

פרק II: הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית

א. סיכום

ההתפתחויות בסביבה שהמערכת הפיננסית פועלת בה תרמו במהלך שנת 2003 להגברת יציבותה, וזאת בניגוד להשפעתן במהלך 2002. לוח II-א'-1 מציג את כיווני ההשפעה של ההתפתחויות בתחומים שונים, בעולם ובישראל, על יציבותה של המערכת הפיננסית – התפתחויות המתוארות ומנותחות בסעיפים הבאים.

במהלך 2003 חלה תפנית חיובית **בעולם** – הן בפעילות הריאלית והן בשווקים הפיננסיים; זאת בעיקר הודות לסיומה המהיר של המלחמה בעיראק, שהפחית באחת את אי-הוודאות הרבה שהעיבה במשך חודשים רבים על הכלכלה העולמית. ההשפעה המהירה של התפתחויות אלה ניכרה בערוץ הפיננסי – בירידת מדדי הסיכון ועליית ערכם של הנכסים הנסחרים בשווקים הפיננסיים בישראל, תוצאת האינטגרציה הגבוהה שלהם עם השווקים הפיננסיים הבין-לאומיים, ובמיוחד הגידול הניכר של תנועות ההון לשווקים מתעוררים בכלל ולישראל בפרט. השפעה עקיפה ואיטית יותר של ההתפתחויות בעולם על המערכת הפיננסית בישראל פעלה בערוץ הריאלי: האצת הצמיחה בעולם תרמה לגידול הסחר העולמי, שממנו נהנו גם היצוא הישראלי והפעילות במשק.

מעבר להשפעות חיוביות אלה מהעולם, תרמו לשיפור ביציבות המערכת הפיננסית התפתחויות מקומיות, ובראשן התפנית החיובית **בתמהיל המדיניות הכלכלית** החל מחודש מארס: לאחר הקמת ממשלה חדשה ויציבה יותר ופרסום תכניתה הכלכלית, גבר האמון בהנהגה הכלכלית וביכולתה לשלוט בגירעון ובחוב. ואמנם במחצית השנייה של

לוח II-א'-1

השפעתן של ההתפתחויות המתרחשות בסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית, על יציבותה, 2002 ו-2003

במהלך 2002	במהלך 2003	
		א. בעולם
-	+	1. בפעילות הריאלית
-	+	2. בשווקים הפיננסיים
-	+	3. אחר (ביטחוני)
		ב. בישראל
-	+	1. בפעילות הריאלית
-	+	2. במדיניות הכלכלית
-	+	3. בחוסן הפיננסי של המשק מול חו"ל
-	1	4. אחר (ביטחוני, חברתי)

1 כיוון ההשפעה אינו ברור עקב השפעות סותרות של התחום הביטחוני והחברתי. המקור: נתוני בנק ישראל, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

השנה ירד הגירעון הממשלתי, ותוואי החוב הצפוי שינה כיוון, אף שהגירעון בשנת 2003 כולו היה גבוה וחריג. התפנית במדיניות הפיסקלית, יחד עם קבלת הערבויות מארה"ב, עמדו בבסיס השיפור בחוסן הפיננסי של המשק. אלה חברו אל שיפור מסוים במצב הביטחוני בישראל, ולמרות אי-השקט בתחום הכלכלי-חברתי, תרמו לירידת הסיכונים ולשיפור בשווקים הפיננסיים – מעבר להשפעת ההתפתחויות בעולם. התפתחויות חיוביות אלה אפשרו הקלה בריסון המוניטרי, ואמנם בנק ישראל הפחית את הריבית – בהדרגה ובזהירות, אך בשיעור מצטבר משמעותי – תוך כדי ירידת האינפלציה, ובכך תרם להגברת היציבות הפיננסית.

מכלול ההתפתחויות שתוארו לעיל הוביל לתפנית חיובית בפעילות הריאלית בישראל: התוצר העסקי עלה ב-1.8%, לאחר ירידות של כ-3% בכל אחת מהשנתיים הקודמות, תוך עלייה ביצוא, צמצום הגירעון בחשבון השוטף ויציבות באבטלה. ההשפעה הישירה של התפנית בפעילות הריאלית על המערכת הפיננסית ב-2003 הייתה עדיין מועטה. עם זאת, התפנית הריאלית, יחד עם חלק מהגורמים האחרים שהוזכרו לעיל, השפיעה בעקיפין דרך השיפור באיתנות הפיננסית של המגזר העסקי, כלומר ביכולת פירעון החובות של החברות, ושיפור זה, אף שהיה מוגבל לענפים מסוימים, תרם להגברת היציבות של בעלי החוב – המגזר הפיננסי, ובראשו הבנקים.

בפרספקטיבה ארוכה יותר – השינויים לרעה בסביבה המקומית והעולמית מאז סוף 2000 (הפגיעה בענפי הטכנולוגיה העילית, הבעיות בתחום הביטחוני והשפל הכלכלי) הגבירו את הסיכונים למערכת הפיננסית, והשיפור בסביבה במהלך 2003 קיזז רק חלק מתוספת הסיכונים. נראה אפוא שבסוף 2003 הסיכונים לא שבו לרמה של 2000, ובפרט – רמת הפעילות הריאלית נותרה נמוכה, ורמת האיום הביטחוני נותרה גבוהה. סיכונים אלה, על רקע הרמה הגבוהה של החוב הממשלתי וניצול מלוא הרזרבה התקציבית למקרים של זעזועים מקרו-כלכליים, עדיין מאיימים על יציבותה של המערכת הפיננסית.

ב. ההתפתחויות העיקריות בעולם¹

במהלך השנה הנסקרת התרחשה תפנית חיובית בכלכלה העולמית, שהפחיתה את אי-הוודאות בסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית של ישראל ותרמה להגברת יציבותה. המגמות החיוביות ניכרו הן בתחום הריאלי והן בתחום הפיננסי, שבו, בדרך כלל, השינויים משתקפים מהר יותר. סיומה המהיר של המלחמה בעיראק פעל לירידת אי-הוודאות ותרם להתאוששות בפעילות הכלכלית. עם זאת נשאר בעינו האיום של ארגוני הטרור בפיגועים המוניים, ועמו – אי-הוודאות.

התפנית החיובית בתחום הריאלי, שהחלה ברביע השני של השנה, באה לידי ביטוי בגידול ניכר של שיעור הצמיחה במרבית מדינות העולם, במיוחד בארה"ב, שם הגיעה הצמיחה לשיעור שנתי של כ-7% ברביע האחרון ו-3.1% בשנה כולה (דיאגרמה II-ב' –

1 מבוסס על סקירת היציבות הפיננסית של ה-Bank of England, על פרסומי קרן המטבע הבין-לאומית ועל נתונים וסקירות של בנק ישראל.

1. גידול הביקושים המקומיים בארה"ב הניע את הייצור המקומי ואת הייצור במדינות המייצאות לארה"ב, לרבות היצוא הישראלי, והיקף הסחר העולמי התרחב בכ-3% (דיאגרמה II-ב'2).



