

פרק ז'

שוקי הכספים וההון

במהלך המחצית הראשונה של השנה הואצו עליות המחירים והציפיות לאינפלציה, והם חרגו במידה ניכרת מיעד האינפלציה שנקבע על ידי הממשלה. בתגובה על כך, ובמטרה לפעול להשגת היעד, נקט בנק ישראל, במחצית השנייה של השנה, מדיניות מוניתרית מרסנת, וזאת על רקע המשך המדיניות הפיסקלית המרחיבה. כתוצאה מהריסון עליית המחירים ב-1996, 10.6 אחוזים, חרגה אך במעט מהגבול העליון של היעד, שנקבע לתחום של 8 עד 10 אחוזים – והציפיות לאינפלציה התמתנו במהירות. רמת הריבית הגבוהה באמצע השנה, על רקע גידולו של יבוא ההון לזמן ארוך, תרמה להאטת עלייתו של שער החליפין ב-1996, אשר היווה, לצד ההתמתנות בציפיות לאינפלציה, ערוץ מרכזי שדרכו פעלה המדיניות המוניתרית להאטת עלייתם של המחירים במחצית השנייה של השנה. אמצעי התשלום עלו בקצב המתיישב עם יעד האינפלציה ועם קצב הצמיחה.

מחירי איגרות החוב ירדו בחודשי הקיץ, במקביל למשיכות הגדולות מקופות הגמל, וכנראה גם בהשפעת תמהיל המדיניות הפיסקלית המרחיבה והמדיניות המוניתרית המרסנת. בנק ישראל הודיע, בשיתוף עם משרד האוצר, על פרישתה של "רשת ביטחון", שבמסגרתה הוא התחייב לרכוש איגרות חוב כדי למתן את הירידות במחיריהן. בשליש האחרון של השנה התאוששו מחיריהן של איגרות החוב, ותשואתן הריאלית הכוללת הייתה גבוהה יחסית לשנים האחרונות. גיוס ההון של החברות בבורסה המשיך להצטמצם, במקביל לירידה של מחירי המניות, ותהליך ההפרטה נעצר כמעט כליל. משקל הנכסים הלא צמודים בתוך הנכסים הפיננסים של הציבור עלה, וגם הרכוש הפיזי המשיך לגדול בקצב מרשים.

1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1996, במיוחד במחצית השנייה, נקט בנק ישראל מדיניות מוניתרית מרסנת במטרה לתרום להשגת יעד האינפלציה של הממשלה. עליית המחירים הסתכמה במעט יותר מ-10 אחוזים, חריגה קלה בלבד מהגבול העליון של היעד שנקבע בתחום של 8–10 אחוזים. הישג זה נרשם על רקע מדיניות פיסקלית מרחיבה, שחרגה במידה ניכרת מיעד הגירעון המקומי לשנת 1996.

באפריל ומאי 1996 נרשמו מדדי מחירים חריגים, לאחר שמאז השליש האחרון של 1995 היה קצב עלייתו של מדד המחירים לצרכן גבוה מיעד האינפלציה. גם הציפיות לאינפלציה¹ עלו משמעותית במהלך המחצית הראשונה של השנה. עד אפריל העלה בנק ישראל את

בשנת 1996 ננקטה
מדיניות מוניתרית מרסנת
במטרה להשיג את יעד
האינפלציה.

1 הציפיות לאינפלציה הנמדדות בשוק ההון, על פי הפרשי התשואות ברוטו בין נכסים צמודים ללא צמודים.

לוח ז'-1

אינדיקטורים מרכזיים לשוקי הכספים וההון

התשואה		התשואה	הריבית על	הריבית	סה"כ				
התשואה	הכוללת	הריאלית	האשראי	הממוצעת	האשראי				
התשואה	על אג"ח	לפדיון	השקלי	בהלוואה	האשראי				
הכוללת	מדינה	על אג"ח	הלא-צמוד	המוניטרית	החופשי	M3	M2	M1	
על מניות	צמודות	ל-10 שנים							
אחוזים, במונחים שנתיים					ממוצע לתקופה, אחוזי שינוי במונחים שנתיים				
מצטבר									
במהלך התקופה									
41.0	9.3	2.9	16.5	11.3	45	25	38	24	1993
-38.5	10.2	3.2	17.4	13.4	28	26	33	21	1994
14.8	9.4	4.3	20.2	15.5	26	25	35	8	1995
-3.2	13.5	4.5	20.7	16.1	22	27	27	15	1996
									1996
-35.2	14.0	4.3	19.6	14.8	22	25	25	14	I
2.5	14.5	4.3	20.5	16.0	25	26	17	15	II
-21.8	10.6	4.9	21.9	17.6	22	31	38	17	III
68.8	15.0	4.4	20.7	16.2	20	24	25	2	IV

הריבית בהלוואה המוניטרית² במידה מתונה, וכך נשחקה הריבית הריאלית לרמה נמוכה. במאי, ביוני וביוולי הועלתה הריבית בשיעורים גבוהים יותר, ובעלויות המחירים ובציפיות ניכרה התמתנות רבה. כתוצאה מכך עלתה הריבית הריאלית בהלוואה המוניטרית במידה ניכרת, לרמה של כ-6 אחוזים ביולי. בהמשך השנה הוריד בנק ישראל בהדרגה את הריבית הנומינלית, אך המשך התמתנות של הציפיות הותיר את הריבית הריאלית בהלוואה המוניטרית ברמה גבוהה של מעל חמישה אחוזים (לוחות ז'-נ' ו-3 רז'-2). בהעלאת הריבית במחצית השנייה של השנה תרמה אפוא המדיניות המוניטרית להיפוך המגמות במחירים ובציפיות באמצע 1996, וסייעה במניעת הסכנה של חריגת האינפלציה מהסביבה של 9-12 אחוזים, ששררה בשנים האחרונות. חריגה כזאת הייתה עלולה לערער את היציבות בשוקי הכספים וההון, ולהביא לפגיעה באמינותה של המדיניות המוניטרית ובדירוג הפיננסי של מדינת ישראל בשווקים הבינלאומיים.

רמת הריבית הגבוהה שנקבעה באמצע השנה, על רקע עלייה ביבוא ההון לזמן ארוך, תרמה ללחץ על שער החליפין, והוא ירד עד לתחתית הרצועה בספטמבר. כדי לתמוך בשער הסל ולמנוע חריגה מן הרצועה חידש בנק ישראל את התערבותו במסחר במטבע חוץ, ברכשו כמויות ניכרות של מטבע חוץ בספטמבר ובאוקטובר וכן בראשית 1997. זאת

במחצית השנייה של השנה
תרמה המדיניות
המוניטרית להיפוך
המגמות במחירים
ובציפיות לאינפלציה.

2 הריבית הממוצעת בהלוואה המוניטרית – במכרזים ובמכסות, במונחים אפקטיביים.

מפברואר עד אוגוסט 1996 נמנע בנק ישראל מהתערבות במסחר במטבע חוץ בתוך גבולות רצועת שער החליפין.	לאחר כשבעה חודשים, מאז פברואר 1996, שבהם נמנע הבנק מהתערבות במסחר במטבע חוץ בתוך גבולות רצועת שער החליפין. מדיניות זו שיקפה את התחזקות המגמה לאפשר לשער החליפין להגיב על כוחות השוק בתוך הרצועה. האטת עלייתו של שער החליפין ב-1996 ל-3.3 אחוזים בממוצע בלבד, ועמה התגובה המהירה של הציפיות לאינפלציה, היוו ככל הנראה ערוצים מרכזיים שדרכם פעלה המדיניות המוניתרית להאטת עלייתם של המחירים במחצית השנייה של השנה. עם זאת נראה שההאטה בשער החליפין הנומינלי תרמה גם לייסוף הריאלי של שער החליפין ב-1996, ייסוף אשר פעל לשחיקת רווחיותו של הסקטור היצרני הסחיר, ובמיוחד של היצוא. יש לציין כי לא ניתן לבודד את תרומת המדיניות המוניתרית לייסוף הריאלי של שער החליפין. זה הושפע בעיקר מעודף הביקושים המקומיים, שהובילו על ידי הגירעון הציבורי, ושיקף גם את האטת עלייתם של מחירי היבוא והיצוא בדולרים ואת העלייה ביבוא ההון לזמן ארוך.
עליית הריבית לוותה בהתמתנות עליית המחירים.	ההאטה החדה בעליות המחירים החלה כאמור ביוני 1996, כמעט סימולטנית עם העליות התלולות של הריבית הממוצעת בהלוואה המוניתרית בחודשים מאי עד יולי. על סמך ניסיון העבר מקובל להניח שהשפעת המדיניות המוניתרית על המחירים מתבטאת בפיגור של חודשים מספר ומתמצה רק כעבור יותר משנה. ייתכן שמהירות התגובה של המחירים למדיניות המוניתרית השנה נבעה מפעולתה של מדיניות זו דרך ערוץ שער החליפין, אשר שינויים בו עשויים להתבטא במהירות במדד המחירים לצרכן. גורם נוסף לתגובתם המהירה של המחירים על המדיניות טמון אולי בהשפעתה המהירה של זו על הציפיות לאינפלציה.
אמצעי התשלום עלו בקצב המתיישב עם קצב הצמיחה ועם יעד האינפלציה.	אמצעי התשלום (M1), שהקשר בין התפתחותם לבין תנודות בשיעור האינפלציה נחשב, על פי מחקרים, למובהק יותר מזה של המיצרפים המוניתריים האחרים (בהתחשב בפיגורי הזמן המתאימים), עלו ב-1996 בקצב יציב ומתון (15 אחוזים בממוצע), המתיישב עם קצב הצמיחה ויעד האינפלציה. עליית M2 (27 אחוזים) הואטה משמעותית ביחס ל-1995, אף כי נותרה גבוהה. שיעור עלייתו של M3 (27 אחוזים) דמה לשיעורה ב-1995. גידולו של האשראי החופשי (22 אחוזים) הואט לעומת 1995, במיוחד במחצית השנייה (לוחות ז'-נ'-1 ו-רז'-נ'-2).
גדלו היצע איגרות החוב הממשלתיות והיצע המק"ם.	בשוק ההון גדל היצע איגרות החוב שהנפיקה הממשלה למימון גירעונה, וכן היצע המק"ם שמכר בנק ישראל לצורך עיקור ההמרות וההזרמה הממשלתית. לעומת זאת ירד הערך הכולל של המניות, תוך ירידה בת 12 אחוזים של מחיריהן. התפתחות מחירי איגרות החוב לא הייתה אחידה במהלך השנה. הם ירדו בחודשי הקיץ, במקביל למשיכות הגדולות מקופות הגמל, וכנראה גם בהשפעת העלאות הריבית על ההלוואה המוניתרית בחודשים אלו – שחלקן היו לא צפויות. באווירת המשבר, שנוצרה סביב המשיכות מקופות הגמל, הודיעו משרד האוצר ובנק ישראל על פרישתה של "רשת ביטחון", שבמסגרתה התחייבו לרכוש איגרות חוב, כדי למתן את הירידות במחיריהן. בהמשך התאוששו מחירי איגרות החוב, ותשואתם הריאלית הכוללת נטו עמדה על 3 אחוזים – התשואה השנתית הגבוהה ביותר שרשם שוק איגרות החוב מאז 1992. נראה שצמצום הביקוש לאשראי תרם אף הוא לירידת הריביות הריאליות. גם התנודות בריביות בחו"ל – נטייתן לעלות במחצית הראשונה ולרדת בשנייה – השפיעו על שוק איגרות החוב המקומי. גיוס ההון של החברות בבורסה המשיך להצטמצם. תהליך ההפרטה נעצר כמעט כליל, והדבר תרם לגידול צורכי המימון של הממשלה ממקורות אחרים. השפעת המדיניות המוניתרית הורגשה בהרכב תיק הנכסים של הציבור. הציבור המשיך להגדיל את

השקעותיו הישירות הן – במידה רבה – בנכסים קצרים לא צמודים, והן בקרנות הפנסיה וביטוח החיים שעיקר השקעותיהן בנכסים מסובסדים לא סחירים; זאת תוך כדי משיכות מוגברות מקופות הגמל.

בשנת 1996 לא יוּשמו שינויים שיכלו להביא להקטנת העיוותים בשוק ההון. ההתפתחויות בשוק ההון הביאו להקמת "ועדת ברודט", במטרה להציע רפורמות לתיקון העיוותים. המלצותיה לא אומצו עד כה על ידי הממשלה. ההתפתחויות בשוק הכספים וההון, ובפרט המשיכות מקופות הגמל ועליית הריבית שנלוותה לגידול הגירעון הממשלתי, לא פגעו בגידולו של הרכוש הפיסי, וזה המשיך לגדול השנה בקצב מהיר.

גדלו ההשקעות בנכסים קצרים לא צמודים ובקרנות הפנסיה וביטוח החיים, תוך כדי משיכות מוגברות מקופות הגמל.

2. שוק הכספים

א. המדיניות המוניטרית

מטרתה העיקרית של המדיניות המוניטרית ב-1996 הייתה השגת יעד האינפלציה, שנקבע בידי הממשלה בתחום של 8-10 אחוזים. מדד המחירים חרג אך מעט מתחום זה. בנסיבות ששררו ב-1996, ובראשן הגירעון הציבורי והגירעון במאזן תשלומים, יש לראות בחריגה קלה זו התפתחות חיובית, שתרמה לביסוס אמינותה של המדיניות המוניטרית. זאת לאחר שחריגת עליית המחירים במחצית הראשונה של 1996 הצביעה על סכנה להאצת האינפלציה, ולאבדן ההישגים בתחום זה מאז 1992, דבר שהיה עלול לפגוע גם בדירוג הפיננסי של ישראל בשווקים הבינלאומיים. בשנת 1994 עמד יעד האינפלציה על 8 אחוזים, ולשנת 1997 נבחר יעד של 7-10 אחוזים. קצב עליות המחירים נותר ב-1996 בסביבה של כ-9 עד 12 אחוזים, שבה שהה בשנים האחרונות.

המדיניות המוניטרית הצליחה ב-1996 להביא לחריגה קלה בלבד מיעד האינפלציה.

