

חלק III

**היציבות הפיננסית מול
חוץ לארץ ובמטבע חוץ**

חלק III - היציבות הפיננסית מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ

תמצית

בשנת 2003 חל שיפור ביציבות הפיננסית של המשק הישראלי: אי-הוודאות והתנודתיות בשווקים הפיננסיים בארץ ובחו"ל פחתה ביחס לשנת 2002, השתפר מבנה ההתחייבויות של המשק לחו"ל וכן הוטבו תנאי הרקע ליציבות הפיננסית בארץ ובעולם. ההתפתחויות ביציבות הפיננסית הושפעו בעיקר מהירידה בסיכון המדינה - זאת על רקע ההסטה של תנועות הון בעולם מן המשקים המפותחים למפתחים, ובכללם ישראל - וכן משיפור באמינות המדיניות הכלכלית ובמצב הכלכלי במשק.

כבר בתחילת שנת 2003 שכבו כמעט לחלוטין ההשפעות של אירועי 2002 - בעיקר יצוא ההון הניכר של משקי הבית וגידול הסיכון ואי-הוודאות, על רקע ההרעה הכלכלית וההתפתחויות הגיאופוליטיות. התרחבות הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל בשנת 2003 ביטאה עלייה בחשיפה לשינויים בשער החליפין, אך שינוי בהרכבם ביטא שיפור ביציבות הפיננסית. בצד ההתחייבויות היו מספר התפתחויות חיוביות: גדל משקל המגזר הפרטי הלא-בנקאי בסך ההתחייבויות, וכן משקל מכשירי ההון ומשקל ההשקעות הישירות במשק; בצד הנכסים של המשק מול חו"ל אמנם גברה הפגיעות לסיכונים שוק (ירידת מחירי הנכסים וייסוף), אך ירד שיעור הנכסים הלא סחירים בסך כל הנכסים.

יחסי החוב החיצוני הקצר לנכסים הקצרים ולנכסים הנזילים של בנק ישראל (יתרות מטבע החוץ) הם נמוכים ומבטאים שיפור בנוזלות המשק. נוסף על כך, החוב החיצוני נטו המשיך לקטון, והמשק הישראלי הינו משק מלווה נטו לחו"ל, זו השנה השנייה.

בשנת 2003 ניכר מיצוי תהליך ההתפתחות של שוק שקל-מט"ח והביטוי העיקרי לכך היה בלימת גידולם של מחזורי המסחר, אך חלקם של תושבי חוץ במסחר נותר ברמה גבוהה, יחסית לעבר. עם זאת, התרחבו מירווחי המסחר, ורמת תנודתיות של שער החליפין בסוף 2003 הייתה נמוכה מאשר לפני דצמבר 2001. לא ברור אם זוהי רמה יציבה לאורך זמן בשוק שקל-מט"ח או תופעה זמנית.

יתרת החוב החיצוני ברוטו של המשק הישראלי הסתכמה בסוף דצמבר 2003 בכ-71 מיליארדי דולרים - גידול של כ-3.4 מיליארדים (5%) לעומת שנת 2002. יחס החוב ברוטו לתמ"ג ירד (במונחים דולריים) מ-65% בשנת 2002 ל-63% ב-2003 בשל ייסוף השקל במהלך 2003.

למבנה החוב החיצוני ולנכסי החוב של המשק בחו"ל נודעת חשיבות רבה בהערכת חוסנו הפיננסי של המשק. משקל החוב הסחיר בסך החוב החיצוני ברוטו גדל בשנת 2003 והגיע לשיא של 30%, לעומת 28% בשנה הקודמת. משקל החוב הסחיר של הממשלה בסך החוב החיצוני שלה הגיע אף הוא לשיא - 56%. מבחינת היציבות הפיננסית גידול החוב הסחיר מבטא הרעה, שכן בעלי החוב הזרים יכולים להציע את חובם למכירה בשוק בבת אחת ובכך לגרום לעליית המחיר של גיוס חוב לממשלה ולחייבים אחרים. כנגד זאת יש למשק הישראלי עודף גדול של נכסים

לזמן קצר, שהסתכם בסוף 2003 בכ-29 מיליארדי דולרים - גידול של כ-4 מיליארדים (18%) לעומת סוף 2002 - המשקף את יכולתו לפרוע חוב בטווח הקצר. בסוף 2003 נרשמו התפתחויות מנוגדות בחשיפות המגזרים השונים לשער החליפין ביחס לדצמבר 2002: חשיפת המגזר העסקי לפיחות ירדה בשיעור ניכר, ואילו הפגיעות של משקי הבית, הנובעת מחשיפתם לייסוף השקל, נותרה גבוהה יחסית. ההתפתחויות ב-2003 מדגישות את ההשפעה החזקה של ההתפתחויות בעולם על היציבות הפיננסית ולפיכך את הצורך במעקב מתמיד אחר מצב המשק ביחס לעולם - אך גם את ההשפעה הרבה של המדיניות הכלכלית על מעמדו היחסי של המשק.

1. מבוא

מידת היציבות הפיננסית (financial stability) מבטאת את כושרה של המערכת הפיננסית - השווקים, המתווכים והשחקנים המרכזיים - לבצע תיווך פיננסי יעילות וברציפות ואת עמידותם בפני זעזועים פיננסיים ואחרים. מצב של יציבות פיננסית מוגדר לרוב כהסתברות נמוכה להתרחשות משבר פיננסי - כלומר פגיעה מהותית בתפקודם של השווקים הפיננסיים - למשל בתחומי הקצאת האשראי, תמחור הנכסים הפיננסיים, או קריסת מערכות התשלומים והסליקה¹. פרק זה מתמקד ביציבות הפיננסית הקשורה במישורין לפעילות המשק מול חו"ל ובמט"ח, וביציבותו של שוק שקל-מט"ח.

מסגרת הניתוח היא כדלקמן:

- תיאור ההתפתחויות בפעילות הפיננסית של המשק מול חו"ל ובשוק שקל-מט"ח בשנת 2003, מבחינת היציבות הפיננסית וניתוח תופעות בעלות פוטנציאל לערעור היציבות, יבוא הון קצר טווח של תושבי חוץ והצטמצמות של מחזורי המסחר במט"ח.
- הנכסים וההתחייבויות של המשק במט"ח, לרבות החוב החיצוני, וחשיפת המגזרים השונים לשער החליפין.
- מידת השכלול של שוק שקל-מט"ח.

2. ההתפתחויות ביציבות הפיננסית בשנת 2003

בשנת 2003 חל שיפור ביציבות הפיננסית, בהשפעת התפתחויות מקומיות ועולמיות. השיפור ניכר הן בתנאי הרקע והן בתנועות ההון של תושבי ישראל. תנאי הרקע ליציבות הפיננסית השתפרו בשנת 2003. המצב הריאלי, שעמד בבסיס ההרעה הפיננסית בשנת 2002, הוטב: החשבון השוטף של המשק התאזן בשנת 2003, לראשונה מזה שנים רבות; התוצר במשק שב - אומנם לאט - לתוואי של צמיחה, לאחר תקופה ממושכת של נסיגה; גדלו תנועות ההון הארוכות; גדלה האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית והסיכון הישראלי פחת. גם במרבית הגורמים העולמיים העשויים לסייע להתאוששות המשק נראו סימני שיפור: הצמיחה העולמית הואצה, הסחר העולמי גדל ושוקי ההון בעולם נסקו; כנגדם, התרחבו הגרעון הממשלתי והחוב החיצוני, אך הצעדים שנקטו להחזרת הגירעון למסלול בר-שליטה וגיוס האשראי באמצעות הערבויות של ממשלת ארה"ב החלישו השפעה זו.

