

חלק III - היציבות הפיננסית מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ

ההתפתחויות בפעילות המשק מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ בשנת 2004 ביטאו שיפור ביציבות הפיננסית (להלן: י"פ), הן הודות לשיפור הסביבה הפיננסית, שבה פעל המשק, והן הודות לשיפור מסוים בעמידתו הפיננסית. ניתוח י"פ מתבסס על ניטור מדדים ועל ניתוח אירועים ותהליכים בארץ ובעולם, שלהם פוטנציאל השפעה על הי"פ במשק.

התנאים הפיננסיים, שבהם פעל המשק במהלך שנת 2004, היו נוחים מאלו שבהם פעל בשנת 2003: המדדים הראו שתנאי הרקע ליציבות הפיננסית בעולם ובארץ השתפרו, ותמכו בה בעיקר בשל הצמיחה בעולם ובארץ. פוטנציאל ערעור היציבות, שנבע מתהליך צמצום פער הריביות, לא התממש. סביבת המימון החיצונית הייתה נוחה הודות לנכונות הגבוהה של המשקיעים הבין-לאומיים להשקיע והודות לעלויות המימון הנמוכות בהון ובחוב. המשק פעל בסביבה של תשואות וסיכונים נמוכים ביחס לעבר, שתרמו לפעילות הכלכלית. המסחר בשוק שקל-מטבע חוץ נותר בהיקף גבוה ואופיין בהטרוגניות. התחזקות אמינות המדיניות המוניטארית והפיסקאלית תרמה להשגת יציבות זו. בשנת 2004 לא ניכרו איתותים להתפתחות תהליכי ערעור היציבות הפיננסית, או לחצים פיננסיים בפעילות של המגזרים השונים, או באפיקי הפעילות השונים. ככלל, השינויים במדדי היציבות היו קטנים לעומת השנה הקודמת, והשינויים במהלך השנה היו מתונים לעומת השנים 2002 ו-2003.

מניתוח עמידות המשק מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ, הנובעת ממאזניו ומהרכבם¹, עולה שהעמידות הפיננסית של המשק בשנת 2004 השתפרה, אך נרשמו בה התפתחויות מנוגדות. מחד גיסא, בפעילות המשק במטבע חוץ נרשם שיפור ניכר בזכות סגירת חשיפת הסקטור העסקי לשינויים בשער החליפין. בנוסף לכך, בצד ההתחייבויות נטו לחוץ לארץ גברה עמידות המשק בזכות צמצום יחסי של התחייבויות אלה בהיקפן ובזכות שיפור ביחסים, המבטאים את סיכוני הנזילות של המשק בטווח הקצר. המשך במגמה של גידול נכסי החוב החיצוני נטו משפרת את מעמד המשק בעיני המשקיעים הזרים, אך חושפת אותו לסיכוני ההשקעה בחוץ לארץ. מאידך גיסא, הרעה נרשמה בעמידות המשק בצד התחייבויותיו ונכסיו ברוטו בשל גידולם, והרעה בהרכב צד הנכסים. כמו כן, משקי הבית, המחזיקים עודף נכסים ניכר במטבע חוץ, חשופים במידה רבה לייסוף השקל; הפוזיציה השקלית הקצרה של תושבי החוץ שבה וגדלה, לאחר שנסגרה במהלך השנה.

מספר התפתחויות במהלך 2004 היו בעלות השלכות מהותיות על הי"פ: בהמשך לרביע האחרון של 2003 ובמהלך הרביע הראשון ניכרה פעילות רבה של משקי הבית בהתאמת תיק נכסיהם לשינויים בתשואות היחסיות מול חוץ לארץ. פעילות זו נבלמה מכוחות השוק. הי"פ רגישה לפעילות משקי הבית, בין היתר, בשל

1 גישת הניתוח בחלק היציבות הפיננסית אינה נותנת ביטוי לתרומה הרבה ליציבות הפיננסית הנובעת מפזיור השקעות: כך, תושבי חוץ המשקיעים במשק נוטלים חלק בסיכון ההשקעה של המשק, והשקעות תושב ישראל בחוץ לארץ מצמצמות את סיכון ההשקעה של תושבי ישראל באמצעות השקעה בנכסים שאינם קשורים למשק.

פוטנציאל לדפוס התנהגות "עדריים". פעילות ניכרת של מגזר תושבי החוץ נצפתה בשתי תקופות: בחודשים אפריל עד יוני 2004 וספטמבר עד דצמבר 2004. בתקופה הראשונה ניתן היה להבחין בתנועות יוצאות של משקיעים זרים בהתאמה לתקופה של יציאת הון ממשקים מתעוררים וצמצום בפוזיציות ספקולטיביות קצרות-טווח במשקים אלו. בתקופה השנייה ניתן היה להבחין בהתגברות תנועות הון נכנסות של תושבי החוץ, על רקע מגמות דומות במשקים אחרים בעולם. ההטרוגניות בפעילות תושבי החוץ במניות ובנגזרים הייתה יציבה במרבית השנה, אך פחתה בשתי תקופות אלו. הגברת ההטרוגניות והפיזור בפעילותם תתרום לחיזוק הי"פ. הי"פ רגישה להתנהגות תושבי החוץ בשל עוצמתם הפיננסית, ומאחר שלעיתים התנהגותם מושפעת ממגמות עולמיות.

מגמות פיננסיות עולמיות השפיעו גם השנה על המשק הישראלי: התנודתיות של נכסים פיננסיים בעולם ירדה, ומירווחי האשראי הצטמצמו. תופעות דומות נרשמו גם בישראל. סטיית התקן הגלומה באופציות (סטיית התקן הגלומה) על שער החליפין שקל-דולר ירדה לרמת שפל היסטורי, אך היא נמוכה בשיעור ניכר מסטיית התקן הגלומה של מטבעות אחרים; מגמת התפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר הושפעה ממגמת היחלשות הדולר בעולם; היקפי המרות מטבע החוץ שנרשמו השנה במשק נמוכים משיאם. אולם ככלל, גידול היקפי המסחר במטבע חוץ בשנים האחרונות והתמתנותו השנה תואמים למגמות דומות בשוקי המטבעות בעולם.

מספר תהליכים ארוכי טווח, שקיבלו ביטוי גם השנה, מחזקים את הי"פ במשק: צמצום מעורבות הסקטור הציבור בפעילות הכלכלית והפיננסית, התגברות פעילותם של תושבי החוץ במשק, פיתוח שוק שקל-מטבע חוץ ושיכלולו ובכללם גידול נפחי המסחר בשנים האחרונות.

עם זאת, בסוף התקופה ניצב המשק מול חוסר איזונים גלובליים בעולם וסביבת ריביות נמוכה במשק. חוסר האיזונים הגלובליים, הנובע בעיקר מהקשיים בכלכלת ארצות הברית, תרם לי"פ בתהליך הפחתת הריבית במשק, אך הוא טומן בחובו פוטנציאל לזעזועים אקסוגניים שונים, במידה שחוסר האיזונים לא יוסדר במהלך מבוקר והדרגתי. רמת הריביות הנמוכה שבה מצוי המשק היא בבחינת סביבה פיננסית לא מוכרת, המגבירה את רגישות המשק לזעזועים. אך השיפור בעמידות הפיננסית של המשק בשנים האחרונות ורמת הסיכונים הנמוכה המאפיינת אותו אינם מחייבים שמירה על רמת ריבית גבוהה מזו הנדרשת משיקולים של מדיניות מוניטרית.

1. מבוא

מידת היציבות הפיננסית (financial stability) מבטאת את כושרה של המערכת הפיננסית - הכוללת את השווקים, המתווכים והשחקנים המרכזיים - לבצע תיווך פיננסי ביעילות וברציפות ואת עמידותה בפני זעזועים פיננסיים ואחרים. מצב של יציבות פיננסית מוגדר לרוב כהסתברות נמוכה להתרחשות משבר פיננסי - כלומר פגיעה מהותית בתפקודם של השווקים הפיננסיים. הפגיעה עלולה לחול, למשל, בתחומי הקצאת האשראי, בתחום תמחור

פרק זה מתמקד ביציבות
הפיננסית הקשורה
במישרין לפעילות המשק
מול חוץ לארץ ובמטבע
חוץ, וביציבותו של שוק
השקל-מטבע חוץ.

הנכסים הפיננסיים, או בקריסת מערכות התשלומים והסליקה². הליברליזציה במטבע חוץ והשתלבות המשק בעולם בזכות תהליכי הגלובליזציה תרמו אמנם תרומה רבה למשק הישראלי, אך במקביל הגדילו את חשיפתו לסיכונים פיננסיים חדשים. רגישות המשק לסיכונים מושפעת ממספר מאפיינים: מהיותו משק קטן, פתוח בתחום הריאלי והפיננסי ומוטה טכנולוגיה; מהיותו משק מתפתח המצוי בעיצומן של רפורמות בשווקים הפיננסיים; מאי-היציבות הגיאוגרפית-פוליטית בהשוואה למדינות אחרות. מכאן נובעת חשיבותה המיוחדת של היציבות הפיננסית בתחום הקשור במישרין לפעילות המשק מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ, וליציבותו של שוק שקל-מטבע חוץ, שבניתוחו מתמקד חלק זה. מטרת הניתוח היא זיהוי תהליכים של ערעור היציבות הפיננסית - תהליכים העלולים להוביל לשיבושים בשוק שקל-מטבע חוץ עד לכדי משבר פיננסי.

מסגרת הניתוח³ היא כדלקמן:

- בחלק 2 מנותחת הסביבה הפיננסית בשנת 2004 באמצעות מדדים במספר תחומים, העשויים להשפיע על העמידות הפיננסית של המשק בטווח הארוך: בתחום הפעילות הריאלית בארץ ובחוץ לארץ, בהתפתחויות פיננסיות מרכזיות בעולם, בהתפתחויות בתשואה ובסיכון היחסיים של המשק ובהתפתחויות בשכלול המבני של השוק שקל-מטבע חוץ. בנוסף לכך נבחנים מדדים נבחרים, העשויים להעיד על האצת תהליכים פיננסיים חריגים בטווח המיידי.
- בחלק 3 מוערכת באמצעות מדדים העמידות הפיננסית של המשק, הנגזרת מגודלם היחסי של נכסיו והתחייבויותיו במטבע חוץ ומחשיפת המגזרים השונים לשינויים בשער החליפין.
- בחלק 4 מתוארים אירועים פיננסיים בולטים בארץ ובעולם ב-2004 ותהליכים ארוכי טווח. כמו כן מובא דיון בהשלכותיהם על היציבות הפיננסית.
- בחלק 5 מוצגת סקירה קצרה של האיומים המרכזיים על הי"פ בתקופה הקרובה.
- בנספח 1 מוצגת בהרחבה גישת ניתוח מצב היציבות הפיננסית המיושמת בפרק.
- בנספח 2 מוצג לוח מדדים רחב המשמש לניטור הי"פ. לוח המדדים בנוי על עקרונות גישת הניתוח המוצגת בנספח 1. הלוח מציג בתדירות רבעונית את מצב הי"פ במהלך 2004 עד סופה, מגמות במדדים השונים ואת מידת התנודתיות שלהם.

2. מדדים להתפתחויות בסביבה הפיננסית בשנת 2004

מניתוח המדדים עולה, כי הסביבה הפיננסית שבה פעל המשק בשנת 2004, תמכה ביציבות הפיננסית יותר מזו שאפיינה את שנת 2003: הפעילות הריאלית התרחבה, פוטנציאל ערעור היציבות, שנבע מתהליך צמצום פער הריביות, לא התממש וסביבת המימון החיצונית הייתה נוחה. לדוגמה, נכונות המשקיעים הבין-לאומיים להשקיע הייתה גבוהה, ועלויות המימון בהון ובחוב היו נמוכות. סיכוני שער החליפין היו ברמה נמוכה, והמסחר בשוק שקל-מטבע חוץ היה בהיקף גבוה והטרונגי.