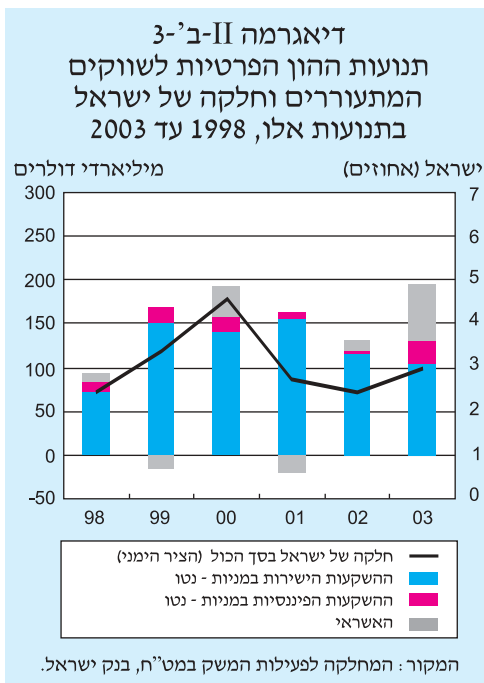
בתנועות ההון הפרטיות לשווקים המתעוררים חלה השנה תפנית (דיאגרמה II-ב'3): לאחר שנתיים של ירידה מרמת השיא של שנת 2000, הן עלו במהירות וחזרו לאותה רמה. העלייה בתנועות ההון לשווקים המתעוררים נובעת מירידה בתפיסת הסיכון,

בעקבות סיומה המהיר של המלחמה בעיראק, ובהינתן רמת הריביות הנמוכה במדינות המפותחות. חלקה של ישראל בתנועות הון אלה גדל השנה.

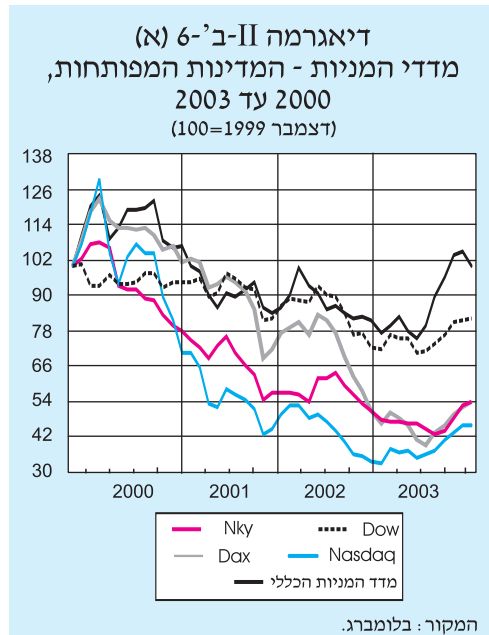
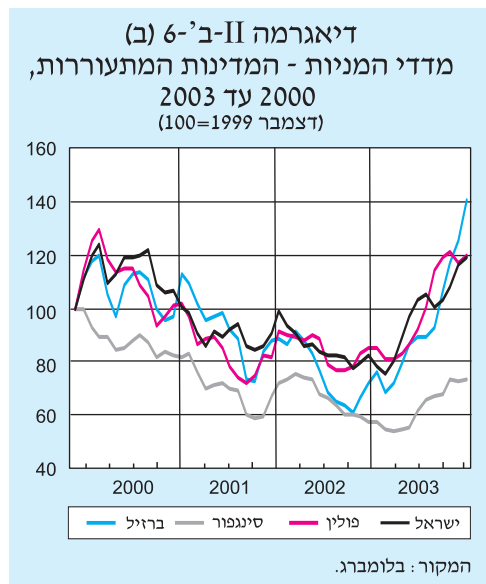
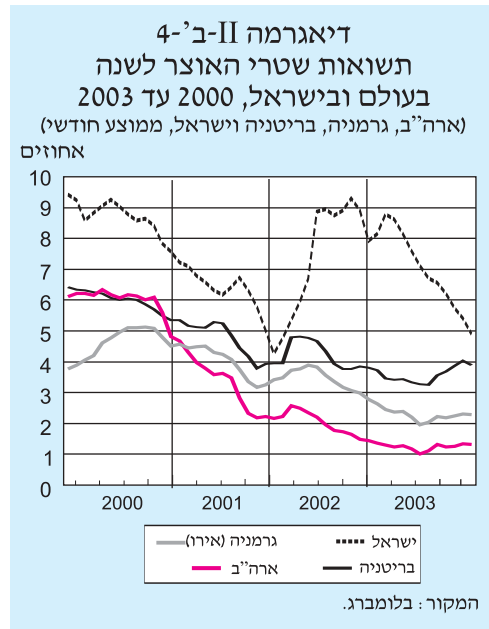
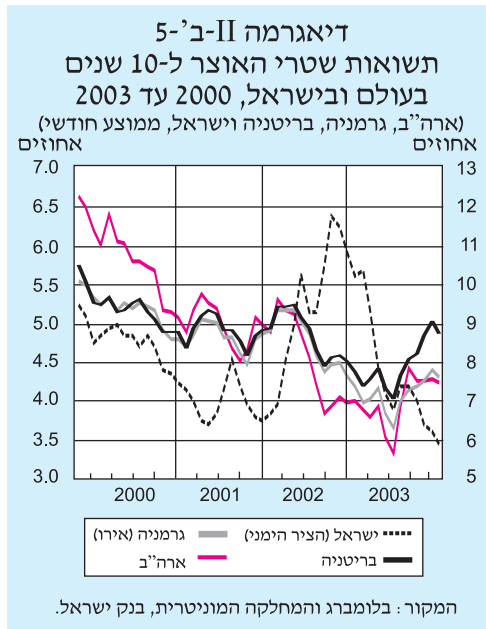
ההתפתחויות שתוארו לעיל עמדו ברקע השינויים בשווקים הפיננסיים בעולם:

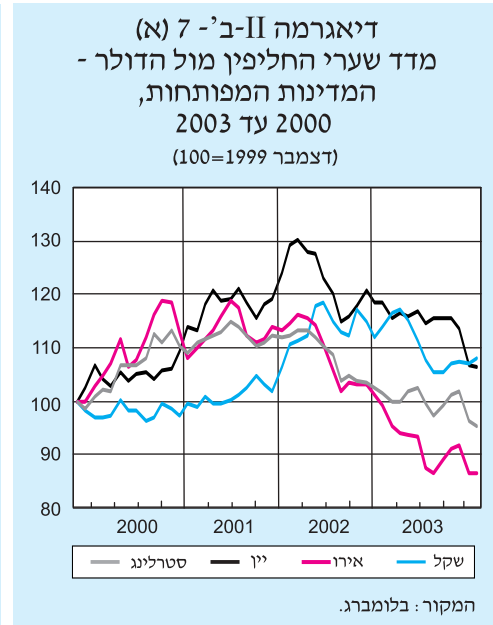
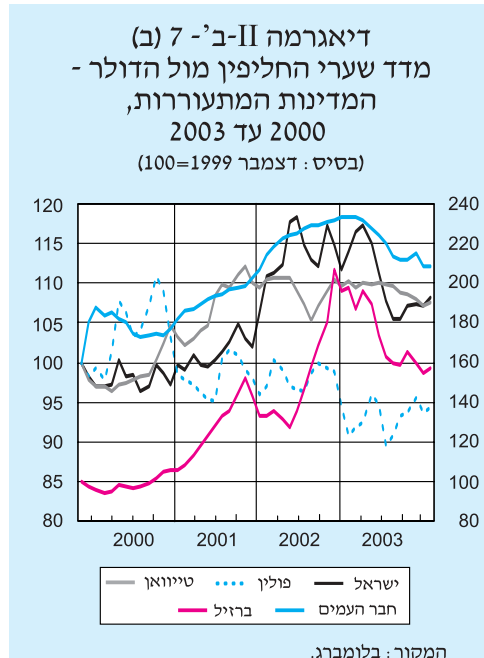
מגמת הירידה **בתשואות על אג"ח** לטווח קצר וארוך, במדינות המפותחות, שהסתמנה ב-2002, נמשכה עד אמצע 2003; אז השתנתה המגמה במרבית המדינות - והדבר התבטא בתזוזה עקומי התשואה כלפי מעלה (דיאגרמות II-ב'4 ו-II-ב'5). על רקע עליית התשואות נרשמו אפיזודות של תנודתיות מוגברת (סטיית התקן ההיסטורית והגלומה). תופעה המצביעה על גידול של סיכון הריבית.

