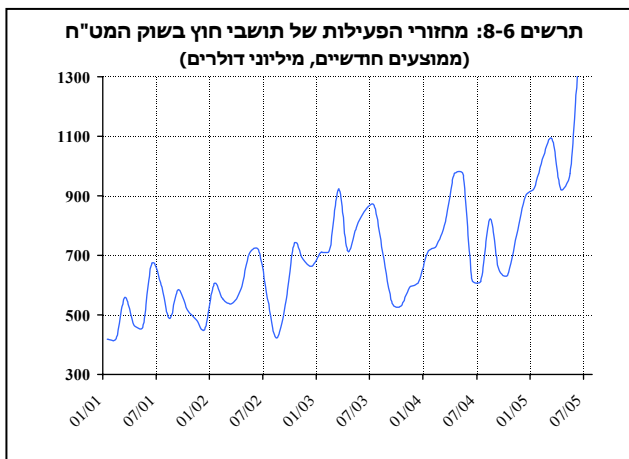


חוץ בבורסה בתל אביב (תרשים 6-5). מגמת הגידול הניכרת לעין בפעילות של תושבי חוץ החל מ-1993 קשורה ככל הנראה בעיקר למצב הכלכלי בישראל ובשווקי ההון העולמיים. עם זאת, סביר להניח שתהליך הליברליזציה הביא לקיומה של סביבה נוחה ומעודדת לתנועות הון נכנסות מסוג זה.

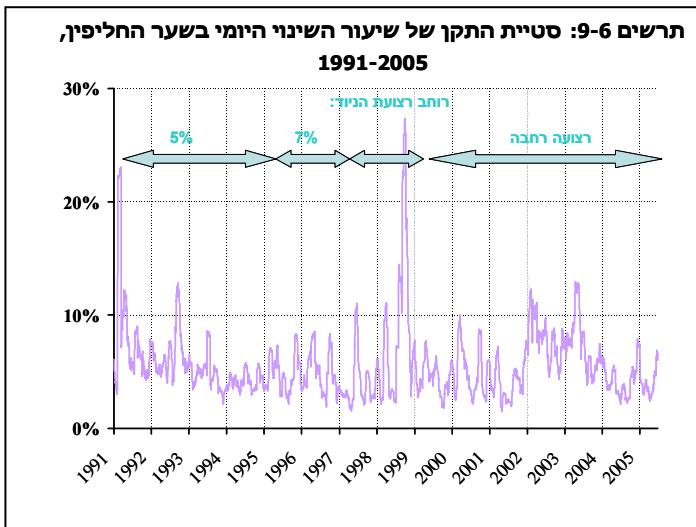
המתאם בין מדדי המניות במשק ובחו"ל מהווה גם הוא מדד למידת הפתיחות של המשק. תרשים 6-6 מציג את המתאם הנע בין מדדי המניות בישראל ובמספר שווקים נבחרים בעולם על פני תקופה של

שנתיים. ניתן לראות כי בשנים האחרונות, המתאם עם השווקים העיקריים במערב עלה בהתמדה, כתוצאה מהליברליזציה ותהליכי הגלובליזציה.

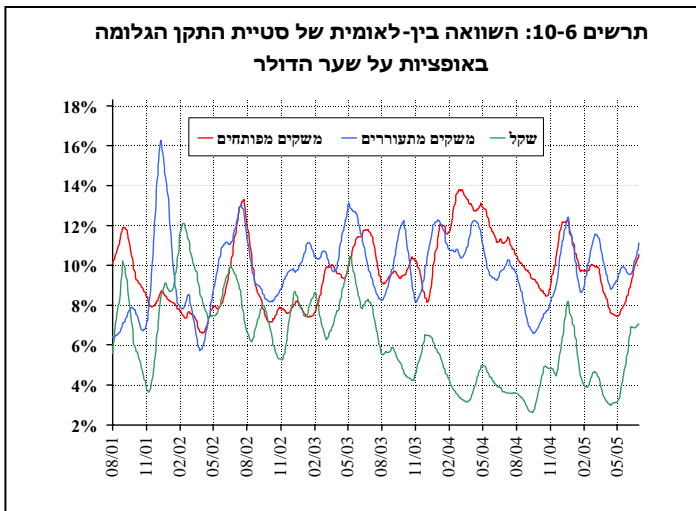
אפיק שבו הליברליזציה השפיעה ישירות על הפעילות של תושבי החוץ הוא אפיק המכשירים הפיננסיים הנגזרים. פעילותם של תושבי חוץ במכשירים אלו הותרה לראשונה בשנת 1998, ובתרשים 6-7 ניתן לראות את הפעילות שלהם ברכישת ומכירת מט"ח בעסקאות עתידיות. ניתן להבחין במגמה של גידול על פני הזמן בפעילות זו, מאז הותרה כאמור ב-1998. הגידול בפעילות של תושבי חוץ בשוק המט"ח המקומי ניכר גם מתרשים 6-8.



