

פרק ד'

המערכת הפיננסית ויציבותה

- השווקים הפיננסיים המקומיים נהנו ב-2012 מעליות שערים וזאת על רקע האטה בקצב הצמיחה של המשק ותחזיות להאטה נוספת גם ב-2013.
- צעדי מדיניות נחויים שננקטו ב-2012, על מנת להתמודד עם משבר החוב באירופה, הביאו לירידה בהערכות הסיכון ולהגדלת הנזילות בשווקים הפיננסיים הגלובליים, וכן לכך שרמת התשואות ברוב המדינות המפותחות ירדה לשפל היסטורי. התפתחויות אלה תרמו לעליות שערים בשווקים הגלובליים, על אף ההחמרה במצב הריאלי בעולם.
- עליות השערים בישראל קיבלו תמיכה מעליות השערים בשווקים הגלובליים ומהפחתות הריבית שבנק ישראל ביצע במהלך השנה. עליות השערים בשוק המניות המקומי היו נמוכות יותר, וגם מחזורי המסחר בו ירדו מאוד ובעוצמה רבה מאשר בחו"ל, בין היתר בהשפעת הסיכון הגיאוגרפי באזור.
- המוסדות הפיננסיים המקומיים – בנקים וחברות ביטוח – הציגו בשלושת הרבעים הראשונים של 2012 שיפור ביחסי ההון שלהם. שיפור זה, לצד צעדים רגולטוריים נוספים שננקטו במהלך השנה, מחזקים את עמידותם של המוסדות הפיננסיים.
- בשוק האשראי נמשך ב-2012 הגידול המהיר יחסית של האשראי למשקי הבית, ועיקרו נבע מגידול באשראי לדיור. האשראי למגזר העסקי נותר ללא שינוי, תוך המשך הירידה ביחס האשראי העסקי לתוצר.
- בשוק אג"ח החברות נמשך התהליך של הקטנת התחייבויות באמצעות הסדרי חוב רבים ומימוש נכסים, והוא בולט במיוחד בקרב חברות האחזקה.
- מצבן של הקבוצות העסקיות הממונפות הורע ב-2012, וחלקן התקשו לפרוע את התחייבויותיהן. נראה כי פחת החשש מפני השפעה מערכתית כתוצאה מהדבקה בין החברות השונות בתוך קבוצה עסקית, והדבר משתקף בירידת המתאם בין התשואות של החברות השונות בתוך קבוצה עסקית.
- ב-2012 ובתחילת 2013 המפקח על הבנקים נקט צעדים מקרו-יצובתיים נוספים בשוק המשכנתאות, וזאת על רקע העלייה המחודשת של מחירי הדירות, שלוותה בעלייה בקצב נטילת המשכנתאות.

1. ההתפתחויות העיקריות שחלו במערכת הפיננסית המקומית ב-2012 והערכת יציבותה

א. ההתפתחויות העיקריות

המערכת הפיננסית המקומית הושפעה גם במהלך 2012 ממשבר החוב באירופה, משבר שהמשיך לטלטל את המערכת הפיננסית הגלובלית. ערוצי ההשפעה היו פיננסיים וריאליים. הערוץ הפיננסי כלל השפעה של מחירי הנכסים בשווקים הפיננסיים בחו"ל על מחירי הנכסים המקומיים ועל המוסדות הפיננסיים המקומיים – דרך מחירי הנכסים הפיננסיים המוחזקים בתיקי הנוסטרו שלהם ובעקיפין גם דרך השפעה על הפעילות העסקית של הלזים שלהם ועל איכותם. הערוץ הריאלי כלל השפעה של ירידת הביקושים העולמיים על היצוא והצריכה הפרטית ודרכם (שוב) על הסיכון הגלום בתיק האשראי של המוסדות הפיננסיים. כמו כן הושפעה המערכת הפיננסית המקומית מגורמי סיכון מקומיים, ובעיקר מעליית אי-הוודאות הגיאוגרפית באזור.

ברביע הראשון של השנה חלה רגיעה זמנית במשבר החובות באירופה, והשווקים הגלובליים הגיבו בעליות שערים חדות הודות לכך שהבנק המרכזי האירופי, ה-ECB, ביצע הזרמת נזילות גדולה לבנקים באזור. אולם החל מאפריל המשבר החריף שוב על רקע ההחמרה במצב הפיסקלי של יוון, החשש ליציבות הבנקים בספרד והחשש לשלמות גוש האירו כולו. בתקופה זו עלויות הגיוס ופרמיות הסיכון של המדינות הנתונות בקשיים עלו לרמות שיא, ומחירי המניות בשווקים הגלובליים ירדו. מאז אוגוסט שוב חל שיפור בשווקים הגלובליים, וזאת בעקבות שורת צעדים שהרשויות באירופה הכריזו עליהם ושהצביעו על מחויבותן לפתור את המשבר ולשמור על שלמות גוש האירו. בין הצעדים שנקטו: ה-ECB הצהיר על כוונתו לעשות כל שנדרש כדי לשמור על שלמות גוש האירו; ה-ECB הכין תוכנית חדשה לרכוש מהממשלות הנתונות בקשיים אג"ח בשוק המשני (OMT); הרשויות באירופה הצהירו על תוכנית לאינטגרציה הדוקה יותר של הרגולציה הפיננסית במדינות האיחוד, כולל פיקוח מרכזי על הבנקים בחסות ה-ECB. גם הבנק המרכזי האמריקאי, ה-Federal Reserve, הכריז בספטמבר על תוכנית שלישית של הזרמה מוניטרית, וזו תרמה להגברת הביטחון בשווקים.

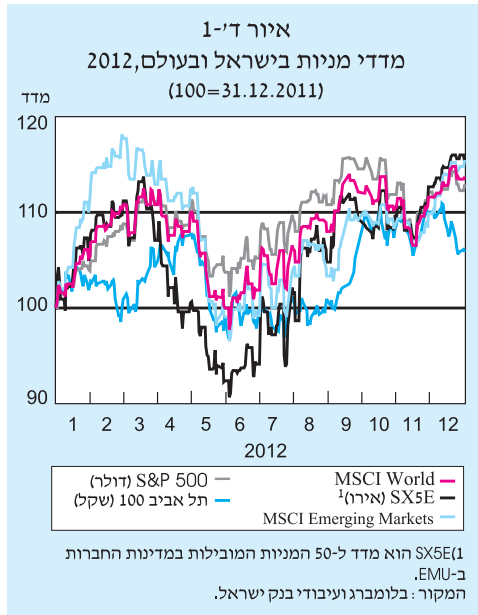
כתוצאה מהזרמת הנזילות לשווקים הפיננסיים הגלובליים, כמו גם מהירידה בהערכות הסיכון בעקבות הצעדים שנקטו, מחירי המניות בשווקים הפיננסיים הגלובליים עלו, מרווחי האשראי התכווצו ומדדי התנודתיות בשווקים הפיננסיים ירדו בשיעור חד. זאת למרות שהנתונים על הפעילות הריאלית הגלובלית המשיכו להצביע על צמיחה מתונה – ובאירופה אף על גלישה למיתון – ולמרות שתחזיות הצמיחה ל-2013 עודכנו כלפי מטה במחצית השנייה של השנה. לקראת סוף השנה שוב גברה אי-הוודאות במערכת הפיננסית הגלובלית, וזאת בשל החשש מפני "המצוק הפיסקלי" בארה"ב ומפני השפעתו על הצמיחה בארה"ב ובכלכלה הגלובלית כולה. בתחילת 2013 נמצא פתרון זמני וחלקי גם לחשש זה. גם השווקים הפיננסיים המקומיים התאפיינו בדרך כלל במגמות דומות: בסיום השנה כולה מחירי איגרות החוב הממשלתיות והפרטיות עלו בשיעורים גבוהים יחסית – 8 ו-10 אחוזים, בהתאמה – ושערי המניות עלו ב-7 אחוזים. בלטו במיוחד עליות השערים באיגרות החוב לטווחים ארוכים יותר – השפעה של עליות השערים על אג"ח

המערכת הפיננסית המקומית הושפעה ממשבר החוב באירופה דרך ערוץ פיננסי וערוץ ריאלי.

הצעדים שנקטו הרשויות בחו"ל כדי לטפל במשבר פעלו להפחתת הערכות הסיכון במערכת הפיננסית הגלובלית.

בסיכום השנה עלו השערים בשווקים הגלובליים, אף על פי שהתחזיות הצביעו על צמיחה מתונה.

שוקי ניירות הערך
המקומיים עלו אף הם,
אך עליות השערים
בשוק המניות המקומי
היו נמוכות מאלה של
השוקים הגלובליים.



מקבילות בעולם ושל הפחתות הריבית של בנק ישראל. הביצועים של שוק המניות המקומי פיגרו אחרי הביצועים של רוב השוקים הגלובליים (איור ד'-1), בין היתר על רקע העלייה בסיכון הגיאו-פוליטי באזור ועל רקע השפעתן של רפורמות מסוימות כמו זו שנערכה בענף הסלולר. עדות לעליית הסיכון הגיאו-פוליטי ניתן לראות בעליית המרווחים הממוצעים בשוק ה-CDS ובעליית המרווח הממוצע בין אג"ח ממשלת ישראל לאג"ח של המדינות המפותחות, בעיקר במחצית הראשונה של השנה (איור ד'-2). מחזורי המסחר בשוק המניות המקומי ירדו מאוד, ובשיעורים גבוהים מאלה שנצפו בשוקים מפותחים אחרים, וזאת בהמשך לירידתם גם ב-2011. ביצועי החסר של שוק המניות, לצד הירידה במחזורי המסחר, השתקפו גם בצבירה שלילית בקרנות המתמחות במניות וכן בירידה חדה בהיקף ההנפקה של מניות, היקף שהיה נמוך עוד קודם לכן. (ראו תיבה ד'-1.)



שווי של תיק הנכסים של הציבור עלה בשנת 2012 ב-7.3 אחוזים, בעיקר הודות לעליות השערים בשוקים הפיננסיים. עליית הסיכונים עד אוגוסט התבטאה בשינוי בהעדפות הציבור ביחס להרכב התיק: חלקם של הפיקדונות ושל אג"ח הממשלה עלה, וזאת על חשבון חלקם של נכסים מסוכנים יותר, כמו מניות ואג"ח חברות (איור ד'-3). המשך הפחתות הריבית על ידי בנק ישראל במחצית השנייה של השנה, לצד ירידת הסיכונים בשוקים הפיננסיים, הפכו או מיתנו מגמה זו לקראת סוף השנה. משקל ההשקעות בחו"ל הוסיף לגדול במתינות, מפני שחלק מגופי החיסכון הפנסיוניים המשיכו להגדיל את שיעורי ההשקעה בחו"ל כחלק מאסטרטגיה של הגדלת הפיזור והנזילות בתיקיהם. בולטת העובדה שרוב גופי החיסכון הפנסיוניים הגדילו את שיעורי ההשקעה במניות בחו"ל (באמצעות תעודות סל) והקטינו את שיעורי ההשקעה במניות בארץ.

גופי החיסכון הפנסיוניים
המשיכו להגדיל את
שיעורי ההשקעה במניות
בחו"ל, ואילו חלקן
של המניות בארץ ירד
בתיקיהם.

בתיקיהם. בולטת העובדה שרוב גופי החיסכון הפנסיוניים הגדילו את שיעורי ההשקעה במניות בחו"ל (באמצעות תעודות סל) והקטינו את שיעורי ההשקעה במניות בארץ.

לוח ד'-1

אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2009 עד 2012
(אחוזים)

2012	2011	2010	2009	
				א. הסביבה העולמית
3.2	3.8	5.1	-0.5	שיעור הצמיחה הריאלי של התמ"ג העולמי
2.1	5.8	12.5	-10.4	שיעור הגידול של הסחר העולמי ¹
3.2	3.0	2.8	4.6	המרווח על אג"ח של המשקים המתעוררים EMBI (ממוצע תקופתי)
17.8	24.2	22.5	31.5	מדד VIX של Chicago Board Options Exchange (ממוצע תקופתי)
				ב. הסביבה המקומית
71.3	72.4	74.4	77.8	יחס החוב הממשלתי לתמ"ג (סוף תקופה)
-28.2	-24.5	-23.5	-26.4	יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג (סוף תקופה) ²
125.1	131.4	135.7	136.9	יחס סך האשראי למגזר הפרטי לתמ"ג (סוף תקופה)
115.9	124.0	129.6	132.0	יחס האשראי למגזר העסקי לתוצר המגזר העסקי (סוף תקופה)
60.6	61.5	61.5	59.4	יחס האשראי למשקי הבית להכנסה הפרטית הפנויה (סוף תקופה)
1.69	1.58	1.18	1.58	פרמיית הסיכון של ישראל (מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ממוצע תקופתי)
2.61	2.21	1.50	1.83	הפער בין תשואת אג"ח ממשלתית שקלית לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב, ל-10 שנים (ממוצע תקופתי)
6.03	3.98	3.80	6.93	המרווח בשוק האג"ח הפרטיות - ס"כ האג"ח ללא אג"ח של חברות פיננסיות (ממוצע תקופתי)
				ג. הנכסים הפיננסיים
				מדדי סיכון (ממוצע תקופתי)
9.7	10.3	8.5	13.5	סטיית התקן הגלומה של שער החליפין
24.2	25.7	23.9	32.7	של מדד ת"א 25
6.6	9.2	6.4	10.7	סטיית התקן בפועל של שער החליפין
11.7	18.7	13.8	19.0	של מדד המניות הכללי
				מחירים ותשואות (במונחים שנתיים)
-2.3	7.7	-6.0	-0.7	שיעור השינוי של השקל מול הדולר (במהלך התקופה)
-0.8	4.8	-7.0	2.5	שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך התקופה)
4.6	-22.1	12.6	78.7	שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך התקופה)
3.2	4.2	3.8	3.9	התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא צמודות ל-5 שנים (ממוצע תקופתי)

לוח ד'-1 (המשך)
אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2009 עד 2012
 (אחוזים)

2012	2011	2010	2009	
				ד. עמידות המערכת הפיננסית
				מערכת הבנקאות³ (סוף תקופה)²
14.6	14.0	14.0	13.6	יחס ההון הכולל לרכיבי הסיכון
8.9	8.4	8.5	8.3	יחס ההון מרובד 1 לרכיבי הסיכון
0.42	0.39	0.41	0.75	יחס ההוצאה השנתית להפסדי אשראי בסך האשראי המאוזני לציבור
				חברות הביטוח (סוף תקופה)²
5.5	5.7	6.0	5.8	חלק ההון הראשוני לנכסים
52.2	52.2	53.5	49.4	משקל נכסי הסיכון בסך הנכסים
				קופות גמל⁴ (סוף תקופה)
66.9	63.8	59.6	58.4	משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
30.6	29.0	28.3	28.7	יחס הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
				נזילות השווקים
				שיעור השינוי במחזור המסחר הכולל בשווקים - כל תקופה לעומת התקופה הקודמת
0.2	9.9	-2.8	-6.0	
0.35	0.46	0.31	0.57	המרווח בין שער ציטוט שקל-דולר גבוה לנמוך (ממוצע שנתי)

(1) הנתונים ל-2012 מעודכנים לסוף יוני.

(2) הנתונים ל-2012 מעודכנים לסוף ספטמבר.

(3) 5 הקבוצות הבנקאיות הגדולות.

(4) כולל קופות גמל מרכזיות לפיצויים וקרנות השתלמות.

המקור: נתוני ה-IMF, אגף שוק ההון במשרד האוצר, הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

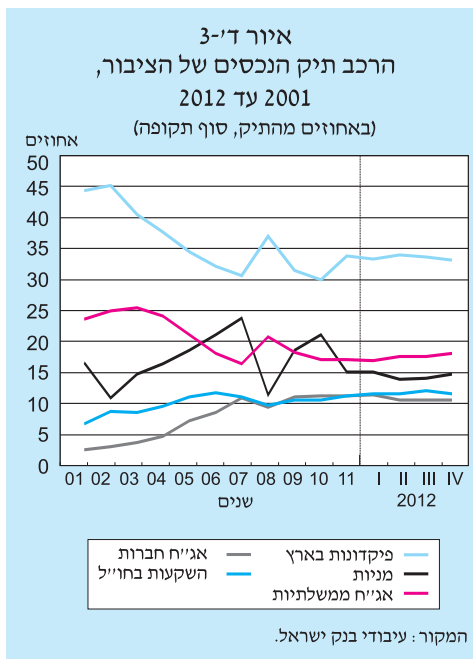
בשוק האשראי נמשך הגידול המהיר באשראי למשקי הבית, בשעה שהאשראי למגזר העסקי נותר ללא שינוי.

בשוק האשראי נמשך ב-2012 הגידול המהיר יחסית של האשראי למשקי הבית, ורובו נובע מגידול בתיק המשכנתאות; האשראי למגזר העסקי נותר ללא שינוי (איור ד'-4). על אף הגידול המהיר באשראי למשקי הבית, היחס בין האשראי למשקי הבית ובין התוצר ירד ב-2012, והוא נמוך בהשוואה לעולם. אי השינוי ביתרת האשראי העיסקי משקף עלייה בסיכונים, אשר הובילה לירידה מסוימת בהיצע האשראי הבנקאי וכן לכך שהשוק הראשוני להנפקות אג"ח היה זמין רק לחברות מהשורה הראשונה; כל זאת לצד ירידה מסוימת גם בביקוש לאשראי.

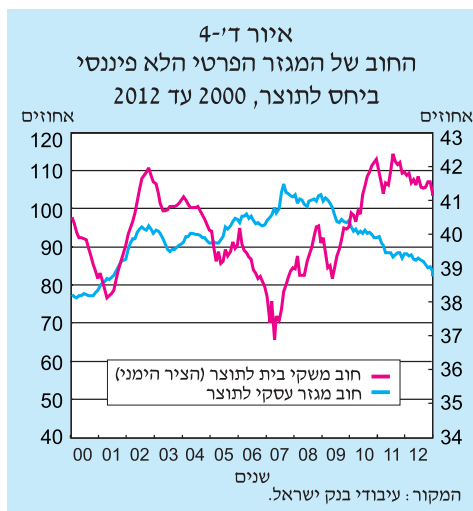
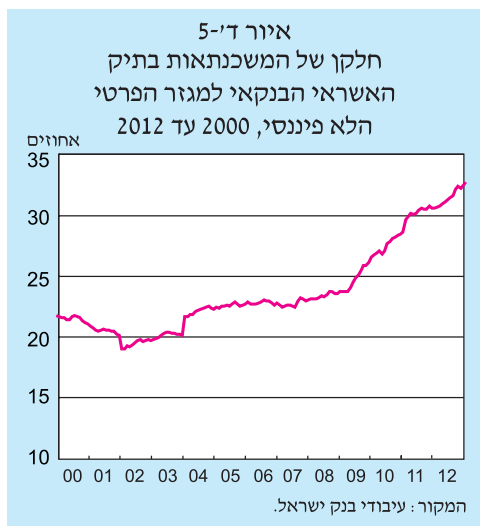
האשראי הבנקאי למגזר העסקי ירד לנוכח עליית הסיכונים, וכן לנוכח פעולות הבנקים להגדלת ההון והעדפתם להגדיל את האשראי למשכנתאות.

את הירידה בהיצע האשראי הבנקאי מייחסים להחמרה שחלה בתנאי החיתום לנוכח ההערכה שרמת הסיכון עלתה ולאור הפעולות שהבנקים נקטו כדי להגדיל את יחס הלימות הון הליבה בהתאם למתווה שקבע המפקח על הבנקים כחלק מהטמעת מסגרת באזל III; במקביל הבנקים המשיכו להגדיל את חלקן של המשכנתאות בתיק האשראי הבנקאי, נטייה שקיבלה תאוצה מראשית 2009 והושפעה גם מכך שהקצאת ההון שהבנקים נדרשו לבצע בגין משכנתאות הייתה נמוכה לעומת ההקצאה על אשראי עסקי, וזאת בהתאם למקובל בעולם עפ"י דרישות באזל (איור ד'-5).

בשוק אג"ח החברות נמשכו הסדרי החוב הרבים, של לווים קטנים וגדולים כאחד, לרבות חלק מהקבוצות העסקיות הממונפות. מראשית 2009 עד סוף 2012 נכנסו להסדר אג"ח בשווי של כ-26 מיליארדי ש"ח ערך נקוב (6.5 מיליארדים בממוצע לשנה), ושווי זה משקף חובות בעייתיים בשיעור ממוצע של כ-2.5 אחוזים לשנה². לצד הסדרי החוב מתקיים גם תהליך של הקטנת התחייבויות באמצעות מימוש נכסים, והדבר בולט במיוחד בחברות האחזקה³. תהליכים אלו מנקים בהדרגה את שוק האג"ח מהחובות הבעייתיים שהונפקו בו בתקופת הגאות, והם עשויים להפוך אותו למקור מימון פחות פגיע למגזר העסקי.



בשוק אג"ח החברות נמשכו הסדרי החוב והקטנת התחייבויות באמצעות מימוש נכסים.



התשואות הריאליות לפדיון על איגרות החוב הממשלתיות לטווח ארוך הגיעו לשפל היסטורי לאחר שהן ירדו גם במהלך 2012, בהמשך לירידתן מאז 2003 (איור ד-6). גם התשואות הריאליות לפדיון לטווח קצר ירדו ושבו להיות שליליות החל מהמחצית השנייה של השנה. המשך הירידה בתשואות הריאליות לטווח ארוך ב-2012 קשור לכך

התשואות הריאליות לטווח קצר וארוך הגיעו לשפל היסטורי.

