

פרק I: עיקרי הדברים

א. מבוא

יציבות פיננסית (financial stability) היא נושא כלכלי שעניינו בעיקר בתנאים התורמים לתפקודה התקין של המערכת הפיננסית בכללותה ובאלה היוצרים משברים פיננסיים – תנאים הנוגעים לרכיבי המערכת, לסביבה שהיא פועלת בה ולקשרי הגומלין בין רכיבי המערכת לבין עצמם ובין הסביבה.

המערכת הפיננסית מורכבת משלושה רכיבים ראשיים: (א) מערך המוסדות הפיננסיים, שבמרכזו המגזר הפיננסי – מערכת הבנקאות והמשקיעים המוסדיים (קרנות הפנסיה, חברות הביטוח וקופות הגמל) וגופים פיננסיים אחרים (חברות להשקעה, חברות אשראי, קרנות נאמנות, מנהלי תיקים, חתמים, יעצים וכו'); (ב) השווקים הפיננסיים – שוקי הכספים, המט"ח וניירות הערך; (ג) מערך התשלומים והסליקה – המערכות לשינוע מזומנים והמערכות לסליקה של שקים, הוראות תשלום, חיובים וזיכויים, שטרות וניירות ערך, בין בנקים ומוסדות פיננסיים אחרים לבין עצמם, ובין לבנק המרכזי.

למערכת הפיננסית נודע מקום מרכזי בכל משק, וזה משתקף בקשרי הגומלין האמיצים בינה לבין **הסביבה** שהיא פועלת בה: ראשית, יש לה זיקה לפעילות הריאלית במשק: היא מושפעת מאוד מרמת הפעילות הריאלית, ומשפיעה על הפעילות הריאלית; שנית, היא מושפעת מהמדיניות המוניטרית והפיסקלית ומהווה ערוץ תמסורת דו-כיווני בין המדיניות לציבור, שדרכו מועבר המידע החיוני לקבלת החלטות; ושלישית, יש קשרים הדוקים בין המערכת הפיננסית המקומית למערכת הפיננסית הבין-לאומית. נוסף על אלה קיימת תלות הדדית בין רכיביה השונים של המערכת והשחקנים בה, וזו משפיעה על תפקוד המערכת בכללותה. על רקע זה ברור מדוע תפקודה התקין של המערכת הפיננסית ויציבותה חיוניים להתפתחות המשק ולמיצוי פוטנציאל הצמיחה שלו.

יציבות פיננסית היא מצב שבו המערכת הפיננסית מתפקדת באופן תקין ויעיל, בלא משברים ושיבושים פיננסיים. מצב כזה מאפשר למצות את פוטנציאל הצמיחה של המשק, ומתבטא בשלושת הרכיבים של המערכת: (א) במידה רבה של ביטחון ביכולתם של המוסדות הפיננסיים המרכזיים לעמוד בהתחייבויותיהם החוזיות, ללא התערבות או סיוע חיצוני; (ב) ביכולת של השחקנים בשווקים הפיננסיים לסחור בנכסים פיננסיים במחירים המשקפים את הכוחות הכלכליים הבסיסיים במשק (fundamentals) – מחירים שאינם משתנים מהותית, ללא שינוי בגורמים הבסיסיים; (ג) בתפקוד רציף ויעיל של מערך התשלומים והסליקה, המאפשר לבצע עסקות תשלום מייד ובביטחה.

מידת יציבותה של המערכת הפיננסית נקבעת על פי רמת האיומים עליה **מהסביבה** העולמית והמקומית שהיא פועלת בה ועל פי מידת **עמידותה**, דהיינו יכולתם של השווקים הפיננסיים להמשיך ולתפקד באופן תקין ושל המוסדות הפיננסיים – לספוג הפסדים, כשהאיומים מתממשים ומתרחשים זעזועים בסביבה, או כשמתרחש זעזוע בתוך המערכת. שכלולם של השווקים הפיננסיים וטיב התשתית של המערכת שהם פועלים

בה מחזקים את עמידותם. עמידות המוסדות הפיננסיים תלויה אף היא בטיב התשתית של המערכת שהם פועלים בה, וכן ברמת החשיפות של המגזר הפיננסי לסיכונים ובהיקף ההון העומד כנגדן. טיב התשתית של המערכת מושפע מגורמים רבים, וביניהם: מאפייני המבנה של מערך המוסדות הפיננסיים וטיבו של מערך התשלומים והסליקה, אופי ההסדרה והפיקוח על המערכת הפיננסית ומבנה התמריצים לכלל השחקנים במערכת. מכאן, שיציבות פיננסית היא מושג רב-ממדי, ואין מדד אחד המשקף אותה.

הדיון המתרחב ביציבות הפיננסית מסתמך במידה רבה על ההתפתחויות המשמעותיות במערכות הפיננסיות במשקים רבים ועל התכופות של משברים פיננסיים בין-לאומיים, במיוחד בעשור האחרון. אלה חידדו, בין היתר, את השאלה בדבר מידת התחלופה בין פתיחות לחו"ל ובין יציבות פיננסית. ארגונים בין-לאומיים, בנקים מרכזיים ורשויות אחרות העוסקות בתחום הכלכלי, ובפרט בתחום הפיננסי, מגלים עניין רב ביציבות הפיננסית, ומשלבים את העיסוק בנושא זה בין תפקידיהם. גם בנק ישראל נמצא בעיצומו של תהליך התאמה לטיפול בנושא.

