

מבט כולל ומדיניות

הפעילות של המשק הישראלי מול חו"ל ובמט"ח בשנת 2003 משקפת מגמה של התייצבות ושיפור בהתנהלות שוק השקל-מט"ח, במאזן התשלומים וכן ביציבות הפיננסית של המשק, הקשורה בשני תחומים אלה. מגמה זו היא פועל יוצא של שיפור בתהליכים המרכזיים שגרמו להתכווצות נפח הפעילות במאזן התשלומים ולערעור היציבות הפיננסית החיצונית בשנים 2001 ו-2002: הירידה ברמת הפעילות של המשק נבלמה, ולקראת סוף השנה ניכרו סימני התאוששות ראשוניים; העימות מול הפלשתינים אמנם נמשך, אך עצימותו פחתה לעומת השנים הקודמות; אמינות המדיניות המקרו-כלכלית - שנתעררה בשנת 2002 - שוקמה, הן בזכות הפגנת נחישות של הממשלה במחויבותה לתוואי יורד של הגירעון והחוב הממשלתי, והן בזכות ניהול מדיניות מוניטרית זהירה ושקולה על ידי בנק ישראל; נבלמה ההאטה בכלכלה העולמית, וניכרו סימני יציאה מהשפל ששרר בענפי הטכנולוגיה העילית ובשוקים הפיננסיים בעולם. תהליכים אלה מצאו ביטוי בייסוף של השקל לעומת הדולר ובהתייצבותו מול סל המטבעות, תוך ירידה של סיכון שער החליפין עד לרמה של סוף 2001.

החשבון השוטף של מאזן התשלומים היה השנה קרוב לאיזון - לעומת גירעון של 1.3 אחוזי תוצר בשנה הקודמת - לראשונה במהלך העשור כולו. האיזון הושג הודות לגידול של יצוא הסחורות והשירותים, על רקע האצת הפעילות הכלכלית בעולם, וירידה ביבוא של נכסי השקעה ומוצרי צריכה בני קיימא, מפני ההאטה המתמשכת בפעילות המשק.
בחשבון הפיננסי נבלמה הירידה שאפיינה את השנתיים שקדמו לשנה הנסקרת, תוך הכפלה של היקף ההשקעות הזרות הישירות, בחזרה לרמה ששררה לפני תקופת הגיאות בענפי הטכנולוגיה העילית.

התנהלות שער החליפין השנה משקפת את תרומתם הגדולה של תושבי חוץ להתחזקות השקל. זאת כתוצאה מפעילותם במכשירים קצרי טווח, בעיקר במכשירים פיננסיים נגזרים, ומפעילותם ארוכת הטווח - השקעות ישירות ובתיק ניירות הערך למסחר. הפעילות של תושבי חוץ הושפעה הן מהתפתחויות מקומיות, שהתבטאו בירידה של רמת הסיכון המיוחסת למשק, והן ממגמות כלל-עולמיות: התפוגגות האיום העיראקי, הסדר הערביות, הקמת ממשלה חדשה וגיבוש תכנית כלכלית חדשה תוך הגברת השליטה הפיסיקלית, תהליך גלובלי של הסטת הון לשווקים המתעוררים, שבהם שררה ריבית גבוהה יחסית, על רקע ירידת התשואות במשקים המפותחים ושינוי בתפישת הסיכון העולמית כל אלה הביאו ליבוא הון לזמן קצר במהלך הרביע השני של השנה, שהתבטא בייסוף ניכר של השקל, במקביל להיחלשות הדולר מול מרבית המטבעות בעולם. הירידה בפער התשואות בין ישראל לשווקים המפותחים הביאה לבלימת תהליך זה במהלך המחצית השנייה של השנה. תחזיות של גופים פיננסיים זרים בדבר ייסוף צפוי של השקל במהלך השנה הנסקרת (בשונה מאלה של החזאים המקומיים), ודפוסי פעילותם של תושבי חוץ בשוק שקל-מט"ח במהלך המחצית הראשונה מעידים, כי הם השכילו לאתר במהירות את השינוי בגורמים הבסיסיים בשוק, ולהפוך את כיוון חשיפתם קצרת הטווח לשקל מפוזיציה נגד השקל שהתקיימה במהלך השנים האחרונות, לפוזיציה הפוכה בשלושת הרביעים האחרונים של השנה. התפתחויות אלה מעידות שעל רקע תהליך האינטגרציה של המשק עם השווקים הגלובליים, גדל השנה מאוד המיתאם בין ישראל לשווקים המתעוררים במהלך שער החליפין, בכיוון תנועות ההון, וברמות של סיכון שער החליפין וסיכון המדינה.

