

## השווקים הפיננסיים בישראל - תמונת מצב ומבט לעתיד\*

המשבר הפיננסי הנוכחי פרץ לאחר כמעט עשור של שקט יחסי, ולאחר מספר שנים שבהן מחירי הסיכון, כלומר המרווחים בין יחסים מסוכנים ללא-מסוכנים היו קטנים מאוד. מרבית העוסקים בניתוח השווקים הפיננסיים הבין-לאומיים מציינים שזהו המשבר המורכב והקשה ביותר מאז משבר 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 אלה משתמשים בחסכונות 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. בביטחונן 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 אלה - של מערכות התשלומים, של הפיקוח על סיכוני האשראי ושל ניהול חסכונות 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

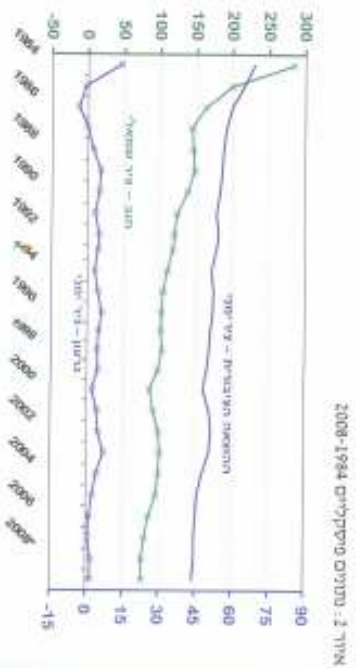
כדי להעריך את הצמיחה בישראל, רצוי להשוותה לצמיחה בעולם, ובייחוד בארה"ב. בשנת 1996 הגיע התוצר לנפש בישראל ל-60% מהתוצר לנפש בארה"ב (איור 1). הפער נובע משני גורמים שהם במרכז סדר היום של הממשלה: (א) שיעור התעסוקה בישראל

---

\* סיכום הרצאתו של פרופ' אקשטיין - המשנה לנגיד בנק ישראל במרכז אהרון מאיר לחקר הבנקאות - אוניברסיטת בר אילן, 16.7.2008.

כשעקר המקובל בארצות המפותחות ויער הגירעון הוא כ-1.8%, במקרה למעשה צורד בגוים סבירי כמף נוספים, וכך לשמור על שיעור הוצאה ממשלתית שביד 40% ל-45% מההוצאה, בהתאם לרמת הפעילות הכלכלית.

## איור 2: נתונים פסקליים 1984-2008

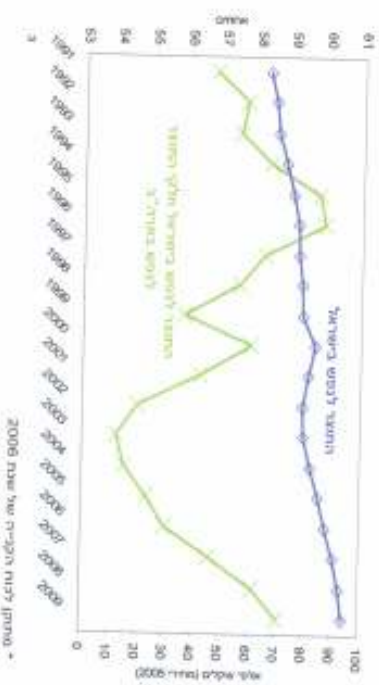


מקור: המלצות המדיניות לסיטואציה קיצונית במו שישאל, דיון מספר 19, המועדים הם ימי השינוי הרחוק של SNA \* נתונים לנתונים 2008 ו-2009 הם מחזורי נתון ישראלי

אשר למדיניות המוניטרית - מאז התחלת המדיניות של יערי אינפלציה הנענים, לנעשה משנת 2003, ליעד של ריבוי מטרות - בין 3 ל-4%, התחום המקובל במדינות המדינות המפותחות הרישע הנודל של המדיניות המוניטרית הוא יציב הציפיות לאינפלציה, שהוא נרמ חשוב ביותר בתפקוד יציב ויעיל של השווקים הפיננסיים. מאז שנת 2004, הציפיות לאינפלציה, הנגזרות משוק ההון ל-10 שנים, קרובות לציפיות לשנה, והמטרה של המדיניות המוניטרית היא יציבות של שוק ההון והמאזן המסויים של הממשלה. תפקידו של ירי יציבות עובר לניהול המשא, והסכרן והסכמי השכר והרדדת רמת המסויים של השווקים הפיננסיים.