על אף ההחלטות שנתקבלו לגבי יעדי האינפלציה בשנים האחרונות לא פעלה המדיניות הכלכלית בעקביות להשגת היעדים. המדיניות הפיסקלית בשנים האחרונות הייתה מרחיבה יותר ויותר, תוך חריגה ניכרת מיעד הגירעון הציבורי, במידה רבה בגלל העלאות השכר הניכרות בסקטור הציבורי מאז 1993, אשר הביאו להעברת התקציב הנוסף בסוף 1994. לעומת זאת פעלה המדיניות המוניטרית מאז 1994 לריסון לחצי המחירים על ידי העלאת הריבית הריאלית, עד לרמות גבוהות במיוחד בסוף 1994 ובתחילת 1995 וכן במחצית השנייה של 1996. בנחישותו להשגת יעד האינפלציה אותה הבנק המרכזי על תמהיל המדיניות הצפוי למשק בהעדר שינוי במדיניות הפיסקלית. כנגד זאת הביאה רמת הריבית הגבוהה יחסית לתשואה במטבע חוץ לזרימת הון קצר טווח למשק (דווקא כשיבוא ההון לזמן ארוך עלה אף הוא), וכך התפתחותן של יתרות מטבע החוץ לא חשפה את הבעייתיות במאזן התשלומים ביתר עוצמה ומוקדם יותר. אי השינוי בסביבת האינפלציה למרות המדיניות המוניטרית המרסנת יחסית שננקטה, על רקע מדיניות פיסקלית מרחיבה, מעיד על החשיבות הרבה של יצירת תמהיל מדיניות עקבי ומאוזן כדי להבטיח את השגת יעד האינפלציה במחיר סביר יותר למשק. המשך תמהיל המדיניות הנוכחי הוא בעייתי, משום שהוא יוצר לחצים מקרר-כלכליים ועלות למשק; את אלה היה ניתן להקטין בתמהיל של מדיניות פיסקלית מרחיבה פחות, שהיתה מאפשרת הקטנת מידת הריסון המוניטרי.

בשלוש השנים האחרונות הכלי העיקרי ביישום המדיניות המוניטרית הוא שיעור הריבית על המקורות השקליים השונים שבנק ישראל מעמיד לרשות המגזר הפרטי. בנק ישראל קובע את הריבית בראשית כל חודש נזילות בהתאם להתפתחויות בפועל ולהתפתחויות הצפויות בתחום הנומינלי והריאלי, ולהשלכותיהן על סביבת האינפלציה.

בשנים 1993 ו-1994 סביבת הריבית לא הייתה אחידה: במחצית הראשונה של 1993 רמת הריבית הריאלית הייתה נמוכה יחסית; לקראת סוף 1994, לנוכח ההאצה בעליות המחירים לצרכן ובציפיות לאינפלציה ועל רקע התרחבות הפעילות וירידת האבטלה, העלה בנק ישראל את הריבית הנומינלית במידה ניכרת, והריבית הריאלית עלתה מאוד. במהלך 1995 הותר מעט הרסן, עקב התמתנות ניכרת של עליות המחירים בפועל ושל האינפלציה הצפויה. בשליש האחרון של 1995 עלה קצב עלייתו של מדד המחירים לצרכן לכאחוז אחד בחודש, והציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון התייצבו על רמה דומה. בנק ישראל הגיב בהעלאה מתונה של הריבית לרמה של מעט פחות מ-15 אחוזים, בממוצע, וכך שררה בתחילת 1996 ריבית ריאלית נמוכה יחסית לממוצע 1995. בשליש הראשון של השנה הואצו עליות המחירים לרמה הגבוהה משמעותית מיעד האינפלציה, במיוחד באפריל ומאי, וגם האינפלציה הצפויה (כפי שנגזר משוק ההון) עלתה בשיעור ניכר מעבר ליעד האינפלציה. בתגובה על כך העלה בנק ישראל את הריבית בהלוואה המוניטרית באופן חד עד יולי 1996, לרמת השיא של תחילת 1995 – 18.4 אחוזים (אפקטיבית) (לוח ז'-3). במחצית השנייה של השנה התמתנו עליות המחירים למעט יותר ממחצית אחוז בחודש, והציפיות לאינפלציה התמתנו משמעותית. כתוצאה מהתמתנות זו ומן ההורדה ההדרגתית של הריבית הנומינלית על ידי בנק ישראל, נשארה הריבית הריאלית בהלוואה המוניטרית ברמה גבוהה של יותר מ-5 אחוזים. בין שתי מחציות השנה עלתה הריבית הריאלית הצפויה (על פי הציפיות ברוטו משוק ההון) במגזר השקלי הלא-צמוד בכשתי נקודות אחוז בממוצע. הריבית הריאלית הנגזרת מעליות המחירים לצרכן בדיעבד עלתה יותר – מכאחוז לכ-9 אחוזים בצד הזכות ומכ-5 אחוזים בצד החובה (לוח ז'-2).

הצמיחה הואטה מאוד מאז הרביע השני של 1996, לקצב של פחות מ-3 אחוזים במונחים שנתיים. בין הגורמים להאטה ניתן למנות את ההתקרבות לתעסוקה מלאה, בעיקר בענפים עתירי הידע, את השפעת האירועים הביטחוניים – במיוחד על יצוא התיירות – וכן את הייסוף הריאלי שהצטבר בשנתיים האחרונות. על רקע זה הגיעה הריבית הריאלית בהלוואה המוניטרית בדצמבר 1996 לרמה גבוהה של כ-6 אחוזים. נשאלת השאלה אם

במחצית השנייה לוותה
הורדת הריבית
בהתמתנות הציפיות
לאינפלציה, וכך לא
השתנתה הריבית
הריאלית.

לוח ז'-2

ריביות ריאליות במגזר השקלי הלא-צמוד, 1996 אחוזים

בניכוי הציפיות לאינפלציה ברוטו משוק ההון		בניכוי מדד המחירים לצרכן		הריבית הנומינלית	
מחצית א'	מחצית ב'	מחצית א'	מחצית ב'	מחצית א'	מחצית ב'
5.1	2.7	9.5	0.7	16.9	15.4
4.7	2.1	9.0	0.1	16.4	14.7
3.7	1.2	8.0	-0.7	15.2	13.7
9.1	6.8	13.7	4.8	21.3	20.0

תיבה ז'-1: עיקור תנועות הון בינלאומיות

בשנים האחרונות צמחה במשק הישראלי תופעה הנפוצה במדינות מוניטריות - עיקור תנועות הון אל המשק. במשטרי שער חליפין שונים, ובמיוחד בשער חליפין מנוהל (שער חליפין קבוע או בתחום נידוד), כשמופיעים כוחות ליבוא הון, הלוחצים על שער החליפין כלפי מטה, הבנק המרכזי נדרש לרכוש מטבע חוץ מן הציבור כדי למנוע את ירידת השער אל מתחת לתחום שנקבע לו על פי המשטר. לעיתים, משיקולים שונים, הבנק המרכזי מתערב במסחר גם אם אין סכנה מיידית לחריגת השער מהתחום שנקבע. המרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי מביאות לגידול של כמות הכסף במשק, ובכך פועלות לירידת הריבית ולהתגברות לחצים אינפלציוניים. כדי לשמור על הריבית ברמה הרצויה על פי שיקולי יעד האינפלציה, על הבנק המרכזי לפעול לעיקורן של המרות מטבע החוץ על ידי ספיגה של ההזרמות הנובעות מההמרות, וזו מביאה לגידולו של החוב הציבורי המקומי במטבע מקומי.

מאז 1994 פעלו במשק מספר כוחות ליבוא הון של הסקטור הפרטי (ראה פרק ו): עקב התגברות לחצים אינפלציוניים העלה בנק ישראל את הריבית הנומיןלית בהלוואה המוניטרית ב־1996, והיא הייתה בממוצע גבוהה ב־5 נקודות אחוז מאשר ב־1993, עלייה שהתרכזה בעיקר ב־1994 וב־1995. תהליך השלום תרם אף הוא להתגברותן של תנועות ההון ארוכות הטווח אל המשק. כל זאת על רקע ליברליזציה מתמשכת בפיקוח על מטבע חוץ, שהגבירה את רגישותן של תנועות ההון לפערי ריביות. כנגד זאת היו רמת הריבית הדולרית הגבוהה יחסית, לאחר עלייתה ב־1994, והגירעון המתרחב במאזן התשלומים אמורים להתבטא ברכישות מטבע חוץ של הסקטור הפרטי.

עד אמצע 1995 תמך בנק ישראל בהישארותו של שער החליפין קרוב לשער האמצע של הסל, באמצעות רכישות מטבע חוץ ניכרות מהסקטור הפרטי, תוך עיקור ההזרמות הנובעות מרכישות אלה. בהמשך איפשר הבנק תגובה חזקה יותר של שער החליפין על כוחות השוק, ומפברואר 1996 עד אוגוסט 1996 לא התערב במסחר כלל, כך שבתקופה זו לא התעורר צורך בעיקור נוסף. בסוף 1996 ובתחילת 1997 נדרש הבנק להתערב כדי למנוע את חריגת שער החליפין אל מתחת לרצועה. מסוף 1994 עד סוף 1996 רכש בנק ישראל מהסקטור הפרטי כ־8 מיליארדי דולרים, עיקרם ב־1995, ופעל לעיקור המרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי; זאת כדי למנוע גידול של כמות הכסף וירידת הריבית, לאפשר את השגת יעד האינפלציה ולמנוע סכנת פריצה משמעותית של האינפלציה, על רקע עודפי ביקוש ניכרים במשק, גירעונות ציבוריים ניכרים וירידת האבטלה. במקביל להתפתחויות אלה גדלה הזרמת הממשלה ב־1996 במידה ניכרת, ובנק ישראל פעל לקיומה.

הריבית הריאלית שנקבעה במחצית השנייה של 1996 כדי להשיג את יעד האינפלציה, תצליח, על רקע החריגה הפיסקלית הניכרת, להביא להאטת האינפלציה תוך התמתנות

תיבה ז'-2: עלות העיקור

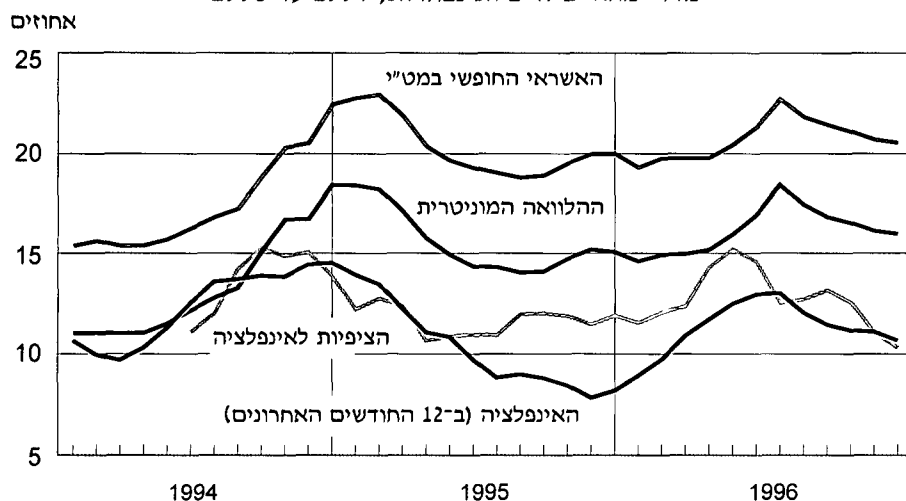
לעיקור עלול להיות מחיר תקציבי (quasi-fiscal cost), משום שלעיתים קרובות התשואה על היתרות המצטברות בבנק ישראל קטנה מעלות הריבית השקלית שהבנק משלם על החוב השקלי המקומי שמוגדל לצורך העיקור. עם זאת יש לזכור כי פעולת העיקור נדרשת למניעת עלייה של כמות הכסף ולירידת ריבית, העלויות להביא להתגברות הלחצים האינפלציוניים ולחריגת האינפלציה מיעדה; לכן העלות התקציבית של העיקור היא רק סעיף אחד בעלות הכוללת, הישירה והאלטרנטיבית, של העיקור. קירוב גס לעלות התקציבית של העיקור הוא מכפלת סכום העיקור המצטבר והפער בין סכום שיפוע הרצועה והריבית בחו"ל (כ"1 עד 12 אחוזים בשנתיים האחרונות) לבין הריבית בהלוואה המוניטרית (שעמדה בממוצע על כ"15.5 אחוזים; לוח ז'-3). העלות המתקבלת היא כ"1.3-1.5 מיליארדי ש"ח לשנה. עלות העיקור בפועל תלויה בתוואי המדויק של שערי החליפין והריבית שבו מתערב בנק ישראל. אומדן אחר לעלות העיקור מתקבל מהמאזנים השנתיים של הבנק. רווחי בנק ישראל עמדו בשנים 1992 עד 1994 על כשני מיליארדי ש"ח בממוצע במחירי דצמבר 1995. ב"1995 עלו רווחי בנק ישראל, משום ששער הסל סיים את השנה קרוב יחסית לשער האמצע, ומשום שהעלאת הריבית בסוף 1994 הביאה להכנסות ניכרות מההלוואה המוניטרית ב"1995, לפני הצטמקותה. ב"1996 ירדו רווחי בנק ישראל ביותר מ"2 מיליארדי ש"ח לעומת ממוצע 1992 עד 1994 (במחירי דצמבר 1995). בניכוי גורמים שאינם קשורים ישירות למדיניות המוניטרית מתקבלת ירידה קטנה יותר ברווחי בנק ישראל: כ"0.8-1.3 מיליארדי ש"ח ב"1996 לעומת ממוצע 1992 עד 1994. אומדנים אלו מלמדים כי העלות השנתית הכרוכה בהמשך מימון העיקור שנצבר עד כה היא כרבע עד מחצית אחוז תוצר. מובן ששינויים בשערי החליפין או בפערי התשואות ישפיעו על עלות זו, ובתנאים מסוימים יכול העיקור אף להביא לרווחים לבנק ישראל בסיכומם של התהליך. יש לציין כי תהליך העיקור הוא תהליך המעצים את עצמו, משום שתשלומי הריבית על החוב הגדל מהווים הזרמה לבסיס הכסף. כדי למנוע גידול של כמות הכסף על בנק ישראל לקזז הזרמות אלו על ידי הגדלה נוספת של החוב הציבורי המקומי השקלי. כמו כן, מניעת ירידתה של הריבית והתמיכה בשער החליפין אינן מאפשרות סגירה מהירה של פערי התשואות, שהייתה פועלת להאטת יבוא ההון.

קצב הצמיחה המהיר ששרר בשנים האחרונות, ללא גלישה להאטה חריפה יותר. שאלה זו רלוונטית בעיקר לאור ההחלטות שהתקבלו סביב תקציב הממשלה ל"1997, אשר אמורות להביא לירידה בגירעון הממשלתי. הרפיית יתר של הריסון המוניטרי לצד אי ביצוע של החלטת הקיצוץ בגירעון, כפי שמסתמן בראשית 1997, יביאו להתחזקות הלחצים האינפלציוניים ולהמשך הבעייתיות במאזן התשלומים.

כמו במחצית השנייה של 1996, גם בראשית 1995 עמדה הריבית הריאלית על רמה גבוהה, ששיקפה הורדת ריבית הדרגתית בצד האטה חדה בציפיות לאינפלציה ובמחירים.

