

# אהט כלכלתי



בנק ישראל

אילון 10

**מבט כלכלי** יוצא לאור על ידי בנק ישראל, במטרה להציג בפני מקבלי החלטות במשק ובפני הציבור מאמרים ותמציות של מחקרים בתחומים הרבים שבנק ישראל עוסק בהם ובהיבטיה השונים של כלכלת ישראל. בכך אנו מקווים להרחיב את התעניינות הציבור בנושאים חשובים אלה, ולהפרות את הדיון הציבורי בהם.

הדעות והמסקנות העולות מהמאמרים והמחקרים הכלולים בחוברת הן של הכותבים בלבד, ואינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל.

## בגיליון זה

### שיתוף הסקטור הפרטי בתשתית המשקית

3 ..... עדי ברנדר ואריה מרום - מחלקת המחקר

### מגמות ומדיניות בסינוף הבנקאי

6 ..... חני פרץ - הפיקוח על הבנקים

### התנודתיות בשוק מטבע החוץ המקומי

8 ..... פרנסואז בן צור - מחלקת מטבע חוץ

### מפנה בשוק שקל/מט"ח באוקטובר 2000

11 ..... יאיר חיים ושלי רייס - הפיקוח על מטבע חוץ

### מבט מקרוב על הקשר בין המדיניות המוניטרית והמדיניות הפיסקלית

14 ..... עקיבא אופנבר - המחלקה המוניטרית

16 ..... עיקרי ההודעות והפרסומים של בנק ישראל בחודשים האחרונים

20 ..... נתונים שוטפים

## שיתוף הסקטור הפרטי בתשתית המשקית

עדי ברנדר ואריה מרום — מחלקת המחקר

הפרטי הם אלה שבהם יש יתרון לידע, לחדשנות ולגמישות העסקית — בתכנון, בהקמה, בתחזוקה ובמתן השירות — בעוד שמשקל המימון בהם קטן יחסית.

### היתרונות של שיתוף הסקטור הפרטי

הניסיון מלמד כי הסקטור הפרטי יכול לבצע את ההשקעה בתשתיות (ולעיתים אף להשתתף בתכנונה) בצורה חדשנית, גמישה, יעילה ומהירה הרבה יותר מהסקטור הציבורי, והדברים אמורים גם בתחזוקה, בניהול ובאספקת השירות של המיזם המוגמר. ביצוע באמצעות הסקטור הפרטי חשוף פחות לפגיעה של קיצוצים בתקציב הממשלה, שנוטה להקצות יותר כספים לנושאים הנהנים משדולות פוליטיות חזקות, ולנושאים המניבים פירות מיידיים — ולהמעיט אל מתחת לאופטימום בהשקעות תשתית, שנושאות פרי בזמן הארוך יותר.

מפאת הפיגור הרב של התשתיות במשק נראה שרצוי לשתף את הסקטור הפרטי בבנייתן, למרות חסרונות מסוימים שבדבר.

בדיונים על תקציב 2002 הועלו הצעות להגברת ההשתתפות של הסקטור הפרטי בבניית התשתיות. השיתוף כבר קיים, והרחבתו עשויה לאפשר הגדלה של ההשקעה בתשתיות, בהוצאה ממשלתית מיידית נמוכה יחסית. מפאת הפיגור הרב של התשתיות במשק נראה שרצוי לשתף את הסקטור הפרטי בבנייתן, למרות חסרונות מסוימים שבדבר.

בעשורים האחרונים השתנתה המחשבה הכלכלית השלטת בעולם בתחום זה: במקום הדגשת חשיבותה של שליטת המדינה בבעלות ובניהול של תשתיות, מייחסים חשיבות רבה יותר למנגנון השוק. בתקופה זו

הופרטו במדינות רבות שירותי התקשורת, וגדלה המעורבות הפרטית בהשקעה ובהפעלה של כבישים, רכבת מהירה, מערכת תחבורה פרברית, מנהרות, גשרים, נמלי תעופה וים. עם זאת חלקם של המיזמים הפרטיים בהשקעה בתשתיות בעולם עדיין נמוך. נדגיש כי המיזמים המתאימים לשיתוף עם הסקטור

### תיבה 1: אופני שיתוף הפעולה עם הסקטור הפרטי

שיתוף הסקטור הפרטי במיזמים תשתיתיים אפשרי בכל השלבים — בתכנון, במימון, בהקמה ובתפעול. בהקשר זה מוזכרים מושגים רבים (שלא תמיד מוגדרים בבירור); מתוכם נציין שניים: BOT (Build Operate, Transfer) — לתיאור מיזם שהיזם הפרטי בונה ומתפעל לתקופה מוגדרת מראש, בסופה הוא מעביר את הבעלות עליו לסקטור הציבורי; PFI (Private Financed Initiative) — לתיאור מיזם הנבנה על ידי יזם פרטי על בסיס התחייבות של הסקטור הציבורי לרכוש את שירותיו. יש גרסאות שונות למעורבות הפרטית ולעיתויה, והיא יכולה לכסות טווח של נסיבות: העברה של עסק ממשלתי לניהול פרטי, לתקופה מוגדרת; הקמת מיזם חדש והפעלתו, כאשר הגורם הפרטי משתתף בסיכון ההשקעה; מיזם המוקם ומופעל במשותף, ממשלתי-פרטי, כשהתכנון יכול להיות ממשלתי או פרטי; מכירה של חלק מהונו של עסק ציבורי לגוף פרטי. התמורה ליזם הפרטי יכולה לבוא מאגרה שמשלמים המשתמשים או מאגרת צל, שהמדינה משלמת עבור השימוש בתשתית, כשהתשלום מוגדר מראש או תלוי בהיקף השימוש. לשיתוף כינויים רבים נוספים, המשקפים את הגרסאות השונות.

## החסרונות של שיתוף הסקטור הפרטי

מימון המיזם הפרטי הוא יקר יותר, כי הסיכון שמייחסים לו גבוה מזה המיוחס לממשלה<sup>1</sup>. אם השימוש במיזם הפרטי כרוך בתשלום אגרה— שאינה מוטלת על השימוש במיזמים הציבוריים המקבילים— תהיה גם הסטה של השימוש בו אל המיזמים הציבוריים, והמיזם הפרטי לא ינוצל די הצורך<sup>2</sup>. תופעה זו תימנע אם הממשלה תיטול על עצמה את התשלום עבור השימוש במיזם— למשל את התשלום ליזם עבור מעבר כלי הרכב בכביש הפרטי<sup>3</sup>.

חסרון אחר הוא שהתמיכה החוץ-תקציבית של הממשלה במיזמים (קרקע, ויתור על תשלום דמי זיכיון, הקלות רגולטוריות והשקעות בתשתיות תומכות) אינה שקופה תמיד, דבר המכביד על הבחירה.

## תפקיד הממשלה

הממשלה צריכה להסדיר את המסגרות של המיזמים הפרטיים—

המקרו-כלכלית, המשפטית והמינהלית— ובולט יתרונה בטיפול בהליכים סטטוטוריים ובפינוי הקרקע. היא צריכה לתרום לאטרקטיביות של המיזמים, למשל על ידי קישורם לרשתות משלימות והקטנת הסיכונים הכרוכים בהם לזכיין הפרטי. מאחר שהתשואה הפיננסית של המיזמים נמוכה בדרך כלל מהתשואה החברתית— הרי שללא תמיכה של הממשלה ישקיע בהם הסקטור הפרטי פחות מהאופטימום החברתי. דוגמאות מהונגריה ומפולין מלמדות על חשיבותה של תמיכת הסקטור הציבורי: בעיות בפיתוח מיזם שהיה פרטי כולו נתקל בקשיים, בעוד שמיזם

<sup>1</sup> אך גם במימון הממשלתי יש בעיה: המסים שעומדים מאחוריו מעוותים, ופוגעים בעיילות הכלכלית.

<sup>2</sup> לדוגמה, התשואה למשק מההשקעה בכביש חוצה ישראל נאמדת בכ-29% כביש אגרה ובכ-34% כביש חופשי.

<sup>3</sup> בדוגמה האנגלית (הפניה [3]) גובה האגרה לכל נסיעה תלוי באיכות השירות ובנפח התנועה. בכך מחולק הסיכון של תנועה חלשה מדי בין הממשלה לזכיין. קביעה שהאגרה תעלה עם עלייתו של היקף השימוש תניע את הזכיין לשפר את השירות.

אחר, אשר הסתייע בתרומה ראויה של הסקטור הציבורי, נחל הצלחה.

## הלקח ממיזמים באירופה

הדרך הנבונה להקים מיזם היא להשתמש במנהלה, המופעלת בצורה דומה לארגון בסקטור הפרטי, כאחראית בפני הבעלים לקידום המיזם ולביצועו.

חשיבות מרכזית נודעת למבנה החוזים. עליהם להיות גמישים ולהדגיש מנגנונים לטיפול בבעיות שייווצרו מטיפול בפרטים עצמם. הדגש צריך להיות על תפוקה

יותר מאשר על תשומה, ויש לקבוע מראש נורמות לתפוקה; כך תתאפשר לסקטור הפרטי גמישות וחדשנות שישפכו את דרישות התפוקה של הסקטור הציבורי. מפני חייו הארוכים של המיזם, צריך החוזה לקבוע מתי וכיצד יהיה ניתן לשנות בו סעיפים, כדי להקטין את הסיכונים. בין היזם הפרטי לממשלה צריכה להיבנות שותפות

הניסיון מלמד כי הסקטור הפרטי יכול לבצע את ההשקעה בתשתיות בצורה חדשנית, גמישה, יעילה ומהירה הרבה יותר מהסקטור הציבורי.

אמיתית. ההשתתפות בסיכונים ובאחריות צריכה להיקבע מראש באופן מפורט, על פי העיקרון שהסיכון יחול על מי שיכול לשלוט בו בדרך הטובה ביותר. גובה האגרות צריך להלוו את היתרון שמפיק המשתמש במיזם.

