

השווקים הפיננסיים בישראל - תמונת מצב ומבט לעתיד

סיכום הרצאתו של פרופ' אקשטיין - המשנה לנגיד בנק ישראל

במרכז אהרון לבנקאות – אוניברסיטת בר אילן, 16.7.2008

המשבר הפיננסי הנוכחי פרץ לאחר כמעט עשור של שקט יחסי, ולאחר מספר שנים שבהן מחירי הסיכון, כלומר המירווחים בין יחסים מסוכנים ללא-מסוכנים היו קטנים מאוד. מרבית העוסקים בניתוח השווקים הפיננסיים הבין-לאומיים מציינים שזהו המשבר המורכב והקשה ביותר מאז המשבר של שנות השלושים - ה-"great depression".

רקע – חשיבותם של השווקים הפיננסיים

השווקים הפיננסיים הם המקום שבו מקצים את כספי החיסכון: אנשים מחליטים היכן לחסוך, אבל גופים פיננסיים מנהלים את חסכוניהם. גופים אלו משתמשים בחסכוניות למתן אשראי, שאותו הם נותנים לגופים שונים על פי שיקולים של תשואה וסיכון. מקבלי האשראי משקיעים אותו, וכך מניעים את תהליך הצמיחה של המשק.

רכיב מרכזי בשווקים הפיננסיים הוא מערכות התשלומים. בביטחון וביעילותן של מערכות אלו תלוי תפקודם של השווקים, ומכאן חשיבותן לצמיחת המשק.

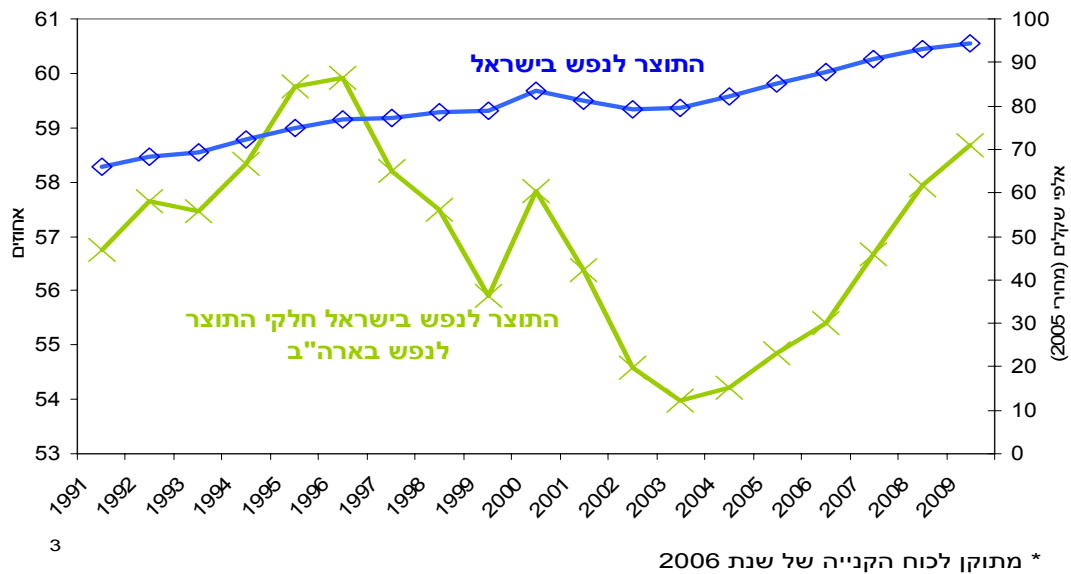
הרגולטור מופקד על הסדרת השוק. התפתחותם של השווקים הפיננסיים במאתיים השנים האחרונות לא הייתה מתאפשרת ללא הסדרה מוסדית של שווקים אלו – של מערכות התשלומים, של הפיקוח על סיכוני האשראי ושל ניהול חסכוניות התושבים.

השווקים הפיננסיים היו לא אחת בעין הסערה של משברים פיננסיים – כמו היום. מכאן החשיבות העליונה של יצירת כללים שקופים ואפקטיביים לקידום יעילותם, התחרות בהם ויציבותם.