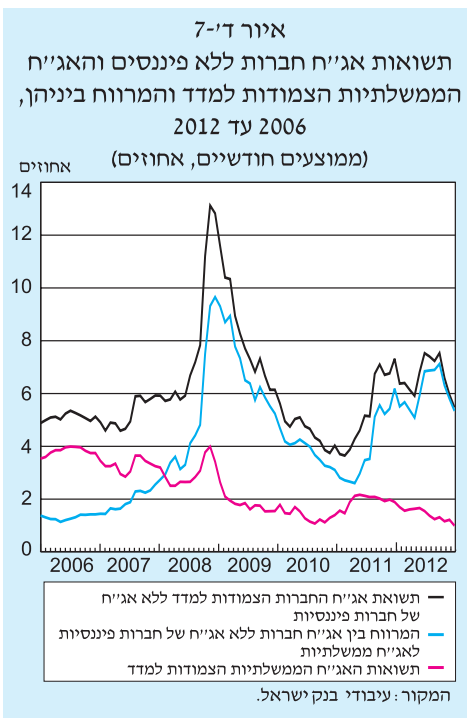
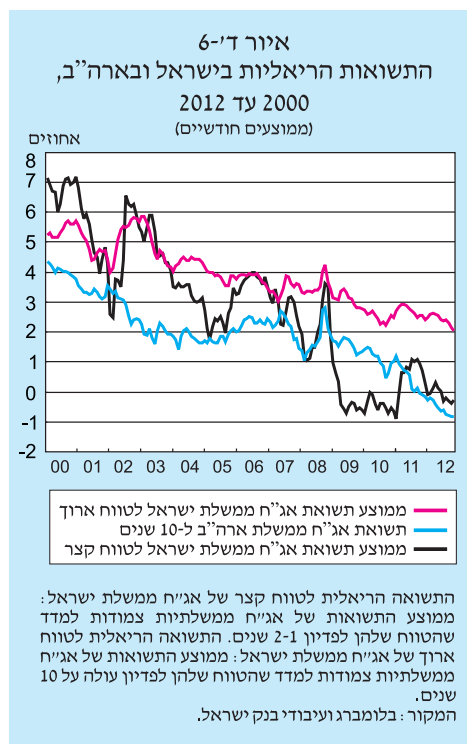
2 יחס זה מתקבל ע"י חלוקת הממוצע השנתי של שווי החוב שנכנס להסדר ביתרת החוב הממוצעת באותה תקופה - כ-260 מיליארדי ש"ח ערך נקוב. יחס זה גבוה מהמשקל שמהוות ההפרשות של הבנקים מסך האשראי המאוני למגזר העסקי: משקלן עמד בשנתיים האחרונות על כ-1.96 אחוז. בהקשר זה חשוב לציין כי קשה למצוא מדד מייצג לצורך השוואה בין החובות הבעייתיים בבנקים לבין החובות הבעייתיים בשוק האג"ח, וזאת בשל אופיים השונה של המכשירים. ההשוואה נועדה רק להציג סדרי גודל, שכן חלק מהחוב שנכנס להסדר בשוק האג"ח ייפרע, וגם שיעור ההפרשות בבנקים גבוה משיעור המחיקות.

3 תהליך זה מביא להקטנה של הפירמידות העסקיות, והוא מתרחש עוד לפני שאמצו את המלצותיה של ועדת הריכוזיות בעניין זה.

שהתשואות הארוכות בעולם המשיכו לרדת והגיעו לשפל היסטורי, והן צפויות להישאר ברמות נמוכות גם בשנים הקרובות בשל עומקו של המשבר ובשל רצונם של הבנקים המרכזיים בעולם לעודד את הפעילות. שני גורמים נוספים תמכו בהמשך ירידתן של התשואות על איגרות החוב הממשלתיות: העלייה בשיעור החיסכון הפרטי במשק, אשר הגדילה את הביקוש לנכסים פיננסיים, ועליית הביקוש לנכסים בעלי סיכון נמוך על רקע אי-הוודאות הגבוהה. ירידת התשואות התרחשה על אף העלייה שחלה ב-2012 בפרמיית הסיכון הממוצעת על השקעה באג"ח של ממשלת ישראל, עלייה שניתן לייחס בעיקר לעלייה בסיכון הגיאו-פוליטי באזור. הגירעון התקציבי הגדול יחסית ב-2012 – שהלך והתברר במחצית השנייה של השנה – ואי-הוודאות לגבי תקציב 2013 לא תרמו עד כה תרומה משמעותית לעלייה של פרמיית הסיכון הנדרשת על השקעה באיגרות החוב הממשלתיות, וזאת כנראה משום שהשוק העריך כי החריגה בגירעון היא זמנית בלבד.

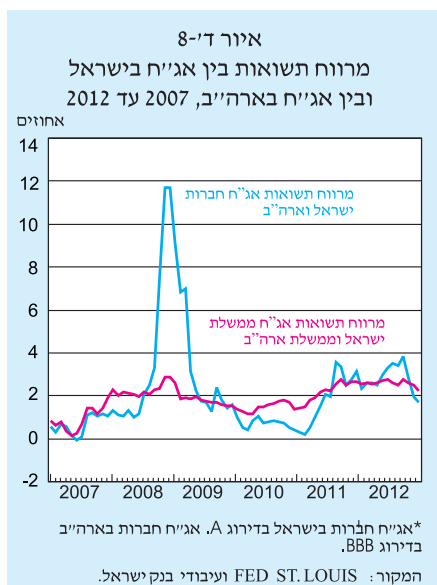
התשואה הריאלית על איגרות החוב הממשלתיות משמשת סמן לעלויות הגיוס של המגזר הפרטי, וירידתה תומכת גם בירידתן. אולם עלויות הגיוס של המגזר הפרטי מושפעות גם משינויים בפרמיית הסיכון שהמלווים דורשים בשוק אג"ח החברות⁴, ואף על פי שבפרמיה זו המגמה הייתה מעורבת במהלך השנה, בסה"כ היא עלתה ב-2012 ועמדה במוצע על 6 אחוזים, לעומת 4 אחוזים ב-2011⁵ (איור ד'-7). עלייתה של פרמיית הסיכון הייתה גבוהה מירידתן של התשואות על איגרות החוב הממשלתיות, ובסופו של חשבון עלויות הגיוס של המגזר העסקי בשוק האג"ח עלו ב-2012 בכל רמות הדירוג. את רוב העלייה בפרמיית הסיכון ניתן לייחס לגורמי סיכון

עלויות הגיוס של המגזר הפרטי בשוק האג"ח עלו בשל עלייתה של פרמיית הסיכון.



⁴ פרמיה זו נמדדת עפ"י הפער בין התשואה לפדיון של אג"ח החברות לבין התשואה לפדיון של אג"ח ממשלת ישראל עם מח"ם דומה.

⁵ הפרמיה חושבה על כל האג"ח של המגזר הפרטי, ללא אג"ח של חברות פיננסיות.



מקומיים בשוק אג"ח החברות, כפי שעולה מעליית הפער בין תשואת אג"ח של חברות ישראליות בשוק המקומי לבין תשואת אג"ח של חברות אמריקאיות הנסחרות בארה"ב (איור ד'8). עלייה זו הייתה גבוהה מהעלייה בפערי התשואות בין אג"ח ממשלת ישראל לאג"ח ממשלת ארה"ב. עלייה דומה התרחשה גם בעת המשבר של 2008, אם כי בשיעורים חדים בהרבה.

ב. הערכה של יציבות המערכת הפיננסית ושל הסיכונים שהיא חשופה אליהם

המערכת הפיננסית המקומית גילתה גם ב-2012 עמידות גבוהה לסביבה העולמית המתגרת ולחוסר היציבות הגיאו-פוליטית באזור, כולל מבצע "עמוד ענן" בנובמבר. תרם לכך מצבו הטוב יחסית של המשק: בשנים האחרונות הוא נהנה מצמיחה הודות למדיניות מקרו-כלכלית אמינה ופיקוח מקיף והדוק על המוסדות הפיננסיים, הואיל ואלה יוצרים תנאי רקע יציבים לפעילות המגזר העסקי. אחד הכלים לניתוח הסיכונים במערכת הפיננסית הוא דיאגרמת הרדאר⁶. דיאגרמה זו מתארת, על פני זמן, את רמות הסיכון ברכיבים השונים של המערכת הפיננסית ושל המצב הריאלי בארץ ובחול (איור ד'9).

מהדיאגרמה עולה כי בישראל ובעולם חל שיפור בשווקים הפיננסיים ללא שיפור מקביל בפעילות הריאלית. ניתן לראות כי בשווקים הפיננסיים בארץ ובחול רמת הסיכון פחתה משמעותית במהלך 2012, אף כי רמת הסיכונים בחול פחתה במידה רבה יותר, כנראה על רקע ההתערבות המסיבית של הרשויות בטיפול במשבר החוב, התערבות שהורידה מאוד את רמת התנודתיות בשווקים ותרמה לעליות בשערי המניות. לעומת זאת, הסיכונים

עפ"י דיאגרמת הרדאר, בישראל ובעולם חל שיפור בשווקים הפיננסיים ללא שיפור מקביל בפעילות הריאלית.

⁶ Measuring Stress and Risks to the Financial System in Israel on a Radar Chart, by Hanan Zalkinder, Dec 2012.

כל אחד מהקודקודים בדיאגרמת הרדאר מייצג מקור סיכון אחר למערכת הפיננסית, וכל אחד מהם מחושב על ידי שקלול של מספר משתנים:

הקודקוד של סיכון המקרו הגלובלי: הצמיחה, האבטלה, מדד אמון הצרכנים, מדד ביטחון העסקים והיבוא במדינות G7.

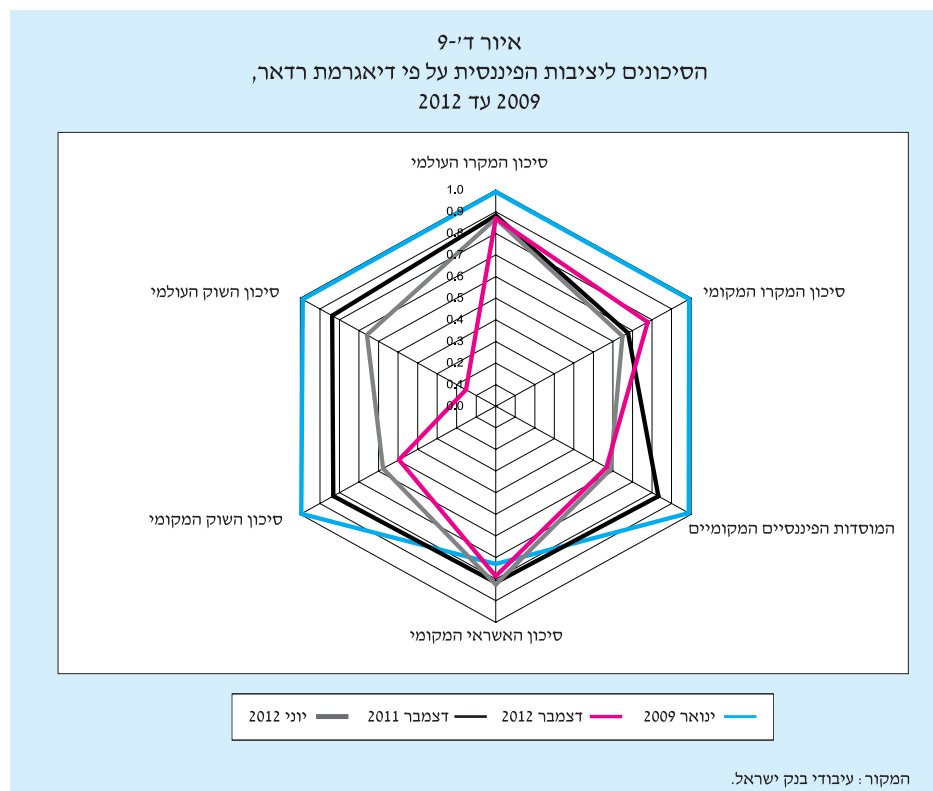
הקודקוד של סיכון המקרו המקומי: המדד המשולב של בנק ישראל למצב המשק.

הקודקוד של הסיכון הפיננסי הגלובלי: מדד VIX, מדד MSCI של המניות במדינות המתפתחות, מדד MSCI של המניות ב-G7, מדד MOVE (סטיית התקן הגלומה באג"ח אמריקאיות לטווח קצר), סטיית התקן הגלומה בשוק המט"ח במדינות G7, Ted Spread (המרווח בין הריבית הבין-בנקאית לבין התשואה על אג"ח אמריקאית קצרה) ומדד MSCI של מניות הבנקים הגדולים במדינות המפותחות.

הקודקוד של סיכון השוק המקומי: מדד ת"א 25, סטיית התקן הגלומה באופציות על ת"א 25, סטיית התקן של אג"ח ממשלתיות לא צמודות לטווח ארוך וסטיית התקן הגלומה באופציות על מט"ח.

הקודקוד של סיכון האשראי המקומי: מרווחי אג"ח החברות לטווח ארוך, המרווח בין הריבית על המשכנתאות בריבית צמודה למדד וקבועה ובין התשואה על אג"ח ממשלתיות צמודות למדד והמרווח בין התשואה על אג"ח צמודות למדד של ממשלת ישראל לאג"ח אמריקאיות צמודות (ל-5 שנים).

הקודקוד של המוסדות הפיננסיים המקומיים: מדד ת"א-בנקים, המרווח על אג"ח של הבנקים וחברות הביטוח, התשואה-להון של הבנקים והלימות ההון מרובד 1.



לכלכלה הריאלית בישראל החריפו במהלך השנה, ובחול"ל הם נותרו ללא שינוי – וברמה גבוהה יותר מאשר בישראל. סיכון האשראי המקומי – הוא נמדד בין היתר לפי מרווחי אג"ח החברות מול אג"ח ממשלתי ולפי מרווחי האג"ח הממשלתיות מול חו"ל – נותר אף הוא ללא שינוי וברמה גבוהה יחסית ודומה לרמתו בתחילת 2009; זאת כתוצאה מעלייה בפרמיית הסיכון של הממשלה יחסית ל-2009, שקווצה חלקית ע"י ירידה בפרמיית הסיכון בשוק אג"ח החברות. הסיכון ליציבות המוסדות הפיננסיים ירד גם על רקע השיפור ביחס הון הליבה שלהם.

להלן מופיעה הערכה של יציבות המערכת הפיננסית המקומית ושל הסיכונים המרכזיים שהיא חשופה אליהם:

1. המוסדות הפיננסיים

בשנת 2012 שופרו המוסדות הפיננסיים בישראל (בנקים וביטוח) את יחסי ההון שלהם. סיכון האשראי של הבנקים גדל ב-2012, וחשיפתם לענף הנדל"ן, הבינוי והמשכנתאות הגיעה לכ-40 אחוזים מנכסי הסיכון שלהם. יחד עם זאת, הבנקים הציגו רווחיות דומה לממוצע ארוך הטווח שלהם והמשך שיפור ביחסי ההון, וזאת על אף ההאטה במשק והמשבר באירופה. שיפור יחסי ההון נבע מכך שהבנקים נמנעו מלחלק כדיבידנדים את הרווחים שנצברו ומכך שחלה ירידה באשראי העסקי. הגדלת יחסי ההון של הבנקים תורמת לעמידותם, ולאחר השלמת התהליך של הגדלת ההון היא תתרום גם ליכולתם לספק אשראי גם בתקופות של שפל במחזור העסקים. הדרישה להגדיל את ההון היא חלק מהמתווה שהפיקוח על הבנקים גיבש כדי להגדיל את יחס הון הליבה של הבנקים ולהתאימו לתקנים הבינ-לאומיים, בהתאם להסכם באזל III. (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק בבנקים).

ב-2012 הבנקים הציגו שיפור ביחסי ההון שלהם, אך סיכון האשראי שלהם גדל.

בשלושת הרביעים הראשונים של 2012 חברות הביטוח הציגו רווחיות גבוהה ושיפור ביחס ההון המוכר להון הנדרש, הודות לעלויות השערים בשווקים הפיננסיים בארץ ובחול. בסוף הרביע השלישי יחסי ההון של חברות הביטוח היו גבוהים מאלה שדורש הפיקוח על חברות הביטוח, וזאת במסגרת ההיערכות ליישום Solvency II. ההוראה החדשה שהוציא אגף שוק ההון באוצר, ושנכנסה לתוקף בראשית 2013, אוסרת על חברות ביטוח למכור תוכניות ביטוח חיים עם מקדם המרה מובטח⁷, והיא צפויה לתרום ליציבות של חברות הביטוח בטווח הארוך, שכן היא תמנע את חשיפתן לסיכון הנשקף מהתארכות תוחלת החיים. מנגד, השינוי עלול לפגוע בייחודיות המוצר הפנסיוני של חברות הביטוח ולהקשות עליהן להתחרות במסלולי חיסכון פנסיוניים אחרים, בפרט משום שדמי הניהול בענף הביטוח גבוהים יחסית למסלולי חיסכון אחרים. (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק בביטוח.) החיסכון הפנסיוני של הציבור מתנהל ברובו בתוכניות מסוג D.C. (Defined Contributions), ובתוכניות אלה העמיתים הם אלה הנושאים בסיכונים השוק. כתוצאה מכך זעזוע בשווקים אינו צפוי להשפיע באופן מהותי על יציבות המוסדות המנהלים את החיסכון הפנסיוני של הציבור, זולת דרך השפעה על דמי הניהול שהם יגבו⁸. ואולם במקרים קיצוניים לזעזוע כזה עלולה להיות השלכה תקציבית גדולה. זאת משום שהניסיון מלמד כי כאשר נגרם הפסד גדול מאוד לתיק החיסכון הפנסיוני, נוצר לחץ להתערבות ממשלתית, כפי שאירע ב-2008 כשהממשלה נאלצה לפרוש רשת ביטחון לחוסכים קרובים לגיל פרישה. מאז 2008, ובמסגרת הפקת לקחים מהמשבר, גופי החיסכון לטווח ארוך הגדילו את שיעורי ההשקעה שלהם בחו"ל, ובסוף 2012 שיעורים אלה הגיעו לממוצע של 15.9 אחוזים מהנכסים המנוהלים, לעומת 15 אחוזים בסוף 2011 ו-9.3 אחוזים בלבד בסוף 2007. ההשקעה מתבצעת בעיקר בתעודות סל למניות ובקרנות נאמנות, וברובה היא אינה מגודרת כנגד סיכונים שער חליפין. גופי החיסכון לטווח ארוך ממעטים להשקיע במישרין באג"ח של ממשלות זרות, והוא הדין באג"ח של חברות בחו"ל. פיזורו של חלק מהתיק המוסדי בחו"ל חשוב מאוד, וזאת בעיקר על רקע הסיכונים הגיאוגרפיים באזור וכן על רקע גודלם של הגופים המנהלים ביחס לגודלו של השוק המקומי (ראו תיבה ד'-2). הגדלת שיעורי ההשקעה בחו"ל מגדילה את חשיפת הגופים המוסדיים לסיכונים שער החליפין, אך ניתן להתגונן מפני סיכונים אלה.

ב-2012 חברות הביטוח הציגו רווחיות גבוהה ושיפור ביחס ההון המוכר להון הנדרש.

רוב החיסכון הפנסיוני של הציבור מתנהל בתוכניות D.C., ובהן הנטל של סיכון השוק נופל על כתפי החוסכים.

גופי החיסכון לטווח ארוך המשיכו להגדיל את שיעורי ההשקעה שלהם בחו"ל.

2. סיכונים אשראי

סיכון האשראי במערכת הפיננסית נותר ב-2012 ברמה גבוהה, והוא משתקף בין היתר ברמה הגבוהה של המרווחים הממוצעים של אג"ח הממשלה ביחס לאג"ח ממשלת ארה"ב, וכן במרווחים של אג"ח החברות ביחס לאג"ח הממשלתיות. את סיכון האשראי של המשק אנו בוחנים גם עפ"י פרמטרים נוספים, כמפורט להלן:

- **היצע האשראי למגזר העסקי.** האשראי למגזר העסקי נותר ב-2012 ללא שינוי, תוך ירידה נוספת ביחס האשראי לתוצר, ירידה שנמשכת מאז שנת 2008. הדבר משקף החמרה מסוימת בקשיי המימון של המגזר העסקי, בפרט של חברות מענף הנדל"ן ומענפי ההשקעה וההחזקה, לצד ירידה בביקוש לאשראי. החרפה נוספת בסיכונים, ובשל כך בקשיי המימון בעתיד, עלולה להקשות על העלייה בקצב הצמיחה במשק. (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק באשראי.)

האשראי למגזר העסקי נותר ב-2012 ללא שינוי.

⁷ תוכניות שכבר בעת הכניסה אליהן נקבע יחס ההמרה בין גובה החיסכון לקצבה.

⁸ יוצאות מכלל זה הן קרנות הפנסיה הוותיקות, הואיל והן יצור כלאיים המבטיח תשואה אך נהנה מגיבוי ממשלתי מסוים, וכן תוכניות הביטוח מבטיחות התשואה.

- **הסיכונים בשוק אג"ח החברות.** רמת הסיכונים בשוק אג"ח החברות ב-2012 נותרה גבוהה. היא השתקפה בעלייה של רמת המרווחים הממוצעת בשוק; בהסדרי חוב רבים ובצפי להרבה הסדרים נוספים; בצפי לפירעונות אג"ח בהיקפים גדולים, בפרט אג"ח שנסחרות בתשואה גבוהה המקשה על מיחזור; בקשיי נזילות בקרב קבוצות עסקיות גדולות וממונפות; ובזמינות של השוק הראשוני לחברות מהשורה הראשונה בלבד. עם זאת, ברביע האחרון של השנה הסיכונים בשוק ירדו בהדרגה: רמת המרווחים ירדה, ובחודש דצמבר התרחב גם מעגל ההנפקות לחברות בדירוג A.
- **הקבוצות העסקיות הגדולות.** שנות הגאות בשוק אג"ח החברות (2005—2007) היו גם השנים שבהן הואצה התרחבותן של הקבוצות העסקיות הגדולות, והן הגדילו את מוטת השליטה שלהן בפירמידות עסקיות ממונפות באמצעות הנפקות אג"ח. מצבן של חלק מקבוצות אלה החמיר בשנתיים האחרונות, וחלקן אף מתקשות לעמוד בהתחייבויותיהן; זאת בין היתר על רקע פגיעה ברווחיותן עקב ההאטה במשק, המחאה חברתית ורפורמות מסוימות, כמו זו שנערכה בשוק הסלולר. כתוצאה מכך, וגם כתוצאה מהמשבר בשוק האג"ח, נפגעה יכולתן להמשיך ולגלגל את חובות הענק שהן הנפיקו בשנות הגאות בשוק. ואולם ההתפתחויות בשווקים עד כה מצביעות על כך שפחתה הסכנה הנשקפת מהשפעה מערכתית כתוצאה מהדבקה בין החברות השונות בתוך הקבוצה העסקית, שכן הציבור למד להבחין בין החברות השונות בקבוצות העסקיות עפ"י איתנותן הפיננסית. בהתאם לכך, ולהבדיל משנת 2008, עליית התשואות בשנת 2012 איננה גורפת; היא ממוקדת בעיקר בחברות הנתונות בקשיים בתוך הקבוצות העסקיות, מבלי להשליך אוטומטית על יתר החברות בקבוצה (איור ד'-10). לכך תרמו בין היתר התהדקות הממשל התאגידי והבקרה על העברת כספים בין החברות בתוך הקבוצה העסקית.
- **מראשית 2009 הואץ הקצב שבו המוסדיים מעמידים הלוואות ישירות למגזר העסקי,** ובסוף 2012 הן היוו 21 אחוזים מסך האשראי של המוסדיים למגזר העסקי, לעומת כ-7 אחוזים בסוף 2008. כיוון שהשקיפות בערוץ אשראי זה נמוכה, וכיוון שהפיזור נמוך יחסית לאלטרנטיבה של השקעה באג"ח, התפתחותו המהירה מחייבת להדק את הסדרתו ואת הפיקוח עליו; על רקע זה המפקח על הביטוח מינה בתחילת 2013 ועדה שתקבע את הכללים להעמדת הלוואות ישירות מהמוסדיים למגזר העסקי. (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק באשראי.)

