

פרק ד'

ההתפתחויות בשוק האשראי של

המגזר העסקי ומשקי הבית

- משבר הקורונה היה אירוע מרכזי שהשפיע על החוב הפרטי השנה. כדי להתגבר על השלכות המשבר ולתמוך בהיצע האשראי ננקטו מספר צעדים לעידוד מתן אשראי – הקמת קרנות להלוואות בערבות המדינה, התערבות בשוק האג"ח, הקלות הוניות למערכת הבנקאית, הלוואות מוניטריות לעידוד העמדת אשראי ואימוץ מתווה לדחיית החזרי הלוואות. צעדים אלה הצליחו לייצב את השווקים, תמכו בהיצע האשראי ותרמו לפעילות.
- השפעת המשבר עשויה לבוא לידי ביטוי הן בצד הביקוש (גידול עקב הצורך למימון הוצאות שוטפות מחד גיסא והקטנת הביקוש עקב אי הוודאות הרבה מאידך) והן בצד ההיצע (עקב עלייה אפשרית של סיכון הלווים והרעה של מצב המלווים), ולכן יש קושי בזיהוי ההשפעות של ההיצע והביקוש.
- החוב העסקי צמח השנה בשיעור נמוך. העסקים הגדולים ניצלו את מסגרות האשראי בהיקף גבוה בתחילת המשבר, אך פרעו את תוספת החוב לאחר מכן. העסקים הקטנים קיבלו אשראי מהקרנות שבערבות המדינה (בנוסף על האשראי מהמערכת הבנקאית). בריביות על החוב הבנקאי נשמרה השנה יציבות.
- יחס החוב הפרטי לתוצר עלה הן עקב גידול החוב משקי הבית והעסקים והן עקב ירידת התוצר. יחס החוב הפרטי לתוצר ממשיך להיות נמוך בהשוואה בין-לאומית.
- תחילת המשבר אופיינה במשיכה של חסכוניות מהגופים המוסדיים. גובה המשיכות היה תלוי בטיבו של מוצר החיסכון: ככל שהטבות המס בו גבוהות יותר ורמת נזילותו נמוכה יותר שיעור המשיכה היה נמוך יותר. כך בקרנות הפנסיה החדשות לא היו משיכות חריגות לאורך כל התקופה.
- במחצית הראשונה של 2020 נסגרו באופן רשמי מעט יותר מתשעת אלפים עסקים. מהשוואה לשנת 2019 עולה כי המחזוריים של כשבעים אלף עסקים נוספים – מרביתם מענפי המסחר והשירותים – ירדו בחודש אוגוסט בשיעור של לפחות 80%, ונראה כי הסיכון לסגירתם עלה מאוד. למעלה ממחצית מהעסקים שרשמו ירידה של 80% ומעלה במחזוריהם בחודש אוגוסט הם עסקים זעירים, שההשפעה הנאמדת של סגירתם על התוצר, על הסיכון למערכת הפיננסית ועל שוק העבודה מוגבלת.
- סיוע למגזר העסקי הוא כלי מדיניות מרכזי וגורם מכריע בניסיון לשמור על תפקוד השווקים וההמשכיות העסקית בעת הנוכחית. עם זאת, מתן רוחבי, ממושך ולא סלקטיבי של מענקים והלוואות עלול לעודד את תופעת חברות ה"זומבי" (zombie firms)¹ – חברות שביצועיהן נמוכים לאורך זמן, אך כאלה שממשיכות לפעול בשוק תוך גלגול חובותיהן. להתרחבות התופעה בעיקר בעת היציאה מהמשבר יש השלכות על תהליך ההתאוששות, הקצאת המקורות והפריון במשק.
- נמצא כי חברות זומבי (שמספרן השנתי הממוצע בישראל ערב המשבר מוערך בכ-7% מסך החברות הפעילות במשק) היא תופעה מוכרת ויציבה יחסית, לא חריגה בהשוואה בין-לאומית, שאינה בבחינת איום רחב. ואולם ראוי לפתח מנגנוני מיון יעילים ובני יישום, אשר יבטיחו שהתמיכה בפעילות העסקית תגיע למגזרים הזקוקים לה באמת.

¹ המונח "זומבי" זכה לחשיפה נרחבת בעקבות משבר שפרץ ביפן בשנות התשעים: קריסת מחירי הנדל"ן ותקופה ממושכת של צמיחה נמוכה (סטגנציה) וירידה בפריון בעקבותיה הביאו לעלייה של מספר העסקים ה"זומביים", להיחלשות של המערכת הבנקאית ולצמצום של ההשקעה בחברות בריאות. (Banerjee and Hofmann, 2020; Giannetti and Simonov, 2013; Caballero, Hoshi and Kashyap, 2008). לדיון חוזר ועדכני ברקע ובסכנות הכרוכות בתופעת חברות ה"זומבי" ראו פרסומים רבים ב-BIS, Financial Times, Economist (2020).