התנאים המקרו-כלכליים בישראל

כדי להעריך את הצמיחה בישראל, רצוי להשוותה לצמיחה בעולם, ובייחוד בארה"ב. בשנת 1996 הגיע התוצר לנפש בישראל ל-60% מהתוצר לנפש בארה"ב (איור 1). הפער נובע משני גורמים שהם במרכז סדר היום של הממשלה: (א) שיעור התעסוקה בישראל נמוך בכ-10% משיעורה בארה"ב; אחד מיעדיה של המדיניות הכלכלית-חברתית הוא העלעת שיעור זה. (ב) התפוקה לעובד, התלויה במידה מכרעת בהיקף ההון-לעובד וברמת הטכנולוגיה, נמוכה בישראל בכ-30% מאשר בארה"ב; חשיבותם של השווקים הפיננסיים היא בהקצאת המקורות לגידול ההון ולשיפור הטכנולוגיה דרך פעילות המגזר הפרטי, ללא התערבות ממשלתית (פרט ליצירת התשתית המתאימה).

איור 1: תוצר לנפש בישראל ביחס לתוצר לנפש בארה"ב



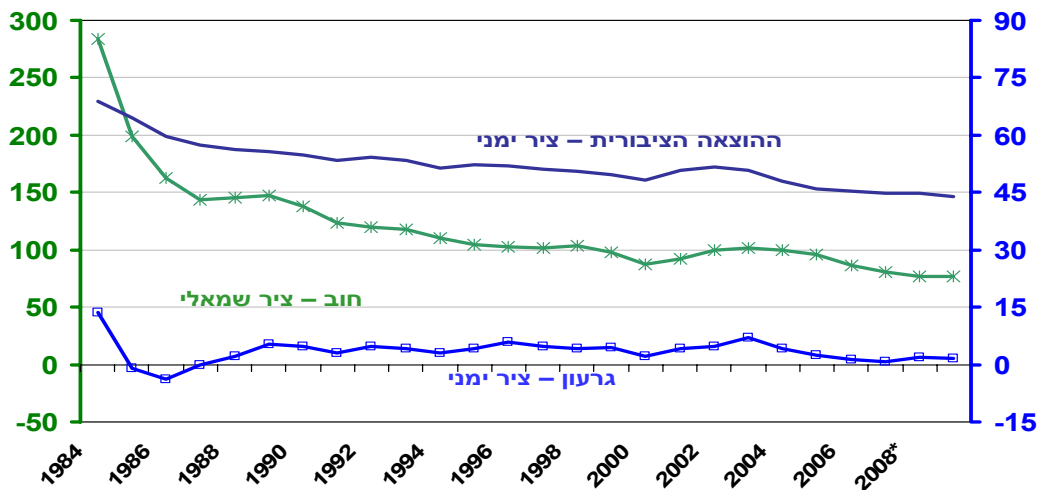
המדיניות המקרו-כלכלית

היציבות המקרו-כלכלית תלויה במידה רבה במדיניות הפיסקלית ובמדיניות המוניטרית. את **המדיניות הפיסקלית** (איור 2) מן ההכרח לנהל במסגרות המקובלות בעולם – מבחינת גודלי החוב, הגירעון ותקציב הממשלה יחסית לתוצר ועמידה ביעדים, היוצרת לגיטימציה לצעדי הממשלה ואמון בה.

הסף המקובל באירופה ליחס החוב לתוצר הוא 60%, ואילו בישראל יחס זה עומד כיום על כ-77.7%. לנוכח מצבנו הגיאוגרפי והכלכלי והסיכונים הביטחוניים האורבים לנו ראוי כי נרד ליחס חוב נמוך מ-60% בטווח הבינוני ארוך.

גודל תקציב הממשלה, כלומר חלקה בתמ"ג, מציב חסם להיקף השירותים הציבוריים שהיא מספקת. חסם כזה הכרחי, כי אם נותנים יותר מדי נשאר פחות מדי למגזר העסקי, שהוא המקור לעיקר התעסוקה, לגידול ההון, לשיפור הטכנולוגיות, ולכן – לצמיחה ארוכת הטווח של המשק. כיום גודל תקציב הממשלה עומד על 44 אחוזי תוצר, כשיעור המקובל בארצות המפותחות, ויעד הגירעון הוא כ-1%, במטרה למנוע צורך בגיוס סכומי כסף נוספים, וכך לשמור על שיעור הוצאה ממשלתית שבין 40% ל-45% מהתוצר, בהתאם לרמת הפעילות הכלכלית.