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

3 שיטת הניתוח המוצגת בחלק זה גובשה במחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ בבנק ישראל ומתבססת בחלקה על העבודה: "יציבות פיננסית: מושגים, מסגרת ניתוח ותפקיד הרשויות" של חיים י', שנער נ', שרייבר ב', סוגיות במטבע חוץ 5/03 (דצמבר 2003). נספח 1 מרחיב על גישת הניתוח.

א. תנאי הרקע

תנאי הרקע ליציבות הפיננסית בארץ ובעולם השתפרו בשנת 2004 ותמכו בה על אף החשש מחוסר האיזונים הגלובליים.

בעולם נמשכה התרחבות התוצר בקצב מהיר, והסחר העולמי גבר. השווקים הפיננסיים העולמיים התאפיינו בנזילות רבה, בריביות ובתשואות נמוכות יחסית. גורמים אלה יחדיו דחפו משקיעים בין-לאומיים למדיניות של "חיפוש תשואה", אף ברמת סיכון השקעה גבוהה יותר. היקפי תנועות ההון למשקים מתעוררים אף עלו השנה על אלו, שנרשמו קודם לשורת המשברים הפיננסיים במשקים מתעוררים בדרום-מזרח אסיה בשלהי שנות התשעים. הביקוש הגובר להשקעות יחד עם שיפור מהותי בביצועים של המשקים המתעוררים והפירמות לוו בירידה בתנודתיות בשווקים ובצמצום בפרמיית הסיכון, שנדרשה על ההשקעות. ביטוי לכך ניתן במדדי "שנאת הסיכון" של המשקיעים הבין-לאומיים, שהגיעו לרמה נמוכה, בצמצום מירוחי האשראי במשקים מתעוררים ובתנודתיות נמוכה יחסית של מחירי הנכסים הפיננסיים השונים. ריבוי המקורות להשקעה וירידת מחיר הסיכון במניות ובחוב היוו סביבת מימון חיצונית נוחה למשק. יציבות השווקים הופרעה לעיתים בשל שינויים בהערכות מצבו הכלכלי של המשק האמריקאי ומדיניותו. במהלך השנה פוחת הדולר האמריקאי. התנודתיות בין המטבעות העיקריים גברה, אך הצטמצמה בסוף השנה⁴.

בישראל הצמיחה גברה, העודף בחשבון השוטף גדל, הגירעון בתקציב הממשלה הצטמצם, ושיעור החוב הציבורי מהתמ"ג התייצב. שני האחרונים תרמו לחיזוק האמינות של המדיניות הפיסקאלית.

הרווחיות והאיתנות הפיננסית של הפירמות במשק נותרו ברמה גבוהה יחסית. קבוצת מדדים⁵ נפרדת, המתמקדת בסקטור העסקי, מראה שיפור ניכר ביציבותו הפיננסית במהלך 2004. לדוגמה, שיפור ניכר במדד הסיכון המשולב⁶ בשנת 2004, וירידה בשיעור החברות עם הסתברות גבוהה לפשיטת רגל. עם זאת, חברות ועסקים רבים בישראל עדיין מדורגים ברמות סיכון גבוהות. שיפור נרשם גם במדדי המינוף הפיננסי (חוב להון עצמי). המהווה אינדיקציה לאיתנות הפיננסית של הפירמה, ובנזילות הפירמות (יחס מהיר). בנוסף, מסתמן המשך שיפור ביציבות הפיננסית של המגזר הבנקאי.

ב. התפתחויות בתשואות ובסיכונים

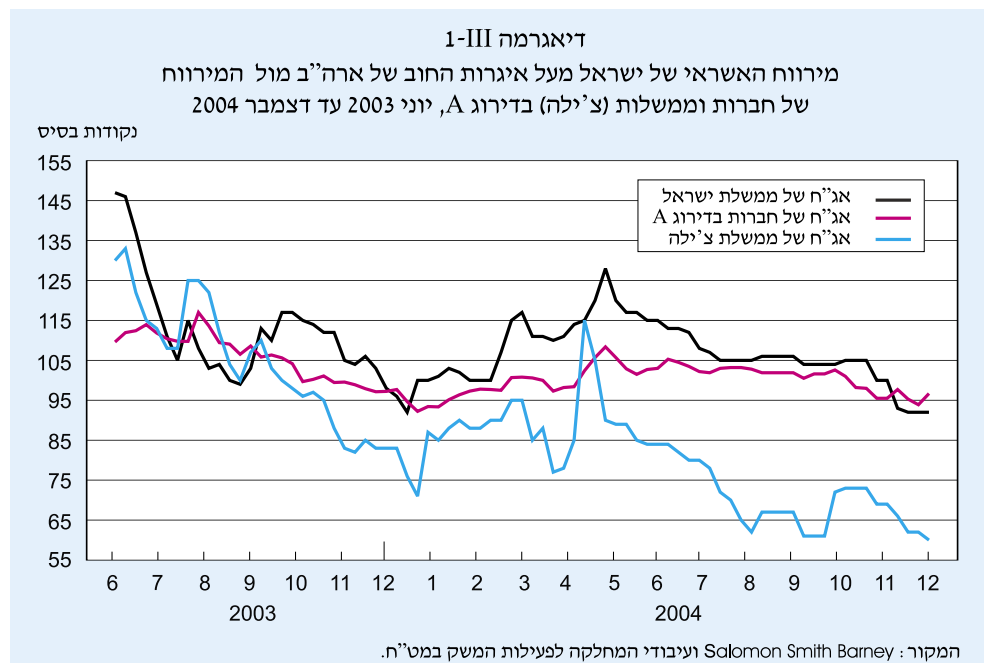
שנת 2004 בלטה בירידה ניכרת בפער התשואות הקצר שבין השקל למטבע חוץ⁷, ובירידה ניכרת בתנודתיות השווקים והמכשירים הפיננסיים בהשפעת התפתחויות דומות בעולם. המשק פעל בסביבה של תשואות וסיכונים נמוכים ביחס לעבר, ואלה תרמו לפעילות הכלכלית בו. כתוצאה מהפחתת ריבית בנק ישראל ועליית ריבית ה-FED פערי הריביות והתשואות מול חוץ לארץ לטווח קצר המשיכו להצטמצם. אך לעומתם פער התשואות

השווקים הפיננסיים בעולם התאפיינו בנזילות רבה, בריביות ובתשואות נמוכות יחסית, אשר יחדיו דחפו משקיעים בין-לאומיים למדיניות של חיפוש תשואה, אף ברמת סיכון גבוהה.

- 4 בחלק 4 מוצג דיון בחוסר האיזונים הגלובליים והשלכותיהם על הי"פ במשק.
- 5 מקור: עיבודי הדוחות הכספיים של חברות ישראליות על ידי מחלקת פעילות המשק במטבע חוץ.
- 6 מדד למצב המשק, הנקבע על פי ניתוח הסיכון העסקי של אלפי חברות ועסקים בישראל, בהתייחס למכלול נרחב של פרמטרים וקריטריונים איכותיים וכמותיים, ביניהם הכנסות, ותק, חוות דעת ספקים, מוסר תשלומים, מגמת רווחיות, היסטוריית בעלים ועוד.
- 7 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. האחרונות נחשבות כאינדיקטוריות יותר לגבי הערכות השווקים הפיננסיים, למשל לגבי האינפלציה הצפויה.

בשנת 2004 המשק פעל
בסביבה של תשואות
וסיכונים נמוכים ביחס
לעבר, שתרמו לפעילות
הכלכלית.

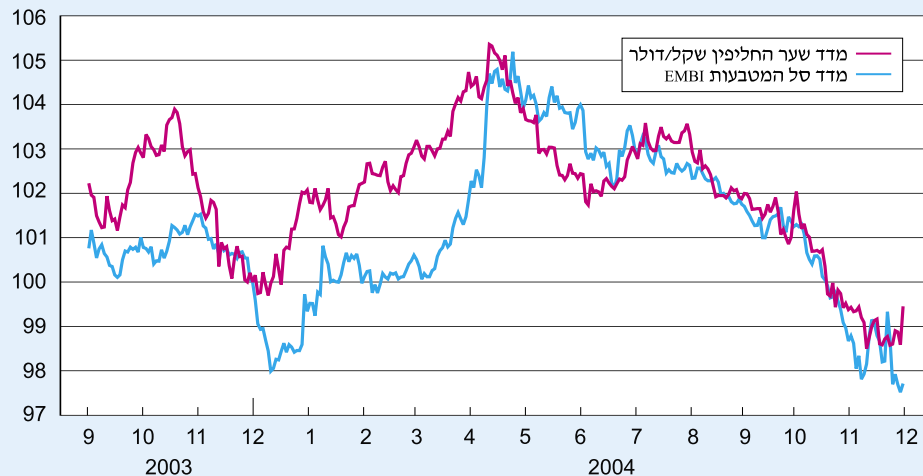
לטווח הארוך לא הצטמצם (הריבית ארוכת הטווח במשק אף עלתה במהלך השנה ושבה וירדה בסופה). הצמצום הניכר בפער הריביות לא גרר תגובות חדות בתנועות ההון הקצרות, מאחר שבוצע בהדרגה ובשקיפות. צמצום זה הקביל לירידה ברמת הסיכונים של המשק, לירידה בסיכון שער החליפין ולעלייה בסיכון המשק האמריקאי. דירוג הסיכון של המשק ופרמיית הסיכון שלו נותרו ברמה נמוכה דומה לסוף 2003. עם זאת סיכון המדינה היחסי הורע במקצת, כשמשקים מתעוררים אחרים רבים נהנו מהעלאת דירוג האשראי (ראה דיון בתיבה 1). ביטוי לכך ניתן בצמצום בשיעור קטן יותר של מירווחי האשראי של המשק ביחס למשקים מתעוררים אחרים וביחס לאיגרות חוב בדירוג דומה (ראה דיאגרמה 1). בנוסף, השקל התחזק ביחס לדולר במידה פחותה מאשר מטבעות של משקים מתעוררים אחרים (ראה דיאגרמה 2). בשונה מסיכון המדינה (מירווח האשראי), סיכון שער החליפין (התנודתיות), אשר כבר במהלך שנת 2003 ירד לרמה היסטורית נמוכה, הוסיף לרדת. מגמתו במהלך השנה תאמה להתפתחויות בתנודתיות שוקי המטבע בעולם⁸. ברביע האחרון של השנה שבו ועלו מעט סיכון שער החליפין של השקל מול הדולר ושל שערי חליפין אחרים בעולם. בסוף 2004 היחס שבין התשואה היחסית של המשק לטווח ארוך לבין סיכון המדינה נותר ברמה דומה לאשתקד, אך היחס שבין התשואה היחסית של המשק לטווח קצר לבין סיכון המטבע ירד בשיעור ניכר.



8 ראה הרחבה בפרק 4 על ירידת התנודתיות בעולם.

דיאגרמה 2-III

השינויים במדדי שער החליפין שקל/דולר מול שער החליפין של המשקים
המתעוררים (סל מדינות מדד EMBI) / דולר
ספטמבר 2003 עד דצמבר 2004
(100=31.12.03)



המקור: עיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

תיבה III-1: הגורמים המשפיעים על פרמיית הסיכון של ישראל

תפישת הסיכון של תושבי חוץ כלפי המשק הישראלי נמדדת, בין השאר, באמצעות המירווח שבין התשואות על איגרות חוב של ממשלת ישראל לאיגרות חוב חסרות סיכון של ממשלת ארצות הברית. מירווח זה מהווה את אחד המדדים לבחינת הסיכון הישראלי בעיני תושבי חוץ ומשמש גם benchmark לתמחור איגרות החוב של חברות ישראליות, המנפיקות איגרות חוב בחוץ לארץ. מאז דצמבר 1995 הנפיקה ממשלת ישראל איגרות חוב סחירות, ללא ערבות, בשווקים הבין-לאומיים.

בעבודה שנעשתה במחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ נמצא, כי המירווח האמור כביכול להוות מדד לשינויים בסיכון האשראי הישראלי, מושפע בעיקר משינויים בגורמים אקסוגניים, שאינם קשורים למצבו של המשק הישראלי. כמו כן נמצא, כי המירווח של איגרות חוב ישראליות בחוץ לארץ הושפע גם מהחזקות של ישראלים באיגרות חוב אלה.

