

פרק ב': הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית

1. מבוא

הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית משפיעה מאוד על יציבותה: התפתחויות בפעילות הריאלית העולמית והמקומית, התפתחויות בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים ושינויים במדיניות המקרו-כלכלית - כל אלה משתקפים בפעילות, בתשואות ובסיכונים של המוסדות הפיננסיים ושל הנכסים הפיננסיים הנסחרים בישראל; תדירותם ועוצמתם של זעזועים בסביבה העולמית והמקומית משפיעות על מידת יציבותה של המערכת הפיננסית.

פרק זה מתאר בקצרה את ההתפתחויות העיקריות שהיו בשנת 2004 בסביבה העולמית - בפעילות הריאלית ובשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים - ובסביבה המקומית: בפעילות הריאלית ובמדיניות המקרו-כלכלית. השנה הרחבנו במקצת את הדיון בסיכונים ובסיכונים ליציבותה של המערכת הפיננסית הבין-לאומית, מפני ההתפתחויות המיוחדות במערכת זו. בפרק מנותחים גם השינויים שהתחוללו השנה באיתנות הפיננסית של המגזר הפרטי (המגזר העסקי ומשקי הבית) ובחוסן הפיננסי של המשק מול חו"ל - שני ערוצים שדרכם הסביבה העולמית והמקומית משפיעה על המערכת הפיננסית: כושר הפירעון של המגזר הפרטי משפיע במישרין על סיכון האשראי של המוסדות הפיננסיים ועל יציבותם, ולשיעורי החיסכון של משקי הבית יש השפעה ישירה על המערכת הפיננסית. משקי הבית משפיעים על היציבות הפיננסית גם בעקיפין, דרך השפעתם על פעילות המגזר העסקי ועל גיוסי ההון הישירים שלו. מידת החוסן הפיננסי של המשק, הנמדדת על פי מדדי החוב החיצוני והממשלתי ועל פי דירוג האשראי וסיכון האשראי שלו, משמשת נקודת מוצא לבחינת היציבות של המערכת הפיננסית.

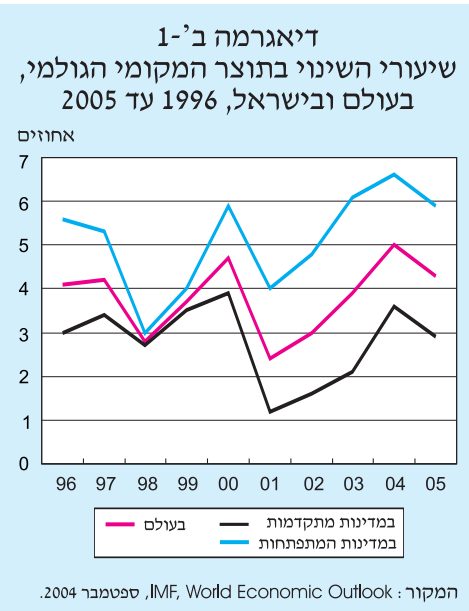
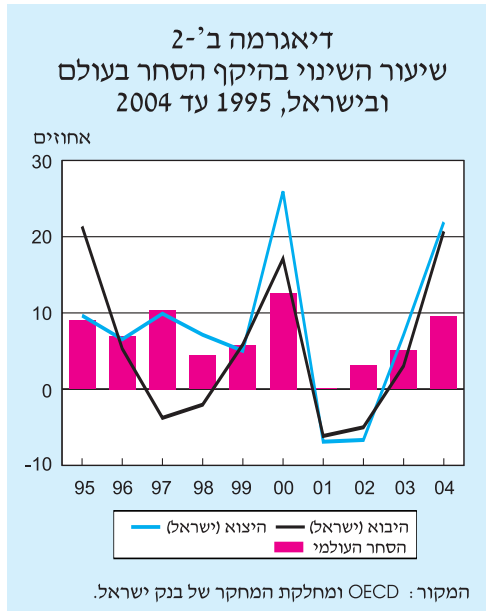
2. הסביבה העולמית

- השנה התבססה ההתאוששות, שהחלה באמצע השנה הקודמת, בכלכלה העולמית - בתחום הריאלי ובתחום הפיננסי - והדבר הפחית את אי-הוודאות בסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית של ישראל ותרם ליציבותה.
- הציפיות לשנה הבאה הן להמשך המגמה החיובית של השנתיים האחרונות. עם זאת, שני תרחישים מאיימים כיום על היציבות הפיננסית בעולם, ובכלל זה בישראל, על רקע אי-פתרון בעיית "הגירעון הכפול" בארה"ב: תיקון חד כלפי מעלה במירווחי הסיכון של מדינות מתעוררות ופגיעה באמון המשקיעים בכלכלת ארה"ב.

א. ההתפתחויות העיקריות בעולם

בשנת 2004 נמשך השיפור בתחום הריאלי: שיעור הצמיחה של התמ"ג העולמי המשיך ועלה והסתכם השנה ב-5%, לאחר 3.9% אשתקד. עיקר העלייה מקורה במדינות המתקדמות, המייצרות כשלושה רבעים מהתוצר העולמי, אך שיעור הצמיחה במדינות אלו היה השנה

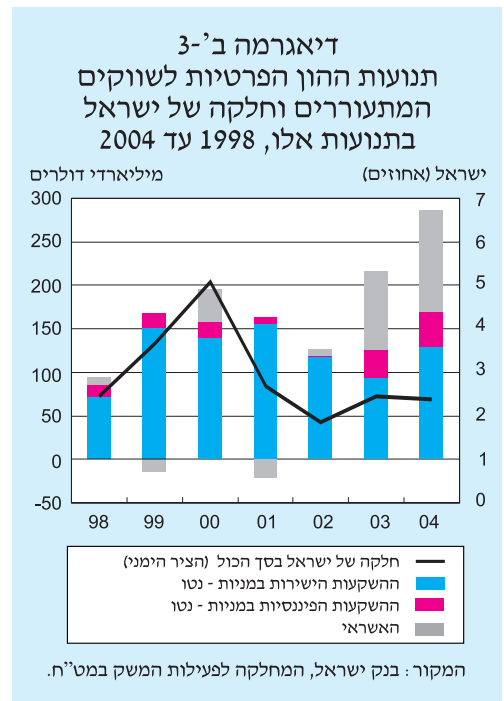
עדיין כמחצית משיעורה במדינות המתפתחות - 3.6% לעומת 6.6% (דיאגרמה ב'1). את הצמיחה במדינות המתקדמות ממשיכה להוביל ארה"ב: שיעור הצמיחה בה הסתכם ב-4%; בגוש האירו היה שיעורה 1.8%, וביפאן כ-2.4%, אך עם תנודתיות גבוהה, כמו בשנים האחרונות. בשווקים המתעוררים בלטה סין, שבה הגיע שיעור הצמיחה ב-2004 ל 9.5%.



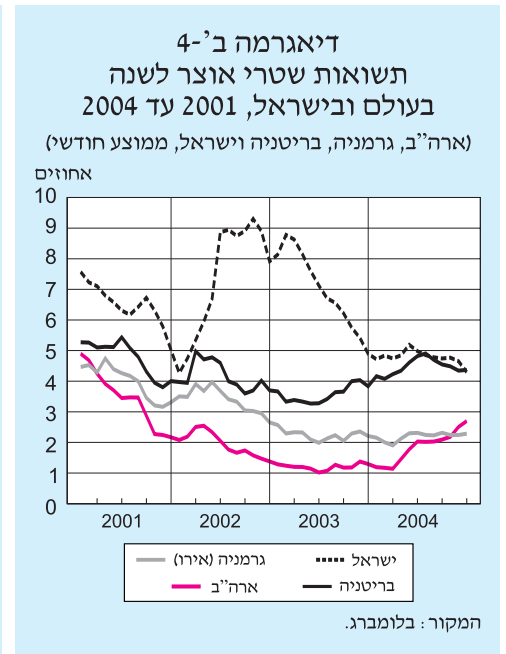
השנה הואץ גידולו של הסחר העולמי, והוא הסתכם ב-9.5% - דבר שתורם להאצת היצוא הישראלי (דיאגרמה ב'2). האינפלציה נותרה נמוכה ברוב המדינות המתקדמות (2.1% בממוצע), על אף עלייה מסוימת בחלק מהן ולמרות עליות מחירים בשוקי הסחורות, בפרט עלייה חדה במחיר הנפט (כ-30%).

תנועות ההון הפרטיות לשווקים המתעוררים המשיכו לגדול השנה, לאחר התפנית החיובית אשתקד (דיאגרמה ב'3): ב-2003 הן נסקו בחזרה לרמת השיא של שנת 2000, והשנה המשיכו וגדלו בשליש, להיקף של 285 מיליארדי דולרים; עיקר הגידול השנה היה בהשקעות הישירות במניות. העלייה בתנועות ההון לשווקים המתעוררים מוסברת בהמשך הירידה של תפיסת הסיכון בעולם וברמת הריביות הנמוכה במדינות המפותחות. חלקה של ישראל בסך תנועות ההון לשווקים מתעוררים לא השתנה השנה, לאחר עלייתו אשתקד.

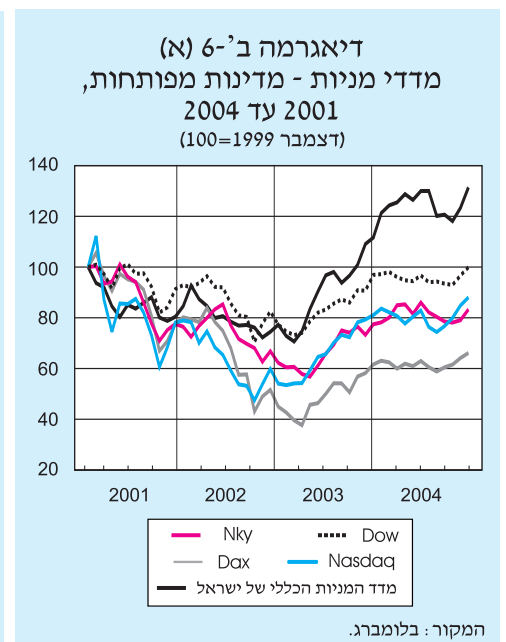
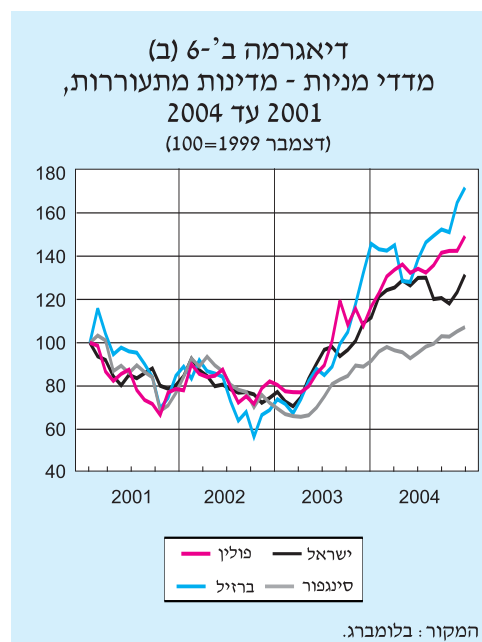
התפתחויות אלה עמדו ברקע השינויים בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים: מגמת הירידה בתשואות על אג"ח לטווח קצר וארוך של המדינות המפותחות התהפכה כבר באמצע 2003; התשואות על אג"ח לטווח קצר המשיכו ועלו במהלך 2004 כולה, ואילו התשואות על אג"ח ארוכות עלו עד אמצע 2004, ולאחר מכן ירדו (דיאגרמות ב'4 וב'5). התוצאה הייתה צמצום הפערים בין תשואות לטווח קצר לתשואות



פרק ב' - הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית

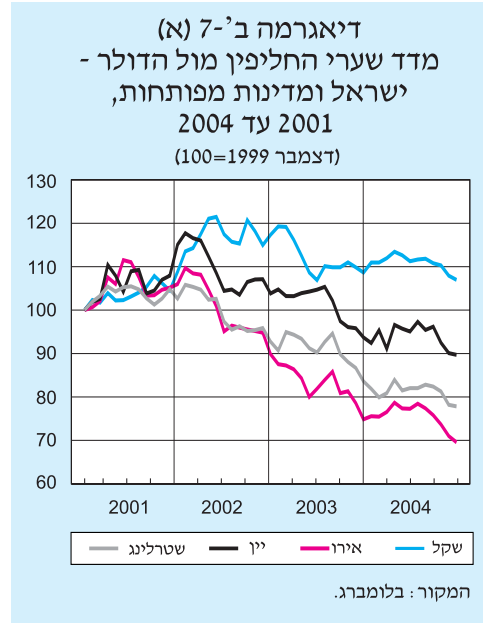
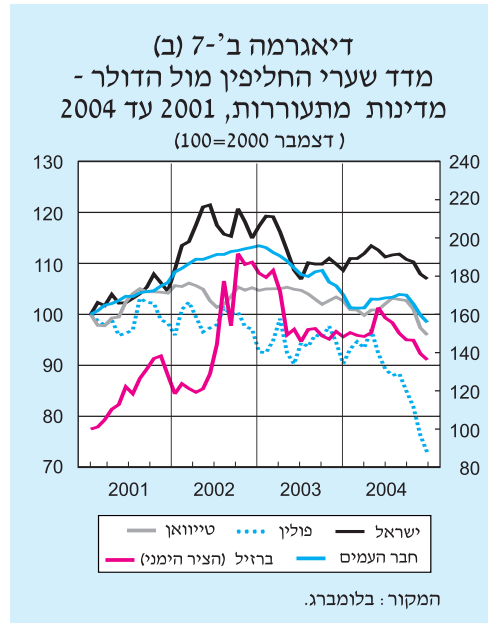