1. מבוא והתפתחויות העיקריות

פרק זה עניינוו בניתוח השינויים במקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי (משקי הבית והעסקים) בישראל. המימון משמש את משקי הבית ואת המגזר העסקי לצריכה והשקעה, ומכאן חשיבותו הרבה לפעילות הכלכלית. הפרק מתאר את השינויים המרכזיים שחלו בחוב של המשק בשנת 2020. האירוע המרכזי שהשפיע על החוב השנה היה משבר הקורונה, שפרץ בתחילתה, וגרם לצמצום משמעותי של הפעילות הכלכלית במשק ולאיבוד הכנסות כתוצאה מכך.

בצד הביקוש לאשראי המשבר היה צפוי להביא לגידול הביקוש של העסקים ומשקי הבית לאשראי לשם מימון הוצאות שוטפות, אך בה בעת אי-הוודאות הרבה הייתה עלולה להביא להקטנת הביקוש לאשראי – מצד העסקים עקב צמצום צורכי ההון החוזר וההשקעות העתידיות ומצד משקי הבית עקב ירידה בצריכה. בצד ההיצע המשבר היה עלול לפגוע בהיצע האשראי בגלל עלייה אפשרית של סיכון הלווים (והרעה של מצב המלווים). בנק ישראל וממשלת ישראל נקטו צעדים רבים לשם ייצוב השווקים ותמיכה במתן אשראי, ביניהם: התערבות בשוקי האג"ח, הורדת דרישות ההון במערכת הבנקאית, העמדת הלוואות מוניטריות ייעודיות להרחבת היצע האשראי, יצירת תשתית להרחבת מגוון הנכסים שהבנקים יוכלו להעמיד כבטוחה כנגד אשראי, הקלות רגולטוריות, הקמת קרנות להלוואות בערבות המדינה וגיבוש מתווה לדחיית החזרי הלוואות. על רקע צעדים אלה חזר השוק של הנפקות האג"ח לפעילות, לאחר שקפא בתחילת המשבר, העסקים ומשקי הבית דחו תשלומים לפירעון הלוואות בהיקף משמעותי (אולם בינואר 2021 מעל 80% מתוכם כבר חזרו לשלם), ועסקים (בעיקר קטנים) פנו בין היתר, בנוסף לתמיכה הבנקאית לקבלת אשראי מקרנות בערבות המדינה. ניתוח ענפי, המוצג בהמשך הפרק, מראה שצעדי המדיניות אשר תמכו בהיצע האשראי תרמו להמשך הפעילות.

בהתפתחות החוב השנה נצפתה מגמה מעורבת: כך, למשל, העסקים הגדולים ניצלו מסגרות אשראי בנקאיות בהיקף גבוה בתחילת המשבר, בדומה לפעילותם של עסקים גדולים במדינות נוספות בעולם ובתקופות קודמות של תחילת משבר, התנהגות שביטאה את אי-הוודאות הגדולה שאפפה אז את המשך תפקודם היעיל של שוקי האשראי. בהמשך, עם הירידה באי הודאות, הם פרעו את תוספת החוב. על רקע ירידה בצריכה הפרטית צמצמו משקי הבית את חובם שאינו לדיור, אך המשיכו להגדיל את החוב לדיור בקצב גבוה יחסית. במהלך השנה, על רקע הירידה בתוצר, גדל יחס החוב הפרטי לתוצר (תוצאת גידול הן של יחס חוב משקי הבית לתוצר והן של יחס החוב העסקי לתוצר). בריביות על החוב של העסקים הגדולים והבינוניים נשמרה יציבות, ורמתן דמתה לזו של השנה הקודמת, והריביות על חוב העסקים הקטנים אף ירדו מעט.

בתיבה ד'-1 מנותחות המשיכות של חסכוניות מהגופים המוסדיים במהלך שנת 2020, בעיקר בתחילתו של משבר הקורונה, בחודש מרץ. נמצא שגובה המשיכות תלוי בטיבו של מוצר החיסכון: ככל שיש במוצר יותר הטבות מס ורמת נזילותו נמוכה יותר, שיעור המשיכה היה נמוך יותר. בקרנות הנאמנות שיעור המשיכה במרץ היה גבוה, אף יותר מאשר במשבר הפיננסי של 2008, וזאת, כנראה, בעיקר בהשפעת הזעזועים בשווקים, אשר בעטיים נצפו משיכות מכל מסלולי ההשקעה. לעומת זאת בקרנות הפנסיה החדשות לא היו משיכות חריגות אלא רק ירידות בהפקדות לאור הסגרים. בקופות הגמל וקרנות ההשתלמות, לצד שיעור משיכה נמוך, נצפו העברות משמעותיות למסלולים סולידיים, מעבר שמנע מהמשקיעים ליהנות מהתיקון בשווקים וקיבע הפסדים.