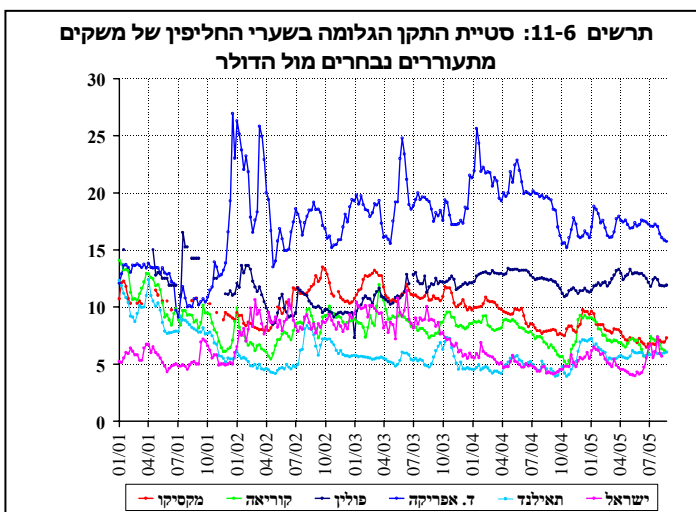
אפיק נוסף שבו ניתן היה לצפות להשפעה של הליברליזציה על השווקים הוא התנודתיות של שער החליפין, בעיקר בעקבות הגידול בהיקפי תנועות ההון קצרות הטווח. עם זאת, תרשים 6-9 מראה שלמרות המעבר מרצועת ניוד צרה בתחילת שנות ה-90 למשטר שער חליפין נייד לחלוטין באמצע 2005 והגידול בתנועות קצרות הטווח, תנודתיות שער החליפין לא השתנתה



באופן משמעותי, למעט תקופות קצרות של פיחות מואץ שלאחריהן שבה התנודתיות לרמתה ארוכת הטווח. מהשוואת תנודתיות שער החליפין של השקל מול הדולר לעומת שערי החליפין של מספר משקים מתעוררים ומפותחים (תרשים 6-10), מראה על תנודתיות נמוכה במיוחד בשער החליפין של השקל. במבט מקרוב על קבוצת המשקים המתעוררים (תרשים 6.11) שאליהם

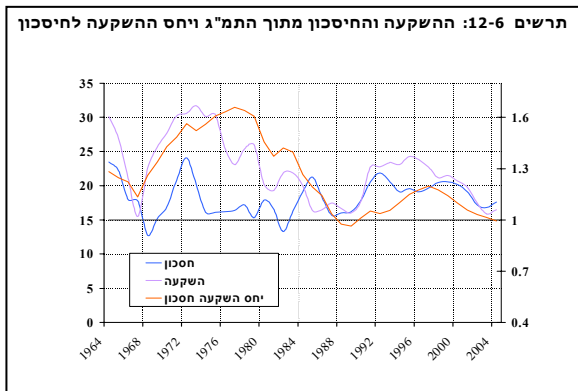


נהוג לשייך את המשק הישראלי, ניתן להבחין בקבוצת מדינות שמטבעותיהן מתאפיינים בתנודתיות נמוכה של שער החליפין מול הדולר, וישראל בתוכן, לעומת קבוצה אחרת של מדינות המתאפיינות בתנודתיות גבוהה. בזמן כתיבת עבודה זו נערך בבנק ישראל מחקר המנסה לזהות את הגורמים לתנודתיות ולאפיין את המדינות בעלת תנודתיות גבוהה או נמוכה באמצעות משתנים מאקרו כלכליים כגון יתרות