השיפור ביציבות הפיננסית, הקשורה בפעילות המשק מול חו"ל ובמט"ח, התבטא בפרמטרים שונים של שוק שקל-מט"ח ובסיכון האשראי של המשק: סיכון שער החליפין, הנמדד באמצעות סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר, ירד במהלך השנה ושב לרמה של סוף 2001. ירידה זו שיקפה, בין היתר, את השבת האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית, והיא בלטה על רקע ההפחתה הניכרת של ריבית בנק ישראל במהלך השנה, שגרמה להצטמצמות של 3.5 נקודות אחוז בפער הריביות בין השקל לדולר. במקביל הצטמצם סיכון האשראי של המשק, הנמדד לפי פרמיית הסיכון הגלומה במחירי איגרות חוב ממשלתיות הנסחרות בחו"ל, וזאת בהתאם למגמות גלובליות של ירידת סיכון המדינה המיוחס לשווקים מתעוררים. הרקע לשיפור בפרמטרים אלה של היציבות הפיננסית ולהתחזקותו של השקל היה שיפור ניכר בשורה ארוכה של משתנים ארוכי טווח: הסדר הערבויות עם הממשל האמריקאי, המאפשר לממשלת ישראל לגייס סכום של 9 מיליארדי דולרים בערבות; שיפור בחשבון הבסיסי של המשק, המשקף את האיזון בחשבון השוטף ואת גידול ההשקעות הזרות בישראל; החוב החיצוני נטו של ישראל, שהפך מאז שנת 2002 לעודף נכסים נטו, המשקף את היותו של המשק הישראלי מלווה נטו למשקים אחרים; חשיפת המגזר העסקי לסיכון שער החליפין, שפחתה, תוך עלייה בהטרוגניות של מגזר זה, התורמת להגברת היציבות הפיננסית.

השיפור בחשבון הבסיסי, המשקף את היצע המט"ח ארוך הטווח בשוק שקל-מט"ח גרם ללחץ בסיסי לייסוף, לאחר שבשנים 2001 ו-2002 נרשמה בחשבון זה ירידה רצופה, והוא הפך לשלילי. מגמה זו מפחיתה את רגישותו של השוק להשפעת התנועות הקצרות והתנודתיות יותר על שער החליפין.

במהלך השנה הנסקרת נמשך תהליך השכלול של שוק שקל-מט"ח והתבטא, בין היתר, בהנפקת מכשירים פיננסיים חדשים, על רקע הקטנת היצע הנכסים המט"חיים בשוק, כתוצאה מפקיעת איגרות החוב הממשלתיות הצמודות לדולר מסוג "גלבווע". עם זאת נראה כי נבלמה ההתרחבות של השוק, שהוא העמוק והנוזל ביותר מבין השווקים הפיננסיים בארץ, לאחר תהליך הדרגתי של שכלול והעמקה במהלך העשור האחרון, על רקע הליברליזציה במט"ח, הגמשת משטר שער החליפין וגידול הפעילות של הגופים הזרים. הירידה בהיקף עסקות ההמרה, גידול המירווחים השוררים בשוק והירידה האמורה של סיכון שער החליפין מעמידים בסימן שאלה את התוואי ארוך הטווח של התפתחות השוק. ייתכן כי תופעות אלה מבטאות את מיצוי תהליך ההתפתחות, אולם אפשר שהן משקפות בעיות מבניות, כרמת הפיתוח של שוק ההון המקומי והבדלים בדפוסי המסחר בין בנקים מקומיים לזרים. בולטת במיוחד רמתו הנמוכה של סיכון שער החליפין, הן בהשוואה היסטורית והן בהשוואה בין-לאומית, על רקע הערכות בדבר עלייתו הצפויה, כתוצאה מהשינויים המבניים ארוכי טווח הנזכרים לעיל. לכיוון ההתפתחות העתידי של משתנה זה נודעת חשיבות רבה בהקשר של המדיניות המוניטרית, משום שירידתו קיזזה את ההשפעה של הפחתות הריבית הניכרות שבוצעו במהלך השנה על שער החליפין.