## מעורבות הסקטור הפרטי בתשתיות בישראל

פריצת דרך בתקופה האחרונה הייתה במתן הזיכיון לכביש חוצה ישראל כמיזם BOT, וסלילתו מתקדמת במהירות. במתכונת דומה מקודמים שני מיזמים תחבורתיים נוספים — הרכבת הקלה בירושלים ומיזם מנהרות הכרמל (שעוכב בשל קשיים סטטוטוריים). לאחרונה יש התקדמות גם בהמתקת מי ים. צעד חשוב להקלת לחצי התנועה בגוש דן נעשה כשהממשלה החליטה באוגוסט 2000 על הגשת

<sup>4</sup> נציין כי מיזם 'נתביג 2000' אינו מיזם BOT; נבנתה בו מנהלת מיזם ציבורית, ששולבה בה חברת ניהול פרטית, בעלת ניסיון רב במיזמים דומים.

## ההיבטים התקציביים של ההסתמכות על BOT ו-PFI בישראל

קשה לקבל את הנימוק שאין בתקציב המדינה מקורות פנויים להשקעה בתשתית— שכן ההוצאה על התשתיות בישראל היא נמוכה יחסית למדינות המפותחות, בעוד שסך ההוצאה הציבורית בה גבוה מאוד, וקצב הפחתת משקלה בתוצר איטי מאוד.

נראה שרצון הממשלה להגביר את שיתוף הסקטור העסקי במיזמי התשתית נובע לא רק מכושר ביצוע טוב יותר של היזמים הפרטיים, אלא גם מניסיון לעקוף את חולשת המערכת הפוליטית בקביעת סדר העדיפויות בתקציב המדינה, חולשה המביאה למיעוט ההשקעה בתשתית. הדרך הנכונה להקטין את המחסור בתשתיות היא קביעה של סדרי עדיפויות נכונים בתקציב

תוך בחינת מיזמי ההשקעה השונים בתקצוב שקוף, ובין החלופות— לבחון גם את שיתוף הסקטור הפרטי.

כיוון שנראה כי במציאות הישראלית ללא שיתוף הסקטור הפרטי יתעכב מאוד קידומן של התשתיות, הרי ששיתופו ראוי, כאסטרטגיה שנוקיה קטנים יחסית. הואיל והמחסור החרף בתשתיות מגדיל מאוד את תשואתן— סביר שתוספת התועלת ממיזמים שיבוצעו בשיתוף הסקטור הפרטי גדולה מהעיוותים ששיתופו יכול לגרום. בחירה ותכנון נכונים של המיזמים הם קריטיים להצלחת שיתופו של הסקטור הפרטי. כן יש לאמץ כללי חשבונאות ברורים לרישומן של ההוצאות וההתחייבויות העתידיות בגין המיזמים בתקציב המדינה, ולקבוע את היעדים שמקווים להשיג באמצעותם. חשוב ביותר לקבוע במקביל יעדים כמותיים של ההוצאה התקציבית על תשתיות, כדי שהשיטה לא תחליף את ההשקעות בתשתית מהתקציב, אלא תוסיף עליהן.

תכנית מיתאר ארצית לקו של רכבת קלה/תחתית בתל אביב בשיטת ה-BOT. בקו הרכבת תל אביב כבר סבא הוחלט על הקמת המבנים במימון הממשלה, בעוד שהציוד הנייד ירכש ויופעל בידי גורם פרטי. כן פועלים במסגרת BOT מיזמים של טיפול בשפכים, ומתוכננת הרחבתם. יש גם מחשבה לשכור בתי ספר מיזמים פרטיים— אך כאן

ספק אם יש יתרון לשיתוף הסקטור הפרטי— שכן תרומתו העיקרית של היזם תהיה המימון, שבו יש לסקטור הפרטי דווקא חסרון יחסי.

ניסיונות של הפרטת תשתיות שנכשלו בשל התנגדות העובדים הם יישומה של החלטת הממשלה לפצל את חברת "תשתיות נפט ואנרגיה" (תש"ן) לחברת הולכה ולחברת אחסון, מתוך כוונה להפריט את חברת האחסון, והפעלת "נמל היובל" (שליד נמל אשדוד) כנמל מתחרה

לרשות הנמלים. כמו כן לא ברור אם יש עתיד להקמתו של נמל מתחרה ליד נמל חיפה.

### תיבה 2: דוגמאות למעורבות הסקטור הפרטי

מבין הדוגמאות הרבות נזכיר מיזמים שונים של תקשורת, מים ואנרגיה, וכן בתחבורה: כבישים בהונגריה, כבישים בבריטניה (עם אגרות צל), תכנית לכביש אגרה בפולין, כבישים בצרפת, גשר ואסקו דה-גאמה בליסבון, קישור "אורסונד" שבין שוודיה לדנמרק, מנהרת התעלה (שבין צרפת לבריטניה), רכבת ה-TGV בבלגיה, רכבת פרברים בבואנוס-אייירס, התחתית בריו-דה-ז'נירו, נמלי-אוויר ביוון ובוורשה, נמל הים Gioia Tauro באיטליה ושירותי נמלים בצ'ילה.

2. [www.treasury-projects-taskforce.gov.uk/releases/rel30.htm](http://www.treasury-projects-taskforce.gov.uk/releases/rel30.htm)
3. [www.worldbank.org/html/fpd/transport/roads/toll\\_rds.htm](http://www.worldbank.org/html/fpd/transport/roads/toll_rds.htm)

1. European Conference of Ministers of Transport 2000, Integration of European Inland Transport (ECMT)

## מגמות ומדיניות בסינוף הבנקאי

### חני פרץ — הפיקוח על הבנקים

לפעול כבנקים מסחריים, ומהשאיפה להגביר את התחרותיות במערכת ולהקטין את הריכוזיות בה. בהמשך נקבעו הקלות לגבי העתקת סניפים ופתיחת סניפים, ובלבד שתוכח כדאיותם הכלכלית.

ב-1993, משהתברר כי הבנקים מחליטים על שינויים

בפריסת הסניפים בהתבסס על

שיקולים כלכליים מובהקים, הגמיש

בנק ישראל את מדיניותו, ותהליך

האישור של פתיחת סניפים פושט.

בפועל נרשמה במהלך השנים 1994

עד 2000 ירידה (תוך תנודתיות),

שהסתכמה נטו בכ-30 סניפים,

בעיקר כתוצאה מירידה חדה בשנים

1999 ו-2000. בסוף שנת 2000 הסתכם מספר הסניפים

ב-1,032. על פי הנתונים שנצברו לגבי המחצית הראשונה

של שנת 2001 התווסף נטו סניף אחד, דבר שיכול אולי

להצביע על בלימה של מגמת סגירת הסניפים נטו, אך

מוקדם עדיין לקבוע זאת. בהתחשב בגידול האוכלוסייה,

המשמעות של סגירת הסניפים היא גידול מתמשך של

מספר התושבים הממוצע לסניף (דיאגרמה 1) ושל מספר

החשבונות המנוהלים בכל סניף במוצא.

המגמה בעולם ובארץ היא ירידה ניכרת של ביקורי

הלקוחות בסניפי הבנקים במתכונת המסורתית ועלייה

בביצוע עסקים מחוץ לסניפים אלה בדרכים שונות, ביניהן:

• אמצעים אלקטרוניים לקבלת מידע, למתן הוראות

ולביצוע עסקאות on line — בהם מכשירי בנק

### המסגרת החוקית

חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א—1981 מגדיר "סניף" ככל מקום שבו תאגיד בנקאי מקבל פיקדונות כספיים או מנהל עסקים עם לקוחותיו. הגדרת "סניף" אינה כוללת, מאז מאי 1996, מיתקן שבאמצעותו לקוח יכול לבצע

פעילות בחשבוננו אצל תאגיד

בנקאי. סעיף 28 לחוק קובע כי

פתיחת סניף על ידי תאגיד בנקאי

מחייבת קבלת היתר מנגיד בנק

ישראל, לאחר התייעצות בוועדת

הרשיונות.

### המגמות והמדיניות

בשנות השבעים ובתחילת שנות

השמונים גדל בהתמדה מספר הסניפים של התאגידיים

הבנקאיים והגיע לשיא של 1,159 סניפים ב-1983, השנה

שבה פרץ משבר המניות הבנקאיות. על רקע משבר זה

החלו הבנקים, מרצונם, בצמצום וארגון-מחדש של מערך

סניפיהם, ופעילות זו נתמכה על ידי מדיניות בנק ישראל.

ב-1986, כשתהליך הצמצום הוולונטרי נעצר, קבע בנק

ישראל מכסות לצמצום מספר הסניפים, וכתוצאה מכך

ירד נטו מספרם בשנים 1984 עד 1989 בכ-120. ב-1989

שונתה מדיניות בנק ישראל: לבנקים הקטנים והבינוניים

הותר להגדיל את מספר סניפיהם בשיעור מתון, בעוד

שלגבי שלוש הקבוצות הבנקאיות הגדולות נמשכה

ההקפאה. ההפשרה לגבי הבנקים הקטנים והבינוניים

נבעה מהצורך להוסיף סניפים לבנקים ייעודיים שהחלו

המגמה בעולם ובארץ היא ירידה ניכרת של ביקורי הלקוחות בסניפי הבנקים במתכונת המסורתית ועלייה בביצוע עסקים מחוץ לסניפים אלה בדרכים שונות.

הדואר או להפיצם באמצעות עמדות זמניות, על פי תנאים המפורטים בהיתר.

4. היתר לבנקים לתת אשראי במקומות עבודה מסוימים באמצעות עובדים בכירים של אותם מקומות עבודה, על פי תנאים המפורטים בהיתר.

מגמה נוספת היא התמחות בפעילות הסניפים, המתבטאת בהקמה ובארגון-מחדש

של חלק מהם כסניפים ייעודיים—

סניפים עסקיים, סניפים לבנקאות פרטית, סניפים המשרתים לקוחות תושבי חוץ וכו'. במסגרת זו נפתחו סניפים גם בקניונים ובמרכולים גדולים. סניפים אלה מאופיינים בדרך כלל גם בשעות פעילות המותאמות למגזרי לקוחות ספציפיים.

מדיניות בנק ישראל לגבי פתיחת סניפים מאז 1993 היא ליברלית; לאחרונה, בינואר 2001, פושט תהליך קבלת ההיתרים, והוא מאפשר פעילות של התאגיד הבנקאי במקומות שונים— לעיתים, אף ללא צורך בהיתר ספציפי.