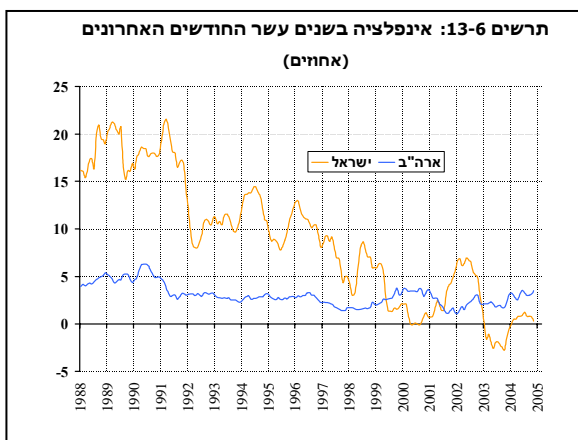
מטבע החוץ, משטר שער החליפין, מידת הפתיחות בסחר ובשווקים הפיננסיים, וכו'. עד כה, כל המשתנים הנ"ל לא הצליחו להסביר באופן מובהק את ההבדלים בתנודתיות בשער החליפין בין המטבעות השונים.

מנקודת המבט המאקרו כלכלית של ניתוח ההשקעה והחיסכון, מקובל להניח שליברליזציה בחשבון ההון



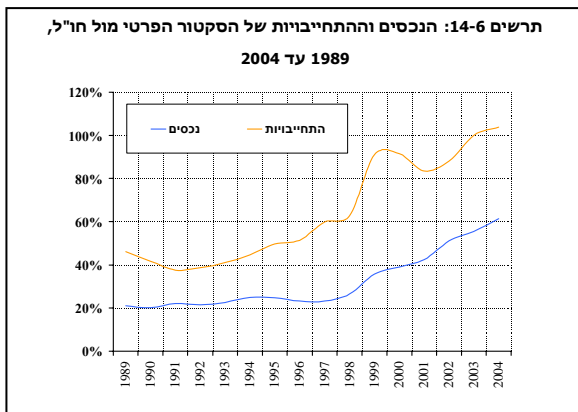
תסייע לנתק את הקשר בין החיסכון המקומי להשקעה המקומית, על ידי מתן אפשרות למימון גירעונות או עודפים בחשבון השוטף. עם זאת, בתרשים 6-12 ניתן לראות כי שיעור ההשקעה בישראל היה גבוה משיעור החיסכון לא רק בשנים האחרונות. בסך הכל עם התקדמות הליברליזציה התקרבו היחס ביניהם ליחידתי. נראה אם כן שהליברליזציה הגבירה את תנועות ההון בשני הכיוונים, כפי שהדבר משתקף בתרשימים 6-1, 6-2.

מדד אחר להשתלבות המשק בסביבה העולמית הוא מידת ההתכנסות של שער הריבית במשק לשער הריבית בחו"ל.

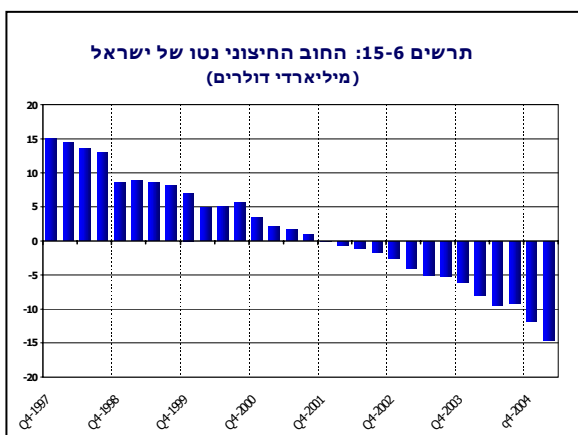


בתרשים 6-3 ניתן לראות שאכן הפער בין ריביות הבנקים המרכזיים בישראל ובאר"ב הולך ויורד עם השנים. עם זאת, את הירידה הזו בפער הריביות יש לייחס גם למדיניות המקרו כלכלית שהביאה לירידה באינפלציה בישראל והגעתה לרמת המשקים המפותחים במקביל לשינוי משטר שער החליפין והליברליזציה בשוק מטבע חוץ. (תרשים 6-13). ניתן לראות גם שבמהלך כל התהליך הדיסאינפלציוני בישראל הריבית המקומית הייתה תנודתית מאוד, יחסית

לריבית יציבה בארה"ב.