איור 2 : נתונים פיסקליים 1984-2008

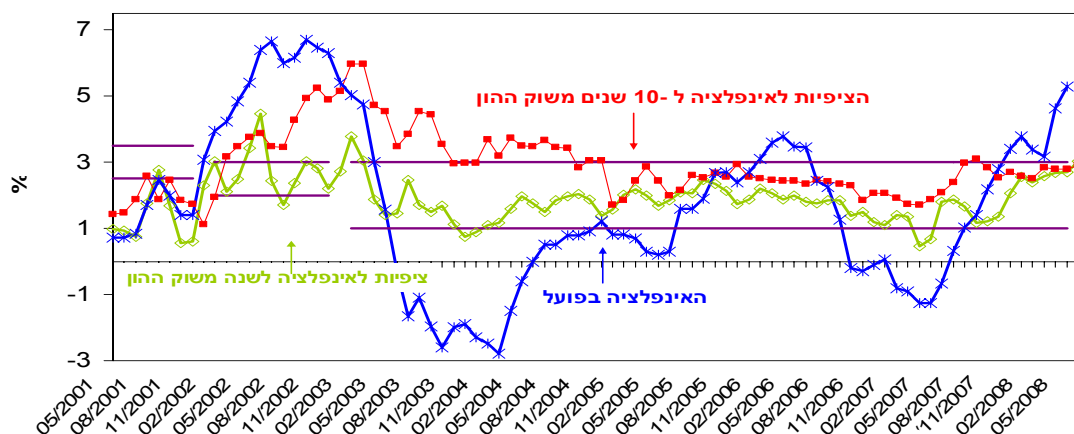


המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל, החל מ-1980 הנתונים הם לפי הסיווג החדש של SNA.
* הנתונים לשנים 2008 ו-2009 הם תחזית בנק ישראל.

5

אשר למדיניות המוניטרית - מאז הנהגת המדיניות של יעד אינפלציה הגענו, למעשה משנת 2003, ליעד של יציבות מחירים – בין 1% ל-3%, התחום המקובל במרבית המדינות המפותחות. ההישג הגדול של המדיניות המוניטרית הוא ייצוב הציפיות לאינפלציה, שהוא גורם חשוב ביותר בתפקוד יציב ויעיל של השווקים הפיננסיים. מאז שנת 2004 הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון ל-10 שנים קרובות לציפיות לשנה. התוצאה של המדיניות המוניטרית היא יציבות של שוק ההון וצמצום הסיכונים של המגזר העסקי על ידי יצירת עוגן לניהול האשראי, החובות, החיסכון והסכמי השכר והורדת רמת הסיכונים של השווקים הפיננסיים.

איור 3 : הציפיות והאינפלציה בפועל



7

המקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

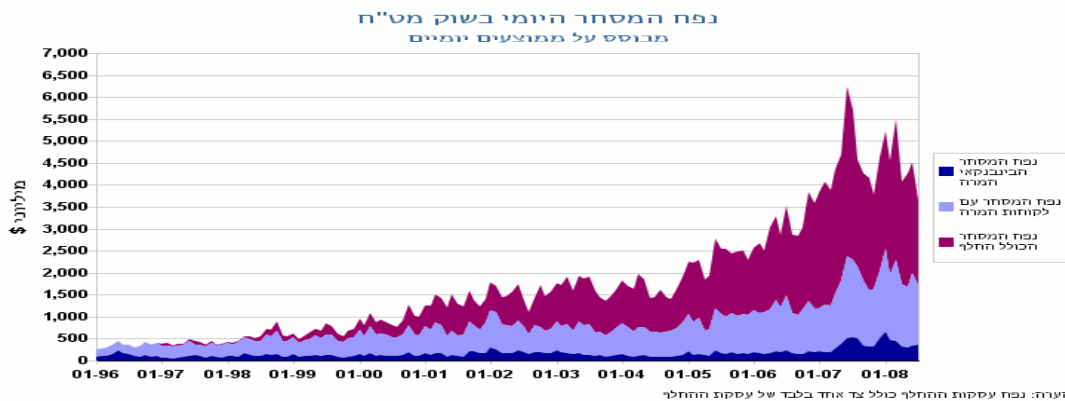
רפורמות לפיתוח השווקים הפיננסיים

אנו נמצאים בעיצומו של תהליך הדרגתי ומתמשך, שמטרתו היא הגדלת היעילות והתחרותיות של השווקים הפיננסיים - באמצעות חדשנות, פיזור וגיוון של הנכסים, תוך שמירת היציבות.