דוח היציבות הפיננסית לשנת 2003 הוא הדוח הראשון שמפרסם "תחום היציבות הפיננסית", אשר הוקם בבנק ישראל באמצע 2003. גיבוש שיטה לניתוח היציבות של המערכת הפיננסית הוא תהליך ארוך ומורכב, המתנהל בשנים האחרונות בעולם ובisrael. דוח זה מבוסס על הידע שהצטבר בידינו עד כה, ואינו מתיימר להציג תמונה שלמה, מוסכמת על הכול.

הדגש בדוח הוא על ניתוח ההתפתחויות בסביבה שהמערכת הפיננסית פעלה בה בשנת 2003, התפתחויות שיש להן השלכה על יציבותה של המערכת ועל **השינויים** העיקריים שחלו בעמידותה בשנה זו. לפיכך הדוח אינו מנתח את מצב המערכת, ובפרט אינו מציג ניתוח מעמיק של מקורות העמידות והפגיעות של התשתית הפיננסית, או ניתוח מקיף של קשרי הגומלין בין יציבות פיננסית למדיניות הכלכלית ויעדיה, למשל בתחום יציבות המחירים.

היבטי היציבות הפיננסית המנותחים בדוח הם:

1. סיכום ההתפתחויות העיקריות ביציבות הפיננסית ב-2003 ואתגרים וסיכונים במבט לעתיד (פרק I).
2. עיקרי ההתפתחויות ב-2003 בסביבה שהמערכת הפיננסית פועלת בה בעולם ובisrael, התפתחויות המשפיעות על יציבותה (פרק II).
3. עיקרי ההתפתחויות בשנת 2003 ביציבות הרכיבים העיקריים של המערכת הפיננסית - השווקים הפיננסיים, מערכת הבנקאות והמשקיעים המוסדיים - וההתפתחויות העיקריות באשראי ובנכסים הפיננסיים של הציבור (פרק III).
4. ניתוח היבטים מרכזיים בתשתית הפיננסית: מבנה המגזר הפיננסי - הבנקים והמשקיעים המוסדיים - והשינויים הבולטים בתשתית הפיננסית במהלך שנת 2003 (פרק IV).

מאחר שזהו דוח ראשון, נכלל בו נספח, המבהיר את המושגים העיקריים הקשורים ליציבות הפיננסית. בנספח מתוארים גם השינויים בתפיסת תפקידיהן של הרשויות בשמירת היציבות הפיננסית ובתפקידים בפועל של ארגונים בין-לאומיים ושל בנקים מרכזיים במדינות שונות, וכן תפקידי התחום החדש שהוקם בבנק ישראל לטיפול ביציבות הפיננסית.

ב. ההתפתחויות העיקריות

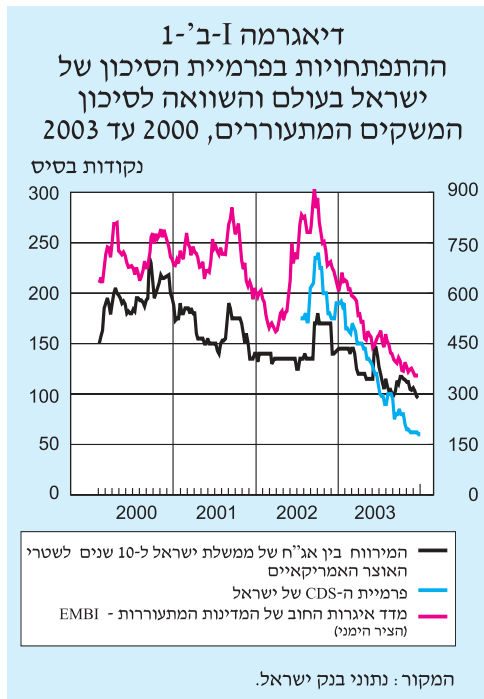
בשנת 2003 גברה היציבות של המערכת הפיננסית בישראל. זאת בעיקר הודות לתפנית החיובית ברמת האיומים על המערכת מהסביבה שהיא פועלת בה, אך גם הודות להגברת העמידות של המגזר הפיננסי.

התפנית החיובית ברמת האיומים על המערכת נבעה מהתפנית החיובית בסביבה שהיא פועלת בה – הכלכלה העולמית, המשק הישראלי והמדיניות הכלכלית בישראל – על רקע ירידה באי-הוודאות הביטחונית בעולם ובישראל. זאת לאחר שבאמצע 2002 ננקטו צעדי מדיניות מקרו-כלכלית שבלמו התפתחויות שליליות במערכת הפיננסית, אשר איימו לפגוע ביציבותה – התפתחויות שבאו על רקע השפל בכלכלה העולמית והישראלית, העלייה החדה באי-הוודאות הביטחונית ואיחור בביצוע ההתאמות המתוכננות במדיניות המקרו-כלכלית.