לטווח ארוך, כלומר השתטחות של עקומי התשואות במהלך השנה. לאחר התפנית החיובית בשוקי המניות בעולם והעליות החדות של מדדי המניות אשתקד, נמשכו השנה העליות של מדדי המניות במרבית המדינות, אך זאת תוך ירידות במהלך המחצית הראשונה, ובסך הכול בקצב נמוך יותר מאשר אשתקד (דיאגרמה ב'-6 (א) ו-ב'-6 (ב)). בשוקי המטבע נמשכה מגמת ההיחלשות של הדולר כנגד מטבעות אחרים, ביניהם השקל, שהחלה כבר בראשית 2002. כך, למשל, נחלש הדולר מול האירו ב-7% השנה וב-35% במצטבר במהלך שלוש

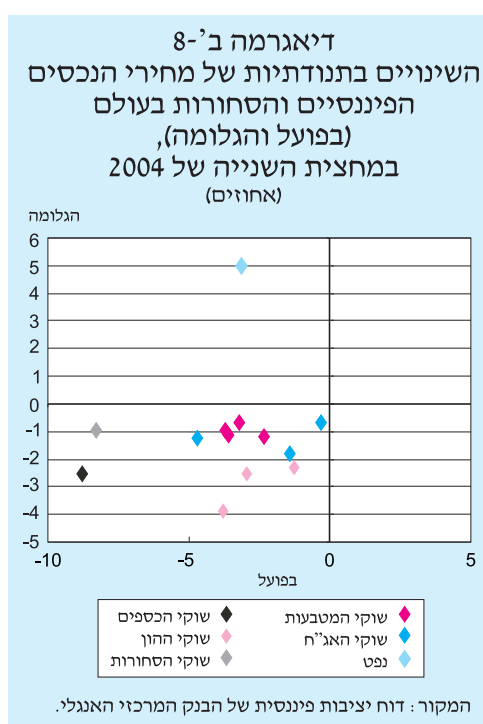


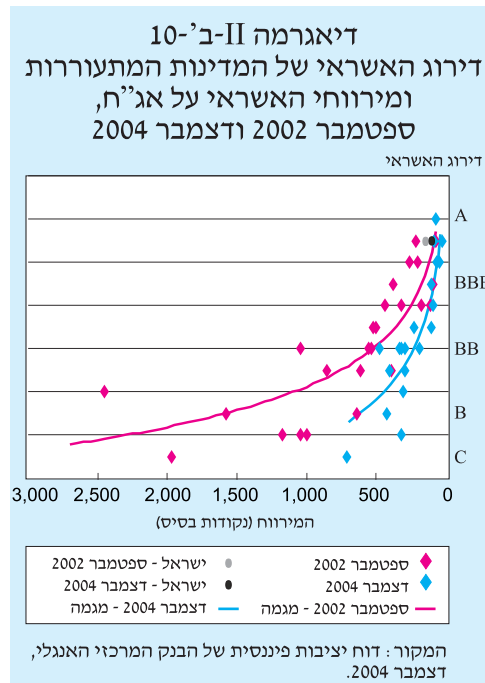
בנק ישראל, תחום היציבות הפיננסית, דוח 2004

השנים האחרונות. (דיאגרמה ב'-7 (א) ו-ב'-7 (ב). התנודתיות בשווקים הפיננסיים, הנמדדת על ידי סטיות התקן ההיסטוריות של מחירי נכסים פיננסיים וסטיות התקן הגלומות במחירי אופציות, ירדה במחצית השנייה של השנה, לאחר עלייה במחצית הראשונה (דיאגרמה ב'-8).



תופעה בולטת בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים היא המשך הירידה בפרמיית הסיכון של המדינות המתעוררות: מדד מירווחי איגרות החוב של המשקים המתעוררים EMBI (Emerging Markets Bond+ Index) המשיך וירד במהלך 2004 לרמה נמוכה מאוד היסטורית (365 נ"ב בדצמבר 2004) - פחות ממחצית רמתו בתחילת 2000, לאחר שהגיע לרמות שיא (סביב 1,000 נ"ב) בסוף 2001 ובסוף 2002 (דיאגרמה ב'-9). הירידה החדה של המירווחים ניכרת אפילו במדינות שדירוג האשראי שלהן לא עלה (דיאגרמה ב'-10). מגמה זו היא תוצאה של ירידת סיכונים גלובלית בעקבות ההתאוששות בכלכלה העולמית, ואולי גם של עודפי נזילות ותשואות נמוכות במדינות המפותחות.





ב. הערכות מבחינת היציבות הפיננסית¹

ב-2004 התבססה ההתאוששות בכלכלה העולמית, נשמרה היציבות במערכת הפיננסית הבין-לאומית, וגם היציבות לגבי העתיד הקרוב הן חיוביות: קרן המטבע צופה כי ב-2005 כולה יצמח התוצר העולמי בשיעור של 4.3%, והסחר העולמי יצמח בשיעור של 7.2% - קצבים שהם אמנם נמוכים במקצת מאלה של 2004, אך עדיין גבוהים בהשוואה לשנים האחרונות. כן צפוי המשך האינפלציה הנמוכה במדינות המתקדמות ואף ירידה מסוימת במתפתחות; צפוי כי יתחזקו הרווחיות והאיתנות הפיננסית של החברות העסקיות ותימשך זרימה של ההון לשווקים מתעוררים ברמה של 2004, דבר שיסייע להתפתחות הכלכלית. כל אלה תומכים בשמירת היציבות הפיננסית בעולם גם ב-2005. עם זאת, במהלך 2004, ובמיוחד לקראת סופה, הלכו וגברו החששות לגבי התמדת היציבות בעתיד. מקורם של האיומים העיקריים על יציבות המערכת הפיננסית הבין-לאומית הוא בהתפתחויות בכלכלת ארה"ב - המשמשת בשנים האחרונות עוגן לכלכלה העולמית בכלל, וליציבות הפיננסית בעולם בפרט.

ההתפתחויות החיוביות בפעילות הריאלית בארה"ב בשנתיים האחרונות, שחלקן נזכר לעיל, היו מלוות בעלייה משמעותית של אי-הוודאות לגבי עתידה. שורשי אי-הוודאות נעוצים בשיעור חיסכון נמוך, שהשתקף ברמה הגבוהה והחריגה שאליה הגיע "הגירעון הכפול" ב-2004 - בתקציב הממשל (גירעון הנאמד ב-4% מהתוצר) ובחשבון השוטף של ארה"ב (5.6%), ולא ברור כיצד ומתי הוא עתיד להצטמצם. במקביל נשמרה ריבית ה-Fed בשנתיים האחרונות ברמה נמוכה מאוד (ריאלית שלילית). מצב מורכב זה של "הגירעון

1 מבוסס, בין היתר, על דוחות יציבות פיננסית של הבנק המרכזי האנגלי, ה-IMF וה-ECB, ועל הערכות של הפורום הבין-לאומי ליציבות פיננסית (FSF).

הכפול" וריבית Fed נמוכה לאורך זמן, יחד עם שיפור בכלכלה העולמית, עומד, כנראה, בבסיסן של התפתחויות שונות בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים בשנתיים האחרונות: הפיחות הניכר בערכו של הדולר מול מטבעות אחרים ובראשם האירו, תוך כדי התחלת הסטה ביתרות המט"ח של בנקים מרכזיים, בעיקר של מדינות המזרח הרחוק, מהדולר למטבעות אחרים, לקראת סוף 2004; תשואה נמוכה היסטורית על אג"ח לטווח ארוך בארה"ב, תוך ירידה במחצית השנייה של 2004²; ירידה בתשואות ובמירווחי הסיכון על אג"ח של מדינות מתעוררות; העלאה איטית של ריבית ה-Fed רק מאמצע השנה, תוך כדי עליית האינפלציה בארה"ב.

התפתחויות אלה, שמכנים אותן "חוסר-איזון גלובלי", מאיימות על יציבות המערכת הפיננסית הבין-לאומית, לנוכח שני תרחישים:

(1) אפשרות של תיקון חד כלפי מעלה בתמחור הסיכונים של שווקים מתעוררים. אפשרות זו נעוצה בקושי להסביר את הרמות הנמוכות-ההיסטוריות של תשואות האג"ח לטווח ארוך בעולם ושל המירווחים באג"ח של מדינות מתעוררות אך ורק על בסיס השיפורים בכלכלה העולמית ובמשקים המתעוררים; לפיכך יש הקושרים רמות נמוכות אלה לעודפי נזילות במדינות המפותחות, על רקע הריביות הנמוכות שקובעים הבנקים המרכזיים, המניעות את המשקיעים לחפש תשואה גבוהה יותר. מכאן עולה מסקנה בדבר תמחור-חסר של הסיכונים בשווקים המתעוררים, שמשמעותו גידול הסבירות לעלייה של התשואות ושל מירווחי הסיכון בעתיד.

מבחינת היציבות הפיננסית, הגורם החשוב הוא אופיו של תהליך התיקון: אם העלייה תתרחש בבת אחת, תוך כדי משיכה מסיבית של כספים ממדינות מתעוררות, וביניהן מישראל, ייפגע ערכם של המטבעות ושל נכסים פיננסיים (מניות ואג"ח) במדינות אלה, תעלה הסבירות לשיבושים פיננסיים חמורים בהן, ולשיבושים אלו עלולות להיות השלכות שליליות על הפעילות הריאלית באותן מדינות. האיום של תיקון חד במירווחים עלול להתממש, בין היתר, במקרה שהריבית בארה"ב תועלה בשיעור חד ולא צפוי.

(2) אפשרות של פגיעה באמון בכלכלת ארה"ב - "הגירעון הכפול" בארה"ב והעדר תוואי ברור לצמצומו מגדילים את ההסתברות לפיחות נוסף של הדולר מול המטבעות האחרים ולעליית התשואה של אג"ח לטווח ארוך בארה"ב. התפתחויות אלה, גם אם יהיו הדרגתיות, עלולות לפגוע ביציבות השווקים הבין-לאומיים, בגלל השפעתן המצטברת; קל וחומר אם ההתפתחויות יהיו חדות - למשל במקרה של פגיעה באמון של בנקים מרכזיים במזרח אסיה בכלכלת ארה"ב וביכולתה של המדיניות המקרו-כלכלית שם לצמצם את "הגירעון הכפול", שתתבטא בצמצום הרכיב הדולרי ברזרבות המט"ח שלהם. קשה להעריך את עוצמתן של ההשלכות השליליות בתרחיש אחרון זה, שמשמעותו חבלה בעוגן של הכלכלה העולמית. מכל מקום, הטלטלה שעלולה להיווצר בעולם תפגע גם בישראל³.

מלבד שני איומים עיקריים אלה על היציבות הפיננסית בעולם, שמקורם בכלכלת ארה"ב, מצביעות הרשויות המובילות בתחום היציבות הפיננסית בעולם על שני איומים נוספים: (1) אפשרות של המשך העלייה במחיר הנפט - לנוכח הצמיחה המהירה של הביקוש לו בסין

2 יש קושי ליישב התפתחות זו עם "הגירעון הכפול" בארה"ב והפיחות בדולר.

3 הקשר בין שני האיומים נעוץ בהתפתחויות עד כה בכלכלת ארה"ב, כמתואר לעיל, וגם באפשרות שתיוקן חד של מירווחי הסיכון במדינות המתעוררות יבוא בעקבות עלייה של הריבית בארה"ב ו/או של תשואות האג"ח לטווח ארוך שלה, עלייה שתיגרם בגלל הבעיות בכלכלתה; תיוקן כזה עלול לבוא כתגובה של המדיניות המוניטרית בארה"ב להתגברות האינפלציה, או כתגובה של השוק להחמרת הבעיות.

ובמזרח אסיה - אשר עלולה להאיץ את האינפלציה ולפגוע בצמיחה בעולם, ובאמצעותה במערכת הפיננסית; (2) אפשרות של ירידה חדה במחירי הנדל"ן במדינות המערב - בעקבות עלייתם המשמעותית בשנים האחרונות ועליית הריביות - ירידה שעלולה לפגוע בפעילות הכלכלית ובבנקים במדינות אלה.

