



דו"ח יציבות פיננסית

י 111 2014





בנק ישראל

דוח יציבות פיננסית

ירושלים, סיוון התשע"ד • יוני 2014



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.

מס' קטלוגי: 601642
דפוס איילון, ירושלים

תוכן העניינים

5	הקדמה
7	1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה
7	א. מבוא
10	ב. הערכת יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית והסיכונים המרכזיים שהיא חשופה אליהם
12	2. הסיכונים העיקריים
12	א. הסביבה העולמית
15	ב. הסביבה המקומית
15	1. הסיכון הנשקף משוק הדיור
19	2. הסיכונים בשוק אג"ח החברות
21	3. המערכת הבנקאית
25	4. חברות הביטוח
28	5. שוק ההון ומחירי הנכסים
28	א. שוק המניות
30	ב. שוק אג"ח החברות
31	6. מערך התשלומים והסליקה
35	תיבה 1 : מגזר משקי הבית
40	תיבה 2 : המגזר העסקי הלא-פיננסי
45	תיבה 3 : ההלוואות הישירות שמעניקים הגופים המוסדיים
50	תיבה 4 : תעודות סל

הקדמה

בנק ישראל החליט לפרסם דוח תקופתי על יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית, כמקובל בבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות. החלטה זו מעוגנת בהגדרת התפקיד של בנק ישראל על פי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010.

אף על פי שהמערכת הפיננסית המקומית הפגינה עמידות מרשימה הן בתקופת המשבר הפיננסי העולמי של 2008 והן לאחריו, גם בישראל יש צורך לזהות את הסיכונים המערכתיים הנשקפים לה ולהתריע מפניהם, ודוח היציבות נועד לשרת מטרה זו. מטבע הדברים אפוא הדוח מבליט את הסיכונים שזוהו במערכת הפיננסית, והוא מוסר לציבור בישראל ובחו"ל עדכון על מצב המערכת מתוך הכרה בחשיבותה של שקיפות ובתרומתה להגברת המודעות לסיכונים ולזירוז הטיפול בהם.

ההתמקדות בסיכונים המערכתיים המתפתחים במערכת הפיננסית – כלומר הסיכונים שגלום בהם פוטנציאל להשפיע באופן משמעותי על הפעילות הריאלית – מבטאת את אחד הלקחים העיקריים שהופקו מהמשבר של 2008, היות שמשבר זה הדגיש עד כמה חשוב לחזק את עמידותה של המערכת הפיננסית בפני זעזועים ולמתן את השפעתם של הזעזועים בה על הפעילות הכלכלית. בעקבות המשבר החלו בנקים מרכזיים בעולם לנקוט מדיניות מקרו-יציבותית – מדיניות שמושגת על ידי מקיפה של המערכת הפיננסית – במטרה להגביר את היציבות הפיננסית המערכתית. מדיניות זו כוללת הסתכלות על כלל רכיביה של המערכת הפיננסית ועל קשרי הגומלין ביניהם, נוסף על מעקב אחר המוסדות הפיננסיים האינדיווידואליים ופיקוח עליהם. היא חותרת לזהות בשלב מוקדם ככל האפשר את הסיכונים המערכתיים המתפתחים במערכת הפיננסית ולטפל בהם, להפחית את הסיכון להתפתחות משברים, ולשפר את היכולת להתמודד עמם במידה שיתרחשו.

גם במשק הישראלי נערכו בעקבות המשבר כמה שינויים במטרה לזהות סיכונים מערכתיים במערכת הפיננסית וכך לשפר את היכולת להתמודד עמם במקרה הצורך: הרשויות המפקחות על המערכת הפיננסית הידקו את שיתוף הפעולה ביניהן, בין השאר באמצעות הקמתו של צוות בין-מוסדי לזיהוי סיכונים מערכתיים; התיאום בין כל הרגולטורים האחראים על תפקודה של המערכת הפיננסית נחוץ כדי ליישם מדיניות מקרו-יציבותית אפקטיבית, והוא עשוי להשתפר אם תוקם ועדה משותפת ליציבות פיננסית, כפי שהמליצה קרן המטבע הבין-לאומית. כן הגבירו בישראל את השימוש בכלים מקרו-יציבותיים לזיהוי סיכונים מערכתיים ולטיפול בהם; המפקח על הבנקים הקדים להפעיל כלי מדיניות כדי להפחית את חשיפתם של הבנקים לעלייה המהירה בהיקף המשכנתאות, ולצד זאת השתמש במבחני קיצון לבנקים כדי להעריך את מוקדי הסיכון במערכת הבנקאית. לבסוף, בנק ישראל הקים בחטיבת המחקר אגף ליציבות פיננסית והחליט כאמור לפרסם דוח יציבות תקופתי.

הדוח הנוכחי כולל תיאור של הסיכונים העיקריים שבנק ישראל זיהה במערכת הפיננסית. יש בו סקירה של הסיכונים ברכיביה השונים של המערכת הפיננסית – הבנקים, חברות הביטוח, גופים מוסדיים אחרים, השווקים הפיננסיים, ומערכות התשלומים והסליקה – וכן ארבע תיבות שעוסקות במגזר משקי הבית, במגזר העסקי, בהלוואות הישירות שמעמידים הגופים המוסדיים, ובשוק תעודות הסל.

ד"ר קרנית פלוג

קרנית פלוג

1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה¹

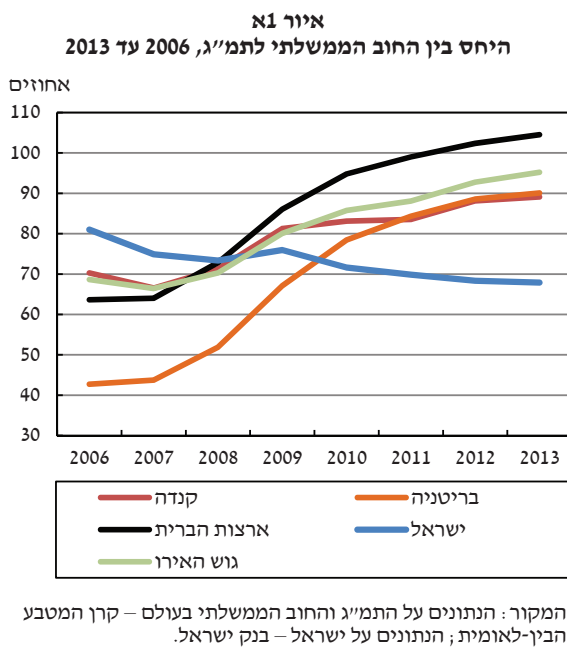
המערכת הפיננסית המקומית המשיכה להפגין יציבות גם בחודשים האחרונים, למרות סביבה גלובלית מאתגרת ושיעורי ריבית נמוכים בארץ ובחו"ל. הסיכון המרכזי שהמערכת הפיננסית חשופה אליו טמון בשוק הדיור; זאת על רקע החשיפה הגבוהה של הבנקים לענף הבינוי והנדל"ן ולמשכנתאות ועל רקע חלקו המרכזי של הדיור בתיק הנכסים של משקי הבית. הסיכון נובע מהאפשרות שיתרחש זעזוע חיצוני ו/ או מקומי שיוביל לעליית ריביות חדה ומהירה ו/ או למיתון ופגיעה בהכנסות הלווים, וילווה בתפנית חדה ומהירה בשוק הדיור. כן חשופה המערכת הפיננסית לתמחור חסר של סיכונים בשוק אג"ח החברות; סיכון זה עלול לפגוע בתהליך הקצאת המקורות במשק, ובמקרה של תפנית חדה בשווקים – הוא עלול לפגוע בחוסכים באפיק החיסכון הפנסיוני, בבנקים החשופים לאותן חברות שהנפיקו אג"ח, ובהיצע האשראי בשוק החוץ-בנקאי.

א. מבוא

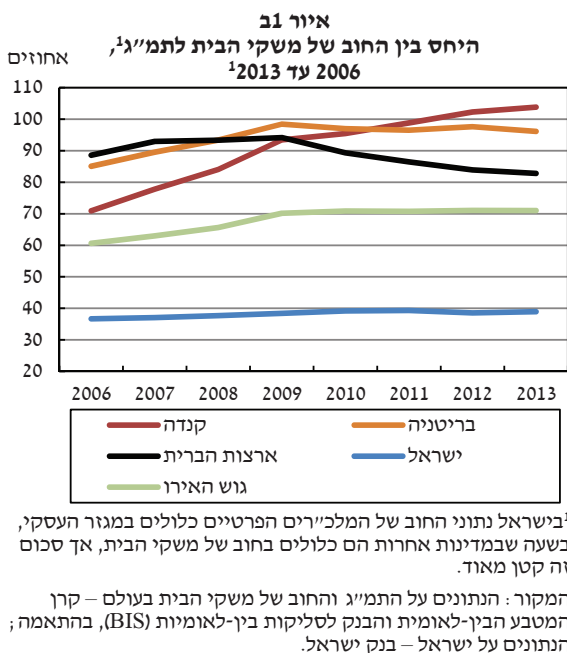
המערכת הפיננסית המקומית פעלה ברבעון האחרון של 2013 ובתחילת 2014 בסביבה גלובלית מאתגרת אך בכל זאת יציבה יותר – הודות לכך שהכלכלות המפותחות הוסיפו להתאושש, גם אם באיטיות, מהמשבר הפיננסי העולמי של 2008. ההתאוששות הכלכלית בארה"ב המשיכה להתבסס, אף כי הרבעון הראשון של 2014 היה חלש עקב גורמים זמניים, והבנק המרכזי האמריקאי (ה-Fed) אף החל בסוף 2013 לצמצם בהדרגה את היקף ההרחבה הכמותית (tapering) בדרך לנורמליזציה של המדיניות המוניטרית בעתיד. גוש האירו עבר אף הוא לצמיחה חיובית מתונה, לאחר כמה רבעונים של התכווצות, והחשש מפני פירוק הגוש פחת מאוד. נוסף על כך ננקטו צעדים לחיזוק ההון של הבנקים וליתר אינטגרציה של המערכת הפיננסית באזור. יחד עם זאת, חלק ממדיניות הגוש עדיין סובלות מרמה גבוהה של חוב, משיעורי אינפלציה נמוכים עד כדי חשש לדפלציה, ומשיעורי אבטלה גבוהים. אלה הובילו את הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) להפחית את הריבית ביוני 2014 ולהנהיג בגוש האירו ריבית

¹ עדכניות הנתונים בדוח זה משתנה בין הסעיפים בהתאם לזמינות הנתונים. הניתוח מתייחס לאירועים שהתרחשו עד סוף יוני 2014.

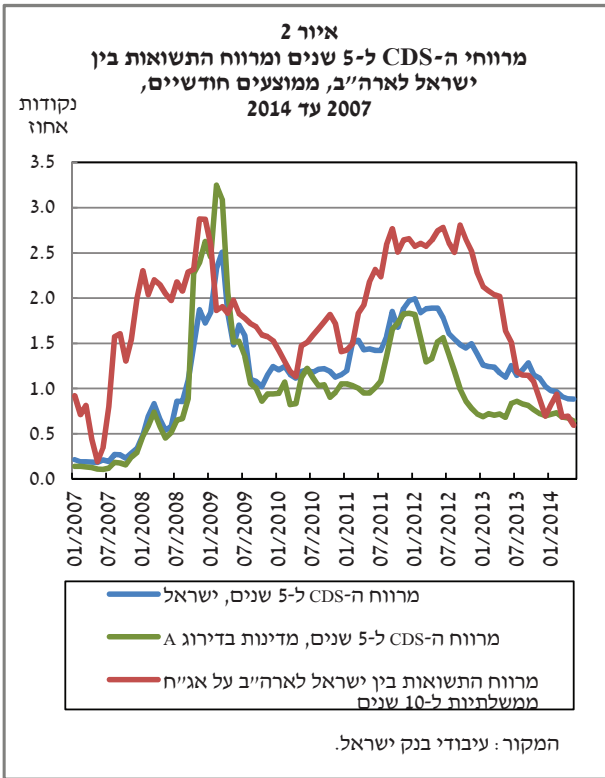
היחס בין החוב הממשלתי לתוצר בישראל יורד מאז המשבר, בניגוד למגמה בעולם.



היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר בישראל עלה אך במעט והוא נמוך בהשוואה לעולם.



פרמיית הסיכון של ישראל ירדה.



לאחרונה הושלמה החקיקה הנוגעת להקטנת הריכוזיות במשק ולהפרדה בין גופים פיננסיים משמעותיים לבין תאגידים ריאליים משמעותיים, שופרו התהליכים שבאמצעותם גופי החיסכון הפנסיוניים משקיעים בשוק אג"ח החברות, והוגשו המלצות לשיפור ההליך של הסדרי החוב. כל אלה צפויים להמשיך לתרום לפעילות תקינה של המערכת הפיננסית ולתמוך ביציבותה.

אחד הכלים להצגת הסיכונים במערכת הפיננסית הוא דיאגרמת הרדאר². הדיאגרמה שלהלן מתייחסת למשק הישראלי ומתארת את רמות הסיכון על פני זמן של רכיבים שונים במערכת הפיננסית ושל המצב הריאלי בארץ ובחו"ל (איור 3). מהדיאגרמה ניתן לראות כי בשנה האחרונה הצטמצם בעולם הפער הגדול בין הסיכונים הנשקפים מהשווקים הפיננסיים הגלובליים לסיכון המקרו הריאלי, אף כי הסיכון הנשקף ממצב השווקים עדיין נמוך יותר. הוא משקף את השפעת עודפי הנזילות הגדולים במערכת

² זלקינדר, ח' (2012), "מדידה של לחץ וסיכונים למערכת הפיננסית בישראל באמצעות דיאגרמת רדאר", מאמר לדיון, בנק ישראל.

שלילית על פיקדונות של הבנקים ב-ECB, במטרה להגדיל את היצע האשראי ואת ההשקעות. **בשווקים המתעוררים נחלשה הצמיחה, וחלקם חשופים ליציאת הון גדולה ולצמצום האשראי במקרה של תפנית בשווקים.** חשיפה זו אף גברה לאחרונה כתוצאה מתחילת התהליך של צמצום ההרחבה המוניטרית בארה"ב, משום שתהליך זה צפוי להוביל לעלייה של שערי הריבית בעולם בטווח הבינוני.

המצב בחו"ל משפיע על המערכת הפיננסית הישראלית דרך ערוץ פיננסי וערוץ ריאלי. הערוץ הפיננסי כולל השפעה של המוסדות הפיננסיים בחו"ל על המוסדות הפיננסיים המקומיים, דרך הקשרים בין המוסדות, וכן השפעה של מחירי הנכסים בשווקים הפיננסיים בחו"ל על מחירי הנכסים בשווקים הפיננסיים המקומיים. אלה משפיעים על המוסדות הפיננסיים במישרין, דרך מחירי הנכסים בתיקי הנוסטרו שלהם, והם משפיעים עליהם גם בעקיפין, דרך ההשפעה על רווחיות הלווים שלהם. הערוץ הריאלי כולל השפעה של הביקושים בחו"ל על היצוא ועל הצריכה הפרטית, ודרכם – על הסיכון בתיקי האשראי של המוסדות הפיננסיים.

על רקע סביבה גלובלית זו המשיכה המערכת הפיננסית המקומית להפגין עמידות גבוהה, הודות לכך שמצבו המקרו-כלכלי של המשק טוב יחסית והוא נהנה בשנים האחרונות מצמיחה יציבה ומהמשך של פיקוח הדוק על המוסדות הפיננסיים (לוח 1 ולוח 2). עם הגורמים המרכזיים התורמים לעמידותו של המשק נמנים: המשך הירידה של היחס בין החוב הממשלתי לתמ"ג, בשעה שבחלק ניכר ממדינות העולם הוא עלה מאז המשבר (איור 1א); יחסי החוב הנמוכים במיוחד של משקי הבית (איור 1ב), שעלו אך במעט בשנים האחרונות אף כי האשראי למשקי הבית התרחב; העודף בחשבון השו"ט; ורמתן הגבוהה של יתרות מטבע החוץ. יציבות היחסית של המשק הישראלי משתקפת בכך שמרווחי ה-CDS התכווצו מאוד בחודשים האחרונים, בין היתר על רקע הרגיעה היחסית בסיכונים הביטחוניים, וכן בכך שמרווח התשואות מול חו"ל התכווץ, גם הודות למדיניות הפיסקלית שהממשלה נקטה ואשר פעלה לריסון הגירעון (איור 2).

כדי לחזק את עמידותה של המערכת הפיננסית נערכו מראשית העשור הקודם כמה רפורמות חשובות במערכת הפיננסית, לרבות הרפורמה בפנסייה, הרפורמה שהפרידה את קופות הגמל מהבנקים, שיפורים במערך הסליקה ועוד.

לוח 1
האינדיקטורים העיקריים ליציבותה של המערכת הפיננסית בישראל, 2010 עד 2014
(אחוזים)

מעודכן ל-	2014	2013	2012	2011	2010	
						א. הסביבה העולמית
31/12/2013		3.0	3.2	3.8	5.1	שיעור הצמיחה הריאלי של התמ"ג העולמי
31/12/2013		2.8	2.8	6.0	12.6	שיעור הגידול של הסחר העולמי
31/05/2014	3.3	3.2	3.4	3.4	3.0	המרווח על אג"ח של המשקים המתעוררים EMBI ¹ (ממוצע תקופתי)
31/05/2014	14.2	14.2	17.8	24.2	22.5	מדד VIX של Chicago Board Options Exchange (ממוצע תקופתי)
						ב. הסביבה המקומית
31/12/2013		66.1	66.9	68.3	69.9	היחס בין החוב הממשלתי לתמ"ג (סוף תקופה)
31/12/2013		-28.5	-26.6	-25.8	-24.7	היחס בין החוב החיצוני נטו לתמ"ג (סוף תקופה)
31/03/2014	111.7	112.9	118.5	124.4	127.2	היחס בין סך האשראי למגזר הפרטי לתמ"ג (סוף תקופה)
31/03/2014	98.1	99.7	107.9	115.0	118.0	היחס בין האשראי למגזר העסקי לתוצר של המגזר העסקי (סוף תקופה)
31/12/2013		57.3	57.5	58.3	58.2	היחס בין האשראי למשקי הבית להכנסה הפרטית הפנויה (סוף תקופה)
31/05/2014	0.93	1.20	1.69	1.58	1.18	פרמיית הסיכון של ישראל (מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ממוצע תקופתי)
31/05/2014	0.73	1.45	2.60	2.21	1.50	הפער בין התשואה על אג"ח ממשלתית שקלית לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב ל-10 שנים (ממוצע תקופתי)
31/05/2014	3.0	4.1	6.0	4.0	3.8	המרווח בשוק אג"ח החברות – ס"כ האג"ח ללא אג"ח של חברות פיננסיות (ממוצע תקופתי)
						ג. הנכסים הפיננסיים
						מדדי הסיכון (ממוצע תקופתי)
						סטיית התקן הגלומה
31/05/2014	8.2	8.8	9.7	10.3	8.5	של שער החליפין
31/05/2014	15.9	16.8	23.9	25.7	23.9	של מדד ת"א 25
						סטיית התקן בפועל
31/05/2014	4.1	6.2	6.6	9.2	6.4	של שער החליפין
31/05/2014	9.9	8.9	11.7	18.7	13.8	של מדד המניות הכללי
						מחירים ותשואות (במונחים שנתיים)
31/05/2014	0.1	-7.0	-2.3	7.7	-6.0	שיעור השינוי של השקל לעומת הדולר (במהלך התקופה)
31/05/2014	-0.4	-7.6	-0.8	4.8	-7.0	שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך התקופה)
31/05/2014	7.1	15.3	4.6	-22.1	12.6	שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך התקופה)
31/05/2014	2.0	2.5	3.2	4.2	3.8	התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-5 שנים (ממוצע תקופתי)
						ד. עמידות המערכת הפיננסית
						מערכת הבנקאות² (סוף תקופה)
31/12/2013		14.8	14.9	14.0	14.0	היחס בין ההון הכולל לרכיבי הסיכון
31/12/2013		9.8	9.1	8.4	8.5	היחס בין הון רובד 1 לרכיבי הסיכון
31/12/2013		0.25	0.41	0.39	0.39	היחס בין ההוצאה השנתית להפסדי אשראי לסך האשראי המאזני לציבור (מוכפל ב-100)
						חברות הביטוח (סוף תקופה)
31/12/2013		5.7	5.6	5.7	6.0	חלק ההון הראשוני בסך הנכסים
31/12/2013		42.6	41.5	40.3	39.3	משקל נכסי הסיכון בסך נכסי הנוסטרו
						קופות גמל³ (סוף תקופה)
31/03/2014	68.3	68.6	66.9	63.8	59.6	משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
31/03/2014	34.4	33.8	30.6	29.0	28.3	היחס בין הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
						ה. נזילות השווקים
31/05/2014	4.6	4.6	4.4	4.8	5.0	מחזור המסחר הכולל בשווקים ⁴ (ממוצע תקופתי, מיליארדי ש"ח)
31/05/2014	0.28	0.32	0.35	0.46	0.31	המרווח בין שער החליפין שקל/דולר הגבוה והנמוך (ממוצע תקופתי)

¹ Emerging Markets Bond Index

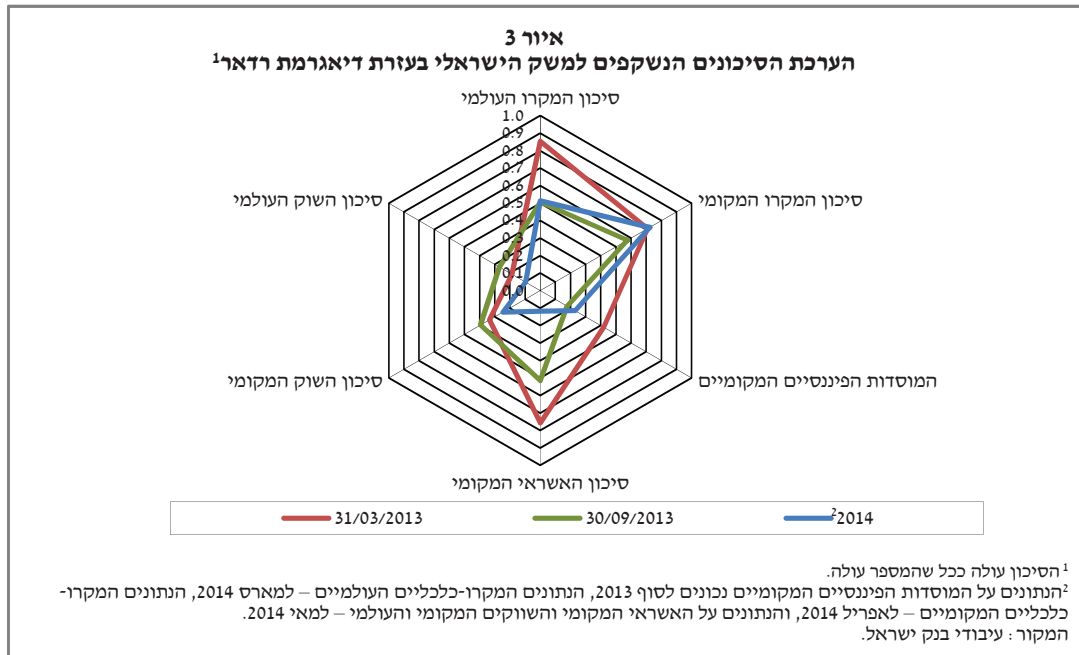
² חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות.

³ כולל קופות גמל מרכזיות לפיצויים וקרנות השתלמות.

⁴ כולל מחזורי המסחר של מק"ם, אג"ח ממשלתיות, אג"ח חברות ומניות.

המקור: נתוני קרן המטבע הבין-לאומית, אגף שוק ההון במשרד האוצר, הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

הסיכונים במערכות הפיננסיות הגלובלית והמקומית פחתו מראשית 2013.



בשנת 2013 המשיכה המערכת הבנקאית בישראל לשמור על חוסנה ועל יציבותה ולהציג תוצאות עסקיות נאותות, אף על פי שקצב הצמיחה בארץ ובחו"ל היה מתון יחסית. עמידותה של המערכת הבנקאית מקבלת תמיכה מהגידול בהון הליבה ומחזיק המסגרת לניהול הסיכונים ולממשל התאגידי בבנקים. עמידות זו משתקפת גם בתוצאותיהם של מבחני הקיצון שהפיקוח על הבנקים ערך השנה, אף כי אלה מדגישות גם את מוקדי הסיכון העיקריים בבנקים: החשיפה לענף הבינוי והנדל"ן והאשראי לדיור וריכוזיות האשראי בקבוצות לווים. (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק בבנקים ובסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים ל-2013).

חברות הביטוח הציגו ב-2013 רווחיות גבוהה ושיפור ביחסי ההון, כתוצאה מכך שהשערים בשווקים הפיננסיים בארץ ובחו"ל הוסיפו לעלות. ההון המוכר של חברות הביטוח בסוף 2013 גבוה בכ-30% מההון שדורש הרגולטור. יחד עם זאת ניכרת עלייה מתונה בחלק שנכסי הסיכון של חברות הביטוח מהווים בסך נכסי הנוסטרו. חשיפתן של חמש חברות הביטוח הגדולות לענף הנדל"ן עלתה במתינות ובסוף 2013 הגיעה לכ-8% מנכסי הנוסטרו שלהן. (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק בביטוח).

הפיננסית, עודפים שתומכים בפעילות הריאלית ובהמשך עליות השערים, ואולי גם את הציפיות לעלייה ברווחי החברות בהמשך. סיכוני המקרו העולמיים נותרו מאז ספטמבר 2013 ללא שינוי בשל עליית הסיכונים בשווקים המתעוררים, התפתחות שקיזזה את השיפור האיטי בכלכלות המפותחות. סיכוני האשראי המקומיים – אלה משתקפים במרווחים בשוק אג"ח החברות ובמרווחים בין אג"ח ממשלתיות בארץ ובחו"ל – הוסיפו לרדת והם משקפים את הירידה בפרמיית הסיכון של ישראל לצד ההתכווצות של המרווחים בשוק אג"ח החברות לרמות נמוכות, עד כדי חשש מפני תמחור חסר של הסיכונים, כמפורט בהמשך. במצב המקרו המקומי חלה ברבעון הראשון של 2014 הרעה, וזו משתקפת במדד המשולב למצב המשק. מצבם של המוסדות הפיננסיים המקומיים הוסיף להשתפר במרוצת 2013, הודות לכך שיחסי ההון שלהם המשיכו לגדול.

ב. הערכת יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית והסיכונים המרכזיים שהיא חשופה אליהם

1. המוסדות הפיננסיים

בשנים האחרונות המשיכו המוסדות הפיננסיים בישראל (הבנקים וחברות הביטוח) לשפר את יחסי ההון שלהם, את הממשל התאגידי ואת ניהול הסיכונים.

לוח 2

הגופים הפעילים במערכת הפיננסית, דצמבר 2013

סוג הגוף הפיננסי	מספר הגופים הפעילים ¹	היקף הנכסים ³ (מיליארדי ש"ח)	הרגולטור
בנקים ²	12	1324	המפקח על הבנקים
חברות ביטוח	24	384	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון
קרנות פנסיה ותיקות	18	348	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון
קרנות פנסיה חדשות וכלליות	13	160	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון
קופות גמל אחרות	75	347	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון
קרנות נאמנות	19	231	הרשות לניירות ערך

¹ מספר הבנקים מייצג את מספר הקבוצות הבנקאיות, מספרן של חברות הביטוח וקרנות הפנסיה מייצג את מספר הגופים הפעילים, ומספרן של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מייצג את מספר התאגידים המנהלים.

² כולל בנקים זרים שפועלים בארץ.

³ הנתונים על הבנקים וחברות הביטוח מבוססים על הדוחות הכספיים, והנתונים על קופות הגמל וקרנות הפנסיה והנאמנות – על סך הנכסים המנוהלים.

המקור: אגף שוק ההון במשרד האוצר, הרשות לניירות ערך, בנק ישראל.

ופגיעה בהכנסות הלווים, וילווה ברידת מחירים חדה בשוק הדיור. בתרחיש כזה תחול ירידה באיכות הלווים וזו עלולה לפגוע ביחסי ההון של הבנקים וברווחיותם. תרחיש כזה צפוי להשפיע גם על הקבלנים ולפגוע עוד יותר בתוצאות הכספיות של הבנקים. (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק בשוק הדיור ובסעיף העוסק בבנקים).