מצבן של חלק מהקבוצות העסקיות החמיר ב-2012, וחלקן אף מתקשות לעמוד בהתחייבויותיהן.

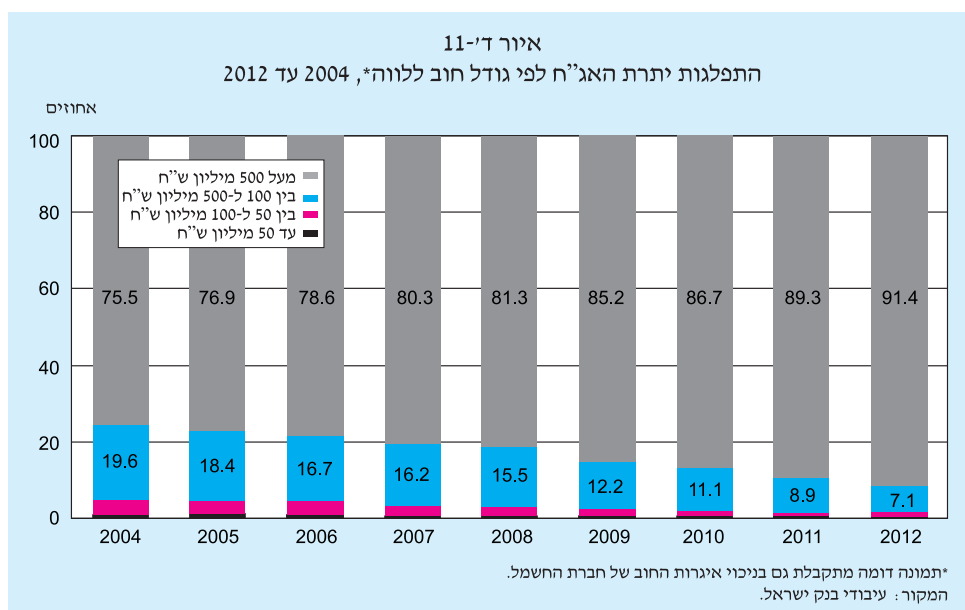
ההלוואות הישירות מהמוסדיים למגזר העסקי הוסיפו לגדול בקצב מואץ.



קיימת ריכוזיות גדולה בשוק האשראי הבנקאי והחוץ הבנקאי וכן קיימת סכנה של הדבקה ביניהם.

- **ריכוזיות האשראי וסיכוני הדבקה בין שווקים.** בשוק האשראי הבנקאי והחוץ בנקאי למגזר העסקי קיימת ריכוזיות גבוהה וכמו כן קיימת סכנה של הדבקה בין השווקים, שכן הלוויים הגדולים בשוק החוץ בנקאי הם בדרך כלל גם הלוויים הגדולים מהבנקים. אחד הגורמים לריכוזיות הגדולה בשוק האשראי בישראל הוא התפתחותן של קבוצות

עסקיות גדולות: קבוצות אלה מחזיקות חברות רבות ובהתאם לכך גם חלק גדול מנתח האשראי הבנקאי והחוץ בנקאי. בשנים האחרונות הוטלו מספר הגבלות על החשיפה של הבנקים והגופים החוץ בנקאיים לקבוצות לוויים, והגבלות אלה, לצד צעדים נוספים שננקטו על ידי הגופים המפקחים, תרמו להקטנת הסיכון המערכתית הנשקף מהאשראי לקבוצות העסקיות הגדולות. צעד נוסף שעשוי לתרום להקטנת ריכוזיות האשראי הוא יישום המלצתה של הוועדה להגברת התחרותיות במשק להגביל את פעילותן של הקבוצות העסקיות באמצעות הגבלת מספר הרמות של הפירמידה העסקית. המגמה להסיט את האשראי הבנקאי למשקי הבית על חשבון המגזר העסקי, וכן המגמה להגדיל את האשראי לעסקים קטנים ובינוניים על חשבון אשראי לעסקים גדולים, תורמות גם כן להקטנת החשיפה של הבנקים לסיכון הנשקף מריכוזיות האשראי. (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק בבנקים.) לעומת זאת, בשוק אג"ח החברות הריכוזיות הלכה וגדלה בשנים האחרונות, ובסוף 2012 כ-91 אחוזים מיתרת החוב בשוק הונפקו ע"י לוויים ששווי חובם בשוק האג"ח עולה על 500 מיליוני ש"ח (איור ד'-11).



3. סיכון ריבית נמוכה

במערכת הפיננסית הגלובלית שוררים שיעורים נמוכים של ריבית לטווח קצר וארוך, והם משפיעים על רמות הריבית במערכת הפיננסית המקומית, משום שהמשק המקומי קטן ופתוח עם תנועות הון חופשיות. שיעורי ריבית נמוכים תומכים בפעילות בטווח הקצר, אך ייתכן שהריביות הנמוכות בעולם טומנות בחובם סיכונים להתפתחויות בלתי רצויות בטווח הארוך יותר. אם שיעורי ריבית נמוכים אלה יתמידו לאורך זמן – בשל התמשכות המשבר – הם עלולים ליצור עיוות בהקצאת המקורות ולעודד נטילת סיכונים יתר בהשקעות הריאליות ובניהול תיק הנכסים של הציבור. עד כה סיכונים אלו לא באו לידי ביטוי במשק הישראלי. (ראו דיון בפרק ג', ו-32 p. Financial Stability Review, Bank of Canada Dec. 2012).

4. מחירי הדירות וחשיפת הבנקים לענף הנדל"ן

קצב נטילת המשכנתאות
ב-2012 הואץ.

עליית מחירי הדירות התחדשה ב-2012 – אם כי בקצב מתון יותר – וזאת בהמשך לעליית מחירים מהירה בשנים 2008 עד אמצע 2011. בנוסף לעליית המחירים נרשם גידול מחודש בהיקף המשכנתאות החדשות ובהיקף הדירות הנרכשות להשקעה. המשך העלייה במחירי הדירות, לצד המשך התרחבות המשכנתאות, העלו את החשש מפני עלייה בסיכונים הגלומים בתיק האשראי הבנקאי, הואיל והתממשותם תפגע ביחסי ההון של הבנקים וברווחיותם. כמו כן הם העלו את החשש מפני עלייה בנטל של החזר החוב על משקי הבית במקרה של עלייה בריבית או במקרה של מינוף יתר לצורך רכישת דירות (ראו דיון בסעיף העוסק באשראי). על רקע זה בנק ישראל נקט מספר צעדים למיתון ההתפתחויות הבלתי רצויות בשוק המשכנתאות (ראו דיון בסעיף העוסק במדיניות מקרו-יציבותית).

ג. מדיניות מקרו-יציבותית בישראל

מדיניות מקרו-יציבותית מתמקדת בקשרים בין המוסדות הפיננסיים, השווקים, התשתית הפיננסית והמשק בכללו; זאת כדי להפחית את הסיכון הפיננסי המערכתי ולמנוע משברים פיננסיים שעליותיהם המקרו-כלכליות גבוהות⁹. אחד התפקידים החשובים של מדיניות זו הוא להגביל את מבנה התמריצים לנטילת סיכונים יתר. החובה לקדם מדיניות זו היא אחד הלקחים שהופקו בעולם מהמשבר של 2008, והיא מהווה את אחד היעדים המרכזיים של בנק ישראל לשנים הקרובות.

כדי ליישם מסגרת מקרו-יציבותית במשק הישראלי, ועל רקע גידול הסיכונים וההתפתחויות בשוקי חו"ל, הוקם צוות מקצועי בין מוסדי לזיהוי סיכונים מערכתיים, ומשתתפים בו נציגים ממשרד האוצר, מהרשות לניירות ערך ומבנק ישראל. ב-2012 הצוות בחן את החשיפה הישירה של המשק לאירופה. מהבדיקה עלה כי אין למשק מידה רבה של חשיפות פיננסיות וריאליות ישירות למדינות ה-PIIGS¹⁰, אך יש לו מידה משמעותית של חשיפות ישירות לאירופה בכללותה, בפרט חשיפה של המערכת הבנקאית ושל הפעילות הריאלית – בשל חלקו הגבוה של היצוא לאירופה ביצוא הישראלי.

משלחת ה-FSAP של
קרן המטבע המליצה
להקים ועדה ליציבות
פיננסית בהשתתפות כל
הרגולטורים.

בחודש נובמבר 2011 ביקרה בישראל משלחת מקרן המטבע הבין לאומית כדי להעריך את יציבותה של המערכת הפיננסית (FSAP)¹¹. במסגרת הביקור ביצעו לבנקים בישראל מבחני לחץ על פי תרחישים מקרו-כלכליים חמורים¹². בכל אחד מהתרחישים שנבדקו, יחס הלימות ההון נותר מעל למינימום הנדרש אצל כל חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות. בדוחות הסופיים כלולה המלצה להקים ועדה ליציבות פיננסית, בהשתתפות כל הרגולטורים, כדי שזו תשפר את התיאום בין הרגולטורים ואת האפקטיביות של המדיניות המיקרו- והמקרו-יציבותית. המלצה זו מבליטה את החשיבות של מיסוד האופן שבו הרשויות מטפלות במשותף ביציבות הפיננסית המערכתית, והרבה מדינות מפותחות כבר התקדמו בכיוון זה¹³. ועדה כזו טרם הוקמה בישראל ויש לפעול להקמתה. כמו כן כלולה בדוח המלצה לחזק את המסגרת לניהול משברים, ובפרט לחזק את החקיקה שנועדה

⁹ הרחבה בנושא מדיניות מקרו-יציבותית מופיעה בסעיף 2 בפרק ד' של דוח בנק ישראל 2011.

¹⁰ פורטוגל, איטליה, אירלנד, יוון וספרד.

¹¹ Financial Stability Assessment Program. המשלחת ביקרה בישראל בחודש נובמבר 2011 ופרסמה דוחות סופיים בחודש אפריל 2012.

¹² פירוט מופיע בפרסום של קרן המטבע הבין לאומית WWW.IMF.ORG

¹³ כגון: ארה"ב, האיחוד האירופי ובריטניה.

להתמודד עם כשל במוסדות הפיננסיים ולחדד את אפיונם של מצבי החירום שבהם יעניקו למוסדות הפיננסיים סיוע בניזילות.

ב-2012 ובתחילת 2013 ננקטו בישראל צעדים מקרו-יציבותיים שנועדו לתמוך ביציבות הפיננסית ולהתמודד עם התפתחות הסיכון המערכתית בשוק הדיור לנוכח העלויות במחירי הדירות והמשך הגידול באשראי לדיור. כמו כן הצעדים נועדו למנוע מינוף יתר של משקי הבית בעת רכישת דירות, אשר עלול לפגוע ביכולתם לפרוע את האשראי בעתיד, וכן להבטיח את קיומן של רזרבות הולמות בגין הסיכונים בתיק האשראי לדיור של המערכת הבנקאית. במסגרת זו באוקטובר 2012 המפקח על הבנקים בבנק ישראל הוציא הוראה חדשה המגבילה את שיעור המשכנתא ביחס לשווי הדירה (LTV)¹⁴. על פי ההוראה בנק לא יאשר הלוואה לדיור (משכנתא) בשיעור העולה על 70 אחוזים משווי הדירה, למעט הלוואה לצורך רכישת דירה ראשונה; במקרה האחרון שיעור המשכנתא יכול להגיע ל-75 אחוזים משווי הדירה. נוסף על כך בנק לא יאשר הלוואה לצורך רכישת דירה להשקעה בשיעור העולה על 50 אחוזים משווי הדירה. המפקח הטיל מגבלת LTV חמורה יותר על רכישת דירה להשקעה משום שכאשר מתחוללת בשוק תפנית שלילית, רוכשי הדירות להשקעה נוטים לממש את הנכס בהקדם האפשרי, ונטייה זו מעצימה את עומק הירידות בשוק וכן לנוכח החשש שרוכשי הדירות להשקעה מהווים זרז לעלויות המחירים שפוגעות בכלל ציבור רוכשי הדירות.

בפברואר 2013, על רקע המשך הגידול המואץ באשראי לדיור, המפקח על הבנקים הוציא טיוטת הוראה, שנועדה להגדיל את כריות ההון וההפרשה נוכח העלייה בסיכונים בתיק האשראי לדיור. ההנחיה כוללת דרישה להגדיל את ההפרשה הקבוצתית לחובות מסופקים על תיק האשראי לדיור עד לשיעור מינימלי של 0.35 אחוז מסך האשראי לדיור, וכן דרישה ליצור הקצאת הון גדולה יותר על משכנתאות חדשות בהתאם לרמת ה-LTV: משקל סיכון של 50 אחוז על משכנתאות עם LTV של 45—60 אחוזים (במקום 35 אחוזים קודם לכן) ו-75 אחוזים על משכנתאות חדשות עם LTV העולה על 60 (במקום 35 אחוזים או 100 אחוזים, בהתאם למקרה). במקביל המפקח על הבנקים הקל את דרישת ערבויות חוק המכר לאחר מסירת הדירה למשתכן, וזאת משום שגלומה בערבויות אלה רמת סיכון נמוכה יחסית וכדי לאפשר הגדלה של היצע האשראי הבנקאי לענף הבינוי והנדל"ן.

גם במדינות אחרות חלו עליות מחירים מהירות בשוק הדיור, וגם בהן ננקטו בשנים האחרונות צעדים מקרו-יציבותיים כדי להתמודד עם חשש מפגיעה ביציבות הפיננסית כתוצאה מהתפתחויות בענף הנדל"ן. בסינגפור למשל הטילו ב-2011 מגבלות אשראי על רוכשי דירה שנייה להשקעה, וב-2012 קבעו יחס LTV מקסימלי של 60 אחוזים לרוכשים פרטיים ושל 50 אחוזים לחברות. בשבדיה הטילו ב-2010 מגבלת LTV של 85 אחוז על משכנתאות. בנורווגיה הבנקים קיבלו במרץ 2010 הנחיה ולפיה יחס ה-Loan-to-Income לא יעלה על 30 אחוזים. בהונג קונג קבעו יחס LTV מקסימלי של 40—60 אחוזים, בהתאם לשווי הנכס. בשווייץ החליטו ב-2012 על שורת צעדים בתחום הדיור, ביניהם: נקבע כי נוטלי משכנתאות יידרשו לספק מהונם העצמי לפחות 10 אחוז מערך הנכס; נקבעו מגבלות על הטווח לפדיון של המשכנתא; נקבע כי אם בנק ייתן משכנתא עם LTV גבוה מ-80 אחוז, הוא יידרש לרתק סכום גבוה יותר של הון; כן נקבעו הגבלות שונות על רכישת דירות ע"י זרים. גם באוסטרליה נקבעו ב-2010 תקנות המגבילות השקעות בנדל"ן למגורים בידי זרים שאינם מתגוררים באוסטרליה. בין היתר נקבע כי כאשר הרוכש עוזב את המדינה הוא מחויב למכור את הנכס.

ב-2012 ובתחילת 2013 ננקטו בישראל צעדים מקרו-יציבותיים שנועדו להתמודד עם עליית הסיכונים בשוק הדיור.

גם במדינות אחרות בעולם ננקטו צעדים מקרו-יציבותיים כדי להתמודד עם עליות מחירים מהירות בשוק הדיור.

תיבה ד'-1: ניתוח הגורמים שהשפיעו על הירידה במחזורי המסחר במניות בבורסה בתל-אביב

מבוא

מאז תחילת 2010 נרשמה ירידה של כ-44 אחוז בהיקף המסחר בשוק המניות המקומי, ובמחצית השנייה של 2012 הוא הגיע לרמת שפל של שש שנים. שוק ההון ממלא תפקיד מרכזי בהקצאה יעילה של מקורות ההון במשק. אחד התנאים המרכזיים לתפקודו של השוק ולאמון המשקיעים בו הוא קיומה של רמת נזילות גבוהה, הואיל וזו מאפשרת למשקיעים לסחור במניות בכל רגע נתון על בסיס מידע חדש הזורם לשוק. היקף המסחר בשוק נמנה עם הגורמים המרכזיים המשפיעים על רמת נזילותו. זאת ועוד, היקף מסחר נמוך מרתיע משקיעים מלהשקיע בבורסה, ודבר זה עלול להקשות על החברות לגייס הון בשוק. לאור זאת קיימת חשיבות רבה בניתוח הגורמים שהשפיעו על הירידה החדה במחזורי המסחר בשוק המניות¹. בשנים האחרונות, וביתר שאת בשנה האחרונה, התפתח דיון ציבורי נרחב בסוגיה זו. בין ההשערות שעלו במסגרת דיון זה: (1) הירידה במחזוריים היא תופעה כלל עולמית ואינה ייחודית לשוק ההון המקומי; (2) המשקיעים הזרים יצאו מהבורסה: א. שינוי הסיווג של ישראל במדדי ה-MSCI, ממשק מתעורר למשק מפותח, הביא ליציאה נטו של המשקיעים הזרים מהבורסה; ב. הירידה במחזוריים הושפעה מהעלייה ברמת הסיכון של המדינה, וזו הפחיתה את האטרקטיביות של הבורסה בעיני המשקיעים הזרים; (3) השינויים ברגולציה הכלכלית והפיננסית, שחלקם נתפסו כשינוי של כללי המשחק במשק, הביאו ליציאת משקיעים – מקומיים וזרים כאחד – מהבורסה ולקיטון במספר החברות הציבוריות. בתיבה זו אנו בוחנים השערות אלו תוך השוואה בין לאומית וניתוח ארוך טווח של המחזוריים.

(1) השוואה בין-לאומית

הירידה במחזורי המסחר בשנים האחרונות אינה תופעה ייחודית לבורסה המקומית, והיא נצפתה במרבית הבורסות בעולם. על מנת לבדוק אם הירידה הייתה חריגה בהשוואה עולמית, בחנו את ההתפתחות של מחזור המסחר, מנורמל לשווי השוק, בבורסה בת"א ובממוצע של שלוש קבוצות השוואה: הבורסות במשקים מתעוררים, הבורסות במשקים מפותחים ובורסות עם שווי שוק דומה לבורסה בת"א². כאשר מנתחים מ-2003 את התפתחות קו המגמה ארוך הטווח של המחזור המנורמל בבורסה בת"א, הנאמד באמצעות HP filter³, מוצאים כי התפנית מעלייה לירידה התרחשה בסוף שנת 2009. התנהגות דומה נצפתה גם בקבוצות ההשוואה, למעט בקבוצת המשקים המפותחים, שבהם התפנית התרחשה מעט קודם לכן (באמצע 2009). לפיכך נתמקד בניתוח ההשוואתי בתקופה שמתחילה בדצמבר 2009. לוח-1 מציג את שיעור השינוי במחזור המסחר⁴, בשווי השוק ובמחזור המסחר המנורמל לשווי השוק בתקופה המשתרעת מדצמבר 2009 עד דצמבר 2012, והוא משווה בין הבורסה בת"א לקבוצות ההשוואה. מהנתונים בלוח עולה כי מחזורי המסחר בבורסה בת"א ירדו בשיעורים חדים יותר ביחס לכל קבוצות ההשוואה, ובפרט ביחס לבורסות הדומות. ממצא דומה מתקבל גם כאשר מנרמלים את מחזורי המסחר לשווי השוק, אם כי

¹ זאת להבדיל מהמחזוריים בשוק איגרות החוב הקונצרניות: אלה דווקא עלו בתקופה זו.

² בקבוצה זו כללנו בורסות עם שווי שוק כולל בטווח של 50–550 מיליארדי דולרים, והסרנו מהמדגם בורסות במדינות שהת"ג לנפש בהן חריג בהשוואה לישראל. הקבוצה כוללת את: קולומביה, פרו, מקסיקו, צ'ילה, מלזיה, תאילנד, טורקיה, אירלנד, איראן, פולין ואוסטריה.

³ HP filter (Hodrick-Prescott filter) הנו כלי מתמטי המאפשר אמידה חלקה של מרכיב המגמה ארוכת הטווח של סדרת נתונים עתית (ראו: Hodrick and Prescott, 1997, "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", Journal of Money, Credit and Banking)

⁴ במונחים של דולר אמריקני.

לוח 1

שיעור השינוי במחזורי המסחר ובשווי השוק בבורסה בת"א ובקבוצות
השוואה, דצמבר 2009 עד דצמבר 2012,
(אחוזים)

הממוצע בבורסות דומות	הממוצע במשקים המתעוררים	הממוצע במשקים המפותחים	הממוצע העולמי	הבורסה בתל אביב	
-1	-33	-12	-18	-44	מחזור המסחר
					מחזור המסחר מנורמל
-12	-29	-30	-26	-35	לשווי השוק
31	5	14	12	-14	שווי השוק

המקור: World Federation of Exchanges עיבודי בנק ישראל.

ההבדלים מתונים יותר. זאת משום שבמהלך התקופה הנידונה שווי השוק של הבורסה בת"א ירד, בעוד ששווי השוק בכל קבוצות השוואה דווקא עלה.

מאחר שבהשוואה לבורסות אחרות המחזוריים בבורסת ת"א ירדו באופן חד יותר בשלוש השנים האחרונות, ניתן לשער שבנוסף לגורמים הגלובליים, המשפיעים בעיקר על פעילות המשקיעים הזרים ועל המחזוריים של המניות הדואליות, גם גורמים מקומיים תרמו לירידה.

(2) יציאתם של המשקיעים הזרים מהבורסה

מחקרים אמפיריים הראו שבבורסות קטנות המשקיעים הזרים פועלים בתדירות גבוהה יותר מהמשקיעים המקומיים⁵. זאת ועוד, משקיעים זרים תורמים לרמת ההטרוגניות בשוק, משום שהם מנהלים תיקים בין-לאומיים ועל כן פועלים לעיתים ממניעים שונים ממניעי המקומיים. מודלים תיאורטיים שונים מראים כי היקף המסחר מושפע מדפוסי הפעילות של השחקנים השונים בשוק ומהרכבם, ובפרט ממידת ההטרוגניות שלהם⁶. לפיכך, ירידה במשקלם של הזרים יכולה לתרום לירידה במחזוריים.

