

פרק א': עיקרי הדברים

בשנת 2004 גברה היציבות של המערכת הפיננסית בישראל - המשך לתפנית החיובית שהחלה אשתקד. זאת הודות להמשך השיפור בסביבת פעולתה של המערכת, בד בבד עם הגברת עמידותה, בין השאר בזכות הרפורמות שבוצעו בתשתית הפיננסית בשנים הקודמות. עם זאת, היציבות בעתיד אינה מובטחת: הרפורמות מחוללות שינויים משמעותיים במערכת, ובתקופת המעבר השינויים מגבירים את הסיכונים, במיוחד את סיכוני האשראי של המשקיעים המוסדיים, ומחייבים שינויים בהסדרה וההיערכות של רשויות הפיקוח. גם חוסר-האיזון הגלובלי, אשר מקורו בגירעונות הגדולים בתקציבה של ארה"ב ובמאזן התשלומים שלה, עלול להיות מקור לאי-יציבות בין-לאומית, שתקרין גם על ישראל.

הגברת היציבות ב-2004

בתנאי הסביבה הבסיסיים חלה אשתקד תפנית חיובית, והשנה הם הוסיפו להשתפר: ההתאוששות בפעילות הריאלית בעולם התבססה, במדיניות המקרו-כלכלית נמשך השיפור, שהשתקף בהפחתת הגירעון בתקציב ובמערך הריביות במשק, תוך שמירה על יציבות המחירים, וגם המצב הביטחוני בישראל המשיך להשתפר. כל אלה הביאו להתבססות ההתאוששות גם במשק הישראלי.

השיפור בתנאי סביבה בסיסיים אלה תרם להגברת היציבות של המערכת הפיננסית בישראל בשני ערוצים עיקריים: בערוץ הראשון - המשך ההתאוששות בפעילות הריאלית בעולם השתקף בהתגברות תנועות ההון לשווקים המתעוררים ובהמשך ירידת פרמיית הסיכון שלהם, על רקע ירידת התשואות לטווח ארוך במדינות המפותחות. התפתחויות חיוביות אלה בעולם, יחד עם השיפור במשק, במדיניות המקרו-כלכלית ובמצב הביטחוני, תרמו לירידת פרמיית הסיכון של ישראל ולשיפור במדדי החוב החיצוני והחוב הממשלתי - שינויים שמשמעותם הגברת החוסן הפיננסי של המשק - וכן לירידת התנודתיות של הנכסים הנסחרים בשווקים הפיננסיים בישראל, תוך עלייה מתונה בערכם, כלומר רגיעה בשווקים.

בערוץ השני - המשך הצמיחה במשק השתקף בהתגברות האיתנות הפיננסית של המגזר הפרטי: כל המדדים לאיתנות הפיננסית של המגזר העסקי (על פי נתוני חברות בורסאיות בלבד), ובראשם נטל החוב והתשואה להון, רשמו השנה שיפור נוסף. השיפור ניכר במיוחד בענף התעשייה, פחות בענפי המסחר והשירותים וכלל לא בענף הנדל"ן. שיפור מסוים חל השנה גם באיתנות הפיננסית של משקי הבית, כפי שעולה מירידת נטל האשראי ומעצירת מגמת הירידה בשיעור החיסכון.

תוצאות השיפור בשני ערוצים אלה - כלומר עליית ערכם של הנכסים הפיננסיים בישראל והתגברות החוסן הפיננסי של המשק והאיתנות הפיננסית של המגזר הפרטי - תרמו לעלייה ברווחיות של הבנקים וחברות הביטוח ולשיפור מה באיכות האשראי שלהם, ולכן להגברת עמידותם (דיאגרמה א'-1): במערכת הבנקאות נמשך השיפור בהלימות ההון והצטמצמו במידת מה סיכוני האשראי. גם בחברות הביטוח נמשך השיפור בהלימות ההון, לצד ירידה מסוימת של הסיכונים המערכתיים הגלומים בפעילותם. גם עמידותם של

השווקים הפיננסיים הוסיפה להתחזק: גברו השכלול והנוזלות בשוקי המט"ח, האג"ח והמניות, ונראה שההתפתחויות במחירי הנכסים הפיננסיים עלו בקנה אחד עם עליית ערכם הכלכלי, המשקפת את ההתפתחויות בסביבה.

להגברת העמידות של המערכת הפיננסית השנה תרמה גם שורה של רפורמות ושינויים בתשתית שבוצעו במהלך השנים הקודמות, והשפעתם המצטברת כבר החלה לקרום עור וגידים בצורת תמורות בולטות בפעילות הפיננסית במשק: בהמשך למגמה של השנים האחרונות, נרשמה השנה עלייה חדה באשראי החוץ-בנקאי, הסחיר והלא-סחיר, למגזר העסקי, על חשבון האשראי הבנקאי למגזר זה, שירד. ירידת האשראי הבנקאי, המשתקפת בהמשך מגמת הירידה של משקל הבנקים באשראי למגזר הפרטי, חוברת אל מגמת הירידה של משקלם במצרפים פיננסיים אחרים, ובראשם בסך הנכסים הפיננסיים של המגזר הפרטי ("הציבור"). כן נמשכה מגמת הירידה של משקל הממשלה בתיקי הנכסים של המשקיעים המוסדיים, על רקע הירידה בהנפקת האג"ח המיועדות והגמשת כללי ההשקעה שלהם. למרות הירידה הנמשכת של חלקי הבנקים והממשלה בפעילות הפיננסית, חלקיהם עדיין גבוהים מדי.

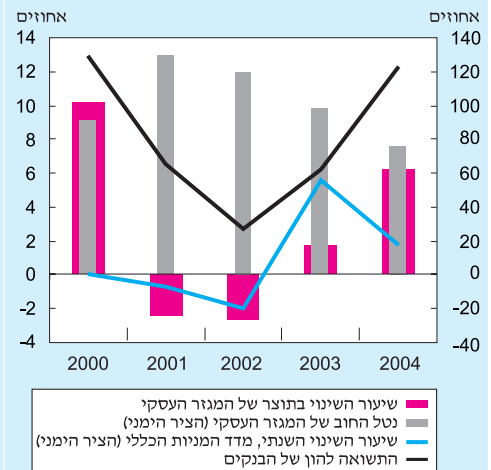
שתי התפתחויות עיקריות השנה מתווספות לרפורמות ולשינויים שהונהגו עד כה: מכירת קרנות הפנסיה החדשות לחברות הביטוח ואישור הרפורמה בשוק ההון ("ועדת בכר"), שמטרתה להפחית את הריכוזיות בשוק ההון, בעיקר באמצעות הפרדה של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים. התפתחויות אלה מחוללות שינוי מהפכני במערכת הפיננסית, בהאיצן מגמות המתפתחות בה: הולך ומתהווה שוק תחרותי ומשוכלל של אשראי למגזר הפרטי, ונוצר גם ענף של חיסכון לטווח ארוך (ביטוח, פנסיה וגמל), פרטי ונפרד מענף הבנקאות.

הסיכונים בעתיד

השינויים המהפכניים במערכת הפיננסית, בעקבות הרפורמות, משפיעים לאורך זמן על היבטים שונים של היציבות הפיננסית בכיוונים מנוגדים, אף שהרפורמות מועילות מאוד למשק. עם זאת, בתקופת המעבר, השפעת השינויים האלה ברורה יותר: הם מגבירים את הסיכונים ליציבות המערכת הפיננסית. הניסיון בעולם ובישראל מלמד, שכדי למנוע שיבושים במערכת הפיננסית בתקופות שלאחר ליברליזציה ורפורמות במערכת יש צורך בשינויים מצד הרשויות, בהתאמה לשינויים בהתנהגות המוסדות הפיננסיים והציבור הרחב. התמודדות מוצלחת עם האתגר שמציבה תקופת המעבר מחייבת את הרשויות להקדים ולנקוט צעדים בתחום ההסדרה והפיקוח, וחשובה במיוחד אכיפת הניהול התקין והזהיר של סיכוני האשראי במוסדות החיסכון לטווח ארוך.

על סיכונים נוספים ליציבות הפיננסית ניתן ללמוד דווקא מהתחזקותה בשנתיים האחרונות; מאחר שזו הייתה תלויה לא במעט בשיפור בסביבה, העולמית והמקומית - הרי ששינויים לרעה בסביבה, ובמיוחד עלייה חדה בפרמיית הסיכון של משקים מתעוררים ושינויים חדים בשערי חליפין ובריביות בעולם, עלולים לפגוע ביציבות הפיננסית בישראל.