מדיניות בנק ישראל לגבי פתיחת סניפים מאז 1993 היא ליברלית; לאחרונה, בינואר 2001, פושט תהליך קבלת ההיתרים, והוא מאפשר פעילות של התאגיד הבנקאי במקומות שונים— לעיתים אף ללא צורך בהיתר ספציפי. לצורך זה מאופיינים הסניפים על פי חמישה פרמטרים:

- תקופת הפעילות של הסניף;
- סוגי הפעילויות הבנקאיות בסניף;
- מועדי פעילות מיוחדים (מועדי פתיחה וסגירה);
- הגבלות על הניהול;
- סוגי הלקוחות שהסניף משרת.

סניף רגיל הוא סניף קבוע, המספק את מלוא השירותים הבנקאיים, פועל בימים ובשעות המקובלים באותו תאגיד בנקאי, אינו כפוף מבחינה ניהולית לסניף אחר ומשרת את כל סוגי הלקוחות; סניף מיוחד הוא סניף השונה מסניף רגיל באחד או יותר מהפרמטרים האלה.

ההקלה המשמעותית שהוסיף בנק ישראל השנה היא בתחום ההיתרים לפתיחת סניפים ארעיים: בנק יכול לפנות לקבלת היתר מסגרת לפתיחת סניפים ארעיים, לתקופות של עד שלושה חודשים, ולספק בהם מיגוון של

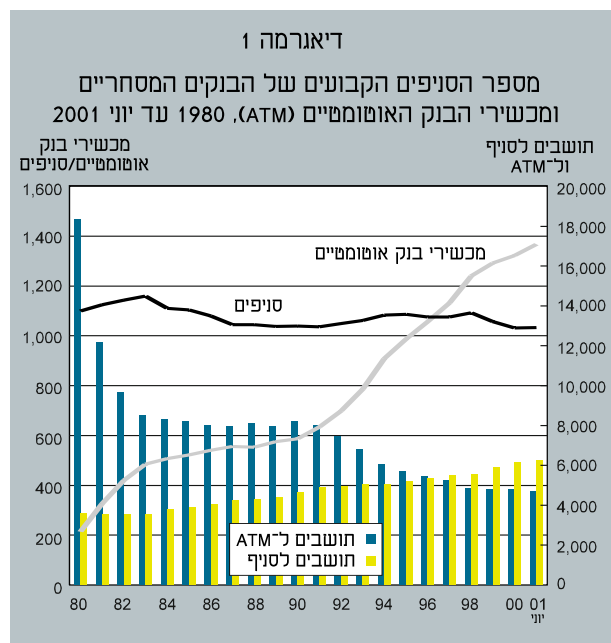
אוטומטיים (ATM), שמספרם בישראל גדל בעשור האחרון ב-125% והסתכם בסוף יוני 2001 ב-1,367, אף כי מספר התושבים הממוצע למכשיר הולך ופוחת (דיאגרמה 1), מרכזים טלפוניים (call centers), מחשבים אישיים, תקשורת סלולרית ואינטרנט.

• היתרים לבנקים לפעול מחוץ לסניפים הקבועים, המסורתיים, וזאת בארבע מסגרות עיקריות:

1. פתיחת סניפים ארעיים לתקופות קצרות, בעיקר לצרכי שיווק, באירועים כגון כנסים, ירידים ופתיחת שנת לימודים במוסדות להשכלה גבוהה.
2. היתר למתן שירותים בנקאיים ללקוחות מסוימים בכל מקום בהתאם לתנאי ההיתר. ההיתר

מאפשר לעובדי הבנק להגיע למשרדיהם של לקוחות עסקיים מסוימים או לבתייהם של לקוחות אחרים, הנחשבים ללקוחות "מתוחכמים", לצורך מתן שירות.

3. היתר לבנקים לשלוח כרטיסי חיוב באמצעות



שירותים בתנאים המפורטים בהיתר. זאת ללא צורך בקבלת היתר ספציפי לפתיחת סניף כזה. מספר הסניפים הארעיים שבנק רשאי לפתוח במסגרת זו בו-זמנית נקבע בהתאם לגודלו מבחינת מספר הסניפים הרגילים שלו. סניפים אלו משמשים את הבנקים כמכשיר שיווקי המאפשר להם גישה ללקוחות חדשים, בין במסגרת פתיחת שנת הלימודים באוניברסיטאות ובמכללות ובין במבצעים יזומים לקהלי לקוחות אחרים, שלבנק יש רצון לפנות אליהם בשיווק ממוקד.

מנתונים שנאספו בביקוח על הבנקים על פתיחת סניפים ארעיים עולה כי השימוש בכלי זה מתרחב: בשנת 1999 נפתחו סניפים ארעיים בכ-125 אתרים, בשנת 2000 ב-170 אתרים, ובשנת 2001, עד סוף אוקטובר, נרשמו הודעות על פתיחת סניפים ארעיים בכ-225 אתרים.

חשוב לציין, כי הפעילות בסניפים ארעיים או בסניפים קבועים במקומות שאינם אופייניים לסניפים הרגילים מוגבלת לתחום מוגדר מראש (דלפק או חדר), המלווה בשילוט מתאים של הבנק; העובדים חייבים להיות עובדי התאגיד הבנקאי, בעלי הכשרה נאותה למילוי תפקידם. במקרה של סניף ארעי תימסר ללקוח כתובתו של הסניף הקבוע שבו יתנהל חשבונו, ואליו הוא יוכל לפנות לצורך ביצוע פעולות או בירורים. מגבלות אלה באות להבטיח כי הפעילות הבנקאית לא תשא אופי של רוכלות. בהתאם לאותה מדיניות, פקיד הבנק אינו רשאי לפנות ללקוח, למשל במרכול, כשהוא עורך את קניותיו; הלקוח הוא היוזם את הפנייה, בהיכנסו לסניף, או לדלפק שהוצב בשטח המרכול.

## התנודתיות בשוק מטבע החוץ המקומי

### פרנסואז בן צור – מחלקת מטבע חוץ

#### מהי התנודתיות?

מחיריהם של נכסים פיננסיים הנסחרים בשוקי ההון משתנים במהלך ימי המסחר בהם. כתוצאה מכך עומד המשקיע בפני אי-ודאות לגבי הרווח (או ההפסד) הצפוי מהשקעתו. ככל שאי-הודאות גבוהה יותר – הנכס הפיננסי נחשב כבעל סיכון גדול יותר.

כדי לאמוד את אי-הודאות, וכך את הסיכון הגלום בנכס, משתמשים במדד תנודתיות

(volatility), המוגדר כסטיית התקן של התפלגות הרווחים שמניב הנכס הפיננסי. הרווחים (או ההפסדים) נמדדים בפרקי זמן מסוימים – יום, שבוע וכדומה –

ומבוטאים באחוזים מסך ההשקעה בנכס. סטיית התקן נבחרה כמדד לאי-ודאות משום שהיא מבטאת את מידת הפיזור של ההתפלגות סביב הממוצע שלה. בהנחות מסוימות על צורת ההתפלגות מספקת סטיית התקן גם אומדן לתחום השינוי האופייני במחיר הנכס: ככל שהיא גדולה יותר, שינוי זה עשוי גדול יותר, והנכס – מסוכן יותר.

בשווקים הפיננסיים מקובל לעקוב אחר התנודתיות של מחירי הנכסים השונים. תשומת לב מיוחדת מוקדשת לתנודתיות שער החליפין; זו משמשת פרמטר חיוני לניהול הסיכון המטבעי של תיקי השקעות רב-מטבעיים, לתמחור אופציות, לניהול פוזיציות מטבעיות וכד'.  
מאז 1992 התנודתיות של השקל מול הדולר נמוכה בהשוואה למטבעות אחרים. כך בתקופת ינואר-ספטמבר 2001 הסתכמה תנודתות זו ב-3.9% אחוזים, לעומת תנודתיות של 10.7% בשער האירו-דולר.



## כיצד נאמדת תנודתיות שער החליפין?

לאמידת התנודתיות של שער החליפין משמשות שתי שיטות עיקריות:

1. אמידת התנודתיות על פי מחירי האופציות על שער החליפין הנסחרות בשוק (implied volatility); באמצעות נוסחה פשוטה (נוסחת Black & Scholes) ניתן לחלץ את ערכה של התנודתיות הצפויה המגולמת במחירי האופציות.

2. אמידת התנודתיות מתוך סדרה היסטורית של שערי חליפין (realized volatility).

במחלקת מטבע חוץ של בנק ישראל נהוגה השיטה השנייה. התנודתיות היומית של שער החליפין מחושבת כסטיית התקן של השינויים היומיים בו במהלך החודש הקודם (כ-20 ימי עסקים). חישוב זה נערך

בכל יום, וכך מתקבלת סדרה יומית של נתוני התנודתיות. שיטה זו מקובלת גם בקרב אנליסטים בשוקי האופציות, הן המקומי והן הבין-לאומיים.

התקופה של חודש נבחרה לאמידת התנודתיות היומית, משום שהתנודתיות המחושבת באופן זה מציגה בצורה מאוזנת את ההתפתחות בשוק. הסדרה המתקבלת כשבוחרים תקופה ארוכה יותר, כגון 3 חודשים, היא יציבה מאוד, שכן המידע היומי החדש בשוק משפיע עליה במידה מועטה— ואילו הסדרה המתקבלת כשבוחרים תקופה קצרה, לדוגמה 10 ימים, מאופיינת בתנודות קיצוניות, משום שמשקל המידע היומי החדש בה הוא גדול יחסית.

## התפתחות התנודתיות של השקל מול הדולר בעשור האחרון

בחינת התפתחות התנודתיות במהלך השנים האחרונות (דיאגרמה 1) מעלה את התופעות הבאות:

1. מאז 1992 (תחילת משטר רצועת הניוד) התנודתיות של השקל מול הדולר נמוכה בהשוואה

למטבעות אחרים (לוח 1), ולא ניכרת בה מגמה בולטת. כך בתקופת ינואר-ספטמבר 2001 הסתכמה תנודתיות זו ב-3.9% אחוזים, לעומת תנודתיות של 10.7% בשער האירו-דולר. זאת למרות המעבר למסחר דו-צדדי— החל מיולי 1994— ולמרות מדיניות אי-ההתערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ החל מאמצע 1997, שינויים המגמישים את השוק ועשויים להגדיל את תנודתיות השער.