משקלם של המשקיעים הזרים באחזקות בבורסה אכן נמצא במגמת ירידה מתמשכת החל משיאו של המשבר הפיננסי בסוף 2008 (30 אחוז). אחת הסברות לגבי הגורם לכך היא שחלה עלייה בתפיסת הסיכון של ישראל על רקע ההתפתחויות הגיאוגרפיות באזור. איור ד'-2 בפרק מציג את התפתחות פרמיית ה-CDS של ישראל בהשוואה לממוצע הפרמיות של המשקים המתעוררים. מהתבוננות באיור ניתן לראות כי בתחילת 2009 פרמיית ה-CDS של ישראל החלה להתכנס מלמטה אל ממוצע הפרמיות של המשקים המתעוררים. התפתחות זו מצביעה על שינוי בתפיסת הסיכון היחסי של ישראל – ממשק פחות מסוכן מהמשקים המתעוררים למשק עם רמת סיכון דומה. למרות שלא ניתן לקבוע אם התפתחות זו נבעה מעליית הסיכון של ישראל או מירידת הסיכון של המשקים המתעוררים, ניתן לשער כי הייתה לה תרומה מסוימת ליציאת המשקיעים הזרים מהבורסה.

עם המשקיעים הזרים שיציאתם מהבורסה הייתה מתואמת במיוחד עם הירידה במחזורי המסחר נמנות קרנות ההשקעה הבין-לאומיות; באמצע 2010 נרשמה ירידה של 53 אחוז באחזקותיהן במניות בבורסה בת"א (איור 1). מאחר שהקרנות הבין-לאומיות מנהלות את היקף הפעילות הגבוה ביותר מבין

⁵ ראו למשל Chan and Covrig, 2009, "Why foreign investors trade more frequently", working paper

⁶ ראו למשל, Jiang Wang, 1994, "A Model of Combative Stock Trading Volume", Journal of Political Economy



המשקיעים הזרים, ליציאתן מהבורסה הייתה ככל הנראה השפעה משמעותית על מחזורי המסחר. בסביבות מאי 2010 התרחשו שני אירועים מרכזיים שעשויים להסביר את יציאתן המהירה של הקרנות הזרות מהבורסה: החרפת משבר החובות באירופה והשינוי בסיווג של ישראל במדד ה- MSCI. מנתוני הפעילות של קרנות ההשקעה הבין-לאומיות⁷ עולה, כי במהלך חודשים אלו אכן נרשמו מימושים גבוהים בכל המשקים המתעוררים על רקע החרפת משבר החובות באירופה, אולם חודשים ספורים לאחר מכן הקרנות שבו להשקיע בהיקפים גבוהים במשקים אלה, למעט בישראל. לכן תגובתן של הקרנות להחרפת משבר החובות באירופה אינה מסבירה מדוע אחזקותיהן בבורסה בת"א התייצבו ברמות נמוכות. במאי 2010 שונה הסיווג של ישראל במדדי ה- MSCI, מדדים המשמשים כמדד ייחוס לקרנות השקעה בין-לאומיות רבות, ממשק מתעורר למשק

מפותח. להלכה צעד זה אמור היה להגביר את האטרקטיביות של הבורסה בת"א, אך למעשה הוא הביא דווקא לירידה בהיקף האחזקות של קרנות ההשקעה הזרות. ההסבר לכך נעוץ כנראה בעובדה שעם שינוי הסיווג MSCI החליטה לכלול את ישראל במדד חדש, המורכב מהמדינות המפותחות באירופה ובמזרח התיכון, ולא במדד האירופי הקיים. לאור משקלה הנמוך של ישראל במדד החדש⁸, לקרנות העוקבות אחרי המדד האירופי לא היה תמריץ לעבור למדד החדש. כתוצאה מכך⁹ לא נכנסו לבורסה קרנות המתמחות במשקים מפותחים במקום הקרנות המתמחות במשקים מתעוררים, שיצאו מהבורסה בעקבות שינוי הסיווג, כפי שעולה מהנתונים. חשוב להדגיש שמטבע הדברים תהליך היציאה של הקרנות הזרות לווה בעלייה זמנית במחזוריים של המניות הכלולות במדד.

(3) השפעת הרגולציה

אחת הטענות הרווחות בשיח הציבורי היא שהשינויים ברגולציה הכלכלית והפיננסית תרמו לירידה במחזורי המסחר. הנימוקים לטענה זו התייחסו לשלושה אפיקי השפעה אפשריים:

(1) עלתה השערה שהעלאת המיסוי על רווחי הון בתחילת 2012 הביאה להסטת השקעות מהבורסה לאפיקים שלא הושפעו מהעלאת המיסים. ואולם בניתוח של הרכב תיק הנכסים של הציבור לא נמצאו עדויות להסטת השקעות משוק המניות לאפיקים אלטרנטיביים. כמו כן, לא נמצא כי שחקנים שלא הושפעו מהשינוי במיסוי (משקיעים מוסדיים ותושבי חוץ) הגדילו את חלקם היחסי באחזקות במניות. ניתן להסיק אפוא כי השינוי במיסוי לא השפיע על המחזוריים.

(2) הידוק הרגולציה על החברות הציבוריות – במהלך השנים האחרונות נערכו מספר שינויי חקיקה במטרה להגביר את השקיפות ולהדק את הפיקוח על החברות הציבוריות, וזאת על מנת להגן על ציבור

⁷ על פי נתוני JP Morgan

⁸ משקלה של ישראל במדד המשקים המתעוררים עמד על כ-2.5 אחוז ואילו המשקל במדד החדש עומד על כ-0.85 אחוז. רייס ומבורך (2008) בחנו מדי השפעה האפשרית של המעבר על היקף ההשקעות הזרות במניות ישראליות, אולם הם לא יכלו לצפות את הבעיה שנוצרה עקב הסיווג למדד החדש של אירופה והמזרח התיכון.

⁹ וכנראה גם כתוצאה ממשקלה הנמוך יחסית של ישראל במדד הכללי של המדינות המפותחות - פחות מחצי אחוז.

המשקיעים¹⁰. בהקשר זה עלתה הטענה שהידוק הרגולציה מכביד על החברות ולכן יצר תמריץ שלילי לביצוע הנפקות חדשות ותמריץ חיובי למחיקת חברות מהמסחר; דבר זה הביא לירידה במספר החברות הציבוריות – כ-16 אחוז בין השנים 2008 ל-2012 – ובעקבות כך גם לירידה במחזוריים. ואולם ירידה במספר החברות בתקופת שפל אינה ייחודית לבורסה המקומית ולעת הנוכחית. לכן, על מנת לבסס את הטענה יש לבחון אם הירידה הנידונה היא חריגה בהשוואה לעולם ובראייה היסטורית. מהשוואה לעולם עולה כי רק בכ-12 אחוז מהבורסות נרשמה ירידה חדה יותר במספר החברות בתקופה זו, כאשר בבורסות דומות מספר החברות עלה בכ-20 אחוז בממוצע. (לשם השוואה, גם אם אף חברה לא הייתה נמחקת מהמסחר בשנים 2008-2012, עדיין כל ההנפקות החדשות בבורסה בתל אביב היו מסתכמות בגידול של פחות מ-7 אחוז במספר החברות.) יש הטוענים כי הירידה במספר החברות נבעה בחלקה מכך שבהשוואה עולמית, מספר החברות הציבוריות בישראל הנו גבוה ביחס לגודל המשק – סביב האחוזון ה-80 של יחס מספר החברות הציבוריות לתוצר. עם זאת, מניתוח הנתונים עולה כי הירידה במספר החברות הציבוריות בישראל הייתה חדה אף יותר מזו שנרשמה במדינות שבהן יחס זה גבוה יותר מאשר בישראל (כ-2 אחוז בממוצע). מהשוואה לעבר עולה כי אף על פי שגם בתקופות שפל קודמות נרשמו ירידות במספר החברות הציבוריות בבורסה בת"א¹¹, לא ניתן להתעלם מכך שמספרן כיום נמצא בשפל של שלוש עשרה שנים. ניתן אפוא להסיק כי הידוק הרגולציה היה בין הגורמים שתרמו לירידה במספר החברות ובכך לירידה במחזוריים.

(3) הרפורמות המקיפות בענפי המשק – בשנים האחרונות חלק מענפי המשק עברו רפורמות מקיפות, ובראשן ניצבות הרפורמה בשוק התקשורת, שהגבירה את התחרות בענף והרפורמות בענף הביטוח (לפירוט הרפורמות בענף הביטוח ראו סעיף הביטוח). מאחר שבטווח המידי הרפורמות פגעו ברווחיותן של החברות בענפים אלה, עלתה הטענה שהן תרמו לירידה במחזורי המסחר במניות של החברות. אך כאשר עורכים ניתוח סטטיסטי של הנתונים, ובודקים מהו שיעור המחזוריים בענפים אלו מתוך סך המחזור בבורסה, מוצאים כי השיעור בתקופה שלאחר החלת הרפורמות העיקריות¹² אינו שונה באופן מובהק מהשיעור בתקופה שלפני החלתן. לפיכך איננו מוצאים תמיכה לטענה שהרפורמות הכלכליות בענפי המשק תרמו לירידה במחזורי המסחר.

לסיכום, מהניתוח שהוצג בתיבה עולה כי בנוסף לגורמים הגלובליים, שהשפיעו על הירידה החדה במחזורי המסחר במניות בבורסה בת"א, פעלו גם גורמים מקומיים. עם הגורמים המקומיים המרכזיים נמנית יציאת הזרים מהבורסה, ובפרט יציאתן של קרנות ההשקעה הבין-לאומיות; מהלכים אלה הושפעו ככל הנראה משינוי הסיווג במדדי ה-MSCI ומהעלייה בתפיסת הסיכון היחסי של ישראל. כמו כן, הירידה החדה, בהשוואה עולמית והיסטורית, במספר החברות הציבוריות תומכת בסברה שלהידוק הרגולציה בשוק ההון הייתה תרומה מסוימת לירידה במחזורי המסחר; השינויים ברגולציה הכלכלית על ענפים ספציפיים, לעומת זאת, לא השפיעו על מחזורי המסחר.

¹⁰ בין השינויים הבולטים: שינוי כללי הדיווח החשבונאי; האכיפה המנהלית; תיקון 16 לחוק החברות, תיקון העוסק באישור עסקאות של בעלי שליטה; ותיקון 20 לחוק החברות, תיקון המטיל מגבלות על שכר הבכירים בחברות הציבוריות.

¹¹ כך למשל, בין השנים 2000–2003, על רקע המשבר הכלכלי בארץ, נרשמה ירידה בשיעור דומה במספר החברות.

¹² ינואר 2012 בענף הביטוח וינואר 2011 בענף התקשורת.

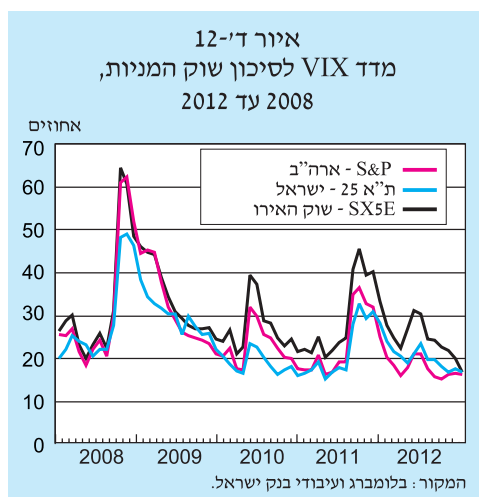
2. מחירי הנכסים והאשראי

א. מחירי המניות

מחירי המניות בישראל עלו בשיעורים נמוכים מאשר בשווקים אחרים, תוך שונות גבוהה בין הענפים השונים.

מדד המניות ת"א 100 עלה ב-2012 ב-7 אחוזים, בעיקר ברביע השלישי של השנה, והוא עלה בשיעור נמוך משיעור העליות בשוקי המניות בעולם, תוך ירידה במדדי הסיכון בעולם ובישראל (איור ד'-12). השנה הייתה שונות גבוהה בהתפתחות השערים של הענפים השונים. כך למשל, בשעה שמחירי מניות הנכסים עלו השנה ב-25 אחוזים, המניות בענף המסחר והשירותים, שנפגעו השנה מהרפורמות בענף הסלולר, ירדו ב-11 אחוזים. חלקן של המניות (בארץ ובחול) בתיק הנכסים הכספיים של הציבור עלה במעט ב-2012, ל-21.7 אחוזים מ-21.5 אחוזים; זאת תוך גידול בחלקן של המניות בחו"ל וירידה בחלקן של המניות בישראל. ירידת חלקן של המניות בישראל נובעת בעיקר מירידת מחירן היחסי של המניות ביחס לרכיבים אחרים של תיק הנכסים – אלה עלו ב-2012 בשיעורים גבוהים יותר – ואילו עליית חלקן של המניות בחו"ל נובעת מהגדלת ההשקעות בחו"ל (בעיקר של המשקיעים המוסדיים) ומעליות שערים בשווקים הגלובליים. הקטנת החשיפה למניות המקומיות משתקפת גם בצבירה נטו בקרנות נאמנות המתמחות במניות: זו הייתה ב-2012 שלילית בגובה של כמיליארד ש"ח, למרות שבסך קרנות הנאמנות הייתה השנה צבירה חיובית של 20 מיליארד ש"ח. גם היקף ההנפקה של מניות ירד השנה לרמות שפל של

2.9 מיליארד ש"ח. השפל בהנפקת מניות חדשות נמשך זה שנים, והוא קשור כנראה לרמת המחירים הנמוכה יחסית שבה נסחרות חברות, כמו גם לעלות המימון הנמוכה באמצעות חוב, שמטה את גיוס המקורות מגיוס באמצעות הנפקת הון מניות לכיוון האג"ח. התפתחות זו יכולה להוביל להגדלת רמת המינוף של החברות. מכפיל הרווח הצפוי¹⁵ עלה במקביל למכפיל הרווח ההיסטורי¹⁶. התפתחות התשואה העודפת על מניות נותרה יציבה במהלך 2012, ורמתה מצויה בסביבות רמות השיא ההיסטוריות שלה. לפיכך נראה כי היא משקפת את הסיכון הגלום באחזקת מניות. התשואה העודפת



¹⁵ כדי לחשב את מכפיל הרווח הצפוי נוטלים את סכום שווי השוק של החברות הנכללות במדד, ומחלקים אותו בסכום הרווחים הצפויים לחברות אלו בארבעה הרביעים הבאים. הרווחים הצפויים של החברות לקוחים ממאגר המידע של מערכת בלומברג, ומחשבים אותם כממוצע של ציפיות החוזאים המדווחות במאגר.

¹⁶ כדי לחשב את מכפיל הרווח הנקי של חברה נוטלים את שווי השוק שלה ומחלקים אותו ברווח הנקי שלה בארבעת הרביעים האחרונים. כדי לחשב את מכפיל הרווח המצרפי נוטלים את סכום שווי השוק של החברות הנכללות במדד, ומחלקים אותו ברווח הנקי המצרפי שלהן בארבעת הרביעים האחרונים.



משתקפת בפער בין התשוואה הריאלית על אחזקת מניות¹⁷ לבין התשוואה הריאלית של אג"ח ממשלתית ל-10 שנים (איור ד-13)¹⁸.

ב. האשראי למגזר הפרטי הלא פיננסי ושוק אג"ח החברות

יתרת האשראי הכוללת של המגזר הפרטי הלא פיננסי¹⁹ הסתכמה בדצמבר 2012 בכ-1.2 טריליוני ש"ח, גידול של 1.8 אחוזים ביחס לסוף 2011 (לוח ד-2). הגידול משקף יציבות באשראי למגזר העסקי והמשך התרחבות של האשראי למשקי הבית.

לוח ד-2

התפלגות האשראי למגזר הפרטי הלא פיננסי לפי סוג המלווה, 2008 עד 2012

2012	2011	2010	2009	2008	2012	2011	2010	2009	2008	
שיעור השינוי ביחס לתקופה הקודמת (אחוזים)					יתרות לסוף תקופה, ¹ מיליארדי ש"ח, במחירים שוטפים					
1.8	3.7	5.4	1.5	5.3	1,167	1,146	1,105	1,049	1,033	החוב של המגזר הפרטי הלא פיננסי (1+2)
2.6	3.3	8.2	0.3	8.9	741	723	700	647	645	מזה: אשראי מהבנקים ²
0.1	2.3	3.7	-0.9	4.2	782	782	764	737	743	1. החוב של המגזר העסקי
-1.1	-0.8	5.5	-5.5	7.8	401	405	409	387	410	אשראי מהבנקים ²
3.8	4.1	3.3	6.4	-1.8	244	235	225	218	205	אג"ח חברות והלוואות לא-בנקאיות
37.9	44.4	23.9	34.6	-3.3	32	23	16	13	10	מזה: הלוואות ישירות מהמוסדיים
-2.5	9.1	-0.8	2.2	3.5	138	142	130	131	128	אשראי מחו"ל
5.5	7.0	9.2	7.8	8.1	384	364	341	312	289	2. החוב של משקי הבית
7.3	9.1	12.3	10.3	10.9	341	318	291	259	235	אשראי מהבנקים
6.9	7.8	11.7	7.8	8.3	269	252	234	209	194	אשראי לדיור
2.2	5.2	4.2	7.9	7.9	115	112	107	103	95	אשראי שלא לדיור

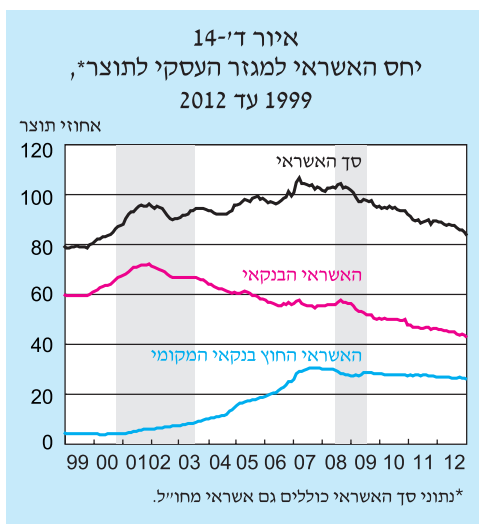
(1) נתוני האשראי הבנקאי - לפני הפרשות; נתוני האג"ח הסחירות - בע"ג בתוספת ריבית צבורה.
 (2) ללא אג"ח שהונפקו על ידי המגזר העסקי ונרכשו על ידי הבנקים. ירתתן מופיעה בסעיף אג"ח והלוואות לא בנקאיות.
 המקור: עיבודי בנק ישראל.

¹⁷ כדי לחשב את התשוואה הריאלית על אחזקת מניות מחלקים את הרווח הנקי לשווי השוק. יחס זה מייצג את הערך ההופכי של מכפיל הרווח הנקי. הערך ההופכי של המכפיל נותן אינדיקציה לגבי התשוואה הנדרשת על מניה, שכן במצב העמיד, בו רווחי החברה הם קבועים, יחס זה מייצג את התשוואה הריאלית, ארוכת הטוח, על אחזקת מניה.

¹⁸ עודף תשוואה על מניות, בהשוואה לתשוואה על נכס חסר סיכון, מייצג את פרמיית הסיכון הנדרשת על אחזקת הנכס. בתקופות שבהן מחירי המניות אינם מנותקים מהגורמים הכלכליים במשק, נצפה שעודף התשוואה בשוק זה יהיה חיובי וישקף את הסיכון שנובע מהשקעה בו. ירידה א-נורמלית בפרמיה הנדרשת תעיד על סתירה בין הסיכון הגלום באחזקת הנכס לבין התשוואה הנובעת מהשקעה בו.

¹⁹ האשראי הבנקאי והחוץ בנקאי למגזר העסקי (ללא בנקים וחברות ביטוח) ולמשקי הבית.

האשראי למגזר העסקי נותר ב-2012 ללא שינוי, ויחס אשראי זה לתוצר הוסיף לרדת.

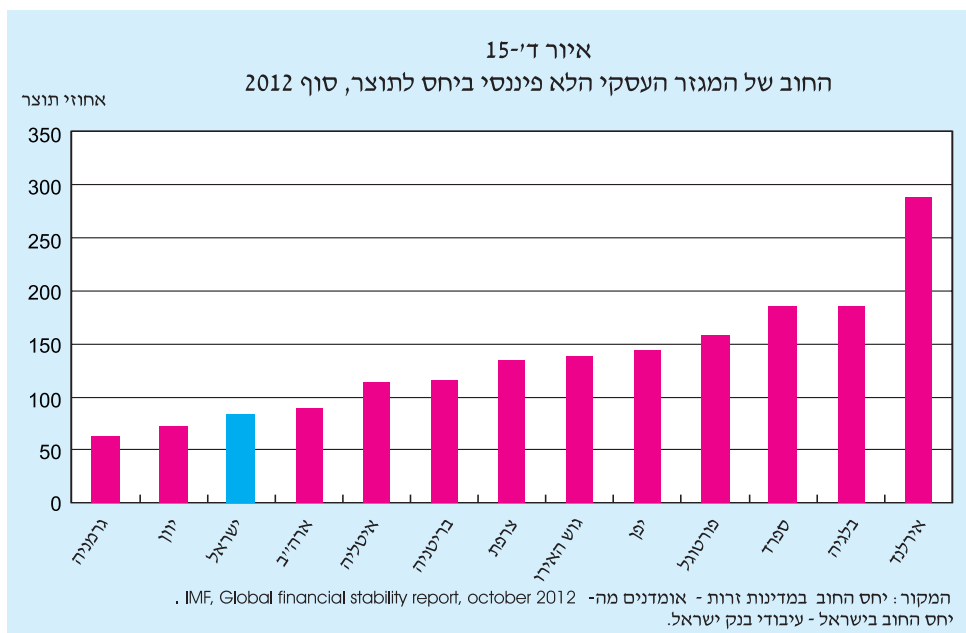


(1) האשראי למגזר העסקי

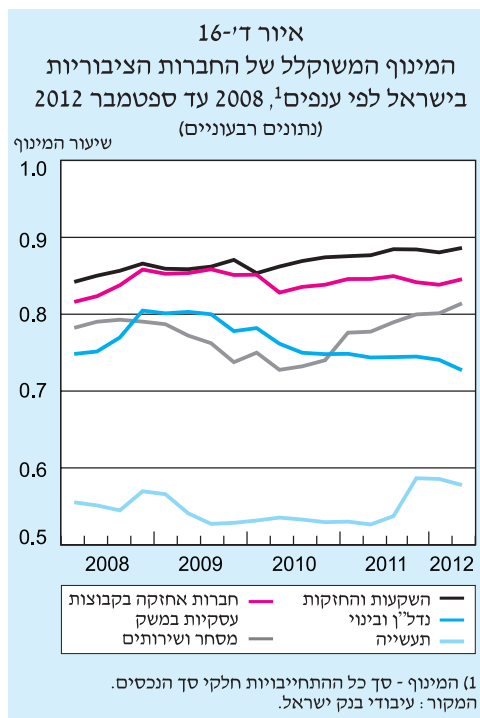
יתרת האשראי למגזר העסקי הלא פיננסי הסתכמה בדצמבר ב-782 מיליארדי ש"ח, וביחס לסוף 2011 היא נותרה ללא שינוי. היעדר הגידול של האשראי למגזר העסקי משקף ירידה באשראי הבנקאי ובאשראי מחו"ל, לצד המשך גידול מהיר בהלוואות הישירות שהמוסדיים מעמידים למגזר העסקי. הירידה באשראי הבנקאי ממוקדת בעיקר באשראי לחברות האחזקה, בעוד שהאשראי לענפי המסחר דווקא עלה. היחס בין האשראי למגזר העסקי לבין התוצר הוסיף לרדת גם ב-2012, מ-89.7 אחוזי תוצר ל-83.9 אחוזים, וזאת בהמשך לירידה מתמשכת מאז אמצע 2007, אז עמד יחס זה על שיא של 106.9 אחוזים

(איור ד-14). הירידה ביחס האשראי לתוצר מאז 2007 התמקדה בעיקר באשראי הבנקאי: יחס האשראי החוץ בנקאי לתוצר ירד במידה מתונה מאוד. הירידה ביחס האשראי הבנקאי לתוצר נובעת בין היתר מהסטה של האשראי הבנקאי לכיוון משקי הבית, תוך הגדלת חלקן של המשכנתאות בתיק ההלוואות הבנקאי.