1 הגדרה זו דומה להגדרה שבחר הבנק המרכזי של אנגליה. ראו Financial Stability Review, Bank of England, June 1999.

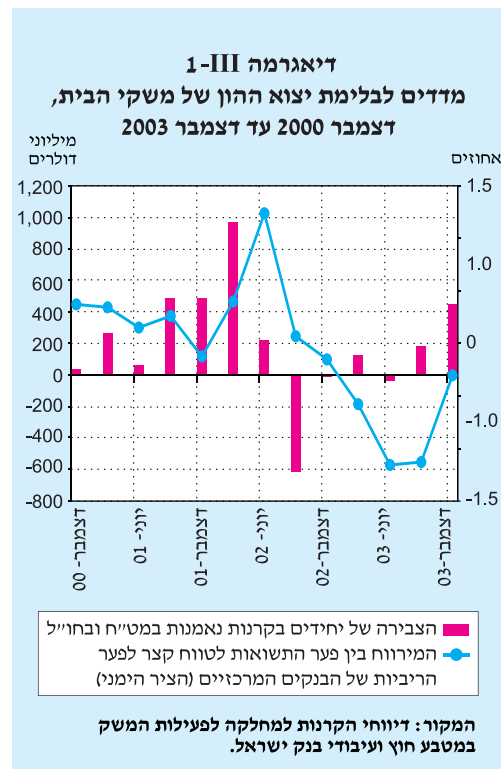
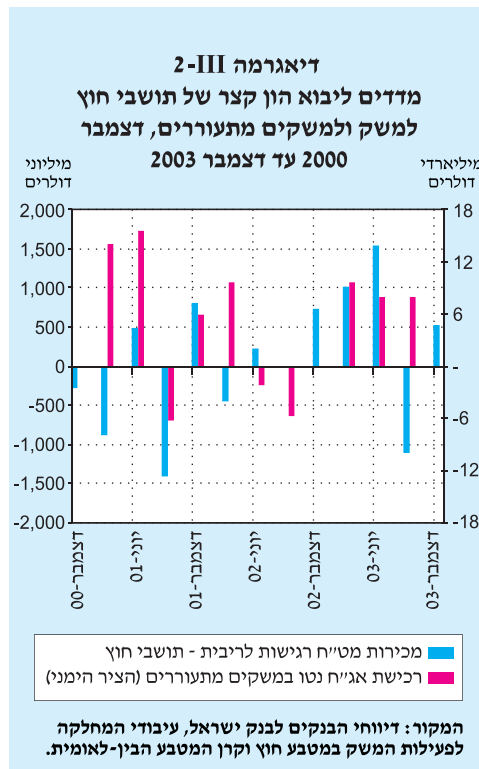
חלק III - היציבות הפיננסית מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ

הירידה החדה של סיכון המדינה היא תוצאה של התפתחויות עולמיות והתפתחויות ייחודיות לישראל גם יחד.

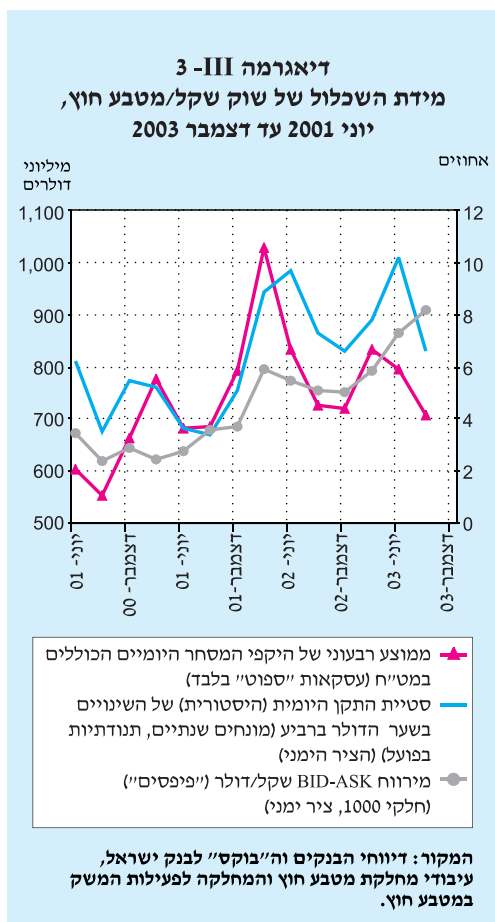
במהלך שנת 2003 שכבו כמעט לחלוטין ההשפעות של אירועי 2002.

בתשואה ובסיכון של המשק מול חו"ל, המשפיעים בעוצמה ובמהירות על תנועות ההון קצרות הטווח אל המשק וממנו, התחוללו במהלך 2003 שינויים חדים. אלה נבעו מירידה משמעותית וחריגה של סיכון המדינה ומהצטמצמות פער התשואות והריביות מול חו"ל. הירידה של סיכון המדינה היא תוצאה של התפתחויות עולמיות והתפתחויות ייחודיות לישראל גם יחד. סיכון שער החליפין פחת בשיעור ניכר במהלך המחצית השנייה של 2003 והוא מצוי ברמה נמוכה היסטורית. פערי הריביות והתשואות² השונות מול חו"ל שבו והצטמצמו במחצית השנייה של השנה בשיעור ניכר ומתקרבים לרמתם ב-2000 ו-2001; זאת כתוצאה מבלימת ירידתן של התשואות והריביות בחו"ל ומירידתן בארץ.

במהלך שנת 2003 שכבו כמעט לחלוטין ההשפעות של אירועי 2002 - בעיקרן יצוא ההון הניכר של משקי הבית וגידול הסיכון ואי הוודאות, על רקע ההרעה הכלכלית וההתפתחויות הגיאופוליטיות. ההסטה לנכסים במט"ח ולחו"ל במשק בכלל ואצל משקי הבית בפרט ב-2002 נפסקה ב-2003; כך, למשל, חדלו משקי הבית להעביר פיקדונות לחו"ל ואף החלו להחזיר חלק מהפיקדונות שהועברו לשם ב-2002 (דיאגרמה III-1); המגזר הלא-עסקי האט את שיעור הגידול של נכסיו במט"ח; תושבי חוץ הגבירו את השקעותיהם במשק. התגברות האמינות של המדיניות הכלכלית קיבלה ביטויה בירידה של הציפיות לאינפלציה ושל התשואות על איגרות חוב שקליות לכל אורך העקום, וכתוצאה מכך הצטמצם פער התשואות שקל-דולר.