ההתפתחויות בשנים האחרונות מעידות על הידוק קשרי הגומלין בין המערכת הפיננסית בישראל לבין **סביבת פעילותה** שהיא פועלת בה בשלושה ערוצים מרכזיים: (1) התגברות ההשפעה של הסביבה העולמית והמקומית על יציבות המערכת; (2) עליית החשיבות של המערכת, ובמיוחד של השווקים הפיננסיים, כערוץ תמסורת המעביר לקובעי המדיניות שיקוף מהיר של המציאות ויוצר לחץ לביצוע ההתאמות הנדרשות במדיניות; (3) שיפור היכולת של המדיניות המקרו-כלכלית להשפיע על יציבות המערכת באמצעות צעדים מתונים יחסית. הידוק קשרי הגומלין אלה הוא תוצאה של האסטרטגיה שננקטה בשני העשורים האחרונים לדה-רגולציה וליברליזציה בפעילות הפיננסית. אסטרטגיה זו התבטאה במיוחד בהגברת חופש הפעולה של המוסדות הפיננסיים והפנייתם לשוק הסחיר, במעבר הדרגתי לשער חליפין נייד, הנקבע בשוק,

עם חופש מלא לביצוע עסקאות במט"ח ועם תושבי חוץ, בהעמקה פיננסית, ולאחרונה גם בהקטנת האפליות והעיוותים במיסוי נכסים פיננסיים שונים. התפתחויות אלה תרמו לביסוס היציבות הפיננסית בישראל, ובמיוחד להגברת עמידותם של השווקים הפיננסיים.

התפנית החיובית שחלה בסביבה וברמת האיומים בתחילת 2003 התבטאה, כצפוי, מייד ובעוצמה רבה ב**שווקים הפיננסיים** (שוקי המט"ח, האג"ח והמניות), אולם ביטויה במגזר הפיננסי, בעיקר **במערכת הבנקאות**, היה מוגבל, בשל המשך המיתון בפעילות המשקית. ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים המקומיים במהלך 2003 הושפעו מהתפנית החיובית בשווקים הפיננסיים העולמיים, מפני האינטגרציה הגבוהה של השווקים המקומיים עם השווקים בעולם ועקב הגידול הניכר של תנועות ההון לשווקים מתעוררים, וביניהם לישראל. השווקים הושפעו גם מהשינוי בתמהיל המדיניות המקרו-כלכלית, שהגביר את האמון בהנהגה הכלכלית – צמצום הגירעון בתקציב והקלת הריסון המוניטרי – ומהשיפור בחוסן הפיננסי של המשק. שיפור זה התבטא, בין היתר, בתפנית חיובית בהשקעות של תושבי חוץ בישראל, לנוכח ירידה חדה בפרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מירווח ה-CDS, מ-180 נקודות בסיס בסוף 2002



לוח I-ב' 1

אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 1999 עד 2004*
(אחוזים)

השווקים הפיננסיים					2001	2000	1999	
2004	2003	2002						
רביע I	רביעים II-IV	רביע I	מחצית II	מחצית I				
מדדי הסיכון (סוף תקופה)								
פרמיית הסיכון של ישראל								
60	60	150	190					(מימון ה-CDS, נקודות בסיס)
5.8	9.5	23.2	19.8	21.1	---	---	---	ההסתברות לפיחות חריג
סטיית התקן של השינויים:								
4.7	5.6	9.5	8.9	9.4	5.4	4.9	6.2	בשער החליפין (גלומה)
13.0	15.6	18.2	16.3	17.8	22.3	12.9	18.0	במדד המניות הכללי
12.0	1.9	4.0	7.5	16.8	7.0	1.5	1.4	באג"ח לא-צמודות
מחירי הנכסים הפיננסיים								
שיעור הפיחות של השקל מול								
3.4	-6.6	-1.1	-0.7	8.0	¹ 9.3	-2.7	-0.17	הדולר במהלך התקופה
התשואה על ה"שחר" ל-5 שנים								
6.6	8.1	11.3	10.5	8	7.1	8.6	11.2	(ממוצע תקופתי)

1 פחות חריג בשער החליפין של השקל מול הדולר נרשם מסוף דצמבר 2001 עד סוף יוני 2002.

המוסדות הפיננסיים					
2003	2002	2001	2000	1999	
מערכת הבנקאות					
10.3	9.9	9.4	9.2	9.4	יחס ההון לרכיבי הסיכון
-1.1	-0.5	9.7	8.3	26.7	שיעור הגידול של האשראי (ברוטו)
10.9	10.1	8.6	7.2	8.3	יחס האשראי הבעייתי לסך האשראי
חברות הביטוח					
5.3	4.7	4.3	4.9	5.2	יחס ההון לנכסים
חלקם של הבנקים וקופות הגמל בפעילות הפיננסית					
משקל הבנקים וקופות הגמל					
86	87	88	88	---	באשראי למגזר הפרטי
53	54	57	59	61	בנכסים הפיננסיים של הציבור
77	78	79	80	80	במאזן המגזר הפיננסי

* למעט המוסדות הפיננסיים וחלקם של הבנקים וקופות הגמל בפעילות הפיננסית.
המקור: נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

לכ-60 נקודות בסיס בסוף 2003. על רקע זה התאפשרה הורדה הדרגתית ומתמשכת של ריבית בנק ישראל, שתרמה לחיזוק אמינותה של המדיניות ולהגברת היציבות הפיננסית.

