

## פרק ד'

### מימון הפעילות במשק:

### המקורות והשימושים

- המקורות למימון הפעילות במשק המשיכו לגדול ב-2015 על רקע גידול של שיעור החיסכון הלאומי, התפתחות שבאה לידי ביטוי בגידול של תיק הנכסים הפיננסיים ברוטו של הציבור ושל רכישת דירות.
- בתיק הנכסים הפיננסיים המנוהל על ידי המוסדיים הופנו רוב הצבירות לאשראי לממשלה ולהשקעות בחו"ל, בעוד שהציבור בחר להגדיל את ההחזקות בנכסים נזילים. זאת על רקע רמה נמוכה של תשואות האג"ח הממשלתיות ושל הריביות על פיקדונות מחד גיסא והערכה שהסיכונים בשוקי המניות גבוהים מאידך.
- זרם ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל (ללא נכסי רזרבה) התמתן השנה, וזרם ההשקעות של תושבי חוץ בישראל נותר יציב. יצוא ההון נטו בחשבון הפיננסי של מאזן התשלומים נמשך.
- התמסורת מהמדיניות המוניטרית לצריכה דרך ערוץ הפיקדונות ככל הנראה פחתה עם התקרבות ריבית בנק ישראל לרמה אפסית. לעומת זאת נראה כי נשמרה התמסורת לפעילות דרך ערוץ האשראי.
- האשראי למשקי הבית, לדיור ולא לדיור, גדל בקצב גבוה גם השנה. אף שיחס סך החוב של משקי הבית לתוצר נמוך יחסית בישראל, האשראי שלא לדיור ביחס לתוצר גבוה בהשוואה בין-לאומית. לכן עידוד הרחבתו של האשראי שלא לדיור יעלה את רמת המינוף של משקי הבית ואת הסיכונים שהם נוטלים.
- יתרת האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי עלתה גם בשנת 2015 בשיעור נמוך, המשך למגמה מ-2008. זוהי תוצאה של ירידה באשראי לעסקים הגדולים, שהושפעה ככל הנראה ממלאי ההון הגבוה במשק, אשר הקטין את הביקוש של עסקים אלה להשקעה.
- לעסקים הגדולים יש חלופות לגיוס אשראי – הנפקת אג"ח, הלוואות מהמוסדיים ואשראי מחו"ל. השנה נרשמה עלייה מתונה בהנפקת אג"ח נטו במגזר העסקי הלא-פיננסי לאחר התכווצות אשתקד. מרבית ההנפקות היו בענף הנדל"ן והבינוי.
- לעסקים גדולים אין מגבלה מצד היצע האשראי. כך עולה, בין היתר, מהיציבות במקורות הפנימיים של החברות הציבוריות.
- האשראי הבנקאי לעסקים קטנים ובינוניים, שהוא להם מקור כמעט בלעדי, המשיך לצמוח גם השנה, ובקצב גבוה. כן צומצמו הפערים בין הריביות למגזרים אלו לריבית לעסקים גדולים.
- לעומת זאת הגופים המוסדיים כמעט לא הגדילו את האשראי לפעילות הפרטית במשק (משקי הבית והמגזר העסקי), משום שהם פועלים באופן מסורתי מול העסקים הגדולים, שכאמור הקטינו את ביקושיהם. יש לאפשר להפנות מקורות של גופים מוסדיים גם לעסקים קטנים ובינוניים באמצעות הסדרת איגוח של תיקי אשראי בנקאי קמעוני.

אין מגבלה מצד היצע  
האשראי במשק.  
האשראי למשקי הבית  
ולעסקים הקטנים גדל,  
ומגזר העסקים הגדולים  
מאופיין ברמת ביקושים  
נמוכה.

המקורות למימון הפעילות במשק המשיכו לגדול ב-2015 על רקע גידול של שיעור החיסכון הלאומי, התפתחות שהתבטאה בגידול תיק הנכסים הפיננסיים ברוטו וברכישת דירות. השימושים העיקריים במקורות היו אשראי לממשלה ולמשקי הבית והשקעה בחו"ל, ואילו מימון הפעילות של המגזר העסקי הלא-פיננסי גדל בשיעור נמוך בלבד.

מהניתוח עולה כי אין מגבלה מצד היצע האשראי במשק. האשראי למשקי הבית לדיור ושלא לדיור גדל בקצב גבוה בשנים האחרונות, ורמת הריביות הנגבות מהם נמוכה יחסית. סך האשראי למגזר העסקי אמנם כמעט לא גדל, אולם זאת ככל הנראה בעקבות ביקושים נמוכים להשקעה בענפי המשק בשנים האחרונות, לאחר שב-2011 ההשקעה הגיעה לרמה גבוהה מאוד. יתר על כן, בחלוקה פנימית של האשראי לפי מגזרי פעילות ניתן להבחין בשינוי מבני (בעיקר בחלוקת האשראי הבנקאי) ובקצבי שינוי גבוהים. האשראי הבנקאי לעסקים קטנים ובינוניים גדל במהירות בשנים האחרונות, במקביל לירידה של אשראי זה לעסקים גדולים. ירידת הריביות לעסקים הקטנים והבינוניים הייתה גדולה יותר מאשר לעסקים הגדולים, כך שהפער ביניהם הצטמצם. התפתחות זו נתמכת בנתוני סקר החברות, שמצביעים על ירידה של שיעור החברות הקטנות והבינוניות המדווחות על קשיי מימון ועלייה קלה בלבד של שיעור החברות הגדולות המדווחות על קשיים כאלה. הירידה באשראי הבנקאי לעסקים גדולים מלווה ביציבות של האשראי החוץ-בנקאי, המשמש בעיקר אותם. לעסקים גדולים אין מגבלה בשוק האג"ח, משום שזה מכיל בקלות אף הנפקות של חברות מחו"ל, וגם שוק האשראי בחו"ל פתוח בפניהם. גם התפתחות המקורות הפנימיים של החברות הציבוריות, המשמשות מדגם מייצג לעסקים גדולים, אינה מצביעה על מחסור במקורות. כל אלה מלמדים שהביקושים הנמוכים להשקעות במשק נובעים מרמתן הנמוכה במגזר העסקים הגדולים.

התקופה האחרונה מאופיינת בריבוי יוזמות ושינויים רגולטוריים הקשורים למקורות המימון במשק ולשימושים בהם. ב-2016 ייכנסו לתוקף תקנות סולבנסי 2, המתייחסות לחברות הביטוח. הצוות להסדרת הפעילות הפיננסית החוץ-מוסדית (ועדת בריסי) הגיש המלצות שבמרכזן מינוי רגולטור על נותני שירותי מטבע ונותני אשראי חוץ-מוסדיים. בהקשר זה אושרה בחקיקה הנפקת תעודות התחייבות במקביל להענקת אשראי גם לתאגידים לא-בנקאיים. הצעת חוק נתוני אשראי נמצאת בתהליכי חקיקה מתקדמים. חוק זה צפוי להגביר את התחרות בתחום האשראי הקמעוני ואת נגישות האשראי. המלצות הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח, שמטרתן הסרת חסמים בשוק זה, קידומו ופיתוחו, עומדות לפני תהליך חקיקה. במקביל מגבשת ועדת שטרום המלצות להגברת התחרות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים בישראל. כעת, כשמגמת התרחבות של האשראי למשקי הבית ולעסקים הקטנים והבינוניים עדיין נמשכת, יש לבחון בזירות את ריבוי היוזמות להגדלה נוספת של היצע האשראי למגזרים אלו, שעלולה להביא למינופי יתר.

## 1. המקורות למימון הפעילות במשק

### א. תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור

ב-2015 עמד שיעור החיסכון הלאומי הגולמי על 24.4% תוצר, שהם, במחירים שוטפים, כ-277 מיליארדי ש"ח. סכום זה הוא הבסיס המקומי למימון הרחבתה של הפעילות במשק, לאחר שמנכים ממנו את יצוא ההון נטו בחשבון הפיננסי, כלומר את הרכיב המבטא את המקורות המקומיים המופנים נטו לחו"ל. שיעור החיסכון ביחס לתמ"ג נמצא במגמת עלייה מתונה, לאחר ירידתו ממוצע של 24.3% תוצר ב-2005–2007 לכ-21.2% תוצר ב-2008. שיעור החיסכון הגולמי בתוצר נמצא במרכז ההתפלגות של שיעורי החיסכון במדינות OECD ומקומו הולך ועולה – בעיקר

**לוח 1-1**  
**תיק הונכסים הפיננסיים ברוטו של הצבור<sup>1</sup> – התפלגותו לפי סוגי הונכסים, 2006 עד 2015, נתוני סוף תקופה**

התקופה	סך התיק מיליארדי ש"ח	סה"כ מתיק מהתוצר	אג"ח ממשלתית <sup>2</sup>			אג"ח חברות <sup>2</sup>			מוזמן ופיקדונות	שיעור התיק
			בלתי סחירות <sup>3</sup>	סחירות	בלתי סחירות <sup>3</sup>	סחירות	בלתי סחירות <sup>4</sup>	סחירות		
התקופה	מיליארדי ש"ח	מתיק מהתוצר	התפלגות באחוזים						אחוזים	
מנייה	מנייה	מנייה	מנייה	מנייה	מנייה	מנייה	מנייה	מנייה	מנייה	
2015	3,315	288	8.1	1.3	2.2	14.9	0.8	5.3	8.1	3.9
2014	3,172	290	8.2	1.6	3.0	15.6	0.7	5.2	8.4	2.9
2013	2,971	281	9.0	1.8	2.6	16.8	0.9	4.2	7.4	3.1
2012	2,728	273	9.4	2.1	2.6	14.9	1.1	4.4	6.4	3.0
2011	2,530	270	9.4	2.2	3.0	15.5	1.8	4.2	5.7	2.7
2010	2,561	292	9.3	2.2	2.7	21.4	2.2	3.2	5.6	2.5
2009	2,298	281	8.7	2.6	2.7	18.5	3.2	3.1	4.8	2.5
2008	1,882	242	9.4	2.9	3.5	11.6	3.9	3.1	3.3	2.7
2007	2,055	279	12.6	6.9	3.2	24.0	4.0	3.6	4.0	2.5
2006	1,837	267	11.0	7.4	4.6	21.4	3.9	4.1	4.0	2.2

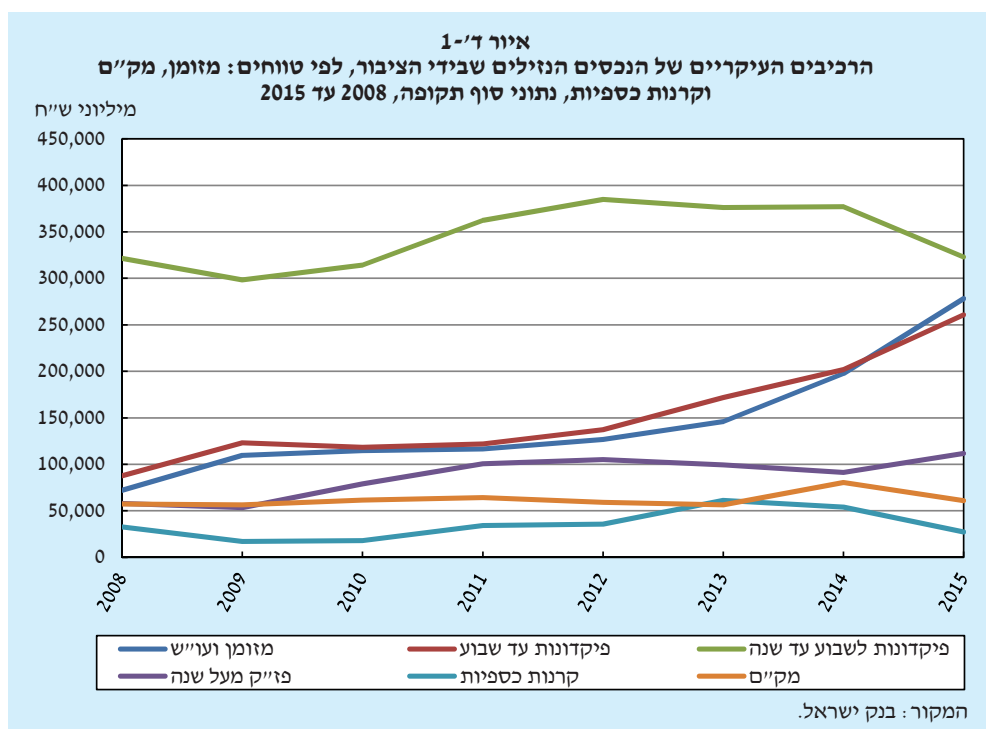
<sup>1</sup> הציבור אינו כולל את הממשלה, את בנק ישראל, את השקעות של תושבי חוץ ואת הנכסים המסחריים הנבזקים למשכנתאות.  
<sup>2</sup> כולל אג"ח לחמרה.  
<sup>3</sup> חזקות של המוסדיים בלבד.  
<sup>4</sup> כולל אופציות Water.  
<sup>5</sup> לרבות השקעה בניירות ערך ישראלים הנסחרים בחו"ל, ולמעט השקעה בתעודות סל הנסחרות בתי"א על מדדים בחו"ל.  
<sup>6</sup> חתל מ-2008 רכיב זה כולל את התחייבות הממשלה לסייע לקרנות הפנסיה החזיקות.  
 המקור: עיבודי בנק ישראל.

הודות לירידה בגירעון הממשלתי ובמידה מסוימת גם הודות לירידה במחירי האנרגיה, תהליך שהגדיל את ההכנסה הריאלית. (להרחבה על החיסכון ראו פרק ב').

תיק הנכסים הפיננסיים ברוטו של הציבור (לוח ד'-1) כולל את ההשקעות הפיננסיות של משקי הבית ושל המגזר העסקי הלא-פיננסי, וכן את החזקותיהם של בעלי שליטה בחברות סחירות, והשינוי הכמותי בו מבטא חלק ניכר מהחיסכון של הציבור במשק<sup>1</sup>. שווי תיק הנכסים עלה השנה בכ-142 מיליארד ש"ח, ל-3.3 טריליון ש"ח (גידול של 4.5% לעומת ממוצע של 6.7% ב-2010-2014). רק כרבע מהעלייה בשווי התיק מיוחסת לשינוי במחירי הנכסים הפיננסיים<sup>2</sup>. מרביתה של תרומת השינוי במחירי הנכסים הפיננסיים התרכזה במניות בישראל, ומיעוטה – באג"ח ממשלתיות ואג"ח חברות. ירידת מחירי הנכסים הפיננסיים בחו"ל פעלה השנה להקטנת שווי של תיק הנכסים. הצברות בתיק בניכוי השפעת המחירים התרכזו השנה בעיקר במזומן ובפיקדונות עו"ש, על רקע הרמות הנמוכות של הריביות והתשואות והסיכון הגבוה במשק ובעולם<sup>3</sup>.

בשנת 2015, בדומה ל-2014, צבירת הנכסים הייתה בעיקרה ברכיב הנזיל של התיק: המזומן והפיקדונות גדלו בכ-100 מיליארדי ש"ח, שהם כ-70% מגידול שווי של התיק. פירוק רכיב זה (איור ד'-1) לרכיביו העיקריים מראה נטייה חזקה להחזקת נכסים נזילים מאוד – מזומן, עו"ש, פח"ק (פיקדון עד שבוע) ופמ"ח עד שבוע. כל אלו מאופיינים בנזילות גבוהה מאוד, אינם כרוכים בעלויות עסקה ובדמי ניהול, ורמת הסיכון בהם נמוכה. כמו כן שיעור המיסוי בהם נמוך, יחסית לחלק מאפיקי ההשקעה האחרים. הפיקדונות והעו"ש אף נהנו מתשואה ריאלית פטורה ממס בעקבות ירידת מדד המחירים ב-1%. לעומת זאת נרשמו ירידות בפיקדונות הארוכים יותר (פמ"ח ופז"ק משבוע עד שנה). יוצאי דופן מבחינה זו הם הפיקדונות לזמן קצוב מעל שנה, שגדלו בכ-20%.

תיק הנכסים הפיננסיים ברוטו של הציבור גדל ב-2015 בכ-4.5%. צבירת הנכסים התרכזה בנכסים נזילים שרכישתם אינה כרוכה בעלויות עסקה או דמי ניהול – מזומן, עו"ש ופיקדונות עד שבוע.



<sup>1</sup> את החלק הנותר מרכיבים נכסים ריאליים, בעיקר נדל"ן (כפי שמפורט בפרק ז'-א') והחזקות בחברות פרטיות.

<sup>2</sup> להרחבה על התפתחות מחירי הנכסים הפיננסיים ראו דוח היציבות הפיננסית 2015, המחצית השנייה.

<sup>3</sup> ראו איורים 3 ו-6 בדוח היציבות הפיננסית 2015, המחצית השנייה.

ירידה נרשמה גם ביתרות של ההחזקות במק"ם, הקרנות הכספיות ותעודות הפיקדון<sup>4</sup>. זאת אף על פי שגם האחרונים הם נכסים ברמת סיכון נמוכה ונזילים מאוד: ניתן לממש אותם בכל עת. נראה שהציבור העדיף לצמצם את החזקותיו בהם מפני שהתשואה הנומינלית עליהם אפסית, ולאחר קיזוז עלויות עסקה ודמי הניהול (שלא נגבים על החזקת מזומן, עו"ש ופיקדונות בנקאיים) מתקבלת תשואה שלילית. היתרון שבהחזקת מזומן ועו"ש עוד יגדל במקרה שריבית בנק ישראל תורד.