הסתמנה התאוששות **בשוקי המניות** בעולם: ממדי המניות במרבית המדינות עלו, בניגוד למגמות ירידה מתמשכות במהלך השנתיים הקודמות (דיאגרמות II-ב'6 ו-II-ב'7). כן ירדה סטיית התקן הגלומה בממדי המניות החל מהרבע השני של השנה - דבר שהצביע על עלייה באופטימיות של המשקיעים - אולם היא נותרה מעל הרמה של תחילת שנות התשעים.



בשוקי המטבע בלטה מגמת היחלשות מתמשכת של הדולר לעומת מטבעות אחרים, ביניהם השקל (דיאגרמות II-ב'-8 (א) ו-II-ב'-8 (ב)). התנודתיות בשערי החליפין של מטבעות בעולם מול הדולר, הנמדדת על ידי סטיית התקן בפועל, הייתה גבוהה, לצד סטיית תקן גלומה נמוכה יחסית, המצביעה על ציפייה להתאמה חלקה של שערי חליפין לשינויים.





ג. הפעילות הריאלית והמדיניות הכלכלית בישראל

1. הפעילות הריאלית²

במהלך 2003, אחרי שנתיים של שפל מתמשך, חלה תפנית חיובית בפעילות הכלכלית, בזכות ההתאוששות בכלכלה העולמית ושיפור מסוים במצב הביטחוני. התפנית נתמכה על ידי שינוי בתמהיל המדיניות - הפיסקלית והמוניטרית - והובלה על ידי גידול היצוא והצריכה הפרטית. **התוצר** עלה ב-1.3%, התוצר העסקי עלה ב-1.8%, לאחר ירידות של כ-3% בכל אחת מהשנתיים הקודמות, וגדל הייצור של ענפי הטכנולוגיה העילית ושל ענפי המסחר והשירותים. הגורמים העיקריים להתאוששות הביקושים היו גידול היצוא, שתרומתו לשינוי בצמיחת התוצר ב-2003 הייתה 2.5%, וגידול הצריכה הפרטית, שתרומתה הגיעה ל-0.6%. עם זאת נמשכה הירידה ביתר השימושים המקומיים, בגלל ירידה חדה של ההשקעה המקומית הגולמית (כולל המלאים) וירידה בצריכה הציבורית המקומית.

הגירעון בחשבון בשוטרף של מאזן התשלומים המשיך להצטמצם השנה, והסתכם ב-0.2 אחוז תוצר. זוהי תוצאה של ההתאוששות ביצוא, שעלה ב-6.1%, והמשך רמתה הממונת של הפעילות, שהתבטא בירידה של היבוא.

שיעור **האבטלה** הגיע ברביע האחרון ל-10.9% מכוח העבודה, רמה גבוהה משמעותית מאשר לפני השפל, שהתחיל ברביע האחרון



2 מבוסס על החוברת "המשק והמדיניות הכלכלית" בדוח בנק ישראל לשנת 2003.

של שנת 2000 (כ-8.5%). עם זאת נותר שיעור האבטלה יציב יחסית במהלך השנה, אף על פי שעליית התוצר הייתה נמוכה מהעלייה בכוח העבודה. שיעור התעסוקה נותר יציב, ומספר המועסקים הישראלים עלה ב-2%.

ברקע התפנית החיובית במשק עומד, כאמור, גם השיפור במצב הביטחוני בעולם ובישראל: סיומה המהיר של המלחמה בעיראק, חידוש - אמנם זמני - של התהליך המדיני וירידה מסוימת במספר פיגועי הטרור - כל אלה תרמו להפחתת אי-הוודאות במידה ניכרת. לעומת זאת אופיינה שנת 2003 באי-שקט בתחום הכלכלי-חברתי - מאבקים ציבוריים ושבתות ממושכות, במחאה נגד פגיעת התכנית הכלכלית בתעסוקה ובשכר במגזר הציבורי ובקבוצות אוכלוסייה חלשות.

2. המדיניות הכלכלית

עד חודש מארס שררה אי-ודאות לגבי מחויבות הממשלה לעצור את העלייה בגירעון התקציבי ובחוב הציבורי. בחודש מארס, לאחר הקמת הממשלה החדשה והיציבה יותר, חלה תפנית חיובית במדיניות הפיסקלית, שהתבטאה בתכנית הכלכלית של הממשלה והובילה להפחתה משמעותית באי-הוודאות ולהגברת האמון במדיניות ובהנהגה הכלכלית. אמנם הגירעון הכולל של הממשלה עלה מ-3.8 אחוזי תמ"ג בשנת 2002 ל-5.6% השנה - סטייה משמעותית מיעד הגירעון, שעמד על 3 אחוזי תמ"ג - אולם נתון זה מסתיר את השינוי החד שחל בתוואי הגירעון באמצע השנה בזכות הפעלתה של התכנית הכלכלית: הגירעון הצטמצם מ-7 אחוזי תוצר ויותר במחצית הראשונה של השנה לפחות מארבעה אחוזי תוצר במחצית השנייה, בעקבות קיצוץ משמעותי בהוצאה הציבורית, אשר, לראשונה מאז תכנית הייצוב של 1985, ירדה ריאלית במרבית רכיביה. אמנם יחס החוב הממשלתי לתוצר המשיך לעלות השנה, בהמשך לשנתיים הקודמות, והגיע ל-107%, לאחר ירידה לשפל היסטורי של 91% ב-2000 - אולם השינוי במדיניות הפיסקלית השנה גרם להיפוך בתוואי החוזי של יחס החוב לתוצר, ותרם ליצירת ציפיות חיוביות לגבי ההתפתחויות במשק.

מדד המחירים לצרכן ירד בשנת 2003 ב-1.9% - שיעור נמוך במידה משמעותית מיעד יציבות המחירים, 1% עד 3%, והנמוך ביותר מאז קום המדינה. שני הגורמים המרכזיים לכך הם הייסוף בשער השקל מול הדולר והמשך הרפיון בפעילות הכלכלית. **המדיניות המוניטרית** ב-2003 פעלה לביסוס היציבות הפיננסית ויציבות המחירים, תוך מגמה של הורדת הריבית, שתתמוך בפעילות הריאלית ללא סיכון היציבות. על רקע שיפור באינדיקטורים הפיננסיים והמוניטריים לסביבת האינפלציה החל מהרביע השני של השנה, הוריד בנק ישראל את הריבית במשך השנה בכ-4 נקודות אחוז, עד לרמה של 5.2% בסופה.

שינויים אלה במדיניות השפיעו על הפעילות הכלכלית ב-2003 בשני כיוונים: מחד גיסא, הקיצוץ החד בהוצאה השוטפת של הממשלה, אשר לראשונה מאז 1985 ירדה ריאלית, הקטין בטווח הקצר את הביקושים המקומיים של הממשלה ואת ביקוש הפרטים, מפאת הקטנתם של תשלומי ההעברה וירידת השכר הריאלי במגזר הציבורי; מאידך הביא התמהיל של המדיניות הכלכלית לתפנית חיובית בציפיות הפירמות והפרטים, וזו חברה אל השפעות אחרות שתרמו לעלייה חדה בשוק המניות, עלייה שהשפיעה חיובית

על הצריכה הפרטית במחצית השנייה של השנה. הריבית הריאלית, שרמתה הגבוהה בתחילת השנה הקשתה על התאוששות ההשקעה, ירדה לקראת סוף השנה, ותמכה בהתייצבות ההשקעה, תוך סימנים ראשוניים להתאוששות.