3. הערכה של סיכונים האשראי במשק

האשראי למגזר העסקי והתמחור בשוק אג"ח החברות

- **היצע האשראי:** אינדיקטורים שונים משוק האשראי מראים כי יחס האשראי העסקי לתוצר הוסיף לרדת בחודשים האחרונים, בעיקר כתוצאה מירידה בביקוש לאשראי. (ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל ל-2013). אולם ירידה מתמשכת של יחס זה אינה תומכת בהמשך הצמיחה בעתיד.
- **המינוף של החברות העסקיות הציבוריות:** בסוף 2013 נמצא המינוף ברמה נמוכה יחסית למוצע ארוך הטווח. אולם ענף הבינוי מתאפיין בשיעורי מינוף גבוהים לאורך זמן, ואלה מהווים סיכון לענף. להתממשותו של סיכון בענף הבינוי עלולה להיות השלכה על המערכת הפיננסית, שכן לענף זה חלק גדול בתוצר ובאשראי במשק וקישוריות גבוהה עם ענפים אחרים. (ראו תיבה 2, "המגזר העסקי הלא-פיננסי").
- **התמחור בשוק אג"ח החברות:** התשואות בשוק אג"ח החברות נמצאות ברמה נמוכה מאוד, והתגבר החשש מפני תמחור חסר של הסיכונים בשוק זה; זאת כתוצאה מכך שהמרווחים הוסיפו להתכווץ והגיעו בחודשים

החיסכון הפנסיוני של הציבור מהווה כ-40% מתיק הנכסים הכספיים של הציבור ומתנהל ברובו בתכניות החוסכים הם הנושאים בסיכונים השוק. לכן זעזוע בשווקים אינו צפוי להשפיע באופן משמעותי על יציבותם של המוסדות המנהלים. ואולם במקרים של זעזוע קיצוני בשווקים צפויה פגיעה משמעותית בשוויו של תיק הנכסים של הציבור בכללותו, כמו גם בשוויו של החיסכון הפנסיוני של הציבור. התפתחות כזו עלולה לפגוע בצריכה הפרטית ובפעילות הריאלית וכן להשתקף בתוצאות הכספיות של המוסדות הפיננסיים. זעזוע גדול בשווקים עלול גם להוביל למשיכות של כספים נזילים מקופות הגמל, ואלה יעצימו את ירידות השערים. אולם סיכון זה פחת משמעותית מאז המשבר של 2008, על רקע המשך הירידה במשקלן של קופות הגמל בחסכוניות הציבור וכן על רקע העלייה במשקל הנכסים הנזילים בתיקים שהן מנהלות³.

2. הסיכון הנשקף משוק הדיור

על רקע החשיפה הגבוהה של הבנקים לענף הבינוי והנדל"ן ולמשכנתאות, ועל רקע חלקו המרכזי של הדיור בתיק הנכסים של משקי הבית, הסיכון המרכזי הנשקף למערכת הפיננסית נובע מהאפשרות שיתרחש זעזוע מקומי ו/או חיצוני שיוביל לעליית ריביות חדה ומהירה ו/או למיתון

³ משקלן של קופות הגמל בתיק הנכסים של הציבור ירד מ-9.1% בסוף 2007 ל-6.6% בסוף 2013. משקל הנכסים הנזילים בסך ההתחייבויות הנזילות של קופות הגמל עלה מ-18.4% ל-34.4%.

(ראו תיבה 3, "ההלוואות הישירות שמעניקים הגופים המוסדיים")

האשראי למשקי הבית

קצב ההתרחבות של האשראי למשקי הבית עלה מאוד בשנים האחרונות. בעיקר בלטה העלייה באשראי לדיור, וב-2013 צמח גם האשראי שלא לדיור. אף על פי שהחוב עלה, היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר בישראל עלה אך במעט מאז המשבר, והוא נמוך משמעותית ביחס למדינות מפותחות אחרות. גם המינוף של משקי הבית בישראל (היחס בין סך ההתחייבויות לסך הנכסים) נמוך לעומת מדינות אחרות. עם זאת, בשל אי-השוויון הגדול בחלוקת ההכנסות בישראל, שלושת העשירונים התחתונים מתאפיינים בשיעורי מינוף גבוהים מהממוצע ועל כן הם נמצאים בסיכון גבוה יותר להיקלע לחוסר יכולת לעמוד בהתחייבויותיהם. (ראו תיבה 1, "מגזר משקי הבית").

4. הסיכון בשוק תעודות הסל

המבנה הקיים של שוק תעודות הסל בישראל אינו מעניק למחזיקי התעודות זכות קניינית בנכסי המנפיק, ולכן טומן בחובו סיכון אשראי למחזיקי התעודות. ההתרחבות המהירה שחלה בשוק זה בשנים האחרונות והריכוזיות הגבוהה בענף מגדילות את הסיכון במערכת הפיננסית במידה שיתממש סיכון האשראי למחזיקי התעודות, בין היתר במקרה שתתחולל בשוק תפנית חדה ומחזיקי התעודות יבקשו לפדות אותן במהירות. רפורמה שנמצאת בתהליכי אישור צפויה להקטין את הסיכונים בשוק, אך חשוב ליישמה במהירות. (ראו תיבה 4, "תעודות סל").

2. הסיכונים העיקריים

א. הסביבה העולמית

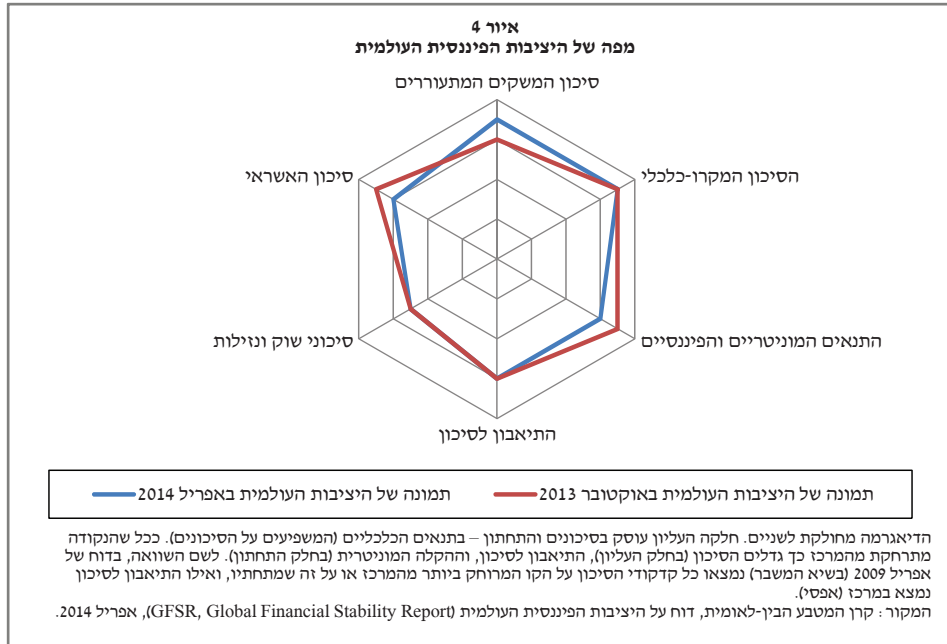
בדוח על היציבות הפיננסית העולמית שקרן המטבע הבין-לאומית פרסמה⁴ היא סיכמה את המצב בקביעה שהיציבות הפיננסית השתפרה במשקים המפותחים והידרדרה במעט במתעוררים. הקרן הביעה אופטימיות זהירה לגבי הכלכלה העולמית וטענה כי זו התאוששה מהמשבר שפרץ ב-2008 אך עדיין נמצאת במצב שברירי. על

האחרונים לרמות נמוכות, דומות לאלה שנראו ברבעון השני של 2008. החשש שהמרווחים מבטאים תמחור חסר של הסיכון בשוק האג"ח קיבל תמיכה מכך שבקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה באג"ח נמשכה צבירה מהירה ללא גידול מקביל בהיצע האג"ח – התפתחות שיוצרת לחץ לירידת תשואות. כן מצביעות על עליית הסיכונים בשוק האג"ח העלייה במשקלן של הנפקות חסרות דירוג או בעלות דירוג נמוך; העלייה בחלקן של חברות הנדל"ן בהנפקות, ענף שמתאפיין בסיכון גבוה יחסית; והעלייה במשקלן של קרנות הנאמנות בהחזקת האג"ח על חשבון גופי החיסכון לטווח ארוך – עלייה שצפויה להגביר את התנודתיות בשוק האג"ח במקרה שתתחולל בו תפנית. יחד עם זאת, בניגוד למצב בשנים 2006–2007, התכווצות המרווחים לא השתקפה עד כה בגידול חד בהיקף ההנפקות, ובמינוף של החברות ומראשית 2013 היקף הנפקות האג"ח נטו (הנפקות בניכוי פירעונות) עדיין אינו גבוה. (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק בסיכונים בשוק אג"ח החברות).

- **הסדרי חוב בשוק האג"ח:** בשנים האחרונות הונחה תשתית להסדרי חוב בשוק האג"ח, וזו מאפשרת לנקות את שוק האג"ח מהחובות הבעייתיים. ההליך של הסדרי החוב אמנם מצריך עדיין אסדרה נוספת, ולשם כך הוקמה ועדה שפרסמה דוח ביניים. אולם העובדה שבשנה האחרונה נערכו בשוק האג"ח כמה הסדרי חוב גדולים ומורכבים, ובחלקם אף ניטלה השליטה מבעלי השליטה הקיימים, תורמת ליציבות הפיננסית, שכן היא מאפשרת לשוק האג"ח לתפקד גם בתקופות משבר ומגדילה את משמעת השוק.
- **הלוואות ישירות מהמוסדיים למגזר העסקי:** ההלוואות הישירות מהמוסדיים למגזר העסקי מוסיפות להתרחב במהירות, וב-2013 וברבעון הראשון של 2014 הן היו ערוץ המימון המרכזי שהוסיף להתרחב, על רקע ירידה בנטילת אשראי ממקורות המימון האחרים. בדיקה של חלק גדול ממאפייני ההלוואות מלמדת כי רובן ניתנות ללווים גדולים, והן בעלות דירוג גבוה ומגובות בביטחונות. עם זאת, על רקע הגידול המהיר של הלוואות אלה יש להמשיך להגביר את הפיקוח עליהן ואת אסדרתן, כמו גם את רמת השקיפות בהן, כפי שהמליצה "ועדת גולדשמידט" – הוועדה לבחינת האופן שבו גופים מוסדיים משקיעים בהלוואות מותאמות.

⁴ תחת הכותרת "מעבר משווקים מונעי נזילות לשווקים מונעי צמיחה", Global Financial Stability Report (April 2014), "Moving from Liquidity- to Growth-driven Markets"

בין אוקטובר 2013 לאפריל 2014 חל שיפור קל בסיכון האשראי, בעקבות רפורמות במערכת הבנקאות, וכן חלה הרעה קלה במשקים המתעוררים ובתנאים המוניטריים והפיננסיים, בעקבות תחילת התהליך של צמצום ההרחבה הכמותית בארה"ב; שאר הקדקודים נותרו כמעט ללא שינוי.



לצמיחה איתנה. עם הסיכונים הנוספים שקרן המטבע מזהה נמנים (א) מחנק אשראי באירופה (בעיקר במדינות הפריפריה); מחנק זה עלול להחריף משום שהבנקים באירופה נדרשים לחזק את מבנה ההון שלהם, (ב) מאזנים פגומים של הבנקים והחברות באירופה, (ג) מגמת הצמיחה המהירה של האשראי בסיכון, בעיקר אשראי הצללים, ו-(ד) צמיחתם של מכשירים פיננסיים רגישים מאוד לשינויים בנזילות; מכשירים אלה עלולים להעצים את השפעתם של זעזועים מקומיים ולהפיץ אותם למשקים נוספים.

דיאגרמת הרדאר שבדוח (איור 4) מראה כי סיכון האשראי ירד בתקופה הנסקרת כתוצאה מצעדים שנקטה מערכת הבנקאות העולמית, בעיקר באירופה, וכי הסיכון של המשקים המתעוררים עלה בעקבות תחילתו של הצמצום ההדרגתי בהרחבה הכמותית בארה"ב (ה-tapering), היות שתהליך זה הוביל ליציאת הון מהם ולהגדלת הסיכון ליציאת הון נוספת. התנאים המוניטריים והפיננסיים החמירו כתוצאה מעליית התשואות ותחילת היציאה מה-MP+, ואילו הסיכון המקרו-כלכלי וסיכונים השוק והנזילות נותרו כמעט ללא שינוי, משום שהעלייה שחלה בהם במשקים המתעוררים קיזזה את הירידה במשקים המפותחים.

כן יש להתמיד במאמצים להאיץ את קצב הצמיחה ולייצב את המערכת. הקרן המליצה להמשיך בתהליך של יציאה מבוקרת ממדיניות ה-MP+ – כך הקרן מכנה את המדיניות המוניטרית הבלתי שגרתית שנקטה בעקבות המשבר⁵ – ולנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה בהתאם למצב הכלכלי. ניהול בלתי זהיר של היציאה מה-MP+ אמנם צפוי לפגוע בעיקר במשקים המתעוררים, מפני שהם תלויים מאוד בזרימת הון מהמשקים המפותחים ומפני שרמת המינוף בהם עלתה מהותית בשנים האחרונות. אולם גם המשקים המפותחים פגיעים לתהליך זה, שכן עליית תשואות מהירה עלולה לפגוע ביכולתם של משקים וחברות לשרת את חובותיהם. הדוח של קרן המטבע מתייחס לסיכון חדש – הסיכון הגיאוגרפי-פוליטי, בעיקר הסכסוך בין רוסיה לאוקראינה סביב חצי האי קרים. הסלמה של הסכסוך עלולה להביא לצמצום קשרי הסחר בין אירופה לרוסיה, ובעיקר לפגיעה באספקת האנרגיה מרוסיה לאירופה; זו מצדה תגרום לעלייה ניכרת במחירי האנרגיה ביבשת ועלולה להכביד על הכלכלה המתקשה בין כה וכה לשוב

⁵ סקירה של המדיניות המוניטרית הבלתי שגרתית מופיעה בדוח המדיניות המוניטרית של בנק ישראל למחצית השנייה של 2013.

הסיכונים המרכזיים הנשקפים לכלכלת ישראל מהעולם:

1) תלותם של הכלכלה והשווקים בעולם ב-MP+, והקשיים שעלולים להיווצר במהלך היציאה ממנו, ממשיכים להוות סיכון מרכזי לכלכלה העולמית וליציבותה, קל וחומר למשק קטן ופתוח כדוגמת המשק הישראלי. השווקים אמנם מגיבים במתינות לצמצום ההדרגתי בהרחבה הכמותית המתנהל בחודשים האחרונים, בניגוד גמור לתגובה החריפה שנראתה באמצע 2013, עת הזכיר הפדרל ריזרב לראשונה את הנושא. ואולם זהו תהליך מורכב ועדין, ואם ינהלו אותו באופן שלא יתאים לציפיות השווקים או לקצב ההתאוששות של הכלכלה, הדבר עלול לפגוע במשקים המפותחים שרמת המינוף בהם עלתה, ובעיקר במשקים המתעוררים התלויים במידה רבה בזרימת ההון מהמשקים המפותחים. סיכונים אלו הם שהביאו את קרן המטבע לציין את האתגר שמציב המעבר מצמיחה שמבוססת על הרחבות מוניטרית ופיסקלית לצמיחה שמבוססת על מחזוריות כלכלית רגילה, ולהזהיר כי הסיכונים לתחזית ממשיכים לנטות כלפי מטה. נדגיש כי המתאם בין השווקים בעולם אמנם ירד משמעותית מאז שיא המשבר אך הוא גבוה מרמתו לפני המשבר, ועל כן יחסית לעבר יש עדיין הסתברות גבוהה לכך שמשברים מקומיים יתפשטו למשקים אחרים. נסכם אפוא כי לפי ההערכה הרווחת בעולם, היציאה ממדיניות ה-MP+ הכרחית וחיונית, אך התממשות הסיכון עלולה לפגוע בכלכלת ישראל הן באמצעות שוקי ההון והן דרך פגיעה ביצוא עקב ירידה בצמיחה ובביקושים.

2) למרות שיפור משמעותי, אירופה מוסיפה להוות אתגר לצמיחה העולמית וליציבות הפיננסית שלו. בתקופה הנסקרת המשיכו לרדת החששות שמשבר חוב חריף יפרוץ בקרוב, והדבר התבטא בהמשך הירידה של מרווחי ה-CDS ושל תשואות האג"ח במדינות הפריפריה של אירופה וכן בשיפור בתחזיות הדירוג שלהן; אפילו יוון שבה להנפיק בשווקים. הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) הכריז על סדרה ארוכה של צעדים שנועדו לעודד מתן אשראי ולהמריץ את כלכלת היבשת, והביא לירידה נוספת בסיכון להתפרצות מחודשת של המשבר. אולם האיום הנשקף ממשבר החוב לא חלף לגמרי. קרן המטבע הדגישה את הצורך להמשיך לתקן את המאזנים של הבנקים ושל החברות באירופה, וציינה שתיקון המאזנים של הבנקים יקשה לתקן את מאזני החברות. האינפלציה הנמוכה השוררת באירופה

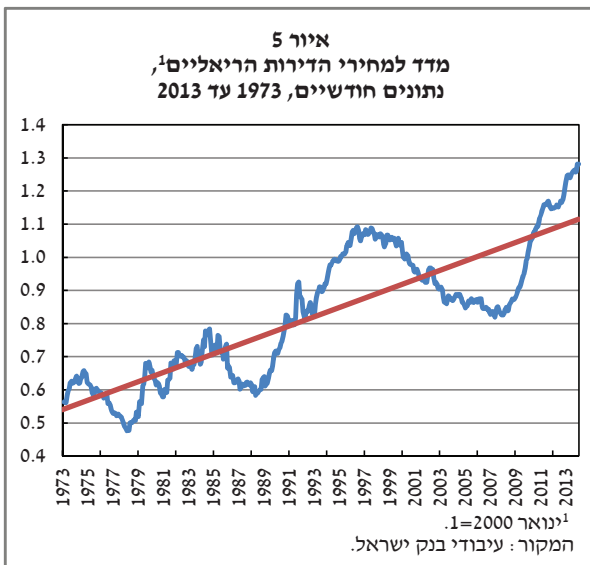
מעידה אף היא על ביקושים נמוכים, למרות השיפור הקל בקצב הצמיחה, ולכן הביקוש של אירופה ליבוא מישראל אינו צפוי לעלות בקרוב ואף עלול לרדת אם מחנק האשראי יחריף.

3) סין מהווה מקור נוסף לדאגה, הגם שזו פחתה קמעא במחצית הראשונה של 2014. הנתונים שהתפרסמו בסין בתקופה הנסקרת מחזקים את ההערכה שהממשלה נחושה להתמיד בשינוי המבני שנועד להגדיל את מרכיב הצריכה הפרטית בתוצר על חשבון השקעות ההון והיצוא. על פי ההערכה המקובלת בעולם מדובר בשינוי הכרחי, וכל דחייה שלו תגדיל את הסיכון לנחיתה קשה בעתיד. תחילת יישומו אפוא היא בשורה טובה לכלכלה העולמית. עם זאת, תהליך זה איננו טוול סיכונים. בראש ובראשונה הוא צפוי להביא לעוד ירידת מדרגה בקצב הצמיחה של סין, קצב חשוב מאוד לצמיחה העולמית. נוסף על כך, צמצום היקף האשראי צפוי להביא לקשיים במחזור החוב של חברות סיניות, ולאחרונה כבר ראינו כי כמה חברות סיניות כשלו להחזיר את חובן על רקע הצעדים שנקטה הממשלה לצמצום אשראי החברות בכלל ואשראי הצללים בפרט. לפי ההערכה המקובלת בעולם, שוק האשראי בסין מדאיג, ומדאיגה עוד יותר העובדה שחלק ניכר מהגידול המהיר שחל באשראי בשנים האחרונות נוצר בידי בנקאות צללים בלתי מפקחת. מה גם שסך אשראי החברות בסין גבוה מאוד בהשוואה למשקים מתעוררים אחרים. ההערכה הרווחת היא שהממשלה החדשה תמשיך לבצע את השינוי המבני ההכרחי, ואף על פי שהוא יוביל לירידה בקצב הצמיחה הוא גם יוליך לצמיחה מאוזנת ויציבה יותר בעתיד. כן מעריכים שהממשלה תטפל בבעיית האשראי בהצלחה. ואולם גודלה של הכלכלה הסינית, רמת המינוף הגבוהה של החברות, ואיכות החוב והפיקוח עליו, הופכים את הטיפול בו למורכב ומציבים סיכון לכלכלה הסינית ולכלכלה העולמית כולה. קשרי המסחר הישירים בין סין לישראל אינם נרחבים, אולם משבר שם נושא משמעות גלובלית ולכן ישפיע גם על ישראל.

4) בתקופה הנסקרת התעורר סיכון חדש – הסיכון הגיאוגרפי-פוליטי העולמי, בעיקר הסכסוך בין רוסיה לאוקראינה סביב חצי האי קרים והתעצמות הקרבות בין הסונים לשיעים בעיראק⁶. פלישת רוסיה לחצי האי קרים, ועמו

⁶ קרן המטבע מזכירה גם סיכון שנובע מחוסר יציבות פוליטית וממערכות בחירות במדינות רבות – בהן תאילנד, ברזיל והודו.

מחירי הדירות הוסיפו לעלות גם בראשית 2014, זו השנה השביעית ברציפות, וקצב עלייתם גבוה מהקצב ארוך הטווח.



מברית המועצות לשעבר, אך החל ממצית העשור הקודם היא יצרה מחסור בהיצע הדירות ביחס לצרכים הדמוגרפיים. שנית, בעקבות המשבר העולמי חלה ירידה חדה בריביות הריאליות הקצרות והארוכות – בעולם ובישראל – וזו הוליכה לירידה בריבית על המשכנתאות בכל האפיקים וכן לירידה בתשואות החלופיות לחוסכים. התפתחות זו מצדה הגדילה את היקף הביקוש לדירות הן לצורכי מגורים והן לצורכי השקעה⁷.

עליית המחירים המהירה לוותה בעלייה חדה בהיקף העסקאות של רכישת דירה ובהיקף המשכנתאות החדשות. אלה האחרונות הגיעו ב-2013 ל-51.7 מיליארד ש"ח, ומתחילת המשבר של 2008 חלה עלייה משמעותית ברמת המינוף שלהן (LTV, Loan to Value) ובשיעור שהחזר מהווה בהכנסה של נוטלי המשכנתאות (PTI, Payment to Income).

⁷ לאחרונה החליטה הממשלה על כמה צעדי מדיניות (מעיימי בשיעור 0% לרוכשי דירה ראשונה ומחיר מטרה לדירה חדשה) במטרה להקל על האפשרות לרכוש דירה יחידה, תוך העדפתו של ציבור רוכשים זה על פני המשקיעים. ייתכן שהחלטות אלה יפעלו בטווח הקצר, עד להחלתן בפועל, להקטנה של כמות העסקאות בשוק ולמיתון של עליית המחירים – כפי שפעלה המחאה החברתית של קיץ 2011 – אך עדיין אין זה ברור איזו השפעה ארוכת טווח תהיה לצעדים אלה על רמת המחירים ועל מצבם הפיננסי של השחקנים בשוק הדירור.

משאל העם שהביא לסיפוחו לרוסיה, נתקלו בביקורת חריפה מצד מדינות המערב. אך עד כה ננקטו נגד רוסיה רק צעדים מעשיים מוגבלים, וכאלה היו גם הצעדים שנקטה רוסיה בתגובה, ועל כן הייתה לסכסוך השפעה מזערית גם על הכלכלה העולמית ועל השווקים. גם בעיראק הקרבות עדיין לא הגיעו לאזורים העשירים בנפט, ועל כן יש להם לפי שעה השפעה מוגבלת על מחירי האנרגיה העולמיים. לפי התרחיש המרכזי המקובל בעולם, משברים אלה ישפיעו רק במידה קטנה על הכלכלה העולמית ועל ישראל, אולם קיים סיכון בלתי זניח שהפגיעה תהיה משמעותית יותר ותתבטא בעיקר בעלייה של מחירי האנרגיה, שתביא להאטה בקצב הצמיחה העולמי ולפגיעה בשוקי ההון.

מאידך גיסא, הסיכון הגיאוגרפי-פוליטי המידי מצד שכנותיה של ישראל מוסיף לרדת, והוא נמצא ברמות נמוכות יחסית. הדבר מתבטא גם במרווחי ה-CDS של ישראל: אלה נמצאים בשפל של כמה שנים. לפי ההערכה הרווחת, יש הסתברות נמוכה להסלמה בטווח הקצר.

עם זאת, לאחרונה עלה הסיכון הביטחוני המקומי כתוצאה מהעלייה בחוסר הוודאות באשר ליחסים עם הרשות הפלשתינית, בעקבות ההסכם בין הרשות לחמאס בנוגע לממשלת אחדות כמו גם בעקבות העלייה במפלס האלימות.

ב. הסביבה המקומית

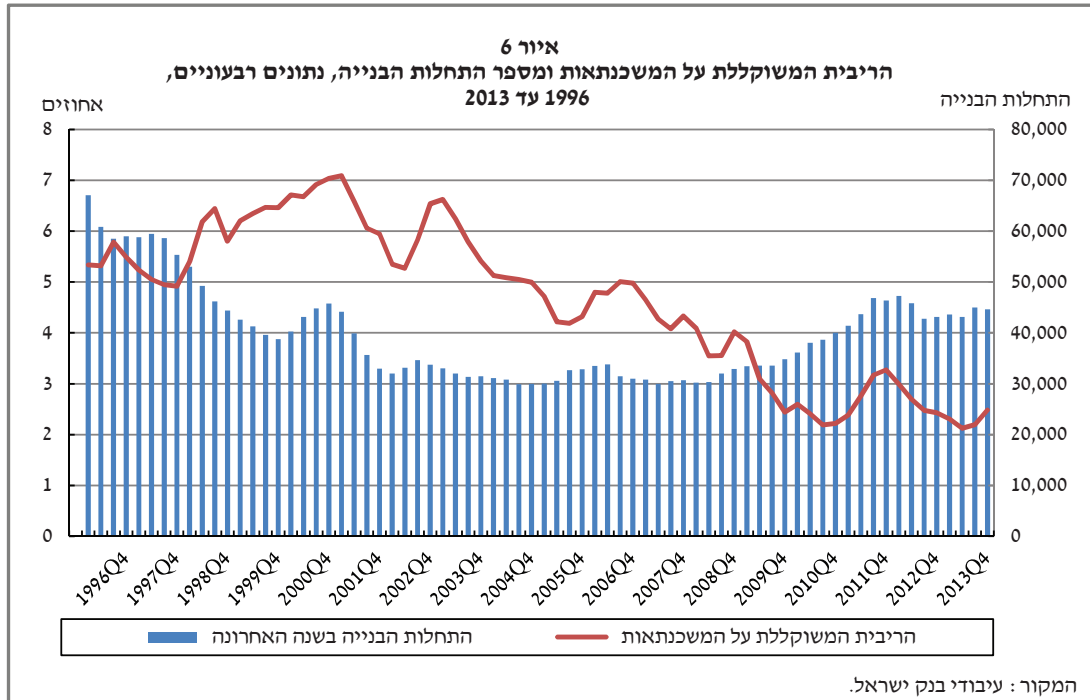
1. הסיכון הנשקף משוק הדירור

רקע

מחירי הדירות הוסיפו לעלות גם בתחילת 2014 (איור 5), והם עלו זו השנה השביעית ברציפות. במחזור האחרון (מתחילת 2008) עלו מחירי הדירות בכ-61% במונחים ריאליים (מנוכחי מדד המחירים לצרכן) – פי שלושה מהעלייה הריאלית במחירי שכר הדירה ויותר מהגידול בהכנסותיהם של משקי הבית. על פי הערכותיהם של גופים שונים בארץ ובחו"ל, מחירי הדירות בישראל עלו מעבר לרמה הנגזרת מתנאים של שיווי משקל בטווח הארוך.

העלייה במחירי הדירות נובעת משני גורמים עיקריים. ראשית, מתחילת העשור הקודם נמצאו התחלות הבנייה ברמה נמוכה יחסית לרמה הנגזרת מהגידול במספרם של משקי הבית (איור 6). רמה זו שיקפה בתחילה התאמה של עודף ההיצע שנוצר במשק לאחר שהתמצה גל העלייה

מספרן הקטן של התחלות הבנייה, ועמו הריבית הריאלית הנמוכה ששררה בשנים האחרונות, תרמו לעלייה במחירי הדירות.



בהתחייבויותיהם. עליית הריבית גם עלולה להשליך על האשראי החוץ-בנקאי הניתן לקבלנים ולהתבטא בעלייה בתשואות בשוק אג"ח החברות⁸. גם הכנסות הקבלנים ממכירת דירות עלולות להיפגע ועמן – שווי הבטוחות שהם יכולים להעמיד לבנקים.

זאת ועוד, כיוון שהמשכנתאות מהוות את ההתחייבות הגדולה ביותר במאזן של משקי הבית, הרי שאם תתרחש עלייה חדה בשערי הריבית ו/ או ירידת מחירים חדה בשוק הדיור, משקי הבית יצמצמו את צריכתם כדי לעמוד בהחזרי המשכנתאות ו/ או בשל הפגיעה בתחושת העושר; לעלייה בריבית השפעה רבה על החזרי המשכנתה היות שלמשכנתאות בריבית משתנה יש משקל גבוה בתיק המשכנתאות של משקי הבית (ראו תיבה 2, "מגזר משקי הבית"). ייתכן שחלק ממשקי הבית יתקשו להחזיר את המשכנתה ויאלצו למכור את דירותיהם – צעד שעלול להחריף את ירידת המחירים. צמצום הצריכה צפוי להשפיע על קצב הצמיחה במשק.

גורמי הסיכון בשוק הדיור

על רקע העלייה המהירה בהיקף המשכנתאות והחשיפה הגבוהה של הבנקים לענף הבינוי והנדל"ן ולמשכנתאות – אלה מהווים יחד כ-43% מתיק האשראי הבנקאי – הסיכון המרכזי הנשקף למערכת הפיננסית נובע מהאפשרות שיתרחש זעזוע מקומי ו/ או חיצוני שיוביל לעליית ריביות חדה ומהירה ו/ או למיתון ופגיעה בהכנסות הלווים, וילווה בתפנית חדה ומהירה בשוק הדיור.