על רקע פתיחותו הגוברת של המשק, הגברת רגישותו לזעזועים חיצוניים והיותו נתון לבחינה מתמדת של השווקים הפיננסיים הגלובליים, נודעת חשיבות יתירה לניהול מדיניות מקרו-כלכלית אחראית ושקולה, בהתאם לאמות המידה הרווחות במדינות המפותחות בעולם, וכן ליצירת תנאים שיאפשרו את המשך פיתוחו ושכלולו של השוק. בהקשר זה עולה הצורך לבטל את המכשול האחרון שנותר בדרך למשק הפועל במשטר של שער חליפין נייד לחלוטין ובתנאי ליברליזציה מלאה רצועת הניוד. רצועה זו, שהלכה והתרחבה במהלך העשור האחרון, אף שכיום היא לא אפקטיבית, מגבילה את מירווח הניוד הפוטנציאלי של

שער החליפין, וגלום בה עיוות פוטנציאלי בתפישת הסיכון של השחקנים בשוק: בהעניקה ביטוח נגד סיכוני שער חליפין ללא עלות, היא מהווה תמריץ שלילי להמשך התפתחות השוק, ובפרט להתפתחות מכשירים פיננסיים נגזרים לצורך ניהול הסיכונים של המגזרים העסקי והפיננסי. ביטול רצועת הניוד ומעבר למשטר של שער חליפין נייד לחלוטין ימנעו את היווצרות העיוותים האלה ויאפשרו לשער החליפין לפעול כמנגנון לבלימת זעזועים, כמקובל במדינות המפותחות בעולם; זאת במקביל לתהליך ההגמשה בשער החליפין, המאפיין גם חלק מהשווקים המתעוררים.

ניהול סיכוני שער חליפין של המגזר הפרטי הוא נדבך מרכזי בתהליך התפתחות השוק בעידן של מעבר לשער חליפין נייד. בטווח הארוך, עקב התכנסות שיעורי האינפלציה המקומית בשנים האחרונות לשיעורים הרווחים במדינות המפותחות, צפוי השער לנוע ללא מגמה מובהקת - בניגוד למגמה קבועה ומתמשכת של פחות שררה עד סוף שנות התשעים. במצב דברים זה חלוקת האחריות לגבי סיכון שער חליפין בין הבנק המרכזי למגזר הפרטי מחייבת את הראשון לפעול להשגת יציבות מחירים, שאמורה לפעול לצמצום התנודתיות ארוכת הטווח של השער, ואת השני - לניהול סיכונים מושכל ושיטתי, במטרה למזער את השפעת התנודתיות קצרת הטווח על תוצאותיו העסקיות. למרות פיתוח מואץ של שוק הנגזרים, גידול היקפי הפעילות ופיתוח מיגוון מכשירים המיועדים לשחקנים שונים ולצרכים שונים - עצימות השימוש של המגזר העסקי במכשירי גידור עדיין נמוכה ביחס להיקפי פעילותו ולחשיפות השונות לסיכוני שער חליפין הגלומות בפעילות זו. אחת הבעיות המרכזיות המונעות את הרחבת השימוש במכשירים לגידור סיכונים היא אופן הצגתם כיום בדיווחים החשבונאיים, היוצר תמריץ שלילי לשימוש בהם. נדרשת אפוא יזמה של הרשויות להסדרת הנושא כדי להביא לחלוקת סיכונים יעילה יותר, ובכך לתרום להגברת היציבות, הן של המגזר העסקי והן של השוק כולו.

בתחילת השנה הנסקרת הוסרה ההגבלה האחרונה שנותרה ממשטר הפיקוח על מט"ח הגבלה כמותית (ובלתי אפקטיבית) על ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל. בכך הושלם תהליך הליברליזציה במט"ח, שהחל לפני למעלה מעשור, הטומן בחובו יתרונות כלכליים ניכרים, ומהווה נדבך מרכזי באסטרטגיה המקרו-כלכלית של הגברת הפתיחות של המשק, לשם מיצוי פוטנציאל הצמיחה שלו. היתרונות הגלומים בהגברת האינטגרציה עם השווקים הפיננסיים בעולם מתבטאים בתרומתם של הגופים הזרים לשכלול ולהתייעלות של השווקים, בתרומת ההשקעות הזרות לפיתוח המשק ובייעול תהליך ההקצאה של תיקי הנכסים וההתחייבויות של הציבור הישראלי. תהליך זה נמצא עדיין בראשיתו: רכיב ניירות הערך הזרים בתיק הנכסים של הציבור נמוך בהשוואה בין-לאומית, למרות הציפיות לגידולו המואץ; ציפיות אלו התבססו על ההערכה שתהליך הפחתת הריבית במשק קרוב למיצוי, על פערי הריבית מול חו"ל, הנמוכים בהשוואה היסטורית, ועל השלמת תהליך הליברליזציה. ההסבר למיעוטה של ההשקעה בניירות ערך זרים נעוץ באפליית מס בין רווחים מהשקעות בארץ לרווחים מהשקעות בחו"ל, וכנראה גם ב"יתרון הביתיות" (home bias) - נטייה של גופים מקומיים להשקיע בנכסים זרים בשיעור נמוך מזה הנגזר מהקצאת תיק מיטבית, המושתתת על שיקולי תשואה וסיכון. הוראות הרפורמה במס, שנכנסו לתוקף בתחילת השנה, אמנם צמצמו לכאורה את אפליית המס בין השקעות בנכסים במט"ח ובחו"ל לבין השקעות בנכסים שקליים, אולם בגלל קיום הסדרי מעבר במהלך השנה הנסקרת, השפעתם של השינויים על שיקולי ההשקעה של תושבי ישראל הייתה מוגבלת. מיצוי מלוא היתרונות הגלומים בתהליך הליברליזציה יתאפשר עם ביטולה המוחלט של אפליית המס; זה אמור להביא להקצאה מיטבית של תיק הנכסים של הציבור, בעיקר