דיאגרמה א'-1
המגזר העסקי, הבנקים ושוק המניות,
2000 עד 2004

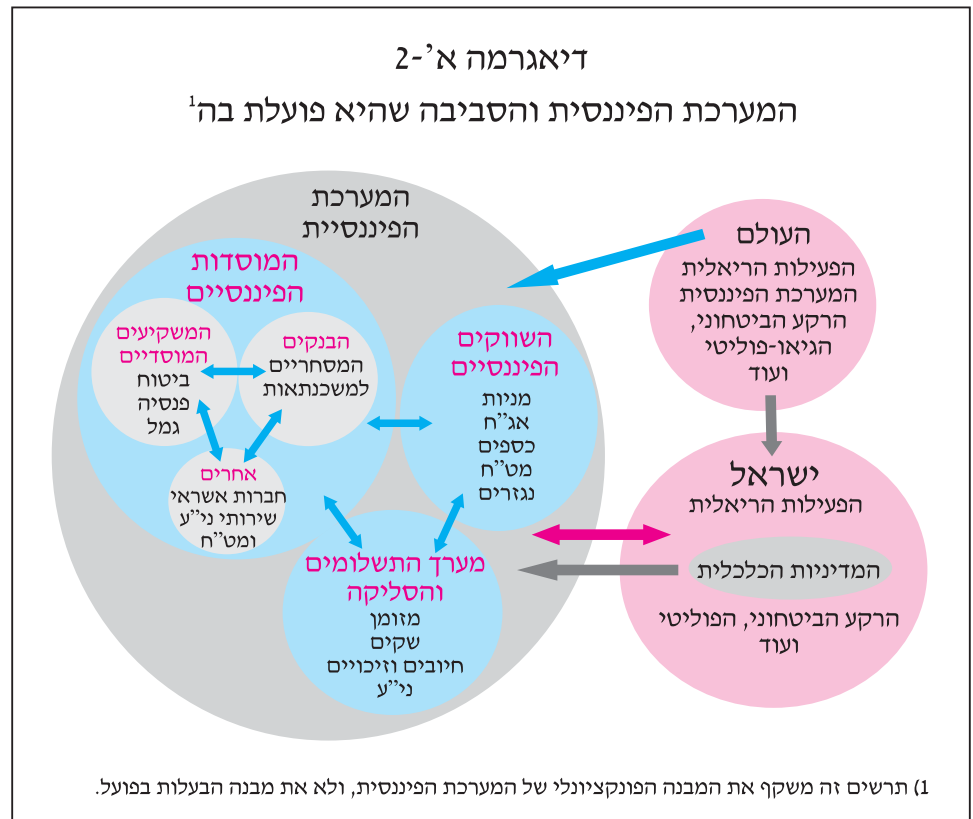


המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

1. מבוא

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

במערכת הפיננסית שלושה רכיבים ראשיים (דיאגרמה א'-2): (א) מערך המוסדות הפיננסיים - מערכת הבנקאות, המשקיעים המוסדיים (קרנות הפנסיה, חברות הביטוח וקופות הגמל) וגופים פיננסיים אחרים (חברות השקעה, חברות אשראי, קרנות נאמנות, מנהלי תיקים, חתמים, יועצים וכו'); (ב) השווקים הפיננסיים - שוקי הכספים, המט"ח וניירות הערך; (ג) מערך התשלומים והסליקה - המערכות לשינוע מזומנים ולסליקה של שקים, הוראות תשלום, חיובים וזיכויים, שטרות וניירות ערך בין בנקים ומוסדות פיננסיים אחרים לבין עצמם, ובין לבנק המרכזי.



לפי הגדרה זו, יציבותם של בנק בודד ושל מערכת הבנקאות - שחשיבותה ברורה לכול - היא רק חלק מהיציבות של המערכת הפיננסית. זאת ועוד, יציבות פיננסית איננה חיבור פשוט של יציבות כל אחד מרכיבי המערכת; חשובים לא פחות הקשרים בין הרכיבים, שכן התלות ההדדית ביניהם ובין המוסדות הפיננסיים השונים משפיעה על תפקוד המערכת בכללותה. תלות הדדית זו משתקפת בסיכונים מערכתיים (systemic risks), כלומר באפשרויות של פגיעה במספר מוסדות פיננסיים יחד, בענף פיננסי שלם או בו-זמנית ברכיבים

שונים של המערכת הפיננסית. זאת, בין היתר, כתוצאה של תגובת שרשרת בלתי נשלטת בין מוסדות ורכיבים שונים במערכת - "הדבקה" (contagion) - שהסכנה להיווצרותה גדולה יותר ככל שהקשרים בין המוסדות ורכיבי המערכת חזקים יותר.

למערכת הפיננסית נודע מקום מרכזי בכל משק, וזה משתקף בקשרי הגומלין האמיצים בינה לבין הסביבה שהיא פועלת בה: ראשית, יש לה זיקה לפעילות הריאלית במשק - היא מושפעת במיוחד מאיתנותם הפיננסית של המגזר העסקי ושל משקי הבית ומשפיעה עליה; שנית, היא מושפעת מהמדיניות המוניטרית והפיסקלית ומהווה ערוץ תמסורת דו-כיווני בין המדיניות לציבור, שדרכו מועבר המידע החיוני לקבלת החלטות; ושלישית, יש קשרים הדוקים בין המערכת הפיננסית המקומית למערכת הפיננסית הבין-לאומית.

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

מידת יציבותה של המערכת הפיננסית נקבעת אפוא על פי שני סוגי גורמים: האחד הוא רמת האיומים עליה מהסביבה העולמית והמקומית שהיא פועלת בה - למשל, הסבירות והעוצמה של זעזועים בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים או של פגיעה במגזר העסקי בישראל; השני הוא מידת עמידותה (resilience) של המערכת. מידת העמידות משקפת את יכולתם של המוסדות והשווקים הפיננסיים ומערך התשלומים והסליקה להמשיך ולתפקד באופן תקין - כאשר האיומים מתממשים ומתרחשים זעזועים בסביבה או בתוך המערכת. מידת העמידות של המוסדות הפיננסיים תלויה בעיקר ברמת החשיפה שלהם לסיכונים, במיוחד לסיכונים המערכתיים, ובהלימות ההון העומד כנגדם (היקף ההון, איכותו ופוטנציאל גידולו בעתיד). העמידות של השווקים הפיננסיים ושל מערך התשלומים והסליקה תלויה ברמות שכלולם ונזילותם. כמו כן תלויה העמידות של המערכת כולה בטיב התשתית שלה, המושפע מגורמים רבים, וביניהם: מאפייני המבנה של מערך המוסדות הפיננסיים, אופי ההסדרה של המערכת הפיננסית, איכות הפיקוח עליה ומבנה התמריצים לכל השחקנים במערכת. מכאן שהיציבות הפיננסית היא מושג רב-ממדי, ולכן אין מדד אחד המשקף אותה¹.

הדגש בדוח זה הוא על ניתוח ההתפתחויות העיקריות ב-2004 בשלושה תחומים, הקובעים, כאמור, את מידת יציבותה של המערכת הפיננסית: (1) בסביבה שהמערכת הפיננסית פועלת בה, הכוללת את הפעילות הריאלית העולמית והמקומית, את השווקים הפיננסיים הבין-לאומיים, את המדיניות המקרו-כלכלית, וכן את חוסנו הפיננסי של המשק מול חו"ל ואיתנותו הפיננסית של המגזר הפרטי (פרק ב'); (2) בעמידות של מערכת הבנקאות,

1 בנספח לדוח היציבות הפיננסית לשנת 2003 ניתן למצוא הסבר רחב יותר למושגים הקשורים ליציבות הפיננסית, לשינויים בתפיסת תפקדיהן של הרשויות בשמירתה ובתפקידיהם בפועל של ארגונים בין-לאומיים ושל בנקים מרכזיים במדינות שונות, וכן לתפקידיו של "תחום היציבות הפיננסית" בבנק ישראל. את הדוח ניתן למצוא גם באתר האינטרנט של בנק ישראל: www.bankisrael.gov.il.

של המשקיעים המוסדיים ושל השווקים הפיננסיים (פרק ג'); (3) בתשתית הפיננסית, הכוללת את מבנה מערך המוסדות הפיננסיים, ואת הרפורמות והשינויים בהסדרה של המערכת (פרק ד'). סיכום של ההתפתחויות בכל אחד משלושה תחומים אלה, תוך ניתוח תרומתם לשינויים ביציבות המערכת הפיננסית, במבט כולל, מצוי רק בפרק זה (פרק א'), ובלוח א'-1 מרוכזים האינדיקטורים העיקריים ליציבות הפיננסית, לפי תחומים. המבט הכולל מתייחס הן ליציבות בפועל, כלומר למידת הרגיעה בסביבה ובמערכת הפיננסית, ובמיוחד בשווקים הפיננסיים, והן ליציבות במבט קדימה, כלומר ליכולת להתמיד ברגיעה בסביבה ובמערכת הפיננסית, ובהקשר זה נדונים גם הסיכויים והסיכונים ליציבות הפיננסית בעתיד וכן האתגרים העומדים בפני הרשויות המופקדות עליה.²