ההלוואות הישירות מהמוסדיים למגזר העסקי ולמשקי הבית הוסיפו לגדול בקצב גבוה גם ב-2015. יחד עם זאת, המוסדיים אינם משמשים מקור משמעותי למימון הפעילות הפרטית במשק בשנים האחרונות, כי הם פונים בעיקר למגזר העסקים הגדולים, שבו הביקוש לאשראי נמוך. מסוף 2007 גדלו נכסי המוסדיים ביותר מ-100%, בסך של כ-737 מיליארדי ש"ח. חלק הארי של הגידול הופנה לממשלה ולהשקעה בחו"ל, ואחוזים בודדים בלבד הופנו להשקעה במניות ובאג"ח חברות (סחירות ולא סחירות). אמנם ההלוואות הישירות רשמו צמיחה מהירה מסוף 2007, אולם חלקן בנכסי המוסדיים ובסך האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי לא עולה על 10%. אחת הדרכים שבהן הציבור מתמודד עם רמת התשואות הנמוכה מזה והסיכונים שהוא רואה בשוקי המניות מזה היא השקעה בנכסים ריאליים – בעיקר רכישת דירות, שתשואתן עדיין גבוהה יותר. עם זאת, מאז אמצע 2012 נשמרת יציבות ביחס בין שווי הנדל"ן של משקי הבית לשווי תיק הנכסים של הציבור<sup>5</sup>. בהחזקותיו הישירות בתיק הנכסים הפיננסיים העדיף הציבור נכסים נזילים ללא עלויות עסקה או דמי ניהול – מזומן, עו"ש ופיקדונות יומיים ושבועיים. לעומת זאת המוסדיים הגדילו דווקא את השקעותיהם בחו"ל, משום שבתחום זה יש להם יתרון על משקי הבית הודות ליכולותיהם לגדר את שער חליפין, לצמצם את עלויות העסקאות ולאסוף מידע.

## ב. החשבון הפיננסי במאזן התשלומים

מאזן התשלומים מורכב מהחשבון השוטף ומהחשבון הפיננסי. בשנת 2015 נמשך העודף בחשבון השוטף, ועל כן נמשך גם יצוא ההון נטו בחשבון הפיננסי. (לוח ד'-2; הרחבה על החשבון השוטף ראו בפרק ב'). יצוא ההון נטו (ללא נכסי זרבה) עמד ב-2015 על 6.75 מיליארדי דולרים – לעומת 8.6 מיליארדים ב-2014 – והוא מבטא המשך הפניה של מקורות מימון להשקעה בחו"ל, תוך המשך פיזור תיק הנכסים של תושבי ישראל. הירידה ביצוא ההון נטו ב-2015 הושפעה מהתמתנות זרם ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל (ללא נכסי זרבה), לאחר יציבות ברמה גבוהה מתחילת 2013. זרם ההשקעות של תושבי חוץ נותר ב-2015 ברמה דומה לזו אשתקד. היציבות נשמרה תוך עלייה של ההשקעות הישירות בהלוואות בעלים ובהון מניות, ובכלל זה בקרנות הון-סיכון המשקיעות בחברות הזנק. במקביל התמתנו ההשקעות הפיננסיות, בעיקר כתוצאה מירידה משמעותית בהחזקה של אג"ח ממשלתיות בשוק המקומי ושל אג"ח פרטיות בחו"ל על ידי תושבי חוץ. כמו כן נמשכה היציאה מהשקעות אחרות של תושבי חוץ בישראל, שתרמה להתמתנות גם בשנים קודמות. השנה נרשמו ירידה בפיקדונות בנקים מחו"ל לעומת עלייה קלה אשתקד, וכן ירידה בהלוואות מתושבי חוץ, אמנם מתונה מירידתן אשתקד. נוסף על כך נמשכה מגמת הירידה בפיקדונות של תושבי חוץ בישראל, הרקע להאצת הירידה בפיקדונות אלה מאז אמצע 2011 (מגמה

<sup>4</sup> חשוב להדגיש כי חלק ניכר מהחזקות הקרנות הכספיות ותעודות הפיקדון מושקע בפיקדונות בנקאיים ובמק"ם, שההתפתחות בהם תוארה לעיל. אזכורם בהקשר הנוכחי נועד להדגיש את השפעת התשואות האפסיות על החזקות הציבור.

<sup>5</sup> הרחבה ראו בדוח היציבות הפיננסית, יוני 2015, עמודים 13–14.

המוסדיים אינם משמשים מקור משמעותי למימון הפעילות הפרטית במשק בשנים האחרונות, משום שהם פונים בעיקר למגזר העסקים הגדולים, שבו רמת הביקוש לאשראי נמוכה.

יצוא ההון נטו התמתן ב-2015 והושפע מהתמתנות זרם ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל.

**לוח ד'-2**  
**השקעותיהם של תושבי חוץ בישראל והשקעותיהם של תושבי ישראל בחו"ל לפי סוגי ההשקעה,**  
**2012 עד 2015**  
 (תנועות נטו, מיליוני דולרים)

2015				2015	2014	2013	2012	
Q4	Q3	Q2	Q1					
7,062	-755	524	2,704	9,534	9,698	13,408	1,468	<b>1. ההשקעות של תושבי חוץ בישראל</b>
1,203	2,379	3,259	4,724	11,565	6,738	12,449	8,468	השקעות ישירות בישראל
5,321	-865	-513	-705	3,238	9,555	1,770	-3,323	השקעות פיננסיות בני"ע סחירים
538	-2,269	-2,222	-1,315	-5,269	-6,596	-811	-3,677	השקעות אחרות בישראל
8,838	644	-1,185	7,991	16,286	18,273	18,569	8,083	<b>2. ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל, ללא נכסי הרזרבה</b>
6,379	640	1,113	1,611	9,742	3,667	5,502	3,257	השקעות ישירות בחו"ל
1,563	-36	3,204	5,255	9,986	10,337	9,348	7,531	השקעות פיננסיות בני"ע סחירים
1,148	-370	-5,346	1,386	-3,182	4,687	4,176	-2,408	השקעות אחרות בחו"ל
-252	410	-156	-261	-260	-418	-458	-297	מכשירים נגזרים
-1,776	-1,399	1,709	-5,287	-6,752	-8,575	-5,161	-6,615	<b>3. החשבון הפיננסי נטו, ללא נכסי הרזרבה (1-2)</b>
-1,573	-1,904	-2,359	-1,492	-7,328	-7,396	-4,357	180	<b>4. נכסי הרזרבה</b>
-3,349	-3,303	-650	-6,779	-14,080	-15,970	-9,518	-6,435	<b>5. החשבון הפיננסי נטו (3+4)</b>

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

שראשיתה עוד ב-2008) היה הפחתת ריבית בנק ישראל, שהחלה באותה שנה, וכן ה-FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act)<sup>6</sup>, שהקונגרס האמריקאי חוקק ב-2010. התמתנות השקעותיהם של תושבי ישראל בחו"ל ב-2015 נבעה מירידה בסעיף השקעות אחרות בחו"ל, בעיקר כתוצאה ממשיכת פיקדונות של בנקים ישראליים בחו"ל החל מהרבעון השני. נוסף על כך פחתו ההלוואות לחו"ל והפכו שליליות. משיכת הפיקדונות של הבנקים והירידה בהלוואות קוזזו על ידי עלייה בפיקדונות של תושבי ישראל בחו"ל. הירידה בהשקעות אחרות בחו"ל מותנה על ידי עלייה בהשקעות הישירות בחו"ל, במיוחד בסעיף הלוואות בעלים. כמו כן נמשך קצב הגידול הגבוה של ההשקעות הישירות במניות בחו"ל ושל ההשקעות הפיננסיות בחו"ל במניות ובאג"ח. בשנת 2015 השקיעו הגופים המוסדיים כ-4.2 מיליארדי דולרים בחו"ל, לעומת 3.9 מיליארדים ב-2014 – ירידה לעומת ממוצע של 5.2 מיליארדי דולרים ב-2009–2013. עם זאת, חלקם של המוסדיים בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל עדיין גדול, והוא תורם תרומה בסיסית ליצוא ההון בחשבון הפיננסי מאז 2006. זאת על רקע הרפורמות בשוק החיסכון הפנסיוני ושיעור החיסכון הגבוה יחסית במשק, שתרמו לגידול מהיר של נכסי המוסדיים, שוק הון מקומי קטן יחסית, רמת ביקושים נמוכה להשקעה ולאשראי וכן מדיניות פיזור הנכסים שנוקטים המוסדיים: הם משקיעים בחו"ל שיעור גדול והולך מסך נכסיהם, עד לרמה של כ-20% בסוף 2015. הגדלת שיעור השקעותיהם בחו"ל מוסברת גם בתיקון לשיעור נמוך מדי של השקעה בחו"ל בשנים עברו. לאורך השנים חלק הארי של השקעות המוסדיים בחו"ל מופנה להשקעות פיננסיות, ואילו ההשקעות הישירות והאחרות (פיקדונות והלוואות) קטנות ואף זניחות. יחד עם זאת, ב-2015 זרם ההשקעות האחרות (בעיקר בתת-הסעיפים הלוואות ונכסים אחרים) היה גבוה, ולכן הוא מיתן את הירידה שנרשמה מאז 2014 בזרם ההשקעות הפיננסיות. אף ששיעור גבוה מנכסי המוסדיים נקוב במט"ח

למרות התמתנות מסוימת של השקעות המוסדיים בחו"ל, חלקם בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל עדיין גדול, והוא תורם תרומה בסיסית ליצוא ההון בחשבון הפיננסי.

<sup>6</sup> חוק זה נחקק במטרה למנוע מתושבי ארה"ב להתחמק מתשלום מס. הוא קובע כי גופים פיננסיים מחוץ לארה"ב – כולל בנקים ובהם בנקים ישראליים – חייבים לדווח לרשויות המס בארה"ב על חשבונות שמנהלים לקוחות החייבים בדיווח בארה"ב, גם אם הם תושבי ישראל. בראשית אוגוסט 2012 החליט משרד האוצר בישראל להקים צוות לבחינת יישומו של ה-FATCA, ובמאי 2014 החלה ישראל ליישמו באופן רשמי.

או צמוד למט"ח – 23.7% בסוף 2015 – חשיפתם למט"ח נמוכה יותר, כ-14.4%, עקב שימוש בגידור מטבעי. השימוש בגידור מטבעי הצטמצם במחצית הראשונה של השנה, במקביל ליציבות יחסית בשער החליפין של השקל מול הדולר, והחשיפה למט"ח גדלה מ-12.8% במחצית השנייה של 2014 ל-14.4% בסוף 2015.<sup>7</sup>

## 2. השימושים במקורות למימון הפעילות במשק

מקורות המימון שתוארו לעיל משמשים למימון פעילותם של הממשלה, משקי הבית והמגזר העסקי (לוח ד'-3). ב-2015 עמדה יתרת החוב ברוטו של שלושת המגזרים על כ-2 טריליוני ש"ח – גידול של כ-53 מיליארדי ש"ח בלבד לעומת השנה הקודמת. מתוך גידול זה עלתה יתרת החוב של מגזר משקי הבית והמגזר העסקי בכ-40 מיליארדי ש"ח. (פירוט על מימון החוב הממשלתי ראו בפרק ו'). בין צד המקורות לצד השימושים מחברים המתווכים הפיננסיים, והם מצמצמים סיכונים ומגדילים את הנזילות בשווקים הפיננסיים.

**לוח ד'-3**  
**יתרת החוב במשק ברוטו: התפלגות לפי מגזרים מלווים ולווים (ללא המגזר הפיננסי), במיליארדי ש"ח, דצמבר 2015**

סך החוב	המגזרים הלווים			סך החוב לבנקים
	הממשלה	המגזר העסקי	משקי הבית	
917	87	397	433	אשראי שלא לדויר
532	16	390	126	אשראי לדויר
307			307	אג"ח סחירות
78	72	7		
574	409	154	11	סך החוב למוסדיים
74	5	58	11	הלוואות
292	221	71		אג"ח סחירות
208	183	25		אג"ח בלתי סחירות
16		1	14	סך החוב לחברות כרטיסי אשראי
16		1	14	הלוואות
272	101	171		סך החוב לתושבי חוץ
146	3	143		הלוואות
108	80	28		אג"ח סחירות
18	18			אג"ח בלתי סחירות
17		0	17	החוב ממקורות ממשלתיים
17		0	17	אשראי מוכוון
231	145	86		החוב למשקי בית ואחרים
231	145	86		אג"ח סחירות
<b>2,026</b>	<b>1,742</b>	<b>809</b>	<b>475</b>	<b>סך החוב</b>

המגזרים המלווים

<sup>1</sup> סך החוב של הממשלה הרחבה הסתכם בדצמבר 2015 ב-746 מיליארדי ש"ח. אך 4 מיליארדי ש"ח מתוכם אינם כלולים בלוח זה מפני שהם טרם סווגו סופית לפי מגזרים מלווים (4 מיליארדי ש"ח אלה נכללו בחוב הציבורי הכולל המופיע בפרק ו'). המקור: עיבודי בנק ישראל.

<sup>7</sup> ברבעון השלישי של 2015 נרשמה עלייה זמנית בהיקף הגידור המטבעי של השקעות המוסדיים בחו"ל בעקבות התגברות הסיכונים מצד השווקים המתעוררים באותה עת. רמת החשיפה שבה ועלתה ברבעון הרביעי.



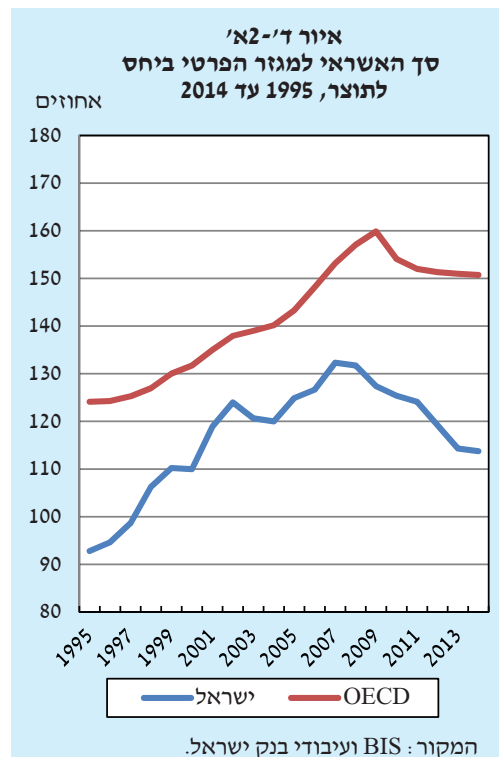
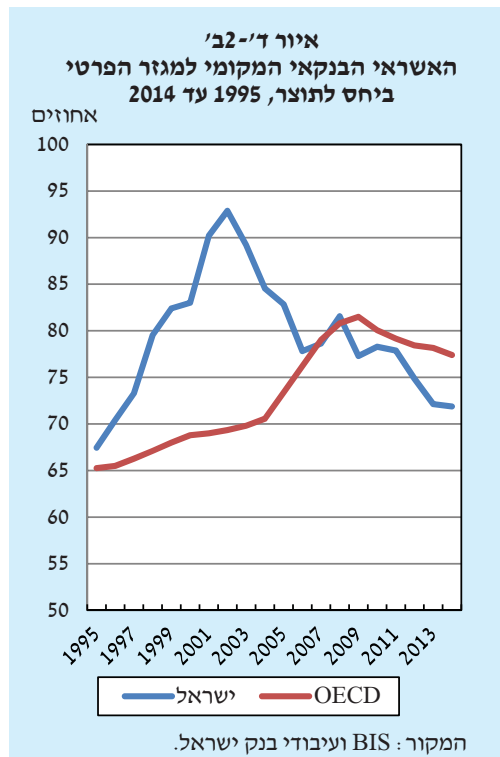
החוב של המגזר הפרטי (משקי הבית והמגזר העסקי הלא-פיננסי) ביחס לתוצר הולך ויורד מאז 2008 (איור ד'-א2). אמנם עד 2007 התאפיין יחס זה בישראל במגמת עלייה, שצמצמה את הפער לעומת מדינות OECD לכ-20 נקודות אחוז, אולם מאז 2007 הפער הולך ומתרחב. מיקומו של המשק ביחס למדינות OECD אינו דבר רע כשלעצמו<sup>8</sup>, וכל עוד אין מגבלה מצד ההיצע היחס בין האשראי לתוצר תלוי במידה רבה ברמת שנת הסיכון של הפרטים והפירמות במשק ובבחירה שלהם בין צריכה בהווה לצריכה עתידית. נוסף על כך, מדינות רבות ב-OECD אופיינו במינוף יתר בשנים שקדמו למשבר 2008, ובחלק מהן רמות המינוף עדיין גבוהות. הפער ביחס למוצע OECD משקף את רמת המינוף הנמוכה בישראל, שהייתה מנקודות החוזק של המשק הישראלי בהתמודדות עם משבר 2008. עם זאת, ירידת היחס בין האשראי למגזר הפרטי ובין התוצר בישראל בשנים האחרונות נובעת מצמיחה איטית של האשראי ביחס לצמיחת התוצר. זאת על רקע ביקושים נמוכים להשקעה, בעיקר מצד החברות הגדולות.

איור ד'-ב2 מציג את היחס בין סך החוב הבנקאי של המגזר הפרטי לבין התוצר. עולה ממנו שגם לפני המשבר של 2008 וגם אחריו אין פער גדול בין היחס הקיים בישראל לבין היחס הממוצע ב-DCEO. מכאן שהפער בין ישראל למדינות הארגון ביחס בין סך האשראי למגזר הפרטי לבין התוצר אינו נובע מהאשראי הבנקאי אלא מהאשראי החוץ-בנקאי.

בשוק החוץ-בנקאי הגופים המוסדיים, שנהנים מגידול מהיר של המקורות, למעשה כמעט לא פונים למגזר משקי הבית ולמגזרי העסקים הקטנים והבינוניים. נוסף על כך, מגזר העסקים הגדולים, המהווה את רוב רובו של תיק האשראי שלהם, מאופיין בתקופה זו ככל הנראה ברמת ביקושים נמוכה ובמגמה של הפחתת המינוף. כתוצאה מכך, המוסדיים מפנים את מקורותיהם

ירידת היחס בין האשראי למגזר הפרטי ובין התוצר בישראל בשנים האחרונות נובעת מצמיחה איטית של התוצר על רקע ביקושים נמוכים להשקעה, בעיקר מצד החברות הגדולות.

