

פרק ז'

שוקי הכספים וההון

האתגר המרכזי שעמד בפני המדיניות המוניטרית בשנת 1999 היה להבטיח את חזרתו של המשק לסביבת אינפלציה נמוכה בהתאם ליעדי הממשלה – לאחר עליות המחירים החריגות של סוף 1998, בהשפעת המשבר הפיננסי העולמי. במסגרת זו, ועל רקע ההתפתחויות במהלך השנה בארץ ובחו"ל, ננקטה מדיניות של הורדת ריבית זהירה, הדרגתית, ותואמת את יעדי האינפלציה, שנקבעו בשיעור של 4 אחוזים ל-1999, ו-3-4 אחוזים ל-2000 ו-2001. בסך הכול הורדה ריבית בנק ישראל ב-2.3 נקודות האחוז, והגיעה בסוף התקופה ל-11.2 אחוזים.

הזהירות וההדרגתיות שבהורדת הריבית נבעו ממספר גורמים עיקריים: מהסיכונים של שינויים חדים בתיק הנכסים של הציבור, על רקע הצטמצמות פערי התשואות עם חו"ל; מאיודאות שהייתה קשורה לחילופי השלטון בישראל ולחששות מ"באג 2000"; מעליית מחירי חו"ל (בפרט של מחירי הנפט ונגזריו); מהערכות (שנתבדו) בדבר חריגה ניכרת מיעד הגירעון התקציבי של הממשלה. כל אלה התבטאו בציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים הנגזרות משוק ההון ובתחזיות לאינפלציה המתפרסמות על ידי גופים שונים במשק – והן נמצאו במשך מרבית השנה מעל ליעדי האינפלציה. עם זאת ירדו הציפיות בקצב מהיר מזה של ירידת הריבית הנומינלית, וכך עלתה הריבית הריאלית ב-1999 ל-7.5 אחוזים בממוצע.

עלייה ראלית בת כ-60 אחוזים של מחירי המניות בשוק ההון הישראלי במהלך 1999 הביאה לעליית משקל המניות בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור, תוך עליית ערכו הכולל של התיק. גם השנה, בהמשך למגמה שהחלה בסוף שנות השמונים, גדל חלקם של הנכסים קצרי הטווח בתיק, על חשבון הנכסים ארוכי הטווח.

בעשור האחרון חלו מספר תמורות באסטרטגיית המדיניות המוניטרית – התמקדות בהשגת יעדי האינפלציה שנקבעו בידי הממשלה והגמשה ניכרת של משטר שער החליפין, שהתבטאה בהרחבתה של רצועת הניוד ובאסטרטגיה של אי-התערבות בשוק מטבע החוץ, על רקע העמקת הליברליזציה בשוק ההון.

1. קווי ההתפתחות העיקריים¹

האתגר המרכזי שעמד בפני המדיניות המוניטרית בשנת 1999 היה להבטיח את חזרתו של המשק לסביבת אינפלציה נמוכה, בהתאם ליעדי הממשלה.

האתגר המרכזי שעמד בפני המדיניות המוניטרית בשנת 1999 היה להבטיח שלאחר עליות המחירים החריגות של סוף 1998 – על רקע המשבר הפיננסי העולמי – יחזור המשק לסביבת אינפלציה נמוכה, התואמת את היעדים אשר קבעה הממשלה: 4 אחוזים לשנת 1999, ו-3-4 אחוזים לשנים 2000 ו-2001. קצב האינפלציה ירד מכ-10 אחוזים לשנה לכ-4

1 האינדיקטורים המוניטריים העיקריים מוצגים בלוח ז'-1.

לוח ז'-1

אינדיקטורים מוניטריים, 1992 עד 1999
(אחוזים)

1999				-1992					
IV	III	II	I	1999	1998	1997	1996	1995	1994
סביבת האינפלציה									
				4	7-10	7-10	8-10	8-11	10.8
יעד האינפלציה									
מדר המחירים לצרכן -									
0.5	1.2	1.1	-1.4	1.3	8.6	7.0	10.6	8.1	11.7
3.9	5.4	6.1	5.7	5.3	6.2	9.1	11.7	10.6	10.1
שיעור השינוי במשך השנה ¹									
הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים ²									
תחזיות האינפלציה ל-12 החודשים הבאים									
4.5	5.0	5.2	4.9	4.9	5.6	8.7	10.0	9.7	
של גורמים שונים במשק ³									
ריביות בנק ישראל									
11.4	11.7	12.2	13.3	12.1	11.7	13.6	15.1	14.6	11.2
ריבית בנק ישראל									
הריבית האפקטיבית על פיקדונות									
12.2	12.5	13.1	14.4	13.0	12.6	15.1	18.1		
הבנקים בב"י ⁴ הנומינלית									
8.3	6.6	6.7	8.4	7.5	6.2	5.5	6.5		
הריאלית הצפויה									
הריבית האפקטיבית על ההלוואה									
11.5	12.0	12.5	13.6	12.4	12.0	14.3	16.1	15.6	12.2
המונטרית ⁵ הנומינלית									
7.7	6.1	6.2	7.7	6.9	5.6	4.8	4.4	5.1	2.1
הריאלית הצפויה									
התפתחות המיצרפים (שיעור השינוי במשך התקופה, במונחים שנתיים):									
18.6	8.7	11.9	13.6	18.6	12.7	14.1	11.9	16.5	22.9
אמצעי התשלום (M1)									
24.3	20.0	20.9	20.7	24.3	17.5	24.8	26.2	34.4	32.9
M2 ⁶									
15.1	18.0	18.0	19.5	15.1	19.7	16.5	22.1	24.5	33.0
סך כל האשראי החופשי									
המשקל בסך כל האשראי של:									
34.6	34.6	35.4	35.2	34.9	34.9	34.8	38.0	42.4	48.8
האשראי הלא-צמוד									
36.5	36.7	36.4	36.5	36.5	36.4	37.0	36.5	35.9	31.7
האשראי הצמוד למדד									
29.0	28.7	28.2	28.2	28.5	28.7	28.2	25.5	21.6	19.5
האשראי במט"ח והצמוד למט"ח									
784	808	1,153	925	784	796	1,426	957	4,009	14,006
ההלוואה המוניטרית (במיליוני ש"ח)									
פיקדונות הבנקים במרכזי בנק ישראל									
(במיליוני ש"ח)									
48,700	45,000	43,300	40,200	48,700	40,000	32,500	5,000		
הריביות בשוק ההון									
הריביות הנומינליות על									
13.9	14.1	14.7	15.6	14.7	14.6	16.2	17.6	17.1	14.7
אשראי לא-צמוד ל-3 חוד'									
6.8	6.4	6.1	6.1	6.3	6.7	6.8	6.7	7.3	5.6
אשראי בדולרים ל-3 חוד'									
10.1	10.2	10.7	11.9	10.7	10.2	12.2	13.8	13.3	10.5
פח"ק									
5.3	5.2	5.1	5.2	5.2	4.9	4.1	4.6	4.4	3.0
הריביות הריאליות על אג"ח ל-10 שנים									
6.5	6.5	6.4	6.2	6.4	6.0	5.0	5.4	5.0	4.0
משכנתאות									
שערי החליפין									
1.5	2.4	-1.0	-4.5	8.3	9.6	4.3	3.4	4.6	10.1
שיעור השינוי בשער הסל בממוצע									
-1.9	5.0	0.2	-5.5	-2.5	20.8	3.6	3.1	5.7	9.4
במשך התקופה									

(1) שיעור השינוי במשך התקופה מחושב לפי החודש האחרון באותה תקופה לעומת החודש האחרון בתקופה הקודמת.

(2) ברוטו, משוק ההון מחושב לפי ממוצע לתקופה.

(3) ממוצע הציפיות כפי שדווח לקראת סוף החודש על ידי הבנקים הגדולים ומספר גופים העוסקים בחיזוי ובייעוץ כלכלי.

(4) הריבית האפקטיבית על המכרז לפיקדונות בנקאיים בבנק ישראל, בממוצע לתקופה.

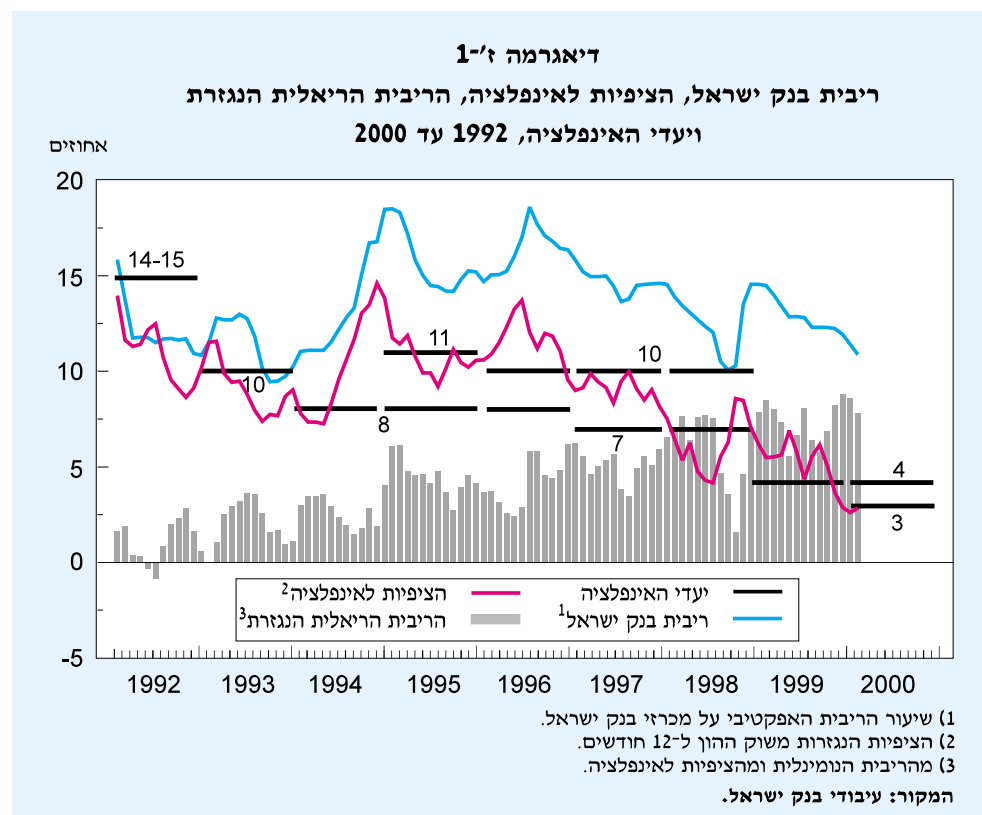
(5) הריבית הממוצעת האפקטיבית על הלוואה המוניטרית במכסות, בממוצע לתקופה.

(6) M2 כולל, נוסף על M1, גם את הפקדונות השקליים (הלא-צמודים) הנושאים ריבית לטווח של עד שנה.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

אחוזים עוד בשליש האחרון של שנת 1997, אולם ירידה זו הופרעה בסוף 1998, בהשפעת המשברים הפיננסיים בעולם. באותה העת פחת השקל בשיעור חד וחסר תקדים בשנים האחרונות, התפתחות שלווה בעליות מחירים חריגות ובנסיקת הציפיות לאינפלציה. החשש מהאצה אינפלציונית הניע את בנק ישראל להעלות את הריבית ב-4 נקודות אחוז בנובמבר 1998. לאחר התמתנות משמעותית של הציפיות לאינפלציה, רגיעה בשוק מטבע החוץ תוך ייסוף השקל, וירידה של המחירים ברביע הראשון של שנת 1999, הוחל, בהמשך השנה, בהורדה זהירה והדרגתית של הריבית הנומינלית בהתאם ליעד האינפלציה. בסך הכול הורדה ריבית בנק ישראל בשנת 1999 בשיעור מצטבר של 2.3 נקודות אחוז, והגיעה בסופה ל-11.2 אחוזים. שיעור עליית המחירים במהלך השנה הסתכם ב-1.3 אחוזים – בעיקר עקב ירידת המחירים החריגה ברביע הראשון של השנה; זהו השיעור השנתי הנמוך ביותר בשלושת העשורים האחרונים, ונמוך מיעד האינפלציה לשנה זו, 4 אחוזים (דיאגרמה ז'-1). בעליית המחירים המתונה תמכו, מלבד המדיניות המוניטרית, המשך המשמעת הפיסקלית, התמדת השיעור הנמוך מהפוטנציאל של הצמיחה הריאלית (למרות התאוששות מסוימת של הפעילות במהלך השנה) וכן הרגיעה היחסית בשוקי ההון בעולם. (ראה פרק ג').

