

פרק ז'

שוקי הכספים וההון – 1997

המדיניות המוניטרית בשנת 1997 פעלה להשגת יעד האינפלציה, שקבעה הממשלה, ולשם כך שמרה לאורך מרבית השנה על רמת הריבית הריאלית שהונהגה במחצית השנייה של השנה הקודמת. יחד עם המדיניות הפיסקלית וגורמים אחרים הביאה המדיניות להשגת יעדה המרכזי, ושיעור העלייה של מדד המחירים לצרכן עמד השנה על הגבול התחתון של יעד האינפלציה – 7 אחוזים; התמתנות ניכרת הייתה גם באינדיקטורים אחרים לסביבת האינפלציה. במקביל – וכתוצאה מהשפעת הגורמים הבסיסיים שפעלו השנה (ועמם הריסון המוניטרי והפיסקלי; ראה פרק ב') – היה קצב ההתרחבות של התוצר נמוך בשיעור ניכר מפותנציאל הצמיחה בת הקיימא של המשק. ירידת הציפיות לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים בתחילת 1998 אל תחתית תחום יעד האינפלציה עשויה להקל על התבססותה של סביבת אינפלציה נמוכה מזו שאפינה את המשק בשנים האחרונות ועל תהליך ההתכנסות של רמת האינפלציה לזו של מדינות המערב.

במחצית הראשונה של השנה שררו בשוק מטבע החוץ עודפי היצע גדולים, שלחצו את שער החליפין אל גבולה התחתון של רצועת הניוד ואילצו את בנק ישראל, מצד אחד, להתערב במסחר ולרכוש מטבע חוץ בהיקפים חסרי תקדים כדי למנוע את פריצת רצועת הניוד כלפי מטה, ומאידך האחר – להגדיל מאוד את הספיגה המוניטרית לשם מניעת התרחבות חריגה של בסיס הכסף בעקבות רכישות אלו. באמצע יוני, לאחר הכנסת שינויים ברצועת הניוד והורדת הריבית הנומינלית, נעלמו עודפי ההיצע, ולא התחדשו עוד, להוציא ימים בודדים בסוף השנה ובתחילת ינואר 1998.

השנה נרשמה התאוששות מסוימת בשוק איגרות החוב. הריביות הצמודות ארוכות הטווח ירדו במקצת, לאחר שמאז שנת 1990 ועד שנת 1996 (למעט שנת 1992) הן עלו ברציפות, ומחירי איגרות החוב הצמודות עלו בכ-1 אחוז, לאחר שנים רבות של ירידות. בשוק המניות הייתה ההתאוששות חדה יותר. מדד המניות הכללי רשם עלייה ריאלית של 26 אחוזים, והאצה ניכרת נרשמה בהיקף מחזורי המסחר וגיוסי ההון של החברות בבורסה. לא מן הנמנע כי השגשוג, בעיקר במחציתה הראשונה של השנה, על רקע התעניינות המשקיעים הזרים, נבע בחלקו מציפיות לצמיחה בטווח הארוך.

שוק ההון הישראלי, בדומה למרבית השווקים הפיננסיים ברחבי העולם, הושפע בעיקר במהלך הרביע האחרון, מזעזועים חיצוניים, שמקורם בדרוסם מזרח אסיה. עם זאת, הבורסה הישראלית (ושוק מטבע החוץ במקביל) גילתה במהלכה של התקופה יציבות יחסית.

תקבולי הממשלה מהפרטות הגיעו השנה לשיא, ועיקרם התקבל ממכירות לבעלי עניין. תפנית חיובית נרשמה גם בקצב צבירת המקורות של המוסדות הפיננסיים. בעקבות הירידה החדה בהשקעות, הואט קצב העלייה של הרכוש הפיסי.

1. קווי ההתפתחות העיקריים

לשם הבטחת השגתו של יעד האינפלציה השנתי והמשך ההורדה ההדרגתית של שיעור האינפלציה, במטרה להשיג יציבות מחירים לאורך זמן, שימרה המדיניות המוניטרית ב-1997 את הרמה של הריבית הריאלית קצרת הטווח שהונהגה באמצע 1996. ארבע הפחתות של הריבית הנומינלית במהלך המחצית הראשונה של השנה (בהמשך לארבע הפחתות קודמות במחצית השנייה של 1996, ולעומת העלאת ריבית אחת במחצית השנייה של 1997) הורידו אמנם את הריבית הנומינלית על ההלוואה המוניטרית שמעמיד בנק ישראל לבנקים המסחריים מכ-17 אחוזים לשנה בממוצע במחצית השנייה של 1996 לכ-15 אחוזים בממוצע במחצית הראשונה של 1997 ולכ-14 אחוזים במחצית השנייה, ואולם ירידה מקבילה של ציפיות האינפלציה שימרה כמעט במלואה את רמתן של הריביות הריאליות ששררו במשך במחצית השנייה של 1996 (דיאגרמה ז'-1).

שיעור הריבית הריאלית האפקטיבית הצפויה בהלוואה המוניטרית היה השנה בממוצע כ-4.6 אחוזים – גבוה בכמעט נקודת אחוז מאשר ב-1996 ונמוך רק במעט מאשר במחצית השנייה של 1996. השיעור הממוצע של הריבית הריאלית הצפויה במכרזי הפיקדונות שהוצעו על ידי בנק ישראל למערכת הבנקאית עמד השנה על 5.3 אחוזים (לוח ז'-1). הריביות הריאליות קצרות הטווח האחרות, הנגזרות במידה רבה מריביות בנק ישראל, היו גבוהות יותר. לדוגמה, הריבית הגלומה באשראי קצר הטווח שהציעו הבנקים לציבור הגיעה השנה בממוצע ל-8.6 אחוזים. הריביות הריאליות בדיעבד (ex-post) היו גם הן גבוהות יותר, במיוחד במחצית השנייה של השנה, כשקצב האינפלציה ירד בשיעור ניכר מתחת לציפיות האינפלציה¹.

הריבית הריאלית הצפויה
על מקורות בנק ישראל
היתה השנה כ-5 אחוזים.

הריסון המוניטרי, מחד גיסא, והמדיניות הפיסקלית המצמצמת, מאידך, יצרו השנה תמהיל מדיניות אנטי-אינפלציוני אפקטיבי. תמהיל זה, וגורמים חשובים אחרים שפעלו גם הם למיתון רמת הביקושים במשק, הביאו לירידת שיעור עלייתו של מדד המחירים לצרכן השנה אל גבולו התחתון של יעד האינפלציה – 7 אחוזים. תוך כדי כך העמיקה השנה, מעבר לצפוי, ההאטה שהשתררה באמצע השנה הקודמת בפעילות הכלכלית במשק, ושיעור האבטלה הממוצע גדל בכאחוז. עיקר ההתמתנות בקצב עליית המחירים הושג מאוחר יחסית במהלך השנה, ועד לחודש יולי היה קצב עלייתו של מדד המחירים לצרכן קרוב לגבול העליון של יעד האינפלציה.

השנה הופעל תמהיל
מדיניות אנטי-אינפלציוני
אפקטיבי.

המדיניות המוניטרית פעלה השנה באמצעות שלושה מנגנוני תמסורת מרכזיים. הראשון – הריבית הריאלית הגבוהה – פעל להתמתנות קצב ההתרחבות של הצריכה הפרטית וההשקעות ולהפחתת לחצי הביקושים על המחירים. השני – ירידת ציפיות האינפלציה – מיתן, במידת מה, את המחיר הריאלי הנלווה לתהליך הדיסאינפלציה בטווח הקצר ותרם לירידה הניכרת של קצב עליית המחירים בשליש האחרון של השנה².

1 הריבית הריאלית בדיעבד (ex-post) מחושבת כממוצע של הריביות הנומינליות שהושגו במכרזי בנק ישראל בניכוי שיעור השינוי הממוצע במדד המחירים לצרכן באותה תקופה.

2 במונחים אנליטיים ניתן לתאר את השפעת הערוץ הראשון – ערוץ הריבית – כתנועה כלפי מטה לאורך עקומת פיליפס של הטוח הקצר, ואת פעולת ערוץ הציפיות – כתנועה כלפי מטה של עקומה זו (להסבר על עקומת פיליפס ראה תיבה ב'-1 בפרק ב'. לאמידה אקונומטרית של עקומה זו השנה ראה הערה 13 בפרק ג').

השלישי – קצב הפיחות המתון יחסית של שער החליפין – סייע להתמתנות קצב עלייתם של מחירי המוצרים הסחירים והדיוור, ואולם, בשילוב עם המשך העליות בשכר הנומינלי והתגובה החלקית בלבד של מחירי המוצרים הלא-סחירים להתמתנות עודפי הביקוש, לא איפשר את התממשותו של פיחות ריאלי, למרות כוחות ריאליים שפעלו לכך השנה. לקצב הפיחות הנומינלי המתון השנה תרמו גם תנועות ההון האוטונומיות אל תוך המשק, בפרט במחצית השנייה של השנה.

בהתפתחויות בשוקי מטבע החוץ והכספים היה שוני רב בין שתי מחציות השנה. במחצית הראשונה – וליתר דיוק עד ל-18 ביוני (ראה להלן) – שררו בשוק מטבע החוץ

לוח ז'-1

אינדיקטורים מוניטריים, 1992 עד 1997

1997		1996		1997	1996	1995	92-95	
א	ב	א	ב					
(אחוזים)								
3.9	10.2	6.8	14.6	7.0	10.6	8.1	10.8	מדד המחירים לצרכן – שיעור השינוי במשך התקופה
6.3	9.1	7.9	13.1	7.7	10.4	8.8	9.4	מדד ללא פו"י, דיוור והלבשה והנעלה – שיעור השינוי
9.0	9.6	11.3	12.4	9.3	11.9	10.8	10.8	הציפיות לאינפלציה (ברוטו)
13.9	14.8	16.9	15.3	14.3	16.1	15.6	13.5	הריביות הנומינליות
14.5	15.5	17.9		15.2	17.9			על ההלוואה המוניטרית
18.2	19.3	21.5	20.0	18.7	20.7	20.2	18.8	על פיקדונות הבנקים בב"י
4.5	4.7	5.0	2.6	4.6	3.8	4.3	2.4	על האשראי הלא-צמוד
5.0	5.4	5.9		5.3	5.9			על ההלוואה המוניטרית
8.4	8.9	9.0	6.8	8.6	7.9	8.5	7.3	על פיקדונות הבנקים בב"י
3.8	4.1	4.6	4.3	3.9	4.5	4.3	3.3	על האשראי הלא-צמוד
								התשואה הריאלית-לפדיון על אג"ח ל-10 שנים
6.5	4.2	1.9	4.9	4.3	3.5	4.6	8.7	שיעור השינוי בשער הסלי
2.3	5.1	1.3	4.6	3.7	3.0	5.8	8.5	בממוצע
8.8	10.5	2.4	9.2	8.2	5.9	0.0	7.3	במשך
4.8	11.1	1.3	8.9	7.9	5.0	3.1	9.4	שיעור השינוי בדולר
								בממוצע
								במשך
-104	22,793	3,756	1,997	22,817	5,753	18,413	1,948	המרות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי במיליוני שקלים
-27	6,836	1,236	656	6,848	1,892	6,165	532	במיליוני דולרים
7,000	20,500	4,300	700	27,500	5,000			פיקדונות הבנקים במכרזי בנק ישראל –
								השינוי מתקופה לתקופה
								במיליוני שקלים
(אחוזים)								התפתחות המיצרפים (במשך התקופה, במונחים שנתיים)
13.1	15.1	13.1	10.7	14.1	11.9	16.5	21.3	אמצעי התשלום
26.0	23.6	32.6	20.0	24.8	26.2	34.4	33.3	M2
14.5	18.0	18.6	24.4	16.2	21.5	22.0	30.3	האשראי
18.3	8.0	17.0	21.6	13.0	19.3	13.0	29.8	סך הכול
5.2	50.0	23.5	33.5	25.6	28.4	63.2	33.9	במט"י צמוד ולא-צמוד
								במטבע חוץ בהצמדה למטבע חוץ

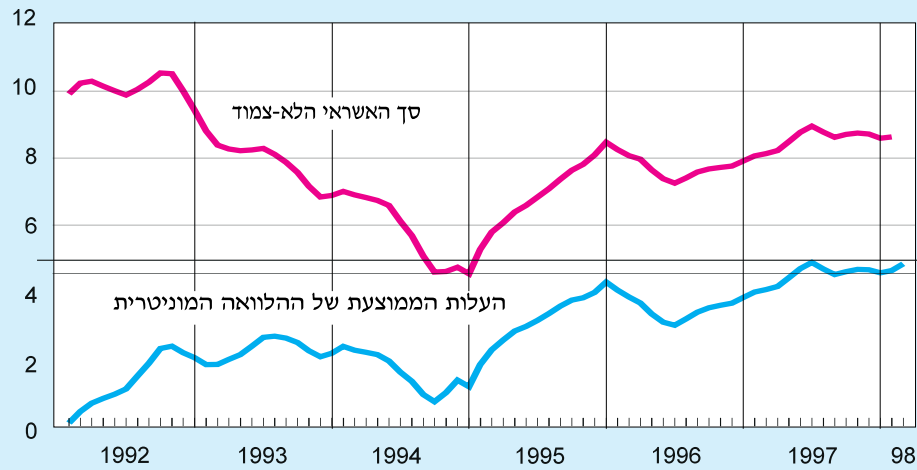
(1) שיעור השינוי במשך השנה מחושב לפי הממוצע בדצמבר באותה השנה לעומת הממוצע בדצמבר בשנת הקודמת. שיעור השינוי בממוצע מחושב לפי הממוצע השנתי לעומת הממוצע בשנה הקודמת.

דיאגרמה ז'-א'

ריביות ריאליות צפויות¹ - ממוצע נע ב-12 החודשים האחרונים,

1992 עד פברואר 1998

אחוזים



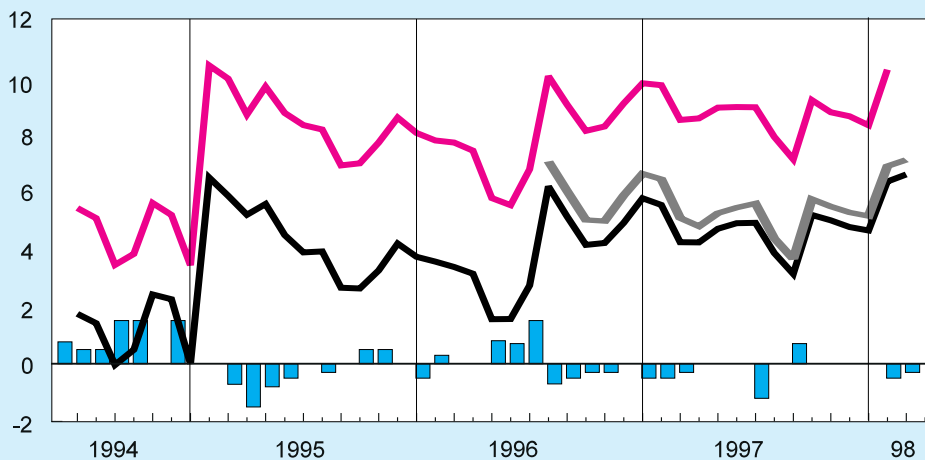
(1) הריביות הריאליות הצפויות חושבו על ידי ניכוי הציפיות האינפלציוניות (ברוטו) מהריביות הנומינליות האפקטיביות המקבילות.

דיאגרמה ז'-ב'

התפתחות הריביות הריאליות הצפויות,

יוני 1994 עד פברואר 1998

אחוזים



העלות הממוצעת של סך האשראי הלא-צמוד — העלות הממוצעת של ההלוואה המוניטרית
העלות הממוצעת במכרז לפיקדונות הבנקים — שינויי ריבית מוכרזים

(1) במונחים אפקטיביים.

תאריכי פרסום השינויים בריבית: 24.7.95, 29.5.95, 24.4.95, 19.3.95, 21.2.95, 28.11.94, 25.9.94, 29.8.94, 26.7.94, 23.12.96, 28.10.96, 24.9.96, 26.8.96, 29.7.96, 24.6.96, 27.5.96, 21.4.96, 29.1.96, 25.12.95, 23.10.95, 21.9.95, 23.2.98, 26.1.98, 25.8.97, 18.6.97, 24.2.97, 27.1.97

תיבה ז'-1: עלות המחויבות ליעד האינפלציה ולמשטר שער החליפין

המחויבות הכפולה שהטילה הממשלה על המדיניות המוניטרית להשגת ירידה מתמשכת בקצב עליית המחירים ולשמירה על שער החליפין בתוך גבולות מוגדרים הביאה בשנים האחרונות לעלייה העלות ה"קואזי-פיסקלית" של מדיניות זו. הביטוי הבולט ביותר לעלייה זו הוא עודף ההוצאות על הכנסות במאזן של בנק ישראל בשנתיים האחרונות, לראשונה מאז היווסדו – 450 מיליוני ש"ח ב-1996 וכמיליארד ש"ח השנה.

הגידול של עלות המדיניות נבע מהצורך, שהכתיב כפל היעדים של שער החליפין ושל האינפלציה, לעקר את השפעותיהם של זרמי ההון הגדולים אל תוך המשק הישראלי על שער החליפין ועל הריבית. זרמים אלו לחצו כלפי מטה את שער החליפין, ואיימו להביא לנפילתו אל מתחת לגבול התחתון של רצועת הניוד. כדי למנוע זאת נאלץ בנק ישראל לרכוש מטבע חוץ בהיקפים ניכרים, פעולה שהייתה צפויה להגדיל במידה ניכרת את בסיס הכסף, תוך ירידה משמעותית של הריבית השקלית. התפתחות כזאת הייתה מונעת את השגת יעד האינפלציה, ולכן פעל הבנק למניעתה – תחילה על ידי צמצום ההלוואה המוניטרית שהוא מעמיד לרשות המערכת הבנקאית ואחר כך על ידי הצעת פיקדונות בהיקפים הולכים וגדלים לתאגידים הבנקאיים. פעולה זו הקטינה מאוד את הכנסות הבנק מההלוואה המוניטרית והגדילה מאוד את הוצאותיו על תשלומי הריבית בפיקדונות. כנגד זאת גדלו, כמובן, הכנסות בנק ישראל מהשקעות הבנק במטבע חוץ, הודות לגידול הרב של היתרות.

עודף ההוצאות על הכנסות במאזן בנק ישראל בשנתיים האחרונות הוא רק אינדיקטור חלקי לגידולה של עלות המחויבות הכפולה ליעדי האינפלציה ושער החליפין, ואין לראותו כאומד ברור וחד משמעי לעלות של מחויבות זו. עלות זו אינה ניתנת להגדרה יחידה וחד-משמעית, והיא רגישה מאוד לתוואי שער החליפין בפועל, לטווח הזמן שלגביו אומדים אותה ולהבחנה שירותית-ביסודה בין ההשפעות של כלי המדיניות השונים על מאזן בנק ישראל. (לפרטים ראה תיבה ג'-1 בסקירת ההתפתחויות בשוקי ההון והכספים, בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, 1997).