היחס בין האשראי למגזר העסקי לבין התוצר בישראל הוא נמוך לעומת מדינות אחרות (איור ד-15), על אף שיעורי המינוף הגבוהים של ענפים מסוימים במגזר העסקי (איור ד-16). ייתכן שהדבר קשור לכך שלחברות מענף הטכנולוגיה יש משקל גבוה בתוצר והמינוף בענף זה נמוך בדרך כלל.



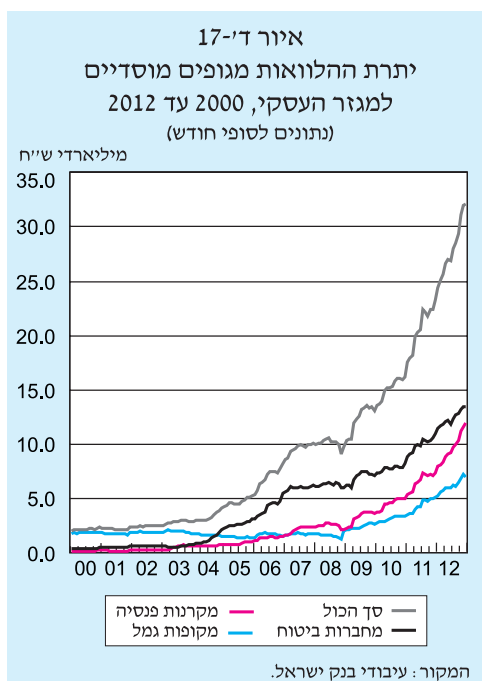
בולטת הירידה בשיעורי המינוף של חברות מענף הנדל"ן מאז המשבר. לעומתם, שיעורי המינוף של חברות מענף האחזקה ושל הלוות הגדולות בשוק האג"ח נותרו בשנתיים האחרונות ברמות גבוהות וכמעט ללא שינוי, על אף הירידה ביתרת החוב שלהן בשוק האג"ח, וזאת משום ששווי הנכסים שלהן ירד במקביל. על רקע היציבות באשראי למגזר העסקי, ועל רקע ירידת יחס האשראי לתוצר, נשאלת השאלה האם הירידה משקפת מגבלה בהיצע האשראי או בביקוש לו. התשובה לשאלה זו חשובה, שכן אם היעדר הגידול של האשראי משקף בעיות בצד ההיצע, עלולות להיות לכך השפעות בלתי רצויות על הצמיחה, בפרט בתקופה של צמיחה מתונה, הואיל ובתקופה כזו צורכי האשראי של המגזר העסקי דווקא גדלים לעיתים.



נראה כי היעדר הגידול באשראי למגזר העסקי ב-2012 משקף בעיקר הידוק בהיצע האשראי בשל עליית הסיכונים. במידה פחותה הוא משקף ירידה בביקוש לאשראי בשל ירידת הביקוש להשקעות, וזאת על רקע הרמה הגבוהה של אי-הוודאות והצפי לצמיחה מתונה גם ב-2013. תימוכין לכך ניתן לראות בסקרים השונים המצביעים על המשך עלייה בקשיי המימון המדווחים, בפרט בקרב החברות הגדולות במשק, אם כי רמת הקשיים המדווחים עדיין נמוכה מזו שדווחה בתקופות משבר כמו 2008 או 2001-2003. הסיבה לעלייה בקשיי המימון ב-2012 קשורה כנראה להידוק תנאי החיתום לנוכח עליית הסיכונים בתיק האשראי הבנקאי, כמו גם לדרישה שהבנקים יעלו בשנים הקרובות את יחסי ההון שלהם בהתאם למגמה בעולם. גם בשוק אג"ח החברות רמת הסיכון הגבוהה יחסית – שהשתקפה בעליית רמת המרווחים הממוצעת בשוק ב-2012 – הגדילה כפי הנראה את הקושי לגייס מקורות, וכמעט לאורך השנה כולה היא הובילה לכך שהשוק הראשוני היה זמין רק להנפקות אג"ח של חברות גדולות בדירוג גבוה. הקושי בגיוס חוב בלט במיוחד בחלק מהקבוצות העסקיות הממונפות. אלה האחרונות עומדות בפני היקפים גדולים של מחזורי אג"ח ונאלצות לממן את הפירעונות בעיקר באמצעות מימוש נכסים והסדרי חוב. גם ענף הנדל"ן, שהינו ענף ממונף מאוד, סבל ב-2012 מקשיים במחזור החובות, ועל כך מעידה העובדה שחלקן של חברות הנדל"ן בחברות שנכנסו להסדר חוב המשיך להיות גבוה גם ב-2012 (אף כי חלקן ירד ביחס לשנים קודמות). עוד מעידה על כך העובדה שחלק מהבנקים אינם יכולים עוד להגדיל את היצע האשראי לענף ללא הפרשה נוספת, בשל מגבלות ענפיות. עם זאת ראוי לציין כי ענף הנדל"ן בלט ב-2012 בירידת תשואות חדה, וממוצע התשואות במחצית השנייה של 2012 הגיע לרמה דומה לממוצע התשואות במגזר העסקי הלא פיננסי, לאחר מספר שנים בהן רמת התשואות של חברות מהענף הייתה גבוהה בהרבה מהממוצע. ירידת התשואות אפשרה את התגברות ההנפקות של חברות מהענף, וחלקן בגיוסי החוב

היעדר הגידול באשראי העסקי משקף בעיקר הידוק בהיצע האשראי, בשל העלייה בסיכונים, אך גם ירידה בביקוש לאשראי.

בניגוד לערוצי אשראי אחרים למגזר העסקי, ההלוואות הישירות שהמוסדיים מעמידים למגזר העסקי התרחבו במהירות בשנים האחרונות.



של המגזר הפרטי בשוק האג"ח הגיע ל-26 אחוזים, לעומת כ-20 אחוזים בשנתיים החולפות. כ-20 אחוזים מהסכומים שגייסו חברות מענף הנדל"ן הונפקו ע"י חברות שעיקר פעילותן בחו"ל. על אף העלייה בגיוסי החוב של החברות מהענף, גיוס ההון נטו (הנפקות פחות פירעונות) היה שלילי. גם ב-2012 הנפקות האג"ח בוצעו ע"י חברות גדולות בדירוג גבוה ולא פתרו את קשיי המימון של החברות הקטנות והבינוניות מהענף.

בניגוד לערוצי אשראי אחרים למגזר העסקי, ההלוואות הישירות שהמוסדיים מעמידים למגזר העסקי התרחבו במהירות בשנים האחרונות. יתרת ההלוואות האלה צמחה ב-2012 ב-38 אחוזים והגיעה ל-32 מיליארדי ש"ח, זאת בהמשך לשיעורי גידול מהירים מאוד גם בשנים הקודמות

(איור ד'-17). ערוץ אשראי זה מאפשר למשקיעים המוסדיים להעמיד למגזר העסקי הלוואות במסלול מהיר יחסית ובשקיפות נמוכה, וזאת מבלי שהוראות ועדת חוק חלות על הלוואות אלה. מנגד, ערוץ הלוואות זה מאפשר לפזר את סיכוני האשראי בין הבנקים לגופים המוסדיים, תוך הגדלת היצע האשראי גם לגופים שאינם מעוניינים – או אינם יכולים – להשתמש בשוק ההון כמקור לגיוס אשראי. חשיבותו של ערוץ אשראי נוסף עולה בתקופה זו שבה הבנקים מהדקים את היצע האשראי בשל הדרישה להגדיל את יחסי ההון. באמצעות ההלוואות הישירות הבנקים יכולים לחלוק עם המשקיעים המוסדיים תיקים של הלוואות חדשות, או למכור להם הלוואות קיימות, ובכך לפנות מקורות לאשראי חדש. אולם בשל התפתחותו המהירה של ערוץ אשראי זה יש להדק את הסדרתו ולהתאימה לסטנדרטים הקיימים באשראי הבנקאי. כמו כן יש להגביר את הפיקוח עליו על מנת לוודא שהוא לא יהווה ערוץ להתפתחות אשראי באיכות ירודה.

(2) שוק אג"ח החברות

ההתפתחויות בשוק אג"ח החברות ב-2012 לא היו אחידות: עד אפריל המרווחים בשוק ירדו, בחודשים מאי-ספטמבר הם שבו ועלו, וברביע האחרון של השנה הם ירדו שוב (איור ד'-18). התפתחות המרווחים בשוק האג"ח הושפעה מהשינויים בהערכת הסיכונים בסביבה המקרו-כלכלית העולמית – זאת על רקע שוק אג"ח פגיע כתוצאה ממשקל גבוה של חובות בעייתיים שנוצרו בעקבות ההתפתחות המואצת שלו בשנים 2005–2007²⁰. הבעייתיות בשוק האג"ח השתקפה בהסדרי חוב רבים, בפירעונות גדולים של אג"ח שנסחרות בתשואה גבוהה המקשה על מחזור, וכן בקשיי נזילות בקרב קבוצות עסקיות גדולות וממונפות. אף על פי שברביע האחרון של השנה חלה ירידת מרווחים גדולה יחסית, רמת המרווחים הממוצעת בשוק ב-2012 הייתה גבוהה משמעותית מזו ששררה ב-2011 (כ-6 אחוזים לעומת

²⁰ ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל ל-2009.

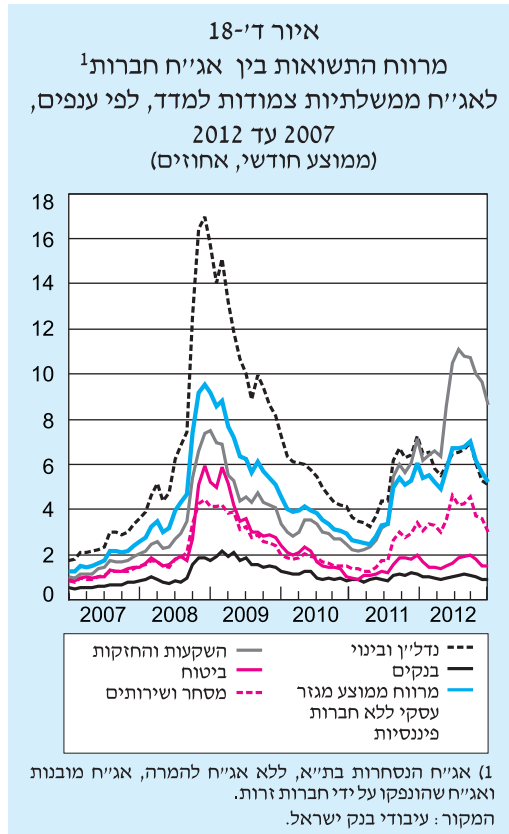
כ-4 אחוזים²¹), והיא לא אפשרה לזרם ההנפקות לגדול. זאת למרות שחלה עלייה בצורכי המחזור בעקבות הגידול בהיקף הפירעונות במהלך השנה. רק לקראת חודש דצמבר, כשהמרווחים הגיעו לרמה ממוצעת של כ-5 אחוזים, זרם ההנפקות גדל משמעותית. היקף הנפקות האג"ח של המגזר הפרטי הלא פיננסי הגיע ב-2012 לכ-28 מיליארדי ש"ח, מעט גבוה מהממוצע בשנתיים האחרונות (לוח ד'-3); אולם בניכוי הנפקות האג"ח של חברת החשמל – שהיו ברובן בערבות המדינה – היקף ההנפקות הגיע לכ-20 מיליארדי ש"ח בלבד. גיוס ההון נטו בשוק האג"ח (הנפקות²² בניכוי פירעונות) הסתכם בכ-3 מיליארד ש"ח בלבד, לעומת כ-8 מיליארדים ב-2011.

כמו ב-2011, גם ב-2012 הייתה העדפה ברורה להנפקות של חברות מהשורה הראשונה, וחלקן של ההנפקות בדירוג AA- ומעלה הוסיף ועלה ל-65 אחוזים מההנפקות, מ-62

אחוזים ב-2011 ומ-44 אחוזים ב-2010. במקביל לכך חלקן של ההנפקות ללא דירוג ירד ל-4 אחוזים בלבד מהיקף ההנפקות, וזאת מ-7 אחוזים ב-2011. משקלן הגבוה של ההנפקות בדירוג גבוה משקף את הסלקטיביות של השוק הראשוני ואת העובדה שב-2012 כמעט כולו היה זמין אך ורק לחברות מהשורה הראשונה.

ירידת המרווחים בשוק האג"ח ברביע האחרון של השנה ניוונה מכך שבקרנות הנאמנות נוצר ביקוש גואה להשקעה באג"ח חברות, וברביע האחרון של השנה נצברו בהן 6.3 מיליארדי ש"ח נטו. במקביל לכך משקל האג"ח בתיק הקרנות עלה מ-28.5 אחוזים בסוף 2011 לכ-31 אחוזים בדצמבר 2012. כתוצאה מכך – וכן כתוצאה מכך שכל גופי החיסכון לטווח ארוך הקטינו במהלך 2012 את שיעורי האחזקה באג"ח חברות – משקלן של קרנות הנאמנות בשוק האג"ח החברות הוסיף וגדל, ובדצמבר 2012 הוא הגיע ל-15 אחוזים ממלאי האג"ח, לעומת 13.4 אחוזים בסוף 2011 ו-6.3 אחוזים בלבד בסוף 2008. עליית משקלן של קרנות הנאמנות בשוק האג"ח, על חשבון גופי החיסכון לטווח ארוך, עלולה להגדיל את התנודתיות בשוק בעת משבר.

הסדרי החוב המשיכו כאמור להעיב על שוק האג"ח גם ב-2012, ועשרים ואחת חברות חדשות נכנסו במהלכה להסדר; שווי החוב שלהן ערב ההסדר הסתכם בכ-3.4 מיליארדים (איור ד'-19).



רמת המרווחים הגבוהה בשוק אג"ח החברות הפכה את השוק הראשוני לזמין רק להנפקות של חברות גדולות בדירוג גבוה.

הסדרי החוב הרבים המשיכו להעיב על שוק אג"ח החברות גם ב-2012.

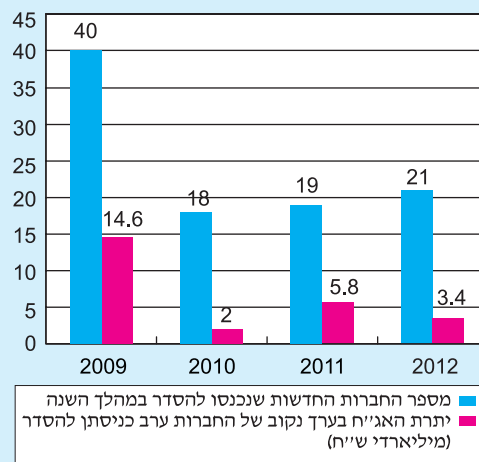
²¹ פער התשואה בין אג"ח חברות, ללא אג"ח של חברות פיננסיות, לבין אג"ח ממשלתיות עם מח"ם דומה.

²² כולל ההנפקות של חברת החשמל.

חלק גדול מהחברות שנכנסו להסדר ב-2012 היו חברות קטנות יחסית, חברות שיתרת חובן ערב הכניסה להסדר הייתה נמוכה מ-100 מיליוני ש"ח. בשעה שבשנים קודמות רוב החברות שנכנסו להסדר השתייכו לענף הנדל"ן, ב-2012 כשליש השתייכו לענף זה, והיתר השתייכו לענפי הטכנולוגיה, המסחר והשירותים וההשקעה.

המשבר בשוק אג"ח החברות ב-2008, האפקט המצטבר כתוצאה ממספר שנים רצופות שבהן עשרות חברות חדשות נכנסות להסדר (בעיקר כאשר בחלק מהשנים מדובר בחברות גדולות עם חובות עצומים), וכן הצפי להסדרי חוב רבים גם בהמשך – כל

איור ד'-19
חברות שנכנסו להסדר חוב,
2009 עד 2012



המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח ד'-3

הנפקת ניירות ערך ברוטו של המגזר העסקי לפי סוג הנייר¹, 2008 עד 2012

מיליארדי ש"ח, מצטבר לשנה					
2012	2011	2010	2009	2008	
52.5	49.4	58.5	57.8	33.3	1. סך כל הגיוס (2+3)
46.7	43.9	54.9	46.6	28.0	מזה: בניירות ערך סחירים
41.4	44.0	53.4	49.4	27.0	2. גיוס למימון פעילות (א+ב)
30.5	30.6	35.2	31.6	15.4	א. גיוס המגזר הפרטי הלא פיננסי
2.9	5.0	12.2	6.1	5.8	מניות ובני המרה
22.3	20.1	19.8	19.3	5.9	איגרות חוב סחירות
5.3	5.5	3.2	6.2	3.6	איגרות חוב לא סחירות
10.8	13.4	18.2	17.8	11.6	ב. גיוס בנקים וביטוח
0.0	0.0	0.2	0.6	0.8	מניות ובני המרה
10.3	13.4	17.7	12.8	9.9	איגרות חוב סחירות
0.5	0.0	0.3	4.4	0.9	איגרות חוב לא סחירות
11.1	5.4	5.2	8.4	6.4	3. מכשירים פיננסיים
4.2	2.1	5.1	7.9	-1.4	תעודות סל למניות ²
1.5	-1.1	0.5	2.2	8.1	תעודות סל לאג"ח ²
0.0	0.0	0.8	0.2	0.8	אג"ח מובנות
5.5	4.4	-1.2	-2.0	-1.2	תעודות פיקדון ²

1. לא כולל הנפקות לחברות בנות, חברות זרות והנפקות של חברות דואליות בחו"ל.

2. הנפקות נטו (הנפקות בניכוי פדיונות וללא הנפקות לחברות בנות).

המקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

אלה הביאו לעלייה בהערכת הסיכון בשוק האג"ח. עלייה זו משתקפת במרווח הנדרש בשוק: הוא גבוה בהרבה מזה שנדרש לפני המשבר של 2008. (כ-5 אחוזים בסוף 2012 לעומת כאחוז ב-2006, שיא השפל במרווחים).

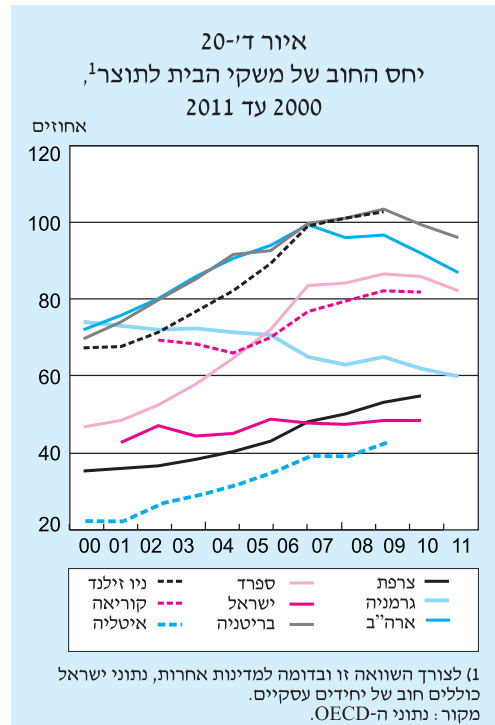
מספר החברות החדשות שנכנסו להסדר ב-2012 קטן מהמספר שניתן היה להעריך בסוף 2011 על יסוד מצבו של השוק הראשוני ועל יסוד שווי החוב שהיה צריך למחזור ושנסחר בתשואה גבוהה. הדבר התאפשר הודות לשימוש במקורות חלופיים למימון הפירעונות, בעיקר מימוש נכסים.