2. ההתפתחויות העיקריות

א. ההתפתחויות בסביבה והשלכותיהן על המערכת הפיננסית

במהלך שנת 2004 התבססה מגמת השיפור, שהחלה אשתקד, בסביבת פעולתה של המערכת הפיננסית, ולכך היה ביטוי חיובי במערכת הפיננסית. המשך ההתאוששות של הכלכלה העולמית ניכר השנה בתחום הריאלי ובתחום הפיננסי. ההתפתחויות החיוביות הבולטות היו: עליית שיעורי הצמיחה במרבית מדינות העולם; האצת הגידול של הסחר העולמי; המשך גידולן של תנועות ההון לשווקים המתעוררים, בעיקר דרך השקעות ישירות במניות; התחדשות ירידת התשואות על אג"ח לטווח ארוך במחצית השנייה של השנה; המשך העלייה של מחירי המניות במרבית מדינות העולם ורגיעה בשווקים הפיננסיים, שהתבטאה, בין היתר, בירידת התנודתיות, הנמדדת על ידי סטיות התקן ההיסטוריות של מחירי נכסים פיננסיים וסטיות התקן הגלומות במחירי אופציות. תופעה בולטת בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים היא המשך הירידה בפרמיית הסיכון של השווקים המתעוררים: מדד מירווחי האג"ח של המשקים המתעוררים (EMBI+) המשיך וירד במהלך 2004 לרמה נמוכה מאוד היסטורית, לאחר שהגיע לרמות שיא בסוף 2001. ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים העולמיים משפיעות במידה רבה ובמהירות על השווקים המקומיים (שווקי המט"ח, האג"ח והמניות), מפני האינטגרציה הגבוהה ביניהם ומפני המשך הגידול של תנועות ההון לשווקים מתעוררים, לרבות לישראל. גם תנאי הסביבה המקומית השתפרו השנה. השיפור ניכר בכל הרכיבים המרכזיים - תופעה ייחודית בפני עצמה: בשנת 2004 התבססה ההתאוששות במשק, בהמשך לתפנית החיובית שהחלה במחצית השנייה של 2003, וזאת על רקע המשך ההתאוששות בכלכלה העולמית, השיפור המשמעותי במצב הביטחוני בישראל והמשך השיפור בתמהיל המדיניות המקרו-כלכלית, שבא לידי ביטוי בהגברת המשמעת הפיסקלית והפחתת הגירעון בתקציב, ובמקביל - בהרחבה מוניטרית והפחתה של ריבית בנק ישראל, תוך ירידה בריבית הריאלית. קצב הצמיחה של התוצר והתוצר העסקי הואץ ל-4.3% ו-6.1%, בהתאמה, לאחר עליות מתונות בלבד אשתקד (1.3% ו-1.7%, בהתאמה), תוך התרחבות של היצוא והצריכה הפרטית. התוצר לנפש שב ועלה, לאחר ירידה רצופה של שלוש שנים, בחשבון

2 דוח זה מתמקד בשינויים העיקריים ב-2004. אין הוא מנתח את מצב המערכת, ובפרט - לא מציג ניתוח מעמיק של מקורות העמידות והפגיעות בתשתית הפיננסית, או ניתוח מקיף של קשרי הגומלין בין היציבות הפיננסית למדיניות הכלכלית ויעדיה, למשל בתחום המדיניות המוניטרית ויציבות המחירים. הדוח מבוסס על הידע שהצטבר ב"תחום היציבות הפיננסית" עד כה, במסגרת תהליך ארוך ומורכב של גיבוש שיטה לניתוח היציבות של המערכת הפיננסית, תהליך המתנהל בעולם ובישראל בשנים האחרונות.

לוח א'-1

אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2000 עד 2004^{1,2}
(אחוזים)

2004	2003	2002	2001	2000	
א. הסביבה העולמית					
5	3.9	3	2.4	4.7	שיעור הצמיחה של התמ"ג העולמי
9.5	5.1	3.2	0.1	12.6	שיעור הגידול בסחר העולמי
365	431	775	804	774	המירווח על אג"ח של המשקים המתעוררים EMBI
ב. הסביבה המקומית					
המשק והמדיניות הכלכלית					
6.1	1.7	-2.6	-2.4	10.2	שיעור הצמיחה של התוצר העסקי
1.2	-1.9	6.5	1.4	0	שיעור האינפלציה (במשך השנה)
-0.4	-0.5	1.5	1.7	1.3	הגירעון בחשבון השוטף (כאחוז מהתוצר)
3.9	5.6	3.8	4.4	0.7	הגירעון הכולל של הממשלה (כאחוז מהתוצר)
2.4	5.1	3.5	5.1	7	הריבית הריאלית של בנק ישראל
איתנות המגזר העסקי (החברות הבורסאיות)					
62.5	62.9	62.7	60.1	57.8	המינוף הפיננסי (יחס החוב למאזן, סוף שנה)
9.3	5.3	-2.9	-7.6	4.3	התשואה להון
75.7	97.5	119.4	128.4	88.4	נטל החוב (יחס פירעונות הקרן והריבית לרווח התפעולי)
איתנות משקי הבית					
69.2	70.7	71.2	70.1	65.6	יחס האשראי להכנסה הפנויה
החוסן הפיננסי של המשק (סוף שנה)					
41	60	190			פרמיית הסיכון של ישראל (מירווח ה-CDS)
-10	-5	-2	0	3	יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג
102	104	102	93	88	יחס החוב הממשלתי לתמ"ג
ג. ערכם של הנכסים הפיננסיים					
מדדי סיכון (סוף שנה)					
2.4	15.7	---	---	---	ההסתברות לפיחות חריג

1 נתוני המגזר העסקי, מערכת הבנקאות וחברות הביטוח הם לתשעת החודשים הראשונים של 2004.
2 הגדרות האינדיקטורים השונים מופיעות בפרקים הרלוונטיים. לוח האינדיקטורים של קרן המטבע מצורף בנספח.

לוח א'-1 (המשך)

2004	2003	2002	2000	
				סטיית התקן של השינויים:
5.1	8.4	8.6	4.9	בשער החליפין (הגלומה)
12.6	16.6	15.8	21.4	במדד המניות הכללי
2.0	4.6	8.0	1.7	באג"ח הלא-צמודות
				מחירים ותשואות
-1.6	-7.6	7.3	-2.7	שיעור הפיחות של השקל מול הדולר
17.4	55.7	-20.2	2.0	שיעור העלייה של מדד המניות הכללי
				התשואה לפדיון על ה"שחר" ל-5 שנים (ממוצע
6.7	7	9	8.6	תקופתי)
				ד. עמידות המערכת הפיננסית
				מערכת הבנקאות
10.8	10.3	9.9	9.2	יחס ההון לרכיבי הסיכון
96	102	107	94	יחס האשראי המאוני לתוצר
10.5	10.5	9.8	6.9	יחס האשראי הבעייתי לסך האשראי
				חברות הביטוח
5.5	5.3	4.7	4.9	יחס ההון לנכסים
				קופות הגמל
47.4	45.1	44.1	41.2	משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
13.1	10.9	7.7	12.0	יחס הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
43.5	45.7	46.6	50.3	משקל ההחזקות באג"ח ממשלתיות צמודות
				נזילות השווקים
4.7	4.5	4.9	3.2	מחזור המסחר היומי הכולל בשווקים
9.3	11	16	8	מירווח ה-bis-ask בשוק שקל-מט"ח
				ה. מאפייני הפעילות הפיננסית
				שיעור הגידול של האשראי החוץ-בנקאי למגזר
20.9	9.5	14.2	1.8	העסקי
				משקל הפיקדונות בבנקים והחסכונות בקופות הגמל
49	51	53	58	שבניהולם בסך נכסי המגזר הפרטי

המקור: נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר ועיבודי תחום היציבות הפיננסית של בנק ישראל.

השוטף של מאזן התשלומים נרשם עודף, שיעור האבטלה החל לרדת לאחר מגמת עלייה ממושכת, וההכנסה הפנויה משכר החלה לעלות לאחר שנתיים של ירידה. עם זאת, מגמת השיפור הכללית לא התבטאה במידה אחידה ברכיביה השונים של הפעילות: עיקר הגידול היה בענפי היצוא, ובראשם ענפי הטכנולוגיה העילית, ומכאן שהתפתחות זו היא בבואה להתעצמות תהליך בסיסי יותר, שאפיין את המשק לאורך שנים - צמיחה מוטת יצוא. צמיחה זו, המובלת על ידי ענפי הטכנולוגיה העילית, מגבירה את תלותו של המשק הישראלי בהתפתחויות הכלכליות בעולם, בכלל, ובענפי הטכנולוגיה העילית בפרט. השלכותיה על המערכת הפיננסית מהותיות, הן דרך השפעתה על השווקים הפיננסיים העולמיים, ודרךם על תנועות ההון ועל השווקים הפיננסיים המקומיים, והן דרך השפעתה על איתנותם הפיננסית של הלווים ועל חוסנו הפיננסי של המשק.

המדיניות המקרו-כלכלית התאפיינה השנה בריסון ההוצאה הציבורית, תוך כדי הפחתות מסים, ובהרחבה מוניטרית. מדיניות זו, שהשיגה השנה את יעדיה בתחום הגירעון ובתחום המחירים, והשתקפה גם בירידת יחס החוב הממשלתי לתוצר ובירידת הריביות והתשואות על אג"ח - הקצרות והארוכות, הנומינליות והריאליות - תמכה בהגברת אמון הציבור בהנהגה הכלכלית. באופן זה המדיניות המקרו-כלכלית תרמה מהותית ליציבות המערכת הפיננסית בכלל ולמידת הרגיעה בשווקים הפיננסיים בפרט.