עודפי היצע גדולים ביותר, שלחצו את שער החליפין אל גבולה התחתון של רצועת הניוד, ואילצו את בנק ישראל להתערב במסחר ולרכוש מטבע חוץ בהיקפים חסרי תקדים כדי למנוע את פריצת רצועת הניוד כלפי מטה (דיאגרמה ז'-2). כדי למנוע התרחבות חריגה של בסיס הכסף בעקבות רכישות אלו הרחיב הבנק את היקף מכרזי הפיקדונות המוצעים למערכת הבנקאית במחצית זו של השנה ביותר מ-20 מיליארדי ש"ח. התפתחות זו הקשתה על ניהול המדיניות המוניטרית והגדילה את העלות ה"קואזי-פיסקלית" (Quasi-Fiscal)³ של הצורך לקיים את משטר שער החליפין ולהשיג את יעד האינפלציה בו זמנית (תיבה ז'-1).

3 במונח "עלות קואזי-פיסקלית" הכוונה כאן היא להוצאות הריבית (נטו) של בנק ישראל הנובעות מהשמירה על היעדים המוניטריים של הממשלה ובנק ישראל.

במחצית הראשונה של
השנה שררו בשוק מטבע
החוץ עודפי היצע גדולים.

המרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי במחצית הראשונה של השנה חידשו תהליך שהחל ב־1995 ופסק כמעט לחלוטין במאָרס 1996. המרות אלו היו תוצאה של זרימת הון זר למשק משני סוגים – השקעות ארוכות טווח במשק הישראלי והשקעות פיננסיות קצרות טווח – ושל נטילת אשראי צמוד למטבע חוץ (או נקוב במטבע חוץ) לטווח קצר המוסברת ברמתה הגבוהה של הריבית השקלית, שהקנתה למימון במטבע חוץ עלות צפויה נמוכה יותר מזו של מימון בשקלים. בחישוב פער העלויות בין שני אפיקי המימון נודע תפקיד מרכזי לשיעור השינוי הצפוי בשער החליפין. לכן מלמד ההיקף הגבוה של המרות מטבע החוץ במחצית הראשונה של השנה, כ־7 מיליארדי דולרים – למרות שלוש הפחתות ריבית בשיעור כולל של כ־1.2 אחוזים במחצית זו – על ייחוס סבירות נמוכה לאפשרות של פיחות נומינלי גבוה בשקל. כך התרחב במחצית הראשונה של השנה האשראי הצמוד והבלתי צמוד בקצב שנתי של 8 אחוזים בלבד, ואילו האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ – בקצב שנתי של 35 אחוזים במונחי דולרים ושל 50 אחוזים במונחי שקלים.

האשראי במטבע־חוץ
התרחב מאוד במחצית
הראשונה של השנה.

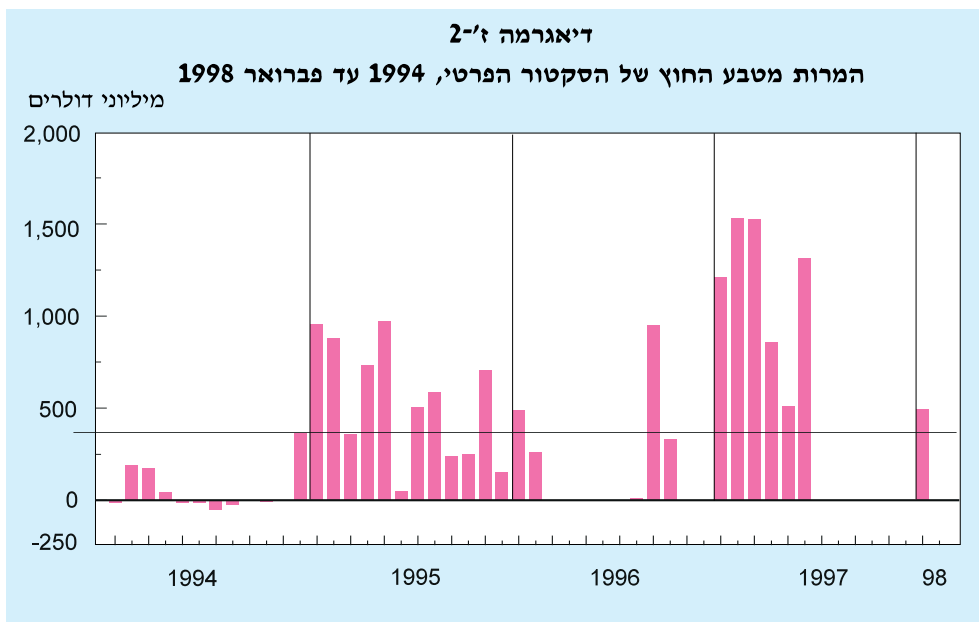
ב־18 ביוני החליטה הממשלה, בהתייעצות עם בנק ישראל, על שינויים ברצועת הניוד של שער החליפין. אלו כללו הסטה כלפי מעלה של הגבול העליון של הרצועה בכ־15 אחוזים והורדת השיפוע של גבולה התחתון של הרצועה מ־6 ל־4 אחוזים בשנה. שינויים אלו, יחד עם הפחתת ריבית בשיעור חד של 1.2 אחוזים שביצע בנק ישראל במקביל, הביאו להצטמצמות מסוימת של פער התשואות הצפוי בשל ירידת הריבית ועליית שער האמצע של הרצועה. (כנגד זאת, הורדת השיפוע של הגבול התחתון של הרצועה קיזזה חלק מהשפעה זו.) לאחר מכן נפסקו באחת לחצי ההיצע בשוק מטבע החוץ ולא התחדשו בהמשך השנה, על אף העלאת הריבית בספטמבר, שקיזזה למעלה ממחצית ההפחתה של יוני. זאת, בין השאר, בשל עליית גורם הסיכון בשווקים הפיננסיים בעולם, תוצאת הטלטלות בשוקי ההון ובשערי החליפין של מדינות דרום מזרח אסיה, ובשל מיצוי מסוים של השימוש באשראי במטבע חוץ כחלק מסל האשראי הכולל של המגזר העסקי במשק. קצב הגידול השנתי של האשראי במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ ירד במחצית השנה השנייה לכ־5 אחוזים בלבד.

ב־18 ביוני הוכנסו שינויים
ברצועת הניוד של שער
החליפין.

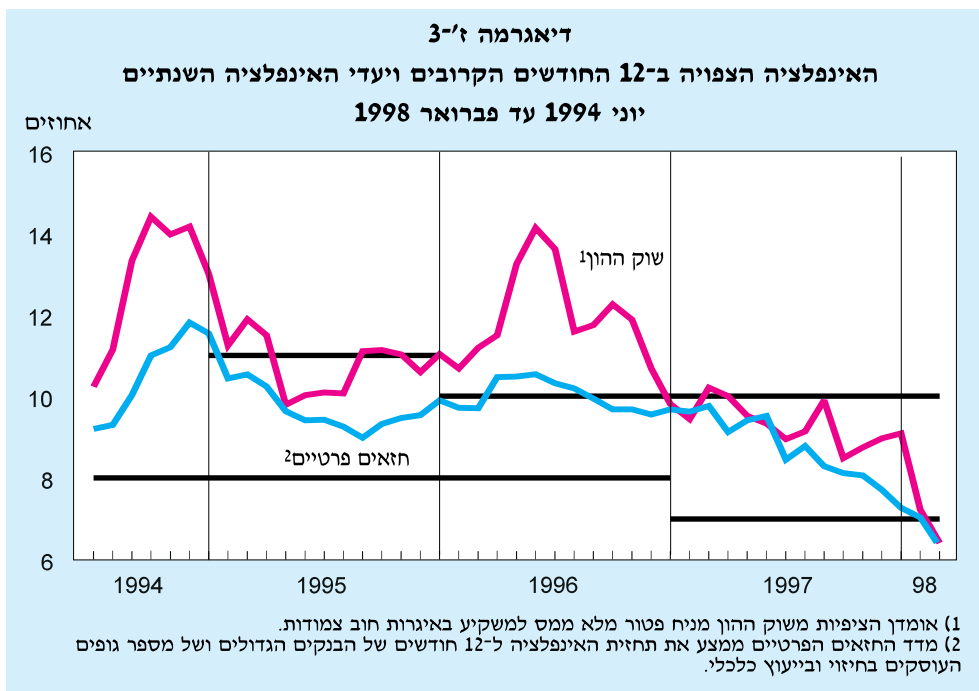
בשער החליפין לא היה שינוי משמעותי, ולאחר אפיזודת פיחות קצרה מיד לאחר הכנסת השינויים ברצועה והורדת הריבית, הוא המשיך לנוע במשך רוב התקופה קרוב מאוד לגבול התחתון של הרצועה, בעקבות התגברות זרמי ההון האוטונומיים אל המשק. עם זאת לא נאלץ בנק ישראל להתערב במסחר במטבע חוץ, פרט לשני הימים האחרונים של השנה, ולא היה צורך להמשיך ולהגדיל את מכרזי הפיקדונות בקצב גבוה; אלו גדלו עד השבוע האחרון של השנה רק ב־3 מיליארדי ש"ח נוספים⁴. בסוף דצמבר ובתחילת ינואר 1998 התחדשו לימים ספורים המרות מטבע החוץ. הצורך לעקר אותן הביא להרחבה נוספת בפיקדונות, והם הגיעו באמצע פברואר לכ־40 מיליארדי שקלים.

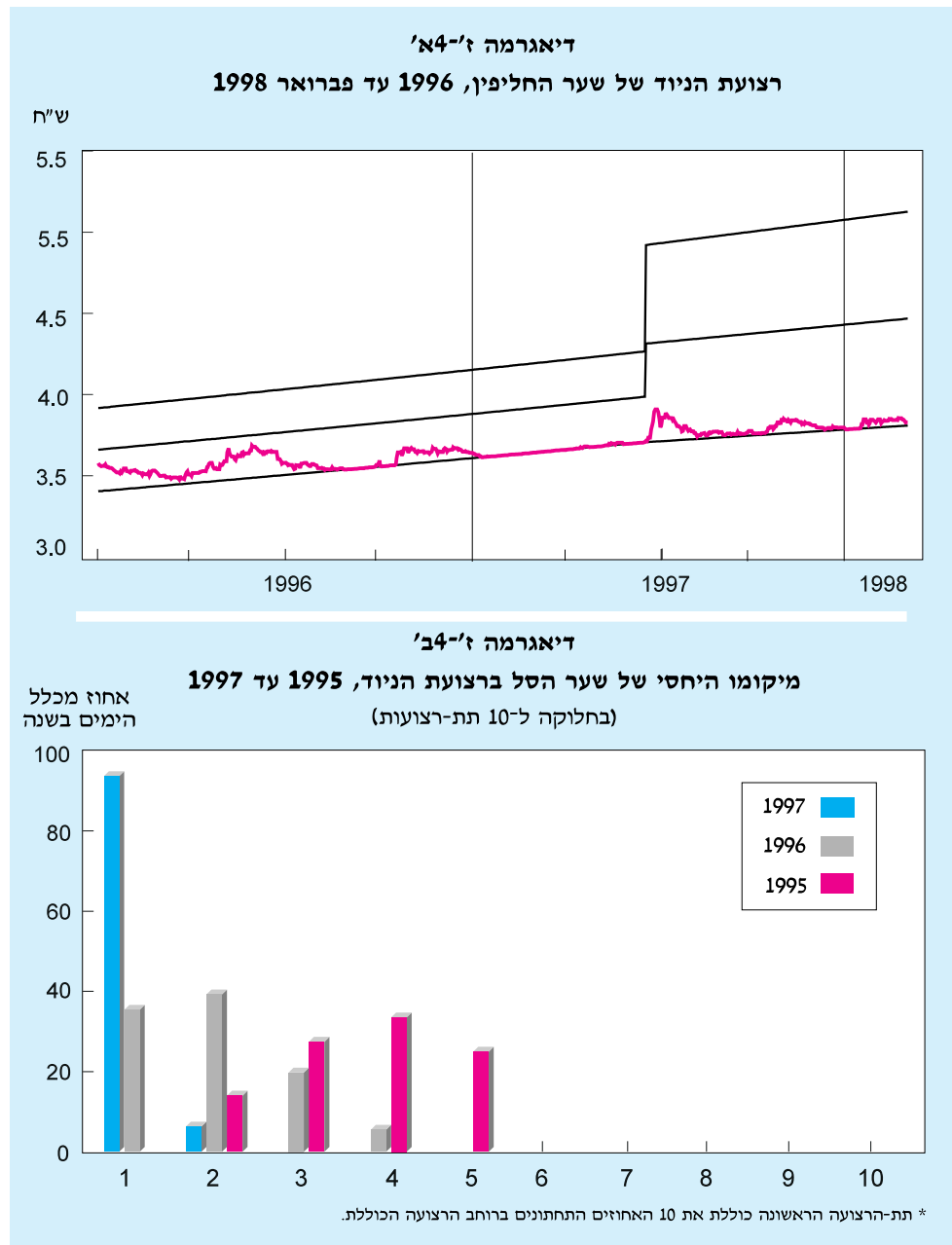
השנה נמשכה מגמת הירידה ההדרגתית בציפיות האינפלציה, שהחלה באמצע השנה הקודמת: הרמה הממוצעת החצי־שנתית של אומדני הציפיות המתקבלים משוק ההון ירדה מ־11.3 ב־9.6 אחוזים במחצית השנייה של 1996 ל־9.6 אחוזים במחצית הראשונה של 1997 ול־9

4 בשבוע האחרון של דצמבר חזרו הפיקדונות והתרחבו בכ־4 מיליארדי ש"ח, כתוצאה מההכרח לספוג סכומים חריגים בגודלם שהזרימה הממשלה בימים האחרונים של השנה.



אחוזים במחציתה השנייה. אומדנים אלו נעו לכל אורך השנה בתוך תחום יעד האינפלציה, לאחר שבמשך שנת 1996 כולה היו גבוהים מהתחום העליון של היעד (דיאגרמה ז'-3). במהלך השנה נרשמה תנודתיות לא קטנה ברמתם של אומדני הציפיות, ובסופה הם עמדו עדיין על כ-9 אחוזים. בחודשיים הראשונים של 1998 צנחו ציפיות האינפלציה חדות, והגיעו





בפברואר לכ-6.4 אחוזים. מדד תחזיות האינפלציה של חזאים פרטיים במשק⁵ שהה לכל אורך השנה מתחת לאומדני שוק ההון, והצביע על מגמת ירידה חלקה יותר במהלך השנה. בסוף השנה ירדו הציפיות לאינפלציה על פי מדד זה עד לכ-7 אחוזים ובפברואר 1998 צנחו גם הן עד ל-6.4 אחוזים. ירידת הציפיות נבעה מחיזוק האמינות של משטר יעדי האינפלציה

ציפיות האינפלציה היו בתוך תחום יעד האינפלציה לכל אורך השנה.

5 מדד החזאים הפרטיים ממצע את תחזיות האינפלציה ל-12 חודשים של הבנקים הגדולים ושל מספר גופים העוסקים בחיזוי ובייעוץ כלכלי.

השנה הודות לפעולה האחידה של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית, ושיקפה, ככל הנראה, גם את הערכת הציבור שההאטה בפעילות המשקית והשפעותיה להחלשת הלחץ על המחירים לא יחלפו במהירות.

שער החליפין של השקל מול סל המטבעות היה צמוד לגבול התחתון של רצועת ניודו במשך 24 השבועות הראשונים של השנה, ושהה קרוב מאוד אליו בחלק ניכר מהמחצית השנייה (דיאגרמה ז'-4). גם בתקופות הקצרות שבהן התרחק שער החליפין מהגבול היה זה במידה מצומצמת בלבד: בחלוקה של רצועת הניוד לעשר תת-רצועות שוות נמצא שער החליפין השנה ביותר מ-90 אחוזים מימי המסחר בתחומה של תת-הרצועה התחתונה, ובשאר הזמן שהה בתת-הרצועה השנייה מלמטה (דיאגרמה ז'-4ב). כך הוסיפה ונחלשה השנה, בהמשך לשנתיים האחרונות, ההתייחסות לשער האמצע כאל רמתו הצפויה של שער החליפין. שיעור השינוי בשער סל המטבעות במשך השנה, 3.7 אחוזים, היה נמוך מהשיפוע הממוצע של הגבול התחתון של רצועת הניוד, אשר הורד, כאמור, באמצע השנה, מ-6 ל-4 אחוזים לשנה. שער הסל הממוצע עלה השנה בכ-4.3 אחוזים, לעומת כ-3.5 אחוזים אשתקד וכ-4.6 אחוזים ב-1995. בשל ההתחזקות היחסית של הדולר מול שאר מטבעות הסל השנה עלה שער החליפין של השקל מול הדולר בשיעורים גבוהים יותר – 7.9 אחוזים במשך השנה ו-8.2 בממוצע.

אמצעי התשלום, שהמיתאם שלהם עם התפתחות המחירים הוא, על פי מחקרים רבים, גבוה מזה של כל המיצרפים הכספיים האחרים, התרחבו השנה בכ-14 אחוזים. גם שאר המיצרפים המוניטריים השקליים, וכן האשראי במטבע חוץ, התרחבו השנה בשיעור העולה על זה של התוצר הנומינלי; כך בסיס הכסף (16 אחוזים), M2 (25 אחוזים), האשראי החופשי במטבע ישראלי (16 אחוזים) ובעיקר האשראי במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ (26 אחוזים). אמנם חלק מההתרחבות במיצרפים מיוחס לשינויים בריבית הנומינלית השנה, אך קצבי שינוי אלה אינם זניחים, והשפעתם האפשרית על האינפלציה, על היציבות הפיננסית ועל תנועות ההון מחייבת מעקב צמוד של המדיניות בעתיד.

בשנת 1997 נרשמה התאוששות מסוימת בשוק איגרות החוב. הריביות ירדו, ומחירי איגרות החוב הצמודות עלו מעט, לראשונה מזה תקופה ארוכה. התשואה הכוללת הריאלית של איגרות חוב ממשלתיות, המורכבת מרווחי הון ומתשלומי ריבית (בניכוי מס), עמדה על כ-5 אחוזים, התשואה השנתית הגבוהה ביותר שהניב שוק זה מאז שנת 1992. עקב ירידת התשואות לפדיון באיגרות החוב הצמודות לכל הטווחים הייתה רמתה של הריבית הריאלית נמוכה במקצת מאשר בשנת 1996 – אולם גבוהה מן הרמות של תחילת שנות התשעים, שהיו נמוכות מאוד ביחס לריביות בחו"ל. נראה כי המדיניות המוניטרית המרסנת השפיעה השנה על הריביות הריאליות הקצרות מאוד (לטווח של פחות משנה; ראה סעיף שוק הכספים לעיל) יותר מאשר על הריביות הריאליות בשוק איגרות החוב.