התממשותו של סיכון כזה תשפיע על המערכת הפיננסית בעיקר דרך הבנקים. המשכנתאות מהוות מרכיב מרכזי במאזני הבנקים ועל כן מהוות סיכון ישיר ליציבותם וליציבות הפיננסית. עלייה בסיכון בענף המשכנתאות עלולה להקטין את ההון של הבנקים ואת שווי הבטוחות שהם מחזיקים. ההפסדים לבנקים עלולים לגדול גם באפיקי האשראי הקשורים לדיור, כמו האשראי לקבלנים, שכן שיעורי המינוף של ענף הבינוי גבוהים יחסית, ועליית ריבית חדה עלולה להקשות על הקבלנים לעמוד

⁸ הרחבה מופיעה בתיבה 2, " המגזר העסקי הלא-פיננסי".

הדירה שמחירה ירד) או לאחר הגעה להסדר חוב. החישוב מניח שבחלק קטן מהמקרים הבנק לא יצליח להגיע להסדר חוב עם הלווה או לממש את הביטחון, מאחר שבתקופת משבר עלול להיווצר קושי לממש את מלוא הדירות ששימשו כביטחון ללווים בכשל.

תוצאות המבחן הראו ש-5.0% מנוטלי המשכנתאות במדגם ייקלעו לקשיי פירעון בעקבות התממשות התרחיש, וזאת נוסף על שיעור הפיגורים בעת שגרה. למצב כזה צפויות השלכות חברתיות משמעותיות. עם זאת, חשוב לזכור כי המבחן מבוסס על הנחות עבודה מסוימות (חלקן מתייחסות להתנהגות הצפויה של הבנקים ושל הלווים בעת משבר), ואלה משפיעות על תוצאותיו הכמותיות של המבחן. יצוין כי לפי הממצאים, גידול באבטלה משפיע על ההסתברות שנוטלי המשכנתאות ייקלעו לכשל יותר מעליית הריבית וירידת ההכנסה, והוא תרם בממוצע למעלה ממחצית משיעורי הכשל. זאת מכיוון שאבטלה מפחיתה מאוד את ההכנסה של משק הבית ולכן את יכולתו לשלם את המשכנתה, ומכיוון שבניגוד לשינויים בריבית היא פוגעת בכל סוגי הלווים, כלומר ללא קשר למאפייני ההלוואה.

לנוכח סיכונים אלו נקט כאמור המפקח על הבנקים שורה של צעדים – חלקם אינם נוגעים ישירות לנוטלי המשכנתאות, כגון הגדלה של הלימות ההון ושל ההפרשה הקבוצתית לחובות מסופקים (ראשית 2013), וחלקם נוגעים להם ישירות, לרבות (א) הגבלה על ההלוואות בריבית משתנה, באמצע 2011, (ב) הגבלה על שיעור המימון (LTV), בשלהי 2012, ו-(ג) הגבלה על שיעור החזר מהכנסה (PTI), באמצע 2013. הגבלות אלו הצליחו להקטין את סיכון האשראי ולצמצם את החשיפה של הבנקים לעליית ריבית על משכנתאות חדשות. כפי שמראה איור 7, חלה ירידה בשיעור המשכנתאות בסיכון גבוה (LTV גבוה מ-75%).

תופעה נוספת שמאפיינת את שוק הדיור בשנים האחרונות היא העלייה במשקל המשקיעים¹³ הן בקרב רוכשי הדירות והן בקרב מקבלי המשכנתאות (איור 8), במיוחד על רקע עליית הסיכון והירידה בתשואות של נכסים פיננסיים אחרים בשנים שלאחר המשבר של 2008. הגידול במשקל המשקיעים נבלם כנראה, הודות להעלאת הריבית ב-2011 ולפעולות שונות, כמו העלאת מס הרכישה לרוכשי דירות

כאשר בוחנים בעזרת מודל⁹ את הרגישות של מחירי הדירות לזעזועים שונים, מוצאים כי לשינוי חד בריביות הקצרות והארוכות ולשינוי חד באבטלה יש השפעה משמעותית על התפתחותם של מחירי הדירות. על כן השילוב שלהם עם ירידת מחירים מהווה את גורם הסיכון העיקרי בשוק הדיור.

כדאי לציין שקרן המטבע הבין-לאומית מצאה כי במדינות כמו ישראל – היינו שווקים שקיים בהם מחסור בדירות (מגבלת היצע) – ירידות במחירי הדיור נמשכות זמן קצר יותר מאשר במדינות שאין בהן מגבלת היצע, ועוצמת הירידה במחירים בדרך כלל פחותה משמעותית מעוצמת העלייה שחלה קודם לכן¹⁰. כן מצביעים המחקרים על כך שמחזורים של מחירי הדיור (איור 5), במידה שהם משקפים מחזורים פיננסיים (המונעים משינויים גדולים באשראי ובמחירי הנכסים), התארכו עם השנים¹¹, בדומה למצב בארה"ב ובמדינות מפותחות נוספות¹².

לנוכח הסיכון בשוק הדיור בחן הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל את ההשפעה הישירה הנגרמת לתיק האשראי לדיור של הבנקים בעקבות ירידת מחירים של כ-20% שמתלווה לה עלייה של כ-4 נקודות אחוז בריבית בנק ישראל, עלייה של כ-4 נקודות אחוז בשיעור האבטלה, וירידה אחידה של 8 נקודות אחוז בהכנסה הריאלית הפנויה של נוטלי ההלוואות (תרחיש מקרו-כלכלי זה התבסס על המיתון של 2002). המבחן התבסס על מסד מקיף של נתונים על משכנתאות ברמת ההלוואה הבודדת, וממנו נגזרה ההסתברות לכשל – איזה חלק מנוטלי המשכנתאות במדגם לא יוכל לממן את הוצאותיו הבסיסיות (מזון, ביגוד וכיו"ב) לאחר שמנכים מהכנסתו הפנויה את תשלומי המשכנתה. כן חושב גודל ההפסד שישפוג הבנק לאחר מימוש הביטחונות (מכירת

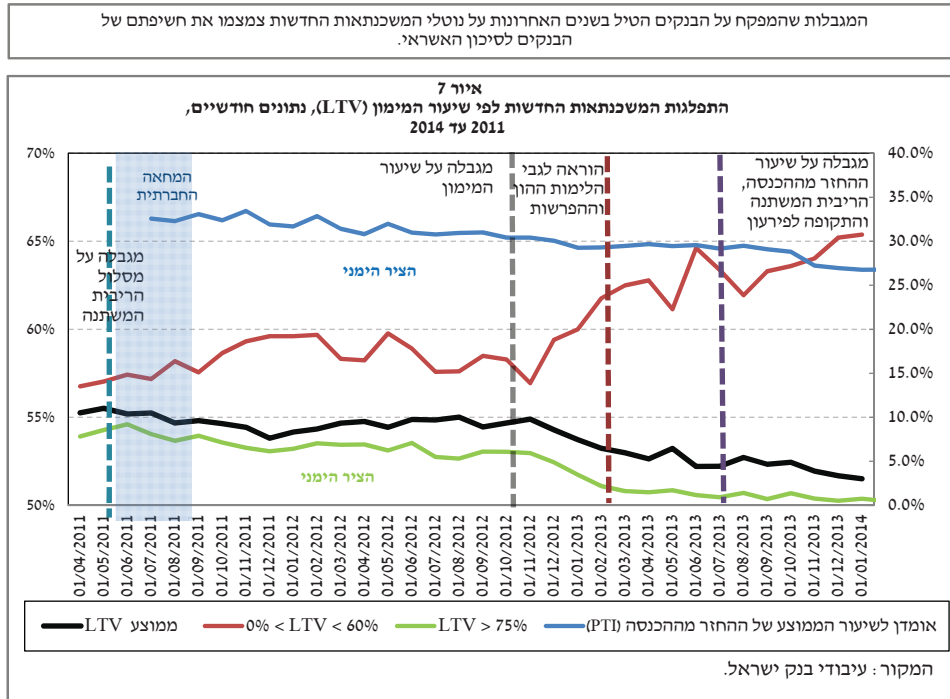
⁹ מודל הדיור של נגר וסגל. ראו נגר ו' וגי' סגל (2011), "מה מסביר את התפתחות מחירי הדירות ושכר דירה בישראל 1999-2010". סקר בנק ישראל 85, עמ' 7-59.

¹⁰ "The housing market in Israel" (2014), IMF Report on Israel Economy.

¹¹ התמשכות העלייה במחירי הדיור בישראל במחזור הנוכחי קשורה במידה רבה לסביבת הריבית הנמוכה ולמחסור בהיצע הדירות, ולא לעלייה בלתי צפויה במספר משקי הבית, כפי שקרה בראשית שנות התשעים.

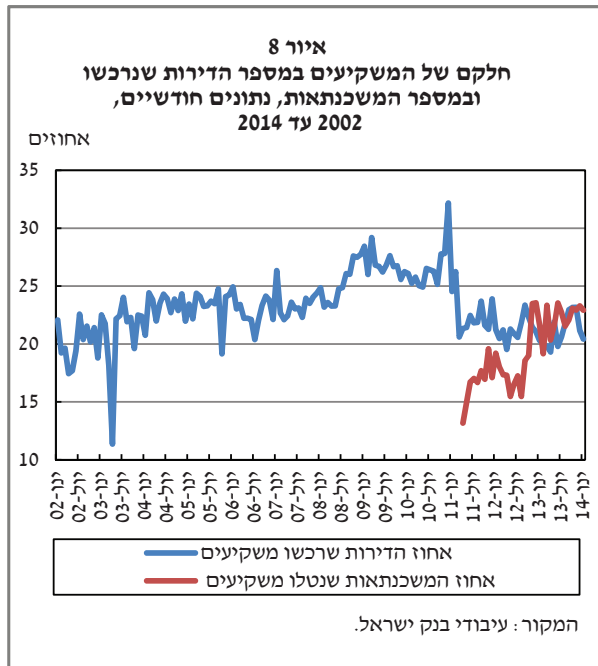
¹² Borio, C. (2012), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?", BIS Working Papers, no. 395.

¹³ משקל המשקיעים ברטו, היינו בלא ניכוי המשקיעים שמימשו את נכסיהם.



הם פועלים להפחתת הסיכונים הנשקפים לבנקים משוק הדיור וכך מאפשרים לוועדה המוניטרית לפעול באמצעות מדיניות הריבית כדי לתמוך בפעילות הכלכלית במשק.

מראשית 2013 התייצב חלקם של המשקיעים הן במספר הדירות שנרכשו והן בסך המשכנתאות החדשות.



להשקעה, בשלהי 2010, והמגבלה שהטיל המפקח על הבנקים על שיעור המימון למשקיעים, בשלהי 2012. אולם בהקשר של דיון ביציבות פיננסית יש לשאול אם הצעדים שנועדו להקטין את משקל המשקיעים בקרב רוכשי הדירות תורמים להקטנת החשיפה של המערכת הבנקאית לסיכון בשוק הדיור. המשקיעים מתאפיינים דווקא ביכולת החזר גבוהה יותר – יחסית לרוכשי דירה ראשונה למשל – וחלק ניכר מהם כלל אינו נוטל הלוואה לרכישת הדירה. לכן מבחינה זו אין לכאורה הצדקה להקטין את משקלם. מנגד, ייתכן שהמשקיעים נוטים להגיב מהר יותר לשינויים בסביבה הכלכלית – כמו העלאת ריבית – וככל שמשקלם יעלה, הדבר יוכל להחריף את ירידת המחירים וכך להגדיל את הסיכון הנשקף למערכת הבנקאית משוק זה.

לסיום, חשוב להעיר כי הוועדה המוניטרית של בנק ישראל מתחשבת גם בסיכונים הנשקפים משוק הדיור כאשר היא מחליטה על גובה הריבית במשק. ניטור הסיכונים וניתוחם, כפי שנעשה כאן, משמש תשומה בתהליך שבו בנק ישראל מגבש את המדיניות המוניטרית והמקרו-יציבותית. לצעדים שנקט המפקח על הבנקים במטרה להקטין את הסיכון הנשקף לבנקים משוק הדיור – לרבות המגבלות על שיעורי המינוף ועל השיעור שהחזר המשכנתה מהווה בהכנסת הלווים – יש השלכות מקרו-יציבותיות, שכן

2. הסיכונים בשוק אג"ח החברות

ההתפתחויות שחלו בשוק אג"ח החברות בין ינואר למאי 2014 מעידות כי מתחזקים הסיכונים לסטייה של מחיריהן מהערך הכלכלי האובייקטיבי של הטווח הארוך, בדומה למצב בשווקים אחרים בעולם. עולה כי קיים חוסר התאמה מתמשך בין מרכיבי הסיכון העיקריים – בפרט סיכון האשראי וסיכון הנזילות – לבין הסיכון הגלום במרווחי האג"ח בפועל, והדבר מצביע על פוטנציאל לתמחור חסר של הסיכונים. על רקע זה שינוי בתמחור האג"ח הממשלתיות, עלייה בסיכון המשק, ו/או תפנית בתוואי הריבית, עלולים להשפיע על הדינמיקה בשוק אג"ח החברות ולהוליך לשינוי במגמה של מחיריהן.

סביבת הריבית הנמוכה שמאפיינת את מרבית המשקים המפותחים, ישראל בכללם, מדיניות מוניטרית מרחיבה שנועדה לתמוך בביקושים המקומיים ולהאט את התחזקותו של שער החליפין, וחוסר ודאות גובר בשוק הנדל"ן למגורים לצד הצפי שהרשויות יהדקו את המדיניות שנועדה לצנן את פעילותם של המשקיעים – כל אלה פועלים לעדכון הציפיות של המשקיעים באשר לתוואי הריבית בטווח הקצר, וכך מעלים את האטרקטיביות של השקעה בנכסים פיננסיים בעלי תשואות צפויות גבוהות, בפרט בשוק האג"ח. על רקע זה ביקושיהם הערים של החוסכים מתועלים לגופים פיננסיים בעלי אסטרטגיית השקעה של טווח קצר (קרנות הנאמנות), והם פוגשים היצע מתרחב של אג"ח חברות בעלות סיכון בינוני-גבוה – סיכון זה משתקף במשקלן הרב של החברות ממגזר הנדל"ן הן בסך היתרה והן בהנפקות החדשות, בירידה באיכות ההנפקות, וגם בגידול בביטחונות באיכות נמוכה¹⁴. ביקושים ערים אלה מספקים את הנזילות הנדרשת לשווקים ומעלים את ההסתברות לכך ששוק האג"ח יציג תנודתיות גבוהה במקרה של תפנית בשווקים הפיננסיים. לנוכח חשיבותו הרבה של שוק אג"ח

¹⁴ נציין כי בעקבות המלצותיה של ועדת חודק נרשמה בשנים האחרונות עלייה משמעותית בהיקף האג"ח המגובות בביטחונות, ונכון להיום חלקן של הסדרות המגובות (ללא מוסדות פיננסיים) עומד על כ-50%. מנגד, במחצית השנייה של 2013 חלה ירידה משמעותית בשיעור ההנפקות המגובות בביטחונות. רוב השעבודים שניתנו במהלך השנה האחרונה היו חלשים יחסית והתאפיינו בעיקר בשעבודים על מניות של חברות בנות ובשעבודים עודפים מפרויקטים. חלק מן ההנפקות החדשות בוצעו ללא ביטחונות ונסמכו על התניות פיננסיות בלבד (ראו דוח של S&P, פברואר 2014).

החברות באשראי המשקי, ריכוזיותו הגבוהה, והדמיון הקיים בין הגופים המוסדיים מבחינת אסטרטגיית החשיפה לשוק הנכסים ולאפיק אג"ח החברות בפרט¹⁵, מתגברים גם הסיכונים המערכתיים, ואלה מציבים אתגר למדיניות המקרו-יציבותית.

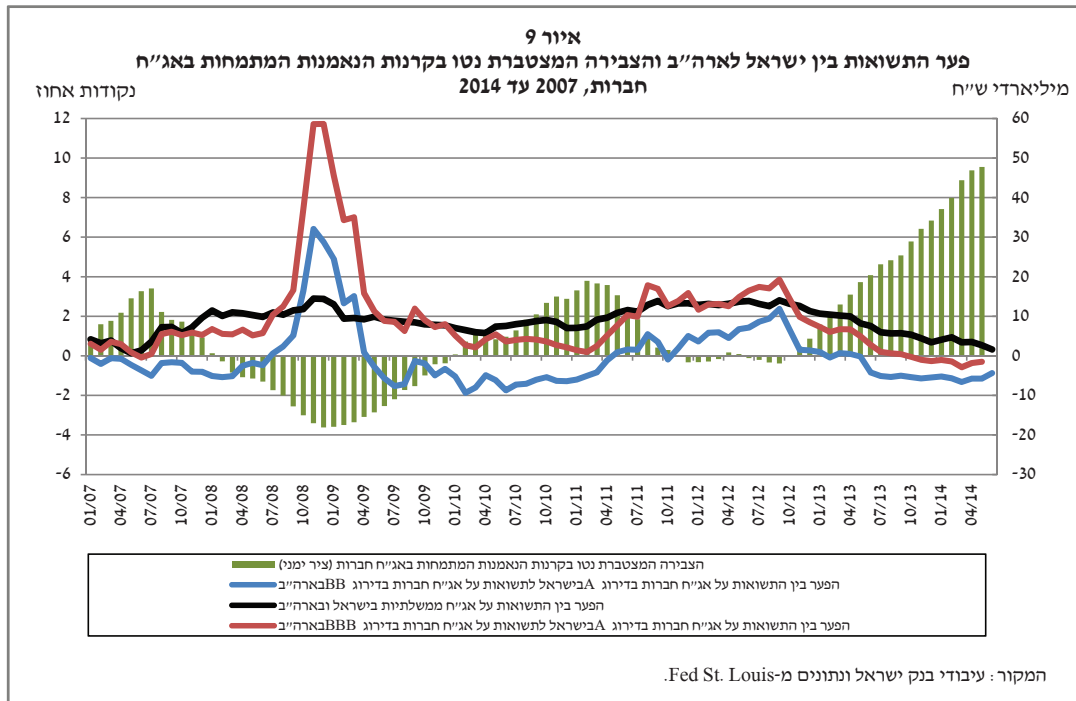
הסיכון הבסיסי טמון בהתפתחויות בשוק הריביות לטווחים הבינוניים והארוכים על האג"ח הממשלתיות, שוק שיש לו השפעה ישירה על התנהגות התשואות בשוק אג"ח החברות. התשואות לפדיון של האג"ח הממשלתיות נמצאות ברמה נמוכה מבחינה היסטורית (כמו בעולם), בפרט לנוכח צמצום הפער בין האג"ח הממשלתיות של ארה"ב לאג"ח הממשלתיות של ישראל: פער זה הצטמצם באופן משמעותי מחודש מאי 2013 והגיע במאי 2014 לכ-0.5% בלבד (איור 9). מכאן שקיימת הסתברות גבוהה יחסית לכך ששינויים ברמת הפעילות של השוק האמריקאי ישפיעו על תמחור האג"ח הממשלתיות. זאת נוסף על הסיכונים הגיאוגרפיים הייחודיים לישראל, סיכונים שקובעים – יחד עם גורמים אחרים – את פרמיית הסיכון של ישראל. התחדשותן של הירידות במחירי האג"ח בארה"ב עשויה לגרום תגובת שרשרת בשוק אג"ח החברות בישראל, תוך עדכון כלפי מטה של המדדים המובילים של אג"ח החברות, בפרט על רקע העובדה שהמרווחים בין ישראל לחו"ל בשוק אג"ח החברות התכווצו יותר מהמרווחים בשוק האג"ח הממשלתיות (איור 9).

לצד המחירים הגבוהים בפלח של האג"ח הממשלתיות, ומידה מסוימת של חוסר ודאות באשר לפרמיית הסיכון של המשק, נמצא גם סיכון הריבית. נציין כי לנוכח התוואי הצפוי של המדיניות המוניטרית בשנה הקרובה אין לראות בסיכון הריבית סיכון מיידי לפעילות בשוק אג"ח החברות; עלייה עתידית בריבית עשויה לייקר את מקורות ההון ותקשה למחזר את החוב בעתיד, ועליית התשואות שתתלווה לעליית הריבית עשויה להסב הפסדי הון למשקיעים.

להוציא את הסיכון הנובע משינויים ברמת הריבית בשווקים, החשש המרכזי נמצא במרווחים הנמוכים של אג"ח החברות, מרווחים המבטאים את תוספת הסיכון הנדרשת להשקעה בהן יחסית להשקעה באג"ח ממשלתיות.

¹⁵ אולם בשנים האחרונות נמשכת ההצטמצמות בחשיפה של הגופים המוסדיים לאפיק החברות.

המרווחים בין ישראל לארה"ב בשוק אג"ח החברות הצטמצמו יותר מהמרווחים בשוק האג"ח הממשלתיות.



התפתחותם לבין הדינמיקה של המרווחים: פרט לתעשייה, ענף שהתפתחות התשואות בו תואמת את רמת הסיכון הנדרש, פרמיית הסיכון של האג"ח בשאר הענפים (הלא-פיננסיים) סוטה מהתואי של מדדי הסיכונים העיקריים. הירידה במרווחים בענפים אלה מתרחשת במקביל לעלייה בהסתברות לחדלות פירעון¹⁶, וכן היא מתרחשת בקצב גבוה מזה של ה-EDF¹⁷. יתרה מזאת, גם כאשר משתמשים

גם בראשית 2014 הוסיפו המרווחים להצטמצם, והמוצע שלהם בחודש מאי הגיע לרמה של כ-2.1% (כולל הבנקים וחברות הביטוח). מנקודת מבט מגזרית עולה כי את המגמה הכללית התוו התשואות של חברות מענפי ההשקעות וההחזקות ומענף הנדל"ן. נדגיש כי ירידת המרווחים המתמשכת של חברות הנדל"ן – ענף בעל פרופיל סיכון בינוני עד גבוה – נושאת חשיבות רבה, וזאת משתי סיבות. ראשית, לחברות אלה משקל רב הן בהנפקות החדשות (מראשית 2013 הן מהוות כ-40% מהיקף ההנפקות ברוטו של המגזר הלא-פיננסי) והן בסך היתרה של האג"ח הסחירות (מגזר הנדל"ן מהווה כ-30% מהיתרה בשעה שהמגזר הבנקאי מהווה 35%; בתקופה זו נרשמה ירידה חדה בהיקף ההנפקות של הבנקים). שנית, רק בענף הנדל"ן נרשם ב-2013 גיוס (נטו) חיובי. יתר על כן, מניתוח תקופתי עולה כי המרווחים של אג"ח החברות שהונפקו מראשית 2012 נמוכים אף מהמוצע של כלל האג"ח הסחירות הן באופן מוחלט והן בחלוקה לענפים.

שני סיכונים עיקריים מעלים סימני שאלה באשר לטיב התמחור של אג"ח החברות – סיכוני האשראי וסיכון הנזילות. האינדיקטורים המקובלים לבחינת סיכוני האשראי מצביעים על חוסר התאמה בין הכיוון הכללי של

¹⁶ ההסתברות לחדלות פירעון (PD, probability of default) מבוססת על שכיחותם של אירועי הכשל בתקופה המשתרעת בין 1983 ל-2012, והיא מחושבת לפי קבוצות דירוג שונות ולפי התקופה לפדיון (המקור: Moody's).

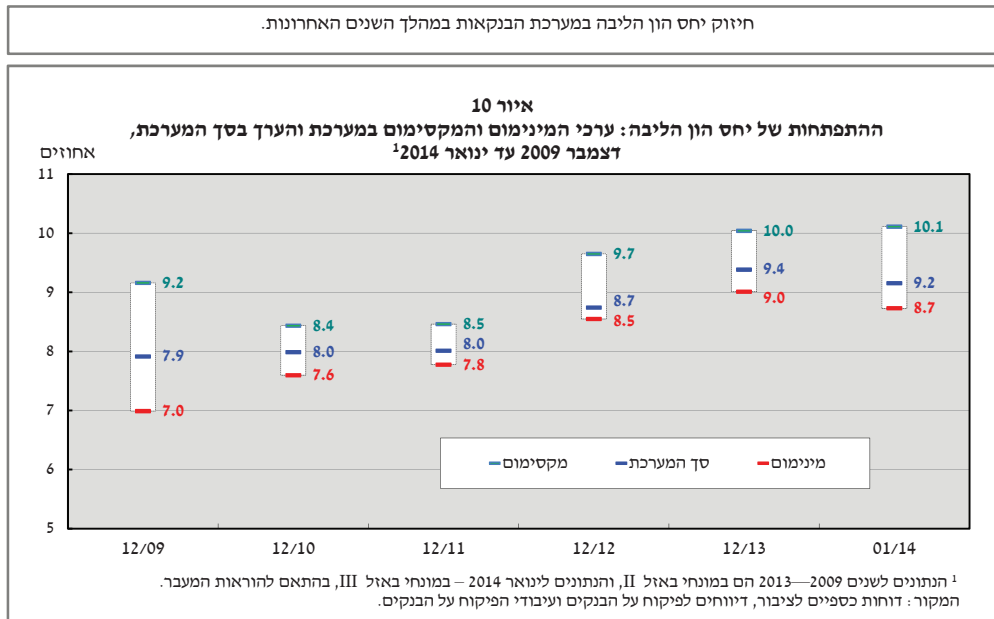
¹⁷ EDF, expected default frequency הוא ההסתברות לפשיטת רגל בתוך שנה. זו נגזרת משימוש במודל Merton להערכת ההסתברות לכשל של חברה והתאמתו לאירועי פשיטת רגל בעבר. הרחבה מופיעה אצל ססי-ברודסקי, א' (2013), "מודל מבני להערכת הסיכון לחדלות פירעון של חברות בישראל", סקר בנק ישראל מס' 86. ירידה ב-EDF, פרמטר שכולל גם את הממד החשבונאי (התחייבויות), מצביעה על שיפור כללי במצב (בסיכון) של הפירמות במשק. בהקשר זה נציין כי בתקופה הנסקרת עלתה בדרך כלל רווחיות הפירמות במשק, וכי יחסי הכיסוי של החברות גבוהים במעט מהמוצע ארוך הטווח שלהם.

ומחזוק המסגרת לניהול הסיכונים ולממשל התאגידי בבנקים. הסיכון העיקרי שהמערכת חשופה אליו הוא סיכון האשראי. בשנת 2013 חלה הטבה מסוימת מבחינה זו, אולם יחד עם זאת הבנקים חשופים לקווי פעילות באשראי שגלום בהם סיכון גבוה. הריכוזיות בתיק האשראי הבנקאי גבוהה, אם כי בשנים האחרונות ניכרת בה ירידה. רמת הנזילות במערכת הבנקאית גבוהה כתוצאה ממבנה מקורות יציב, ואולם השנה עלה סיכון הנזילות. עמידותה של המערכת הבנקאית משתקפת גם בתוצאותיהם של מבחני הקיצון שהפיקוח על הבנקים ערך השנה, אף כי אלה מדגישות גם את מוקדי הסיכון העיקריים בבנקים: החשיפה לענף הבינוי והנדל"ן והאשראי לדיר, החשיפה לאשראי הממונף, וכן ריכוזיות האשראי בקבוצות לווים גדולות. מוקדי סיכון אלה עלולים להסב לבנקים נזק משמעותי אם יתממש תרחיש קיצון.

במדד של אלטמן להסתברות לפשיטת רגל¹⁸ – מדד בלתי תלוי בפרמטרים של השוק – ומחילים אותו על כלל האוכלוסייה של חברות האג"ח, מוצאים כי הוא מצביע על חוסר ודאות גבוה באשר למצבן הכספי של הפירמות בטווח הקצר עד בינוני. גם מבחינה של סיכון הנזילות עולה כי הירידה במרווחים בתקופה הנסקרת התרחשה בשעה שמרווח ה-Bid-Ask – מרווח המשקף את מחיר אספקת הנזילות - התייצב¹⁹.

3. המערכת הבנקאית, שנת 2013

בשנת 2013 המשיכה המערכת הבנקאית בישראל לשמור על חוסנה ועל יציבותה ולהציג תוצאות עסקיות נאותות, וזאת על רקע המשך הצמיחה המתונה, הירידה בסיכון המדינה והשיפור בשוק העבודה המקומי (לוח 3). עמידותה של המערכת הבנקאית מקבלת תמיכה מהגידול בהון הליבה



הלימות ההון

בשנים האחרונות פועלים הפיקוח על הבנקים והמערכת הבנקאית לחיזוק הלימות ההון, היקפו ואיכותו, ובמרוצת ארבע השנים האחרונות גדל הון הליבה במערכת הבנקאית ב-1.5 נקודת אחוז (ראו איור 10). במהלך השנה גדל יחס הון הליבה ב-0.6 נקודת אחוז, ובדצמבר 2013 הוא עמד על 9.4%. העלייה ביחס הון הליבה נבעה בעיקר מגידול ברווחים הצבורים של הבנקים – רווחיותם עמדה השנה על

¹⁸ מדד אלטמן מבטא את הסיכוי של החברה לשרוד – או לחלופין להיקלע לקשיים כלכליים ואף לפשיטת רגל – בטווח של שנה-שנתיים מרגע המדידה. המדד מודד את החוסן הכספי של הפירמה ומתבסס על חמישה יחסים פיננסיים: היחס בין ההון החוזר ליתרת הנכסים, היחס בין הנכסים הציבוריים לשאר הנכסים, רווחי הפירמה לפני מס ותשלומי ריבית, היחס בין חובות החברה לשווי השוק שלה, והיחס בין המכירות לנכסים (Altman, E., (1968), "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," (Journal of Finance, v.23, pp. 589-609).

¹⁹ ההתייצבות במחיר אספקת הנזילות התרחשה ברמות הנמוכות.