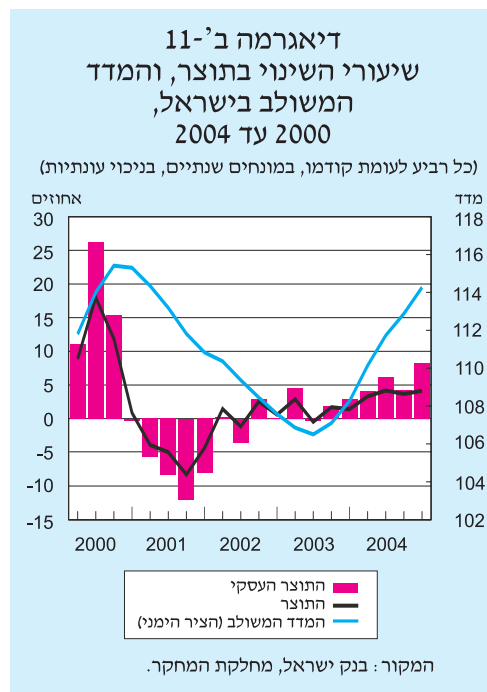
3. המשק והמדיניות הכלכלית⁵

- לאחר התפנית ב-2003, התבססה ב-2004 ההתאוששות במשק: השנה נרשמה תפנית חיובית במגמות ההתפתחות של התוצר לנפש, של ההשקעה המקומית, של שיעור האבטלה ושל ההכנסה הפנויה משכר, והואץ הגידול של התוצר והצריכה הפרטית. עם זאת, האבטלה עדיין גבוהה, וענפי הבנייה והחקלאות טרם התאוששו.
- השנה נמשך השיפור, שהחל אשתקד, בתמהיל המדיניות המקרו-כלכלית ובאמינותה: המדיניות הפיסקלית הוסיפה ופעלה להפחתת ההוצאה הציבורית והגירעון הציבורי, ובמקביל ננקטה מדיניות מוניטרית מרחיבה יותר, שתרמה להעלאת שיעורי האינפלציה לתחום יעד יציבות המחירים. השיפור במדיניות, יחד עם ביסוס התאוששותו של המשק, תומכים ביציבות המערכת הפיננסית.

א. ההתפתחויות העיקריות בפעילות הריאלית

לאחר התפנית החיובית במשק אשתקד, התבססה ההתאוששות בשנת 2004 כפי שמשקף בתפנית חיובית בנתונים נוספים ובהאצת השיפור באחרים: התוצר לנפש וההשקעה המקומית שבו ועלו לאחר שלוש שנים של ירידה, שיעור האבטלה החל לרדת לאחר מגמת עלייה ממושכת, ההכנסה הפנויה משכר החלה לעלות לאחר שנתיים של ירידה; קצב צמיחה של התוצר הואץ, תוך עלייה מהירה בצריכה הפרטית - בזכות המשך ההתאוששות בכלכלה העולמית והשיפור המשמעותי במצב הביטחוני, שנתמכו על ידי המשך השיפור בתמהיל המדיניות המקרו-כלכלית. (ראו סעיף ב' להלן). ביסוס התאוששותו של המשק תומך ביציבות המערכת הפיננסית.

התוצר עלה ב-2004 ב-4.3% - המשך לעלייה מתונה (1.3%) אשתקד. האצת הצמיחה הובלה על ידי המגזר העסקי, שתוצרו עלה ב-6.1%, לאחר עלייה של 1.7% בלבד ב-2003 וירידות של כ-3% בכל אחת מהשנתיים הקודמות (דיאגרמה ב'-11). האצת היציאה מהמיתון הובלה על ידי היצוא, שקצב גידולו הגיע ל-14.6% - פי שניים ויותר מאשר ב-2003 - אך גם הצריכה הפרטית התאוששה וגדלה ב-5.2%, פי ארבעה מאשר ב-2003. ההתאוששות בצריכה הפרטית נבעה מעלייה



4 גם האפשרות של ערעור היציבות של קרנות הפנסיה במדינות המערב בטווח הארוך - בגלל היווצרות גירעונות אקטואריים בקרנות שבהן זכויות העמיתים מובטחות, כתוצאה מעלייה בתוחלת החיים ובגיל הממוצע של האוכלוסייה - נזכרת כאיום, שאינו חדש, על יציבות השווקים הפיננסיים הבין-לאומיים, שבהם מושקע חלק נכבד מנכסי הקרנות.

5 מבוסס על הדוח השנתי של מחלקת המחקר, "דין וחשבון לשנת 2004, המשק והמדיניות הכלכלית".

בהכנסה הפנויה משכר - תוצאה של תפנית בהתפתחות השכר הריאלי, לאחר שתי שנות ירידה, ושל הפחתת שיעורי המס. עם זאת, בשלוש השנים האחרונות ירדו תשלומי ההעברה, המשפיעים מאוד על הצריכה של בעלי הכנסה נמוכה. בניגוד לאשתקד, התאוששה השנה גם ההשקעה המקומית - בעיקר במכונות וציוד ובמלאי. הצריכה הציבורית פחתה גם השנה ב-2%. הצמיחה השנה ניכרה בעיקר בענפי התעשייה, התחבורה, התקשורת, המסחר והשירותים, בעוד שבענפי הבנייה והקלאות הצטמצמה הפעילות.

החשבון השוטף של מאזן התשלומים הסתכם גם השנה, בדומה לאשתקד, באיזון, המשקף עלייה חדה ביצוא וביבוא של סחורות ושירותים גם יחד. האיזון בחשבון השוטף השנה, שהושג למרות האצת היציאה מהמיתון, שפעלה לגידול היבוא, מעיד על הגורם העיקרי שהשפיע על סחר החוץ - גידול הביקושים מחו"ל.

בשיעור האבטלה במשק חלה תפנית: לאחר מגמת עלייה מתמשכת הוא ירד בהדרגה במהלך השנה והגיע ברביע האחרון ל-10% מכוח העבודה. ואולם, שיעור זה עדיין גבוה משמעותית מאשר לפני השפל, שהתחיל ברביע האחרון של שנת 2000 (כ-8.5%). שיעור התעסוקה, שהחל לעלות כבר במהלך 2003, המשיך לעלות השנה, תוך צמצום התעסוקה בשירותים הציבוריים ועלייה בביקוש של המגזר העסקי לעובדים.

ברקע להעמקת השיפור במשק עומד, כאמור, גם שיפור משמעותי במצב הביטחוני בישראל: לאחר הפחתה מסוימת בטרור אשתקד, פחתו השנה במחצית מספר הפיגועים ומספר הנפגעים, ולקראת סוף השנה חודשו התיאום הביטחוני והתהליך המדיני עם הפלסטינים. כל אלה תרמו להפחתת אי-הוודאות במשק ולהגברת אמון הצרכנים. בכיוון ההפוך פעל חוסר היציבות הפוליטית, שהשתקף בשינויים תכופים בהרכב הקואליציה ובדחיית אישור חוק התקציב לשנת 2005 למועד האחרון האפשרי. לשלילה פעלה גם ההתרחבות הנמשכת של ממדי העוני ואי-השוויון.

ב. המדיניות הכלכלית

בשנת 2004 נמשך השיפור, שהחל אשתקד, בתמהיל המדיניות המקרו-כלכלית: מדיניות פיסקלית שפעלה להפחתת ההוצאה הציבורית והגירעון הציבורי, תוך הפחתת שיעורי המס, ומדיניות מוניטרית מרחיבה, שפעלה להעלאת שיעורי האינפלציה לתחום היעד. השנה נמשך השיפור במדיניות הפיסקלית, שהחל בתפנית בחודש מארס 2003, כשאושרה התכנית הכלכלית של הממשלה החדשה. התכנית אמנם הובילה לשינוי חד בתוואי הגירעון, אך הגירעון בשנת 2003 כולה היה עדיין גבוה, 5.6% מהתוצר, ורק השנה הוא פחת בשיעור ניכר, ל-3.9% - שיעור המשקף עמידה ביעד, לאחר שלוש שנים של אי-עמידה בו. הפחתת הגירעון הושגה בזכות צמצום ריאלי יוצא דופן של הוצאות הממשלה, זו השנה השנייה ברציפות, וגם בזכות גידול חד של ההכנסות ממסים (בעיקר מיבוא). למרות הפחתה משמעותית של שיעורי המס. הפחתת הגירעון יחד עם ההתאוששות בפעילות הכלכלית הובילו לירידה של יחס החוב הציבורי לתוצר, שעלה במשך שלוש שנות המיתון. התפנית במדיניות הפיסקלית אשתקד, הנחישות והעקביות ביישומה גם השנה ותוצאותיה הטובות מהצפוי - כל אלה הגבירו את האמון בהנהגה הכלכלית וביכולתה לשלוט בגירעון ובחוב.

השיפור במדיניות הפיסקלית, יחד עם ייסוף השקל מול הדולר והישארות התוצר ברמה נמוכה מהפוטנציאל, פעלו למיתון סביבת האינפלציה ואיפשרו לבנק ישראל להפחית באופן מתמשך את הריבית: ריבית בנק ישראל, שכבר ירדה מ-9.1% בסוף 2002 ל-5.2% בסוף 2003, הוסיפה וירדה במהלך 2004 ובתחילת 2005 עד ל-3.5% בפברואר, ובניכוי האינפלציה

הצפויה - לפחות מ-2% בלבד, רמות נומינלית וריאלית נמוכות מאוד בהשוואה לעשור האחרון. על רקע זה עלה מדד המחירים לצרכן ב-2004 ב-1.2%, קרוב לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים (1%-3%), לאחר שבשנת 2003 הוא ירד ב-1.9% - נמוך משמעותית מהיעד. למרות הריבית הנמוכה היסטורית, נראה שגבר אמון הציבור במדיניות המוניטרית וביכולתה להשיג את יעד יציבות המחירים.

המשך השיפור בתמהיל של המדיניות המקרו-הכלכלית תמך בהאצת הצמיחה של המגזר העסקי: אמנם, הקטנת ההוצאה הציבורית פעלה בטווח הקצר להקטנת הביקושים במשק, אך הפחתת המיסוי והירידה בחוב הציבורי תרמו לירידת הריביות הריאליות ותמכו בהגדלת הצריכה הפרטית וההשקעה המקומית. במקביל תמכה התגברות האמון במדיניות המקרו-כלכלית בציפיות הפירמות והפרטים לשיפור כלכלי בעתיד. השיפור במדיניות המקרו-כלכלית ובאמינותה תורמים לחיזוק היציבות של המערכת הפיננסית.

4. האיתנות הפיננסית של המגזר הפרטי

- השנה חל שיפור נוסף באיתנות הפיננסית של המגזר הפרטי (המגזר העסקי ומשקי הבית), לאחר התפנית החיובית אשתקד על רקע התפתחויות חיוביות בפעילות הריאלית.
- השיפור באיתנות הפיננסית של המגזר העסקי (על פי נתוני החברות הבורסאיות) השתקף בכל המדדים. הוא ניכר במיוחד בענף התעשייה, ובמידה מתונה יותר בענפי המסחר והשירותים. לעומתם בענף הנדל"ן לא נרשם שיפור, והמדדים מצביעים עדיין על פגיעות רבה.
- שיפור מסוים חל השנה גם באיתנות הפיננסית של משקי הבית, כפי שמעידים הירידה בנטל האשראי, לראשונה מאז השפל, גידול הצריכה ועצירת מגמת הירידה בשיעור החיסכון. ואולם השיפור לא הקיף את כל שכבות האוכלוסייה.

א. המגזר העסקי

כל האינדיקטורים לאיתנות הפיננסית של המגזר העסקי מצביעים על שיפור: הרווחיות, התשואה להון, נטל החוב והנזילות, ובמידה מסוימת גם המינוף הפיננסי. השיפור השנה נבע מהתפתחויות חיוביות בתחום הריאלי וכן מגידול היעילות. ניתוח איתנות המגזר העסקי נסמך על נתונים של החברות הנסחרות בבורסה בלבד, שאינם בהכרח מייצגים את המגזר כולו, ובפרט לא את החברות הקטנות. (ראו נספח ב'-1). עם זאת, החברות הבורסאיות הן אוכלוסייה מרכזית ורלוונטית לניתוח איתנות המגזר העסקי לצורכי היציבות הפיננסית, ונראה שמסקנות הניתוח עולות בקנה אחד עם מסקנות ניתוח הפעילות הריאלית במשק.

הפעילות והרווח: הפעילות, כפי שהיא משתקפת בנתוני ההכנסות ממכירות, גדלה השנה (במחירים קבועים) ב-15%, לעומת 9% בממוצע בשנת 2003 ופחות מ-2% בשנות השפל 2001 ו-2002 (לוח ב'-1). במקביל גדלו הרווח הגולמי והרווח התפעולי ב-20% ו-38%, בהתאמה, לעומת שיעורים נמוכים יותר אשתקד וירידה בשנת 2001.

גידולה של היעילות, כלומר של הרווח ליחידת תפוקה, ניכר ברווחיות (הרווח הגולמי והרווח התפעולי ביחס למכירות), שעלתה השנה לרמות גבוהות אף מהשיאים של שנת 2000 (דיאגרמה ב'-12). עלייה זו היא תוצאה של גידול שיעורי הרווח (הגולמי והתפעולי),

לוח ב'-1
האיתנות הפיננסית של סך המגזר העסקי - החברות הבורסאיות,
2000 עד 2004¹

2004	2003	2002	2001	2000	
שיעורי השינוי, תקופה לעומת קודמתה ² , אחוזים					
הפעילות והרווח					
15.0	8.9	2.0	1.3	13.1	המכירות
19.8	13.8	3.8	-1.4	9.5	הרווח הגולמי
38.1	34.4	12.4	-16.3	1.2	הרווח התפעולי
היחסים הפיננסיים					
המינוף הפיננסי					
199.9	213.2	208.0	184.9	162.8	החוב להון עצמי ³
62.5	62.9	62.7	60.1	57.8	החוב למאזן ³
9.3	5.3	-2.9	-7.6	4.3	הרווחיות - התשואה להון ²
75.7	97.5	119.4	128.4	88.4	נטל החוב ⁴
53.4	68.6	87.1	87.9	63.9	נטל האשראי ⁵
22.3	28.9	32.2	40.5	24.6	נטל הריבית ⁶
הנזילות					
134.2	125.6	130.5	130.4	130.2	הנכסים השוטפים להתחייבויות השוטפות
47.6	44.6	44.2	40.5	38.7	מזה: היחס המהיר

1 נתוני שנת 2004 הם לשלושת הרבעים הראשונים של השנה.