מניתוח נתוני הריבית הבין-לאומית עולה, כי קיים קשר בין רמת הריבית הבין-לאומית חסרת הסיכון לבין רמת המירווחים של איגרות חוב מסוכנות. מתחילת שנות השישים ועד סוף 1981 עלו התשואות של איגרות חוב ממשלת ארצות הברית, במגמה כללית, מכ-4 אחוזים עד לכ-15 אחוזים, עקב האינפלציה ששררה בארצות הברית בתקופה זו. במקביל עלו גם המירווחים על איגרות החוב מסוג A מכ-50 נ.ב. עד לכ-300 נ.ב., בהתאמה. משנת 1982 החל תהליך ירידה בתשואות איגרות חוב חסרת סיכון עד לכ-5 אחוזים בשנת 2004. במקביל חלה ירידה במירווח איגרות חוב מסוג A עד לכ-90 נ.ב. במחצית הראשונה של שנות התשעים. הסבר אפשרי לכך

הוא, שככל שרמת התשואות של איגרות חוב ממשלת ארצות הברית גבוהה יותר, שאר האיגרות נתפשות כמסוכנות יותר מצד המשקיעים. זאת משום שלאיגרות חוב בעלות ריבית גבוהה יותר עומס ריבית גדול יותר, ולכן דורש השוק פרמיית סיכון גבוהה יותר. פרמיה זו נמדדת במונחי מירוח.

הסבר אפשרי אחר קשור לעובדה, שהמירוח מודד בו זמנית הן את הסיכון והן את מחירו. ירידה בריביות העולמיות גורמת להקטנה בשנאת הסיכון (במילים אחרות - המשקיעים מוכנים ליטול סיכונים גדולים יותר עקב היעדר אלטרנטיבות השקעה), קרי נוצרת ירידה במחיר הסיכון. לכן פרמיית הסיכון יורדת (אם לא חל שינוי ברמת הסיכון).

עוד נמצא, כי טווח המירוחים של מדינות המדורגות בדירוג A, כמו ישראל, הוא בין כ-70 לכ-200 נ.ב. בהתאם לרמת התשואות השוררות בשוק איגרות החוב. כמו כן נמצא, כי ברמת הריביות השוררות כיום, שינוי בדירוגה של מדינה, המדורגת A, ברמה אחת, יגרור שינוי במירוח של בין 10 ל-15 נ.ב.

החל מהמחצית השנייה של שנות התשעים חלה עלייה במירוחים, למרות המשך הירידה בתשואות איגרות חוב חסרת סיכון. העלייה נגרמה כתוצאה מהמשברים הפיננסיים, שפקדו את העולם החל מהמחצית השנייה של שנות התשעים. משברים אלה שינו את תפישת הסיכון של הפעילים בשווקים הפיננסיים לגבי מחירי האיגרות חוב, ובאו לידי ביטוי גם בשינוי המגמה של המירוחים. המשברים הפיננסיים הרציפים בעולם ובארצות הברית גרמו לאפקט מצטבר, והביאו לעלייה מתמשכת בתפישת הסיכון בקרב הפעילים בשווקים הפיננסיים. כתוצאה מכך, בין השנים 1994 ועד 2002 עלו המירוחים של איגרות חוב מסוג A בכ-200 נ.ב., למרות שהתשואות על איגרות חוב חסרות סיכון פחתו בתקופה זו ב-300 נ.ב.

לכן על מנת לבחון את הערכת הסיכון של ישראל בלבד, יש צורך לנטרל השפעות אחרות שפורטו לעיל. בחינת המירוח של ישראל בניכוי המירוח על איגרות החוב מסוג A, המהווה benchmark עבור ישראל, מצביעה על כך, כי ברביע הראשון של שנת 2000 המירוח של ישראל היה גבוה מזה של קבוצת A בכ-60 נ.ב.. מאז החל תהליך שיפור הדרגתי עד לתחילת 2002 - אז הגיע המירוח של ישראל לכ-30 נ.ב. מתחת למירוח קבוצת A. מתחילת 2002 חלה הרעה במירוח. מתחילת 2003 ועד היום נמצא המירוח בין 0 ל-20 נ.ב. מעל לקבוצת A.

קיימת השפעה נוספת, הנובעת מהחזקות של ישראלים באיגרות חוב חוץ לארץ. ישראלים אלה מחזיקים כ-30 אחוזים מאיגרות החוב החופשיות של ממשלת ישראל בחוץ לארץ וכ-20 אחוזים מאיגרות החוב של החברות הישראליות בחוץ לארץ. תפישת הסיכון של ישראלים ביחס לאיגרות חוב ישראליות בחוץ לארץ שונה ונמוכה מזו של תושבי חוץ. מכאן שהמירוח על איגרות חוב אלה משקף תפישת סיכון מעורבת, הן של תושבי חוץ והן של תושבי ישראל. מבדיקת השפעת החזקותיהם של תושבי ישראל על המירוח נמצא, כי בשנים 2001 עד 2002 תושבי ישראל תרמו בממוצע כ-20 נ.ב. להפחתת המירוח של איגרות חוב ממשלת ישראל. בשנים שלפני 2001 השפעתם הייתה קטנה יותר, משום שמשקל החזקותיהם היה קטן יותר. מכאן עולה, שהפרמיה הנדרשת על ידי תושבי חוץ בלבד, הנגזרת מתשואות איגרות חוב של ממשלת ישראל, גבוהה מזו הנצפית בשוק ומושפעת גם מהחזקותיהם של תושבי ישראל.

ג. שיכלול שוק שקל-מטבע חוץ

למידת השיכלול בשוק שקל-מטבע חוץ⁹ נודעת השפעה על היציבות הפיננסית: בגלל חוסר שיכלול - כגון היעדר עומק שוק מספיק, כשהנזילות או הסחירות בו נמוכות - התפתחות אירוע פיננסי חריג לא תיבלם, והיא אף עלולה להחמיר. יתר על כן, חוסר שיכלול עלול אף לחולל בעצמו אירוע פיננסי חריג.

בשנת 2004 לא חל שינוי רב במידת השיכלול של שוק מטבע החוץ ביחס לשנה הקודמת: נפח המסחר במטבע חוץ עלה במקצת, וחלקם של המוסדות הפיננסיים הזרים בו גדל, אך בעיקר הצטמצמו מירווחי המסחר¹⁰ מהרמה הגבוהה, ששררה במהלך 2003. לעומת זאת, ירד היקף העסקאות במכשירים נגזרים "מעבר לדלפק" (OTC)¹¹, ותנודתיות שער החליפין נותרה ברמה נמוכה במיוחד בהשוואה בין-לאומית¹². צמצום מירווחי המסחר והשינויים הדו-כיווניים במגמת שער החליפין מבטאים הטרוגניות בשוק זה, אשר באה לידי ביטוי בירידת מדד ההטרוגניות¹³. הפעילות בשוק שקל-מטבע חוץ גברה ברביע הראשון והאחרון של השנה והתמתנה בשני הרביעים האמצעיים.

בשנת 2004 לא חל שינוי רב במידת השכלול של שוק מטבע החוץ ביחס לשנה הקודמת: היקף הפעילות עלה במקצת, חלקם של הסוחרים הזרים גדל, אך בעיקר הצטמצמו מירווחי המסחר מהרמה הגבוהה, ששררה במהלך 2003.

ד. זיהוי התפתחות תהליכי ערעור היציבות הפיננסית

בשנת 2004 לא ניכרו סימנים להתפתחות תהליכי ערעור היציבות הפיננסית או לחצים פיננסיים בפעילות של המגזרים השונים, או באפיקי הפעילות השונים. נראה, כי פער הריביות התאים להערכת השוק - התפתחות המבטאת בין השאר את ההתגברות באמינות המדיניות המקרו-כלכלית. לא ניכרו שינויים חדים בשער החליפין, ותנועות ההון של המגזרים השונים אינן חורגות מרמתן ההיסטורית. בחודשים נובמבר ודצמבר 2004 גברה עוצמת תנועות ההון ותנודתיות שער החליפין על רקע יבוא הון ניכר של תושבי החוץ לטווח קצר ולהשקעה במניות בבורסה בתל אביב.

3. העמידות הפיננסית של המשק בפעילותו במטבע חוץ ומול חוץ לארץ

פרק זה בוחן את היציבות הפיננסית של המשק בגישה מאזנית¹⁴ - הן בראייה כוללת של המשק מול חוץ לארץ והן מבחינת המגזרים השונים הפועלים במטבע חוץ. לשם כך אנו בוחנים את גודלה היחסי של חשיפת המשק לחוץ לארץ, את מבנה התחייבויותיו ונכסיו¹⁵ ואת גודלן היחסי של חשיפות המגזרים השונים לשינויים בשער החליפין. מטרת הניתוח

9 היעילות התפעולית של השוק. שיכלול 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.

10 שני מדדים - מירווחי המסחר ותנודתיות שער החליפין - משמשים גם להערכת סיכון שער החליפין. ירידה בהם מבטאת ירידה של הסיכון.

11 בבורסה בתל אביב היקף העסקאות ירד אף יותר. ראה גם חלק 2 - שוק שקל-מטבע חוץ.

12 ראה דיון בפרק 4 בתנודתיות הנמוכה שנרשמה בשווקים השנה ובגורמים לה.

13 ראה דיון בפרק 4 על הטרוגניות וריכוזיות בפעילות תושבי החוץ בשוק מטבע חוץ ובמניות.

14 גישה זו דומה לגישת ניתוח מאזן הפירמה הבודדת. במאמר של Berganza, Chang & Herrero בשם "Balance Sheet Effects and the Country Risk Premium: An Empirical Investigation" (October 2003).

נמצא קשר אמפירי בין השינויים במבנה המאזן לפרמיית הסיכון של המשק.
15 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 הדוח השונים.

היא להעריך את רגישותה של המערכת הפיננסית הן לזעזועים והן להתפתחות אירוע פיננסי חריג.

ההיקף והמבנה של החשיפה, המשתקפים ביתרת הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חוץ לארץ, משפיעים על עמידותו בפני משברים פיננסיים. במהלך שנות התשעים נגרמו מספר משברים פיננסיים בעטיין של בעיות במאזן: מבנה החוב של המגזר הציבורי ברוסיה (1998), מקסיקו (5-1994) וברזיל (1999); בעיות נוזלות במערכת הבנקאית בדרום-קוריאה (1998), שנבעו בין השאר מהתחייבויות לחוץ לארץ; מבנה החשיפה לחוץ לארץ של המגזר הפרטי הלא-בנקאי באינדונזיה (1997).

הנושאים הנבחנים הם מבנה הנכסים וההתחייבויות של המגזרים השונים מול חוץ לארץ, התפלגות ההשקעות לפי סוגיהן, החלוקה בין מכשירי החוב וההון, שהתושבים המקומיים ותושבי חוץ משקיעים בהם, וההתפלגות של הנכסים לפי סחירותם.

מניתוח עמידות המשק מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ, הנובעת ממאזנו ומהרכבם, עולה שהעמידות הפיננסית של המשק בשנת 2004 השתפרה. בפעילות המשק במטבע חוץ נרשם שיפור ניכר בזכות סגירת חשיפת הסקטור העסקי לשינויים בשער החליפין. בנוסף, בצד ההתחייבויות נטו לחוץ לארץ גברה עמידות המשק בזכות צמצום יחסי בהיקפן ושיפור ביחסים המבטאים את סיכוני הנוזלות של המשק בטווח הקצר. המשך מגמת הגידול בנכסי החוב החיצוני נטו משפרת את מעמד המשק בעיני המשקיעים הזרים, אך חושפת אותו לסיכוני השקעה בחוץ לארץ. כנגד זאת, הרעה נרשמה בעמידות המשק בצד ההתחייבויות ונכסיו ברוטו בשל גידולם, והרעה בהרכב צד הנכסים. בנוסף, משקי הבית, המחזיקים עודף נכסים ניכר במטבע חוץ, חשופים במידה רבה לייסוף השקל. הפוזיציה השקלית הקצרה של תושבי החוץ שבה וגדלה, לאחר שנסגרה במהלך השנה.