ההתפתחויות החיוביות שתוארו לעיל, בתנאי הסביבה הבסיסיים, ניכרו היטב בחוסנו הפיננסי של המשק, ובכך תרמו להגברת היציבות הפיננסית. בשנת 2004 היינו עדים לשיפור בשני רכיבי החוסן הפיננסי של המשק: ברכיב ה"אובייקטיבי" ניכר שיפור במדדי החוב החיצוני של המשק, כפי שעולה מירידת יחס החוב החיצוני לתמ"ג, מעליית עודף הנכסים נטו של המשק, ומהמשך העלייה של רמת נזילותו במט"ח. כמו כן ירד השנה יחס החוב הממשלתי לתוצר, לראשונה מאז ראשית העשור. ברכיב ה"סובייקטיבי" נרשמה ירידה נוספת בפרמיית הסיכון של ישראל, הנמדדת על פי פרמיית ה-CDS ל-5 שנים - מ-60 נקודות בסיס בתחילת השנה ל-41 בסופה - ירידה דומה לירידה בפרמיות הסיכון של המדינות המתעוררות. כמו כן נרשם שיפור במאפייני דירוג האשראי של ישראל: תחזית הדירוג הועלתה מ"שלייל" ל"יציב".

ההתפתחויות החיוביות בתנאי הסביבה, ובמיוחד התבססות ההתאוששות במשק, השתקפו היטב גם בהתגברות איתנותם הפיננסית של המגזר העסקי ומשקי הבית - המשפיעה במישרין על סיכון האשראי של המוסדות הפיננסיים ועל יציבותם, לאחר התפנית החיובית בה אשתקד: התשואה להון (על פי נתוני החברות הבורסאיות) עלתה השנה ל-9.3%, לעומת 5.3% אשתקד ושיעורים שליליים בשנות השפל 2001 ו-2002; העלייה של רמת המינוף, הנמדדת על פי השינויים ביחס החוב למאזן, נבלמה השנה; נטל החוב ירד במידה ניכרת, ונמשך השיפור בנזילות. המשך ההתאוששות בלט במיוחד בתעשייה, ובמידה פחותה במסחר ובשירותים. השנה חל שיפור גם בכושר הפירעון של משקי הבית, כפי שעולה בעיקר מירידת נטל האשראי שלהם (יחס האשראי להכנסה הפנויה), כתוצאה מעליית ההכנסה הפנויה לנפש. למרות מגמת השיפור הכללית במצב הלווים, לא כולם נהנו מההתאוששות. כך, ענף הנדל"ן מאופיין עדיין ברמה גבוהה יחסית של פגיעות, למרות שיפור מסוים שנרשם השנה בחלק מהאינדיקטורים לחוסנו הפיננסי. בתחום משקי הבית, הנהנים העיקריים מגידול ההכנסות היו עובדים בענפים הסחירים - ענפי היצוא וחלק מענפי המסחר והשירותים - בעוד שביתר המגזרים ההכנסות לא גדלו במידה ממשית.

המשך מגמת השיפור בתנאי הסביבה הבסיסיים, ובעקבות זאת גם בחוסן הפיננסי של המשק ובאיתנות הפיננסית של המגזר הפרטי, השפיע לחיוב על המערכת הפיננסית: השיפור

התבטא, כצפוי, מייד ובעוצמה רבה בשווקים הפיננסיים. הרגיעה בשווקים, שהשתררה בשנת 2003 לאחר שנה של אי-שקט, נמשכה גם השנה. מדדי הסיכון בשווקים המשיכו לרדת תוך עלייה בערכם של הנכסים הפיננסיים. ההסתברות לפיחות חד בשער השקל, הנגזרת מהאופציות שקל-דולר, ירדה בשנת 2004 ל-2.4% בממוצע לעומת 15.7% בממוצע בשנת 2003; בשוקי המניות ובשוק האג"ח ירדה התנודתיות לרמות נמוכות אף מאלה של 2001, שהייתה שנה של רגיעה בשווקים הפיננסיים. במקביל עלה ערכם של הנכסים הפיננסיים, אמנם בשיעור מתון יותר מאשר אשתקד, כפי שמתבטא בירידת התשואות-לפדיון של האג"ח לרמה נמוכה היסטורית, בעלייה של 17.4% במחירי המניות וגם בהמשך ייסוף השקל ב-1.6% במהלך 2004, לאחר 7.6% במהלך 2003.

מגמת הרגיעה הנמשכת בשווקים הפיננסיים הייתה בין הגורמים שאפשרו הפחתה נוספת של ריבית בנק ישראל במהלך השנה, תוך צמצום משמעותי של הפער בין הריביות והתשואות בישראל לריביות והתשואות בחו"ל. למעשה, הקשרים בין המדיניות המקרו-כלכלית בכלל ומדיניות הריבית בפרט לבין השווקים הם מורכבים ודו-סטריים. מבחינת היציבות הפיננסית, ההתאמה בין פערי הריביות והתשואות לבין תנאי היסוד במשק חשובה יותר מרמתם של הפערים. (דיון בנושא ראו בתיבה א'-1.)

תוצאות השיפור בסביבה ובעקבות זאת גם בשווקים הפיננסיים - ובפרט עליית ערכם של הנכסים הפיננסיים בישראל והגברת החוסן הפיננסי של המשק והאיתנות הפיננסית של המגזר הפרטי - תרמו במשולב לעליית הרווחיות של הבנקים וחברות הביטוח, לשיפור איכות האשראי שלהם, ולכן להגברת עמידותם. (ראו סעיף ב.) תוצאות אלה גם הקלו על קידום תהליך ההפרטה של מוסדות פיננסיים השנה - מכירת שלוש קרנות הפנסיה החדשות הגדולות לחברות ביטוח, מכירת גרעין השליטה ב"בנק דיסקונט" ומכירת מניות של "בנק לאומי". (ראו פרק ד').

תיבה א'-1: פערי ריביות ותשואות, סיכונים ויציבות פיננסית

במהלך השנתיים האחרונות הצטמצמו במידה ניכרת פערי הריביות והתשואות בין ישראל לעולם. לוח א'-2 מעיד על הצמצום הניכר בפערים בין ישראל לארה"ב הן בריביות של הבנקים המרכזיים, הן בתשואות הריאליות לטווח ארוך והן בתשואות הנומינליות לטווח קצר (דיאגרמה א'-3). מבין שלושתם, הפער בין ריבית בנק ישראל לריבית ה-Fed הצטמצם בשיעור הגדול ביותר - מ-7.9 נקודות אחוז בסוף 2002 עד ל-1.7 נקודות אחוז בלבד בדצמבר 2004. ההשוואה לארה"ב טבעית מפני מעמדו הדומיננטי של הדולר בפעילות הפיננסית (החיצונית והמקומית) במשק, אך הצטמצמות פערי הריביות והתשואות ניכרת גם ביחס למדינות אחרות וביחס לחלק מהן, למשל לאנגליה, הפערים אף הפכו לשליליים.

במהלך שנתיים אלה הובעו חששות שהצטמצמות פערי הריביות והתשואות תערער את היציבות הפיננסית בישראל, בעיקר כתוצאה מיצוא הון מוגבר ופיחות חד בשקל. הדבר לא קרה; אדרבה, יבוא ההון גבר, השקל יוסף והיציבות הפיננסית אף גברה בשנתיים אלה.

הסבר לאי התממשות החששות נעוץ בירידה מקבילה של אי-הוודאות והסיכונים למיניהם במשק הישראלי. זאת על רקע ההתאוששות בתחום הריאלי והפיננסי

לוח א'-2

פערי ריביות ומדדי סיכון - ישראל וארצות הברית, 2002 ו-2004 (אחוזים)

דצמבר 2004	דצמבר 2002	
1.7	7.9	פער הריביות של הבנקים המרכזיים
2.9	3.9	פער התשואות הריאליות - 10 שנים
1.6	6.5	פער התשואות הנומינליות - 12 חודשים
0.4	1.8	פרמיית הסיכון - CDS ל-5 שנים
1.0	1.5	המירווח באג"ח של ממשלת ישראל ¹

1 המירווח בין התשואה על איגרת חוב דולרית של ממשלת ישראל ל-10 שנים הנסחרת בארה"ב לבין התשואה על איגרת חוב דומה של ממשלת ארה"ב.
המקור: נתוני בנק ישראל

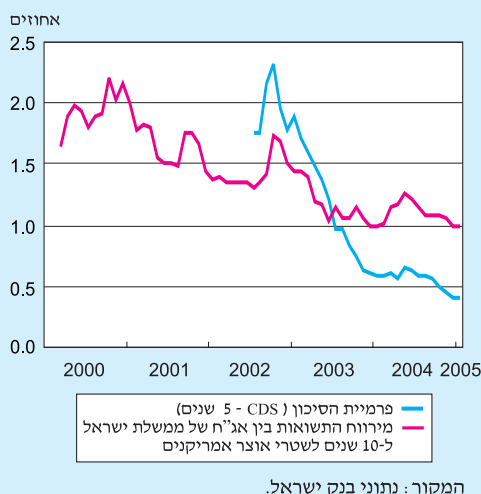
בעולם, שהתבטאה בירידת התשואות ומירווחי הסיכון בעולם ובישראל, ועל רקע השיפור היחסי בתחום הביטחוני בישראל. רקע חיובי זה, יחד עם השיפור בתמהיל המדיניות המקרו-כלכלית ובאמינותה, הביאו להתאוששות בפעילות הריאלית בישראל, ליציבות מחירים ולהגברת האיתנות הפיננסית של המגזר העסקי והחוסן הפיננסי של המשק. תנאים משופרים אלה בסביבה העולמית והמקומית הפחיתו את אי-הוודאות והאיומים מהסביבה על המערכת הפיננסית, ולכן צמצמו את הפרמיות הנדרשות בגין סיכונים שונים במשק (סיכון האשראי של המדינה, סיכון האשראי של חברות, סיכון האינפלציה וסיכון שער החליפין של השקל). לוח א'-2 ודיאגרמה א'-4 מדגימים את הירידה בסיכון האשראי של מדינת ישראל, כפי שהוא משתקף בפרמיית הסיכון של ה-CDS ובמירווח על אג"ח דולריות של ממשלת ישראל. צמצום פערי הריביות והתשואות לווה אפוא בירידת הסיכונים ומירווח הסיכון של ישראל, ולכן נשמרה היציבות של המערכת הפיננסית¹.