דיאגרמה ז'-1

מדדי מחירים וריביות נבחרות, 1994 עד 1996



נראה כי תגובת בנק ישראל על התפתחות סביבת האינפלציה מאופיינת באי סימטריה: התגובה על חריגות כלפי מעלה מיעד האינפלציה חזקה מן התגובה על התמתנות בסביבת האינפלציה. הפעולה התקיפה נגד לחצי מחירים מגבירה את אמינותו של עושה המדיניות, וההרפיה ההדרגתית של הריסון בהמשך מבססת הישג זה. יתר על כן, לנוכח החשש להתפרצות אינפלציונית – חשש הנטוע גם בניסיון העבר הלא רחוק במשק הישראלי – מתבקשת מדיניות תקיפה במיוחד כנגד סטיות כלפי מעלה של סביבת האינפלציה. אולם ייתכן כי בתקופות מסוימות אופיין של תגובות אלו משפיע על רמתה הממוצעת של הריבית הריאלית.

מאז הנהגת רצועת שער החליפין האלכסונית ועד אמצע 1995 ניהל בנק ישראל את שער החליפין קרוב יחסית לשער האמצע של הרצועה. ביוני 1995 הורחבה רצועת שער החליפין מ-5 ל-7 אחוזים מכל צד של שער האמצע. מאז חלו שינויים משמעותיים בניהול שער החליפין בתוך הרצועה, ובנק ישראל איפשר לשער הסל לנוע בתחום גדל והולך בין גבולותיה. שינוי מדיניות זה משקף שינוי במעמדו של שער החליפין ככלי מדיניות מוניטרית: עד 1994 נתפס שער החליפין כעוגן הנומינלי המרכזי במשק, ואילו הריבית נקבעה ברמה שתסייע לייצב עוגן זה; מ-1994 הפכה הריבית לכלי הדומיננטי, ומאז הרחבת הרצועה התפתחות שער החליפין בתוך הרצועה נגזרת במידה רבה ממדיניות הריבית, ולא להפך. במדיניות פיסקלית נתונה, ייתכן שבמצבים מסוימים יתפתח מתח בין ניהול מדיניות ריבית אקטיבית להשגת יעד אינפלציה, מצד אחד, לבין התנהגות שער החליפין במסגרת של רצועה: ניהול שער החליפין ברצועה יוצר מגבלות על רמת הריבית השקלית, אשר חריגה מהן מביאה ליבוא הון ניכר למשק ולהגדלת כמות הכסף. תנאים אלה משקפים מצב שבו שואפים להשיג שתי מטרות – יעד אינפלציה מחד גיסא וקצב פחות התואם את רצועת שער החליפין מאידך – באמצעות כלי מדיניות אחד בלבד, הריבית. מאז העלאות הריבית הניכרות של סוף 1994 חרגה בדיעבד התשואה השקלית במידה משמעותית מהתשואה במטבע חוץ. במשך שנת 1996 כולה הייתה התשואה השקלית הלא צמודה גבוהה מסכום

התפתחות שער החליפין בתוך הרצועה הושפעה במידה רבה ממדיניות הריבית.

מאז העלאות הריבית של סוף 1994 חרגה בדיעבד התשואה השקלית מהתשואה במטבע חוץ.

לוח ז'-3

ריביות בשקלים ובמטבע חוץ, בפיקדונות ובאשראי, במונחי שקלים, 1996
אחוזים, במונחים שנתיים

1996		
מחצית א'	מחצית ב'	
14.7	16.4	התשואה לפדיון על מק"ם לחודש
13.7	15.3	ריבית הפז"ק
		הריבית בפיקדונות דולריים בבנקים מקומיים בתוספת:
14.1	6.2	פיחות הדולר במהלך התקופה
11.1	11.2	שיפוע רצועת שער החליפין
15.9	18.3	הפער משער האמצע ושיפוע הרצועה
20.0	21.3	הריבית באשראי השקלי הלא-צמוד
		הריבית באשראי הדולרי מבנקים מקומיים בתוספת:
16.2	8.0	פיחות הדולר במהלך התקופה
13.1	13.1	שיפוע רצועת שער החליפין
18.0	20.3	הפער משער האמצע ושיפוע הרצועה

שיפוע הרצועה והריבית הנקובה במטבע חוץ – המהווה אומדן לתשואה הצפויה במטבע חוץ; זאת ברצועת שער חליפין אמינה, כששער החליפין מנוהל קרוב לאמצע הרצועה (לוח ז'-3). הרחבת הרצועה ב-1995 והימנעות בנק ישראל מהתערבות במסחר במטבע חוץ בתוך גבולות הרצועה ב-1996 פעלו להגדלת סיכון שער החליפין, אשר מקטינה את התמריץ ליבוא הון (לפער תשואות נתון).

באומדן התשואה (הצפויה) במטבע חוץ באמצעות פיחות הסל בפועל, מתקבל כי היא הייתה דומה לתשואה השקלית במחצית הראשונה של השנה, וכי במחצית השנייה היה פער תשואות ניכר לטובת השקל. לעומת זאת, אם באומדן התשואה במטבע חוץ מביאים בחשבון את שיפוע הרצועה ואת הפער בין סל המטבעות לשער האמצע, מתקבל כי התשואה והעלות השקליות היו דומות לתשואה ולעלות במטבע חוץ.

בשנים האחרונות יש משום הגמשה הדרגתית של משטר שער החליפין. למשטר כזה יתרונות ברורים מבחינת מרחב התמרון ויכולת המיצוי שהוא מקנה למדיניות המוניטרית לפעול להשגת יעדי האינפלציה. עם זאת המשק הישראלי הוא משק קטן, שבו הפעילות הכלכלית נשענת במידה רבה על סחר החוץ ובפרט על היצוא, ולכן חשיפתו ליתר תנודתיות של שער החליפין עלולה להגדיל את אי הוודאות והסיכון במגזרים נרחבים בסקטור העסקי ולהביא לפגיעה בהם (גם אם קיימים מכשירים פיננסיים המאפשרים לסקטור העסקי להגן על עצמו חלקית מפני סיכונים אלו). משטר הרצועה האלבסונית נועד במקורו לתת תשובה גם לבעיות אלו. הניסיון בשנת 1994, שבה חרגה האינפלציה מיעדה בשיעור ניכר, למרות קצב פיחות התואם את שיפוע הרצועה, הראה שלא תמיד יכולה רצועת שער החליפין להבטיח עליית מחירים בקצב מסוים, במיוחד כשפועלים כוחות חזקים לייסוף ריאלי.

ב. השפעות המדיניות המוניטרית

השימוש האקטיבי בריבית פועל עקרונית להשגת יעד האינפלציה במספר ערוצים. באמצעות הריבית שולט בנק ישראל על התפתחות אמצעי התשלום במשק. עלייה בלתי מבוקרת של כמות הכסף עלולה להביא לעליית האינפלציה, ומכאן שאינדיקטור או יעד ביניים חשוב של הבנק המרכזי צריך להיות שמירה על התפתחות נכונה של כמות הכסף, תוך התחשבות ביעד האינפלציה והגידול בפעילות הכלכלית. מקובל בישראל לזהות את כמות הכסף עם אמצעי התשלום (M1) במשק. במהלך 1996 נרשם גידול מתון של כ-12 אחוזים באמצעי התשלום, ובכך תרמה המדיניות להשגת יעד האינפלציה. (לוח ז'-נ'-1). ניתן לקשור בין שינויים במגמת אמצעי התשלום ובעליית מדד המחירים לצרכן בנקודות תפנית משמעותיות בשנים האחרונות: האצת המחירים ב-1994, לאחר ההתרחבות המהירה של אמצעי התשלום במחצית השנייה של 1993, ההאטה החדה במחירים בראשית 1995, לאחר ירידה באמצעי התשלום בסוף 1994, והאצת המחירים בשליש האחרון של 1995 ובראשית 1996, לאחר ההאצה באמצעי התשלום ברביע השני והשלישי של 1995. עם זאת נראה, שהתפנית שחלה בעליות המחירים במחצית השנייה של השנה אינה קשורה בהתפתחויות קודמות לה באמצעי התשלום. ואמנם לא ניתן לצפות לקשר פשוט ויציב בין התפתחות אמצעי התשלום לבין התפתחות המחירים והפעילות, במיוחד בשנים שבהן נרשמות תנודות חריפות ברמת הריבית במשק. כך, למשל, בשנים 1995 ו-1996 עלו אמצעי התשלום בממוצע בכמה חציית מקצב עלייתם בשנים 1993 ו-1994, וקצב הצמיחה גבר – אך בעליית מדד המחירים לצרכן הממוצעת לא נרשם שינוי מהותי בין התקופות.

באמצעות הריבית משפיע בנק ישראל על התפתחות אמצעי התשלום.

ערוץ נוסף להשפעת הריבית על המחירים הוא ההשפעה הממתנת של העלאת הריבית על הביקושים במשק, ובמיוחד על ההשקעות. עודפי ביקוש במשק עלולים ליצור לחצי מחירים, ומיתונם של עודפי הביקוש פועל לבלימת לחצים אלו. ב-1996 אכן נרשמה האטה בקצב עלייתם של השימושים המקומיים, בעיקר של הצריכה הפרטית וההשקעות, בהמשך להאטה בהם ב-1995. עם זאת, התוצר המקומי הגולמי הואט ב-1996, בממוצע, מעט יותר מהשימושים המקומיים, כך שעודפי הביקוש במשק לא הצטמצמו ואף התרחבו מעט.

על אף עליית הריבית ב-1996, לא הצטמצמו עודפי הביקוש במשק, ואף התרחבו מעט.

המדיניות המוניטרית משפיעה על האינפלציה גם בפעולתה על הציפיות לאינפלציה. מדיניות מוניטרית נחושה להשגת יעדיה המוצהרים מגבירה את אמינותם של אלה בעיני הציבור. כשהציבור מפנים את יעד האינפלציה המוצהר ומביא אותו בחשבון בהחלטותיו הכלכליות, הסיכוי שהוא אכן יושג גדול יותר. חשיבות ההשפעה על ציפיות הציבור גדולה במיוחד במשק שידע התפרצות היפראינפלציונית בעבר. במחצית הראשונה של 1996, ובמיוחד בחודשים אפריל ומאי, עלו הציפיות לאינפלציה (על פי שוק ההון) בשיעור חד של עד 3.5 נקודות אחוז (לוח ז'-נ'-3). עליית ציפיות זו התלוותה לעליות תלולות של המחירים לצרכן בחודשים אלו, לפיחות מהיר יחסית בשער הסל, להמשך גידולו של גירעון הממשלה ולאווירת אי-הודאות טרם הבחירות. במחצית השנייה של השנה, לאחר העלאה חדה של רמת הריבית, והכרזות בדבר קיצוץ תקציבי משמעותי ב-1997, התמתנו הציפיות במהירות וחזרו לרמה של סוף 1995 ותחילת 1996, ואף למטה ממנה. נראה אפוא שהעלאות הריבית באמצע השנה בלמו חריגה של הציפיות לאינפלציה ותרמו לירידתן במחצית השנייה של השנה.

העלאות הריבית באמצע השנה תרמו לירידת הציפיות לאינפלציה במחצית השנייה של השנה.

ערוץ חשוב שבו פועלת המדיניות המוניטרית הוא השפעתה על שער החליפין. כששער החליפין אינו קבוע פועלת עליית הריבית במטבע מקומי – כשיתר התנאים זהים – להאטת

תיבה ז'-3: כלי מדיניות מוניטריים

לצורך עיקורן של המרות מטבע החוץ הסתייע בנק ישראל במספר כלים מוניטריים, שאחדים מהם הונהגו לראשונה לצורך העיקור. ב־1995 בוצע מרבית העיקור על ידי הקטנת היקף ההלוואה המוניטרית לציבור, שעמדה על רמה גבוהה ביותר בסוף 1994, ומכירת מק"ם לציבור. כן הונהג ב־1995 מכשיר מוניטרי נוסף – ההחלף (SWAP). ב־1996 הונהג כלי חדש, מכרז פיקדונות שקליים לבנקים המסחריים, המתחרים על גובה הריבית שהם דורשים מבנק ישראל על פיקדונות שהם מפקידים אצלו, במסגרת המכרז, לתקופה של שלושה חודשים. (לוח ז'-4). האפיון העיקרי של הכלים המוניטריים האמורים הוא, שכולם כרוכים בעלויות מימון המוטלות על הסקטור הציבורי. למדיניות מוניטרית כלי ספיגה פוטנציאלי נוסף, שלא נוצל עד כה – העלאה של דרישת הנזילות כנגד פיקדונות הציבור בבנקים. יתרון מרכזי של כלי זה הוא שלא כרוכה בו עלות מימון ישירה. ואולם העלאת דרישות הנזילות פועלת לגידולו של פער הריביות השקלי – בניגוד למגמת הליברליזציה במגזר הלא צמוד בעשור האחרון – תוך ירידה של ריבית הזכות למפקידים מן הציבור. מלבד זאת הכלי אינו ניתן להפעלה רטרואקטיבית על פיקדונות, ויכולת הגיוס במסגרתו מוגבלת.

הבעיה המהותית שבפניה ניצב בנק ישראל בשאלת עיקור השפעות מרחיבות על בסיס הכסף אינה בעיית מחסור בכלים. עקרונית ניתן, למשל, להמשיך ולהציע פיקדונות לבנקים המסחריים, ואף לגוון את טווחי הזמן של הפיקדונות ולספוג כמויות נוספות כדי לשמור על שיעור הריבית הדרוש. הבעיה היא בעיה כלכלית – עלות המימון של העיקור. בנק ישראל נקלע ב־1996 להפסדים, לאחר שנים רבות של רווחים. כדי שיוכל להתמיד ולעמוד בעלות העיקור (ובהנחה שאין שינוי יסודי בתמהיל המדיניות) יש להעמיד לרשותו את המקורות הנדרשים למימון העיקור – או, לחלופין, לאפשר הגמשה נוספת במשטר שער החליפין. זאת במיוחד במצב שבו שער החליפין צמוד לגבול התחתון של הרצועה, ובנק ישראל רוכש מטבע חוץ בהיקף ניכר כדי להגן על הרצועה.

ירידתו של שער החליפין לתחתית הרצועה הוותה גורם מרכזי בהאטת עליות המחירים במחצית השנייה של השנה.