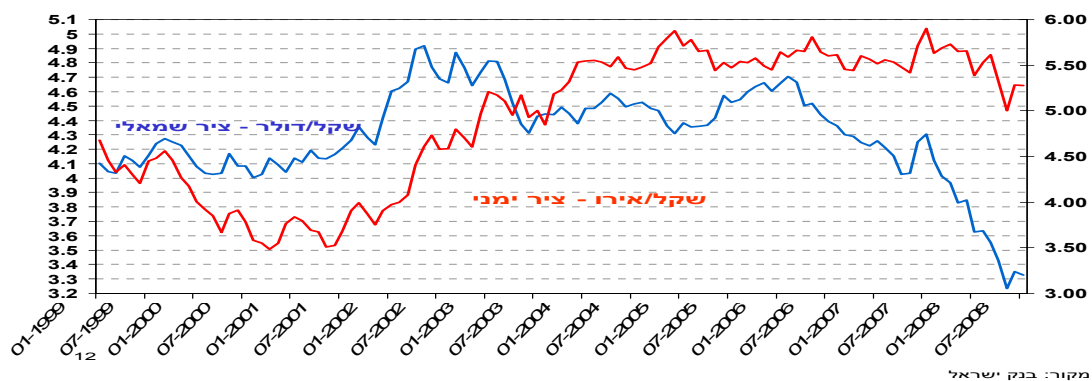
הרפורמות בשווקים, תחילתן **בשוק מטבע החוץ**. תהליך הליברליזציה בשוק זה החל בסוף שנות השמונים והגיע ב-2003 לליברליזציה כמעט מלאה. עוד בשנים 1997-1998 הופסקה למעשה התערבות בנק ישראל ביומיום של שוק מטבע החוץ. אי ההתערבות העמיקה את השוק: נפחי המסחר היומיומיים מגיעים היום ל-2 מיליארד דולרים, פי עשרה מאשר באמצע שנות התשעים. מעומק השוק נובעת גם התפתחותו של שער השקל; זאת משום שעיקר הלחץ, הן לפיחות השקל בתקופת האינפלציה – אז הוא הגיע כמעט ל-5 שקלים לדולר – והן להתחזקות הדרמטית שלו כעת, מקורו בתנועות ההון של ישראלים וזרים הפעילים בשוק.

לנוכח פעולות לא תקינות ביומיום של השקל – בניית מירווחי מסחר גדולים מאוד, לא תקינים, וצניחה מהירה שלהם, מתוך תחושה של אין-קונים – התערב בנק ישראל במסחר ב-13.3.2008, לראשונה לאחר 11 שנים. ואולם, מפני החשיבות הרבה שבתפקודו היעיל של השוק הקפיד הבנק שההתערבות תהיה מינימלית, כדי למזער את הפגיעה בפעילות השוק. הדברים אמורים גם בקניית הדולרים במסגרת בניית מלאי מטבע החוץ של המדינה.

איור 4 :