ניסיון זה של השנתיים האחרונות מחדד את הצורך לבחון במקביל תשואות וסיכונים גם בניתוח היציבות הפיננסית במשק, בדומה לכל ניתוח פיננסי אחר. התיאור גם מדגיש את חשיבותה של הסביבה ליציבות הפיננסית, את ההשפעה הרבה של התנאים הפיננסיים בעולם על התנאים הפיננסיים בישראל, במצב הנוכחי של ליברליזציה ואינטגרציה ריאלית ופיננסית, ואת מקומה המכריע של מדיניות מקרו-כלכלית



1 בדיון כאן ההנחה היא שתנאי הסביבה המשופרים יתמידו. עם זאת יש חשש כי חלק מתנאים אלה, כגון מירווחי הסיכון הנמוכים בעולם, אינם בני-התמדה, והרעה אפשרית בהם מאיימת על היציבות הפיננסית בעתיד. (ראו פרק ב' סעיף 2.ב.).

דיאגרמה א'-4
פרמיית הסיכון של ישראל,
2000 עד ינואר 2005



נאותה, אמינה ומתאימה לתנאי הסביבה, בשמירת היציבות הפיננסית. בתיאור זה ניתן לראות גם עדות לאילוצים שמטילים השווקים הפיננסיים, המשקפים את תנאי היסוד בעולם ובישראל, על המדיניות המקרו-כלכלית בישראל ("משמעת השוק").

לאחר הצמצום הניכר של פערי הריביות והתשואות בשנים האחרונות, עולה השאלה אם המשך מגמה זו, למשל כתוצאה מהמשך העלאת הריבית בארה"ב, מתיישב עם שמירת היציבות הפיננסית.

סביר להניח, שכאשר מדובר על ריביות ותשואות ריאליות לטווח ארוך (בתנאים של "שיווי משקל"), על אג"ח ממשלתיות ועל אשראי למגזר העסקי, שיעוריהן בישראל יהיו גבוהים יותר מאשר בארה"ב, משום שהסיכון של המשק הישראלי נתפס כגבוה יותר. פער ריביות חיובי זה ודאי מתיישב עם שמירת היציבות הפיננסית.

לעומת זאת במקרה של הריביות הנומינליות הקצרות, למשל התשואות לפדיון של איגרות החוב לטווח קצר, רמתם ואף כיוונם של פערי הריביות והתשואות בין ישראל לארה"ב אינם

ברורים מראש. זאת מפני שנוסף על הסיכון של המשק הישראלי, קיימים גורמים רבים המשפיעים בטווח הקצר על פערים אלה, לשני הכיוונים: מקומם של שני המשקים במחזור העסקים, פער האינפלציות וציפיות לשינוי בשער החליפין, וכן הפרשי סיכון האינפלציה וסיכון שער החליפין והפרשי פרמיות הנזילות והסחירות של השווקים ביניהם. לפיכך אין ודאות שפערי הריביות והתשואות יישארו תמיד חיוביים. כך, למשל, אם ייווצרו ציפיות לייסוף נומינלי של השקל בטווח הקצר - למשל, בעקבות השקעות מסיביות של תושבי חוץ בישראל, כשיתר הגורמים נותרים ללא שינוי, פער התשואות הנומינליות הקצרות של ישראל ושל ארה"ב יכול להיות גם שלילי, והוא גם מתיישב עם שמירת היציבות הפיננסית. למעשה, רמתם של פערי התשואות, ואפילו היותם חיוביים או שליליים, היא פחות חשובה; חשובה יותר ההתאמה בין פערים אלה לבין תנאי היסוד במשק, ביחס למדיניות אחרות.

ב. עמידות המערכת הפיננסית

(1) מערכת הבנקאות

התבססות עמידותה של מערכת הבנקאות בשנה הנסקרת מבטאת בעיקר את המשך השיפור בהלימות ההון לצד הפחתה מסוימת בסיכוני האשראי, אף שרמתם עדיין גבוהה. השיפור בהלימות ההון ניכר בעליית יחס ההון לנכסי הסיכון (לוח א'-1), וכן בעליית הפוטנציאל להצבר הון בעתיד. יחס ההון לנכסי הסיכון הוסיף לעלות והגיע השנה ל-10.8%, לעומת 10.3% בסוף 2003 ו-9.9% בסוף 2002, כתוצאה מגידול ניכר, 5.9%, של בסיס ההון, הודות לצבירת רווחים, לצד עלייה מתונה של 1.6% בלבד בנכסי הסיכון. השנה התעצמה גם מגמת השיפור בפוטנציאל גידולו של ההון, וזאת הודות לעליית הרווחיות, גם בגין פעילויות שאינן תלויות בשווקים הפיננסיים, המשך תהליך ההתייעלות ושיפור היכולת לגייס הון משני, לאחר מספר שנים של ירידה. שיעור התשואה להון עלה בשנת 2004 ל-11.4%, לעומת 7.1% ב-2003, שיעור דומה לתשואה השנתית הממוצעת בשנים שקדמו לשנות השפל, 2000-1997 (11.2%). השנה, בניגוד לאשתקד, השיפור ברווחיות המדווחת של

הבנקים נבע בעיקר מרכיבי התיווך הפיננסי ה"קלאסי" של מערכת הבנקאות - המושפעים פחות מהתנודתיות של מחירי ניירות הערך. התפנית החיובית בהרכב הרווחיות מוסברת בהשפעת ההתאוששות בפעילות הריאלית במהלך 2004, שהחלה להניב פירות בביצועי מערכת הבנקאות, אף כי עקבות השפל טרם נמחו כליל, כפי שמשתקף בחוסנם הפיננסי הלא-מספק של חלק מהלווים.

ההפחתה האמורה בסיכון האשראי בבנקים היא תוצאת השילוב של מספר גורמים: (א) ירידה מתונה בחשיפה לסיכון האשראי; האשראי המאזני הבנקאי לפעילות בישראל ירד ב-2004 ב-2.1%, והתפתחות זו, במקביל לקצבי גידול מהירים יותר של התוצר, הביאה לירידה של יחס האשראי לתוצר. (ב) בלימת העלייה במשקלו של האשראי הבעייתי; משקלו של האשראי הבעייתי בסך האשראי ברוטו בסוף 2004 דמה למשקלו בתחילת השנה, 10.5%, לאחר עלייה רציפה בשלוש השנים הקודמות. (ג) שיפור מה בהרכב האשראי ושיפור באיכות הלווים; סיכון האשראי למגזר האנשים הפרטיים, שהוא הפחות מסוכן, עלה בשיעור מהיר מזה של סיכון האשראי למגזר העסקי, המסוכן יותר - התפתחות המעידה על שיפור הרכב תיק האשראי ואיכותו. השיפור התבטא גם בהגדלת פיזורו של האשראי בין פעילות מקומית לפעילות בחו"ל ובעליית הלימות ההפרשה לחובות מסופקים, המשמשת כרית לספיגת הפסדים שעלולים להיגרם כתוצאה מהתממשות סיכוני אשראי. לשיפור באיכות האשראי תרמה הגברת איתנותם הפיננסית של שני המגזרים העיקריים הלווים ממערכת הבנקאות - המגזר העסקי ומשקי הבית - המשך לניצני ההתאוששות שהסתמנו אשתקד, לאחר ההרעה בתקופת השפל.

עם זאת, חלק מהאינדיקטורים, ובראשם המשך הגידול של היקף החובות הבעייתיים - מגמה שהחלה ב-2001 - וההרעה הנמשכת באשראי לענף הבנייה, אינם תומכים במגמת השיפור באיכות האשראי הבנקאי. כמו כן יש אינדיקציות לסיווג חסר של האשראי הבעייתי בענף הבנייה ובמגזר הצרכני, בדומה למגמת השנים האחרונות. מכל מקום, משקלו הגבוה של האשראי הבעייתי בסך האשראי, יחסית לשנים שקדמו לשנות השפל, עדיין מעיב על עמידות המערכת הבנקאית.