שיעור השינוי בשער החליפין הנומינלי. האטת שער החליפין פועלת להאטת מחירי המוצרים הסחירים, ובכך משפיעה במהירות יחסית גם על קצב עליית המחירים הכללית (במיוחד במשק שבו היקף סחר החוץ גדול). שער החליפין משפיע גם על מחירי הדיור, הנקובים במקרים רבים בדולרים, אף כי השפעה זו היא קצרת טווח בעיקרה, שכן המחיר היחסי של הדיור בטווח הבינוני והארוך אינו מושפע משער החליפין. נראה כי הירידה התלולה של שער החליפין לתחתית הרצועה במחצית השנייה של השנה, שהביאה להתמתנות קצב הפיחות עד לשיעור ממוצע של 3.3 אחוזים בלבד מול סל המטבעות ב־1996, תרמה את התרומה המרכזית להאטת עליות המחירים במחצית זו; בכך סייעה מדיניות שער החליפין להשגת חריגה זעירה בלבד של האינפלציה מיעדה ב־1996. אולם למדיניות שער חליפין זו היה ככל הנראה גם מחיר: מחמת קשיחויות ואינרציה בשכר

ובמחירים, תורמת האטת שער החליפין הנומינלי בטווח הקצר לייסוף ריאלי, וזה פוגע, בטווח הקצר, ברווחיות היצוא ומגביר את כדאיות היבוא. ב-1996 נרשם ייסוף ריאלי ניכר על פי מרבית המדדים. עם זאת יש לציין כי הייסוף הריאלי מבטא השפעה של גורמים רבים – בהם עודפי הביקוש במשק, החריגה הניכרת מיעד הגירעון הממשלתי ויבוא ההון לזמן ארוך – והאטת שער החליפין הנומינלי היא רק אחד מהם. (ראה פרק ב').

אחת ההשפעות של רמת הריבית השקלית הלא-צמודה הגבוהה יחסית בשנתיים האחרונות (בצד מניעת חריגות מסביבת יעד האינפלציה) היא פעולתה להנזלת תיק הנכסים של הציבור. הנזלת התיק באה לידי ביטוי למשל בגידול המהיר מאוד של הפיקדונות השקליים ב-1994 ו-1995 ביחס לגידול סך הנכסים הכספיים שבידי הציבור. עליית הביקוש לנכסים שקליים לא-צמודים נובעת גם מהתייצבותן של האינפלציה והאינפלציה הצפויה מאז 1992 על רמה נמוכה יחסית לשנים קודמות. הנזלת התיק נמשכה גם ב-1996, אמנם בקצב איטי יותר. גם גל הפדיונות הנמשכים בקופות הגמל משקף בחלקו את תופעת ההנזלה. תופעה זו עלולה להגדיל את רגישות תיק הנכסים של הציבור לשינויים במחירים יחסיים או בציפיות הציבור לגבי התפתחויות בתחום הפיננסי והריאלי, ורגישות כזאת עלולה להגביר את השפעתם של זעזועים שונים על המשק. עם זאת, יציבותו של תיק הנכסים הכספיים של הציבור תלויה גם ברמתה ויציבותה של האינפלציה, ומכאן שהמדיניות המוניטרית המרסנת, בפעולתה להשגת יעד האינפלציה, תרמה מבחינה זו ליציבות תיק הנכסים הפיננסי של הציבור.

המדיניות המוניטרית והתמתנות האינפלציה הביאו לגידול חלקם של הנכסים הנזילים בתיק הנכסים.

ג. המיצרפים הכספיים

בסיס הכסף גדל ב-1996 ב-3.8 מיליארדי ש"ח (לוח ז'-נ'-4). חלק ניכר מהגידול התרכז בימים האחרונים של 1996. גידול בסיס הכסף נבע בראש וראשונה מהורמה ממשלתית גדולה ביחס לשנים האחרונות, שהחריפה מאוד בדצמבר. המרות מטבע החוץ תרמו גם הן לגידול בסיס הכסף. כנגד זאת ספג בנק ישראל חלק ניכר מהורמות אלו, באמצעות הקטנת ההלוואה המוניטרית, מכרו פיקדונות לבנקים ומכירת מק"ם. ממוצע בסיס הכסף בחודש דצמבר 1996 עלה ב-20 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד (לוח ז'-נ'-1).

בסיס הכסף גדל ב-1996 ב-3.8 מיליארדי ש"ח.

אמצעי התשלום עלו במשך שנת 1996 ב-12 אחוזים ובממוצע ב-15 אחוזים. (לוח ז'-נ'-1). עליית אמצעי התשלום מתיישבת עם קצב האינפלציה (11 אחוזים) ועם קצב הצמיחה (4-5 אחוזים) ב-1996, המהווים מעין מדד של הפעילות הנומינלית, וכשלעצמה היא אינה מצביעה על ריסון מוניטרי חריף. אשר להתפתחות במהלך השנה, אמצעי התשלום עלו ברביע הראשון, לצד שחיקת הריבית הריאלית על הנכסים הלא-צמודים; עלייתם הואטה במשך הרביע השני, האטה המשקפת בחלקה עלייה של הריבית הנומינלית ובחלקה, כנראה, התגברות אידוודאות וציפיות לפיחות סביב מועד הבחירות. ברביע השלישי הואצו שוב אמצעי התשלום, מסיבות עונתיות, וכנראה גם עקב התפוגגות הציפיות למהלך כלכלי משולב, אשר הביאה לירידה בציפיות לפיחות. ברביע הרביעי ירדו אמצעי התשלום – במידה רבה כתיקון לעלייה העונתית ברביע השלישי ובהשפעת הריבית הריאלית, שנותרה גבוהה למרות הורדת הריבית הנומינלית במהלך הרביע.

עליית אמצעי התשלום ב-15 אחוזים בממוצע, כשלעצמה, אינה מצביעה על ריסון מוניטרי חריף.

הפז"ק, פיקדונות שקליים לתקופה שעד שנה, עלו במהלך 1996 ב-37 אחוזים, קצב מהיר הרבה יותר מזה של אמצעי התשלום, אף כי עליית הפז"ק הואטה ביחס לשנים קודמות (לוח ז'-נ'-1). ב-75 אחוזים מהפז"ק הם לטווח של עד שלושה חודשים. גידולם של פיקדונות אלו בשנתיים האחרונות מהיר מזה של שאר הפז"ק עד שנה, ומכאן שנוילות

הפוז'ק גדלה בתקופה זו. עליית הפוז'ק הואטה מעט ברביעים השני והרביעי, כנראה עקב העלייה האמורה בציפיות לפיחות, והואצה ברביעים הראשון והשלישי, עקב ירידת הציפיות לפיחות ברביעים אלו ורמתה הגבוהה של הריבית השקלית הלא-צמודה ברביעי השלישי.

M2 עלה במהלך השנה בקצב של 26 אחוזים.

M2, סך הנכסים השקליים הלא-צמודים לטווח של עד שנה, עלה במהלך 1996 בכ-26 אחוזים, האטה ניכרת ביחס ל-1995 (לוח ז'-נ'-1). ההתפתחות הרבעונית דומה להתפתחות הפוז'ק, המתוארת לעיל. האטת M2 השנה נובעת משתי סיבות. בגלל הופעת שני הגלים האמורים של ציפיות לפיחות, סביב הבחירות באמצע השנה ולפני העברת התקציב ל-1997, הייתה התשואה הצפויה במטבע חוץ גבוהה בממוצע יחסית ל-1995. באותו כיוון פעל שינוי המדיניות, שהתבטא ביציאה כמעט מוחלטת של בנק ישראל משוק מטבע החוץ במשך מרבית השנה והביא להפחתה ניכרת של המרות מטבע החוץ. כך קטן היצע הפיקדונות השקליים של הציבור, ופחת הצורך במכירת מק"ם לציבור. (המק"ם כלול ב-M2).

בראשית 1995 הוצעו לציבור לראשונה פיקדונות לא-צמודים לטווח ארוך משנה בבנקים המסחריים. יתרתם של פיקדונות אלה צומחת במהירות רבה מאז הנהגתם, והיא הגיעה ליותר מ-8 מיליארדי ש"ח בסוף 1996. עלייתם המהירה משקפת הן את רמתה הגבוהה יחסית של הריבית השקלית, והן תהליך התאמה של נכס כספי חדש עד שהוא מגיע למלאי של "שיווי משקל". צמיחתם המהירה של פיקדונות לטווח ארוך יחסית, שאינם צמודים, מבטאת גם הסתגלות של הציבור לסביבת האינפלציה החדשה שנוצרה מאז 1992, ובמלים אחרות – את ירידת פרמיית הסיכון הנדרשת על נכס לא-צמוד. מצד ההיצע, הגדלת מימון הגירעון הממשלתי באמצעות איגרות חוב לא-צמודות לטווח שמעל שנה מאפשרת לבנקים להציע פיקדונות מעין אלו ולהתכסות בגינם באיגרות החוב.

הפיקדונות הצמודים למטבע חוץ והנקובים במטבע חוץ עלו השנה בקצב מהיר יחסית לשנים האחרונות.

הפיקדונות הצמודים למטבע חוץ והנקובים במטבע חוץ עלו השנה בקצב מהיר מאוד לעומת 1993 עד 1995, במיוחד ברביעי השני של השנה, כתוצאה מגלי הציפיות לפיחות. M3, שהוא סכום M2 והפיקדונות הצמודים למטבע חוץ והנקובים במטבע חוץ, עלה בקצב זהה לעלייתו ב-1995 (לוח ז'-נ'-1). יש לציין כי בממוצע שנתי לא השתנה קצב עלייתו של מיצרף זה בארבע השנים האחרונות (25, 26, 25 ו-26 אחוזים, בהתאמה, מאז 1993), ויציבותו באותן שנים בולטת לעומת התנודות החריפות באמצעי התשלום, ובמידה פחותה יותר ב-M2.

ה. האשראי

פתיחותו של המשק לתנועות הון איפשרה זמינות של אשראי במטבע חוץ ממקורות בחוץ לארץ.

סך האשראי הבנקאי החופשי התרחב ב-21 אחוזים במשך 1996, בדומה לקצב התרחבותו ב-1995 (לוח ז'-נ'-2). קצב התרחבותו בשנים אלו נמוך משמעותית מאשר בשנים האחרונות. עם זאת, האשראי החופשי ממשיך להתרחב בקצב מהיר מזה של התוצר הנומינלי, ולכן נראה כי המדיניות המוניטרית אינה יוצרת מגבלות קשות על התרחבות האשראי. במחצית השנייה של השנה הואט גידול האשראי ביחס למחצית הראשונה, האטה המתיישבת עם עליית הריבית הריאלית במחצית השנייה. פתיחותו של המשק לתנועות הון איפשרה לפנות למקורות אשראי במטבע חוץ, ועל ידי כך – להקטין את ההשפעה של הריבית במטבע מקומי על כמות האשראי הכולל. ב-1996, בניגוד ל-1995, מדיניות אי ההתערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ הקשתה על הסקטור הפרטי את הגדלת האשראי במטבע חוץ לצורך המרתו לשקלים. כך גדלה חשיפת הסקטור הפרטי למחיר האשראי במטבע מקומי, והאפקטיביות של השפעת המדיניות המוניטרית דרך ערוץ האשראי גברה. להאטת האשראי פעלו גם ההגבלות שהטיל בנק ישראל בהוראתו לבנקים

שלא להגדיל את חלקו של ענף הבנייה בסך האשראי שהם מעמידים לציבור, כדי למנוע חשיפה גדולה מדי של המערכת הבנקאית לענף יחיד זה.

הרכב התרחבותו של האשראי ב-1996 היה מאוזן הרבה יותר מאשר ב-1995. האשראי במטבע חוץ ובהצמדה למטבע חוץ תרם ב-1996 33 אחוזים מסך גידול האשראי, לעומת 55 אחוזים ב-1995. לעומת זאת עלה חלקו של האשראי השקלי הלא-צמוד מ-15 ל-24 אחוזים. גם חלקו של האשראי הצמוד למדד בסך גידול האשראי עלה. עם זאת קצב גידולו של האשראי הלא צמוד היה עדיין נמוך משמעותית מזה של האשראי הצמוד למדד, ובמיוחד משל האשראי הצמוד למטבע חוץ ובמטבע חוץ.

האשראי הצמוד למטבע חוץ ובמטבע חוץ התרחב בעיקר ברביעים הראשון והשלישי, והתרחבותו הואטה ברביעים השני והרביעי. זו תמונת הראי של התפתחות המצרפים הכספיים, והיא נובעת מהציפיות לפיחות ברביע השני והרביעי, אשר העלו את העלות הצפויה של האשראי במטבע חוץ ובהצמדה למטבע חוץ. במונחים שקליים התפתח אשראי זה בקצב אחיד יחסית, כי השינויים בשער החליפין קיזזו את השפעת השינויים הכמותיים באשראי. גידולו של האשראי הלא-צמוד הואט במחצית השנייה של השנה, עקב עליית הריבית. ייתכן גם כי ההאטה באשראי זה ברביע השלישי היא האטה עונתית, תמונת ראי של העלייה העונתית באמצעי התשלום (המתרכזת בחשבונות הער"ש) ברביע זה. גם האשראי הצמוד למדד הואט ברביע השלישי, עקב עליית הריבית הריאלית לכל הטווחים.

3. שוק ההון

ערכו של שוק ההון – הכולל איגרות חוב, רובן ממשלתיות (69 אחוזים), מניות (17 אחוזים) והשקעות אחרות של מוסדות פיננסיים (14 אחוזים) – הסתכם בסוף השנה ב-366 מיליארדי ש"ח (לוח ז-4). נכסי שוק ההון, מנוכים במדד המחירים לצרכן, עלו השנה באחוז אחד. זוהי תוצאה של שני גורמים מנוגדים: גידול היצע איגרות החוב הממשלתיות והמק"ם שהנפיקה המדינה למימון גירעונה הגדל, מחד גיסא, וירידה של כ-10 אחוזים בערך המניות, עם ירידת מחיריהן לרמה ריאלית הנמוכה בכמחצית מזו של תחילת שנת 1994, מאידך.

אף שרמתם הריאלית של מחירי איגרות החוב בסוף השנה דמתה לרמתם בתחילתה, לא הייתה ההתפתחות של מחירי איגרות החוב אחידה במהלך השנה: המחירים ירדו בחודשי הקיץ, אולם התאוששו בהמשך, כך שהתשואה הכוללת הריאלית עמדה על 3 אחוזים – התשואה השנתית הגבוהה ביותר שהניב שוק זה מאז שנת 1992. ואילו השפל בשוק המניות התבטא גם בירידת המחירים וגם בהמשך הצטמצמות גיוס ההון של החברות בבורסה. עם זאת הגדילו משקיעים זרים את חלקם בחברות הישראליות הנסחרות בבורסות בישראל ובחו"ל.

בשנת 1996 התאים הציבור את השקעותיו הפיננסיות בקצב מהיר יחסית: הוא הגביר את המשיכות מקופות הגמל (רובן בנקאיות) והגדיל הן את השקעותיו הישירות בנכסים קצרים לא-צמודים, שגדלו מאוד, והן את ההשקעות בקרנות הפנסיה ובביטוח חיים, הרגישות פחות לתנודות השוק, כי עיקר השקעותיהן בנכסים מסובסדים לא סחירים. בעקבות המשיכות מקופות הגמל והירידות של מחירי האיגרות ביולי, הודיעו בנק ישראל והממשלה על פרישת "רשת ביטחון", שבמסגרתה התחייב הבנק לרכוש איגרות חוב כדי לממן את ירידת המחירים. במסגרת הרשת רכש הבנק איגרות צמודות בכ-1.5 מיליארדי ש"ח, רובן במכרזים, ובמקביל מכר מק"ם כדי שכמות הכסף לא תגדל. ההתפתחויות בשוק

ערכם של הנכסים בשוק ההון הסתכם בסוף השנה ב-366 מיליארדי ש"ח.