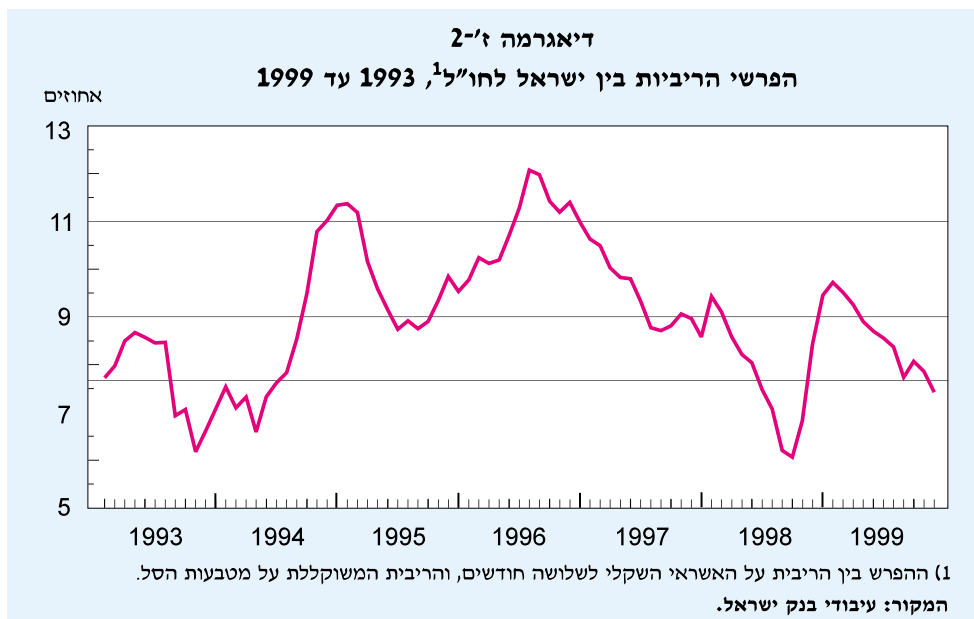
ריבית בנק ישראל הורדה
בהדרגה ב-2.3 נקודות
אחוז במשך השנה,
והגיעה בסופה ל-11.2
אחוזים.



שנת 1999 אופיינה במגמות שחייבו זהירות רבה בתהליך הפחתת הריבית הנומינלית. בהורדות הריבית הובאה בחשבון אי-הוודאות לגבי חזרתה של סביבת האינפלציה לתוואי ששרר לפני ההתפתחויות החריגות של סוף 1998. אי-הוודאות התבטאה, בין היתר, בציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון ובתחזיות האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים,

המתפרסמות על ידי גורמים שונים במשק², והן נמצאו במשך מרבית השנה מעל ליעדי האינפלציה. כן השפיעו על קביעת הריבית הסיכונים הכרוכים בשינויים חדים בתיק הנכסים של הציבור והחשש להישנותם של זעזועים בשוק מטבע החוץ; זאת על רקע הליברליזציה בשוק זה והצטמצמות פערי התשואות עם חו"ל במהלך השנה, שנבעה גם מהעלאות ריבית שם (דיאגרמה ז'-2), החשש מההשלכות הפיננסיות של ההיערכות לקראת "באג 2000" ואי-הוודאות הקשורה בבחירות, שהתבטאה, בין היתר, בעלייה חדה של שער החליפין. סיכוני אינפלציה נוספים, שהכתיבו מתינות בהורדות הריבית, היו בעיקר בשני תחומים: בתחום הפיסקלי – לגביו שררה במשך מרבית השנה ההערכה (שבחלקה אמנם התבררה), כי הגירעון התקציבי חורג במידה ניכרת מהיעד, ובעטייה הועלה יעד הגירעון לשנת 2000 ולשנים הבאות; בתחום מחירי חו"ל – עם נסיקתם של מחירי הנפט וגזריו ביותר מ-100 אחוזים השנה.

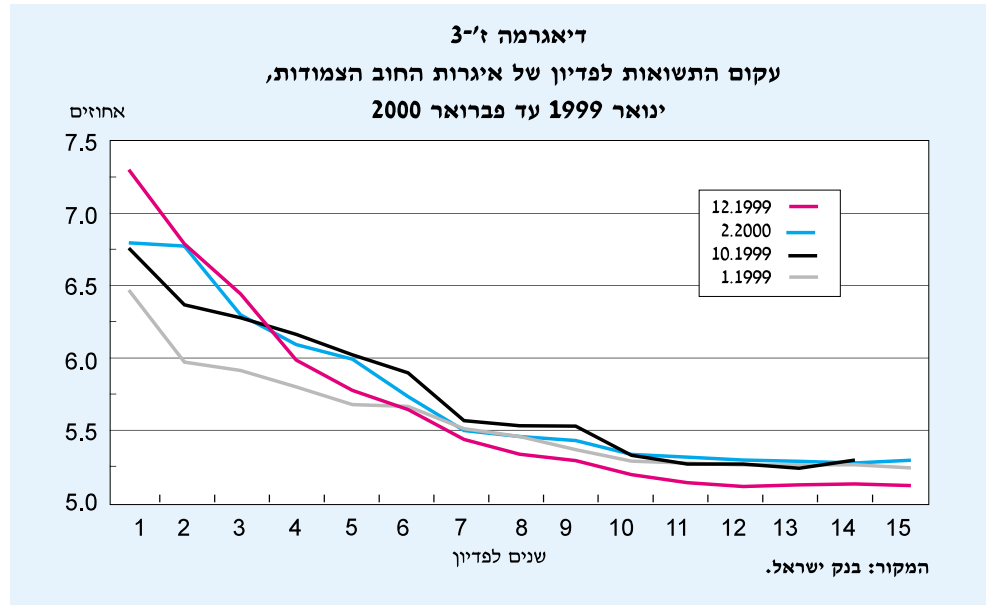
שנת 1999 אופיינה במגמות שחייבו זהירות רבה בתהליך הפחתת הריבית הנומינלית. בסופו של דבר חלק גדול מהסיכונים שהיו בתחום האינפלציה לא התממשו; כך עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.3 אחוזים – השיעור השנתי הנמוך ביותר בשלושת העשורים האחרונים, ונמוך מיעד האינפלציה לשנה זו.



קצב ירידתן של הציפיות לאינפלציה היה מהיר מזה של הריבית הנומינלית – תופעה המאפיינת בדרך כלל משקים המצויים בתהליך דיסאינפלציה – ולכן עלתה גם השנה הריבית הריאלית הצפויה, לכ-7.5 אחוזים בממוצע, לעומת 6.2 אחוזים ב-1998, 5.5 אחוזים ב-1997 ושיעורים נמוכים יותר בשנים קודמות. הריבית הריאלית בדיעבד הייתה השנה גבוהה במידה משמעותית מהריבית הריאלית הצפויה, ועלו גם הריביות הריאליות לטווחים הארוכים יותר. הריביות הריאליות על המשכנתאות עלו מ-6.0 אחוזים ב-1998 ל-6.4 אחוזים השנה, והתשואות הריאליות לפדיון על איגרות החוב ל-10 שנים הצמודות למדד המחירים לצרכן עלו מ-4.9 אחוזים ב-1998 ל-5.2 אחוזים ב-1999. עליית הריביות ארוכות הטווח מקורה, בין היתר, בעליית הריביות בעולם, שהשפעתן על המשק הישראלי גברה עם הליברליזציה בשוק מטבע החוץ. עם זאת רמתן של הריביות הריאליות לטווחים הארוכים בישראל עדיין גבוהה בכאחוז וחצי מהרמות במדינות המפותחות, וניתן להסביר

הריבית הריאלית הצפויה עלתה בשנת 1999 ל-7.5 אחוזים בממוצע.

2 הציפיות והתחזיות הן ל-12 החודשים הקרובים. נתונים על תחזיות האינפלציה נאספים מעשרה מקורות, ביניהם בנקים מסחריים וחזאים פרטיים.



עקום התשואות
הריאליות אופיין בשיפוע
שלילי – ממצא המעיד על
ציפייה לירידה של הריבית
הריאלית בעתיד, עם
המשך הדיסאינפלציה.

שערו של השקל יוסף ב'
2.5 אחוזים מול סל
המטבעות, ופוחת ב-0.4
אחוז מול הדולר. התוואי
המתון יחסית של שער
החליפין תרם להאטת
קצב עלייתם של
המחירים.

זאת (לפחות חלקית) ברמה הגבוהה-יחסית של הריביות הריאליות קצרות הטווח, המבטאות את תהליך הדיסאינפלציה. חשוב לציין שעקום התשואות הריאליות אופיין במהלך 1999 בשיפוע שלילי (בתלילות משתנות) – ממצא המעיד על ציפייה לירידה של הריבית הריאלית בעתיד, עם המשך הדיסאינפלציה (דיאגרמה ז'-3); ואכן ככל שהטווחים ארוכים יותר, הפער בריבית בין ישראל למדינות המפותחות קטן יותר.

שוק מטבע החוץ פעל במשך השנה ללא התערבותו של הבנק המרכזי במסחר. בעידן של ליברליזציה בתנועות ההון והפנמת ההשפעות הכלכליות של הגלובליזציה, המדיניות של אי-התערבות ישירה בשוק מטבע החוץ, הננקטת מתחילת 1996, מאפשרת לשער החליפין להיקבע על ידי כוחות השוק, תורמת לתמחור נכון של הסיכונים הגלומים בפעילות בשוק זה, ובכך מסייעת להקטנת פגיעותו של המשק לזעזועים פיננסיים בחו"ל. צמצום פערי התשואות בין המגזר השקלי למגזר מטבע החוץ במהלך השנה לוודא ביצוא הון של משקיעים מקומיים, וכנגד זאת נרשם יבוא הון בהיקף ניכר של משקיעים זרים, בעיקר משיקולים ארוכי טווח. במהלך השנה יוסף שערו של השקל ב-2.5 אחוזים מול סל המטבעות ופוחת ב-0.4 אחוז מול הדולר. התפתחות שער החליפין במהלך השנה לא הייתה אחידה: הריבית הגבוהה יחסית בתחילתה וחזרתה של המשקיעים הזרים תרמו לייסוף משמעותי של שער השקל ברביע הראשון; ברביע השני הוא כמעט לא השתנה; ברביע השלישי הוא פוחת – כנראה מפני החשש מההשלכות הפיננסיות של ההיערכות ל"באג 2000" ואי-הוודאות שאפפה את המדיניות הכלכלית העתידית לפני הבחירות; בחודשים האחרונים של השנה, עם התבדות החששות והמשך יבוא ההון ארוך הטווח, שמקורו בהשקעות הזרות, יוסף השקל שוב. התוואי המתון יחסית של שער החליפין השנה תרם להחזרת המשק לסביבת אינפלציה נמוכה³.

3 על הקשר האמפירי שבין שיעורי הריבית, שער החליפין ושיעור האינפלציה ראה י' ג'ברה וס' ריבון (1999), "השפעת המדיניות המוניטרית על פער התוצר ועל האינפלציה – המקרה של ישראל", בנק ישראל, מחלקת המחקר (נייר עבודה).

התפתחות המחירים והציפיות לאינפלציה במהלך השנה לא הייתה אחידה, ותאמה במידה רבה את התפתחות שער החליפין. ברביע הראשון ירד מדד המחירים לצרכן ב-1.4 אחוזים; בהמשך השנה גבר קצב עליית המחירים, ואילו בחודשיים האחרונים הוא כמעט לא השתנה. הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון נעו במשך מרבית השנה, תוך תנודתיות רבה, בתחום של 7.5 אחוזים, ובחודשיים האחרונים הן ירדו ירידה חדה לתחום יעד האינפלציה לשנתיים הבאות, 3-4 אחוזים. בסך הכול בשלושת הרביעים האחרונים של השנה עמד קצב האינפלציה על שיעור שנתי של 3.7 אחוזים, בדומה ליעד שקבעה הממשלה, ובדומה לקצב האינפלציה ששרר מהשליש האחרון של 1997 ועד למשבר הפיננסי העולמי של סוף 1998.

שאלה מרכזית היא עד כמה ההאטה בקצב עליית המחירים, שהחלה, כאמור, בסוף 1997, משקפת ירידה של סביבת האינפלציה, הצפויה להישמר, לפחות ברובה, גם שתהיה התאוששות בפעילות הריאלית. גורמים רבים פעלו ופועלים לירידתה של סביבת האינפלציה ולהתבססות רמתה הנמוכה גם כשהמשק יחזור לשיעורי צמיחה התואמים את הפוטנציאל שלו. בין גורמים אלו ניתן למנות את עליית האמינות של המדיניות המוניטרית במחויבותה להשגתם של יעדי האינפלציה שקבעה הממשלה, את אמונו של הציבור בהמשך המשמעת הפיסקלית, תוך הדגשת המחויבות של הממשלה להורדת הגירעון, את הקטנת חלקה של הצריכה הציבורית יחסית לתוצר (קונסולידציה פיסקלית) ואת ההכרה כי שמירה על משמעת מוניטרית ופיסקלית (לדוגמה, על פי הכללים שנקבעו באמנת מאסטריכט) היא תנאי הכרחי לשילובו המוצלח, ואף לשיפור מעמדו, של המשק הישראלי בכלכלה העולמית. כל אלה תרמו לירידה הניכרת של הציפיות לאינפלציה בסוף 1999 ובחודשיים הראשונים של שנת 2000 אל מתחת ל-3 אחוזים לשנה. (לדיון נרחב ראה פרק ג').