2. בתקופות קצרות נרשמה עלייה בתנודתיות:

• הציפיות להרחבת רצועת הניוד והרחבתה בפועל ביוני 1997 הגדילו את אי-הוודאות בשוק מטבע החוץ, והתנודתיות עלתה במועד השינוי עד ל-10.9%.

• באפריל 1998, לקראת יישום השלבים האחרונים של תכנית

הליברליזציה בשוק מטבע החוץ, עלתה התנודתיות עד ל-10.9%.

• בתקופה אוגוסט 1998 עד נובמבר 1998, בתגובה על המשבר ברוסיה וקריסת קרן הגידור האמריקאית LTCM, עלתה התנודתיות הממוצעת, ובתחילת נובמבר היא הגיעה לשיא של 26.6%.

3. בתקופות קצרות, שבהן היה שער השקל מול סל המטבעות קרוב מאוד לגבול התחתון של רצועת הניוד, נרשמה ירידה בתנודתיות של השקל מול הדולר. כך, למשל, בשנת 1997, כששער השקל מול הסל היה קרוב מאוד לגבול התחתון של הרצועה, ירדה התנודתיות של השקל מול הדולר עד 1.8%.

## השוואה בין התנודתיות של השקל מול הדולר לבין התנודתיות של מטבעות שונים

בתקופות רגיעה הייתה התנודתיות של שער החליפין של השקל מול הדולר נמוכה מזו של שערי החליפין של מטבעות בני השוואה<sup>1</sup> לשקל (לוח 1— דרום אפריקה, שוודיה,

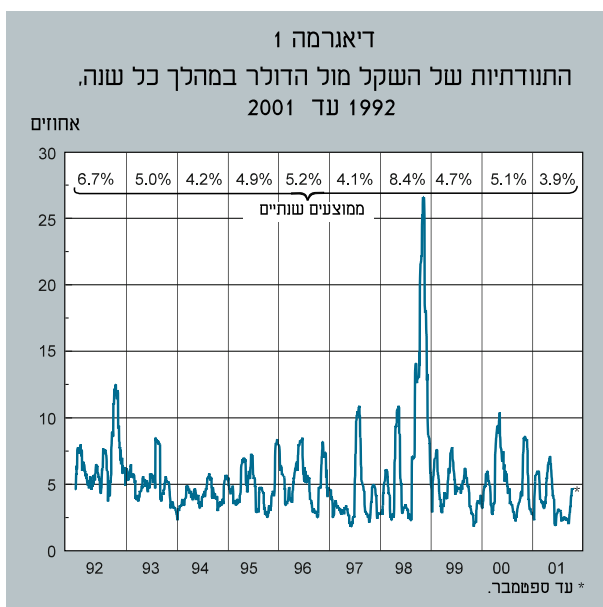
בתקופה אוגוסט 1998 עד נובמבר 1998, בתגובה על המשבר ברוסיה וקריסת קרן הגידור האמריקאית LTCM, עלתה התנודתיות הממוצעת, ובתחילת נובמבר היא הגיעה לשיא של 26.6%.



## לוח 1: התנודתיות במטבעות שונים כלפי הדולר

(ממוצע תקופתי של התנודתיות היומית — אחוזים)

2001		1998				
ינואר-ספטמבר	2000	1999	אוגוסט-דצמבר	ינואר-יולי	1977	
3.9	5.1	4.7	13.4	4.8	4.1	שקל/דולר
10.0	9.8	9.3	21.7	10.5	4.7	ראנד דרום-אפריקאי
11.8	12.4	9.4	13.5	9.6	10.1	כתר שוודי
11.5	11.0	9.4	13.7	9.3	11.8	כתר נורבגי
10.9	12.0	9.7	11.3	14.2	9.2	דרכמה יוונית
13.2	11.9	10.0	14.5	12.8	16.8	קורונה צ'כית
12.9	13.3	10.6	13.2	13.5	8.4	דולר ניו-זילנדי
13.3	7.7	13.4	19.4	14.3	10.9	יין יפני
5.6	5.4	6.0	8.0	4.5	4.2	דולר קנדי
10.7	13.8	9.7	11.0	7.9	9.7	מרק גרמני/אירו
8.7	8.8	7.3	7.9	7.0	8.3	לירה שטרלינג



נורווגיה, יוון, צ'כיה וניו זילנד). יוצאת דופן היא התקופה שבין אוגוסט 1998 לבין דצמבר 1998, שבה, בעקבות המשבר ברוסיה וקריסת הקרן LTCM, עלתה התנודתיות של השקל מול הדולר ל-13.4%, והייתה גבוהה מזו של הדרכמה היוונית והדולר הניו-זילנדי. עוצמת העלייה של תנודתיות השקל מול הדולר הייתה באותה תקופה גבוהה יותר מאשר בכל המטבעות המוצגים בלוח 1.

אף שעדיין אין לנו הסבר מספק לתנודתיות הנמוכה-יחסית של שער השקל מול הדולר, ניתן להעלות כמה הסברים אפשריים:

1. ריכוזיות גבוהה של מערכת הבנקאות בארץ מקטינה, כנראה, את התנודתיות, בשל מיעוט השחקנים בשוק מטבע החוץ.

<sup>1</sup> מטבעות של מדינות ששוק מטבע החוץ שלהן דומה במידת התפתחותו לשוק הישראלי.

2. חסרונם של ספקולנטים בשוק מטבע החוץ בישראל מביא לתנודתיות נמוכה; כאן הסובב הוא גם המסובב: התנודתיות הנמוכה מרחיקה ספקולנטים מהשוק.

3. רצועת הניוד של שער החליפין מגבילה את תחום ההשתנות של השער: ייתכן אפוא, שאחת הסיבות לתנודתיותו הנמוכה של השקל מול הדולר ביחס לרוב מדינות ההשוואה היא העדר רצועת ניוד במדינות אלו. כאן נעיר כי גם למדיניות ההתערבות של הבנק המרכזי בשוק מטבע החוץ המקומי יש השפעה על התנודתיות: בדרך כלל, ככל שהבנק המרכזי נוטה יותר להתערב

במסחר, כדי לשמור על שער המטבע, התנודתיות של השער קטנה יותר; אף על פי כן התנודתיות בשקל-דולר נמוכה ביחס למטבעות של מספר מדינות שבהן הבנק המרכזי מתערב במסחר בשוק מטבע החוץ, כדרום אפריקה וצ'כיה.

4. כניסתם של משקיעים זרים הפעילים בשוק ההון המקומי היא איטית יחסית, משום ששוק זה מצומצם בהיקפו, ואינו מפותח די הצורך. שוקי נכסים שהתפתחו מאוד בשנים האחרונות בעולם—שוק החוזים העתידיים על הריבית, שוק ה-Repo ושוק איגרות החוב הפרטיות—אינם קיימים עדיין בישראל.

## מפנה בשוק שקל/מט"ח באוקטובר 2000<sup>1</sup>

יאיר חיים ושלי רייס— הפיקוח על מטבע חוץ

### הפעילות בשוק לפני אוקטובר 2000 ואחריו

כמו בתחומים אחרים במשק, גם בשוק שקל/מט"ח חל באוקטובר מפנה: מגמת הייסוף המתמשך של השקל מול סל המטבעות — ייסוף של 10% בחודשים אוקטובר 1999 עד ספטמבר 2000— התחלפה במגמה של פיחות מתון, כאחוז, בחודשים אוקטובר 2000 עד יוני 2001 (דיאגרמה 1).

המפנה בשוק באוקטובר הוא תוצאה של מפנה בארה"ב ובישראל — ירידה בצמיחה וירידות חדות של

הסקטור הלא-עסקי, שהוא חלק מתושבי ישראל, תרם ליציבות היחסית של שער החליפין בהימנעו מרכישה מסיבית של מט"ח כשהחל פיחות בשקל, וזאת בניגוד לתגובתו בעבר, למשל באוקטובר 1998.

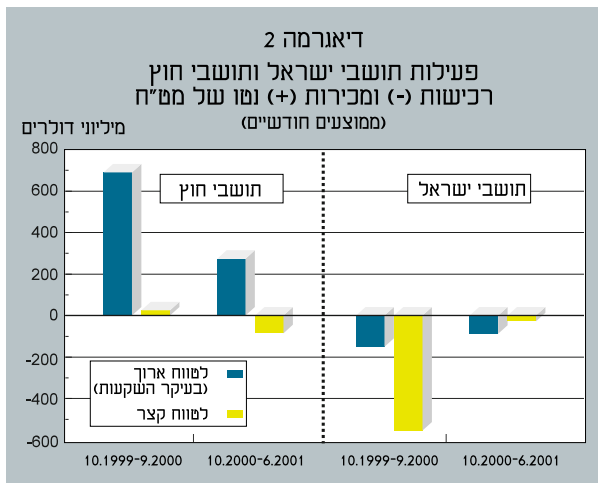
**תושבי חוץ** צמצמו, מאוקטובר 2000 עד יוני 2001, את מכירות המט"ח נטו, והפחיתו במידה ניכרת את השקעותיהם בישראל, בעיקר את השקעתם במניות של חברות ישראליות הקשורה בגורמי היסוד של המשק. במקביל הם הגבירו את פעילותם הנובעת משיקולים קצרי טווח הקשורים בשינויים בריביות ובשער החליפין— החלו לרכוש מטבע חוץ באמצעות עסקאות עתידיות וצברו, לראשונה, עודף התחייבויות שקליות קצרות טווח.

כנגד זאת הפחיתו **תושבי ישראל**

באותה תקופה את רכישות המט"ח נטו— הקטינו את השקעתם במניות זרות, וצמצמו במידה ניכרת את רכישות המט"ח נטו לטווח קצר. הם אמנם המשיכו לצבור פיקדונות במט"ח, אך בהיקף נמוך יותר מאשר קודם לכן, ובמקביל הגבירו את נטילת האשראי במט"ח ואת המכירות העתידיות,

שערי המניות בארה"ב; שבר בתהליך השלום והתפרצות אלימות בשטחים. בתגובת השוק בלט השוני בפעילות בין תושבי חוץ לתושבי ישראל (דיאגרמה 2):

<sup>1</sup> תמצית של עבודה שנכתבה במחלקת הפיקוח על מט"ח במהלך חודש יולי 2001.