לוח 3
מדדים מרכזיים של מערכת הבנקאות, דצמבר 2001 עד דצמבר 2013

		פערי התשוואות										
התשוואה	יחס הון	יחס תלמנות	יחס	יחס ההוצאה	יחס השינוי	יחס	יחס	יחס	יחס	יחס ערך	יחס ערך	
לחון - ROE (אחוזים)	הליבה (אחוזים)	ההון (אחוזים)	האשראי ¹	התחייבויות ²	קצרות הטווח ³	לציבור ⁴ (אחוזים)	של האשראי	המאזני לציבור ⁴	לתוצר	האשראי ³	של הבנקים לאג"ח	לעורך
							(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	ממשלתית ²	בספרים ¹
											(נקודות אחוז)	(MV/BV)
5.8		9.4	0.81			0.85	17.9	111.9	0.7	0.91	2001	
2.8		9.9	0.83	0.42		1.32	-1.1	107.5	0.8	0.56	2002	
8.4		10.3	0.82	0.41		1.12	-1.7	105.5	0.7	0.85	2003	
13.2		10.7	0.80	0.41		0.90	0.1	101.1	0.7	1.06	2004	
14.5		10.7	0.82	0.42		0.69	6.7	101.7	0.7	1.45	2005	
17.3		10.8	0.80	0.38		0.52	2.0	96.5	0.6	1.33	2006	
15.6		11.0	0.85	0.29		0.28	7.7	96.8	0.9	1.21	2007	
0.3		11.2	0.90	0.27		0.72	10.4	100.3	2.0	0.56	2008	
8.8		13.7 ⁸	0.86	0.38		0.75	-1.4	93.7	1.6	1.11	2009	
		7.9 ⁹										
9.8		8.0	0.91	0.32		0.41	7.2	93.4	1.0	1.06	2010	
10.2		8.0	0.89	0.37		0.39	3.7	90.8	1.3	0.69	2011	
7.9		8.7	0.87	0.39		0.41	2.1	86.3	1.0	0.78	2012	
8.7		9.4	0.87	0.38		0.25	1.1	82.3	0.9	0.84	2013	

¹ בתישוב היחס MV/BV, הערך בספרים (BV) מחושב בניגוד של רבעון אחרי שווי השוק (MV).
² ממוצע לחודש דצמבר של אותה שנה.
³ נמדד ביחס לאשראי ברזני.
⁴ עד דצמבר 2010 - האשראי לציבור נטו; מדצמבר 2011 - האשראי לציבור ברזני.
⁵ תכסים הנגילים כוללים את סך האג"ח הממשלתיות, מוזנמים, ופקדונות בנק ישראל ובנקים שמועד פירעונם המקורי הוא עד 3 חודשים.
⁶ ההתחייבויות הנגילות כוללות את סך הפקדונות שמועד פירעונם המקורי הוא עד 3 חודשים.
⁷ נמדד ביחס לאשראי נטו.
⁸ מחושב בהתאם לכללי באזל I.
⁹ מחושב בהתאם לכללי באזל II.
 המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, בנק ישראל, דוחות ספייים לציבור, דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי הפיקוח על הבנקים.

על רקע הגידול החד בהיקפו של תיק האשראי לדיור ועלויות המחירים בשוק הדיור, נקט המפקח על הבנקים בשנים האחרונות צעדים בתחום המשכנתאות. אלו הובילו להטבה במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות²⁰ וביכולתם של הבנקים לספוג הפסדים צפויים ובלתי צפויים. נוסף על כך צמצמו הבנקים במעט את החשיפה לאשראי בענף הבינוי והנדל"ן. יחד עם זאת, העובדה שהמחירים בשוק הדיור הוסיפו לעלות – על רקע רמתן הנמוכה של הריביות והתשואות החלופיות – ועמה העובדה שתיק האשראי מרוכז בענפי הבינוי, הנדל"ן והדיור, עלולות להעיד שחל גידול בסיכונים הנשקפים למערכת הבנקאית מתיק זה.

המערכת הבנקאית חשופה לסיכון ריכוזיות הלווים (איור 11). ריכוזיות הלווים בתיק האשראי הבנקאי גבוהה, בין היתר משום שבמשק הישראלי קיים מבנה ריכוזי של בעלות ושליטה. בשנים האחרונות ניכרת הטבה בריכוזיות של תיק האשראי הבנקאי. ההתפתחויות בתיק האשראי הבנקאי בשנת 2013 הביאו בפועל לצמצום של סיכון ריכוזיות הלווים. צמצום זה נובע מכך שהבנקים הקטינו את החשיפה ללווים הגדולים, ממגבלות אפקטיביות על המידה שבה התאגיד הבנקאי חשוף ללווה בודד ולקבוצת לוויים, ומהשאיפה של הבנקים לעמוד ביעדי הון הליבה

9%, בדומה לממוצע ארוך הטווח – וכן מצמצום האשראי העסקי, בין היתר כדי לעמוד ביעדי הון הליבה בהתאם למתווה הבא: כל הבנקים נדרשים להגיע ליחס הון ליבה של 9.0% לפחות עד ליום 1.1.2015; שני הבנקים הגדולים נדרשים, נוסף על כך, להגיע ליחס הון ליבה של 10% לפחות עד ליום 1.1.2017.

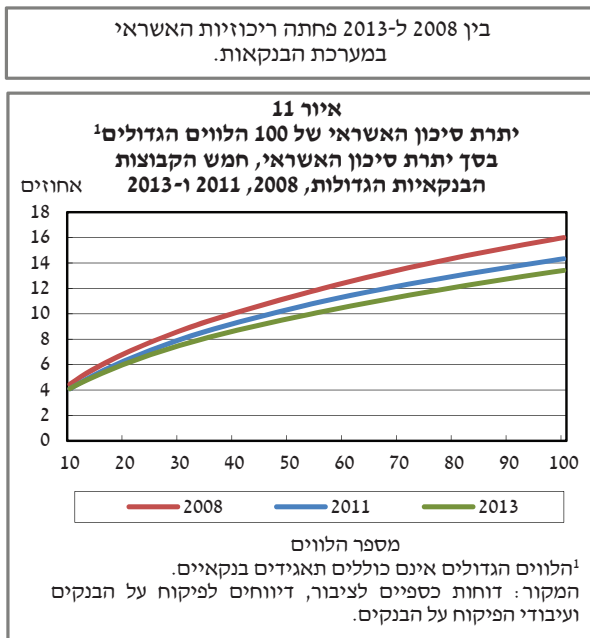
החל מה-1.1.2014 הבנקים מיישמים את ההוראות שמאמצות את ההמלצות של באזל III בנושא הלימות ההון. המעבר ליישום באזל III צמצם רק ב-0.2 נקודת אחוז את יחס הון הליבה של סך חמש הקבוצות הבנקאיות. על אף החתירה ליעדי ההון והשפעתן של ההוראות החדשות, הבנקים קרובים ליעדי ההון שהוצבו וביכולתם לספק אשראי למשק לצד הערוץ החוץ-בנקאי.

סיכון האשראי

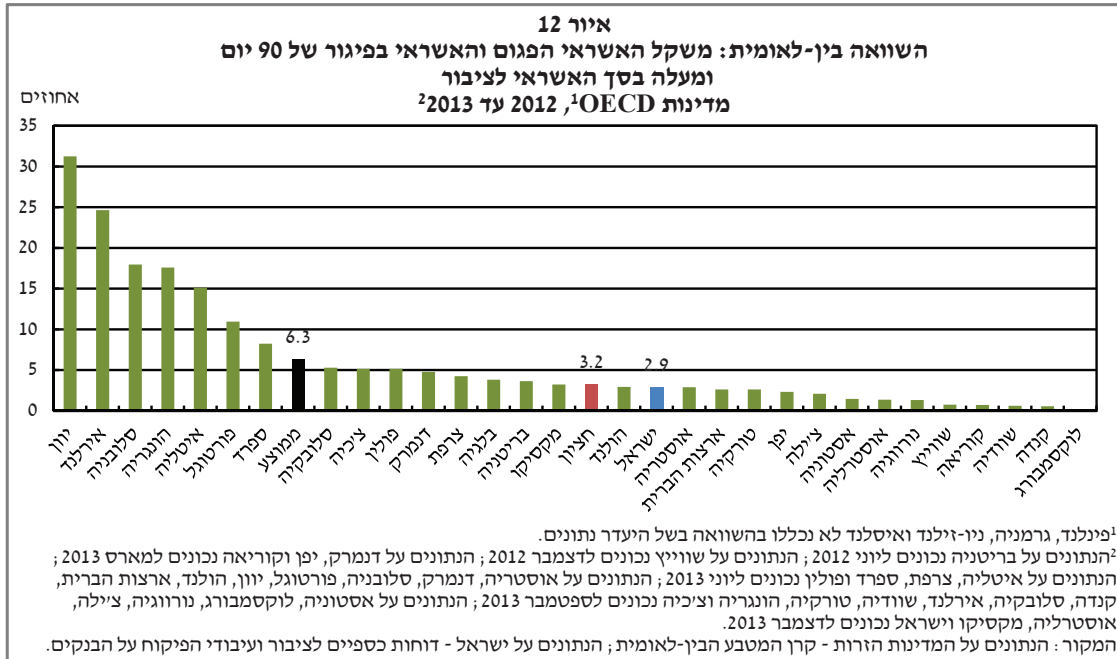
במהלך 2013 ניכרה ירידה מסוימת בסיכון האשראי של הבנקים: המדדים לאיכותו של תיק האשראי השתפרו וריכוזיותם של הלווים הגדולים הוסיפה לרדת. אולם קיימים מוקדי פעילות, כמו ענף הבינוי והנדל"ן והאשראי הממונף, שגלום בהם סיכון גבוה.

האשראי הבנקאי המאזני צמח בשנת 2013 בשיעור של 1.3% בלבד. בשנה זו נמשכו המגמות שאפיינו את תיק האשראי אשתקד: התרחבות האשראי לדיור 10%, צמצום האשראי למגזר העסקי 2%-, וצמצום החשיפה ללווים שעיקר פעילותם בחו"ל 11%-. שינויים אלה הובילו לכך שהחלק שהאשראי למגזר הקמעונאי מהווה בסך תיק האשראי הבנקאי הוסיף לגדול והגיע ל-45%.

האשראי לדיור הוסיף לצמוח השנה בשיעור גבוה אם כי בקצב נמוך מזה שנצפה בשנים האחרונות, ויתרתו הסתכמה ב-248 מיליארדי ש"ח. חלקו של האשראי לדיור בתיק האשראי הבנקאי הגיע בדצמבר 2013 ל-30%. נוסף על האשראי לדיור חשופים הבנקים לאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, המהווה כ-13% מתיק האשראי הבנקאי. ענף זה מתאפיין ברמת סיכון גבוהה, ומבחינה היסטורית הפסדי האשראי בו גבוהים יחסית לכלל המגזר העסקי. החשיפה המשותפת לענף הבינוי והנדל"ן ולאשראי לדיור יוצרת לבנקים מוקד סיכון משמעותי.



²⁰ חלה ירידה בשיעור המימון הממוצע, בשיעור הממוצע של ההחזר מההכנסה, ובשיעור המשכנתאות בריבית משתנה.



הנזילות (LCR, Liquidity Coverage Ratio)²¹ ובהמשך QIS, Qualitative Impact) כמותית (Study) בנוגע ליחס כיסוי הנזילות, בשיתוף עם התאגידים הבנקאיים.

²¹ יחס כיסוי הנזילות פותח בידי ועדת באזל במטרה לקדם את העמידות בטווח הקצר של פרופיל הנזילות של תאגידים בנקאיים, והוא מראה מהי כמות הנכסים הנזילים האיכותיים שתאגידים צריכים להחזיק כדי לשרוד בתרחיש קיצון משמעותי הנמשך 30 ימים קלנדריים. יחס כיסוי הנזילות מורכב משני רכיבים: בצד המונה – מלאי הנכסים הנזילים האיכותיים (HQLA, High Quality Liquid Assets). מלאי זה בנוי משתי רמות של נכסים. רמה 1 כוללת נכסים איכותיים שהיקף החזקתם אינו מוגבל, ורמה 2 כוללת נכסים שהיקף החזקתם מוגבל ל-40% ממלאי הנכסים הנזילים האיכותיים (רמה זו מחולקת לשתי רמות משנה: 2א' ו-2ב'; היקף החזקתם של נכסים ברמה האחרונה מוגבל ל-15%). בצד המכנה – סך תזרים המזומנים היוצא נטו, היינו סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי, בניכוי סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי בתרחיש הקיצון. את סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של קטגוריות או סוגים שונים של התחייבויות מאזניות וחוף-מאזניות בשיעורי משיכתם הצפויים (run off או drawn down). את סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של חייבים חוזיים (contractual receivables) בשיעורים שהם צפויים להתקבל בהם בתרחיש, עד לרף מצטבר של 75% מסך תזרים המזומנים היוצא החזוי.

שהוצבו. גם החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, מדצמבר 2013, צפוי לצמצם את חשיפתם של הבנקים לסיכון זה.

סיכוי הנזילות והשווק

מערכת הבנקאות הישראלית הוסיפה גם השנה להתאפיין ברמת נזילות גבוהה יחסית, והדבר נובע מתמהיל הנכסים הנזילים באיכות גבוהה וממבנה המקורות שלה: רובו מורכב מגרעין יציב של פיקדונות הציבור, ומיעוטו – מרכיבי המימון הסיטונאי קצר הטווח (wholesale funding). למרות הנזילות הגבוהה נרשמה השנה ירידה מסוימת במידת הנזילות לטווח קצר של עד חודש ועלייה בריכוזיות המפקידים. כן נרשמה עלייה בשיעורם של הפיקדונות המוסדיים בסך פיקדונות הציבור, והוא הסתכם ב-12.6%, בהשוואה ל-10.5% אשתקד. הפיקוח על הבנקים נערך כדי ליישם במערכת הבנקאית בישראל את ההמלצות של באזל III בנוגע לנזילות. בחודש פברואר 2014 פרסם המפקח על הבנקים טיוטת הנחיה להטמעתו של יחס כיסוי

6.1% ל-3.8%. רמות אלה מעידות על יציבותה של המערכת ועל כך שכריות ההון שלה מספיקות כדי לספוג זעזועים מקרו-כלכליים קשים במשק הישראלי. נוסף על כך הדגישו תוצאות המבחן את מוקדי הסיכון המרכזיים בבנקים, המוקדים צפויים להסב לבנקים נזק משמעותי במידה שתרחיש הקיצון יתממש – החשיפה לענף הבינוי והנדל"ן והאשראי לדויר, החשיפה לאשראי הממונף, וריכוזיותם של הלווים הגדולים בתיק האשראי הבנקאי. תוצאות אלה תומכות במגמה הקיימת בשנים האחרונות – חיזוקו של הון הליבה. פירוט על מבחן הקיצון מתפרסם בסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים ל-2013.

4. חברות הביטוח

כבשנים הקודמות, גם בשנת 2013 בלטה תלותן של חברות הביטוח בביצועים בשוק ההון. במהלך 2013 רשמו חברות הביטוח רווח כולל מצרפי של כ-4.1 מיליארדי ש"ח, וזאת בהמשך לכך שבתום 2012 עמד הרווח הכולל על 3.0 מיליארדי ש"ח. לרווחיות של חברות הביטוח ב-2013 תרמו רווחיהן מהשקעות, ואלה נבעו מהעליות הנאות שנראו בשנה זו בשווקים (איור 13). עוד תרמה לרווחיות העובדה שחברות הביטוח יכלו לחזור לגבות דמי ניהול משתנים בגין הפוליסות המשתתפות ברווחים שהן שיווקו עד 2004²², וזאת הודות לכך שבסוף 2012 כולן כיסו את ההפסדים הצבורים בתכניות אלה.

הרווח הכולל שרשמו חברות הביטוח ב-2013 הוביל לכך שההון העצמי המוכר שלהן גדל יחסית לרמתו בתום 2012. הגידול הוביל לעלייה ביחס בין ההון המוכר להון הנדרש המצרפי, מ-127% בסוף 2012 ל-130% בסוף 2013 (חמש חברות הביטוח הגדולות²³, ראו איור 14). במקביל לכך, היחס בין ההון הראשוני לסך הנכסים בתיק הנוסטרו²⁴

המערכת הבנקאית חשופה לסיכון עליית הריבית וכן לסיכון בסיסי ההצמדה. הבנקים חשופים לעליית ריבית בכל מגזרי ההצמדה, וההפסד הפוטנציאלי כתוצאה מהעלייה המרבית בשיעורי הריבית עמד על כ-1.8 מיליארד ש"ח, 3.0% אחוז מהשווי ההוגן של ההון. תוצאות אלה מעידות כי רמת החשיפה עלתה השנה, אף כי רמות החשיפה נמוכות יחסית. גם החשיפה לסיכון בסיסי ההצמדה עלתה השנה במידה מסוימת, אם כי ההפסד הפוטנציאלי כתוצאה מהשינוי המרבי בשער החליפין והאינפלציה עמד על 443 מיליוני ש"ח בלבד.

מבחני קיצון

הפיקוח על הבנקים ערך השנה מבחן קיצון אחיד במטרה לבחון את עמידותם של הבנקים, ושל המערכת הבנקאית בכללותה, בתרחיש של מיתון מקומי חמור בעל השלכות קשות על ענף הדויר והנדל"ן, כתוצאה מהידרדרות במצב הגיאו-פוליטי. בתרחיש זה התוצר מתכווץ במשך שנה, המגזר העסקי נפגע קשות, מחירי הדויר יורדים, והאבטלה והריבית עולות.

התממשותו של התרחיש צפויה להשפיע באופן משמעותי על המערכת הבנקאית אך לא נשקפת סכנה ליציבותה. המיתון הכלכלי צפוי להקשות על הלווים העסקיים והפרטיים לעמוד בהתחייבויותיהם, והבנקים ירשמו הפסדים גבוהים בתיק האשראי. הריכוזיות בשוק האשראי הישראלי אף צפויה להחריף הפסדים אלו. עליות חדות בתשואות האג"ח, וירידות בשוק המניות, צפויות לגרום הפסדים משמעותיים בתיק ניירות הערך של הבנקים, ואלה מצדם יפגעו ברווחיות וישחקו את ההון. מצב זה עלול להוליך לתוצאות לוואי: תושבי חוץ – ואולי אף תושבי ישראל – ימשכו את פיקדונותיהם, אמון המשקיעים ייפגע, דירוגיהם של הבנקים הישראליים ירדו, ועוד. השפעותיהן של תוצאות הלוואי לא נאמדו במבחן הקיצון הנידון.

תוצאות המבחן מדגישות את עמידותה של המערכת הבנקאית, אם כי צפויה פגיעה משמעותית ברווחיות הבנקים. הפגיעה ברווחיות עלולה להיות חמורה ומתמשכת: הפסד מצטבר של למעלה מ-3 מיליארדי ש"ח, ותשואה להון של -2.2% בשנת 2014 ושל -1.8% בשנת 2015. יחס הון הליבה של המערכת הבנקאית בכללותה ירד במהלך התרחיש מ-9.3% בספטמבר 2013 (תחילת התרחיש) לרמה של 7.5% בתום התקופה (סוף 2015), ובבנקים הוא ינוע בין

²² בגין ניהול הנכסים בפוליסות משתתפות ברווחים חברת הביטוח זכאית לדמי ניהול קבועים בשיעור המגיע עד 0.05% לחודש מהנכסים הצבורים, וכן לדמי ניהול משתנים בשיעור שמגיע עד 15% מהתשואה הריאלית שהתקבלה לאחר ניכוי של דמי הניהול הקבועים. במקרה של הפסד חברת הביטוח אינה זכאית לדמי הניהול המשתנים, וזאת עד לכיסוי ההפסד המצטבר.

²³ מגדל, כלל, הראל, מנורה והפניקס.

²⁴ ללא הפוליסות המשתתפות ברווחים, תכניות שבהן המבוטחים נושאים בסיכון ההשקעה.

מ-4.2% בסוף 2012 ל-5.5% ב-2013^{29,28}. השינוי באחוזי ההשקעה באפיקים השונים נבע בעיקרו מהשינויים שחלו במחיריהם של ניירות הערך בשנת 2013. ראוי לציין כי חברות הביטוח ממשיכות להשקיע את הון העצמי בעיקר בארץ – בסוף 2013 הן הפנו רק 7.3% מההשקעות של תיק הנוסטרו לחו"ל, לעומת 27.7% מההשקעות של התכניות המשתתפות.

חברות הביטוח מנסות לפזר את הסיכונים הכרוכים בחשיפתן לשוק ההון באמצעות חשיפה להשקעות חלופיות, כגון נדל"ן והלוואות ישירות, אבל אלה עדיין מהוות חלק קטן יחסית מסך השקעותיהן. מ-2009 עד 2013 הגדילו חברות הביטוח בהדרגה את החלק שההשקעות הישירות בנדל"ן מהוות בסך ההשקעות של תיק הנוסטרו – מ-2.2% בשנת 2009 ל-3.3% בסוף 2013. אחד ההסברים לכך הוא שזהו עוגן תשואה, השקעה שמניבה הכנסות קבועות ותזרימיות משכר דירה. יש לציין שמדובר רק בהשקעה הישירה בנדל"ן, ובפעולת חברות הביטוח חשופות לענף גם דרך מכשירי הון וחו"ב: סך החשיפה של חמש החברות הגדולות לענף הנדל"ן והבינוי עלה מ-6.1% מנכסי הנוסטרו בשנת 2010 ל-7.6% מנכסי הנוסטרו בשנת 2013. לגידול זה התלווה גידול בשונות בין החברות מבחינת אחוז החשיפה של הנוסטרו לנדל"ן ובינוי. מאחר שמחד גיסא הבנקים אינם מגדילים בשנים האחרונות את היצע האשראי לענף הנדל"ן, ומאחר שמאידך גיסא הריכוזיות בענף מקשה על חלק מהחברות הגדולות להתרחב מטעמים של הגבלות רגולטוריות, צפוי שנמשיך לראות את חברות הביטוח מוסיפות להגדיל את השקעותיהן בתחום זה.

חלקן של ההלוואות (למעט הלוואות לחברות מוחזקות) בתיק הנוסטרו של חברות הביטוח עמד בסוף 2013 על 7.4%, עלייה של כ-14% יחסית לסוף 2012. לשם השוואה, בסוף 2013 הפנו חברות הביטוח 6.5% מתיק ההשקעות של הפוליסות המשתתפות ברווחים למתן הלוואות, בשעה שיתר הגופים המוסדיים (קופות גמל וקרנות השתלמות

כבשנים קודמות, גם בשנת 2013 הייתה לרווחים מהשקעות השפעה ניכרת על הרווח הכולל של חברות הביטוח.



שלחן הגיע ב-2013 ל-11.7% (לעומת 11% בתום התקופה המקבילה אשתקד).

אחד הסיכונים המשמעותיים הנשקפים לחברות הביטוח הוא סיכון השוק²⁵. הרווחיות ב-2013 משקפת כאמור את הרווחיות מהשקעות, וזו נבעה בעיקר מהתנהגותם של שוקי ההון בארץ ובעולם. כשבוחנים את הרכב התיק של השקעות הנוסטרו של חברות הביטוח (איור 15), ניתן להיווכח כי מרבית השקעותיהן סולידיות, וכמחצית מהתיק מושקעת באג"ח ממשלתיות, בעיקר בארץ. יחד עם זאת יש להדגיש כי שיעור נכסי הסיכון²⁶ בתיק הנוסטרו הגיע לכ-43% – רמה גבוהה מבחינה היסטורית. העלייה המתונה שחלה בשיעור זה בשנת 2013 (מכ-42% לכ-43%) נבעה בעיקרה מעלייה בשיעור ההשקעה במניות²⁷,

²⁸ זהו שיעור דומה לשיעור המניות בתיק ההשקעות של חברות הביטוח הגדולות באירופה: השקעותיהן במניות מהוות קצת פחות מ-5% מסך השקעותיהן (לפי הסקירה של היציבות הפיננסית – ה-Financial Stability Review – שהבנק המרכזי האירופי פרסם בנובמבר 2013).

²⁹ השיעור שחברות הביטוח משקיעות במניות בארץ נמוך משמעותית מהשיעור בקרב הציבור.

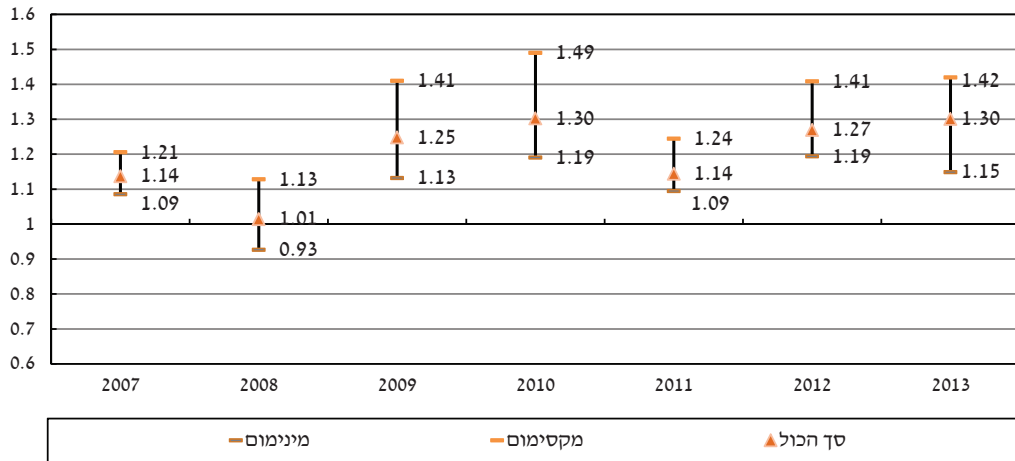
²⁵ מבטחי המשנה של חברות הביטוח אינם מעניקים כיסוי ביטוחי לסיכונים ההשקעה של החברות, אלא רק לסיכונים הביטוחיים השונים. נרחיב על כך בהמשך.

²⁶ נכסי הסיכון – כל הנכסים מלבד אג"ח ממשלתיות, מזומנים ושווי מזומנים, ופיקדונות בבנקים.

²⁷ השקעות ישירות במניות ובתעודות הסל המשקיעות במניות.

היחס בין ההון המוכר להון הנדרש המצרפי בחמש חברות הביטוח הגדולות עלה במעט ב-2013 יחסית ל-2012.

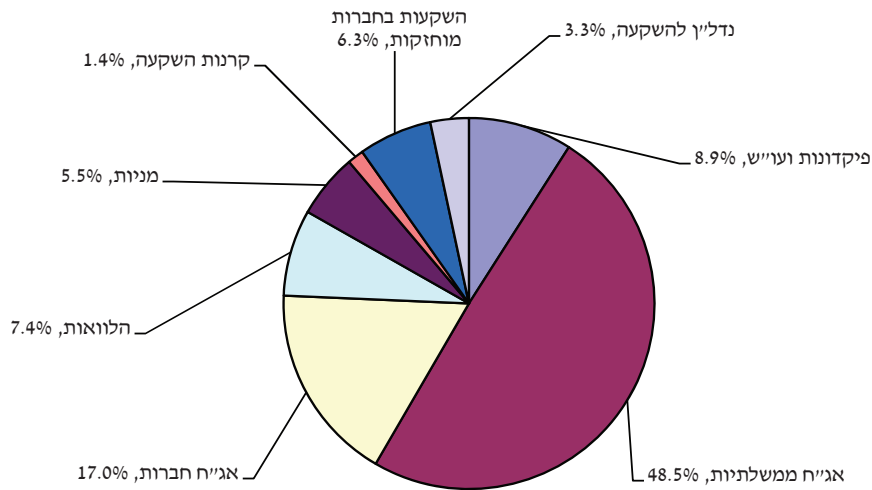
איור 14
היחס בין ההון המוכר להון הנדרש: חמש חברות הביטוח הגדולות¹, 2007 עד 2013



¹מגדל, הראל, כלל, מנורה והפניקס.
המקור: הדוחות הכספיים של החברות ועיבודי בנק ישראל.

השקעותיהן של חברות הביטוח סולידיות ברובן.

איור 15
התפלגות תיק הנוסטרו של חברות הביטוח, הרבעון הרביעי של 2013



המקור: הדוחות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

ופנסיה) השקיעו באפיק זה רק 3% מתיק ההשקעות³⁰. אפיקי ההשקעה החלופיים עשויים לסייע לחברות הביטוח לפזר את סיכוני ההשקעה ולהפחית את התלות הישירה (והמיידית) בתוצאות בשוק ההון, אך חשוב לציין שהם גם טומנים בחובם סיכונים: הם בדרך כלל פחות נזילים מהשקעה באג"ח ובמניות, ובניגוד למכשירי הון וחוב סחירים, הם אינם נסחרים בשוק ולכן משוערכים לפי שווי הוגן באמצעות המודל המשמש גם לשערוך אג"ח קונצרניות בלתי סחירות.

נוסף על הסיכון הנשקף מפגיעה בערכו של תיק הנוסטרו עקב ירידות בשווקים, חברות הביטוח חשופות לסיכון הנשקף מפגיעה בנכסיהן של התכניות המשתתפות ברווחים, פוליסות שנמכרו בשנים 1991–2003. בפוליסות אלה המבוטחים נושאים בסיכוני ההשקעה, אבל התממשות הסיכונים הללו, כפי שאירע לדוגמה ברבעון השני של 2012, מונעת מחברות הביטוח לגבות בגינן דמי ניהול משתנים. כ-72% מההשקעות של התכניות המשתתפות ברווחים הופנו בתום 2013 לנכסי סיכון. התשואות החיוביות שנראו בשווקים בסוף 2012 ובתחילת 2013 אפשרו לחברות הביטוח לכסות את הפסדי ההשקעה של התכניות המשתתפות ברווחים ולחזור לגבות בגינן דמי ניהול משתנים.

