

# פרק I-ד'

## החוב החיצוני וסיכון האשראי של המשק

ניתן להעריך, כי סיכון האשראי של ישראל גדל השנה, בגלל ההרעה במצב המשק. עם זאת, רמתם הנמוכה של מדדי החוב החיצוני וסיכון האשראי, במבט ארוך טווח, מעידה על חוסן פיננסי של המשק, המתבטא גם באי הפחתת דירוג האשראי של ישראל.

חלק ממדדי סיכון האשראי של המשק מצביעים על עלייה ברמת סיכון האשראי של המשק, וחלקם האחר מצביעים על הטבה: היחס שבין החוב החיצוני ברוטו לתוצר עלה, זו השנה השנייה ברציפות. חברות הדירוג אמנם טרם שינו את הדירוג הפורמלי של ישראל, אך שינו את הערכותיהם, בשנתיים האחרונות, בתוך תחום הדירוג, מחיובי ליציב או מיציב לשלילי. עם זאת הותירו חברות הדירוג את דירוגה של ישראל ברמה גבוהה של A-. המירווח מעל ל-US Treasuries באיגרות חוב סחירות של ממשלת ישראל (פרמיית סיכון האשראי) אמנם עלה ברביע האחרון של השנה, אך שב וירד בסופה. השתפרו יחס החוב החיצוני נטו לתוצר ויחס הנכסים לזמן קצר לסך החוב החיצוני לזמן קצר, שרמתו הגבוהה אף המשיכה לעלות, זו השנה השנייה ברציפות.

התפתחות החוב החיצוני ונכסי המשק בחו"ל והשינויים בהרכבם, בשנת 2002, משקפים הרעה בסיכון האשראי של המשק: כך, למשל, ניכרה האצה במגמת הגידול של החוב החיצוני, ולראשונה השנה משכו תושבי חוץ נטו מפיקדונותיהם בבנקים בישראל. בצד הנכסים נמשכה גם השנה העלייה בנכסי המגזר הפרטי הלא-בנקאי בחו"ל, בעיקר באיגרות חוב זרות ובפיקדונות בבנקים בחו"ל.

### 1. התפתחות החוב החיצוני בשנת 2002

לחוב החיצוני חשיבות רבה בניתוח החוסן הפיננסי של משקים מתפתחים. חשיבות הדיון בחוב החיצוני קיבלה משנה תוקף לנוכח המשברים הפיננסיים בדרום מזרח אסיה בשנים 1997 ו-1998, משום שהמידע על החוב החיצוני במדינות אלה היה חלקי. מרכזיות החוב החיצוני התחדדה בשנת 2002, בשל קושי בגיוס מקורות חיצוניים למשק הישראלי וחשש ניכר להרעה בדירוג האשראי של המשק.

ההתפתחויות של רכיבי החוב החיצוני ושל נכסי המשק בחו"ל הן אינדיקציה לשינויים בסיכון האשראי של המשק. כך, למשל, במערכת הבנקאות - הירידה בפיקדונות של תושבי חוץ והעלייה בפיקדונות מבנקים בחו"ל מבטאות, בין היתר, עלייה בסיכון האשראי של המשק. בצד הנכסים - גידול ההפקדות של תושבי ישראל בבנקים בחו"ל עשוי להצביע, בין היתר, על שינוי בתפישה של תושבי ישראל את סיכון המשק.

### א. סך כל החוב החיצוני ברוטו

בסוף דצמבר 2002 הסתכמה יתרת החוב החיצוני ברוטו של המשק הישראלי בכ-66 מיליארדי דולרים - גידול של 2.1 מיליארדים (3.3%), לעומת גידול של 0.3 מיליארד

בשנת 2002 ניכרה האצה בגידולו של החוב החיצוני ברוטו.

בשנת 2001. בשנת 2002 ניכרה האצה במגמה של גידול החוב, מגמה שנבעה בעיקר מגיוס בונדס ואיגרות חוב סחירות<sup>1</sup> בחו"ל על ידי הממשלה ומגידול של פיקדונות הבנקים הזרים במערכת הבנקאות בישראל. (לוח I-ד'-1)

יתרת החוב החיצוני הסחיר הייתה בשנת 2002 כ-19 מיליארדי דולרים - 28% מסך החוב ברוטו, בדומה למשקלה בשלוש השנים הקודמות. רמה גבוהה זו של החוב הסחיר משקפת את השתלבותו של המשק בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים, אך גם חושפת אותו למעקב מתמיד מצד תושבי חוץ אחר טיבה של המדיניות הכלכלית.