האתגר המרכזי של המדיניות המוניטרית בשנתיים הבאות הוא לבסס סביבת אינפלציה נמוכה בהתאם ליעדי הממשלה, תוך מעבר ממדיניות דיסאינפלציונית, המאופיינת בריביות ריאלית גבוהות יחסית, להתכנסות הדרגתית של הריבית הנומינלית והריאלית לרמות מערביות. מדיניות זו תתמוך ביעדים הכלכליים האחרים של הממשלה, ובפרט – בהתחדשות שיעורי צמיחה התואמים את הפוטנציאל של המשק, תוך שמירה על היציבות הכלכלית.

* * *

המיצרפים המוניטריים משמשים אינדיקטורים חשובים להערכת התפתחותה של האינפלציה. כמות אמצעי התשלום (M1) היא המיצרף העיקרי בהערכת סביבת האינפלציה, שכן היא משפיעה על קצב עליית המחירים השפעה ניכרת (בפיגור של מספר רביעים). במהלך שנת 1999 התרחבו אמצעי התשלום ב-18.6 אחוזים, והגיעו בסופה לכ-25.9 מיליארדי ש"ח, לעומת עלייה מתונה יותר, של 12.7 אחוזים, אשתקד. שיעור חריג זה מקורו בביקוש רב לנזילות שקלית לקראת סוף השנה, בגלל החשש מ"באג 2000". בממוצע שנתי התרחבו אמצעי התשלום ב-1999 בשיעור מתון יותר, 11.4 אחוזים. אמנם, בעיקרון, העלייה באמצעי התשלום עלולה להביא להאצה של עליות המחירים, אך התייצבותה של האינפלציה ברמה נמוכה, ירידת הריבית הנומינלית, התרחבות הפעילות בבורסה וההתאוששות בפעילות הריאלית מצביעות על האפשרות שהביקוש המוגבר לכסף אכן לא היה אינפלציוני. המיצרף המוניטרי M2, הכולל, נוסף על M1, גם את הפיקדונות השקליים הנושאים ריבית לטווח של עד שנה, התרחב במהלך 1999 ב-24.3 אחוזים, והגיע בסופה לכ-196.8 מיליארדי ש"ח; זאת עקב גידול רב, בן 28.4 אחוזים, של הפיקדונות השקליים עד שנה

בשלושת הרביעים
האחרונים של השנה היה
קצב האינפלציה 3.7
אחוזים – בדומה ליעד
שקבעה הממשלה.

גורמים רבים פעלו
ופועלים להתבססות
האינפלציה ברמתה
הנמוכה גם כשהמשק
יחזור לשיעורי צמיחה
התואמים את הפוטנציאל.

ביסוס סביבת אינפלציה
נמוכה תוך הורדה
הדרגתית של הריבית
הנומינלית והריאלית
לרמות מערביות – האתגר
המרכזי של המדיניות
המוניטרית בשנתיים
הבאות.

גם השנה גדל חלקם של הנכסים קצרי הטווח בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור; זאת בעיקר הודות לנסיקה הריאלית של מחירי המניות, וכן כהמשך למגמה שהחלה בעשור האחרון והתגברה בשנים האחרונות – עם הירידה בסביבת האינפלציה – של הגדלת רכיב הנכסים הלא-צמודים בתיק.

(הפז"ק). גם M3, הכולל מלבד M2 את הפיקדונות הנקובים במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ, התרחב בשיעור ניכר, 21.9 אחוזים, והגיע בסוף השנה לכ-240 מיליארדי ש"ח. שינויים אלו משקפים את השינויים שחלו בתיק הנכסים של הפרטים: גידולו של M2 מבטא, בין היתר, את המגמה, שהחלה בתחילת העשור וגברה בשנים האחרונות, של הגדלת רכיב הנכסים השקליים הלא-צמודים; זאת הודות לירידתה של סביבת האינפלציה, על רקע השפעות הריסון המוניטרי ועליית האמינות של מדיניות הדיסאינפלציה. כיוון שכיום הנכסים הלא-צמודים הם בעיקרם קצרי טווח, עלה חלקם בתיק על חשבון הנכסים הארוכים. סביר שעם ההתקדמות, והתגברות האמון, בתהליך הדיסאינפלציה, יגברו ההנפקות והשימוש בנכסים לא-צמודים ארוכים.

על רקע עלייה ריאלית ניכרת של מחירי המניות ב-1999 – בכ-40 אחוזים במחצית הראשונה של השנה וב-20 אחוזים נוספים במחצית השנייה – עלה משקל המניות בתיק הנכסים של הציבור, תוך עליית ערכו של סך תיק הנכסים הפיננסיים. הגיאות בשוק המניות היא תולדה של העליות החדות בשוקי המניות בעולם – במיוחד בארה"ב, שבה נסחרות מניות ישראליות – של התאוששות הפעילות הריאלית במהלך השנה, של הציפיות להאצה בצמיחה מהשנה הבאה, של תהליך הפחתת הריבית הנומינלית, וכן של ההתקדמות הצפויה בתהליך השלום.

האשראי הבנקאי לציבור גדל במהלך שנת 1999 בשיעור של 15 אחוזים, פחות מאשר אשתקד (כ-20 אחוזים). בלטה ההתמתנות בקצב הגידול של האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ, מכ-25 אחוזים אשתקד לכ-15 אחוזים השנה. עם זאת ניכרת בשנים האחרונות יציבות בחלקיהם של סוגי האשראי השונים (הלא-צמוד, הצמוד למדד, הנקוב במטבע-חוץ והצמוד למטבע חוץ (לוח ז'-1).

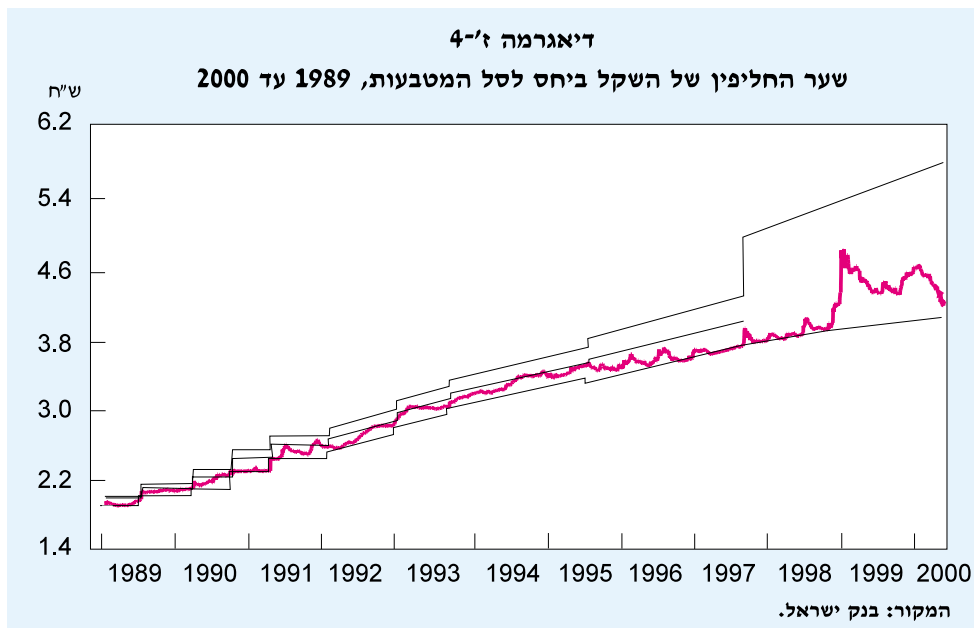
2. המדיניות המוניטרית

א. תמורות באסטרטגיית המדיניות המוניטרית בעשור האחרון

בניהול המדיניות המוניטרית בעשור האחרון בולטות מספר תמורות, שתרמו לשינוי במאפייניה וביעילותה של המדיניות: (1) חתירה להשגת יעדי האינפלציה שקבעה הממשלה (מאמצע שנות התשעים), במקום התמקדות בהשגת רמת יעד (או תוואי יעד) של שער החליפין. במסגרת זו הבנק המרכזי קובע את הריבית הנומינלית בכל חודש בהתחשב בהתפתחות הגורמים השונים המשפיעים על סביבת האינפלציה, כדי להבטיח שלא תיווצר חריגה מיעד האינפלציה. (2) הגמשה ניכרת של משטר שער החליפין – שהתבטאה בהרחבה הדרגתית של רצועת הניוד ובנקיטת אסטרטגיה של אי התערבות בשוק מטבע החוץ, פרט להגנה על גבולות הרצועה; משמעותו המעשית של שינוי זה לקראת סוף העשור היא ניוד שער החליפין בתוך תחום רחב (דיאגרמה ז'-4). על רקע הליברליזציה בתנועות ההון, שבמהלכה הוסרו בהדרגה רוב המגבלות מעל הפעילות הפיננסית של המשק עם חו"ל, והמשך צמצומה של ההסדרה (דרגולציה) בשוק ההון. תמורות אלו באסטרטגיית המדיניות המוניטרית מאפיינות משקים רבים במערב בעשור האחרון.

בראשית העשור נוהל משטר שער החליפין במסגרת רצועת ניוד אופקית וצרה – אולם גלי ספקולציות – בין היתר, על רקע אי התאמה בין הגורמים הבסיסיים (fundamentals), למשל בין המדיניות הפיסקלית לבין משטר שער החליפין – הביאו לתנועות הון בהיקפים ניכרים, הפכו בסופו של דבר את הפיחות היוזם (בצורת העלאת שער האמצע) לבלתי נמנע, והולידו את הצורך להגמיש את משטר שער החליפין. כך הוחלט בסוף 1991 על מעבר

התמורות העיקריות באסטרטגיית המדיניות המוניטרית בעשור האחרון הן ההתמקדות בהשגת יעדי האינפלציה וההגמשה הניכרת של משטר שער החליפין, על רקע העמקת הליברליזציה בשוק ההון.



למשטר של ניהול השער חליפין במסגרת רצועת ניוד אלכסונית, ששיפועה מותאם להפרש בין אינפלציית היעד בישראל לקצב האינפלציה במדינות שאנו סוחרים עמן. אינפלציית היעד ב-1992 נקבעה על ידי שר האוצר, בשיתוף עם בנק ישראל, בשיעור של 14-15 אחוזים. כך החל השימוש ביעדי אינפלציה, אך רק כעבור שנים מספר גדלה החשיבות שייחסו קובעי המדיניות להשגת היעדים, ורמתם הורדה בהדרגה. מאז המחצית השנייה של שנות התשעים התמקד הבנק המרכזי בחתירה להשגת יעדי האינפלציה של הממשלה, ומספר אינדיקטורים מצביעים על התגברות אמינותה של אסטרטגיה זו.

במקביל לכך הוגמש במידה ניכרת משטר שער החליפין, והפך למעשה למשטר ביניים בין קיבוע השער לניידות מלאה. מאפייני המשטר בפועל נקבעים על פי רוחב הרצועה, שיפועה ומידת ההתערבות של הבנק המרכזי במסחר במטבע חוץ. בשנים הראשונות של משטר הרצועה האלכסונית התערב בנק ישראל במסחר כדי להגביל את התנודות של שער החליפין לתחום צר יחסית בתוך רצועת הניוד, אולם החל מ-1996 אין הוא מתערב במסחר אלא כדי להגן על גבולות הרצועה. נוסף על כך, הורחבה הרצועה מספר פעמים במהלך השנים האחרונות; בין היתר הורד שיפוע הגבול התחתון באוגוסט 1998 ל-2 אחוזים, בעוד שהשיפוע העליון הושאר בשיעור של 6 אחוזים, כך שהרצועה הולכת ומתרחבת, ובסוף 1999 הגיע רוחבה לכדי 40 אחוזים. המשמעות המעשית של הרחבת הרצועה לגבולותיה הנוכחיים ושל מדיניות איה ההתערבות היא ניוד של שער החליפין בתוך תחום רחב יחסית. במסגרת זו, הסיכון האינפלציוני (או הדפלציוני) הנובע משינוי חד בשער החליפין תלוי בגודל השינוי ובמידת ההמשכיות שלו.