המוסדיים מפנים את מקורותיהם, הגדלים והולכים, בעיקר לממשלה ולחוו"ל, ורק במעט למגזר הפרטי.



<sup>8</sup> פתיחת הפער בין ישראל למוצע OECD לאחר 2008 הושפעה ככל הנראה גם מעלייה מתונה של התוצר במדינות OECD לעומת עלייה מהירה יותר בישראל.

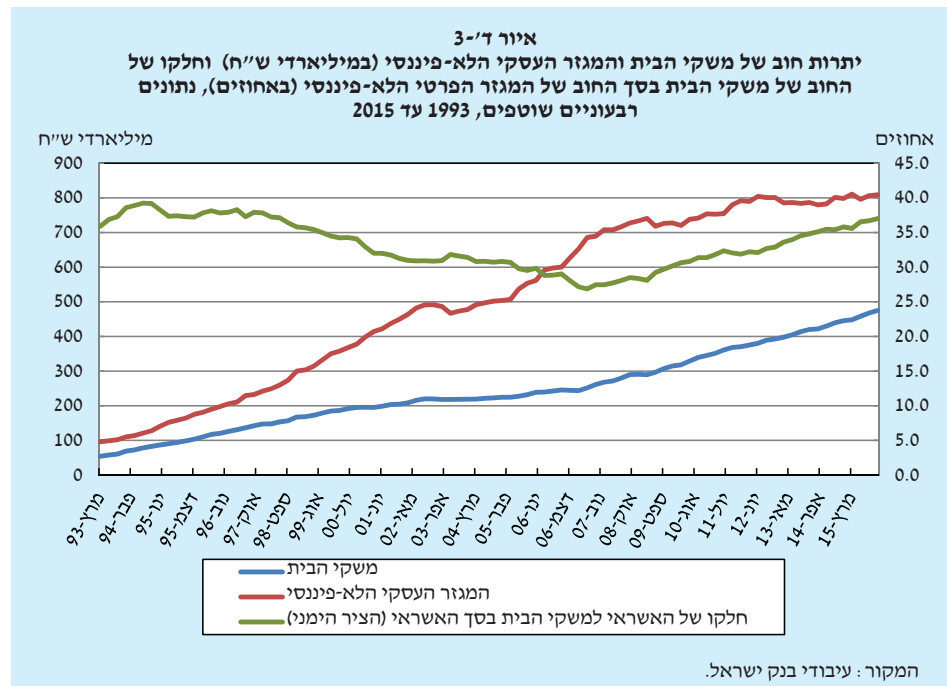


## פרק ד': מימון הפעילות במשק: המקורות והשימושים

הגדלים והולכים בעיקר לממשלה ולחוו"ל, וכמעט לא למגזר הפרטי. (ראו לעיל בחלק על המקורות). הואיל ואופי הפעילות של המוסדיים אינו מתאים כיום להעמדת אשראי קמעוני, המאפיין את משקי הבית והעסקים הקטנים והבינוניים, הדרך הראויה שבה הם יוכלו להפנות יותר מקורות למימון המגזר הפרטי היא רכישה של תיקי אשראי קמעוני מהבנקים, למשל באמצעות איגוח.<sup>9</sup> אולם לשם כך יש ליצור סביבה משפטית, רגולטורית ועסקית מתאימה.

איור ד-3 מלמד כי יתרת האשראי למשקי הבית התחילה להתרחב בקצב מהיר בשנת 2007, לעומת האטה של גידול יתרת האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי באותה תקופה לאחר שנים של התרחבות מהירה. עליית האשראי למשקי הבית נבעה מגידול האשראי לדיור, בעקבות עליית הפעילות בשוק הדיור, וגם מגידול האשראי שלא לדיור, שהתרחב בשנים האחרונות בקצב מהיר. יתרת האשראי למשקי הבית שיעורה כיום כ-37% מסך יתרת האשראי למגזר הפרטי, בדומה לחלקה באמצע שנות התשעים, שיעור גבוה יחסית בהשוואה בין-לאומית<sup>10</sup> (איור ד-4). יתרת האשראי הבנקאי למשקי הבית היא למעלה ממחצית של סך יתרת האשראי הבנקאי למגזר הפרטי. על סמך נתוני משקים שונים טוענים Beck et al. (2012)<sup>11</sup> כי שיעור האשראי המנותב למשקי הבית מתוך סך האשראי במשק תלוי במגבלות הביקוש וההיצע ולא במבנה של המערכת הבנקאית או במדיניות הגופים הרגולטוריים. כך, לדוגמה, חלקם של משקי הבית בסך האשראי גבוה יותר בחברות אורבניות, במשקים שבהם משקל ענף התעשייה קטן וכן במשקים עם שוקי הון מפותחים, שבהם עסקים יכולים לגשת למקורות מימון חוץ-בנקאיים.

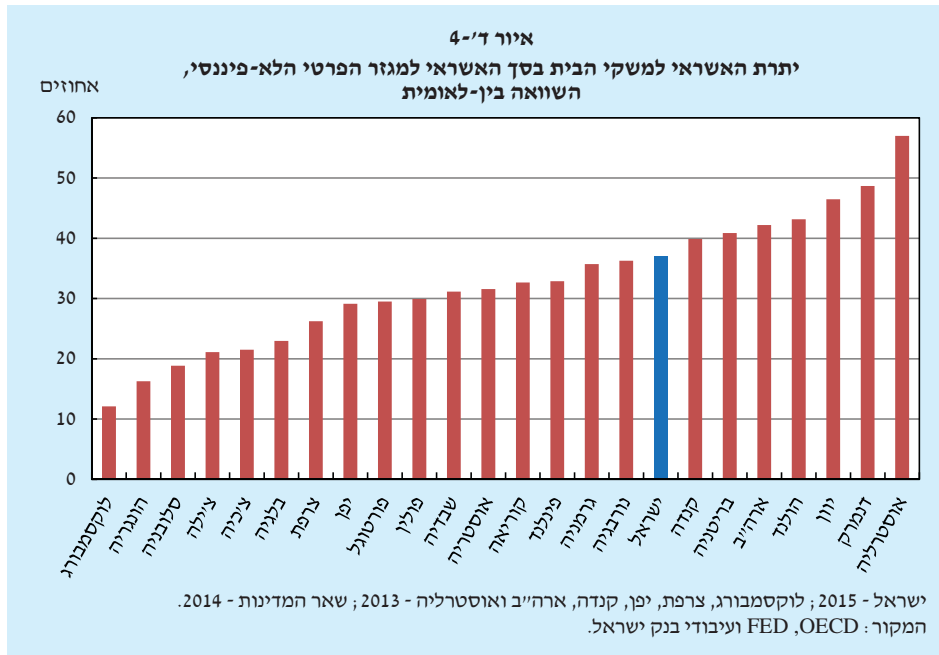
שיעורה של יתרת  
האשראי למשקי הבית  
עומד כיום על כ-37%  
מסך יתרת האשראי  
למגזר הפרטי.



<sup>9</sup> להרחבה על איגוח ראו תיבה ד-2 בדוח בנק ישראל 2014.

<sup>10</sup> בחירת המדינות להשוואה זו מבוססת על זמינותם של נתוני חוו"ל רלוונטיים.

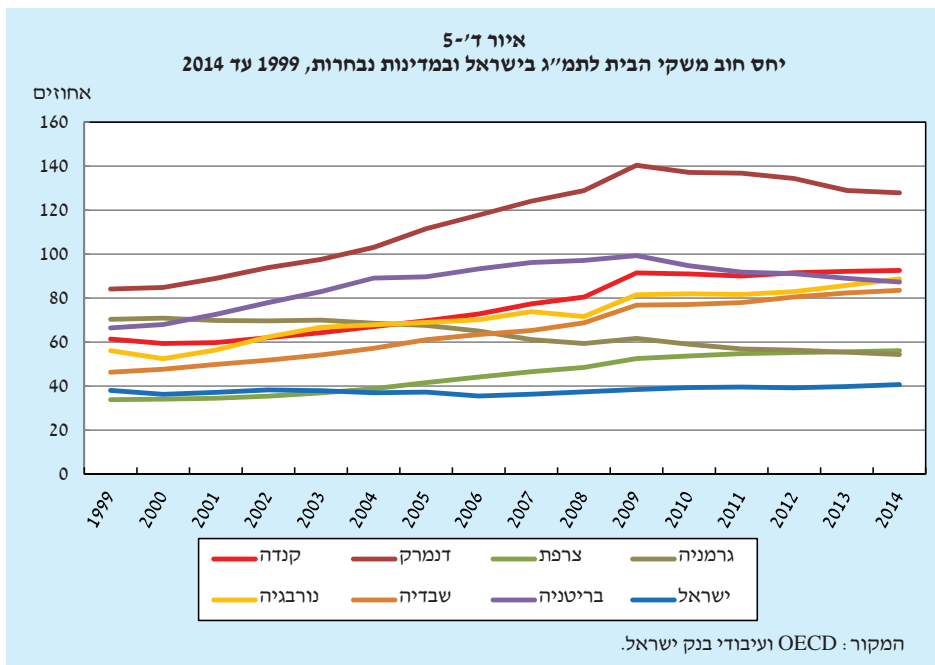
<sup>11</sup> T. Beck, B. Büyükkarabacak, F.K. Rioja and N.T. Valev (2012). "Who Gets the Credit? And Does It Matter? Household vs. Firm Lending Across Countries", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 12, issue 1 (Contributions), Art. 2.



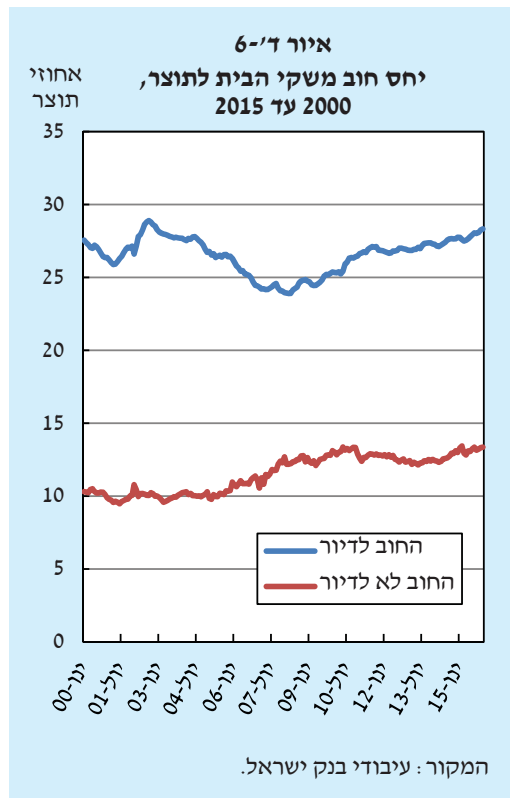
**א. משקי הבית**

יתרת החוב של משקי הבית עמדה בסוף 2015 על 473 מיליארדי ש"ח (לוח ד'-3), לעומת 445 מיליארדים בסוף השנה הקודמת – גידול של 6.3%, בדומה לגידול אשתקד. יחס החוב של משקי הבית לתוצר המשיך לעלות במתינות, מכ-40.7% בסוף שנת 2014 לכ-41.7% בסוף 2015, אך הוא עדיין נמוך ביחס למדינות מפותחות אחרות (איור ד'-5), שבהן האשראי לדיור גדל במהירות. יתרת החוב לדיור עמדה על 322 מיליארדי ש"ח, לאחר גידול של 6% (להשוואה: 5.3% בשנת

יחס החוב של משקי הבית לתוצר עדיין נמוך ביחס למדינות מפותחות אחרות.



היקף המשכנתאות החדשות גדל השנה למרות עליית הריבית על משכנתאות חדשות במרבית האפיקים במחצית השנייה של השנה.



2014). חלקה של יתרת החוב לדיוור בסך יתרת החוב של משקי הבית נותרה בסוף 2015 ברמה של כ-68%.

סך המשכנתאות החדשות שניתנו בשנת 2015 הגיע לכ-65 מיליארדי ש"ח; היקפן החודשי הממוצע של המשכנתאות החדשות עמד על כ-5.4 מיליארדי ש"ח, ושיא היסטורי של 6.99 מיליארדי ש"ח נרשם בחודש יוני. עם זאת, החוב לדיוור של משקי הבית הישראליים ביחס לתוצר נמוך בהשוואה למשקים אחרים, ועלייתו בשנים 2007–2015 הייתה מתונה (איור ד'-6) על אף עלייה מהירה של מחירי הדירות בתקופה זו. גידול איטי של יתרת החוב לדיוור הוא בעיקר פועל יוצא של המגבלות שהשית בנק ישראל על המינוף של נוטלי משכנתאות בשנים האחרונות.

במחצית הראשונה של השנה נמשכה מגמת הירידה של הריבית הריאלית המשוקללת על משכנתאות חדשות. מגמה זו החלה בשלהי 2013 והסתיימה במאי 2015, אז הגיעה הריבית לרמה של 0.71% בלבד. בחודש יוני התהפכה המגמה: הריבית

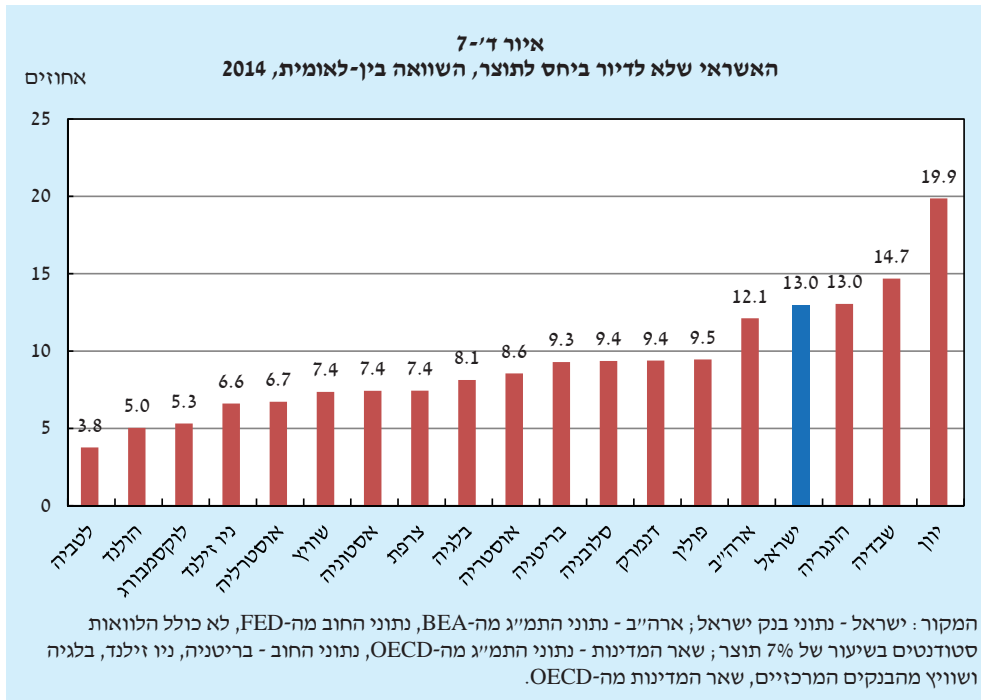
הריאלית המשוקללת עלתה עלייה חדה, ובסוף השנה היא עמדה על 1.17%. עלייה זו נבעה מעלייה חדה יחסית של התשואות הריאליות על האג"ח הממשלתיות בעולם ובישראל בחודשים מאי עד יולי<sup>12</sup>. אלה אמנם שבו וירדו לרמות ששררו לפני שנה, אך הריביות על משכנתאות חדשות באפיקים השונים הוסיפו מאז מאי 2015 כ-0.6 נקודות האחוז בממוצע.

אף שיחס החוב של משקי הבית לתוצר בישראל נמוך יחסית, החוב שלא לדיוור ביחס לתוצר גבוה יחסית בהשוואה בין-לאומית.

יתרת החוב שלא לדיוור המשיכה להתרחב בשיעור מואץ של 6.8%, אך נמוך מזה ששרר בשנתיים האחרונות (7.1% בממוצע), ועמדה בסוף 2015 על כ-152 מיליארדי ש"ח. אף שיחס החוב של משקי הבית לתוצר בישראל נמוך יחסית, החוב שלא לדיוור ביחס לתוצר גבוה יחסית בהשוואה בין-לאומית (איור ד'-7). עם זאת, בחינת התפתחות החוב של משקי הבית הישראליים ביחס לתוצר על פני זמן אינה מצביעה על עלייה משמעותית של החוב שלא לדיוור בשנים האחרונות (איור ד'-6). את מרבית האשראי שלא לדיוור, כ-83%, מעמידה לציבור המערכת הבנקאית, והשאר מתחלק בין החברות לכרטיסי אשראי (החלק שאינו בערבות הבנקים), המוסדיים והאשראי המכוון ממקורות ממשלתיים (כ-9%, 5% ו-3%, בהתאמה)<sup>13</sup>. התרחבותו המהירה של האשראי שלא לדיוור וירידת חלק הבנקים בו בשנים האחרונות עשויה לרמז על התגברות התחרות בין הבנקים לבין נותני אשראי אחרים על פלח שוק זה. חלקם של שני הבנקים הגדולים בסיכון האשראי הכולל

<sup>12</sup> עליית התשואות של אג"ח ממשלתיות בישראל באה בעקבות עלייה חדה של תשואות האג"ח הממשלתיות במשקים המובילים, ובמיוחד במדינות גוש האירו, החל מאמצע אפריל 2015. (ראו דוח המדיניות המוניטרית 44).

<sup>13</sup> נכון להיום אין מידע מפורט על האשראי שלא לדיוור שנותנים הבנקים – הן על השימושים בו והן על גובה הריביות הנגבות מהלווים, אולם החל משנת 2016 יחויבו הבנקים לדווח על מטרת ההלוואה בהלוואות שלא לדיוור. זאת על פי הוראת המפקח על הבנקים.