² חשוב להבחין בין ריביות הבנק המרכזי או הריביות על פיקדונות והלוואות, לבין תשואות. הראשונות נקבעות מראש ואילו האחרונות נגזרות ממחירים של נכסים סחירים, כגון איגרות חוב, ונחשבות כאינדיקטיביות יותר לגבי ציפיות השוקים הפיננסיים, למשל לגבי האינפלציה הצפויה.



ברבע השני של 2003 נרשם יבוא הון קצר טווח ניכר של תושבי חוץ.

במקביל לשינוי האמור בפעילות של תושבי ישראל, נרשם ברביע השני של 2003 יבוא הון קצר טווח ניכר של תושבי חוץ, שהביא לייסוף מהיר וחריג בשער החליפין (7.2% בממוצע רבעוני) - תופעה שהתרחשה באותה עת במדינות מתפתחות נוספות (דיאגרמה III-2). תושבי חוץ השקיעו בנכסים שקליים מבוססי ריבית, בעיקר בעסקאות עתידיות ובאיגרות חוב ממשלתיות; נפח המסחר במט"ח גדל במידה חריגה ביחס לעבר (דיאגרמה III-3); משקלם של תושבי חוץ בהיקף המסחר במט"ח היה גבוה מאשר בעבר. נוסף על כך, גדל מאוד המיתאם בין המשק למשקים מתפתחים אחרים בפעילות הפיננסית - בתנועות ההון, בסיכון המדינה, בסיכון שער החליפין ובמגמת שער החליפין.

הירידה המשמעותית של סיכון המדינה ומגמת ההסטה של תנועות הון למשקים מתעוררים היו בבחינת זעזוע פיננסי, שהביא ליבוא הון ניכר ולייסוף השקל.

יבוא ההון של תושבי חוץ נבע בעיקר מהסטה של תנועות הון ממשקים מפותחים למשקים מתפתחים, החל מסוף שנת 2002- בעיקר לאיגרות חוב - זאת בהשפעת הורדות ריבית במשקים מפותחים, שהגדילו את הנכונות של תושבי חוץ ליטול סיכונים. במקביל, ירד סיכון המשק הישראלי ברביע

השני של 2003 ירידה חדה, שגררה עלייה מהירה ביחס התשואה לסיכון של המשק והפכה אותו לאטרקטיבי יותר; זאת, על רקע התשואות הגבוהות ששררו במשק בשל הנסיבות שהביאו להעלאת הריבית באמצע 2002. הירידה המשמעותית של סיכון המדינה ומגמת ההסטה של תנועות הון למשקים מתעוררים היו בבחינת זעזוע פיננסי, שהביא ליבוא הון ניכר ולייסוף השקל.

ביבוא הון זה, היה לכאורה פוטנציאל לפגיעה ביציבות הפיננסית, שכן הוא התרחש בעוצמה חזקה ובמהירות, ורובו הגדול בוצע באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים - מצב שגרם בעבר לתהליכים משבריים במספר משקים בעולם.

פוטנציאל זה לא התממש במשק הישראלי. יבוא ההון הקצר נבלם במהירות יחסית עד תום הרביע השני, בשל ירידה של יחס התשואה לסיכון במשק, שנבעה מצד התשואה ומצד הסיכון גם יחד. בצד התשואה - ההפחתות של ריבית בנק ישראל, ירידת התשואות הארוכות, הקשורה למדיניות הפיסקלית, ויציבותן של הריביות בחו"ל הקטינו את התשואה; בצד הסיכון - הצבירה של הון קצר טווח במשק הגדילה את החשיפה של תושבי חוץ לפיחות השקל.

יבוא ההון הקצר הניכר של תושבי חוץ בתחילת שנת 2003 גרר שינוי בשער החליפין, אך השפעתו הייתה קטנה מהשפעת יצוא ההון של תושבי ישראל בשנת 2002, שכן הוא לא נתפש בציבור כאיום, אף שהיקפו דמה לזה של יצוא ההון האמור. בהקשר זה חשוב להדגיש כי ההון שיובא למשק ברביע השני של 2003 אינו אותו ההון שיוצא ממנו במחצית

הראשונה של 2002.

תופעה נוספת בעלת פוטנציאל לפגיעה ביציבות שנרשמה החל מחודש יולי 2003, היא ירידת הנפח של עסקות ההמרה שקל-מט"ח, במקביל לירידת התנודתיות של שער החליפין שקל-דולר והתרחבות מירווחי המסחר (דיאגרמה III-3). ואולם גם לתופעה זו לא הייתה השפעה מהותית על היציבות הפיננסית והמסחר בפועל היה תקין לכל אורך התקופה. הסיבות לירידת נפח הפעילות אינן ברורות; ייתכן שהיא משקפת את התמעטות העניין של תושבי חוץ במשקים מתעוררים בכלל ובמשק הישראלי בפרט. כן אפשר שירידת נפח המסחר היתה בבחינת "תיקון" לגידול הרב שנרשם בעטיו של יצוא ההון ב-2002, והמצב הנוכחי מייצג את רמת שיווי המשקל ארוך הטווח.

3. השפעת מאזן הנכסים וההתחייבויות במטבע חוץ ומול חוץ לארץ על היציבות הפיננסית

חלק זה בוחן את היציבות הפיננסית של המשק בגישה מאזנית³ - הן בראייה כוללת של המשק מול חו"ל והן מבחינת המגזרים השונים הפועלים במט"ח. לשם כך אנו בוחנים את סך חשיפת המשק לחו"ל, את מבנה התחייבויותיו ונכסיו⁴ ואת והיקף החשיפות של המגזרים השונים לשינויים בשער החליפין. מטרת הניתוח הן להעריך את רגישותה של המערכת הפיננסית לזעזועים חיצוניים פוטנציאליים ולהתפתחות אירוע פיננסי חריג, וכן את הרגישות הנובעת ממבנה החשיפות הפיננסיות השונות.

ההיקף והמבנה של החשיפה המשתקפים ביתרת הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל משפיעים על עמידותו בפני משברים פיננסיים. במהלך שנות התשעים נגרמו מספר משברים פיננסיים בעטיין של בעיות מאזן; מבנה החוב של המגזר הציבורי ברוסיה, מקסיקו וברזיל; בעיות נוזלות במערכת הבנקאית בקוריאה, שנבעו בין השאר מהתחייבויות לחו"ל; מבנה החשיפה לחו"ל של המגזר הפרטי הלא בנקאי באינדונזיה; חשיפה למט"ח של המגזר העסקי בפילנד. הנושאים החשובים בהערכת היציבות הפיננסית של המשק הם מבנה הנכסים וההתחייבויות של המגזרים השונים מול חו"ל, התפלגות ההשקעות לפי סוגיהן, החלוקה בין מכשירי חוב והון שהתושבים המקומיים ותושבי חוץ משקיעים בהם, וההתפלגות של הנכסים לפי הסחירות.