## לוח I-ד'-1

### החוב החיצוני ברוטו ונטו של המשק הישראלי, 1998 עד 2002

(יתרות מיליארדי דולרים)

| 31.12.02                                                         | 31.12.01 | 31.12.00 | 31.12.99 | 31.12.98 |                                    |
|------------------------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|------------------------------------|
| <b>החוב החיצוני ברוטו של המשק לחוץ לארץ</b>                      |          |          |          |          |                                    |
| 27.1                                                             | 26.7     | 27.2     | 27.5     | 27.4     | 1 המגזר הציבורי                    |
| 14.5                                                             | 13.6     | 13.9     | 13.1     | 11.5     | 2 המגזר הפרטי הלא-בנקאי            |
| 24.6                                                             | 23.8     | 22.7     | 21.2     | 19.1     | 3 מערכת הבנקאות                    |
| 66.2                                                             | 64.1     | 63.8     | 61.8     | 58.1     | 4 סך כל החוב החיצוני ברוטו (1+2+3) |
| <b>נכסי המשק בחוץ לארץ (מכשירי חוב ויתרות מט"ח של בנק ישראל)</b> |          |          |          |          |                                    |
| 24.6                                                             | 24.0     | 24.0     | 23.4     | 23.2     | 5 המגזר הציבורי                    |
| 25.4                                                             | 20.4     | 16.3     | 13.4     | 10.4     | 6 המגזר הפרטי הלא-בנקאי            |
| 15.6                                                             | 15.6     | 15.7     | 14.3     | 13.2     | 7 מערכת הבנקאות                    |
| 65.5                                                             | 60.0     | 56.0     | 51.0     | 46.8     | 8 סך כל נכסי המשק בחו"ל (5+6+7)    |
| <b>החוב החיצוני נטו של המשק לחוץ לארץ</b>                        |          |          |          |          |                                    |
| 2.5                                                              | 2.8      | 3.3      | 4.1      | 4.3      | 9 המגזר הציבורי (1-5)              |
| -10.9                                                            | -6.9     | -2.5     | -0.2     | 1.2      | 10 המגזר הפרטי הלא-בנקאי (2-6)     |
| 9.1                                                              | 8.2      | 7.0      | 6.9      | 5.9      | 11 מערכת הבנקאות (3-7)             |
| 0.7                                                              | 4.1      | 7.8      | 10.8     | 11.3     | 12 סך כל החוב החיצוני ברוטו (4-8)  |

1 החוב החיצוני ונכסי המשק בחו"ל כוללים: אשראי ישיר (לרבות אשראי מסחרי), איגרות חוב ופיקדונות.

1 הסעיף איגרות חוב סחירות של הממשלה ושל המגזר הפרטי הלא-בנקאי, בנתוני החוב החיצוני, מוצג בניכוי החלק שרכשו ישראלים. חלק זה אינו נכלל גם בצד הנכסים של המשק, משום שהוא משקף פעילות בין תושבי ישראל לבין עצמם.

## (1) המגזר הציבורי

יתרת החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי עמדה בסוף 2002 על 27.1 מיליארדי דולרים - עלייה של 0.3 מיליארד (1.2%) לעומת סוף 2001. בשנת 2002 גייסה הממשלה בחו"ל ברוטו כ-1.7 מיליארדי דולרים, רובם באמצעות מפעל הבונדס, שרשם גיוס שיא של כ-1.4 מיליארדי דולרים, לעומת גיוס ממוצע של 0.9 מיליארד בחמש השנים הקודמות. נוסף על כך גייסה הממשלה, בפברואר 2002 400 מיליוני אירו באמצעות איגרות חוב ל-7 שנים.

מפעל הבונדס גייס  
השנה סכום שיא של  
1.4 מיליארדי  
דולרים.