נמדד ב-108 משוערה אחריו, אחד מועדיו של המדיניות הכלכלית-מטרות הוא תועלת שיעור זה. (2) התפקוד לענבו, המלחיה במידה מוכרת בהיקף החוץ-לעבר וברמת הטכנולוגיה, נובח בישראל ב-308 מאשר בארצות הברית, השיבותם של השווקים הפיננסיים הוא המקצב המקורות לעודל החוץ ולשימור הטכנולוגיה ויד פעילות המכו הרפטי, לא התעורבות ממשלתית (פלט ליערות החשתית המשתמרת).

## איור 1: תוצר לנפש בישראל ביחס לתוצר לנפש בארצות



מקור: רמת חיים בקרבית של שנת 2006

## המדיניות המקרו-כלכלית

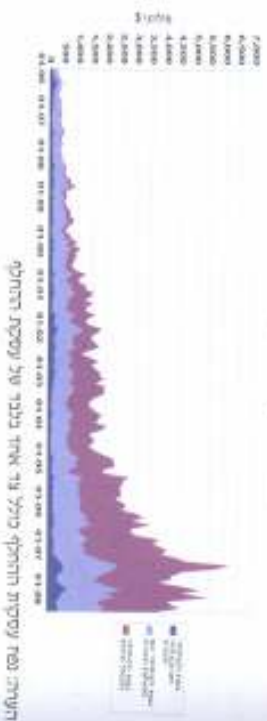
היצריות המקרו-כלכלית תלויה, במידה רבה, במדיניות הפיסקלית ובמדיניות המוניטרית.

את המדיניות הפיסקלית (איו 2) פן ההכרח לנהל במסגרות המקובלות בעולם - מבוהנת גודל החוב, הודיעו ותקציב הממשלה וחסות לתוצר ועמידה בעודים, היצרות למימסיוציה לעוד הממשלה ואמון בה.

חסר המקובל בארצות ליחס החוב לעוד הוא 60%, ואילו בישראל יחס זה עומד כיום על כ-77.7%, לטובת מצבו הנטי-פיליטי והכלכלי והמסויים הביסחתיים האורבים לטי, ואיו כי נרד ליחס חוב מטרד כ-60% במיחה ובטינוי אוד.

גודל תקציב הממשלה, כולמו חלקק בתמ"ג, מצב חסס לזיקק השירותים הצבוריים שהוא מספקת, חסס כוח הכרחי, כי אם נמנע יחסי מודי נשא שרות מודי לממר תעסקק, שהוא המקור לעיקר התעסקק, לעודל החוץ, לשימור הטכנולוגיות, ולכן - לכמסחה ארונת המיחה של המסס, כיום גודל תקציב הממשלה עומד על 44 אחוזי תוצר,

### אזור 4: נמה המסחר היומי בשוק מט"ח בנוסח על ממוצעים יומיים



### אזור 5: שערי חליפין שקל/דולר, שקל/אור

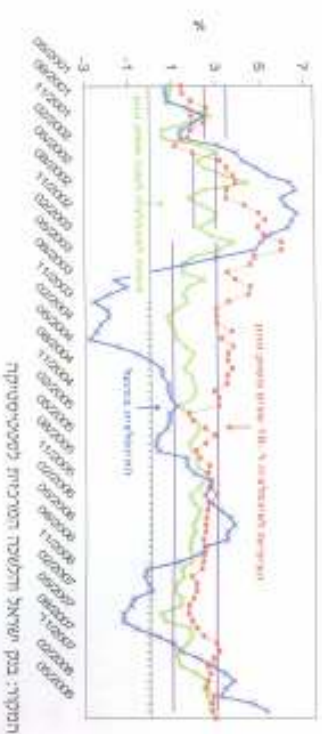


רפורמת השוה נוספת, בשוק אגרות חוב הממשלתיות, הפעלה בסוף 2006, עם המסחר של עשרה נופים בן-לאומיים נעשו שוק - נופים שקיבלו על עצמם מחויבות לקנות ולמכור אגרות חוב במשך כל היום, דבר שהעמיק משמעותית את שוק אגרות החוב.

רפורמות הופעלו גם בשוקי החיסכון ארוך הטווח, הפסיבי, קופות הגמל והביטוח, ובראשן רפורמת בנר.