חלק זה מציג בהרחבה את ההתפתחויות בחוב החיצוני של המשק, מפני מרכזיותו של החוב בהערכת היציבות הפיננסית של המשק. ההשפעה של מימוש השקעות מצד תושבי חוץ על היציבות הפיננסית יכולה להיות מכרעת במיוחד במשקים פתוחים וקטנים יחסית, המקיימים חוב חיצוני גדול לטווח קצר. כך למשל, השפעת יצוא ההון על שער החליפין מגדילה מייד את העלויות של שירותי החוב החיצוני ולכן - את ההסתברות לחדלות פירעון; מגמה ברורה של עלייה בחוב החיצוני (ובעיקר בחוב נטו לטווח קצר), עלולה להרתיע את תושבי חוץ ממימון חוב נוסף - דבר שיפגע ביכולת המשק למחזר את החוב, או לגייס חוב לתקופות ארוכות יותר.

ההיקף והמבנה של החשיפה המשתקפים ביתרת הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל משפיעים על עמידותו בפני משברים פיננסיים.

ההשתלבות הכלכלית בעולם תורמת רבות למשק הישראלי, אף שהיא מגדילה את חשיפתו לסיכונים פיננסיים חדשים.

3 גישה זו דומה לגישה ניתוח מאזן הפירמה הבודדת. במאמר של Berganza, Chang & Herrero בשם Balance Sheet Effects and the Country Risk Premium: An Empirical Investigation (October 2003) אף נמצא קשר אמפירי בין השינויים במבנה המאזן לפרמיית הסיכון של המשק.

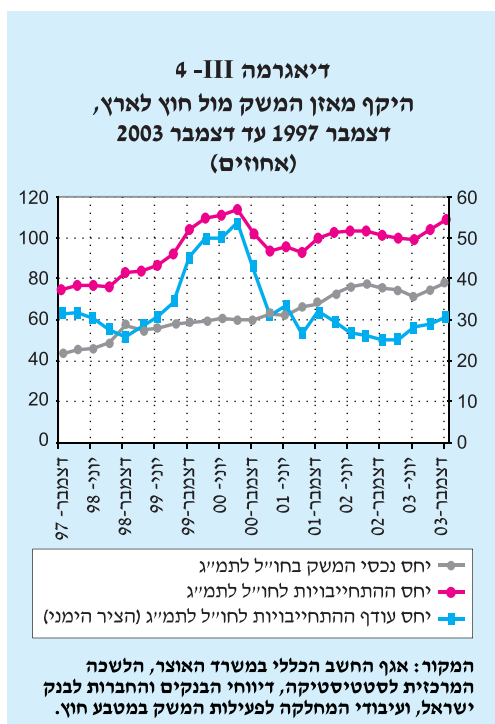
4 הבנק האנגלי המרכזי מפרסם ניתוח שנתי של דוח (International Investment Position IIP) מבחינת היציבות הפיננסית, תחת הכותרת External Balance Sheet. מסמך זה בוחן, בין השאר, את מבנה החשיפות המטבעיות והגיאוגרפיות הנגזר מסעיפי הרווח השונים.

חשוב לציין כי ההשתלבות הכלכלית בעולם תורמת רבות למשק הישראלי, אף שהיא מגדילה את חשיפתו לסיכונים פיננסיים חדשים.

א. פעילות המשק מול חוץ לארץ

(1) ההתחייבויות נטו של המשק לחוץ לארץ

יתרת ההתחייבויות נטו של המשק הישראלי לחו"ל עלתה השנה בכ-8.5 מיליארדי דולרים והסתכמה בכ-35 מיליארדים לאחר ירידה של ההתחייבויות נטו בשנתיים האחרונות (לוח III-1). את השינוי השנה ובשנים הקודמות הוביל המגזר הפרטי הלא-בנקאי. גידול ההתחייבויות נטו השנה נבע כולו מעלייה ניכרת בהשקעות הישירות נטו של תושבי החוץ, ומעליית המחירים של המניות הישראליות המוחזקות בידיהם. שיפור ניכר בולט ביחס ההתחייבויות נטו לתוצר לעומת רמתו ההיסטורית (דיאגרמה III-4).



החוב החיצוני נטו

השנה נמשכה המגמה שאפיינה את השנים הקודמות: העלייה בנכסי החוב של המשק בחו"ל (7.5 מיליארדים) הייתה מהירה מהעלייה בחוב החיצוני (3.4 מיליארדים). מגמה זו הביאה ליתרת חוב שלילית של כ-2.9 מיליארדי דולרים בסוף 2002 ולכ-7 מיליארדים בסוף 2003, ופירושו של דבר שהמשק הישראלי הפך למשק מלווה נטו לחו"ל.

המשק הישראלי הפך למשק מלווה נטו לחו"ל.

התפתחות זו מבטאת שיפור רב ביציבות המשק מנקודת הראות של תושבי חוץ (המלווים למשק ומשקיעים בו); ואולם, גידול הנכסים נטו בחו"ל מגדיל במידה מסוימת את הפגיעות של תושבי ישראל המשקיעים בחו"ל.

למשק הישראלי עודף נכסים גדול לזמן קצר. עודף זה הלך וגדל בשנת 2003

והסתכם בסופה בכ-29 מיליארדי דולרים - גידול של כ-4 מיליארדים (18%) לעומת סוף 2002. הסיבה להיווצרותו של עודף זה היא שהחוב של המשק הוא ברובו חוב ממשלתי לזמן ארוך, בעוד שהחלק הארי של הנכסים במגזר הפרטי ויתרות מטבע החוץ של בנק ישראל הם לטווח קצר. למבנה החוב החיצוני ולהיקף נכסי החוב של המשק בחו"ל (לרבות גודלן של יתרות המט"ח) נודעת השפעה רבה על חוסנו הפיננסי של המשק ועל יציבותו הפיננסית. לפיכך, הקטנת החוב נטו והגידול הרב של עודף הנכסים לזמן קצר הביאו לשיפור ביציבות הפיננסית של המשק ב-2003 ביחס לשנה קודמת.

חלק III - היציבות הפיננסית מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ

לוח III-1						
הנכסים וההתחייבויות של המשק הישראלי כלפי חוץ לארץ (IIP), 2003						
(מיליוני דולרים)						
	היתרה	התאמות	הפרשי	השינוי	היתרה	
	2002	אחרות	השערים	במחירים	התנועות	2003
א. הנכסים						
1	78,359	-114	1,858	858	7,039	88,000
	70,266	-357	1,782	130	5,970	77,791
2	10,622	-115	76	3	1,551	12,137
	6,346	189	76	3	561	7,175
	4,276	17			-17	
	4,276	-321			1,007	4,962
3	10,162	-287	221	725	2,933	13,754
	1,747	-326		725	888	3,034
	8,415	39	221		2,045	10,720
4	32,647	-64	711		1,593	34,887
	11,786	-64			-210	11,512
	7,679		436		1,763	9,878
	6,157		120		-187	6,090
	7,025		154		228	7,407
5	24,928	-11	850	130	1,324	27,222
	23,670		1,051	130	929	25,780
		363			-363	
6						
ב. ההתחייבויות						
1	104,576	-1,177	2,140	11,458	5,744	122,737
	67,360		1,696		1,677	70,729
2	25,116	-1,028	311	3,270	3,746	31,415
	23,390	-569	302	3,270	3,240	29,633
	1,726	-459	9		459	
	1,726				47	1,782
3	32,424	-149	422	8,188	2,425	43,310
	13,826	-149	142	8,188	368	22,375
	18,598		280		2,057	20,935
4	47,036		1,407		-427	48,012
	21,270		755		-634	21,391
	3,235		44		160	3,439
	17,520		380		-83	17,813
	5,011		228		130	5,369
ג.	26,217	-1,063	282	10,600	-1,295	34,737
	-2,906	357	-86	-130	-4,293	-7,062

המקור: דיווחי הבנקים, החברות, הרשות לניירות ערך ומשרד האוצר ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ.