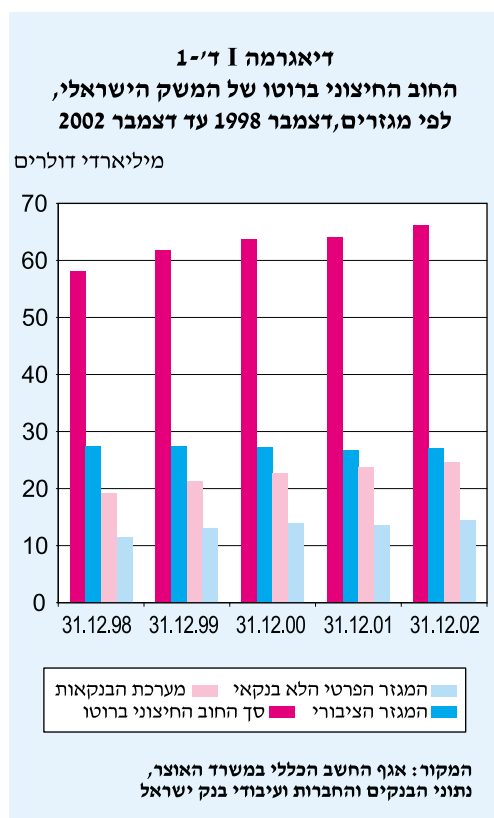
כבכל השנים הקודמות - מאז סיום הסדר הערבויות - גם השנה היה מפעל הבונדס המקור העיקרי לגיוס הון חיצוני על ידי הממשלה. הקושי של הממשלה בגיוס חוב סחיר, מחד גיסא, והנכונות של יהודי ארה"ב השנה לסייע למדינת ישראל, בגלל האירועים הביטחוניים ועל רקע מתקפת הטרור בארה"ב, מאידך, יצרו אקלים מתאים לגיוס בונדס: יתרת הבונדס הגיעה בסוף 2002 ל-9.6 מיליארדי דולרים, 35% מסך יתרת החוב החיצוני של הממשלה. הגיוסים הגבוהים של הבונדס השנה לוו בפירעונות גבוהים של 1.1 מיליארדים, לעומת פירעון ממוצע של 0.6 מיליארד בחמש השנים הקודמות. הגיוס נטו (גיוסים פחות פירעונות) של הבונדס בשנים האחרונות הסתכם בכ-0.3 מיליארד דולרים. במטרה לעודד רכישת בונדס הגדילה הממשלה בשנתיים האחרונות את התשואה על איגרות החוב שבהן משולמת ריבית קבועה. המירווח הממוצע מעל לשטרי אוצר של ממשלת ארה"ב על איגרות החוב מסוג "יובל" ל-10 שנים היה בשנת 2002 160 נקודות בסיס, לעומת 130 נקודות בסיס בשנת 2000. ירידתה של הריבית הדולרית לזמן ארוך בשנתיים האחרונות הייתה גבוהה מתוספת המירווח על איגרות הבונדס. הריבית הדולרית לזמן קצר ירדה אף יותר מהריבית הדולרית לזמן ארוך והגיעה לרמה נמוכה מאוד; כתוצאה מכך העדיפו רוכשי הבונדס איגרות חוב מסוג "יובל", המשלמות ריבית קבועה, על פני איגרות המשלמות ריבית ניידת על בסיס הלייבור, וכתוצאה מכך ניכרה עלייה תלולה ומתמשכת במשקל המכירות של איגרות "יובל" בסך מכירות הבונדס מכ-10% בשנת 1998 לכ-60% בשנת 2002.

## (2) המגזר הפרטי הלא-בנקאי

יתרת החוב החיצוני ברוטו של המגזר הפרטי הלא-בנקאי הייתה בדצמבר 2002 14.5 מיליארדי דולרים - עלייה של כמיליארד דולרים (7.0%) לעומת סוף 2001. עיקר הגידול השנה היה באשראי הספקים, לאחר שבשנים הקודמות המקור העיקרי של גיוס הון חיצוני במגזר זה היו הנפקות בחו"ל של איגרות חוב סחירות. יתרת ההנפקות בחו"ל הגיעה בסוף 2002 ל-5.7 מיליארדי דולרים, אולם הואיל ו-1.4 מיליארדים מוחזקים בידי תושבי ישראל, נרשמו בחוב החיצוני רק 4.3 מיליארדים - החלק המוחזק בידי תושבי חוץ. השנה גויסו באמצעות מקור זה 0.1 מיליארד דולרים בלבד, על רקע האירועים הביטחוניים והמצב הכלכלי, לעומת 0.9 מיליארד בשנת 2001 ו-1.5 מיליארדים (שיא) בשנת 2000. מרבית ההנפקות בחו"ל היו של חברה אחת.