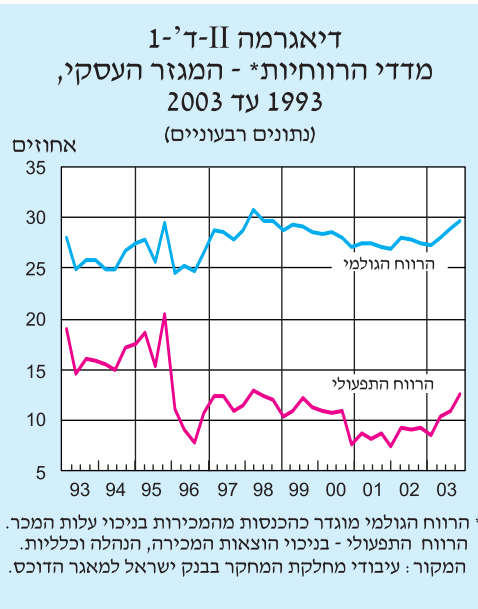
ד. האיתנות הפיננסית של המגזר העסקי ומשקי הבית³

בשנת 2003 הסתמן שיפור באיתנות הפיננסית של המגזר העסקי ושל משקי הבית, כלומר בכושר פירעון האשראי שלהם – לאחר מגמת הרעה מאז תחילת השפל הנוכחי בסוף 2000. אף על פי כן כושר הפירעון של מגזרים אלה נותר נמוך מרמתו לפני השפל. ניתוח איתנות המגזר העסקי נסמך על נתוני חברות הנסחרות בבורסה בלבד, ולכן הוא מוגבל⁴. בכל זאת, נראה שמסקנותיו עולות בקנה אחד עם מסקנות ניתוח הפעילות הריאלית ונתוני הבנקים על סך האשראי למגזר העסקי.

במגזר העסקי מצביעים האינדיקטורים לשנת 2003 על שיפור ברווחיותו ובנטל החוב

שלו ועל שיפור קל במנוף הפיננסי – לאחר מגמת הרעה מאז תחילת השפל הנוכחי – אך גם על המשך ההרעה במצב נזילותו. מבין שלושת הענפים שנסקרו במגזר העסקי, השיפור השנה לא הקיף את כולם: הוא ניכר בענפי התעשייה והמסחר והשירותים, בעוד שבענף הבינוי והנדל"ן נמשכה ההרעה. למרות סימני ההתאוששות, השילוב של רמת מנוף פיננסי גבוהה ורמת נזילות נמוכה – ביחס לרמה ששררה לפני השפל, בשנים 1999-2000 – מצביע עדיין על נטל מימון גבוה וקושי בפירעון האשראי של המגזר העסקי, כלומר על המשך רמת הסיכון הגבוהה למלווים, שהתבטאה גם ברמה גבוהה של חובות בעייתיים בבנקים.

רמת המנוף הפיננסי במגזר העסקי, שהיא גבוהה בפרספקטיבה ארוכת טווח, מקשה על מימון באמצעות אשראי, ומדגישה את הצורך בהגדלת ההון העצמי. מילוי צורך זה עלול להיתקל בקשיים, בגלל הרמות הנמוכות של ההכנסה הפנויה והחיסכון, יחד עם האבטלה הגבוהה.



3 סעיף זה מתמקד בשינויים באיתנות הפיננסית של המגזר העסקי ומשקי הבית, כלומר ביכולת שלהם לפרוע את האשראי שנטלו מהמגזר הפיננסי – שינויים המשפיעים במישרין על סיכון האשראי של המוסדות הפיננסיים ועל יציבותם. נוסף על השפעה ישירה זו של המגזר העסקי ומשקי בית על המגזר הפיננסי כלוים, קיימת גם השפעה ישירה שלהם, ובמיוחד של משקי הבית, כמפקידים וכחוסכים, וגם השפעות עקיפות, כגון השפעת החלטות הצריכה והחיסכון של משקי הבית על פעילות המגזר העסקי ועל יכולתו לגייס הון, ובכך – על המגזר הפיננסי.

4 מקור הנתונים למגזר העסקי הוא מאגר "הדוכס" של הבורסה לניירות ערך. מספר החברות הכולל בתקופה 1993-2003 נע בין 478 ל-593; הוא כולל את ענפי התעשייה (192-272 חברות), הנדל"ן הבינוי והחקלאות (112-141), והמסחר והשירותים (174-201); ואינו כולל את הענפים חיפוש נפט וגז והשקעה ואחזקות. הנתונים ל-2003 הם עד הרביעי השלישי. להמחשה: שיעור האשראי במדגם זה מהווה כ-15% מסך האשראי למגזר העסקי מכל המקורות. משום כך התמונה המתוארת כאן אינה מתיימרת להציג את המגזר העסקי בשלמותו.

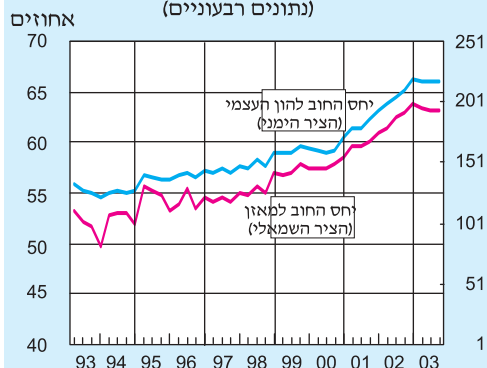
לוח II-ד'1

מדדים לאיתנות הפיננסית של המגזר העסקי ומשקי הבית, 1999 עד 2003 (אחוזים)

הנושא	האינדקס	1999	2000	2001	2002	2003 ¹
א. המגזר העסקי¹						
1. המנוף הפיננסי	החוב ² להון העצמי	163.6	171.9	193.7	219.8	218.2
	החוב למאזן	57.4	58.6	60.9	63.9	63.2
2. הרווחיות	התשואה ³ להון	8.6	4.1	-7.8	-2.9	1.9
3. נטל החוב	החזרי הקרן ⁴ + הריבית ⁵	58.0	68.2	101.6	97.8	83.3
4. הנזילות	ביחס לרווח התפעולי ⁶	129.7	128.2	132.0	126.0	124.3
	יחס הנכסים השוטפים					
	להתחייבויות השוטפות					
ב. משקי הבית						
1. נטל האשראי	האשראי להכנסה הפנויה ⁷	63.3	63.1	67.5	67.6	65.9
2. ההכנסה הפנויה	השינוי הריאלי בהכנסה הפנויה לנפש	0.1	1.5	-0.8	-6.2	0.4

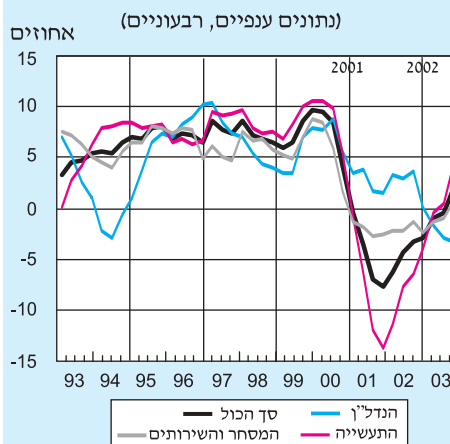
1 במגזר העסקי - נתונים אחרונים לרביע השלישי.
 2 ההתחייבויות ברוטו (ללא ניכוי הנכסים הפיננסיים).
 3 התשואה הריאלית להון על פי הרווח לאחר מס.
 4 החזרי הקרן של ההתחייבויות לתקופה שמעל שנה, בהנחה שההחזר נמשך עשר שנים.
 5 הוצאות המימון נטו.
 6 הרווח התפעולי - המכירות בניכוי עלות המכר (הרווח הגולמי) ובניכוי הוצאות המכירה, ההנהלה וכלליות.
 7 האשראי הבנקאי המקומי לאנשים פרטיים. ההכנסה הפנויה לסך משקי הבית.
 המקור: סעיפים 1-א, 4 - מאגר הדוכס, סעיפים 1-ב, 2 - נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה והפיקוח על הבנקים, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