שתי המסרות העיקריות של רפורמת בנר היו: (א) הקטנת הריבזיות על ידי חזקת ניהול החסכנות - קופות הגמל קורנות המסנות - שהנכונים (ב) מגיעת נעודי נעידים בבנקים על ידי הפדחת היעף והשוק מנהל החסכנות. כחמאה מהרפורמה, נותנים הנבקים היום רק 50% מהאשראי, לעומת 80%-90% לפני 8-10 שנים, והחוזות שנערה הורידה את מרווחי האשראי - תודות משמעותית מאוד ליעילות השוקים.

### אזור 3: הציפיות והאונפליציה במועל



### רפורמות לפיתוח השוקים הפיננסיים

אז נמצאים בעיצומו של תהליך הרחפת ומחמשד, שמטרתו היא הנלת היעילות והתחרותיות של השוקים הפיננסיים - באמצעות חידושת, פיזור ומיון של הנכסים, תוך שמירת הציביות.

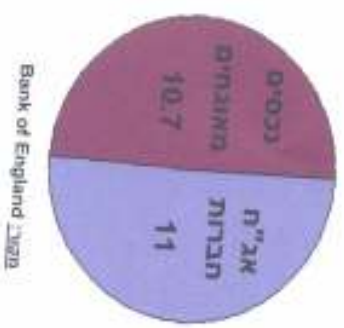
רפורמות בשוקים, תהילת בשוק מטבע החוץ, תהליך המברלילציה בשוק זה החל בסוף שנת השמונים והגיע ב-2003 לליברליציה כמעט מלאת עד בשנים 1997-1998 חופשית, למעשה, התערבות בנק ישראל בינתיים של שוק מטבע החוץ. א. ההתערבות העמידה את השוק: נפדי המסחר היומוסיים מניעים היום ל-2 מיליארד דולרים, פ. נשדה מטבע באמצע שנת המשעים.

מעומק השוק נבעת גם המסחרות של שער השקל, את משום שערך הלחץ, הן לפחות השקל בתקופת האינפלציה לאז הוא הגיע כמעט ל-5 שקלים לדולר) והן להתחזקות הדרימסות של כעת, מקורו בתנועת החוץ של ישראלים וזרים הפעילים בשוק.

לנוכה פעולות לא תקינות בינתיים של השקל - בניית מרווחי מסחר גדולים מאוד, לא תקינים, וצניחה מהירה שלהם, מוחד מחושה של און-קוונים - התערב בנק ישראל במסחר ב-2008.3.3, לראשונה לאחר 11 שנים, ואולם, מפני החשיבות הרבה שהתפתחו חוקי של השוק הקפיד הבנק שהתערבות תהיה מנימונית, כדי ללונער את הפגיעה בפעילות השוק הדברים אמורים גם בקניית הדולרים במסגרת בניית מלאי מטבע החוץ של המדינה.

בנקי המשכנתאות 'שרדי סקי' ו'פני סקי', המצמצים עולה במידת המסכר. כלי זה מופעל כיום במסגרת מדינית - במטע בגל המדיניות המסחרית ואף בחלק מהלא-מפורזות בעד עברתה'ג ובאירופה סד הנכסים המצטמצמים מרורים כמחצית מנכסו האג"ח שהעדר נכסים ממשלתיים, הרי בישראל אגרת הנכסים כמעט אפסי, וזאת מטרת העדר המדינה מטאגומה. המדינה תחום זה מתייבת חקיקה והסדרה במסגרת, וכן נדרשת התמנה של כללי המס

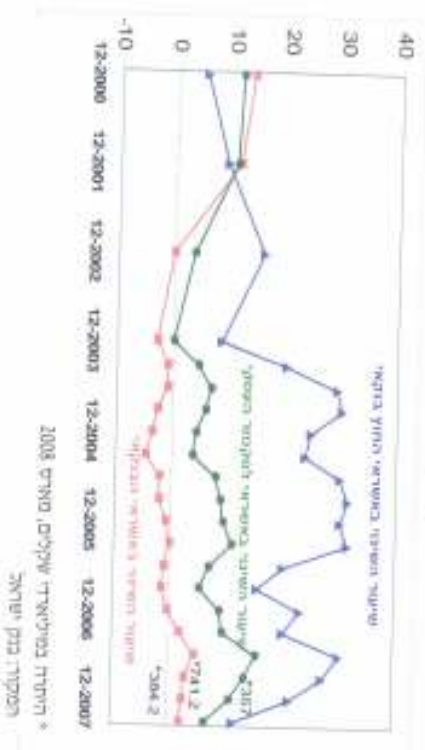
**אזור 7: חקפי שוק האגורה בעולם - ארה"ג ואירופה (טריליוני דולרים)**