## (3) מערכת הבנקאות

יתרת ההתחייבויות של מערכת הבנקאות לחו"ל הסתכמה בדצמבר 2002 ב-24.6 מיליארדי דולרים - גידול של 0.8 מיליארד (3.5%) לעומת סוף 2001. הגידול בשנת 2002 הוא תוצאה של עלייה בפיקדונות מבנקים בחו"ל במערכת הבנקאות הישראלית. בתקופה הנסקרת גדל הביקוש לאשראי במט"ח ממערכת הבנקאות, בעוד שמקורות



המט"ח מהציבור (הפיקדונות של תושבי ישראל ושל תושבי חוץ) לא עלו באותו שיעור. גידול הביקוש לאשראי במט"ח מעבר לגידול הפיקדונות במט"ח אילץ את מערכת הבנקאות להגדיל את הפיקדונות מבנקים בחו"ל, בעיקר מסניפיה שם. יתרת פיקדונות תושבי חוץ של הציבור הסתכמה בסוף 2002 ב-21.3 מיליארדי דולרים. בשנת 2002 נבלם הגידול הנומינלי של יתרה זו, לאחר עלייה מתמשכת בכל השנים הקודמות, והיא אף ירדה מעט. בחינת התנועות נטו בחשבון, בניכוי הפרשי השערים, מראה כי השנה, לראשונה, היו משיכות נטו מהחשבון, וזאת בסכום של 0.8 מיליארד דולרים. (דיאגרמה I-ד'-1)

יתרת הפיקדונות של תושבי חוץ קטנה השנה, לראשונה מזה 20 שנה, עקב משיכות נטו.

## ב. נכסי (מכשירי) החוב של המשק בחוץ לארץ

נכסי החוב של המשק בחו"ל - האשראי לחו"ל, הפיקדונות בחו"ל ויתרות המט"ח של בנק ישראל - הסתכמו בדצמבר 2002 בכ-65.5 מיליארדי דולרים, גידול של 5.5 מיליארדים (9.3%) לעומת דצמבר 2001. הגידול של נכסי המשק בחו"ל השנה מורכב מגידול של נכסי המגזר הפרטי הלא-בנקאי בחו"ל ושל נכסי המגזר הציבורי; במגזר הבנקאי לא היה שינוי.

נכסי המשק בחו"ל גדלו השנה בסכום שיא של 5.5 מיליארדי דולרים.

יתרת נכסי המגזר הפרטי הלא-בנקאי בחו"ל הגיעה בסוף 2002 לשיא של 25.4 מיליארדי דולרים - גידול של 4.9 מיליארדי דולרים, בדומה לגידול בשנה הקודמת. מרבית הגידול השנה התרכז בשני סעיפים: ההשקעות באיגרות חוב זרות גדלו ב-2.5 מיליארדים, והפיקדונות בבנקים בחו"ל - ב-1.8 מיליארדים. (דיון מפורט בנושא ראו בפרק I-ב').

נכסי המגזר הציבורי עלו השנה ב-0.6 מיליארד דולרים, בעיקר עקב שינויי מחירים והפרשי שערים. בניכוי השפעת שינויי המחירים והפרשי השערים מתקבלת ירידה של 1.3 מיליארדי דולרים.

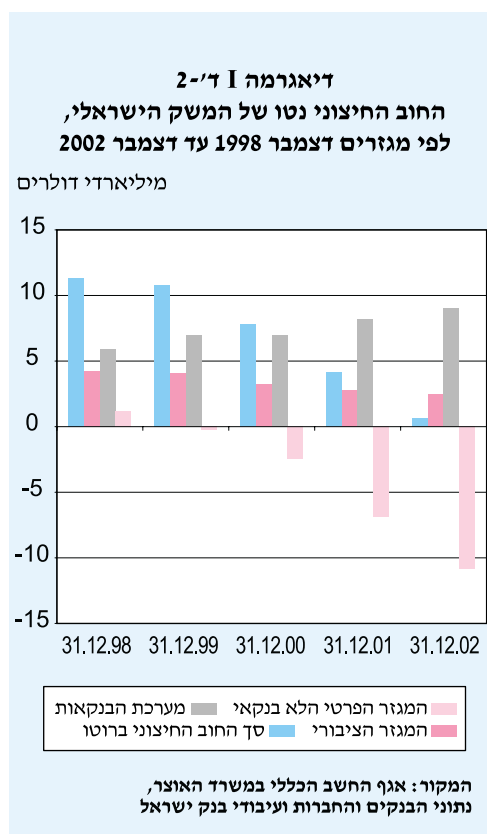
## ג. החוב החיצוני נטו והחוב נטו לזמן קצר

כיוון שהעלייה בנכסי החוב של המשק בחו"ל בשנים האחרונות הייתה, כאמור, מהירה מזו של החוב החיצוני, ירד החוב החיצוני נטו, והגיע בסוף 2002 לרמה נמוכה ביותר, 0.7 מיליארד דולרים - המשך מגמה שהחלה בסוף 1995, כשיתרת החוב החיצוני נטו הייתה כ-20 מיליארדים (דיאגרמה I-ד'-2).