ההגמשה של משטר שער החליפין הייתה מותאמת לתהליך הליברליזציה במטבע חוץ, ושניהם תרמו לפיתוחו של שוק מטבע החוץ. זאת תוך הפנמה גוברת של סיכוני המטבע העומדים בפני המגזר העסקי, שהתבטאה בהתרחבות השימוש במכשירי הגנה פיננסיים. תהליכים אלו, מטבעם, אינם מאפשרים, לאורך זמן, מדיניות של התערבות בשוק מטבע החוץ, שכן קובעי המדיניות אינם יכולים להבטיח את תוואי שער החליפין, כשתנועות ההון חופשיות ויתרות מטבע החוץ מוגבלות. שיקול חשוב נוסף להגמשת משטר שער החליפין

בסוף 1991 הוחלט על מעבר לניהול מדיניות שער החליפין במסגרת רצועת ניוד אלכסונית, ששיפועה מותאם להפרש בין אינפלציית היעד בישראל לקצב האינפלציה במדינות שאנו סוחרים עמן. כך החל השימוש ביעדי אינפלציה.

המשמעות המעשית של הרחבת הרצועה ושל מדיניות איה ההתערבות במסחר במטבע חוץ (למעט הגנה על גבולות הרצועה) היא ניוד שער החליפין בתוך תחום רחב יחסית.

קביעת שער החליפין על ידי כוחות השוק מקטינה את פגיעות המשק לזעזועים פיננסיים בחו"ל. התערבות – כשתנועות ההון חופשיות ויתרות מטבע החוץ מוגבלות – יכולה ליצור השפעות בלתי מייצבות.

נעוץ במחויבות להשיג את יעד האינפלציה שקבעה הממשלה ובה בעת לקיים את משטר שער החליפין, כלומר להגן על רצועת ניוד צרה יחסית – באמצעות אותו הכלי המוניטרי (הריבית): מהמחצית השנייה של שנת 1996 ועד אמצע 1997, רמת הריבית שנדרשה כדי להשיג את יעד האינפלציה הייתה ככל הנראה גבוהה מזו שתמכה בהימצאותו של שער החליפין בתוך רצועת הניוד (הצרה יחסית); כתוצאה מכך נאלץ בנק ישראל לעתים תכופות להגן על הגבול התחתון של הרצועה באמצעות רכישת חלק ניכר מהיצע מטבע החוץ שזרם אל השוק עם גידולו של יבוא ההון – פעולה שהזרימה למערכת נזילות שקלית. כדי למנוע את ההתרחבות המוניטרית שיש בה כדי לסכן את השגת יעד האינפלציה, נאלץ הבנק לספוג שקלים באמצעות מכירת מק"ם, הקטנת ההלוואה המוניטרית וקיום מכריזי פיקדונות לבנקים המסחריים, ופעולות אלו יצרו עודף הוצאות על הכנסות במאזנו. אף שבשנת 1999 לא התערב בנק ישראל, כאמור, במסחר במטבע חוץ, נרשמה עלייה נומינלית וריאלית במלאי מכשירי הספיגה המוניטרית, בגלל צורכי המיחזור של אלה ותשלומי הריבית עליהם. כך, למשל, גדל מלאי פיקדונות הבנקים בבנק ישראל (במכרז) מ-40 מיליארדי ש"ח בסוף 1998 ל-48.7 מיליארדים בסוף 1999.

האסטרטגיה של התמקדות המדיניות המוניטרית ביעדי האינפלציה ללא התערבות בשוק מטבע החוץ עמדה במבחן ברביע האחרון של שנת 1998, שבו התחוללו בעולם משברים פיננסיים; אלה הביאו – בין היתר, על רקע הצטמצמות ניכרת של פערי התשואות בין המגזר השקלי למגזר מטבע החוץ – לתנודות חריגות גם בשווקים הישראליים: השקל פוחת בלמעלה מ-10 אחוזים בעשרת הימים הראשונים של אוקטובר. אף על פי כן החליט בנק ישראל שלא לחרוג ממדיניות אי-ההתערבות, מתוך הערכה כי קביעת שער החליפין על ידי כוחות השוק היא גורם מייצב, המקטין את פגיעותו של המשק לזעזועים פיננסיים בחו"ל, וכי דווקא התערבות בעת הזאת יכולה ליצור השפעות בלתי מייצבות. משהתברר כי עליות המחירים החריגות, בעיקר בעקבות עליית שער החליפין, עלולות להביא להאצה אינפלציונית ולחריגה מיעד האינפלציה, הועלתה ריבית בנק ישראל בשיעור חד. העלאת הריבית, אי ההתערבות והרגיעה בשווקים הפיננסיים בעולם הביאו, עד סוף 1998, לרגיעה יחסית בשוק מטבע החוץ הישראלי ולירידה של רמת המחירים ושל הציפיות לאינפלציה.

ב. המדיניות המוניטרית במשך שנת 1999

במהלך שנת 1999 ננקטה מדיניות של הורדת ריבית הדרגתית ומתונה, שהצטברה לשיעור של 2.3 נקודות האחוז – מ-13.5 אחוזים (14.4 אחוזים במונחים אפקטיביים) בתחילת השנה ל-11.2 אחוזים (11.8 אחוזים במונחים אפקטיביים) בסופה. הריבית הריאלית האפקטיבית הנגזרת, שאופיינה בתנודתיות רבה, עמדה בתחילת השנה ובסופה על יותר מ-8 אחוזים, אולם בממוצע היה שיעורה 7.5 אחוזים – בכאחו וחצי מעל לממוצע של שנת 1998.

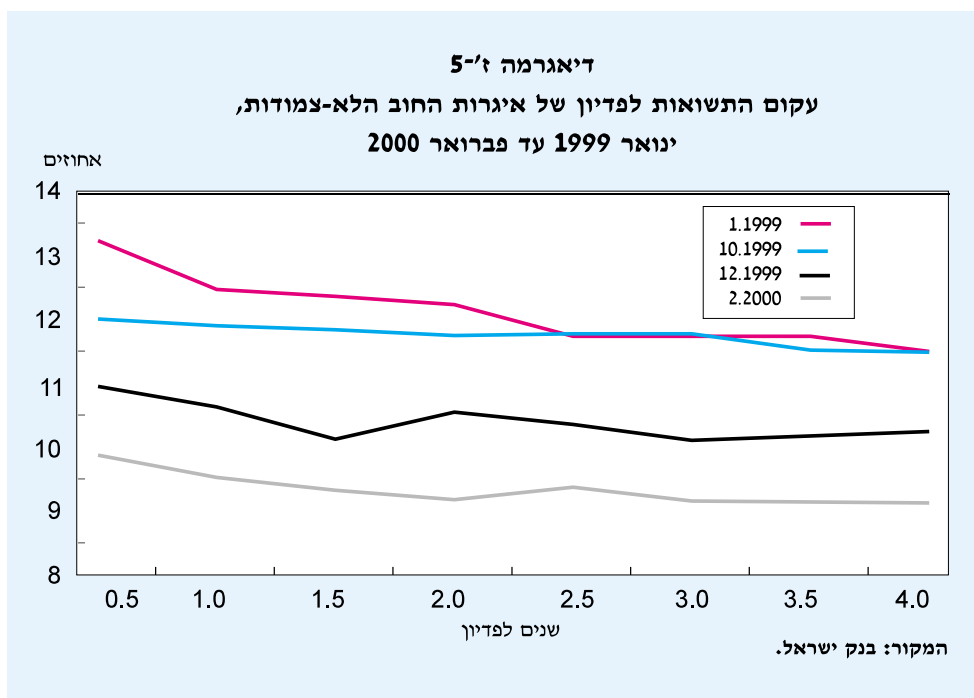
במהלך הרביע הראשון של שנת 1999 התחזקה ההערכה שסביבת האינפלציה הולכת וחוזרת לרמה ששררה ב-12 החודשים עד אוגוסט 1998: העלאות הריבית בנובמבר 1998 הביאו לירידה תלולה בציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון ובתחזיות לאינפלציה המתפרסמות על ידי גורמים שונים במשק (בנקים מסחריים וחוזאים פרטיים), מרמה של למעלה מ-8 אחוזים באוקטובר 1998 לכ-5 אחוזים בפברואר 1999. נוסף על כך השתררה רגיעה בשוק מטבע החוץ, תוך ייסוף השקל, ונרשמו ירידות מחירים שהסתכמו ב-1.4 אחוזים. תנאים אלה אפשרו לבנק ישראל להוריד את הריבית במחצית אחוז בחודשים מארס, אפריל ומאי.

מיוני ועד אוקטובר, להוציא את חודש אוגוסט, שבו הורדה הריבית בחצי אחוז, לא

במהלך הרביע הראשון של שנת 1999 התחזקה ההערכה שסביבת האינפלציה הולכת וחוזרת לרמה של 12 החודשים שעד אוגוסט 1998; לכן הוריד בנק ישראל את הריבית במארס, באפריל ובמאי.

שונתה ריבית בנק ישראל, וזאת בגלל התגברות הסיכונים בתחום האינפלציה: (1) הציפיות לאינפלציה משוק ההון ותחזיות האינפלציה של גורמים שונים במשק לאופק של 12 חודשים ומעלה רשמו עלייה בחלק מתקופה זו, ולכל אורכה נמצאו מעל ל-4 אחוזים, הגבול העליון של תחום יעד האינפלציה לשנתיים הבאות; התחזיות לשנת 1999 עצמה היו באותה עת מתחת ל-4 אחוזים, ומכאן שגברו החששות להאצה אינפלציונית בתחילת שנת 2000. לכן נאלצו קובעי המדיניות המוניטרית, המשפיעה על המחירים בפיגור של מספר רביעים, להימנע מהורדות ריבית נוספות באותה התקופה. (2) גברה אי-הוודאות לגבי המדיניות הפיסקלית, לנוכח הקמתה של ממשלה חדשה וההערכות שהתגבשו בדבר חריגה משמעותית מהתקציב של השנה, ובעטיין הממשלה אף העלתה את תוואי יעד הגירעון התקציבי לשנים 2000 ואילך. (3) על רקע התאוששות הסחר העולמי, הגיאות בשוקי המניות בעולם ותחזיות לצמיחה מהירה יחסית בשנת 2000, הסתמנו בשוקי הסחורות בעולם לחצים לעליות מחירים, ביניהם מחירי הנפט, שעלו ביותר מ-100 אחוזים במהלך השנה כולה⁴. מחשש ללחצים אינפלציוניים החל תהליך של העלאת ריביות על ידי בנקים מרכזיים בחו"ל. (4) צמצום פערי הריביות, אי הוודאות בתחום הפיסקלי והחשש הגובר מ"באג 2000" השפיעו על שוק מטבע החוץ – השקל פוחד בלמעלה מ-4 אחוזים מול סל המטבעות ומול הדולר. לעליית שער החליפין הייתה השפעה על מדד המחירים לצרכן, במיוחד על מחירי הדיור, שעלו בשיעורים ניכרים, וזאת ככל הנראה גם על רקע התפנית בפעילות המשקית. כל אלה הצביעו על הסיכון הרב הכרוך בהמשך הפחתת הריבית, והדבר בא לידי ביטוי בהשתטחות עקום התשואות-לפדיון באיגרות החוב הלא-צמודות (דיאגרמה ז'-5).

בגלל התגברות הסיכונים בתחום האינפלציה בחודשים יוני עד אוקטובר, לא נתאפשרה הורדת ריבית בנק ישראל, להוציא את חודש אוגוסט.



4 עליית מחירי הנפט נבעה בעיקר מן ההחלטה של קרטל אופ"ק על צמצום מכסות הייצור. להרחבה ראה דוח האינפלציה למחצית השנייה של שנת 1999.

לקראת סוף השנה
השתררה רגיעה בשוק
מטבע החוץ, פחתה אי-
הוודאות בתחום
הפיסקלי, והציפיות
לאינפלציה הנגזרות משוק
ההון ירדו, לראשונה,
לתחום יעד האינפלציה
לשנתיים הבאות, 3-4
אחוזים. לכן חזר בנק
ישראל והוריד את
הריבית.

שערי המניות עלו בשיעור
ריאלי של 59 אחוזים, והיו
הגורם המכריע לעליית
ערכו של תיק הנכסים
הפיננסיים.

חלקם של הנכסים הלא-
צמודים בתיק הנכסים
גדל (בניכוי רכיב המניות),
בין היתר הודות לירידתה
של סביבת האינפלציה.