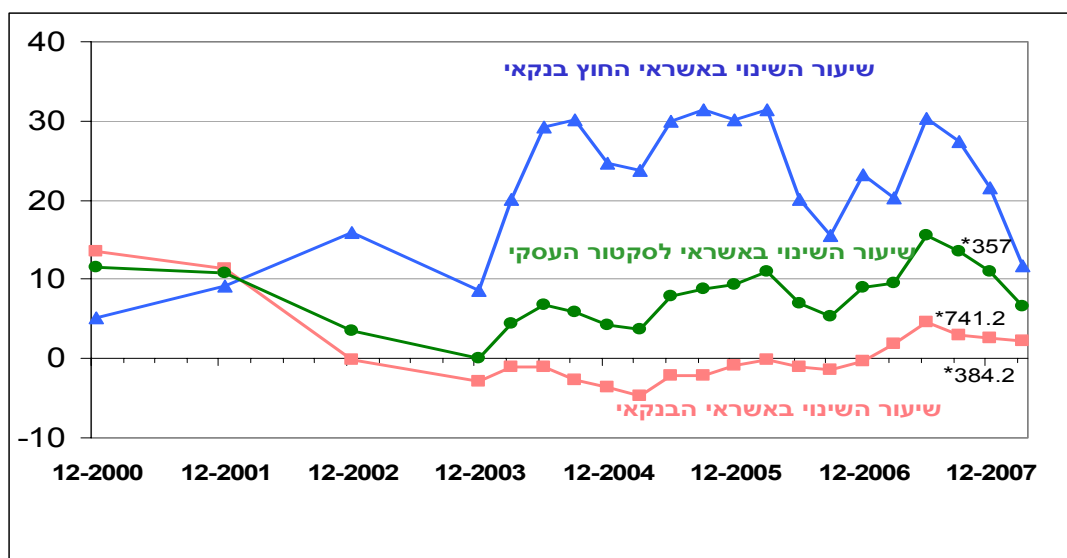
איור 5 : שערי חליפין שקל/דולר, שקל/אירו



רפורמה חשובה נוספת, **בשוק איגרות החוב הממשלתיות**, הופעלה בסתיו 2006, עם הכנסתם של עשרה גופים בין-לאומיים כעושי שוק – גופים שקיבלו על עצמם מחויבות לקנות ולמכור איגרות חוב במשך כל היום, דבר שהעמיק משמעותית את שוק איגרות החוב. רפורמות הופעלו גם בשוקי **החיסכון ארוך הטווח, הפנסיה, קופות הגמל והביטוח**, ובראשן **רפורמת בכר**.

שתי המטרות העיקריות של רפורמת בכר היו: (א) הקטנת הריכוזיות על ידי הוצאת ניהול החסכונות – קופות הגמל וקרנות הנאמנות – מהבנקים; (ב) מניעת ניגודי עניינים בבנקים על ידי הפרדת הייעוץ והשיווק מניהול החסכונות. כתוצאה מהרפורמה נותנים הבנקים היום רק 50% מהאשראי, לעומת 80%-90% לפני 8-10 שנים, והתחרות שנוצרה הורידה את מירווחי האשראי – תרומה משמעותית מאוד ליעילות השווקים.

איור 6: האשראי הבנקאי והחוץ בנקאי למגזר העסקי (שיעור השינוי באחוזים)



17

*היתרה במיליארדי שקלים, מארס 2008.

המקור: בנק ישראל.

המצב היום

ביזור המערכת הפיננסית הגדיל, כאמור, את פעילות האשראי מחוץ לבנקים, ומכאן החשיבות הרבה של **ההסדרה והפיקוח** על היציבות במתן אשראי חוץ-בנקאי. יחד עם זאת נותרה בבנקים מידה גבוהה מאוד של ריכוזיות – במיוחד בטיפול במשקי הבית ובקמעונאות. בעיה נוספת היא חוסר יעילות בתזרימי הכספים בשווקים הפיננסיים. על פיתוח השווקים הפיננסיים, בראייה לעתיד, מופקדת **ועדת אריאב**, שהקימו שר האוצר ונגיד בנק ישראל. במסגרת הוועדה הזאת אני אחראי לתת-הצוות המטפל במכשירים פיננסיים.

אחד הנושאים המרכזיים בתחום זה הוא **האיגוח, ובפרט איגוח משכנתאות**, הנמצא בעין הסערה של המשבר הנוכחי. הבנקים נותנים משכנתאות לציבור, תוך קביעת הריבית לכל פרט בהתחשב בסיכון שלו, התלוי בהכנסתו, במיקום הדירה הנרכשת ועוד. בכך נקבע תזרים מזומנים ל-10-20 שנה, המניב ריבית מסוימת. בתהליך האיגוח הבנקים מאגדים את תזרים המזומנים לניירות ערך ומוכרים אותם לציבור בשוק ההון; זאת תמורת מזומן, המאפשר להם להגדיל את נפח פעילותם בהעמדת משכנתאות נוספות.