2 הנתון לשנת 2004 חושב על פי נתוני שלושת הרבעים הראשונים, במונחים שנתיים.

3 ממוצעים שנתיים.

4 החזרי הקרן ותשלומי הריבית נטו של האשראי לזמן קצר ולזמן ארוך (ללא ספקים), בהנחה שהחזר נמשך 10 שנים, ביחס לרווח התפעולי.

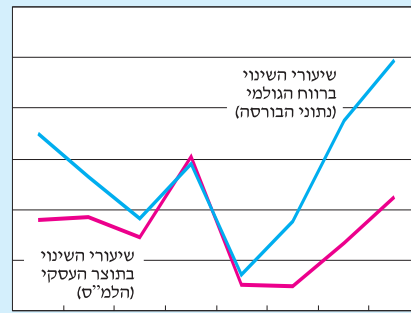
5 החזרי הקרן של אשראי לזמן קצר ולזמן ארוך (ללא ספקים), ובהנחה שהחזר נמשך 10 שנים, ביחס לרווח התפעולי.

6 תשלומי הריבית נטו ביחס לרווח התפעולי.

המקור: עבודים של תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל לנתוני החברות הבורסאיות במחלקת המחקר.

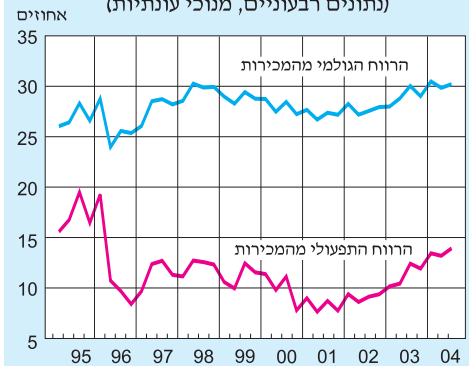
שעלה על גידול המכירות (לוח ב'-1). שיעור הגידול של הרווחיות התפעולית היה גדול אף מזה של הרווחיות הגולמית, מצב המשקף גם שיפור ביעילות הייצור. במבט על תקופה ארוכה יותר ניתן לראות את מחזורי עסקים (דיאגרמה ב'-13): השנתיים שלפני השפל ושנת הכניסה אליו (1999-2001), שבהן יעילות העבודה וההון פחתו והרווחיות קטנה, ואחריהן שנות השפל והיציאה ממנו (2002-2004), שבהן המשק עבר תהליך התייעלות והרווחיות גדלה.

דיאגרמה ב'-13
הרווח הגולמי של המגזר העסקי
(חברות בורסאיות) לעומת התוצר
העסקי (הלמ"ס), 1997 עד 2004
(שיעורי שינוי שנתיים)



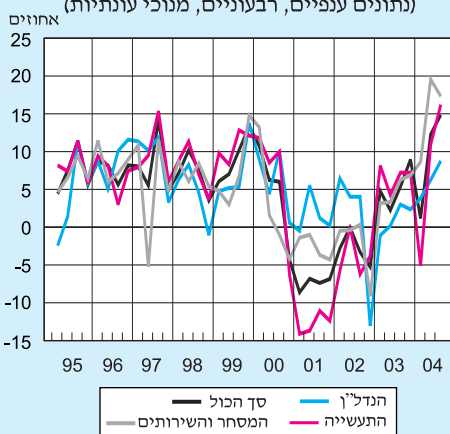
המקור: עיבודים של תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל לנתוני החברות הבורסאיות במחלקת המחקר ולנתוני הלמ"ס.

דיאגרמה ב'-12
מדדי הרווחיות של המגזר העסקי
(חברות בורסאיות), 1995 עד 2004
(נתונים רבעוניים, מנוכחי עונתיות)



* הרווח הגולמי מוגדר כהכנסות מהמכירות בניכוי עלות המכרה הרווח התפעולי - הרווח הגולמי בניכוי הוצאות המכירה, ההנהלה והכלליות.
המקור: עיבודים של תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל לנתוני החברות הבורסאיות במחלקת המחקר.

דיאגרמה ב'-14
התשואה הריאלית להון של המגזר
העסקי (חברות בורסאיות),
1995 עד 2004
(נתונים ענפיים, רבעוניים, מנוכחי עונתיות)



* הרווח הנקי ביחס להון העצמי.
המקור: עיבודים של תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל לנתוני החברות הבורסאיות במחלקת המחקר.

תמונה זו, העולה מניתוח נתוני החברות הבורסאיות, מתיישבת עם ניתוח נתוני החשבונאות הלאומית: המגמות ברווח הגולמי, שהוא קירוב לערך המוסף (התוצר), תואמות במידה רבה את שיעורי הצמיחה של התוצר העסקי (דיאגרמה ב'-13), וגם גידול היעילות מתיישב עם העלייה בפריון הכולל של המגזר העסקי השנה, 3.8%, ובפריון העבודה, 4.2%. גידול היעילות מתיישב גם עם התאמה זהירה יותר של ההוצאות לאי-הוודאות בעת ההתאוששות, התאמה המתבטאת, בין השאר, בהגדלת מספר המשרות החלקיות והשעות הנוספות. **התשואה להון:** זו גדלה השנה ל-9.3%, מעבר לרמות השיא של השנים שלפני השפל (2000-1999) - לאחר 5.3% אשתקד ושיעורים שליליים בשנות השפל 2001 ו-2002 (לוח ב'-1 ודיאגרמה ב'-14). לגידול התשואה להון השנה תרם בעיקר גידול הרווח התפעולי, אך גם ירידה בהוצאות המימון (להלן) ובשיעור המס (ב-1%). ואולם, רמת המינוף, שהיא כיום גבוהה-היסטורית, מסכנת את יציבותה של התשואה להון, שכן עלייה ברמת המינוף מגבירה את תנודתיותה של התשואה. **המינוף הפיננסי:** השנה נרשמה לראשונה ירידה מסוימת במינוף הפיננסי (בנתונים רבעוניים - כבר אשתקד), לאחר עלייה ממושכת, שהחריפה בתקופת השפל: יחס החוב למאזן ירד ל-62.5%, לאחר מגמת עלייה ארוכת טווח, שהואצה בתקופת השפל, ושיאה אשתקד עמד על 62.9. (תמונה דומה עולה גם מיחס החוב להון עצמי, לוח ב'-1). עם זאת ניתן להעריך שרמת המינוף הנוכחית אינה נוחה, שכן היא גבוהה בהשוואה היסטורית (לוח ב'-1).

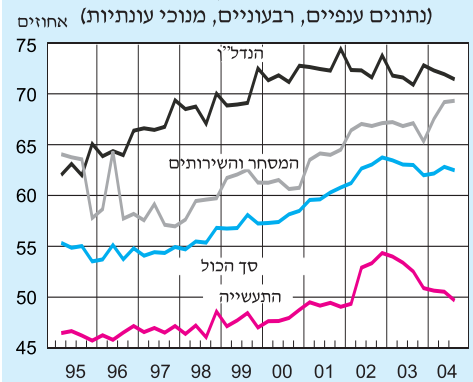
ודיאגרמה ב'15). התיאוריה ומחקרים אמפיריים שונים⁷ מלמדים על קשר חיובי בין רמת מינוף לפגיעות: רמת מינוף גבוהה פוגעת ביכולת פירעון האשראי, ובפרט בתקופות שפל, ואף משמשת אינדיקטור מקדים לאשראי בעייתי במערכת הבנקאות. גם החברות המדרגות משתמשות באינדיקטור של רמת המינוף לצורך הדירוג. עם זאת אין בספרות מוסכמה לגבי רמת המינוף האופטימלית⁸.

נטל החוב: נטל החוב ירד השנה ירידה משמעותית, ל-76% בממוצע, לעומת 124% בשנות השפל. הירידה הקיפה את שני רכיביו - נטל האשראי ונטל הריבית (לוח ב'1 ודיאגרמה ב'16). עיקר התרומה נבעה מגידול הרווח התפעולי, שפעל להורדת הנטל בשני הרכיבים - משתנה המבליט את תרומת ההתייעלות של הפירמות לנטל החוב. תרומה נוספת נזקפת לירידה בהוצאות המימון (נטו) עקב ירידת הריביות במשך. ירידת הריביות תרמה גם להמרת אשראי בנקאי (ל"ק) באשראי ספקים, הפועלת (במדידה זו)⁹ לירידת הנטל בשני רכיביו. מבין ענפי המשק בולט ענף הנדל"ן, שבו נמשכה ההרעה בנטל החוב. (ראו להלן).

הירידה בנטל החוב מצביעה על שיפור ביכולת החברות לפרוע את חובותיהן - קרן וריבית - מתוך הרווח התפעולי, לגופים הפיננסיים. נטל החוב ירד לרמה של השנים 1999 ו-2000, לפני השפל (לוח ב'1 ודיאגרמה ב'17). עם זאת, הרווח התפעולי היה השנה גבוה יותר מאשר בשנים אלו (לוח ב'1), והריביות היו נמוכות יותר; לכן היה ניתן לצפות גם לנטל חוב נמוך עוד יותר, דבר שנמנע בשל רמת המינוף הגבוהה יותר. תוצאה זו ממחישה את ההשפעה של רמת המינוף, בפרט כאשר היא נושאת אופי קשיח יותר מאינדיקטורים האחרים.

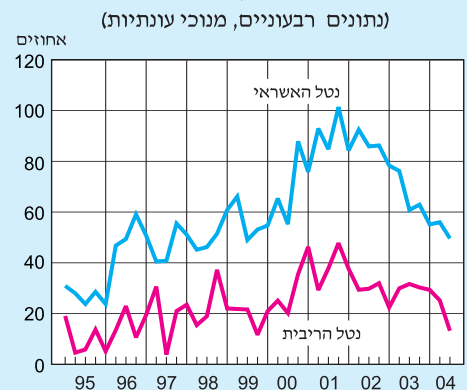
הנזילות: השנה נמשך השיפור, שהחל ברביע השני אשתקד, והנזילות הגיעה לרמות גבוהות יותר מאשר בשנות השפל (דיאגרמה ב'18); היחס השוטף - היחס בין הנכסים להתחייבויות לזמן קצר (עד שנה), המכונה גם הון חוזר (working capital) - היה השנה בממוצע 1.34, לעומת 1.26 אשתקד (לוח ב'1). יחס דומה, 1.3, נרשם גם בשנות השפל, ואפשר שהוא היה גורם מייצב, לנוכח ההרעה באינדיקטורים האחרים בתקופה זו. עם זאת, ברמת הנזילות ישנם פערים ניכרים בין ענפי המשק, ובולט ענף הנדל"ן ברמת נזילותו הנמוכה.

דיאגרמה ב'15 יחס החוב למאזן של המגזר העסקי (חברות בורסאיות), 1995 עד 2004



המקור: עיבודים של תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל לנתוני החברות הבורסאיות במחלקת המחקר.

דיאגרמה ב'16 נטל האשראי ונטל הריבית של המגזר העסקי (חברות בורסאיות), 1995 עד 2004



המקור: עיבודים של תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל לנתוני החברות הבורסאיות במחלקת המחקר.

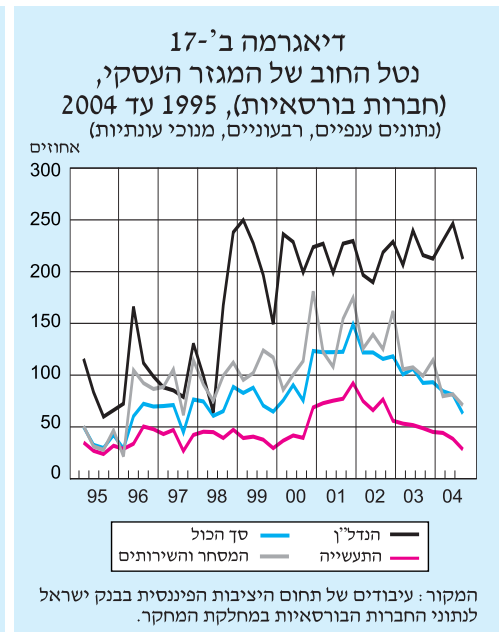
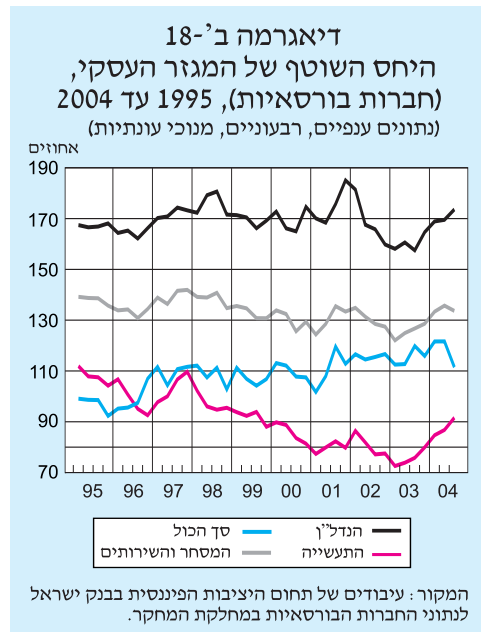
7. IMF (2003). 'Financial Soundness Indicators-Background Paper'; Se-Jik Kim and Mark R. Stone (1999). 'Corporate Leverage and Output Adjustment in Post-Crisis East Asia', IMF Working Paper 99/143;

בון טוען שרוב העבודות הצופות פשיטת רגל של פירמה כללו לפחות מינוף, רווחיות ונזילות:
Bunn (2002). 'Company-accounts-based modeling of business failures', FSR Bank of England, pp 142-150.