במסגרת תורת אריאט. אך מספילים עתה, בשיחף עם משרד המשפטים, בניית מסגרת משפטית לאגורה נכסים בגלל ולאגורה משכנתאות נפרט. יחד עם הפיקוח על הנכסים, אך עובדים על בניית ההסדרה הפיקוחית, ועם רשות המסים - על החחלולות נושא המסוי. כל זאת, כדי להקטין את הסיכונים ולהבטיח יציבות בתחום זה. חשיבות רבה נושא האגורה נדרשת לשקופות מלחה בדירות הבורות המאגרות. נדרת האפשרות לאפשר איחור רק לנופים משקורחים כדי לסנוע "amortization" כמו בארה"ג, עם גופים לא מוסקחים איחור בערה לא מבוטרת ולא שקופה ועמו לחוסר מידע מהימן בשוק, שהוביל למשבר.

שוק חשוב נוסף הוא שוק הנכסים, ובו עסקות הריאו - עסקות השאלה בין מסדות פיננסיים, שמסרתן לרזול את ניהול הנכסים לנופים פיננסיים גדולים. עסקות ריאו, בעל ניי עור מוכר אותו למשקיע תמורת מחזור, תוך החחיכות לחזר ולרכוש אותו במאיד ובמחיר קבועים מראש. עם פיתוח שוק זה התעכב בגלל היעדר חשדות

**אזור 6: האשראי הננקאי והחוז ננקאי למגזר העסקי (שיעור השינוי באחוזים)**



**המגזר היום**

ביצוי המערכת הפיננסית הנדל, כמסור, את פעילות האשראי מוצי לגנקים, ומאז החשיבות הרבה של ההסדרה והפיקוח על היציבות בתוך אשראי חוץ-נקאי. יחד עם זאת נותרה בנקים פידה נבונה מאוד של ריבואיות - במיוחד בניסוף במשקי הבית ובקמעונאות.

בעיה נוספת היא חוסר יעילות בתגריפי הנכסים בשוקים הפיננסיים. על פיתוח השוקים הפיננסיים, בראיית לעולד, מופקדת ועדת ארואב שהקיסו שי האוצר וניו בנק ישראל במסגרת הוועדה הזאת אני אחיאי לתת-הצוות המספל במכשורים פיננסיים.

אחד המגשאים המרכזיים בתחום זה הוא האוצרת, ובפרט איחור משכנתאות, הנמצא בעין הסערה של המשבר העולמי. הבנקים נחגים משכנתאות לצבור, תוך קביעת הריבית לכל פלט בהתחשב בסיכון שלי, החלוי בהכנסתו, במיקום הדירה הנרכשת ועד בלב קבע חגים מוצפים ל-10-20 שנה, המעיב ריבית מוסומת בתהליך האיחור הנכנסים מאגדים את תגריים המיוסמים לעירות ערד ומוכרים אותם לצבור בשוק ההון זאת, המורת מזמן המאפשר להם להנדל את נפת פעילותם בהעמדת משכנתאות נוספות.

האיחור הפך לכלי מרכזי מאוד בשוקים הפיננסיים בעולם. בארה"ג החלו לוחשתים כי

העילאי, הנבדק מביעית נזילת.

הישא השיג שבאחזיקת הפיקוח על הבנקים הוא יצבות המסדות הפיננסיות. זו תלית בשיבוטים שנים נטלים - סיכוי האשיא השינויים בחיסכון. כן, אם קרן מכל המפת חיק חיסכון לתקן שרובו מניחי, יש לפקח עניי מאותה צורה שמפקחים על חיסכון לפנסיה. אחרות צורה לשרור גם בפקוח על האשראי.

היום, שלרועולום עובר שפקוח על פי מסדות לפיקוח על פי פסקאות ישנם שני מודלים מרכזיים:

א. **המודל ההולנדי**, שבו הבנק המרכזי מספק על יצבות המערכת הפיננסית והמסדות הפיננסיות, ואילו רישות לעיירות ערך מקפחת על ההתנהלות העסקית, כלומר מספקת על טובה הרבון - למשל על עצמת הבנקים.

ב. **המודל האנגלי**, שבו ניסל שובנו המרכזי חלק מאחזיקת הפיקוח והישא בודיו רק הפיקוח על המערכת הפיננסית. לפיכך, חקם הבנק המרכזי האנגלי בתוכו יחידה העוסקת רק ביצבות המערכת הפיננסית, עליה תלמם את פעולותה עם הרישות לעיירות ערך, ה-FSA. שהיא רשות פיקוח מודת, המפקחת על ההתנהלות העסקית על יצבות המסדות הפיננסיות.