לוח III-2

אינדיקטורים ליציבות הפיננסית של החוב החיצוני, 1994 עד 2003

(סופי תקופה, אחוזים)

	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
א											יחסי החוב
1	63	65	60	55	60	63	55	52	56	58	היחס שבין החוב ברוטו לתמ"ג
2	69	68	61	53	53	53	40	33	32	34	היחס שבין הנכסים בחו"ל לתמ"ג
3	-6	-3	0	3	7	9	15	19	23	24	היחס שבין החוב נטו לתמ"ג
4	41	44	43	43	42	41	40	43	46	44	משקל החוב לזמן קצר מסך החוב החיצוני ברוטו
5	75	78	80	84	87	89	88	89	88	88	משקל הנכסים לזמן קצר ¹ מסך נכסי המשק בחו"ל
6	201	184	187	187	185	186	160	130	112	118	היחס שבין הנכסים לזמן קצר לחוב החיצוני לזמן קצר
7	89	79	83	85	86	94	91	53	38	35	היחס שבין הרזרבות לחוב החיצוני לזמן קצר
ב											דירוג האשראי
8	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	BBB+	Standard & Poor's
9	A2	A2	A2	A2	A3	A3	A3	A3	A3		Moody's
10	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	BBB+	Fitch
11	53	59	60	64	56	53	53	52	49	47	² Institutional Investor
12	68	69	72	73	71	76	77	76	76	72	² Euromoney
ג											המירווחים (נקודות בסיס)
13		140	135	215							המירווח באג"ח דולריות של הממשלה לפירעון ב-2010
14	96										המירווח באג"ח דולריות של הממשלה לפירעון ב-2013

¹ זמן קצר בלוח זה מתייחס לפירעון/מימוש תוך שנה.

² הציון - מתוך 100 נקודות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ.

(2) התחייבויות המשק לחוץ לארץ

יתרת הנכסים של תושבי חוץ בישראל הסתכמה בסוף 2003 בכ-123 מיליארדי דולרים - עלייה של כ-18 מיליארדים (לוח III-1). הגורמים המרכזיים לעלייה היו התאוששות מתונה בענפי הטכנולוגיה העילית ועליית מחירי המניות של חברות בענפים אלו. כן תרמו לעלייה זו גידול של ההשקעות הישירות ושל גיוס האשראי על ידי הממשלה בחו"ל. אמנם בגידול האשראי גלום פוטנציאל להקטנת היציבות, אולם גידול זה קוזז כנגד גידול מקביל של הנכסים.

על שיפור ביציבות מצביע גם הרכב ההשקעות - גידול של משקל ההשקעות הישירות וההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר (מכשירי הון), ירידה של משקל האשראי וההשקעות האחרות (מכשירי חוב) וגידול במשקל האשראי ארוך הטווח. עם זאת, נרשמה הרעה מסוימת כתוצאה מעליית משקל הנכסים הסחירים על חשבון הנכסים הלא-סחירים. שינוי זה נבע בעיקר מעליות מחירים בשוקי ההון שהשתקפו בגידול ביתרה של המניות הסחירות, וכן מירידה בפקדונות של תושבי חוץ בבנקים בארץ ושל האשראי מחו"ל. פגיעות גבוהה יחסית בתחום זה מאפיינת גם את ההשקעות הישירות של תושבי החוץ במשק בגלל ריכוזיותן הגבוהה: כ-10 גופים מחזיקים מעל 30 אחוזים מסך השקעות אלו.

החוב החיצוני של המשק

יתרת החוב החיצוני ברוטו של המשק הישראלי הסתכמה בסוף 2003 בכ-71 מיליארדי דולרים - גידול של כ-3.4 מיליארדים (5%), לעומת גידול של כ-2.6 מיליארדים בשנת 2002 (לוח III-3). היחס בין החוב ברוטו לתמ"ג (במונחי דולרים) ירד מ-65% בשנת 2002 ל-63% ב-2003 בגלל ייסוף השקל במהלך 2003 (לוח III-2). משקלה של יתרת החוב ברוטו לטווח קצר בסך החוב ברוטו ירד מ-44% בסוף 2002 ל-41% בסוף 2003.

בהמשך למגמה ב-2002 המשיכה הממשלה לגייס חוב בחו"ל גם ב-2003 ובהיקפים גדולים יותר. בעקבות אישור הסכם הערבויות מממשלת ארה"ב ניצלה הממשלה בעיקר אפיק זה, וכן גייסה באמצעות מפעל הבונדס והנפיקה איגרות חוב מסוג "גלובל".

משקל החוב הסחיר בסך החוב החיצוני ברוטו גדל בשנת 2003 והגיע לשיא של 30%, לעומת 28% בשנה הקודמת. משקל החוב הסחיר של הממשלה בסך החוב החיצוני שלה הגיע אף הוא לשיא - 56% - עלייה של 3 נקודות אחוז לעומת השנה הקודמת. משקל החוב הסחיר צפוי להוסיף ולעלות בשנים הבאות, עם המשך הניצול של כספי הערבויות. הדבר משקף את השתלבות המשק הישראלי בשווקים הפיננסיים הגלובליים ומעיד על יכולתם של המגזרים השונים במשק לגייס חוב בחו"ל; עם זאת, גידול בסחירות של החוב מגדיל את סיכון השוק שהמשק חשוף לו.

החוב החיצוני של המגזר הציבורי

יתרת החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי עמדה בסוף 2003 על כ-29 מיליארדי דולרים - עלייה של כ-2.4 מיליארדים (8.8%). הממשלה היא הלווה העיקרי במגזר הציבורי: משקל חובותיה בסך החוב ברוטו של המשק הישראלי היה בסוף 2003 42%. במהלך 2003 גייסה הממשלה חוב באמצעות הנפקת איגרות חוב (סחירות ולא סחירות) בחו"ל, בסך של 4.6 מיליארדי דולרים, ובמקביל פרעה לחו"ל חוב של כ-2.7 מיליארדים (לוח III-4). בשנת 2003 אישרה ממשלת ארה"ב ערבויות בסך של 9 מיליארדי דולרים להנפקת איגרות חוב, על ידי ממשלת ישראל, ובמסגרת זו הנפיקה ממשלת ישראל בחודש ספטמבר 2003 איגרות חוב בסך 1.6 מיליארדי דולרים, מהם: 1.15 מיליארדים ל-20 שנה ו-0.45 מיליארד ל-30 שנה.

השיפור ביציבות הפיננסית נבע מגידול יחסי במשקל ההשקעות הישירות וההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר (מכשירי הון) וירידה במשקל האשראי וההשקעות האחרות (מכשירי חוב).

היחס בין החוב ברוטו לתמ"ג (במונחי דולרים) ירד מ-65% ב-2002 ל-63% ב-2003.