8. P. Bunn & G. Young (2003). "Balance sheet adjustment by UK companies", Bank of England Quarterly Bulletin (Autumn).

9. האינדיקטור נבנה בהנחה שהאשראי - לטווח ארוך ולטווח קצר - יוחזר במשך 10 שנים, כלומר שעשירית מהקרן מוחזרת בכל שנה. ההנחה כאן שונה מאשר בסקירה אשתקד, שבה ההתייחסות הייתה רק לאשראי לטווח ארוך (מעל שנה).

10. שינוי זה איננו טכני בלבד, שכן הוא מפחית את הוצאות המימון. פוחתים גם סיכויי האשראי הבנקאי מהסדר הראשון.



ב. ענפי המשק

בחינת נתוני החברות הבורסאיות לפי ענפי המשק מצביעה על הבדלים ניכרים: עיקר העלייה בפעילות (במכירות) נרשם בענף התעשייה; בענפי המסחר והשירותים היו שיעוריה מתונים יותר, ובענף הנדל"ן נמשך הקיפאון (לוח ב'-2). הבדלים אלו תואמים אף הם את ההתפתחויות הריאליות העולות מנתוני החשבונאות הלאומית, שלפיהם גורם הצמיחה העיקרי היה היצוא, ואילו הביקושים המקומיים היוו רכיב קטן בצמיחה השנה - גורמים המסבירים את ההתאוששות המרשימה בתעשייה, שהיא ענף מוטא יצוא¹. בענף המסחר והשירותים נרשמה התאוששות הודות לעלייה בתיירות (למשל בשירותי האוכל וההארכה), ביצוא שירותי התוכנה וביבוא של מוצרים בני קיימא ושל שירותי התיירות לישראלים בחו"ל. לעומת זאת בענף הנדל"ן נמשך השפל מאז שנת 1997, ותרומתו לתוצר הייתה שלילית.

בתעשייה מתקבלת תמונה של שיפור באיתנות הפיננסית של החברות הבורסאיות, בכל האינדיקטורים - הפעילות, הרווח, המינוף הפיננסי, התשואה להון, נטל החוב ורכיביו והנזילות (לוח ב'-2, ודיאגרמות ב'-14 עד ב'-18). נטל החוב אף ירד השנה לרמה של שנת 1999. עם זאת עולה מנתוני החשבונאות הלאומית כי השנה היה בידול בין ענפי התעשייה: בתעשייה עתירת היצוא הייתה התאוששות מרשימה; לעומת זאת, בתעשיות המסורתיות, הנשענות בעיקר על הביקושים המקומיים, בפרט הלא-סחירים, אמנם נרשמה בממוצע תפנית חיובית במכירות לשוק המקומי, לאחר ירידה בשלוש השנים האחרונות, אך שיעורי הגידול היו עדיין נמוכים.

בענף המסחר והשירותים התבטאה ההתאוששות המרשימה בכל האינדיקטורים, פרט למינוף הפיננסי, שהוסיף ועלה השנה לשיאים חדשים, בהמשך למגמה ארוכת טווח מאז

11 ייתכן שהחברות הנסחרות בבורסה, ובפרט חברות התעשייה, הן מוטות יצוא, ולכן אפשר שהשיפור העולה מהן גדול יותר מאשר מיתר המגזר העסקי.

לוח ב'-2

האיתנות הפיננסית של המגזר העסקי לענפיו - החברות הבורסאיות, 2000 עד 2004¹

2004	2003	2002	2001	2000	
א. התעשייה					
שיעורי השינוי, תקופה לעומת קודמתה ² , אחוזים					
הפעילות והרווח					
19.8	9.5	-1.0	-5.4	7.7	המכירות
25.6	13.7	3.7	-9.3	3.2	הרווח הגולמי
50.1	37.6	20.0	-39.5	-5.0	הרווח התפעולי
היחסים הפיננסיים					
50.3	52.7	52.5	49.3	48.0	החוב למאזן ³
7.4	6.6	-4.0	-13.5	5.5	הרווחיות - התשואה להון ²
36.3	49.3	67.6	78.6	44.8	נטל החוב ⁴
27.6	37.7	53.0	58.5	32.9	נטל האשראי ⁵
8.6	11.6	14.7	20.1	11.9	נטל הריבית ⁶
170.7	160.2	168.3	174.6	169.7	הנזילות - היחס השוטף
ב. מסחר ושירותים					
שיעורי השינוי, תקופה לעומת קודמתה ² , אחוזים					
הפעילות והרווח					
12.3	9.7	3.5	7.7	22.5	המכירות
17.5	13.8	3.8	5.8	18.5	הרווח הגולמי
39.4	36.4	7.2	9.1	9.3	הרווח התפעולי
היחסים הפיננסיים					
68.7	66.6	66.8	64.0	61.0	החוב למאזן ³
14.6	4.9	-2.5	-2.6	1.8	הרווחיות - התשואה להון ²
77.2	106.2	136.4	136.8	112.6	נטל החוב ⁴
55.7	74.2	97.8	90.6	81.6	נטל האשראי ⁵
21.5	32.0	38.6	46.2	31.0	נטל הריבית ⁶
118.1	115.2	115.8	110.4	109.9	הנזילות - היחס השוטף
ג. נדל"ן					
שיעורי השינוי, תקופה לעומת קודמתה ² , אחוזים					
הפעילות והרווח					
2.1	0.4	9.9	5.7	-0.7	המכירות
5.2	12.7	4.7	11.1	10.1	הרווח הגולמי
8.1	18.4	7.4	19.3	17.1	הרווח התפעולי
היחסים הפיננסיים					
71.9	71.8	72.5	72.9	71.8	החוב למאזן ³
6.2	1.1	0.0	1.6	5.8	הרווחיות - התשואה להון ²
229.3	218.7	208.9	220.9	220.3	נטל החוב ⁴
148.9	145.8	147.3	147.9	155.2	נטל האשראי ⁵
80.4	72.9	61.5	73.0	65.1	נטל הריבית ⁶
87.6	75.6	80.7	79.8	85.7	הנזילות - היחס השוטף

1 נתוני שנת 2004 הם לשלושת הרבעים הראשונים של השנה.

2 הנתונים לשנת 2004 חושבו על פי נתוני שלושת הרבעים הראשונים, בממוחים שנתיים.

3 ממוצעים שנתיים.

4 החזיר הקרן ותשלומי הריבית נטו של אשראי לזמן קצר ולזמן ארוך (ללא ספקים). בהנחה שהחזר נמשך 10 שנים, ביחס לרווח התפעולי.

5 החזיר הקרן של אשראי לזמן קצר ולזמן ארוך (ללא ספקים). בהנחה שהחזר נמשך 10 שנים, ביחס לרווח התפעולי.

6 תשלומי הריבית נטו ביחס לרווח התפעולי.

המקור: עבודים של תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל לנתוני החברות הבורסאיות במחלקת המחקר.

1997 (לוח ב'-2 ודיאגרמה ב'-15). למרות העלייה במינוף, נרשמה התפתחות חיובית בנטל החוב ורכיביו: אלה ירדו השנה משמעותית, אף מתחת לרמה של 1999 - הודות לרווחיות הגבוהה שהושגה השנה וגם לגידול אשראי הספקים, שחלקו החליף אשראי בנקאי. ההתאוששות השנה הסתייעה אפוא, נוסף על תהליכי ההתייעלות, גם בשינוי הרכבו של האשראי ובירידה של שיעורי הריבית במשק.

בענף הנדל"ן לא ניכרה גם השנה תפנית, והשפל, שהחל עוד ב-1997, נמשך. התשואה להון אמנם גדלה השנה לכ-6 אחוזים, לעומת אחוז אחד אשתקד, ושיעור המינוף נשאר יציב, אולם נטל החוב ורכיביו המשיכו ועלו לשיאים היסטוריים. נטל הריבית, שהוא אחד הרכיבים של נטל החוב, המשיך לעלות, לרמה של 80%, למרות הירידה בשיעורי הריבית, ומשמעות הדבר ש-80% מהרווח התפעולי הופנו לתשלום ריבית (לעומת כ-9% וכ-22% בענפי התעשייה והמסחר והשירותים, בהתאמה). גם מצב הנזילות היה בכי רע: אמנם היחס השוטף השתפר מ-76% ב-2003 ל-88% ב-2004, אך הוא היה עדיין נמוך מאחת. ממחקרים אמפיריים¹² עולה, כי השילוב של מינוף גבוה ומצב נזילות גרוע הוא סיבה מרכזית לקושי בפירעון אשראי ולהתערערות האיתנות הפיננסית. מבין שלושת הענפים שנבחנו ענף הנדל"ן הוא היחיד הסובל משילוב כזה.

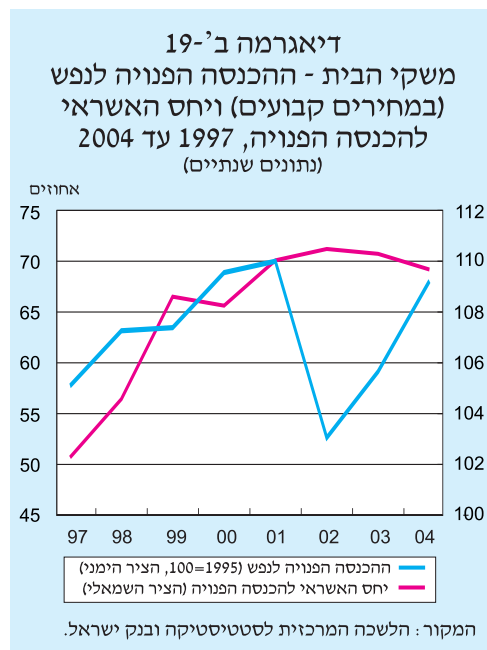
במבט קדימה - שיפור הסביבה המקרו-כלכלית פועל בפיגור לשיפור פעילותו ויציבותו של הענף. אחת הסיבות המרכזיות לשפל המתמשך בו, בעיקר מאז 2001, היא הביקושים הנמוכים: אלו תלויים, בצד גורמים אחרים, בגידול וביציבות של השכר הריאלי - בפועל והצפוי - ובירידה של שיעור האבטלה ושל שיעורי הריבית, משתנים שכולם פעלו השנה להתאוששות בביקושים. אמנם השפעתם עדיין אינה ניכרת בענף, שכן הם מתאפיינים בהחלטות לטווח ארוך ומתבטאים בדרך כלל לאחר התאוששות בצריכה ובמוצרים בני קיימא, כפי שהיה בשנתיים האחרונות, אך יש בהם כדי להצביע על אופטימיות מסוימת לגבי איתנותו הפיננסית של הענף בעתיד.

ג. משקי הבית

השנה נרשם שיפור באיתנות הפיננסית של משקי הבית, שהתבטא בירידה של נטל האשראי, בגידול הצריכה ובעצירת מגמת הירידה של שיעור החיסכון. ואולם השיפור, פרי העלייה בשכר הריאלי ובתעסוקה, לא הקיף את כל שכבות האוכלוסייה.

נטל האשראי (האשראי הבנקאי¹³ לאנשים פרטיים ביחס להכנסה הפנויה), שהוא אינדיקטור לכושר הפירעון של משקי הבית, ירד השנה ב-1.5 נקודות אחוז, לאחר שאשתקד נעצרה מגמת עלייתו. למרות שיפור זה, רמתו מאז שנת 2001, כ-70%, עדיין גבוהה במונחים היסטוריים (דיאגרמה ב'-19), ולכן מבטאת כושר פירעון נמוך.

נטל האשראי ירד למרות גידול ריאלי של כחצי אחוז באשראי, וזאת בזכות עלייה של 4.8% בהכנסה הפנויה. ההכנסה הפנויה לנפש גדלה השנה ב-2.8%, לעומת 2.5% אשתקד, לאחר ירידה חריפה של 6.6% ב-2002. בכך חזרה ההכנסה לנפש לרמה של 1999 ו-2000. עם זאת, גידול ההכנסה הפנויה השנה, ובעקבותיו גם השיפור בנטל האשראי, לא



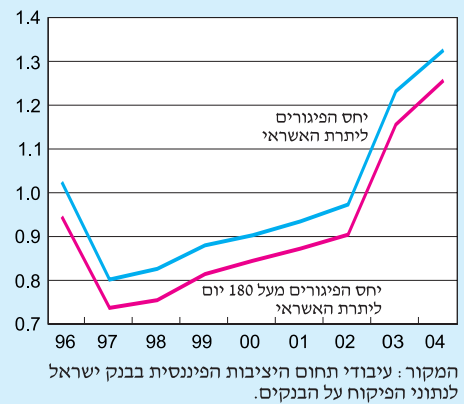
12 למקורות ראו סקירת 2003, עמ' 21.
13 בהעדר נתונים, לא נכללו האשראי באמצעות כרטיסי אשראי ואשראי הלקוחות.