לירידה של עקום הריביות הצמוד תרמו מספר גורמים, ביניהם ההאטה בפעילות המשקית, ועמדה הירידה הניכרת בהיקף ההשקעות, וצמצום הביקוש של הממשלה לאשראי, עקב הירידה של הגירעון וגידול חלקו הממומן בהפרטות. ירידת העקום קוזה לפחות בחלקה על ידי שני גורמים: (א) התכווצותו של היצע המקורות ארוכי הטווח כתוצאה מהירידה בחיסכון הפרטי; (ב) ביקושים ערים (בסוף השנה) של הגופים המוסדיים לאפיקים השקליים, שתשואותיהם הריאליות היו השנה גבוהות מאלו של הנכסים הצמודים.

שוק המניות עלה בכ-26 אחוזים ריאלית, למרות ההאטה במשק והמדיניות המוניטרית המרסנת. התפתחות זו מתיישבת עם התנהגותן של מרבית הבורסות בעולם השנה – אולם,

שער החליפין היה צמוד
או קרוב לגבול התחתון
של רצועת הניוד במרבית
ימי השנה.

שוק ההון מגלם בתוכו
הערכה לגבי התפתחותם
של הגורמים הבסיסיים
(fundamentals) במשק.

בניגוד להן, רמת המחירים הייתה עדיין נמוכה מאשר בשנת 1993. לעליות השערים תרמו ההתאוששות ברווחיות של החברות הבורסאיות והעלייה התלולה בהשקעות הפיננסיות של משקיעים זרים (אף כי בסיסן עדיין נמוך מאוד בהשוואה בינלאומית). ההתאוששות באה לידי ביטוי בגידול משמעותי של מחזורי המסחר ושל גיוסי ההון (אך עדיין לא ברמות השיא של 1993). חשוב להדגיש כי שוק ההון צפוי לגלם בתוכו הערכה לגבי התפתחותם של הגורמים הבסיסיים (fundamentals) במשק, שבהם תלוי הפוטנציאל ארוך הטווח שלו; על רקע זה ניתן להבין את ההתפתחויות בשוק המניות השנה, ובתוכן את הכניסה המואצת של משקיעים זרים, על אף האטת הפעילות הריאלית במשק. בהקשר זה ניתן למנות השנה

לוח ז'-2

שוק ההון, 31 בדצמבר 1997
היתרות לסוף התקופה במיליארדי ש"ח
(שיעורי השינוי במונחים ריאליים לעומת השנה הקודמת)

נכסים אחרים בידי מוסדות	מק"ם ²	אג"ח מיועדות צמודות	אג"ח סחירות ^{2,3}	מניות ¹	סך הכול	
						1. המוסדות
						קופות גמל
43.6	2.4	7.1	57.6	17.0	127.7	
13.1%	258.7%	-29.2%	3.2%	38.2%	8.8%	
4.5		81.8			86.3	קרנות פנסיה ישנות
-22.5%		8.6%			6.3%	
0.3		1.3	0.4		1.9	קרנות פנסיה חדשות
22.0%		134.5%	105.9%		102.8%	
12.5		28.2	5.9	1.4	48.1	תכניות לביטוח חיים
64.1%		4.0%	17.3%	60.1%	17.6%	
1.5	2.5		8.6	7.3	19.8	קרנות נאמנות ⁴
243.4%	286.1%		21.5%	35.0%	46.4%	
	8.4		32.1	38.7	79.2	2. משקי בית ופירמות
	8.8%		16.8%	30.3%	22.0%	
	0.1		0.8	29.2	30.1	3. זרים
	28.9%		-11.2%	65.2%	61.5%	
	7.1		33.8		40.9	4. בנקים מסחריים
	-33.7%		-15.5%		-19.3%	
60.9	20.5	118.3	139.2	93.6	432.4	5. סך הכול
16.6%	3.4%	4.7%	2.0%	41.9%	11.6%	
			0.9%	23.5%	5.1%	שיעור השינוי הריאלי במחיר ⁵
16.6%	3.4%	4.7%	1.1%	14.9%	6.2%	שיעור השינוי בכמות

- 1 לא כולל ערך השוק של חברות בורסאיות הנגזר מהחזקות בחברות בורסאיות אחרות ("ספירה כפולה"). לא כולל בעלות ממשלתית על חברות בורסאיות.
 - 2 לא כולל ניירות ערך שבידי בנק ישראל.
 - 3 איגרות חוב ממשלתיות וקונצרניות, כולל "גילון" ו"שחר".
 - 4 בניכוי החזקות של קופות הגמל זרים בתעודות השתתפות בקרנות נאמנות.
 - 5 השינוי הריאלי של המחיר שווה לתשואה הריאלית הכוללת, בניכוי ריבית ודיבידנד.
- המקור: עיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

שוק ההון הישראלי
הושפע מזעזועים חיצוניים
שמקורם בדרוס־מזרח אסיה, תוך שהוא שומר
על יציבות יחסית.

מיגוון התפתחויות חיוביות (במאזן התשלומים, בצד הפיסקלי, בליברליזציה במטבע חוץ ובמשטר יעד האינפלציה), שעשויות להעלות את המשק על מסלול של צמיחה בתקיימא ושל רווחיות גבוהה יותר, לאחר שבשנים האחרונות נשחקה הרווחיות.

הליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ ובשוק ההון נמשכה השנה. שוק ההון הישראלי, בדומה למרבית השווקים הפיננסיים ברחבי העולם, הושפע, בעיקר במהלך הרביע האחרון של השנה, מזעזועים חיצוניים, שמקורם בדרוס־מזרח אסיה, וייתכן כי הדבר משקף, בין השאר, השתלבות הולכת וגוברת בין השווקים הפיננסיים בעולם. עם זאת, הבורסה הישראלית גילתה במהלכה של התקופה יציבות יחסית.

לאחר מספר שנים של קיפאון בתהליך ההפרטה, הגיעו השנה ההכנסות מהפרטה בפועל לשיא של כ־8.5 מיליארדי ש"ח, פי שניים מן המתוכנן בתקציב המקורי. ואולם, ההפרטה השנה לא לוותה, בדרך כלל, ברפורמות מבניות. אופן ההפרטה – בדמות מכירת נתחי בעלות גדולים של החברות הממשלתיות לגרעיני שליטה ולא לציבור הרחב – עשוי, בתנאים מסוימים, להעלות את תקבולי ההפרטה בטווח הקצר, ולדעת הרשויות המפקחות גם לתרום ליציבות (במיוחד כשמדובר בהפרטת הבנקים); עם זאת לא ברורה עדיין השפעתו של אופן ההפרטה על תהליך העמקת שוק ההון.

האירועים בשוקי המניות ואיגרות החוב השליכו גם על ההתפתחות בקרנות הנאמנות ובקופות הגמל, והן צברו נכסים, לאחר תקופה ארוכה של משיכות בהיקפים ניכרים. בשיעור הצבירה של הרכוש הייתה השנה האטה, המוסברת בחלקה בירידת החיסכון (הנקי) של משקי הבית ושל הסקטור העסקי. בניגוד לשנים קודמות, עלה שיעור הגידול של הרכוש הפיננסי (נטו) על זה של הרכוש הפיסי. הרכוש הפיסי, המנוכה במדד מחירי רכיביו, עלה בכמותו ב־5.8 אחוזים, לעומת גידול של 8.2 אחוזים בשנת 1996 ושיעור דומה בשנת 1995, דבר המבטא את הירידה החדה של סך ההשקעות בבנייה ובענפי המשק.

2. שוק הכספים

א. המדיניות המוניטרית

מאז תכנית הייצוב של 1985 ועד לאימוצו של משטר יעדי האינפלציה בתחילת שנות התשעים התרכזה המדיניות המוניטרית בשמירה על תוואי התפתחות רצוי לשער החליפין הנומינלי. כך נגזרה מדיניות הריבית של הבנק בשנים אלו בעיקרה מתוואי שער החליפין יחסית למתוכנן ומהתפתחות תנועות ההון, והבנק נהג להתערב ישירות במסחר בשוק מטבע החוץ.

בתחילת שנות התשעים, עם המעבר למשטר של יעדי אינפלציה, ועם פיתוחו ההדרגתי של המסחר במטבע חוץ תוך הקטנת מעורבותו של בנק ישראל בניהול שער החליפין, עברה ההתמקדות של המדיניות המוניטרית משמירה על התוואי של שער החליפין הנומינלי להשגת היעדים המפורשים לשיעורי עליות המחירים השנתיות. בהתאם לכך החל הבנק, בדומה לבנקים מרכזיים אחרים הפועלים במשטר זה, להתמקד בשמירת ריבית נומינלית וריאלית קצרת טווח המתיישבת עם השגת יעד האינפלציה, ופחתה בהדרגה מחויבותו לתוואי התפתחותו של שער החליפין בתוך רצועת הניוד⁶. בשנתיים האחרונות

המדיניות המוניטרית
מתמקדת בשנים
האחרונות בהשגת יעדי
האינפלציה.

6 מפברואר 1996 מגביל הבנק את התערבותו במסחר במטבע חוץ למקרים שבהם שער החליפין נצמד אל גבולות רצועת הניוד.

התבטאה המדיניות להשגת יעד האינפלציה בהגדלת פער התשואות בין המשק הישראלי לחו"ל, והדבר הביא, יחד עם גורמים אחרים, לירידתו של שער החליפין אל קרבת הגבול התחתון של הרצועה ולהאטה ניכרת בקצב הפיחות השנתי. התפתחות זו העצימה את הפעולה הדיסאינפלציונית של מדיניות הריבית, אולם בתקופות מסוימות תרמה להתחזקות מסוימת של תהליך הייסוסף הריאלי, המאפיין את המשק מתחילת שנות התשעים. (לפרטים ראה פרק ב').

מדיניות הריבית הנומינלית של בנק ישראל מכוונת לשמירה על רמת ריבית ריאלית צפויה המתיישבת, על פי הערכות הבנק, עם השגת יעד האינפלציה השנתי ועם המשך ההורדה ההדרגתית של שיעור האינפלציה, במטרה להשיג יציבות מחירים לאורך זמן. לצורך זה מעריך הבנק באופן שוטף את קצב האינפלציה הצפוי לשנה הקרובה⁷, ומתאים את הריבית הנומינלית על מקורותיו כך שהריבית הריאלית הנגזרת ממנה בניכוי קצב זה, תישמר, ככל הניתן, ברמה הרצויה. עם זאת אין לבנק שליטה ישירה על התפתחותן של הציפיות לאינפלציה, ולכן בין כל שני מועדים של קביעת הריבית חלים בהכרח שינויים ברמת הריבית הריאלית הצפויה. מדיניות הריבית הנומינלית בשנים האחרונות התאפיינה בשינויים תכופים יחסית ואף בהיפוכי כיוון לא מעטים – בין היתר, בגלל תנודתיות רבה של סביבת האינפלציה ושל הגורמים המשפיעים עליה (תיבה ז'-2).

המדיניות המוניטרית השנה המשיכה בעקיבות את זו שננקטה במחצית השנייה של 1996. גם השנה היא התמקדה בהשגת יעד האינפלציה שנקבע על ידי הממשלה – 7-10 אחוזים – תוך מניעת פריצתה של רצועת הניוד, ולשם כך המשיכה לשמר, בממוצע לאורך השנה כולה, את רמת הריבית הריאלית ששררה במחצית השנייה של 1996. לנוכח צעדי הליברליזציה שנקטו בשוק מטבע החוץ והכוונה להפוך את השקל למטבע ברהמרה ב-1998, ועל רקע התעצמות לחצי שער החליפין על הגבול התחתון של הרצועה, פעל בנק ישראל להכנסת שינויים ברצועה. אלה החלישו מאוד את הלחצים הללו והביאו בסופו של דבר לירידה נוספת של שיעור הפיחות השנתי הכולל (בין היתר על רקע גידול תנועות ההון של תושבי חוץ). לקראת סוף השנה, משהובטחה למעשה העמידה ביעד האינפלציה ל-

המדיניות המוניטרית
המשיכה בעקיבות את זו
שנקטה במחצית השנייה
של 1996.

תיבה ז'-2: תכיפות שינויי הריבית

בשנים האחרונות הועלתה השאלה בדבר השינויים התכופים בריבית על מקורות בנק ישראל. ביקורת זו נשענה על מספר סטטיסטיים, המורים כי בהשוואה בינלאומית מנהל בנק ישראל מדיניות ריבית אקטיבית ביותר. זו מתבטאת בשינויי ריבית תכופים בעוצמה גבוהה יחסית, ובשינויי כיוון בתדירות גבוהה מהמקובל בבנקים מרכזיים אחרים, גם במדינות שהנהיגו יעדי אינפלציה בדומה לישראל.

7 האינדיקטור המרכזי המשמש את הבנק להערכת סביבת האינפלציה העתידית הוא אומדני ציפיות האינפלציה המתקבלים ממחירי איגרות החוב בשוק ההון. כידוע, נדרשת וננקטת זהירות רבה בשימוש באומדנים אלה, שהם (א) אינם נקיים מבעיות מושגיות וטכניות; (ב) מתואמים מאוד עם התפתחות האינפלציה בעבר ר(ג) בדיעבד (ובדומה לכל תחזית) אינם זהים, בדרך כלל, לשיעורי האינפלציה בפועל.

בין השנים 1992 ו-1997 ביצע בנק ישראל 47 שינויי ריבית, ומשך הזמן הממוצע בין שינוי לשינוי היה כ-45 יום. 15 משינויי הריבית בתקופה זו שינו את מסלול הריבית ממגמת ירידה לעלייה או ממגמת עלייה לירידה, כך שבממוצע שינה מסלול הריבית את כיוונו אחת לכל 3.6 שינויי ריבית. הגודל הממוצע של שינוי הריבית היה 0.7 אחוז.

לשם השוואה, Charles Goodhart מביה"ס לכלכלה בלונדון בדק את מאפייני מדיניות הריבית של מספר בנקים מרכזיים גדולים בעולם בשנים 1974 ו-1995 ומצא שבתקופה זו שונתה בארה"ב הריבית אחת ל-122 ימים, בגרמניה אחת ל-152 ימים, וביפן אחת ל-258 ימים. בקבוצה הדומה לישראל נמצאו בריטניה (אחת ל-46 ימים) ואוסטרליה (אחת ל-29 ימים). יחסי ההיפוך, דהיינו היחס בין מספר שינויי הכיוון שבוצעו בריבית לבין סך שינויי הריבית, היו: בגרמניה ובאוסטרליה – 1:7; בארה"ב 1:4.7; ביפן ובבריטניה – 1:4. מבחינת הגודל הממוצע של שינויי הריבית נמצאת ישראל, מבין שש המדינות, במקום השני מלמעלה. עם כל הזהירות המתבקשת מהשוואה בינלאומית, ובפרט כשמדובר בתקופות שונות, ניתן על פי ממצאים אלה להצביע על אקטיביות גבוהה של מדיניות הריבית בישראל בשנים האחרונות יחסית למקובל בעולם. ואולם צריך לזכור כי (א) המדיניות המוניטרית בישראל מכוונת בשנים האחרונות להשגת תהליך של ירידה באינפלציה, ואילו במדינות שחקר Goodhart היה קצב האינפלציה ברוב התקופה שנחקרה נמוך ויציב; (ב) בשנים האחרונות הייתה תנודתיות גבוהה במשתנים הבסיסיים (fundamentals) האחרים המשפיעים על האינפלציה בישראל; (ג) רמת האינפלציה ותנודתיותה אצלנו גבוהות הרבה יותר מאשר במדינות שבדק Goodhart. ואכן בניכוי שיעור האינפלציה הממוצע בתקופה שנבדקה מתקבל שהשינויים בריבית (הריאלית בדיעבד) בישראל דווקא קטנים מהממוצע.

תיאורטית, אין זה ברור שמדיניות ריבית "חלקה" יותר (דהיינו מדיניות המתאפיינת בשינויי ריבית מעטים וקטנים יחסית ובפערי זמן ממושכים ביניהם) עדיפה על מדיניות אקטיבית, משום שלכל אחת יתרונות וחסרונות משלה. מדיניות של שינויים תכופים בריבית אמנם מקטינה את רמת הוודאות הכללית של היחידות הכלכליות לגבי מדיניות הריבית, ובכך מקשה על תכנון פעילותן – אולם היא מיטיבה יותר להגיב על שינויים בהערכת האינפלציה, ולכן מאפשרת, אולי, להצליח יותר בייצוב הריבית הריאלית. היפוכו של דבר לגבי מדיניות חלקה. מסקנתו המרכזית של Goodhart הייתה שמדיניות הריבית של הבנקים המרכזיים שבדק הייתה חלקה מדי: השינויים בריבית היו קטנים ומאחרים מדי, ולא השיגו את מטרות המדיניות.

January, 1996. Charles, "Why do the Monetary Authorities Smooth Interest Rates?", London Goodhart, School of Economics Working Paper,

1997, הושפעה המדיניות המוניטרית גם מהצורך למנוע את גלישתם של הועזועים בשוקי מזרח אסיה למשק הישראלי, וחתרה להשגת שיעור עליית מחירים כולל בתחום התחתון

של יעד האינפלציה. זאת כדי ליצור תנאים טובים יותר לביסוסה של סביבת אינפלציה שתקל על השגת יעד האינפלציה ארוך הטווח. דגשים אלו המשיכו להנחות את מדיניות הבנק גם בחודשים הראשונים של 1998.

ההתמתנות בסביבת האינפלציה וירידת הציפיות ברביע האחרון של 1996 איפשרו לבנק להמשיך במחצית הראשונה של 1997 את ההפחתות ההדרגתיות של הריבית הנומינלית על מקורותיו, שבהן החל לקראת סוף השנה הקודמת. הריבית הורדה במחצית זו ארבע פעמים: בכל אחד משלושת החודשים הראשונים של השנה, ופעם נוספת, בשיעור גבוה וחריג, באמצע יוני, בעקבות צעדי הליברליזציה בשוק מטבע החוץ והשינויים ברצועת החליפין. השיעור הכולל של ירידת הריבית במהלך המחצית הראשונה של השנה הסתכם ב־2.5 אחוזים – מ־15.2 אחוזים בדצמבר 1996 ל־12.7 אחוזים בתחילת יולי 1997. בספטמבר העלה בנק ישראל את הריבית לכ־13.4 אחוזים, בעקבות העלייה שהסתמנה בסביבת האינפלציה לאחר שני מדדי המחירים הגבוהים של יוני ויולי. העלאה זו הפסיקה תוואי של 14 חודשים שבהם הורדה הריבית בהדרגה. מספטמבר ועד לסוף השנה לא שונתה עוד הריבית, אולם בתחילת 1998 היא הורדה פעמיים נוספות: בסוף ינואר בשיעור של 0.5 אחוז ובסוף פברואר בעוד 0.3 אחוז. יחסית לשנים קודמות, הפחית הבנק ב־1997 משמעותית את מספר שינויי הריבית, גם מתוך רצון להימנע מזעזועים בשוקי הכספים, לנוכח המשברים הפיננסיים בדרום־מזרח אסיה במחצית השנייה של השנה, וגם מתוך הכרה באי־הוודאות שבהערכת סביבת האינפלציה. מסלולה של הריבית הריאלית הצפויה שהייתה גלומה במקורות בנק ישראל לא היה אחד על פני השנה (דיאגרמה ז'–ב'). בינואר המשיכה הריבית הריאלית הצפויה על ההלוואה המוניטרית לשמור על רמת השיא של דצמבר 1996, כ־6.3 אחוזים. בהמשך הרביע הראשון הביאו הורדות הריבית הנומינלית לירידה הדרגתית בה, והיא הגיעה בסוף הרביע לכ־4.6 אחוזים. ברביע השני, בעקבות הירידה שנרשמה בציפיות האינפלציה והימנעותו של בנק ישראל משינויים נוספים בריבית, חזרה הריבית הריאלית ועלתה עד לכ־5.7 אחוזים בסוף הרביע. ההפחתה החדה של הריבית הנומינלית ביוני והתיקון החלקי בה בספטמבר הביאו, על רקע היציבות היחסית של ציפיות האינפלציה ברביע השלישי, לתנועה חריפה ברמת הריבית הריאלית, והיא צנחה עד לכ־3.4 אחוזים באוגוסט וחזרה ועלתה באוקטובר לכ־5.6 אחוזים. בדצמבר, בעקבות הירידה התלולה בציפיות, שבה ועלתה הריבית הריאלית עד לכ־6 אחוזים, ואילו בפברואר 1998 היא הגיעה לשיא חדש של 7 אחוזים.