א. עמידות המשק מול חוץ לארץ

(1) ההתחייבויות מול חוץ לארץ

היחס שבין יתרת ההתחייבויות ברוטו של המשק לחוץ לארץ לתמ"ג עלה בשנת 2004 לכ-109 אחוזים לעומת 106 אחוזים ב-2003 והרכבן נותר דומה. לעומת זאת, היחס שבין החוב החיצוני לתמ"ג ירד מכ-62 אחוזים ב-2003 לכ-61 אחוזים ב-2004. משקל ההתחייבויות הנוזלות בסך ההתחייבויות נותר על כ-60 אחוזים. משקל יתרת החוב ברוטו לטווח קצר מסך החוב ברוטו ירדה מ-42 אחוזים בסוף 2003 ל-40 אחוזים בסוף 2004.

(2) ההתחייבויות נטו מול חוץ לארץ

היחס שבין יתרת ההתחייבויות נטו של המשק הישראלי לחוץ לארץ לתמ"ג ירד בשיעור ניכר ב-2004 והסתכם בכ-24 אחוזים. נרשם גם שיפור בהרכב התחייבויות אלה. מדדים מקובלים להערכת ההתאמה שבין היקף החוב החיצוני לפרמטרים הבסיסים של המשק, כגון: יחס החוב החיצוני הקצר לנכסי החוב הקצרים או ליתרות מטבע החוץ, השתפרו. זאת למרות שנרשמה הרעה ביחס החוב החיצוני ברוטו לכמות הכסף, מאחר שהאחרונה גדלה מאוד. החוב החיצוני נטו של המשק האץ השנה את מגמת היפוכו - והוא מצוי בעודף נכסי חוב בהיקף של 8 אחוזים מהתמ"ג. להיעדר חוב חיצוני נטו יתרונות בעיני תושבי החוץ המעריכים את המשק, אך הוא חושף את המשק לסיכונים אחרים כגון סיכוני אשראי או סיכוני ריבית.

ההיקף והמבנה של
החשיפה, המשתקפים
ביתרת הנכסים
וההתחייבויות של המשק
מול חוץ לארץ, משפיעים
על עמידותו בפני
משברים פיננסיים.

עמידות המשק במטבע
חוץ השתפרה באופן
ניכר בזכות הסגירה
בחשיפת הסקטור העסקי
לשינויים בשער החליפין.

(3) הנכסים מול חוץ לארץ

היחס שבין יתרת הנכסים של המשק בחוץ לארץ לתמ"ג עלה בשיעור ניכר ל-83 אחוזים, וחלה הרעה בהרכבן מנקודת ראות הי"פ. משקל ההשקעות במניות גדל והגדיל את השתתפות המשק בסיכון ההשקעה במניות בחוץ לארץ. גידול ניכר נרשם בהשקעות ישירות, שהיכולת לממשן בזמן קצר קטנה יותר. כמו כן נרשם גידול גם במשקל המניות הסחירות, ועימו גדלה חשיפת המשק לשינוי מחיריהן בחוץ לארץ.

גידול ניכר נרשם בהיקף נכסי המשק בחוץ לארץ, ובעיקר בהשקעות הישירות, שהיכולת לממשן בזמן קצר קטנה יותר.

ב. חשיפות המגזרים לסיכון שער החליפין

עמידות המשק בפעילותו במטבע חוץ השתפרה השנה בזכות סגירת החשיפה לפיחות של הסקטור העסקי, אך נותרה פגיעות מסוימת בשל היקפה הרב של חשיפת משקי הבית לייסוף השקל. בנוסף, גידול ניכר נרשם בפוזיציה השקלית הקצרה של תושבי החוץ בעד השקל. שיפור בעמידות המשק משפר את יכולתו לספוג זעזועים פיננסיים, אם יתרחשו. ב-2004 כל המגזרים של תושבי ישראל במשק פעלו בכיוון של צמצום חשיפתם לפיחות השקל, באופן הצפוי לאור תהליך צמצום פער הריביות. המגזר העסקי עבר לעודף נכסים קטן במטבע חוץ. ירידה זו הפתיעה לטובה, מאחר שהתבצעה תוך ייסוף השקל וללא זעזועים. עם זאת, צמצום ההטרוגניות שבין בעלי הנכסים במטבע חוץ ובעלי ההתחייבויות בתוך המגזר העסקי קיזז במקצת את השפעת סגירת החשיפה לפיחות של המגזר. כמו כן משקי הבית הגדילו עוד את חשיפתם לייסוף השקל כבר מסוף 2003. מגזר משקי הבית הוא הפגיע מבין מגזרי המשק בשל חשיפתו הגבוהה לייסוף השקל, אך הפיזור הרב הקיים בו יחסית למגזרים אחרים, מקזז חלקית את הסיכון. המשקיעים המוסדיים הגדילו במעט את חשיפתם למטבע חוץ. מערכת הבנקאות, שהגדילה את נכסיה במטבע חוץ ובנוסף גם הקטינה את התחייבויותיה, שמרה בכל זאת על חשיפה ניטרלית לשער החליפין באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים¹⁶. תושבי החוץ סגרו בתחילת השנה את הפוזיציה השקלית הקצרה שלהם בעד השקל - פוזיציה אותה ניתן לקשור לפעילות ספקולטיבית קצרת טווח - אך בחודשים האחרונים שבו תושבי החוץ והגדילו את הפוזיציה בשיעור ניכר.

4. אירועים מהותיים ליציבות הפיננסית והשלכותיהם

ברביע האחרון של 2003 החל תהליך צבירת הנכסים במטבע חוץ על ידי משקי הבית, אשר הגיע לשיאו בחודשים פברואר-מרץ 2004 ודעך לאחר מכן¹⁷. היקפי התופעה היו נמוכים ביחס לצבירה, שנרשמה ברביע הראשון של 2002. ברביע זה, על רקע עלייה ניכרת בסיכון המטבע ובסיכון המדינה, נרשמה בקרנות מטבע החוץ צבירה ניכרת של משקי הבית, שלוותה בפיחות ניכר בשער החליפין. מאפייני התופעה הנוכחית ובלמתה כתוצאה מכוחות השוק וללא התערבות המדיניות מרמזים, שטבעה היה תהליך התאמה קצר ורציף של משקי הבית. הרקע לשינוי זה בהתנהגות משקי הבית היה הרפורמה הצפויה במס ההכנסה על השקעות בניירות ערך, שהקטינה את האטרקטיביות של ההשקעות בשקלים. זאת בסביבה פיננסית של תשואות נמוכות ושל חיפוש אחר תשואות גבוהות יותר. תהליך זה של התאמת התיקים טומן בחובו פוטנציאל לחץ בשוק שקל-מטבע חוץ

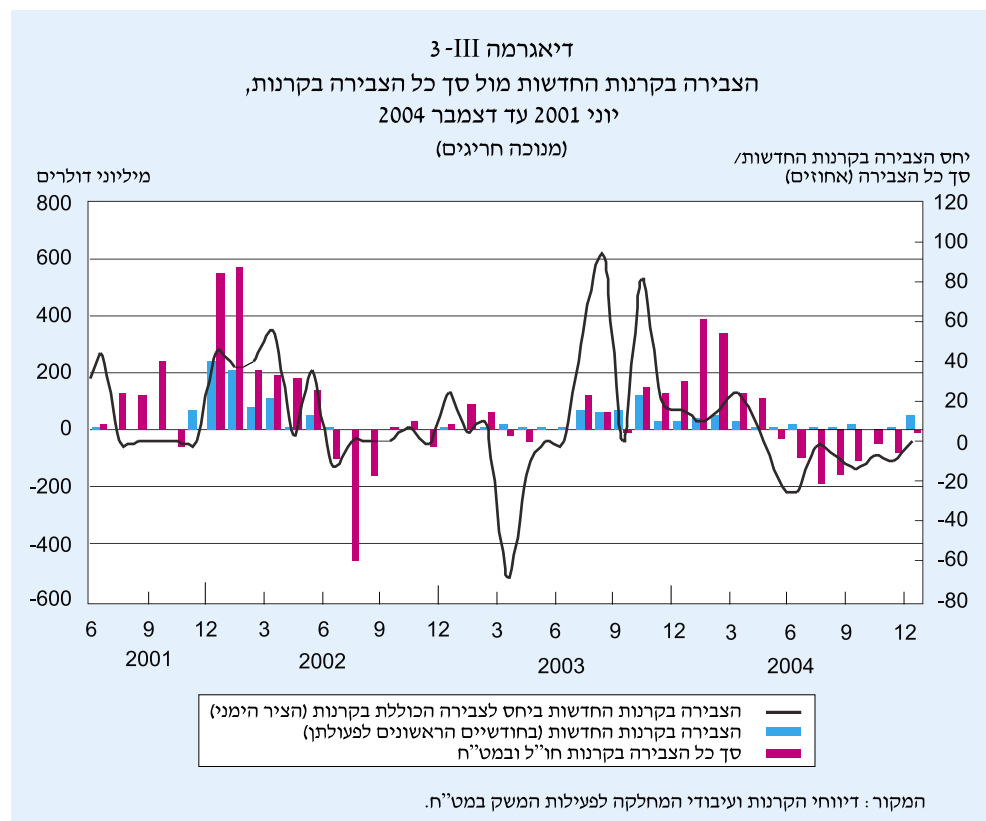
פגיעות המגזר העסקי לפיחות ירדה בשיעור ניכר, אך הפגיעות של משקי הבית, הנובעת מחשיפתם לייסוף השקל, נותרה גבוהה יחסית.

16 ראה מאזן מערכת הבנקאות בחלק 2 - שוק שקל-מטבע חוץ.
17 ראה הרחבה לגבי פעילות משקי הבית בחלק 2 - שוק שקל-מטבע חוץ.

ליצוא הון ולפיחות השקל, כפי שאירע ברביע הראשון של 2002. פוטנציאל זה התממש רק חלקית בשל מספר סיבות: גידול בסיכון שנכרך בהשקעות בחוץ לארץ ובמטבע חוץ על רקע חוסר האיזונים הגלובליים ועליית סיכון השוק האמריקאי¹⁸, חשש המשקיעים מהפסדי הון על רקע ציפיות לעליית התשואות ארוכות הטווח בארצות הברית - תהליך שנדחה והתאחר; האטרקטיביות הגבוהה יחסית של שוקי ההון בישראל בתקופה הנידונה. נוסף על אלו ניתן לייחס תרומה למיתון התהליך לשקיפות לציבור ברפורמת המס ולתנאים הבסיסיים הטובים של המשק בהשוואה לאלו ששררו ב-2002. כמו כן, רמת החשיפה לייסוף השקל של משקי הבית בסוף 2003 הייתה מלכתחילה גבוהה. ייתכן גם, שההפסדים, שנוצרו למשקי הבית כתוצאה מייסוף השקל משיאו ב-2002, הקטינו את המוטיבציה שלהם לרכוש נכסים במטבע חוץ.

אף על פי שבמבט לאחור ההתאמה הייתה מתונה, נודעת חשיבות לבחינת התנהגות משקי הבית והשפעתם על הי"פ. מגזר משקי הבית מתאפיין בתחכום פיננסי נמוך יחסית למגזרים אחרים, וכן בבעיות מידע כגון זמינותו, רציפותו והיכולת לנתחו. מאפיינים אלו מציבים אתגר לשמירה על היציבות הפיננסית מפני שני תסריטי קיצון: החשש משינוי מהיר בהתנהגותם של משקי הבית ("שינוי פאזה") והחשש מ"התנהגות עדרית".