הקיף את כל שכבות האוכלוסייה. כך, למשל, גדלו הכנסות המועסקים, הודות לעליית השכר הריאלי, ואילו הכנסות הבלתי מועסקים ירדו, בעטיו של צמצום תשלומי ההעברה. נוסף על כך, גידול השכר בענפים הסחירים היה גבוה מאשר בענפים הלא-סחירים. ביטוי להבדלים בין שכבות האוכלוסייה בגידול ההכנסות נמצא בנתוני משקל החוב הבעייתי בסך האשראי הבנקאי לאנשים פרטיים: משקל זה נותר השנה ללא שינוי, למרות גידול ההכנסה הפנויה והירידה של שיעורי הריבית במשק. זאת ועוד, משקלו של החוב הבעייתי באשראי לדיוור, שהוא כשני שלישים מהאשראי לאנשים פרטיים, המשיך לגדול, תוך גידול של עומק הפיגור בפירעונותיו (דיאגרמה ב'-20).

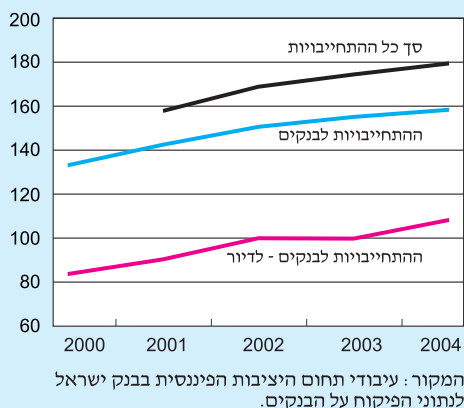
הצריכה הפרטית עלתה השנה בשיעור של 5.3%, לעומת 1.2% בכל אחת מהשנתיים הקודמות (עלויות שמשמעותן ירידה בצריכה הפרטית לנפש) - בעיקר עקב גידול ההכנסה הפנויה. עם זאת, חלק ניכר מגידול הצריכה לא הופנה לביקושים מקומיים, ולכן גם תרומתו להתאוששות המגזר העסקי ולהגברת איתנותו הפיננסית הייתה צנועה.

השיפור באיתנות הפיננסית של משקי הבית מוצא את ביטויו גם בעצירת מגמת הירידה בשיעור החיסכון הפרטי מתוך ההכנסה הפנויה בשנתיים האחרונות (דיאגרמה ב'-21). חזרה לשיעור חיסכון גבוה תאפשר למנוע עלייה בנטל האשראי של משקי הבית בתקופה של שפל וירידה של ההכנסה הפנויה בעתיד, ולכן תחזק את היציבות הפיננסית. על כך ניתן ללמוד, למשל, מבחינה של ההתפתחויות במחזור העסקים האחרון (דיאגרמות ב'-19, ב'-21 ו-ב'-22): שיעור החיסכון היה במגמת עלייה עד לתקופת השפל ולירידה בהכנסה הפנויה. נראה כי עלייתו איפשרה למשקי הבית להחליק תצרוכת בתקופת הירידה בהכנסה הפנויה לא על ידי הגדלת האשראי, אלא על ידי הפחתת שיעור החיסכון, וכך נטל האשראי לא עלה. המשמעות היא שהחיסכון, אשר נועד להחליק תצרוכת עקב תנודות בהכנסה, שימש גם לבלימת עלייה של נטל האשראי בעת השפל האחרון, ובכך תרם לביסוס היציבות הפיננסית.

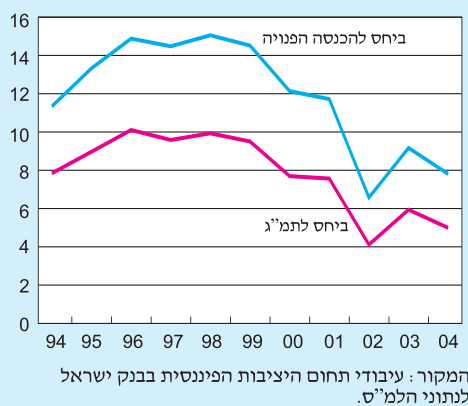
דיאגרמה ב'-20
שיעור הפיגור באשראי הבנקאי לדיוור,
1996 עד 2004



דיאגרמה ב'-22
ההתחייבויות של משקי הבית
למוסדות פיננסיים, 2000 עד 2004
(מיליארדי ש"ח, מחירי 2004)



דיאגרמה ב'-21
החיסכון הפרטי ביחס להכנסה
הפנויה ולתמ"ג, 1994 עד 2004
(נתונים שנתיים)



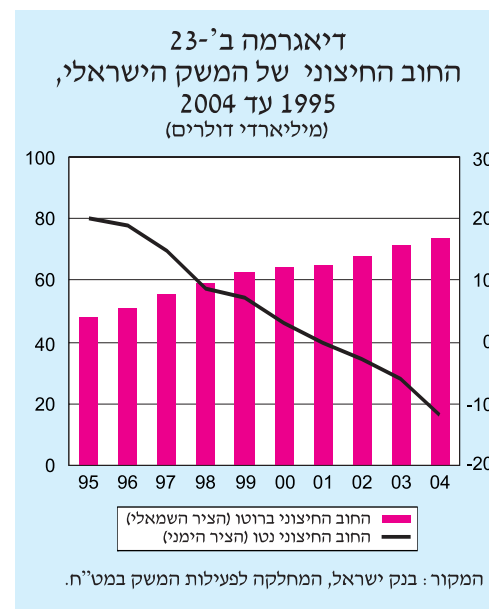
5. החוסן הפיננסי של המשק מול חוץ לארץ

- בשנת 2004 גבר החוסן הפיננסי של המשק מול חו"ל, כפי שמשקף הן ברכיב ה"אובייקטיבי" - נתוני החוב החיצוני של המשק והחוב הממשלתי - והן ברכיב ה"סובייקטיבי": פרמיית הסיכון של המשק ודירוג האשראי שלו.
- במדדי החוב החיצוני של המשק ניכר השנה שיפור: יחס החוב החיצוני לתמ"ג ירד, עודף הנכסים נטו של המשק המשיך לגדול, ויכולת הפירעון של המשק במט"ח עלתה.
- יחס החוב הממשלתי לתוצר ירד השנה בכשתי נקודות אחוז, לאחר שלוש שנות עלייה תלולה, וגם נטל החוב רשם שיפור מסוים. עם זאת, רמת החוב הממשלתי לתוצר עדיין גבוהה מאוד ופוגמת בחוסן הפיננסי של המשק.
- פרמיית הסיכון של ישראל הוסיפה לרדת גם השנה, והגיעה לשפל היסטורי; זאת, ככל הנראה, על רקע השיפור במירווחי הסיכון בעולם.
- דירוג האשראי של ישראל לא השתנה השנה ונותר A2/A-, אך מאפייניו השתפרו: חברות הדירוג העלו את תחזית הדירוג מ"שלילי" ל"ציב", ובסקירותיהן בלטה התייחסות חיובית.

א. החוב החיצוני של המשק

בשנת 2004 נמשך השיפור במדדי החוב החיצוני של המשק, המבטאים את הפן ה"אובייקטיבי" - חוסנו מול חו"ל (לוח ב'-3):

(א) החוב החיצוני ברוטו של המשק המשיך לגדול והגיע ל-74 מיליארדי דולרים, אך בדומה לשנה הקודמת, משקלו בתמ"ג ירד בכשתי נקודות אחוז. נמשך גם גידול היקפם של נכסי החוב שהמשק הישראלי מחזיק בחו"ל, עד לרמה של כ-86 מיליארדי דולרים (גידול של יותר מ-10% ביחס לשנה הקודמת), כך שעודף הנכסים של המשק בחו"ל (חוב חיצוני נטו שלילי) עלה השנה עלייה חדה, לכמעט 12 מיליארדי דולרים (דיאגרמה ב'-23), ומשקלו בתמ"ג צמח ל-10%, לעומת 5% אשתקד.



תוצאות אלו הן המשך למגמה החיובית של הקטנת החוב החיצוני נטו של המשק, שהחלה בשנות התשעים, והפיכתו של המשק למלווה נטו לחו"ל בשנים האחרונות. מגמה זו מוסברת במכירת נכסים הוניים לתושבי חוץ (השקעותיהם במניות של חברות ישראליות, בעיקר בענפי הטכנולוגיה העילית) והשקעת התמורה במכשירי חוב בחו"ל; כך מתקבל, כי החוב החיצוני נטו של המשק קטן, אבל סך כל התחייבויותיו נטו לחו"ל, הכוללות גם מכשירי הון, לא השתנו מהותית - 35 מיליארדי דולרים, כמו ב-2003. מגמה זו של מכירת נכסים הוניים במשק, השקעה במכשירי חוב

לוח ב'-3

החוב החיצוני והחוב הממשלתי של המשק, 2000 עד 2004

(אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
החוב החיצוני של המשק					
					היתרות ¹ (מיליארדי דולרים)
74	71	68	65	64	סך החוב החיצוני ברוטו של המשק
86	77	70	65	61	נכסי המשק בחו"ל (מכשירי חוב)
-11.9	-6.1	-2.6	-0.2	3.2	החוב החיצוני נטו (1-2)
					יחס חוב לתמ"ג
60	62	65	60	55	יחס החוב החיצוני ברוטו לתמ"ג
-10	-5	-2	0	3	יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג
					חלוקה לטווחי זמן
41	42	44	43	43	משקל החוב לזמן קצר בסך החוב החיצוני ברוטו
218	196	184	187	187	יחס הנכסים לזמן קצר לחוב החיצוני לזמן קצר
89	86	79	83	85	יחס הרזרבות לחוב החיצוני לזמן קצר
החוב הממשלתי					
102	104	102	93	88	יחס החוב הממשלתי לתמ"ג
5.3	5.6	4.8	5.0	5.0	תשלומי הריבית על החוב הממשלתי ביחס לתמ"ג ²
25	25	26	26	26	משקל החוב הממשלתי החיצוני בסך החוב הממשלתי
87	88	87	87	86	יחס הרזרבות לחוב הממשלתי החיצוני

- 1 הנכסים וההתחייבויות של המשק כלפי חו"ל, הכוללים נוסף על מכשירי חוב גם מכשירי הון (I.I.P.) בסוף 2004 הם: הנכסים - 99.6 מיליארדי דולרים, ההתחייבויות - 135.1 מיליארדי דולרים, סך ההתחייבויות נטו לחו"ל - 35.1 מיליארדי דולרים.
- 2 תשלומי הריבית על חוב שהונפק עד לשנת 2001 חושבו שלא כמקובל בעולם, וזאת משום שהפרשי ההצמדה על החוב הצמוד ושיעור האינפלציה בפועל על החוב הלא-צמוד לא נרשמו כהוצאות, אלא נוספו ליתרת הקרן. לעומת זאת, תשלומי הריבית על חוב שהונפק לאחר שנת 2001 חושבו באופן נומינלי, כמקובל בעולם. לכן נטל החוב בישראל בדרך כלל מוטה כלפי מטה.
- המקור: נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

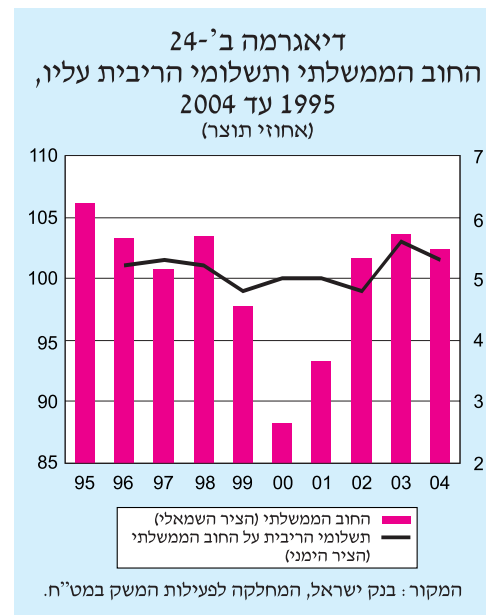
בחו"ל ומעבר לעודף נכסי חוב, מאפיינת בשנים האחרונות משקים מתעוררים, לא רק את ישראל.

(ב) יכולת הפירעון של המשק במט"ח הוסיפה גם היא להשתפר, כפי שמשקף במספר מדדים: משקל החוב לזמן קצר בסך החוב החיצוני ברוטו ירד מעט גם השנה, ל-41%, הרמה הנמוכה ביותר בשנים האחרונות, ובכך שיקף מעבר למבנה התחייבויות ארוך טווח יותר, שהוא יציב יותר ומעיד על יכולת מימון טובה. יחס הכיסוי (יחס בין הנכסים בחו"ל לזמן קצר שבידי המשק לבין החוב החיצוני לזמן קצר), עלה השנה עלייה חדה, לרמתו הגבוהה

ביותר בשנים האחרונות - 218%, לעומת 196% בשנה הקודמת (עודף נכסים לטווח קצר של כ-35 מיליארדי דולרים), ויחס הרזרבות של הבנק המרכזי לחוב לזמן קצר עלה גם הוא לרמה גבוהה של 89%; ובכך נמשך שינוי המגמה החיובי שהחל בשנת 2003.