הגיוס המתוכנן במסגרת הסדר הערבויות יגדיל בשנים הבאות את החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי, וכן את חלקו של החוב הסחיר בסך החוב החיצוני של ישראל.

לוח III-3

החוב החיצוני של המשק הישראלי - ברוטו ונטו, ותחזית הפירעונות בפועל, 2000 עד 2003

(יתרות, מיליוני דולרים)

פירעונות/מימוש		סה"כ	פירעונות/מימוש		סה"כ	פירעונות/מימוש		סה"כ	פירעונות/מימוש		סה"כ	החוב החיצוני ברוטו של המשק לחוץ לארץ
מעל	תוך	31.12.03	מעל	תוך	31.12.02	מעל	תוך	31.12.01	מעל	תוך	31.12.00	
שנה	שנה		שנה	שנה		שנה	שנה		שנה	שנה		
החוב החיצוני ברוטו של המשק לחוץ לארץ												
26,624	2,846	29,470	23,983	3,091	27,074	24,508	2,164	26,672	24,898	2,277	27,175	1 המגזר הציבורי
9,504	6,926	16,430	8,727	7,054	15,782	8,691	5,640	14,330	8,584	5,612	14,195	2 המגזר הפרטי הלא-בנקאי
5,481	19,348	24,829	4,861	19,644	24,505	3,557	20,233	23,790	3,263	19,405	22,668	3 מערכת הבנקאות
41,608	29,121	70,729	37,571	29,789	67,360	36,756	28,036	64,792	36,745	27,294	64,039	4 סך כל החוב החיצוני ברוטו (1+2+3)
59	41	100	56	44	100	57	43	100	57	43	100	(משקל באחוזים)
נכסי המשק בחוץ לארץ (מכשירי החוב ויתרות המט"ח של בנק ישראל)												
185	27,091	27,276	136	24,860	24,995	148	24,358	24,506	162	23,797	23,958	5 המגזר הציבורי
13,074	19,174	32,248	10,979	18,926	29,906	7,925	17,320	25,245	5,457	15,799	21,256	6 המגזר הפרטי הלא-בנקאי
6,030	12,237	18,267	4,378	10,988	15,365	4,922	10,651	15,573	4,341	11,332	15,674	7 מערכת הבנקאות
19,289	58,502	77,791	15,493	54,774	70,266	12,995	52,329	65,324	9,959	50,928	60,888	8 סך כל נכסי המשק בחוץ לארץ (5+6+7)
25	75	100	22	78	100	20	80	100	16	84	100	(משקל באחוזים)
החוב החיצוני נטו של המשק לחוץ לארץ												
26,438	-24,245	2,194	23,847	-21,769	2,078	24,360	-22,194	2,166	24,737	-21,520	3,217	9 המגזר הציבורי (1-5)
-3,570	-12,248	-15,818	-2,252	-11,872	-14,124	766	-11,680	-10,914	3,127	-10,187	-7,060	10 המגזר הפרטי הלא-בנקאי (2-6)
-549	7,111	6,563	483	8,656	9,140	-1,365	9,581	8,217	-1,078	8,073	6,995	11 מערכת הבנקאות (3-7)
22,319	-29,381	-7,062	22,079	-24,985	-2,906	23,761	-24,293	-532	26,786	-23,634	3,151	12 סך כל החוב החיצוני נטו (4-8)

המקור: אגף החשב הכללי במשרד האוצר, נתוני הבנקים המסחריים ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

איגרות אלה נושאות ריבית של 5.5% לשנה, בתשואה ממוצעת של 30 נקודות בסיס מעל לשטרי האוצר של ארה"ב. בדצמבר הנפיקה ממשלת ישראל במסגרת זו עוד 750 מיליוני דולרים ל-20 שנה גם הם בריבית של 5.5%. על פי התכנית צפויה הממשלה לגייס בשנים 2004 ו-2005 כ-6 מיליארדי דולרים אגרות חוב בערבות ממשלת ארה"ב (כ-3 מיליארדים בכל שנה). מהלך זה, אם יתממש, יגדיל את החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי, וכן את חלקו של החוב הסחיר בסך החוב החיצוני של ישראל.

בשנת 2003 גייסה הממשלה סכום שיא של כ-1.5 מיליארדי דולרים אגרות חוב לא-סחירות במסגרת מפעל ה"בונדס", ובמקביל פרעה 1.2 מיליארדים. כמיליארד דולרים מהאיגרות שנמכרו השנה היו מסוג "יובל" ל-5 ול-10 שנים, בהן המרווח הממוצע מעל לשטרי האוצר היה 1.1% ו-1.5%, בהתאמה. בשנים האחרונות, מאז סיום הסכם הערביות הקודם (1998) היה הבונדס מקור עיקרי לגיוסים של הממשלה בחו"ל. יתרת הבונדס עמדה בסוף 2003 על 9.9 מיליארדי דולרים - כ-34% מסך החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי.

חלק III - היציבות הפיננסית מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ

נוסף על אלה גייסה הממשלה השנה 750 מיליוני דולרים אגרות חוב מסוג "גלובל" בשוק החופשי ל-10 שנים, ובריבית 4.6%.

העלות הממוצעת של גיוס החוב הדולרי בשנת 2003 הייתה 5.1%, לעומת 5.4% בשנת 2002 (לוח III-5). העלות הכוללת של גיוס החוב הממשלתי מתקבלת משקלול עלות הגיוס באפיקים השונים - איגרות חוב בערבות ממשלת ארה"ב, איגרות חוב לא-סחירות של מפעל ה"בונדס" ואיגרות חוב סחירות בשוקי ההון הבין-לאומיים. עלות הגיוס מושפעת מדירוג סיכון האשראי של ישראל, מהשינויים בשיעורי הריבית על אגרות חוב סחירות, והריביות הנקבעות על איגרות ה"בונדס". בשנת 2003 הריביות לטווח ארוך בעולם היו

לוח III-4

גיוסי ההון של הממשלה בחוץ לארץ והפירעונות לחוץ לארץ, 2000 עד 2003 (מיליוני דולרים)

	2003	2002	2001	2000	
1	4,644	1,735	1,532	1,285	סך כל גיוסי ההון מחו"ל
	2,350				איגרות חוב בערבות ממשלת ארה"ב
	750	425	162	500	איגרות חוב ללא ערבות
	1,544	1,310	1,145	785	בונדס
			225		בנקים זרים
2	2,708	1,936	1,926	1,351	הפירעונות לחו"ל
3	1,936	-201	-394	-66	גיוס ההון מחו"ל נטו (1-2)

המקור: אגף החשב הכללי במשרד האוצר, נתוני הבנקים המסחריים ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ.