השפעת הפחתת האיומים מהסביבה ב-2003 על יציבות המגזר הפיננסי הייתה, כאמור, מוגבלת בהיקפה: בלטה ההשפעה הניכרת של המשך הפעילות המשקית הממותנת על יציבות המערכת הבנקאית, וכצפוי, לניצני ההתאוששות בפעילות המשקית ובאיתנות הפיננסית של המגזר העסקי טרם נמצא ביטוי של ממש במגזר הפיננסי, ובראשו הבנקים.

הגברת עמידותו של המגזר הפיננסי בשנת 2003 ניכרה בעיקר בשיפור בהלימות ההון של הבנקים, הודות לצעדים מתאימים שנקטו המפקח על הבנקים והבנקים. חרף השיפור ביציבותה של המערכת הפיננסית בשנת 2003, כמתואר לעיל, עדיין

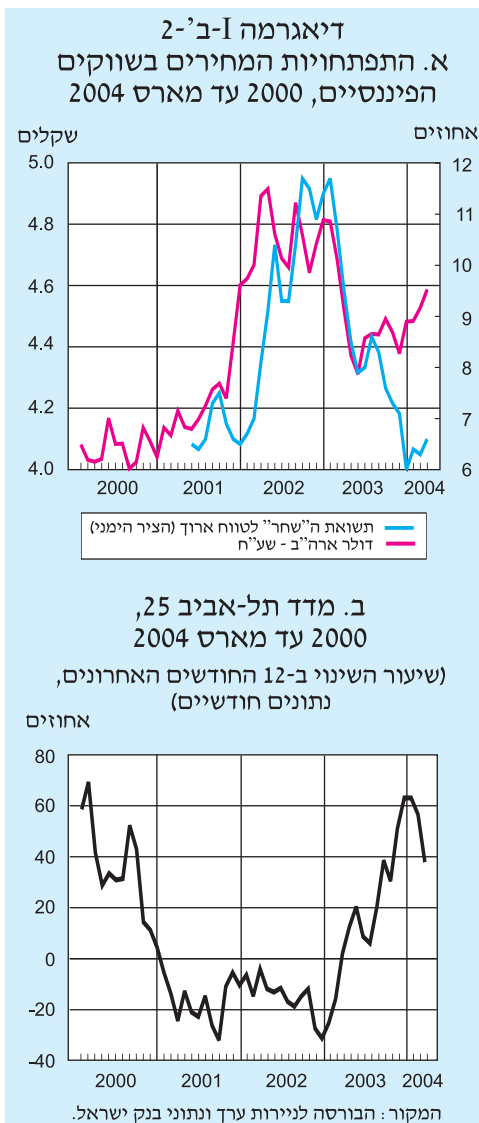
מעיבה על עמידותה בעיה מבנית: הדומיננטיות של הבנקים בכל מיגוון הפעילויות הפיננסיות במשק. דומיננטיות זו, יחד עם שליטתן של שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות בפעילות הפיננסית, מגבירה את התלות ההדדית בין המשק לבנקים, פוגמת בשכלול השווקים, ובכך פוגעת בעמידותה של המערכת הפיננסית. אחת האינדיקציות לדומיננטיות של הבנקים, בהקשר של פעילות המגזר הפיננסי, היא משקלם המכריע, יחד עם קופות הגמל הנשלטות על ידם, בשלושה מצרפים פיננסיים בולטים – סך האשראי למגזר הפרטי, סך נכסי המגזר הפיננסי ותיק הנכסים הפיננסיים של הציבור (לוח I-ב'1) – למרות ירידה מתונה במצרפים אלה השנה, בהמשך למגמה של שלוש השנים האחרונות.

בעיה מבנית זו מציבה אתגר חשוב בפני מעצבי המדיניות והרשויות – בצד אתגרים וסיכונים נוספים שעמם צריכים להתמודד הן מעצבי המדיניות ורשויות הפיקוח והן המוסדות הפיננסיים, בעיקר בתחום קידום התשתית הפיננסית, והיערכות לאפשרות שהתחזיות האופטימיות בדבר המשך ההתאוששות לא תתממשנה במלואן.

1. השווקים הפיננסיים

בשנת 2003 השתררה רגיעה בשווקים הפיננסיים, לאחר שנה של אי שקט – התפתחויות המעידות על תפקוד תקין למדי של השווקים בשנתיים האחרונות: אלה היטיבו לשקף את השינויים בסביבה העולמית והמקומית. יכולתם של השווקים לתפקד באופן תקין למדי גם בעת התפתחויות חריגות – שליליות או חיוביות – היא תוצאה של תהליך הליברליזציה בשוקי ההון והמט"ח, אשר תרם לשכלולם והגביר את עמידותם. עם זאת, מידת שכלולם של השווקים, במיוחד של שוקי האג"ח והמניות, טעונה שיפור נוסף.