מערכת הבנקאות הוכיחה את עמידותה בתקופת השפל האחרון במשק, בספגה הפסדים, תוך עלייה ביחסי ההון, אשר תרמה לביסוס העמידות. בכיוון דומה פעלה הירידה האמורה של סיכוני האשראי. אלה נתמכו בפעולות שנקט בעוד מועד הפיקוח על הבנקים לביסוס עמידות המערכת, הן בתחום הגברת הלימות ההון והן בתחום צמצום החשיפה לסיכוני האשראי. עם זאת, חלק מהאינדיקטורים, בעיקר אלה הנוגעים לאשראי הבעייתי, מלמדים, כי רמת החשיפה לסיכוני אשראי עודנה גבוהה יחסית לעבר, ויש להמשיך ולצמצם אותה לשם ביסוס נוסף של העמידות.

(2) המשקיעים המוסדיים

חברות הביטוח: השיפור בעמידות חברות הביטוח השנה משקף בעיקר את השיפור בהלימות הון, ובמידה מסוימת - את ירידת הסיכונים המערכתיים הגלומים בפעילותן. הלימות ההון של חברות הביטוח עלתה השנה, כפי שמשתקף בהמשך מגמת העלייה העקבית של יחס ההון לנכסים, שהגיע ל-5.5% בסוף 2004, ושל יחס ההון העצמי לעתודות הטכניות (המשמשות קירוב להתחייבויות החברה למבוטחיה). התשואה להון אמנם ירדה יחסית לרמתה החריגה אשתקד, אולם נותרה גבוהה יחסית לשנים קודמות. כן קיימות אינדיקציות לעליית הרווחיות הפרמנטית בעסקי הביטוח הכללי. השיפור בהלימות ההון

של חברות הביטוח לוודא בירידה מתונה יותר של הסיכונים המערכתיים הגלומים בפעילותן. הירידה הנמשכת של משקל הפיקדונות בבנקים בסך נכסי הביטוח מצביעה על ירידה של סיכון ההדבקה לבנקים. גם סיכון ההדבקה לשווקים פחת השנה, כפי שמשקף בירידת משקל חברות הביטוח באג"ח הפרטיות וביציבות חלקן באג"ח הממשלתיות.

קופות הגמל: ההתפתחויות בתחום הסיכונים המערכתיים הגלומים בפעילות קופות הגמל לא היו אחידות השנה. מצד אחד, גבר סיכון הנזילות המבני, משום שמשקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות של קרנות ההשתלמות וקופות התגמולים, המתקרב ל-50%, המשיך לעלות, ואילו יחס הכיסוי של הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות, שאמנם השתפר השנה, נותר נמוך, כ-13% בלבד. מהצד האחר התמתנו גם השנה סיכון ההדבקה לשווקים וסיכון ההדבקה לבנקים: בשווקים ירדו משקלן של קופות הגמל בשוקי האג"ח הממשלתיות והפרטיות, משקלן של הקופות שבניהול הבנקים, וכן חלקם של הפיקדונות בבנקים בסך נכסי הקופות. עם זאת, משקלן של קופות הגמל בשוק האג"ח נותר גבוה.

(3) השווקים הפיננסיים

עמידות השווקים הפיננסיים הוסיפה להתבסס גם השנה, המשך למגמת השנים האחרונות, והתבטאה בעיקר בהגברת הנזילות והשכלול בשווקים; זאת על רקע תהליכי הליברליזציה והשיפורים שהוכנסו בשנים האחרונות בתשתית השווקים.

הגברת הנזילות משתקפת בגידול של מחזורי המסחר, בעיקר בשוקי המניות והאג"ח, בירידת המירווח בשוק המט"ח ובעליית מעורבותם של מוסדות פיננסיים זרים במסחר בשקל-מט"ח. זאת בהמשך למגמת השנים הקודמות, ועל רקע תהליך הליברליזציה. הגברת שכלולם של השווקים משתקפת בעלייה משמעותית של היקפי ההנפקות של אג"ח פרטיות ומניות ובהרחבת השימוש במכשירים חדשים, כדוגמת תעודות סל.

נזילותו של שוק פיננסי היא תנאי הכרחי לעמידותו, הנמדדת על פי המידה שבה ערכי הנכסים הנסחרים בשוק מתאימים לערכיהם הכלכליים, ולכן אינם משתנים מהותית, אלא אם כן חלים שינויים בגורמים הכלכליים הבסיסיים. ניתן להעריך, כי השינויים המתונים בערכיהם של הנכסים הפיננסיים בשנתיים האחרונות משקפים רגיעה בשווקים, אחרי הסערה של 2002, ומתיישבים עם השינויים בסביבת הפעילות של המערכת. כך, למשל, האינדיקציות שבידינו אינן תומכות בטענה כי בסוף 2004 הייתה "בועה" במחירי המניות.

ג. מאפייני הפעילות הפיננסית

ברוב המאפיינים של הפעילות הפיננסית במשך נמשכו השנה המגמות החיוביות שהסתמנו בשנים האחרונות, מגמות המעידות על עלייה בשכלול של המערכת הפיננסית ועל הגברת עמידותה. העיקריות שבמגמות אלו הן: גידול האשראי החוץ-בנקאי (הסחיר והלא-סחיר) למגזר העסקי על חשבון האשראי הבנקאי, התפתחות אשר מבטאת את התחרות המתהווה בשוק האשראי למגזר הפרטי; ירידת משקלם של הבנקים בכל רכיבי הפעילות הפיננסית, שהתבטאה גם בחלקם בנכסים הפיננסיים של הציבור; ירידת משקלן של האג"ח (המיועדות והסחירות) של הממשלה בתיקי הנכסים של המשקיעים המוסדיים, במיוחד בקרנות הפנסיה. מגמות אלה תורמות ליציבות הפיננסית, ביצן ערוצים חלופיים לבנקים, הן בשוק האשראי והן בשוק החסכוני. הדבר מפחית את התלות של המשק בתפקודו של ערוץ מרכזי אחד, מפזר את הפעילות הפיננסית בין ערוצים שונים, ולכן מגביר את עמידות המערכת.

מגמות אלו הן תוצאת השילוב של תהליכי ליברליזציה ורפורמות שהתנהלו במשק הישראלי במהלך בשנים האחרונות, במסגרת אסטרטגיה המיועדת לצמצם את מעורבות הממשלה במערכת הפיננסית, לשכלל את המערכת ולהגביר את הפתיחות הפיננסית של המשק כלפי חוץ. תהליכים ורפורמות אלו יצרו תמורות בהרכב הפעילות הפיננסית של המגזר הפרטי ("הציבור"), של המוסדות הפיננסיים ושל הממשלה. בין התהליכים המרכזיים: הליברליזציה במט"ח, מסחור החוב הממשלתי, הרפורמה במיסוי שוק ההון, המעבר של בנק ישראל לביצוע המדיניות המוניטרית באמצעות המק"ם, הגמשת כללי ההשקעה של המשקיעים המוסדיים בשנים האחרונות, הסרת חסמים ושכלול המסחר באג"ח. למרות המגמות החיוביות, שכלול המערכת הפיננסית ועמידותה טעונים שיפור נוסף: הדומיננטיות של הבנקים בפעילות הפיננסית וחלקה של הממשלה בפעילות הפיננסית עדיין גבוהים; שיעור ההחזקות של המשקיעים המוסדיים בנכסים פיננסיים בחו"ל ומשקל האג"ח הפרטיות הסחירות עדיין נמוכים. המשך יישומן של הרפורמות הנוגעות להרכב הפעילות הפיננסית צפוי להוביל להמשך המגמות החיוביות ואף להאצתן.

ד. התשתית הפיננסית

שלושה שינויים בתשתית הפיננסית בלטו השנה: האחד - מכירת קרנות הפנסיה החדשות הגדולות לחברות הביטוח; השני - אישור רפורמה בשוק ההון, שמטרתה להפחית את הריכוזיות בשוק ההון באמצעות הפרדה של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים (המלצות "ועדת בכר"); השלישי - המשך החקיקה וההסדרה שעניינה הסרת חסמים ועידוד התפתחותו של שוק אג"ח פרטיות. נראה ששינויים אלה יובילו לשינוי מהותי במבנה המערכת הפיננסית - יצירת מספר קבוצות פיננסיות ("קבוצות ביטוח"), שיתמקדו בחיסכון לטווח ארוך, לצד הקבוצות הבנקאיות, שיתמקדו יותר בפעילות הבנקאית ה"קלאסית". כתוצאה מכך, ומתהליכי הליברליזציה והרפורמות שבוצעו בשנים האחרונות, מתחוללים שינויים מהפכניים במערכת הפיננסית: הולך ומתהווה ענף של חיסכון לטווח ארוך (ביטוח, פנסיה וגמל), פרטי ונפרד מענף הבנקאות, וכן נוצר שוק אשראי חוץ-בנקאי (סחיר ולא-סחיר) ומשוכלל למגזר הפרטי.