יציבות יחסית, לאחר כשלוש שנים של מגמת ירידה שהסתכמה בכ-2 נקודות אחוז. עלות הגיוס של החוב לטווח הבינוני הייתה 3.9% וזו של החוב לטווח הארוך הייתה 5.3%. הממשלה מגייסת הון בחו"ל לתקופות ארוכות כדי להקטין את עומס הפירעונות בטווח הקצר. חלק גדול מן ההנפקה במסגרת הסכם הערבויות הקודם (1993-1998) כלל איגרות מסוג Zero Coupon, שהריבית עליהן משולמת בעת פירעון הקרן, דבר המפחית את נטל שירותי החוב בטווח הקצר. בהסכם הערבויות החדש, שאושר במהלך 2003, יבוצעו תשלומי הריבית אחת לחצי שנה. בארבע השנים הבאות תשלם הממשלה בכל שנה, קרן וריבית, סכום של 3.5 עד 4.1 מיליארדי דולרים. הטווח הממוצע של הגיוסים היה בשנת 2003 15 שנים, לעומת 7 שנים בשנים האחרונות. הארכת טווח הגיוס משקפת את תנאי איגרות החוב החדשות שהונפקו במסגרת הערבויות לתקופות ארוכות יותר.

לוח III-5

החוב הדולרי של הממשלה - ממוצע שיעורי הריבית ותקופת האשראי הממוצעת, 1999

עד 2003

(מיליוני דולרים)

	2003	2002	2001	2000	1999	
1	5.1	5.4	5.3	7.1	6.1	הריבית הממוצעת על ההלוואות שהתקבלו במשך השנה
	3.9	4.7	5.1	6.1	6.1	לזמן בינוני
	5.3	5.9	5.7	7.5	6.1	לזמן ארוך
2	15	7	7	8	7	תקופת האשראי הממוצעת על הלוואות שהתקבלו במשך השנה (שנים)
3	6.0	6.3	6.4	7.2	7.1	הריבית הממוצעת על היתרה הנותרת (סופי שנים)
4						שיעורי הריבית הבין-לאומית (ממוצעים שנתיים)
	1.3	2.0	3.8	6.7	5.6	לייבור ל-6 חודשים
	4.0	4.6	5.0	6.0	5.6	שטרי אוצר של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים
	5.0	5.4	5.6	6.2	6.2	שטרי אוצר של ממשלת ארה"ב ל-20 שנים

המקור: אגף החשב הכללי במשרד האוצר, נתוני הבנקים המסחריים ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ.

תיבה III-1

הסדר הערבויות מנקודת המבט של היציבות הפיננסית

הסכם הערבויות בין ארה"ב לישראל מאפשר לישראל להנפיק בשוק האמריקני איגרות חוב סחירות בערבות ממשלת ארה"ב בסכום של 9 מיליארדי דולרים, במשך 3 שנים - 3 מיליארדים בשנה. בשנת 2003 החלה הממשלה לנצל הסדר זה וגייסה 2.35 מיליארדי דולרים, בשתי מנות, בספטמבר ובדצמבר.

להסדר הערבויות מספר היבטים מבחינת היציבות הפיננסית: בצד החיובי ניתן לציין כי קבלת הערבויות תרמה לשמירת דירוג האשראי של ישראל (A-), למרות המיתון הכלכלי והגירעון הפיסקלי; להסדר הערבויות נודעת השפעה חיובית גם על סיכון המשק הישראלי בעיני תושבי חוץ ולכן הוא תורם להפחתת פרמיית הסיכון של ישראל; חלק מכספי הערבויות מופקד בבנק ישראל ומגדיל את יתרות מטבע החוץ. הגיוס במסגרת הערבויות מאפשר לממשלה להקטין את גיוסיה בשוק המקומי וכך מונע את דחיקת המגזר הפרטי משוק זה.

עם זאת, בגיוס במסגרת הערבויות גלומים גם היבטים שליליים פוטנציאליים: (א) פרסום הסכם הערבויות הביא לירידת הסיכון המיוחד לישראל, אשר גררה התאמה מהירה בסיבה הפיננסית, וזו, התבטאה, בין השאר, בייסוס השקל במהלך 2003; הייסוס פגע ברווחיות היצוא, הנתון בקשיים מפאת ירידת הביקושים בשווקים הבין-לאומיים. (ב) ממשלת ארה"ב נטלה על עצמה, למעשה, את הסיכון הייחודי של ישראל והעניקה לה מעין "ביטוח", שהתבטא בירידה בפרמיית הסיכון שהמשק

הישראלי נאלץ לשלם. עם זאת, מההיבט של היציבות הפיננסית מדובר למעשה בעיוות בהקצאת המקורות, שעלול להניע משקיעים ליטול סיכונים יתר (moral hazard) כנגד המשק והשקל, דבר העלול לערער את שיווי המשקל בשווקים הפיננסיים.

החוב החיצוני של המגזר הפרטי הלא-בנקאי

יתרת החוב החיצוני ברוטו של המגזר הפרטי הלא בנקאי עמדה בדצמבר 2003 על 16.4 מיליארדי דולרים - עליה של כ-4% לעומת יתרת סוף 2002 (דיאגרמה III-5). העלייה ביתרת החוב של מגזר זה נבעה מהלוואות חדשות, ומהפרשי שער כתוצאה מהיחלשות הדולר לעומת המטבעות האחרים. בשנים האחרונות גייס המגזר הפרטי הלא בנקאי סכומים ניכרים נטו (הנפקות בניכוי פירעונות) באמצעות הנפקת איגרות חוב בחו"ל.

החוב החיצוני של מערכת הבנקאות

יתרת ההתחייבויות של מערכת הבנקאות לחו"ל הסתכמה בדצמבר 2003 ב-24.8 מיליארדי דולרים - עליה של 0.3 מיליארד לעומת סוף 2002. במהלך 2003 נרשמה עלייה קלה בפיקדונות של בנקים זרים, לאחר גידול של כ-2 מיליארדי דולרים בשנים 2001 ו-2002. מגמת המשיכות נטו מהפיקדונות של תושבי חוץ נמשכה גם בשנת 2003, אך היתרה גדלה מעט, בגין הפרשי שער.