החל מסוף מארס 2003, לאחר תנודות מחירים חדות בשווקים הפיננסיים וירידות תלולות בערכם של הנכסים הפיננסיים בשנת 2002,



השתררה רגיעה בשווקים: ההסתברות לפיחות חד בשער השקל הנגזרת מאופציות שקל-דולר, ירדה מ-25.6% בתחילת פברואר 2003 ל-9.5% בסוף השנה הנסקרת; בשוק איגרות החוב ירדה רמת התנודתיות אף לרמה נמוכה מזו של שנת 2001, שנה של רגיעה בשווקים הפיננסיים. במקביל עלה ערכם של הנכסים הפיננסיים - כפי שמתבטא בייסוף השקל ב-7.6% במהלך 2003 לעומת פיחות של 7.4% במהלך 2002, בירידת התשואות-לפדיון של האג"ח לרמה נמוכה היסטורית ובעלייה תלולה של מחירי המניות, על רקע הציפיות להמשך ההתאוששות בפעילות המשקית וגידול רווחי החברות (לוח I-ב' 1 ודיאגרמה I-ב' 2). יצוין, כי עליות מחירי המניות, שנמשכו גם בחודשים הראשונים של 2004, לא לוו בגידול האשראי למגזר הפרטי ובהצטרפות מאסיבית של הציבור הרחב לשוק המניות, התפתחויות שליוו תהליכים "בועתיים" בעבר.

השווקים הפיננסיים היטיבו לשקף את ירידת אי-הוודאות בסביבה העולמית והמקומית בשנת 2003. תגובתם לתמורות החיוביות בתנאי הסביבה הייתה ברורה ומהירה: עד פברואר תפקדו השווקים הפיננסיים המקומיים בחוסר רגיעה, המשך למגמת התנודות החדות במחירים והירידות התלולות בערכם של הנכסים הפיננסיים שאפיינו את שנת 2002. חוסר הרגיעה בתחילת השנה שיקף את אי-הוודאות לגבי מחויבות הממשלה ליעדי הגירעון, אי-הוודאות הביטחונית-מדינית בארץ והחששות מהמלחמה בעיראק. זאת בהמשך למגמות השליליות של השנתיים הקודמות - ובהן עלייה תלולה של משקל החוב הציבורי בתוצר, העלאת שיעור המס הסטטוטורי, וכן ריבית גבוהה יחסית (שנועדה להחזיר את יציבות המחירים, תוך שמירה על היציבות הפיננסית). החל ממאוס, ובעיקר מאז פרסום ה"תכנית להבראת המשק", שנועדה להוריד את הגירעון התקציבי באמצעות קיצוץ בהוצאה השוטפת, אישור הערבויות מארה"ב, חידוש (זמני) של התהליך המדיני, ולאחר מכן סיומה המהיר של המלחמה בעיראק - פחתה אי-הוודאות המקומית במידה ניכרת. לפיכך, על רקע התפנית החיובית בשווקים הפיננסיים בעולם, לאחר סיומה המהיר של המלחמה בעיראק, והגידול הניכר של תנועות ההון לשווקים מתעוררים בכלל ולישראל בפרט, עם הירידה בסיכונים, התהפכה המגמה, וניכרו התאוששות ורגיעה בשווקים (לוח I-ב' 1 ודיאגרמה I-ב' 3).

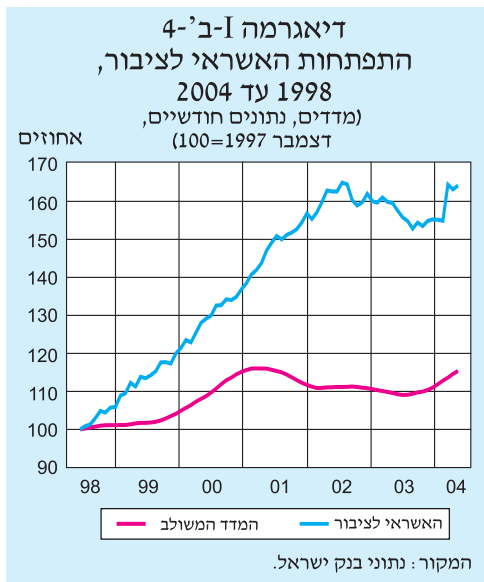


2. המגזר הפיננסי - הבנקים והמשקיעים המוסדיים

השיפור ביציבות המגזר הפיננסי התמקד בהגברת העמידות של מערכת הבנקאות וקרנות הפנסיה יותר מאשר בצמצום רמת האיומים על המגזר מהסביבה. חרף המשך הפעילות הריאלית הממותנת, גברה העמידות של מערכת הבנקאות בשנה הנסקרת, הודות לצעדים שנקטו המפקח על הבנקים והבנקים לשיפור הלימות ההון והפחתת סיכוני האשראי.

השיפור בהלימות ההון ניכר בעליית יחס ההון לרכיבי הסיכון (לוח I-ב' 1) ובעלייה מתונה של הפוטנציאל לגידולו בעתיד. יחס ההון לנכסי הסיכון הוסיף לעלות והגיע השנה ל-10.3%, לעומת 9.9% בסוף 2002, כתוצאה מגידול של 4.5% בבסיס ההון עקב

צבירת רווחים, על רקע יציבות בנכסי הסיכון. שני גורמים עיקריים תרמו לשיפור מסוים בפוטנציאל גידולו של ההון: (א) השנה גבר תהליך ההתייעלות, שהחל עוד ב-2002 והקיף את כל חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות, תהליך שפירותיו הברוכים בתחום הרווחיות וההון יבשילו רק בשנים הבאות; (ב) הסתמנה תפנית חיובית ביכולת לגייס הון משני, לאחר מספר שנים של ירידה. ואולם, במקור העיקרי לפוטנציאל הצבר ההון – גידול הרווחיות – לא ניכר שיפור של ממש, למרות עליית התשואה להון. השיפור שנרשם השנה ברווחיות המדווחת של הבנקים משקף בעיקר את ההתפתחויות החיוביות החריגות בשוקי ההון, בעוד שביתר רכיבי הרווחיות – המושפעים פחות מהתנודתיות של מחירי ניירות ערך – לא נרשם שיפור מהותי. הסיבה לאי השינוי ברכיבי הרווח הקשורים ישירות לפעילות התיווך הפיננסי ה"קלאסי" של מערכת הבנקאות היא, שהתפנית החיובית בפעילות הריאלית במשק במהלך 2003 טרם הטביעה חותם בולט על ביצועי המערכת הפיננסית.