במחצית הראשונה של השנה הורדה הריבית ארבע פעמים בשיעור מצטבר של 2.4 אחוזים.

בספטמבר הועלתה הריבית ב־0.7 אחוזים.

מסלולה של הריבית הריאלית לא היה אחד על פני השנה.

תיבה ז'–3: הריביות הריאליות הצפויות במכרזי בנק ישראל

בנק ישראל מפרסם בתחילת כל חודש נזילות ריבית יעד נומינלית, המשמשת סמן למערכת הריביות הנומינליות קצרות הטווח אשר מושגות במכרזי האשראי ובמכרזי הפיקדונות שהבנק מציע למערכת הבנקאית. משום כך יש לריבית זו השפעה מכרעת גם על כלל מערכת הריביות קצרות הטווח במשק – ריביות החח"ד, הריביות על הפיקדונות הלא־צמודים, עלות האשראי לזמן קצר, תשואת המק"ם וכו'. ניכוי קצב האינפלציה הצפוי מהריביות קצרות הטווח המושגות במכרזי בנק ישראל מאפשר לקבוע את רמתה של הריבית הריאלית הצפויה הגלומה באשראי או

בפיקדונות שמציע בנק ישראל. ריבית זו נודעת בהשפעתה המובהקת על התפתחותם של אמצעי התשלום ושל ציפיות האינפלציה ועל הקצב השוטף של עליית המחירים, ולכן היא משמשת אינדיקטור לעוצמת הריסון המוניטרי שמפעיל בנק ישראל. מריבית זו נגזרות למעשה שאר הריביות הריאליות קצרות הטווח העומדות בפני היחידות הכלכליות במשק, ומשום כך היא משפיעה ישירות על ההיקף והעיתוי של הצריכה הפרטית וההשקעה במשק.

לצורך הערכת האינפלציה הצפויה מקובל להשתמש באומדני ציפיות האינפלציה כפי שהם נגזרים משוק ההון, או בתחזיות אינפלציה שיסודן בהערכות פרטיות או במודל אקונומטרי. עם זאת יש לזכור שהריביות על מקורות בנק ישראל הן לטווחים קצרים, בין יום לשלושה חודשים, ואילו ציפיות האינפלציה נאמדות לתקופה של 12 חודשים; לכן שיעורי הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל המתקבלים בדרך זו מניחים למעשה שהריבית קצרת הטווח לא תשתנה בתוך 12 חודשים. בעיה זו קיימת כמובן גם בחישוב הריבית הריאלית הגלומה בכל ריבית נומינלית שמתייחסת לזמן קצר משנה – ריביות החח"ד, האשראי הקצר וכו'. (הבעיה אינה קיימת במכשירים פיננסיים בלתי צמודים לטווח של שנה כגון המק"ם, איגרת חוב מסוג "שחר" לשנה או הלוואות ופיקדונות לתקופה זו). ברור שיחידות כלכליות המעריכות את האינפלציה הצפויה שלא על פי שוק ההון רואות ריביות ריאליות אחרות.

במקורות בנק ישראל גלומות שתי רמות של ריביות ריאליות צפויות. הראשונה היא הריבית הריאלית הגלומה בריבית הממוצעת המושגת במכרזים על ההלוואה המוניטרית שמעמיד הבנק לבנקים המסחריים בכל יום. השנייה היא הריבית הריאלית הגלומה בריבית שבנק ישראל מציע לבנקים המסחריים על פיקדונותיהם אצלו לתקופות שבין יום לשלושה חודשים. האחרונה גבוהה מהראשונה, כי הריבית הנומינלית שמציע בנק ישראל על פיקדונות המערכת הבנקאית אצלו גבוהה מזו שהוא גובה מהם על הלוואותיהם ממנו. כך עמדה ב־1996 הריבית הריאלית הממוצעת הצפויה בפיקדונות על 5.9 אחוזים, ובהלוואה המוניטרית – על 3.8 אחוזים בלבד. השנה הצטמצם הפער מאוד: הריבית הריאלית הממוצעת על ההלוואה הגיעה ל־4.6 אחוזים, וזו על הפיקדונות – ל־5.3 אחוזים. בשל ההתרחבות הגדולה השנה בפיקדונות המערכת הבנקאית בבנק ישראל ובשל הצטמצמותה של ההלוואה המוניטרית הפכה הריבית על הפיקדונות להיות החשובה בין השתיים בחישובי העלות של גיוס המקורות מבנק ישראל.

דיאגרמה ז'-2 מציגה את התפתחות הריבית הריאלית קצרת הטווח במשק בשנים 1994 עד 1997. בחלק העליון מוצגת המגמה הרב־שנתית המתקבלת מחישוב פשוט של ממוצע נע שנתי, ואילו החלק התחתון מפרט את הנתונים החודשיים של מספר ריביות ריאליות צפויות מייצגות, על רקע שינויי הריבית הנקובה שהכריז בנק ישראל בתקופה זו. הדיאגרמה מראה בבירור את מגמת העלייה הכללית המאפיינת את הריביות הריאליות קצרות הטווח במשק מהרביע השלישי של 1994 ואילך, ובפרט את העלייה התלולה של הריבית הריאלית באמצע 1996 ואת יציבותה ברמה החדשה עד לסוף 1997.

המתח שבין מדיניות הריבית להשגת יעד האינפלציה ובין הצורך להגן על רצועת שער החליפין גבר מאוד במחצית הראשונה של השנה, כשבנק ישראל נאלץ לקנות סכום שיא של כ-7 מיליארדי דולרים כדי למנוע את פריצת רצועת הניוד כלפי מטה. הגדלת מכרזי הפיקדונות שהציע בנק ישראל לתאגידים הבנקאיים במחצית זו של השנה בלמעלה מ-20 מיליארדי שקלים הגדילה השנה מאוד את העלות ה"קואזי-פיסקלית" (Quasi-Fiscal) הכוללת של המדיניות הנומינלית, המשלבת יעדי אינפלציה עם רצועת שער חליפין.

הקצב הגבוה של המרות מטבע החוץ וההתקדמות המתוכננת בתהליך הליברליזציה במטבע חוץ הביאו להכנסת שינויים במשטר שער החליפין. הבנק הציע להרחיב את רצועת הניוד, בדומה לרצועות הניוד של שערי המטבעות באירופה, כדי לתת לכוחות ההיצע והביקוש יתר משקל בקביעת שער החליפין, להגדיל את הסיכון הכרוך בשינויי שער החליפין ובכך להביא לצמצום יבוא ההון לטווח קצר. רצועה רחבה יותר מגמישה את משטר שער החליפין, מקטינה את הצורך של בנק ישראל להתערב בשוק מטבע החוץ, מתאימה יותר לליברליזציה בשוק זה, ומאפשרת אפיק תמסורת יעיל יותר למדיניות הריבית הננקטת לשם השגת יעד האינפלציה. כנגד זאת הועלה חשש לייסוף גדול יותר של שער החליפין בטווח הקצר כתוצאה משינויים אלה. לפיכך החליטה הממשלה לשנות את רצועת הניוד כך שגבולה העליון הוסט כלפי מעלה בכ-15 אחוזים, והשיפוע של הגבול התחתון הורד מ-6 ל-4 אחוזים לשנה. שינוי זה יביא בהדרגה, עד לאמצע 1998, להתרחבותה של רצועת הניוד ל-30 אחוזים⁸.

בחינה כוללת של מדיניות בנק ישראל השנה מבליטה את מקומו הייחודי של יעד האינפלציה במכלול היעדים הכלכליים שלהשגתם מכוונת המדיניות המוניטרית. מכיוון שהירידה בקצב ההתרחבות של הפעילות, במידה ניכרת מתחת לפוטנציאל הצמיחה של המשק, לא התבטאה במרבית חודשי השנה בירידה משמעותית בסביבת האינפלציה, ועל מנת להבטיח את השגת יעדי האינפלציה שהציבה הממשלה, נמנע בנק ישראל מלנהל מדיניות פחות מרסנת, זאת גם מתוך התפישה שיתרונה היחסי של המדיניות המוניטרית הוא ביצירת תנאי יציבות ובמיוחד בהשגת יעדי האינפלציה ההכרחיים למיצוי פוטנציאל הצמיחה של המשק לאורך זמן, גם אם הדבר כרוך בהאטה מסוימת בביקושים ובפעילות בזמן הקצר.

ב. אפיקי הפעולה של המדיניות המוניטרית

על רקע העלייה הגדולה של הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים בשנתיים הקודמות והחריגה הקלה שהייתה בהשגת יעד האינפלציה בשנת 1996, נמשך גם השנה הריסון המוניטרי שננקט באמצע השנה הקודמת. נוסף על כך הנהיגה הממשלה, לראשונה מזה מספר שנים, ריסון פיסקלי. כך התקבל השנה תמיהל מדיניות מרסן, שפעל באחידות ובעוצמה רבה להאטת הביקושים המקומיים, אל מתחת לרמה הממותנת, שהייתה צפויה ממילא בשלב הנוכחי של מחזור העסקים במשק; זה הביא, מצד אחד, לירידה תלולה של שיעור עליית המחירים, ומהצד האחר – להאטה גדולה מהצפוי ברמת הפעילות במשק. ערוץ שני שדרכו פעלה המדיניות הכלכלית השנה היה ערוץ הציפיות לאינפלציה. התמתנות ההדרגתית מאז אמצע 1996 סייעה לירידת קצב עליות המחירים בשליש האחרון של 1997, ועשויה לעזור ב-1998 להתבססותה של סביבת אינפלציה נמוכה מזו

למדיניות הנומינלית היתה עלות "קואזי-פיסקלית".

על אף קצב הצמיחה הנמוך נמנע בנק ישראל מלנהל מדיניות פחות מרסנת, על מנת להבטיח את השגת יעד האינפלציה.

תמיהל המדיניות השנה היה מרסן.

8 מפני השיפועים השונים שנקבעו לשני גבולות הרצועה, היא הולכת ומתרחבת, וביוני 1998 יסתכם רוחבה בכ-15 אחוזים מכל צד של שער האמצע – בדומה לרצועות הניוד באיחוד המטבע האירופי.

שאפינה את המשק בשנים הקודמות. במקביל לערוצים אלו פעלה המדיניות המוניטרית השנה גם דרך ערוץ שער החליפין.

התמתנות קצב הביקושים
היתה ערוץ פעולה מרכזי
של המדיניות הכלכלית.

התמתנות קצב ההתרחבות של הביקושים הייתה, כאמור, ערוץ פעולה מרכזי של המדיניות הכלכלית בכללה ושל המדיניות המוניטרית בפרט. על פי ההערכות המוקדמות היו השימושים המקומיים אמורים להאט את קצב התרחבותם מ-5.6 אחוזים ב-1996 לכ-2.7 אחוזים השנה, בשל מספר תהליכים שפעלו במשק כבר במחצית השנייה של 1996, והיו צפויים להמשיך ולפעול גם השנה⁹. העיקריים שבהם היו התקרבות גל הביקושים הגדול של עולי חבר העמים למיצויו, המשך אי-הוודאות בדבר התפתחותו של תהליך השלום, המדיניות המוניטרית המרסנת, החל מאמצע 1996, שהשפעותיה היו אמורות להגיע לשיאן בתחילת 1997, והקיצוץ התקציבי שתוכנן ל-1997. בניגוד להערכות התרחבו השימושים המקומיים השנה רק ב-1.1 אחוז – ירידה של כנקודת אחוז וחצי מעבר לתחזית ושל כארבע וחצי נקודות אחוז מקצב התרחבותם בשנה הקודמת. נראה כי הסטייה מהתחזית נובעת מפעולה בעוצמה חזקה מהצפוי של הגורמים הבסיסיים המשפיעים על הביקושים, ובפרט של תמהיל המדיניות שנוצר.

הסטייה מהקצב הצפוי של התרחבות הביקושים התרכזה בצריכה הפרטית ובהשקעות¹⁰. ניתוח מלא של הגורמים להאטה בקצב ההתרחבות של מיצרפים אלה מצוי בפרק ב'; כאן נזכיר רק שההשפעה המרסנת של הריבית הריאלית קצרת הטווח על הצריכה הפרטית ועל ההשקעות היא אחד מהאפיקים המוכרים שדרכם פועלת מדיניות מוניטרית להאטת קצב עלייתם של המחירים¹¹. מאחר שנמצא במספר מחקרים כי הריבית הריאלית בישראל פועלת על המחירים בפיגור של כשני רבועים, סביר שלרמה הגבוהה שאליה עלתה הריבית באמצע 1996, ובה נשמרה לכל אורך 1997, היה חלק בהאטת הביקושים השנה (ויהיה לה, ככל הנראה, חלק גם בשמירה על רמת ביקושים נמוכה ב-1998). היקף הסטייה מהתחזיות המוקדמות השנה מלמד עוד כי לאחר שבשנים קודמות לא באה ההשפעה המרסנת של הריבית הריאלית לידי ביטוי מלא מפני ההשפעה המרחיבה של יתר הגורמים אשר פעלו במקביל, הרי שהשנה, על רקע הפעולה המרסנת המתואמת של יתר הגורמים, פעל אפיק הריבית ביעילות רבה.

ערוץ נוסף שבו פעלה השנה, כאמור, המדיניות המוניטרית היה ערוץ שער החליפין. יבוא ההון, הן זה שהיה קשור לפערי הריבית שנוצרו והן זה שלא היה רגיש לפערים אלו, יחד עם ההימנעות מהתערבות במהלך שער החליפין בתוך רצועת הניוד החל מפברואר

9 לפרטים ראו: בנק ישראל, משרד האוצר ומשרד ראש הממשלה, "התקציב הלאומי", אוקטובר 1996.

10 השוואת ההתפתחויות בפועל לתחזיות התקציב הלאומי מראה שהצריכה הפרטית עלתה בקצב נמוך מהצפוי (3.3 אחוזים לעומת צפי של 4.3 אחוזים), ההשקעות ירדו בקצב גדול מהצפוי (5.9 - אחוזים יחסית לצפי של 0.2 - אחוזים), ואילו הצריכה הציבורית עלתה מעבר לצפוי (2.3 אחוזים לעומת תחזית של 1.4 אחוזים).

11 יעקב לביא, ("השפעת שערי הריבית על ההשקעה בענפי המשק", רבעון לכלכלה, פורום ספיר, ינואר 1990) מצא שהשפעה חזקה של הריבית הריאלית קצרת הטווח על העיתוי של ביצוע ההשקעות בישראל. לאמידה עדכנית של מודל לביא ראה פרק ב'. על הקשר השלילי שהתקיים בשנים האחרונות בין הריבית הריאלית הצפויה הגלומה במקורות בנק ישראל ובין קצב הצמיחה במשק ראה, לדוגמה, אוזלאי ואלקיים, "מודל לבחינת ההשפעה של המדיניות המוניטרית על הפעילות והמחירים בישראל 1988 עד 1996", בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, פברואר 1997.

1996, הביאו את השער להיצמד במרבית השנה אל הגבול התחתון של הרצועה (ששיפועו הורד באמצע השנה בשני אחוזים), וכך נשמר השנה, מול סל המטבעות, קצב פיחות נומינלי נמוך יחסית. התפתחות זו סייעה להאטת קצב עלייתם של מחירי המוצרים הסחירים והדיור – אולם, בשילוב עם התפתחות השכר הנומינלי והתגובה החלקית בלבד של מחירי המוצרים הלא-סחירים להתמתנות עודפי הביקוש, מנעה את מימושו של פיחות ריאלי, למרות כוחות ריאליים שפעלו לכך.

ציפיות האינפלציה, שירדו השנה בממוצע בכ-2.5 אחוזים, היוו ערוץ פעולה שלישי שדרכו השפיעה המדיניות על התפתחות המחירים. ירידת הציפיות הושפעה מעמדתו הנחושה של בנק ישראל להשיג את יעדי האינפלציה השנתיים, מאימוץ עמדה זו על ידי הממשלה – כפי שהתבטא בשמירת המשמעת התקציבית לאורך השנה ובשינויים שהוכנסו באמצעה ברצועת הניוד של שער החליפין – ומהערכת הציבור כי ההאטה בפעילות הכלכלית לא תחלוף במהירות. ירידת הציפיות תמכה בהאטת עליותיהם של המחירים השנה, והיא תאפשר יתר התאמה של הסכמי השכר העומדים להיחתם בקרוב לתהליך הדיסאינפלציה. התאמה כזאת תסייע להתבססותה של סביבת אינפלציה נמוכה מזו שאפיינה את המשק בשנים האחרונות, ובכך תקטין מאוד את העלות הריאלית הכרוכה בתהליך זה.

ג. המצרפים הכספיים

(1) בסיס הכסף, ההלוואה המוניטרית ומכרזי הפיקדונות

מדיניות מוניטרית המתרכזת בקביעת ריבית יעד על מקורות הבנק המרכזי משאירה בהכרח את קביעת הכמות המבוקשת לבנקים המסחריים. במונחי ביקוש והיצע ניתן לתאר מדיניות זו על ידי עקומת היצע הנעשית שטוחה בריבית היעד של הבנק המרכזי תוך השארת הכמות המסופקת בפועל לצד הביקוש. באופן דומה פועלת גם מדיניות המתרכזת בקביעת הריבית על פיקדונות הבנקים המסחריים, אך על פיה עקומת הביקוש של הבנק

מול סל המטבעות נשמר השנה, כבשנתיים הקודמות, קצב פיחות נומינלי נמוך יחסית.

ירידת הציפיות תקטין את העלות הריאלית הכרוכה בתהליך הדיסאינפלציה.