דיאגרמה II-ד'3
יחס המנוף הפיננסי - המגזר העסקי,
1993 עד 2003
(נתונים רבעוניים)



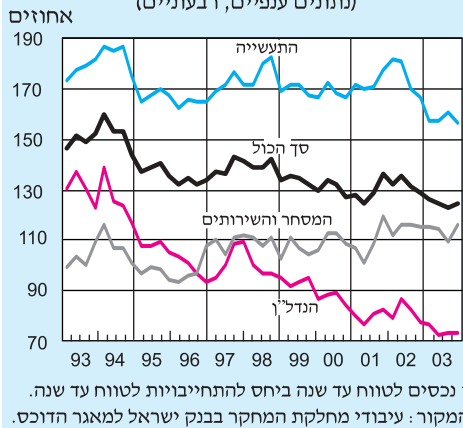
המקור: עיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל למאגר הדוכס.

דיאגרמה II-ד'2
התשואה הריאלית להון - המגזר העסקי,
1993 עד 2003
(נתונים ענפיים, רבעוניים)

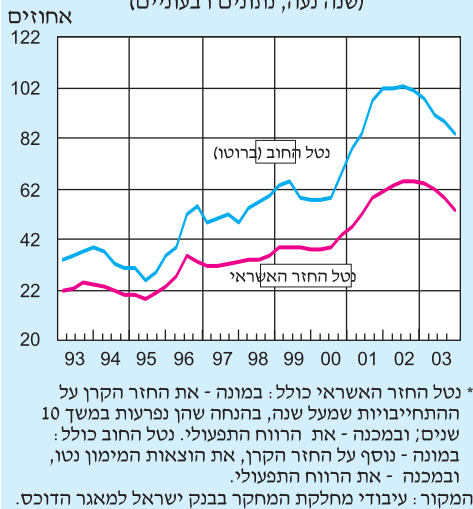


* הרווח הנקי ביחס להון העצמי.
 המקור: עיבודי מחלקת המחקר בבנק ישראל למאגר הדוכס.

דיאגרמה II-ד'4 -
היחס השוטף* - המגזר העסקי,
1993 עד 2003
(נתונים ענפיים, רבעוניים)



דיאגרמה II-ד'5 -
נטל האשראי ונטל החוב* -
המגזר העסקי,
1993 עד 2003
(שנה נעה, נתונים רבעוניים)



גם במשקי הבית נעצרה המגמה השלילית, כפי שהשתקף באינדיקטורים להכנסה הפנויה ולנטל האשראי. אולם הרמה הנמוכה של ההכנסה ונטל האשראי הגבוה ביחס לסוף 2000 מעידים כי כושר הפירעון של משקי הבית לא שב לרמה שלפני השפל.

1. המגזר העסקי

השנה נרשמה צמיחה חיובית של התוצר העסקי, בשיעור של 1.8%, לאחר שיעור צמיחה שלילי של כ-2.7% בכל אחת מהשנים הקודמות. התפתחות חיובית זו התבטאה גם במדדים הפיננסיים מתוך נתוני הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות (לוח II-ד'1 ודיאגרמות II-ד'1 עד II-ד'8).

הרווח הגולמי והרווח התפעולי גדלו השנה לעומת השנתיים הקודמות, והרמה שנרשמה ברביע השלישי הייתה גבוהה אף מזו של השנים 1997-2000 (דיאגרמה II-ד'1), למרות היקפי הפעילות הנמוכים יותר - תוצאה המשקפת תהליכי התייעלות שעברו הפירמות בשנות השפל. רווחיות זו התבטאה גם בתשואה חיובית להון במחצית השנייה של השנה, לראשונה לאחר תשואה שלילית בשנתיים האחרונות (דיאגרמה II-ד'2). יצוין כי תפנית חיובית בתשואה להון נרשמה כבר מתחילת 2002, אך היא נותרה שלילית עד למחצית השנייה של השנה הנסקרת.

מגמת הגידול המהיר של **המנוף הפיננסי**⁵ ששררה מאז תחילת השפל הנוכחי נעצרה השנה, ואף ניכרה בו ירידה קלה (דיאגרמה II-ד'3). תרמו לכך הן גידול ההון העצמי, בעקבות המעבר לרווח חיובי, והן עצירת גידולו של האשראי. עם זאת, רמת המנוף בסוף 2003 הייתה עדיין גבוהה מאוד ביחס לסוף 2000, לפני השפל, שכן המנוף גדל בקצב מואץ ב-2000-2001. התיאוריה ומחקרים אמפיריים שונים⁶ מלמדים שרמת מנוף גבוהה יוצרת פגיעות, בהקשות על יכולת פירעון האשראי בתקופות שפל, והיא אף משמשת אינדיקטור מקדים לאשראי בעייתי במערכת הבנקאות.

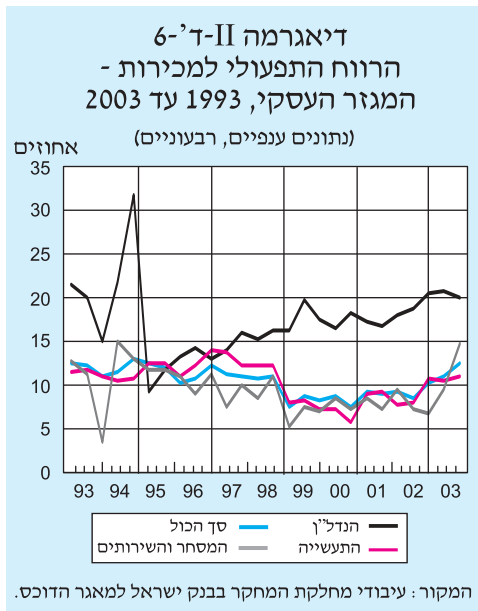
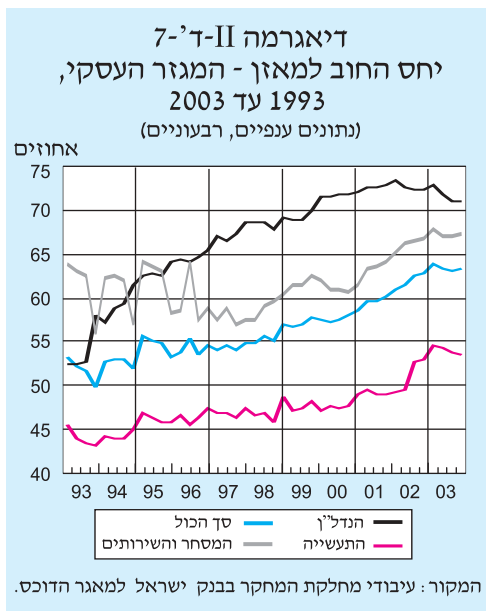
הנזילות במגזר העסקי, כפי שהיא נמדדת על ידי היחס השוטף בין הנכסים להתחייבויות בטווח הקצר, המשיכה לרדת השנה, ועמדה על 1.25 ברביע השלישי השנה, לעומת 1.38 ברביע השלישי של 2001

(דיאגרמה II-ד'4). בהמשך למגמה ששררה בשנות התשעים, של ירידה ביחס זה. ממחקרים אמפיריים⁷ עולה שצירוף של מנוף גבוה ויחס שוטף נמוך הוא סיבה מרכזית

5 המנוף הפיננסי נמדד על ידי יחס ההתחייבויות למאזן ויחס ההתחייבויות להון העצמי.