התשואה השנתית של מחירי איגרות החוב הייתה השנה הגבוהה ביותר מאז 1992.

לוח ז'-4

שוק ההון, 31 בדצמבר 1996
היתרות לסוף התקופה במיליארדי ש"ח
וכן שיעורי השינוי לעומת שנה קודמת

נכסים אחרים בידי מוסדות	מק"ם ²	מיועדות צמודות	אג"ח סחירות ^{2,3}	מניות ¹	סה"כ	
1. המוסדות						
37.4	0.6	10.6	49.4	11.0	109.1	א. קופות גמל
5.7%	-59.6%	-17.9%	-14.6%	-21.5%	-10.0%	
4.5		72.6			77.1	ב. קרנות פנסיה
-5.2%		4.8%			4.2%	
0.1		0.7	0.3		1.0	ג. קרנות פנסיה חדשות
7.6		26.3	4.6	0.7	39.2	ד. תוכניות ביטוח חיים
16.6%		9.7%	37.5%	26.6%	13.6%	
0.4	0.6		6.6	5.0	12.7	ה. קרנות נאמנות ⁴
-40.0%	-32.2%		-10.8%	-36.6%	-24.7%	
	7.4		28.6	28.3	64.3	2. משקי בית ופירמות
	30.7%		37.6%	-7.5%	12.7%	
	0.1		0.8	16.5	17.4	3. זרים
	-9.6%		20.6%	8.9%	8.5%	
	7.8		37.3		45.2	4. בנקים מסחריים
	9.0%		9.6%		9.5%	
49.6	16.5	110.2	127.6	61.6	365.5	5. סה"כ
4.7%	7.6%	3.8%	2.8%	-9.9%	1.3%	
שיעור שינוי ריאלי במחיר⁵						
			-1.0%	-12.0%	-2.5%	
שיעור שינוי של הכמות						
4.7%	7.6%	3.8%	3.8%	2.4%	3.8%	

(1) לא כולל ערך השוק של חברות בורסאיות הנגזר מהחזקות בחברות בורסאיות אחרות ("ספירה כפולה"). כמו כן לא כולל בעלות ממשלתית.

(2) לא כולל ניירות ערך שבידי בנק ישראל.

(3) אג"ח ממשלתיות וקונצרניות, כולל "גילון" ו"שחר".

(4) בניכוי החזקות של קופ"ג זרים בתעודות השתתפות בקרנות נאמנות.

(5) השינוי הריאלי של המחיר שווה לתשואה הריאלית הכוללת מנוכית ריבית וריבית דנדר.

המקור: עיבורי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

בשנת 1996 הגביר
הציבור את המשיכות
מקופות הגמל.

ההון הביאו גם להקמת ועדה מקצועית ("ועדת ברודט"), שתכליתה המוצהרת להציע
רפורמות בשוק ההון – אולם המלצות הוועדה טרם אומצו.

א. איגרות החוב

איגרות החוב מתחלקות לאיגרות סחירות שהנפיקו הממשלה והפירמות, ואיגרות
מיועדות, הכוללות ניירות לא סחירים שהנפיקה הממשלה בעבר לקופות הגמל וניירות
שהנפיקה בעבר וממשיכה להנפיק גם היום לקרנות הפנסיה ולחלק מהתכניות לביטוח
חיים. האיגרות המיועדות, שערכן עלה השנה ב-4 אחוזים, צמודות כולן למדד המחירים
לצרכן, והן מסובסדות, בהיותן נושאות ריבית גבוהה מריבית השוק. לעומתן, 74 אחוזים
מהסחירות הם איגרות צמודות למדד המחירים לצרכן, 10 אחוזים הם איגרות צמודות
למטבע חוץ, והיתר הם ניירות לא-צמודים; משקלם של אלה עלה מ-3 ל-17 אחוזים
בשנתיים האחרונות (מהם 7 אחוזים בריבית קבועה ו-10 אחוזים בריבית משתנה), לאחר
שחלקם בהנפקות החדשות הגיע השנה ל-50 אחוזים.

הטווח-לפדיון של האיגרות הלא-צמודות קצר בהרבה מזה של האיגרות הצמודות.
כתוצאה מכך ירד הטווח הממוצע לפדיון של התחייבויותיה המקומיות הסחירות של
הממשלה ושל בנק ישראל למעט יותר מארבע שנים. קיצור-הטווח לפדיון עלול, בתנאים
מסוימים, לתרום לאי יציבות בעתיד.

ירד הטווח הממוצע לפדיון
של התחייבויותיה
המקומיות של המדינה.

ערך השוק של איגרות החוב הסחירות הממשלתיות (ללא מק"ם) עלה השנה ריאלית ב-
5.5 אחוזים, לאחר עלייה בת 9 אחוזים ב-1995 (לוח ז'-נ'-8). גידולו של מלאי האיגרות
הסחירות התמתן השנה, על אף עליית הגירעון בתקציב המדינה; זאת עקב עליית חלקו של
הגירעון שמומן על ידי ההזרמה הממשלתית, אשר מקורה בהלוואות שנטלה הממשלה
בחור"ל. (ראה להלן – הדיון בהרכב המימון של הגירעון המקומי בתקציב.) תרם להתמתנות
גם גידולו של חלק המימון באמצעות איגרות מיועדות.

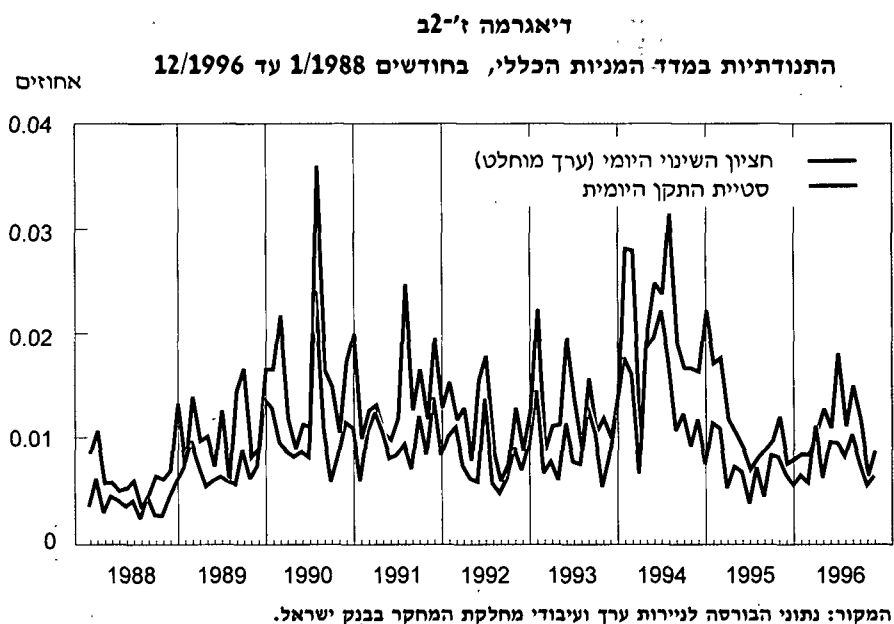
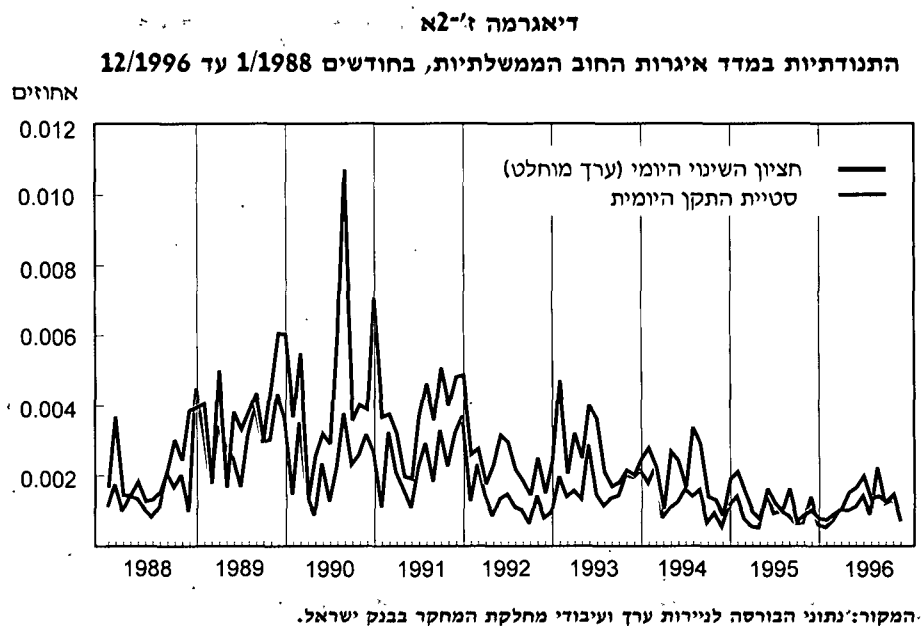
בשלוש השנים הקודמות פעלו הביקושים המוגברים לאשראי והמדיניות המוניטרית –
שנעשתה מרסנת יותר החל משנת 1994 – לעליית הריביות, במיוחד של האיגרות הקצרות;
הדבר הביא לירידת מחירי האיגרות ולהשטחתן של עקום הריביות. במשך תקופה זו ניכרה
ירידה של התנודות בשוק (דיאגרמה ז'-2). השנה המשיכו מחירי האיגרות לרדת, במיוחד
בחו"ל עד אוגוסט, אך הם עלו לקראת סוף השנה, כך שרמת המחירים בסוף השנה
דמתה לזו של תחילתה, והתשוואה הכוללת (נטו) עמדה על 3 אחוזים.

לאחר ירידות, במיוחד
בחו"ל עד אוגוסט,
התאוששו מחירי האיגרות
לקראת סוף השנה.

חלק מהתנודות השנה הושפעו משינויים בשיעורי הריבית בחור"ל, שנטו – בדומה
לריביות בארץ – לעלות במחצית הראשונה של השנה ולרדת במחציתה השנייה. עם זאת
נראה, שהירידות בחודשי הקיץ הושפעו במידה רבה גם מהמשיכות המוגברות מקופות
הגמל, המשקיעות יותר ממחצית נכסיהן באיגרות ממשלתיות. גם ההתפתחויות
הפיסקליות השליליות, ובפרט אי היכולת לעמוד ביעד הגירעון, פעלו לעליית הריבית.
באותו כיוון, ובדומה לשנים קודמות, השפיעה אי העמידה ביעד ההפרטה, בחייבה את
הממשלה לגייס מקורות נוספים בשוק ההון. גם המדיניות המוניטרית המרסנת באמצע
השנה תרמה לעלייה של הריביות (תיבה ז'-4), ואליה חברה התחייבות הממשלה להנפיק
איגרות חוב מועדפות לקרנות הפנסיה החדשות, שפעלה להמשך הצמצום של הביקוש
לאיגרות החוב הסחירות ולעליית הריביות.

התנודות במחירי איגרות
החוב הושפעו בין היתר
משינויים בשיעורי הריבית
בחור"ל ומהמדיניות
המוניטרית והפיסקלית.

ב-15 ביולי – לאחר ירידות במחירי איגרות החוב במחצית הראשונה של החודש,
ובעקבות המשיכות המוגברות מקופות הגמל – הודיעו הרשויות שבנק ישראל ירכוש



ב־15 ביולי הודיעו הרשויות על פרישת "רשת ביטחון" כדי למתן את הירידות במחירי איגרות החוב.

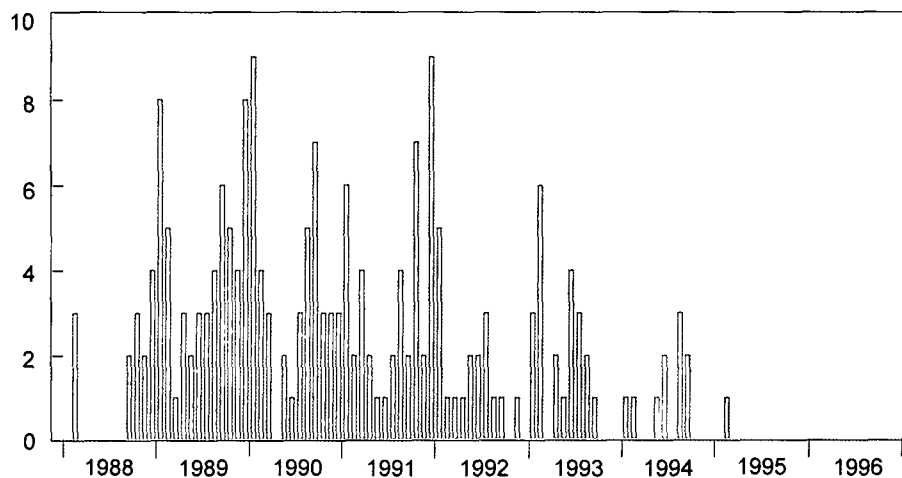
איגרות חוב מהקופות ("רשת הביטחון") כדי למתן את נפילות המחירים. ההודעה על המדיניות לא הביאה להתאוששות מידית בשוק איגרות החוב וגם לא תרמה מיד להקטנת התנודתיות; אדרבה, מחירי האיגרות המשיכו לרדת במשך חמשת השבועות שלאחר ההודעה, וגם לאחר שהבנק רכש איגרות חוב בחצי מיליארד ש"ח בסוף חודש יולי. דומה

דיאגרמה ז'-2ג

מספר הימים שבהם השינוי במדד איגרות החוב הממשלתיות הצמודות

(ערך מוחלט) עלה על 1/2%, 1/1988 עד 12/1996

אחוזים



הערה: מאז פברואר 1995 לא היו ימים שבהם מדד זה עלה או ירד ביותר מ-1/2 אחוז.