ב. החוב הממשלתי

החוב הממשלתי הכולל (הפנימי והחיצוני) רשם השנה שיפור: יחסו לתוצר ירד, לאחר שלוש שנים של עלייה מהירה (לוח ב'-3, דיאגרמה ב'-24). בסוף שנות השמונים ולאורך שנות התשעים שררה מגמת ירידה מתמשכת של יחס החוב הממשלתי לתוצר; זו הגיעה לשיאה בשנת 2000, שבה ירד יחס החוב הממשלתי לתוצר לכ-88% - רמתו הנמוכה ביותר בשנים האחרונות (לעומת רמות של 132%



ב-1990 ו-180% ב-1986). בשנים 2001-2003, על רקע המיתון במשק והעלייה בגירעונות הממשלה, השתנתה מגמה זו, ויחס החוב הממשלתי לתוצר עלה עלייה חדה, עד לרמה של כ-104% ב-2003, אך כבר השנה, מוקדם מהצפוי, הוא ירד בשתי נקודות אחוז, לכ-102%, הודות לירידה בגירעון הממשלה ולעלייה בתוצר. ירידתו של יחס החוב הממשלתי לתוצר צפויה להימשך גם בשנים הבאות, ובכך לחזק את החוסן הפיננסי של המשק; זאת בהנחה שתימשך הצמיחה, ויישמר תוואי גירעון יורד. גם בנטל החוב הממשלתי, הנמדד כיחס בין תשלומי הריבית על החוב הממשלתי לתוצר, נרשם השנה שיפור קל - ירידה מ-5.6% אשתקד ל-5.3%. עם זאת, רמת החוב הממשלתי בישראל

עודנה גבוהה מאוד, ונדרשת ירידה משמעותית לאורך זמן כדי להגיע לרמות המקובלות במדינות המפותחות. כך, למשל, קובעת אמנת מאסטריכט, שלפיה פועלות המדינות בגוש האירו, כי רמת החוב צריכה להיות מתחת ל-60 אחוזי תוצר, או לפחות בתוואי המתכנס בבירור לרמה זו.

יתרת החוב הממשלתי החיצוני במט"ח גדלה השנה בכ-1.5 מיליארדי דולרים (לעומת גידול של 2.2 מיליארדים ב-2003), עקב המשך הגיוסים הגבוהים של הממשלה בחו"ל, שהחלו ב-2003. הרקע לגידול הנרחב של גיוסי הממשלה בחו"ל בשנתיים האחרונות בהשוואה לשנים קודמות היה הענקת הערבויות האמריקניות ב-2003, ירידת הריביות לטווח ארוך בעולם והירידה החדה בסיכון המדינה של ישראל בשווקים הבין-לאומיים בשנתיים האחרונות (ראו להלן), שהפחיתו את עלויות הגיוס של המדינה בחו"ל ושיפרו את גישתה למקורות מימון בשוקי ההון בעולם. יחס הרזרבות של בנק ישראל לחוב הממשלתי החיצוני נותר גבוה, כ-87%, יחס ששיקף רמה טובה של כיסוי החוב¹⁴.

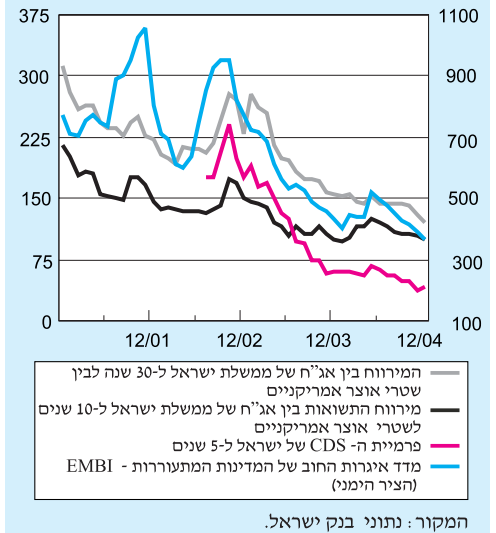
14 שנה עלות להחזקת יחס כיסוי גבוה, כלומר לרמה גבוהה של יתרות על ידי בנק ישראל בריבית נמוכה, כנגד חוב ממשלתי ארוך יותר בריבית גבוהה. לפיכך קשה להגדיר את השיעור האופטימלי של יחס זה, ומכל מקום, יש להתחשב בסכום המינימלי של היתרות הנדרשות, בין היתר, לצרכים של יציבות פיננסית.

ג. פרמיית הסיכון של ישראל

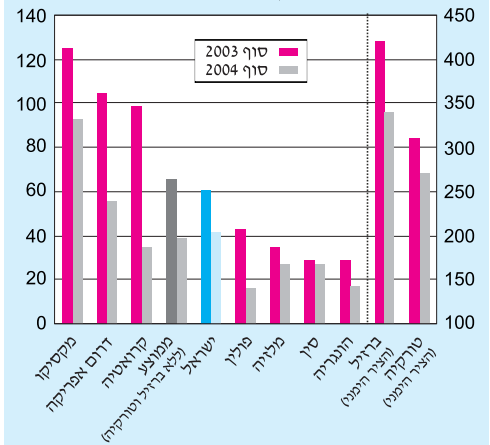
בשנת 2004 נמשכה הירידה בפרמיית הסיכון של ישראל, המודדת את סיכון המדינה כפי שהוא משתקף באופן רציף ועדכני בשווקים הבין-לאומיים, ובא לידי ביטוי במירווח התשואות (spread) בין האג"ח של מדינת ישראל לבין שטרי אוצר אמריקניים (Treasury's) בעלי מאפיינים דומים, או בפרמיית ה-CDS¹⁵. פרמיית הסיכון מושפעת ישירות מנתוני החוב של המשק, מהמדיניות הכלכלית וממצבו בכלל, אך קשורה גם להתפתחויות בעולם ובקבוצת הדירוג שהמדינה משתייכת אליה, קבוצה המאגדת בתוכה מדינות בעלות מאפייני סיכון דומים. ירידה מתמשכת זו של פרמיית הסיכון, שהחלה בסוף 2002, הציבה אותה השנה על רמתה הנמוכה ביותר היסטורית, וביטאה שיפור משמעותי בחוסן הפיננסי של המשק מול חו"ל (דיאגרמה ב'-25): פרמיית ה-CDS ל-5 שנים ירדה מ-60 נקודות בסיס בתחילת השנה ל-41 בסופה, המירווח בין תשואות האג"ח של ממשלת ישראל ל-30 שנה שנה לתשואות האג"ח של ממשלת ארה"ב לאותה תקופה ירד מ-155 ל-120 נקודות בסיס, ואילו מירווח האג"ח ל-10 שנים כמעט לא השתנה - כ-100 נקודות בסיס. רמות אלו נמוכות בשיעור ניכר מן השיא שאליו הגיעה פרמיית הסיכון באוקטובר 2002.

הירידה המשמעותית של פרמיית הסיכון של ישראל בשנתיים האחרונות איננה ייחודית; היא התרחשה בעולם כולו, ובפרט במדינות המתעוררות. (ראו סעיף 2 בפרק זה.) בדיאגרמה ב'-26 מופיעות פרמיות ה-CDS ל-5 שנים בכמה מדינות מתעוררות בעולם בסוף 2003 ובסוף 2004. מתברר, כי מבחינת רמת הסיכון ישראל נמצאת באמצע (סביב הממוצע): ישנן מדינות בעלות רמות סיכון נמוכות משלנו (למשל מדינות מזרח אירופה הצפויות להצטרף לגוש האירו ומדינות אסיה), ומדינות בעלות רמות סיכון גבוהות יותר (כדוגמת דרום אפריקה, קרואטיה ומקסיקו); גם הירידה בפרמיית הסיכון של ישראל בשנת 2004 דומה לירידה הממוצעת במדינות אלו (ירידה של 20-25 נקודות בסיס). מכאן שהירידה בפרמיית הסיכון של ישראל בשווקים באה בעיקר על רקע ירידה של מירווחי הסיכון בעולם. בהעדר נתונים מלאים על מירווחי ה-CDS לתקופות מוקדמות יותר, ניתן להתרשם רק ממירווחי האג"ח של ישראל ומדד EMBI+, ולפיהם נראה כי גם ב-2003 המגמות של ירידת הסיכון בישראל ובעולם היו דומות. מובן שההתפתחויות החיוביות במשק הישראלי ב-2004 תומכות בירידת פרמיית הסיכון שלו, שכאמור, נבעה בעיקר ממגמה כלל-עולמית, שכן בלעדיהן פרמיית הסיכון של ישראל לא הייתה יורדת, ואולי אף הייתה עולה.

דיאגרמה ב'-25
פרמיית הסיכון של ישראל
בהשוואה למשקים המתעוררים,
2001 עד 2004
(נקודות בסיס)



דיאגרמה ב'-26
פרמיות ה-CDS של המשקים
המתעוררים¹,
סוף 2004 לעומת סוף 2003
(נקודות בסיס)



15 הפרמיה התקופתית שמשקיעים משלמים תמורת ביטוח האג"ח של ממשלת ישראל מצד מוסדות פיננסיים גדולים בעולם, עלייה הנמדדת כמירווח מעל עקום ה-Swap. (נתונים עליה קיימים החל מיולי 2002). לשימוש ב-CDS יש יתרון מסוים על מירווחי האג"ח של מדינת ישראל, שכן האחרונות מאופיינות בסחירות נמוכה בחו"ל, ומצוטטות במידה מועטה, בעוד שפרמיית ה-CDS מצוטטת באופן רציף יחסית. נוסף על כך, המירווח על האג"ח מושפע גם מההשקעות של ישראלים בהן, ולכן השימוש בו משקף במידה פחותה יותר את פרמיית הסיכון של ישראל.

ד. דירוג האשראי של ישראל

דירוג האשראי החיצוני של ישראל, שהוא אחד המדדים הסובייקטיביים לחוסנו של המשק הישראלי בעיני תושבי חוץ, לא השתנה גם השנה, ונותר A- לפי חברות הדירוג S&P ו-Fitch ו-A2 לפי Moody's. דירוג האשראי של המדינה הוא חשוב, שכן מלבד השפעתו על החלטות ההשקעה של משקיעים זרים בישראל, נודעת לו השפעה ישירה על מנפיקים ישראליים בחו"ל (כגון בנקים, גופים ציבוריים וחברות גדולות), בהיותו משמש כתקרה לדירוג האשראי שלהם. לכן עלייה בדירוג האשראי של המדינה יכולה לשפר את יכולתם של המגזרים העסקי והבנקאי לגייס הון בחו"ל.

מאחר שנקודת המבט של חברות הדירוג היא ארוכת טווח, תגובתן על שינויים איטית וזהירה: הן משנות את הדירוג רק כשהן רואות את השינויים כבני-קיימא. על כן, מלבד רמת הדירוג, יש חשיבות לבחינה של תחזית הדירוג (המבטאת את הכוונה לגבי הדירוג בעתיד), וכן לסקירות התקופתיות המתפרסמות על ידי החברות, אשר מבטאות גם הן את חוסנו של המשק בעיניהן. השנה, בדומה ל-2003 ובניגוד ל-2002, נרשם שיפור במאפייני הדירוג, ואף גברה ההסתברות לשינוי חיובי בו בעתיד: בדצמבר 2003 העלתה חברת Fitch את תחזית הדירוג של ישראל מ"שלילי" ל"יציב", ובינואר 2005 עשתה זאת גם חברת S&P. (תחזית הדירוג של חברת Moody's כבר עומדת על "יציב" מאז 2001; ראו לוח ב'-4).

במהלך השנה הראו חברות הדירוג סימנים נוספים לשינוי החיובי בתפיסתן את המשק הישראלי. כך, למשל, העלו החברות את תחזית דירוג החוב הפנימי של ישראל מ"שלילי" ל"יציב", והסקירות שפירסמו על ישראל מבטאות נימה חיובית: הן משבחות את המדיניות הכלכלית ומציינות את השינוי החיובי בתפיסת הסיכון של המשק הישראלי, ואת סיבותיו

לוח ב'-4

דירוג האשראי החיצוני של ישראל, 2000 עד 2004

	2004	2003	2002	2001	2000		
S&P	A-	A-	A-	A-	A-	הדירוג	
	יציב ² (JAN05)	שלילי	שלילי ² (APR)	יציב	יציב	התחזית	
Moody's	A2	A2	A2	A2	¹ A2	הדירוג	
	יציב	יציב	יציב	יציב (FEB)	חיובי ² (FEB)	התחזית	
Fitch	A-	A-	A-	A-	A-	הדירוג	
	יציב	יציב ² (DEC)	שלילי	שלילי ² (OCT)	יציב	התחזית	

1 שינוי בדירוג.

2 שינוי בתחזית לדירוג.

המקור: אתרי האינטרנט של חברות הדירוג והודעות לעיתונות שהן פרסמו.