סיכון הנזילות בחברות הביטוח קטן יחסית לסיכון בבנקים, והדבר נובע הן מהעובדה שבניגוד לבנקים מח"מ ההתחייבויות שלהן ארוך ממח"מ הנכסים, והן מהעובדה שבניגוד לכספים המופקדים בבנק, את רוב כספי הנוסטרו שבחברות הביטוח המבוטחים אינם יכולים לקבל באופן מיידי, אלא רק בעקבות אירוע ביטוחי או הגעה לגיל הפרישה. סיכון הנזילות של החברות נובע בעיקר מן הפוליסות המבטיחות תשואה שאין כנגדן אג"ח מיועדות, ואלה מהוות רק 8.6% מנכסיהן. חשיפתן הישירה של החברות לסיכון אשראי מצומצמת גם היא מאחר שהן משקיעות כאמור רק כ-7% מנכסי הנוסטרו במתן אשראי.

מצד ההתחייבויות חברות הביטוח חשופות לסיכונים ביטוחיים, לרבות הסיכונים הנשקפים מאריכות ימים (longevity) וממחלות (morbidity) בביטוחי החיים והבריאות, והסיכונים הנשקפים מפגיעה ברכוש בביטוחים

³⁰ הרחבה על ההלוואות הישירות מופיעה בתיבה 3.

הכלליים. החשש של הרגולטור מהסיכון של אריכות ימים הוביל בשנתיים האחרונות לשינויים רגולטוריים משמעותיים בתחום הביטוח והחיסכון הפנסיוני, ביניהם (א) דרישה להגדיל את העתודות שחברות הביטוח נדרשות להחזיק כנגד ההתחייבויות לקצבה בפוליסות ביטוח חיים בעלות מקדם קצבה מובטח, ו-(ב) איסור על חברות הביטוח לשווק פוליסות ביטוח חיים בעלות מקדם המרה מובטח לחוסכים שגילם צעיר מ-60, וזאת החל ב-2013. שינויים אלה צפויים לתרום ליציבות החברות, הן משום שהם מתמודדים עם העלייה בתוחלת החיים, והן משום שהאיסור לשווק פוליסות בעלות מקדם המרה מובטח מעביר את הסיכון מחברות הביטוח אל המבוטחים.

סיכונים ביטוחיים אחרים עשויים להופיע במפתיע, ואלה הם סיכונים קטסטרופה. מדובר בחשיפה לסיכון שאירוע בודד ורב השפעה – אירוע קיצון כגון רעידת אדמה, מגפה, מלחמה או טרור – יוביל לנזק מצטבר בהיקף גבוה. להתממשותו של סיכון קטסטרופה בצד ההתחייבויות של החברה עלולה להצטרף פגיעה בצד הנכסים כתוצאה מאותו אירוע קיצון. החברות מתגוננות מפני הסיכון של אירוע קטסטרופה בעיקר באמצעות ביטוח משנה. בחמש החברות הגדולות מבטחי המשנה מכסים למעלה מ-97% מהיקף הנזק לעסקי הביטוח הכללי שיגרום אירוע קטסטרופה, ומכאן שיש לחשוש בעיקר מאירוע קטסטרופה שמלווה באובדן היכולת של מבטחי המשנה לעמוד בהתחייבויות הביטוחיות. לחמש החברות הגדולות שני מבטחי משנה עיקריים, Swiss Re ו-Munich Re, והחשיפה לשתיהן יחד מהווה כ-36% מסך החשיפה של חמש החברות למבטחי המשנה. אחוז חשיפה זה נמצא במגמת ירידה עוד מ-2009, שנה שבה הוא עמד על כ-50%, והדבר מפחית את הריכוזיות בתחום כמו גם את רמת הסיכון הקבוצתי למבטח משנה בודד. כמו כן, החשיפה של כל חמש הגדולות למבטחי משנה בעלי דירוג של A ומעלה גבוהה מ-98%.

5. שוק ההון ומחירי הנכסים

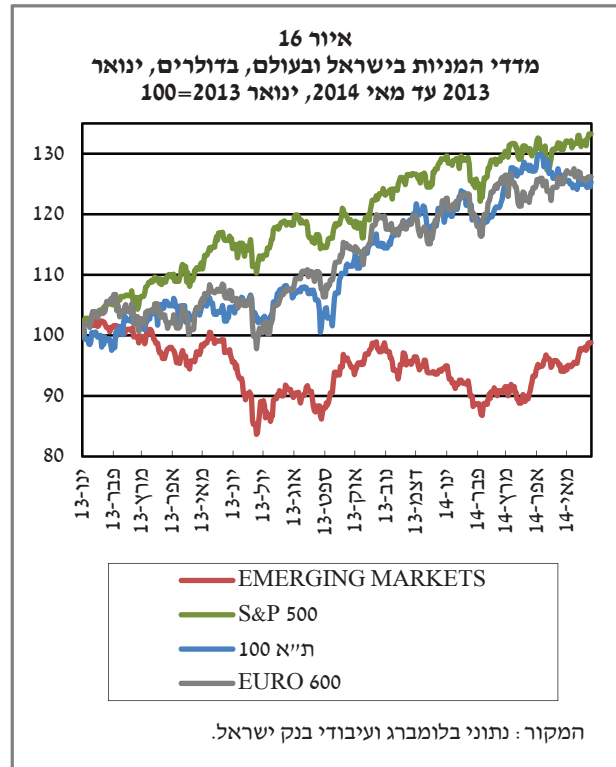
א. שוק המניות

בחמשת החודשים הראשונים של שנת 2014 עלו שערי המניות בארץ, בדומה לשערי המניות ברוב השווקים בעולם (איור 16) ובהמשך למגמה החיובית שנרשמה במרוצת 2013. בניכוי מדד המחירים לצרכן, מדד ת"א 25 ומדד

הן ברבעון הרביעי של 2013 והן ברבעון הראשון של 2014 – היות שהירידה מקטינה את התשואה הנדרשת על החזקת מניות³³. בתקופה זו עלה מכפיל הרווח הנקי³⁴ והגיע לרמה גבוהה מהמוצע ארוך הטווח שלו (איור 17). מהשוואה בין-לאומית מתברר כי מכפיל הרווח של מדד ת"א 100 עלה במקביל לעלייה במכפילי הרווח של מדדי המניות העיקריים במדינות המפותחות ולירידה במכפיל של מדד המדינות המתעוררות (MSCI Emerging Markets), והוא נמצא במרכז טווח המכפילים של מדדי המדינות המפותחות³⁵. לעומת זאת, העלייה במחירי המניות התרחשה אף על פי שברבעון הרביעי של 2013 חלה ירידה ברווח המצרפי (4 רבעונים) של החברות הנסחרות בבורסה (איור 17).

כאמור, על רקע עלייתם של מחירי המניות ירדה ברבעון הראשון של 2014 התשואה על החזקת מניות; התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ירדה בתקופה זו בשיעור גבוה יותר, וכך התשואה העודפת על החזקת מניות עלתה מעט³⁶ (איור 18). לעומת אג"ח ממשלתיות התשואה העודפת על מניות נמצאת במגמת ירידה, ורמתה גבוהה יחסית לעבר. אף אם היא משקפת את הבדלי התמחור בין שני הנכסים, התמחור בשוק המניות מושפע גם מהרמה הנמוכה של הריבית במשק.

שערי המניות בארץ עלו בחמשת החודשים הראשונים של 2014, בהמשך למגמה ב-2013 ובדומה לשערים ברוב השווקים בעולם.



המניות הכללי עלו בשליש הראשון של 2014 ב-4.8% וב-8.9%, בהתאמה. המגמות החיוביות בשוקי המניות בארץ ובעולם נתמכו ברמת הריביות הנמוכה, והן מבטאות גם אופטימיות לגבי התאוששות הכלכלה בארה"ב ובחלק ממדינות אירופה.

במקביל למחירי המניות עלו בתקופה זו מחזורי המסחר במניות, וזאת בהמשך להתאוששותם במחצית השנייה של 2013³¹. גם קצב ההנפקה של מניות בשוק הראשוני עלה בהשוואה לקצב שנראה בשנת 2013³². מאחר שמחירי המניות עלו ב-2013 ובתחילת 2014, גדל משקלן של המניות בתיק הנכסים של הציבור בכלל ובתיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים בפרט.

העלייה במחירי המניות קיבלה תמיכה בעיקר מהירידה ברמת הריביות במשק (הארוכות, נומינליות וריאליות) –

³¹ הרחבה על מחזורי המסחר במניות מופיעה בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2013.

³² לפי נתוני הבורסה לניירות ערך.

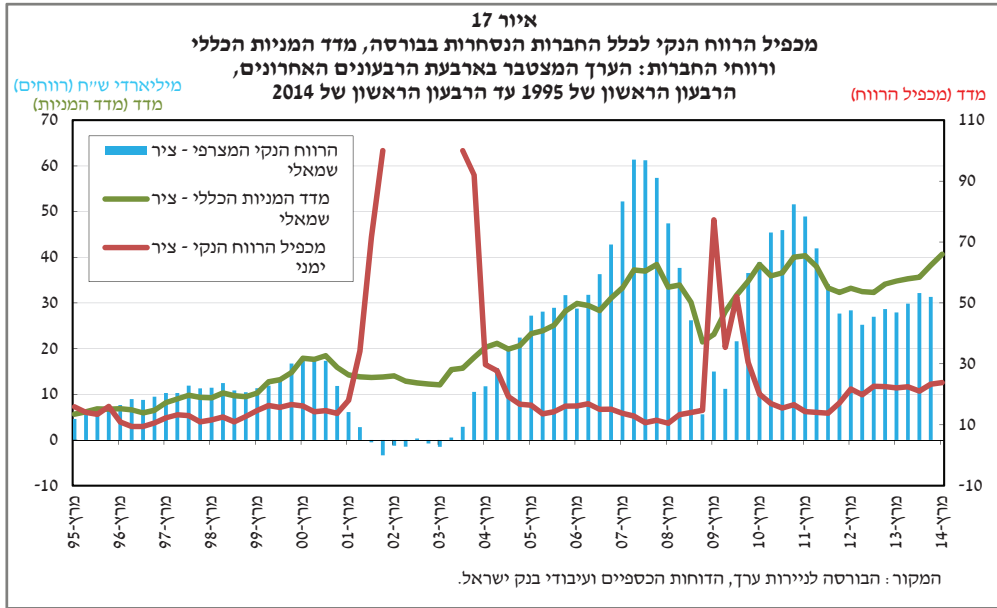
³³ התשואה על החזקת מניות שווה ליחס בין הרווח הנקי לשווי השוק. הערך ההופכי של המכפיל נותן אינדיקציה לגבי התשואה הנדרשת על מניה, שכן במצב העמיד – מצב שבו רווחי החברה קבועים – יחס זה מייצג את התשואה הריאלית, ארוכת הטווח, על החזקת מניה

³⁴ כדי לחשב את מכפיל הרווח הנקי של חברה מחלקים את שווי השוק שלה ברווח הנקי בארבעת הרבעונים האחרונים. כדי לחשב את מכפיל הרווח המצרפי סוכמים את שווי השוק של החברות הנסחרות בבורסה ומחלקים ברווח הנקי המצרפי שלהן בארבעת הרבעונים האחרונים. שווי השוק של החברות הנסחרות בבורסה והרווחים שלהן מנורמלים לשווי של החזקות הציבור. המכפיל מבטא את כמות השקלים שהמשקיעים מוכנים לשלם עבור כל שקל רווח שהחברה מייצרת בשנה.

³⁵ ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2013.

³⁶ התשואה העודפת שווה לפער בין התשואה הריאלית על החזקת מניות לבין התשואה הריאלית של אג"ח ממשלתית ל-10 שנים. ההפרש בין התשואה על מניות לבין התשואה על נכס חסר סיכון מייצג את פרמיית הסיכון הנדרשת על החזקת המניה. בתקופות שבהן מחירי המניות אינם מנותקים מהגורמים הכלכליים במשק, נצפה כי עודף התשואה בשוק זה יהיה חיובי וישקף את הסיכון שנובע מהשקעה בו.

מכפיל הרווח הנקי נמצא מעל הממוצע ארוך הטווח שלו.



ב. שוק אג"ח החברות

שוק אג"ח החברות הוא החלופה העיקרית שיש למגזר העסקי בישראל למימון בנקאי – התיק הסחיר מהווה כ-26% מסך האשראי למגזר זה (משקלו של האשראי הבנקאי למגזר עומד על כ-50%). בסוף מאי עמד היקפו של שוק אג"ח החברות (הלא-פיננסי) בישראל על כ-202 מיליארד ש"ח, לעומת 209 מיליארד ש"ח בתחילת 2013³⁷. נכון לסוף 2013 גייסו החברות חוב בהיקף של 36.4 מיליארד ש"ח ופרעו סדרות ישנות בסכום של 41 מיליארד ש"ח. מבין הענפים העיקריים רק ענף הנדל"ן רשם גיוס הון נטו, ומאז ספטמבר 2013 היקף הגיוסים בו, בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים, גבוה מזה שבכל הענפים גם יחד. בניכוי הגיוסים של המגזר הפיננסי ושל החברות הממשלתיות והזרות הסתכם הגיוס באמצעות אג"ח החברות בכ-27 מיליארד ש"ח במונחי ערך נקוב – עלייה משמעותית בהשוואה לשנים הקודמות (ב-2012 לדוגמה הסתכם הגיוס ב-18 מיליארד ש"ח). גם מתחילת 2014 נשמר קצב ההנפקות קרוב למוצע החודשי של 2013, כ-2.5 מיליארד ש"ח. אולם התכווצות המרווחים

התשוואה על החזקת מניות ירדה ברבעון הראשון של 2014, על רקע העלייה במחיריהן, והתשוואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ירדה במקביל בשיעור גבוה יותר; לכן התשוואה העודפת על החזקת מניות עלתה מעט.



³⁷ כ-90% מהאג"ח שהונפקו בתקופה הנסקרת היו סחירות.



החברות (ללא החברות הפיננסיות) לפרוע כ-39 מיליארד ש"ח³⁹. אם הצבירה בקרנות האג"חיות תימשך ללא גידול מקביל במלאי האג"ח, הדבר צפוי לפעול להמשך הצמצום בתשואות.

6. מערך התשלומים והסליקה

רקע

מערכות התשלומים והסליקה הן חלק חיוני מהתשתית הכלכלית והפיננסית של משקים מודרניים. תפקוד יעיל של מערכות אלה תורם להתפתחות המשקים וליציבותם הפיננסית. מערכות תשלומים שאינן אמינות דיין עלולות לחשוף את המשתמשים בהן לסיכונים ואף להעביר סיכונים משוק פיננסי אחד לאחר עד כדי התפתחות סיכון מערכתית. הכרחי אפוא להבטיח את יעילותן ויציבותן של מערכות התשלומים והסליקה במשק, ולכן חוק בנק

³⁹ בשנת 2013 חלה עלייה משמעותית בהיקף החובות שנכנסו להסדר חוב (11.4 מיליארד ש"ח לעומת 3.8 מיליארדים בשנת 2012). היקף זה נובע ממספר מצומצם של חברות (10) בעלות יתרת חוב גדולה.

לא השתקפה עד כה בגידול חד בהיקף ההנפקות, והיקף ההנפקות נטו אינו גבוה.

מחלוקה מגזרית עולה כי המוסדות הפיננסיים והחברות מענף הנדלי"ן והבינוני הוסיפו להיות הגורמים הדומיננטיים ביותר התיק של אג"ח החברות. אולם לכל אחד ממגזרים אלה מגמה שונה: בשעה שמשקלם של הבנקים נותר כמעט ללא שינוי³⁸, משקלו של ענף הנדלי"ן עלה בשנים האחרונות במהירות והוא עומד על 30% מסך ההיקף של אג"ח החברות. כ-50% מסך הגיוסים ב-2013 נעשו בידי חברות מתחום הנדלי"ן. באשר למגמה הכללית נדגיש כי בשעה שבשנים עברו התאפיינו רוב הגיוסים בדירוגים גבוהים ונעשו בידי חברות גדולות, ב-2013 נרשמה מגמה של גיוסי אג"ח בידי חברות קטנות, סדרות בעלות דירוגים נמוכים או חסרות כל דירוג, וביטחונות באיכות פחותה. אג"ח אלה הגדילו את חלקן בסך ההיצע של אג"ח החברות מ-4.1% ב-2012 ל-15% ב-2013, ובמיוחד הגדילו את חלקן אג"ח של חברות מענף הנדלי"ן.

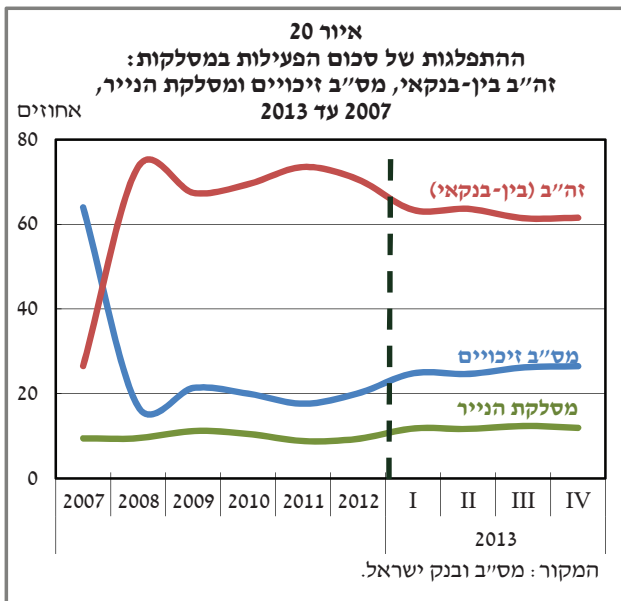
לצד השינוי בתמהיל של ההיצע בשוק אג"ח החברות (הפועל לעלייה בסיכון) והצמצום במרווחי התשואות, נמשך גיוס ער של קרנות נאמנות (איור 19). אלה – יחד עם הציבור הרחב – נמנות עם כוחות הביקוש של הטווח הקצר אשר תומכים באפיק אג"ח החברות, והדבר עשוי להפוך אותו לתנודתי מאוד. מנגד, לפעילותם של הגופים המוסדיים המתמקדים בהשקעה לטווח ארוך יש מתאם נמוך יחסית עם מדדי האג"ח המובילים. העלייה בביקוש של קרנות הנאמנות לאג"ח חברות הביאה לעלייה נוספת במשקל ההחזקות של גופים אלה בשוק האג"ח, והוא הגיע לרמה של כ-21.5% ממלאי האג"ח הסחירות, לעומת 13.3% בסוף 2009. זאת על חשבון גופי החיסכון לטווח ארוך: שיעור ההשקעה שלהם ירד מ-15.7% בשנת 2012 ל-13.5% בסוף 2013. מתחילת 2014 אפוא גויסו (נטו) לקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח כ-11 מיליארד ש"ח, וכ-70% מסכום זה הופנו לאג"ח החברות – בדומה לקצב הגיוס ב-2013, שנה שהגיוס נטו בה הסתכם בכ-30 מיליארד ש"ח. נוסף על כך, נתוני הפדיון מראים כי בהסתכלות על 12 החודשים הקרובים עומדות לפירעון אג"ח חברות בסך של 54 מיליארד ש"ח (במונחי ערך נקוב), ומתוכם צפויות

³⁸ היקפיהם של הגיוסים ירדו בתקופה הנסקרת על רקע שינויים רגולטוריים, וייתכן שגם על רקע צמיחה נמוכה של האשראי.

הפעילות בשנת 2013

סך הפעילות הבין-בנקאית במערכת זה"ב – שעיקרה העברות בין-בנקאיות – הצטמצם בכ-27% אחוזים, וכלל הפעילות הכספית במערכת זה"ב פחת עקב כך בכ-10% אחוזים.

כאשר בוחנים כיצד סכום הפעילות מתפלג בין המסלקות, מוצאים כי שיעור הסליקה הבין-בנקאית בזה"ב עמד ב-2013 על כ-61.5%; הזיכויים במס"ב הסתכמו בכ-26.4%; והצ'קים – בכ-12.1% (איור 20).



מאיור 20 עולה כי חלה ירידה בחלקה של מערכת זה"ב בסכומי הפעילות. הירידה נובעת מירידה בהיקף ההעברות הבין-בנקאיות, וכן מירידה של כ-29% בסכומן של עסקות ההמרה בבנק CLS (עסקות שמטבע השקל צד להן). ככל שיגדל שיעור הסליקה הבין-בנקאית בזה"ב על חשבון סליקת הזיכויים במס"ב, וככל שיצטמצמו הסכומים הנסלקים במסלקת הצ'קים, כך יפחתו הסיכונים במערכות אלו.

בשנת 2013 המשיך בנק ישראל לפעול לשיפור יעילותן של מערכות התשלומים. הבנק נקט פעולות לעידוד השימוש באמצעי תשלום אלקטרוניים מתקדמים ומופחתי סיכונים, לרבות פעולות לצמצום הסליקה הידנית והטמעה של מסלקת צ'קים מתקדמת, מושתתת על טכנולוגיה חדישה, במטרה להפחית את הסיכונים במסלקת הצ'קים

ישראל, התשי"ע-2010, קובע כי אחד מתפקידיו של הבנק הוא לאסדר את מערכות התשלומים והסליקה במשק.

גם בעולם מכירים בצורך להבטיח את יעילותן ויציבותן של מערכות התשלומים והסליקה. ההכרה הגלובלית בעוצמת הסיכונים הנשקפים למערכות אלה הובילה את הבנק להסדרי סליקה בין-לאומיים (BIS⁴⁰) ואת הארגון הבין-לאומי להסמכת הביטחונות (IOSCO⁴¹) לגבש לאחרונה עשרים וארבעה עקרונות בין-לאומיים לכלל התשתיות הפועלות בשוק הפיננסי⁴².

בישראל פועלות שש מערכות של תשלומים וסליקה: (א) מערכת זה"ב (זיכויים והעברות בזמן אמת, מערכת מסוג RTGS⁴³). מערכת זו משמשת סולק סופי לכל מערכות התשלומים והסליקה בישראל; (ב) מסלקת הנייר (מסלקת הצ'קים). זו מטפלת בצ'קים ובשוברים ידניים; (ג) מס"ב (מרכז סליקה בנקאי). זוהי מערכת אלקטרונית שמעבירה תנועות בין-בנקאיות בשקלים שאינן סופיות בזמן אמת, כגון הרשאות לחיוב חשבון, תשלומי משכורות, תשלומי מסים, ועוד; (ד) ש"א (שירותי בנק אוטומטיים). חברה זו עוסקת באיסוף של העסקות המתבצעות בישראל בכרטיסי חיוב, באישורן ובעיבודן, וכן במיתוג הרשתות של מכשירי הבנק האוטומטיים למשיכת מזומנים; (ה) מסלקות הבורסה (מסלקת ניירות הערך ומסלקת מעו"ף). אלה סולקות את תוצאות המסחר בבורסה; ו-ו) המסלקה הבין-לאומית לעסקות המרה (CLS⁴⁴). השקל הצטרף אליה בשנת 2008, והודות לכך גורמים פיננסיים בישראל יכולים לבצע בבטחה עסקות המרה עם גופים פיננסיים זרים.

⁴⁰ Bank for International Settlements.

⁴¹ International Organization for Securities Commissions.

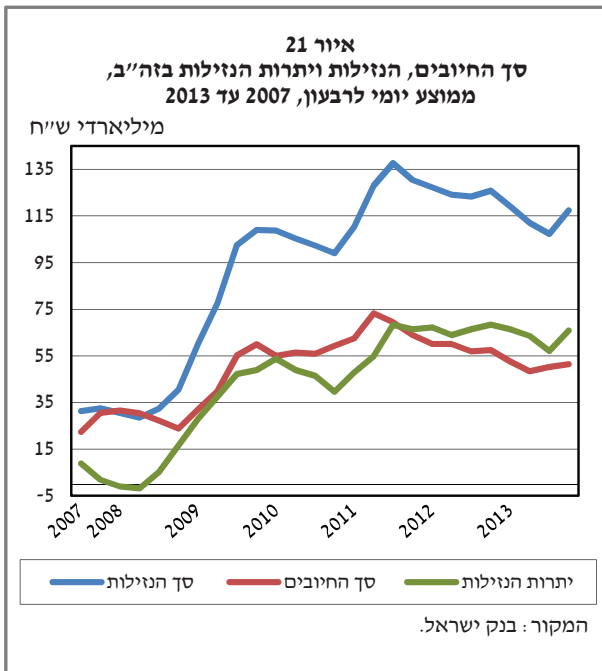
⁴² PMFI, Principles for Financial Market Infrastructure.

המסמך התפרסם ב-2012 והוא מופיע בכתובת: <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>. העקרונות קובעים סטנדרטים ודרישות בתחומים שונים, ובין היתר מתייחסים לקשרים ולתלות ההדדית בין מערכות התשלומים, היות שאלו יכולים להוביל להתפשטות נרחבת של הסיכונים. נוסף על כך המסמך מרחיב את תחומי האחריות של הגופים המפקחים (הבנק המרכזי, המפקחים על השוק הפיננסי ורשויות פיקוח אחרות) בבואם ליישם את העקרונות הנוגעים לרגולציה, לפיקוח ולבקרה על התשתיות הפיננסיות.

⁴³ Real Time Gross Settlement.

⁴⁴ Continuous Linked Settlement.

מתונה. מגמה זו החלה באמצע 2008, עם פרוץ המשבר הכלכלי העולמי (איור 21).



זמינותה של מערכת זה"ב נשמרה ברמה גבוהה מאז תחילת פעילותה. רמה גבוהה זו מעידה על יציבות ועל יכולת לקיים המשכיות עסקית. בשנת 2013 עמדה זמינות המערכת על 99.92%, בדומה לזמינות ב-2012 ולשיעורים המקובלים בעולם במערכות RTGS.

רמת הריכוזיות של המשתתפים בזה"ב מעניקה אומדן לסיכון המערכתי הגלום בה. רמת הריכוזיות משקפת את היקפי הפעילות הבין-בנקאית (במונחי סכומים) של חמשת המשתתפים הפעילים ביותר⁴⁷, וככל שהיא עולה כך עולה רמת הסיכון המערכתי. יחס הריכוזיות במערכת זה"ב עומד על 82.7%, גידול של 1.4% לעומת השנה הקודמת (לוח 4). רמת הריכוזיות בישראל גבוהה יחסית לעולם (איור 22).

כמו גם במערכת שסולקת את תנועות הנטו שלה – זה"ב. כן פועל בנק ישראל להפחתת סכום התשלום שמס"ב מעבירה בפעולה בודדת, במטרה לצמצם את סיכוני הסליקה וסיכוני הנזילות הן במס"ב והן בזה"ב.

במקביל לפעולות שבנק ישראל נקט השנה לשיפור יעילותן של מערכות התשלומים הוא המשיך לפעול להגברת יציבותן. יציבותה של התשתית הפיננסית בישראל תוסיף להתחזק ככל שמערכות התשלומים הקיימות יתקדמו וישפרו את עמידתן בעקרונות הבין-לאומיים להפחתת הסיכונים. בהתאם לכך הגביר בנק ישראל את הפיקוח על מערכות התשלומים במשק: מתוקף חוק מערכות התשלומים, התשס"ח-2008, הכריז הנגיד – ביולי 2013 – על מס"ב ושב"א כעל מערכות תשלומים מבוקרות. אלה מערכות קמעוניות חשובות במערך התשלומים בישראל שכן כמתואר לעיל, הן מספקות שירותים חיוניים לציבור הרחב. פעולת ההכרזה מכפיפה אותן לסמכות הפיקוח⁴⁵, ופעולת הפיקוח משתנות ממערכת למערכת בהתאם למאפייניה ולסיכונים שזוהו בפעילותה. ההכרזה גם מעניקה למערכות הגנות שונות, ואלה תורמות ליציבותן ולבטיחותן, מאפשרות להשתמש בהן בבטחה גם כאשר אחד המשתתפים נקלע למשבר או לכשל, ומצמצמות את הסיכון המערכתי.

בדיקת יציבותה של מערכת זה"ב

מפאת חשיבותה המשקית של מערכת זה"ב, בנק ישראל מבצע הערכה ליציבותה באמצעות מדדים שונים, ביניהם יתרת הנזילות במערכת⁴⁶, רמת הזמינות שלה ורמת הריכוזיות בה.

יתרות נזילות בזה"ב משקפות מצב שבו יש עודף נזילות בחשבון העו"ש ובקו האשראי שבנק ישראל מעמיד לרשות המשתתפים כנגד ביטחונות. עודף זה מאפשר למשתתפים לבצע תשלומים גם אם לא יזוכו בחשבונם, ולכן יתרות נזילות גבוהות מפחיתות את סיכון הנזילות במערכת. יתרות הנזילות בזה"ב גבוהות ומתאפיינות במגמת עלייה

⁴⁵ שב"א ומס"ב מפקחות גם בהתאם להוראות של חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981.

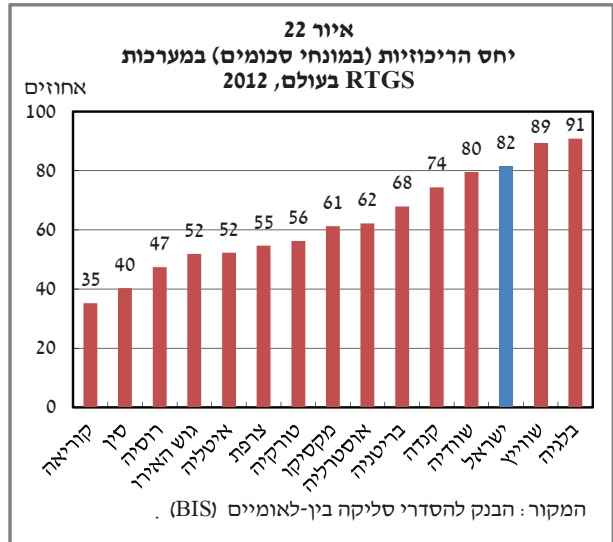
⁴⁶ יתרות הנזילות מחושבות על פי ממוצעים יומיים: סך הנזילות במערכת זה"ב בניכוי סך החיובים הבין-בנקאיים.