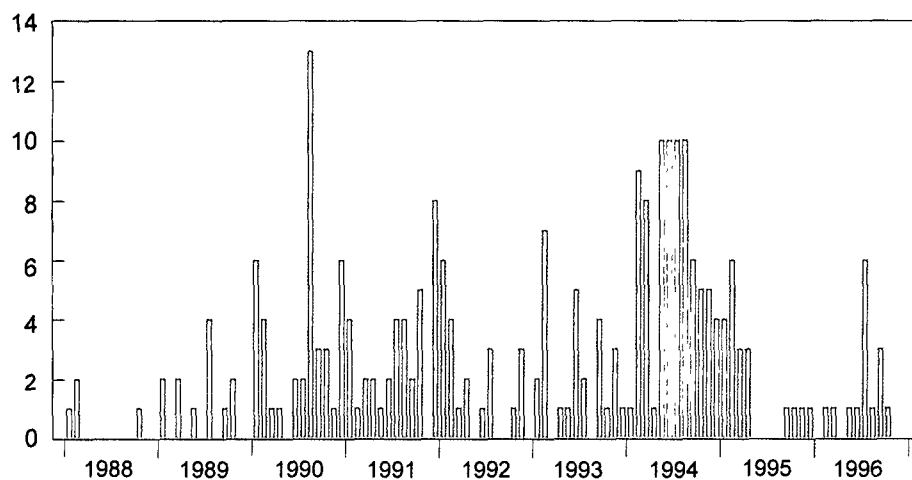
המקור: נתוני הבורסה לניירות ערך ועיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

דיאגרמה ז'-2ד

מספר הימים שבהם השינוי במדד המניית (ערך מוחלט) עלה על 2%,

1/1988 עד 12/1996

אחוזים



המקור: נתוני הבורסה לניירות ערך ועיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל.

שהשפעתה של רשת הביטחון הורגשה במיוחד רק לאחר רכישת מיליארד ש"ח נוספים באוגוסט, שכן בכך אותת הבנק על נכונות גדולה יותר לתמוך במחירים. עם זאת ייתכן שהרכישות הראשונות של בנק ישראל ביולי השפיעו אף הם בכך שמנעו ירידה תלולה עוד יותר של המחירים (תיבה ז'-6).

תיבה ז'-4: ההשפעה המידית של ההודעות המוניטריות של בנק ישראל בשוק ההון

בנק ישראל פועל להשגת יעדים מקרר כלכליים באמצעות מדיניות מוניטרית של קביעת הריביות על ההלוואות שהוא מעמיד לבנקים המסחריים. הפעילות מושתתת על ההנחה שהמדיניות משפיעה על הביקושים דרך מנגנון תמסורת, שבאמצעותו היא משליכה על מערך הריביות במשק, כולל הריביות של הניירות הנסחרים בבורסה. השפעות אלה נבדקו במחקר, שבדק את תגובותיהם המיידיות של המק"ם ואיגרות החוב של המדינה על הודעות בנק ישראל אודות שינויים בעלות ההלוואה המוניטרית בשנים 1989 עד 1994 (א' בלס ו' גיבר, "הודעות מוניטריות ותגובות שוק ההון" סדרת מאמרים לדיון 96.11, מחלקת המחקר, בנק ישראל).

הנתונים מלמדים שהכרזות בנק ישראל משפיעות מיד על שערי המק"ם ואיגרות החוב, ובכיוון הצפוי: הודעות על צעדים מוניטריים מרסנים מלוות בירידה יחסית של שערי המק"ם ואיגרות החוב הצמודות, והודעות מרחיבות פועלות לעליית היחסית. זאת ועוד, המבחנים לגבי איגרות החוב הצמודות מאפשרים הבחנה בין השפעת ההודעות על הריביות הריאליות לבין השפעתן על הציפיות האינפלציוניות של הציבור. נמצא שייקורה של ההלוואה המוניטרית נתפס כשינוי בעלות הריאלית של הריבית, ולא כעדכון סתגלני של הבנק לסביבת אינפלציה גבוהה יותר.

עם זאת לא ברור, אם שינויי המחיר של איגרות החוב ארוכות הטווח משקפים את יכולתה של המדיניות להשפיע גם על הריביות הריאליות בטווחים רחוקים יחסית, ולא רק על הריביות הריאליות הקצרות בלבד.

להתאוששות בשוק
איגרות החוב תרמה, בין
היתר, הצטמצמות
המשיכות מקופות הגמל
ברביע האחרון של השנה.

גורמים אחרים תרמו אף הם להתאוששות בשוק איגרות החוב: עם הגיען של איגרות צמודות רבות לפדיון, נטתה הממשלה להנפיק איגרות לא צמודות, והדבר הביא להקטנת היצע האיגרות הצמודות ולעליית המחירים. תרמה להתאוששות ירידת המשיכות מקופות הגמל ברביע האחרון של השנה. נראה שעליית שיעור החיסכון של הסקטור הפרטי השנה השפיעה גם היא, בהגדילה את הביקוש לנכסים פיננסיים, דבר שתורם, כנראה, לעלייתם של מחירי איגרות החוב לקראת סוף השנה. כמו כן הצטמצם קצב הגידול של הביקוש לאשראי, עם התמתנות קצב הצמיחה במשק, ובכך פעל לעלייה נוספת של מחירי האיגרות. גיוס הלוואות בידי הממשלה בחו"ל פעל אף הוא לצמצום יחסי של היצע האיגרות הממשלתיות ולירידת הריביות המקומיות.

השנה, בדומה לשנתיים הקודמות, כמעט לא הונפקו איגרות חוב קונצרניות חדשות, ועם פדיון של איגרות חוב הישנות ב-1.5 מיליארד ש"ח, הצטמק שוק זה לרמה שלא נצפתה משנת 1988. (לדיון ראה דוח בנק ישראל לשנת 1995).

שוק איגרות החוב והרכב המימון של גירעון הממשלה

בשנת 1996 גדל הגירעון המקומי של ממשלה בתוספת הסוכנות וההזרמה שאינה קשורה בתקציב (נתוני קופה), ל-5.4 אחוזי תוצר, מהם 4.7 אחוזי תוצר גירעון הממשלה (ראה לוח

לוח ז'-5

מקורות למימון גירעון הממשלה וההשפעות על בסיס הכסף (באחוזי תוצר)

1996	1995	1994	
5.4	4.4	2.7	גירעון מקומי על בסיס קופה של הסקטור הציבורי הכולל:
4.7	3.5	2.1	מזה: הגרעון התקציבי ¹
			מקורות מימון
2.8	1.1	2.2	א. ההזרמה של הממשלה ²
2.6	2.5	-0.1	ב. הנפקת איגרות מקומיות
-0.1	0.8	0.6	ג. הפרטות/אשראי

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

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

מקור: לוח נספח ז'-5.

ז'-5). במימון הגירעון בחרה הממשלה שלא להישען על איגרות חוב מקומיות בלבד: פחות ממחצית הגירעון מומנה באמצעות איגרות חוב מקומיות, והשאר – על ידי הזרמה ממשלתית של מטבע מקומי; זאת לא על ידי נטילת אשראי מהבנק המרכזי (האסורה, בדרך כלל, על פי חוק אי ההדפסה), אלא באמצעות גיוס מטבע חוץ בחו"ל והפקדתו (או המרתו) בבנק ישראל.

כדי לעקר את העירוי הממשלתי וכן את המרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי, כך שכמות הכסף לא תגדל במידה שתפריע למדיניות המוניטרית ולמשטר הריביות, נקט בנק ישראל מדיניות ספיגה, שהתבטאה, בין השאר, במכירת מק"ם לציבור ולבנקים ובמכירת פיקדונות לבנקים. ניתן אפוא לומר שהסקטור הציבורי (הממשלה והבנק המרכזי) מימן את הגירעון כמעט במלואו על ידי מכירת ניירות ערך ממשלתיים – איגרות חוב, מק"ם ופיקדונות. (כחמישית מומנה על ידי הגדלת בסיס הכסף – 1.2 אחוזי תוצר – ראה לוח ז'-5). אולם הואיל והטווח-לפדיון של ההתחייבויות שמוכר בנק ישראל הוא קצר ביותר, תמהיל המימון שנגזר מההזרמה הממשלתית, שאותה נאלץ הבנק לעקר, הוטח לכיוון הניירות קצרי הטווח.

הנתונים ממחישים חלק מהמחיר המוניטרי והפיסקלי של אי-ביצוע תכניות ההפרטה: לו עמדה הממשלה ביעדי ההפרטה בשנים האחרונות, היו הכנסותיה מגיעות לאחוז עד אחוז וחצי של התוצר, צורכי המימון ועלותם היו יורדים, ועמם – יחס החוב לתוצר.

ב. שוק המניות

בשנת 1996 ירד מדד המניות בכ-12 אחוזים ריאלית, לאחר עלייה בת 6 אחוזים ב-1995 וירידה בת 46 אחוזים ב-1994, ולאחר שנות הגיאות 1991 עד 1993 (לוח ז'-9). מחירי המניות ירדו כתוצאה מהמשך הרווחיות הנמוכה (לוח ז'-10), וכנראה גם כתוצאה מתיקון כלפי מטה של ההערכות לגבי הצמיחה, וציפייה שרווחיהן העתידיים של הפירמות

פחות ממחצית הגירעון הממשלתי מומנה באמצעות איגרות חוב מקומיות, והשאר – על ידי הזרמה ממשלתית.

כדי לעקר את ההזרמה מצד הממשלה וכן את המרות מטבע החוץ של הסקטור הפרטי נקט בנק ישראל מדיניות ספיגה.

תיבה ז'-5: חשיבות ההפרטות

החברות שבבעלות ממשלתית מעסיקות כ־100,000 עובדים, ועמן נמנות אחדות מהפירמות הגדולות ביותר במשק – הבנקים המסחריים, חברת "בזק", חברות החשמל והמים, "כימיקלים לישראל", בתי הזיקוק, התעשיות הביטחוניות, "אל על" ו"צים"; זאת מלבד הרשויות הממשלתיות ועסקים רבים נוספים – שדות התעופה, הנמלים, חלק מבתי החולים ועוד.

אין ספק שניתן לשפר את הרווחה הכלכלית על ידי פתיחת מרבית הענפים בהם פעילות החברות הממשלתיות לתחרות. גם הפרטת החברות תשפר את הרווחה. סיבה עיקרית להפרטת עסקים אלו היא שממשלות אינן מצליחות לנהל ולהפעיל עסקים כלכליים ביעילות: מנהלים מתמנים לעתים שלא על סמך כישוריהם; מדיניות התעסוקה במפעלים מביאה לעתים לתעסוקת יתר; המחירים אינם נקבעים ביעילות; הביקורת והפיקוח הן של ציבור המשקיעים והן של הממשלה כבעלת מניות לוקים בחסר, אף שדווקא החברות הממשלתיות אמורות לשרת את האינטרסים הציבוריים; חלק מהעסקים אינם מוגבלים במגבלות פיננסיות ותקציביות, וכשנרשמים הפסדים הם דורשים סבסוד ממשלתי ו/או סיוע בחסימת מתחרים.

מחקרים אמפיריים רבים מלמדים שהרווחיות והיעילות בחברות ממשלתיות משתפרות לאחר שהן מופרטות, בד בבד עם ירידה של המחירים ועלייה של רמת השירות והאיכות – כך שגם הצרכנים יוצאים נשכרים – במיוחד כשהענף גם נפתח לתחרות. תהליך ההפרטה מלווה במקרים רבים בעלייה של הפריז, לאחר שמשתנה מערכת התמריצים לעובדים ולהנהלה. בחלק מהמקרים גדלה גם התעסוקה לאחר ההפרטה.

תוצאה רצויה נוספת, שתיגזר ממכירתם של נכסים ועסקים ממשלתיים היא, שניתן לייעד חלק מהתקבולים להקטנת החוב הממשלתי. בכך יתאפשר להקטין את תשלומי הריבית של הממשלה, ועמם את שיעורי המסים, בלי שיירשם גידול של הגירעון. זאת ועוד, מכירתן של חברות גדולות באמצעות הבורסה תעמיק את שוק ההון ותעודד את כניסתם של משקיעים נוספים לשוק – והרחבתו תקל על פירמות פרטיות אחרות, שכיום אינן נסחרות, לממן את השקעותיהן באמצעות הנפקות. מכירת נכסים לזרים בשוקי ההון בחו"ל תתרום להרחבת הפתיחות של שוקי ההון בחו"ל כלפי פירמות ישראליות נוספות.

יעדי ההפרטה לא הושגו בשנים קודמות, בין השאר בעטייה של התנגדות מצד העובדים, המנהלים והגורמים הפוליטיים. הגבלות שקבעה הממשלה, למשל מחירי מינימום במכירה ומגבלות על הזהות וחופש הפעולה של הבעלים העתידיים – הפריעו גם הן. גם הניסיונות להפעיל רפורמות ענפיות או תכניות הבראה לפני ההפרטה עיכבו את התהליך.

הניסיון מלמד שדחיית הפרטה, בתקווה להשיג מחיר גבוה בהמשך, אינה מובילה בהכרח לתוצאות רצויות, אלא לדחיות נוספות. אחת הסיבות היא שממשלות נוטות להעריך הערכת יתר את ערכן של החברות המופרטות. זאת ועוד, יש מקרים שבהם רצוי, מבחינה כלכלית, למכור חברות לציבור הרחב במחיר הנמוך

מערכן המשוער, וזאת כדי לאותת שאלה הנוטלים חלק בתהליך ההפרטה יוצאים נשכרים.

למרות חשיבותם של שינויים מבניים, אשר מטרתם עידוד התחרותיות בענפים שבהם חברות ממשלתיות מתפקדות כמונופולים, דחיית תהליך ההפרטה עד ליישום השינויים לא הביאה בדרך כלל לרפורמות מבניות רצויות. זאת ועוד, ייתכן שחופש הפעולה של הממשלה לנקוט צעדי רפורמה יהיה רב יותר בהיעדרם של ניגודי אינטרסים בין תפקידיה כבעלת מניות, המעוניינת להגדיל את רווחי החברה גם על חשבון הרווחה הכללית, וכגורם פוליטי המתקשה לייעל את מדיניות התעסוקה בפירמה – לבין תפקידה הציבורי כמגינה על רווחת הציבור. זאת ועוד, גם אם מכירת החברה תמנע מהממשלה לבצע רפורמות לאחר הפרטתה, והחברה המופרטת תמשיך לפעול כמונופול, ייתכן שעליית הפריזם בעקבות ההפרטה תגבר על הפסד הרווחה של הצרכנים.

בשנת 1996 ירד מדד המניות בכ-12 אחוזים ריאלי; חלק מהתנודות קשורות להתפתחויות בשוקי המניות בעולם.

במשך השנים הניבו ההנפקות הראשוניות של הפירמות הישראליות בארה"ב תשואות גבוהות יחסית.

ב-1996 המשיך היקף ההפרטות לרדת.

לא יגדלו במהירות. ייתכן שההתפתחויות הפוליטיות השפיעו אף הן. הניתוח הסטטיסטי מלמד שאף כי מדדי המניות בעולם נטו לעלות השנה, בעוד שהמדד הישראלי ירד – ההתפתחויות היומיות והחודשיות, בפרט בארה"ב, השפיעו על התשואות בתקופות מקבילות בארץ. כן מלמד הניתוח שמחירי איגרות החוב השפיעו גם הם על מחירי המניות; לא כן השינויים בשער החליפין, שבינם לבין מחירי המניות לא נמצא מיתאם. השפל התבטא גם בירידה של ההנפקות בארץ לרמה שלא נצפתה מ-1988 ובהמשך ירידתם של מחזורי המסחר.