בקבות בעיית שהתגלו במודל האנגלי - בעצום כן הנספים המפקחים השונים - נוסים רבים לעצור למודל ההולנדי. את פסוים כי המודל ההולנדי הוא המומים, כמות האחד, גם לישראל, ואת מטות שיובת ראשית, המשבר הנוכחי מודיש את האור בקשר הדוק כן הבנק המפקח על יצבותם של המסדות הפיננסיות לנף האחרות למערכת החשבונים. עניי המפקח הושוואל הוא משק קטן, במשקים כספים המערכות הפיננסיות מולכות הדבר חתי משא במשקים גדולים, ולכן חסיכון גדול יותר. במצב זה נדעת עדישות למספר קטן של צפי רילציה בעלי סמכויות הנות.

משפסית ומבטוח כי פשוית רגל של ער אחד לא תגרום נזק לצד האחר. על רילטיוויים השונים לעבוד יחד, ורישויות המס צריכות לתת הוראות מפורטות את נטעמים יום פעלבים האחרונים של הסדרה זו. בנק ישראל כבר מנבל מכרז רישו מיל הבנקים ומיל מסדות פיננסיות לא-בנקאיים, ביציות בנק ישראל. כן מתאפשר רישו מנבל לרלפק (Liquidity) של אשראי בן נוסים פיננסיים, ומסלקה לריפו בנבטסה תחרות לפעול כיווא 2009.

שיי נטעמים מרכזיים נוספים, המקבלים ביטוי בעבודתה של ועדת אריאג, הם רישות קירות נאכפות דרך האינטרנט וקרנות כספיות למשולמים.

**רישות קרנות נאכפות באמצעות האינטרנט** חיסמת את העמלות המשולמות לבנק, האינטרנט סאפשי לציור מערכת חשבונים בנטחה ומסדות למצור פריט בפיקוח אצבורי. הלקיח יכול להינס לחשבון הבנק שלי, לקנות קרן נאכפות ולאחר מבייתה להחזיר את הכסף רק לחשבוננו, כדי למנע בעיית של חלמת חוץ. פיתוח של מצב זה הוא בעימות: קיים אשיו עקרוני לבן, ויש המקדמות בכל חקשוו לריאות המפקח על הבנקים בנטעם זה האחר האינטרנטי וקום על ידי יוצבנקי בליווי הועדה.

**קרנות הנכסיות (Liquidity Funds)** כבר יצאו לדרך בתחילת השנה, ובהנחה די רחילה: ריום כבר מנהלים בכך כ-18 מיליארד שקלים. החיזוי בקרנות אלו הוא רנלציה המנוירה יציות ערך מסחריים ויציות ערך ממשלתיים לחקומה ענדה עם ביטוחו רב - תחליף לפיקוח הנכס ריבית בשיעורה של ריבית בנק ישראל, אף לעומת 18-15% על פקודות בנקים. עתה את מספלים במתן אפשרות למשדר מפרן זו באמצעות כרטיס אשראי - עניין לא פשוט, המחייב הסדרה קפדנית, למעיות בעיות של ביטוח וחלמת חוץ.

## הפיקוח

המסדות הפיננסיות בישראל מסוקחים על פי סוגיהם: הבנקים מסוקחים על ידי המפקח על הבנקים, המופקד על כל מערכות החשבונים במשק ומסוקם בנק ישראל; המפקח על הביטוח מופקד על הביטוח, על קופות הנמל ועל החיסכון הפנסיוני; הרישות לעיירות ערך מספקת על הבורסה - על המפתח לירות הערך בה, וכן על קרנות האמנות לעומת זאת, אומרת הגישה המודרנית לפיקוח כי יש לפקח על המקורות לסיכון בשוקותים וכי הפיקוח צריך להיות אחיד לפי סוג חסיכון ולא לפי סוג המוסד המפקח. הסיכונים לעימות המערכת הפיננסית ולחשבונים (Liquidity Risk) הם באחריותם של הבנקים המרכזיים - שכן, הם מנפקים את הכסף ומסדירים את מערכת החשבונים לאחריות חנך בנק ישראל מערכת לסליקה בזמן אמת - RTGS - שהחזילה את החשבונים במשק ותעופרת את הפעולות, שופר זה הוא חשוג, במיוחד לעמט המשבר

מתוך: רבעון לבנקאות, כרך 165 (דצמבר 2008), עמודים 19 – 27.