ככלל, ניתן למנות שני מאפיינים התנהגותיים עיקריים, העלולים לדחוק את משקי הבית ל"התנהגות עדרית": תגובה לשינויים שהתממשו בשער החליפין וכן רגישות למאמצי שיווק של המתווכים הפיננסיים. הראשון, תגובה לפיחות השקל כשלעצמו, מניע את משקי



הבית לרכוש מטבע חוץ (לדוגמה באמצעות צבירה בקרנות) וההיפך - ייסוף השקל מניע את משקי הבית למכור מטבע חוץ (באמצעות משיכה מהקרנות). כך¹⁹ נמצא מתאם חיובי של 43 אחוזים בין הצבירה החודשית בקרנות מטבע חוץ לבין השינוי בשער החליפין שקל-דולר. המתאם התחזק בתקופות בהן הגיע לשוק מידע חדש משמעותי, כגון הרעה או שיפור במצב הגיאוא-פוליטי.

הגורם השני, רגישות למאמצי שיווק של המתווכים הפיננסיים, נובע מהעובדה, שמשקי הבית חשופים למאמצי שיווק אגרסיביים מצד המתווכים הפיננסיים, ובייחוד מצד הבנקים. בחינת הצבירה בקרנות חדשות בהשוואה לצבירה הכוללת בקרנות (ראה דיאגרמה 3) מראה, שבחודשים ספטמבר עד נובמבר 2003 צבירה בקרנות חדשות הסבירה שיעור ניכר מהצבירה הכוללת. יש לציין גם, שהצבירה בקרנות נאמנות בנקאיות חדשות בשלביהן הראשונים גדולה עשרות מונים מהצבירה בקרנות פרטיות דומות, דבר היכול להעיד על כוחו הרב של השיווק הבנקאי. אולם דווקא מחודש דצמבר 2003 ועד מאי 2004 (מרבית תקופת ההתאמה) חלקן של הקרנות החדשות בסך כל הצבירה ירד בשיעור ניכר. ייתכן, כי החקירות של הרשות לניירות ערך, שנועדו לבחון מהלכי שיווק בנקאיים קודמים, מיתנו את פעולות השיווק בתקופה הנבחנת.

בחודשים ספטמבר עד דצמבר 2004 נרשם יבוא הון ניכר של תושבי החוץ למשק, במקביל להיחלשות ניכרת של הדולר האמריקאי בעולם ולשובם של משקיעי החוץ למשקים מתעוררים אחרים. הדבר התבטא, בין השאר, ברכישת מניות בהיקף ניכר בבורסה בתל אביב ובגידול ניכר בפוזיציה השקלית קצרת הטווח שלהם, כפי שאירע ברביע השני של 2003 (ראה דיאגרמה 4). שינויים חדים, שנרשמו במדדים הפיננסיים השונים (שער החליפין, מחירי המניות, היקפי תנועות ההון והגידול המהיר בפוזיציה הקצרה), ככלל, אינם רצויים



19 נייר פנימי, המחלקה לפעילות המשק במט"ח 12/2004.

משיקולי י"פ, אך מנגנוני השוק פעלו היטב וספגו את השינויים. עם זאת, הפוזיציה הניכרת שתושבי החוץ פתחו בעד השקל היא בעלת פוטנציאל הפרעה לי"פ, מאחר שהיא מגבירה את רגישות המשק לזעזועים, שיפעלו להפחתת השקל.

מגמות פיננסיות וריאליות בעולם גלשו השנה במהירות למשק הישראלי: מגמת היחלשות הדולר האמריקאי, העלייה במחירי המניות, העלייה והירידה בתשואות איגרות חוב ארוכות, השיפור ברווחיות הפירמות והמשך הצמיחה. ההתאמה של מחירי הנכסים הפיננסיים השונים בארץ לשינויים במחירים העולמיים הייתה מהירה יחסית, אם כי לא בעוצמה דומה. כך יציאת ההון, שנרשמה באפריל עד יוני 2004 במשקים מתעוררים, על רקע עליית התשואות לטווח ארוך בארצות הברית, התבטאה במשך בעליית התשואות השקליות לטווח ארוך, בפיחות מסוים בשער החליפין, במכירות מטבע חוץ באמצעות עסקאות עתידיות ואיגרות חוב שקליות, אך לא במכירת מניות. ככלל היקפי מכירות מטבע החוץ היו קטנים יחסית.

שנת 2004 התאפיינה **בתנודתיות נמוכה** של מחירי נכסים פיננסיים שונים בעולם²⁰ ובארץ ובצמצום מירוחי האשראי. השווקים העיקריים לאיגרות חוב, למניות ולמטבעות נותרו ללא מגמה ברורה, ונסחרו בטווחי תנועה קצרים במרבית השנה. התנודתיות בפועל והגלומה באופציות על מבחר נכסים פיננסיים נותרה נמוכה. התנודתיות הנמוכה, שנרשמה בשווקים העולמיים, היא תוצאה של מספר גורמים: שיפור ביציבות הפירמות שקיבל ביטוי במאזניהן (כגון צמצום המימון בחוב והגדלת רווחיותן בזכות התייעלות) ופעולותיהן לצמצום במירוחי האשראי שלהן ובתנודות מניותיהן; התשואות הנמוכות בשווקים דחפו משקיעים להשקעה בנכסים יותר מסוכנים והסתפקו בפרמיית סיכון קטנה יותר (מירוחי אשראי).

מירוחי האשראי של שווקים מתעוררים רשמו אף הם צמצום לרמות נמוכות היסטורית. זאת על רקע הנוזלות הרבה בעולם, השיפור הריאלי בהשפעת המשך הצמיחה עולמית, עליית מחירי הסחורות שהן מוצרי היצוא שלהם, שיפור בפרמטרים הבסיסיים של משקים מתעוררים, כגון שיפור פיסקאלי, עודף בחשבון הסחר ורמות יתרות מטבע חוץ גבוהות יותר. מספר רב של משקים אף זכו לשיפור בדירוג האשראי.

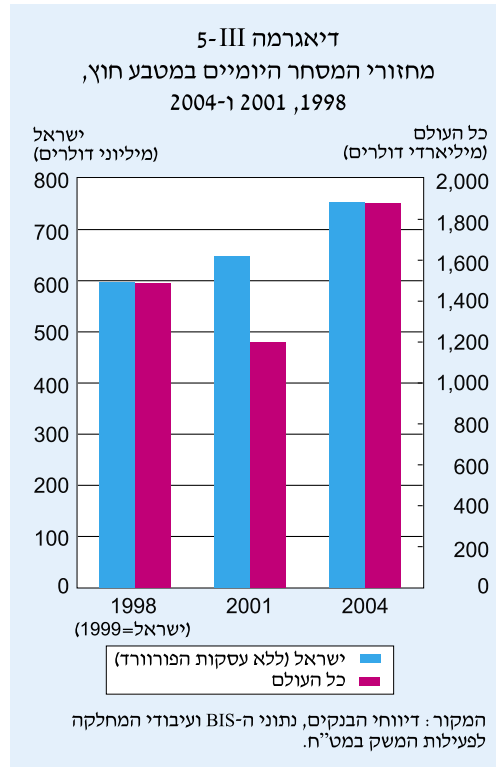
בישראל נרשמה מגמה דומה של צמצום בתנודתיות בשווקים הפיננסיים ובהם תנודתיות בשער החליפין שקל-דולר. תנודתיות זו הגיעה לרמה נמוכה במיוחד בראייה היסטורית. הסיבות שניתנו לכך דומות: השפעת המגמות העולמיות שנזכרו, שיפור ביציבות החברות וברווחיותן וצמצום בפער הריביות, שהקטין את המוטיבציה לאסטרטגיות השקעה קצרות טווח. מירוח האשראי של המשק הצטמצם אף הוא, אך במידה פחותה מאשר במשקים אחרים.

נפח המסחר בשוק שקל-מטבע חוץ במשך התייצב בשנים האחרונות ברמה גבוהה יחסית לעבר. התפתחות זאת נבעה בחלקה מהרפורמות שעבר השוק, כגון הרחבת הרצועה, הליברליזציה במטבע חוץ, כניסת משקיעים זרים והרחבת מגוון המכשירים הפיננסיים. התרחבות זו עלתה לעיתים בקנה אחד עם ההתפתחויות בשוקי המטבע בעולם. כך לדוגמה, בשנת 2003, על רקע פער ריביות גבוה מול חוץ לארץ גברה מאוד הפעילות קצרת הטווח של תושבי החוץ במשק²¹. עם זאת, מאז 2003 קצב הגידול הואט ואף נבלם.

שנת 2004 התאפיינה בתנודתיות נמוכה של נכסים פיננסיים שונים בעולם ובצמצום מירוחי האשראי. בישראל נרשמה מגמה דומה של צמצום בתנודתיות בשווקים הפיננסיים.

IMF, FINANCIAL MARKET UPDATE November 2004; BIS Quarterly Review, December 2004 20
21 ראה חלק III בסקירת 2003 של מחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ בבנק ישראל.

נראה, כי ההתרחבות בנפחי במסחר וההצטמצמות שלאחריה משקפת, בין היתר, התפתחויות ארוכות טווח בשוקי המטבע בעולם²² (ראה דיאגרמה 5). בשנת 2004 נרשמו בעולם מחזורי מסחר הגבוהים ב-56 אחוזים מאלו שבשנת 2001, זאת על רקע מספר התפתחויות: מגמות ברורות בשוקי מטבע חוץ ותנודתיות גבוהה יותר הובילו להשקעה במטבעות, שהציגו מגמת ייסוף עקבית (momentum trading). התפתחויות אלו גררו גם גידול בפעולות גידור מטבעיות (hedging),



בייחוד על ידי חברות רב-לאומיות שביקשו למזער סיכונים העלולים לנבוע מפוזיציות מטבעיות. התפתחות אחרת הייתה פערי ריביות ניכרים, שעודדו השקעות במטבעות שנשאו ריבית גבוהה, ואשר מומנו באמצעות פוזיציות קצרות במטבעות שנשאו ריבית נמוכה (carry trade). שתי אסטרטגיות אלו חיזקו עוד את הביקוש למטבעות שיוספו. בנוסף לכך, משקיעים, אשר הבחינו במגמות ההתחזקות של המטבעות השונים, החלו להתייחס להשקעה במטבעות עצמם כאלטרנטיבה להשקעה במניות ובאיגרות חוב.

צמצום פערי הריביות והיעדר מגמה ברורה של שער החליפין צפויים על פי הערכות לפעול בעתיד לצמצום היקפי המסחר העולמיים במטבע חוץ, מאחר שיפעלו להקטנת התמריצים לפעילות ספקולטיבית ולפעילות גידור.