נוסף על שינויים אלה התרחשו השנה עוד שינויים חשובים בתשתית הפיננסית - שלושה מהם נוגעים למבנה מערכת הבנקאות ואחד לשוק האג"ח הממשלתי:

(1) במהלך השנה התעצמה התופעה של הפסקת פעילותם העצמאית של תאגידים בנקאיים זעירים, וכיום נותר רק תאגיד אחד מסוג זה. התפתחות זו תרמה לביסוס היציבות של מערכת הבנקאות בלי לפגוע בתחרות בה.

(2) קבוצת "בנק דיסקונט" הופרטה בתחילת שנת 2005, לאחר שהייתה נתונה לשליטת הממשלה במשך למעלה משני עשורים. קבוצת "בנק לאומי" היא היחידה שנותרה בשליטת הממשלה. המציאות הישראלית מראה, כי לאורך שני העשורים האחרונים הממשלה לא הייתה דומיננטית בניהול בנקים אלה, שהיו בשליטתה, והם פעלו בדרך כלל כאילו היו בבעלות פרטית. ואולם, גם בנסיבות אלה הפרטת בנק גדול בישראל מציבה בפני רשויות הפיקוח אתגר משמעותי, במיוחד באכיפת הגבלות על עסקאות של הבנק המופרט עם אנשים קשורים.

(3) "בנק טפחות", הבנק המוביל בתחום הבנקים למשכנתאות, מוזג לתוך "בנק מזרחי". קדם לו מיזוגו של "בנק משכן" ל"בנק הפועלים" בשנת 2003. בשני המקרים עמידות הקבוצות הבנקאיות צפויה לגדול דרך הגדלת הלימות ההון, כתוצאה מעליית הרווחיות, במקביל להגברת היעילות בניהול הסיכונים - תהליכים התורמים לביסוס היציבות הפיננסית.

(4) השנה החלה הממשלה ברפורמה מקיפה בשוק האג"ח הממשלתיות, באמצעות תיקון חוק מילווה המדינה. הרפורמה כוללת מינוי קבוצה של מוסדות פיננסיים גדולים ויציבים מהארץ ומחו"ל כעושי שוק ראשיים, שיפעלו בשוק הראשוני והמשני. מטרת הרפורמה להגביר את התחרות בשוק האג"ח המקומיות על ידי על ידי כניסה של גורמים פיננסיים בין-לאומיים, ליצור מחויבות של בנקים זרים מהגדולים בעולם לפעילות רציפה בשוק ההון הישראלי ולשיווק האג"ח של הממשלה. כך ייתכן כי יורחב בסיס המשקיעים באג"ח ממשלתיות על ידי מתן אפשרות למשקיעים מוסדיים ופרטיים גדולים ברחבי העולם לרכוש ולסחור בהן באופן ישיר ופשוט.

קשה להעריך את השלכותיהם של מכלול השינויים והרפורמות, שבוצעו בשנים האחרונות ויבוצעו בשנים הקרובות, על יציבותה של המערכת הפיננסית העתידית, משום שהם מאופיינים בהשפעות מנוגדות. מכל מקום, עצם הביצוע של רפורמות ושינויים כה מהפכניים יחד מציב אתגר גדול בפני הרשויות המופקדות על שמירת היציבות הפיננסית, במיוחד בתקופת המעבר עד להשלמת מלוא ההתאמות מצד כל השחקנים במערכת.

3. סיכויים, סיכונים ואתגרים

הציפיות לשנת 2005 הן להמשך המגמות החיוביות של השנתיים האחרונות, הן בכלכלה העולמית והן במשק הישראלי - התפתחויות הפועלות להמשך השיפור ביציבות הפיננסית: התוצר והסחר העולמי עתידים להמשיך להתרחב, אמנם בקצבים נמוכים במקצת מאלה של 2004. כן צפויים המשך אינפלציה נמוכה בעולם, התחזקות הרווחיות והאיתנות הפיננסית של החברות העסקיות והמשך זרימת הון לשווקים מתעוררים, שיתמוך בהתפתחות הכלכלית. גם התחזיות לגבי המשק הישראלי הן להמשך צמיחה ב-2005 בשיעורים הנמוכים מעט מאלה של 2004, לגידול הצריכה הפרטית בשיעור נמוך יותר, לאיזון בחשבון השוטף למרות האטה בקצב גידולו של היצוא ולהמשך הירידה של שיעור האבטלה. זאת תוך המשך הירידה בגירעון ובחוב הממשלתי ושמירת האינפלציה בתחום היעד.

אף שהתרחיש המרכזי העולה מתחזיות אלה הוא של שמירת היציבות הפיננסית גם בשנה הבאה, זו אינה מובטחת. דווקא הגברת היציבות הפיננסית בשנתיים האחרונות מעידה על הסיכונים לעתיד: רכיב אחד של הגברת היציבות הוא השיפור בסביבה העולמית והמקומית - בין היתר, כתוצאה משלב היציאה מהשפל במחזור העסקים הריאלי - דבר המעיד על התלות של היציבות בגורמים חיצוניים. משמעותה של תלות זו היא ששינויים לא-צפויים לרעה בסביבה העולמית והמקומית עלולים לגרום שיבושים במערכת הפיננסית בישראל. רכיב שני של הגברת היציבות הוא הגברת העמידות של המערכת הפיננסית - בין היתר, כתוצאה מהרפורמות והשינויים האחרים בתשתית הפיננסית בשנים האחרונות. אמנם, הגברת העמידות משמעה הגדלת היכולת של המערכת לספוג זעזועים - למשל, אם יתרחשו שינויים לרעה בסביבה - אך אין משמעה חיסון מוחלט מפניהם. זאת ועוד, מאחר שחלק מהרפורמות יימצא בתהליך יישום בשנים הקרובות ותהליך ההתאמה של השחקנים השונים במערכת הפיננסית עוד לפנינו - צפויה תקופת מעבר שבה הסיכונים ליציבות הפיננסית גדלים; הניסיון בעולם ובישראל מלמד, שכדי למנוע שיבושים אפשריים במערכת הפיננסית בתקופות שלאחר ליברליזציה ורפורמות דרושים שינויים מצד הרשויות,

בהתאם לשינויים בהתנהגות המוסדות הפיננסיים והציבור הרחב. להלן נרחיב לגבי הסיכונים והאתגרים העיקריים ליציבות הפיננסית³.

א. הסיכונים החיצוניים

במהלך 2004, ובמיוחד לקראת סופה, הלכו וגברו החששות לגבי היכולת לשמור על היציבות הפיננסית בעולם בעתיד, בעיקר לנוכח ההתפתחויות בכלכלת ארה"ב - המשמשת בשנים האחרונות עוגן לכלכלה העולמית, בכלל, וליציבות הפיננסית בעולם, בפרט. החששות נעוצים בבעיית "הגירעון הכפול" של ארה"ב - בתקציב הממשל ובחשבון השוטף, בעיה שאי-וודאות אופפת את דרכי פתרונה. לכך חבר החשש מתיקון חד כלפי מעלה בתמחור הסיכונים בעולם, לנוכח ירידה חדה של המירווחים על האג"ח בשווקים המתעוררים בעולם וצמצום משמעותי של פרמיית הסיכון שלהם במהלך השנים האחרונות. מבחינת היציבות הפיננסית, הגורם החשוב הוא אופיו של תהליך התיקון. תיקון חד ומהיר, תוך כדי משיכה מסיבית של כספים ממדינות מתעוררות - למשל במקרה של העלאה חדה ולא-צפויה של הריבית בארה"ב - יפגע בערכם של מטבעות ונכסים פיננסיים (מניות ואג"ח) במדינות אלה, ויעלה את הסבירות לשיבושים פיננסיים חמורים במדינות המתעוררות, לרבות ישראל, העלולים להשליך גם על הפעילות הריאלית.

ב. האתגרים לרשויות

הרפורמות והשינויים המבניים המתחוללים במשק מציבים בפני הרשויות אתגרים בלתי מבוטלים. האתגר המשמעותי הקשור ביציבות הפיננסית עיקרו בתקופת המעבר: תהליכי התאמה לא מסונכרנים ולא מספקים לכללי המשחק החדשים מצד הציבור והמוסדות הפיננסיים, במיוחד בניהול סיכונים האשראי במוסדות החיסכון לטווח ארוך, עלולים להוביל לפגיעה בחסכוניות הציבור, לערעור אמונו במערכת הפיננסית ולפגיעה בה.

כדי להתמודד בהצלחה עם אתגר זה על הרשויות להקדים ולנקוט צעדים בתחום התשתית, ההסדרה, הפיקוח והמידע לציבור, במיוחד בכל הקשור לאכיפת ניהול תקין וזהיר של סיכונים האשראי על מוסדות החיסכון לטווח ארוך. צעדים לא מעטים כבר ננקטו ואחרים נמצאים בתכנון. עם זאת, התמודדות מוצלחת עם האתגרים מחייבת נקיטת צעדים רבים, ללא דיחוי, וזאת בשלושה תחומים:

בתחום התשתית וההסדרה - עיגון סמכויות האכיפה של הרשויות המפקחות על קבוצות הביטוח במסגרות המתאימות; חיזוק התשתית המשפטית לשם הבטחת ניהול נאות של סיכונים האשראי; מיסוד ופורמליזציה של שיתוף הפעולה בין הרשויות הפיננסיות הן בתחום של העברת המידע ביניהן והן בתחום של תיאום המדיניות בשגרה ובזמן משבר. ראוי גם להגדיר יעד ארוך טווח של עמידה ב-12 התקנים הבין-לאומיים ליציבות פיננסית, ולגבש תכנית מוסכמת לעמידה בהם.