⁴⁷ יודגש כי אין בהכרח הקבלה בין גודלם של הבנקים לבין היקף פעילותם במערכת זה"ב.

לוח 4
יחס הריכוזיות (במונחי סכומים)
במערכת זה"ב, 2008 עד 2012
(אחוזים)

השינוי השנתי	יחס הריכוזיות	
-	79.2	2008
-3.3	76.6	2009
1.2	77.6	2010
4.1	80.8	2011
1.0	81.6	2012
1.4	82.7	2013

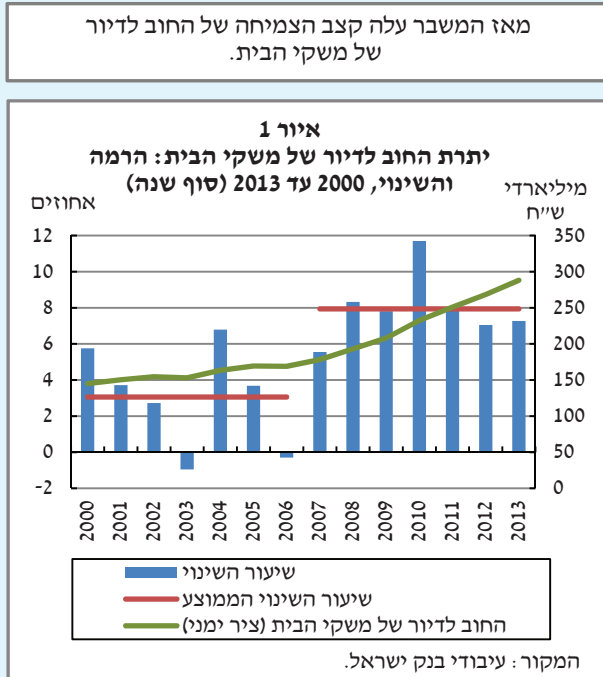
המקור: בנק ישראל.



תיבה 1: מגזר משקי הבית

רקע: התפתחות החוב של משקי הבית

בשנים האחרונות עלה מאוד קצב התרחבותו של החוב של משקי הבית, ובמאוס 2014 הגיעה יתרתו ל-412 מיליארדי ש"ח, גידול של כ-55% יחסית לסוף 2007. אף על פי כן, מסוף 2007 היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר עלה אך במעט ואילו היחס בין החוב להכנסה הפנויה כמעט לא השתנה – עקב גידול בתוצר ובהכנסה הפנויה – ושניהם נמוכים משמעותית מהנתונים המקבילים ברוב המדינות המפותחות.¹



עיקר הגידול ביתרת החוב נבע מהאשראי לדיוור (איור 1), המהווה בתום 2013 כ-70% מיתרת החוב של משקי הבית בישראל. במקביל לעלייה המהירה באשראי לדיוור עלו גם מחירי הדירות בישראל – מ-2008 הם האמירו ריאלית ביותר מ-60% (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק בסיכון הנשקף משוק הדיוור).² התפתחות זו חושפת את הבנקים המלווים לסיכון מכיוונו של מגזר משקי הבית – לסיכון שתחול תפנית חדה ומהירה בשוק הדיוור ומחירי הדיוור יתחילו לרדת, בפרט אם התפנית תלווה בעליית ריבית ו/ או במיתון ופגיעה בהכנסות הלווים.

הבנקים הם ספקי האשראי היחידים כמעט של משקי הבית (הם מספקים כ-90% מסך האשראי ו-92% מהאשראי לדיוור); אך בשנים האחרונות אנו עדים גם להתרחבות מהירה של תיק האשראי לדיוור בחלק מהגופים המוסדיים (לוח 1), וזה צמח ב-3 השנים האחרונות ב-22% לשנה בממוצע. במקביל לכך חלה ב-2013 עלייה של כ-7% באשראי שאינו לדיוור,³ מהבנקים ומהמוסדיים.

מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית

בשנים האחרונות גוברת בעולם ההכרה בכך שגישת המאזן ונתוני המאזן הלאומי חשובים לניטור של היציבות הפיננסית, היות שניתוח לפי גישת המאזן יכול לספק תובנות מעניינות לגבי משברים פיננסיים וסיכונים מערכתיים.⁴

¹ הנתונים על ישראל הם עיבודים של בנק ישראל, והנתונים על המדינות המפותחות לקוחים מה-OECD. אשר לנתונים על יחס החוב לתוצר, ראו איור 1 ב' בסעיף העוסק בהתפתחויות העיקריות.

² המקור: מדד מחירי הדירות של הלמ"ס.

³ בניגוד ל-2013, ברבעון הראשון של 2014 כמעט לא חל שינוי באשראי למשקי בית שאינו לדיוור.

⁴ הכרה זו מתבטאת בפרסומים רבים, ובראשם עבודה מרכזית ומקיפה שנכתבה בקרן המטבע הבין-לאומית: Allen, Mark, Christoph Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser, and Nouriel Roubini (2002). "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis", IMF WP/02/210

לוח 1

יתרות החוב של משקי הבית, 2010 עד 03/2014

03/2014	2013	2012	2011	2010	
411.9	409.7	382.7	363.2	339.5	סך החוב של משקי הבית¹
					לפי המקורות:
369.2	369	340.5	317.6	291.1	בנקים
266.2	264.3	242.7	221.2	200	מזה: לדיור ²
103.1	104.7	97.9	96.4	91.1	מזה: לא לדיור
7.4	7.3	6.5	5.9	5.1	הגופים המוסדיים
2.8	2.8	2.5	2.1	1.6	מזה: לדיור
4.6	4.5	4.1	3.8	3.6	מזה: לא לדיור
10.4	10.4	9.5	9	8.5	החברות לכרטיסי אשראי³
31.1	31.1	29.3	27.9	27.5	סה"כ מהחברות לכרטיסי אשראי ⁴
22.2	23	26.1	30.8	34.7	הממשלה – אשראי מכוון⁵
					לפי השימושים:
288.8	287.8	268.6	250.9	232.6	סך החוב לדיור
120.3	121.9	114.1	112.4	106.8	סך החוב שלא לדיור

¹ לא כולל אשראי מתושבי חוץ עקב היעדר נתונים.

² כולל הלוואות שלא נועדו לרכישת דירה אך ניתנו כנגד משכון דירה. נכון למארס 2014 - כ-23 מיליארד ש"ח.

³ אשראי באחריות החברות לכרטיסי אשראי.

⁴ כל האשראי למשקי בית שמקורו בחברות לכרטיסי אשראי, כולל זה שבאחריות ובערבות הבנקים.

⁵ אשראי מכוון לזכאי משכנתאות מהווה את עיקר הסכום, והיתר הוא אשראי לסטודנטים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

המאזן של משקי הבית בישראל לשנת 2012 (לוח 2) מראה כי משקי הבית נהנים מעודף גדול של נכסים על התחייבויות⁵. מהשוואה בין-לאומית עולה כי היחס בין ההתחייבויות לנכסים בקרב משקי הבית בישראל נמוך ממקבילו במדינות מפותחות אחרות. היחס בין סך ההתחייבויות לסך הנכסים של משקי הבית בישראל עמד ב-2012 על כ-8%, בשעה שבאנגליה ובארצות הברית הוא עמד על 16%⁶. יודגש כי סך הנכסים כולל רכיב משמעותי של נדל"ן, המהווה יותר ממחצית השווי של סך הנכסים של משקי הבית. בסעיף זה מגולם סיכון הנובע מכך שמחירי הדירות האמירו משמעותית בשנים האחרונות, וכיום משקי הבית – בעיקר אלה שרכשו דירה בשנים האחרונות – חשופים לירידה בערך נכסיהם.

היחס בין סך ההתחייבויות לנכסים הפיננסיים נמצא בשנים האחרונות במגמת עלייה, אך הוא נמוך משמעותית ממקבילו במדינות מפותחות אחרות. בסוף 2012 עמד היחס בישראל על 17%, (לעומת 13.8% בשנת 2006), באנגליה – על 33%, בארה"ב – על 23% (ועל 41.3% בשנת 2006, לפני המשבר הפיננסי⁷). אם נבחן רק את חוב המשכנתה ביחס לנכסי הנדל"ן שברשות משקי הבית בישראל, היחס ב-2012 עומד על 10.5% (לעומת 22% באנגליה ו-48% בארה"ב).

⁵ הנתונים על ההתחייבויות של משקי הבית, ועל שווים של נכסי הנדל"ן וכלי הרכב, הם עיבודים של בנק ישראל. הנתונים על הנכסים הפיננסיים לקוחים מהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מתוך המאזן הלאומי.

⁶ המאזן של משקי הבית בארצות הברית לקוח מהאתר של הבנק המרכזי האמריקאי, והנתונים על המאזן של משקי הבית באנגליה – מהדוח על היציבות הפיננסית שפרסם הבנק המרכזי באנגליה.

⁷ Flow of Funds Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 2006

כלומר משקי הבית אמנם ממונפים ב-2012 יותר מאשר ב-2006, אך המינוף נמוך בהשוואה למדינות מפותחות אחרות⁸. גם כאשר בוחנים את היחס בין סך ההתחייבויות לסך הנכסים הנזילים⁹ של משקי הבית (כ-30% מסך הנכסים שלהם), מוצאים כי, בממוצע, משקי הבית נהנים גם מעודף גדול של נכסים נזילים על ההתחייבויות: יחס זה עמד בסוף 2012 על 35.5%.

לוח 2

מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית בישראל, 2012

מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים, סופי חודשים

אחוז מסך ההתחייבויות והשווי נטו	מיליארדי שקלים	ההתחייבויות והשווי נטו של משקי הבית	מיליארדי שקלים		הנכסים הריאליים
			אחוז מסך הנכסים	מיליארדי שקלים	
5%	269	משכנתאות	52%	2,550	נדל"ן
2%	114	אשראי צרכני	2%	80	כלי רכב
8%	383	סך ההתחייבויות	54%	2,630	סך הנכסים הריאליים
			מיליארדי שקלים		הנכסים הפיננסיים
			אחוז מסך הנכסים	מיליארדי שקלים	
			10%	509	מזומנים ופיקדונות
			6%	288	ניירות ערך, למעט מניות
			5%	251	מניות
			3%	157	קרנות נאמנות
			19%	942	עתודות ביטוח ¹
			2%	112	חייבים/ זכאים שונים
92%	4,506	שווי נטו	46%	2,258	סך הנכסים הפיננסיים
100%	4,888	ההתחייבויות ושווי נטו	100%	4,888	סך הנכסים

¹ כולל ביטוח חיים, קופות גמל, קרנות פנסיה.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

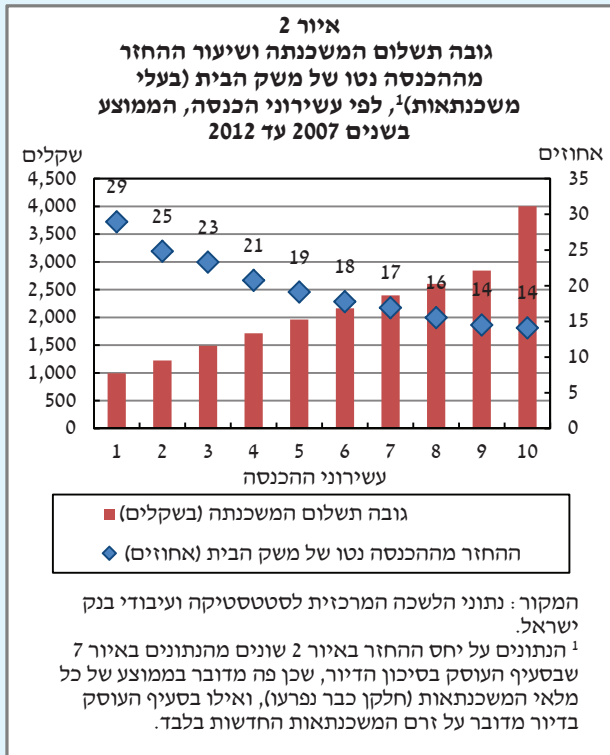
ניתוח של משקי הבית ברמת משק הבית הבודד

מאחר שבישראל קיים אי-שוויון גדול בחלוקת ההכנסות, אין די בהסתכלות על משק הבית הממוצע כדי לבחון את יציבותו של מגזר משקי הבית. יש לבחון גם את עשירוני ההכנסה השונים, ובפרט את אלו שחשופים במידה רבה יותר לסיכון של מיתון ואבטלה. אין ברשותנו כיום נתונים על משקי הבית ברמת הפרט, אולם סקר ההכנסות וההוצאות של משקי הבית, סקר שהלמ"ס עורכת, מספק מידע על חוב המשכנתה של משקי הבית בעשירונים השונים. אחד המדדים המרכזיים לכושר הפירעון של הלווים הוא שיעור החזר מההכנסה (PTI, Payment to Income). אם בוחנים יחס זה בחלוקה לעשירוני ההכנסה, ניתן לראות כי יחס ה-PTI¹⁰ (הממוצע בשנים 2007 עד 2012) בשלושת העשירונים

⁸ כאשר עורכים השוואה בין-לאומית של היחס בין החוב של משקי הבית לשווי מניותיהם (החזקה ישירה ועקיפה), על סמך הנתונים המתפרסמים באתר של ה-OECD, מוצאים כי הערך בישראל נמוך משמעותית ממקביליו במדינות אחרות שנבדקו, לרבות דנמרק, פינלנד, גרמניה, ספרד, אנגליה וארה"ב.

⁹ הנכסים הנזילים שבידי משקי הבית כוללים: מזומנים ופיקדונות עד שנה, מניות וניירות ערך אחרים, וקרנות נאמנות.
¹⁰ ההכנסה בכל עשירון שווה להכנסה הממוצעת של כלל לזוי המשכנתאות באותו עשירון. כמו כן, התייחסנו רק ליחס PTI נמוך מ-1.

בקרב משקי בית מעשירוני ההכנסה התחתונים שיעורו של החזר המשכנתה מההכנסה נטו גבוה מהמוצע.



התחתונים גבוה מהמוצע¹¹ (איור 2). עשירונים אלה חשופים יותר לאבטלה ולכן לסיכון גבוה יותר שלא יוכלו לפרוע את המשכנתה.

הסיכון הנשקף למערכת הפיננסית ממגזר משקי הבית

החשיפה של הבנקים למגזר משקי הבית עלתה ביחס לעבר, בעיקר מפני שהיקף החבות של משקי הבית גדל והולך במקביל לעלייה במשקל של האשראי למשקי הבית בתיק האשראי הבנקאי.

מחקרים מראים כי למיתון בפעילות הריאלית יש השפעה משמעותית על הסיכון הנשקף ממשקי הבית, וכי עלייה באבטלה היא אחד הגורמים המרכזיים להגדלת הסיכון לחדלות פירעון במגזר זה, בפרט כאשר משקי הבית מקצים שיעור גבוה מהכנסתם לחזר המשכנתה^{12, 13}.

גורם סיכון נוסף בשוק המשכנתאות נעוץ בחלקן הגבוה יחסית של המשכנתאות בריבית משתנה, בפרט המשכנתאות הלא-צמודות, הואיל ובהן שינוי הריבית קשור בקשר הדוק לשינויים בנק ישראל¹⁴. בתחילת 2014 הגיע חלקן של המשכנתאות הלא-צמודות בריבית משתנה ל-36% מסך היתרה של המשכנתאות שהעמידו הבנקים. כדי לבחון את החשיפה של משקי

הבית לריבית משתנה, אמדנו את העלייה בהחזרי הריבית בכמה תרחישים. בתרחיש שבו הריבית תעלה ב-2.5 נקודות אחוז, החזרי הריבית על המשכנתאות הלא-צמודות בריבית משתנה יעלו בכ-2 מיליארדי ש"ח בשנה. עלייה זו מתמקדת במשקי בית שנטלו משכנתאות בריבית משתנה ועל כן היא עלולה להגדיל את הסיכון של לווים אלו.

¹¹ אף כי לפי הספרות המקצועית, יחס המינוף מסוכן כאשר הוא עולה על 40%. ראו: European Central Bank, Financial Stability Review, November 2013.

¹² Campbell, T. and J. Dietrich, (1983), "The Determinants of Default on Conventional Residential Mortgage", Journal of Finance, 38(5), 1569-1581

¹³ נאור, ז' וגי בניטה (2013), "סיכון הלווים בשוק המשכנתאות: התפתחות ההיסטורית והערכתו במספר תרחישים", בנק ישראל. במחקר נמצא כי החלק שהמשכנתאות בסיכון גבוה מהוות בסך המשכנתאות צפוי לעלות ב-11 נקודות האחוז בתרחיש של מיתון בפעילות הריאלית במשק (ירידה ברמת השכר ועלייה בשיעור האבטלה).

¹⁴ ניתוח מקיף, של מגוון מדינות בעולם, בחן את השפעתה של עלייה חדה בריבית על היחס בין החוב להכנסה נטו של משקי בית. מהניתוח עולה כי ההשפעה של זעזוע בריבית על יחס זה נוטה להיות גדולה יותר במדינות עם שיעור גבוה של משכנתאות בריבית משתנה, כמו למשל פורטוגל וספרד, מדינות שבהן המשכנתאות בריבית משתנה מהוות 90% מהמשכנתאות החדשות. מדינות שבהן שיעור המשכנתאות בריבית משתנה דומה לשיעור בישראל, כמו יוון או איטליה, לא נפגעו משמעותית מזעזוע כתוצאה מעלייה בריבית. ראו:

Statistics Paper Series, NO 2, ECB, April 2013 "The Eurosystem household finance and consumption survey – result from the first wave"

אשר לנקודת מבטו של משק הבית האינדיווידואלי, בהנחה שהוא נטל משכנתה ממוצעת – היינו 600 אלף ש"ח – עליית ריבית כזו תוביל לעלייה של כ-5,000 ש"ח לשנה בהחזרי הריבית על החלק השקלי הלא-צמוד בריבית משתנה של המשכנתה אם חלק זה עמד על 35% מהמשכנתה, או לעלייה של כ-11,000 ש"ח אם אותו חלק עמד על 75%. עלייה בסדר גודל כזה מהווה בין 5% ל-11% מהשכר הממוצע במשק והיא ממחישה את הרגישות הגבוהה של המשכנתאות הלא-צמודות בריבית משתנה לעלייה בשיעורי הריבית. בהתחשב בכך ששיעור ההחזר הממוצע על משכנתאות חדשות עומד כיום על כ-27% מההכנסה נטו, זוהי עלייה משמעותית¹⁵.

על פי הדוחות הכספיים של הבנקים, היחס בין יתרת ההפרשה להפסדי אשראי על משכנתאות לבין סך המשכנתאות עומד בסוף 2013 על פחות מ-1%. אולם לפי תרחיש הקיצון שערך הפיקוח על הבנקים, ההסתברות שנוטלי המשכנתאות ייקלעו לכשל במקרה של התממשות תרחיש הקיצון מגיעה ל-5%. יודגש כי לפי הממצאים, האוכלוסייה הרגישה ביותר לשינויים בשיעורי הריבית ולירידה בהכנסה מורכבת ממשקי הבית שמקצים למעלה מ-40% מהכנסתם להחזר החוב (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק בשוק הדיור).

תרומת הצעדים שנקט המפקח על הבנקים להקטנת הסיכון בשוק הדיור

בשנים האחרונות נקט המפקח על הבנקים צעדים במטרה להקטין את הסיכון הנשקף לבנקים ממגזר משקי הבית ולחזק את יציבותה (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק בדיור וכן בסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים ל-2013). צעדים אלו הפחיתו את סיכון הריבית ואת רמת המינוף בקרב נוטלי משכנתאות חדשות (לוח 3).

לוח 3

השינוי ברמת המינוף ובסיכון הריבית של משקי הבית, 2011 ו-04/2014

04/2014	¹ 2011	
		הממוצע של סך המשכנתאות החדשות (באחוזים)
26	33	שיעור ההחזר מההכנסה ²
52	56	חוב המשכנתה ביחס למחיר הדירה ³
57	88	שיעור המשכנתאות בריבית משתנה
		שיעור המשכנתאות המסוכנות בסך המשכנתאות החדשות (באחוזים)
4	26	שיעור ההחזר מההכנסה גדול מ-40%
2	10	חוב המשכנתה ביחס למחיר הדירה גדול מ-75% ⁴

¹ השיעור המקסימלי באותה שנה.

² Payment to Income Ratio.

³ Loan to Value.

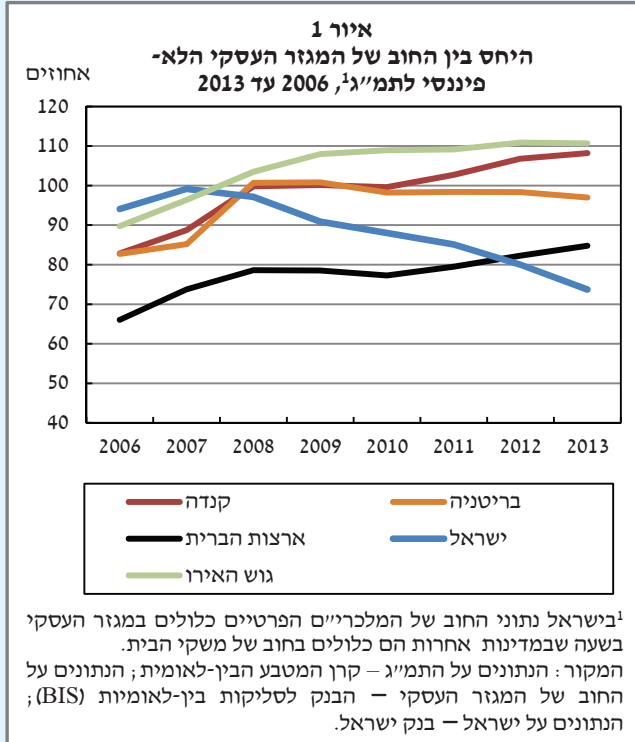
⁴ או משכנתאות ללא בטוחה.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

¹⁵ נוסף על כך תחול עלייה בהחזרי הריבית גם על המשכנתאות הצמודות למדד בריבית משתנה, אך השפעה זו לא נאמדה כאן.

תיבה 2: המגזר העסקי הלא-פיננסי¹

היחס בין החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי לתוצר בישראל ירד מאז המשבר, והוא נמוך ביחס לשווקים מפותחים אחרים.



החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי ירד בשנת 2013 והגיע ל-779 מיליארד ש"ח². היחס בין החוב לתוצר של המגזר העסקי נמצא במגמת ירידה, משיא של 131% בשנת 2007 עד לרמה של 100% בסוף 2013, והוא נמוך יחסית לממוצע ארוך הטווח – 120%. היחס בין החוב של המגזר העסקי לסך התוצר במשק מצוי במגמת ירידה מתמשכת, וב-2013 הוא עמד על 69%, נמוך במידה ניכרת מהרמות במרבית המדינות המפותחות (איור 1). הירידה שחלה ביחס זה מאז המשבר נובעת מכך שהחוב של המגזר העסקי בישראל גדל באיטיות בשעה שהתוצר הוסיף לצמוח בקצב מהיר יחסית לקצב במדינות המפותחות. מאינדיקטורים שונים עולה כי הגידול האיטי בחוב של המגזר העסקי מקורו בעיקר בגידול איטי בביקוש של החברות לאשראי (הרחבה מופיעה בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2013).

המינוף³ של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות ירד קלות בשנת 2013 והוא נמוך יחסית לממוצע ארוך הטווח שלו. יחסי הנזילות של החברות עלו בשנת 2013, אולם רמתם עדיין נמוכה יחסית לממוצע ארוך הטווח שלהם. יחסי הכיסוי של החברות גבוהים מעט מהממוצע ארוך הטווח שלהם.

במקביל לכך ירדו ב-2013 המרווחים בין התשואה על האג"ח של החברות העסקיות הלא-פיננסיות לבין התשואה על האג"ח הממשלתיות, והם נמצאים ברמה נמוכה מבחינה היסטורית (הרחבה מופיעה בסעיפים 2.1.2 ו-2.1.5).

הענפים הלא-פיננסיים במשק עלולים לערער את יציבותה של המערכת הפיננסית בשני ערוצים, ישיר ועקיף: הם עלולים להשפיע על המוסדות הפיננסיים ישירות, או דרך השפעה על הפעילות הריאלית. הסיכון הישיר מתממש כאשר קשיים פיננסיים או ריאליים בענף מובילים את החברות הנכללות בו לחדלות פירעון, וזו מערערת את יציבותם של הגופים הפיננסיים שהעמידו להן אשראי. הסיכון העקיף מתממש כאשר מיתון בפעילות של ענף מרכזי במשק משפיע לרעה על היקף הפעילות בענפים אחרים, ואף על היקף הפעילות הריאלית במשק כולו, וכך על המערכת הפיננסית.

¹ הדיון בסעיף זה מתמקד בחברות לא-פיננסיות, ללא חברות החזקה והשקעות. החברות הפיננסיות אינן נידונות כאן מאחר שהן נותנות האשראי במשק ועל כן נידונות בפירוט בסעיפים העוסקים בביטוח ובבנקים, וכן מאחר שהן כפופות לרגולציה שונה – לרוב קפדנית יותר – מהחברות הלא-פיננסיות. חברות החזקה והשקעות אינן נידונות כאן היות שבדרך כלל אין להן פעילות משמעותית משל עצמן ודוחותיהן הפיננסיים כוללים גם את תוצאות הפעילות של החברות שהן מחזיקות; אלה האחרונות נידונות בנפרד, והתייחסות לדוחות של חברות החזקה והשקעות עלולה להוביל לספירה כפולה של החברות המוחזקות.

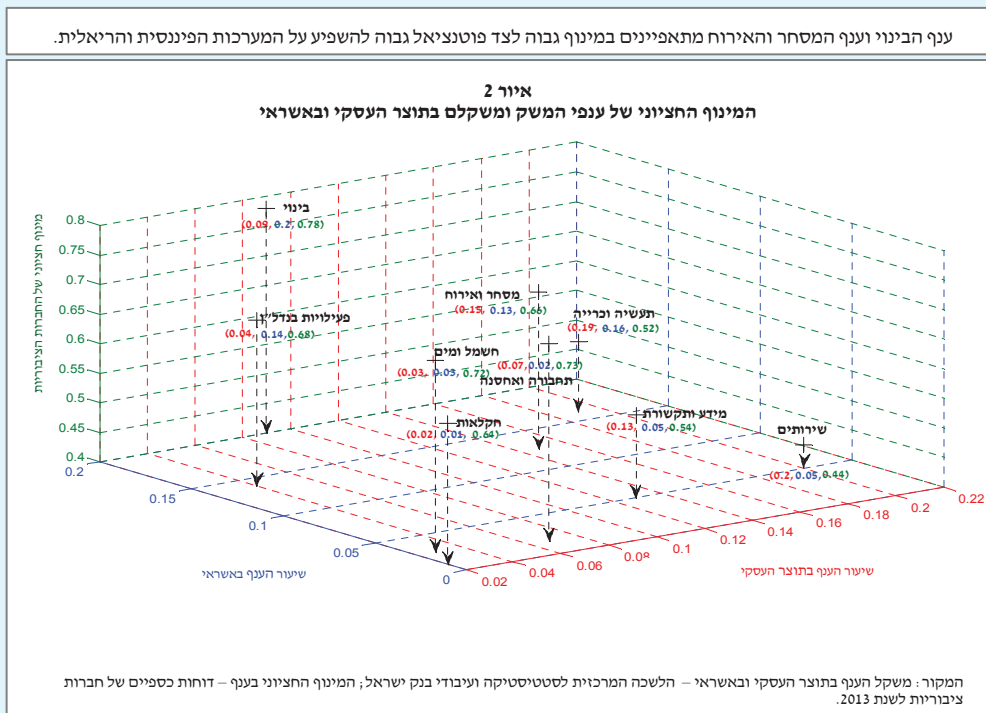
² לא כולל אשראי בנקאי חוץ-מאזני.

³ המינוף – היחס בין סך ההתחייבויות של החברה לסך נכסיה.

ההשפעה השלילית שיש לחדלות פירעון בענף על יציבותם של המוסדות הפיננסיים נגזרת ממשקלו באשראי במשק; ההשפעה השלילית על היקף הפעילות הריאלית במשק נגזרת ממשקל הענף בתוצר העסקי, כמו גם ממידת הקישוריות של הענף – היינו איזה נתח מהתוצר שלו (במונחים כספיים) נובע מתשומות מענפים אחרים. סכום זה מבטא את סך הפגיעה שפגיעה בביקושי הענף עלולה לגרום לענפים המספקים לו תשומות.