לוח ז'-3

התפתחות המיצרפים הכספיים, 1992 עד 1997
(שיעורי השינוי)

	1997	1996	1992-95	1997		1996		הרמה הממוצעת	
				א	ב	א	ב		
				(אחוזים)		(מיליוני ש"ח)			
בסיס הכסף	16.4	19.8	18.0	15.8	17.0	17.8	21.8	12,563	
אמצעי התשלום	14.1	11.9	21.3	13.1	15.1	13.1	10.7	18,554	
פז"ק	27.6	36.6	52.7	25.0	30.4	46.3	27.6	76,991	
פח"ק	17.7	7.9	25.7	13.9	21.6	3.7	12.3	16,500	
מק"ם בידי הציבור	35.2	19.7	30.8	91.4	-4.5	35.6	5.6	9,843	
M2	24.8	26.2	33.3	26.0	23.6	32.6	20.0	12,883	

המרכזי שטוחה בריבית היעד, והכמות המסופקת נקבעת על ידי המערכת הבנקאית. כך או כך, מדיניות של ריבית יעד הופכת את בסיס הכסף במידה רבה למשתנה אנדוגני, הנקבע בהתאם לצורכי המערכת הבנקאית.

קצב ההתרחבות של בסיס הכסף השנה הושפע מפעולה בכיוונים מנוגדים של שני גורמים עיקריים – המרות מטבע חוץ בהיקף חסר תקדים של כ-23 מיליארדי ש"ח על ידי הסקטור הפרטי, שפעלו להרחבת בסיס הכסף, ומדיניות ספיגה נמרצת של בנק ישראל, שנתמכה, כמעט עד סוף השנה, בהזרמה שלילית של הסקטור הציבורי¹². במשך השנה (הרמה הממוצעת בדצמבר 1997 לעומת הרמה המקבילה בדצמבר 1996) גדל בסיס הכסף בשיעור של כ-16 אחוזים – ירידה של כ-4 נקודות אחוז בקצב הגידול בהשוואה ל-1996 – ואילו בממוצע הייתה רמתו גבוהה בכ-18 אחוזים מזו של 1996 (לוח ז'-3).

השנה לא איפשר חוק המק"ם להעמיק את הספיגה מהציבור באמצעות פעולות בשוק הפתוח מעבר למיחזור מלאי המק"ם של סוף 1996, ולכן התבצעה פעולת הספיגה שנדרשה מבנק ישראל בעיקר באמצעות מכרזי פיקדונות שהציע הבנק לתאגידים הבנקאיים¹³. אלו גדלו במהירות רבה מכ-5 מיליארדי ש"ח בסוף 1996 לכ-27 מיליארדים ביולי, לכ-32 מיליארדים בסוף דצמבר ולכ-37 מיליארדים בפברואר 1998. היקף הספיגה הגבוה שביקש בנק ישראל להשיג באמצעות הפיקדונות אילץ אותו להמשיך לשלם על פיקדונות אלו ריבית גבוהה יותר מזו שהוא גובה מהבנקים על ההלוואה המוניטרית (אמנם בהפרש נמוך יותר מאשר אשתקד, שהלך והצטמצם לאורך השנה). גידול הפיקדונות לווח בהנזלתם: על מכרזי הפיקדונות החודשיים שהוצעו תחילה כפיקדונות לשלושה חודשים נוספו מפברואר מכרזים חודשיים לחודש אחד, וממארס – גם מכרזים שבועיים לשבוע אחד בלבד. מתחילת 1998 מקיים בנק ישראל גם מכרזי פיקדונות יומיים ליום אחד. הנזלת מערך הפיקדונות תרמה להצטמצמות הפער בין הריבית על ההלוואה לריבית על הפיקדונות. נפח ההלוואה המוניטרית היומית שהעמיד בנק ישראל לתאגידים הבנקאיים הצטמצם השנה בממוצע בכ-50 אחוזים, וירד לרמה חודשית ממוצעת של כ-1.7 מיליארדי ש"ח בלבד. הצטמצמות ההלוואה המוניטרית השנה התרכזה בעיקר במכרז היומי, שהיקפו הלך וירד ברציפות לאורך השנה, עד לביטולו בתחילת 1998.

ההיקף הגדול של פיקדונות התאגידים הבנקאיים בבנק ישראל ביחס להלוואה המוניטרית דחק ממרכזה של מערכת הריביות קצרות הטווח של בנק ישראל את הריבית על ההלוואה המוניטרית, והעמיד במקומה את הריבית שהבנק משלם על הפיקדונות של התאגידים הבנקאיים. בהתאם לכך פחתה מאוד חשיבותה של ריבית היעד למכרז המוניטרי (שהיא הריבית הרשמית שמפרסם בנק ישראל בתחילת כל חודש נזילות) כמחיר הרלבנטי לגיוס נזילות בידי המערכת הבנקאית. זו רואה למעשה כמחיר המקורות שלה את

12 בשבוע האחרון של השנה הזרים הסקטור הציבורי כ-5.6 מיליארדי ש"ח, ובזאת הפך את תרומתו הכוללת השנה מספיגה להזרמה של כ-3.5 מיליארדי ש"ח.

13 חוק המק"ם מגביל את מלאי המק"ם שמנפיק בנק ישראל לרמה המתעדכנת אחת לשישה חודשים לפי שיעור עליית מדד המחירים לצרכן או קצב התרחבות אמצעי התשלום – הגבוה מהשניים. מאחר שבסוף 1996 כבר הגיע מלאי המק"ם שהונפק לתקרה הקבועה בחוק, לא היה ניתן להרחיב הרבה מעבר למחזור המלאי הישן, ולא היה ניתן להשתמש במכשיר זה לקיוו ההתרחבות של בסיס הכסף שנבעה מהמרות מטבע החוץ.

מיכרזי הפיקדונות גדלו
מ-5 לכ-32 מיליארדי ש"ח
במהלך השנה.

המחיר האלטרנטיבי – הריבית המשולמת לה על פיקדונותיה בבנק ישראל. ריבית זו היתה ב-1997 גבוהה בכ-0.9 אחוז בממוצע מריבית המכרז.

(2) אמצעי התשלום

בשנת 1997, כבשנים קודמות, היה קצב הגידול של אמצעי התשלום (M1), המזומנים בידי הציבור + פיקדונות עו"ש) במהלך השנה גבוה מזה של התוצר הנומינלי. אמצעי התשלום עלו ב-14 אחוזים במהלך השנה, וגם בממוצע שנתי הייתה רמתם גבוהה בכ-14 אחוזים מזו של אשתקד (לוח ז'-נ'-א'). קצב גבוה זה היה תוצאת פעולה בכיוונים מנוגדים של שני גורמים – הירידה בפעילות הכלכלית, שפעלה להקטנת הביקוש לכסף, וירידת הריבית הנומינלית והתרחבות הפעילות הפיננסית, שפעלו להגדלתו. קצב הגידול של אמצעי התשלום במהלך השנה אופיין בתנודתיות גבוהה: ברביעים הראשון והשלישי הם גדלו בכ-20 אחוזים לשנה, ברביע השני בכ-12 אחוזים לשנה, וברביע הרביעי בקצב שנתי של כ-6 אחוזים בלבד (לוח ז'-נ'-ב). תנודתיות זו היא תוצאה של התרכזות המדיניות המוניטרית בקביעת המחיר (ריבית היעד) על מקורות הבנק והשארית קביעתה של הכמות לצד הביקוש. כך משמש קצב ההתפתחות של אמצעי התשלום – תוך התחשבות בקצב הצמיחה, בציפיות לאינפלציה ובגורמים אחרים – אחד האינדיקטורים ללחצים, בפיגורים המתאימים, לעלויות מחירים.

כל המצרפים הכספיים גדלו בשיעור גבוה מזה של התוצר הנומינלי.

(3) M2

סך הנכסים השקליים הלא-צמודים התרחב במהלך 1997 ב-24.8 אחוזים, שיעור נמוך אך במעט מאשר ב-1996, ובכך נשמר, זו השנה הרביעית ברציפות, קצב גידול גבוה מזה של אמצעי התשלום. קצב ההתרחבות הגבוה נבע בעיקר מהריבית הריאלית הצפויה הגבוהה שהייתה גלומה בנכסים אלה השנה. ראוי לציין שהחשיבות המיוחדת על ידי בנק ישראל לקצב ההתפתחות של M2 משנית לזו של אמצעי התשלום. התפתחות M2 על פני השנה הייתה אחידה למדי: קצבי גידול של כ-26 אחוזים לשנה ברביעים הראשון, השלישי והרביעי ומעט פחות – כ-20 אחוזים – ברביע השני. קצב הגידול הגבוה השנה נגזר בעיקר מהתרחבותם המהירה של הפז"ק (כ-60 אחוזים מהמיצרף בסוף 1996), שגדל במהלך השנה בכ-27 אחוזים, ושל המק"ם (כ-9 אחוזים), שגדל בכ-35 אחוזים. קצבי הגידול של שאר רכיבי M2 היו נמוכים יותר: הפח"ק (שמשקלו היה בסוף 1996 כ-16 אחוזים) בכ-18 אחוזים, ואמצעי התשלום (כ-16 אחוזים), כאמור, בכ-14 אחוזים.

רמתם הממוצעת של הפיקדונות השקליים לתקופה של עד שנה (פז"ק) הייתה השנה גבוהה בכ-32 אחוזים מאשר אשתקד. במשך השנה התרחבו פיקדונות אלה, כאמור, בקצב הגבוה בהרבה מזה של אמצעי התשלום, אף כי נמוך מן הקצב של 1996. גידול הפיקדונות התרכז כולו בפיקדונות הקצרים, שעד לשלושה חודשים, ואילו הפיקדונות הארוכים יותר לא גדלו כמעט כלל. הבדל זה, המלמד בדרך כלל על התעצמות התהליך של "הנזלת" הנכסים שבידי הציבור, עומד בסתירה להמשך ההתרחבות של הפיקדונות הלא-צמודים לתקופות של למעלה משנה בכ-27 אחוזים, עד לסך של כ-11 מיליארדי ש"ח בסוף השנה. פיקדונות אלו הוצעו לציבור רק בראשית 1995, ולכן אפשר שקצב התרחבותם השנה משקף עדיין תהליך התכנסות של משקל הנכס החדש בתיק הנכסים של הציבור לשיווי משקל. קצב ההתרחבות של הפיקדונות הצמודים למטבע חוץ והנקובים במטבע חוץ הואט מאוד יחסית לאשתקד. בדצמבר הייתה רמתם החודשית הממוצעת בשקלים גבוהה רק בכ-

13 אחוזים מזו של סוף 1996 (לעומת עלייה מקבילה של כ־27 אחוזים אשתקד). במונחי דולרים גדלו הפיקדונות במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ בכ־4.5 אחוזים בלבד, לעומת גידול של כ־21 אחוזים אשתקד. עיקר התרומה להאטת קצב הגידול השנה התרכזה בפיקדונות הצמודים למטבע חוץ, שירדו נומינלית בכ־25 אחוזים, ובפמ"ח התאגידים, שהתרחבו רק בכ־27 אחוזים, לעומת כ־44 אחוזים אשתקד.

M3 (4)

M3, המוגדר כסכום של M2 והפיקדונות במטבע חוץ והצמודים למטבע חוץ, גדל בכ־22 אחוזים במונחי שקלים – קצב נמוך מעט מזה של אשתקד.

ד. האשראי

סך האשראי החופשי התרחב במהלך השנה ב־16.2 אחוזים, לעומת התרחבות של 21.5 אחוזים ב־1996, והגיע בדצמבר לכ־250 מיליארדי ש"ח (לוח ז'–4). הרמה הממוצעת של סך האשראי במשק הייתה השנה גבוהה בכ־18 אחוזים מאשר אשתקד. קצב ההתרחבות של האשראי השנה, למרות ירידתו היחסית, היה עדיין גבוה מזה של התוצר הנומינלי. עיקר הירידה בקצב ההתרחבות התרכזה באשראי השקלי הצמוד והבלתי צמוד, שהתרחב השנה בכ־13 אחוזים בלבד, לעומת כ־19 אחוזים אשתקד. גם קצב ההתרחבות הכולל של האשראי במטבע חוץ ובהצמדה למטבע חוץ הואט קלות – מכ־28 אחוזים אשתקד לכ־26 אחוזים השנה.

הרמה הממוצעת של סך
האשראי במשק הייתה
גבוהה בכ־18 אחוזים
מאשתקד.

לוח ז'–4

התפתחות האשראי במשק, 1992 עד 1997
(שיעורי השינוי, אחוזים)

1997	1996	1992–95	1997		1996		המשקל בסך כל האשראי החופשי	
			ב	א	ב	א		
16.2	21.5	30.3	14.5	18.0	18.6	24.4	100.0	סך הכול במטבע ישראל
13.0	19.3	29.8	18.3	8.0	17.0	21.6	72.4	צמוד+לא-צמוד במט"י
10.2	13.2	26.1	17.2	3.6	11.9	14.6	35.8	לא-צמוד
15.9	26.1	35.4	19.3	12.6	22.6	29.7	36.6	צמוד למדד
25.6	28.4	33.9	5.2	50.0	23.5	33.5	27.6	צמוד למטבע חוץ ובמטבע חוץ
-25.5	39.1	33.2	-0.8	-44.1	5.2	84.1	4.3	צמוד למטבע חוץ
41.1	25.5	39.8	6.2	87.6	30.1	21.0	23.3	במטבע חוץ

כבשנים קודמות התרחב השנה האשראי השקלי הצמוד בקצב גבוה מזה של הלא-צמוד (16 אחוזים לעומת כ־10 אחוזים), אולם הפער בקצבי הגידול השנה הצטמצם מאוד על אף הרחבת המיגוון של סוגי האשראי הצמוד.

האשראי במטבע חוץ
ובהצמדה למטבע חוץ
התרחב בממוצע בכ-32
אחוזים.

בהתפתחותו של האשראי במטבע חוץ היה הבדל גדול בין שתי מחציות השנה. במחצית הראשונה הוא התרחב בקצב של כ-50 אחוזים לשנה, למרות מיקומו הנמוך של שער החליפין ברצועת הנייד והסיכון שנגזר מכך בעסקות מטבע חוץ. במחצית השנייה של השנה, כמעט מיד לאחר הרחבת רצועת הנייד כלפי מעלה, הואט מאוד קצב ההתרחבות, בגלל עליית סיכון הפיחות, והאשראי במטבע חוץ גדל בקצב של כ-5 אחוזים לשנה בלבד. בממוצע היה היקף האשראי במטבע חוץ ובהצמדה למטבע חוץ השנה (כ-64 מיליארדי ש"ח) גבוה בכ-32 אחוזים מרמתו הממוצעת ב-1996, וחלקו בסך האשראי החופשי במשק עלה בסוף השנה מכ-25 אחוזים לכ-27 אחוזים.

שני רכיבי האשראי במטבע חוץ התפתחו השנה בכיוונים מנוגדים: רמתו הממוצעת של האשראי הנקוב במטבע חוץ התרחבה בכ-46 אחוזים במונחי שקלים, ואילו האשראי הצמוד למטבע חוץ הצטמצם בכ-12 אחוזים. כך עלה חלקו של האשראי הנקוב במטבע חוץ בסוף השנה עד לכ-24 אחוזים מסך האשראי החופשי במשק, ואילו החלק הצמוד למטבע חוץ ירד לכ-4 אחוזים.

3. שוק ההון

א. איגרות החוב

בשנת 1997 נרשמו עליות מחירים קלות בשוק איגרות החוב. לאחר שבשנים קודמות קווצו הריביות (coupons) על ידי הפסדי הון, עמדה השנה התשואה הכוללת הריאלית על איגרות חוב ממשלתיות למשקיעים (המורכבת מרווחי הון ומתשלומי ריבית) על כ-5 אחוזים, התשואה השנתית הגבוהה ביותר שהניב שוק איגרות החוב מאז שנת 1992.

השנה נרשמו עליות
מחירים קלות בשוק
איגרות החוב.

מהסתכלות ארוכת טווח על רמת הריביות של איגרות החוב הצמודות למדד עולה, שמאז שנת 1990 ועד שנת 1996 (למעט שנת 1992) הן עלו ברציפות¹⁴. על רקע זה בולטת השנה הירידה של עקום הריביות, שנלוותה לעליית המחירים הצנועה. הריביות החלו לרדת עוד באוגוסט אשתקד, מרמת שיא של כ-5.5 אחוזים באיגרות החוב ארוכות הטווח, שאלה הגיעו במקביל¹⁵ למשבר קופות הגמל – שבו סבלו איגרות החוב מפדיונות כבדים ומירידות מחירים חדות – עד ל-3.6 אחוזים ביולי השנה (דיאגרמה ז'-5).

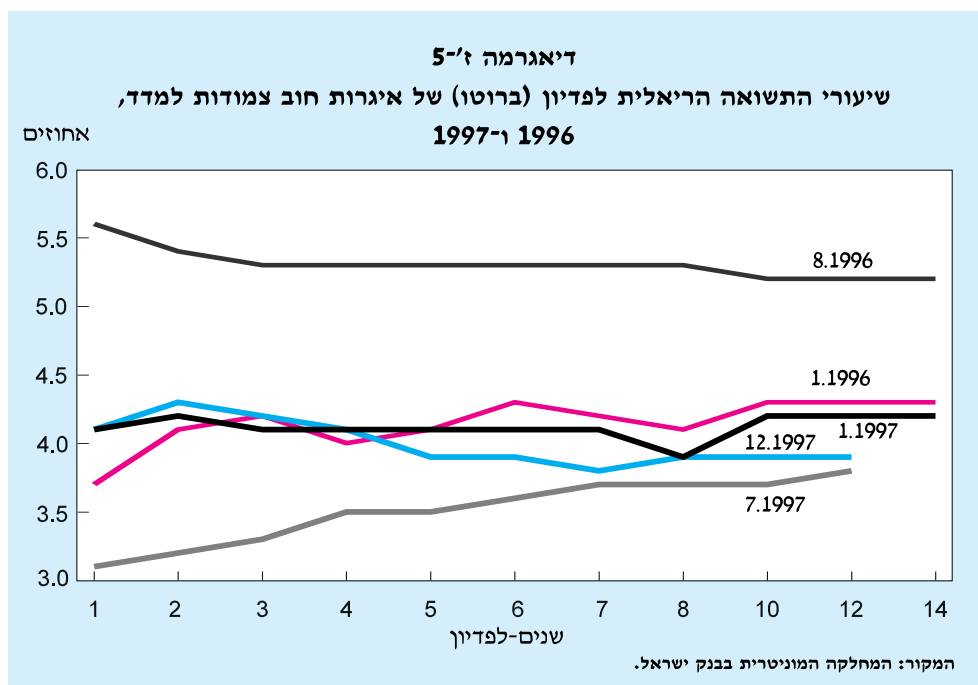
התשואה הכוללת
הריאלית על איגרות חוב
ממשלתיות הייתה הגבוהה
ביותר שהניב שוק איגרות
החוב מאז שנת 1992.