(3) האשראי למשקי הבית

יתרת האשראי הכוללת למשקי הבית הוסיפה לצמוח גם ב-2012, ובסופה היא הגיעה ל-384 מיליארדי ש"ח, גידול של 5.5 אחוזים ביחס לסוף 2011. הרכיב שצמח במהירות היה המשכנתאות: יתרתן גדלה ב-6.9 אחוזים וחלקן בסך החוב של משקי הבית הגיע ל-70 אחוזים. האשראי שלא לדיור למשקי הבית גדל השנה בשיעור של 2.2 אחוזים בלבד. על אף קצב גידולן המהיר יחסית של המשכנתאות, יחס החוב של משקי הבית לתוצר עלה במתינות בלבד בשנים האחרונות, וב-2012 הוא ירד. בדצמבר הוא הגיע ל-41.2 אחוזים, לעומת 41.8 אחוזים בסוף 2011 ו-39.2 אחוזים בסוף 2007, והוא נמוך במידה משמעותית מהיחס במדינות מפותחות אחרות, בפרט אלה שעברו בשנים האחרונות משבר בשוק הדיור (איור ד'-20). גם שיעור ה-LTV הממוצע בישראל נמוך מהמקובל בעולם, וב-2012 הוא עמד על ממוצע של כ-55 אחוזים בלבד (איור ד'-21). גורם נוסף תורם להקטנת הסיכון של הבנקים בישראל בשוק המשכנתאות, וזוהי זכות החזרה ללקוח המוקנית לבנק במקרה של פיגור בתשלומי המשכנתא, זכות המתוספת לשעבוד שיש לבנק על הדירה. אף על פי כן, חלקן הגבוה של המשכנתאות בנכסי הבנקים (כ-25 אחוזים) – יחד עם חשיפתם הגבוהה גם לנדל"ן עסקי (כ-16 אחוזים) ועם העובדה שחלק ממנו קשור לבנייה למגורים – הניעו את בנק ישראל לנקוט ב-2012 צעדים נוספים על מנת למתן את קצב גידולו של האשראי למשכנתאות (פירוט מופיע בסעיף העוסק במדיניות מקרו-יציבותית).

האשראי למשקי הבית המשיך לצמוח גם ב-2012, אך יחס חוב זה לתוצר ירד.

שוק המשכנתאות בישראל פחות מסוכן מאשר השוק במשקים אחרים, אך חלקן הגבוה של המשכנתאות בתיקי הבנקים מגדיל את הסיכון בתיק האשראי הבנקאי.



גורם סיכון נוסף בשוק המשכנתאות הוא חלקן הגבוה יחסית של המשכנתאות בריבית משתנה, בפרט הלא צמודות, הואיל ובהן שינוי הריבית קשור בקשר הדוק לשינויים בריבית בנק ישראל. מאז אוגוסט 2011 חלקן של המשכנתאות הלא צמודות בריבית משתנה שב לעלות, לאחר כשנתיים וחצי של ירידה, ובסוף 2012 הוא הגיע ל-33.4 אחוזים מסך המשכנתאות שניטלו. בסוף 2012 יתרת המשכנתאות האלה עמדה על 73.1 מיליארדי ש"ח, והיא היוותה כ-30 אחוזים מיתרת המשכנתאות הכוללת

המשכנתאות הלא צמודות בריבית משתנה מהוות כ-30 אחוזים מיתרת המשכנתאות הכוללת.

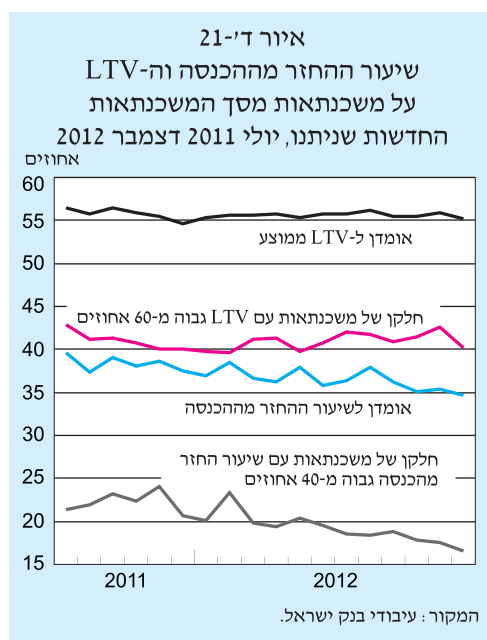
הריבית על המשכנתאות
הלא צמודות בריבית
משתנה קשורה קשר
הדוק לשינויים בריבית
בנק ישראל, והיא חושפת
את הלווים במסלול זה
לסיכון של עלייה מהירה
בריבית.

מהבנקים. הלווים במסלול השקלי הלא צמוד בריבית משתנה נהנו בשנים האחרונות מרמת ריבית נמוכה באופן משמעותי מהריביות ביתר מסלולי ההצמדה, אך זאת במחיר של חשיפה לסיכון של עלייה מהירה בריבית בעתיד. דברים אלה תקפים בפרט על רקע הריביות הנמוכות השוררות במשך כיום, ועל רקע ההערכה שבשלב מסוים הן יעלו, במקביל לעלויות של הריביות בעולם. כדי לבחון את הסיכון הזה ערכנו אומדן של העלייה בהחזרי הריבית במספר תרחישים. בתרחיש שבו הריבית תעלה ב-2.5 נקודות אחוז, החזרי הריבית על המשכנתאות הלא צמודות בריבית משתנה יעלו בכ-1.5 מיליארדי ש"ח לשנה. עליית הריבית לרמתה הממוצעת ב-2006 (6.2 אחוזים בממוצע), היינו לרמתה לפני המשבר

העולמי, תביא לעליית החזרי הריבית ב-2.3 מיליארדי ש"ח בשנה. עלייה זו ממוקדת בציבור מצומצם יחסית (נוטלי המשכנתאות בריבית משתנה) ועל כן היא עלולה להגדיל את הסיכון של לוויים אלה.

נקודת מבט נוספת על השפעתה של עליית הריבית היא נקודת המבט של משק הבית הבודד. אם הריבית תעלה בשיעורים דומים לאלה שנמנו לעיל, אזי במשכנתא הממוצעת – גובהה כ-550 אלף ש"ח – היא תביא לעלייה של כ-4,000 ש"ח לשנה בהחזרי הריבית השנתיים על החלק השקלי הלא צמוד במשכנתא, וסכום זה מהווה כ-4 אחוזים מהשכר הממוצע במשק. בהתחשב בכך שהממוצע של שיעורי ההחזר על משכנתאות חדשות כאחוז מההכנסה עומד היום על כ-35 אחוזים, זוהי עלייה משמעותית.

מאפיין נוסף של שוק המשכנתאות בישראל הוא היעדרו של שוק איגוח משכנתאות. בשל היעדרו של שוק זה, הבנקים כמעט אינם מוכרים תיקי משכנתאות לגופים המוסדיים. מחד גיסא הדבר מונע שחרור מקורות לבנקים לצורך העמדת אשראי חדש; אך מאידך גיסא הדבר מניע את הבנקים לבדוק את יכולת ההחזר של הלקוח לאורך כל תקופת החוב, גם בשיעורי ריבית גבוהים יותר, וכך יוצר תמריץ לחיתום שמרני אשר תורם ליציבות הבנקים. יחד עם זאת קיימת חשיבות רבה לפיתוח שוק של איגוח, אך יש ללוותו בדרישה להשאיר חלק מהחוב המאוגח בספרי הבנק, כפי שמציעים בטיוטת חוק האיגוח הנמצאת בתהליכי אישור. כך יישמר במידה רבה התמריץ שיש לבנק לבצע חיתום נאות גם לתיק המאוגח.



3. המוסדות הפיננסיים

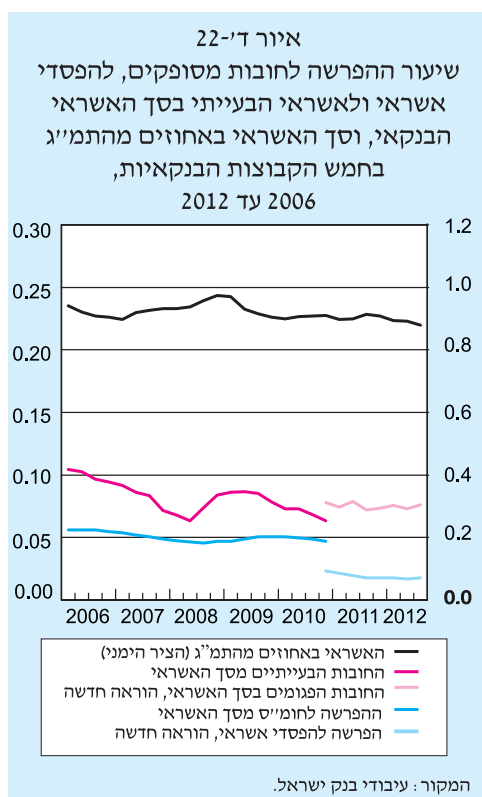
א. הבנקים²³

(1) פעילות התיווך הפיננסי ותמחורה בסביבה המקרו-כלכלית של 2012

במהלך שנת 2012 עלתה הלימות ההון של הבנקים במידה ניכרת, וזאת על רקע הדרישה שהמפקח על הבנקים הציב במרץ 2012: כל הבנקים נדרשו להעלות את הלימות הון הליבה ל-9 אחוזים עד לתחילת 2015, ושני הבנקים הגדולים נדרשו להעלותו בשיעור נוסף ולהגיע ליחס הון ליבה של 10 אחוזים עד תחילת 2017. העלאת יחס הלימות ההון התבצעה על ידי העלאה מינורית – של פחות מאחוז אחד – בנכסי הסיכון²⁴ ועל ידי עלייה של כעשרה אחוזים בהון העצמי כתוצאה מרווחים שנצברו. הנפקת מניות על ידי הבנקים תאפשר להם גמישות גדולה יותר בעמידה ביחסי ההון, תוך בחירה בין שיעור הגדלת נכסי הסיכון ושיעור חלוקת הדיבידנדים.

במהלך שנת 2012 עלתה הלימות ההון של הבנקים.

רווחיות הבנקים ירדה קלות, ייתכן שעל רקע שינוי בתמהיל האשראי.



במקביל לכך רווחיות הבנקים ירדה מעט והגיעה לרמה דומה לרמתה בשנים 2009–2010 (ראו לוח ד-4). אין זה מן הנמנע שהדבר נבע בין השאר כתוצאה משינוי בתמהיל האשראי הבנקאי²⁵, היינו גידול בחלק האשראי לאנשים פרטיים, בעיקר במשכנתאות, וגידול בנתח האשראי בהיקפים קטנים על חשבון אשראי בהיקפים גדולים (ראו לוח ד-5). אולם בהנחה שמשקי הבית והעסקים הקטנים מפוזרים על פני כלל האוכלוסייה והמגזרים הכלכליים, סביר לשער כי ירידת הרווחיות, במקביל לירידה בשיעורי המינוף הבנקאיים, מלווה גם בירידה בסיכונים שהבנקים חשופים אליהם²⁶. אך דבר זה אינו בא לידי ביטוי בירידה בהפרשה להפסדי אשראי או בחובות הפגומים בסך האשראי: אלה נותרו במהלך השנה כמעט ללא שינוי, ואף עלו מעט, בעיקר בשל העלייה בסיכונים במגזר העסקי. כלומר הירידה בחשיפה למגזר העסקי התקווה על ידי העלייה בסיכונים של מגזר זה, ולכן היא כמעט אינה משתקפת בהפרשות (ראו איור ד-22).

²³ הניתוח בסעיף זה מתבסס בחלקו על נתוני הדוח הכספי לציבור לשלושת הרבעים הראשונים של 2012.

²⁴ ספטמבר 2012 מול ספטמבר 2011, נתונים עבור חמשת הבנקים הגדולים.

²⁵ דיון בהיבט זה מופיע בעמוד 147.

²⁶ הבנקים עדיין חשופים לשוק סיסטמי למרות שמשקי הבית והעסקים הקטנים מפוזרים בין כלל הענפים הכלכליים.

לוח ד'-4
מדדים לביצועי הבנקים^{1,2}, 2008 עד 2012

2012			2011	2010	2009	2008		
רביע III	רביע II	רביע I						
			(אחוזים)					
							הרווחיות	
8.9	7.8	9.2	9.8	9.3	8.2	0.4	התשואה להון (ROE) ³	
							הפעילות	
66.7	67.3	67.8	67.0	69.1	66.2	69.3	יחס האשראי לציבור בסך הנכסים	
56.6	55.6	55.0	54.3	53.7	52.2	50.2	חלק האשראי לאנשים פרטיים בסך האשראי היעילות התפעולית	
2.5	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.5	ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים ³	
154.5	152.1	148.6	148.5	132.8	127.7	121.1	הנכסים למשרה (מדד, במחירים קבועים)	
							הסיכון	
				6.3	7.8	8.4	חלק החובות הפגומים בסך האשראי ⁴	
7.6	7.3	7.6	7.3	(7.8)	4.7	5.1	4.7	יתרת ההפרשה להפסדי אשראי מסך האשראי ⁴
1.8	1.7	1.8	1.8	(2.3)				
3,444	3,222	3,023	3,172	3,102	5,273	5,175	הפרשה להפסדי אשראי ⁶	
							הלימות ההון	
				14.2	13.6	11.2	יחס ההון לנכסי הסיכון ^{7,4}	
14.6	14.4	14.3	14.0	(13.9)	8.7	8.9	7.1	יחס ההון מרובד 1 לנכסי סיכון ^{7,4}
8.9	8.7	8.6	8.4	(8.3)				

(1) נתונים של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות.
 (2) בשנת 2011 שינו את ההגדרות של חלק מהסעיפים. בסעיפים אלו הנתון לגבי 2010 מופיע הן לפני שינוי ההגדרות והן לאחריו - בסוגריים.
 (3) נתונים רבעוניים, לא מצטברים, במונחים שנתיים.
 (4) החל מ-2011 הנתון מופיע לפני ניכוי ההפרשה להפסדי אשראי ולפני ניכוי ביטחונות שמתו לנכות לצורך חבות של לווה ושל קבוצת לווים.
 (5) המספרים בסוגריים מבטאים את נתוני 2010 לאחר התיקון הנדרש לפי הוראות "מדידה וגילוי של חובות פגומים, סיכון אשראי והפרשה להפסדי אשראי" שהמפקח על הבנקים הוציא בסוף שנת 2007.
 (6) נתונים רבעוניים מצטברים במונחים שנתיים.
 (7) עד 2008 יחס זה חושב לפי כללי באזל 1, ומ-2009 לפי כללי באזל 2.
 המקור: הדוחות הכספיים לציבור והסקירות השנתיות של מערכת הבנקאות בישראל.

(2) הגברת התחרות במערכת הבנקאית

הצוות לבחינת הגברת התחרות במערכת הבנקאית המליץ על שורה של צעדים בדוח הביניים.

ביולי 2012 הצוות לבחינת הגברת התחרות במערכת הבנקאית פרסם דוח ביניים. הצוות סקר את ההיבטים התחרותיים במערכת הפיננסית ואת ההתפתחויות בשוק האשראי, והמליץ על שורה של צעדים במטרה להגביר את התחרות במערכת הבנקאית. לאור הסקירה, חלק ניכר מהמלצות הצוות נועדו לקדם את התחרות במגזר הקמעונאי (משקי בית ועסקים קטנים) מכיוון שמגזר זה אינו מקבל מענה מגופי האשראי החוץ בנקאיים, הואיל ואלה מתמקדים בעסקים גדולים. המלצות הצוות נחלקות לשלושה רבדים: (1) צעדים שמטרתם להגדיל את מספר נותני האשראי במשק; להרחיב את פעילותם של ספקי אשראי חוץ בנקאיים בתחום האשראי הקמעונאי; לקדם את התשתית הרגולטורית הדרושה לפעילותו של בנק אינטרנטי; לעודד בנקים זרים להיכנס לפעילות קמעונאית בישראל; להקים תשתית

רגולטורית שתאפשר פעילות של אגודת אשראי (credit union), וכן להרחיב את פעילות בנק הדואר; (2) צעדים שנועדו להגביר את התחרות על המגזר הקמעונאי בין הבנקים הקיימים באמצעות הסרת חסמי מידע והגברת השקיפות וההגינות: הצוות זיהה שלושה חסמים לתחרות – הם קשורים לעלויות המעבר של לקוחות בין בנקים וכן לא-סימטריה בין הבנק ללקוחות בנוגע למידע – וגיבש הצעות להסרתם; (3) צעדים משלימים: לבטל עמלות מסוימות ולפקח על אחרות, להגביר את השקיפות בנוגע לעמלות הנגבות עבור פעילות הלקוחות בניירות ערך ולדרוש מהבנקים לתמחר מחדש חלק מהשירותים בתחום זה, לנקוט צעדים ייעודיים שיקלו על העסקים הקטנים ולקבוע מנגנון שיבטיח כי ההטבות וההנחות ללקוחות יישמרו לאורך כל תקופת האשראי או הפיקדון.

(3) יציבות המערכת הבנקאית – הסיכונים

בשלושת הרביעים הראשונים של 2012 הסתמנה יציבות בסיכונים האשראי של הבנקים, והדבר משתקף בהפרשה בגינם (איור ד-22). החובות הבעייתיים בסך האשראי וההפרשה להפסדי אשראי נעו ברמה דומה לזו שנמדדה במהלך 2011, וזאת למרות שאינדיקטורים שונים הצביעו על עלייה ברמת הסיכונים באשראי במשק, ולמרות שיש לצפות כי עלייה זו משתקפת גם בעלייה בסיכון הגלום בתיק האשראי הבנקאי. האינדיקטורים לעלייה בסיכון האשראי כוללים את העלייה במרווחים בין האג"ח הקונצרניות לאג"ח הממשלתיות לטווחים מקבילים.

סיכון האשראי תלוי בין השאר במידת הריכוזיות של האשראי, וזו נמדדת לפי מדדים שונים, ביניהם התפלגות האשראי לפי ענפי המשק ולפי גודל ההלוואה. לוח ד-5 מציג את התפתחותם של מדדים אלה לאורך שנים נבחרות, והתפתחות זו מצביעה על ירידה בריכוזיות האשראי במהלך שנת 2011. בנוגע להתפלגות האשראי לפי גודל ההלוואה, בין 2009 ל-2011²⁷ חלה עלייה בחלקו של האשראי ללוויים קטנים (עד 2 מיליוני ש"ח), אף על פי שבין 2009 ל-2010 חלה בו ירידה. במקביל לכך ירד במהלך 2011 חלקם של הלוויים הגדולים ביותר (מעל 200 מיליוני ש"ח), אף כי רמתו נותרה מעל רמתו ב-2009. כמו כן ירד חלקם של הלוויים בהיקף 20 עד 200 מיליון. יש לציין כי תופעה זו אינה קשורה להיקף המשכנתאות, הואיל והיא נשמרת גם בניכוי מהנתונים (זאת משום שלרוב המשכנתאות יש היקפי אשראי נמוכים יחסית²⁸).

לגבי התפלגות האשראי לפי ענפי המשק, זו כמעט לא השתנתה במהלך השנה האחרונה. ניתן לראות כי נמשך הגידול בחשיפה לאשראי לענף הנדל"ן ולמשכנתאות²⁹, ואשראי זה מהווה כ-40 אחוז מיתרת האשראי הבנקאי. נוסף על כך ניתן לראות עלייה קלה בהקצאת האשראי לתעשייה, וכן לחשמל ומים, על חשבון שאר הענפים. שינוי זה בהקצאת האשראי הוביל לירידה קלה במדד Herfindal לריכוזיות האשראי, וירידה זו ממשיכה את מגמת הירידה שהסתמנה בשנים האחרונות והתרחשה בעיקר בשל הירידה בנתח האשראי הגדול ביותר – האשראי לענף המסחר והשירותים – ובנתח זה חלה ירידה נוספת בנתח האשראי לשירותים הפיננסיים. הירידה הנידונה מצביעה על עלייה בגיוונו של תיק האשראי.

בשנת 2012 נרשמה יציבות בהפרשות לסיכונים האשראי, במקביל לעלייה ברמת הסיכונים באשראי במשק.

במהלך 2011 ירדה ריכוזיות האשראי לפי גודל.

במהלך 2012 חלה ירידה קלה בריכוזיות האשראי לפי ענפי המשק.

²⁷ הנתונים שניתוח זה מתבסס עליהם קיימים רק ברמה שנתית, ולפיכך הנתון העדכני ביותר הוא משנת 2011.

²⁸ במהלך שנת 2012 מעל 80 אחוז מהמשכנתאות היו בהיקפים של עד שני מיליוני ש"ח: מעל 70 אחוז מהמשכנתאות מימנו נכסים בשווי של עד שני מיליוני ש"ח, וכעשרה אחוזים נוספים מימנו נכסים בשווי של עד שלושה מיליוני ש"ח בשיעור מימון (LTV) נמוך מ-60 אחוז.

²⁹ הגידול באשראי נובע מגידול משמעותי באשראי למשכנתאות ומירידה קלה באשראי לענף הבנייה.

במהלך 2012 עלתה
ההפרשה להפסדי
האשראי במגזר המסחר
והשירותים.

כדי להשלים את התמונה יש להבין מהו הסיכון שהבנקים מייחסים לענפים השונים. כאשר בוחנים את האשראי שתאגיד בנקאי נותן לענף בודד – אשראי זה מוגבל עפ"י הוראות רגולטוריות – מוצאים כי חלקו של האשראי לענף הבנייה, מתוך סך האשראי שנתנו התאגידים הבנקאיים, ירד מעט במהלך השנה (ראו הערה 2 ללוח ד-5). במקביל לכך ירד שיעור ההפרשות בגין הפסדי אשראי בענף הבנייה, ככל הנראה על רקע הגידול המהותי שנרשם בו במהלך 2011. ההפרשה בגין הפסדי אשראי במגזר המסחר והשירותים, לעומת זאת, עלתה באופן משמעותי, תוך גידול חד בנתח ההפרשות בגין אשראי לשירותים הפיננסיים. התפתחויות אלו מתיישבות עם העלייה במרווחים בין אג"ח מענף המסחר

לוח ד-5
ריכוזיות האשראי לפי גודל ההלוואה ולפי ענפי המשק בשנים נבחרות

2011	2010	2009	2007	התפלגות האשראי לפי הגודל (אלפי ש"ח)
	(אחוזים)			0 - 2,000
35.5	32.4	34	29.9	2,000 - 20,000
10.2	10.3	10.6	11.0	20,000 - 200,000
26.1	27.1	27.7	30.9	מעל 200,000
28.3	30.2	27.6	28.3	
2012/III	2011	2010	2007	התפלגות האשראי לפי ענפי המשק ^{3,2}
	(אחוזים)			החקלאות
1.16	1.17	1.13	1.21	התעשייה
18.99	18.42	18.71	21.56	הבנייה
31.10	31.55	30.58	26.39	החשמל והמים
2.90	2.25	1.76	1.38	התחבורה והתקשורת
6.68	7.18	7.09	6.57	המסחר והשירותים
38.99	39.43	40.7	42.86	שיעור השירותים הפיננסיים בענף המסחר והשירותים
38.0	39.8	43.2	44.3	
0.29	0.295	0.299	0.304	מדד Herfindal לריכוזיות האשראי לענפי המשק
41.05	40.04	38.9	34.4	חלקו של האשראי למשקי הבית בסך האשראי הבנקאי (אחוזים)
2012/III	2011	2010	2007	התפלגות יתרת ההפרשה להפסדי האשראי לפי ענפי המשק ⁴
	(אחוזים)			החקלאות
1.17	1.26	1.16	1.48	התעשייה
19.99	23.24	16.82	23.65	הבנייה
29.90	38.41	42.92	38.84	החשמל והמים
0.26	0.61	0.23	0.37	התחבורה והתקשורת
5.55	4.02	6.63	10.07	המסחר והשירותים
43.14	32.46	32.24	32.49	שיעור השירותים הפיננסיים בענף המסחר והשירותים
40.5	31.1	34.2	14.5	

(1) האשראי המאזני והחוק-מאזני, פעילות לווה בישראל, מאזן מאוחד, כולל ענפי השירותים הפיננסיים והשירותים הציבוריים והקהילתיים.
 (2) התפלגות זו מחושבת מסך האשראי לענפי המשק ונתון זה אינו כולל את האשראי לאנשים פרטיים. זאת להבדיל מהאופן שבו הפיקוח על הבנקים מחשב את ההתפלגות לצורך המגבלה הענפית.
 (3) החל מ-2011 האשראי לענפי המשק מופיע לפני ניכוי הפרשה להפסדי אשראי ולפני השפעת הביטחונות שמותר לנכות לצורך חבות של לווה ושל קבוצת לווים.
 (4) החל מ-2011 חל שינוי בהגדרות הנתון "הפרשה להפסדי אשראי". המקור: היחוסת הכספיים של הבנקים לציבור.