של המשקיעים המוסדיים, תוך הגדלה ניכרת של רכיב הנכסים בחו"ל - על פי הניסיון במדיניות המפותחות - וצמצום משמעותי של רגישות הגופים המוסדיים לתנודות בשוק ההון המקומי, שהוא רדוד יחסית להיקף הנכסים המנוהל על ידם.

ניהול מדיניות שתכליתה יציבות של המחירים ושל השווקים הפיננסיים מחייב לנתח את התנאים לכך - בין היתר בהסתמך על ניסיון העבר - וכן את הגורמים היוצרים והמגבירים את הפגיעות ואת התהליכים המערערים את היציבות. כדי לזהות תהליכים כאלה מוקדם ככל האפשר, נדרש מעקב מתמיד, תוך הבחנה בין התפתחות שלילית זמנית לבין תחילתו של תהליך התערעות. חשיבות מיוחדת נודעת לניתוח המגזרי של הפעילות בשוק - לזיהוי דפוסי ההתנהגות של המגזרים השונים, ובראשם השחקנים הפיננסיים הגדולים בשוק ומשקי הבית, בעת רגיעה ובעת משבר, ולמעקב אחר שינויים בפעילותם.

הבסיס למעקב וניתוח כזה הוא מידע מקיף, מפורט ומעודכן. המחלקה לפעילות המשק במט"ח בנתה במהלך השנים האחרונות - במקביל לתהליך הליברליזציה מערכות מידע המרכזות נתונים מקיפים ומפורטים על פעילות המשק מול חו"ל ובמט"ח; מערכות אלה מאפשרות ניתוח שוטף לצורכי המדיניות המוניטרית, מעקב אחר יציבות השוק וזיהוי מוקדי פגיעות ותהליכים של התערעות היציבות. המידע הנאסף מעובד במחלקה ומתפרסם לציבור באופן שוטף ובפיגור מזערי, במטרה לשפר את האיכות והזמינות של המידע שבידי השחקנים בשווקים הפיננסיים. במקביל מתפרסמות על ידי המחלקה סקירות שונות, הודעות לעיתונות ומחקרים בתחומי פעילותה, ונערכים מפגשים במטרה ליצור ערוצי תקשורת ישירה בין המחלקה לבין הפעילים בשוק והגופים השונים המעורבים בו; זאת מתוך הכרה שהשקיפות בשווקים תורמת לשכלולם, ובכך מגבירה את היציבות הפיננסית.

* * *

בדוח זה שלושה חלקים. החלק הראשון מנתח את ההתפתחויות בשוק במסגרת הבין-לאומית המקובלת של מאזן התשלומים, קרי פעילות המשק מול תושבי חוץ במט"ח ובשקלים - את התנועות בחשבון השוטף ובחשבון הפיננסי של מאזן התשלומים ואת יתרות הנכסים וההתחייבויות מול חו"ל.

ייחודו של המשק הישראלי ומשקלו הרב של שער החליפין בו מחייבים מסגרת ניתוח נפרדת, המאפשרת זיהוי של כל הכוחות הפועלים על שער החליפין. בכך עוסק החלק השני - הפעילות בשוק שקל-מט"ח - בפעילות של תושבי ישראל, למגזריהם השונים, בנכסים וההתחייבויות במט"ח (נקוב וצמוד, מול תושבי חוץ ובין המגזרים לבין עצמם) ובפעילות של תושבי חוץ בנכסים וההתחייבויות שקליים בלבד (לרבות עסקאות עתידיות שקל-מט"ח).

תהליך הליברליזציה חשף את המשק הישראלי לתנועות הון בין-לאומיות והגדיל את רגישותו לסיכונים פיננסיים חיצוניים, ולפיכך נוצר צורך במעקב מתמיד אחר יציבותו הפיננסית; בחלק השלישי של הסקירה מנותחת היציבות הפיננסית; זאת בהקשר של הפעילות בשוק שקל-מט"ח והפעילות מול חו"ל, החוב החיצוני וסיכוני האשראי.