הירידה המתונה בסיכון האשראי בבנקים היא תוצאת השילוב של מספר גורמים: ירידת החשיפה לסיכון, שיפור הרכב האשראי, שיפור בניהול הסיכון, צעדים שנקטו הרשויות, וניצני התאוששות באיתנות הפיננסית (כושר הפירעון) של הלווים. ביטוי בולט לירידת החשיפה לסיכון האשראי של הבנקים הוא ירידה של ממש באשראי הבנקאי, לאחר גידול מתון בשנת 2002 ועליות מהירות בשנים הקודמות (דיאגרמה I-ב' 4). בראייה ארוכת טווח ניתן להצביע על שלוש תת-תקופות בהתפתחות האשראי לציבור: מתחילת 1998 עד ראשית 2002 התרחב האשראי במהירות, הן בתקופה של התרחבות הפעילות הכלכלית והן בתקופת ההאטה בפעילות, החל מסוף שנת 2000, עם התנפצות "בועת ההיי-טק" והדרדרות המצב הביטחוני בישראל. במהלך 2002 ניכרה מגמת התייצבות באשראי, במקביל להמשך הפעילות הכלכלית הממותנת. רק בתחילת 2003, לאחר שנתיים רצופות של שפל בפעילות הכלכלית, נרשמה תפנית באשראי, והוא ירד בהתמדה לאורך המחצית הראשונה של השנה. במחציתה

השנייה, במקביל לתחילת ההתאוששות בפעילות המשקית, התייצבה רמת האשראי, ובחודשים הראשונים של 2004 התחדשה עלייתו, במקביל להמשך ההתאוששות בפעילות המקומית.

גם בהרכבו של האשראי הבנקאי נרשמה התפתחות חיובית בשנת 2003: חלקו של האשראי הבנקאי למגזר האנשים הפרטיים, שהוא הפחות מסוכן, המשיך לעלות, על חשבון משקל האשראי למגזר העסקי, היותר מסוכן, שירד. כנגד זאת הוסיף לגדול משקלו של החוב הבעייתי באשראי, בהמשך למגמה שהחלה ב-2001, וישנן אינדיקציות לסיווג חסר של אשראי בעייתי בענף הבנייה ובמגזר הצרכני. הירידה הקלה בחשיפה לסיכון האשראי מלמדת גם על שיפור בניהול סיכון האשראי בבנקים, שיפור שנתמך בצעדים שנקט הפיקוח על הבנקים. ניצניו של השיפור באיתנות הפיננסית של שני מגזרי הלווים העיקריים של מערכת הבנקאות – המגזר העסקי ומשקי הבית – לאחר מגמת הרעה מאז תחילת השפל הנוכחי בסוף 2000, תרם אף הוא במידה מסוימת

לירידת סיכון האשראי; רווחיות המגזר העסקי עלתה השנה, נטל החוב שלו ירד, ונרשם שיפור קל ביחס ההתחייבויות למאזן וביחס ההתחייבויות להון העצמי ("המנוף הפיננסי"). לאחר מגמת הרעה בהם מאז תחילת השפל הנוכחי; לעומת זאת הורע מצב נזילותו. ההתפתחויות בתוך המגזר העסקי לא היו אחידות: השיפור ניכר בענפי התעשייה והמסחר והשירותים, בעוד שבענף הבינוי והנדל"ן נמשכה בדרך כלל ההרעה. במשקי הבית נבלמה מגמת הירידה של ההכנסה הפנויה לנפש, שהחלה עם תחילת השפל הנוכחי, בסוף 2000, וכושר פירעון האשראי שלהם השתפר.

חרף השיפור השנה בעמידות הפיננסית של מערכת הבנקאות, רמתה בסוף 2003 עודנה נמוכה יחסית לסוף 2000 - לפני שנות השפל המתמשך, בעיקר משום שרמת סיכון האשראי עדיין גבוהה יותר, ואף שיחס ההון לנכסי הסיכון גבוה יותר. זאת מפני שרמת הפעילות המשקית בתקופה הנסקרת, בעיקר במגזרים הבעייתיים, ובראשם ענף הבנייה, עודנה רחוקה מזו ששררה לפני שנות השפל, התפתחות המשתקפת בבירור בכושר הפירעון של הלווים, שלא שב לרמתו לפני השפל.