והשירותים לאג"ח ממשלתיות, ועם הירידה במרווחים בין אג"ח מענף הנדל"ן והבינוי לאג"ח ממשלתיות (איור ד-18).

חשיפת הבנקים למדינות הפריפריה באירופה – לרבות בנקים ומוסדות פיננסיים במדינות אלה – נותרה נמוכה, ובמהלך השנה היא אף הוסיפה לרדת.

ב. חברות הביטוח

כבשנים קודמות, גם בשנת 2012 בלטה התלות של חברות הביטוח בביצועי שוק ההון. במהלך שלושת הרבעים הראשונים של שנת 2012 רשמו חברות הביטוח רווח כולל מצרפי של כ-1.9 מיליארדי ש"ח, וזאת לעומת הפסד כולל של 560 מיליוני ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. המעבר של חברות הביטוח לרווח מוסבר רובו ככולו ברווחים מהשקעות, שנבעו מעליות נאות בשווקים ברביעים הראשון והשלישי של 2012: בשלושת הרבעים הראשונים של השנה רשמו החברות רווח של 17.8 מיליארדי ש"ח מהשקעותיהן, וזאת לעומת הפסד של כ-3.5 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. למרות העליות בשווקים לא יכלו החברות לגבות דמי ניהול משתנים בגין הפוליסות ה"משתתפות ברווחים", בגלל יתרה של הפסדים שנצברו בהן – אך מאחר שבתקופה זו כיסו החברות את מרבית הפסדי ההשקעות הריאליים שנצברו לחובת המבוטחים, ניתן לצפות שברביע הרביעי של 2012 יוכלו חלק מהן לשוב ולגבות דמי ניהול אלה.

הרווח הכולל שרשמו חברות הביטוח בשלושת הרבעים הראשונים של שנת 2012 הביא לעליית ההון העצמי המוכר שלהן ביחס לסוף 2011. העלייה בהון העצמי המוכר הובילה לעליית יחס ההון המוכר להון הנדרש בארבע מתוך חמש חברות הביטוח הגדולות³⁰,³¹ כך שהיחס המצרפי שלהן עלה מ-114 אחוז בסוף 2011 ל-121 אחוז בסוף הרביעי השלישי של שנת 2012. לעומת זאת ירד יחס ההון הראשוני לסך נכסי תיק הנוסטרו של חמש חברות הביטוח הגדולות (לא כולל פוליסות "משתתפות ברווחים", שבהן סיכון ההשקעה מושת על המבוטחים), והגיע בסוף הרביעי השלישי של שנת 2012 ל-10.8 אחוז (לעומת 11 אחוז בסוף הרביעי המקביל אשתקד). בדומה לכך ירד מעט יחס ההון הראשוני לסך הנכסים (סולו) שלהן ועמד ברביע זה על 4.8 אחוז, לעומת 5.0 אחוז בסוף הרביעי המקביל אשתקד.

הרכב תיק ההשקעות של חברות הביטוח שמר על יציבות בשנת 2012. בסוף הרביעי השלישי של 2012, בדומה לשנתיים הקודמות, כ-60 אחוז מהשקעות תיק הנוסטרו של חברות הביטוח בישראל היו באג"ח ממשלתיות (רובן ככולן בארץ), במזומנים ושווי מזומנים ובפיקדונות בבנקים. גם בניכוי התוכניות המבטיחות תשואה (המאופיינות בשיעור ניכר של אג"ח ממשלתיות) מתיק הנוסטרו של החברות, שיעור גבוה מהשקעותיהן בסוף הרביעי השלישי של שנת 2012, כ-43 אחוז, היו באפיקים אלה. באג"ח פרטיות ובמניות השקיעו חברות הביטוח בסוף הרביעי השלישי בדומה לשיעור השקעתן בסוף שנת 2011 – כ-19 אחוז ו-4 אחוז³² מנכסי הנוסטרו שלהן, בהתאמה.

בשנת 2012 הוכנסו שני שינויים רגולטוריים משמעותיים בתחום הביטוח והחיסכון הפנסיוני:

בשלושת הרבעים הראשונים של שנת 2012 רשמו חברות הביטוח רווח כולל בעקבות רווחים מהשקעות.

ההון העצמי המוכר של חברות הביטוח – והיחס בין ההון המוכר להון הנדרש של החברות – עלו, ואילו יחס ההון הראשוני לנכסי חברות הביטוח ירד.

בסוף הרביעי השלישי של 2012 הושקע מרבית תיק הנוסטרו של חברות הביטוח באג"ח ממשלתיות, במזומנים ושווי מזומנים ובפיקדונות בבנקים.

³⁰ "מגדל", "הראל", "כלל", "הפניקס" ו "מנורה".

³¹ כל אחת מחמש חברות הביטוח סיימה את הרביעי השלישי של שנת 2012 עם עודפי הון של למעלה מ-300 מיליוני שקלים מעל לדרישות ההון המינימליות.

³² ישירות במניות, בתעודות סל המשקיעות במניות ובאופציות למניות בארץ ובחו"ל.

דמי הניהול הממוצעים בקופות הגמל ובביטוחי המנהלים צפויים לקטון עקב שינוי בתקרת דמי הניהול המרביים. הפגיעה בחברות תתמתן במידה שיקבעו דמי ניהול מינימליים בקופות הגמל.

(1) בפברואר 2012 אושר בוועדת הכספים של הכנסת תיקון לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (דמי ניהול) התשע"ב 2012. בטבלה הבאה מושוים דמי הניהול השנתיים המרביים בקופות הגמל ובפוליסות חדשות של ביטוחי המנהלים³³ הנוכחיים לאלו לפי התיקון החדש:

לוח ד'-6				
דמי ניהול מרביים לפי מסלול החיסכון				
קופות גמל		ביטוח מנהלים		דמי ניהול מרביים לפי מסלול החיסכון
מהיתרה	מההפקדות הצבורה	מהיתרה הצבורה	מההפקדות	
		2%	0%	
			או	
2%	0%	1%	11%	המצב הנוכחי
			(מההפקדות בממוצע לאורך 12 שנות חיסכון)	
המצב לפי התיקון החדש				
1.1%	4%	1.1%	4%	משנת 2013
1.05%	4%	1.05%	4%	משנת 2014

בשנת 2012 גבו חברות הביטוח בביטוחי המנהלים (ששווקו משנת 2004), בממוצע, דמי ניהול בשיעורים של 1.2 אחוז מהיתרה הצבורה ו-4.72 אחוז מההפקדות השוטפות. עם זאת, עיסוק בממוצעים יכול להטעות, בגלל אי אחידות בתנאים לחוסכים השונים: חוסכים המשתייכים לגופים גדולים וחזקים נהנים בדרך כלל מדמי ניהול נמוכים, ואילו חוסכים קטנים בעלי כוח מיקוח נמוך משלמים דמי ניהול גבוהים הרבה יותר. מכאן שגם אם בממוצע ההפחתה בדמי הניהול לא נראית גדולה, היא עשויה להיות משמעותית עבור חלק מהחוסכים הקטנים יותר.

בסוף אוקטובר 2012 הגיש המפקח על הביטוח לוועדת הכספים טיוטת תקנות לקביעת דמי ניהול מינימליים בקופות הגמל. התקנות קובעות דמי ניהול חודשיים מינימליים של תשעה שקלים, דבר הצפוי להיות רלוונטי לקופות גמל קטנות, שבהן מנהלים סכומים של אלפי שקלים בודדים. במקביל מאפשרות התקנות המוצעות לחוסכים בקופות גמל שבהן סכום צבור של פחות מ-5,000 ש"ח למשוך את הכספים ללא תשלום מס במהלך שנת 2013. המגבלה על דמי הניהול בקופות הגמל ובביטוחי המנהלים עשויה לפגוע בחברות הביטוח, בשל השפעתה על רווחיותן ועל התחרות בתחום. כנגד זאת, קביעת דמי ניהול מינימליים בקופות גמל שהצבירה בהן נמוכה ועידוד החוסכים לסגור קופות כאלה – אם ועדת הכספים תקבל את המלצתו האמורה של המפקח – צפויים להפחית את הפגיעה בחברות; זאת הן במישרין, הודות לגידול ההכנסות מקופות גמל שבהן הצבירה נמוכה במיוחד, והן בעקיפין, עקב סגירת קופות גמל שתפעולן כרוך בהפסדים לחברות המנהלות.

³³ השינויים האמורים לא יחולו על פוליסות ביטוח חיים שהיו בתוקף לפני תחילת 2013.

(2) בנובמבר 2012 פרסם המפקח על הביטוח נייר עמדה בנושא "עדכון מערך ההנחות הדמוגרפיות בקרנות פנסיה וביטוחי חיים"³⁴. חלק ניכר מפוליסות ביטוח החיים כוללות מקדם המרה מובטח. (הקצבה נקבעת באמצעות חלוקת הסכום שנחסך במקדם ההמרה). המשמעות היא שחוסך המפקיד כספים בתוכנית כזאת יודע כבר ביום ההפקדה את מקדם ההמרה של הקצבה החודשית שיקבל למן פרישתו ועד מותו. חברות הביטוח ניצבות בפני סיכון של התארכות תוחלת החיים, שמשמעותה תשלום הקצבה החודשית למשך יותר תקופות מכפי שמגלם מקדם ההמרה שהובטח לחוסכים. נייר העמדה האמור מעדכן כלפי מעלה את ההנחות לגבי תוחלת החיים ולגבי ההסתברות שהחוסכים ימשכו את כספם כקצבה. עדכונים אלה הולידו דרישה להגדלה של העתודות של חברות הביטוח נדרשות להחזיק כנגד ההתחייבויות לקצבה בפוליסות ביטוח החיים הכוללות הבטחת מקדם קצבה. נוסף על נייר העמדה פרסם המפקח גם חוזר שכותרתו "מקדמי קצבה המגלמים הבטחת תוחלת חיים"³⁵. החוזר אוסר על חברות הביטוח לשווק פוליסות ביטוח חיים הכוללות מקדם המרה מובטח לחוסכים שגילם מתחת ל-60, וזאת החל בשנת 2013.

כתוצאה מהדרישה להגדלת העתודות כנגד הפוליסות הכוללות מקדם קצבה מובטח נאלצו חברות הביטוח לרשום הפסדים; אלה הקטינו את הרווחים שהושגו בזכות העלויות בשוק ההון, ולפיכך הקטינו את העלייה בהון העצמי. מלבד זאת, האיסור על שיווק פוליסות עם מקדם המרה מובטח עלול לפגוע ביכולתן של החברות להתחרות מול קופות הגמל, ובעיקר מול קרנות הפנסיה, בתחום החיסכון הפנסיוני, ולאלץ אותן להפחית את דמי הניהול בביטוחי המנהלים, דבר שעלול לפגוע ברווחיהן העתידיים³⁶.

אף על פי כן השינויים הרגולטוריים המוצעים צפויים לתרום ליציבות החברות. זאת הן עקב ההתמודדות עם עליית תוחלת החיים, סיכון שעד עתה החברות לא הקצו כנגדו כרית ביטחון מספקת, והן עקב האיסור על שיווק פוליסות עם מקדם המרה מובטח, צעד שמעביר את הסיכון מחברות הביטוח אל המבוטחים.

בעבר רוב הכספים בתוכניות הביטוח המשתתפות ברווחים נמשכו כסכום הוני חד-פעמי, ורק כ-6 אחוז נמשכו כקצבה. לכן סיכון תוחלת החיים בחברות הביטוח היה מצומצם יחסית. אולם על פי תיקון 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) משנת 2008, כספים שהופקדו בתוכניות ביטוח מאז 2008 לא ניתנים עוד למשיכה הונית, אלא רק כקצבה (אלא אם כן לחוסך יש קצבת מינימום כנדרש בחוק); כתוצאה מכך גדל סיכון תוחלת החיים שבפניו ניצבות חברות הביטוח. זאת ועוד, כתוצאה מהתארכות תוחלת החיים המקדמים שהובטחו בעבר הופכים את משיכת הכספים בדרך של קצבה לאטרקטיבית יותר, והחוסכים מודעים לכך. מכאן נובעת נטייה גוברת למשוך כספים כקצבה – תהליך שהתמשכותו הייתה עלולה לפגוע בעתיד ביציבות חברות הביטוח. יתר על כן, בשנים האחרונות התברר שהעלייה בתוחלת החיים הייתה מהירה יותר מאשר העלייה על פי התחזיות הקודמות של משרד האוצר. הדבר הוביל לעדכון לוחות התמורת והמחיש את הסיכון שבמקדם המרה מובטח, בהיעדר יכולת חיזוי טובה של התארכות תוחלת החיים.

עקב עדכון ההנחות בנוגע לתוחלת החיים נדרשו חברות הביטוח להגדיל את העתודות כנגד פוליסות ביטוח הכוללות מקדם המרה מובטח; כמו כן, החל משנת 2013 ייאסר עליהן לשווק פוליסות ביטוח חיים מסוג זה.

הגדלת העתודות והאיסור על הבטחת מקדם המרה עשויים לפגוע ברווחיות החברות, אבל הם צפויים לתמוך ביציבותן.

³⁴ ראו: <http://ozar.mof.gov.il/hon/2011/pension/memos/t2012-80b.pdf>. טיוטת נייר העמדה פורסמה ביולי 2012.

³⁵ ראו: <http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/insurance/memos/2012-1-5.pdf>. טיוטת החוזר פורסמה ביולי 2012.

³⁶ דמי הניהול הממוצעים בביטוחי המנהלים עמדו בשנת 2012 על 1.2 אחוז מהיתרה הצבורה ו-4.72 אחוז מההפקדות השוטפות, וזאת ביחס לדמי ניהול ממוצעים של 0.33 אחוז מהיתרה הצבורה ו-3.8 אחוז מההפקדות השוטפות בקרנות הפנסיה, וביחס לדמי ניהול ממוצעים של 0.81 אחוז מהיתרה הצבורה וללא דמי ניהול מההפקדות השוטפות בקופות הגמל בשנה זו.

חשוב לציין שהחברות אינן יכולות לגדר את סיכון תוחלת החיים בדומה לגידור שהן מבצעות נגד סיכונים קטסטרופה, כי אין בשוק מוצרי ביטוח משנה מתאימים. בסיכום, על אף הפגיעה ברווחיות החברות בטווח הקצר, ואולי גם בטווח הארוך יותר, הדרישה להגדלת העתודות והאיסור על הבטחת מקדם המרה צפויים להביא לשיפור יציבותן הפיננסית של חברות הביטוח.

תיבה ד'-2: "הא בהא תליא": הדמיון בין השקעות הגופים המוסדיים והשלכותיו

ניהול כספי הציבור בשנים האחרונות מהווה אתגר של ממש הן עקב חולשה בפעילות השווקים הגלובליים ואי ודאות לגבי השתקמותם המלאה, והן עקב ירידה בפעילות של שוק ההון המקומי. לאור זאת יש חשיבות לבחינת אסטרטגיות ההשקעה של הגופים המנהלים את חסכוניות הציבור לטווח ארוך (קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח). הדיון בסוגיה זו מתחדד לנוכח המשקל הגדל והולך של תוכניות מסוג DC (defined contribution) – כ-50 אחוז בישראל – הואיל והחוסכים בהן נושאים בסיכונים ההשקעה, משום שזכויותיהם הפנסיוניות נקבעות בעת הפרישה בהתאם לצבירת הנכסים והתשואה עליהם; וגם לנוכח עליית משקלם של הגופים המוסדיים בתעשיית ניהול הנכסים המקומית¹.

לצד גידול מואץ בהיקף הנכסים המנוהלים, הגופים המוסדיים מרכזים את מרבית השקעותיהם בשוק ההון המקומי – המאופיין בהיצע מוצרים מצומצם למדי, במיעוט גיוסים ראשוניים ובניזילות דלה; ובנוסף גם במבנה בעלות ריכוזי על החברות המנפיקות, פרטיות וציבוריות כאחת. היצע מגוון בשוק הנכסים מקטין את ההסתברות לבחירה דומה של הרכב התיק הפיננסי – קרי זהות הנכסים הנכללים ומשקלו של כל נכס – וזאת משום שהמשקיעים נבדלים ביניהם הן בציפיות והן באופן ניתוח המידע. בשוק הישראלי ההיצע כאמור נמוך, ועל כן ההסתברות לדמיון בהרכב התיקים גבוהה יותר. יתרה מזאת, כתוצאה מבעלות משותפת קיימת תלות הדדית גבוהה בין הנכסים המנוהלים. מצב זה מעלה את הסיכויים לתנועה סימולטנית ולמימוש הבו-זמני של הנכסים בעת חשיפתם לזעזוע נתון. לפיכך, גם אם בכל תוכנית חיסכון בנפרד הסיכונים הספציפיים מפוזרים דיים, הדמיון בין תיקי ההשקעות של הגופים המנהלים עלול לגרום להפיכתם של סיכונים אלו לסיכונים מערכתיים (Wagner, 2011). התממשות סיכונים אלו בעת משבר עלולה לפגוע משמעותית בשווקים ובכלל המוסדות הפיננסיים – דרך שחיקה במחירי הנכסים – ובפעילות הריאלית, דרך ירידה ניכרת ברמת התצרוכת הפרטית. במקרים קיצוניים הדבר עלול אף להוביל להתערבות ממשלתית.

כדי לאשש את השערתנו לגבי היעדר שונות בפיזור התיקים הפיננסיים שמנהלים הגופים המוסדיים בישראל, השתמשנו בנתוני מיקרו (ברמת הנכס) של כלל הנכסים המוחזקים ע"י הגופים המנהלים נכון לרבעון השני של 2011². מנתונים אלו עולה כי משקלם של הנכסים

¹ משקל הנכסים המנוהלים ע"י קופות הגמל (כולל קרנות השתלמות), קרנות הפנסיה וביטוח החיים בתוכניות המשתתפות ברווחים - משקלם של כל אלה ביחס לתוצר עומד על 99 אחוז נכון לסוף 2011. קצב צמיחתם מוערך בכ-10 בשנה, וקצב זה מהיר מקצב צמיחת התוצר.

² הנתונים שבהם נעשה שימוש נלקחו ממערכת "פרדיקטה".

הפיננסיים הניצבים במוקד העניין, ובפרט של רכיב האג"ח הקונצרניות והמניות, מהווה 28 אחוז מסך תיק ההשקעות של הגופים (237 מיליארד ש"ח). שאר הנכסים המנוהלים מתחלקים בעיקר בין אג"ח ממשלתיות (כ-45 אחוז) לבין ניירות ערך זרים (כ-12 אחוז).

ניתוח ראשוני של הרכב תיקי ההשקעות, תוך התייחסות למגבלות הרגולטוריות בישראל³, מעלה כי כאשר מקבצים את הנכסים המוחזקים בתיקים לפי תאגיד מנפיק בודד ו/או קבוצת תאגידים מנפיקים (קבוצה עסקית), הרוב המוחלט של התיקים נמצא בטווח הערכים המותרים לפי תקנות הפיקוח ואף רחוק מהרחף שהחוק קבע. אמנם, ציות למגבלות הרגולטוריות מבטיח רמת פיזור נאותה בתיק הנכסים של כל גוף; אך כדי להבין את הפוטנציאל לפגיעה מערכתית יש לבחון את מידת הדמיון בפיזור בין הגופים השונים. בהתאם לכך חישבנו את מידת הדמיון בין תיקי המניות והאג"חים בעזרת מדד דמיון ("similarity index" (Blocher (2011)).⁴ מדד זה מקבל ערכים בין 0 ל-1, כאשר 1 מבטא זהות מוחלטת בהרכב התיקים ו-0 מבטא שוני מוחלט. התמקדנו בבחינת הדמיון בין חמישה עשר הגופים הגדולים ביותר מבחינת היקף הנכסים. בחנו את הדמיון לפי מספר קיבוצים אפשריים. ראשית בחנו את מידת הדמיון בין שני גופים מנהלים שונים לפי משקלו של נכס פיננסי בודד בסך הנכסים הפיננסיים המנוהלים בכל אחד מהתיקים. לאחר מכן ערכנו קיבוץ של נכסים על פי החברה המנפיקה שלהם (תאגיד בודד). בשלב הבא קיבצנו את נכסי החברות המנפיקות לפי השתייכותן לקבוצות עסקיות (קבוצת תאגידים). בכל רמת מצרף נבחנו את רמת הדמיון בין תיקי הנכסים של כל צמד גופים מנהלים.