האיגוח הפך לכלי מרכזי מאוד בשווקים הפיננסיים בעולם. בארה"ב החלו להשתמש בו בנקי המשכנתאות "פרדי מק" ו"פני מיי", הנמצאים עתה במוקד המשבר. כלי זה מופעל כיום בכמאה מדינות – כמעט בכל המדינות המפותחות ואף בחלק מהלא-מפותחות. בעוד שבארה"ב ובאירופה סך הנכסים המאוגחים מהווים כמחצית מנכסי האג"ח שאינם נכסים ממשלתיים, הרי בישראל איגוח הנכסים כמעט אפסי, וזאת מפאת העדר הסדרה מתאימה. הסדרת תחום זה מחייבת חקיקה והסדרה בנקאית, כן נדרשת התאמה של כללי המס.

איור 7: היקפי שוק האיגוח בעולם – ארה"ב ואירופה, טריליוני דולרים



מקור: Bank of England

24

במסגרת ועדת אריאב אנו מטפלים עתה, בשיתוף עם משרד המשפטים, בבניית מסגרת משפטית לאיגוח נכסים בכלל ולאיגוח משכנתאות בפרט. יחד עם הפיקוח על הבנקים אנו עובדים על בניית ההסדרה הפיקוחית, ועם רשות המסים – על ההחלטות בנושא המיסוי. כל זאת כדי להקטין את הסיכונים ולהבטיח יציבות בתחום זה.

חשיבות רבה בנושא האיגוח נודעת לשקיפות מלאה בדירוג החברות המאגחות. נדונה האפשרות לאפשר איגוח רק לגופים מפוקחים, כדי למנוע "loophole" כמו בארה"ב, שם גופים לא מפוקחים איגחו בצורה לא מבוקרת ולא שקופה וגרמו לחוסר מידע מהימן בשוק, שהוביל למשבר.

שוק חשוב נוסף הוא **שוק הכספים**, ובו **עסקות הריפו** – עסקות השאלה בין מוסדות פיננסיים, שמטרתן להוזיל את ניהול הכספים לגופים פיננסיים גדולים. בעסקת ריפו בעל נייר ערך מוכר אותו למשקיע תמורת מזומן, תוך התחייבות לחזור ולרכוש אותו בתאריך ובמחיר קבועים מראש. גם פיתוח שוק זה התעכב בגלל העדר תשתית משפטית שתבטיח כי פשיטת רגל של צד אחד לא תגרום נזק לצד האחר. על הרגולטורים השונים לעבוד יחד, ורשויות המס צריכות לתת הוראות מיסוי מתאימות. אנו נמצאים כיום בשלבים האחרונים של הסדרה זו. בנק ישראל כבר מנהל מכרזי ריפו מול הבנקים ומול מוסדות פיננסיים לא-בנקאיים, בריבית בנק ישראל. כן מתאפשר ריפו מעבר לדלפק (over the counter) בין גופים פיננסיים, ומסלקה לריפו בבורסה תתחיל לפעול בינואר 2009.

שני נושאים מרכזיים נוספים המקבלים ביטוי בעבודתה של ועדת אריאב הם רכישת קרנות נאמנות דרך האינטרנט וקרנות כספיות לתשלומים.

רכישת קרנות נאמנות באמצעות האינטרנט חוסכת את העמלות המשולמות לבנק. האינטרנט מאפשר ליצור מערכת תשלומים בטוחה ומוסדרת למוצר פרטי בפיקוח ציבורי. הלקוח יכול להיכנס לחשבון הבנק שלו, לקנות קרן נאמנות, ולאחר מכירתה להחזיר את הכסף רק לחשבון, כדי למנוע בעיות של הלבנת הון. פיתוחו של מוצר זה הוא בעיצומו: קיים אישור עקרוני לכך, ויש התקדמות בכל הקשור להוראות המפקח על הבנקים בנושא זה. האתר האינטרנטי יוקם על ידי "יובנק" בליווי הוועדה.