במגזר האנשים הפרטיים שלא לדיור הגיע בשנת 2015 ל-60.6%. (הוספת בנק שלישי מעלה חלק זה ל-77.5%).

יתרת החוב בכרטיסי אשראי בישראל נמוכה בהשוואה לארה"ב, שבה יתרה זו שיעורה כ-17% מסך האשראי שלא לדיור למשקי הבית, אך אחת הסיבות לכך היא שבארה"ב כמעט אין שימוש במשיכת יתר, סוג אשראי הנפוץ יחסית בישראל<sup>14,15</sup>. כמו כן אין שם אפשרות של רכישה בתשלומים, שהיא למעשה הלוואה מבית עסק ולא מחברה לכרטיסי אשראי. על פי נתוני סקר ארוך טווח של הלמ"ס, בשנת 2013 כ-2% בלבד ממשקי הבית בישראל נטלו הלוואה ישירה מחברת כרטיסי אשראי כלשהי, ואילו כ-54% ציינו שהחשבון שלהם היה במצב של משיכת יתר ב-12 החודשים האחרונים. מהנתונים עולה כי משקי הבית בישראל מעדיפים הלוואות עקיפות מבתי עסק או מחברות לכרטיסי אשראי. 84.2% ממשקי הבית משתמשים בכרטיסי אשראי; מהם 16.4% מנצלים תשלומים בכרטיסים אלה לדחיית מועד התשלום, 65.2% נהנים מפריסת תשלומים, ורק 24.1% רוכשים סחורות ושירותים בתנאי קרדיט כחלופה להלוואה ישירה מחברה לכרטיסי אשראי. (מובן שמשק בית יכול להשתמש בו-זמנית בכל ההסדרים האלה).

אף שענף כרטיסי האשראי בארה"ב נחשב לתחרותי (מבחינת מספר המנפיקים והסולקים), וגם באירופה יש מגוון גדול של כרטיסי אשראי בין-לאומיים ומקומיים, הריביות על החוב בכרטיסי אשראי בחו"ל גבוהות בהרבה מאשר בישראל (איור ד'-8). על פי המידע הנאסף מהדוחות הכספיים של החברות לכרטיסי אשראי ("כ.א.ל.", "ישראלכרט" ו"לאומי קארד"), הריבית הממוצעת הנגבית ממשקי הבית הישראליים עמדה בשנת 2014 על כ-8.4%, וזאת לאחר ירידה עקבית בשנים

הריביות על החוב  
בכרטיסי אשראי ועל  
משיכות יתר בארץ  
נמוכות יחסית בהשוואה  
בין-לאומית.

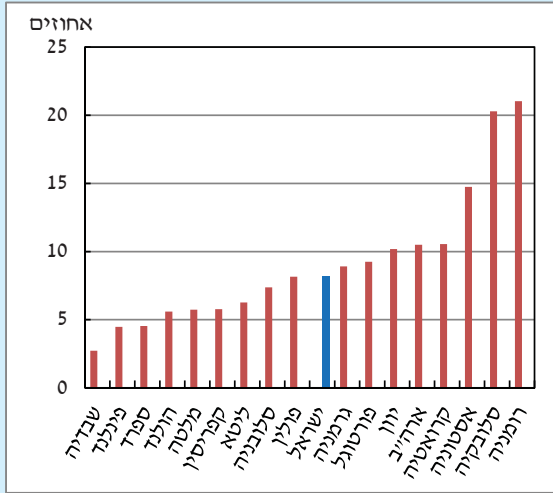
<sup>14</sup> לעומת זאת בארה"ב ניתן לקבל "קו אשראי" מהבנק, הסדר דומה למסגרת אשראי בישראל, אולם בארה"ב בנקים יכולים לדרוש בטוחה (כולל נכסי נדל"ן) כנגד פתיחת קו אשראי.

<sup>15</sup> לא נמצא נתון דומה לגבי אירופה, אך ניתן לשער כי חלקה של יתרת החוב בכרטיסי אשראי בסך החוב הצרכני נמוכה מזו שבארה"ב, כי בארה"ב כ-38% ממשקי הבית מחזיקים חוב לחברות לכרטיסי אשראי, בעוד שהנתון המקביל באירופה עומד על 18% בלבד.

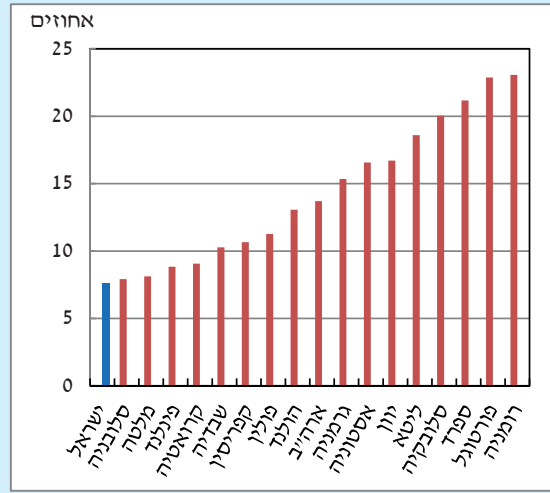
איור ד'-8

גובה הריבית על משיכת יתר ועל הלוואות מהחברות לכרטיסי אשראי  
הניתנות למשקי הבית

ב. הלוואות מתחדשות ומשיכות יתר



א. הלוואות מהחברות לכרטיסי אשראי



המקור: ישראל - נתוני הדוחות הכספיים של החברות לכרטיסי אשראי, ממוצע 2014; מדינות אירופה - ECB Statistical Data, Warehouse, מארס 2015; ארה"ב - FED, אוקטובר 2014, הריבית על הלוואות אישיות ל-24 חודשים.

האחרונות, מסביבה של כ-11% בשנת 2010. ריבית זו הייתה גבוהה רק במקצת מריבית החח"ד<sup>16</sup>, שעמדה ב-2014 על כ-8.2% במוצע.

לשם הגברת התחרות במערכת הבנקאית ובשוק האשראי הוקמה ועדה להגברת התחרותיות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים בישראל ("ועדת שטרומ"). הוועדה התבקשה להציע דרכים להכנסת שחקנים נוספים שיתחרו על "הצרכנים הקטנים" – משקי הבית והעסקים הקטנים. דוח הביניים המליץ על הפרדת החברות לכרטיסי אשראי משני הבנקים הגדולים<sup>17</sup>, כך שלכל כרטיסי האשראי תהיה מסגרת אשראי חוץ-בנקאית (אשראי מתחרה לאשראי הבנקאי), ואילו הבנקים רק יפוצו אותם ויוכלו להנפיק כרטיסי "דביט" לחיוב מידי בלבד. במקביל הציעה הוועדה להגביר את התחרות בשוק הסליקה באמצעות הקלה במתן רישיון סולק, ובהמשך – מעבר מסליקה חודשית לסליקה יומית. כמו כן המליצה הוועדה כי תאגידים לא-בנקאיים העוסקים במימון קמעוני יוכלו לגייס כספים באמצעות הנפקת אג"ח לציבור, דבר שכיום טעון אישור של בנק ישראל על פי חוק הבנקאות (רישוי), תשמ"א-1981<sup>18</sup>. (על פעילות תיווך האשראי החוץ-מוסדי

<sup>16</sup> חשבונות חוזרים דביטוריים – חשבונות עו"ש שלגביהם יש מסגרת אשראי מאושרת מראש. ריבית החח"ד היא למעשה ריבית על משיכות יתר, שהן סוג נוסף של אשראי בנקאי.

<sup>17</sup> מדובר על הפרדת השליטה והבעלות של הבנקים "לאומי" ו"הפועלים" מהחברות לכרטיסי אשראי "לאומי קארד" ו"ישראלרטי" בתוך 3 שנים, ובעוד 4 שנים תיבדק שאלת הנחיצות של הפרדת חברת "כ.א.ל." מבעלות הבנקים הבינוניים.

<sup>18</sup> על פי החוק, גוף העוסק במתן אשראי אך אינו מפוקח לא מורשה להנפיק אג"ח. חוק ההסדרים לשנים 2015–2016 כולל הוספת סעיף לחוק הבנקאות, שיאפשר לתאגידים לא-בנקאיים הן להנפיק תעודות התחייבות לציבור והן לתת אשראי, בכפיפות למגבלות על הסכום המונפק. תיקון זה נועד, לפי משרד האוצר, להפחית את ריכוזיות האשראי במשק.

או "בנקאות הצל", יתרונותיה וסיכונה ראו תיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2015).

בניגוד להמלצות הוועדה נראה שהוספת נותני אשראי חדשים לבדה לא תבטיח ירידה משמעותית של עלות האשראי לציבור. האשראי שלא לדיור נחשב למסוכן יחסית, יותר מן האשראי לדיור, וזאת מפני שרק מאחורי חלקו – בעיקר מאחורי הלוואות לרכישת כלי רכב – עומדות בטוחות. נותני האשראי מתמחרים את הסיכונים הגלומים בהעמדת אשראי לכל לקוח ולקוח, ובהתאם לכך קובעים את רמת הריבית ללווים השונים. מלבד זאת, עלות המימון של החברות המופרדות תהיה כנראה גבוהה מעלותן כיום, בחסות הבנקים.

להגברת התחרות במערכת הבנקאית יכולה לתרום הפיכתן של חברות כרטיסי האשראי לבנקים עצמאיים. בנק ישראל תומך בפתרון זה ומציע להקל על חברות אלה בדרישות לקבלת רישיון בנקאי. הפיכת חברות כרטיסי האשראי לבנקים תאפשר להן לגייס פיקדונות מהציבור, וכך תיווצר תחרות גם בתחום החיסכון, מחד גיסא, ומקורות זולים יחסית למימון האשראי של אותם בנקים חדשים, מאידך. אם אכן יוקמו בנקים קטנים נוספים, חשוב לקדם את ביטוח הפיקדונות של הציבור בבנקים, בדומה למצב במדינות רבות.

הקמת מאגר נתוני אשראי מרכזי תשלים את תהליך הגברת התחרות בשוק האשראי. מאגר של נתוני האשראי, שהקמתו מוסדרת בהצעת חוק נותני אשראי, הנמצאת בהליכי חקיקה<sup>19</sup>, אמור להכיל מידע על משקי בית ועסקים קטנים על בסיס הנתונים הנאספים מהגופים הפיננסיים והציבוריים השונים. מטרתו לאפשר לגופים הפיננסיים למיניהם להתבסס על מידע אובייקטיבי אודות הלקוח ולהציע ללקוחות תנאי אשראי משופרים בהתאם לרמת הסיכון. מאגרים כאלה, פרטיים וציבוריים, קיימים במדינות רבות, ועל פי עדות אמפירית תורמים לגידול האשראי, להפחתת שיעורי פשיטות הרגל ולהורדת העלות הממוצעת של האשראי. (ראו לדוגמה Japelli and Pagano (2002)).

ועדת שטרומ המליצה גם כי חוסכים לפנסיה יוכלו ללוות כספים המגובים בחיסכון הפנסיוני שלהם. המלצה זו היא מרחיקת לכת, שכן היא פותחת פתח לשימוש בכספי הפנסיה למטרות צריכה שוטפת על ידי מי שמעדיפים צריכה עכשווית על צריכה עתידית. הדבר מנוגד לרצון הממשלה לעודד חיסכון לטווח ארוך, שיבטיח לפורשים לגמלאות תנאי מחיה סבירים<sup>20</sup>. יתר על כן, הממשלה מעודדת את החיסכון הפנסיוני באמצעות הטבות מס, הניתנות הן בהפקדות והן בצבירה (פטר ממס רווחי הון); משיכה מוקדמת של החיסכון (בעיקר במקרה של אי-החזר) פירושה ניצול של הטבות אלה דווקא בטווח הקצר<sup>21</sup>.

להגברת התחרות במערכת הבנקאית יכולה לתרום הפיכתן של חברות כרטיסי האשראי לבנקים עצמאיים.

הקמת מאגר נתוני אשראי מרכזי תשלים את תהליך הגברת התחרות בשוק האשראי.

<sup>19</sup> בנק ישראל כבר התחיל בהיערכות להקמת מאגר נתוני האשראי, שינוהל על ידו.

<sup>20</sup> הוועדה המליצה להגביל את גובה ההלוואה, כך שבמקרה של אי-החזר (default) יישאר בקרן הפנסיה סכום שיספיק לקצבה חודשית מינימלית של 3,800 שקלים, צמודה למדד המחירים לצרכן 2005, כולל קצבת הזקנה של הביטוח הלאומי וקצבאות פנסיה אחרות, לאחר הפרישה לגמלאות. אף על פי כן ספק אם סכום זה יוכל להבטיח לפורש סכום מספיק למחיה, ומה עוד שבחישוב תקרת ההלוואה כרוך קושי טכני, בשל אי-ודאות לגבי התשואות העתידיות.

<sup>21</sup> יש הטוענים כי עבור המשתכרים שכר נמוך ההפרשות לפנסיה פוגעות פגיעה חמורה בצריכתם בהווה, בעוד שיחס התחלופה (היחס שבין ההכנסה לאחר הפרישה לזו ערב הפרישה) שלהם עשוי להגיע ליותר מ-100%. ייתכן שבמקרה זה יש מקום לשקול צמצום של דרישות החיסכון הכפוי ולהוריד את ההפרשות הפנסיוניות.

## תיבה ד'-1: השלכות מקרו-כלכליות של גידול האשראי הצרכני

על רקע הרפורמות לשיפור תנאי האשראי למגזר משקי הבית – מטרה מבורכת – יש לדון בשתי שאלות: אם אכן שורר מחסור באשראי הצרכני למשקי הבית (שאמור להתבטא בעלותו הגבוהה לציבור) ואם נכון לעודד את הגדלת המינוף שלהם. באשר לשאלה הראשונה, כמויות האשראי שלא לדיור מכל המקורות גדלו במידה ניכרת בשנים האחרונות (איור 1), וכפי שעולה מאיור ד'-7, האשראי שלא לדיור ביחס לתוצר בישראל גבוה כיום בהשוואה למדינות רבות אחרות.

אשר לעלות האשראי – אין לנו נתונים השוואתיים על עלויות האשראי הבנקאי, אך ההשוואה הבין-לאומית, שהוזכרה לעיל, של עלות האשראי שמעמידות החברות לכרטיסי אשראי רומזת כי משקי בית שיש ברשותם כרטיסי אשראי מסוגלים להשיג אשראי בהיקף שהם מעוניינים בו. עם זאת, למשקי בית שהכנסתם נמוכה הגישה לאשראי מוגבלת.

כדי להשיב על השאלה השנייה נסתייע בניסיון המחקרי הבין-לאומי – התיאורטי והאמפירי. מודל בסיסי של הצריכה הפרטית הוא מודל של "מחזור החיים", שבו הצריכה נקבעת על ידי ההכנסה הפרמננטית הצפויה לאורך החיים (Ando and Modigliani, 1963; Modigliani and Brumberg, 1979; Hall, 1978). כיוון שבפועל הכנסתו של פרט/משק בית תלויה בנקודת הימצאותו על פני מחזור החיים, הוא מחליק את התצרוכת באמצעות כלים פיננסיים. האשראי משמש להעברת הצריכה בין התקופות שבהן הכנסתו של הפרט/משק הבית נמוכה לתקופות שבהן היא גבוהה. במילים אחרות: פרטים/משקי בית אמורים ללוות בצעירותם, כשהכנסתם נמוכה יחסית, ולהחזיר את החוב כשהם מתבגרים והכנסתם עולה. מכאן שלחוב כשלעצמו אין תפקיד סיבתי בקביעת הצריכה הפרטית.

תוצאה זו נובעת מאימוץ הנחות מפשטות – העדר מגבלת אשראי, אי-שינוי בריבית, יכולת של משקי הבית לצפות בדיוק את הכנסתם על פני מחזור החיים, ודאות מלאה לגבי

כל המשתנים המאקרו-כלכליים וכד'. אולם המציאות מורכבת יותר: משקי בית מתמודדים עם מגבלות אשראי, שאף משתנות על פני זמן, ואינם יכולים ללוות כנגד הכנסה עתידית אלא חייבים להעמיד בטוחות כנגד מרבית ההלוואות; קיימת אי-וודאות הן לגבי הכנסותיהם העתידיות של משקי הבית והן לגבי הפעילות במשק, כי זעזועים חיצוניים עלולים להביא לסטיות של משתנים מאקרו-כלכליים ממגמות ארוכות טווח. במציאות מרבית משקי הבית אינם מסווגים כלוים או מלווים בלבד; שיקולים מגוונים גורמים להם להחזיק בחסכונות ובחוב גם יחד.

מודלים שמסירים את ההנחות המפשטות מסיקים כי יש קשר בין היקף האשראי (ונטל החוב המשתמע ממנו) והתנאים לקבלתו לבין הצמיחה. Fisher (1933) הראה שבשנות השפל הגדול בארה"ב נטל החוב העצים את הזעזוע המקורי. King (1994) יישם את המודל של Fisher על המשק הבריטי במשבר של שנות התשעים והציג מודל שבו משקי בית שלוו לאור ציפיות להכנסה עתידית גבוהה חווים זעזוע שלילי להכנסתם העתידית ונאלצים לצמצם את הצריכה כדי להחזיר את החוב. Kiotaki and Moore (1997) הציגו מודל שבו, בגלל דרישה לעירבון כנגד הלוואות, אפילו זעזוע קטן יחסית וזמני לטכנולוגיה או להתפלגות ההכנסות יכול לפגוע במחירי הנכסים ובצמיחה פגיעה ניכרת ומתמשכת. זאת משום שנכסים משמשים הן לייצור והן כבטוחה, וזעזועים הפוגעים בשוויים מורידים את היקף האשראי שניתן לקבל כנגדם, ובדרך זו מצמצמים את ההשקעה במשק. Carroll and Dunn (1997) בנו מודל שבו ליברליזציה פיננסית מקלה על דרישת ההון העצמי (down-payment), דבר שמביא לגידול החוב, ובעקיפין מגדיל את רגישותה של הצריכה לשינויים בציפיות לאבטלה.