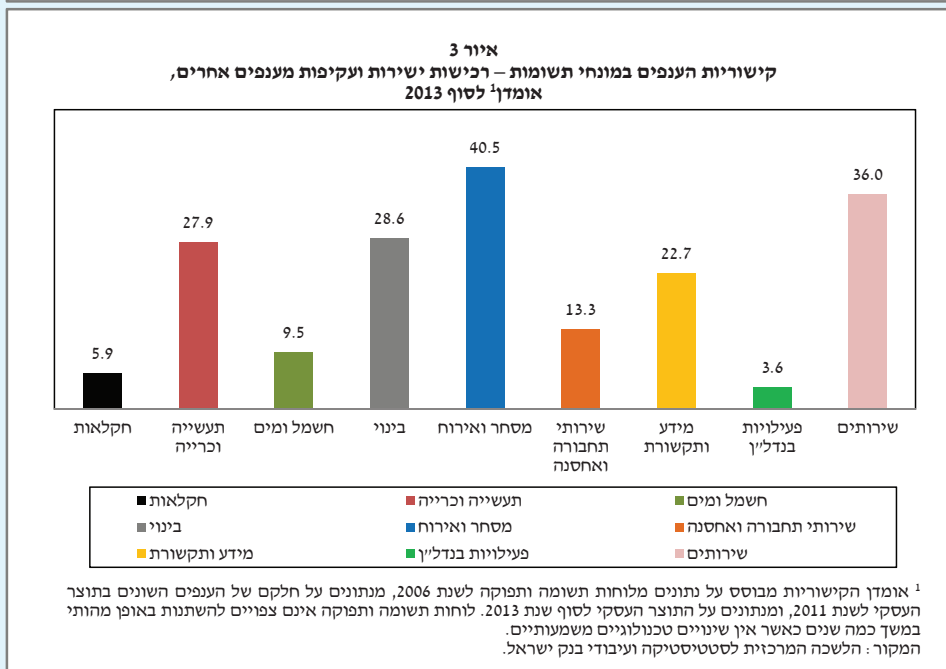
סיכוייהן של החברות הנכללות בענף להיקלע לחדלות פירעון, ולגרום להתממשות הסיכון הישיר ו/או העקיף, נגזרים בין היתר ממאפייניהן הפיננסיים של חברות אלה, כגון רמת המינוף שלהן.

בהתאם לכך אנו מסווגים באיור 2 את הענפים במשק על פי משקלם בסך האשראי (אשראי בנקאי + אג"ח סחיר), משקלם בתוצר העסקי, והמינוף החציוני שלהם. באיור 3 להלן אנו מתארים את רמת הקישוריות של הענפים במשק.



מאיורים 2 ו-3 עולה כי לענף החקלאות ולענף החשמל והמים יש חלק קטן באשראי ובתוצר העסקי, כמו גם רמות נמוכות של קישוריות ומינוף, ולכן הם אינם מהווים סיכון מערכתי. מאיור 2 עולה כי ענף השירותים וענף המידע והתקשורת מתאפיינים במשקל גבוה בתוצר העסקי, אך מאידך גיסא הם מתאפיינים במשקל נמוך בסך האשראי במשק וברמת מינוף נמוכה. ענפים אלה מתאפיינים גם בקישוריות גבוהה ולכן יש להם פוטנציאל לפגוע באופן משמעותי בענפים אחרים, במידה שייקלעו לקשיים. רמת המינוף של החברות אינה מצביעה אפוא על סיכוי גבוה להתממשות הסיכון הישיר/ העקיף בענפים אלו, אך במידה שהסיכונים יתממשו, צפויה להם השפעה משמעותית על הכלכלה הריאלית (הן בשל משקלם הגבוה בתוצר העסקי והן בשל השפעתם על הענפים הקשורים אליהם), ודרכה צפויה להם השפעה על המערכת הפיננסית. מנגד, ענף הבינוי מתאפיין במשקל בלתי מבוטל בתוצר העסקי, בקישוריות גבוהה יחסית, ובמשקל גבוה בסך האשראי במשק, וזאת לצד מינוף גבוה, המגדיל את הסיכוי להתממשות הסיכונים הישירים והעקיפים. בדומה לענף הבינוי, גם ענף הפעילויות בנדל"ן מתאפיין ברמות גבוהות של מינוף ומשקל באשראי, אולם משקלו בתוצר העסקי ורמת הקישוריות שלו נמוכים יחסית. בתווך ממוקמים ענף המסחר והאירוח וענפי התעשייה

ענף המסחר והאירוח מתאפיין בקישוריות הגבוהה ביותר במונחי תשומות.



והכרייה, היות שהם מתאפיינים במשקל גבוה בתוצר העסקי, קישוריות גבוהה (בעיקר בענף המסחר והאירוח) ומשקל גבוה באשראי, אך המינוף שלהם אינו גבוה; מכאן שקיים סיכוי בינוני להתממשות הסיכונים (הישיר או העקיף) הנשקפים מהם, אך להתממשות הסיכון הטמון באחד הענפים הללו צפויה להתלוות השפעה שלילית משמעותית הן על יציבותם של המוסדות הפיננסיים והן על הכלכלה הריאלית בכללותה. לפיכך נתמקד להלן בניתוח המאפיינים הפיננסיים המשפיעים על הסיכוי להתממשות סיכון ישיר או עקיף בחברות הנכללות בענפי התעשייה והכרייה, הבינוי, הפעילויות בנדל"ן, המסחר והאירוח, המידע והתקשורת, והשירותים.

לוח 1 להלן מתייחס לכל ענף מהענפים הנבדקים, והוא מציג – נכון לסוף שנת 2013 – את יחס המינוף החציוני, את יחסי הנזילות (החציון של היחס השוטף והחציון של היחס המהיר), ואת יחסי הכיסוי (החציון של יחס כיסוי צבירה ויחס כיסוי מזומן)⁴. כן מציג הלוח את המגמות של היחסים החשבונאיים בענף⁵, את ה-EDF החציוני ואת מרווח התשואה החציוני⁶ של הענף. הלוח כולל גם את הנתונים שהוצגו לעיל בדבר משקל הענפים השונים בתוצר העסקי

⁴ היחס השוטף – היחס בין הנכסים השוטפים של החברה להתחייבויותיה השוטפות; היחס המהיר – היחס בין הנכסים השוטפים של החברה, בניכוי המלאי, להתחייבויותיה השוטפות; יחס כיסוי צבירה – היחס בין הרווח התפעולי של החברה להוצאות המימון שלה; יחס כיסוי מזומן – היחס בין התזרים מפעילותה השוטפת של החברה להוצאות המימון שלה.

⁵ הממוצעים ההיסטוריים, כמו גם תיאור המגמות, מתבססים על החברות הציבוריות שנכללו בענפים השונים, נכון לסוף שנת 2013. לפיכך ייתכן שאם החישוב יתבסס על החברות הציבוריות שנכללו בפועל בענפים השונים בכל שנה, הוא יניב תוצאות שונות, מאחר שלאורך השנים נמחקו חלק מהחברות וסיווגן של אחרות השתנה. היתרון בחישוב המוצג כאן נעוץ בכך שהוא מבטא את רמת הסיכון היחסית של החברות הנכללות כיום בכל אחד מן הענפים הנבחרים ומנטרל את השפעתן של חברות שנמחקו ממסחר בבורסה.

⁶ EDF, expected default frequency – ההסתברות להיקלע לפשיטת רגל בתוך שנה, כפי שהיא מתקבלת מהחלה של מודל Merton להערכת ההסתברות לכשל של חברה והתאמתו לאירועים של פשיטת רגל בעבר. מרווח התשואה – המרווח בין התשואה על אג"ח קונצרנית לבין התשואה על אג"ח ממשלתית בעלת מח"מ דומה.

לוח 1
ניתוח הסיכונים של ענפים נבחרים במשק ושל השפעתם הפוטנציאלית על המערכת הפיננסית והריאלית, סוף 2013

מידת התשעה על יציבותם של המוסדות הפיננסיים במדינת ישראל יתממש	מרווח (נקודות חיסכון אחוז)	EDF	מונחות מהותיות על פי זמן	יחס כסוי		יחס כסוי		יחס מותר		יחס שוטף		מינוף		תקשורת (מיליארדי ש"ח)	משקל תענף באשראי	משקל חברות הציבוריות בתוצר תענף של תענף	משקל תענף בתוצר תעסקי	תעשייה ורכייה
				ממוצע ממוצע 10 שנים	סוף 2013	ממוצע ממוצע 10 שנים	סוף 2013	ממוצע ממוצע 10 שנים	סוף 2013	ממוצע ממוצע 10 שנים	סוף 2013							
משקל גבוה, משקל גבוה באשראי, קישוריות בינונית - השפעה ישירה ועקיפה גבוהה	מינוף נמוך, יחסית, EDFA חצייה ירידה בגוליות - סיכון נמוך	4.36	0.41	ירידה קלה בממוצע; ירידה ביחס השוטף	2.83	3.44	3.43	2.85	1.33	1.20	1.84	1.63	0.56	0.52	28	16%	55%	19%
משקל גבוה, משקל גבוה באשראי, קישוריות גבוהה - השפעה ישירה ועקיפה גבוהה	מינוף גבוה, נזילות ויחס כסוי נמוך - נמוכים - סיכון גבוה	3.17	2.16	עלייה ביחס כסוי לאחר צניחה במשבר הגלובלי	0.46	1.15	1.68	3.28	0.62	0.44	1.25	1.23	0.81	0.78	29	20%	10%	9%
משקל גבוה, משקל גבוה באשראי, קישוריות גבוהה - השפעה ישירה ועקיפה גבוהה	מינוף גבוה, נזילות ויחס כסוי נמוך - נמוכים - סיכון גבוה	2.39	0.69	עלייה ביחס כסוי לאחר צניחה במשבר הגלובלי	0.52	0.75	1.44	2.25	0.70	0.62	0.87	0.79	0.73	0.68	4	14%	57%	4%
משקל גבוה, משקל גבוה באשראי, קישוריות גבוהה - השפעה ישירה ועקיפה גבוהה	מינוף גבוה, ירידה בגוליות - סיכון גבוה	2.44	0.59	ירידה ניכרת ביחס השוטף	2.30	2.32	3.23	3.28	1.05	0.82	1.43	1.21	0.70	0.66	40	13%	10%	15%
משקל גבוה, משקל גבוה באשראי, קישוריות גבוהה - השפעה ישירה ועקיפה גבוהה	מינוף לא גבוה, יחס נזילות סביר, יחס כסוי טובים - סיכון נמוך	1.24	0.29		4.40	5.23	4.67	4.29	1.48	1.42	1.58	1.47	0.64	0.54	23	5%	28%	13%
משקל גבוה, משקל גבוה באשראי, קישוריות גבוהה - השפעה ישירה ועקיפה גבוהה	מינוף נמוך, יחס כסוי גרוע, יחס נזילות טובים - סיכון בינוני	1.97	0.82		0.00	0.00	0.00	0.00	2.27	2.38	2.30	2.48	0.55	0.44	36	5%	1%	20%

1 בריל-אשראי בנקאי חוץ-מאזני: חמקור: משקל תענף בתוצר תעסקי, המשקל באשראי והקישוריות: הלשכה מרכזית לסטטיסטיקה ועגודת בנק ישראל; היחסים הפיננסיים: דוחות כספיים של חברות ציבוריות לשנת 2013; EDFA: Moody's KMV; הפרווח - עיבודי בנק ישראלי.

ובאשראי במשק ומידת הקישוריות שלהם, כמו גם אמידה של החלק שהחברות הציבוריות בענף מהוות בסך התוצר העסקי שלו. לבסוף, שתי העמודות האחרונות מסכמות את הערכתנו בנוגע לסיכון הנשקף מהענף ולהשפעה שתהיה להתממשותו על יציבותם של המוסדות הפיננסיים.

ניתוח הנתונים שנאספו ברמת הענף מעלה כי ענף התעשייה והכרייה מהווה אמנם חלק מהותי מהפעילות הכלכלית ומסך האשראי במשק, אבל החברות הנכללות בו נהנות מיחסים פיננסיים חזקים⁷. בדומה לכך, ענף המידע והתקשורת מהווה אמנם חלק מהותי מהפעילות הכלכלית במשק, אולם הוא מתאפיין ביחסים פיננסיים חזקים, כמו גם במרווח תשואה חציוני נמוך וב-EDF חציוני נמוך. התוצר העסקי של החברות הציבוריות מהווה חלק קטן מאוד מכלל התוצר העסקי של ענף השירותים. לכן לא ניתן להחיל על כלל החברות בענף את המסקנות בדבר רמת הסיכון ליציבותו, העולות מניתוח היחסים הפיננסיים של החברות הציבוריות הפועלות בו. יחד עם זאת ניתן לומר כי במקרה של משבר בענף, צפויה השפעה משמעותית על הפעילות הריאלית, על רקע משקלו הגבוה בתוצר העסקי; לעומת זאת צפויה לו השפעה ישירה נמוכה על המערכת הפיננסית, בשל משקלו הנמוך באשראי במשק. ענף המסחר והאירוח סובל מרמת מינוף גבוהה יחסית ומהיחלשות ביחסי הנזילות. לאור משקלו הניכר בתוצר העסקי ובאשראי, ובעיקר לאור הקישוריות הגבוהה שלו, פגיעה בענף זה עלולה לפגוע בצורה מהותית בפעילות במשק. עם זאת, ענף זה מתאפיין בהטרוגניות גבוהה ולפיכך ייתכן שפגיעה בענף תתמקד רק בחלק מהחברות בו, והדבר ימתן את המידה שבה הפגיעה תשפיע (ישירות ו/ או בעקיפין) על המערכת הפיננסית. ענף הפעילויות בנדל"ן סובל מיחסים פיננסיים חלשים יחסית (למעט יחסי הכיסוי על בסיס צבירה). משקלו של ענף זה בתוצר נמוך וכך גם המידה שבה הוא קשור לענפים אחרים, אבל במקרה של משבר בענף הוא עלול להוות סיכון ליציבותה של המערכת הפיננסית, בשל משקלו הגדול באשראי במשק.

ענף הבינוי בולט לרעה ביחסים הפיננסיים וביחסי התמחור שלו. החברות הציבוריות בענף סובלות ממינוף גבוה ומנזילות חלשה ביחס לענפים אחרים, ואלה משתקפים גם במרווחי התשואה הגבוהים יחסית ובהסתברות גבוהה מזו של ענפים אחרים לפשיטת רגל, הסתברות הנגזרת מנתוני השוק של החברות בענף. לנוכח גודלו של הענף, קישוריותו הגבוהה ומשקלו הגבוה בתוצר העסקי, חולשתן הפיננסית של חלק מהחברות בו מהווה סיכון. זאת ועוד, פגיעה בחברות הבינוי למגורים עלולה להוביל לפגיעה גם במשקי בית שרכשו דירות למגורים ובנייתן טרם הושלמה; פגיעה שכזו עלולה להשפיע גם על המערכת הפיננסית המספקת אשראי לדיוור למשקי הבית (הרחבה מופיעה בתיבה 1). לנוכח הסיכון הפוטנציאלי הנשקף מענף הבינוי ליציבותה של המערכת הפיננסית, חשוב לקצר את תקופת הגיבוש והחקיקה של הצעות הממשלה בתחום הדיוור, במטרה לצמצם ככל הניתן את חוסר הוודאות שהחברות בענף זה מתמודדות עמו. לסיכום, היחס בין החוב של המגזר העסקי לתוצר נמצא בישראל במגמת ירידה מתמשכת, ובשנת 2013 הוא הגיע לרמה של 69%, נמוך בהרבה מהיחס בין החוב של המגזר העסקי לתוצר במרבית המדינות המפותחות. המינוף של החברות העסקיות הלא-פיננסיות במשק נמוך במעט מהממוצע ארוך הטווח שלו, ויחסי הכיסוי גבוהים במעט מהממוצע ארוך הטווח שלהם; זאת בשעה שיחסי הנזילות של החברות נמוכים מהממוצע ארוך הטווח. מניתוח הנתונים הענפיים עולה כי בענף הבינוי גלום הפוטנציאל הגבוה ביותר להתממשות של סיכון מערכת, כלומר סיכון שמשפיע על יציבותה של המערכת הפיננסית.

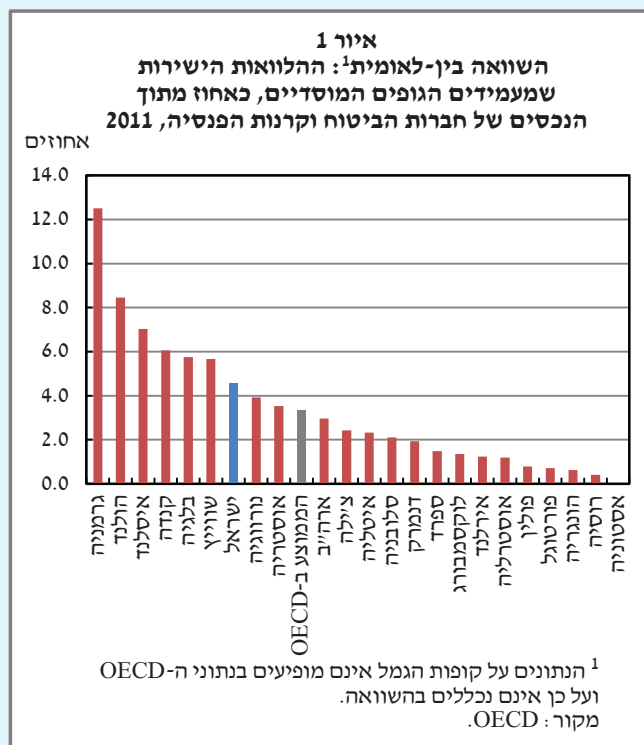
⁷ נציין כי בענף התעשייה קיימת הטרוגניות רבה, והיא מתבטאת גם בכך שמענפי המשנה השונים נשקפות רמות סיכון שונות. לשם המחשה, החברות מתחום הכימיקלים וזיקוק הנפט מהוות 6% מהתוצר העסקי, והן מתאפיינות במינוף חציוני גבוה ובמגמת ירידה ניכרת ביחסי הנזילות; מכאן שהסיכון הנשקף מהן גבוה. מנגד, החברות העוסקות בייצור מזון ומשקאות מהוות 2% מהתוצר העסקי והן מתאפיינות במינוף נמוך ובמגמת עלייה ניכרת ביחסי הנזילות; מכאן שהסיכון הנשקף מהן נמוך יחסית.

תיבה 3: ההלוואות הישירות שמעניקים הגופים המוסדיים

1. הרקע וההתפתחויות המרכזיות

הגופים המוסדיים – חברות הביטוח, קופות הגמל וקרנות הפנסיה – מהווים כיום שחקנים מרכזיים בתחום של מתן אשראי, והם מתחרים במערכת הבנקאית על מתן אשראי עסקי. תוך עשור הכפילו המוסדיים את חלקם בסך האשראי העסקי הלא-פיננסי הניתן במשק – מכ-9% בשנת 2004 לכ-19% בינואר 2014¹ – וזאת דרך גידול בשיעור האשראי הניתן באמצעות אג"ח סחירות ובלתי סחירות ודרך הלוואות ישירות.

החלק שהלוואות הישירות מהוות בתיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים בישראל גבוה מהמוצע ב-OECD.



היקף ההלוואות הישירות שהמוסדיים מעמידים למגזר העסקי עלה בחדות, מכ-5 מיליארדי ש"ח (כ-1% מתיק ההשקעות) בשנת 2004 לכ-45 מיליארדי ש"ח (כ-4% מהתיק) בינואר 2014. מהשוואה בין-לאומית (של חברות הביטוח וקרנות הפנסיה בלבד) עולה כי החל משנת 2011 שיעור ההלוואות מהתיק עולה על הממוצע ב-OECD (איור 1)².

התפתחויות אלה הוליכו להקמתה של הוועדה לבחינת האופן שבו גופים מוסדיים משקיעים בהלוואות מותאמות ('ועדת גולדשמידט'), ובדוח שוועדה זו הגישה באפריל 2014 היא המליצה בין היתר על אסדרת המבנה והממשל התאגידי הראויים לגוף מוסדי שמעניק הלוואות, אסדרת השתתפותם של גופים מוסדיים בעסקאות סינדיקציה³, שיפורים בדיווח לממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון על פרטי ההלוואות, דיווח לציבור על היקף ההלוואות שנקלעו לקשיים, ועוד.

תיבה זו סוקרת את ההתפתחויות המרכזיות בערוץ ההלוואות הנידון ומציגה מאפיינים כמותיים של תיק ההלוואות הקיים.

הלוואות ישירות כערוץ אשראי חלופי

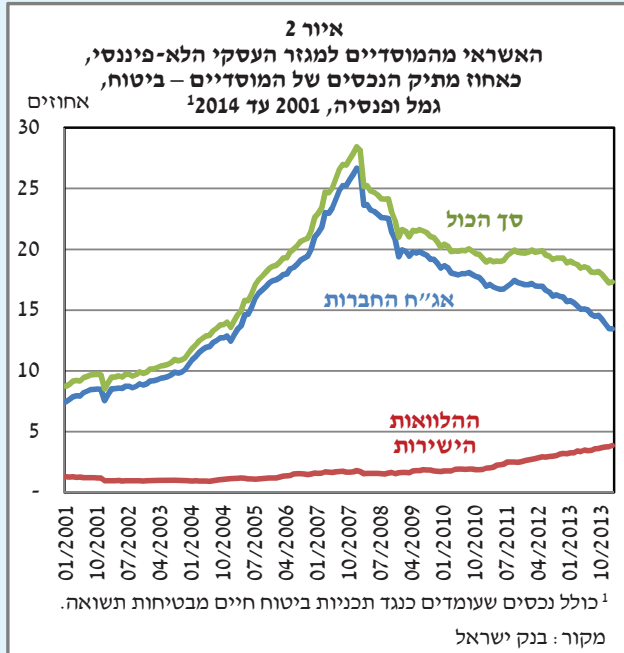
הגידול בהלוואות מגופים מוסדיים נבע בעיקר מגידול מהיר מאוד בהיקף הנכסים. זה גדל מ-667 מיליארדי ש"ח בסוף 2008 ל-1,158 מיליארדי ש"ח בתחילת 2014, והדבר אילץ את המוסדיים לחפש עוד חלופות השקעה בעלות מח"מ (משך חיים ממוצע) ארוך, בהתאם לאופי ארוך הטווח של התחייבויותיהם, וכן הניע אותם להגדיל את ביזור הסיכונים בתיק שלהם.

¹ ללא האשראי הניתן למוסדות פיננסיים.

² ראוי לציין כי קיימת הערכת חסר לגבי השיעור שהלוואות מהוות בתיק הנכסים של הגופים המוסדיים בחו"ל, מפני שחלק מההלוואות ניתנות דרך קרנות מיוחדות לכך ועל כן אינן נכללות בסעיפי ההשוואה.

³ עסקה שבה גוף פיננסי יוזם ומארגן אשראי, וכמה גופים מממנים חלק מההלוואה.

החלק שההלוואות הישירות מהוות בתיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים גדל בד בבד עם הירידה בחלקן של אג"ח החברות.



במקביל לעלייה המהירה בערוץ ההלוואות הישירות נרשמה ירידה בשיעור שאג"ח החברות מהוות בתיק הנכסים – מ-26.5% מהתיק בינואר 2008 ל-13.5% בינואר 2014 (איור 2)⁴.

נשאלת אפוא השאלה מדוע מגדילים המוסדיים את שיעור ההלוואות שהם נותנים ובמקביל מקטינים את החזקותיהם באג"ח החברות. נראה כי המלווים, כלומר הגופים המוסדיים, מוצאים בהלוואות כמה יתרונות יחסית להשקעה באג"ח חברות: העמדת הלוואה כוללת מו"מ ישיר בין הלווה לגוף המוסדי, ובמסגרתו יכול המלווה להשיג תנאים שמתאימים לו באופן ספציפי (כגון בטוחות, אמות מידה פיננסיות, ריבית וכו'). תנאי האג"ח לעומת זאת נקבעים בעת ההנפקה ואינם מתאימים בהכרח לצרכיו של הגוף המוסדי; בשלב של ניהול החוב המלווה יכול לקבל החלטות עצמאיות, בהתאם לאינטרס הכלכלי שלו, ואילו ניהול של אג"ח נעשה באופן קולקטיבי ולמחזיקים עשויים להיות אינטרסים שונים; המלווה אינו חייב לדווח לציבור על מקבלי ההלוואה, בשעה

שאת רשימת האג"ח שהוא מחזיק עליו לפרסם. לדיסקרטיות משמעות רבה כאשר חברה מתקשה לפרוע את חובה, שכן כך המלווה אינו נאלץ לחשוף את הפסדיו ונמנע מפגיעה במוניטין שלו; השקעותיהם של גופים מוסדיים באג"ח חברות כפופות לאסדרה הדוקה יותר מאז שהתפרסמו המלצותיה של הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת אג"ח לא ממשלתיות ('וועדת חודק'). יכול להיות אם כן שלמוסדיים יש מוטיבציה להשתמש בערוץ ההלוואות הישירות כדי ליהנות מארביטראז' רגולטורי. עם זאת ראוי לציין כי משרד האוצר פרסם בשנים האחרונות כמה חוזרים שמסדירים את ההלוואות, ואם יישמו את המלצותיה של ועדת גולדשמידט תפחת המוטיבציה הנובעת מהיבט זה.

בדומה למלווים, גם ללווים יש נימוקים להעדיף את ההלוואות הישירות על פני הנפקת אג"ח, ואלה הם השניים המרכזיים: ראשית, קבלת ההלוואה אינה כרוכה בפרסום תשקיפים, בניגוד להנפקה. שנית, הלווים יודעים כי בניגוד לאג"ח סחירות, החוב שנטלו בדרך כלל לא יחליף ידיים במהלך חיי ההלוואה, והדבר מקנה להם יותר ודאות לגבי הצפוי במקרה שיתקשו לפרוע את חובם. לערוץ זה יש יתרונות גם יחסית לאשראי הבנקאי. בפירוט, היצע המקורות בגופים המוסדיים גדל, בעקבות הגידול המהיר בנכסיהם, בשעה שבבנקים הוא גדל במידה פחותה, בעקבות תהליך ההגדלה של הון הליבה; לפיכך ייתכן שמחיר האשראי בערוץ ההלוואות הישירות נמוך יחסית למחירו של האשראי הבנקאי. יתר על כן, ייתכן כי חלק מהלווים אינם יכולים עוד ללוות מהמערכת הבנקאית בגלל המגבלות על לווה בודד וקבוצת לוויים, והם זקוקים למקורות אשראי אחרים.

⁴ יש להדגיש כי השינויים כוללים השפעות כמות ומחיר.

גם מנקודת המבט של המשק בכלל, ושל היציבות הפיננסית בפרט, יש יתרונות להתפתחותו של ערוץ ההלוואות הישירות. ראשית, היקף הנכסים של הגופים המוסדיים צומח במהירות, ואופיין ארוך הטווח של ההתחייבות של גופים אלה מאפשר להם להעניק אשראי לפעילות ארוכת טווח, כגון בניית תשתיות. שנית, כאשר האשראי ניתן בהלוואה ישירה, הגוף המוסדי קובע את מחיר ההלוואה, בהתאם למידת הסיכון שלה. לעומת זאת, בשוק האג"ח הגוף המוסדי רואה את מחיר ההלוואה כנתון. בתקופות שבהן יש חשש שתמחור האג"ח אינו מתאים לסיכון הגלום בהן, יש חשיבות רבה לערוץ חלופי שהמחיר בו אינו נקבע רק באמצעות כוחות השוק. יתרון זה יגדל ככל שהגופים המוסדיים יצברו ניסיון במתן אשראי.

מאידך גיסא ישנם כמה היבטים שעלולים להוות מקורות סיכון במידה שהערוץ הנידון ימשיך להתפתח בקצב הנוכחי ויהפוך למקור אשראי מרכזי יותר: בשעה שהבנקים בדרך כלל מספקים ללווה קשת רחבה של שירותים, נמצאים עמו בקשר שוטף, ומחזיקים במידע רב ועדכני על מצבו הפיננסי, הגוף המוסדי בדרך כלל פועל עם הלווה רק בערוץ ההלוואות ולכן עלול ללמוד באיחור על הרעה במצבו. כמו כן, במקרה שהגוף המוסדי רוכש הלוואה שבנק העמיד, הדבר עלול ליצור לו סיכונים חבויים, משום שבין הבנקים והמוסדיים קיימת א-סימטריה מבחינת המידע על טיב ההלוואות והלווים, ומשום שהמכירה עלולה לפגוע בתמריץ של הבנקים לנטר את ההלוואות כראוי. כל אלה – יחד עם חוסר השקיפות והדיסקרטיות היחסיים בערוץ הנידון – מבחירים כי יש להמשיך להתאים את הרגולציה וליישם במהירות את מסקנותיה של ועדת גולדשמידט.

2. מאפיינים כמותיים של תיק ההלוואות הישירות

המדגם שברשותנו כולל 36.1 מיליארדי ש"ח, ואלה מהווים 97.3% מיתרת ההלוואות הישירות של הגופים המוסדיים (ללא הנוסטרו) ברבעון השלישי של 2013. מקור הנתונים על ההלוואות בדוח הרכב נכסים ברמת הנכס הבודד של חברות שמנהלות כספי פנסיה, גמל ותכניות ביטוח חיים משתתפות ברווחים של 13 גופים מוסדיים גדולים⁵. ההלוואות מהוות 4.3% מסך הנכסים של אותם גופים, והמלווה הגדול ביניהם מלווה 6.8 מיליארדי ש"ח, 9% מסך נכסיו (ללא הנוסטרו). הלווים בדרך כלל גדולים יחסית – מעל 85% מההלוואות גדולות מ-40 מיליון ש"ח. לשם השוואה, חלקם של הלווים הגדולים בחמשת הבנקים הגדולים עמד בשנת 2012 על כ-40% בלבד⁶.

רוב ההלוואות (34.9 מיליארד ש"ח 96.7%) ניתן עבור פעילות הלווה בישראל ורק מיעוטן (3.3%, 1.2 מיליארד ש"ח) ניתן עבור פעילות בחו"ל. המידע על האחרונות לוקה בחסר ועל כן נתרכז בהלוואות שניתנו עבור פעילות בארץ.