החוב החיצוני נטו הגיע לרמה נמוכה ביותר - 0.7 מיליארד דולרים.

עודף הנכסים לזמן קצר  
הגיע השנה לשיא של 21 מיליארדי דולרים.

למשק הישראלי עודף ניכר של נכסים חיצוניים לזמן קצר (הנכסים לזמן קצר פחות החוב לזמן קצר). בשנת 2002 גדל עודף זה בסכום משמעותי של 1.8 מיליארדי דולרים והסתכם בסופה בסכום שיא של 21 מיליארדים. למבנה החוב החיצוני ולנכסי המשק בחו"ל (מכשירי החוב), מבחינת התקופה לפירעון/למימוש, נודעת חשיבות רבה בהערכת חוסנו הפיננסי של המשק ויכולתו לפרוע חוב בזמן הקצר. הרמה הגבוהה של יתרות המט"ח של בנק ישראל והגידול של נכסי המגזר הפרטי הלא-בנקאי בחו"ל תרמו לרמה הגבוהה של עודף הנכסים לזמן קצר. לרמה הגבוהה של עודף זה ולרמה הנמוכה של החוב החיצוני נטו הייתה השפעה משמעותית על החלטתן של חברות הדירוג שלא להוריד את דירוג החוב של ישראל.



## 2. סיכון האשראי ודירוג האשראי

סיכון האשראי של המשק הוא המרכזי שבמיוגון הסיכונים הפיננסיים, מבחינת חוסנו של המשק בעיני תושבי חוץ. הסיכון נאמד באמצעות מדדים אובייקטיביים, כגון יחסים שונים של החוב החיצוני והרכבו, ובאמצעות מדדים סובייקטיביים המבטאים את הערכתם של תושבי חוץ, כגון פרמיית הסיכון ודירוג האשראי (לוח I ד'-2). ניתוח מדדי הסיכון מלמד כי בחלק מהם גדל השנה סיכון האשראי של המשק ובאחרים נמצא שיפור: כך עלה יחס החוב החיצוני ברוטו לתמ"ג, ואילו היחס שבין החוב החיצוני נטו לתמ"ג ירד.

היחס שבין **החוב החיצוני ברוטו לתמ"ג** עלה מ-60% בסוף 2001 ל-65% בסוף 2002 - מגמה הנמשכת זו השנה השנייה ברציפות (דיאגרמה I ד'-3). יחס זה הוא אחד המדדים האובייקטיביים החשובים, ולו משקל ניכר בהערכת סיכון האשראי של המשק.

אחד המדדים המצביעים על ירידה בסיכון האשראי של המשק הוא **יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג**. יחס זה המשיך לרדת גם השנה, והגיע בסוף 2002 לנקודת אחוז אחת בלבד (דיאגרמה I ד'-3), וזאת משום שגידולם של נכסי המשק בחו"ל היה מהיר מגידול התחייבויותיו כלפי חו"ל. הגידול של נכסי המשק בחו"ל התבטא גם **ביחס של נכסי המשק בחו"ל לתמ"ג**, שהמשיך לעלות - מ-56% בסוף 2001 ל-64% בסוף 2002.

