

# תמונת מצב מיוחדת ניתוח מגמת חדלויות הפירעון בעולם

אפריל 2017

אין לשכפל דו"ח זה, במלואו או בחלקו, בכל צורה שהיא. דו"ח זה נמסר לידיך ע"י דן אנד ברדסטריט (ישראל) (דן אנד ברדסטריט), ומיועד לשימושך הבלעדי לסיוע בהחלטות עסקיות בלבד. דן אנד ברדסטריט אינה ערבה לדיוק המידע בדו"ח ואינה אחראית לכל הפסד או נזק אשר יגרם לחברה או נציגיה כתוצאה מתהליך איסוף המידע ומסירתו. מוצר זה נהנה מהגנת זכויות יוצרים וכל העתקה ו/או שימוש בלתי מורשה מהווה הפרת זכויות. דן אנד ברדסטריט (ישראל) (c)

2016

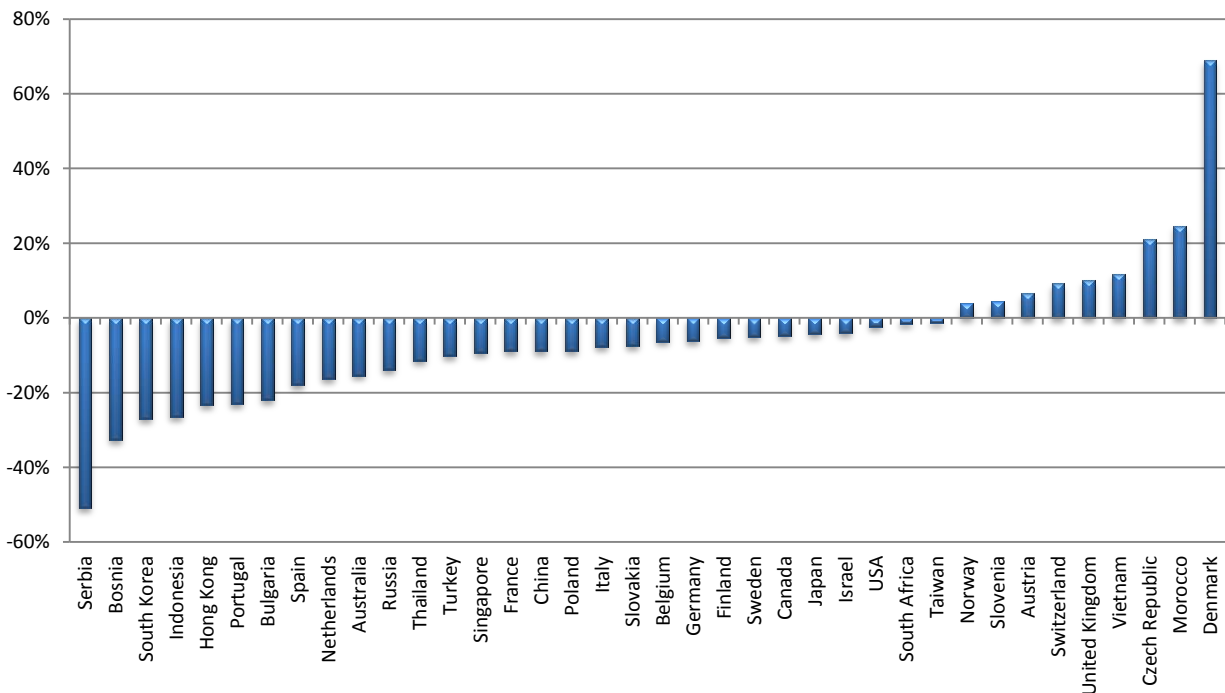


## מיוחד – ניתוח מגמת חדלויות פרעון בעולם

כל שנה מאז פרוץ המשבר הכלכלי, עודכנו תחזיות הצמיחה הכלכלית העולמית כלפי מטה. הגורמים שתורמים לקביעת דפוס התנהגות זה כוללים את המחסור במנועי צמיחה, ממשלות עם חוב ציבורי גבוה ביחס לתוצר והשקעות עבר מופרזות.

