

מבט כולל ומדיניות

הפעילות של המשק הישראלי מול חו"ל ובמט"ח בשנת 2002 אופיינה בהתכווצות נפח הפעילות במאזן התשלומים ובהתפתחויות שאיימו על היציבות הפיננסית. זאת כתוצאה מההשפעה השלילית המצטברת של זעזועים מבית ומחוץ על המשק, ומדיניות מקרו-כלכלית שלא תאמה את ההרעה במצבו.

ההאטה בכלכלה העולמית, השפל בענפי הטכנולוגיה העילית והמשבר בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים, יחד עם האירועים הביטחוניים בישראל, התבטאו בהתכווצות נפח הפעילות במאזן התשלומים, הן בחשבון השוטף והן בחשבון הפיננסי.

הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים התייצב ב-2002 על כ-2.1 אחוזי תוצר, בדומה לשיעורו בשנים הקודמות. ניתוח הגורמים המשפיעים על הגירעון בחשבון השוטף מראה כי המשך ההאטה בעולם, ובפרט בענפי הטכנולוגיה העילית, והתמשכותם של האירועים הביטחוניים פעלו לגידול הגירעון. השפעות אלו קוזזו עקב המיתון במשק, שפעל להקטנת היבוא, ועקב הפיחות הריאלי.

המשבר בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים ובהנפקות של חברות הטכנולוגיה העילית התבטא בעצירת ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל, ולפיכך נמשכה השנה הירידה החדה ביבוא ההון ארוך הטווח למשק.

ההשפעה הבולטת של האירועים החיצוניים על תושבי חוץ בשנה הנסקרת התבטאה בירידת השקעותיהם הישירות בישראל. השקעות אלו, שהיו בעבר גורם מייצב בסך ההשקעות של תושבי חוץ במשק, בהיותן מושפעות פחות מאירועים חולפים, ירדו השנה, לראשונה, במידה ניכרת, לרמות נמוכות גם ביחס לשנים שלפני ה"בועה" (1999-2000). זאת מפאת הפנמתה של ההכרה כי המשבר העולמי, בייחוד בענפי הטכנולוגיה העילית, הוא משבר ממושך. מלבד זאת העריכו תושבי חוץ כי הסיכון הכרוך בהשקעה בישראל גבר בשנת 2002, וכתוצאה מכך קטנו השנה - לראשונה לאחר שנים רבות - הפיקדונות של תושבי חוץ יחידים במשק הישראלי, ב-0.8 מיליארד דולרים. סך ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל אמנם קטנו השנה, אך הרכבן השתנה: בעוד שההשקעות הישירות נותרו יציבות, וההשקעות בתיק למסחר אף גדלו, ההשקעות האחרות ירדו, ובולטת במיוחד העלייה בפיקדונות של משקי הבית בחו"ל, שנבעה גם מעלייה בהערכת הסיכון הישראלי. המגזר הפרטי הלא-בנקאי מתאפיין בשנתיים האחרונות ביצוא הון נטו - מגמה שהחלה בשנת 2001 והתעצמה בשנה הנסקרת עקב השפעות מקומיות - בעוד שהמגזר הציבורי, ובעיקר המגזר הבנקאי, קיזזו תנועות אלו ביבוא הון נטו.

המדיניות המקרו-כלכלית לא תאמה את ההתפתחויות הכלכליות ואת הזעזועים החיצוניים, ופגעה ביציבות הפיננסית: התקציב ל-2002 נבנה על סמך הנחה של התחדשות הצמיחה, שגררה הגדלה של הגירעון, והוא הותאם למיתון רק באמצע 2002, ואף זאת תוך העלאת יעד הגירעון; על סמך התחייבות של הממשלה להפחית את הגירעון, הוריד הנגיד בסוף 2001 את הריבית בשיעור חד ומפתיע, ומשהתברר כי הממשלה לא עמדה בהתחייבותה, הועלתה הריבית בשיעור גבוה, באמצע 2002. אל אלה חבר חוסר תיאום בין האוצר לבנק ישראל ועימות פומבי ביניהם, אשר הגיעו לשיאם בהצעה לשינוי חוק בנק ישראל, שהגיש האוצר בתחילת 2002, ללא תיאום עם הבנק - שינוי הפוגע במחויבות ליעד יציבות המחירים וביכולתו של בנק ישראל לפעול להשגתו.

הפגיעה ב"יציבות הפיננסית החיצונית" - זו הקשורה בפעילות המשק מול חו"ל ובמט"ח - באה לידי ביטוי בפרמטרים שונים בשוק השקל-מט"ח ובסיכון האשראי של המשק: השקל פוחד בקצב מואץ במהלך המחצית הראשונה, בשני שלבים עם פסק זמן ביניהם בחודש מארס; סיכון שער החליפין, המתבטא בסטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר, עלה עלייה תלולה בסוף 2001 ונותר גבוה במהלך 2002; משקי הבית הגבירו את ביקושם למט"ח ולנכסים זרים; פרמיית סיכון האשראי של המשק עלתה, וחברות הדירוג הבין-לאומיות הודיעו על נטייתן להפחית את דירוג האשראי של ישראל.