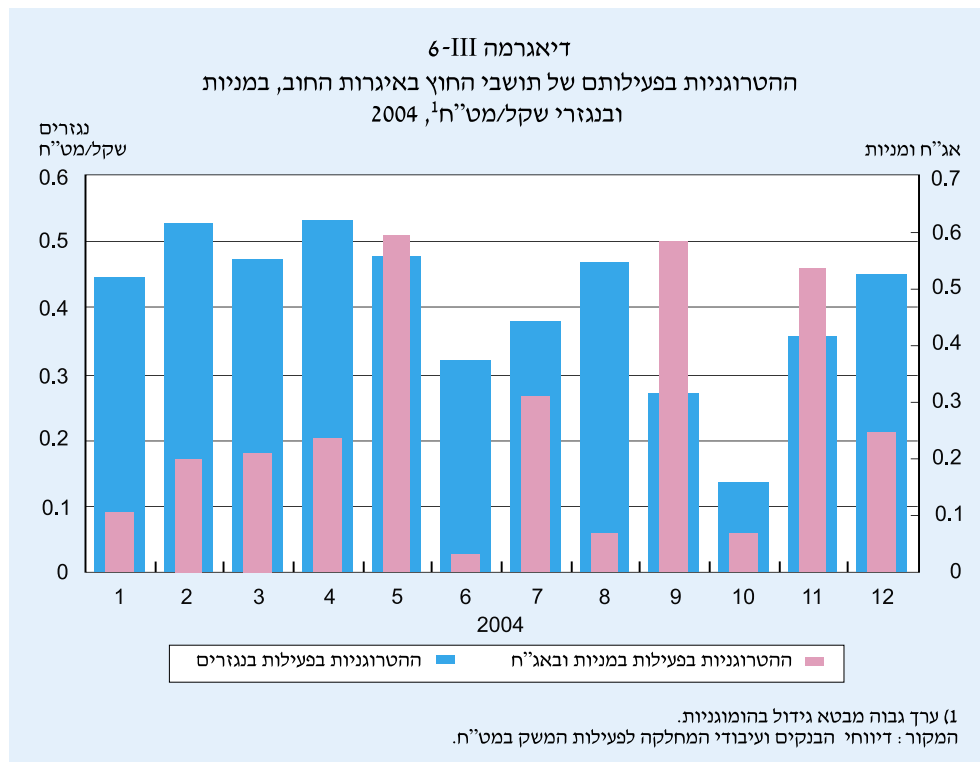
הטרונגניות ופיזור בפעילות הפיננסית של המשקיעים מחזקים את יציבות

השווקים. חשיבות רבה נודעת לדפוסי הפעולה של המשקיעים הזרים על רקע עוצמתם הפיננסית יחסית למשק. בפעילות תושבי החוץ במניות ובאיגרות חוב בבורסה בתל אביב ניתן להבחין, ככלל, בהטרונגניות רבה במרבית השנה (ראה דיאגרמה 6). פעילות תושבי החוץ בנגזרי שקל-מטבע חוץ (בשוק "מעבר לדלפק") הייתה בהיקפים ניכרים, אך מידת ההטרונגניות בפעילותם נמוכה יחסית. מהשוואה בין פעילות תושבי החוץ בבורסה בתל אביב ובין פעילותם בנגזרי שקל-מטבע חוץ ניתן להבחין במתאם מסוים בפעולתם בשני סוגי המכשירים, וכי ההומוגניות מינואר עד מאי 2004 רבה יחסית.

הריכוזיות בפעילות משקיעים זרים, כמו ההטרונגניות, מתבטאת בפעילותם בבורסה בתל אביב ובנגזרי שקל-מטבע חוץ. פעילות תושבי החוץ בבורסה בתל אביב מרוכזת יחסית בשני היבטים: הם משקיעים במספר מועט בלבד של חברות מרכזיות ובשיעור אחזקות ניכר מחברות אלו. מהיבט מאזן המשק מול חוץ לארץ, מימוש של השקעה גדולה, כפי שהתרחש ב-2004, הוא בעל השפעה מהותית על המאזן. מהיבט המסחר בניירות ערך

Gabriele Galati, Michael Melvin, Why has FX trading surged? Explaining the 2004 triennial survey 1, BIS 22

נוצר חוסר איזון מסוים בשל פעולתם, מאחר שהשפעתם גבוהה במיוחד במניות המרכזיות וזניחה במניות האחרות. פעילות תושבי החוץ בנגזרי שקל-מטבע חוץ נתפשת כריכוזית, כשמספר מצומצם של מוסדות פיננסיים זרים אחראים למחזורי המסחר הגדולים. סביר להניח עם זאת, שלפחות חלק מפעולתם מתבצעת עבור לקוחותיהם.



צמצום המעורבות של הסקטור הציבורי בשווקים הפיננסיים הוא תהליך ארוך טווח אשר מחזק את היציבות הפיננסית, כתוצאה מהקצאת מקורות יעילה יותר ומתמחר נכון יותר של הנכסים והסיכונים. תהליך זה בלט השנה במספר תחומים. **מדיניות אי-ההתערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ**: מזה מספר שנים בנק ישראל אינו מתערב באופן ישיר בשוק מטבע החוץ ומאפשר למנגנוני השוק לקבוע את מהלך שער החליפין. הדבר בלט השנה במהלך רכישות מטבע חוץ של משקי הבית ברביע הראשון ועל רקע רכישות מטבע החוץ הניכרות של בנקים מרכזיים רבים בשווקים המתעוררים שנצפו השנה, בניסיון להגן על שער חליפין קבוע מפני ייסוף; צעדים שונים שנקטה הממשלה מקטינים את מעורבותה בפעילות הכלכלית והפיננסית; צעדי הממשלה להקטנת נטל המס ולצמצום הגירעון הפיסקאלי יתבטאו, בין השאר, בהקטנת נטל החוב הממשלתי ויפנו מקורות במשק להשקעה פרטית יעילה; צעדי ההפרטה, המלווים בעידוד התחרות הענפית, תורמים ליעילות הכלכלית של המשק; צמצום תיווך פיננסי ממשלתי - הרפורמה בחיסכון הפנסיוני ותהליך ההפרטה של הבנקים מקטינים את המעורבות הממשלתית בניהול התיווך הפיננסי. הפרטת בנקים חשובה במיוחד ל"פ, מאחר שהיא משפרת את התחרות בתיווך הבנקאי, מחליפה ניהול עסקי ממשלתי בניהול עסקי פרטי, ומצמצמת במעט את ה"אחריות הציבורית" ליציבות מערכת הבנקאות מתוקף היותה של הממשלה בעלים של בנק גדול; צמצום מעורבות

הממשלה בחיסכון הפנסיוני, הן בניהולו והן בהנפקת מכשירים פיננסיים עבורו, מקטין את "הביטוח והסבסוד", שיוצרת מעורבות הממשלה בחיסכון זה, ותורמת לניהולו היעיל. בנוסף, הסקטור הפרטי מחליף את הממשלה בהנפקת מכשירים פיננסיים. עדות לכך ניתן לראות כבר כעת בדמות הנפקות איגרות חוב פרטיות כתחליפים לאיגרות חוב צמודות מטבע חוץ מסוג "גלבע", והנפקות של איגרות חוב צמודות מודד ("גלילה").

חוסר האיזונים הגלובליים נתפש כאיום פוטנציאלי מרכזי לי"פ העולמית בשל החשש מהסטות מהירות של תנועות הון בין-לאומיות. בבסיס חוסר האיזונים עומד מצבו הכלכלי של המשק האמריקאי לעומת יתר העולם. מצד אחד, משק זה צומח בקצב ניכר יחסית ליתר העולם, מצד שני הוא בעל גירעונות מסחרי ופיסקאלי ("גירעונות תאומים") בשיעורי שיא. הצמיחה המתקיימת במשק זה מוטת צריכה וממומנת מהלוואות מחוץ לארץ. קיים חשש ניכר לגבי יכולת התכנסותו לאיזון ויכולתו להתמיד במצב זה לאורך זמן²³. לעומת זאת, הבנקים המרכזיים בסין ואחרים בדרום-מזרח אסיה צוברים יתרות מטבע חוץ משיקולי י"פ והגנה על שער החליפין ומשקיעים את היתרות באיגרות חוב אמריקאיות, המממנות את הגירעונות בארצות הברית. שינוי בהתנהגותם, כגון נידוד שער החליפין הקבוע, שיוביל לצמצום צבירת היתרות או השקעת היתרות במטבעות אחרים מדולר, עלול להחליש עוד את המטבע האמריקאי, ליצור קשיים במימון הגירעון של ארצות הברית ואף לעצור את הצמיחה שם ובעולם.

על רקע זה ובשל הצמיחה מוטת הצריכה בארצות הברית ושיעור החיסכון הנמוך, קיים גם חשש להתחלת תהליך של העלאות ריבית חדות מהצפוי ו/או שהדולר יפוחת במהירות, באופן שלא יאפשר לשווקים העולמיים לבצע התאמה מדורגת למצב החדש. הסטת ההון בעקבות כך עלולה לנוע לכיוונים שונים בהתאם למהות הזעזוע. כנגד זאת, הצמיחה בארצות הברית והיותו של הדולר מטבע רורבה מרכזי מצמצמים את החשש ממצב זה.

תהליך זה השפיע על המשק הישראלי כבר ב-2004, כשהקל על תהליך הפחתת ריבית בנק ישראל, למרות הצמצום הניכר בפער הריביות מול חוץ לארץ, מאחר שהיחלשות הדולר בעולם החלישה את הלחצים לפיחות השקל, שנוצרו בתהליך הפחתת הריבית. ייתכן גם, כי אי-הוודאות העולמית סביב נושא זה תמכה בבלימת תהליך ההתאמה של משקי הבית בראשית 2004.

התרה של חוסר האיזונים הגלובליים במהלך מהיר טומנת בחובה פוטנציאל של זעזועים פיננסיים אקסוגניים; לחלופין, למהלך מהיר של העלאת הריבית בארצות הברית עלולה להיות השפעה ניכרת על ניהול המדיניות המוניטארית במשק.

סביבת הריבית ופער הריביות הנמוך, שבהן מצוי המשק, אינן מוכרות לו, והיכולת להתמיד ברמה זו לאורך זמן אינה ברורה. בייחוד קיים חשש, שתגובת השווקים לשינויים בפערי הריביות אינה ליניארית, ועלול לצוץ שינוי חד ("שינוי פאזה") בהתנהגות המשקיעים.

23 חוסר איזון גלובלי נוסף הוא פער הצמיחה בין המשקים השונים: בארצות הברית ובסין הצמיחה מהירה ומושכת אחריה משקים מתעוררים; לעומתם, באזור האירו וביפן הצמיחה איטית. לפי הערכות שונות (Global Insight, 12/04) כל עוד לא תשתנה המדיניות בארצות הברית להגדלת החיסכון (צמצום הגירעון) ולא תשונה המדיניות בשאר העולם להקטין את החיסכון (על ידי הגברת הצריכה הפרטית), ימשיך ליפול נטל צמצום הגירעון בחשבון השוטף על שוקי המטבעות.

עם זאת, יש באופן ההתכנסות לסביבה זו בכדי להעיד על התאמתה ויציבותה: היא הושגה כתוצאה משיפור כלכלי במשק ובהשפעת התפתחויות גלובליות, תוך שיפור העמידות הפיננסית של המשק ויישום תהליכים ארוכי טווח, התומכים ביציבות הפיננסית. בנוסף, פער הריביות הנמוך אינו מצב ייחודי למשק. מספר משקים מתעוררים מקיימים לאורך זמן רמת ריבית הנמוכה מהריבית על הדולר האמריקאי, שנתפש עד לאחרונה כמטבע בעל סיכון נמוך. ייתכן שבשל חוסר האיזונים הגלובליים גבר הסיכון הכרוך בהחזקתו. גידול בסיכון זה יכול בעתיד להביא את המשק אף לפער ריביות שלילי מול הדולר. נציין, שכבר כעת הריבית על השקל נמוכה מהריבית של מדינות מפותחות (אנגליה, אוסטרליה וניו-זילנד).

5. איומים מרכזיים ליציבות הפיננסית

זיהוי איומים עתידיים הוא חלק טבוע בחקר היציבות הפיננסית, לצד הפקת לקחים מאירועי העבר. זיהוי מוקדם מסייע לנטרול האיום בזכות העברת המידע לשווקים בהדרגתיות, ללא הפתעה, בסמיכות להיווצרות האיום וקודם להתפתחותו או, במקרה הצורך, באמצעות הפעלת כלי מדיניות.

בסוף 2004 היו מספר איומים מרכזיים בעלי פוטנציאל ליצירת חוסר יציבות פיננסית (להלן: ח"פ): חוסר איזונים גלובליים ניכרים בשווקים הפיננסיים, כגון חולשת המטבע האמריקאי ופערי הצמיחה בין הגושים הכלכליים; ריבוי שינויים פיננסיים במשק הישראלי בתקופה הקרובה, כגון יישום הפרדת קופות הגמל מהבנקים; הצעת החוק למינוי עושי שוק באיגרות חוב ממשלתיות; הסטת השקעות לטווח ארוך, כגון פנסיה, שהיו מוגבלות עד כה בעיקר לאיגרות חוב ממשלתיות, לאפיקים מגוונים בארץ ובחוץ לארץ. השפעתם המצטברת של השינויים שהתרחשו, כגון הליברליזציה במטבע חוץ והרפורמה במס, והשינויים העומדים עוד לפתחנו על היציבות הפיננסית קשה להערכה. יש לציין, כי הניסיון הבין-לאומי מראה, שמדינות חשופות יותר לחוסר יציבות פיננסית בתקופות של שינויים רגולטורים.