ולמרות אווירת הצמיחה האטית, שיעורי חדלות הפירעון של חברות בעולם נמצאים במגמת ירידה והגיעו לרמות שפל בחלק מהכלכלות המרכזיות. **המגמה הזו אינה בהכרח מצביעה על עלייה בכדאיות הכלכלית בהקמה והפעלת עסקים, ויש לה סיבות אחרות, שהעיקרית ביניהן היא סביבת הריבית הנמוכה, שמייצרת נגישות גבוהה יותר למימון ובהכרח גם למימון בסיכון גבוה יותר.** מבין 38 המדינות הנסקרות בניתוח שלנו, ב-26 חלה ירידה בשיעור חדלות הפירעון יחסית לשנה שקדמה, בשתי מדינות לא חל שינוי ורק ב-10 מדינות נרשמה עלייה. התפתחות זו, צמיחה נמוכה לעומת עסקים עמידים יותר, ממחישה מצד אחד את חומרת המשבר הפיננסי הקודם ואת החובות המשמעותיים שנותרו בעקבותיו, ומצד שני את הריביות הנמוכות להפליא ואת המדיניות המוניטרית הרופפת ביותר הקיימת כמעט בכל מדינות העולם המפותח. מדיניות מוניטרית זו לא רק תמכה בעסקים במדינות מפותחות, אלא גם עוררה גל של תנועות הון לשווקים מתעוררים בעלי תשואה גבוהה יותר. אחד הסיכונים העיקריים הצפויים בשנת 2017 הוא היפוך מגמת תנועת ההון (צפוי להתרחש כאשר הבנק הפדרלי ינרמל לאט את המדיניות המוניטרית).

לפי אזורים גיאוגרפיים, שיעורי חדלות הפירעון ירדו ב-16 מתוך 23 מדינות אירופה הנכללות במדגם שלנו. רק בכלכלה גדולה אחת, בריטניה, חלה עלייה בשיעור חדלות פירעון. תשע מתוך 11 מדינות באזור מרכז אסיה הציגו ירידה בשיעורי חדלות פירעון, כולל סין (הכלכלה הגדולה ביותר באזור ומנוע צמיחה עולמית מרכזי). הכלכלות הגדולות ביותר, בנוסף על סין, כגון ארצות הברית, יפן וגרמניה – רשמו אף הן בשנת 2016 ירידה בשיעורי חדלות הפירעון.





## ישראל

בישראל, חלה ירידה של כ-4% בשיעור חדלויות הפירעון של חברות, לעומת התקופה המקבילה אשתקד. למרות הירידה בשיעור חדלויות הפירעון, מספר העסקים שנסגרו עמד בשנת 2016, על 43,500, עלייה של כ-2.5% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. מרבית העסקים שנסגרו, נסגרו כתוצאה מחוסר כדאיות כלכלית והם מצליחים לפרוע את החובות שלהם לנושים. מניתוח מאפייני העסקים שנסגרו, מצאנו שמרבית העסקים שנסגרו הם נותני שירותים קטנים, והם מהווים קרוב למחצית מסך העסקים שנסגרו. כמות העסקים בענפי השירותים מהווה כ-60% מכלל העסקים במשק, ועל כן סביר היה שנראה שהמגזר המוביל בהיקף סגירות עסקים יהיה מגזר השירותים. כאשר בוחנים את רמת הסיכון בענפי השירותים, ניתן לראות שהן מתחת לרמת הסיכון הממוצעת במשק וההסתברות לסגירת עסק בקרב מגזר השירותים עומד על 7%, לעומת כ-7.8% במשק. כ-68% מהעסקים שנסגרו הינם עסקים שלא העסיקו עובדים, כ-25% מהעסקים שנסגרו, הם עסקים שהעסיקו עובדים עד 4 עובדים וכ-7% העסיקו מעל 5 עובדים.

## ארצות הברית

שיעורי חדלות הפירעון בארצות הברית נמצאים במגמת ירידה לעומת התקופה המקבילה אשתקד, אך בקצב איטי יותר מאשר בשנת 2016. שיעורי חדלות הפירעון בארצות הברית ירדו בשנת 2016 ב-2.3%. הצמיחה הכלכלית בארצות הברית האטה ל-1.6% בשנת 2016 לעומת 2.4% בשנת 2015. למרות הירידה בשיעורי חדלות הפירעון, מדד חוסן העסקים הקטנים של דן אנד ברדסטריט מעלה כי יציבותם של עסקים קטנים מדאיגה במיוחד. הממשל האמריקאי החדש הבטיח רפורמה במיסוי וברגולציה, עד לרמה שבה הרפורמה במס החברות והסרת הבקרה השלטונית תסייע להמשכיות העסקית ותקל על העסקים בארה"ב להשקיע בכלכלה המקומית וכתוצאה מכך נראה גידול מואץ בצריכה. בהתחשב במה שידוע לנו עד כה על התמריץ הפוטנציאלי של המדיניות הפיסקלית הצפויה מהממשל החדש, שיפרנו מעט את תחזית הצמיחה לטווח הקרוב לארה"ב וכעת אנו צופים גידול של 2.3% ב-2017 ו-2.4% ב-2018.