בחודשים נובמבר ודצמבר – על רקע התפוגגות החששות הכרוכים ב"באג 2000", חידוש תהליך השלום, ובעקבותיו השיפור הצפוי בדירוג סיכון האשראי של ישראל והעלייה בסבירות של גידול יבוא ההון ארוך הטווח – השתררה רגיעה בשוק מטבע החוץ, ושער החליפין יוסף. כן פחתה אי-הוודאות בתחום הפיסקלי, ותוקנה ההערכה לגבי החריגה מיעד הגירעון. התפתחויות אלו השתקפו בירידה של מדד המחירים לצרכן וכן בציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון: אלו ירדו, לראשונה במהלך השנה כולה, אל תחום יעד האינפלציה לשנתיים הבאות, 3-4 אחוזים. גם בתחזיות האינפלציה של הגורמים השונים במשק נרשמה התמתנות (וירידה של ממש בתחילת שנת 2000). לכן חזר בנק ישראל והוריד את הריבית – בדצמבר ב-0.3 נקודת אחוז וברביע הראשון של שנת 2000 בעוד 1.3 נקודות.

3. הנכסים הפיננסיים והרכוש

ערכו של תיק הנכסים הפיננסיים שהוחזק בידי הציבור בשנת 1999 עמד על כ-971 מיליארדי ש"ח – גידול ריאלי של כ-20 אחוזים לעומת שנת 1998 (לוח ז'-13). שתי תופעות עיקריות בלטו בהתפתחות תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור: הראשונה היא עלייתם של שערי המניות בשיעור ריאלי (בניכוי מדד המחירים ודיבידנד) של כ-59 אחוזים במהלך השנה (לוח ז'-2). עלייה זו הביאה לגידול משקלן של המניות בתיק הנכסים והייתה הגורם המכריע לעליית ערכו של התיק. ההתפתחות השנייה הייתה המשך למגמה שהחלה בסוף שנות השמונים – הגדלת חלק הנכסים קצרי הטווח בתיק הנכסים על חשבון הנכסים ארוכי הטווח.

גידול חלקם של הנכסים קצרי הטווח (בניכוי רכיב המניות) בתיק הנכסים בשנים האחרונות נבע מירידתה של סביבת האינפלציה ומהאמינות שצברה המדיניות המוניטרית הודות לנחישות בחתירתה לפעול להשגת יעד האינפלציה. מגמה זו נתמכה גם בריביות הגבוהות יחסית של בנק ישראל, שנדרשו כדי לעמוד ביעד האינפלציה והשפיעו על הריביות בנכסים השקליים האחרים. אפליית המס הנמשכת בין החיסכון באפיקים הלא-צמודים לחיסכון בחלק מהאפיקים הצמודים מחזקת אף היא את נטיית הציבור להגדיל דווקא את משקלם של הנכסים הלא-צמודים, הפטורים ממש, בתיק הנכסים. (ראו גם תיבה ז'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 1998). כן משקפת התפתחות זו את המשיכות מקופות הגמל, שמשקלן בתיק הנכסים ירד בחמש השנים האחרונות מכ-22 אחוזים לכ-15 אחוזים. (ראו סעיף הגורמים המוסדיים). כך גדלה בשנת 1999 מעורבותו הישירה של הציבור בשוק ההון, ואילו משקלם של הגורמים המוסדיים פחת (לוח ז'-2).

במקביל השתנתה בשנים האחרונות גם מדיניות מיחזור החוב הממשלתי: הממשלה הקטינה את היקף ההנפקות של איגרות החוב הצמודות והגדילה את הנפקת איגרות החוב הלא-צמודות, ובשנתיים האחרונות, בד בבד עם הפסקת התערבותו של בנק ישראל במסחר במטבע חוץ, הגדילה גם את היקף ההנפקות של איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ. משום כך, ובעקבות ההתפתחויות בשוקי הנכסים השנה, עלה משקל המניות בתיק, משקל הנכסים הלא-צמודים והצמודים למטבע חוץ נשאר קבוע, ואילו משקל הנכסים הצמודים ירד⁵ (דיאגרמה ז'-6).

5 הנכסים הפיננסיים של הציבור אינם כוללים מניות של חברות ישראליות הנסחרות בחו"ל ואינם מנוכים מהחזקותיהם של זרים במניות בארץ ומספירה כפולה. חישוב המבוסס על תיקונים אלו יצביע על עלייה גדולה יותר של משקל המניות בתיק הנכסים השנה.

לוח ז'-2

שוק ההון, היתרות לסוף התקופה, במיליארדי ש"ח, 31 בדצמבר 1999
(שיעורי השינוי במונחים ריאליים לעומת השנה הקודמת)

נכסים אחרים בידי מוסדות	איגרות חוב מיועדות צמודות	איגרות חוב מניות ¹	איגרות חוב מניות ¹	סך הכול	
מק"ם ²		סחירות ^{3,2}			
					1. המוסדות
35.6	1.7	7.5	51.6	18.7	115.1 קופות גמל ⁶
5.9	-9.3	-18.8	1.9	35.0	5.4 (אחוזים)
14.2	0.8	0.6	16.3	5.3	37.3 קרנות השתלמות
22.7	-11.7	-32.9	7.5	45.4	15.6 (אחוזים)
4.9		95.5	0.7		101.1 קרנות פנסיה ישנות
0.8		3.1	-0.7		2.9 (אחוזים)
1.8		3.5	0		5.3 קרנות פנסיה חדשות
54.0		49.7	0		51.1 (אחוזים)
19.0		30.9	12.0	2.7	64.7 תוכניות לביטוח חיים
21.9		-0.2	17.2	73.6	10.7 (אחוזים)
5.6	6.0		12.5	10.7	34.8 קרנות נאמנות ⁷
132.6	77.0		17.5	86.5	57.0 (אחוזים)
	9.3		28.1	87.4	124.8 2. משקי הבית והפירמות
	-11.2		3.5	85.4	47.2 (אחוזים)
			0.8	46.0	46.9 3. הזרים ⁴
			19.5	40.5	39.3 (אחוזים)
	7.9		38.6		46.5 4. הבנקים המסחריים
	16.8		-0.4		2.2 (אחוזים)
81.2	25.8	138.0	160.6	170.9	576.6 5. סך הכול
17.2	8.7	1.5	4.3	63.1	18.2 (אחוזים)
0.1		0.1	0.5	58.6	12.1 שיעור השינוי הריאלי במחיר ⁵
17.1	8.7	1.4	3.8	2.8	5.4 שיעור השינוי בכמות (אחוזים)

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

(2) לא כולל ניירות ערך שבידי בנק ישראל.

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

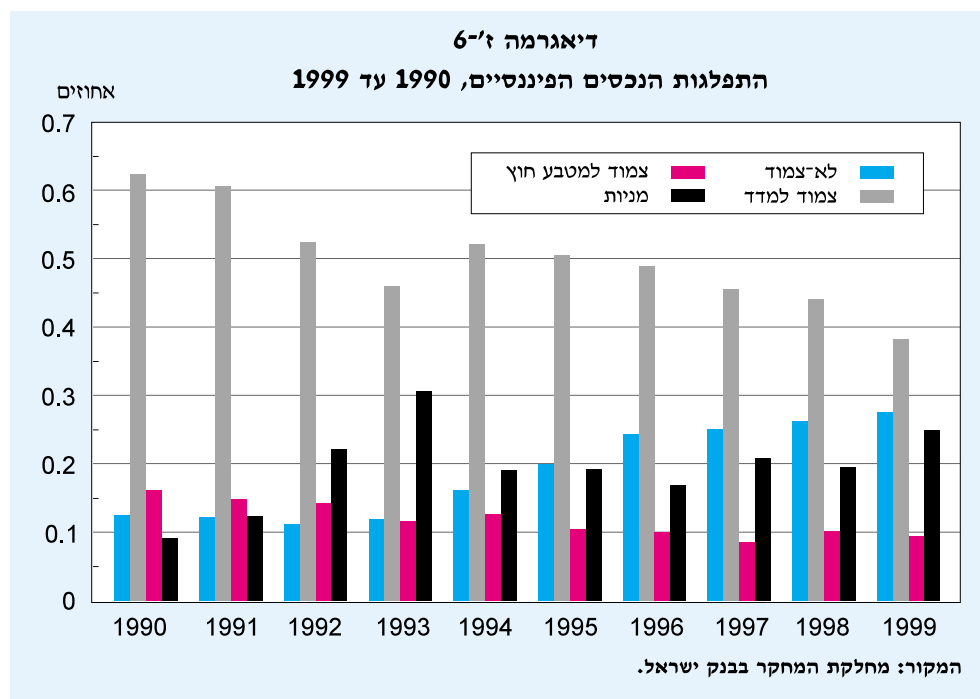
(4) לא כולל 15 מיליוני דולרים של נכסים פייננסיים אחרים המוחזקים בידי זרים באמצעות קרנות נאמנות.

(5) השינוי הריאלי של המחיר שווה לתשואה הריאלית הכוללת, בניכוי ריבית ודיבידנד.

(6) בניכוי נכסי קרנות ההשתלמות.

(7) בניכוי החזקות זרים וקופות גמל.

המקור: עיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.



הגאות בבורסה בשנת 1999 התבטאה בעליית ערכן של הפירמות, והביאה, כאמור, לעליית שוויים של הנכסים הפיננסיים. ייתכן כי עליות אלו יובילו לגידול של הצריכה הפרטית⁶ וההשקעות, וכך יתמכו במימוש הציפיות להאצת הצמיחה. עם זאת, עלייתם של מחירי המניות והנכסים נתפסת במדינות רבות גם כגורם שעלול להביא, אם יתמיד, להגדלת האינפלציה העתידית (אינפלציית נכסים).

הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי נאמד בסוף שנת 1999 בכ-1.2 טריליוני ש"ח (לוח ז'-14). רכוש הציבור מתחלק לרכוש פיסה – הכולל בתי מגורים, בני-קיימא ומלאי נכסים קבועים ושוטפים לשימוש הסקטור הציבורי – ולרכוש פיננסי. הרכוש הפיננסי מוחזק בידי הציבור כתביעה מן הבנקים, מן הממשלה (חוב פנימי) ומגופים בחו"ל, בניכוי ההתחייבויות לגורמים אלו.

הרכוש הפיננסי הנקי של הסקטור הפרטי – הכולל נוסף על הציבור גם את הסקטור העסקי⁷ – גדל השנה בכ-13 אחוזים (לוח ז'-14). במהלך השנה גדל במעט משקל הנכסים הפיננסיים נטו בסך רכוש הציבור, על חשבון משקל הרכוש הפיסה. גידול זה נגזר מהתרחבות צורכי המימון של הממשלה ומהעלייה היחסית של מחירי הנכסים הפיננסיים לעומת הנכסים הפיסיים – בעיקר דירות וציוד. הרכוש הפיסה גדל בשנת 1999 בכ-10 אחוזים; עיקר הגידול התרכז במלאי הבניינים והציוד בסקטור העסקי ובמלאי המוצרים בני הקיימא. גידולו של מלאי הציוד והבניינים מבטא את העלייה בהשקעות, למרות מתינותה של העלייה בתוצר וברווחיות השנה.

בגידול ההתחייבויות הפיננסיות של הסקטור הפרטי נשמרה התפלגותן הממוצעת של

הרכוש הפיסה של הציבור גדל, בעיקר עקב עלייה של מלאי הבניינים והציוד בסקטור העסקי ושל מלאי הדירות.

6 ראו י' לביא (1995), האם השינוי בהכנסה השוטפת תורם להסבר השינוי בתצרוכת בישראל, בנק ישראל סדרת מאמרים לדיון 95.05.

7 להגדרה מדויקת ראו לוח ז'-14 הערה 2.

ההלוואות לפי הצמדתן. התאמתו של תיק האשראי לירידת האינפלציה, למדיניות המוניטרית הננקטת בשנים האחרונות ולתהליך הליברליזציה בשוק ההון התרכזה בעיקר בשנים 1994 עד 1997, שבהן ירד חלקו של האשראי הלא־צמוד, ועלה חלקם של האשראי הצמוד למדד, ובפרט של זה הצמוד למטבע חוץ. משנת 1997 ואילך ניכרת בתיק יציבות (בממוצע שנתי, לוח ז'-3), המעידה, כנראה, על סגירת פערי התשואות בין מגזרי ההצמדה השונים.

העלות המשוקללת בדיעבד של האשראי במונחים ריאליים ירדה השנה ל-6.8 אחוזים (לוח ז'-3), לעומת 7.6 ו-9.2 אחוזים בשנים 1997 ו-1998, בהתאמה, ובמונחי מחירי תוצר ירידתה חדה אף יותר. זאת בעוד שהריבית הריאלית הצפויה עלתה בממוצע בשנת 1999. ירידת הריבית נובעת מירידה חדה בעלות האשראי הצמוד למטבע חוץ, ירידה שמקורה בהתפתחות שערי מטבע החוץ במהלך השנה ובהתפתחות השערים הצולבים, שקוזה חלקית בלבד על ידי התייקרות האשראי הלא־צמוד. גם התמתנות קצב העלייה של מדד המחירים לצרכן יחסית למחירי התוצר פעלה לירידת העלויות בסקטור העסקי. ההוזלה בדיעבד של הריבית לא השפיעה כנראה על אסטרטגיית ההשקעות, המושפעת מהריבית הצפויה, אך תרמה בדיעבד לשיפור ברווחיות הפירמות, בעיקר של אילו שבהן משקל האשראי הלא־צמוד היה קטן.