לירידת הריבית הריאלית תרמו שני גורמים עיקריים: ראשית, הואטה הפעילות (עד לשיעור הצמיחה הנמוך ביותר מאז 1989), וההשקעות ירדו ירידה ניכרת, שהקטינה את הביקוש לאפיקים ארוכים ועודדה את ירידת הריבית הריאלית ארוכת הטווח. שנית, הממשלה הנפיקה השנה פחות איגרות חוב, עם הירידה בצורכי המימון, בעקבות הריסון הפיסקלי ותקבולי ההפרטה, כך שכמות איגרות החוב גדלה רק בכ-1.1 אחוזים (לוח ז'-2)¹⁶.

הירידה הניכרת בהשקעות
הקטינה את הביקוש
לאפיקים ארוכים ועודדה
את ירידת הריבית
הריאלית ארוכת הטווח.

14 הריביות על האיגרות הן התשואות עד לפדיון, כפי שהן נאמדו על ידי המחלקה המוניטרית.
15 במבחן סטטיסטי לסיבתיות לא מצאנו תימוכין לטענה כי צבירת המקורות בקופות הגמל משפיעה על מדד איגרות החוב הממשלתיות.

16 עם זאת יש לציין כי חלק מן ההפרטות מומן באשראי מקומי (למשל, של רכישת גרעין השליטה ב"בנק הפועלים") איננו אמור להשפיע (נטו) על שיעורי הריבית בשוק איגרות החוב. כן אפשר שמכירת נכסים תשפיע על שיעורי התשואה לפדיון באופן דומה לזה של הנפקת חוב על ידי הממשלה, לדוגמה – דרך החוב הקשור למדיניות העיקור כאשר המכירה היא לזרים.



עם זאת, הירידה בריבית הריאלית ארוכת הטווח הייתה צנועה יחסית, במיוחד עקב התהפכות המגמה בסופה של השנה, שבה החלו הריביות לעלות. הריביות לא ירדו יותר, משלוש סיבות עיקריות: (א) הירידה בחיסכון הפרטי, שגרמה להתכווצות היצע המקורות באפיקים הארוכים; (ב) תרומתה של המדיניות המוניטרית, שהביאה לביקושים ערים של הגופים המוסדיים לאפיקים השקליים בסוף השנה, בתגובה על ההתפתחות הדפלציונית (שני מדדים שליליים); (ג) מגמת העלייה שנרשמה בשיעורי הריבית בחו"ל.

שיפוע עקום הריביות של איגרות החוב הצמודות היה גם השנה שטוח (בממוצע), כך שהתשואות לפדיון של האיגרות הקצרות המשיכו להיות דומות לאלו של האיגרות הארוכות. מכאן ניתן להסיק שהציבור צופה כי שיעורי הריבית הריאליים לא ישתנו במידה ניכרת בשנים הבאות.

השנה, בניגוד לשלוש השנים הקודמות, שבו הקונצרנים להנפיק איגרות חוב. סך איגרות החוב הקונצרניות החדשות שהונפקו (ברוטו) עמד על כ-1.2 מיליארדי ש"ח, לעומת שתי הנפקות קטנות בלבד בשנים 1994 עד 1996 (לוח נ'-15). תופעה זו מוסברת, בין השאר, בהתפנות ההדרגתית של הממשלה משוק ההנפקות כלווה הגדולה ביותר של כספי הציבור. דבר זה התאפשר הודות להתפתחויות פיסקליות חיוביות – העמידה ביעד הגירעון הממשלתי וההפרטה המואצת של בנקים וחברות ממשלתיות השנה – וכנראה גם הודות להוזלה של איגרות החוב יחסית למחיר האשראי הבנקאי. הגיוס הקונצרני נטו היה עדיין שלילי, ושיעור איגרות החוב הקונצרניות בשוק נותר זניח¹⁷.

בדומה לשנת 1996, אפיקי ההשקעה השקליים הלא-צמודים ("שחר", "גילון" ומק"ם) הניבו למשקיעים השנה את התשואות הכוללות (ריבית ורווחי הון) הריאליים הגבוהות

17 תופעת מיעוט ההנפקות של איגרות חוב "straight" השתנתה השנה רק במעט ביחס לשנים קודמות. עדיין, המגזר הפרטי מנפיק מעט מאוד (2-3 אחוזים מהגיוס הממשלתי ברוטו).

ביותר. עליית השערים וירידת התשואות באיגרות וגם במק"ם נתמכה על ידי הירידה בשיעור האינפלציה, על ידי ירידת הציפיות האינפלציוניות של הציבור (הממתנת את ההזדקקות לביטוח אינפלציוני) ועל ידי התפתחות שיעורי הריבית הנומינליים של בנק ישראל. זאת ועוד, שלא כבשנת 1996, אשר בה נבעה הרווחיות מריביות גבוהות, ולא מרווחי הון, נבע חלק מהתשואה הכוללת השנה מרווחי הון.

עקומי הריביות של המק"ם ושל ה"שחר" היו בעלי שיפוע יורד ברוב חודשי השנה: הריביות על ניירות הערך הארוכים יותר היו נמוכות מהריביות על הקצרים. ייתכן שהדבר מבטא ציפיות לירידה של הריבית הנומינלית (המתיישבות עם ירידת הציפיות האינפלציוניות)¹⁸.

לראשונה מזה שנים מספר, הניבו איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ (שמרביתן בריבית משתנה) תשואה הגבוהה מתשואתן של איגרות החוב הצמודות למדד. תרם לכך, בין היתר, הפיחות הריאלי של השקל ביחס לדולר.

שוק איגרות החוב והרכב המימון של הממשלה

הגירעון המקומי של הממשלה בתוספת הסוכנות וההזרמה שאינה קשורה בתקציב (נתוני קופה) הסתכם בשנת 1997 ב-3.3 אחוזי תוצר, מהם 2.9 אחוזי תוצר גירעון של הממשלה (לוח ז'-5)¹⁹. שיעור זה גבוה מן הגירעון שתוקצב, ונובע בחלקו מתת-ביצוע בצד ההכנסות

בדומה לשנת 1996, אפיקי ההשקעה השקליים הלא-צמודים הניבו למשקיעים השנה את התשואות הכוללות הריאליות הגבוהות ביותר.

עקומי הריביות של המק"ם ושל ה"שחר" היו בעלי שיפוע יורד ברוב חודשי השנה.

לוח ז'-5

המקורות למימון גירעון הממשלה וההשפעות על בסיס הכסף, 1995 עד 1997 (אחוזי תוצר)

1997	1996	1995	
3.3	5.4	4.4	הגירעון המקומי על בסיס קופה של הסקטור הציבורי הכולל
2.9	4.7	3.5	מזה: הגירעון התקציבי
			מקורות המימון
1.0	2.8	1.1	א. ההזרמה של הממשלה ²
0.2	2.6	2.5	ב. הנפקת אג"ח מקומיות
2.1	-0.1	0.8	ג. הפרטות/אשראי

(1) ההפרש בין סך הגירעון המקומי ובין הגירעון התקציבי המקומי נובע מהמרות הסוכנות ומההזרמה שאינה קשורה בתקציב.

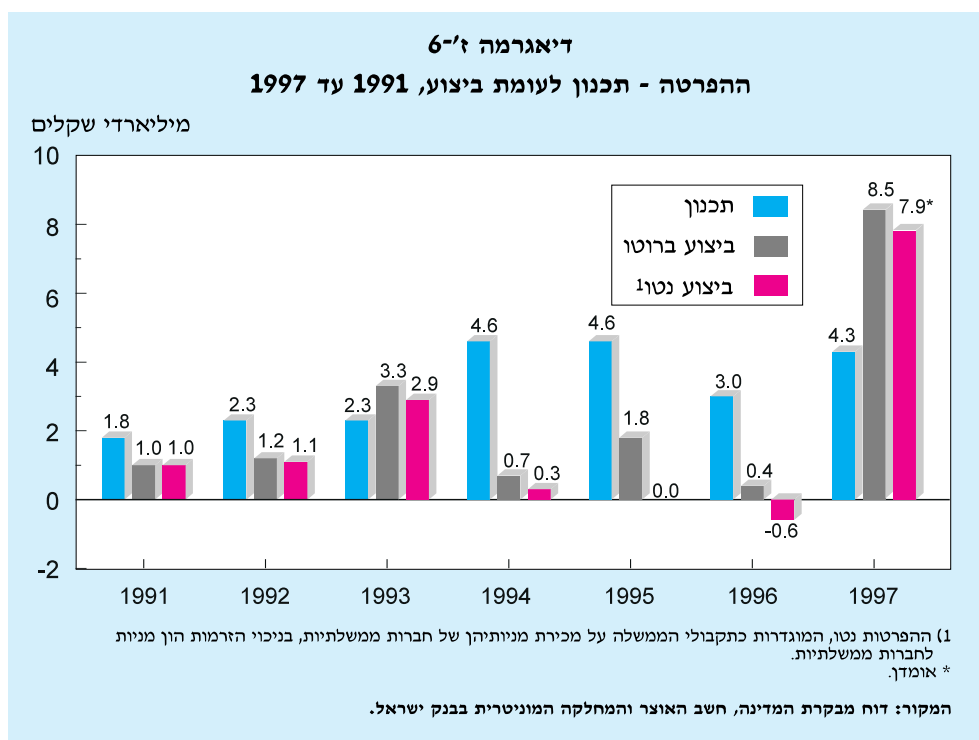
(2) חלק ניכר מההזרמה של הממשלה קשור ליתרה בחשבון השוטף ולתנועות ההון של הממשלה.

המקור: לוח ז'-5.

18 טענה זו, הידועה כהשערת הציפיות (expectations hypothesis), גורסת כי הסיבה היחידה לקיומו של עקום תשואות נומינלי יורד היא שהמשקיעים מצפים לירידתם של שיעורי הריבית בעתיד.

19 נתוני הגירעון המובאים פה שונים מאלה שבפרק ה' על הסקטור הציבורי. (ראה הערת שוליים 1 בלוח ז'-5).

במטבע מקומי. יותר ממחצית מימונו של הגירעון נבעה מהפרטה (1.9 אחוזי תוצר), בעוד שגיוס ההון המקומי נטו ירד עד כדי 0.2 אחוז תוצר (לוח נ'ז-5). במקביל לכך הזרימה הממשלה מטבע מקומי בשיעור של 1.0 אחוזי תוצר – האטה ביחס לשנה שעברה, שאופיינה בהזרמה ממשלתית ניכרת. אף שהאטה זו יכלה להקל על ניהול המדיניות המוניטרית המרסנת, המרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי, שהגיעו לממדים חסרי תקדים (בעיקר במחצית הראשונה של השנה), חייבו את הבנק לספוג את עודפי הנזילות באמצעות כלי הספיגה המוניטרית, בעיקר באמצעות מכרזי פיקדונות הבנקים. בסיכומו של דבר עלה בסיס הכסף ב־1.1 אחוזי תוצר.



תהליך ההפרטה החל השנה לצבור תאוצה: ההכנסות מהפרטה הגיעו לשיא של כ־8.5 מיליארדי ש"ח (כולל 5 מיליארדים ממכירת חלקים מ"בנק הפועלים"), פי שניים מאשר בתכנון התקציבי המקורי (דיאגרמה ז'6). זאת לאחר מספר שנים של קיפאון בתהליך ההפרטה – מאז 1994, תחילתו של השפל בשוק ההון (אך לא רק בגללו) ועד 1996, שבה הגיעו ההכנסות ל־350 מיליוני ש"ח בלבד. בשנת 1998 מתכננת הממשלה לקבל כ־4.3 מיליארדי ש"ח ממכירת חברות ממשלתיות ובנקים, ובכך להמשיך את גיוסי ההון הניכרים, שתורמים לירידתו של החוב הממשלתי. הודות להכנסות הגבוהות מהצפוי מהפרטת בנקים וחברות ממשלתיות ולצמצום הניכר בגירעון התקציבי, צמצמה הממשלה השנה את ביקושה לאשראי, כך שהיקף הגיוס של איגרות החוב בשוק ההון המקומי היה נמוך במידה ניכרת ביחס לעבר וגם ביחס לתכנון המקורי. הקטנת הצורך בגיוסים בשוק איגרות החוב המקומי קשורה, יחד עם ירידת הביקוש להשקעות, לירידת הריבית הריאלית של הטווח

ההכנסות מהפרטה הגיעו לשיא של כ־8.5 מיליארדי ש"ח, פי שניים מאשר בתכנון התקציבי המקורי.

הארוך, כפי שהיא משתקפת בקצהו הימני של עקום התשואות (לוח נ' 8). עם זאת, חלק מהמשקיעים המקומיים רכשו חברות מופרטות באמצעות אשראי, שקיזז במידה רבה את השפעתו של צמצום ביקוש הממשלה לאשראי.

ב. שוק המניות

למרות ההאטה במשק והמדיניות המוניטרית המרסנת, עלה מדד המניות הכללי השנה (בעיקר בשמונת חודשיה הראשונים) בכ-26 אחוזים ריאלית, בדומה להתפתחות בשוקי המערב (דיאגרמה ז' 7). זאת לאחר ירידה בת 12 אחוזים ב-1996, עלייה בת 6 אחוזים ב-1995 וירידה בת 46 אחוזים ב-1994. למרות העליות בשנת 1997, נמצא מדד המניות עדיין מתחת לרמה הריאלית של תקופת הגאות הקודמת, ב-1993 (לוח נ' 9). לעליות השערים ולירידת מחיר ההון תרמה ההתאוששות ברווחיות של החברות הבורסאיות, כפי שמלמדים מדדי הרווחיות השונים (לוח נ' 10). גורם מרכזי נוסף לעליות השערים היה העלייה המהותית בהשקעות הפיננסיות של משקיעים זרים לרמה של 719 מיליוני דולרים, לעומת 335 מיליונים בשנת 1996 ו-386 מיליונים ב-1995. זאת מעבר להשקעות של בעלי עניין, שהסתכמו השנה בכ-800 מיליוני דולרים (ברוטו), לעומת כ-60 מיליונים בלבד ב-1996. ההשקעות של תושבי חוץ במניות הישראליות הנסחרות בניו יורק הסתכמו השנה ב-1.4 מיליארדי דולרים, לעומת 1.1 מיליארדים בשנת 1996. שלוש ההתפתחויות האלה מבטאות מעורבות הולכת וגדלה של גופים עסקיים מחו"ל במשק הישראלי.

עולה השאלה, כיצד ניתן להסביר את הפער שבין ההתפתחויות בשוק ההון לפעילות הריאלית – משק בהאטה, שבו נמשכת ירידת הרווחיות²⁰. (ראה פרק ב'). ראשית, זו איננה תופעה ייחודית. בשנת 1989, לדוגמה, עלתה הבורסה ריאלית בשיעורים ניכרים, אף שהייתה האטה בפעילות; בשנת 1994 הייתה צמיחה נאותה של המשק, ואילו הבורסה ירדה. שנית, התנהגותו של שוק ההון מושפעת, בין השאר, מציפיות ה"שחקנים" בשוק²¹; זאת ועוד, ייתכן שהבורסה כיום משקפת מגמות, כלומר את התפתחות הגורמים הבסיסיים במשק (fundamentals) בטווח הארוך, ואילו עזוועים בתוואי ההתכנסות לרמת הכנסות גבוהה יותר נתפסים לעיתים כהשפעות של טווח קצר. שלישית, בארצות רבות בעולם, ירידה בשיעור האינפלציה ועמידה ביעדים בתחום מאזן התשלומים יוצרת ציפיות לעליית הרווחיות בעתיד. (אינדיקציה נוספת לאופטימיות היא הגידול של היחס שבין מלאי המבנים והציוד לתוצר העסקי; ראה לוח נ' 14). רביעית, ייתכן שהחברות הנסחרות בבורסה שונות מחברות אחרות, ואינן משקפות נאמנה את כלל החברות במשק, שבהן ירדה הרווחיות.

ההאטה במשק משקפת במידה רבה שינוי מבני המתחולל בו, אשר במסגרתו ענפים מסורתיים מצטמצמים בגלל רווחיות נמוכה. ניסינו לבדוק אם שינוי זה מצא את ביטויו בשוק ההון, ומצאנו שההתפתחויות הבורסאיות השנה אינן תלויות בהכרח בשיוך הענפי.

20 המגמה השנה בסקטור התעשייתי, כפי שהיא עולה מנתוני החשבונאות הלאומית, איננה דומה לזו העולה מנתוני החברות הנסחרות בבורסה. בפרט, היחס שבין הרווח התפעולי לסך הרכוש הקבוע לשלושת הרבעים הראשונים דווקא עולה. הדבר מעורר את השאלה באשר לייצוגיות של הפירמות הבורסאיות – או באשר לטיב המדידה של החשבונאות הלאומית.

21 ואכן, בשנים 1995 ו-1996 ירדה הרווחיות במשק.

היקף הגיוס של איגרות החוב בשוק ההון המקומי היה נמוך במידה ניכרת ביחס לעבר וגם ביחס לתכנון המקורי.

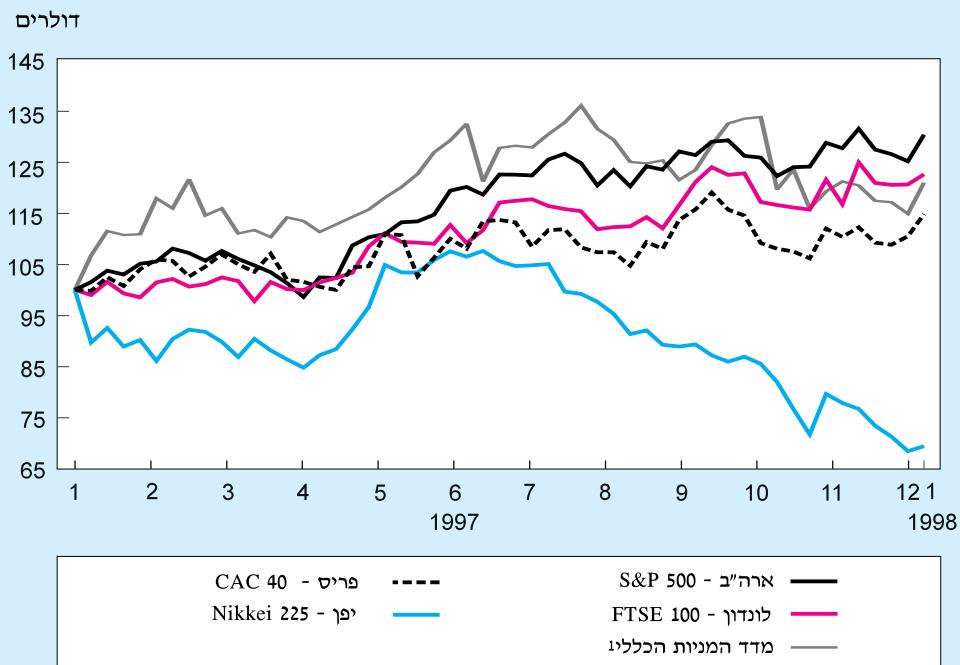
מדד המניות הכללי עלה השנה בכ-26 אחוזים ריאלית, בדומה להתפתחות בשוקי המערב.