פיתוח שוק האשראי מביא עמו צורות חדשות של אשראי צרכני שאין לצדו בטוחות – מסגרות של כרטיסי האשראי, משיכות יתר, כרטיסי רשתות חוץ-בנקאיים וכד', אמצעים שרובם מוצעים ללקוחות בעיקר בתקופות של צמיחה כלכלית. אלה מיטיבים, בטווח הקצר, עם משקי הבית של המעמד הבינוני-נמוך, באפשרם להם צריכה ברמה גבוהה יחסית. האשראי הצרכני הוא פרו-מחזורי, כלומר נוטה להתרחב במהירות בתקופות של צמיחה ולהצטמצם בתקופות שפל. Rajan (1994) העלה את הסברה כי דרישות בעלי המניות של הבנקים להגדיל את הרווחיות בתקופות צמיחה גורמות לבנקים לרופף את דרישותיהם במתן אשראי בתקופות אלה. בתקופות מיתון, כשבעלי המניות מוכנים להסתפק בתשואות נמוכות יותר, הבנקים שבים ומהדקים את דרישותיהם. התנהגות זו יוצרת מחזוריות במדיניות האשראי: זו נעשית מקלה בתקופות טובות ומרסנת בתקופות רעות. באופן דומה מצאו Ferri and Simon (1997) כי בתקופות מיתון בנקים נוטים להעמיד אשראי ללווים איכותיים יותר ולהגביל את האשראי ללווים איכותיים פחות – מעין "flight to quality" בשוק האשראי הצרכני. גם משקי הבית מעוניינים ללוות כשהאווירה הכלכלית אופטימית יותר, כשיש להם ציפיות חיוביות לגבי עתידם הכלכלי. מחקר שפורסם לאחרונה (Kumhof et al., 2015) טוען כי שני המשברים הגדולים – השפל הגדול בשנים 1929–1932 והמשבר הפיננסי שהתחיל ב-2008 – התרחשו לאחר תקופות ארוכות של עלייה באי-השוויון. המחקר מציג מנגנון הנתמך על ידי ממצאים אמפיריים, שבו עליית הכנסותיהם של בעלי הכנסות גבוהות מגדילה את חסכוניותיהם (עקב נטייה שולית לצרוך נמוכה יחסית של קבוצה זו), וכך – את היקף מקורות האשראי במשק. מי שמנצלים את גידולם של מקורות האשראי הם בעלי הכנסות נמוכות, שלווים כדי להגדיל את הצריכה. כתוצאה מכך יחס החוב להכנסה של לווים בעלי הכנסות נמוכות גדל, דבר שמחליש את החוסן הפיננסי של המערכת ומעלה את ההסתברות להתרחשותו של משבר פיננסי. המשבר מונע על ידי החלטה אנדוגנית של חלק מהלווים לא להחזיר חובות, החלטה שהמלווים צופים מראש וגובים ריביות גבוהות בהתאם. אי-החזר חובות מקטין בטווח המיידי את יחס החוב להכנסה של הלווים. אולם הואיל ומשבר פיננסי מלווה בהאטת הפעילות הריאלית, הפוגעת יותר דווקא בבעלי ההכנסות הנמוכות, שתעסוקתם ושכרם מחזוריים יותר, יחס חובם להכנסתם שב וגדל. מובן שפעולת המנגנון הזה תלויה במידת הקלות שבה יכול הלווה להשתמט מהחזר החוב<sup>1</sup>. ככל שהסנקציות על אי-החזר חובות חמורות יותר, השפעת נטל החוב על הצריכה העתידית במקרה של זעזוע שלילי להכנסת משקי הבית תהיה חזקה יותר.

Hall (2012) הראה שהמשבר הריאלי הממושך בארה"ב הוא תוצאה של ירידה גדולה בביקושים של משקי הבית – כלומר בצריכה הפרטית, המהווה בארה"ב כשני שלישים מהתמ"ג – ירידה שנבעה מהצורך שלהם להימנע מנטילת אשראי נוסף. התקופה שלפני המשבר התאפיינה בגידול מהיר של ההשקעה בנדל"ן למגורים ושל הרכישות של בני-קיימא, בעוד שהתרחבות ההשקעה במגזר העסקי הייתה מתונה – תוצאת הקלה מהותית של תנאי האשראי למשקי הבית אך לא לעסקים. כך, למשל, משקי בית בעלי הכנסה נמוכה ולא קבועה, שלפני כן לא זכו לקבל אשראי, יכלו ליטול משכנתאות בריבית subprime. נוסף על המשכנתאות התרחבו יתרות החוב גם למטרות אחרות, כולל אשראי לרכישת כלי רכב. ערב המשבר, בשנת 2007, למעלה משלושה רבעים ממשקי הבית לא החזיקו מספיק נכסים נזילים<sup>2</sup> שיכלו לשמש בולם זעזועים למקרה של ירידה לא צפויה בהכנסה. לפיכך היו רבים מהם תלויים בחסדי מוסדות פיננסיים כדי להמשיך ולשמור על רמת חייהם כשהכנסתם נפגעה. בעקבות המשבר החמירו הבנקים את תנאי האשראי, ומשקי בית רבים נאלצו "להדק את החגורה" – לצמצם את צריכתם כדי לעמוד בהחזר ההלוואות.

ניתוח המבוסס על נתוני המיקרו בבריטניה (Bunn and Rostom, 2014) מלמד כי לאחר פרץ המשבר הפיננסי של 2008 משקי בית בעלי רמת חוב גבוהה צמצמו את צריכתם (בעיקר של מוצרים בני קיימא ומותרות) ביחס להכנסה יותר מאשר משק הבית הממוצע. כן נמצא כי ירידה בצריכה כתוצאה מחוב לדויר (שהוא כ-80% מסך החוב של משקי הבית בבריטניה)

<sup>1</sup> בקצה האחד של הסקלה לווה שלא מחזיר את החוב מאבד רק את הנכס ששימש בטוחה להלוואה, ובקצה השני הוא מחויב להחזר של מלוא החוב מתוך הכנסותיו העתידיות ללא תלות בשווי הבטוחה. כך, לדוגמה, משכנתאות בארה"ב ובחלק ממדינות אירופה הן non-recourse, משמע שגובה החוב מוגבל לשווי הנכס, ואילו בישראל גובה החוב נותר בעינו גם אם ערכו של הנכס יורד.

<sup>2</sup> לפי קנה מידה של כמות נכסים נזילים שמספיקים לתקופה של חודשיים.

יכולה להסביר כ-40% מהירידה בצריכה הפרטית המצרפית לאחר 2007. צמצום הצריכה על ידי משקי בית בעלי חוב גבוה משקף בעיקר את חששם ליכולת החוזר שלהם בעתיד<sup>3</sup>, וגם את ציפיותיהם להקשחות התנאים לקבלת אשראי חדש. אנו נמצאים בתקופה של צמיחה, אמנם איטית יותר מאשר בעבר, בסביבה של ריבית קרובה לאפס ותעסוקה מלאה. שינויים אפשריים בכל אחד מהפרמטרים הנ"ל, כגון עלייה של הריבית או של האבטלה, עלולים לסכן את מצבם הכלכלי של משקי בית לוויים ולהשפיע על היקף הצריכה שלהם. ירידתם של שיעורי הריבית בגלל המשבר הפיננסי העלתה את כדאיות האשראי הצרכני וכבר תרמה לעלייה בחוב של משקי הבית. הביקוש לאשראי נענה על ידי ההיצע: הבנקים בחרו לתת אשראי נוסף למשקי הבית, וזאת גם משום ששקלול האשראי הצרכני כהון סיכון נמוך מזה של האשראי העסקי. אמנם החוב שלא לדיור שיעורו כ-30% בלבד מסד החוב של משקי הבית, אך בהשוואה למשכנתאות, האשראי שלא לדיור נושא ריבית נקובה גבוהה הרבה יותר והוא גמיש הרבה פחות מבחינת היכולת למחזר אותו בתנאים נוחים יותר, מפני שהתקופה-לפירעונו קצרה. נטל חוב גבוה עלול להביא לפגיעות של משקי הבית בשל צמצום יכולתם להגיב על זעזוע לא צפוי להכנסתם (כגון אבטלה או ירידה בשכר), לעושרם (ירידה של ערך נכסיהם) או לשיעורי הריבית שהם משלמים (בהלוואות עם ריבית משתנה). ברמה המצרפית, מידת הרגישות של הצריכה הפרטית לזעזועים באבטלה תלויה במידת הגישה של משקי הבית בעשירונים הנמוכים לאשראי, שכן גידול האשראי לאוכלוסייה זו עלול להעמיס עליהם נטל כבד של החזר החוב (שיהווה שיעור גבוה יותר מהכנסתם). זאת על רקע תעסוקתם המחזורית יותר, שבדרך כלל נפגעת קשה יותר בתקופות מיתון. לפיכך צעדי מדיניות להגברת התחרות במתן אשראי צרכני חייבים להינקט בזירות ולהתחשב בהשלכות הלא רצויות שיש להגדלת המינוף של משקי הבית הן על יציבותם הפיננסית והן על הצמיחה במשק.

#### ביבליוגרפיה

- Ando, A. and F. Modigliani (1963). "The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests", *American Economic Review*, 1963, 55-84.
- Bunn, P. and M. Rostom (2014). "Household Debt and Spending", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2014 Q3.
- Carroll, C. and W. Dunn (1997). "Unemployment Expectations, Jumping (S,s) Triggers, and Household Balance Sheets", NBER Macroeconomics Annual 1997, vol. 12.
- Ferri, G. and P. Simon (1997). "Constrained Consumer Lending: Exploring Business Cycle Patterns Using the Survey of Consumer Finances", Mimeo, Bank of Italy and Princeton University, October 1997.
- Fisher, I. (1933). "The Debt-deflation theory of great depressions", *Econometrica*, vol. 1, no. 4, 337-57.
- Hall, R. (1978). "Stochastic Implications of the Life Cycle – Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence", *Journal of Political Economy*, vol. 86, 971-87.
- Hall, R. (2012). "How the Financial Crisis Caused Persistent Unemployment", in L.E. Ohanian, J.B. Taylor and I.J. Wright (eds.), *Government Policies and the Delayed Economic Recovery*, Hoover Institution Press, pp. 57–83.
- Jappelli, T. and M. Pagano (2002). "Information Sharing, Lending and Defaults: Cross-Country Evidence", *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, 2017–2045.
- King, M. (1994). "Debt Deflation: Theory and Evidence", *European Economic Review*, vol. 38, no. 3-4, 419-55.
- Kiotaki, N. and J. Moore (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 105, No. 2, 211-248.
- Kumhof, M., R. Rancièrè and P. Winant (2015). "Inequality, Leverage, and Crises", *American Economic Review*, vol. 105(3), 1217-1245.
- Modigliani, F. and R. Brumberg (1979). "Utility Analysis and the Consumption Function: An Attempt at Integration", in Abel, A. (ed), *The Collected Papers of Franco Modigliani*, vol. 2, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, pp. 128-97.
- Rajan, R (1994). "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence", *Quarterly Journal of Economics*, May 1994, 399-441.

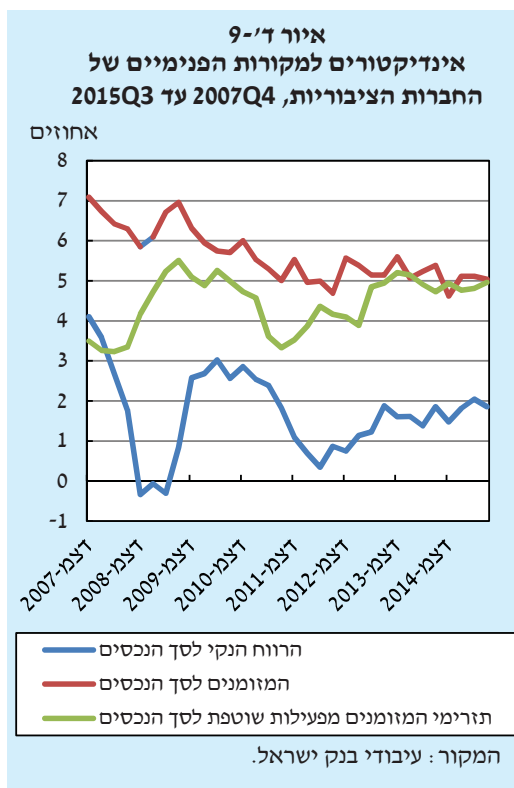
<sup>3</sup> סקר מיוחד בקרב משקי בית אישר את תוצאותיהם; על פי הסקר משקי בית שצמצמו את צריכתם משקולי נטל החוב היו מוטרדים מהעובדה שהכנסתם הייתה נמוכה מהצפוי ומאי-וודאות לגבי הכנסתם בעתיד.

## ב. המגזר העסקי הלא-פיננסי

המגזר העסקי מממן את פעילותו באמצעות מקורות פנימיים – רווחים צבורים ותזרים מזומנים; באמצעות אשראי בנקאי בדומה למשקי הבית; באמצעות אשראי מגופים מוסדיים ומחוי"ל; ובאמצעות הנפקות אג"ח ומניות. פעילות המגזר העסקי הצורכת מימון מתחלקת בין פעילות שוטפת לבין השקעה. אינדיקטור לרמת ההשקעה של המגזר העסקי הוא ההשקעה בענפי המשק מהחשבוונאות הלאומית. בשנת 2015 הסתכמה ההשקעה בענפי המשק בכ-142.5 מיליארדי ש"ח במחירים שוטפים. מאז המחצית השנייה של 2012 נותרה רמת ההשקעה בענפי המשק כמעט ללא שינוי, לאחר עלייה של 32% ב-2010–2012<sup>22</sup>. (הרחבה על ההשקעה במשק מובאת בפרק ב' של דוח זה.)

### 1) המקורות הפנימיים

המקורות הפנימיים של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות (איור ד'-9) שמרו בארבעת הרבעונים האחרונים על יציבות<sup>23</sup>. היחס המשוקלל בין המזומנים ושווי המזומנים לבין סך הנכסים במאזן



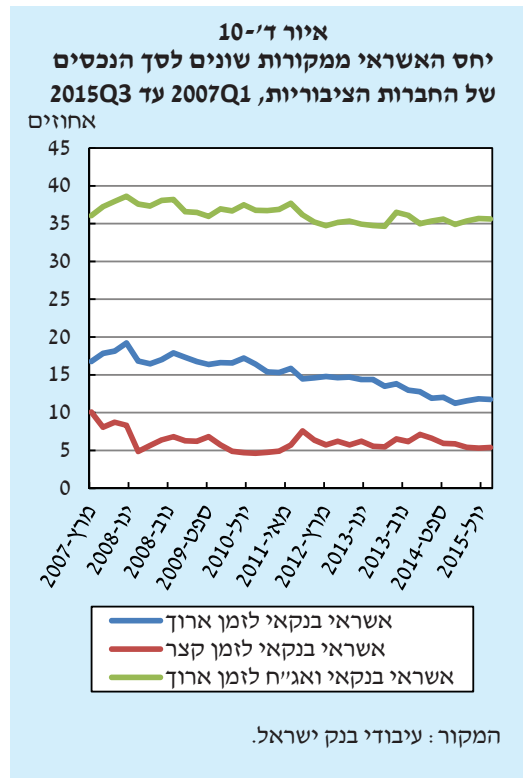
נותר יציב סביב רמה של כ-5% מאז הרבעון השלישי של 2011, לאחר מגמת ירידה מרמה של כ-7% ב-2007. היחס המשוקלל בין תזרים המזומנים המצטבר מפעילות שוטפת בארבעת הרבעונים האחרונים לסך הנכסים במאזן נותר יציב אף הוא, סביב רמה של כ-5%, מאז המחצית השנייה של 2013<sup>24</sup>, לאחר עלייה מרמה של 3.3% ברבעון השלישי של 2011. לעומת אלו היחס המשוקלל בין הרווח הנקי בארבעת הרבעונים האחרונים לבין סך הנכסים במאזן הלך ועלה מאז אמצע 2012 מרמה של 0.35% לכמעט 2% ב-2015. באיור ד'-10 ניתן לראות את היציבות באשראי לזמן ארוך (הבנקאי והאג"ח) מסוף 2011 ובאשראי הבנקאי לזמן קצר (שאף יורד מעט מאמצע 2014) ביחס לסך הנכסים. לעומת זאת מאופיין במגמת ירידה לפחות מאז 2007, על רקע התפתחות שוק אג"ח החברות, העלייה בהלוואות מהמוסדיים ותהליך מבני של

<sup>22</sup> במחירים שוטפים, לפי נתוני החשבוונאות הלאומית. צורכי המימון של המגזר העסקי כוללים, נוסף על ההשקעה, גם את הפעילות השוטפת, שאינה מתבטאת בנתוני ההשקעה של החשבוונאות הלאומית.

<sup>23</sup> הנתונים החשבונאיים דלהלן מתייחסים לנתונים המסתיימים ברבעון השלישי של 2015. ניתוח המקורות הפנימיים מבוסס על ההנחה כי החברות הציבוריות הן בבחינת מדגם המייצג את כלל העסקים הגדולים במשק. כדי להימנע מהטיות שונות השתמשנו במדגם של חברות שדיווחו באופן רציף, בכל רבעון, משנת 2007. מדגם דומה משנת 2011 מניב תוצאות דומות.

<sup>24</sup> בתקופה זו נרשמה יציבות גם בסך הנכסים במאזנים בקבוצת המדגם.