משקל המניות בבעלות זרה המשיך לגדול, ונראה שההתפתחויות הפוליטיות לא שינו את המגמה. עם זאת, על אף ההתעניינות הנמשכת של זרים בבורסה של תל אביב, ממשיכים הזרים להשקיע בחברות ישראליות, בעיקר דרך הבורסות בארה"ב, ולא באמצעות הבורסה בישראל. החברות הישראליות שנסחרות בחו"ל נבדלות מאלה הנסחרות בארץ בהיותן עתירות מו"פ ומייצאות את עיקר תפוקתן, וגם במבנה הבעלות ניכר הבדל: החברות הישראליות בחו"ל נוטות לפחות ריכוזיות. במשך השנים הניבו ההנפקות הראשוניות של הפירמות הישראליות בארה"ב תשואות גבוהות יחסית לאלה של הפירמות שהנפיקו לראשונה בארץ. ייתכן שההנפקה בשוק האמריקני מאותתת על איכות הפירמה. מחירי המניות הישראליות הנסחרות בחו"ל עלו ב-1996, תוך כדי תנודתיות גבוהה. היקף ההפרטות המשיך לרדת השנה, וייתכן שאי-הוודאות הפוליטית שיבשה את התכניות. בסוף השנה הצהירה הממשלה על יעדי הפרטה מרשימים (ביחס להישגי העבר) לשנים הבאות. ראוי לפעול במלוא הקיטור להשגתם, שכן לעיכוב ההפרטה יש מחיר: המשך הבעלות הממשלתית מונע התייעלות, ופוגע ברווחה במקרים רבים, וגם מאותת על אי נכונות לבצע רפורמות אחרות במשק. זאת מעבר למחיר של הפגיעה באמינות עקב אי-עמידה ביעדים (תיבה ז'-5).

ג. המשקיעים המוסדיים

כשני שלישים מנכסי שוק ההון – משקל גבוה בהשוואה בינלאומית – מוחזקים בידי

תיבה ז'-6 מאפייניהם של משברים בשוק ההון

בחודשי הקיץ שררה בשוק ההון אווירת משבר, שהתבטאה, בין השאר, במשיכות ללא תקדים מקופות הגמל ומעבר לאפיקים שנתפסים כקצרי טווח. בחלק מהחודשים לא יכלו הקופות לכסות את המשיכות בלי למכור נכסים בהיקפים משמעותיים, והובעו חששות לגבי יכולתן לעמוד בפדיונות. חששות אלו היו בין הגורמים לפרישת רשת הביטחון, שאולי מנעה הדרדרות למשבר חריף יותר בהמשך. עם זאת, קני מידה אובייקטיביים רבים תומכים דווקא בהשערה שלא שרר משבר מהותי בשוק ההון בחודשי הקיץ:

א. התנודות בשוקי ההון: משברים בשוק ההון מאופיינים בדרך כלל בהתגברות של תנודות המחירים. בשנת 1996 לא גדלה התנודתיות – לא בשוק האיגרות ולא בשוק המניות. דיאגרמות ז'-2-א' עד ז'-2-ד' מראות, שהן סטיות התקן של התשואות היומיות והן החציון של השינויים היומיים בערך מוחלט בחודשי 1996 אינם גבוהים לעומת שנים קודמות. נהפוך הוא: התנודתיות בשוק איגרות החוב הממשלתיות הצמודות נמצאת בתוואי ירידה מתחילת שנות התשעים. גם בשוק המניות הייתה התנודתיות השנה נמוכה ביחס לשנים קודמות.

ב. ירידות של מחירי איגרות החוב והמניות עד לנקודות השפל: משברים בשוק ההון מאופיינים בדרך כלל בירידות מחירים תלולות בתקופות קצרות יחסית. בדקנו תקופות בנות חודשיים ברצף יומי; נמצא שהירידה התלולה ביותר בשוק איגרות החוב במשך תקופה כזאת בשנת 1996 נרשמה בחודשיים (ארבעים ימי המסחר) שקדמו ל-20 באוגוסט: התשואה הכוללת הנומינלית עמדה אז על 1.9- אחוזים. כדי לבדוק אם ירידה זו חריגה ביחס לשנים קודמות, חישבנו את הירידות החדות ביותר בתקופות בנות חודשיים בעבר. הירידות התלולות ביותר היו: בשנת 1995 1.8 אחוזים, ב-1994 1.2 אחוזים וב-1993 2.2 אחוזים. בשנים 1990 עד 1992 נעו הירידות התלולות ביותר בכל שנה סביב 5 עד 6 אחוזים. בחישובים דומים לגבי תקופות מסחר של 60 ו-80 ימי מסחר, ובחישובים במונחים ריאליים, מתקבלות תוצאות דומות. ממצאים אלו אינם תומכים במסקנה שירידת מחיריהן של איגרות החוב השנה הייתה חריגה. תוצאה דומה מתקבלת בשוק המניות.

ג. השוואה לחו"ל: התשואה לפדיון באיגרות ממשלתית צמודות ל-10 שנים עלתה בפרק זמן של כשלושה חודשים בכאחוז אחד. שינוי זה אינו חריג במיוחד. כך, למשל, מפברואר עד מאי 1996, עלתה בארה"ב התשואה לפדיון של איגרות חוב ממשלתיות בנות 10 שנים מ-5.6 ל-6.8 אחוזים, ובכך נרשמו הפסדים העולים על אלו שנגרמו למחזיקי איגרות החוב בישראל. (גם התשואות הנומינליות לפדיון מנוכות באינפלציה ב-12 החודשים הקודמים בארה"ב מצביעות על תוצאות דומות). גם השינויים במחירי המניות אינם חריגים: בארבעים ימי המסחר שבהם נרשמה הירידה התלולה ביותר בישראל (ירידה בת 19 אחוזים) נרשמה ירידה בת 16 אחוזים במדד ה-NASDAQ (מניות שנסחרות מעל לדלפק בארה"ב).

ד. שוק מטבע החוץ: בניגוד למשברים בארצות אחרות וגם בישראל בעבר, לא נצפתה השנה נהירה למטבע חוץ.

ה. רמות מחירים ביחס לנתוני היסוד (fundamentals) הכלכליים: במשברים פיננסיים קורה שמחירי המניות יורדים לרמות נמוכות יחסית לנתוני היסוד הכלכליים. אולם בישראל השנה נראה שמחירי המניות לא היו חריגים בהכרח ביחס לנתוני הרווחיות השוטפים (לוח ז'-נ'-10). גם התשואות לפדיון של איגרות החוב של המדינה לא הגיעו במשך השנה לרמות חריגות ביחס לאלו ששוררות בארצות העוברות תהליך של הורדת האינפלציה ו/או לארצות שבהן שיעור הצמיחה גבוה.

המוסדות הפיננסיים, המנהלים תיקי השקעות עבור משקיעים, תמורת שכר: קרנות ההשתלמות, קופות הגמל, קרנות הפנסיה, התכניות לביטוח חיים וקרנות הנאמנות. חלק הארי של החוב הממשלתי המקומי מוחזק דרך המוסדות, ואלה משקיעים את מרבית נכסיהם באיגרות חוב ממשלתיות, שלא כמקבליהם בארצות מפותחות רבות. ההטבות הניתנות לחיסכון בקרנות ההשתלמות, בקופות הגמל, בקרנות הפנסיה ובתכניות הביטוח הן מפליגות ביחס למקובל בארצות בעולם המפותח: ככולן, הן הפקדות המעביד (עבור העובד), הן הצבירה והן המשיכות פטורות ממס. בקופות הגמל, בקרנות הפנסיה, ובתכניות הביטוח נהנות גם הפקדות העובד מהטבות מס. הטבה נוספת לחיסכון בקרנות ההשתלמות ובקופות הגמל היא האפשרות למשוך חסכונות החל מ־15 שנים, בהתאמה, לאחר פתיחת החשבון, ויחד עם זאת להמשיך ולהפקיד הפקדות נוספות הנהנות מהטבות המס עד למועד המשיכה. לקרנות הפנסיה ולמרבית התכניות לביטוח חיים הטבה אחרת: הממשלה מנפיקה עבורן איגרות חוב, הנושאות ריבית גבוהה מריבית השוק. לחוסכים בקרנות הפנסיה הטבה נוספת: הממשלה התחייבה לכסות את הגירעונות האקטואריים שנוצרו בהן; ערכה של התחייבות זו מגיע, כנראה, לזה של הנכסים הפיננסיים שנצברו. בדקנו ומצאנו שההטבות המצטברות הניתנות לחוסכים מסוימים בקרנות הפנסיה עשויות, בהנחות סבירות, להגיע לכ־17 אחוזים ריאלית לשנה!³

בשנת 1996 משך הציבור כ־17 מיליארדי ש"ח מהקופות, וההפקדות החדשות הסתכמו בכ־5 מיליארדי ש"ח. כתוצאה מכך ירד ערכן של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות, ריאלית, ב־10 אחוזים, והסתכם ב־109 מיליארדי ש"ח (לוח ז'-נ'-11). המשיכות המוגברות מקופות הגמל נבעו, כנראה, מביצועיהן המאכזבים על פני השנים. (להסבר הגורמים המבניים שתורמו למשיכות מקופות הגמל למרות הטבות המס המוענקות לחוסכים בהן, ראה דוח בנק ישראל שנת 1995). גם השנה היו תשואותיהן הריאליות של הקופות (כאחוז וחצי) נמוכות מהתשואות הכוללות הריאליות המשוקללות של קבוצות הנכסים הפיננסיים שבהם השקיעו. המשיכות המוגברות היו בין הגורמים שהניעו את הרשויות לפרוש את רשת הביטוח; במסגרתה רכש בנק ישראל איגרות, שאותן נאלצו הקופות למכור כדי לממן את הפדיונות – בין השאר, משום שחלק ניכר מהחזקותיהן האחרות הן בנכסים לא נזילים.

ערכן של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות ירד השנה ריאלית ב־10 אחוזים, והסתכם ב־109 מיליארדי ש"ח.

3 זאת במונחי תשואה לפני מס, ובהנחות הבאות: זיכוי מס של 35 אחוזים בהפקדה, 50 אחוזים כיסוי אקטוארי ומשיכת פנסיה חודשית, שמגיעה ל־80 אחוזים מהשכר הממוצע במשק. כן הונח שהמפריש לפנסיה יתחיל למשוך כספים כעבור 15 שנה מיום ההפקדה.

תיבה ז'-7: רפורמות בשוק ההון

שוק ההון יכול לתרום לצמיחה כלכלית ארוכת טווח: לסייע לפירמות לגייס מקורות מימון; לתרום לניהולן התקין של פירמות; לאפשר למשקי הבית לחסוך לטווח הארוך; לתרום להקצאת מקורות יעילה; לשמש כלי תיווך פיננסי חלוף לתיווך הבנקאי. מספר מאפיינים של שוק ההון הישראלי מקשים על תפקודו היעיל, ובכך פוגעים בפוטנציאל הצמיחה:

1. הריכוזיות בניהול הנכסים בשוק ההון היא גבוהה, ומשקלם של מתחרים חדשים קטן. הריכוזיות עלולה לפגוע בתחרותיות, במיוחד על רקע שליטתם של התאגידים הבנקאיים (שרובם בבעלות ממשלתית) לא רק בניהול נכסים אלא גם בחתמות, בייעוץ, בנכסים ריאליים ובהחזקתם בקונגלומרטים; כל זאת נוסף על תפקידם במתן אשראי לפירמות. למבנה השוק בישראל אין כמעט אח ורע בארצות המפותחות.
2. משקלה של הממשלה בשוק ההון הוא מכריע. מרבית הנכסים בשוק הם איגרות חוב ממשלתיות – המשקפות את החוב הממשלתי הגדול – בעוד שמשקלן של המניות ואיגרות החוב הקונצרניות ממשיך להיות קטן יחסית.
3. הסבסוד הממשלתי שניתן להשקעות מסוימות, ומתבטא במענקי השקעה ובהקלות מס, יוצר נתק בין מחיר ההון כפי שהוא משתקף בשוק, לבין התשואות הנמוכות יחסית למשק שמתקבלות בהשקעות המתומצות. הפער גדול עוד יותר בגלל ההטבות לחוסכים במוסדות, ובפרט בקרנות הפנסיה, שלהן מנפיקים איגרות מיועדות ובהן מכסים פערים אקטואריים.

בעיות אלו ניתנות לפתרון הדרגתי: את בעיית הריכוזיות ניתן לפתור חלקית על ידי ניתוק קופות הגמל מהבנקים המסחריים והגמשת תקנות המס, המשמשות חסמי כניסה בפני מתחרים חדשים לתחום קופות הגמל. ניתוק הבנקים גם מפעילויות אחרות היה מסייע, וליברליזציה בתנועות ההון לחו"ל הייתה מאפשרת לחוסכים להפנות חסכוניות לחו"ל, בלי התיווך הבנקאי.

כדי לטפל במשקל המכריע של הממשלה בשוק ההון, יש לפעול בראש ובראשונה לצמצום הגרעון הממשלתי ולהקטנת החוב. כן יש לשנות את התקנות המעודדות את הקופות ואת הקרנות שלא להשקיע בנכסים לא-ממשלתיים. גם זירוז תהליך ההפרטה הוא צעד חשוב, שיקטין את מעורבות הממשלה ויעמיק את שוק האיגרות הקונצרניות והמניות.

ניתן להקטין את פערי התשואה על ידי צמצום הסבסוד של קרנות הפנסיה, כך שתנאי הפרישה יתאימו לתשואות ההשקעות. כן רצוי להוריד את הסבסוד הניתן באמצעות מענקים במסגרת החוק לעידוד השקעות הון ולהקטין את הטבת המס לחברות הבוחרות במסלול המס, תוך כדי הקטנת נטל המס הכללי לאורך זמן. לאחר שגברו המשיכות מקופות הגמל, מונתה "ועדת ברודט" כדי להמליץ על צעדים מבניים אשר יאפשרו לשוק ההון למלא את ייעודיו. אף שהוועדה זיהתה את הבעיות, המלצותיה טיפלו רק בחלקן ומסקנותיה לא אומצו בשלב זה על ידי הממשלה.

נכסי קרנות הנאמנות המשיכו לרדת השנה והגיעו לרמה הנמוכה ביותר מאז 1988.

גדלו ההשקעות בקרנות הפנסיה ובתכניות לביטוח חיים.