6 למשל (2003) IMF, "Financial Soundness Indicators-Background Paper".

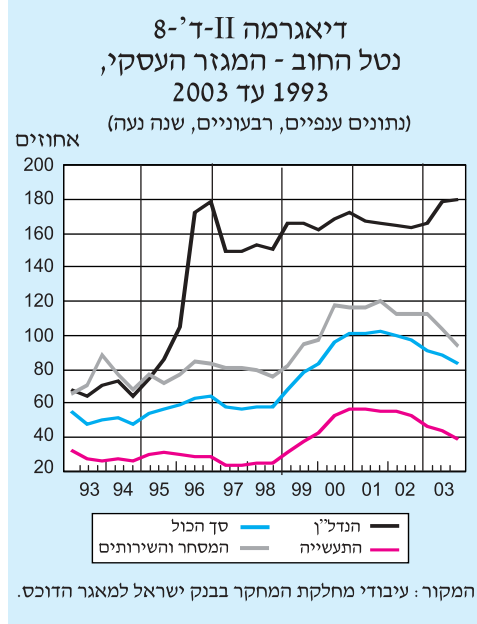
7 למשל Se-Jik Kim and Mark R. Stone (1999), "Corporate Leverage and Output Adjustment in Post-Crisis East Asia," IMF Working Paper No. 99/143; Philip Bunn (2002), "Company-accounts-based modeling of business failures", FSR, Bank of England, pp. 142-150.



לקושי בפירעון אשראי ולהתערערות היציבות הפיננסית. לכן נראה שהיותו של היחס השוטף גדול מאחת, על אף ירידתו במשך העשור האחרון, סייעה ליכולת ההישרדות של המגזר העסקי בשנות השפל הנוכחי.

נטל החוב ירד השנה - לאחר התייצבות אשתקד ועלייה מהירה מאז תחילת השפל הנוכחי, בסוף 2000. לירידתו תרמו ההתאוששות במגזר העסקי (שהתבטאה בגידול הרווח התפעולי), עצירת גידולו של המנוף הפיננסי והירידה של עלויות המימון. עם זאת, נטל החוב נותר ברמה של אמצע 2001, שהיא גבוהה בהשוואה לעשור האחרון. מהשוואת השינויים במדדים בין שלושת הענפים במגזר העסקי מתברר, כי ההתאוששות השנה הייתה בענפי התעשייה והמסחר והשירותים, ולעומתם נמשכה ההרעה בענף הבינוי והנדל"ן, שבו נרשמה השנה אף תשואה שלילית להון, לראשונה זה שנים. תמונה זו באה לידי ביטוי ברווחיות, בתשואה להון, בנטל החוב ובנזילות. (ראו דיאגרמות בפרק זה).

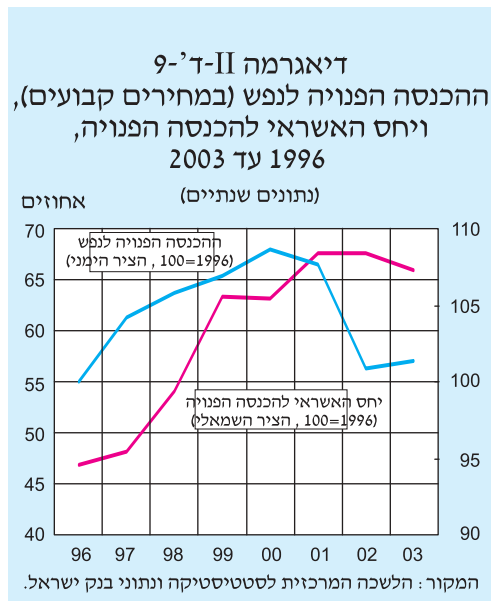
מהשוואה של רמת המדדים בין שלושת הענפים האמורים עולה, כי האיתנות הפיננסית של ענף הבינוי והנדל"ן, הנמצא בשפל מתמשך, היא הנמוכה ביותר. כך, רמת המנוף בענף הנדל"ן גבוהה משמעותית מאשר בענפים האחרים, ובעקבותיה גם נטל החוב (אף ששיעור הרווח התפעולי בנדל"ן גבוה מאשר באחרים); גם נזילות הענף, הנמדדת על ידי היחס השוטף, מצביעה על המשך מגמת הירידה: בשנה הנסקרת הגיע שיעורה לכ-70% בלבד. האיתנות הפיננסית בענף המסחר והשירותים נמוכה אף היא (אף שהיא גבוהה יותר מאשר בענף הנדל"ן). חלקם של שני ענפים אלו בסך האשראי הבנקאי למגזר העסקי הוא 70%.



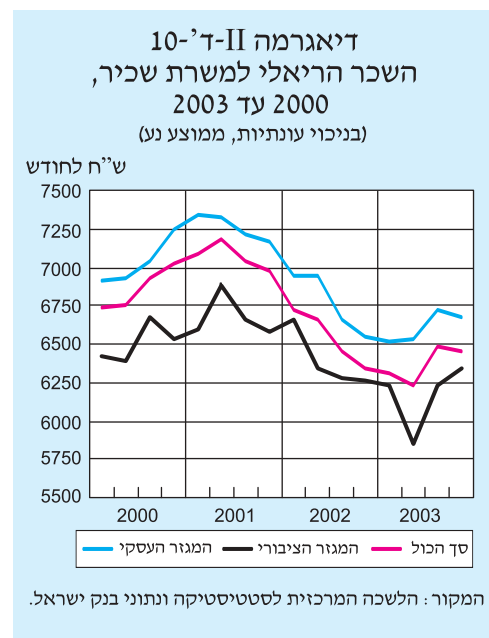
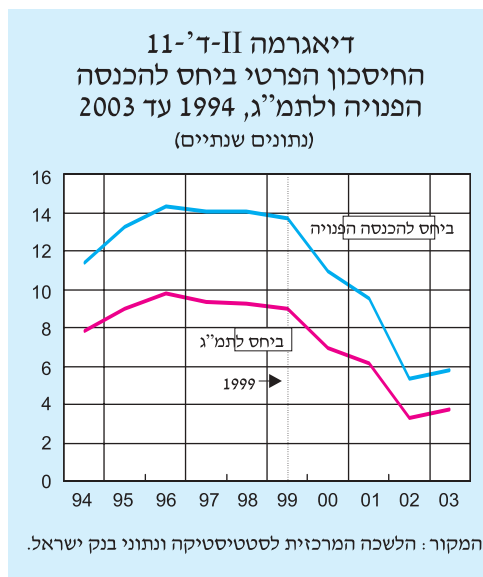
2. משקי הבית

השנה נעצרה הירידה בהכנסה הפנויה לנפש, שהחלה עם תחילת השפל הנוכחי בסוף 2000 (דיאגרמה II-ד'9). תרמו לכך עלייה מסוימת של השכר הריאלי למשרת שכיר, לאחר מגמת ירידה בשנתיים הקודמות (דיאגרמה II-ד'10), וגידול של מספר המועסקים (אמנם תוך גידול של שיעור האבטלה). עם זאת, ההכנסה לנפש נשארה נמוכה מאוד יחסית לסוף 2000.

תמונה זו השפיעה גם על כושר פירעון האשראי של משקי הבית, הנמדד על ידי יחס האשראי למשקי הבית להכנסה הפנויה. (אינדיקטור זה בודק את עומס החזרי הקרן, ללא החזר הריבית). כושר הפירעון השתפר מעט השנה, אך נותר ברמה נמוכה, המתבטאת ביחס גבוה של האשראי להכנסה (דיאגרמה II-ד'9 ולוח II-ד'1).