ניכרה השנה מעורבות הולכת וגדלה מצד גופים עסקיים מחו"ל במשק הישראלי.

נראה שההתפתחויות הבורסאיות השנה אינן תלויות בהכרח בשיוך הענפי.

דיאגרמה ז'-א'

מדדי התשואה הכוללת המצטברת במניות במונחי דולרים, 1997

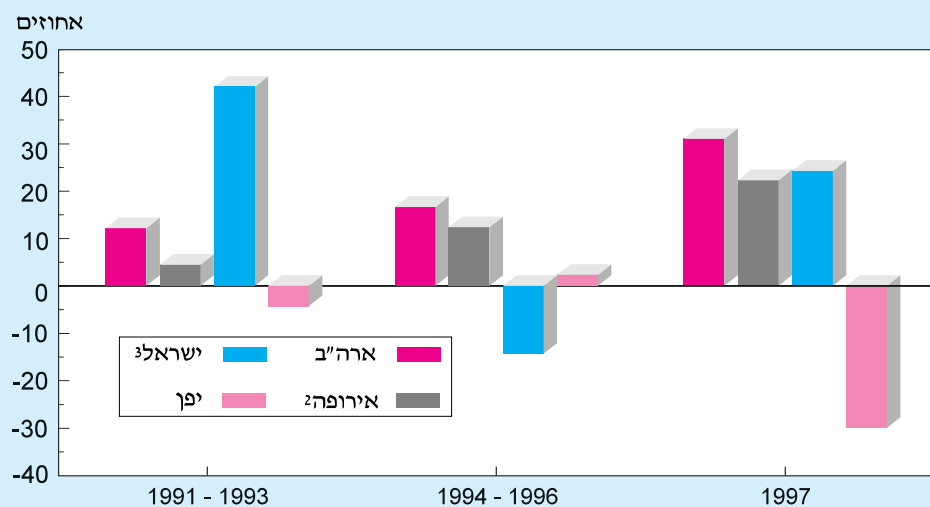


(1) כולל דיבידנד.

המקור: בנק ישראל, מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ ו-Bloomberg.

דיאגרמה ז'-ב'

התשואות של מדדי מניות בינלאומיים במונחי דולרים, 1991 עד 1997



(1) התשואה השנתית, בממוצע גיאומטרי.

(2) המדד האירופי הוא מדד משוקלל לפי התמ"ג של מדדי מניות תעשייתיות בבריטניה, בצרפת ובגרמניה. היה צורך להשתמש במשקלות של 1996 עבור 1997.

(3) כולל דיבידנד.

המקור: בנק ישראל, מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ, IFS ו-Bloomberg.

לדוגמה – בענף הטקסטיל נרשמה השנה עלייה בכל מדדי הרווחיות בהשוואה לשלושת הרביעים הראשונים של שנת 1996, והתשואה היומית הממוצעת שלו בבורסה הייתה הגבוהה ביותר בשנים האחרונות והשנייה בגובהה מבין כל ענפי התעשייה, אחרי ענף האלקטרוניקה. לתופעה זו לפחות ארבעה הסברים: ראשית, ייתכן כי התהליכים הללו היו צפויים מראש²²; שנית, אפשר שבענפים אלו שוררות ציפיות לעתיד טוב יותר; שלישית, החברות הנסחרות בבורסה אינן בהכרח מייצגות; רביעית, ייתכן כי הענפים הנסחרים בבורסה הם הטרוגניים (כפי שמתבטא, למשל, באחוזי היצוא ובכמות הציוד החדיש).

ניסינו לברר אם הביצועים של הענפים המייצאים בבורסה היו נמוכים יחסית לאחרים, בין היתר על רקע הירידה בשער החליפין הריאלי. לשם כך חילקנו את סך החברות בתעשייה לפי אחוז היצוא, כדי לבדוק אם יש קשר שלילי בין עתירות היצוא של החברות לבין השינוי במחירי מניותיהן, ומצאנו כי ההפך הוא הנכון. אמנם לא ניתן לשלול את האפשרות שהייסוף הריאלי מנע ממחירי החברות לעלות עוד יותר, אך נראה כי בהשפעת גורמים כהפרשי פריון הייתה התשואה למשקיע פונקציה חיובית של שיעור היצוא.

התשואה למשקיע הייתה
השנה פונקציה חיובית של
שיעור היצוא.

תקבולי ההפרטה עלו השנה על התכנון שבתקציב המדינה. יש לציין כי מדיניות הפרטות שאיננה מלווה ברפורמות מבניות, כפי שהיה השנה, אינה מבטיחה שיפור ברווחה הכלכלית. לא ברור עדיין כיצד מכירת נתחים גדולים מהחברות לגרעיני שליטה משפיעה על הסיכוי למאבקי השתלטות של גורמים אחרים בהמשך, סיכוי התורם בארצות אחרות למשמעת ולהתייעלות בפירמות נסחרות. יש להמשיך ולהאיץ את תכנית ההפרטה בשנת 1998, תוך שימת דגש על שינויים מעודדי תחרות במבנה השוק, וכן לפעול להעמקת שוק ההון ולפיזור הבעלות, ככל שניתן, כחלק מהתהליך (תיבה ז'-5). תכנית האופציות שהועלתה בעבר היא דרך אפשרית להעמקת השוק.

ההתאוששות בבורסה השפיעה גם על שוק ההנפקות. שנת 1997 הייתה אחת משנות גיוס ההון המוצלחות ביותר שידעה הבורסה הישראלית. (חלק הארי של ההון גויס בשני הרביעים האחרונים שלה). תופעה זו מוסברת, בין השאר, בירידת הגירעון הממשלתי ובהפרטה המואצת של בנקים וחברות ממשלתיות, שאיפשרה הקטנה משמעותית של גיוסי ההון באיגרות חוב ממשלתיות. הקטנת הנפקתן של איגרות החוב הממשלתיות פינתה מקורות כספיים למשקיעים המוסדיים, ואלה הופנו אל הסקטור העסקי, שהשנה – לאחר שתי שנות שפל, ובעקבות הוזלת ההון יחסית לאשראי – יכול היה לחדש את גיוסי ההון בבורסה. הענף שהחל בגל ההנפקות היה ענף הנדל"ן והבנייה, אשר עמד השנה בפני מגבלת אשראי בנקאי, והדבר עשוי ללמד ששוק המניות הוא תחליפי לשוק האשראי. עם זאת, כמעט לא היו השנה הנפקות ראשוניות, ורוב החברות שהנפיקו נסחרו עוד קודם לכן בבורסה. זאת ועוד, אחוז גבוה מסך הסכומים שגויסו גויס באמצעות ניירות ערך בני המרה – דרך טובה לגיוס הון בלי לאבד שליטה (תיבה ז'-5). גם השנה נמשכו גיוסי ההון בחו"ל (בניו יורק, בלונדון ובפריז), שתחילתם בשנת 1995, אשר בה החלה מסתמנת עלייה משמעותית בהנפקות של חברות ישראליות (בעיקר בענפי התוכנה והתקשורת). סך ההנפקות (מניות, איגרות חוב ואיגרות חוב להמרה) עמד על כ־30, כמחצית מהן ראשוניות (תיבה ז'-5).

בחדש נובמבר החל התאגיד הבינלאומי למימון של הבנק העולמי (IFC) לכלול את הבורסה בתל אביב במסגרת הדוחות והמדדים שהוא מפרסם על שוקי הון וניירות ערך הנסחרים במשקים מתעוררים. (זאת במשקל של 2.6 אחוזים; המשקל עלה בגלל ההתרחשויות

שנת 1997 הייתה אחת
משנות גיוס ההון
המוצלחות ביותר שידעה
הבורסה הישראלית.

22 מחירי המניות מושפעים רק משינויים בלתי צפויים בשיעורי הצמיחה והרווחיות.

בדרום-מזרח אסיה). מדד זה הוא אחד משני המדדים המובילים בעולם בסיקור של שווקים מתעוררים. (המדד השני הוא מורג'סטנלי). ההערכה הרווחת היא כי להחלטה זו חשיבות רבה בהגברת העניין, המעורבות, והיקף ההשקעות של משקיעים זרים בשוקי הכספים וההון בישראל. (קרנות האינדקס למשל תשקענה בישראל 2.6 אחוזים מתיקן).

הליברליזציה בשוק ההון ובפיקוח על מטבע חוץ נמשכה השנה, וצפויה להשפיע בצורה מרחיקת לכת על משקי הבית – בין השאר, באפשרה להם לרכוש נכסים פיננסיים מכל סוג ברחבי העולם (תיבה ז'-4). עדיין נותרו מספר תחומים הדורשים טיפול, כדוגמת האחדת שיעורי המס.

הנפילות החדות בכמה מהשווקים המתעוררים המובילים בעולם בדרום-מזרח אסיה, בעיקר החל מסוף חודש אוקטובר, גרמו לתגובת שרשרת, שהפילה את מרבית הבורסות בעולם, ולא פסחה על שוק ההון הישראלי. ייתכן שירידות השערים החדות בבורסות השונות הן עדות לאינטגרציה גוברת בין השווקים הפיננסיים בעולם (דיאגרמה ז'-7). יצוין כי הבורסה הישראלית גילתה בתקופה זו יציבות, יחסית לבורסות אחרות – בין השאר משום שהיקף הסחר עם מדינות דרום-מזרח אסיה הוא נמוך יחסית. (ראה פרק ו'). זאת ועוד, מטבלת מקדמי המיתאם לשנים 1990 עד 1996 (לוח ז'-6) ניתן לראות כי התנודתיות המשותפת של השווקים הבינלאומיים עם השוק הישראלי נמוכה יחסית. בפרט, נראה שבדומה לבורסות רבות אחרות, מרבית ההשפעה על שוק ההון המקומי היא דרך הבורסה בניו יורק.

לוח ז'-6

מקדמי מיתאם בין מדדי מניות בינלאומיים על בסיס חודשי במונחי דולרים, 1990 עד 1996

ארה"ב	בריטניה	גרמניה	יפן	ישראל	קוריאה	תאילנד
ארה"ב	1					
בריטניה	0.94*	1				
גרמניה	0.81*	0.84*	1			
יפן	0.16	0.17	0.44*	1		
ישראל	0.30*	0.25**	-0.03	-0.13	1	
קוריאה	0.27**	0.28**	0.56*	0.75*	-0.05	1
תאילנד	-0.28*	-0.22**	-0.11	-0.06	-0.28*	-0.24**

* מובהק (שונה מאפס) סטטיסטית ברמה של 1%.

** מובהק (שונה מאפס) סטטיסטית ברמה של 5%.

המקור: Bloomberg, IFS, הבורסה לניירות ערך ועיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

תיבה ז'-4: פיזור תיקי נכסים על רקע ליברליזציה במטבע חוץ

שוק ההון הישראלי מתאפיין במגבלות חוקיות ומינהליות ניכרות בכל הנוגע לתנועות הון בינלאומיות. בסוף שנות השמונים הוחל בליברליזציה בתחום הפיקוח על מטבע חוץ, ובמסגרתה חשיפה פיננסית של שוק ההון המקומי לשוקי ההון

הליברליזציה בפיקוח על
מטבע חוץ ובשוק ההון
נמשכה השנה.

הבינלאומיים; אולם קצב התקדמות הרפורמה לא היה משביע רצון¹, ובחודש יוני 1997 החליטה הממשלה על האצת התהליך. להלן נתמקד באחד מהסעיפים המרכזיים בזכות החשיפה – מתן אפשרות לפיזור תיק הנכסים על ידי השקעה בשוקי ההון הבינלאומיים, שתבטא בתוספת רווח במונחי תוחלת תשואה, תוך הקטנת הסיכון הכולל. במלים אחרות: פיזור בינלאומי מאפשר את שיפור הביצועים מנוכחי הסיכון של תיק הנכסים של המשקיע המקומי.

ניירות ערך מקומיים נוטים לנוע כלפי מעלה או כלפי מטה יחדיו, כי הם מושפעים באופן פחות או יותר אחיד מהתפתחויות מקררכלכליות מקומיות, הן בצד הריאלי והן בצד הנומינלי. תופעה זו כשלעצמה יוצרת מיתאם חיובי חזק בין כל ניירות הערך הנסחרים בשוק מסוים (aggregate risk). לרשותו של המשקיע המקומי עומדות שיטות המאפשרות להחליק את הסיכון הגלום בשוק המקומי (idiosyncratic risk), אולם אינן מאפשרות להימנע מהסיכון המיצרפי. שוקי ההון הבינלאומיים, המאופיינים בגיוון רב, מאפשרים פיזור של סיכונים מעבר לכלים המקומיים.

תנאי מוקדם להקטנת סיכונים הוא ששוקי ההון השונים יאופיינו בהתנהגויות מחירים בלתי תלויות. במחקר שנערך לאחרונה² על המשק הישראלי נמצאה תנודתיות משותפת נמוכה יחסית בין שוק ההון הישראלי לבין מרבית שוקי ההון בעולם (לוח ז'-6) – עובדה המשאירה מקום רב להחלקת סיכונים מוצלחת (במונחי גידול פרמנגטי של ההכנסה), כפי שאכן נמצא בעבודה.

סביר להניח שההתקדמות בתהליך הליברליזציה תחזק את הקשר בין תנודות התשואות של נכסים מקומיים לאלה של נכסים בחו"ל. ייתכן שהתכנסות הדרגתית כזאת מסתמנת מאז תחילתה של המפולת בדרום-מזרח אסיה, בסוף חודש אוקטובר.

1 בתחומים הבאים: חוקי מס מפלים; מגבלות על שיעורי ההשקעה של גופים מוסדיים ופרטיים; קבוצת נכסים מותרת מוגבלת; משטר שער חליפין שאינו גמיש דיו; מגבלות על החזקת מטבע חוץ; מטבע שאינו בן המרה.

2 Ori Levy (1997), "Moving Toward Capital Market Liberalization: How Large Are The Welfare Gains? A Partial Equilibrium Approach".

תיבה ז'-5: מנגנוני שליטה בחברות (corporate governance mechanisms)

הספרות התיאורטית העוסקת במנגנוני שליטה עניינה בדרכים שבהן הספקים של מקורות המימון לחברות מבטיחים לעצמם תשואה על השקעתם. ההפרדה שבין מימון (financing) לניהול (management) של חברה זכתה לכינוי "בעיית הסוכן" (agency problem): מדובר בקשיים שבהם נתקלים המממנים בנסותם להבטיח כי מקורותיהם לא יופקעו בידי המנהלים ולא ינוצלו להשקעה בפרויקטים שאינם כדאיים מבחינה כלכלית. מנגנון מקובל אחד לפתרון הבעיה הוא מתן תמריצים למנהלים, כלומר יצירת קשר בין התגמול לביצוע (incentive contracts). בישראל ישנן עדויות אמפיריות להיעדרם של

תמריצים. נמצא כי השכר קשור בעיקר למידת הקירבה המשפחתית להנהלה ולגודל הפירמה, וכי אין שוק של ממש למנהלים.

אפיק עיקרי שדרכו חברות יכולות לגייס הון חיצוני למרות בעיית הסוכן הוא הבטחתה של בעלות ריכוזית. בישראל, בכל הנוגע לבעלי מניות גדולים, הבעלות היא ריכוזית במידה יוצאת דופן: בעלי עניין מחזיקים בממוצע 70 אחוזים מההון של פירמה בורסאית ממוצעת. יעילותם של בעלי עניין בהבטחת רווחים למשקיעים הוכחה במחקרים רבים בעולם, וגם בישראל ישנן עדויות ראשוניות ליעילות הפיקוח של בעלי עניין מסוימים. סוג פיקוח נוסף הוא "פיקוח של השוק", שבו מחירי המניות משמשים אינדיקטורים לאיכות החברה ומנגנון הענשה על ביצועים כושלים. בעלות ריכוזית עלולה לבוא על חשבון הפיקוח של השוק, שכן כאשר הבעלות ריכוזית, המיעוט אינו יכול לסלק מנהלים כושלים, תפקיד חשוב שהפיקוח של השוק אמור למלא. ואכן, בישראל אין שוק השתלטות פעיל (take-over market).

כיום – בין השאר כתוצאה מכשלים שונים בשוק ההון המקומי – מספר החברות הישראליות הנסחרות בניו יורק עולה על מספרן של החברות מכל מדינה זרה אחרת, למעט קנדה. בשנים 1990 עד 1996 נמנו למעלה מ-200 הנפקות ציבוריות ראשוניות (initial public offerings) של חברות תעשייה ישראליות בבורסה בניו יורק ובבורסה בתל אביב (כרבע מהן בארה"ב). במחקר שנעשה לאחרונה¹ נמצא כי החברות המנפיקות בניו יורק מאופיינות בטכנולוגיה מתקדמת, בהקצאת חלק ניכר מגיוס ההון למחקר ופיתוח, ביצוא בהיקף נרחב, ובמבנה בעלות מפוזר יחסית. רבות מהן הן חברות צעירות בעלות שולי רווח נמוכים יחסית קודם להנפקה ושיעורי צמיחה גבוהים לאחר ההנפקה. לאחר ההנפקה מראות חברות אלה גם תשואה גבוהה יחסית, שאיננה קשורה לסיכון עודף, אלא לאיכות גבוהה יותר.

על פי מחקר זה ההנפקה בחו"ל היא איתות בדבר איכותה של החברה המנפיקה, וזאת מפני נהוג התמחור בחסר ביום הראשון (first day underpricing), הרווח בבורסה האמריקנית; רק חברות תחרותיות במיוחד תהיינה מוכנות לספוג את הנטל העודף הכרוך בכך, כדי להגיע לתודעתו של הציבור הרחב, ולהעביר לשווקים מסר בדבר עליונותן. בלשון תורת החוזים: נוצר שווי משקל מפריד (separating equilibrium), כך שחברות באיכות גבוהה מנפיקות בניו יורק.

1 A. Blass and Y. Yafeh (1997), "Vagabond Shoes Longing to Stray – Why Israeli Firms List in New York – Causes and Implications", Bank of Israel Discussion paper 98-02.

ג. המשקיעים המוסדיים

ההתפתחויות החיוביות בשווקים הסחירים, שלוו בחזרה של המשקיעים לקרנות הנאמנות (אשר התבטאה בזרימת כספים נטו של כ-4 מיליארדי ש"ח אליהן), הביאו לעלייה ריאלית חדה של 45 אחוזים בערך השוק של נכסי הקרנות. זאת לאחר ירידות ריאליות מתמשכות במהלך השנים האחרונות (לוח ז'-12). גם בקרנות הנאמנות ניכר המעבר לנכסים שקליים: אף שרווחיותו של האפיק השקלי הלכה ונשחקה יחסית למניות, ניכרו גיוסים

עלייה ריאלית חדה בת 45 אחוזים נרשמה בערך השוק של נכסי קרנות הנאמנות.