בבחינה של שלוש שנות השפל, הפעילות הריאלית הממותנת הטביעה, כצפוי, חותם בולט על ביצועי מערכת הבנקאות, אולם בה בעת הוכחה יכולתה לספוג הפסדים, תוך עלייה ביחסי ההון, דבר המצביע על עמידותה. זוהי תוצאה של פעולות שנקט בעוד מועד **המפקח על הבנקים** לחיזוק הלימות ההון באמצעות העלאת יחס ההון המינימלי הנדרש, דרישה להפרשה מיוחדת לחובות מסופקים, הגבלה על חלוקת דיבידנדים והרחבת הבדיקות בתחום סיכון האשראי וניהולו. פעולות אלה, נוסף על תהליכי הפקת הלקחים במערכת הבנקאות, הביאו לשיפור בהלימות ההון ובניהול סיכון האשראי.

גם בעמידות המשקיעים המוסדיים ניכר שיפור במהלך השנה הנסקרת. ההתפתחות הבולטת השנה היא **הרפורמה בקרנות הפנסיה**, שאיזנה את הגירעונות האקטואריים שלהן, ובכך מנעה משבר בענף. הלימות ההון של חברות הביטוח עלתה, כפי שמשתקף בעליית יחס ההון לנכסים (לוח I-ב'-1). כן נרשם גידול ניכר של הרווח, אולם, כמו במערכת הבנקאות, גידול זה נבע כולו מרווחים חריגים על השקעות בניירות ערך סחירים. ההתאוששות בשווקים הפיננסיים ניכרה היטב גם בקופות הגמל, שהניבו השנה תשואות ריאליות גבוהות במונחים היסטוריים, כ-18%. נראה שההתאוששות השפיעה גם על הצבירה בקופות, שהפכה לחיובית במחצית השנייה, לאחר מגמה רבת שנים של צבירה שלילית. עם זאת, התשואות החריגות השנה מעידות על הסיכון למשקיעים בקופות, שיש לו משמעות לגבי סיכון הנזילות בהן.

ג. אתגרים וסיכונים

1. המדיניות המקרו-כלכלית

התפנית החיובית בתחום היציבות הפיננסית במהלך 2003 שבה והמחישה את השפעתם הניכרת של תנאי הסביבה מבית ומחוץ על היציבות הפיננסית ואת החשיבות של התאמת המדיניות הכלכלית להתפתחויות הכלכליות, לצורך שמירת היציבות הפיננסית. חרף ההתפתחויות החיוביות במערכת הפיננסית במהלך 2003, רמת הסיכונים הגלומים בה בתחילת 2004, בעיקר במגזרים המושפעים במישורין מההתפתחויות הריאליות והביטחוניות, ובראשם הבנקים, עודנה גבוהה-יחסית, שכן הסביבה טרם התייצבה. אמנם תחזיות הצמיחה והסחר לשנת 2004 בעולם ובישראל הן אופטימיות, אולם זעזוע שיאט את הצמיחה עלול להפוך את תהליך ירידת הסיכונים הפיננסיים על פיו, במקביל לצמצום יכולתם של אותם מגזרים להתמודד עם התממשות אותם סיכונים, משום שסימני הרפיון המתמשך בפעילות המשקית במגזרים אלה עדיין ניכרים בהם.

האתגר העיקרי של מעצבי המדיניות המקרו-כלכלית כיום בהקשר של היציבות הפיננסית הוא להפחית את אי-הוודאות הכלכלית בסביבה שהמערכת הפיננסית פועלת בה, למקרה שתחזיות הצמיחה האופטימיות לא תתגשמה. חשיבותו של אתגר זה גדולה במיוחד עתה, משנוצלה במלואה הרזרבה התקציבית - רזרבה הנדרשת למקרים של זעזועים מקרו-כלכליים - ועל רקע הרמה הגבוהה של החוב הממשלתי. אחת הדרכים להתמודדות עם אתגר זה, המשפיעה במישורין על החוסן הפיננסי של המשק, היא הצבת התוואי הפוחת של החוב והגירעון כיעד מרכזי של המדיניות הפיסקלית. אמנם הפחתה זו הוגדרה כאחד היעדים ארוכי הטווח של הממשלה, אך כדי להבטיח את השגתו נדרשים צעדים קונקרטיים ומחייבים. ניצול ההכנסות העודפות ממסים בשנת 2004 להפחתת הגירעון, כפי שהמליצה לאחרונה גם קרן המטבע הבין-לאומית, הוא צעד כזה.

2. הגברת שיתוף הפעולה בין הרשויות

על רקע התגברות האינטגרציה בין רכיבי המערכת הפיננסית והמורכבות הגוברת של הפעילות הפיננסית, נדרשת הגברת שיתוף הפעולה והתיאום בין רשויות הפיקוח השונות ובין משרד האוצר ובנק ישראל בכל הנוגע להסדרת המערכת הפיננסית והפיקוח עליה. בטווח ארוך יותר יהיה צורך במיסוד שיתוף הפעולה והתיאום בין הרשויות, בדומה למקובל במדינות רבות, וזאת ללא תלות במבנה העתידי של המערכת הפיננסית ושל הרשויות.