העלות המשוקללת של האשראי בדיעבד ירדה, הודות לירידה חדה בעלות האשראי הצמוד למטבע החוץ.

לוח ז'-3

העלות בפועל של האשראי וההתפלגות לפי סוגי ההצמדה, 1992 עד 1999

1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	
							הריבית הריאלית
							העלות המשוקללת
							האשראי הלא־צמוד
							האשראי הצמוד למדד
							האשראי הצמוד למטבע חוץ
							הריבית הריאלית במונחי של מחירי התוצר העסקי
							העלות המשוקללת
							האשראי הלא־צמוד
							האשראי הצמוד למדד
							האשראי הצמוד למטבע חוץ
							התפלגות האשראי החופשי
							האשראי הלא־צמוד
							האשראי הצמוד למדד
							האשראי הצמוד למטבע חוץ

(1) אומדן לשנת 1999 של מחירי התוצר.

המקור: המחלקה המוניטרית הפיקוח על הבנקים ועיבודים של מחלקת המחקר בבנק ישראל.

4. שוק ההון

א. איגרות החוב

איגרות החוב הממשלתיות מהוות כ־93 אחוזים משוק איגרות החוב בישראל. בשנת 1999 גדל היקף הנפקתן, אף על פי שהגירעון הממשלתי (כולל אשראי) היה בהתאם לצפוי – כ־8 מיליארדי ש"ח – וזאת בשל ירידת משמעותית, לא־צפויה, בהיקף ההפרטות וגיוס הון שלילי בחו"ל. כל אלו חייבו את הממשלה להגדיל את גיוס ההון המקומי, והיקפו עלה ל־7.4 מיליארדי ש"ח, מרביתו בהנפקות של איגרות חוב לא־צמודות.

הגדלת חלקן של איגרות החוב הלא־צמודות בהנפקות, ובמקביל לה הארכת הטווח לפדיון של איגרות חוב אלו, שקודם לכן היו מאופיינות בטווחים קצרים יחסית, באה על רקע הירידה בסביבת האינפלציה ולנוכח נטיית הציבור בשנים האחרונות להגדיל את משקל הנכסים הלא־צמודים בתיק נכסיו. מדיניות מיחזור החוב ועליית משקל הנכסים הלא־צמודים יכולה, בתנאים מסוימים, להגביר את פגיעותו של המשק לזעזועים עקב עלייה בנזילותו של החוב – אולם בהשוואה למדינות המפותחות ניכר כי על אף השינוי בהנפקות, משקלם של נכסים אלו בישראל עדיין נמוך מהמקובל. בהיקף החוב הממשלתי (הפנימי והחיצוני) ובהרכבו לא חל שינוי משמעותי בחמש השנים האחרונות: כ־40 אחוזים ממנו הם חוב לא־סחיר, המונפק לקרנות הפנסיה ולתוכניות לביטוח החיים, וחלקן של איגרות החוב הסחירות הלא־צמודות, אף שגדל, בעיקר בשנים 1992 עד 1996, עדיין נמוך, כ־8 אחוזים.⁸

עיקר העלייה בתשואה לפדיון של איגרות החוב הצמודות הייתה באיגרות קצרות הטווח (עד 5 שנים)⁹, שבהן עלתה הריבית בממוצע מ־5.4 אחוזים בשנת 1998 ל־6.0 אחוזים בשנת 1999. אולם גם התשואה על איגרות החוב הצמודות ארוכות הטווח (בין 10 ל־15 שנה) עלתה מעט – מכ־5 אחוזים ב־1998 ל־5.2 אחוזים בממוצע ב־1999, כנראה מפני ההשפעה של הריביות קצרות הטווח על הארוכות. עקום התשואות של איגרות החוב הצמודות אופיין במרבית השנה בשיפוע שלילי; הדבר משקף את ציפיות הציבור כי שיעורי הריבית יירדו, ציפיות שהתממשו בשנת 1999 רק לגבי הריביות הנומינליות (לוח ז'-נ'-8-המשך).

התשואה לפדיון של איגרות החוב הלא־צמודות עמדה על כ־12 אחוזים באיגרות החוב קצרות הטווח (לכשנה) ועל כ־11 אחוזים באיגרות החוב הארוכות יותר (לכ־5 שנים). במהלך שנת 1999, במקביל להאטת הקצב של עליות המחירים ושיעור הריבית במשק, ירדו התשואות על איגרות החוב הלא־צמודות – אולם עקב עליות הריבית החדות של סוף שנת 1998 הייתה התשואה הממוצעת על איגרות החוב הלא־צמודות בשנת 1999 דומה לזו של השנה הקודמת. גם התשואה לפדיון של איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ עלתה השנה – כנראה מפני עליית הריביות בעולם.

התשואה הכוללת למשקיעים (הריבית בתוספת רווחי הון בניכוי מס) על איגרות החוב הצמודות והלא־צמודות עלתה בשנת 1999 ל־2.7 ו־12.3 אחוזים במונחים ריאליים, בהתאמה, לעומת ירידה ל־1.2 אחוזים באיגרות החוב הצמודות ול־3.4 אחוזים באיגרות החוב הלא־צמודות בשנת 1998. התשואה הכוללת של איגרות החוב הלא־צמודות הייתה בכל אחת מ־7 השנים האחרונות (שנות קיומם של מדדי מחירים לאיגרות החוב הלא־

הממשלה נאלצה להגדיל את גיוס ההון המקומי, בשל ירידה בהנפקות וגיוס הון שלילי מחו"ל.

התשואה על איגרות החוב הצמודות עלתה, גם באיגרות ארוכות הטווח, כנראה מפני ההשפעה של הריביות הקצרות על הארוכות.

8 בחוב בממשלתי הלא־צמוד צריכים להיכלל גם המק"ם והפיקדונות של הבנקים בבנק ישראל.
9 הטווח לפדיון של איגרות החוב הצמודות נע בין שנה אחת לכ־20 שנה. הטווח לפדיון של איגרות החוב הלא־צמודות נע בין שנה אחת ל־5 שנים.

צמודות) גבוהה מזו של איגרות החוב הצמודות; תופעה זו מבטאת את תהליך ירידת הריביות הנומינליות בד בבד עם ירידה מהירה יותר בציפיות האינפלציוניות, דבר שהביא לעלייתן של הריביות הריאליות בפועל ולהפסד הון יחסי של המשקיעים באיגרות החוב הצמודות.

על אף הריביות הגבוהות יחסית, שאפיינו את שוק איגרות החוב בשנים האחרונות, ולמרות תהליך הליברליזציה, לא נצפתה מעורבות משמעותית של משקיעים זרים בשוק, ומשקלן של איגרות החוב המונפקות בארץ ומוחזקות בידי זרים היה גם השנה זניח. נראה כי רדידותו של המסחר באיגרות החוב מונעת את עומק השוק הדרוש למשיכת משקיעים זרים. מגבלה זו נובעת ממשקלו הגבוה יחסית של החוב הלא-סחיר בחוב הממשלתי ומהעובדה שהאיגרות מונפקות במנגנונים רבים של הצמדה וטווחי זמן. גם תהליך המסחר באיגרות החוב, הכרוך בעמלות גבוהות יחסית על איגרות החוב הצמודות, מרחיק משקיעים זרים.

הריביות במשק עלו גם באפיקים אחרים: התשואה-לפדיון הנדרשת באיגרות חוב קונצרניות צמודות לא מדורגות עלתה והגיעה בסוף השנה ל-8.9 אחוזים, ואילו התשואה על איגרות החוב הקונצרניות המדורגות עלתה ל-7.6 אחוזים. עלתה גם הריבית הריאלית על המשכנתאות החדשות (לעשרים שנה) – מ-6 אחוזים בשנת 1998 לכ-6.4 אחוזים ב-1999.

ב. מניות

מדד המניות הכללי עלה במהלך שנת 1999 בשיעור ריאלי גבוה של כ-59 אחוזים, לאחר ירידה ריאלית של 7.6 אחוזים בשנת 1998. עליית מדד המניות הביאה, כאמור, להתרחבות תיק הנכסים של הציבור. (ראו סעיף תיק הנכסים לעיל.) מדד המניות עלה ב-1999 למרות הרווחיות הנמוכה של החברות, וזאת בין היתר הודות לציפיות להתאוששות הפעילות במשק. כן בלט במהלך השנה, כי ההתפתחויות בשוק המניות האמריקני בכלל, ועליות השערים של המניות הישראליות הנסחרות בו בפרט, היו גורם משמעותי בהסבר השינויים בשוק המניות הישראלי, בתיק הנכסים של הציבור ובהשקעה, בעיקר בענפים עתירי הטכנולוגיה.

עלייה משמעותית של מדד המניות אפיינה בשנת 1999 משקים רבים בעולם. בלטו העליות בשווקים המתעוררים, וביפן, ששיעורן הממוצע הגיע לכ-60 אחוזים. במדינות המפותחות עלו המניות בשיעור נמוך יותר, אך עדיין גבוה: בארה"ב עלה מדד התשואה הכוללת של המניות (מדד S&P) בכ-21 אחוזים, ומדד נסד"ק בכ-80 אחוזים, בגרמניה עלה מדד המניות ב-24 אחוזים ובצרפת ב-51 אחוזים (דיאגרמה ז'-7). עם זאת יש לזכור, כי העליות החדות של מדדי המניות במדינות המתפתחות השנה באו לאחר ירידות בשנת 1998, ועל רקע היציאה מהמשבר הפיננסי העולמי של השנים 1997 ו-1998, ובממוצע בשנתיים האחרונות עלו רוב מדדי המניות בשיעורים דומים של כ-20 אחוזים לשנה. בשנים 1998 ו-1999 התפתח מדד המניות בישראל, בפרספקטיבה שנתית, בדומה לאילו של המדינות המתפתחות. בפרספקטיבה ארוכה יותר, המיתאם בין התשואות החודשיות בשווקים השונים בשנים האחרונות מוסבר ברמת הפתיחות הגבוהה, במהירות מעבר המידע ובתלות הכלכלית ההדדית בין המשקים השונים. שנת 1999 אינה חריגה מבחינה זו (לוח ז'-4).

בהמשך לנצפה בשנים קודמות, השפיעו על התפתחות המניות גם התרחשויות מבית: התחזיות להאצת הצמיחה של המשק, במיוחד במחצית השנייה של השנה (כמוסבר בפרק

משקלן של איגרות החוב המוחזקות בידי זרים הוא זניח.

מדד המניות עלה למרות הרווחיות הנמוכה של החברות, בין היתר, עקב צפייה להתאוששות הפעילות במשק.

בממוצע בשנתיים האחרונות עלו רוב מדדי המניות בעולם בשיעורים דומים של כ-20 אחוזים לשנה.

לוח ז'-4

מקדמי המיתאם של התשואה החודשית הכוללת של המניות בדולרים, 1992 עד 1999

	ישראל	אסיה	אירופה, אפריקה והמזרח התיכון	אמריקה הלטינית	יפן	ארה"ב	בריטניה ¹
אסיה	0.25	1.00					
אירופה, אפריקה, מזרח התיכון	0.23	0.40	1.00				
אמריקה הלטינית	0.38	0.49	0.37	1.00			
יפן	0.07	0.30	0.16	0.25	1.00		
ארה"ב	0.34	0.46	0.31	0.52	0.30	1.00	
בריטניה	0.36	0.32	0.30	0.40	0.33	0.55	1.00
גרמניה ²	0.28	0.35	0.34	0.32	0.22	0.54	0.57

(1) דנתונים עבור בריטניה מתחילים בינואר 1993.

(2) דנתונים עבור גרמניה מתחילים במאי 1993.

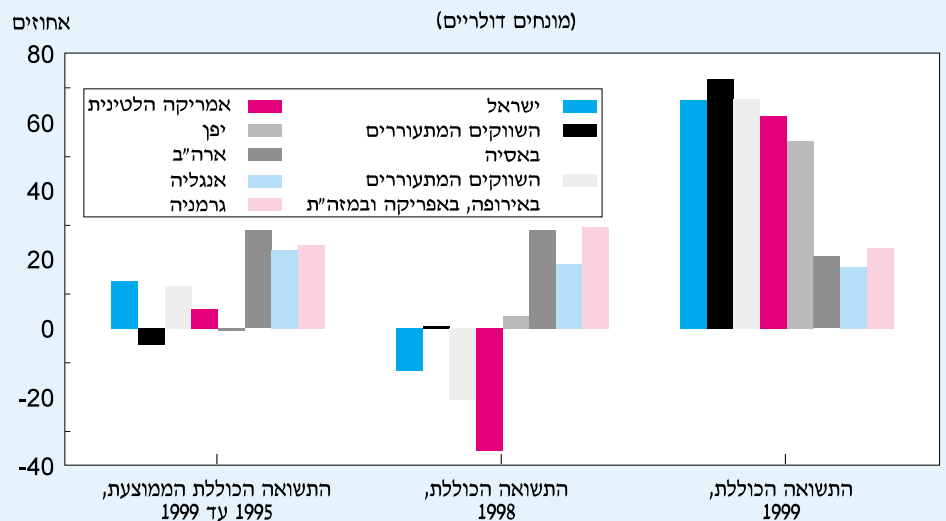
המקור: Bloomberg, IFC ועיבודים של מחלקת המחקר בבנק ישראל.

