

## שינוי משטר הפיקוח על מטבע חוץ - מאין ולאן?

יוסי פישר - הפיקוח על מטבע חוץ

סיכונים לא מבוטלים, המחייבים מדיניות כלכלית אמינה ואחראית.

ראוי לציון, כי תהליך הליברליזציה טרם הושלם: עדיין נותרו הגבלות כמותיות על השקעות של קופות

גמל בחו"ל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח עדיין אינן רשאיות להשקיע כלל בחו"ל, ועדיין תושבי חוץ אינם רשאים לבצע עסקאות עתידיות נקובות במטבע חוץ לתקופה העולה על 30 יום. בהקשר

זה יצוין, כי גם באחדות מן המדינות המפותחות, למשל בגרמניה וביפן, מוטלות מטעמים יציבותיים הגבלות כמותיות על השקעתם של המשקיעים המוסדיים בנכסים זרים.

מניתוח הנתונים עולה, כי השינוי המשמעותי היחיד בהתנהגות המגזר העסקי, שניתן לייחס אותו לליברליזציה במטבע חוץ, הוא העלייה הניכרת ביתרת הפיקדונות של תאגידים ישראלים בחו"ל מ-0.2

בתום שנה ממועד השינוי של משטר הפיקוח על מטבע חוץ, במסגרת הליברליזציה בשוק מטבע חוץ, ניתן לא רק להעריך במבט לאחור את משמעות השינוי, אלא גם לבחון את השלכותיו על פעילות המשק במבט קדימה.

ביטול ההגבלות על תנועות הון כשלעצמו אינו משפיע על התנהגות תושבי ישראל, שכן הם מונעים, כצפוי, על ידי שיקולי תשואה וכדאיות כלכלית.

שינוי המשטר אשתקד היה שיאו של תהליך הדרגתי, שהחל בסוף שנות השמונים ובמהלכו חוסרו ההגבלות השוטות בתחום הפעילות במטבע חוץ. תהליך זה התנהל במסגרת מדיניות בנק ישראל

לליברליזציה ודה-רגולציה בשוקי הכספים וההון, ובכללם שוק מטבע החוץ, ולקידום פתיחותו של המשק הישראלי כלפי השווקים הבין-לאומיים, ומילא תפקיד מרכזי בהשתלבותה הגוברת והולכת של הכלכלה הישראלית בכלכלה העולמית. הליברליזציה טומנת בחובה יתרונות מובהקים למשק, כגון אופטימיזציה של תיק הנכסים של המשק וגישה של המשקיעים הישראליים לחיסכון של משקים זרים. זאת; לצד

מיליארד דולרים במאי 1998 ל-1.3 מיליארדים במארס 1999 - שינוי המוסבר, כנראה, בריבית גבוהה יותר שמשלמים בנקים זרים. ראוי להדגיש, כי המגזר העסקי היה למעשה משוחרר מהגבלות גם קודם לשינוי המשטר. אשר להשלכות השינוי על תנועות ההון של משקי הבית - נראה, כי לצעדים שנקטו לא הייתה השפעה של ממש על מגזר זה. אמנם גדלו ההעברות השוטפות של תושבי ישראל לחו"ל, מ-270 מיליוני דולרים ב-1997 ל-542 מיליונים ב-1998, אך ההשקעות נטו של יחידים בחו"ל (כולל נדל"ן) נותרו ברמה קרובה לאפס, ובהעברות של מטבע חוץ לפיקדונות בחו"ל אף בולטת העברה נטו של מטבע חוץ נטו לארץ, על ידי יחידים שאינם עולים, בסכום של 210 מיליוני דולרים. עם זאת, ראוי לציין, כי חלק

מההשקעות הריאליות של יחידים מבוצעות באמצעות תאגידים, חלק באמצעות העברות לחשבונות בחו"ל, וחלק ניכר ממימון החשקעות בנדל"ן בחו"ל מקורו באשראי מבנקים בחו"ל. לפיכך נראה, כי העברות הכספיים לחו"ל משקפות רק חלק מהשקעותיהם

הריאליות של תושבי ישראל בחו"ל. ממצאים אלה מאוששים את הטענה שעמדה ביסוד תהליך הליברליזציה, כי ביטול הגבלות כשלעצמו אינו משפיע על התנהגות תושבי ישראל, שכן הם מונעים, כצפוי, על ידי שיקולי תשואה וכדאיות כלכלית - הפרשי ריבית ואינפלציה, מיסוי, עלויות עסקה, וכיוצא באלה - שיקולים הקובעים את הרכב תיק הנכסים וההתחייבויות של הציבור. הלכה הנצבר מתהליך הסרת ההגבלות הוא, כי חלק מהן לא היו אפקטיביות כלל, וחלקן היוו מחסום שאינו בלתי עביר בפני כוחות כלכליים הפועלים במשק.