הפחתת האשראי הבנקאי לחברות גדולות (וכאלה הן רבות מהחברות הציבוריות הכלולות במדגם זה), כפי שיפורט בהמשך. החברות הציבוריות עשויות לשמש מדגם המייצג את מגזר העסקים הגדולים במשק; לפיכך היציבות בכמות המזומנים ובתזרים המזומנים שלהן מפעילות שוטפת ביחס לנכסים מלמדת שאף כי יחסי האשראי השונים לנכסים אינם גדלים (איור ד'-10), העסקים הגדולים כנראה אינם נאלצים להקטין את היקף המזומנים ביחס לנכסים שבידם. משמע שהם יכולים לממן את פעילותם ולהשקיע תוך תלות נמוכה יחסית בגיוס של חוב או הון חיצוני. יתר על כן, נראה כי הם מצליחים להמשיך לצמוח, כפי שעולה מנתוני הרווח הנקי. מכאן שהמקורות הפנימיים אינם אמורים להגביל את הביקוש של החברות הגדולות להשקעה, והיציבות ביחסי האשראי נובעת מצד הביקוש ולא מגורמי היצע.



## תיבה ד'-2: מקורות המימון של חברות

חברות יכולות לממן את פעילותן באמצעות מקורות פנימיים (קרי רווחים צבורים), הון מניות (וביחד, להלן – "הון עצמי"), חוב פיננסי או שילוב של כל המקורות הללו. תיבה זו נתאר על קצה המזלג את התיאוריה בנושא<sup>1</sup>, ובמקביל את תמונת המצב בחברות בישראל בהשוואה לעולם. קיימות תיאוריות שונות במימון חברות המתמודדות עם השאלה כיצד מחליטה חברה איך לממן את פעילותה, ובפרט מתי היא תעדיף מימון באמצעות חוב ומתי באמצעות הון עצמי. נקודת מוצא טובה היא משפט Modigliani and Miller (1958). לפי משפט זה, יש שקילות בין גיוס חוב לגיוס הון, אולם זו מתקיימת רק בשוק עם מאפיינים מאוד מסוימים<sup>2</sup>. בשווקים אשר חסרים את המאפיינים הנדרשים – כמו, למשל, שווקים עם מסים – מופר המשפט ויש יתרון לחברה המממנת את עצמה באמצעות חוב. זאת מאחר שהחברה יכולה לנכות ממס את תשלומי הריבית<sup>3</sup>. כאשר מתייחסים גם לעלויות של פשיטת רגל<sup>4</sup>, חברה תבחר באמצעות כמה חוב וכמה הון לממן את פעילותה על ידי איזון בין החסרונות לבין היתרונות של כל אחת מהחלופות הללו<sup>5,6</sup>.

<sup>1</sup> הרחבה על הספרות בנושא מימון חברות ניתן למצוא במאמרם של Graham and Leary (2011).

<sup>2</sup> בשווקים יעילים, ללא מסווי, ללא עלויות פשיטת רגל, ללא עלויות סוכן וללא מידע א-סימטרי.

<sup>3</sup> Modigliani and Miller (1963).

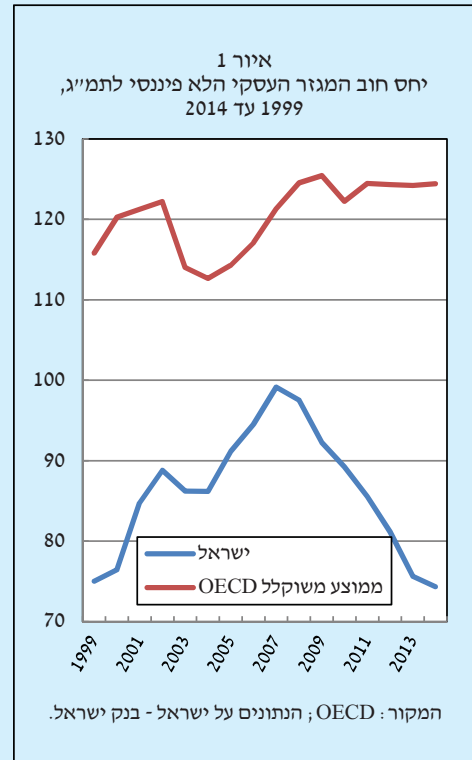
<sup>4</sup> בגיוס חוב גלום ההפסד בגין עלויות פשיטת רגל.

<sup>5</sup> תיאוריית ה-trade off.

<sup>6</sup> ראו, לדוגמה, Kraus and Litzemberger (1973).

תיאוריה נוספת היא תיאוריית ה-pecking order, שעל פיה קיים סדר עדיפויות, שלפיו החברה תעדיף קודם כול להשתמש במזומנים שברשותה (מקורות פנימיים) על מנת לממן השקעות. אם יש מחסור במזומנים, החברה תפנה להלוואות או להנפקת חוב, והנפקת מניות תהיה במקום האחרון בסדר העדיפויות. זאת משום שגיוס חוב כרוך בעלויות התחלתיות נמוכות יותר ואינו משנה את מבנה הבעלות. התיאוריה מתבססת על כך שמשקיעים מפרשים גיוס הון עצמי כאיתות שהמניה מתומחרת ביתר. המנהלים, שמכירים את מצב החברה טוב יותר ממשקיעים חיצוניים (אסימטריה במידע), ינפיקו רק כאשר קיימים משקיעים חיצוניים המיטיבים עם בעלי המניות, כלומר משקיעים המעריכים את החברה ביתר ומשלמים מחיר עודף<sup>7</sup>. באופן זה, המנהלים יימנעו מהנפקת הון ככל שניתן<sup>8</sup>. הספרות האמפירית מראה, כי הגורמים העיקריים המשפיעים על שיעור החוב של פירמה הם אופי הפירמה, הענף אליו היא משתייכת ומאפייני המדינה בה היא ממוקמת<sup>9</sup>.

משנת 1999 עד 2008, המגזר העסקי הלא פיננסי במדינות ה-OECD הגדיל (בממוצע) את המינוף שלו (איור 1), כלומר – הסתמך בפעילותו על חוב יותר מאשר על הון עצמי, ואילו החל משנת 2008 ועד שנת 2014 יחס החוב של המגזר העסקי הלא פיננסי לתמי"ג נותר פחות או יותר ללא שינוי. בישראל, לעומת זאת, יחס זה עלה עד שנת 2007, ואילו החל משנת 2008 הוא יורד באופן עקבי, בניגוד למתרחש בעולם. מבין



הגורמים העיקריים למגמה זו יש לציין את הנקודות הבאות: (א) בסוף 2005 החלו ביישום רפורמת בכר, אשר בעקבותיה החל זינוק בהנפקת אג"ח קונצרני שתרם, בין היתר, לעליית יחס המינוף הכללי בישראל; (ב) ריבוי הסדרי החוב תרם כנראה להיפוך במגמת המינוף בשנת 2008. ההיפוך היווה, קרוב לוודאי, תיקון להנפקת יתר מייד לאחר הרפורמה, אשר לא לוותה ברגולציה מתאימה ובהסדרים משפטיים<sup>10</sup>. מעבר לשוני במגמה, יש להוסיף, כי יחס זה נמוך בישראל משמעותית בהשוואה לממוצע של מדינות ה-OECD. נכון לשנת 2014, ממוצע ה-OECD עמד על כ-124 אחוזים, ואילו היחס בישראל עמד על 74 אחוזים בלבד.

בניגוד לחוב, ישראל דומה לממוצע במדינות ה-OECD במגמת ההתפתחות של היחס בין שווי השוק של החברות הציבוריות לתמי"ג במדינה<sup>11</sup> בשנים 1995-2014 (איור 2). ברמת היחס, ישראל הייתה דומה לעולם רק בחלק מהתקופה הנסקרת (2008-2010), כאשר בשנים שלאחר מכן, נפתח שוב פער בין השניים.

בחלק 11 בגוף הפרק מצוין, כי בישראל היציבות בכמות המזומנים ובתזרים המזומנים של חברות מפעילות שוטפת ביחס לנכסים, לצד עלייה ברווח הנקי ביחס לנכסים במאזן<sup>12</sup>, תרמה לחברות העסקיות לממן את פעילותן. כך הן יכלו לבצע השקעות ממקורותיהן הפנימיים, תוך תלות נמוכה יחסית בגיוס חוב או הנפקת הון מניות.

<sup>7</sup> Myers and Majluf (1984).

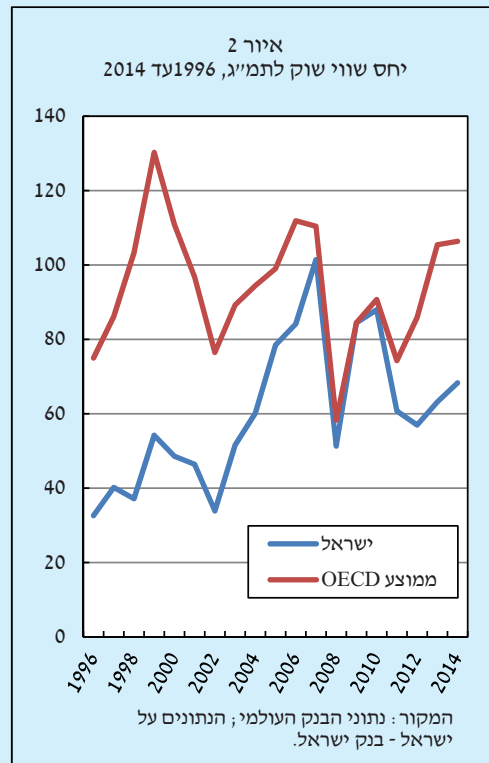
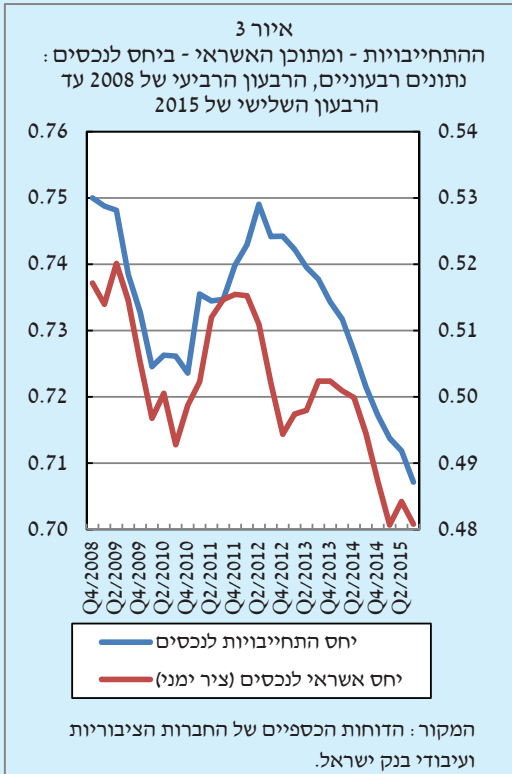
<sup>8</sup> Myers, S.C. (1984).

<sup>9</sup> על הקשר בין שיעור החוב לאופי הפירמה ראו, לדוגמה, (Titman and Wessels 1988), ואילו על הקשר בין שיעור החוב לסביבה המוסדית בה הפירמה ממוקמת ראו, לדוגמה, (Fan, Titman, and Twite (2012).

<sup>10</sup> עם זאת, לאחר המשבר בוצעו מספר צעדים, ביניהם ועדת חוק וועדת אנדרון להסדרי חוב.

<sup>11</sup> לפי נתוני הבנק העולמי.

<sup>12</sup> ראו איור ד-9.



מאז המשבר הפיננסי של 2008, חלה ירידה של כ-4 נקודות אחוז בשיעור המינוף (המוגדר כהתחייבויות חלקי הנכסים) של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות בישראל (איור 3).<sup>13,14</sup> חלקו של סך האשראי<sup>15</sup> מתוך ההתחייבויות, שנותר פחות או יותר קבוע בשנים אלו, מהווה את החלק הארי מסך ההתחייבויות (כ-70 אחוזים), כך שהירידה ביחס ההתחייבויות לנכסים נובעת ברובה מהירידה במרכיב האשראי מתוך הנכסים. מאידך, סעיף הון המניות במאזן (אשר מהווה חלק מההון העצמי של חברה) נותר פחות או יותר קבוע, סביב ה-3 אחוז מהמאזן, כך שאת חלקו היורד של ההתחייבויות תפסו סעיף העודפים (ראו איור 4) וסעיף זכויות המיעוט<sup>16</sup>. סעיף העודפים הוא הסעיף של רווחי החברה שנצברים ואינם מחולקים כדיבדנד אך גם לא נחשבים כהון מניות, ואילו סעיף זכויות המיעוט הוא הסעיף שמייצג את חלקם של בעלי מניות חיצוניים (מי שאינו בעל שליטה בפירמה) במניות, בנכסים ובהתחייבויות של החברות הבנות.

עלייה בסעיף העודפים יכולה לנבוע מגידול ברווחים שנצברו או מירידה בחלוקת הדיבידנדים. מכיוון שלא נצפתה מגמה מסוימת בהיקף הדיבידנדים שחולקו, ניתן להעריך, כי העלייה בסעיף העודפים נבעה מהגידול ברווחים שנצברו. לעומת זאת, את העלייה בסעיף זכויות המיעוט ניתן לפרש כעלייה ברווחי החברות הבנות או כעלייה בשיעור ההחזקה של בעלי מניות המיעוט. אם העלייה בזכויות המיעוט של חברה נובעת מעלייה בשיעור ההחזקה של בעלי מניות המיעוט בחברות

<sup>13</sup> הנתונים בהם השתמשנו בחלק זה אינם כוללים את החברות הפיננסיות ואת חברות החזקה וההשקעות. החברות הפיננסיות אינן נדונות כאן, מאחר שהן נותנות האשראי במשק ומאחר שהן כפופות לרגולציה שונה – לרוב קפדנית יותר – מהחברות הלא-פיננסיות. כמו כן, חברות החזקה וההשקעות אינן נדונות כאן היות שבדרך כלל אין להן פעילות משמעותית משל עצמן ודוחותיהן הפיננסיים כוללים גם את תוצאות הפעילות של החברות שהן מחזיקות; והתייחסות לדוחות של חברות החזקה והשקעות עלולה להוביל לספירה כפולה של החברות המוחזקות.

<sup>14</sup> על מנת להימנע מהטיות שונות, השתמשנו, כמו בגוף הפרק, בדוחותיהן הכספיים של חברות שדיווחו באופן רציף, מדי רבעון, משנת 2007.

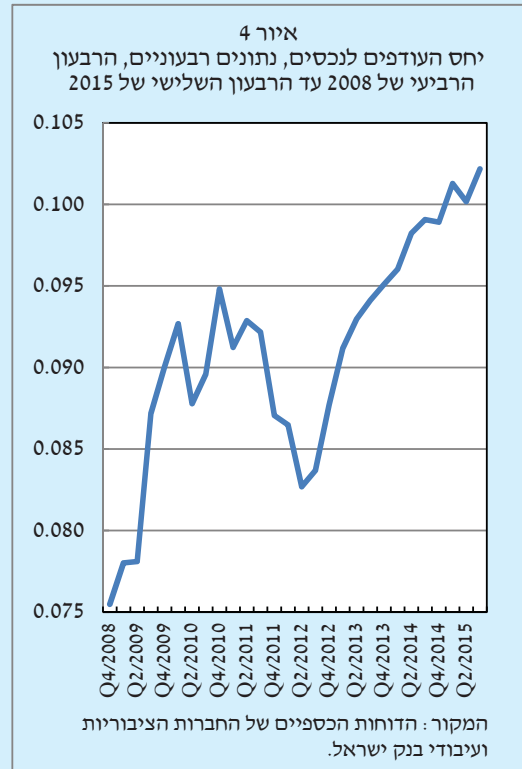
<sup>15</sup> אשראי מבנקים וחלויות שוטפות (החלק של הקרן מהאשראי לט"א שאמור להיפדות בשנה הקרובה) ואשראי תאגידים בנקאיים ואג"ח לז"א.

<sup>16</sup> המכונה גם סעיף "זכויות שאינן מקנות שליטה".



הבנות, המשמעות היא שהחלק ברווח המאוחד של בעלי השליטה בחברה צריך לרדת, כלומר – נצפה לראות ירידה בסעיף העודפים המאוחד של החברה. העובדה שנצפית מגמת עלייה דומה הן בסעיף העודפים המאוחד של החברה והן בסעיף זכויות המיעוט מחזקת את המסקנה לפיה העלייה בזכויות המיעוט מיוחסת לגידול בסעיף העודפים של חברות הבנות.

לסיכום, שיעור המינוף של המגזר העסקי הלא פיננסי בארץ נמוך בהשוואה לעולם, ואילו שיעור המינוף שלו באמצעות הון מניות דומה לעולם, גם אם מעט נמוך יותר. כמו כן, החל משנת 2008, שיעור החוב של המגזר העסקי הלא פיננסי בישראל ירד באופן עקבי, כאשר עיקר הירידה נבע מירידה באשראי. במקביל, הון המניות לא השתנה במהלך התקופה, ומכאן שהחלק שכן עלה היה עודפי החברות, כלומר – רווח החברות שנצברו ולא חולקו כדיבדנד. ניתוח זה מתיישב עם הניתוח המוצג בפרק, כלומר עם המסקנה שהיקפי האשראי הנמוכים יחסית בישראל אינם נובעים ממחסור במקורות מימון.



#### ביבליוגרפיה

- Fan, J. P. H., Titman, S. & Twite G. (2012), 'An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47(1), pp. 23-56.
- Graham, J. R. & Leary M. T. (2011), 'A Review of Empirical Capital Structure Research and Direction for the Future', *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 3(2011).
- Karus, A. & Litzemberger, R. H. (1973), 'A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage', *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35(2), pp. 358-371.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958), 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963), 'Corporate Income Taxes and the Cost of Capital', *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443.
- Myers, S. C. (1984), 'The Capital Structure Puzzle', *Journal of Finance*, Vol. 39 (3), pp. 574-592.
- Myers, S. C. & Majluf N. S. (1984), 'Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have', *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (2), pp. 187-221.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988), 'The Determinants of Capital Structure Choice', *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, pp. 1-19.