הזעזועים ועל הפעילות החריגה של תושבי החוץ באוקטובר 2000 היא שהביאה לשינויים המתונים בשוק. לתגובה זו שני הסברים— מגמת הצמצום בפגיעות הפיננסית של השוק והערכות מתונות של תושבי ישראל לגבי ההתפתחויות הצפויות בטווח הקצר. להלן נפרט.

#### מגמת הצמצום בפגיעות הפיננסית

ההסבר העיקרי לתגובה המתונה מצד תושבי ישראל נעוץ בשיפור תנאי הרקע בשוק שקל/מט"ח בשנים האחרונות— שיפור שהפחית מאוד את רגישותו של השוק לזעזועים. השיפור ניכר בתחומים שונים של ביצועי המשק והמדיניות המקרו-כלכלית, והחשוב שבהם לעניין יציבות השוק בשנתיים שקדמו לאוקטובר 2000 הוא צמצום מהותי בפגיעות הפיננסית החיצונית של הסקטור הפרטי בפעילותו במט"ח ומול חו"ל. מצב השוק ערב הזעזועים של אוקטובר 2000 היה אפוא שונה לחלוטין ממצבו ערב הזעזועים של אוקטובר 1998.

הירידה בפגיעות הפיננסית החיצונית ניכרת באינדיקטורים שונים, והחשוב שבהם הוא הקטנת החשיפה של הסקטור הפרטי לשינויים בשער החליפין: החשיפה של הסקטור העסקי לפיחות השקל, הנמדדת כעודף התחייבויותיו על נכסיו במט"ח— שהגיע לרמת שיא של כ-15 מיליארדי דולרים ערב הפיחות המואץ של אוקטובר 1998— הלכה והצטמצמה בשנתיים שלפני אוקטובר 2000 עד לרמה של

בעיקר בחודשים שבהם הפעילות של תושבי חוץ לחצה לפיחות שער החליפין. הסקטור הלא-עסקי, שהוא חלק מתושבי ישראל, תרם ליציבות היחסית של שער החליפין בהימנעו מרכישה מסיבית של מט"ח כשהחל פיחות בשקל, וזאת בניגוד לתגובתו בעבר, למשל באוקטובר 1998.

#### התגובה המתונה וסיבותיה

התגובה המתונה

ההתפתחויות האמורות בארה"ב ובישראל, למרות חומרתן והתמשכותן, לא הביאו לבריחת הון ולפיחות מואץ של השקל: הפיחות המצטבר של השקל מול הסל מאוקטובר 2000 ועד יוני 2000 עמד על כאחוז אחד בלבד, וגם הפיחות היומי והחודשי המרבי בתקופה זו לא עלה על 2.5%. התגובה המתונה בשוק שקל/מט"ח בתקופה זו בולטת במיוחד בהשוואה לזעזועים שהתחוללו בשוק בשנים האחרונות בעקבות אירועים פחותים בחומרתם. כך, למשל, בעקבות אירוע חיצוני בלבד— זעזוע בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים, שנקשר למשבר ברוסיה ולהצלת קרן הגידור LTCM מהתמוטטות— פוחת השקל מול הסל בכ-12% במהלך חודש אוקטובר 1998, ובחודשים אוגוסט עד אוקטובר של אותה שנה הוא פוחת בכ-20%.

הניתוח מלמד שהתגובה המתונה של תושבי ישראל על



כ-9 מיליארדים (דיאגרמה 3).

הגברת חוסנו של השוק שקל/מט"ח נבעה גם משיפור בתחומים שונים במשק בשנתיים האחרונות— ובעיקר מהתחזקות האמינות של ניהול המדיניות המקרו-כלכלית, מהמשך השכלול של שוק השקל/מט"ח ומהפנמה של סיכון שער החליפין ושל האפשרות לתנודות דו-סטרויות בשער, בין היתר, הודות לאי ההתערבות של בנק ישראל בשוק ולשיפור הביצועים של המשק בשנת 2000.

### הערכת ההתפתחויות הצפויות בטווח הקצר

הפחתת הפגיעות הפיננסית, למרות עוצמתה, אין בה, לבדה, כדי להסביר את התגובה המתונה של תושבי ישראל על הזעזועים מאז אוקטובר 2000 ואת מתינותו של הפיחות; זאת משום שאין חסינות מלאה מפני פיחות

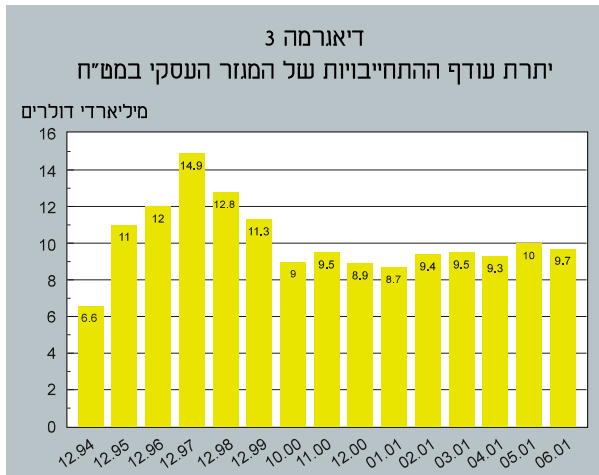
מואץ בעת שינוי חד, המתחולל בהערכות לגבי העתיד עם הגעת מידע שלילי חדש לשוק. מכאן שהתגובה המתונה של תושבי ישראל משקפת גם הערכות מתונות שלהם לגבי האירועים השליליים ומשמעותם. נראה שבמרבית התקופה מאז אוקטובר הם העריכו כי ההתפתחויות השליליות בישראל לא יובילו למשבר, לבריחת הון ולנהירה אל נכסים במט"ח; כן נראה כי

ההערכה בשווקים לגבי התפתחויות השליליות בארה"ב הייתה ועודנה כי הן קצרות טווח, וכי בסוף השנה צפוי מפנה חיובי. הערכות אלה, על רקע הצמצום בפגיעות הפיננסית, התבטאו ברמתו הנמוכה של סיכון שער החליפין מאז אוקטובר 2000.

### מסקנות

מן הניתוח דלעיל עולות שלוש מסקנות חשובות:

1. הפיחות המתון במהלך התקופה מאז אוקטובר 2000, למרות המפנה בארה"ב ובישראל ולמרות הפעילות



החריגה של תושבי חוץ, אינו תופעה מקרית או חולפת, אלא עדות מהשווקים לשיפור המהותי שחל מאז סוף 1998 ביציבות הכלכלית והפיננסית

במשק— כלומר לירידת הסבירות של פיחותים חדים, גם במקרים של זעזועים שבעבר הביאו לפיחות. שינוי זה מגדיל את מרחב התמרון של המדיניות המקרו-כלכלית.

2. נראה, כי שינוי בהערכות הציבור בישראל לגבי ההתפתחויות השליליות במשק יכול להוביל לשינוי בשוק שקל/מט"ח: שיפור במצב הביטחוני-מדיני עשוי להחזיר את שער החליפין למגמת ייסוף— ואילו הערכות שהמצב

הביטחוני/מדיני יורע באופן קיצוני עלולות להביא לפיחות מואץ.

3. לעלייה החדה בהיקף פעילותם של תושבי החוץ בעסקאות עתידיות ובצבירת פוזיציות קצרות טווח מול השקל יש משמעות חשובות: מצד אחד, פעילות מעין זו תורמת לשכלול השוק שקל/מט"ח, כולל הפעילות בנגזרים, כלומר להעמקתו, להגברת נזילותו ולהצטרפות שחקנים גדולים, שונים זה מזה בהערכותיהם; מהצד האחר, יש באותה פעילות כדי להגדיל את הנזקים הגלומים בצורך להגן על רצועת הניוד.

התגובה המתונה של תושבי ישראל על הזעזועים ועל הפעילות החריגה של תושבי חוץ באוקטובר 2000 היא שהביאה לשינויים המתונים בשוק. לתגובה זו שני הסברים— מגמת הצמצום בפגיעות הפיננסית של השוק והערכות מתונות של תושבי ישראל לגבי ההתפתחויות הצפויות בטווח הקצר.



## בין המדיניות המוניטרית והמדיניות הפיסקלית

עקיבא אופנבכר - המחלקה המוניטרית

לירידה נוספת בפעילות. כך קרה במדינות בדרום מזרח אסיה ובדרום אמריקה, שעברו משברים פיננסיים בסוף שנות התשעים, ובעטיים סבלו הפסדי תוצר בשיעורים של 5% עד 15% בתוך תקופות קצרות של שנה-שנתיים. להמחשת הדברים נביא דוגמה: נדון במשק סגור— כלומר משק שאין קשרי סחר ותנועות הון בינו לבין העולם— שבו הממשלה נהגה בדרך כלל לשמור על תקציב מאוזן ועל חוב ציבורי נמוך יחסית לתוצר, למשל 40 אחוזי תוצר ומטה (סדרי הגודל שאפיינו יחס זה ברוב המדינות המפותחות— OECD בתחילת שנות השבעים). כן נניח שהאינפלציה באותו משק נמוכה,

וקצב הצמיחה משביע רצון. במצב כזה, אם הביקוש במשק יירד— למשל עקב ירידה של ביקוש משקי הבית למוצרי צריכה או של ביקוש הפירמות להשקעות— הדבר יביא להאטה בפעילות הכלכלית, לגידול האבטלה, לירידת הריבית הריאלית (הריבית בניכוי האינפלציה) ואולי גם לירידה נוספת של האינפלציה. אין ספק כי התפתחויות אלה, ובעיקר

ההאטה בפעילות וגידול האבטלה, אינן רצויות, וכי דרושה מדיניות כלכלית מרחיבה כדי לבלום אותן. מדיניות כזאת יכולה להתבצע על ידי הרחבת התקציב והגדלת הגירעון הממשלתי, על ידי הורדת ריבית נמרצת, או על ידי שילוב של השתיים. כך, ככל שהמדיניות התקציבית מרחיבה פחות, מדיניות הריבית יכולה להרחיב יותר, ולהפך, כדי שיחד יגיעו להשפעה המרחיבה הרצויה.