3. קידום התשתית הפיננסית

(א) הרפורמה בפנסיה

במהלך 2003 יצאה לדרך אחת הרפורמות החשובות בתחום הפיננסי בשנים האחרונות - הרפורמה בפנסיה. הרפורמה שמשרד האוצר הצליח לבצע השנה, מפחיתה את הסיכונים המערכתיים בקרנות הפנסיה ובתקציב המדינה על ידי מיסוד הביטוח הממשלתי הסמוי לקרנות הפנסיה, ומפנה אותן יותר אל השוק; בכך משתפרת היציבות של המערכת הפיננסית וגדלה התחרותיות והיעילות הכלכלית. עם זאת, הרפורמה חושפת את העמיתים ואת המשקיעים המוסדיים לתנודות במחירי הנכסים הפיננסיים; אלה אמנם

אמורות לקטון, בזכות עצם כניסתם של המשקיעים המוסדיים לשווקים, המגדילה את עומקם, ולכן מקטינה את התנודתיות במחיריהם. הרפורמה בפנסיה מחייבת תהליך התאמה ולמידה של מנהלי הקרנות והשחקנים האחרים בשווקים הפיננסיים – תהליך שגלומים בו סיכונים. האתגר המרכזי הניצב בפני מעצבי המדיניות והרגולטורים הוא גילוי ערנות רבה בנושאים הנוגעים לתקינות המסחר, לדיווחים החשבונאיים, לניהול בכלל, ולניהול הסיכונים בפרט. כן ראוי להשלים בהקדם את המהלך של שינוי הבעלות על קרנות הפנסיה ועיצוב-מחדש של מבנה הענף.

(ב) רפורמה במבנה של מערך המוסדות הפיננסיים

סוגיית הרפורמה במבנה מערך המוסדות הפיננסיים נדונה לא פעם בעבר, ונעשו מספר ניסיונות לקדם רפורמות שונות בתחום זה. מערך המוסדות הפיננסיים בישראל מאופיין, כאמור, בדומיננטיות של הבנקים וברמת ריכוזיות גבוהה: שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות הן גם שני הגופים הפיננסיים הגדולים. אלה מציעות ללקוחותיהן, ישירות או באמצעות חברות בנות, כמעט את כל השירותים הבנקאיים, כולל שירותים בתחומי ניירות הערך, האשראי והמט"ח, שבחול מסופקים גם, ולעיתים בעיקר, על ידי פירמות לא-בנקאיות. כנגד זאת נאסר על הבנקים לעסוק בתחום הביטוח, תחום שבנקים בחלק ממדינות המערב עוסקים בו. לנוכח מבנה זה של מערך המוסדות הפיננסיים בישראל ועל רקע הגלובליזציה, המגמות של אינטגרציה בשירותים פיננסיים ויצירת קונגלומרטים פיננסיים, נדרשת הגדרה מחדשת של מבנה המוסדות הפיננסיים – הגדרה שמטרתה הגברת התחרות ומניעת ניגוד עניינים, תוך בחינה של השלכות הריכוזיות במערכת הפיננסית על היציבות הפיננסית ושל חלוקת התפקידים בין סוגי המוסדות השונים.

(ג) פיתוח שוק אשראי חוץ בנקאי

לנוכח השינויים במערכת הפיננסית בשנים האחרונות גברה חשיבותם של השווקים החוץ-בנקאיים, כמקור חלופי לאשראי בנקאי. הפחתת הדומיננטיות של הבנקים בשוק האשראי תורמת להגברת התחרות ולשכלולו של השוק. המשך הפחתת משקלם של הבנקים השנה, תוך גידול משקל המשקיעים המוסדיים, הוא התפתחות חיובית, אולם ממדי התופעה עדיין מוגבלים, וחסר נדבך מרכזי – פיתוח שוק אג"ח סחירות של חברות. פיתוחו של שוק האשראי החוץ-בנקאי מציב בפני הרשויות אתגר: יצירת תנאים שיסייעו בפיתוח השוק, לרבות מבנה תמריצים מתאים, תוך התחשבות ביכולת הנוכחית והעתידית של המשקיעים המוסדיים לנהל את סיכוני האשראי באופן מקצועי.

(ד) רפורמה במערך התשלומים והסליקה בישראל

מערכות תשלומים וסליקה הן רכיב חשוב של המערכת הפיננסית. פעילותן היעילה תורמת ליעילות הפעילות הכלכלית במשקים, אולם בגלל רגישותן, הן חושפות את המשתמשים בהן לסיכונים מערכתיים, שיכולים לגלוש בין מוסדות ובין מדינות. הניסיון מלמד ששבריריות של מערכת התשלומים יכולה אף להעצים משברים פיננסיים אחרים.

בשנת 2003 יזם בנק ישראל את תחילתה של רפורמה במערכות התשלומים והסליקה. הרפורמה מתבטאת בהתאמת המערכות לכללים הבין-לאומיים המקובלים ובהקמת מערכת תשלומים וסליקה חדשה, שבה ייסלקו תשלומים גדולים בזמן אמת - (RTGS Settlement Real Time Gross). רפורמה במערך התשלומים הקיים ומערכת מסוג RTGS יביאו להקטנת הסיכונים שהמשתתפים בסליקה (הבנקים, המסלקות ובנק ישראל) חשופים להם. יתר על כן, רוב סיכוני הסליקה, שחלים במצב הנוכחי על בנק ישראל, כסולק הסופי במשק, יעברו אל המשתתפים במערכת התשלומים, ואלה ידאגו למזער אותם.

זוהי רפורמה מורכבת, המחייבת היערכות רחבה של גופים רבים במשק, ותהווה נדבך מרכזי ביציבות הפיננסית בישראל. האתגר הוא ביישומה של הרפורמה בשלמותה ובלוח זמנים מהיר ככל האפשר.