רמת הריביות הנמוכה במשק מספקת כרית בלימה דקה ביותר כנגד זעזועים חדים ובלתי צפויים, חיצוניים ומקומיים; הירידה הניכרת בתנודתיות ובמירווחי האשראי בארץ ובעולם העלתה חשש, כי היא מבטאת אופטימיות יתר בהערכת הסיכון על ידי משקיעים, ואינה משקפת את הסיכון האמיתי. הדבר בולט על רקע היקפי השיא של תנועות הון למשקים מתעוררים שנרשמו השנה. שינוי מהיר בציפיות השווקים הפיננסיים עלול לגרור תגובה הפוכה חריפה. סביבת המימון החיצוני צפויה להיות נוחה פחות בעתיד בשל תהליך עליית הריביות בעולם וההאטה הצפויה בצמיחה.

נספח 1: ניתוח מבני של תהליך משברי - המעבר מיציבות פיננסית למשבר פיננסי

נספח זה מציג תיאור סכמטי של תהליך התפתחות משבר פיננסי²⁴ (המכונה על ידינו "תהליך ערעור היציבות"), היכול לשמש כמסגרת כללית לניתוח משברים פיננסיים בעלי מאפיינים שונים. את התהליך המשברי²⁵ - כלומר, המעבר של המערכת הפיננסית במשק ממצב של יציבות פיננסית למשבר פיננסי - ניתן לאפיין באמצעות שישה שלבים, המפורטים להלן:

1. **שורשי התהליך/משבר** - שורשיהם של משברים פיננסיים נעוצים בתשתית רעועה של המערכת הפיננסית בשלושה היבטים עיקריים: (א) מבנה לא מספיק תחרותי/יעיל של מערך המוסדות הפיננסיים ובעיות מבניות וחוסר שכלול בשווקים הפיננסיים; (ב) עיוותים בתשואות, יחסית לסיכונים, על נכסים פיננסיים שונים ובכדאיות היחסית של השימוש באפיקים פיננסיים שונים, כתוצאה ממעורבות של רשויות המדינה במערכת הפיננסית באמצעים שונים²⁶; (ג) התאמה לקויה של המערכת הפיננסית להידרדרות הגורמים הכלכליים הבסיסיים של המשק, בייחוד בנקודת מפנה מגאות לשפל.

2. **בניית פגיעות** - קיום שורשי תהליך-משבר/תשתית רעועים יוצר תמריצים למוסדות הפיננסיים, לשחקנים בשווקים הפיננסיים ולציבור הרחב. ניצול תמריצים אלה יוצר תהליך של בנייה הדרגתית של פגיעויות במערכת הפיננסית, המשתקפות הן בהרכב לא אופטימלי של תיקי הנכסים וההתחייבויות של המוסדות הפיננסיים והציבור והן בחשיפות-יתר לסיכונים פיננסיים מסוגים שונים על ידי מגזרים שונים במשק.

3. **הופעת זעזוע** - התממשות אירועים בלתי צפויים - בעולם ובמשק המקומי; בתחום הכלכלי, הפיננסי, הריאלי או הגיאוגרפי; בתשתית המערכת הפיננסית או בתחומים אחרים - עלולה ליצר זעזוע במערכת הפיננסית, בייחוד כשרגישותה גבוהה מחמת הפגיעות.

4. **התפרצות המשבר** - הופעת זעזוע גוררת תגובה של המוסדות הפיננסיים, של השחקנים בשווקים הפיננסיים ושל הציבור הרחב, שעוצמתה תלויה בעוצמת הזעזוע ובמידת הפגיעות והרגישות שלהם ושל המערכת הפיננסית בטרם הופעתו. כאשר עוצמת הזעזוע גדולה ו/או הפגיעות גדולה, התגובה במערכת הפיננסית תהיה חריגה בגודלה, ועל פי ההגדרות דלעיל תוגדר כמשבר פיננסי. התפרצות המשבר משקפת את התפשטות הזעזוע בתוך המערכת הפיננסית, על רקע הפגיעויות הקיימות בה. ההתפרצות יכולה לבוא לידי ביטוי במספר ערוצים/מנגנוני תמסורת במערכת הפיננסית, כגון, התמוטטות מוסדות פיננסיים, שינוי חד בשער החליפין, ירידה ניכרת במחיר מניות, ירידה חדה במחירי איגרות חוב (עלייה בתשואות), גידול משמעותי בעלות גיוס החוב של המשק ועוד.

24 ראה הערה 3.

25 התיאור של התהליך המשברי כאן מתאים לא רק למקרים, שבהם הפגיעה במערכת הפיננסית ובמשק היא חמורה - שאז מקובל להתייחס למקרים אלה כלמשבר פיננסי, אלא גם למקרים, שבהם הפגיעה ביציבות המערכת הפיננסית היא בדרגת חומרה נמוכה יותר.

26 המדיניות הכלכלית מיועדת להשיג מטרות ראויות, כגון צמיחה ויציבות מחירים. אך לעיתים האמצעים, שנקטים להשגת מטרות אלה, יוצרים עיוותים במערכת הפיננסית, המתמרצים נטילת סיכונים חריגים על ידי השחקנים.

5. **בלימת ההתפרצות וחזרה לשגרה** - סיום ההתפרצות לאחר שמיצתה את עצמה, או בעקבות נקיטת צעדי מדיניות מצד הרשויות בתגובה לה. בעקבות הבלימה המערכת הפיננסית נותרת תחילה ברמת רגישות גבוהה ("יציבות יחסית") ורק בהמשך, ובדרך כלל בהדרגה, חוזרים למצב דומה, אך לא זהה, למצב של ערב הזעזוע.

6. **השלכות ונזקים** - התפרצות המשבר גורמת לשיבושים בתפקוד המערכת הפיננסית, להתממשות סיכונים והפסדים ולעיתים גם לנזקים ריאליים. לעיתים יש השלכות חיוביות מכך, שהציבור והרשויות למדו את מפת הסיכונים ואת מרחב התמרון ומכך שהתפרצות המשבר מנוצלת לביצוע רפורמות.

נספח 2: לוח מדדים מרכזיים ליציבות פיננסית

נספח זה מציג את המדדים המרכזיים²⁷ הנבחנים במטרה לקבל את תמונת היציבות הפיננסית הכוללת של המשק בפעילותו מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ. הלוח נסמך על גישת הניתוח התיאורטית המוצגת בנספח 1.

1. שורשי תהליך ערעור היציבות הפיננסית

חלק 1 בלוח מציג מדדים שונים, הבוחנים שלושה תחומים, שבהם עלולים להתפתח תנאים שיעודדו היווצרות פגיעות פיננסיות: מידת השכלול המבני של שוק שקל-מטבע חוץ; יחס התשואה לסיכון מול חוץ לארץ ושל השקל מול מטבע חוץ; המצב הריאלי בארץ ובחוץ לארץ והתפתחויות פיננסיות מרכזיות בחוץ לארץ. הרעה בכל אחד מתחומים אלו, בייחוד כשהיא מתמשכת על פני תקופה ארוכה, עלולה להחליש את העמידות הפיננסית של המשק מול התפתחות אירועים פיננסיים בעלי פוטנציאל לערעור היציבות הפיננסית במשק.

א. מידת השיכלול של שוק שקל-מטבע חוץ בארץ

מידת השיכלול בשוק שקל-מטבע חוץ²⁸ חשובה להערכת היציבות הפיננסית בשל החשש, ששיכלול חסר - כגון היעדר עומק שוק מספק, כשהנזילות או הסחירות בו נמוכות, או בשל הומוגניות רבה - לא ייבלם, ואף עלול להחמיר התפתחות אירוע פיננסי חריג. במקרה אחר, שיכלול חסר עלול לייצר מעצמו אירוע פיננסי חריג.

נציין, כי גידול ברמת מירווחי המסחר מבטא ירידה בשיכלול השוק בשל החשש, שהדבר מבטא את חסרונם של כוחות שוק תחרותיים שיפעלו לצמצום מירווחי קנייה-מכירה, לדוגמה בשל מספר עושי שוק נמוך מהרצוי (ראה לוח 1-א').

ב. התשואה והסיכון במשק ושל המשק מול חוץ לארץ

יחסי התשואה לסיכון במשק ושל המשק מול חוץ לארץ נקבעים על סמך מגוון התפתחויות סימולטניות. חשיבותם להערכת היציבות הפיננסית רבה בשל השפעתם החזקה והמהירה על תנועות ההון קצרות הטווח אל המשק וממנו, ומאחר שייתכן, שהם מגלמים עיוות

27 במרבית המדדים שבלוחות, גידול מבטא הרעה ביציבות הפיננסית, אך לא בכולם. ניתן ללמוד על כיוונית המדד לפי כיוון הערך הקריטי המצוין עבורו: ערך קריטי גבוה מבטא חשש מגידול במדד, ערך קריטי נמוך מבטא חשש מיירידה במדד, ערך קריטי דו-צדדי מבטא חשש משינוי חד במדד; הנתונים הרבעוניים הם ממוצע של שלושה חודשים קלנדאריים אלא אם צוין אחרת; כוכבית (*) מסמנת נתון מצטבר ברביע; נתון מודגש מציין נתון, שחרג ממגמת התפתחותו ההיסטורית.

28 ראה הערה 9.

לוח 1-א'

שכלול השווקים הפיננסיים - שוק השקל/מט"ח במשק, 2004

הערך הקריטי להשוואה (רבעוני)	2004					
	גבוה	נמוך	ממוצע	IV	III	II
1. הממוצע של נפח המסחר היומי במט"ח (מיליוני דולרים)	754	631	693	762	646	732
2. יתרת החוזים הפתוחים במכשירים פיננסיים נגזרים (OTC, מיליוני דולרים)	15,257	11,561	13,409	14,516	12,317	11,649
3. משקל המוסדות הפיננסיים הזרים בנפח המסחר הכולל במט"ח (אחוזים)	49.5	40.5	45.0	46.4	46.1	48.6
4. ההטרוגניות בפעילות של תושבי החוץ בנגזרי שקל/מט"ח "מעבר לדלפק"	0.48	0.33	0.41	0.31	0.37	0.44
5. התנודתיות בפועל של שער החליפין שקל- דולר (יומית, מונחים שנתיים, אחוזים)	9.4	2.6	6.0	5.0	3.0	4.1
6. מירווח הקנייה/מכירה שקל/דולר (פיפסים)	76	38	57	34	34	50

1 גידול במדד מבטא קטון בהטרוגניות.
המקור: דיווחי הבנקים ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

פיננסי ולא משקפים את כוחות השוק או שאינם ברי-התמדה. סיכון מדינה נמדד באמצעות פרמיית הסיכון לעומת משקים מתפתחים ומפותחים, ציוני הדירוג שלה ודירוג האשראי. סיכון שער החליפין נמדד באמצעות תנודתיות שער החליפין בפועל וסטיית התקן הגלומה באופציות. יחס התשואה לפרמיית סיכון המדינה, הנמדד באמצעות פער התשואות לטווח ארוך מחולק בפרמיית הסיכון של המשק, מאותה, בין השאר, על מידת האטרקטיביות של המשק להשקעות ארוכות טווח מחוץ לארץ. גידול בו מעודד כניסת תנועות הון למשק ולהיפך. יחס התשואה לסיכון שער החליפין, הנמדד כפער התשואות לטווח קצר מחולק בסיכון שער החליפין, מבטא במידה רבה יותר את האטרקטיביות של תנועות ההון קצרות הטווח (ראה לוח 1-ב').