ההלוואות מדווחות לפי סוג הביטחונות (איור 3), ורק 6.3% מהן אינן מבוטחות. 9.3% מההלוואות ניתנו למשקי הבית החוסכים דרך הגופים המלווים, והביטחון להלוואות אלה הן תכניות הפנסיה, הגמל או ביטוח החיים של העמיתים. ההלוואות המבוטחות במשכנתה הן ברובן⁷ יתרות⁸ של משכנתאות למשקי בית, והשאר ניתנו למגזר העסקי. מרבית ההלוואות מבוטחות בביטחונות המשתייכים לקטגוריה "אחרים" (לגבי כל הלוואה מחליט הגוף המוסדי על סוג הביטחונות, בהתאם לנכסי הלווה – למשל, מניות, מבנים, וכו'). מעתה ואילך נשתמש בצירוף "הלוואות למגזר העסקי" כדי לציין את סכומן של כל ההלוואות למעט אלו שניתנו כנגד חיסכון עמיתים ומבוטחים ואלו שמבוטחות במשכנתה.

⁵ הדוח מתפרסם באתר האינטרנט של כל חברה מנהלת או תאגיד שולט וכולל את מאפייני ההלוואה הבאים: סוג הביטחונות, הדירוג, המדרג, המח"מ, סוג המטבע, שיעור הריבית הממוצע, התשואה לפדיון, הערך הנקוב והשווי ההוגן. כל תאגיד מקדד את זהות הלווה ומשייך לקוד זה את כל הלוואותיו.

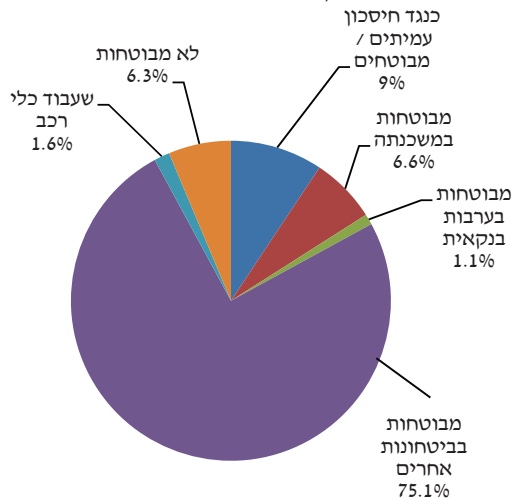
⁶ אחת הסיבות העיקריות לכך היא שלבנקים מערך סניפים רחב, כוח אדם וניסיון רב בעיסוק באשראי.

⁷ בדיקה שנערכה בבנק ישראל העלתה שכ-90% מההלוואות בסעיף זה ניתנו למשקי בית.

⁸ רק גוף מוסדי אחד נותן משכנתאות חדשות.

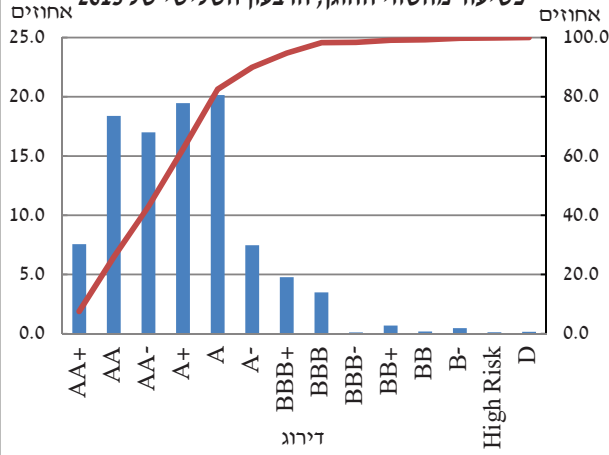
לרוב ההלוואות מהמוסדיים יש ביטחונות, אולם טיבם אינו ידוע.

איור 3
התפלגות ההלוואות לפי סוג הביטחונות, הרבעון השלישי של 2013



ליותר מ-80% מההלוואות המדורגות שהעמידו המוסדיים יש דירוג של A ומעלה.

איור 4
התפלגות ההלוואות לפי קבוצות דירוג, כשיעור מהשווי ההוגן, הרבעון השלישי של 2013



החוזר שפרסם הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון באוגוסט 2013 ("כללי ההשקעה החלים על הגופים המוסדיים") קובע כי גוף מוסדי ראוי להעניק הלוואה ובלבד שהיא מדורגת בדירוג השקעה על ידי מודל דירוג פנימי או חיצוני. ניתן להעמיד הלוואות בלתי מדורגות כלל, אך זאת בשיעור המגיע עד 3% מנכסיו של הגוף המוסדי ובתנאי שתהיה בטוחה מספקת כנגד ההלוואה. במדגם שברשותנו 91% מההלוואות למגזר העסקי מדורגות, אולם רק 47.9% מתוכן מדורגות בידי אחת משתי חברות הדירוג בישראל, "מעלות" ו"מדרוג", ואילו היתר מדורג בידי מודלים פנימיים של הגופים המוסדיים. כפי שניתן לראות באיור 4, ליותר מ-80% (22 מיליארד ש"ח) מההלוואות המדורגות יש דירוג של A ומעלה. בדירוגים הנמוכים (BBB- ומטה) נמצאים רק 1.6% (0.46 מיליארד ש"ח) מההלוואות.

כאמור לעיל, אחד היתרונות המרכזיים של המשקיעים המוסדיים נעוץ ביכולתם להעמיד הלוואות לטווח ארוך, הודות לאופי ארוך הטווח של התחייבויותיהם. היבט זה בולט כאשר בוחנים את התפלגות ההלוואות לפי המח"מ – משך החיים הממוצע – שלהן. כפי שרואים באיור 5, למרבית ההלוואות אכן יש מח"מ ארוך יחסית – ל-53.7% מהשווי ההוגן של ההלוואות יש מח"מ גבוה מ-5 שנים, והמח"מ הממוצע של כל ההלוואות עומד על 5.4 שנים. מבחינה זו אין שונות רבה בין הגופים. לשם השוואה, המח"מ בשוק האג"ח הסחירות עמד באותה תקופה על 3.7.

התשובה לפדיון הריאלית⁹ של תיק ההלוואות משקפת את מידת הסיכון הגלום בתיק, והיא נגזרת ממאפייני ההלוואה, כגון המח"מ, הביטחונות, וכיו"ב.

איור 6 מציג נתון זה עבור כל אחד מהגופים המוסדיים, ונראה כי שלושה גופים מתאפיינים בערך גבוה יחסית לאחרים. כאשר משתמשים

⁹ אף על פי שאין פירוט באשר לשאלה אם מדובר בהלוואות צמודות או בלתי צמודות למדד, מבדיקה שערכנו עולה כי רובן ככולן צמודות למדד ועל כן התשובה לפדיון ריאלית.

המוסדיים העמידו הלוואות לטווח ארוך יחסית – המח"מ שלהן גבוה מ-5 שנים



התשואה לפדיון של תיק הלוואות משקפת את מידת הסיכון הגלום בו, ושלושה גופים מתאפיינים בערך גבוה.



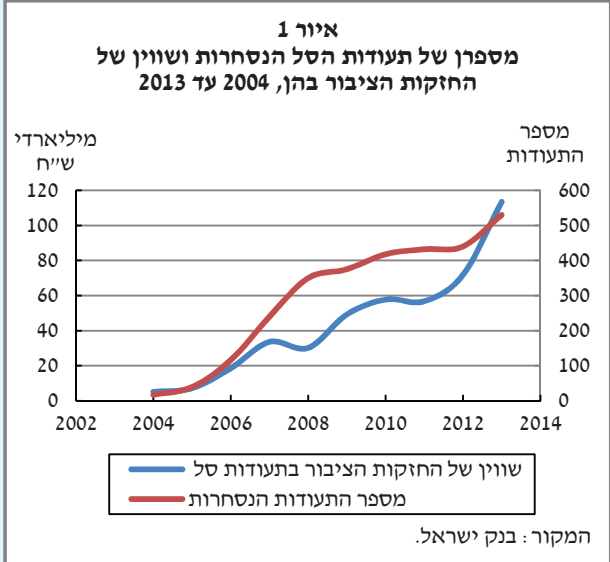
ברגרסיה כדי לפרק את התשואה לפדיון למאפייני הלוואות שעשויים להשפיע עליה¹⁰, מוצאים כצפוי כי התשואה הגבוהה יחסית של אותם גופים נובעת מתמהיל הלוואות בעל מאפיינים מסוכנים יותר.

לסיכום, מכלל הממצאים לעיל עולה כי, ככלל, תיק הלוואות הישירות של הגופים המוסדיים מכון הלוואות גדולות, לטווח בינוני-ארוך, בדירוגים איכותיים ועם ביטחונות. הרגולציה הקיימת, ועמה הרגולציה שועדת גולדשמידט המליצה עליה, אכן ממתנת את מידת הסיכון בתיק הודות להגבלות על הדירוגים והריכוזיות והודות לשיפור משמעותי של הממשל התאגידי. אף על פי כן, מאחר שערך הלוואות הישירות צומח במהירות, ולנוכח מאפייני הייחודיים, יש להגביר את השקיפות של הערוץ על ידי כך שהרגולטור ידרוש לכלול בדיווחים התקופתיים מידע נוסף על מאפייני הלוואה. כך יש לשקול להגביר את השקיפות כלפי הציבור. זאת בתנאי שהגברת השקיפות לא תפגע בתועלת הטמונה בערוץ, תועלת שנובעת בין השאר מהדיסקרטיות שלו.

¹⁰ המשתנה התלוי ברגרסיה הוא התשואה לפדיון והמשתנים המסבירים הם המח"מ ומשתני דמי לסוג הביטחונות ולדירוגים.

תיבה 4: תעודות סל

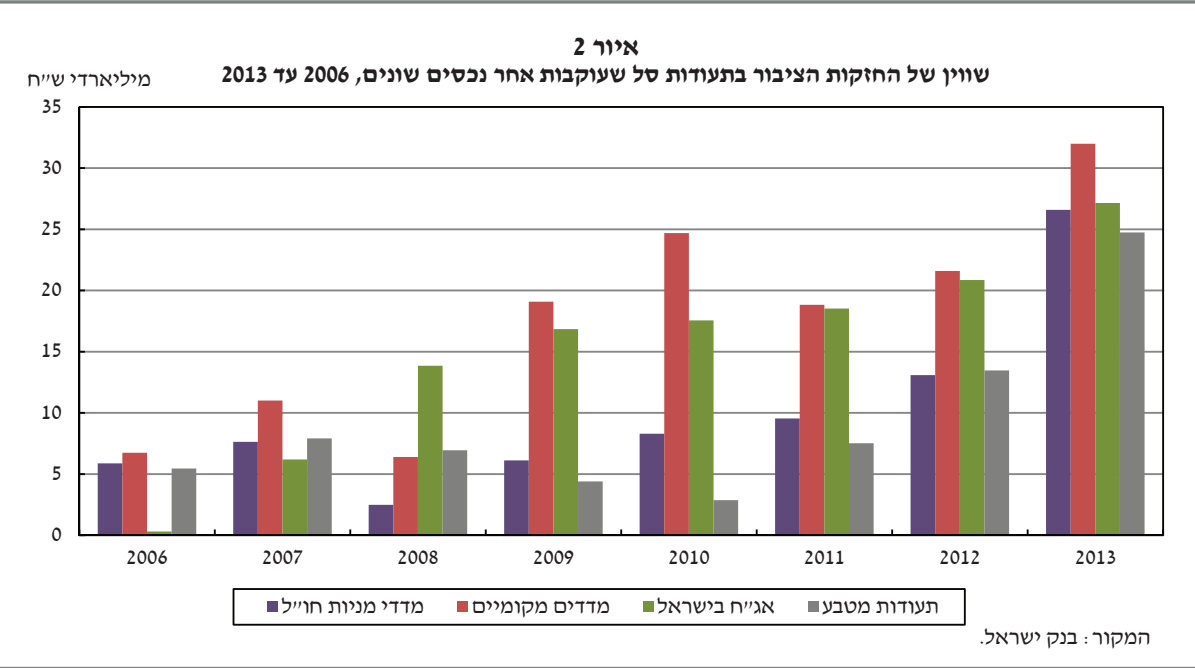
שוק תעודות הסל בישראל מתפתח בקצב מהיר מאוד הן מבחינת מספר התעודות והן מבחינת שווי של החזקות הציבור בהן.



תעודת סל (exchange traded note, ETN) היא נייר ערך שעוקב אחר תשואותיו של נכס או תיק נכסים, כגון מדדי מניות, בכפוף לתנאים המפורטים בתשקיף שלו. לתעודות הסל כמה יתרונות. ראשית, כאשר תעודה עוקבת אחר מדד מסוים, היא מאפשרת לחוסכים להשקיע במספר רב של נכסים וכך לגוון את תיק ההשקעות ולפזר סיכונים, וזאת ללא העלות הכרוכה ברכישה נפרדת של כל נכס ובעדכון שוטף של משקלות הנכסים בהתאם לשינויים בהרכב המדד. שנית, תעודת סל היא נייר ערך סחיר. לבסוף, תעודות הסל מאופיינות בניהול פסיבי – המנהל מסתפק ברכישת הנכסים המרכיבים את המדד – והדבר מאפשר לו לגבות מהמשקיעים דמי ניהול נמוכים יחסית לאלו הנגבים במכשירים המאופיינים בניהול אקטיבי.

שוק התעודות בישראל התפתח בשנים האחרונות בקצב מהיר מאוד הן מבחינת מספר התעודות והן מבחינת שווי של החזקות הציבור בהן: המספר עלה מ-17 בסוף 2004 ל-530 בסוף 2013, והשווי – מ-1.4

בשנים האחרונות ניכרת מגמת עלייה במשקל השווי של החזקות הציבור בתעודות הסל העוקבות אחר מדדי מניות בחו"ל ואחר מטבעות.



מיליארד ש"ח (0.09% מתיק הנכסים של הציבור) ל-113 מיליארד ש"ח¹ (4% מהתיק; ראו איור 1). שוק זה מתאפיין בהיקף משמעותי גם בהשוואה לעולם: מספר התעודות ל-100,000 נפש עומד בישראל על 6.52, והוא גבוה מהנתון המקביל במרבית השווקים.

כאשר מנתחים את שוק התעודות על פי נכסי המעקב, מוצאים כי בשנים האחרונות יורד משקלו של שווי ההחזקות בתעודות העוקבות אחר מדדים מקומיים, ובמקביל לכך עולה משקלו של שווי ההחזקות בתעודות העוקבות אחר מדדי מניות בחו"ל ואחר מטבעות (איור 2). מגמה זו עקבית עם מגמת הגידול בחלק שהשקעותיהם של תושבי ישראל בחו"ל מהוות בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור.

הסיכון הנשקף מתעודות סל ליציבותה של המערכת הפיננסית

תעודות הסל משתייכות לקבוצה רחבה של ניירות ממשפחת "מוצרי המדדים". מאפייני ההסכם בין מנפיק הנייר למחזיק משתנים על פי סוג הנייר. לשם המחשה, המוצרים הקרובים ביותר בעולם לתעודות סל – קרנות סל (exchange traded fund, ETF) – הם ניירות ערך סחירים המקנים למחזיק בהם זכות קניינית בנכסי הקרן (זו נגזרת מחלקן היחסי של היחידות שבידו), אך אינם מתחייבים להעמיד לרשותו את תשואתו של נכס המעקב אלא רק להשתדל לעקוב אחריה. לעומת זאת, תעודות סל הן תעודות התחייבות שאינן מעניקות למחזיק כל זכות קניינית בנכסי התעודה, אך מקנות לו התחייבות שמנפיק התעודה יעמיד לרשותו את תשואתו המדויקת של נכס המעקב או לחלופין את נכס המעקב עצמו.

המחזיק בתעודת סל חשוף אפוא לסיכון אשראי (להלן "סיכון אשראי למחזיק"). סיכון זה עלול להתממש במידה שיתממשו סיכונים שונים למנפיק התעודה (להלן "הסיכונים למנפיק"), לרבות (א) התכסות בלתי מלאה של מנפיק התעודה בנכס המעקב יחד עם היווצרות פער בין מחירי הפדיון של התעודה (אלה הם למעשה התחייבויות התעודה) לשווי הנכסי הנקי שלה (פער כזה יכול להלך "מחיר פדיון שלילי" והתרחיש הנידון – "סיכון שוק למנפיק"), ו-(ב) ירידה בשווי הנכסי הנקי של התעודה כתוצאה מחדלות פירעון של צד שלישי (להלן "סיכון אשראי למנפיק"). תרחיש זה עלול להתממש בין היתר כאשר התעודה משקיעה את נכסיה אצל צד שלישי שנקלע לחדלות פירעון, ובפרט כאשר התעודה מתכסה בנגזרים של נכס המעקב (ולא בנכס המעקב עצמו), והגורם שהעסקה נעשתה עמו נקלע לחדלות פירעון.

התממשות הסיכונים למנפיק של תעודה עלולה להוביל לכך שהוא לא יוכל לעמוד בהתחייבויותיו כלפי המחזיקים באותה תעודה – כלומר להוביל להתממשותו של סיכון האשראי למחזיק, וזו מצדה עלולה לגרום לכך שהמשקיעים יאבדו אמון במכשיר ויעמידו לפדיון תעודות רבות תוך פרק זמן קצר. הדרישה של המשקיעים לפדות את התעודות במהירות עלולה להשפיע לרעה על יציבותם של בתי ההשקעות המנהלים תעודות סל וכן תוביל לכך שהמנפיקים יממשו היקף נרחב של נכסי המעקב, ודבר זה מצדו עלול להשפיע על שערי הנכסים בשוק כולו. רמת הריכוזיות הגבוהה בשוק תעודות הסל עלולה להגדיל את ההשפעה השלילית של התממשות סיכון האשראי למחזיק². הסיכון הנידון רלוונטי במיוחד לשוק הישראלי, היות שאין בו תשתית חוקית לפעילות של קרנות סל, ולכן מוצר המדד הנפוץ בו – בניגוד לשווקים בעולם – הוא דווקא תעודות סל.

¹ כולל 25 תעודות מטבע ששוויה של החזקת הציבור בהן עמד, נכון לסוף 2013, על 25 מיליארדי ש"ח.

² מספר הגופים הפעילים בשוק עומד על ארבעה בלבד, נתח השוק של שלושת הגופים הגדולים בשוק (מדד CR₃) עומד על 0.89, ומדד הרפינדל-הירשמן עומד על 0.28.

לוח 1

**בתום 2013 נרשם יחס שווי שוק גבוה בתעודות הסל העוקבות אחר מדד ת"א בנקים
ויחס מחזור מסחר גבוה בתעודות הסל העוקבות אחר מדד ת"א בנקים ואחר
מדד ת"א 25**

אג"ח חברות	ת"א בנקים	מניית		מניית	
		ת"א 100	ת"א 25	והמירים מקומי	והמירים כללי
6%	12%	4%	5%	5%	8%
8%	15%	5%	17%	17%	26%

¹ המונה ביחס שווי השוק של מדד (בהערה זו – מדד החישוב) מחושב על בסיס שווי הנכסים של התעודות העוקבות אחר מדד החישוב, בתוספת החלק משווי הנכסים של התעודות העוקבות אחרי מדד אחר שכולל מניות שנכללות במדד החישוב. לדוגמה, המונה ביחס שווי השוק של מדד מניות הבנקים מחושב על בסיס שווי התעודות העוקבות אחר מדד ת"א בנקים, בתוספת אותם חלקים משווי התעודות העוקבות אחר (1) מדד ת"א 25, (2) מדד ת"א 100 ו-(3) מדד ת"א פיננסים שמיוחסים למניות הבנקים (על פי משקלן של מניות הבנקים במדדים אלו).
המקור: עיבודי בנק ישראל.

היקפה של ההשפעה השלילית שיוצרת בשוק העמדה של תעודות רבות לפדיון מהיר נגזר בין היתר מיחס שווי השוק – היחס בין שוויין של החזקות הציבור בתעודות הסל העוקבות אחר מדד מסוים לבין שווי השוק של אותו מדד³ – ומיחס מחזור המסחר – החלק שמחזור המסחר בתעודות הסל העוקבות אחר מדד מסוים מהווה בכלל מחזור המסחר בנכסים הנכללים באותו מדד.

לוח 1 מפרט את יחסי שווי השוק ומחזור המסחר של תעודות הסל העוקבות אחר מדדי מניות והמירים ואג"ח חברות, וכן יחסים דומים לגבי מדדים ספציפיים, נכון לסוף 2013.

תחת הכותרת "מניות והמירים כללי" ניתן לראות כי היחס בין שוויין של תעודות הסל העוקבות אחר מדדי מניות והמירים לבין שווי השוק של מדד מניות והמירים בישראל עומד על 8%, נכון לסוף 2013⁴. אולם התעודות שפדיון המהיר צפוי להשפיע ישירות על השערים בבורסה הן אלו העוקבות אחר מדדים בבורסה המקומית. היחס בין שוויין של תעודות אלו לשווי של מדד מניות והמירים בישראל מופיע תחת הכותרת "מניות והמירים מקומי" ועומד על 5% בלבד. כאשר בוחנים את יחסי שווי השוק של התעודות העוקבות אחר מדדים ענפיים, בולט היחס של התעודות העוקבות אחר מדד ת"א בנקים: בשנים האחרונות עלה יחס זה ברציפות, מ-6% ב-2009 ל-12% ב-2013. אם יתממש סיכון האשראי למחזיק בתעודה שעוקבת אחרי מדד זה, הדבר עלול להוביל לכך שכלל התעודות הדומות יועמדו לפדיון תוך מימוש נכסי המעקב (במקרה זה מניות הבנקים), ותרחיש זה מצדו עלול להוביל לירידה חדה בשעריהן.

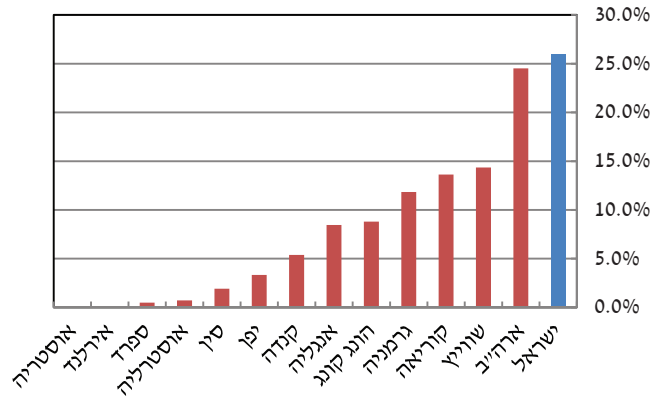
יחס מחזור המסחר של התעודות העוקבות אחר מדדי מניות והמירים עומד בישראל על 26%, והוא גבוה מאוד בהשוואה בין-לאומית (איור 3). יחס מחזור המסחר של התעודות העוקבות אחר מדדי מניות והמירים בבורסה המקומית, ושל התעודות העוקבות אחר מדד ת"א 25, עומד על 17%. יחס מחזור המסחר של התעודות העוקבות אחר מדד ת"א בנקים עומד על 15%, והוא גבוה במידה ניכרת מהיחסים המחושבים על מדדים ענפיים אחרים.

³ יחס מחזור מסחר גבוה משקף מצב שבו המנהלים של תעודות הסל הם השחקנים המרכזיים בשוק שנכסי המעקב נסחרים בו. במקרה זה קיים חשש שאם כל המנהלים יעמידו את נכסי המעקב למימוש מהיר, לא יהיה די בביקוש של השחקנים הנותרים כדי לקלוט את הנכסים המוצעים, והדבר יוביל לירידה נוספת בשעריהם.

⁴ לשם השוואה: בארה"ב – שוק שהמסחר במוצרי מדדים נפוץ בו מאוד – היחס עומד על 7%, ובקנדה הוא עומד על 3% בלבד.

בהשוואה לעולם נרשם בישראל בתום 2013 יחס גבוה מאוד בין מחזור המסחר במוצרים העוקבים אחר מדדי מניות למחזור המסחר במניות עצמן.

איור 3
השוואה בין-לאומית: היחס בין מחזור המסחר במוצרים העוקבים אחר מדדי מניות לבין מחזור המסחר במניות עצמן¹, סוף 2013



¹בישראל (במדינות האחרות) מוצר המדד הנפוץ הוא תעודות סל (קרנות סל), והיחס מחושב בין מחזור המסחר בתעודות הסל (קרנות הסל) העוקבות אחר מדדי מניות לבין מחזור המסחר במניות עצמן.

המקור: אתר האינטרנט של World federation of exchanges ועיבודי בנק ישראל.

הצעת חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 21) (תעודות סל וקרנות סל), התשע"ב-2012

במצב החוקי השורר כיום בישראל, פעילותן של תעודות הסל מוסדרת באמצעות חוק ניירות ערך, וזה מחיל על הגופים המנהלים בעיקר חובת גילוי, ללא מאפיינים משמעותיים של פיקוח. זאת בשעה שפעילותם של מכשירים בעלי מהות כלכלית דומה, כגון קרנות נאמנות מחקות, מוסדרת בחוק השקעות משותפות בנאמנות, חוק שכולל גם מאפיינים רבים של פיקוח. פער זה מוביל לארביטראז' רגולטורי שכן הוא מתמרץ מנהלים להנפיק תעודות סל ולהעדיף על פני קרנות נאמנות בעלות מהות כלכלית דומה.

נציין כי בפועל הגופים המנהלים את תעודות הסל מקיימים מנגנוני פיקוח ובקרה שכוללים בין היתר בדיקות שוטפות במטרה לאתר סימנים לקיומו של סיכון שוק למנפיק ופעולות לצמצום סיכון האשראי למנפיק. אולם עצם קיומם של המנגנונים והיקפי פעילותם הם וולונטריים בעיקרם.

ביולי 2012 פרסמה הרשות לניירות ערך הצעה לתיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות. הצעה זו נועדה להעביר את הפעילות בתעודות הסל בישראל ממשטר של גילוי למשטר של פיקוח וכן ליצור תשתית חוקית לפעילות של קרנות סל. ההצעה כוללת גם הוראות הנוגעות לצמצום הסיכון המערכתי הנשקף מתעודות סל, לרבות (א) כל יחידה של תעודות סל תקנה למחזיק זכות בנכסי התעודה, וכך יצטמצם הרכיב ההתחייבותי של מנפיק התעודה להפרש בין מחיר הפדיון של היחידות שהנפיק לשווי החלק שיש למחזיקים באותן יחידות בנכסי התעודה, (ב) מנהל תעודת סל יחזיק חשבון

מגבה ככרית ביטחון להתחייבויות התעודה, ואחת לתקופה יפקיד בו סכום בגובה מחיר הפדיון השלילי (במידה שקיים כזה). עוד כוללת ההצעה הוראות בנושא ניהול הסיכונים של תעודה, חיזוק ההיבט של חוסר התלות והכשירות של הנאמן והוראות בנושא ממשל תאגידי.

הצעדים בהצעת התיקון תורמים באופן משמעותי לצמצום הסיכונים למנפיק וממילא להקטנת הסיכון היציבותי. נוסף על כך קיימת אפשרות סבירה שאם הרשויות יסגרו את הפער הרגולטורי בין תעודות סל למכשירים חלופיים וייצרו תשתית לפעילותן של קרנות סל, הדבר יקטין את נפח הפעילות בשוק תעודות הסל ואת הסיכון היציבותי הנשקף משוק זה. יש לציין עם זאת כי הצעת התיקון אינה כוללת הוראה שמבטלת כליל את הרכיב ההתחייבותי של תעודות הסל (והופכת אותן למעשה לקרנות סל) או לחלופין הוראה המחייבת את מנהל התעודה להתכסות, בכל תעודה שהוא מנפיק, בנכסי המעקב עצמם ולא בנגזריהם⁵. פירוש הדבר שהסיכון היציבותי הנשקף מתעודות הסל אינו מתבטל.

לסיכום, השוק של מוצרי המדדים מתפתח בעולם בקצב מהיר מאוד, והדבר בא לידי ביטוי בעיקר בצמיחת השוק של קרנות הסל⁶. בישראל ניכרת צמיחה משמעותית של שוק תעודות הסל, והיא באה לידי ביטוי במספר התעודות, בשווי של החזקות הציבור בהן, וביחסי שווי שוק ומחזור מסחר גבוהים יחסית.

מבחינת היציבות הפיננסית קיים חשש שאם יתממש סיכון האשראי למחזיק בתעודות סל, הדבר עלול להשליך על הפעילות בשוק, ובמקרים קיצוניים – על חלקים נוספים של המערכת הפיננסית. החשש מתייחס בעיקר לתעודות הסל העוקבות אחר מדדים בשוק המקומי ופחות לתעודות העוקבות אחר מדדים בבורסות בחו"ל.

בהתאם לכך נכון לקדם את התיקון לחוק השקעות משותפות בנאמנות ולאשרו בהקדם. אולם במידה שגם לאחר אישור החוק ימשיך שוק התעודות העוקבות אחר מדדים בשוק המקומי להתפתח בקצב מהיר, בדומה למצב בהווה, ייתכן כי יהיה צורך לגבש הוראות מחמירות יותר במטרה להפחית את הסיכון היציבותי הנשקף משוק זה.

⁵ יש לציין כי סביר שהוראה המחייבת את מנפיקי התעודות להתכסות בנכסי המעקב עצמם הייתה פוגעת בפעילות התעודות באופן משמעותי – במיוחד בפעילות התעודות הנסחרות על מדדים בחו"ל, על סחורות, תעודות מורכבות וכדומה – היות שבמקרים אלה התכסות בנכסי המעקב עצמם נושאת עלות גבוהה ולעתים בלתי אפשרית.

⁶ שוויים העולמי של הנכסים שמנהלות קרנות הסל הגיע בסוף 2013 לשיא והסתכם ב-2.2 טריליוני דולרים. נתון זה מבטא צמיחה שנתי של 28%.