(3) הנכסים של המשק בחוץ לארץ

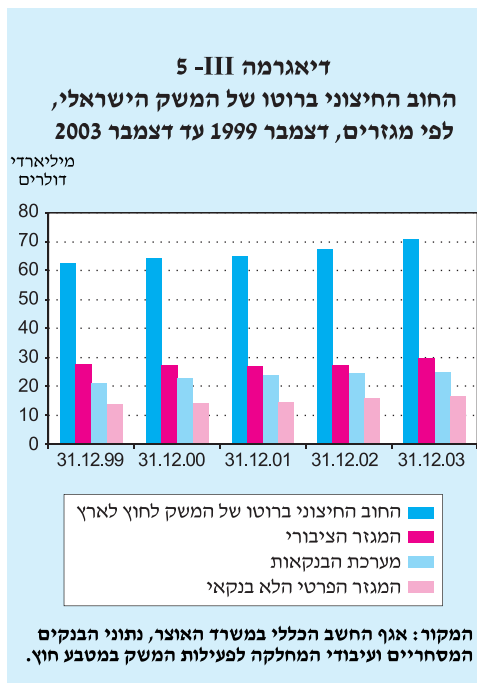
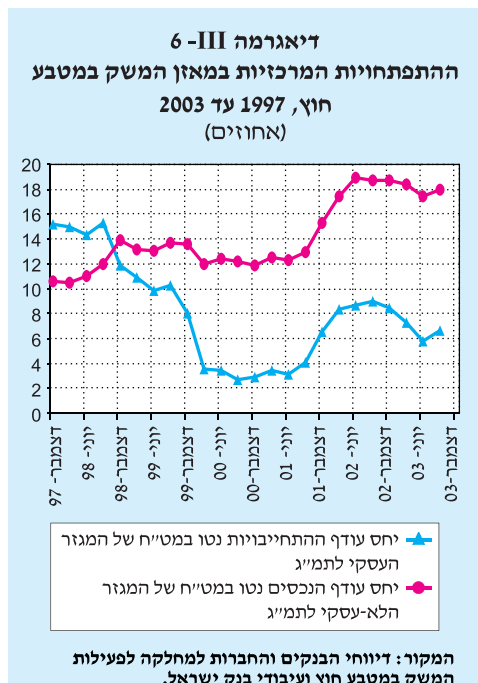
היציבות הפיננסית הושפעה בשנת 2003 מהתאוששות השווקים הפיננסיים בעולם. זו פעלה להגדלת הפגיעות הפיננסית של המשק, הנובעת מהגידול בהיקף הנכסים החשופים לסיכונים שוק (ירידת מחירים וייסוף בשער השקל). יתרת ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל גדלה ב-2003 ב-10 מיליארדי דולרים והסתכמה בסופה ב-88 מיליארדים. הפגיעות הנובעות מיחס הנכסים בחו"ל לתמ"ג נותרה ברמה גבוהה היסטורית. יתרת ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל גדלה השנה בכ-1.5 מיליארדי דולרים והסתכמה בכ-12 מיליארדים, והייתה מרוכזת בידי חברות מעטות. הגידול הרב ביותר - 3.6 מיליארדי דולרים - היה של ההשקעות בתיק למסחר ויתרתן הסתכמה בסוף 2003 בכ-14 מיליארדים. נכסי המגזר הציבורי - שעיקרם יתרות מט"ח של בנק ישראל - גדלו השנה בכ-2.3 מיליארדי דולרים לכ-27.2 מיליארדים. גידול יתרות המט"ח נבע מרווחי בנק ישראל ומגיוס כספי הערבוביות על ידי הממשלה שקוזזו במקצת בשל הפחתת חובת הנוזילות המשנית על פיקדונות מט"ח של הבנקים בבנק ישראל.

השפעתו של הרכב תיק הנכסים על היציבות הפיננסית לא הייתה חד משמעית: גדל הרכיב הסחיר על חשבון הרכיב הלא-סחיר, התפתחות שנבעה ברובה מעליית מחירים; ההתפלגות בין מכשירי חוב למכשירי הון לא השתנתה מהותית; התפלגות הנכסים בין יתרות מט"ח של בנק ישראל לנכסי המגזר הפרטי דמתה לזו של 2002.

ב. חשיפות המגזרים לסיכון שער החליפין

בעמידות המגזרים השונים במט"ח ניתן להבחין בסוף 2003 בהתפתחויות מנוגדות ביחס לסוף 2002: חשיפת המגזר העסקי לפיחות שער החליפין ירדה בשיעור ניכר כבר במחצית הראשונה של השנה (דיאגרמה III-6); לעומת זאת הפגיעות של משקי הבית, הנובעות

התאוששות השווקים
הפיננסיים בעולם
פעלה להגדלת הפגיעות
הפיננסית של המשק.



מחשיפתם לייסוף השקל, נותרה גבוהה יחסית, מפני הגידול הרב, מאז דצמבר 2001, של נכסיהם במט"ח, וסיכון הייסוף אף התממש במידה מסויימת במהלך הרביעי השני של שנת 2003: שער החליפין יוסף בקצב מהיר, וכך כמעט נמחק הפיחות החריג, שהיה במחצית השנייה של 2002.

חשוב להדגיש, שלמרות הייסוף הניכר של השקל וירידת הסיכון הנמדד של שער החליפין, משקי הבית לא הקטינו את הנכסים במט"ח ולכן נותרו עם חשיפה גבוהה לייסוף. זוהי התפתחות טבעית, שכן משקי הבית הם יחידות עודף כלכליות. ניתוח החשיפה של המגזר העסקי מצביע על עלייה בהטרוגניות של סך המגזר בין בעלי נכסים לבעלי התחייבויות - התפתחות הפועלת להקטנת הפגיעות. לעומת זאת, היקף השימוש של מגזר זה במכשירי הגנה נגד שינויים חדים בשער החליפין (בשני הכיוונים) הוא עדיין נמוך.

פגיעות המגזר העסקי לפיחות פחתה בשיעור ניכר, אך הפגיעות של משקי הבית, הנובעת מחשיפתם לייסוף השקל, נותרה גבוהה יחסית.

4. מידת השכלול של שוק שקל-מטבע חוץ

למידת השכלול של השוק שקל-מט"ח⁵ נודעת השפעה על היציבות הפיננסית: בגלל חוסר שכלול - כגון העדר עומק שוק מספיק, כשהנזילות או הסחירות בו נמוכות - התפתחות אירוע פיננסי חריג לא תיבלם והיא אף עלולה להחמיר. יתר על כן, חוסר שכלול עלול אף לחולל בעצמו אירוע פיננסי חריג.

בשנת 2003 המשיך שוק שקל-מט"ח בארץ להשתכלל - אם כי בקצב מתון מאשר בעבר. הדבר התבטא בעיקר בהמשך הגידול של מחזורי המסחר (דיאגרמה III-3) ובשמירת חלקם של תושבי חוץ במסחר. עם זאת, רמת התנודתיות של שער החליפין הייתה בדצמבר 2003

5 היעילות התיפעולית של השוק. שכלול השוק מתייחס לאספקטים שונים ביעילות התפעולית של השוק, כגון רציפות המסחר, מגוון המכשירים העומדים לרשות המשקיעים, העלות והזמינות של המידע. אולם הגורמים המרכזיים בשכלול השוק הם מידת הנזילות והסחירות ורמת התנודתיות של השערים.

חלק III - היציבות הפיננסית מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ

בשנת 2003 המשיך שוק שקל-מט"ח בארץ להשתכלל אם כי בקצב מתון מאשר בעבר; עם זאת, רמת התנודתיות של שער החליפין הייתה בדצמבר 2003 נמוכה יחסית.

נמוכה מאשר לפני דצמבר 2001 ולא ברור אם זוהי רמה יציבה לשוק שקל-מט"ח או מצב זמני. עלייתם של מרווחי הקנייה-מכירה במסחר⁶ מבטאים ירידה בשכלול השוק, כי ייתכן שהיא מבטאת את חסרונם של כוחות שוק תחרותיים שיפעלו לצמצום המרווחים, למשל בשל מספר עושי שוק נמוך מהרצוי. אינדיקציות למידת ההטרוגניות בפעילות של תושבי חוץ מעידות על פעילות הטרוגנית, אף שזו פחתה מעט ברביע השני של השנה. ההטרוגניות בפעילות של תושבי ישראל רבה יותר, מפני מספרם הגדול יותר בשוק.

6 שני המדדים של תנודתיות שער החליפין ושל מרווחי המסחר משמשים גם להערכת סיכון שער החליפין, ועלייתם מבטאת גידול של הסיכון.