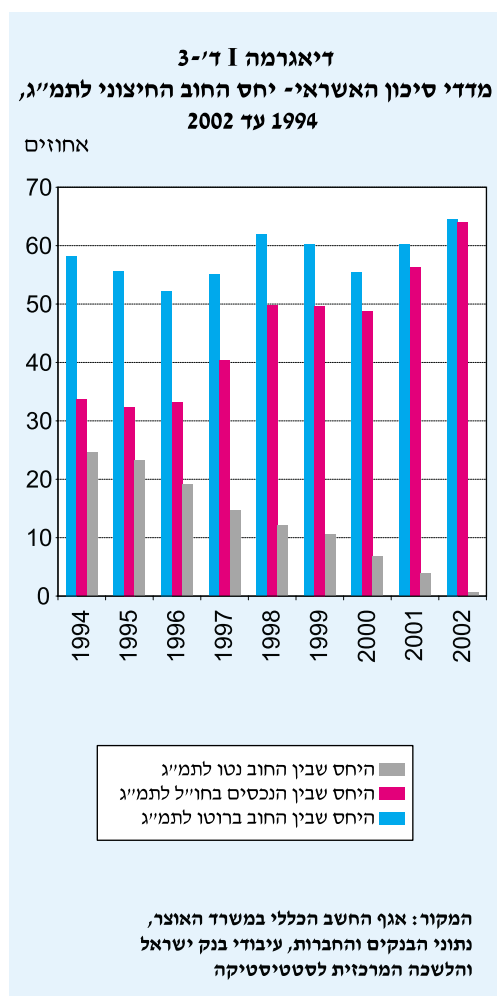
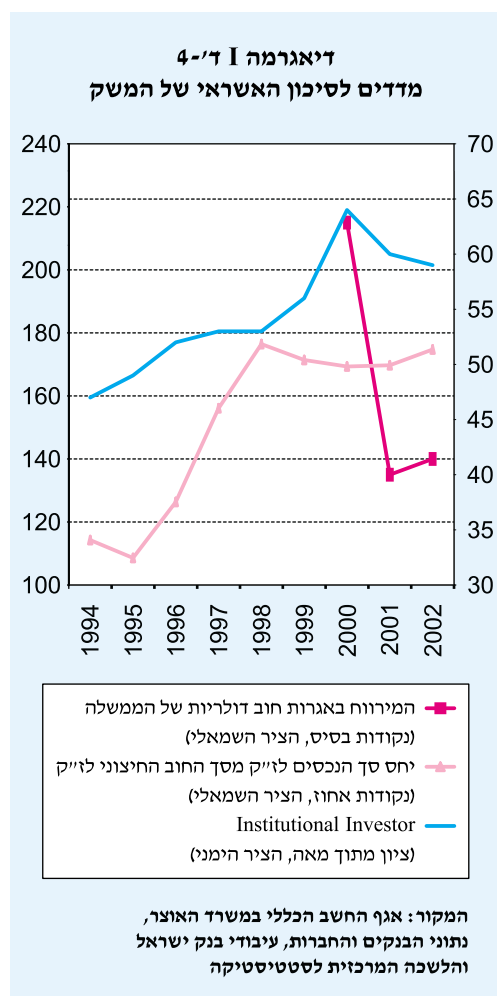
מדד נוסף המצביע על ירידה בסיכון האשראי הוא **היחס של סך הנכסים החיצוניים לזמן קצר לסך החוב החיצוני לזמן קצר**. יחס זה, המבטא את היכולת להשתמש ביתרות המט"ח של בנק ישראל, בעת משבר מטבע, לכיסוי חוב חיצוני לזמן קצר, עלה מ-170% בסוף 2001 ל-175% בדצמבר 2002 (דיאגרמה I ד'-4). היחס שבין יתרות המט"ח לחוב

היחס שבין החוב החיצוני ברוטו לתמ"ג עלה, זו השנה השנייה ברציפות. היחס שבין החוב החיצוני נטו לתמ"ג הגיע השנה לרמה נמוכה ביותר.

**החיצוני לזמן קצר** היה בסוף 2002 ללא שינוי לעומת שנת 2001 - 84%. למבנה החוב החיצוני ולנכסי המשק בחו"ל (מכשירי החוב), מבחינת התקופה לפירעון/למימוש, נודעת חשיבות רבה בהערכת חוסנו הפיננסי של המשק ויכולתו לפרוע חוב בזמן הקצר. יחסים אלו תרמו, בין השאר, לאי-פגיעה בדירוג האשראי של מדינת ישראל על ידי חברות הדירוג הבין-לאומיות.