אולם דוגמה זו אינה מתאימה לישראל של שנת 2001: (א) המשק הישראלי הוא משק פתוח מאוד לסחר חוץ, עם פער מתמשך בין היבוא ליצוא; (ב) נצברו אצלנו חובות גדולים, הן של המשק כולו כלפי חו"ל והן של הסקטור הציבורי כלפי פנים וכלפי חו"ל; החוב הממשלתי מהווה למעלה מ-90% מגודלו של התוצר, שיעור גבוה לפי כל קנה מידה. אשר לאינפלציה— לאחר שנתיים (1999 ו-2000) שבהן

כיום הבנק המרכזי מוגבל מאוד ביכולתו להוריד את הריבית כדי להקל על הפעילות במשק— ובה בעת לעמוד ביעד האינפלציה כדי לשמור על היציבות הפיננסית. זהו מחיר שהמשק משלם במשך תקופה ארוכה מאוד על שלא שמר על איזון תקציבי בעבר.

לעתים קרובות נשמעות טענות כאילו המדיניות התקציבית היא מרסנת דיה, ולפיכך דרושה כעת הורדה נוספת של ריבית בנק ישראל, או, לחלופין— כי החריגה מיעד הגירעון התקציבי מונעת מבנק ישראל להוריד יותר את הריבית. טענות מסוג זה מבוססות על תפישה שלפיה יש קשר של תחלופה בין שני רכיביה של המדיניות המקרו-כלכלית— מדיניות הריבית והמדיניות התקציבית. להלן נבחן את טיבו של קשר זה, במיוחד בנסיבות הקיימות היום בישראל, שבה מדיניות הריבית מנוהלת במשטר של יעדי אינפלציה מוצהרים. מתברר שהתחלופה בין

המדיניות התקציבית למדיניות הריבית קטנה ככל שגדל היקף חובות החוץ של המשק והחוב הממשלתי— כלפי פנים וכלפי חוץ— וככל שגדל הפער בין היבוא ליצוא במאזן התשלומים. זאת בעיקר משום שבמצב כזה, התמדה במדיניות תקציבית מרחיבה תסכן את יציבותו של המשק; לפיכך דרושה מדיניות ריבית מרסנת-יחסית כדי לשמור על היציבות

הפיננסית, שהיא חיונית לצמיחה מתמשכת של המשק וליצירת מקומות תעסוקה, ותלויה במידה רבה בהשגת יעדי האינפלציה.

כיום, במשק הישראלי— שחובותיו גדולים ומאזן סחר החוץ שלו הורע— חייבת מדיניות הריבית לדאוג בראש וראשונה לשמירה על סביבה עסקית יציבה, בעיקר באמצעות דבקות ביעדי האינפלציה שקבעה הממשלה; סביבה כזאת תאפשר צמיחה מתמשכת, בהפחיתה את אי-הוודאות לגבי שינויי המחירים, ותגביר את אמון הציבור במחויבותן של הרשויות להמשיך ולשמור על היציבות הפיננסית. ניסיון לא אחראי לעודד צמיחה באמצעות הורדות ריבית מעבר לדרוש כדי לעמוד ביעדי האינפלציה, במצב של חוב ממשלתי גדול והרעה במאזן סחר החוץ, עלול לפגוע ביציבות הפיננסית, ובכך לגרום

האינפלציה בפועל הייתה נמוכה אף מהיעד המוצהר, לצד ההאצה בצמיחה באותה תקופה, שיעורה בשנת 2001 ובשנים הבאות צפוי לעלות ולהתקרב לתחום היעד, חרף האטה ניכרת בצמיחה. התפתחויות אלו מלמדות, כי מלבד היחס השוטף בין הביקוש המקומי וההיצע במשק, פועלות על האינפלציה ועל הצמיחה השפעות כלכליות נוספות, חשובות לא פחות, השפעות הנובעות הן מפתחות של המשק לקשרי סחר ולתנועות הון, והן מדפוסי המדיניות התקציבית, המשפיעים על ציפיות הציבור לגבי ניהולה בעתיד.

להלן נדון בשני ההיבטים האמורים, המהווים שיקולים מרכזיים בקביעת המדיניות הכלכלית. (א) לפתיחות של המשק ולפער המתמשך בין היבוא ליצוא כמה השלכות חשובות על הקשר שבין המדיניות התקציבית למדיניות הריבית בתנאים של האטה כלכלית. במשק פתוח יש חשיבות רבה למקורה של ההאטה. אם מקור ההאטה הוא בירידת הביקושים המקומיים— כגון ירידת הביקוש לצריכה פרטית או

להשקעות (כמו בדוגמה דלעיל), תביא ירידתם, מלבד השפעותיה הממתנות על הצמיחה במשק, על התעסוקה ועל האינפלציה, גם לירידה ביבוא, כלומר לשיפור במאזן סחר החוץ, ולפיכך יש מקום לשקול מדיניות כלכלית מרחיבה. ואולם, בישראל של שנת 2001 המקור העיקרי להאטה בפעילות הכלכלית ובתעסוקה אינו ירידה בביקוש המקומי אלא האטה משמעותית ביצוא הסחורות והשירותים, על רקע ההאטה העולמית והמצב הביטחוני, והאטה ביצוא מרעה את מאזן סחר החוץ. ללא מדיניות כלכלית מרחיבה יתקזז חלק מהרעה זו, שהרי ההאטה בפעילות מביאה גם לצמצום היבוא (למשל, של חומרי גלם). מדיניות מקרו-כלכלית מרחיבה תמנע קיזוז זה, שכן היא תביא לגידול היבוא, ועמו לגידול חובות החוץ של המשק. מכאן, שבמצב הנוכחי, ובהינתן המדיניות התקציבית המרחיבה, חייבת מדיניות הריבית לדאוג בראש וראשונה לשימור היציבות הפיננסית,

וזאת על ידי שמירת ריביות מקומיות המתיישבות עם יעדי האינפלציה של הממשלה. דרך זו תביא גם ליבוא הון, שיאפשר לממן את תוספת הגירעון בחשבון השוטף, ויתבטא בשיעור פחות מתון-יחסית, המתיישב עם יעד האינפלציה. (ב) חובותיו של המשק בכלל ושל הסקטור הציבורי בפרט מהווים מגבלה נוספת על התחלופה בין ההרחבה של המדיניות התקציבית ומדיניות הריבית, וזאת בשני אפיקים מרכזיים:

• אפיק תשלומי הריבית על החוב— מעצם קיומם של החובות נובעות עלויות של תשלומי ריבית על החוב, ולכך יש להפנות חלק מהתקציבים השוטפים.

• אפיק האמינות— גודלם

של חובות המשק, ובמיוחד של החוב הציבורי הכולל, מעיד על קושי מתמשך בניהול המדיניות הכלכלית, כלומר בהתאמת השימושים של המשק בסחורות ובשירותים למקורות העומדים לרשותו— מתוצרת מקומית ומיבוא שניתן לממנו לאורך זמן. כשהחוב

התחלופה בין המדיניות התקציבית למדיניות הריבית קטנה ככל שגדל היקף חובות החוץ של המשק והחוב הממשלתי— כלפי פנים וכלפי חוץ— וככל שגדל הפער בין היבוא ליצוא במאזן התשלומים.

הציבורי גדול, המשקיעים דורשים תוספות סיכון, המתבטאות בריביות גבוהות יחסית, ואלה מגדילות את ההוצאה התקציבית. ואכן, הריביות הריאליות לטווח ארוך בשוק ההון בישראל הולכות ועולות בחודשים האחרונים, משהתברר כי הממשלה אינה מתכוונת לעמוד ביעדי הגירעון שנקבעו בתקציב לשנת 2000; זאת, אולי, משום שחלק מהציבור חושש כי מחויבותם של קובעי המדיניות ליציבות הכלכלית נחלשת, וכי הם נוטים להעדיף עליה מטרות של הטווח הקצר. בתנאים אלו הבנק המרכזי מוגבל מאוד ביכולתו להוריד את הריבית כדי להקל על הפעילות במשק— ובה בעת לעמוד ביעד האינפלציה כדי לשמור על היציבות הפיננסית. זהו מחיר שהמשק משלם במשך תקופה ארוכה מאוד על שלא שמר על איזון תקציבי בעבר.

## עיקרי ההודעות והפרסומים של בנק ישראל בחודשים האחרונים

ההודעות לעיתונות והסקירות התקופתיות של הבנק בניסוחן המלא מופיעות באתר

הבנק באינטרנט: <http://www.bankisrael.gov.il>

המסחר מינואר 1999 עד מאי 2000. חלקם של המוסדות הפיננסיים הזרים בנפח המסחר הסתכם ב-16% ברביעי השלישי של 2001, לעומת 12% ברביעי השלישי של 2000. במהלך התקופה יוני 2000 עד ספטמבר 2001 היה נפח המסחר תנודתי: בחודשים של שקט יחסי בשווקים נע הנפח היומי הממוצע סביב 550 מיליוני דולרים, ואילו כשגברה אי-הוודאות בשווקים הוא עלה, לעיתים בד בבד עם שינוי גדול יחסית בשער החליפין.

### תיק הנכסים במטבע חוץ של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בארץ ובחו"ל

משקל הרכיב המט"חי בסך תיק הנכסים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי המשיך לעלות במחצית הראשונה של 2001, והגיע בסופה לכ-14%, בהמשך למגמת עלייה שהחלה בסוף 1997.

שטרי הכסף והמעות של מדינות האיחוד המוניטרי יצאו מהמחזור עם הנפקת מטבע האירו. בארץ יאפשרו הבנקים להמירם עד אמצע פברואר 2002 בסניפים שבהם מתנהלת פעילות במט"ח. המחאות הנקובות במטבעות הלאומיים יהיה ניתן להחליף עד תחילת פברואר 2002, בתנאים הנהוגים בבנקים כיום. לאחר מועד זה הדבר יהיה כרוך בתשלום הוצאות גבייה גבוהות.