תהליך הליברליזציה, במקביל לרפורמות מאקרו-כלכליות, תהליכי דה-רגולציה, והשינויים במשטר שער החליפין, שינו את ההיקף, כמו גם ההרכב, של החשבון הפיננסי בישראל. מאזן הנכסים וההתחייבויות של הסקטור הפרטי מצביע על גידול מרשים ביתרת הנכסים וההתחייבויות ביחס לתמ"ג החל משנת 1997 (תרשים 6-14) תוך ירידה דרמטית בחוב החיצוני נטו (תרשים 6-15) כאשר המשק הישראלי הופך מלווה נטו למלווה נטו.



בסך הכל, לליברליזציה הייתה השפעה משמעותית על המשק הישראלי, על פתיחות המשק ועל החשבון הפיננסי. טרם הליברליזציה, החשש העיקרי מהתהליך נגע לסכנה של בריחת החיסכון המקומי לחו"ל. בריחה כזו לא קרתה עד כה, כתוצאה משיעורי תשואה גבוהים, תופעת ה-home bias, ואפליית מס שבוטלה אך לאחרונה. אף על פי כן, הייתה לליברליזציה השפעה ניכרת על סך תנועות ההון היוצאות (בעיקר מצד הסקטור העסקי), שהגיעו להיקפים גבוהים במיוחד יחסית לתקופה שלפני הליברליזציה.

ההשפעה הישירה של הליברליזציה על תנועות הון נכנסות ארוכות טווח הייתה שולית, בעיקר משום שתנועות אלו כמעט שלא היו מוגבלות לפני הליברליזציה. עם זאת, הליברליזציה סיפקה רקע נוח לגידול בתנועות ההון הנכנסות, שנבע בעיקר כתוצאה מהשינוי בסביבה הגיאוגרפית, מהגלובליזציה, ומהתפתחות תעשיית הטכנולוגיה העילית.

הליברליזציה הגבירה באופן משמעותי את תנועות ההון קצרות הטווח של תושבי חוץ, בעיקר במכשירים פיננסיים נגזרים. אף על פי כן, הדבר לא הביא לגידול בתנועות שער החליפין, והיא עדיין נמוכה משמעותית בהשוואה למשקים מערביים כמו גם משקים מתעוררים. כמו כן, המעורבות הגדלה של תושבי חוץ בשוקי ההון והמט"ח הגבירה את היעילות בשווקים אלו.

הליברליזציה והגמשת משטר שער החליפין תרמו להגברת מודעות הסקטור הפרטי לסיכון שער החליפין. הסקטור העסקי הקטין בצורה משמעותית את חשיפתו לפיחות, והגביר את היקף השימוש שלו במכשירי גידור כנגד סיכון זה. משקי הבית, לעומת זאת, עדיין לא הפנימו את העובדה ששער החליפין יכול לנוע בשני הכיוונים, והם עדיין חשופים במידה משמעותית לייסוף בשער.

פרק 7: סיכום

המשק הישראלי עבר בשני העשורים האחרונים תהליך הדרגתי עקבי ומוצלח של ליברליזציה בחשבון הפיננסי. תהליך זה הווה חלק מאסטרטגיה של הגברת הפתיחות של המשק כתנאי למיצוי הצמיחה הכלכלית. תהליך הליברליזציה התבצע בצורה עקבית והדרגתית במקביל לרפורמות מקרו-כלכליות, תהליכי דה-רגולציה בשוק הכספים וההון, נטישת שער חליפין כעוגן נומינלי ומעבר למשטר של יעדי אינפלציה, והגמשת משטר שער החליפין עד כדי ניוד מוחלט.

סדר הליברליזציה היה עקבי עם התפיסה של התקדמות איטית יותר ביצוא הון ובמכשירים קצרי טווח, לעומת יבוא הון ומכשירים ארוכי טווח. הסדר לפי החתך הסקטוריאלי נתן עדיפות למגזר העסקי ולתושבי חוץ על פני משקי בית ומשקיעים מוסדיים.