**2) האשראי**

יתרת האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי עלתה ב-2015 בקצב איטי של 1.3%, לרמה של 809 מיליארדי ש"ח (לוח ד'-4) – המשך לעליות מתונות בשנים האחרונות. בשנת 2015 גדל האשראי הבנקאי למגזר העסקי הלא-פיננסי ב-3.5%, והאשראי ממוסדיים גדל ב-3.2%, בעיקר דרך אפיק ההלוואות מהמוסדיים, שגדלו בכ-20%, אולם חלקן בכלל ההלוואות למגזר העסקי (ללא אג"ח) הוא כ-10% בלבד. לעומת אלו ירד האשראי מתושבי חו"ל ב-4.8%.

רק במחצית השנייה של 2010 החל סך האשראי למגזר העסקי להתאושש מהשלכות המשבר העולמי שפרץ ב-2008, ומאז הוא עלה במצטבר בכ-12.3% בלבד. כך, היחס בין החוב של המגזר העסקי ובין התוצר העסקי ירד ב-2015 בכ-4 נקודות אחוז, לרמה של 95% – המשך לירידה עקבית מאז אמצע 2007, אז עמד יחס זה על יותר מ-130%. עם זאת לא נרשמה ירידה בנגישות של האשראי למגזר העסקי, כפי שמתבטא בקווי האשראי הבנקאי. אלו מצביעים על יציבות ביחס לאשראי המאזני מאמצע 2012 ואף על עלייה בענפי התעשייה והנדל"ן.

קצב ההתרחבות הנמוך של האשראי העסקי אינו עולה בקנה אחד עם קצב הצמיחה במשק, שלא כמו בשנים שלפני פרוץ המשבר העולמי ב-2008. אמנם תהליך דומה נצפה במדינות נוספות, אולם נראה כי בישראל התמתן קצב צמיחתו של האשראי למגזר העסקי הרבה מעבר להתמתנות של קצב צמיחת התוצר. ההתרחבות האיטית של האשראי למגזר העסקי ביחס לצמיחת התוצר נובעת ככל הנראה ממעבר של המשק לצמיחה המבוססת על פעילות עתירת עבודה, שגם תרמה

**לוח ד'-4**

**החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי (ללא בנקים וחברות ביטוח), לפי אפיקי הגיוס (במיליארדי ש"ח, במחירים שוטפים), 2010 עד 2015**

2015	2014	2013	2012	2011	2010	
397	383	384	401	404	389	סך החוב לבנקים <sup>1</sup>
7	8	6	9	6	6	מזה: אג"ח סחירות
155	150	151	153	149	135	סך החוב למוסדיים
59	50	44	35	26	18	מזה: הלוואות <sup>2</sup>
<b>552</b>	<b>534</b>	<b>535</b>	<b>554</b>	<b>554</b>	<b>524</b>	<b>סך החוב למגזר הפיננסי</b>
171	179	165	168	163	148	סך החוב לתושבי חוץ
143	150	146	149	141	123	מזה: הלוואות
0	0	1	2	2	2	אשראי מוכוון מהמשלה
86	85	86	78	73	79	אג"ח סחירות שבידי משקי בית ואחרים <sup>3</sup>
<b>809</b>	<b>798</b>	<b>787</b>	<b>801</b>	<b>792</b>	<b>754</b>	<b>סך החוב לכל המלווים</b>
<b>95%</b>	<b>99%</b>	<b>100%</b>	<b>108%</b>	<b>114%</b>	<b>115%</b>	<b>% מהתוצר העסקי</b>
593	576	569	578	567	527	הלוואות
191	192	186	185	185	185	אג"ח סחירות
25	30	32	38	40	41	אג"ח בלתי סחירות
229	236	252	258	256	257	צמוד מדד
223	232	221	236	240	219	צמוד מט"ח
357	331	314	307	297	278	לא-צמוד

<sup>1</sup> תושבי ישראל בלבד, נתוני סולו כולל סניפי חו"ל ולא כולל חברות בנות בחו"ל.

<sup>2</sup> כולל הלוואות מחברות כרטיסי אשראי שאינן באחריות/ ערבות הבנקים.

<sup>3</sup> האחרים הם חברות עסקיות ופיננסיות.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

למתינות התפתחותו של הפריזון. (להרחבה ראו פרק ב'). הצורך הפוחת בהשקעה בהון חולל שינויים בחלוקת האשראי בין מגזרי הפעילות וענפי המשק, במיוחד באשראי הבנקאי. מאז 2008 קטנה יתרת האשראי לעסקים הגדולים, לעומת עלייה של יתרת האשראי לעסקים הבינוניים והקטנים, וכן התרחב האשראי לענפי המסחר והשירותים לעומת התכווצות של האשראי לענף התעשייה. ההשפעות המנוגדות הסתכמו בעלייה מתונה בלבד של סך האשראי למגזר העסקי כולו. (להרחבה ראו דוח בנק ישראל לשנת 2014, פרק ד').

#### (א) האשראי הבנקאי

האשראי הבנקאי למגזר העסקי (כולל באמצעות אג"ח) גדל בשנת 2015 בקצב מתון של 3.5%, לרמה של 397 מיליארדי ש"ח, וזאת לאחר התכווצות בשנים 2012–2014 בשיעור מצטבר של 5.2%. חלוקת האשראי בין מגזרי הפעילות השתנתה כתוצאה מקצבי שינוי גבוהים ומנוגדים במגזרי הפעילות השונים<sup>25</sup>. היחס בין האשראי הבנקאי לתוצר של המגזר העסקי ירד גם השנה במתינות בכ-1 נקודת אחוז, לרמה של 46.5%, המשך למגמת ירידתו המתונה מאמצע 2013 ולאחר מגמת ירידה חדה בשנים 2002–2013. בחלקו של האשראי הבנקאי למגזר העסקי בסך האשראי למגזר זה נשמרת יציבות מאז 2008 סביב רמה של 50%, לאחר ירידה חדה מאז 2003. ירידת חלקו של האשראי הבנקאי למגזר העסקי ביטאה את צמיחתו של מימון באשראי חוץ-בנקאי, ואילו היציבות מאז 2008 מבטאת עצירה של גידול המימון דרך אפיק זה.

#### מגזרי הפעילות

העלייה המתונה של סך האשראי הבנקאי למגזר העסקי השנה היא תוצאת תנועות משמעותיות בכיוונים מנוגדים של האשראי למגזרי הפעילות השונים. באיור ד'-11 בולטת מתחילת 2009 עליית חלקם של העסקים הקטנים והבינוניים בסך האשראי הבנקאי למגזר העסקי על חשבון חלקו של מגזר העסקים הגדולים. מגמה זו נמשכה גם בשנת 2015<sup>26</sup>.

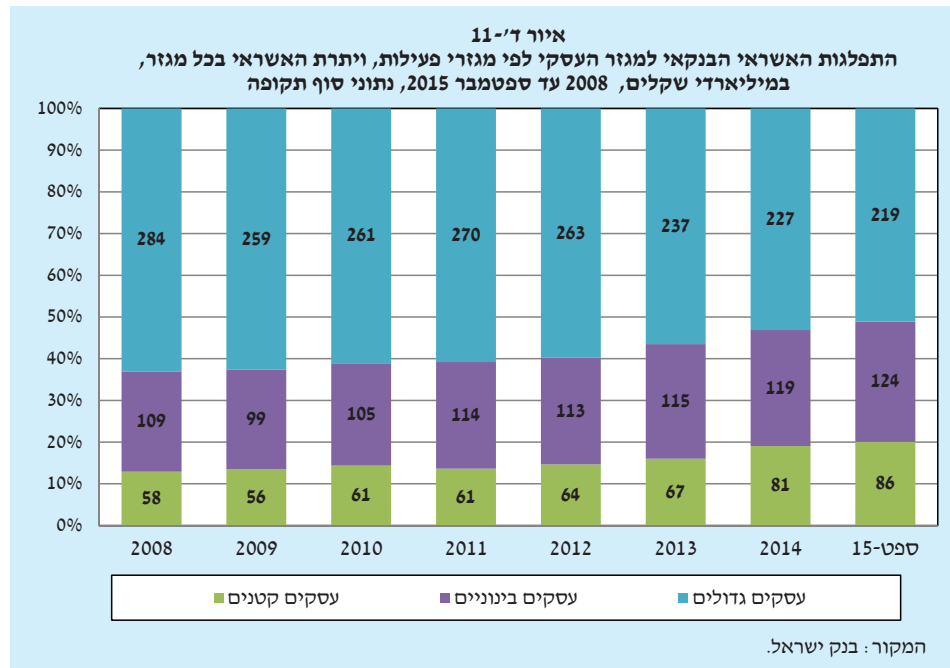
הרקע לירידתו של האשראי הבנקאי לעסקים הגדולים היה מפגש אינטרסים של הבנקים, המוסדיים והעסקים הגדולים. זאת לנוכח התממשות סיכונים במגזר זה בעקבות המשבר ב-2008, שהמחשה כי בעת משבר הסיכון הגלום בהם גבוה משחשבו. השיקול העיקרי מצד הבנקים בהקטנת חלקו של האשראי למגזר העסקים הגדולים היה שקלולם בנכסי הסיכון של הבנקים במשקל גבוה מזה של האשראי לעסקים קטנים ובינוניים, שיקול שקיבל משנה תוקף לאחר הגדלת דרישת ההון מהבנקים<sup>27</sup>. המוסדיים רצו, בעקבות המשבר, להעביר את החלק הלא סחיר של החזקותיהם מאג"ח להלוואות כדי להיטיב ולנטר את תיק האשראי שלהם, וזאת בעלויות נמוכות יותר. את מגמת המעבר מאג"ח להלוואות חיזקו מסקנות ועדת חודק, שהטילה מגבלות

חלוקת האשראי בין  
מגזרי הפעילות השתנתה  
כתוצאה מקצבי שינוי  
גבוהים ומנוגדים במגזרי  
הפעילות השונים.

<sup>25</sup> את סך האשראי הבנקאי בבנקים מפלחים לפי גודל הלווים – למגזר העסקי (עסקים גדולים), המגזר המסחרי (עסקים בינוניים) והמגזר הקמעוני (עסקים קטנים). הגדרת המגזרים עד 2015 הייתה שונה מבנק לבנק, ובחלק מהבנקים היא אף השתנתה במשך הזמן. הפיקוח על הבנקים קבע דרגות קבועות, החל מ-2016, משותפות לכל הבנקים.

<sup>26</sup> הנתונים בתת-סעיף זה מתייחסים לתקופה שעד ספטמבר 2015. סך האשראי הבנקאי למגזר העסקי, כפי שהוא מוצג בלוחות ד'-3 וד'-4, נמוך לעומת סכימת האשראי הבנקאי לשלושת מגזרי הפעילות באיור ד'-11. הסיבה לכך היא שבעוד סך האשראי למגזר העסקי מוצג לאחר התאמות לשיטה בין-לאומית, הנתונים לפילוח לפי מגזרי פעילות זמינים ברמה הגולמית בלבד, על בסיס מאוחד. אלה כוללים לדוגמה גם פעילות של השלוחות בחו"ל ואת האשראי לרשויות מקומיות. הפער האמור אינו משנה ככל הנראה את תמונת המגמות של האשראי לפי מגזרי פעילות.

<sup>27</sup> החל מינואר 2015 חויבו כל הבנקים במערכת הבנקאית להגיע ליחס הלימות הון כולל של 12.5%.



וחובות בכל הקשור להשקעה בשוק אג"ח החברות<sup>28</sup>. העסקים הגדולים, שהקטינו את ביקושם להשקעות, מצאו בהלוואות מהמוסדיים אפיק המגדיל את כוח המיקוח שלהם מול הבנקים. כתוצאה ממפגש האינטרסים בין הבנקים, המוסדיים והעסקים הגדולים היה סך האשראי הבנקאי לעסקים הגדולים בספטמבר 2015 נמוך מן השיא שנרשם ברבעון הראשון של 2009 בכ-25% – כ-74 מיליארד ש"ח. ירידה זו קוזה בעלייה של כ-45 מיליארד ש"ח בהלוואות מהמוסדיים, שרובן ככולן מיועדות לעסקים גדולים. באג"ח חברות, שגם בהן חלקם של העסקים הגדולים משמעותי, היה שינוי זעיר מאז 2009 – ירידה של כ-31 מיליארדי ש"ח באג"ח הלא-סחירות ועלייה של כ-27 מיליארד ש"ח באג"ח הסחירות. כתוצאה מכך השינוי בסך האשראי למגזר העסקים הגדולים מאז 2009 היה קטן יותר – 33 מיליארד ש"ח, ירידה של כ-6.5%.

הקטנת האשראי הבנקאי לעסקים הגדולים בשנים האחרונות לוותה בהגדלת האשראי הבנקאי לעסקים הקטנים והבינוניים.

הבנקים שהקטינו את האשראי לעסקים הגדולים החלו להגדיל את האשראי לעסקים הקטנים והבינוניים (איור ד'-11), וזאת משלוש סיבות: (1) כאמור, האשראי לעסקים הקטנים והבינוניים משוקלל בנכסי הסיכון של הבנקים במשקל נמוך מזה של העסקים הגדולים. לכן הפנו הבנקים את המקורות שהתפנו לעסקים הקטנים והבינוניים (ולמשקי הבית, ראו חלק 2 א'), ובכך שיפרו את יכולתם לעמוד בדרישות ההון. (2) רפורמות וצעדים אחדים, שחלקם ננקטו בעקבות המחאה של קיץ 2011, מגבירים את התחרות במשק ומגבילים את המונופולים והחברות הגדולות בחלק מהענפים – כגון המזון והתקשורת. צעדים אלו עשויים לפגוע (ובמידה מסוימת כבר פגעו) ברווחיהן של החברות הגדולות ולסייע לעסקים קטנים יותר, וכך לשנות גם את חלוקתה של עוגת האשראי במשק. (3) מקומו של המשק במחזור העסקים מתאפיין בשינוי בהרכב הביקושים: הביקוש עבר מענפים מוטי יצוא, כגון ענף התעשייה, לענפים התלויים בביקוש המקומי, בעיקר המסחר

<sup>28</sup> נוסף על כך, המגבלות והחובות שעליהן המליצה באפריל 2014 ועדת גולדשמידט להסדרת הלוואות הגופים המוסדיים לא היו כאלה המקטינות משמעותית את הכדאיות של הלוואות אלו. כמו כן אפשר שפרמיית אי-הנזילות בהלוואות ישירות גבוהה יותר מאשר באג"ח הבלתי-סחירות, שניתן לסחור בהן ברצף, ולכן התשואה למוסדיים בהלוואות גבוהה מזו של האג"ח.

והשירותים, וענפים אלה מתאפיינים בעתירות עבודה ובעסקים קטנים. שינוי זה התרחש לצד הייסוף שהיה בשנים האחרונות בשער החליפין, אשר הושפע אף הוא מהשינוי בהרכב הביקושים, ועל רקע ירידה בסחר העולמי. (להרחבה ראו פרק ב').

העלייה באשראי לעסקים קטנים ובינוניים מקוזת רק חלקית את הירידה ביתרת האשראי הבנקאי של העסקים הגדולים, וזאת מכמה סיבות: (1) העסקים הקטנים וענפי המסחר והשירותים הם עתירי עבודה, ולכן תרומתם לצמיחה במשק דורשת השקעה נמוכה – ובעקבות זאת היקפי אשראי נמוכים – יחסית לעסקים הגדולים ועתירי ההון. (2) מבחינה תפעולית, העמדת אשראי לעסקים קטנים צורכת יותר משאבים אנושיים ופיזיים מהעמדת היקף דומה של אשראי לעסקים גדולים<sup>29</sup>, ולכן הסטת האשראי בין מגזרי הפעילות מתרחשת בהדרגה ולאורך תקופה ארוכה. (3) חלק מהירידה באשראי לעסקים גדולים מופנה למגזר משקי הבית.

לצד העלייה בהיקף האשראי הבנקאי לעסקים קטנים והבינוניים ירד גם אומדן הריבית על יתרות האשראי במגזרים אלו<sup>30</sup>. ביחס לתחילת 2011 ירד האומדן לעסקים קטנים בכ-1.4 נקודות אחוז, לרמה של 7.1%, ולעסקים בינוניים בכ-0.7 נקודות אחוז לרמה של 3.8%. הפער מול אומדן הריבית לעסקים גדולים הצטמצם משום שאומדן הריבית לאחרונים לא ירד אלא ב-0.2 נקודות אחוז בלבד, לרמה של 3.1%. הירידה היחסית של מחיר האשראי לעסקים קטנים והבינוניים (אף שרמתו גבוהה, יחסית למחיר עבור העסקים הגדולים) יחד עם קצב הגידול של היקף האשראי לעסקים קטנים מחזקים את ההערכה שאין מגבלה משמעותית מצד ההיצע למגזר פעילות זה. הערכה זו נתמכת גם בממצאי סקר החברות; שיעור החברות הקטנות והבינוניות המדווחות על קשיי מימון ירד בשנת 2015, לעומת עלייה קלה של שיעור החברות הגדולות המדווחות על קשיי מימון. למעשה, נגישות האשראי במגזר העסקים קטנים גבוהה מממצא האירופי<sup>31</sup>. העסקים קטנים והבינוניים זוכים גם לסיוע בתחומים שונים מצד 'הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים', ובפרט בתחום המימון דרך הקרן שמפעילה הסוכנות; ודרכה הוענק אשראי לעסקים קטנים ובינוניים בסך למעלה מ-2.75 מיליארדי ש"ח מתחילת 2014 ועד ספטמבר 2015. עם זאת, יש מקום לבחון אם עלות האשראי עדיין גבוהה ביחס לרמת הסיכון ולעלויות התפעוליות במגזר העסקים קטנים.

הפערים בין אומדן הריבית לעסקים קטנים והריבית לעסקים בינוניים לבין אומדן הריבית לעסקים גדולים הולכים ומצטמצמים.