מדד סובייקטיבי נוסף שהעיד על עלייה בסיכון האשראי של המשק הוא הרעה בתחזיות של חברות הדירוג: חברת S&P הורידה את תחזית הדירוג (rating outlook) של ישראל, באוקטובר 2000, מחיובי ליציב ובאפריל 2002 - מיציב לשלילי; Moody's הורידה את התחזית שלה בפברואר 2001 מחיובי ליציב. תחזיות אלו משקפות אפשרות של הפחתת דירוג האשראי של ישראל בעתיד. למרות השינויים בנתונים בתחזיות הותירו חברות הדירוג S&P ו-Fitch את דירוגה של ישראל ברמה גבוהה של A- ו-Moody's - ברמה A2. עם זאת נציין שבחודש ינואר 2003 הפחיתה Moody's את דירוג האשראי של חברת החשמל בשתי רמות - מ-A3 ל-Baa2 - בין היתר, בשל הפסדי מימון שנבעו מפיחות. בפברואר 2003 הצטרפה חברת הדירוג S&P והפחיתה את דירוגה של חברה זו ברמה אחת - מ-A ל-BBB+.

הערכת הסיכון של מדינת ישראל משתקפת בתשואת השוק על איגרות חוב של



ממשלת ישראל: פרמיית הסיכון על האשראי נמדדת באמצעות המירווח על איגרות חוב של ממשלת ישראל מעל לשטרי אוצר אמריקאיים. המירווח באיגרות חוב "גלובל" של מדינת ישראל היה בדצמבר 2002 140 נקודות בסיס, בדומה למירווח בדצמבר 2001. במהלך השנה חלו בו שינויים: בספטמבר הוא עלה ל-170 נקודות בסיס, ובסוף דצמבר שב וירד.

## לוח I-ד'-2

### מדדים לסיכון האשראי ודירוג האשראי של המשק

(סופי תקופה, אחוזים)

|                       | 2002 | 2001 | 2000 | 1999 | 1998 | 1997 | 1996 | 1995 | 1994 |                                               |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------------------------------------------|
| <b>א יחסי חוב</b>     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                                               |
| 1                     | 65   | 60   | 55   | 60   | 62   | 55   | 52   | 56   | 58   | היחס שבין החוב ברוטו לתמ"ג                    |
| 2                     | 64   | 56   | 49   | 50   | 50   | 40   | 33   | 32   | 34   | היחס שבין הנכסים בחו"ל לתמ"ג                  |
| 3                     | 1    | 4    | 7    | 11   | 12   | 15   | 19   | 23   | 25   | היחס שבין החוב נטו לתמ"ג                      |
| 4                     |      |      |      |      |      |      |      |      |      | משקל החוב לזמן קצר <sup>1</sup> מסך           |
|                       | 43   | 43   | 43   | 41   | 40   | 41   | 43   | 46   | 44   | החוב החיצוני ברוטו                            |
| 5                     |      |      |      |      |      |      |      |      |      | משקל הנכסים לזמן קצר <sup>1</sup>             |
|                       | 75   | 78   | 82   | 86   | 88   | 87   | 87   | 86   | 87   | מסך נכסי המשק בחו"ל                           |
| 6                     |      |      |      |      |      |      |      |      |      | יחס סך הנכסים לז"ק <sup>1</sup> מסך החוב      |
|                       | 175  | 170  | 169  | 171  | 176  | 156  | 126  | 109  | 114  | החיצוני לז"ק <sup>1</sup>                     |
| 7                     |      |      |      |      |      |      |      |      |      | יחס הרזרבות מהחוב                             |
|                       | 84   | 84   | 85   | 88   | 97   | 91   | 53   | 38   | 35   | החיצוני לז"ק <sup>1</sup>                     |
| <b>ב דירוג האשראי</b> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                                               |
| 8                     | A-   | A-   | A-   | A-   | A-   | A-   | A-   | A-   | BBB+ | Standard & Poor's                             |
| 9                     | A2   | A2   | A2   | A3   | A3   | A3   | A3   | A3   |      | Moody's                                       |
| 10                    | A-   | A-   | A-   | A-   | A-   | A-   | A-   | A-   | BBB+ | Fitch                                         |
| 11                    | 59   | 60   | 64   | 56   | 53   | 53   | 52   | 49   | 47   | Institutional Investor <sup>2</sup>           |
| 12                    | 69   | 72   | 73   | 71   | 76   | 77   | 76   | 76   | 72   | Euromoney <sup>2</sup>                        |
| <b>ג מירווחים</b>     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                                               |
| 13                    | 140  | 135  | 215  |      |      |      |      |      |      | המירווח באג"ח דולריות של הממשלה (נקודות בסיס) |

1 זמן קצר - פירעון/מימוש תוך שנה

2 הציון - מתוך 100 נקודות

המקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