השוואת הצלחת התהליך ההדרגתי והעקבי של הליברליזציה, לכישלון של ליברליזציה "בבת אחת" בשנת 1977, מצביעה על התנאים המרכזיים שבעטיין נכשלה הליברליזציה ב-1977 ושהבנתן אפשרה תהליך מוצלח יותר: תנאי הרקע המקרו כלכליים, מידת הפיתוח של שווקי ההון המקומיים, תשתית המידע על תנועות הון למשק וממנו, ומידת ההתאמה של כלי המדיניות להסרת הפיקוח על מטבע חוץ.

במהלך תהליך הליברליזציה המשק הישראלי חווה שני אירועים של תהליכי ערעור היציבות הפיננסית, שהתבטאו בפיחות חד בשער החליפין ובעלייה ניכרת בתנודתיות בו: באוקטובר 1998 בשל השפעת המשברים הפיננסיים בעולם, ובשנת 2001 בשל התפתחויות מקומיות שהשפיעו על יחסי התשואה והסיכון בשוק. בשני אירועים אלו ברור כי לליברליזציה לא הייתה תרומה מרכזית להתהוותם. ליברליזציה נוטה אמנם להגדיל את חשיפת המשק לזעזועים חיצוניים, ויכולה להעצים זעזועים מקרו-כלכליים מקומיים; אך היא מחייבת את המגזר העסקי והפיננסי להתמודד עם סיכוני שער החליפין, ואת קובעי המדיניות לנהל מדיניות מקרו כלכלית אחראית שעומדת במבחן מתמיד של השווקים.

בחינת ההשפעות הכלכליות של הליברליזציה על המשק הישראלי מראה כי, קיימות אינדיקציות רבות להגברת הפתיחות של המשק, להתרחבות החשבון הפיננסי, ולשיפור במעמדו הפיננסי של המשק. כמו כן, הגידול במעורבותם של תושבי חוץ בשוקי ההון ומטבע חוץ המקומיים, הביאה לפיתוחם ושכלולם של שווקים אלו. יחד עם זאת ברור כי התפתחויות אלו משקפות גם תהליכים נוספים בכלכלה המקומית ובסביבה הגלובלית שהתרחשו במקביל לתהליך הליברליזציה: המשק עבר שינויים גאו-פוליטיים, שינויים מבניים בתעשייה, והתגבשות היתרונות היחסיים שלו בתחומי הטכנולוגיה העילית. בעולם חל גידול מהיר בכניסת הון פיננסי וריאלי למשקים מתעוררים. למרות שלא ניתן ליחס את ההשפעות הכלכליות שהוזכרו לעייל לתהליך הליברליזציה לבדו, אין ספק שהתהליך אפשר למשק לנצל את יתרונות הגלובליזציה להשתלבות מוצלחת בשווקים הבין-לאומיים.

ביבליוגרפיה

גוטליב, ד. ו.מ. בלכר, 2001, הליברליזציה בחשבון ההון של מאזן התשלומים. בתוך בן בסט, א. (עורך): "ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק", הוצאת עם עובד ומכון פאלק.

מיכאלי, מ. 2004, הליברליזציה בשוק מטבע החוץ בישראל. בתוך לויתן, נ. ו.ח. ברקאי: "חמישים שנות חתירה לשליטה מוניטרית". בנק ישראל.

Bayraktar, N. and Y. Wang , 2004, Foreign Bank Entry, Performance of Domestic Banks and the Sequence of Financial Liberalization, World Bank Policy Research WP 3416.

Fischer, S. 1997, Capital Account Liberalization and the Role of the IMF, IMF Seminar: "Asia and the IMF".

Forbes, K. J., 2005, The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch, NBER WP 11372.

Inseok, S. and Y. Wang, 1999, How to Sequence Capital Market Liberalization: Lessons from the Korean Experience, Korea Institute for International Economic Policy (KIEP).

Johnston, R.B., S.M. Darbar and C. Echeverria, 1997, Sequencing Capital Account Liberalization - Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand, IMF WP 97/157.