- חידוש הצמיחה והיציאה מהמיתון, שלוו בעלייה של הצריכה של היצוא ושל התוצר לנפש; המדיניות הפיסקלית האחראית והאמינה של הממשלה מאז סוף 2002, שהובילה לצמצום הגירעון והחוב הציבורי ונראה כי אלה ילכו ויקטנו בשנים הבאות; השיפור במאזן התשלומים; הרפורמות המבניות במשק, הנמצאות בעיצומן וצפויות להביא לשיפור בתפקודו של המשק בעתיד; וההתייצבות היחסית בסביבה הגיאו-פוליטית. נוסף על אלה מציירות החברות את התנאים הפיננסיים הנוחים שמהם נהנה המשק הישראלי בשווקים העולמיים בזכות הסכם הערבויות האמריקניות, אך מוסיפות כי יחסי החוב והגירעון של הממשלה, המשמשים אינדיקטורים מרכזיים בשלל המדדים שהן בוחנות לשם קביעת הדירוג, עדיין גבוהים (למרות השיפור בהם השנה), ולכן מגבילים את שיפור הדירוג. התפתחויות חיוביות אלו במאפייני הדירוג של משק הישראלי הן חלק ממגמה עולמית המאפיינת את השנתיים האחרונות, שבהן זכו מדינות רבות, ובפרט המדינות המתעוררות, לשיפור בתחזיות לדירוג ואף בדירוג עצמו, וכמעט לא נרשמו הרעות במאפיינים אלו - מגמה המתיישבת עם ירידת מירווחי הסיכון בעולם.

נספח ב'-1: נתוני המגזר העסקי - החברות הבורסאיות

1. מקור הנתונים להערכת איתנותו הפיננסית של המגזר העסקי (הלא-פיננסי) הוא מאגר "הדוכס" של החברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. מספר החברות הכולל ברביע השלישי - התצפית האחרונה עד לכתיבת סקירה זו - הוא 483 חברות: ענף התעשייה (206 חברות), ענף המסחר והשירותים (169) וענף הנדל"ן הבינוי והחקלאות (108). האוכלוסייה אינה כוללת את הענפים חיפוש נפט וגז והשקעות והחזקות - את הראשון משום שבשל עתירות הסיכון בו הוא אינו מייצג את ההתפתחויות במגזר העסקי, ואת השני כדי להימנע מספירה כפולה (במקרה של חברות ריאליות) ומהכללת חברות פיננסיות. נתוני "המגזר העסקי" הם סכימה של חברות, ולכן תיתכן ספירה כפולה - כשמוגשים דוחות מאוחדים מצד אחד, וכשהחברות המשפחתיות נסחרות גם בנפרד, מהצד האחר. נוסף על כך הסכומים המגזריים הם ברוטו; כך, למשל, אשראי ספקים בין חברות בתוך המגזר נכלל במלואו.

2. פילוח האוכלוסייה לפי קבוצות גודל לסוף 2003 מלמד כי החברות הגדולות (מאזן מעל מיליארד ש"ח) הן כ-18% בלבד מסך האוכלוסייה, אך משקלן במאזן הכולל של המגזר העסקי הוא מעל 80%. זאת ועוד, משקלן של החברות הגדולות ביותר (שמאזניהן מעל 10 מיליארדי ש"ח) הוא רק 2% מסך האוכלוסייה (10 חברות). אך משקלן במאזן הכולל של המגזר העסקי הוא כמחצית. מתקבל אפוא, כי החברות הגדולות הן המשפיעות המרכזיות על תמונת האיתנות הפיננסית העולה מנתונים אלו.

3. אוכלוסייה זו אמנם אינה כוללת את המגזר העסקי כולו, ובפרט את העסקים הקטנים יותר, אך נראה שזוהי אוכלוסייה מרכזית ורלוונטית לניתוח איתנותו של המגזר העסקי לצורך ניתוח היציבות הפיננסית. להמחשה: (א) מתוך אומדנים של תחום היציבות הפיננסית עולה, כי האשראי באוכלוסיית החברות הבורסאיות (ללא אשראי ספקים) הוא כמחצית מסך האשראי למגזר העסקי, מכל המקורות. (ב) בהתייחס לאשראי הבנקאי בלבד, האשראי הבנקאי לקבוצת החברות הבורסאיות הוא 28% מסך האשראי הבנקאי (נכון ל-2003). (ג) כיוון שיעורי השינוי ברווח הגולמי (כקירוב לתוצר) בחברות הבורסאיות תואם בדרך כלל את המגמות של שיעורי השינוי בתוצר העסקי לפי נתוני הלמ"ס (דיאגרמה ב'-12). (כאן

ראוי להדגיש שנתוני הלמ"ס כוללים חברות פיננסיות, כגון בנקים וביטוח, שאינם נכללים באוכלוסייה שלנו.)

4. אוכלוסיית החברות אינה קבועה בכל תצפית: מאז שנת השיא 1999, שבה היו 590 חברות, פחתה אוכלוסייה זו בהדרגה בכל הענפים. רוב האינדיקטורים, המחושבים כיחס, אינם מושפעים משינוי זה, אולם בסדרות עתיות של משתני זרם (או מלאי), כגון המכירות והרווח, עלולה להיווצר בעטיו הטיה משמעותית - אלא אם כן השינוי במספר החברות משקף את השינוי במצב המשק כולו ולא רק ברישום בבורסה. אחת הדרכים להתגבר על בעיה זו היא ליצור אוכלוסייה של מספר חברות קבוע; אולם דרך זו מפחיתה את האוכלוסייה. כך, למשל, מסוף 2000 (כ-4 שנים) פחת מספר החברות בכחמישית (מ-583 ל-483). דרך אחרת, שבה הלכנו, היא להתעלם מהשינויים במספר החברות בין תקופות סמוכות, משום שהשפעתם השולית קטנה. נתון מסייע נוסף לגישה זו הוא פילוח האוכלוסייה לפי קבוצות גודל, המלמד כי ירידת מספרן של החברות מאז שנת 1999 (107 חברות) עיקרה בחברות הקטנות - 64 חברות עם מאזן של עד 0.1 מיליארד ש"ח ו-60 חברות עם מאזן שבין 0.1 מיליארד ש"ח ל-1 מיליארד - שמשקלן בסך המאזן נמוך (לוח נ'ב'-1).

5. לוחות נ'ב'-1 ו-נ'ב'-2 מציגים את תמצית המאזנים ודוחות הרווח וההפסד של אוכלוסיית החברות הבורסאיות בענפים הנזכרים לעיל בשנים 1999-2005, יחד ובכל אחד מהם לחדר.

לוח נ'ב'-1

פילוח החברות הבורסאיות לפי קבוצות גודל, 2003

(אחוזים)

המשקל בסך המאזן				המשקל בסך אוכלוסיית החברות				מספר החברות	גודל המאזן (מיליארדי ש"ח)
המסחר	הנדל"ן	התעשייה	סה"כ	המסחר	הנדל"ן	התעשייה	סה"כ		
100	100	100	100	100.0	100.0	100.0	100.0	491	סה"כ
1.1	1.8	2.2	1.8	23.7	40.7	36.1	34.8	171	עד 0.1
19.4	10.9	17.7	15.2	52.6	42.4	47.8	47.1	231	0.1-1
56.4	39.9	43.9	45.0	21.9	14.5	14.1	16.1	79	1-10
23.1	47.5	36.1	38.0	1.8	2.3	2.0	2.0	10	מעל 10

המקור: בנק ישראל - עיבודים של תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל לנתוני החברות הבורסאיות במחלקת המחקר.

לוח נ' ב'-2

תמצית המאזן של המגזר העסקי (החברות הבורסאיות), 2000 עד 2004¹

(מיליארדי ש"ח, מחירי ספטמבר 2004)

התעשייה					הנדל"ן					המסחר והשירותים					סך המגזר העסקי				
2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000
הנכסים																			
106	97	91	89	89	23	24	20	21	21	72	68	60	58	49	200	189	171	168	159
הרכוש השוטף - סה"כ																			
מזה: מזומנים																			
33	32	30	29	28	8	6	6	6	5	28	29	25	24	16	68	67	61	59	50
31	26	24	23	23	9	8	7	8	9	8	7	7	7	7	47	41	38	38	40
42	39	37	37	37	7	9	7	7	7	32	30	27	26	24	81	78	71	70	69
לקוחות ואחר																			
20	18	16	16	21	29	28	26	25	24	27	23	17	16	12	76	69	59	57	57
ההשקעות - סה"כ																			
מזה: בבנות ומסונפות																			
6	7	6	8	15	7	7	7	6	6	3	3	3	3	4	15	16	16	17	24
2	2	1	1	1	0	1	1	1	1	3	2	0	0	0	5	4	2	2	2
8	7	6	6	5	22	20	19	18	17	18	16	14	12	8	48	43	39	37	30
אחרות																			
45	46	48	45	45	61	60	43	41	38	105	108	106	98	95	212	213	196	184	178
הרכוש הקבוע - מזה: קרקע ומבנים																			
-	11	11	11	11	-	58	41	39	36	-	40	37	39	42	-	109	89	89	90
-	26	28	27	27	-	1	1	1	2	-	58	60	54	46	-	85	90	82	75
ציוד																			
28	16	15	12	11	2	1	1	1	1	18	15	11	11	13	48	32	28	25	25
רכוש אחר - סה"כ																			
198	177	170	163	166	115	112	90	88	84	219	213	195	184	169	533	503	455	434	419
סך הנכסים																			
ההתחייבויות																			
ההתחייבויות השוטפות - סה"כ																			
61	59	58	49	52	25	28	26	27	26	65	58	52	52	46	151	146	136	127	124
מזה: בנקים וחלויות ספקים ואחרים																			
19	21	21	18	20	17	19	18	18	18	22	22	22	24	18	58	62	61	60	56
41	39	37	31	32	8	9	8	9	8	36	32	28	26	26	86	80	73	65	66
ההתחייבויות לז"א - סה"כ																			
37	31	35	31	30	57	51	40	38	34	87	82	80	68	58	182	163	154	137	121
אג"ח להמרה זכויות מיעוט העתודות - סה"כ																			
1	1	0	4	1	1	1	1	2	2	0	0	0	1	0	2	3	2	6	3
5	4	4	3	4	10	10	5	3	3	2	2	1	1	2	17	15	10	8	9
8	7	8	7	7	2	2	2	2	2	8	10	10	9	9	18	20	20	18	18
ההון העצמי																			
86	74	65	67	73	19	19	16	16	16	63	61	50	53	53	169	153	132	136	143
68	65	57	53	48	20	19	17	16	16	43	47	42	33	33	131	131	116	102	97
10	8	6	11	23	0	1	0	0	1	18	10	4	10	11	28	17	11	21	35
מזה: הון וקרנות עודפים																			
198	177	170	163	166	115	112	90	88	84	219	213	195	184	169	533	503	455	434	419
סך ההתחייבויות																			

1 נתוני 2004 הם עד ספטמבר.

המקור: בנק ישראל - מאגר החברות הבורסאיות במחלקת המחקר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.

לוח נ - ב' - 3

תמצית דוח הרווח וההפסד של המגזר העסקי (החברות הבורסאיות), 2000 עד 2004'
(מיליארדי ש"ח, מחירי ספטמבר 2004)

תעשייה					נדל"ן					מסחר ושירותים					סך המגזר העסקי					
2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	2004	2003	2002	2001	2000	
																				ס"כ ההכנסות (ממכירות)
40.0	32.9	29.8	27.8	30.7	5.4	6.0	5.4	5.4	5.0	42.7	36.3	31.6	29.7	29.3	88.2	75.2	66.8	62.9	65.0	
27.2	22.8	21.0	20.3	22.0	3.8	4.5	4.0	3.9	3.7	30.5	26.7	23.4	21.7	21.7	61.4	54.0	48.4	45.9	47.4	עלות המכר
12.8	10.1	8.8	7.6	8.7	1.7	1.5	1.4	1.5	1.3	12.2	9.6	8.2	7.9	7.5	26.7	21.2	18.4	17.0	17.6	רווח גולמי
																				ס"כ הוצאות מכירה הנהלה וכלליות
7.0	6.2	6.1	6.0	6.2	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	7.0	6.1	5.9	5.8	5.9	14.4	12.8	12.4	12.3	12.7	הרווח התפעולי
5.8	3.8	2.7	1.6	2.5	1.2	1.0	1.0	1.0	0.8	5.3	3.5	2.3	2.1	1.6	12.3	8.4	6.0	4.7	4.9	הוצאות המימון נטו
0.4	0.4	0.1	0.3	0.5	0.9	0.9	0.8	0.9	0.5	1.1	1.2	0.9	1.0	0.6	2.4	2.5	1.8	2.2	1.7	הרווח אחרי הוצאות המימון
5.4	3.4	2.6	1.3	2.0	0.3	0.1	0.1	0.1	0.3	4.2	2.3	1.5	1.2	1.0	10.0	5.9	4.2	2.5	3.2	המס (נגזר)
2.6	2.5	3.6	3.9	3.6	0.1	0.1	0.8	0.1	0.3	1.8	1.5	2.9	2.0	1.9	4.4	4.1	7.2	6.1	5.8	הרווח הנקי
2.9	0.9	-1.0	-2.7	-1.6	0.3	0.1	-0.6	0.0	0.0	2.4	0.8	-1.4	-0.8	-0.9	5.6	1.8	-3.0	-3.5	-2.5	הדיבידנד
1.2	0.7	0.3	0.4	0.7	0.6	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.5	1.9	1.0	0.7	1.0	1.4	

1 נתוני 2004 הם עד ספטמבר.
המקור: בנק ישראל - מאגר החברות הבורסאיות במחלקת המחקר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.