התייצבות ההכנסה הפנויה לנפש והשיפור הקל בנטל האשראי השפיעו לטובה על הצריכה הפרטית; זו גדלה השנה מעט, לאחר התייצבות בשנתיים האחרונות, ובכך תרמה לשיפור מסוים בפעילות המגזר העסקי. נוסף על כך לווה גידול הצריכה בעצירה של מגמת הירידה בשיעור החיסכון (דיאגרמה II-ד'11).



ה. החוסן הפיננסי של המשק מול חוץ לארץ

בשנת 2003, בניגוד לשנת 2002, חל שיפור בחוסן הפיננסי של ישראל מול חו"ל, כפי שמשקף הן במדדים לחוב החיצוני של המשק (הצד ה"אובייקטיבי") והן באינדיקטורים לתפיסת הסיכון של המשק בעיני תושבי חוץ (הצד ה"סובייקטיבי") – דירוג האשראי של המשק, שמפרסמות חברות דירוג זרות, ופרמיית הסיכון של ישראל, הנמדדת בשווקים.

לוח II-ה' 1

מאפייני החוב החיצוני של המשק הישראלי, 1999 עד 2003

2003	2002	2001	2000	1999	
					היתרות (מיליארדי דולרים)
70.7	67.4	64.8	64.0	62.4	1. סך החוב החיצוני ברוטו של המשק
77.8	70.3	65.3	60.9	55.1	2. נכסי המשק בחו"ל (מכשירי חוב)
-7.1	-2.9	-0.5	3.2	7.2	3. החוב החיצוני נטו (1-2)
					יחס החוב לתמ"ג (אחוזים)
63	65	60	55	60	4. יחס החוב החיצוני ברוטו לתמ"ג
-6	-3	0	3	7	5. יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג
					החלוקה לטווחי זמן (אחוזים)
41	44	43	43	42	6. משקל החוב לזמן קצר מסך החוב החיצוני ברוטו
201	184	187	187	185	7. היחס בין הנכסים לזמן קצר לחוב החיצוני לזמן קצר
89	79	83	85	86	8. יחס הרזרבות לחוב החיצוני לזמן קצר

המקור: המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

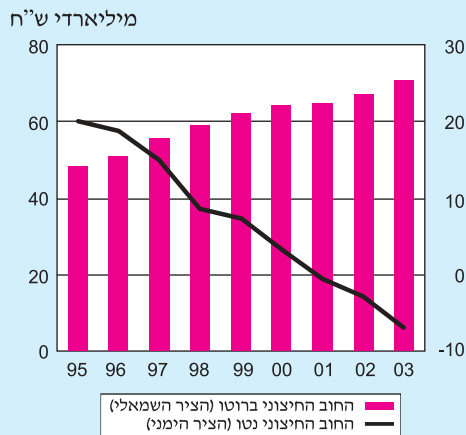
1. החוב החיצוני של המשק

החוב החיצוני של המשק הישראלי הוא רכיב חשוב בבחינה אובייקטיבית של מידת חוסנו של המשק מול חו"ל. כל מדדי החוב, המלמדים על מאפייניו – כגון היקף ההתחייבויות והנכסים, גודלם ביחס לתמ"ג, ומשקל החוב והנכסים לטווח קצר – מצביעים על שיפור בחוסן הפיננסי של המשק השנה: רמת החשיפה של המשק כלפי חו"ל ותלותו במקורות חיצוניים פחתו, וגברה יכולתו לעמוד בהתחייבויותיו, לגייס חוב נוסף ולמחזר את החוב הקיים.

בשנת 2003 המשיך **החוב החיצוני ברוטו** של המשק לגדול והגיע ל-70.7 מיליארדי דולרים. כמו כן נמשך בשנה זו גידול היקפם של הנכסים הזרים שמחזיק המשק, עד לרמה של 77.8 מיליארדי דולרים, ומכאן שהחוב החיצוני נטו (ההתחייבויות בניכוי הנכסים) הגיע השנה ל-7.1 מיליארדי דולרים (דיאגרמה II-ה' 1). תוצאות אלו הן המשך למגמה החיובית של הקטנת החוב החיצוני נטו של המשק, שהחלה בשנות התשעים, ובשנתיים האחרונות הוא הפך לשלילי; משמע שהמשק מלווה נטו לחו"ל.

יחס החוב החיצוני ברוטו לתמ"ג ירד השנה ל-63% (בעיקר בהשפעת ייסוף השקל), ובכך שיקף שינוי כיוון חיובי לעומת השנתיים הקודמות, שבהן עלה יחס זה ב-10 נקודות אחוז, עד ל-65% בסוף 2002. ביחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג נמשכה מגמת הירידה, והוא הגיע ל-6%. נתונים אלו מצביעים על שיפור בנטל החוב של המשק, שרמתו (יחס החוב

דיאגרמה II-ה' 1-
החוב החיצוני (ברוטו ונטו) של
המשק הישראלי, 1995 עד 2003



המקור: המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, בנק ישראל.

ברוטו (לתוצר) נמוכה בהשוואה בין-לאומית, ומה גם שחלק משמעותי מהחוב (כ-20%) הוא בערבות ממשלת ארה"ב.

השנה נרשם שיפור גם במשקל החוב לזמן קצר בסך החוב החיצוני ברוטו. משקל זה ירד ל-41%, לאחר עלייה רצופה מ-42% בשנת 1999 עד ל-44% בשנת 2002. ירידה זו משקפת מעבר למבנה התחייבויות ארוך טווח יותר, שהוא יציב יותר ומעיד על יכולת מימון טובה.

גם ברמת הנזילות של המשק במט"ח חל בשנת 2003 שיפור משמעותי. יחס הכיסוי, הנמדד כיחס בין הנכסים הזרים לזמן קצר שבידי המשק לבין החוב החיצוני לזמן קצר, עלה והגיע ל-201% - הרמה הגבוהה ביותר בשנים האחרונות, לעומת 184% בשנת 2002. ו-187% בשנים 2002 ו-2001 (דיאגרמה II-ה' 2). גם יחס רוזרבות המט"ח של הבנק המרכזי לחוב לזמן קצר עלה בשנה הנסקרת עלייה תלולה, ל-89%, בניגוד למגמת ירידתו בשנים האחרונות - עד ל-79% ב-2002.

2. דירוג האשראי של ישראל

מבין דירוגי החוב השונים שמפרסמות חברות הדירוג הבין-לאומיות, דירוג האשראי של ישראל במט"ח לטווח ארוך מבטא בצורה הטובה ביותר את מידת חוסנו של המשק הישראלי מול חו"ל בעיני חברות הדירוג. בשנת 2003 נותר דירוג האשראי של ישראל ברמה של שלוש השנים הקודמות: A- לפי החברות S&P ו-Fitch ו-A2 לפי Moody's. עם זאת, לעומת שנת 2002, שבה ניכר חשש ממשי מפני הורדת דירוג האשראי החיצוני של ישראל בגלל המצב הכלכלי והביטחוני הקשה, הרי בשנת 2003 חשש זה פחת במידה ניכרת. בדצמבר 2003 העלתה חברת Fitch את התחזית לדירוג האשראי מ"שלילי" ל"יציב", Moody's הותירה את תחזית הדירוג "יציב", אך תחזית הדירוג של חברת S&P נותרה עדיין "שלילי".