### התמסורת מהמדיניות המוניטרית לאשראי הבנקאי

בספטמבר 2014 הפחית בנק ישראל את הריבית המוניטרית לרמה של 0.25%, ובפברואר 2015 הוסיף והפחית את הריבית המוניטרית לרמה של 0.1% בלבד, הרמות הנמוכות ביותר, היסטורית, בישראל וקרובות מאוד לאפס (איור ד'-12). המדיניות המוניטרית המרחיבה נועדה לעודד את הפעילות במשק. שניים מן הערוצים שדרכם משפיעה המדיניות המוניטרית על רמת הפעילות במשק באמצעות כלי הריבית הם ערוץ הפיקדונות וערוץ האשראי.

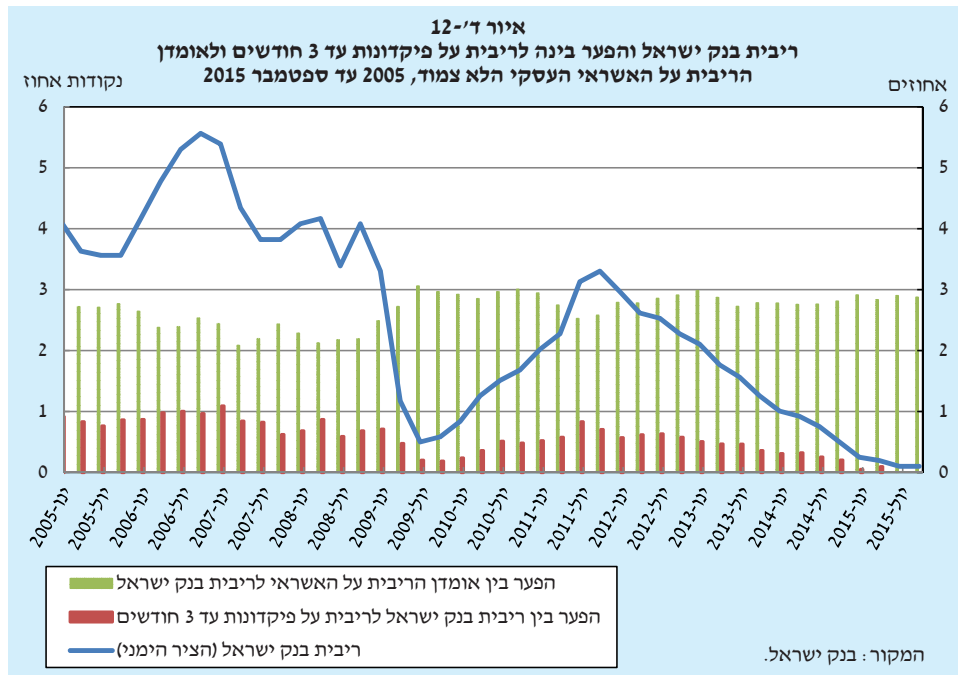
התמסורת דרך ערוץ הפיקדונות נועדה לעודד את הפעילות דרך השפעה על הצריכה במשק. הורדה של ריבית בנק ישראל, המביאה להורדה גם של הריבית על הפיקדונות בבנקים, מפחיתה את התמריץ לחסוך ומגדילה את הצריכה במשק. איור ד'-12 מציג את הפער בין ריבית בנק ישראל לריבית הפיקדונות עד שלושה חודשים. פער זה הולך ופוחת בשנים האחרונות, ובשנה האחרונה הוא אף הגיע לרמה אפסית. זאת אומרת שהאפקטיביות של ערוץ הפיקדונות כמעודד צמיחה הלכה וירדה ככל שריבית בנק ישראל התקרבה לאפס. עם זאת ייתכן שהנזילות הגבוהה של פיקדונות הציבור תורמת גם היא לגידול הצריכה הפרטית.

האפקטיביות של ערוץ הפיקדונות בתמסורת מהמדיניות המוניטרית לפעילות במשק הלכה וירדה ככל שריבית בנק ישראל התקרבה לאפס.

<sup>29</sup> הדוח המסכם של הצוות לבחינת הגברת התחרות במערכת הבנקאית, מארס 2013.

<sup>30</sup> האומדן מחושב באמצעות חלוקת סך ההכנסות מריבית ועמלות לכל מגזר ביתרת האשראי המאזני של כל מגזר. נתוני ההכנסות והיתרות גולמיים, כך שהאומדן הוא הערכה גסה לרמת הריביות בכל מגזר.

<sup>31</sup> ראו: Israel, Sheet Fact SBA 2014 by the European Commission.



הפחתות הריבית האחרונות לא פגעו, ככל הנראה, בערוץ האשראי של התמסורת מהמדיניות המוניטרית לפעילות במשק.

התמסורת מהמדיניות המוניטרית דרך ערוץ האשראי נועדה לעודד את הפעילות, בין היתר באמצעות הוזלתו. המדיניות המוניטרית המרחיבה פועלת בשני מסלולים: הראשון הוא הקטנת נטל שירות החוב כתוצאה מהפחתת הריבית על יתרת החוב, והשני הוא הוזלת העלות של נטילת אשראי חדש. איור ד'-12 מציג את הפער בין אומדן הריבית על האשראי העסקי הלא צמוד (כ-70% מסך האשראי העסקי) ובין ריבית בנק ישראל. פער זה כמעט לא השתנה מאז 2009, אז הוא גדל מעט בעקבות המשבר העולמי. משמעות הדבר היא שהפחתות הריבית האחרונות לא פגעו ככל הנראה בערוץ זה של התמסורת מהמדיניות המוניטרית לפעילות במשק. המשמעות של ירידה בפער הפיקדונות לעומת יציבות של פער האשראי היא שהבנקים הקטינו את מרווח הריבית, אף שהדבר עלול להביא לירידה של רווחיהם.

**(ב) האשראי החוץ-בנקאי**

יתרת החוב לגופים המוסדיים המשיכה להתרחב כתוצאה מגידולו של רכיב ההלוואות הישירות.

יתרת החוב החוץ-בנקאי למגזר העסקי<sup>32</sup> עמדה בסוף 2015 על כ-412 מיליארדי ש"ח, נמוך בכשלושה מיליארדי ש"ח (כ-0.8%) מאשר בסוף השנה הקודמת. כתוצאה מהתרחבות האשראי הבנקאי והצטמצמות האשראי החוץ-בנקאי ירד השנה חלקם של המקורות החוץ-בנקאיים במימון הפעילות של המגזר העסקי והיווה כ-51% מסך יתרת החוב של מגזר זה. יתרת החוב כלפי הגופים המוסדיים המשיכה להתרחב בזכות רכיב ההלוואות הישירות, שגדל בכ-21%. זאת לצד ירידה של יתרת החוב כלפי תושבי חוץ ויציבות באפיקי המימון האחרים.

<sup>32</sup> כולל אג"ח סחירות ובלתי סחירות המוחזקות בידי גופים מוסדיים ותושבי חוץ ובידי משקי בית ישראליים במישרין ובאמצעות קרנות נאמנות, הלוואות ממוסדיים, מתושבי חוץ ומחברות לרטיסי אשראי וגם אשראי מוכון ממשלתי.

**הנפקות של אג"ח חברות**

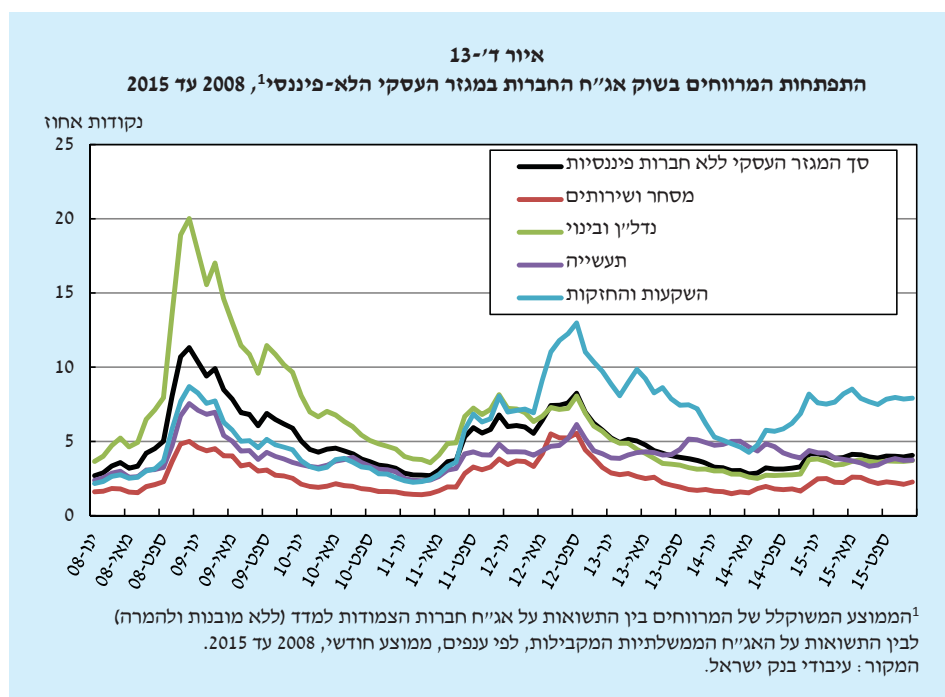
היקף ההנפקות נטו של אג"ח חברות ישראליות במגזר הלא-פיננסי<sup>33</sup> הגיע בשנת 2015 לכ-2.5 מיליארדי ש"ח, לאחר שנתיים של גיוס הון נטו שלילי. היקף ההנפקות ברוטו השנה – 28.6 מיליארדי ש"ח – דמה לזה של השנים האחרונות, אולם היקף הפירעונות היה נמוך יותר. כמחצית מהיקף ההנפקות ברוטו, כ-14.5 מיליארדי ש"ח, בוצעו על ידי חברות מענף הנדל"ן והבינוי. נוסף על ההנפקות של חברות נדל"ן ישראליות, גויס באמצעות 18 הנפקות של חברות נדל"ן זרות חוב בהיקף של כ-5.5 מיליארדי ש"ח. היקף ההנפקות של חברות זרות בשוק הישראלי הגיע בשנת 2015 לשיא. (הרחבה בנושא זה ראו בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2015).

מתוך המגזר העסקי הלא-פיננסי ענף הנדל"ן והבינוי היה היחיד שבו נרשם השנה גיוס חוב נטו חיובי משמעותי. בשאר הענפים, למעט ענף התעשייה, היה היקף הפירעונות גבוה מהיקף ההנפקות החדשות. בענף התעשייה גויס חוב ברוטו בהיקף כולל של כ-2.9 מיליארדי ש"ח במספר הנפקות מצומצם (לעומת פירעונות של כ-1.8 מיליארדי ש"ח); מתוך סכום זה כמיליארד וחצי ש"ח גויסו על ידי בתי הזיקוק.

עלות גיוס החוב (תשואות אג"ח החברות) של המגזר העסקי הלא-פיננסי ירדה בתחילת השנה ועלתה בהמשכה, בהתאם לעליית הריבית על אג"ח ממשלתיות צמודות. בכל הענפים למעט התעשייה הייתה עלות גיוס החוב בסוף השנה גבוהה יותר מאשר בתחילתה. עובדה זו היא המשתקפת, ככל הנראה, בגיוס חוב נטו חיובי בענף זה. שנת 2015 אופיינה ביציבות המרווחים בין תשואות אג"ח החברות לאלה של האג"ח הממשלתיות, למעט ירידה של המרווחים בענף המסחר והשירותים (איור ד'-13).

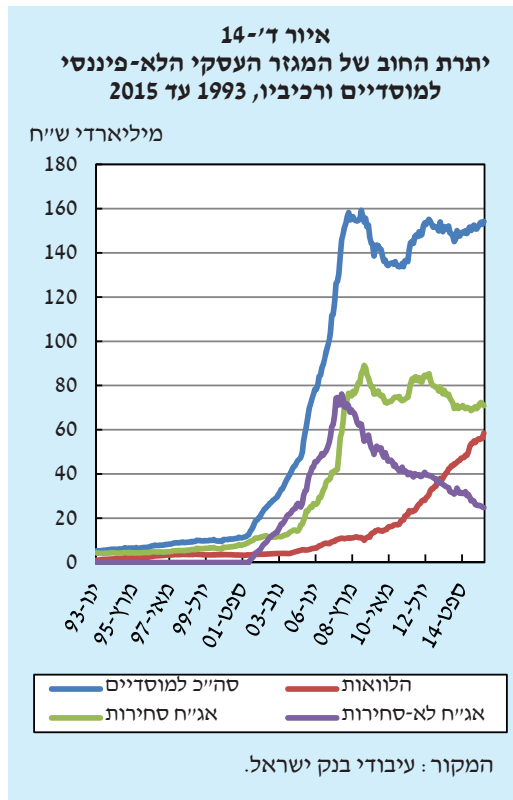
היקף ההנפקות של חברות זרות בתחום הנדל"ן בשוק הישראלי הגיע בשנת 2015 לשיא.

עלות גיוס החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי ירדה בתחילת השנה ועלתה בהמשכה.



<sup>33</sup> כולל אג"ח סחירות וכן אג"ח לא סחירות הרשומות ב"רצף מוסדיים" – מערכת למסחר באג"ח שהונפקו למשקיעים מוסדיים ללא תשקיף, ולכן הציבור אינו רשאי לסחור בהן.

באשראי של המוסדיים  
למגזר העסקי ניכרת  
תחלופה בין אג"ח בלתי  
סחירות לבין הלוואות  
ישירות.



### האשראי מהגופים המוסדיים

חלקם של הגופים המוסדיים בסך האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי הגיע השנה ל-19%, לאחר שיתרת החוב למוסדיים גדלה ב-5.4 מיליארדי ש"ח. עלייה זו נבעה מהמשך ההתרחבות של רכיב הלוואות הישירות, שגדל השנה ב-10 מיליארדי ש"ח. עם זאת ניכרת תחלופה בין הלוואות הישירות לאג"ח לא סחירות שמחזיקים המוסדיים (איור ד'-14). חלקו של המגזר העסקי הלא-פיננסי בסך האשראי שהעניקו המוסדיים נותר דומה לזה של אשתקד, כ-27%, בעוד שמרבית האשראי המקומי של המוסדיים ניתן לממשלה.

לנוכח נכסים גדלים והולכים של המוסדיים ובראש וראשונה של קרנות הפנסיה נראה כי התרחבות האשראי הניתן למגזר העסקי הלא-פיננסי איטית למדי. בשנת 2015 כרבע בלבד מהגידול בסך האשראי של המוסדיים הופנה למגזר העסקי הלא-פיננסי.

ככל הנראה, המוסדיים מחפשים

השקעות מגוונות, המאפשרות פיזור סיכונים, ולכן גם מפנים משאבים לא מבוטלים להשקעה בחו"ל. (ראו סעיף 1 ב' בפרק זה.) נוסף על כך מעוניינים הגופים המוסדיים בהשקעה לטווח ארוך, והם מתחילים להשתתף בתהליך איגוח משכנתאות<sup>34</sup>, בהתאם להמלצות הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח בישראל. (ראו תיבה ד'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2014.) עם זאת, המטרה העיקרית של ההמלצות הנ"ל הייתה הרחבת האשראי לעסקים הקטנים ואיגוח של הלוואות הניתנות להם, דבר שעדיין אינו מיושם.

### 3) הון מניות

בשנת 2015 הונפק בבורסה בתל אביב הון מניות בהיקף של כ-5.15 מיליארדי ש"ח, בדומה לממוצע של 2011-2014. 80% מההון הונפק על ידי חברות נדלין ותעשייה (כ-2.6 ו-1.5 מיליארדי ש"ח בהתאמה), והשאר – על ידי חברות בענפי ההשקעות וההחזקות והמסחר והשירותים (כ-0.7 ו-0.3 מיליארדי ש"ח, בהתאמה). חברות תעשייה גייסו הון בהיקף נמוך מאשר בשנה הקודמת, במקביל לגיוס חוב נטו חיובי, בעוד שבענף הנדלין נותרו ההנפקות ברמה של השנה הקודמת, ובענפי ההשקעות וההחזקות והמסחר והשירותים היקף גיוס ההון היה גבוה מאשר אשתקד. זאת במקביל לגיוס חוב נטו שלילי בענפים אלה השנה. נוסף על כך גייסו חברות הזנק ישראליות 4.43 מיליארדי דולרים, 30% יותר מאשר בשנת 2014. (על מימון הפעילות של חברות הזנק ראו תיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2014.) מתוך סכום זה, 72% גויסו מקרנות הון-סיכון, לרוב זרות.

<sup>34</sup> למשל מכירת נתח של תיק המשכנתאות בהיקף של 770 מיליון ש"ח על ידי "בנק מזרחי-טפחות" לקבוצת "מנורה-מבטחים". 80% מהזכויות וההתחייבויות נמכרו לרוכשים, והשאר נשאר בידי הבנק.



פעילון של קרנות הון-סיכון מקומיות עדיין מצומצמת יחסית, והמשקיעים המוסדיים נמנעים מהשקעה בהן, הכרוכה בתשלום עמלות ניהול.

מספר החברות בבורסה בת"א המשיך להצטמק והגיע בסוף 2015 ל-576 בלבד, בהשוואה ל-600 חברות בסוף שנת 2014. 47 חברות נמחקו מהמסחר בבורסה, מהן 23 היו חברות מניות. 11 חברות נמחקו עקב מיזוגים והצעות רכש; 5 חברות נמחקו עקב פירוק או הסדר. מהצד השני נרשמו בבורסה 23 חברות חדשות, מהן 11 חברות מניות, רובן זרות שלא גייסו הון השנה. (ליתר פירוט ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2015), והשאר – חברות אג"ח. השנה התקיימו שתי הנפקות ראשוניות (IPO) בלבד, שתיהן של חברות בענף הנדל"ן והבינוי בהיקף מצטבר נמוך מאוד של כ-150 מיליוני ש"ח. גם בשנה הקודמת ההנפקות הראשוניות היו כולן של חברות נדל"ן ובינוי, אך היקף ההנפקות היה גבוה כמעט פי 10 – כ-1.4 מיליארדי ש"ח.