התוצאות המתקבלות מוצגות בשני חלקיו של איור 1. ניתן לראות כי עם המעבר מרמת קיבוץ אחת לשנייה מרכז ההתפלגות של מדד הדמיון נע ימינה, לכיוון הערכים הגבוהים. ממצא זה מעיד על כך שכאשר מקבצים את ניירות הערך המוחזקים על ידי הגופים המנהלים לפי חברה, ולאחר מכן לפי קבוצה עסקית, תיקי ההשקעות של הגופים השונים נעשים דומים יותר זה לזה. כך למשל, ברמת הנכס הבודד חציון ההתפלגות עומד על 0.7, ברמת החברה על 0.77, ובמעבר לקיבוץ לפי קבוצה עסקית המדד עולה ל-0.9.⁵ במילים אחרות, המעבר להסתכלות ברזולוציה של קבוצה עסקית מעלה, כי יש דמיון רב מאוד באופן שבו הגופים המנהלים מפזרים את השקעותיהם. כאשר בוחנים באופן פרטני יותר את הנכסים המהווים את השיעור הגבוה ביותר בתיקי הנכסים של הגופים המנהלים הגדולים, מוצאים כי בקרב רוב הגופים מדובר באותן חמש קבוצות עסקיות. סך החשיפה של הגופים לקבוצות אלו עומד על 40.3 אחוז (77.6 מיליארד ש"ח) מסך החשיפה שלהם לרכיבים בעלי סיכון גבוה, קרי אג"ח קונצרניות ומניות. בדומה למבחן ההתפלגות, גם רשת הדמיון (החלק התחתון של האיור) מראה כי עלייה ברמת המצרף מגדילה את רמת הדמיון בין התיקים המנוהלים.

הניתוח לעיל מספק עדויות לקיומו של דמיון רב בין תיקי המניות והאג"ח של הגופים המוסדיים בישראל. נדגיש כי בבחינת הרכב התיק כולו הדמיון גדול אף יותר, בשל חשיפה ניכרת לאג"ח של ממשלת ישראל. מרמת הדמיון הגבוהה, הנצפית כבר ברמת הנכס הבודד, נראה כי המקור לתוצאה המתקבלת נעוץ בהיצע מצומצם של נכסים בשוק המקומי. יחד עם זאת, לא

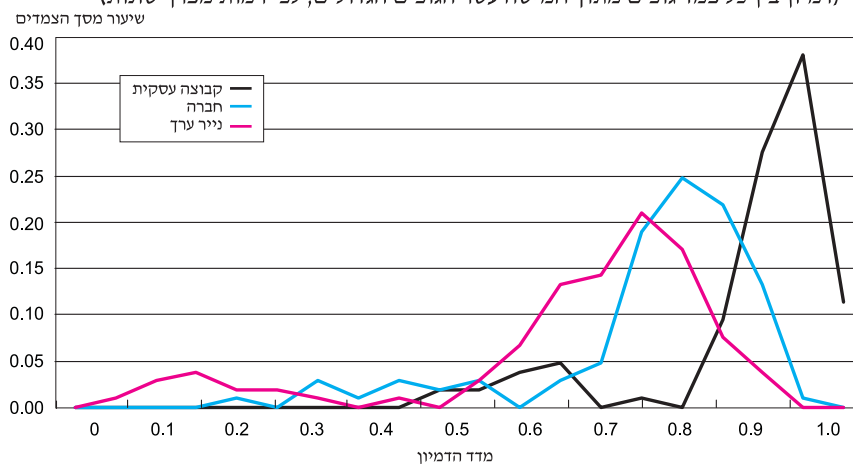
³ המגבלות החלות על השקעותיהם של הגופים המוסדיים מופיעות בפרק ג' של תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים: <http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/tt2011-17092New.pdf>

⁴ אם ישנם n נכסים בשוק (איגרות חוב ומניות), וכל גוף מחזיק בתיק שלו שיעור מסוים מהנכסים, אזי ניתן לתאר את תיק הנכסים כווקטור עם n איברים. מדד הדמיון הוא למעשה קוסינוס הזווית שבין שני וקטורים של שני גופים (תיקים).

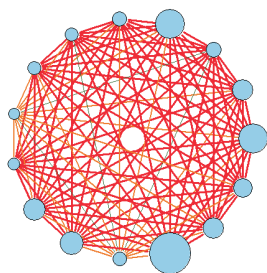
⁵ גם כאשר בוחנים את מדד הדמיון ברמה של חברה מנהלת (ולא ברמת התאגיד המנהל, כפי שעשינו), מוצאים ערכים דומים, וזאת ללא קשר לסוג החיסכון (קופת גמל, קרן פנסיה או ביטוח חיים).

איור 1

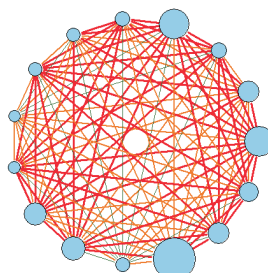
רמת הדמיון בין התיקים המנוהלים, רבעון שני 2011
(דמיון בין כל צמד גופים מתוך חמישה עשר הגופים הגדולים, לפי רמות מצרף שונות)



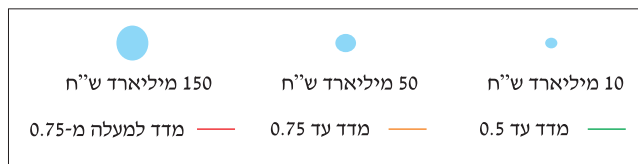
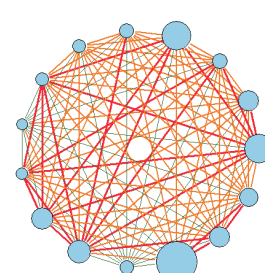
קיבוץ לפי קבוצה עסקית



קיבוץ לפי חברה



ללא קיבוץ



החלק העליון של הגרף מציג את ההתפלגות של מדד הדמיון בין חמישה עשר גופים מוסדיים לפי רמות קיבוץ שונות (ללא קיבוץ, קיבוץ לפי חברה וקיבוץ לפי קבוצה עסקית). החלק התחתון מציג את הקשר בין הגופים השונים בצורת רשת. כל עיגול מייצג גוף אחד, כאשר גודל העיגול מבטא את גודלו היחסי של הגוף לעומת גופים אחרים. כל קו בין שני גופים מבטא את מידת הדמיון, וכל צבע מבטא רמה שונה של קשר: צהוב - מדד של עד 0.5; חום - מדד של עד 0.75; אדום - למעלה מ-0.75.

המקור: "פרדיקטה" ועיבודי בנק ישראל.

ניתן לשלול את אפשרות קיומה של "תופעת העדר" בבחירת אסטרטגיית השקעה ע"י הגופים המוסדיים, בדומה לממצאים ממדינות אחרות⁶. מאחורי תופעה זו עומד הרצון לא לבלוט לרעה בתשואות חסר יחסית לגופים אחרים – דבר שעלול להוביל לנטישה של עמיתים לטובת גוף מנהל אחר. מכל מקום, לריכוזיות המשקית יש אפקט המעצים את רמת הדמיון במידה ניכרת. לאור האמור לעיל, נראה כי פרופיל תיק הנכסים הנוכחי על רקע מאפייני המערכת הקיימת יוצר חשיפה מוגברת לסיכון. מכאן שיצירת גיוון בין התיקים המנוהלים והקטנת הדמיון ביניהם עשויות להגביר את חוסנה של המערכת הפיננסית⁷. על מנת להשיג יעד זה ניתן לפעול באחד הערוצים הבאים לפחות: ראשית, יש להמשיך ולהאיץ את הטיפול בתופעת הריכוזיות, בהתאם לתואי שהציעה הוועדה לבחינת התחרותיות במשק: צמצום מבני בעלות מורכבים עשוי להוביל להגדלת היצע הנכסים דה-פקטו ולצמצום התלות ההדדית ביניהם⁸. שנית, הגדלת החשיפה של הגופים המוסדיים לחו"ל – על חשבון השוק המקומי, שבו היצע המוצרים הפיננסיים מצומצם יחסית – עשויה לסייע ביצירת הגיוון בין תיקי הגופים המוסדיים. כמו כן, בהינתן אלטרנטיבות השקעה רבות יותר, הגופים המנוהלים יגדילו באופן משמעותי את כוח המיקוח שלהם מול הלוויים הגדולים במשק, וכך תשתפר איכות התיק המנוהל. לבסוף, ניתן לפעול לצמצום הסיכונים, ולספק הגנה לכלל חוסכים, דרך עדכון המגבלות החלות על שיעורי החשיפה לקבוצות תאגידים ומיקומן קרוב לשיעורי החשיפה הקיימים בפועל. זאת מתוך הכרה בכך שמרבית הגופים אינם מתקרבים כלל למגבלות, ולכן עדיין קיים פוטנציאל להגדלת מידת הדמיון והסיכון הכרוך בו; יתר על כן, ראוי להדגיש כי המגבלות הקיימות הוחלו כדי להוביל לפיזור נאות של הסיכון הספציפי של כל גוף בנפרד, אך הן אינן מביאות בחשבון את הסיכון המערכת, על השלכותיו השונות, העולה מהדמיון הרב בין התיקים המנוהלים.

מקורות

- Blocher, J. (2011), "Contagious Capital: A Network Analysis of Interconnected Intermediaries", Working paper, Vanderbilt University.
- Grinblatt, M., S. Titman and R. Wermers (1995), "Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: a study of mutual fund behaviour", *American Economic Review* 85(5), pp. 1088-1105.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1992), "The impact of institutional trading on stock prices", *Journal of Financial Economics*, 32(1), pp.23-43.
- Raddatz, C., Schmukler S. L. (2011), "Deconstructing herding: Evidence from Pension Fund Investment Behavior", Policy Research Working Paper 5700, World Bank.
- Wagner, W.B. (2011), "Systemic liquidation risk and the diversity-diversification trade-off", *Journal of Finance*, 66(4), pp.1141-1175.

⁶ ראו למשל 2011, Raddatz et al., 1995, Grinblatt et al., 1992, Lakonishok et al.

⁷ חשיבות הגיוון במערכת הפנסיונית הודגשה ביתר שאת לאחר המשבר האחרון (לביא שפינבאואר, "סיכון ההשקעות בתיק החיסכון הפנסיוני - גישות, מאפיינים ולקחים מהמשבר", נייר עבודה, אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון דצמבר 2010).

⁸ ראוי לציין כי להבדיל מתקופת המשבר של 2008, שבה רמת הסיכרוניות בין כלל הנכסים בשוק המקומי (הן של קבוצות עסקיות והן של הנכסים שלא משתייכים לקבוצות אלה) הייתה גבוהה, בתקופה האחרונה התלות פחתה במידה מסוימת.

4. מערכות התשלומים והסליקה

מערכות התשלומים והסליקה הן חלק חיוני מהתשתית הכלכלית והפיננסית של משקים מודרניים, ותפקודן היעיל תורם להתפתחותם של 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 מערכתי. על כן אחד מתפקידי הבנק, המוגדר בחוק בנק ישראל, התש"ע-2010, הוא להסדיר את מערכות התשלומים והסליקה במשק, במטרה להבטיח את יעילותן ויציבותן.

בנק ישראל מפעיל שתי מערכות תשלומים – מערכת זה"ב (זיכויים והעברות בזמן אמת), המשמשת סולק סופי של כלל מערכות התשלומים והסליקה בישראל, ומסלקת נייר (צ'קים ושוברים ידניים, להלן מסלקת הצ'קים). מערכת תשלומים נוספת היא מערכת מס"ב (מרכז סליקה בנקאי), המנהלת על ידי חברת שירותים משותפת בבעלות חמשת הבנקים הגדולים. זוהי מערכת אלקטרונית, שבה מועברות תנועות בין-בנקאיות בשקלים, שאינן מבוססות על מסמכי נייר ואינן סופיות בזמן אמת – הרשאות לחיוב חשבון, תשלומי משכורות, מסים, תשלומים לספקים ועוד.

בשנת 2012 נרשמה ירידה בפעילות הריאלית במשק, וזו באה לידי ביטוי גם בסכומים שנסלקו במערכת זה"ב. ניתן לראות כי סכום הפעילות של מסלקות הבורסה לניירות ערך ירד בשנה הנסקרת ב-7.5 אחוזים (ללא ביטחונות), סכום עסקאות ההמרה שבוצעו בבנק CLS³⁷ (עסקאות שמטבע השקל צד להן) עלה בכ-14 אחוזים, סך הפעילות הבין-בנקאית (זיכויים ישירים) במערכת זה"ב ירד בכ-8 אחוזים, וכלל הפעילות הכספית במערכת זה"ב פחתה בכ-10 אחוזים.

בשנת 2012 המשיך בנק ישראל לפעול לשיפור היעילות של מערכות התשלומים. במסגרת זו נקט בנק ישראל פעולות לעידוד השימוש באמצעי תשלום אלקטרוניים מתקדמים ומופחתי סיכונים: הוכנסה לעבודה מסלקת צ'קים מתקדמת המושתתת על טכנולוגיה חדישה, וכן בוצעו פעולות לצמצום הסליקה הידנית. בנק ישראל פועל גם להפחתת סכום התשלום המועבר בפעולה בודדת באמצעות מס"ב, במטרה לצמצם את סיכוני הסליקה הן במס"ב והן בזה"ב.

שיעור הסליקה הבין-בנקאית בזה"ב עמד בשנת 2012 על כ-70.6 אחוזים, הזיכויים במס"ב הסתכמו בכ-20.1 אחוזים, והצ'קים – בכ-9.3 אחוזים (איור ד'-23). ככל ששיעור הסליקה הבין-בנקאית בזה"ב יגדל על חשבון סליקת הזיכויים במס"ב³⁸ והסכומים הנסלקים במסלקת הנייר יצטמצמו – כך יופחתו הסיכונים במערכות אלו.



³⁷ CLS (Continuous Linked Settlement) - מסלקה בין-לאומית לעסקאות המרה בין מטבעות חוץ.

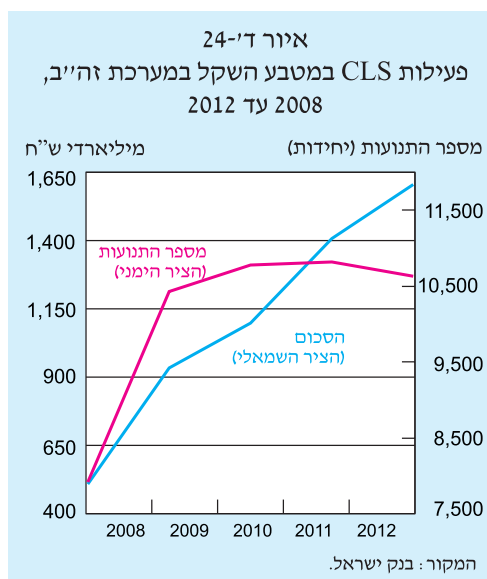
³⁸ מערכת זה"ב מאפשרת רק סליקה של זיכויים - חיוב עצמי וזיכוי המוטב - ולכן לא ניתן להסיט לזה"ב את החיובים; אלא ימשיכו להיסלק במס"ב.

הירידה בפעילות הריאלית במשק באה לידי ביטוי בירידת הסכומים הנסלקים בזה"ב.

בנק ישראל ממשיך לפעול לשיפור היעילות של מערכות התשלומים.

במקביל לפעולות שננקטו לשיפור היעילות של מערכות התשלומים המשיך בנק ישראל לפעול גם השנה להגברת היציבות של מערכות תשלומים. בין היתר הוחל בהפעלת פיקוח על מערכות תשלומים מבוקרות וביישום המלצות שעלו במסגרת דוח של קרן המטבע הבין-לאומית (International Monetary Fund, להלן: IMF) להפחתת הסיכונים במערכת זה"ב. היציבות של התשתית הפיננסית בישראל תוסיף ותגדל ככל שמערכות התשלומים הקיימות יתקדמו וישפרו את עמידתן בעקרונות המקובלים בעולם להפחתת הסיכונים. דוח ה-FSAP, שהוגש ברביע הראשון של 2012, בחן את היציבות הפיננסית של המשק הישראלי (Financial Sector Assessment Program, להלן: "FSAP"), ובכלל זה גם את מערכת זה"ב ומסקות הבורסה לניירות ערך. הדוח מציין כי המערכות האלה עומדות היטב במרבית התקנים הבין-לאומיים, כי התשתית המשפטית והתפעולית, כולל התשתית להמשכיות עסקית, עומדת בדרישות הבין-לאומיות, וכי המערכות יציבות ועונות על צרכי המשתתפים.

הממצאים העיקריים העולים מדוח ה-FSAP בהקשר של מערכת זה"ב מתייחסים בעיקר להיבטים הקשורים לבסיס המשפטי של המערכת והיבטים הקשורים להמשכיות העסקית של מערכת זה"ב. ההמלצות בפן המשפטי מתמקדות בצורך בהגנה על מערכות תשלומים אחרות הפועלות בישראל, שתוצאותיהן נסלקות במערכת זה"ב. הצטרפות השקל לסליקה ב-CLS במאי 2008 תרמה אף היא ליציבות התשתית הפיננסית, והדבר בא לידי ביטוי עוד באותה השנה, בעיקר בעת המשבר הפיננסי: למרות אי-הוודאות ששררה יכלו גורמים פיננסיים בישראל להמשיך ולבצע בבטחה, באמצעות ה-CLS, עסקות המרה עם גופים פיננסיים זרים.



בנק CLS סולק יותר מ-50 אחוזים מהשוק הבין-לאומי ומספק שירותי סליקה ל-17 מטבעות. בישראל מבוצע באמצעות ה-CLS עיקר הפעילות של המרות ש"ח כנגד מטבעות זרים. בשנת 2012 הסתכמה הפעילות במטבע מקומי מול CLS בכ-1.6 טריליון ש"ח – עלייה לעומת השנה הקודמת (איור ד'-24). כחלק מבחינת יציבותה של מערכת זה"ב נבדקים מדדים שונים כגון: עודפי הנזילות במערכת, רמת הזמינות שלה ורמת הריכוזיות בה.

עודפי הנזילות במערכת זה"ב משקפים מצב של עודף נזילות בחשבון העו"ש ובקו האשראי שבנק ישראל מעמיד לרשות המשתתפים כנגד ביטחונות. עודף זה מאפשר למשתתפים לבצע תשלומים

בנק ישראל ממשיך לפעול להגברת היציבות של מערכת התשלומים, והוא החל להפעיל פיקוח על מערכות תשלומים מבוקרות.

עיקר הפעילות של המרות ש"ח כנגד מטבעות זרים מתבצע באמצעות בנק CLS.

עודפי הנזילות במערכת זה"ב נשמרו גם בשנת 2012.

גם אם לא יזוכו בחשבונם. עודפי הנזילות במערכת זה"ב³⁹ (ממוצע יומי) גדלו בשנת 2012 ועמדו על כ-67 מיליארדי ש"ח, לעומת 59 מיליארדים בשנה הקודמת (איור ד'-25). עודפי הנזילות הגבוהים מפחיתים את סיכון הנזילות במערכת.

³⁹ עודפי הנזילות מחושבים על פי ממוצעים יומיים: סך הנזילות במערכת זה"ב בהפחתת סך החיובים הבין-בנקאיים.

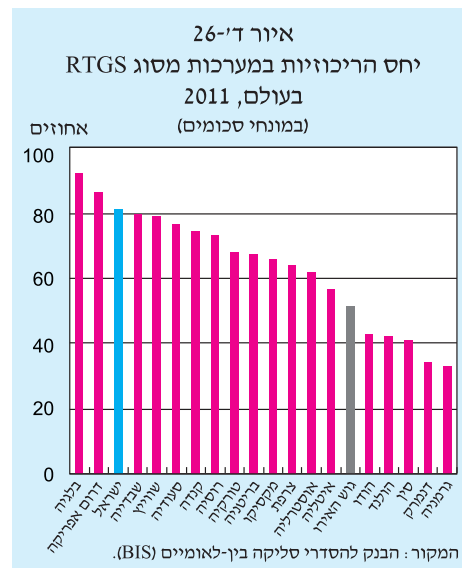
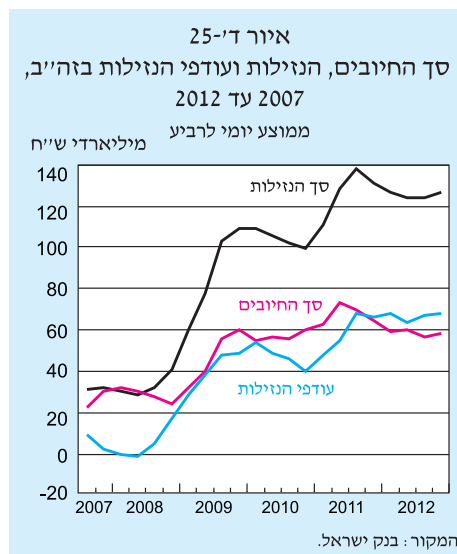
פרק ד': המערכת הפיננסית ויציבותה

הזמינות של מערכת זה"ב גבוהה, ושעורה דומה לשיעורים המקובלים במערכות מקבילות בעולם.

רמת הריכוזיות במערכת זה"ב גבוהה יחסית לעולם.

זמינותה של מערכת זה"ב⁴⁰ נשמרה ברמה גבוהה מאז תחילת פעילותה. רמת זמינות גבוהה מעידה על יציבות המערכת ועל יכולת ההמשכיות העסקית שלה. בשנת 2012 עמדה זמינות מערכת זה"ב על 99.89 אחוז, שיעור זהה לאחוז הזמינות בשנת 2011. שיעור הזמינות של המערכת דומה לשיעורים המקובלים במערכות RTGS (סליקה בזמן אמת) בעולם.

לשם הערכת הסיכון המערכתי במערכת זה"ב נבחנת רמת הריכוזיות של המשתתפים בה. רמת הריכוזיות משקפת את היקפי הפעילות הבין-בנקאית של חמשת המשתתפים הפעילים ביותר⁴¹ (במונחי סכומים). ככל שרמת הריכוזיות עולה כן עולה הסיכון המערכתי במערכת. במערכת זה"ב יחס הריכוזיות עומד על 81.55 אחוז, גידול של 1 אחוז לעומת השנה הקודמת (לוח ד-7). לעומת העולם רמת הריכוזיות בישראל גבוהה יחסית (איור ד-26).



לוח ד-7
יחס הריכוזיות במערכת זה"ב, במונחי סכומים, 2008 עד 2012 (אחוזים)

יחס הריכוזיות	השינוי השנתי
79.2	-
76.6	-3.3
77.6	1.2
80.8	4.1
81.6	1.0

המקור: בנק ישראל.

⁴⁰ רמת הזמינות נאמדת לפי כמות השעות שהמערכת הייתה זמינה חלקי סך כל שעות הפעילות של המערכת בשנה הנסקרת.

⁴¹ יודגש כי אין בהכרח הקבלה בין רמת הפעילות של הבנקים במערכת זה"ב לגודלם.