### הערכות להתפתחות האינפלציה בשנת 2001

בספטמבר פרסם בנק ישראל את הערכותיו לגבי התפתחות האינפלציה בשנת 2001: במחצית השנייה של שנת 2000 נעו הערכות אלו בין 2.5% ל-3.0%, ובמחצית הראשונה של 2001 הן ירדו אל מתחת לתחום היעד, לרמה של כ-2%. לאחר מכן הן שבו ועלו, ורמתן בספטמבר 2001 הייתה כ-3%—אמצע תחום היעד.

מניתוח הנתונים ניתן לראות כי הערכות שוק ההון והחזאים לגבי האינפלציה בשנים עשר החודשים הבאים מושפעות מהתפתחות האינפלציה בפועל. החזאים והפועלים בשוק ההון לא חזו אפוא את המפנה שחל באינפלציה במהלך שנת 2001.

### מאפייני ההשקעות הישירות של המגזר הפרטי הלא

#### בנקאי בחוץ לארץ

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2001 השקיע המגזר הפרטי הלא בנקאי כמיליארד דולרים בהשקעות ישירות בחו"ל, סכום המבטא את המשך מגמת העלייה הרב-שנתית של השקעות אלו. מאז שנת 1990 ועד ספטמבר 2001 ביצעו חברות מענף האלקטרוניקה והתקשורת השקעות בחו"ל בהיקף של כ-4 מיליארדי דולרים—כ-42% מסך ההשקעות של המגזר הפרטי הלא-בנקאי כולו. מסכום זה הושקעו מאז כ-2.6 מיליארדי דולרים משנת 1998, כחלק מתהליך הצמיחה של הענף. כ-160 תאגידי ישראלים מחזיקים ביתרת השקעות ישירות בחו"ל של כ-7.6 מיליארדי דולרים—92% מיתרת ההשקעות כולה, המסתכמת בכ-8.3 מיליארדי דולרים.

### השפעת פער הריביות בין השקל לדולר וסיכון שער

#### החליפין על הרכישות והמכירות נטו של מט"ח לזמן קצר

השפעת פער הריביות על הפעילות של תושבי ישראל במט"ח לזמן קצר פחתה ככל שפער זה הלך והצטמצם וגדלה השפעתו היחסית של סיכון שער החליפין. בתקופה בין שנת 1995 לאמצע שנת 1997—כשפער הריביות היה גבוה, וסיכון שער החליפין נתפס כנמוך—השפעתו של פער הריביות על המכירות נטו של מטבע חוץ הייתה דומיננטית, ומאז השפעתו מעטה.

השפעת פער הריביות על פעילותם של תושבי חוץ הייתה זניחה לאורך כל שנות פעילותם במשק. כניסתם לפעילות במכשירים קצרים מאז חודש אוקטובר 2000 מצביעה על עלייה של סיכון שער החליפין, להערכתם.

### התפתחות נפח המסחר במטבע חוץ, ללא עסקות החלף,

#### מול התפתחות שער החליפין מאז יוני 2000

הנפח היומי הממוצע של המסחר בשוק מטבע החוץ, ללא עסקות החלף, הסתכם מיוני 2000 ועד ספטמבר 2001 בכ-667 מיליוני דולרים—גידול של כ-21% לעומת נפח



## החוב הממשלתי במחצית הראשונה של שנת 2001

נבלמה מגמת הירידה של יחס החוב הממשלתי בתוצר: לאחר ירידה מ-106% בשנת 1995 ל-91% בשנת 2000, נותר יחס החוב ללא שינוי בתום המחצית הראשונה של שנת 2002.

משקל תשלומי הריבית בתוצר— על פי ההגדרה המקובלת בעולם— עמד במחצית הראשונה של שנת 2001 על 6.2%. משקל זה גבוה מאשר בשנת 2000, 5.2%, וכן מהממוצע במדינות OECD, שעמד בשנת 2000 על 2.8%.

## התפתחות שיעורי הריבית ופער הריביות במגזר השקלי הלא-צמוד

פער הריביות במגזר השקלי הלא צמוד ירד בעשור האחרון ירידה ניכרת— מכ-25% בשנת 1989 לכ-4% באמצע שנת 2002. לירידתו כמה גורמים, והעיקריים שבהם הם תהליכי הליברליזציה שנקטו בנק ישראל ומשרד האוצר בשוקי ההון והכספים, ההורדה החדה של שיעורי הנזילות על פיקדונות הציבור, והתגברות התחרות בענף הבנקאות, הן בין הבנקים המקומיים לבין עצמם והן בינם לבין בנקים זרים ובינם לבין גורמים חוץ-בנקאיים בארץ ובחו"ל. גורמים חשובים נוספים שתרמו לירידה של פער הריביות הם הירידה בסביבת האינפלציה ובאי-הוודאות לגביה והירידה המתמשכת של הריביות במשק, בעקבות הורדתה של ריבית בנק ישראל מכ-17% בתחילת העשור לכ-7% באמצע שנת 2002.

## התפתחות התשואות על איגרות החוב הצמודות למדד

התשואות על איגרות החוב הממשלתיות הצמודות למדד, שירדו מאז ראשית השנה, שבו ועלו באוגוסט 2001, בעיקר בטווח הארוך. עליית התשואות מאוגוסט 2002 באה לאחר שבשבעת החודשים הראשונים של השנה הן ירדו בהדרגה משיעור ממוצע 6% בדצמבר 2000 ל-4% אחוזים ביולי 2002. לאחר שמאז דצמבר 1998 היו התשואות לטווח הארוך נמוכות מהתשואות לטווח הקצר, הצטמצמו פערי התשואות בהדרגה במהלך המחצית הראשונה של 2001,

ובחודשים יולי ואוגוסט 2001 היו התשואות לטווח הארוך גבוהות מאלה של הטווח הקצר. מכאן שהפעילים בשוק מעריכים כי תהליך הפחתת הריבית קרוב למיצוי, וכי אין ודאות באשר למדיניות התקציבית של הממשלה ולמחויבותה לשמור על יעדי הגירעון הפוחתים.

## הציפיות לאינפלציה ל-12 חודשים ומדד ההסתברות לעמידה ביעד האינפלציה לפי נתוני סקר החברות 1997:1 - 2001:2

על פי סקר החברות של בנק ישראל, שהוא מקור חדש יחסית למידע על התפתחות הציפיות לאינפלציה, ירדה השונות של הציפיות לאינפלציה בשנים 1997 עד אמצע שנת 2001, וקטנה ההסתברות שהציבור מייחס לאירועים חריגים בתחום האינפלציה. כן ירדה ההסתברות לחריגה מהגבול העליון של יעד האינפלציה, ובתחילת 2001 העריכו רק 10% מהחברות המשתתפות בסקר כי האינפלציה תהיה מעל לגבול זה.

## ההוצאה הלאומית לבריאות בישראל בהשוואה בין-לאומית

שיעור ההוצאה הלאומית לבריאות בישראל בתוצר דומה לממוצע במדינות המפותחות. עם זאת, בהתחשב בהרכב הגילים הצעיר בישראל, שיעור זה הוא מן הגבוהים בעולם המערבי. ההוצאה לנפש המתקוננת ביחס להכנסה בישראל זהה לזו שבשוויץ וגבוהה מאשר בשאר מדינות מערב אירופה, למעט גרמניה.

## שיעור ההוצאה הציבורית בישראל, כאחוז מהתוצר, יגיע השנה ל-54% - שיא גם בהשוואה בין-לאומית

ההוצאה הציבורית בישראל עתידה לעלות השנה, על פי אומדני מחלקת המחקר של בנק ישראל, בשיעור ריאלי של כ-6%. שיעור זה גבוה מהגידול הממוצע שנרשם בשנים 1996-2000— 4.5%. האטת שיעור הגידול של ההוצאות עד שנת 2000 נבעה מהצורך הדחוף להרחיק את המשק מסף משבר ולהחזיר לו את היציבות, שהועמדה בסכנה בשל הגירעונות הגדולים בתקציב ובמאזן התשלומים

באמצע שנות התשעים ובשל האצת האינפלציה לשיעורים דו-ספרתיים במחצית הראשונה של העשור.

כתוצאה ממדיניות זו ירד שיעור ההוצאות של הסקטור הציבורי בתוצר מ-55.2% ב-1996 ל-52.2% ב-2000. הגידול המהיר של ההוצאות השנה יעלה שיעור זה, בתלילות, ל-54.4%— שיעור שיא ביחס לשיעורים ששררו השנה בעשרים מדינות OECD.

עומק האבטלה, המתבטא במשך הזמן הממוצע של חיפוש עבודה, גדל בשנים האחרונות. כמעט מחצית מהמובטלים ב-1999 היו מובטלים במשך 3 חודשים ויותר, לעומת כ-38% ב-1996. כ-11% מהמובטלים חיפשו עבודה במשך יותר משנה, לעומת 6% בלבד ב-1996. אחוז גבוה מהמובטלים נפלטו מענפים שבהם מועסקים עובדים זרים רבים.

מורכבותה של בעיית האבטלה מחייבת התייחסות ייחודית ליישובים מוכי אבטלה— העלאת רמת ההשכלה, מאמץ מוגבר להכשרה מקצועית, במיוחד של צעירים, וכן שיפור תשתית התחבורה למרכז. במקביל יש לפעול לצמצום מספרם של העובדים הזרים ולאכיפה יעילה ומתמשכת של החוקים הכרוכים בהעסקתם, ובעיקר חוק הביטוח הלאומי וחוק שכר המינימום.

## הודעות בנושאי פיקוח על הבנקים

### מידע על חשבונות מוגבלים

הפיקוח על הבנקים שיפר את השירות לציבור בתחום המידע על לקוחות וחשבונות מוגבלים. ניתן לקבל מידע על החשבונות המוגבלים לפי תעודת הזהות של בעל החשבון באתר האינטרנט של הבנק ובמענה קולי מס' 1212332755.