מסיביים בהיקפים חסרי תקדים בקרנות הנאמנות המתמחות בהחזקות שקליות (ופחות – באלה שמתמחות במניות). כתוצאה מכך עלה משקלם של הנכסים השקליים הלא-צמודים (פיקדונות שקליים, מק"ם ואיגרות חוב ממשלתיות לא-צמודות) בתיק הנכסים של קרנות הנאמנות. כל קרנות הנאמנות הציגו בשנת 1997 תשואה ריאלית חיובית, כשהתשואה הגבוהה ביותר נרשמת בקרנות המנייתיות (26 אחוזים לעומת 8 אחוזים בשקליות). תשואותיהן הריאליות (המשוקללות) החיוביות, לפני עמלות הקנייה והמכירה, היו 15 אחוזים, לעומת 3- אחוזים ב-1996, 3 אחוזים ב-1995, 29- אחוזים ב-1994.

בשנת 1997 עלה משקל הנכסים הסחירים שבידי קופות הגמל וקרנות ההשתלמות, המרכזות את מרבית החיסכון הפרטי הפיננסי לטווח ארוך (אשר מופנה אל שוק ההון הסחיר) בישראל; זאת משום שנוסף על ירידה של משקל האיגרות המיועדות, הנמשכת כבר יותר מ-10 שנים, הפסיקו הקופות להגדיל את השקעותיהן בפיקדונות ובנכסים לא-סחירים אחרים. בעקבות עליות השערים של איגרות החוב והמניות, עמדה התשואה הריאלית הממוצעת של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות, אחרי ניכוי דמי ניהול, על שיעור מרשים של כ-7.45 אחוזים, לעומת 1.25 אחוזים ב-1996, 2.5 אחוזים ב-1995, ו-8.3- אחוזים ב-1994 (לוח נ-ז' 11). במקביל לכך פחתו המשיכות נטו מקופות הגמל ומקרנות ההשתלמות השנה במידה ניכרת, בהשוואה לשנה הקודמת.

קופות הגמל רשמו השנה תשואה ריאלית גבוהה, ובמקביל פחתו המשיכות מהן במידה ניכרת.

תיבה ז'-6: קרנות הפנסיה ושוק ההון

נושא הגירעון האקטוארי במערכת הפנסיה בישראל זכה השנה לתשומת לב ציבורית רבה. האומדנים לגירעון נעים סביב 80-130 אגורות לכל שקל בקרנות הפנסיה, אף על פי שנכסי הקרנות מורכבים בעיקר מאיגרות חוב מיועדות, המניבות תשואה גבוהה מזו של איגרות החוב הסחירות. לקשיים בתחום החיסכון הפנסיוני מספר גורמים: בנייה של תכניות פנסיוניות גירעוניות (לדוגמה, גיל גבוה מדי של מצטרפים שצברו במהירות זכויות לפנסיה בלי צבירת נכסים מקבילה); הגדלת זכויות הגימלאים; תמורות דמוגרפיות – בפרט העלייה המתמדת של תוחלת החיים, ללא העלאה מקבילה של גיל הפרישה לגימלאות. בחודש מארס 1995 התקבלה החלטת ממשלה שעניינה הסדר לחוסכים חדשים בקרנות הפנסיה, ומיסוד ההסדרים הקיימים לחוסכים וותיקים. בין היתר החליטה הממשלה על המשך ההנפקה של איגרות חוב מיועדות בשיעורי ריבית ריאלית גבוהים (5.6 אחוזים), ככיסוי לקרנות הפנסיה הוותיקות, וכן על מיסוד הכיסוי של הגירעון האקטוארי; לעומת זאת יונפקו לקרנות חדשות איגרות חוב מיועדות הנושאות ריבית בשיעור של 5 אחוזים, וזאת כנגד 70 אחוזים בלבד מהצבירה של העמיתים. יתרת הצבירה של העמיתים החדשים תושקע בהשקעות סחירות, והממשלה תפרוש רשת ביטחון בצורת תשואת מינימום של 3 אחוזים על רכיב זה של הצבירה¹.

1 לא מן הנמנע כי הסבסוד בהבטחת התשואה בקרנות החדשות עולה על זה הגלום בקרנות הוותיקות.

גם אם הסדר קרנות הפנסיה עשוי, בתנאים מסוימים, להביא לגידולו של שיעור החיסכון ולהוות פתרון לכשלי שוק, יש להסדר, אשר במובנים רבים נסוג מהרפורמה שהונהגה בשנים האחרונות בשוק ההון, גם מחיר כבד: הוא פוגע בתפקודו של שוק ההון, משום שהמשך הנפקתן של איגרות החוב המיועדות מביא להעתקת חלק גדול מהחיסכון במשק משוק ההון התחרותי (ובכלל זה שוק המשכנתאות הגדל) למגזר הלא-סחיר, ומגביר את מעורבות הממשלה בתחום החיסכון; החוסכים בקרנות נהנים מסבסוד רב שאינו גלוי ומתוכנן מראש בתקציב, אשר השפעתו המצטברת תעיק על תקציב המדינה בעתיד, וייתכן כי תחייב הכבדה של נטל המס והגדלת גיוס ההון מהציבור, תוך העלאת הריבית הריאלית ארוכת הטווח במשק; נוצרת חלוקת הכנסות לא-שוויונית, ואף אפליה בין האפיקים השונים של החיסכון הפנסיוני עצמו; התמריצים שמספקות קרנות הפנסיה (כמו הפנסיה התקציבית) תורמים ליציאה ממעגל המועסקים בגילים צעירים יותר, ולכך השלכות שליליות על יכולתו היצרנית של המשק; הפניית מקורותיהן של קרנות הפנסיה לאיגרות החוב המיועדות במקום לשוק ההון עלולה, בתנאים מסוימים, לתרום למצוקת מקורות צמודים ארוכי טווח במערכת הפיננסית. מלבד הדיון העקרוני, מעניינת כמובן שאלת הכימות של ההטבות הניתנות לחוסכים בקרנות הפנסיה, וישנן גישות שונות (על פי הנחות שונות) לטיפול בשאלה זו. מחקר שנעשה לאחרונה², מצביע על שלושה סוגי הטבות, שחלקן ייחודי לחיסכון הפנסיוני בישראל, וחלקן ייחודי לחוסכים בקרנות הפנסיה (לעומת אלו החוסכים בקופות הגמל, שבהן שיעורי הסבסוד נמוכים הרבה יותר). המחבר חישב ומצא כי בתנאים מסוימים סך הטבת הריבית לשנה בצבירה, בהפקדה ובכיסוי האקטוארי לחוסך במשך 30 שנה בקרנות הפנסיה (כלומר התוספת לריבית חסרת הסיכון שהייתה צריכה להינתן לחוסך כדי שיהיה מוכן לוותר על ההטבות) נעה סביב 15 אחוזים!

2 אשר בלס (1997), "קרנות הפנסיה – עלות הסבסוד".

לקראת סוף השנה הואצו הדיונים בדבר חקיקתו של חוק קופות הגמל. מטרתו של החוק תהיה התמודדות עם שלוש הבעיות המרכזיות במערכת קופות הגמל: הריכוזיות הגבוהה במערכת הבנקאית; ניגודי האינטרסים; גובה דמי הניהול, הנעים כיום סביב אחוז אחד, הרבה מעל לשיעורו בשוק תחרותי, ועלויות נוספות שנגבות מהעמיתים (כדוגמת עמלות ביטוח). נוסף על כך נקבע כי יוקמו שתי שכבות של קופות גמל: קופות גמל כלליות, המוגבלות בדרישות ההשקעה של משרד האוצר, וקופות גמל אישיות, שתהיינה פטורות מחלק ממגבלות אלו, וגמישות ההשקעה בהן תהיה רבה יותר (אף כי פחותה בהרבה מאשר במודל האמריקני, שאותו הן אמורות לחקות).

הסבסוד הממשלתי, הניתן לקרנות הפנסיה באמצעות איגרות מועדפות, הטבות מס וכיסוי אקטוארי, הוא רב (תיבה ז'-6). סבסוד ממשלתי ניכר מאפיין גם את ענף ביטוח החיים. ממנו נהנים גם חברות הביטוח, הגובות פרמיות גבוהות יחסית, וגם החוסכים, הזוכים להטבות מס מפליגות, ובאופן כללי אינם מוגבלים בתקרת הפקדה כנגד הטבות מס אלה (בניגוד לקרנות הפנסיה ולקופות הגמל).

קרנות הפנסיה וענף
ביטוח החיים נהנים
מסבסוד ממשלתי רב.

4. תיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור והרכוש

תיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור²³ נאמד בסוף שנת 1997 בכ-704 מיליארדי ש"ח, שהם כ-208 אחוזים מהתוצר המקומי הגולמי. תיק הנכסים, מנוכה במדד המחירים לצרכן, עלה השנה בכ-14 אחוזים, לעומת עלייה של כ-4 אחוזים בשנת 1996 (לוח נ'ז-13). עלייה זו היא תוצאה של גידול היצע הנכסים הפיננסיים העומד בפני הציבור, אשר, בניגוד לשנים קודמות, חלק נכבד ממנו מקורו בסקטור העסקי; זה מילא השנה חלק שנפער עם יציאתה של הממשלה משוק הגיוסים. במקביל לכך, לאחר שנים של מגמת ירידות, עלו המחירים הריאליים של הנכסים הפיננסיים הסחירים בשוק המניות ובשוק איגרות החוב. ההאצה בקצב התרחבותו של תיק הנכסים הייתה מלווה בשינוי הרכבו – עלייה של משקל המניות והמשך הקטנת משקלו של החלק הצמוד למדד. לכאורה, היה התהליך הדפלציוני אמור להשפיע במידה ניכרת יותר על שוק צמודי המדד; ייתכן שחלק מן ההסבר להשפעתו הצנועה נעוץ בהמשך ההנפקה של איגרות החוב המיועדות, שהן צמודות ומבטיחות תשואה גבוהה (לוח ז'2).

הרכיב השקלי הלא-צמוד בתיק הנכסים עלה ריאלי ברכיפות מאז שנת 1988. תהליך זה נמשך גם השנה, ומשקלו של רכיב זה בתיק הגיע לשיעור שיא של 25 אחוזים. מקורה של התפתחות זו בירידתו המתמשכת של שיעור האינפלציה, במדיניות יעד האינפלציה, הנתפסת בעיני הציבור כמונעת התפרצויות אינפלציוניות, ובמדיניות הריסון המוניטרי, שהביאה לעליית התשואות בנכסים שאינם צמודים לטווח קצר. העלייה הנמשכת באפיקים השקליים הנזילים, תוך כדי התקצרות טווח החיסכון, מגדילה את פגיעותה של המערכת לזעזועים ויוצרת מצוקה בתחום המקורות הצמודים במשק. ואכן, השנה נמשכה הצטמצמות חלקם של הנכסים לטווח ארוך (פיקדונות צמודים, תכניות חיסכון, קופות גמל, פנסיה, וביטוח חיים) בתיק, והוא עמד על 50 אחוזים.

הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי נאמד בסוף שנת 1997 ב-901 מיליארדי ש"ח, המהווים כ-266 אחוזים מהתוצר המקומי הגולמי. רכוש הציבור מתחלק לרכוש פיסי ולרכוש פיננסי. הרכוש הפיסי (75 אחוזים מהרכוש) כולל בתי מגורים, מוצרים בני-קיימא ומלאי נכסים קבועים ושטפים לשימוש הסקטור העסקי. הרכוש הפיננסי (25 אחוזים מהרכוש) מוחזק בידי הציבור כתביעה (נטו) מן הבנקים, מן הממשלה (חוב פנימי), או מגופים בחו"ל (לוח ז'14).

כדי לתת ביטוי לזרמי החיסכון וההשקעה במשק (דוח היווי ההון), מנכים בדרך כלל את אומדן הרכוש הנומינלי במדד המחירים העצמיים, במקום במדד המחירים לצרכן (לוח ז'7). בשנת 1997 גדל הרכוש של הציבור, המנוכה במדד מחירי רכיביו, ב-6.9 אחוזים, לעומת עלייה של 8.0 אחוזים בשנת 1996. (למרות זאת עלה קצב גידולו של יחס הרכוש לתוצר). חלק מירידה זו בקצב הגידול מקורו בירידת שיעור החיסכון הנקי של הסקטור הפרטי,

תיק הנכסים הפיננסיים, מנוכה במדד המחירים לצרכן, עלה השנה בכ-14 אחוזים.

משקלו של הרכיב הלא-צמוד בתיק הנכסים הגיע השנה לשיעור שיא של 25 אחוזים.

הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי נאמד בסוף שנת 1997 ב-901 מיליארדי ש"ח, המהווים כ-266 אחוזים מהתוצר המקומי הגולמי.

קצב גידולו של הרכוש הוואט, בין היתר כתוצאה מירידת שיעור החיסכון הנקי של הסקטור הפרטי.

23 הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור כוללים החזקות מניות של זרים (שחלקן תיק הנכסים המוחזק בידיהם השנה גדול יותר מאשר בעבר) ושל חברות שבבעלות חברות אחרות הנסחרות בבורסה – אף שמן הדין היה שלא לכללם, שכן בעלים זרים אינם שייכים לציבור. ערך השוק של המניות שבבעלות חברות אחרות הנסחרות בבורסה נספר ספירה כפולה, כי נספרים גם ערך השוק של החברה הבת וגם ערך השוק של החברה האם הנובע מהחזקותיה בבנותיה. בלוח ז'4 מפורטת התפלגות הבעלות בשוק המניות, בניכוי הספירה הכפולה. (ראה הערה 1 בלוח). התיק גם אינו כולל נכסים בחו"ל (שערכם אינו מבוטל), וההגדרות מתייחסות למניות ולאיגרות חוב כאל השקעות לטווח קצר, אף שפדיונם של נכסים אלו הוא בטווח הארוך.

לוח ז'-7

שיעורי הגידול של הרכוש, 1995 עד 1997

שיעור הגידול של הכמות ¹ באחוזים (במונחי מחירים עצמיים)			שיעור השינוי באחוזים במונחי מדד מחירים לצרכן			הרכוש (מיליארדי ש"ח)			
1997	1996	1995	1997	1996	1995	1997	1996	1995	
6.9	8.0	6.2	7.0	5.3	6.5	901	787	676	1. סך כל רכוש הציבור
10.2	7.5	0.3	12.9	5.1	-3.6	225	186	160	2. הרכוש הפיננסי הנקי
9.2	9.1	7.9	9.0	6.9	6.0	574	492	416	מזה: א. נכסים פיננסיים
8.5	10.1	13.5	6.7	8.1	13.0	349	306	256	ב. בניכוי התחייבויות
5.8	8.2	8.3	5.1	5.4	10.1	676	601	516	3. הרכוש הפיסי

(1) ביטוי לזרמי החיסכון וההשקעה בסעיפי הרכוש.
המקור: לוח ז'-ג'-14.

הרכוש הפיננסי הנקי עלה
השנה יותר מאשר הרכוש
הפיסי, דבר המבטא
בחלקו את הירידה החדה
של סך ההשקעות.

שאפיינה את המשק השנה. הרכוש הפיסי, המנוכה במדד מחירי רכיביו, גדל ב־5.8 אחוזים, לעומת גידול של 8.2 אחוזים בשנת 1996 ו־8.3 אחוזים בשנת 1995, דבר המבטא את הירידה התלולה של סך ההשקעות בבנייה ובענפי המשק. כתוצאה מכך, לראשונה מזה שנים, עלה הרכוש הפיננסי הנקי (במונחי מחירים עצמיים) יותר מאשר הרכוש הפיסי. תהליך הסטת הביקושים מן הרכוש הפיסי לרכוש הפיננסי התחולל למרות התמתנותה של הישענות הסקטור הציבורי על מקורות פיננסיים (נטו) לטווחים השונים, בעקבות ההתפתחות החיובית בעודף הביקוש של²⁴.

ההשקעות ירדו השנה, לראשונה מזה מספר שנים, ב־6 אחוזים, לאחר גידול של כ־7 אחוזים ב־1996. צמצום ההשקעות בשנת 1997 מבטא ירידה בכל רכיבי ההשקעה, ובכלל זה ההשקעות בבנייה למגורים. להאטת הפעילות בענף הבנייה, שהיה בין הענפים שהובילו את הצמיחה במהלך השנים האחרונות, היה חלק בבלימת צמיחתו של התוצר השנה. עם זאת יש להדגיש כי קצב הגידול של מלאי ההון השנה היה עדיין גבוה מזה של התוצר המקומי²⁵.

השנה אופיינה בקריסת שרשרת של השווקים הפיננסיים במספר מדינות אסייתיות (תאילנד, אינדונזיה, הפיליפינים, דרום קוריאה ומלזיה), שצמחו במהירות בעשור האחרון. בכולן הייתה המפולת הכלכלית קשורה בהלוואות במטבע חוץ שנטל הסקטור העסקי (עקב יציבותו של שער החליפין עד לערב המשבר). גם בישראל לוותה הצמיחה הכלכלית של השנים האחרונות בקפיצה של היקף ההלוואות במטבע חוץ, שנראו זולות יותר, בעיקר

24 מן העבר השני תרם תהליך ההפרטה החריג השנה תרומה רבה לגידולו של הרכוש הפיננסי, וכן גם גידול התשואות היחסיות הצפויות על החיסכון הפיננסי.

25 ההשקעה מהווה כיום כ־20 אחוזים מהתוצר. ייתכן שהתרחש תהליך של "over-shooting" בכל הקשור לשיעור ההשקעה האופטימלי. הצפי היה שתהליך החזרה לרמה האופטימלית יהיה הדרגתי יותר. עצם הירידה ברמת ההשקעות הייתה צפויה וטבעית, אולם תלילותה (שאף היא כרוכה בעלויות) הפתיעה.

בסקטור העסקי. במקרה של פיחות גדול עלולות הלוואות אלו לגרום קשיי נזילות, וזאת אם ישנם לווים שאין להם די תקבולים ונכסים במטבע חוץ. רוב האשראי הנקוב במטבע חוץ והצמוד לו שנטל הסקטור העסקי בארץ השנה (בעיקר במחצית הראשונה) היה קצר טווח באופיו. עם זאת יש לציין, כי ההיקפים במדינות דרום-מזרח אסיה היו גבוהים הרבה יותר, ומימנו בדרך כלל פרויקטים לא רווחיים. כמו כן, ולהבדיל מהמשק הישראלי, סבלו אותן מדינות ממנגנוני פיקוח בנקאיים בעייתיים.

משקל האשראי לטווח קצר בסך האשראי לא עלה – בין היתר משום שקצב גידולו של האשראי למשכנתאות, המהווה חלק נכבד מסך ההתחייבויות ארוכות הטווח של הסקטור הפרטי, לא ירד. ייתכן שגם זה אינדיקטור לאופטימיות מסוימת במשק.

המשק הישראלי מאופיין
במנגנוני פיקוח בנקאיים
שונים מאלו של משקי
דרום-מזרח אסיה.