בסוף המחצית הראשונה של השנה, כדי למנוע פגיעה ביציבות הפיננסית וביציבות המחירים, העלה בנק ישראל את הריבית בשיעור מצטבר של 4.5 אחוזים, והממשלה נקטה צעדי ריסון פיסקליים. למהלכים אלה הייתה השפעה ניכרת: בשער החליפין נרשם ייסוף חד, לאחר פחות מתמשך, וירדו הציפיות לאינפלציה. אולם סטיית התקן הגלומה, המצביעה על סיכון שער החליפין, נותרה גבוהה משמעותית מאשר בסוף 2001.

כנגד התפתחויות שליליות אלה היו בשנת 2002 מספר התפתחויות חיוביות: הגירעון בחשבון השוטף לא התרחב, ורמתו ביחס לתוצר נותרה נמוכה, ואין בה כדי להעיק על המשק; בחוב החיצוני נטו נמשכה מגמת הירידה, שעיקרה בחוב הקצר נטו (החוב הקצר בניכוי הנכסים הקצרים); תנועות ההון לא התהפכו, ואף נמשך זרם חיובי של השקעות במשק; שוק השקל-מט"ח המשיך להשתכלל, במיוחד בתחום המכשירים הנגזרים, וגם כשנפגעה היציבות הוא תיפקד באורח תקין, עם מחזורים גדולים ועלייה מתונה במירווחים; דירוג האשראי של ישראל לא הורד, למרות הזעזועים החיצוניים והפיננסיים; לא נוצר צורך בהתערבות ישירה במסחר, וצעדי מדיניות לא קיצוניים, שננקטו בתחום הריבית והגירעון הממשלתי, הצליחו לבלום את ההדרדרות. חשוב לציין, כי התפתחויות חיוביות אלה, למרות הזעזועים, הן פרי מדיניות ארוכת טווח של ליברליזציה ושכלול השווקים.

תהליך הליברליזציה במט"ח, שהחל לפני למעלה מעשור, הושלם ב-1 בינואר 2003, עם הסרת ההגבלה האחרונה שנותרה על המשקיעים המוסדיים. המשמעות היא, שהפיקוח על מט"ח בוטל כליל, והשקל היה למטבע בן המרה חופשית. כן נכנסו לתוקף הוראות הרפורמה במס, שהפחיתו במידה משמעותית את האפליה לרעה של הפעילות בחו"ל ובמט"ח ביחס לפעילות בארץ ובשקלים, ובכך תרמו לשיפור תפקודם של השווקים הפיננסיים. עם זאת, אפליית המס טרם בוטלה לחלוטין, משום שחלק מהוראות הרפורמה, הנוגעות לפעילות מול חו"ל, ייכנסו לתוקף רק בהדרגה, במשך מספר שנים, ומשום שנותרו הבדלים בשיעורי המס בין מט"ח לשקלים ובין חברות ביטוח וקופות גמל למגזרים אחרים. השלמת הרפורמה במס ושמירה על השקל כמטבע בן המרה חופשית הן מאבני היסוד של המדיניות הכלכלית, המגבירות את הפתיחות הפיננסית של המשק ומאפשרות לו להפיק את מלוא היתרונות הגלומים באינטגרציה עם השווקים הפיננסיים בעולם ובגלובליזציה בתחום תנועות ההון. יתרונות אלה נובעים מתרומת ההשקעות הזרות לצמיחה במשק, מתרומת המוסדות הפיננסיים הזרים לשכלול, ליעול ולייצוב של המערכת הפיננסית והשווקים הפיננסיים, וכן מיכולתו של הציבור לפזר את תיקי הנכסים וההתחייבויות שלו ולהתאים את הרכבם, בגמישות רבה, לתנאים המשתנים.

יש הקוראים לצמצומה של הפתיחות הפיננסית של המשק, למרות יתרונותיה הרבים, שכן היא עלולה להגביר את פגיעותו של המשק; אלה ממליצים לסגת ממדיניות הליברליזציה ולהחזיר את הגבלות הפיקוח על מט"ח. הקטנת הפתיחות אמנם עשויה להקטין במידה מסוימת את פגיעותו של המשק לזעזועים פיננסיים חיצוניים, אך החזרת

הפיקוח וצמצום הפתיחות אינם המדיניות הראויה, מכמה סיבות: ראשית, הפתיחות הכרחית להתפתחות המשק בעידן הכלכלה הגלובאלית והתקנים הבין-לאומיים. שנית, בסופו של חשבון, הפתיחות תורמת ליציבות המשקית, באמצעות תרומתה להתפתחות המשק והשווקים הפיננסיים, ואילו סגירות יוצרת יציבות מלאכותית, המחריפה את נזקיהם של זעזועים. שלישית, הניסיון בעולם ובישראל מלמד שמרבית המשברים הפיננסיים נוצרו על רקע משטר של שער חליפין קבוע ותהליכי ליברליזציה מהירים, אשר לא התאימו למצב המשק; לעומת זאת בישראל, בעשור האחרון, התנהל תהליך הליברליזציה על רקע משטר של שער חליפין, שגמישותו הלכה וגברה, ופתיחות שהושגה בהדרגה, ובהתאם למצב המשק והמערכת הפיננסית. ולבסוף - ניסיון העבר מעיד על אי היעילות של הגבלות הפיקוח לאורך זמן ועל המחיר הגבוה הכרוך בהפעלתן.