ג. הפעילות הריאלית של המשק ושל חוץ לארץ ומגמות פיננסיות מרכזיות בעולם

הרעה או שיפור חריגים ומהירים בפעילות הריאלית של המשק בנפרד ובהתאמה ליתר העולם נמנו במספר רב של מחקרים כגורם מרכזי להתפתחות משברים פיננסיים. הקשרים הפיננסיים החזקים של המשק עם יתר העולם ומהירות התמסורת הפיננסית מחייבים מעקב אחר המגמות הפיננסיות המרכזיות בעולם. (ראה לוח 1-ג' ולוח 1-ד')

לוח 1-ב'

יחס התשואה לסיכון מול חוץ לארץ ובמטבע חוץ, 2004

הערך הקריטי להשוואה (רבעוני)	2004					
	גבוה	נמוך	ממוצע	IV	III	II
1. פער הריביות בין הבנקים המרכזיים - בנק ישראל מול ה-FED (אחוזים)	8.4	2.1	5.3	2.1	2.6	3.0
2. הפער בין התשואה על אג"ח שקלית של ממשלת ישראל לאג"ח של ממשלת ארה"ב (3 חודשים, אחוזים)	7.7	2.2	4.9	2.1	2.8	3.2
3. הפער בין התשואה על אג"ח שקלית של ממשלת ישראל לאג"ח של ממשלת ארה"ב (10 שנים, אחוזים)	7.3	2.1	4.7	3.2	3.5	3.2
4. האינפלציה המקומית בשיעור שנתי (אחוזים)*	6.0	-4.2	0.9	1.0	0.6	-0.7
5. הפרש האינפלציות בין ישראל לארה"ב (אחוזים)*	3.5	-6.4	-1.5	-2.4	-2.1	-3.6
6. דירוג סיכון המדינה (מתוך מאה אחוזים)	61	53	57	..	61	60
7. דירוג סיכון המדינה (Standard & Poor's)	..	..	..	A-	A-	A-
8. המירווח בין התשואה על אג"ח דולריות של ממשלת ישראל לאג"ח של ממשלת ארה"ב (10 שנים)	153	88	120	100	108	116
9. יחס מדד פרמיית הסיכון של ישראל למדד פרמיית הסיכון של משקים מתעוררים (EMBI) (אחוזים)	25.2	18.9	22.0	25.9	23.9	24.1
10. סטיית התקן הגלומה הנגזרת מאופציות שקל/דולר של בנק ישראל לשלושה חודשים (התנודתיות הצפויה, אחוזים)	10.3	4.2	7.2	5.2	4.4	5.0
11. יחס פער התשואות (10 שנים) לפרמיית סיכון המדינה	5.01	2.64	3.82	3.21	3.23	2.80
12. יחס פער התשואות (3 חודשים) לסיכון שער החליפין (סטיית התקן הגלומה)	0.82	0.54	0.68	0.40	0.63	0.64

המקור: דיווחי הבנקים, מידע מחברות בין-לאומיות ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

2. הערכת העמידות (הפגיעות) הפיננסית

קבוצת מדדים זו בוחנת את היציבות הפיננסית של המשק בגישה של יציבות מאזנית - עבור כלל המשק מול חוץ לארץ ועבור הסקטורים השונים הפועלים במטבע חוץ²⁹. לשם כך נבחנים סך חשיפת המשק לחוץ לארץ ומבנה התחייבויותיו ונכסיו והיקף החשיפות של הסקטורים השונים לשינויים בשער החליפין (ראה לוח 2-א' ולוח 2-ב'). מטרות הניתוח הן להעריך את רגישות המערכת הפיננסית לזעזועים חיצוניים פוטנציאליים ולהתפתחות אירוע פיננסי חריג ואת הרגישות הנובעת ממבנה החשיפות הפיננסיות השונות.

29 להרחבה על חשיבות המדידה לי"פ ראה פרק 3 בחלק זה.

לוח 1-ג'

הפעילות הריאלית במשק, 2004

הערך הקריטי להשוואה (רבעוני)			2004			
גבוה	נמוך	ממוצע	IV	III	II	I
						1. השיעור השנתי של צמיחת התוצר הריאלי (אחוזים)*
2.3	-0.9	0.7	2.9	1.6	1.7	1.0
5.6	3.9	4.8	3.7	3.9	4.3	4.5
1.05	1.02	1.03	1.04	1.04	1.06	1.04
						2. הגירעון (+) התקציבי ביחס לתמ"ג (אחוזים)
						3. יחס החוב הממשלתי לתמ"ג
						4. יחס הגירעון (+) השנתי בחשבון השוטף של המשק לתמ"ג (אחוזים)
0.011	-0.007	0.002	0.002	-0.004	-0.001	-0.001

המקור: דיווחי הבנקים, הממשלה, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

לוח 1-ד'

התפתחויות מרכזיות בעולם, 2004

הערך הקריטי להשוואה (רבעוני)			2004			
גבוה	נמוך	ממוצע	IV	III	II	I
						1. שיעור צמיחת התוצר הריאלי במשקים המפותחים (אחוזים)*
5.4	2.8	4.1	4.2	4.7	4.8	5.5
..	..	..	..	..	26.3	16.1
6.2	-2.5	1.8	4.5	-1.9	0.4	0.4
						2. שיעור התפתחות הסחר העולמי (אחוזים)*
						3. תשואת מניות חו"ל (נאסדק, אחוזים)
						4. היקף תנועות ההון למשקים המתעוררים (מיליארדי דולרים)*
23.8	10.8	17.3	..	17.8	19.8	23.1
1.2	-2.3	-0.6	-1.90	-1.53	-1.56	-1.55
3.2	-1.3	0.9	3.1	0.2	-0.3	-0.1
						5. מדד "שנאת סיכון" של משקיעים בין-לאומיים ¹
						6. השינוי בשער החליפין אירו/דולר (אחוזים)
						7. התנודתיות בפועל של שער החליפין אירו/דולר (יומית, מונחים שנתיים, אחוזים)
12.5	7.2	9.9	8.3	9.3	11.5	12.9
11.2	9.5	10.3	10.2	9.9	10.8	11.1

1 ערך נמוך מבטא נטייה להשקיע.

המקור: קרן המטבע הבינ-לאומית, מריל לינץ', בלומברג ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

לוח 2-א'

העמידות בפעילות המשק מול חוץ לארץ, 2004

הערך הקריטי להשוואה (רבעוני)			2004				
גבוה	נמוך	ממוצע	IV	III	II	I	
א. בהתחייבויות							
1.16	0.96	1.06	1.09	1.12	1.16	1.13	יחס ההתחייבויות לחו"ל לתמ"ג
0.65	0.60	0.63	0.61	0.62	0.64	0.63	יחס החוב החיצוני ברוטו לתמ"ג
							משקל החוב לזמן קצר בסך החוב החיצוני
44.2	40.1	42.2	40.4	40.5	40.3	41.7	ברוטו (אחוזים)
							משקל ההתחייבויות הנזילות בהתחייבויות
60.6	58.6	59.6	60.5	60.7	60.5	59.9	לחו"ל (אחוזים)
ב. בעודף ההתחייבויות							
0.33	0.24	0.28	0.27	0.30	0.32	0.31	יחס עודף ההתחייבויות לחו"ל לתמ"ג
-0.02	-0.09	-0.05	-0.09	-0.08	-0.08	-0.07	יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג
							יחס החוב החיצוני לזמן קצר ברוטו לנכסי
0.55	0.47	0.51	0.46	0.47	0.47	0.50	החוב לזמן קצר
							יחס החוב החיצוני לזמן קצר ברוטו ליתרות
1.25	1.07	1.16	1.09	1.09	1.08	1.13	המט"ח של בנק ישראל
2.50	2.31	2.40	2.47	2.41	2.30	2.37	יחס M2 ליתרות המט"ח של בנק ישראל
ג. בנכסים							
0.85	0.71	0.78	0.82	0.82	0.85	0.82	יחס נכסי המשק בחו"ל לתמ"ג
10.9	6.8	8.8	10.5	10.6	10.2	10.4	משקל המניות בנכסי המשק בחו"ל (אחוזים)
							משקל ההשקעות הישירות בנכסי המשק
16.6	12.2	14.4	16.2	16.4	15.9	16.1	בחו"ל (אחוזים)
							משקל המניות הסחירות בנכסי המשק בחו"ל
8.9	4.5	6.7	8.4	8.6	8.2	8.4	(אחוזים)

המקור: דיווחי הבנקים ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

3. בחינת אירועים בעלי פוטנציאל לערעור היציבות הפיננסית

קבוצת מדדים זו בוחנת התפתחויות חריגות בפעילות הפיננסית של המשק, שיש בהן משום פוטנציאל לערעור היציבות הפיננסית. זיהויים³⁰ של אירועים אלו מאפשר מעקב טוב יותר אחר היציבות הפיננסית. (ראה לוח 3-א').

30 ניתן להבחין בין מדדים שחריגה בהם מצביעה על אירועים בעלי פוטנציאל לערעור היציבות הפיננסית - לדוגמה פיתוח חד בשער החליפין שקל-דולר - לבין מדדים אחרים היכולים לסייע בהערכת החומרה של האירוע הפיננסי - לדוגמה, שינויים בסיכון שער החליפין או בתנועות ההון.

לוח 2-ב'

העמידות בפעילות במטבע חוץ של המגזר הפרטי הלא-בנקאי, 2004

הערך הקריטי להשוואה (רבעוני)	2004					
	ממוצע	נמוך	גבוה	IV	III	II
1. יחס ההתחייבויות נטו במט"ח של המגזר הפרטי הלא-בנקאי לתמ"ג	-0.13	-0.19	-0.06	-0.17	-0.18	-0.19
2. משקל החוב ברוטו במט"ח של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בסך החוב של המגזר (אחוזים)	34.9	33.1	36.8	33.1	33.7	33.7
3. משקל הנכסים ברוטו במט"ח של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בסך הנכסים של המגזר (אחוזים)	4.6	4.4	4.8	4.6	4.7	4.7
4. משקל הפיקדונות במט"ח של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בסך הפיקדונות של המגזר (אחוזים)	28.3	27.5	29.1	28.8	29.0	28.9
5. יחס עודף הנכסים נטו בשקלים של מגזר תושבי החוץ לתמ"ג	0.003	-0.008	0.014	0.008	0.001	0.003
6. יחס עודף ההתחייבויות נטו במט"ח של המגזר העסקי לתמ"ג	0.06	0.03	0.10	0.01	0.03	0.03
7. יחס עודף הנכסים נטו במט"ח של מגזר משקי הבית לתמ"ג	0.20	0.19	0.21	0.20	0.21	0.21
8. יחס עודף הנכסים נטו במט"ח של מגזר המשקיעים המוסדיים לתמ"ג	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03

המקור: דיווחי הבנקים ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

לוח 3-א'

מדדים לזיהוי ולהערכת אירועים בעלי פוטנציאל לערעור היציבות, 2004

הערך הקריטי להשוואה (רבעוני)	2004					
	ממוצע	נמוך	גבוה	IV	III	II
1. המירווח בין פער התשואות לטווח קצר לפער הריביות של הבנקים המרכזיים (אחוזים)	-0.31	-1.05	0.44	-0.01	0.18	0.17
2. השינוי בשער החליפין שקל/דולר (אחוזים)	-0.2	-2.1	1.6	-1.2	-0.1	0.1
3. הצבירה של יחידים בקרנות נאמנות המשקיעות במט"ח ובחור"ל (מיליוני דולרים)	46	-148	240	-63	-151	-7
4. מימוש השקעותיהם של תושבי החוץ בני"ע ישראלים סחירים בשוק המשני בארץ ובחור"ל (מיליוני דולרים)	-4	-138	146	227	-45	-58
5. המשיכות של תושבי החוץ מפת"ח (מיליוני דולרים)	80	-56	216	-116	15	223
6. רכישות (+) נטו של מט"ח לטווח קצר (שרגישותן לריבית גבוהה) על ידי תושבי חוץ (מיליוני דולרים)	-77	-495	341	-456	-31	62
7. רכישות (+) נטו של מט"ח לטווח קצר (שרגישותן לריבית גבוהה) על ידי תושבי ישראל (מיליוני דולרים)	-9	-570	553	231	-157	428
8. רכישות אג"ח נטו של תושבי חוץ במשקים מתעוררים (מיליארדי דולרים)	8	2	15	..	..	9

המקור: דיווחי הבנקים ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.