הרמה הנמוכה של
רווחיות הפירמות והמיתון
בפעילות הריאלית פעלו
ככל הנראה למיתון
העלייה של מדד המניות.

ב'), אופטימיות הקשורה כנראה לבחירות שנערכו במאי ולהתחדשות תהליך השלום (בחוודשי הבחירות ולקראת סוף השנה), וכן ירידתה של סביבת האינפלציה ובעקבותיה הירידה בריבית הנומינלית, פעלו, ככל הנראה, לעליית מדד המניות. כנגד זאת פעלו למיתון העליות הרמה הנמוכה של רווחיות הפירמות (לוח ז'-ג-10), המיתון בפעילות הריאלית, רמת הריבית הריאלית, החששות לגבי התקציב לשנת 2000 והיקף הגירעון בו.

דיאגרמה ז'-7

התשואה הכוללת הממוצעת בבורסות העולם, 1995 עד 1999



המקור: הבורסה לניירות ערך, BLOOMBERG ועיבודים של מחלקת המחקר.

עליית מדד המניות השנה מדגישה את הפער שבין הפעילות הריאלית השוטפת – משק בהאטה עם רמות נמוכות של פריז ורווחיות – להתפתחויות בשוק ההון. תופעה זו אינה חדשה לא בישראל ולא בחו"ל, והיא בלטה בשנות המיתון 1989 ו-1997, שבהן עלתה הבורסה, ובשנת 1994, שבה היא ירדה בעת צמיחה מהירה. עם זאת, עוצמת העלייה של מדד המניות בולטת על רקע רמותיהן הנמוכות של הפעילות הריאלית והרווחיות. להבדיל מההתפתחויות בשוק האמריקני, שבו נסקו בעיקר מדדי מניות הטכנולוגיה, ההתפתחויות בבורסה המקומית השנה אינן תלויות בשיוך ענפי, ואינן מרמזות על שינוי מבני: כל מדדי המניות בענפי המשק השונים עלו בשיעורים ניכרים, דומים זה לזה (לוח ז'-נ'-9-המשך). במשך שנות התשעים, ובמיוחד בשנת 1999, גדל ערכן של המניות הישראליות הנסחרות בחו"ל ומשקלן בשוק. כך הגיע שוויין בסוף שנת 1999 לכ־60 מיליארדי דולרים – עלייה של כ־150 אחוזים ביחס לסוף 1998 – לעומת ערך שוק בסך כ־29 מיליארדי דולרים בלבד של המניות הנסחרות בארץ (בניכוי החזקות הממשלה וספירה כפולה של מניות). על אלה נוספו המניות הנסחרות גם בארה"ב וגם בישראל (המניות הדואליות), שערכן עמד ב־1999 על כ־10 מיליארדי דולרים¹⁰. עליית ערכן של המניות בחו"ל משקפת את עליית המחירים של מניות שנסחרו ב־1998 ואת הירשמותן של פירמות ישראליות נוספות למסחר בחו"ל (דיאגרמה ז'-8). ערך השוק הגבוה של המניות בחו"ל והאמרת מחיריהן משקפים ציפיות לרווחים עתידיים בפירמות. אם ציפיות אלה תתגשמה (ובהנחה שהפעילות הכלכלית בתחומים אלו תבוצע בארץ), יתרמו הרווחים לגידול התוצר.

ערכן של המניות
הישראליות הנסחרות
בחו"ל ומשקלן בשוק גדל
במשך שנות התשעים,
ובמיוחד בשנת 1999.

תיבה ז'-1: קרנות הון סיכון

קרנות הון סיכון משקיעות בדרך כלל בחברות חדשות ("סטארט-אפ"), העתירות במחקר ופיתוח, ונחשבות לבעלות סיכון גבוה, וזאת כדי להשיג תשואה גבוהה במיוחד על השקעתן. במחקרים שונים נמצא כי התשואה שמניבה השקעתן של הקרנות גבוהה פי שלושה עד חמישה מזו של השקעה אחרת במחקר ופיתוח. כצפוי, חלק נכבד מהחברות שבהן משקיעות קרנות הון סיכון אינו מניב רווחים במשך שנים רבות; עם זאת במקרה של הצלחה – הנפקת החברה או מכירתה – קרנות הון הסיכון לרוב אינן ממשיכות להחזיק באחוז בעלות גבוה של החברות. בישראל פועלות כיום יותר מ־60 קרנות הון סיכון, ומרבית פעילותן מרוכזת ב־30 הגדולות שבהן. כ־60 אחוזים מהקרנות הן חברות פרטיות, והיתר הן קרנות ממשלתיות או ציבוריות. בשלב הפיתוח של חברות בסיכון גבוה בישראל משקיעות גם הממשלה, באמצעות משרד המדען הראשי, חממות טכנולוגיות שונות בעידוד ממשלתי וחברות הון סיכון זרות. קרנות הון הסיכון השקיעו בעשור האחרון כ־2 מיליארדי דולרים ביותר מ־500 חברות ישראליות, בהצלחה ניכרת: מתוך החברות האלה הונפקו כ־40 חברות עד סוף 1999 (בהנפקות אלה גויס הון בשווי של כ־2 מיליארדי דולרים), וכן נמכרו כ־25 חברות למשקיעים מחוץ לבורסה. מעורבותן של

10 אנו מתעלמים כאן מהמניות הנסחרות באירופה, בעיקר בלונדון. כשמניות אלה מובאות בחשבון, גדלים ערכן ומשקלן של המניות שנסחרות בחו"ל ושל המניות הדואליות, ביחס למניות הנסחרות רק בארץ.

הקרנות בהנפקה של חברות ישראליות בחו"ל רבה, והיא ממשיכה לגדול. בשנת 1999 הן תמכו כמעט במחצית מההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל – כ־10 מתוך 19 החברות שהונפקו.

החברות הישראליות המנפיקות בחו"ל בתמיכתן של הקרנות – כולן בענפי הטכנולוגיה העילית – דומות מבחינות רבות לחברות הישראליות האחרות המנפיקות שם; עם זאת נראה, שהחברות המסתייעות בקרנות מאופיינות, לאחר ההנפקה, בתשואות גבוהות במיוחד; יש בכך משום אינדיקציה לטיב הבחירה של הקרנות ו/או להשפעתן החיובית על ביצועי החברות.

המקור: IVA (1998-99) ועיבודי בנק ישראל.

A. Blass and I. Yafeh (2000) "Vagabond Shoes Longing to stray – Why foreign firms list in the United States", Journal of Banking and Finance (forthcoming).

הנפקת המניות קטנה
בשנת 1999 ברוב ענפי
המשק.

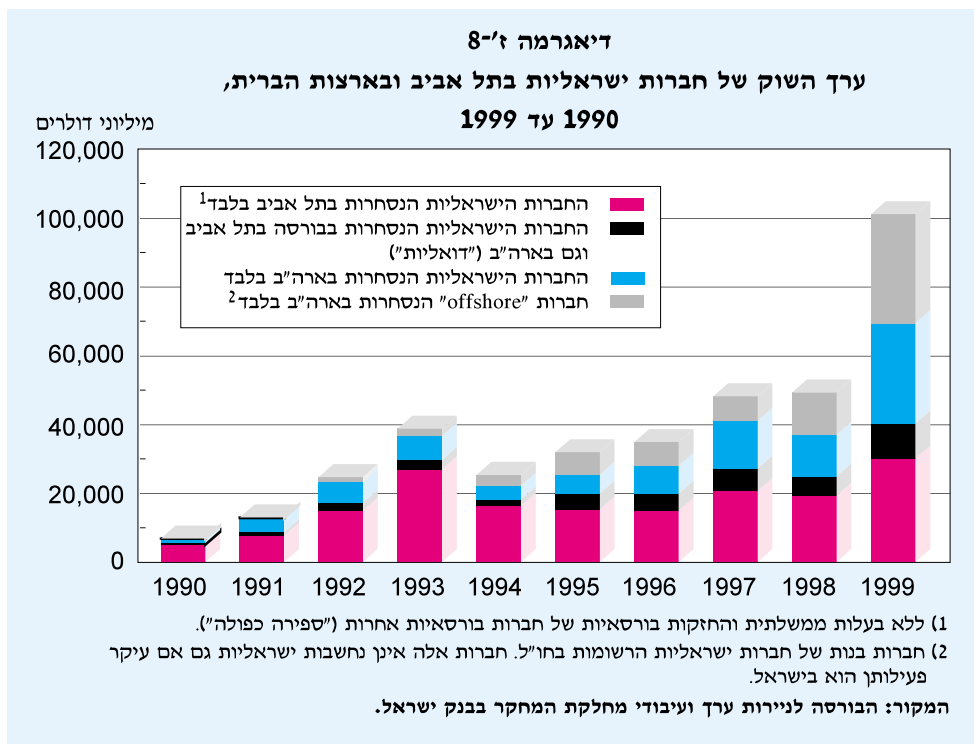
ירידת היקף ההנפקות
בענפי משק רבים מרמזת
כי מדובר בתופעה
הקשורה לשפל המקומי
בתוצר ובהנפקות.

בישראל, שלא כבארצות
מפותחות אחרות,
מסתמכות הפירמות על
מימון חיצוני יותר מאשר
על מקורות פנימיים.

בשנת 1999 קטנה הנפקת המניות בבורסה המקומית ברוב ענפי המשק, גם לעומת השנתיים הקודמות שבהן הייתה הבורסה בשפל, וזאת על אף העלייה הגבוהה של מדד המניות, ובניגוד לנצפה בשנות גאות קודמות בבורסה (לוח ז'-נ'-15). תרמו לכך המשך הפעילות הנמוכה בתחום הריאלי, ובניגוד לשנים קודמות – מיעוט ההפרטות הממשלתיות. גם גידול האטרקטיביות של ההנפקה בבורסות בעולם – בעיקר במניות הטכנולוגיות, בין היתר לנוכח אפשרויות החשיפה למשקיעים ולקונים הגלומות בהנפקה בחו"ל – פעל לירידת היקפן של ההנפקות בישראל. קשה להעריך עד כמה ירידת היקף ההנפקות בבורסה השנה היא זמנית, או משקפת תהליך הסטה מהבורסה המקומית לבורסות גדולות בעולם. ירידת היקף ההנפקות בענפי משק רבים, ולא דווקא בענפי הטכנולוגיה, מרמזת כי מדובר בתופעה הקשורה לשפל המקומי בתוצר ובהפרטות. ייתכן כי ההקלות המוצעות בתהליכי הרישום (למשל היתר לרישום מיידי של המניות המונפקות בחו"ל בבורסה המקומית) יפעלו להגברת הפעילות וההנפקות בבורסה המקומית. בשנת 1999 ניכרה חזרתו של הציבור הישראלי לבורסה, כרוכשים ישירים (לוח ז'-2), אולם עדיין לא בהיקפים של תחילת שנות התשעים.

בישראל, שלא כבארצות מפותחות אחרות, מסתמכות הפירמות על מימון חיצוני יותר מאשר על מקורות פנימיים, ובראשם על רווחים¹¹. בבחינת הרכב המימון החיצוני בולט המשקל הגבוה של הסיוע הממשלתי, התלות ההולכת וגדלה של הפירמות בבורסות בחו"ל – בעיקר משנת 1995, בעקבות התרחבותה של תעשיית הטכנולוגיה – וגידול האשראי. לעומת זאת הולכת וקטנה החשיבות של הבורסה המקומית במימון הפירמות. היקפי המסחר באופציות עלו השנה מעט, בהמשך למגמה שהסתמנה בשנים האחרונות (לוח ז'-נ'-9). היקף האופציות על מדד המע"ף עלה, בעיקר הודות למעבר למסחר בשיטת הרצף באוקטובר 1999. היקף האופציות על הדולר עלה לאחר הזעזוע שפקד את שוק מטבע החוץ בסוף 1998, נשאר ברמתו החדשה במהלך השנה, וגדל במקצת

11 א' בלס וע' יושע (2000), "הרפורמות במערכת הפיננסית בישראל ותזרים המזומנים של חברות התעשייה הנסחרות בבורסה" בתוך: מאמרים לזכרו של מיכאל ברונז, עם עובד.