לוח II-ה' 2

דירוג האשראי החיצוני של ישראל, 1999 עד 2003

2003	2002	2001	2000	1999		
A-	² A-	A-	A-	A-	הדירוג	S&P
שלילי	שלילי (APR)	יציב	יציב	יציב	התחזית	
A2	A2	A2	² A2	A3	הדירוג	Moody's
יציב	יציב	² (FEB) יציב	חיובי ² (FEB)	יציב	התחזית	
A-	A-	A-	A-	A-	הדירוג	Fitch
² (DEC) יציב	שלילי	² (OCT) שלילי	יציב	יציב	התחזית	

1 שינוי בדירוג.

2 שינוי בתחזית לדירוג.

המקור: אתרי האינטרנט של חברות הדירוג, וההודעות לעיתונות שפורסמו על ידן.

בשנת 2003 ראו חברות הדירוג שיפור בסיכון של המשק הישראלי, למרות ההרעה שנמשכה מהשנתיים הקודמות בנתוני החוב הממשלתי והמשך הגידול של גירעון הממשלה. שיפור זה נבע, לדעתן של חברות הדירוג, מכמה סיבות מצטברות:

- החוב החיצוני של הממשלה ביחס לתמ"ג כמעט לא השתנה, ונשאר על רמה נמוכה יחסית (כ-26 אחוזי תוצר). כמחציתו בערבות ממשלת ארה"ב; יתרות המט"ח של בנק ישראל עלו לרמת שיא (25.8 מיליארדי דולרים), ובמדדי החוב החיצוני של המשק כולו נרשם כאמור, שיפור השנה. כמו כן ראו חברות הדירוג בצעדי המדיניות הפיסקלית של הממשלה במהלך שנת 2003 צעדים חיוביים שיסייעו בצמצום הגירעון והחוב הממשלתי - שני פרמטרים חשובים מאוד בקביעת הדירוג - כבר החל במחצית השנייה של שנת 2003.

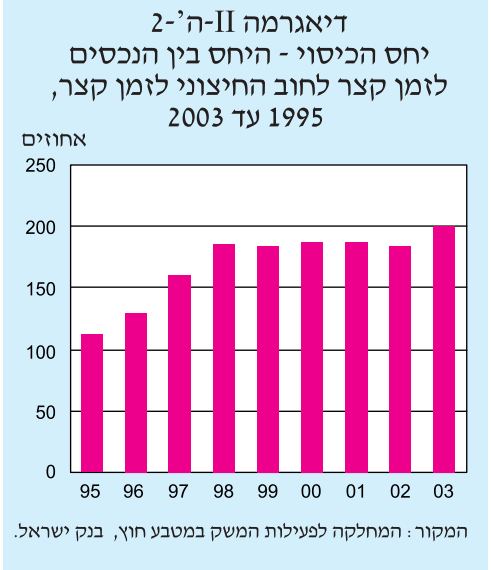
- השיפור בתנאים החיצוניים, ובייחוד סיום המלחמה בעיראק וקבלת הערבויות האמריקאיות לאחר מכן, תרמו להפחתת הסיכון של המשק הישראלי בשווקים. אלו, בצירוף הסימנים להתחדשות הצמיחה במשק, שלוו בהתרחבות היצוא ובזרימה גוברת של השקעות זרות למשק, אותתו על מגמה חיובית.

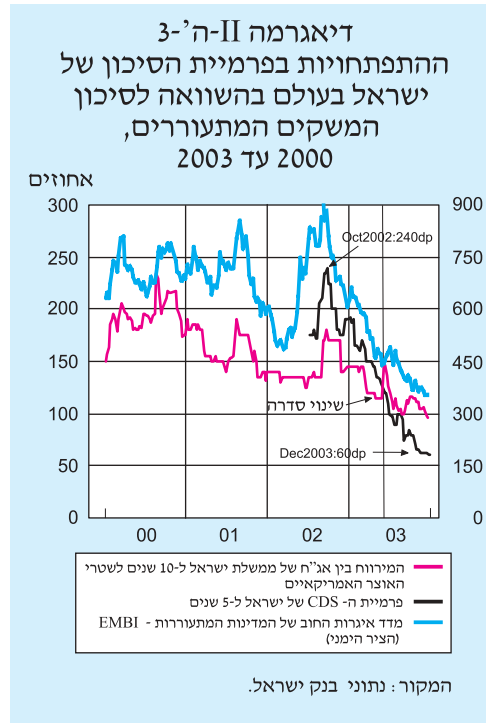
- חברות הדירוג ממשיכות לציין את התמיכה הרחבה בישראל מצד יהודים ברחבי העולם וכן את התמיכה הכלכלית, המדינית והצבאית החזקה של ארה"ב, כאחת מנקודות העוצמה של ישראל. כנגד זאת הן רואות ברגישות המשק לתנודות בענפי הטכנולוגיה העילית בעולם ובעימות עם הפלסטינים גורמי סיכון המאיימים על חוסנו ויציבותו של המשק הישראלי.

3. פרמיית הסיכון של ישראל

פרמיית הסיכון של מדינת ישראל נמדדת כמירווח התשואות (spread) בין איגרות החוב שלה לבין שטרי-אוצר אמריקאיים (Treasury's) בעלי מאפיינים דומים. (תשואתם נתפסת כקירוב לתשואה חסרת סיכון). בניגוד לדירוג האשראי, פרמיית הסיכון של מדינת ישראל משתנה כל הזמן, משום שהיא מגיבה מהר על אירועים ושינויים, המתרחשים בכל עת - ולכן משקפת את סיכון המדינה כפי שהוא נתפס בשווקים. מכאן שפרמיית הסיכון מספקת מידע מהיר ועדכני על סיכון מדינת ישראל בעיני תושבי חוץ - יותר מדירוג האשראי. עם זאת, מידע זה הוא גם תנודתי יותר, ולכן, כדי לקבל תמונה יציבה של מידת הסיכון של ישראל בעיני תושבי חוץ יש לבחון את השינויים בפרמיה לאורך זמן. מאחר שאיגרות החוב של ממשלת ישראל בחו"ל מאופיינות בסחירות נמוכה, אנו בודקים, נוסף על מירווח התשואות, גם את **פרמיית ה-cds** (הנמדדת כמירווח שלהן מעל לזה של עסקות ההחלף), שהיא הפרמיה התקופתית שמשלמים משקיעים תמורת ביטוח האג"ח של ממשלת ישראל על ידי מוסדות פיננסיים גדולים בעולם.

החל מסוף שנת 2002, עם סימני השיפור בכלכלה העולמית, ירדו התשואות ורמות הסיכון בשווקים בעולם. על רקע זה ירד גם סיכון המדינות המתעוררות, כפי שמשתקף במדד EMBI+ (Emerging Markets Bonds Index) בדיאגרמה II-ה'3, מדד האג"ח של המדינות המתעוררות, שמפרסם J.P. Morgan.





בשנת 2003, במקביל לירידה בסיכון המדינות המתעוררות, נרשמה ירידה משמעותית יותר בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל (דיאגרמה II-ה' 3-): פרמיית ה-cds של ישראל ירדה מ-240 נקודות בסיס באוקטובר 2002 לרמה נמוכה של 60 נקודות בסיס בדצמבר 2003, ירידה של כמעט 200 (!) נקודות בסיס, והמירווח על אג"ח ממשלת ישראל ל-10 שנים ירד מ-180 נקודות בסיס בסוף 2002 ל-95 נקודות בסיס בדצמבר 2003.

הירידה התלולה יותר בפרמיית הסיכון של ישראל בהשוואה למדינות מתעוררות, מצביעה אפוא על שיפור מהותי בתפיסת הסיכון של ישראל בעיני תושבי חוץ. ירידה זו אף הביאה את הסיכון בסוף 2003 לרמה נמוכה יחסית לשנים קודמות, המעידה על שיפור בחוסן הפיננסי של מדינת ישראל בשווקים העולמיים.