### דיווח על נכסי טרוריסטים

המפקח הורה לבנקים לסרוק חשבונות של לקוחות כדי לאתר אנשים החשודים כטרוריסטים על פי רשימות שפרסמו רשויות בארה"ב, בהתאם לצו הנשיא.

### הקלה על החלפת הלוואה לדיור

המפקח על הבנקים פרסם הוראה המקלה על החלפת

הלוואה-לדיור (משכנתה) ישנה בהלוואה חדשה, במסלול ריבית שונה או בשיעור ריבית נמוך יותר.

### צרכנות נבונה בעת קבלת משכנתה

המפקח על הבנקים קורא למבקשים לקבל משכנתה להשוות בין הריביות על המשכנתאות בבנקים השונים. הדבר עשוי להביא לחיסכון ניכר בעלות המשכנתה ללווה, בשל הפערים הגדולים בין שיעורי הריבית בבנקים השונים.

המפקח על הבנקים מבקש להפנות את תשומת לבם של המבקשים לקחת משכנתה בריבית משתנה למחיר התוספת שקובע כל בנק מעבר לריבית הבסיסית שבחווה, שכן לתוספת זו השפעה ניכרת על העלות הכוללת של המשכנתה.

### תוקנה שיטת חישוב הריבית בהלוואות לדיור בריבית

#### משתנה

המפקח על הבנקים הורה לבנקים לתקן את השיטה של קביעת ריבית החידוש בהלוואות בריבית משתנה שניתנו לפני 1.11.00, אם זו התבססה על בסיס לא-אובייקטיבי.

#### פרסומים

- המפקח על הבנקים פרסם את השוואת העלות החודשית של החזקת חשבון עו"ש פרטי למקבלי משכורות בין חמשת הבנקים הגדולים, לחודש ספטמבר.
- פורסם סקר החברות והעסקים של בנק ישראל לרביע השלישי של שנת 2001.
- פורסמה חוברת ההסבר "המדיניות המוניתרית בעידן יעדי אינפלציה— עקרונות ויישום", מאת ויצמן נגר מהמחלקה המוניתרית של בנק ישראל.
- פורסמה העבודה "מה קובע את הוצאות החינוך בישראל?", מאת יוסי זעירא מהאוניברסיטה העברית ומישל סטרבצינסקי ממחלקת המחקר של בנק ישראל.
- פורסמה העבודה "הטיה מחזורית בהוצאה הציבורית", מאת צבי הרשקוביץ מאוניברסיטת תל-אביב ומישל סטרבצינסקי ממחלקת המחקר בבנק ישראל.

מהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ואריה ברגמן ממחלקת  
המחקר של בנק ישראל.

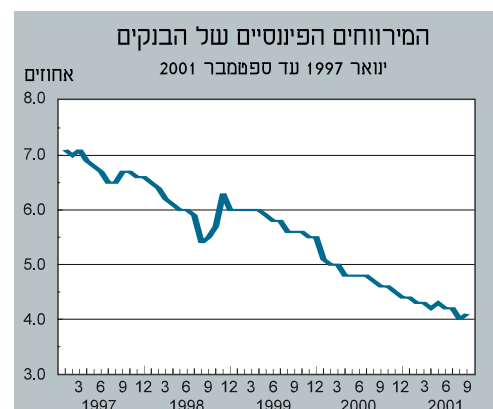
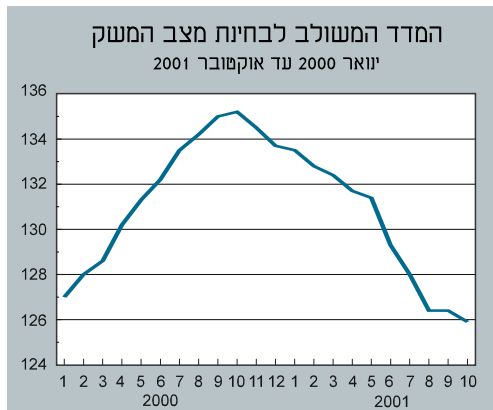
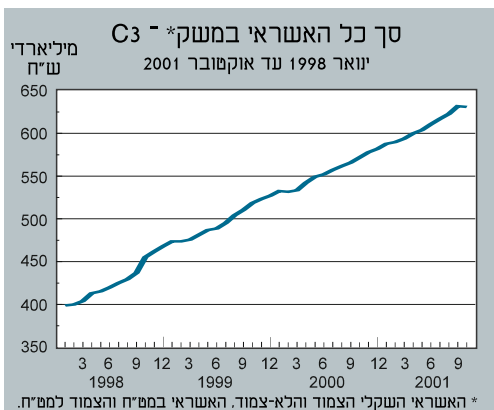
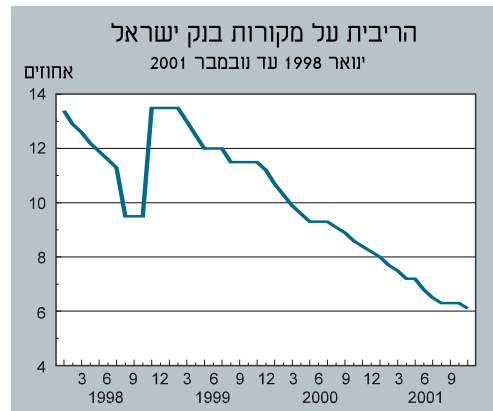
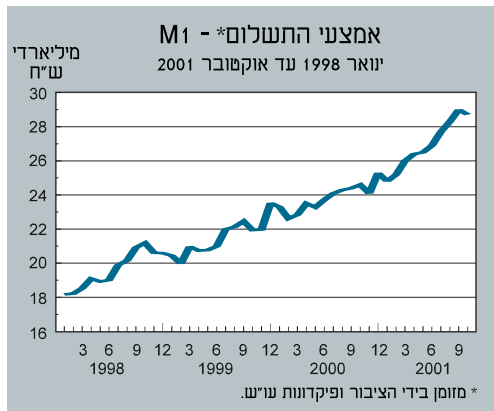
▪ פורסם המחקר "דיס-אינפלציה ויחס ההקרבה—  
מדינות מפותחות מול מדינות מתעוררות", מאת עקיבא  
אופנבכר וסימי ברק מהמחלקה מהמוניטרית של בנק  
ישראל.

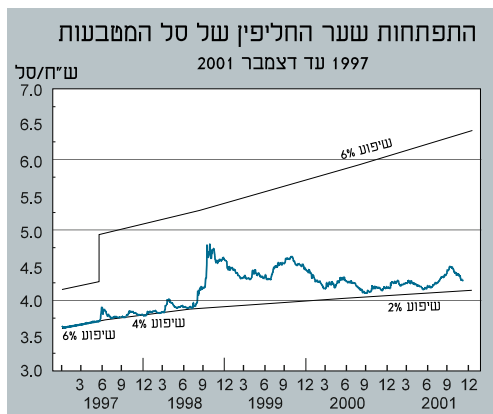
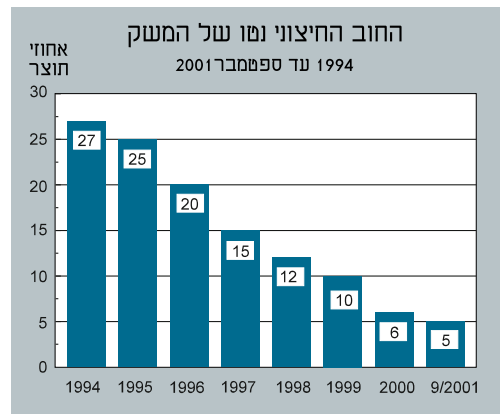
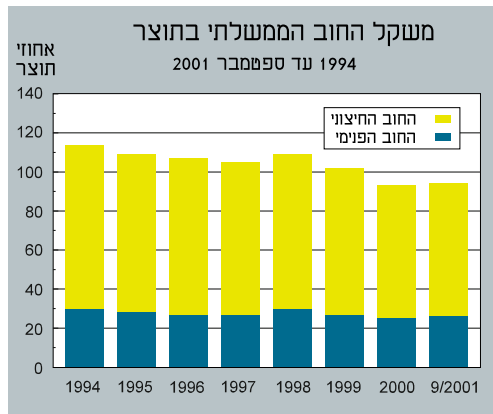
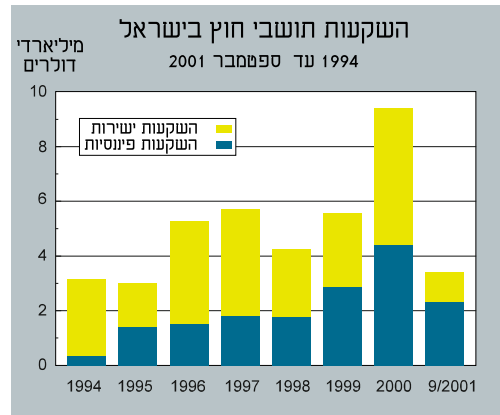
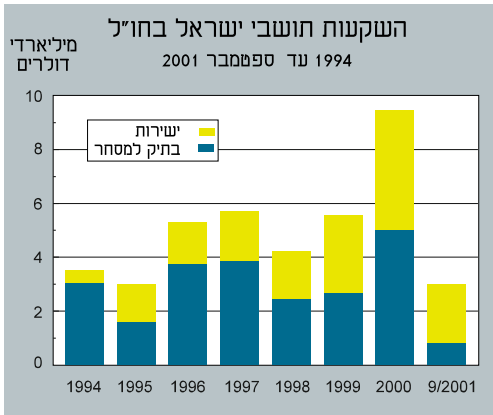
▪ פורסמה העבודה "על העוני, העבודה ומה  
שביניהם", מאת קרנית פלוג וניצה קסיר ממחלקת המחקר  
של בנק ישראל.

▪ פורסמה העבודה "השפעת הגלישה (spillover)  
על המחקר והפיתוח ועל הצמיחה והפריון בתעשייה  
הישראלית 1990 עד 1994", מאת שמחה בר אליעזר

# נתונים שוטפים

(נתוני בנק ישראל)







זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.  
הרוצה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מסי קטלוגי 3000101012/0

<http://www.bankisrael.gov.il>

סדר: יחידת ההוצאה לאור, בנק ישראל  
הדפסה: מפעלי דפוס כתר, ירושלים