## סין

בסין נרשמה ירידה של 8.8% במספר חדלות הפירעון לעומת התקופה המקבילה אשתקד, דבר המרמז על מאמצי הרשויות הסיניות להפחית את ההשפעה השלילית של ההאטה בצמיחה שם. למרות ההאטה בהשקעות המשפיע על חלקים רבים של התעשייה בסין, בשנת 2016 נרשמה ירידה של רק 0.2% בצמיחה הכלכלית (6.7%, לעומת 6.9% ב-2015). בינתיים, בנק אוף צ'יינה שינה את מדיניותו לעבר הידוק נוסף של המדיניות המוניטרית. כתוצאה מהפסדי האשראי שנרשמו ב-2016, הבנק המרכזי הוציא הנחיות לבנקים לוודא שהצמיחה של המשכנתאות החדשות הניתנות ברבעון הראשון של 2017 תהיה נמוכה מזה שנרשם ברבעון הרביעי של 2016. בנוסף, בינואר זה העלה גם את שיעורי הריבית להלוואות לטווח בינוני. הקשר לכך הוא כי האשראי הבנקאי עדיין עלה מהר יותר מאשר הצמיחה בתוצר הלאומי הגולמי הנומינלי בשנת 2016 והחשש הוא כי בעיות בשירותי חוב עשויות להתרבות ולפגוע בצמיחה: סוכנות הידיעות רויטרס דיווחה על 45 מקרים של חובות מסופקים של חברות בבעלות המדינה. זה רק קצה הקרחון של "חברות זומבי" בבעלות המדינה. בתי משפט לפשיטות רגל, בלפחות 11 מחוזות שונים בסין, מרכיבים רשימות לקראת יישומו של חוק פשיטת הרגל שנחקק בשנת 2007, שעד כה טרם זכה ליישום רב, בעוד הבנקים הגדולים מעודדים להשקיע בהון של חברות במצוקה הנחשבות כבעלות ערך אסטרטגי. התנועה לכיוון הידוק המדיניות מצביעה על כך



שהרשויות כבר לא חוששות מפני נחיתה קשה בטווח הקצר וחוזרים לחשוש מכך שעודפי אשראי צפויים לסכן את היציבות הפיננסית בטווח הבינוני בשנת 2018; יש כבר סימני סכנה סביב סיכון האשראי של יזמי נדל"ן, מאחר וכל משבר בשוק הנדל"ן ישפיע לשלילה על הכנסות הממשל המקומי (כמעט מחצית מהכנסותיהם תלויה במכירת קרקעות). דן אנד ברדסטריט צופה את המשך ההאטה בצמיחה הרכה עד לשיעור של 6.3% בשנת 2017 ו-5.8% בשנת 2018.

## יפן

בארץ השמש העולה מספר חדלויות הפירעון נמצא במגמת ירידה לעומת התקופה המקבילה אשתקד, אך הצפי הוא לתיקון כלפי מעלה במהלך 2017. שיעור חדלות הפירעון ביפן המשיך לרדת ב-2016 ב-4.2% והגיעו לשיא נמוך חדש. במקביל, קצב הצמיחה של התוצר המקומי הגולמי עלה בקצב מהיר במהלך שנת 2016, אך המדינה עדיין לא הצליחה להשיג את יעד הצמיחה הנחוץ כדי להיחלץ ממלכודת האינפלציה הנמוכה, בה היא שקועה בעשורים האחרונים.

גם כאשר בוחנים את שיעור חדלות הפירעון היורד, השיפור הברור אינו נובע כל כך מתנאי ביקוש חזקים, אלא יותר כתוצאה ממידת הרחמים בהם מתייחסים הבנקים ביחס לקביעת לוח תשלומים חדש, כמו גם הפרקטיקה הרווחת של פירוק הפעילות על פני העדפת תהליך פשיטת רגל ארוך ויקר.