כתוצאה מכך ירד משקלם של הנכסים הסחירים בתיקי הקופות, תופעה שעלולה להקשות על הקופות לממן פדיונות בעתיד. גם נכסי קרנות הנאמנות, הנחשבות להשקעות לזמן קצר ואינן נהנות מהטבות מס, המשיכו לרדת השנה, עקב משיכות מוגברות, והגיעו לרמה הנמוכה ביותר מאז 1988 (לוח ז'-נ'-12). לעומת זאת גדלו ההשקעות בקרנות הפנסיה ובתכניות לביטוח חיים. זאת ועוד, השנה גדל מלאי איגרות החוב המיועדות, משום שירידתו בקופות הגמל (אשר עבורן אין מנפיקים איגרות מיועדות זה 12 שנה) נפלה מעלייתו בקרנות הפנסיה ובתכניות לביטוח חיים. יש חשש שנסיגה זו מתהליך הסחרתו של החוב הממשלתי תימשך; זאת על רקע החלטת הממשלה הקודמת למסד את הכיסוי לחוסכים בקרנות הפנסיה הוותיקות ולהתיר כניסת קרנות חדשות, שתיהנינה אף הן מאיגרות מיועדות. האחרונות רכשו השנה איגרות כאלה בכחצי מיליארד ש"ח.

4. תיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור והרכוש

נראה שרמת הריבית השקלית תרמה במהלך השנה לעליית משקל הנכסים הקצרים והלא צמודים.

תיק הנכסים הפיננסיים, מנוכה במדד המחירים לצרכן, עלה השנה ב־4 אחוזים.

ההתפתחויות בשוקי הכספים וההון השפיעו הן על סך הנכסים בשווקים אלו ("תיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור") והן על הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, הכולל גם נכסים פיסיים בניכוי ההתחייבויות לבנקים ולחו"ל⁴. נראה שבמהלך השנה תרמה המדיניות המוניטרית להתאמה מהירה של תיק הנכסים של הציבור שהתבטאה בהעלאת משקל הנכסים הקצרים והלא-צמודים הן בתיק והן ברכוש – על חשבון הנכסים הפיננסיים האחרים, ובפרט הנכסים הצמודים בקופות הגמל. עם זאת לא הביאו המשיכות מקופות הגמל לגידול הצריכה הפרטית, וקצב גידולו של הרכוש הפיסי נשאר גבוה – יותר מ־8 אחוזים.

תיק הנכסים הפיננסיים נאמד בסוף 1996 בכ־578 מיליארדי ש"ח, שהם כ־180 אחוזי תוצר. לתיק שני רכיבים – "נכסים לזמן קצר", שהם נזילים יחסית (46 אחוזים), ו"נכסים לזמן ארוך" (54 אחוזים) (לוח ז'-נ'-13). הנכסים לזמן קצר כוללים את מרבית הנכסים של שוק הכספים – מזומנים, פיקדונות לא-צמודים ופיקדונות קצרי מועד צמודים למטבע חוץ – וגם את נכסי שוק ההון: איגרות ומניות, המוחזקות ישירות בידי הציבור או באמצעות קרנות נאמנות. הנכסים לזמן ארוך מוגדרים כך שהם מכילים את פיקדונות הפיצויים, תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים וההשקעות בקרנות הפנסיה, בביטוח חיים ובקופות הגמל וההשתלמות, אף שחלק לא מבוטל מחשבוניות העמיתים הוא נזיל. התיק, מנוכה במדד המחירים לצרכן, עלה השנה ב־4 אחוזים, כתוצאה של גידול היצע הנכסים בכ־7 אחוזים, בעוד שהמחירים הריאליים ירדו בכ־3 אחוזים בממוצע, עקב ירידת המחירים של המניות ושל הנכסים הצמודים למטבע חוץ.

4 "הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור" כוללים החזקות מניות של זרים ושל חברות הנסחרות בבורסה, אף שמן הדין היה שלא לכללם: בעלים זרים אינם שייכים ל"ציבור". ערך השוק של המניות שבבעלות חברות הנסחרות בבורסה נספר ספירה כפולה, שכן 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. התיק גם אינו כולל נכסים בחו"ל, וההגדרות מתייחסות למניות ולאיגרות החוב כאל השקעות לטווח קצר, אף שפדיונם של נכסים אלו הוא בטווח הארוך.

המדיניות המוניטרית
תרמה לגידולו של מלאי
המק"ם והפיקדונות הלא-
צמודים המוחזקים בידי
הציבור.

בשנים האחרונות ניכרת עלייתם של הנכסים הקצרים הלא-צמודים. (משקלם בשנת 1996 – 24 אחוזים) גידול זה התאפשר לאחר שהממשלה שינתה את מדיניות מיחזור החוב, כך שמשקל הניירות הקצרים הלא-צמודים בהנפקות הממשלתיות גדל על חשבון הצמודים. ייתכן שקובעי המדיניות היו פועלים לשינוי הרכב גיוס ההון לכיוון הנכסים הלא-צמודים גם ללא נקט בנק ישראל מדיניות מוניטרית מרסנת בשנים האחרונות. עם זאת נראה שהמדיניות תרמה להחשת מגמת ההנזלה, שכן היא הגדילה, לפחות בטווח הקצר, את התשואות היחסיות של ניירות אלה, וכתוצאה מכך – גם את הביקוש להם. המדיניות המוניטרית תרמה גם לגידולו של מלאי המק"ם והפיקדונות הלא-צמודים המוחזקים בידי הציבור (ישירות וגם בעקיפין דרך המערכת הבנקאית) אשר שימשו כלי עיקור להמרות מטבע החוץ. ייתכן שגם שיקולי מס השפיעו על המעבר, שכן הניירות הלא-צמודים פטורים ממס בעוד שהניירות הצמודים המוחזקים ישירות בידי משקי הבית חייבים במס.

ייתכן שגידולו של משקל הנכסים הלא-צמודים הושפע מהקטנת ההשקעות בקופות הגמל המחזיקות מעט נכסים לא-צמודים. צמצום משקלו של תיק הנכסים הצמודים למדד, שנגזר מהמשיכות מהקופות, קוּזו בחלקו על ידי עלייה של תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים וגם על ידי גידול תכניות הפנסיה והביטוח, שעיקר נכסיהן צמודים למדד. בדומה לנכסים הצמודים למדד, ירד גם משקל הנכסים הצמודים למטבע חוץ.

הרכוש של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, המורכב מ"רכוש פיננסי נקי" (25 אחוזים) ומ"רכוש פיס" (75 אחוזים), נאמד בכ-0.8 ביליון ש"ח, המהווים 250 אחוזים מערך התוצר המקומי (לוח ז'-14). הרכוש הפיננסי הנקי הוא ההפרש בין ערך הנכסים הפיננסיים שמחזיק הסקטור הפרטי הלא-פיננסי לבין התחייבויותיו הכספיות למערכת התיווך הפיננסי, לסקטור הציבורי ולחו"ל. סך הרכוש מנוכה במדד המחירים לצרכן גדל השנה ב-5.5 אחוזים, לעומת גידול של 7.3 אחוזים בשנת 1995.

כדי להפריד בין גידול רכוש הציבור הנובע מזרמי חיסכון ומפעילות השקעה לבין הגידול שנובע משינויי מחיר של הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים ושל הרכוש הפיסי, חישבנו את השינוי הריאלי ברכוש גם על פי מדדי המחירים העצמיים של רכיביו – פיננסיים ופיסיים (לוח ז'-6). החישובים מראים שהנכסים הפיסיים התייקרו פחות משעלה מדד המחירים לצרכן וגם חלק ניכר מהנכסים וההתחייבויות הפיננסיים הוזלו, באופן יחסי. כתוצאה מכך עלה שיעור הגידול של הרכוש מנוכה במדדי המחירים העצמיים (המודד את גידול הרכוש הנובע מזרמי החיסכון וההשקעה) ל-8 אחוזים השנה – שיעור הגידול הגבוה ביותר מזה שנים. כיוון ששיעור הצמיחה במשק ירד השנה, גדל היחס של הרכוש לתוצר ביותר מ-3 אחוזים – היפוך מגמה של השנים הקודמות, שבהן פיגר גידולו של הרכוש אחר גידול התוצר.

פחות ממחצית ההאצה בשיעור הגידול של הרכוש לעומת השנה הקודמת מוסברת בעליית החיסכון הנקי של משקי הבית והפירמות. חלקים קטנים יותר של הגידול נזקפים לעלייה של ההשקעות שמקורן בחו"ל ושל מענקי ההון של הממשלה. עם זאת, חלק ניכר מההאצה אינו ניתן לייחוס ברור. ייתכן שההשקעות הישירות מחו"ל גבוהות מאלה הנמדדות. כן אפשרויות טעויות במדידת החיסכון של משקי הבית ושל הפירמות ו/או כאומדנים של אחדים מרכיבי הרכוש ו/או של מחיריהם העצמיים.

בניגוד לשנים קודמות גדל הרכוש הפיננסי נטו (המשקף בחלקו הגדול את תביעות הציבור כלפי הממשלה) בשיעור גבוה, כ-8 אחוזים – בדומה לגידול הרכוש הפיסי, ששיעור גידולו דמה לזה של שנת 1995, אך עלה על אלו של השנים 1993 ו-1994. ניתן לסכם ולומר,

ב-1996 נאמד הרכוש של
הסקטור הפרטי הלא-
פיננסי בכ-0.8 ביליון ש"ח,
המהווים 250 אחוזים
מעריך התוצר המקומי.

לוח ז'-6

שיעורי הגידול של הרכוש – 1995 ו-1996

שיעור הגידול באחוזים של הכמות ¹ (מונחי מחירים עצמיים)		שיעור השינוי באחוזים במונחי מדד המחירים לצרכן		הרכוש (מיליארדי ש"ח)		
1996	1995	1996	1995	1996	1995	
8.1	6.2	5.5	7.3	794	680	1. סך כל רכוש הציבור
8.0	0.3	9.6	-0.7	199	165	2. רכוש פיננסי נקי
9.3	7.9	8.3	7.0	502	419	א. מזה: נכסים פיננסיים
10.1	13.5	7.4	12.7	303	255	ב. בניכוי: התחייבויות
8.2	8.3	4.2	10.1	594	516	3. רכוש פיסי

(1) ביטוי לזרמי החסכון וההשקעה בסעיפי הרכוש.
מקור: לוח נספח ז'-14.

שהגירעון בתקציב המדינה לא הביא בשלב זה לדחיקת ההשקעות (crowding out). גידולו של הרכוש הפיסי שיקף התרחבות של ההשקעות ומלאי ההון של הסקטור העסקי ועלייה במוצרים בני-קיימא, בד בבד עם גידול מתון יותר של מלאי הדיור. הגידול הנמשך של מלאי הציוד מתחילת העשור נובע מעלייה של ההשקעות בשנים אלה, שניזונה מההשפעה המצטברת של הצמיחה, גל העלייה והשינויים הגיאופוליטיים. עם זאת, בשלוש השנים האחרונות ירדה הרווחיות וגם הפריזון דשדש – תופעות הפועלות בדרך כלל לירידה של ההשקעות. ייתכן שחלק מהמשקיעים תומרצו על ידי המימון הממשלתי הישיר ו/או הטבות המס הניתנות במסגרת החוק לעידוד השקעות הון. לחלופין, אפשר, שהמשקיעים מעריכים כי הרווחיות תגדל בעתיד.

הגידול המהיר של הרכוש הפיננסי נטו השנה משקף את גידולן של התחייבויות הממשלה המהוות תביעות של הציבור כלפיה, בד בבד עם מיתון קצב גידולו של האשראי: בשנת 1995 גדל האשראי במטבע חוץ בכ-60 אחוזים, אולם השנה היה הגידול צנוע הרבה יותר – פחות מ-25 אחוזים במחירים עצמיים ו-10 אחוזים במונחים ריאליים – כך שמשקלו בהתחייבויות נשאר ללא שינוי – 23 אחוזים. לעומת זאת עלה השנה קצב גידולו של האשראי השקלי, אף שהאשראי למשכנתאות, המהווה כמחצית מהאשראי השקלי לזמן ארוך, קפא ברביע האחרון של השנה, לראשונה לאחר שנים רבות של גידול מרשים.

במהלך השנה היו שהביעו חשש כי המשיכות מקופות הגמל יפעלו לירידה של החיסכון. חשש זה היה גם בין הגורמים שהגיעו את הרשויות לפרוש את רשת הביטחון לטובת קופות הגמל. אולם לחשש לא נמצא ביטוי: החיסכון הנקי לא ירד, הרכוש גדל בשיעור גבוה מאוד, קצב הגידול של הרכוש הפיסי נשמר, וקצב הגידול של הנכסים הפיננסיים (שמשקל קופות הגמל בהם כרבע) אף עלה במקצת. עם זאת השתנה הרכב

הגידול המהיר של הרכוש הפיננסי נטו השנה משקף את גידולן של התחייבויות הממשלה ואת מיתון קצב גידולו של האשראי.

על אף המשיכות מקופות הגמל לא קטן החיסכון הפרטי, אבל הרכב הנכסים הפיננסיים השתנה.

הנכסים הפיננסיים: ירד משקלן של קופות הגמל, ועלה משקלם של הנכסים הפיננסיים לזמן קצר, דבר שעלול לפעול בתנאים מסויימים לאי יציבות פיננסית.

בשנת 1995 התעורר חשש לגבי חשיפה יתירה של הסקטור העסקי לזעזועים בשער החליפין, אולם ההאטה בקצב גידולו של האשראי במטבע חוץ השנה והגידול הנמשך של היצוא משככים במידה מסוימת את החששות. עם זאת, שינויים חדים כלפי מעלה בשער החליפין עלולים להשפיע לרעה על נוטלי אשראי מסוימים בסקטור העסקי, בפרט כאלה שעיקר תפוקתם לשוק המקומי, וכן על משקי הבית הנוטלים אשראי במטבע חוץ. לנוכח חוסר הזדירות שנתגלעה במערכת הבנקאית בעבר, והתבטאה, בין השאר, בעידוד משקי הבית ליטול אשראי לרכישת קרנות נאמנות, חשוב שרשויות הפיקוח יודאו כי המערכת הבנקאית לא תעודד נטילת אשראי במטבע חוץ על ידי גורמים החשופים לשינויים חדים בשער החליפין.

על אף העלייה המרשימה של הרכוש הפיסי, ייתכן שהמשך המדיניות הפיסקלית הגירעונית בשנים הבאות יגרום לדחיקת השקעות בעתיד. בשנים האחרונות התאפשר גידול של ההשקעות והרכוש הפיסי, משום שעודפי הביקוש מומנו על ידי זרים. אין ודאות לגבי זמינות המימון בעתיד – בעיקר אם יימשך התוואי הפיסקלי הגירעוני ואם תהיה נסיגה מתוואי ההתכנסות לשיעורי אינפלציה מערביים.

שינויים חדים בשער
החליפין עלולים להשפיע
לרעה על נוטלי אשראי
עסקיים ומשקי הבית.