פתיחותו של המשק, רגישותו לזעזועים חיצוניים והיותו נתון לבחינה מתמדת של תושבי חוץ מדגישים את חיוניותה של מדיניות מקרו-כלכלית שקולה, זהירה ועקיבה. אחד הרכיבים של מדיניות כזאת הוא שמירה על היציבות הפיננסית. היציבות הפיננסית החיצונית מחייבת, מחד גיסא, להמשיך ולשכלל את שוק השקל-מט"ח, ומאידך, לעקוב בהתמדה אחר הפעילות בו ולנתח אותה.

שוק השקל-מט"ח הוא השוק הנזיל והעמוק ביותר מבין השווקים הפיננסיים בארץ. שוק זה עבר בעשור האחרון תהליך הדרגתי של שכלול והעמקה. זאת בזכות הליברליזציה בפיקוח על מט"ח, הגמשת משטר שער החליפין, שיפור הסדרי המסחר, ובשנים האחרונות - גם בזכות פעילותם של מוסדות פיננסיים זרים בו. מאז תחילת 1998 ועד היום תפקד השוק באופן תקין וללא צורך בהתערבות של בנק ישראל במסחר, גם בתקופות של זעזועים. הדבר מעיד על תשתית נאותה של שוק זה, המאפשרת את השלמת תהליך ההגמשה של משטר שער החליפין.

רצועת הניוד הלכה והתרחבה בעשור האחרון; היא ממשיכה להתרחב באופן מובנה, אך עדיין מגבילה את תחום הניוד של שער החליפין: יש בה כדי להשפיע לשלילה על שיקולי השחקנים בשוק כשהשער מתקרב לאחד מגבולותיה, שכן בנק ישראל מחויב להתערב במסחר לשם הגנה עליהם. ביטול משטר רצועת הניוד ומעבר לשער נייד יאפשר ניצול מלא של שער החליפין כמנגנון לספיגת זעזועים. על רקע זה ועל רקע תהליך הגלובליזציה והתגברות תנועות ההון בעולם, גדל בעשור האחרון מספר המדינות המקיימות משטר של שער חליפין נייד, והתמעטו המדינות שבהן שער החליפין קבוע.

ניהול מדיניות לשמירת היציבות מחייב לימוד ומחקר של התנאים ליציבות בשוק, של ניסיון העבר, של הגורמים היוצרים ומגבירים את הפגיעות ושל תהליכים המערערים את היציבות. כדי לזהות תהליכים כאלה מוקדם ככל האפשר נדרש מעקב מתמיד, תוך הבחנה בין התפתחות שלילית זמנית לבין תחילתו של תהליך התערערות. חשיבות מיוחדת יש לניתוח המגזרי של הפעילות בשוק - לזיהוי דפוסי ההתנהגות של מגזרים שונים, 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 ולשם מעקב אחר יציבות השוק וזיהוי מוקדי פגיעות ותהליכים של התערערות היציבות. המידע הנאסף מעובד במחלקה, וגם מפורסם לציבור באופן

שוטף ובפיגור מזערי, במטרה לשפר את האיכות והזמינות של המידע שבידי השחקנים בשווקים הפיננסיים; זאת מתוך הכרה שהשקיפות בשווקים תורמת לשכלולם, ובכך מגבירה את היציבות הפיננסית.

* * *

בדוח זה שני חלקים. החלק הראשון עוסק בפעילות המשק מול תושבי חוץ: בפעילות בחשבון השוטף ובחשבון הפיננסי של מאזן התשלומים, ביתרות הנכסים וההתחייבויות מול חו"ל (במט"ח ובשקלים יחד), וכן בחוב החיצוני ובסיכון האשראי של המשק. החלק השני עוסק בפעילות בשוק השקל-מט"ח: בפעילות של תושבי ישראל, למגזריהם השונים, בנכסים וההתחייבויות במט"ח בלבד (נקוב וצמוד, מול תושבי חוץ ובין המגזרים לבין עצמם) ובפעילות של תושבי חוץ בנכסים וההתחייבויות שקליים בלבד (לרבות עסקאות עתידיות שקל-מט"ח).

המקור העיקרי לנתונים בדוח זה הוא דיווחי הבנקים, החברות, המשקיעים המוסדיים ויחידים למחלקה לפעילות המשק במט"ח. נעשה שימוש גם בדיווחי הבנקים למחלקות אחרות בבנק ישראל, בנתוני החשב הכללי באוצר על פעילות הממשלה, בנתוני הרשות לניירות ערך ובנתוני החשבון השוטף של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.