הקרנות הכספיות (money market funds) כבר יצאו לדרך בתחילת השנה, ובהצלחה די גדולה: כיום כבר מנוהלים בהן כ-18 מיליארד שקלים. המיוחד בקרנות אלו הוא רגולציה המגדירה ניירות ערך מסחריים וניירות ערך ממשלתיים לתקופה קצרה עם ביטחון רב – תחליף לפיקדון הנושא ריבית בשיעורה של ריבית בנק ישראל, 4%, לעומת 1%-1.5% על פיקדונות בבנקים. עתה אנו מטפלים במתן אפשרות למשוך מקרן זו באמצעות כרטיס אשראי – עניין לא פשוט, המחייב הסדרה קפדנית, למניעת בעיות של ביטחון והלבנת הון.

הפיקוח

המוסדות הפיננסיים בישראל מפוקחים על פי סוגיהם: הבנקים מפוקחים על ידי המפקח על הבנקים, המופקד על כל מערכות התשלומים במשק וממוקם בבנק ישראל; המפקח על הביטוח מופקד על הביטוח, על קופות הגמל ועל החיסכון הפנסיוני; הרשות לניירות ערך מפקחת על הבורסה – על הנפקת ניירות הערך בה, וכן על קרנות הנאמנות.

לעומת זאת אומרת הגישה המודרנית לפיקוח כי יש לפקח על המקורות לסיכון בשווקים, וכי הפיקוח צריך להיות אחיד לפי סוג הסיכון ולא לפי סוג המוסד המפוקח. הסיכונים ליציבות המערכת הפיננסית ולתשלומים (systemic risk) הם באחריותם של הבנקים המרכזיים – שכן הם מנפיקים את הכסף ומסדירים את מערכות התשלומים. לאחרונה חנך בנק ישראל מערכת לסליקה בזמן אמת - RTGS - שהוזילה את התשלומים במשק ושיפרה את הפעילות. שיפור זה הוא חשוב, במיוחד לנוכח המשבר העולמי, הנובע מבעיית נזילות.

הנושא השני שבאחריות הפיקוח על הבנקים הוא יציבות המוסדות הפיננסיים. זו תלויה בסיכונים שהם נוטלים – סיכוני האשראי והסיכונים בחיסכון. כך, אם קרן גמל הופכת תיק חיסכון לתיק שרובו מנייתי, יש לפקח עליו באותה צורה שמפקחים על חיסכון לפנסיה. אחידות צריכה לשרור גם בפיקוח על האשראי.

היום, כשהעולם עובר מפיקוח על פי מוסדות לפיקוח על פי פונקציות, ישנם שני מודלים מרכזיים:

א. המודל ההולנדי, שבו הבנק המרכזי מפקח על יציבות המערכת הפיננסית והמוסדות הפיננסיים, ואילו הרשות לניירות ערך מפקחת על ההתנהלות העסקית, כלומר מופקדת על טובת הצרכן – למשל על עמלות הבנקים.

ב. המודל האנגלי, שבו ניטל מהבנק המרכזי חלק מאחריות הפיקוח, והושאר בידיו רק הפיקוח על המערכת הפיננסית. לפיכך הקים הבנק המרכזי האנגלי בתוכו יחידה העוסקת רק ביציבות המערכת הפיננסית, ועליה לתאם את פעילותה עם הרשות לניירות ערך, ה-FSA, שהיא רשות פיקוח נפרדת, המופקדת על ההתנהלות העסקית ועל יציבות המוסדות הפיננסיים.

בעקבות בעיות שהתגלו במודל האנגלי – בתיאום בין הגופים המפקחים השונים – נוטים רבים לעבור למודל ההולנדי. אנו סבורים כי המודל ההולנדי הוא המתאים, בטווח הארוך, גם לישראל, וזאת משתי סיבות: ראשית, המשבר הנוכחי מדגיש את הצורך בקשר הדוק בין הגוף המפקח על יציבותם של המוסדות הפיננסיים לגוף האחראי למערכות התשלומים. שנית, המשק הישראלי הוא משק קטן. במשקים קטנים המערכות הפיננסיות מרוכזות הרבה יותר מאשר במשקים גדולים, ולכן הסיכון גדול יותר. במצב זה נודעת עדיפות למספר קטן של גופי רגולציה בעלי סמכויות רחבות.