אירועי אוקטובר 1998 מאפשרים לבחון את תהליך הליברליזציה במטבע חוץ, חודשים ספורים בלבד, לאחר שינוי המשטר ובתנאי משבר פיננסי שלמי, שאיים לפגוע גם במשקים המפותחים בעולם. הגל הראשון של המשבר, שפרץ באמצע 1997 במזרח אסיה, השפיע אך במעט על הכלכלה הישראלית (ירידה במדד המניות הנסחרות בבורסה ובהשקעות פיננסיות של תושבי חוץ); הגל השני שהחל במשבר רוסייה באוגוסט 1998, הביא להגדלת התגודות בשוק מטבע החוץ,

והתבטא בפיחות חד של השקל וביצוא הון נטו, אך שלא כמו במדינות אחרות, לא גרם לקריסת המערכות הפיננסיות ולפגיעה קשה בפעילות הריאלית של המשק. יצוא הון בחיקפים ניכרים היה אפשרי גם לפני שינוי המשטר, ולתנועות ההון שהתאפשרו כתוצאה משינוי המשטר הייתה השפעה זעומה על המתרחש במחצית השנייה של שנת 1998. לכן ניתן לקבוע כי צעד זה לא ערער את יציבותו של המשק ולא פגע ביכולתו להתמודד עם זעזועים בין-לאומיים.

שינוי משטר הפיקוח בשוק מטבע חוץ היה חשוב, בין היתר, מבחינת מעמדה הבין-לאומי של ישראל. כך, למשל, ביום ההכרזה על השינוי צורפה ישראל למסלוקה האירופית, והוכרו על ההנפקה הראשונה של

איגרות חוב שקליות (יורו שקל) באירופה. מאוחר יותר החל אחד הבנקים הזרים לפעול כעושה שוק במסחר שקל-מטבע חוץ. כן ניתן ליחס לשינוי תרומה למעורבות ההולכת וגדלה של גורמים פיננסיים זרים בכלכלה הישראלית במגוון של תחומים פיננסיים -

גיוס הון בחו"ל, שירותי תיווך בניירות ערך, השקעות הון סיכון, שירותי בנקאות פרטית ועוד. למעורבות זו נודעת השפעה ניכרת על התיווך הפיננסי בהגברת האינטגרציה של המשק הישראלי עם השווקים הבין-לאומיים - בין היתר על ידי הגדלת הניילות, היעילות והתחרותיות של השווקים הפיננסיים המקומיים.

תהליך הליברליזציה במשק הישראלי קרוב לסיומו. אירועי אוקטובר, כמו הניסיון במדינות אחרות, הוכיחו, שאסטרטגיה כלכלית נכונה, מערכת בנקאית איתנה ושווקים פיננסיים יעילים הם שקובעים את עמידותו של המשק בפני זעזועים בינלאומיים, ואילו למגבלות אדמיניסטרטיביות השפעה מצומצמת בלבד על תהליכים אלה. במצב דברים זה נראה, כי הלכה המרכזי שיש להפיק מהשנה שחלפה הוא, כי ניתן להמשיך ולהתקדם בתהליך הליברליזציה בדרך המושכלת שאפיינה את התהליך עד כה, וזאת אם המדיניות הכלכלית תפנים את הקשר בין קבלת החלטות מדיניות ויישומן לתגובת השווקים הבין-לאומיים על כל המשמעות הנובעות מקשר זה.

**הניסיון הוכיח שאסטרטגיה כלכלית נכונה, מערכת בנקאית איתנה ושווקים פיננסיים יעילים הם שקובעים את עמידתו של המשק בפני זעזועים בינלאומיים, ואילו למגבלות אדמיניסטרטיביות השפעה מצומצמת בלבד.**