תיבה ז'-2: גל ההנפקות בבורסה – לאן הופנה הכסף?

במהלך שנות התשעים, ובעיקר בשנים 1992 עד 1994, היינו עדים לגל הנפקות גדול בבורסה לניירות ערך בתל אביב שהתבטא בגיוס הון לתעשייה בהיקף מצטבר של כ-9 מיליארדי שקלים (במחירי 1999). גל ההנפקות עורר שאלות לגבי השימוש בכספי ההנפקה, ובפרט אם הכספים הושקעו על פי שיקולים עסקיים. ממחקר חדש¹, המתבסס על תזרים מזומנים שנתי לכל הפירמות התעשייתיות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנים 1990 עד 1997, עולים הממצאים הסטטיסטיים האלה:

- (1) פירמות הנשענות בעיקר על מימון באמצעות חוב בנקאי משקיעות יותר מהממוצע, כ-16 אחוזים לכלל הפירמות, בהון חוזר ובמלאים, ופחות מהממוצע – כ-54 אחוזים לכלל הפירמות – בצידוד קבוע ובמבנים.
- (2) ההשקעה בצידוד קבוע ובמבנים תלויה ברמה היחסית של נזילות בפירמות, וגם מתואמת באופן חיובי עם היחס "ערך השוק של הפירמה חלקי עלות החלפת ההון" (Tobin's Q). משמעות הדבר היא, שהן רמת הנזילות והן רמתם של מחירי המניות בבורסה משפיעים לחיוב על ההשקעה הלאומית. מהמחקר עולה כי

1 א' בלס וע' יושע (2000), הרפורמות במערכת הפיננסית בישראל ותזרים המזומנים של חברות התעשייה הנסחרות בבורסה, בתוך: מאמרים לזכרו של מיכאל ברונר, עם עובד.

גידול של כ־10 אחוזים במחירי המניות עשוי לתרום לגידול של כ־6 אחוזים בהשקעות ובציוד.

(3) חשיבותן של ההנפקות בבורסה בסך המקורות של הפירמות בישראל גדולה יותר מאשר בחו"ל. פירמות הנשענות בעיקר על מימון זה אינן מפנות את הכספים לשימוש מסוים, ואינן משלמות דיבידנדים גבוהים מהממוצע. נראה שהפירמות התעשייתיות הנסחרות בבורסה השקיעו, בין השאר, בציוד קבוע ובמבנים על פי עקרונות עסקיים.

(4) חלק ניכר מהחברות שהנפיקו בשנות התשעים הקטינו את היקפי האשראי שלהם, והדבר מלמד, בין השאר, על מידת התחלופה שבין המערכת הבנקאית למערכת הבורסאית.

לקראת סופה. עם זאת יש לזכור, כי מרבית הפעילות באופציות ובחוזים עתידיים מתנהלת שלא בבורסה אלא בניירות לא־סחירים במערכת הבנקאית. במערכת זו התרחבה הפעילות במידה ניכרת – כנראה עקב התגברות המודעות של הציבור לסיכוני חשיפה ועקב אי־הוודאות לגבי ההתפתחות העתידית של המחירים ושער החליפין.

5. המשקיעים המוסדיים

שוק ההון בישראל מאופיין בבעיות מבניות ייחודיות, הקשורות למעורבותם המכרעת של הבנקים ולריכוזיותם הגבוהה, וכן למגבלות המוטלות על הגורמים המוסדיים. המשקיעים המוסדיים מחזיקים כ־63 אחוזים מנכסי שוק ההון בישראל (לוח ז'–2), כ־21 אחוזים מוחזקים בידי הציבור באופן ישיר, כ־8 אחוזים בידי הבנקים, והשאר בידי תושבי חוץ. בתוך הגורמים המוסדיים בולטות קופות הגמל, המחזיקות כ־32 אחוזים מהשוק, וקרנות הפנסיה, המחזיקות כ־29 אחוזים (דיאגרמה ז'–9).

למרות הדיונים הנמשכים, טרם בוצעה רפורמה המתמודדת עם הבעיות המרכזיות של קופות הגמל, ובהן ההתפלגות הקשיחה של ההשקעות, הריכוזיות, ניגודי האינטרסים, חוסר השקיפות והעמלות הגבוהות. כל אלו הובילו להמשך המשיכות (נטו) מהקופות (לוח ז'–נ'–11). גם רפורמה מקיפה בתחום המיסוי, שתמנע את העיוותים הנובעים מאפליית מס בין החיסכון הצמוד ללא צמוד ובין החיסכון בארץ לחיסכון בחו"ל, עדיין לא בוצעה¹².

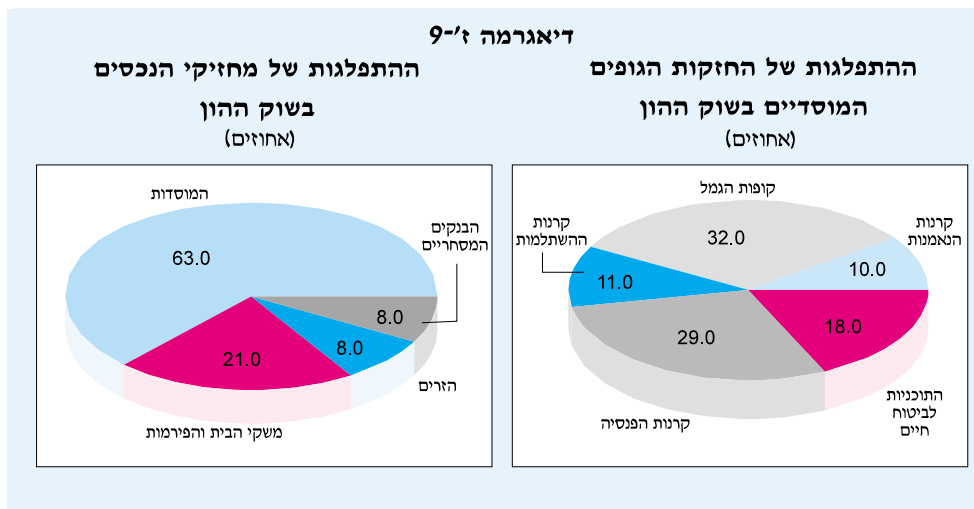
מגבלה מרכזית נוספת נובעת מהבטחת התשואה הגבוהה לקופות הפנסיה ולחברות הביטוח באמצעות איגרות חוב מיועדות, וזאת משום שנטל הריבית הנובע ממחויבות הממשלה לאיגרות אלו יוצר קשיחות רבה בהפחתת החוב הציבורי. יתר על כן, הבטחת התשואה לאיגרות חוב אלו, ומגבלות חוקיות נוספות, בין היתר על ההשקעה בבורסה (בעיקר לקרנות הפנסיה) ובחו"ל, מונעות כניסה מלאה של המשקיעים המוסדיים לשוק ההון ומקטינות את יכולת הפיזור של תיק הנכסים. אמנם יש סיבות להבטיח כי החיסכון לטווח ארוך לא יושקע באפיקים מסוכנים מדי, אך הגמשת המגבלות על אפיקי ההשקעה של הקרנות והקטנת ההטבה הגלומה באיגרות החוב המיועדות יפעלו

12 בשנת 1999 הוקמה ועדה, בראשות מנכ"ל האוצר, לבחינת סוגיית המיסוי בישראל.

שוק ההון בישראל
מאופיין בבעיות מבניות
רבות, הקשורות
למעורבותם ולריכוזיותם
הגבוהה של הבנקים
ולמגבלות המוטלות על
הגורמים המוסדיים.

טרם בוצעה רפורמה
המתמודדת עם הבעיות
המרכזיות של קופות
הגמל.

הבטחת התשואה
הגבוהה לאיגרות החוב
המיועדות יוצרת קשיחות
רבה בהפחתת החוב
הציבורי.



להעמקתו ולהתייעלותו של שוק ההון בישראל. (ראו תיבה ז'-6 בדוח בנק ישראל לשנת 1997).

במהלך שנת 1999 – בהמשך למגמה שהחלה ב-1994, בעקבות נפילת שערי המניות – משך הציבור מקופות הגמל¹³ והפיצויים ומקרנות ההשתלמות כ-5.5 מיליארדי ש"ח נטו (משיכות בניכוי הפקדות חדשות). משנת 1995 משך הציבור מקופות הגמל כ-30 מיליארדי שקלים, שהם כשליש מממוצע סך נכסי קופות הגמל והפיצויים בתקופה זו. רווחי הקופות במהלך השנה קיזזו את משיכות הציבור, וכך הגיעו נכסי הקופות נטו במהלך 1999 ל-115.1 מיליארדי ש"ח (לוח ז'-נ-11).

בשנת 1999 משך הציבור
כ-5.5 מיליארדי ש"ח
מקופות הגמל.

המשיכה (נטו) של חסכוניות מקופות הגמל, על אף ההקלות במס הגלומות באפיק חיסכון זה, מוסברת בעיקר בשני גורמים מרכזיים: הראשון הוא הפסקת הנפקתן של איגרות חוב מיועדות לקופות הגמל בשנת 1986, וכתוצאה מכך – ירידת חלקן של איגרות חוב אלה בסך ההשקעה של הקופות¹⁴; ירידה זו גרמה לירידת התשואה המינימלית המובטחת, ומשום כך – לעליית הסיכון היחסי הגלום בהשקעה בקופות. הגורם השני הוא התשואה הנמוכה הממוצעת של קופות הגמל לאורך העשור יחסית לאפיקי ההשקעה האלטרנטיביים. זאת בין היתר בגלל הימנעות הקרנות מלהשקיע באפיקים השקליים, ובגלל חלקן הנמוך יחסית של המניות בתיק קופות הגמל, על אף הגדלתו בשנת 1999. גם הריכוזיות הגבוהה, הנובעת מהדומיננטיות של הבנקים בניהול הקופות, פוגעת, כנראה, בשיקולים לבחירת ההשקעה האופטימלית.

המשקיעים המוסדיים השניים בגודלם בשוק הנכסים הפיננסיים הם קרנות הפנסיה, שהיקף נכסיהן עמד בשנת 1999 על 106.4 מיליוני ש"ח (לוח ז'-2). החל ממאוס 1995, בשל שינוי בתקנות, הוקמו קרנות פנסיה חדשות, שעבורן מונפקות איגרות חוב מיועדות בריבית של 5 אחוזים בלבד, ורק לכ-70 אחוזים מצבירת העמיתים¹⁵, בעוד שקרנות

13 החיסכון בקופות הגמל נחשב כאפיק חיסכון ארון טווח, אולם כ-50 אחוזים מנכסי קופות הגמל הם נזילים.

14 בסוף 1999 היו רק כ-3 אחוזים מנכסי קופות הגמל מושקעים באיגרות חוב מיועדות.

15 עבור 30 האחוזים הנותרים מחסכוניות קרנות הפנסיה החדשות, פרסה הממשלה רשת ביטחון של תשואה מינימלית בת 3 אחוזים באיגרות החוב הסחירות.

הפנסיה הישנות ממשיכות ליהנות מאיגרות חוב מיועדות בריבית של 5.6 אחוזים. (לפירוט ראו תיבה ז'-6 בדוח בנק ישראל לשנת 1997.) לקרנות הפנסיה הוותיקות גירעונות אקטואריים גדולים, שממשלה התחייבה לכסותם. הבטחה זו, וכן הנפקתן של איגרות חוב מיועדות לקרנות, שהיא חריגה מנקודת מבט בין-לאומית, פוגעת בתפקודו של שוק ההון ומקנה לקרנות סבסוד רב, שהשפעתו המצטברת תביא לגידול הגירעון בתקציב הממשלה.

בשנת 1999 העדיף הציבור
להשקיע בקרנות נאמנות
מוטות מניות או לא
צמודות.

היקף הנכסים של קרנות הנאמנות גדל בשנת 1999 בכ-57 אחוזים (לוח ז'-2), והגיע בסוף 1999 ל-34.8 מיליארדי ש"ח. קרנות הנאמנות הן הגורם המוסדי הקטן בין כל הנמנים לעיל. עם זאת, כיוון שלהשקעה בקרנות הנאמנות אין הטבת מס, וכן אין תקרות או קנסות להפקדות ולמשיכות, הן משקפות יותר מהמשקיעים המוסדיים האחרים את המגמות השוטפות ואת ציפיות הציבור. במהלך השנה, עם ירידת האינפלציה ואי הוודאות הכרוכה בה, ולנוכח העלייה החדה של מדד המניות, העדיף הציבור להשקיע בקרנות נאמנות מוטות מניות או לא-צמודות, ואילו משקל ההשקעות הצמודות בקרנות הנאמנות ירד במידה ניכרת.