בתחום הפיקוח - התאמת דרישות הלימות ההון בקבוצות הביטוח לפעילויותיהן החדשות; הבטחת יכולתן של הקבוצות לנהל את סיכונים האשראי וליצור יכולת מעקב, ניתוח, הערכה וביקורת בשטח של הרשות המפקחת על קבוצות הביטוח, בדומה ליכולת הקיימת בפיקוח על הבנקים.

3 מאחר שדוח זה מתמקד בשינויים ואינו מנתח את מצב המערכת, התרכזנו כאן בסיכונים ובאתגרים הבולטים בעת הזאת, ואין כאן כיסוי מלא של מקורות העמידות והפגיעות של המערכת הפיננסית ושל האתגרים לרשויות.

בתחום המידע לציבור - הגברת מודעות הציבור וגילוי מידע ונתונים, המאפשרים לו לעקוב אחר הסיכונים בתיק הנכסים, נוסף על המעקב אחר נתוני התשואות והעמלות, בפרט לנוכח אי-הוודאות החדשה בערך הפנסיה.

אתגר חשוב נוסף של מעצבי המדיניות המקרו-כלכלית בהקשר של היציבות הפיננסית הוא לשמר את ההישגים הבולטים שהיא השיגה השנה, במיוחד בתחום הגירעון והתפנית החיובית שנרשמה ביחס החוב הממשלתי לתוצר. אלה משפיעים במישרין על החוסן הפיננסי של המשק, ולכן נודעת להם חשיבות רבה בשמירת היציבות הפיננסית. יחס החוב הממשלתי לתוצר עמד בסוף 2004 על 102% - רמה גבוהה בהרבה מהמקובל במדינות המפותחות (60%). ניתן להעריך, כי ביצוע ההחלטות שהממשלה קיבלה עד כה, ובמיוחד ההחלטה להעמיד את שיעור הגידול הריאלי השנתי של הוצאותיה על אחוז אחד בלבד, יביא בתוך כ-5 שנים להפחתת יחס החוב לתוצר לרמה סבירה, אך תוצאה זו תלויה בתנאים שונים, ביניהם גירעון תקציבי נמוך וצמיחה גבוהה, שקיומם בעתיד מוטל בספק⁴. לנוכח חשיבותו של יחס החוב לתוצר לשמירת היציבות הפיננסית ראוי להציב את התוואי הפותח של החוב, עד לרמה המקובלת במדינות מפותחות, כיעד מרכזי של המדיניות הפיסקלית, ולהבטיח את השגתו באמצעות צעדים מתוכננים.

4 דיון בתרחישים שונים לגבי יחס החוב לתוצר ראו בחוברת "המשק והמדיניות הכלכלית" בדוח בנק ישראל לשנת 2004.

לוח נ'א-1

אינדיקטורים ליציבות הפיננסית בישראל לפי הרשימה של קרן המטבע הבין-לאומית, 2000 עד 2004

א. רשימת הליבה					
2004	2003	2002	2001	2000	
10.8	10.3	9.9	9.4	9.2	יחס ההון לרכיבי הסיכון
7.3	6.9	6.6	6.4	6.9	יחס ההון הראשוני לרכיבי הסיכון
146.1	147.5	158.3	135.6	105.6	יחס האשראי הבעייתי להון העצמי
10.5	10.5	9.8	8.2	6.9	יחס האשראי הבעייתי ברוטו לסך כל האשראי ברוטו
					ההתפלגות המגורית של האשראי הבנקאי
53.8	57.5	59.2	60.6	60.7	המגור העסקי הלא - פיננסי
13.6	11.7	11.6	10.8	10.1	מגור השירותים הפיננסיים
3.2	3.8	3.9	4.1	4.9	הממשלה והשירותים הציבוריים והקהילתיים
29.4	27.0	25.3	24.6	24.2	מגור האנשים הפרטיים
0.6	0.4	0.1	0.2	0.5	התשואה לנכסים (ROA)
11.4	7.1	1.2	5.0	10.6	התשואה להון (ROE)
75.1	80.8	88.4	77.4	68.2	יחס הרווח המימוני לסך ההכנסות לפני מס
71.2	76.7	90.4	79.7	73.3	יחס ההוצאות התפעוליות והאחרות לסך ההכנסות לפני מס
13.1	19.5	19.5	25.1	28.1	יחס הנכסים השוטפים ¹ לסך הנכסים (מט"י לא צמוד)
15.0	22.3	22.4	28.1	31.9	יחס הנכסים השוטפים ² להתחייבויות השוטפות ³ (מט"י לא צמוד)
32.8	24.5	21.5	22.7	27.6	יחס הנכסים השוטפים ⁴ לסך הנכסים (מט"ח)
51.1	39.3	35.1	37.8	43.9	יחס הנכסים השוטפים ⁵ להתחייבויות השוטפות ⁶ (מט"ח)
4.1	2.5	4.3	0.1	2.0	יחס הפוזיציה במגור המט"ח להון עצמי
ב. הרשימה המומלצת					
2004	2003	2002	2001	2000	
					מערכת הבנקאות
5.4	5.3	4.9	5.0	5.1	יחס ההון לנכסים
30.3	33.1	22.1	16.3	14.3	יחס הפוזיציה ברוטו בנגזרים להון העצמי, נכסים
31.6	31.3	20.2	14.6	8.3	יחס הפוזיציה ברוטו בנגזרים להון העצמי, התחייבויות
2.6	4.8	-0.8	4.3	2.5	יחס הנכנסות ממסחר לסך ההכנסות לפני מס
60.1	60.8	62.6	61.7	62.2	יחס המשכורות וההוצאות הנלוות לסך כל ההוצאות התפעוליות והאחרות
2.7	1.9	2.3	1.6	1.7	הפער בין הריבית על האשראי לבין הריבית על הפיקדונות
115.6	114.0	113.5	117.2	120.6	יחס פיקדונות הציבור לסך האשראי ברוטו
35.2	36.1	36.9	36.0	34.4	יחס האשראי לציבור במט"ח לסך האשראי לציבור
41.5	40.1	40.7	38.4	37.7	יחס ההתחייבויות במט"ח לסך ההתחייבויות
12.8	11.2	5.3	6.9	7.0	יחס הפוזיציה נטו במניות להון העצמי
					המוסדות הפיננסיים החוץ-בנקאיים
39.7	38.0	35.4	35.4	35.4	משקל הנכסים בסך נכסי המגזר הפיננסי
96.8	94.3	87.3	85.8	80.9	יחס הנכסים לתוצר
					המגזר העסקי
62.5	62.9	62.7	60.1	57.8	יחס החוב למאזן
9.3	5.3	-2.9	-7.6	4.3	התשואה להון
132.1	102.6	83.8	77.9	113.1	יחס סך ההכנסות להוצאות קרן וריבית
					משקי הבית
30.3	30.7	30.2	28.4	26.3	יחס האשראי הבנקאי לאנשים פרטיים לתמ"ג
					נזילות השווקים
9.3	10.8	16.1	13.1	7.6	מירווח ה-BID-ASK (באחוזים משער החליפין שקל / דולר)
722	748	827	734	608	המחזור המסחר (עסקות ההמרה) היומי הממוצע (מיליוני דולרים)
891	699	746	543	296	מחזור המסחר היומי הממוצע באג"ח (מיליוני ש"ח)
658	367	242	270	468	מחזור המסחר היומי הממוצע במניות (מיליוני ש"ח)
					שוק הנדל"ן
90.0	92.3	98.9	91.4	86.9	מודד מחירי הדירות בבעלות (1993=100)
12.5	12.1	11.9	10.5	10.6	יחס האשראי הבנקאי לדיוור לאנשים פרטיים לסך האשראי הבנקאי
16.4	17.6	17.9	18.0	18.5	יחס האשראי הבנקאי לנדל"ן (כולל מניב) לסך האשראי הבנקאי

1 בתוספת יתרת ההפרשה הספציפית לחומ"ס.

2 לפני ההפרשה לחומ"ס.

3 הנכסים השוטפים במגזר השקלי הלא צמוד: מזומנים, פיקדונות בבנק ישראל ומק"ם.

4 ההתחייבויות השוטפות במגזר השקלי הלא צמוד: פיקדונות לפי דרישה, פח"ק, פז"ק (80%) ופיקדונות מבנק ישראל.

5 הנכסים השוטפים במגזר המט"ח: מזומנים, פיקדונות בבנק ישראל, פיקדונות בבנקים בחו"ל, אג"ח שהונפקו בחו"ל.

6 ההתחייבויות השוטפות במגזר המט"ח: פיקדונות לפי דרישה, פזק תנ"י (85%) ותנ"ח (60%), פיקדונות מבנק ישראל ומבנקים בחו"ל.

המקור: נתוני הממונה על שוק ההון, נתוני בנק ישראל ועיבודי תחום היציבות הפיננסית.