סקרים שנערכו לאחרונה חושפים כי חברות רבות מתקשות באיזוש משרות, אשר בסופו של דבר מתורגמות לשכר גבוה יותר ובאופן מובהק לעלויות גבוהות יותר עבור העסקים. במקביל, התנודתיות הניכרת של שער הין קובעת איזה מקטע של המשק נמצא בסיכון הגבוה ביותר לקשיי תשלום ופשיטת רגל: ברמת שער החליפין הנוכחי (ין חלש), שער המטבע מיטיב עם תאגידים גדולים שיש להם הכנסות מיצוא, ופוגע בחברות קטנות שיעקר פעילותן בשוק המקומי תוך הסתמכות על יבוא. דן אנד ברדסטריט צופה צמיחה כלכלית של 1.0% בשנת 2017 ו-1.5% ב-2018, אבל אנחנו גם מצפים ששיעורי פשיטת הרגל יתחילו לעלות כבר השנה.

## גרמניה

גרמניה מציגה מגמת צמיחה חיובית וצניחה מרשימה בשיעור חדלות הפירעון לעומת התקופה המקבילה אשתקד. מספר חדלויות הפירעון של חברות ירד ב-6.1% ב-2016, וניתן לומר שהכלכלה הגרמנית קצרה את פירות הרפורמות המבניות שביצעה לפני יותר מעשור. היורו החלש היווה גם הוא גורם משפיע. המדינה דיווחה על העודף בחשבון השוטף הגדול ביותר בעולם בשנת 2016 (באופן מפליא, גדול אפילו יותר משל סין). דן אנד ברדסטריט צופה שמספר חדלויות הפירעון ימשיך להיות במגמת ירידה כללית בשנים 2017-18, בסיוע המדיניות המוניטרית שעדיין תומכת בגוש האירו ובביקושים ערים מבית ומחוץ.

עקב מגמות כלכליות חיוביות באופן כללי לאחרונה שיפרנו את תחזית דירוג הסיכון של גרמניה מ"הידרדרות" ל-"יציבה". בחזית השוק עבודה, שיעור האבטלה ההרמוני ירד אל מתחת סף ה-4.0%, השיעור הנמוך ביותר מאז תחילת סדרת הנתונים. עם שיעור תעסוקה כמעט מלא, סביר להניח שהצריכה המקומית תתמוך בצמיחה, אך חברות שעושות עסקים בגרמניה צריכות לקחת בחשבון את הלחץ שיופעל בשנים הבאות להעלאת שכר העבודה, במיוחד בעקבות העלאת שכר המינימום בחודש ינואר 2017.



הבחירות הפדרליות מתוכננות להתקיים בספטמבר 2017, אך הן מעוררות פחות דאגה מאשר במדינות אחרות באיחוד האירופי. הסוציאל-דמוקרטים בחרו לתפקיד יו"ר המפלגה והמועמד מטעמם את מרטין שולץ, הנשיא לשעבר של הפרלמנט האירופי. אמנם נראה כי סיכוייו של שולץ להדיח את הקנצלרית אנגלה מרקל נמוכים יחסית, אך סביר להניח כי בהנהגתו יחזרו הסוציאל-דמוקרטים לחדש את הקואליציה הגדולה עם השמרנים של מרקל, התומכים באיחוד האירופי. אנו צופים צמיחה של התוצר המקומי הגולמי הגרמני ב-1.5% ב-2017 וב-1.9% ב-2018.

## צרפת

שיעור חדלויות הפרעון בצרפת ירד באופן משמעותי לעומת התקופה המקבילה אשתקד, אולם הסיכון הפוליטי גובר. בדומה לרוב מדינות האיחוד האירופי הנכללות במדגם שלנו, שיעור חדלות הפרעון בצרפת ירד ב-8.8% בשנת 2016. במקביל, הנתונים המאקרו-כלכליים העדכניים הפתיעו במידת החיוביות שלהם, והדגישו את מגמת השיפור הבסיסית של הכלכלה הצרפתית. שיעור האבטלה ירד לרמתו הנמוכה ביותר מאז סוף שנת 2011, ומדד מנהלי הרכש בענפי התעשייה, הקמעונאות והשירות עולה אף הוא. עם זאת, מערכות הבחירות הצפויות לנשיאות (מאי) ולפרלמנט (יוני) ימשיכו לגרום לרמת סיכון גבוהה יותר. ביחס לבחירות לנשיאות, דן אנד ברדסטריט חוזה כי אף מועמד לא ינצח ברוב מוחלט בסיבוב הראשון ב-23 באפריל, המחייב סיבוב נוסף ב-7 במאי.

הסקרים הנוכחיים מצביעים על כך שמאריך לה פן, מהחזית הימנית הקיצונית, ועמנואל מקרון (בנקאי בן 39) מועמד עצמאי ממרכז המפה הפוליטית, יגיעו לסיבוב השני. אף כי אי אפשר לשלול לחלוטין את התכונות ניצחונה של לה פן (המציגה את עצמה כמועמדת אנטי-ממסדית) בשל המגמות הפופוליסטיות הברורות הרווחות בעולם, אנו צופים כי מקרון יזכה בסופו של דבר בנשיאות.

לעומת זאת, שתי תוצאות הבחירות הן בעייתיות מנקודת המבט של הסכנות האורבות למדינה. למקרון אין מפלגה שתגבה אותו, ויש לו ניסיון פוליטי מועט מאד, למעט תקופה קצרה בה כיהן כשר הכלכלה. לה פן, לעומת זאת, רוצה להוציא את צרפת מהאיחוד האירופי וחושבת גם על סיום החברות בנאטו; היא גם מנהלת קמפיין נגד סחר חופשי. במצב שבו הבחירות לפרלמנט יתקיימו זמן קצר לאחר הבחירות לנשיאות, ועם פיצול התמיכה בין שלוש מפלגות גדולות וכמה תנועות פוליטיות קטנות יותר, נראה כי "פרלמנט תלוי" ללא רוב מוחלט לאחת המפלגות היא תוצאה ריאליסטית. אנו ממליצים לעקוב אחר המצב מקרוב ולעתים קרובות, שכן הסיכון הפוליטי צפוי להישאר גבוה במהלך 2017.

## בריטניה

בריטניה היא המעצמה הכלכלית היחידה בה נרשמה עליה במספר חדלויות הפירעון לעומת התקופה המקבילה אשתקד, ובאופן פרדוקסלי היא גם אחת מבין אלה שרשמו את הצמיחה המהירה ביותר. העלייה בשיעור חדלות הפירעון נובע מעלייה חדה ברבעון הרביעי של שנת 2016, העולה בקנה אחד עם התחזית שלנו כי ה-Brexit מעיבה על התחזית ל-2017. נתוני צמיחת התמ"ג הריאליים לשנת 2016 כולה מלמדים כי המשק התרחב בשיעור מרשים של 2.0%, ירידה שולית לעומת 2.2% בשנת 2015.



יחד עם זאת, מדדי אמון מחזיקים מעמד, כאשר מדד מנהלי הרכש בסקטור היצרני הגיע בינואר ל-55.9 נקודות, גבוה מהמוצע בגוש היורו של 55.2. עם זאת, האינפלציה במחירי הסחורות מתפתחת במהירות, ועולה בקצב המהיר ביותר מאז תחילת סדרת הנתונים בשנת 1992.

החלטת ה-Brexit עדיין לא משפיעה על הנתונים המאקרו-כלכליים בבריטניה: מדיניות מוניטרית רופפת שהתגברה עוד יותר בעקבות הפחתת ריבית נוספת בחודש אוגוסט 2016 ותגובתה הפיסקלית של הממשלה, סייעו בשמירה על תנאי מימון טובים לחברות, בעוד ש-Brexit עדיין לא גרם לשום השפעות קונקרטיות על הסחר או על תנועה חופשית של עבודה הון. עם זאת, לדעתנו אופטימיות זו מוטעית, ואנו מצפים שהתחושות יתדרדרו כמו גם שה-Brexit יתחיל לייצר השפעות בולטות. לאחר שבסוף מרץ הפעילה ממשלת בריטניה באופן רשמי את סעיף 50, ההשפעה הכלכלית של ההצבעה בעד Brexit תורגש ברבעונים הבאים, ותגביל את הצמיחה ל-1.5% ב-2017 וב-2018.

התפתחות האלטרנטיבות למערכת הבנקאות בעולם, שדורבנה על ידי הריבית האפסית והתפתחויות טכנולוגיות, הגדילה את הטולרנטיות של מלווים למצבים שבהם לווים צריכים לפתוח הסכמי הלוואה. ככל שסביבת הריבית תעלה, סביר שנראה עלייה בהפרשות לחובות מסופקים אצל מלווים, ונראה מגמת עלייה בשיעור חדלויות הפירעון בעולם.