בחינת המגמות העיקריות במימון של המגזר העסקי מלווה השנה בניתוח של שתי סוגיות מרכזיות: (א) היקף סגירת העסקים במשק בעת משבר הקורונה (תיבה ד'-2); ו-(ב) הסכנה בשימור וטיפוח של תופעת חברות ה"זומבי" (zombie firms) – חברות בעלות ביצועים נמוכים, אשר אינן מצליחות לכסות את עלויות שירותי החוב שלהן לאורך זמן, אך ממשיכות לפעול בשוק הודות ל"הנשמה מלאכותית", תוך גלגול חובותיהן (תיבה ד'-3).

הדינמיקה של האשראי במשק נפגעה השנה הן בצד הביקוש לאשראי והן בצד ההיצע. בנק ישראל וממשלת ישראל נקטו צעדים רבים לייצוב השווקים ותמיכה במתן אשראי כגון: התערבות בשוקי האג"ח, העמדת הלוואות מוניטריות, מתווה דחיית החזרים והקמת קרנות להלוואות בערבות המדינה.

התפתחות החוב השנה לא הייתה אחידה. העסקים הגדולים פנו לאשראי בנקאי, ואילו הקטנים נעזרו בהלוואות שבערבות המדינה. משקי הבית הגדילו את החוב לדיור וצמצמו את החוב שאינו לדיור.

יחס החוב הפרטי לתוצר עלה, אולם רמתו נמוכה בהשוואה בין-לאומית.

מספר העסקים שהפסיקו את פעילותם או פעילותם נפגעה ב-80 אחוזים ומעלה, מוערך בכ-80,000. מרביתם עסקים זעירים, שהשפעה הנאמדת של סגירתם על התוצר, על הסיכון למערכת הפיננסית ועל שוק העבודה מוגבלת.

זיהוי ההיקף של שתי תופעות אלה השנה מאתגר במיוחד. זאת בשל קושי להעריך את השלכות המשבר על המודל העסקי ועל הציפיות של הפירמות בטווחים הבינוני והארוך, וכן להגדיר את הסטטוס המשפטי העדכני שלהן. סגירתן של חברות לצמיתות, מעבר למגמה המזוהה עם מחזור העסקים הסטנדרטי (המתבטאת בסגירת כ-40-50 אלף עסקים בשנה), פיטורי עובדים, תהליכי חדלות פירעון ותשלומים לנושים – כל אלה עלולים להעמיק את המיתון הנוכחי ולהפוך אותו לשפל מתמשך. כנגד זאת מימון חברות שאינן בנות קיימא טומן בחובו פוטנציאל לעיוות של מנגנוני השוק, הקצאה מוטה של המשאבים וכספי הסיוע וכן פגיעה במאמצי ההתאוששות ובפיריון בטווח הארוך.² על פי דיווחי רשות המסים במחצית הראשונה של שנת 2020 נסגרו רשמית כתשעת אלפים עסקים – בכ-33% פחות מהנתון בתקופה המקבילה אשתקד. (בתיבה ד-2) התבססנו על נתוני הירידות של המחזורים בחודשים יולי-אוגוסט, שבהם הגבלות התנועה במרבית הענפים היו מצומצמות, ובנינו אומדן למספר העסקים שאמנם לא נסגרו באופן רשמי, אולם מצבם הרוע משמעותית, כך שהסיכון שלהם להיסגר עלה במידה ניכרת. על פי אומדן זה, כשבעים אלף עסקים – מרביתם מענפי המסחר והשירותים – חוו ירידה של המחזור בשיעור של 80% ומעלה ביולי-אוגוסט 2020 יחסית לנתון המקביל בשנת 2019. כ-60% מהעסקים שנראה כי הסיכון לסגירתם עלה הם עסקים זעירים שהמחזור השנתי שלהם עד 300 אלפי ש"ח. המחזור המצרפי של עסקים אלו נאמד בסכום נמוך יחסית של כ-5 מיליארדי ש"ח בלבד, דבר המשקף תרומה נמוכה יחסית שלהם לתוצר וכן סיכון אשראי מצומצם הנשקף מסגירתם למערכת הפיננסית. אשר להשפעה על שוק העבודה – ניתן להעריך כי שיעור גבוה מהעסקים הזעירים שהסיכון לסגירתם עלה הם עצמאיים שלא מעסיקים שכירים. על רקע זה, ועל אף הפגיעה הלא מבוטלת במחזור החיים של הפירמות, מאמצי הבנקים המרכזיים והממשלות להקחות את ההשפעות ההרסניות של משבר ה-COVID-19 באמצעות תוכניות סיוע למגזר העסקי היוו כלי מדיניות חשוב וגורם מכריע בניסיון לשמור על תפקוד השווקים וההמשכיות העסקית. ואולם הן העלו את הנטל התקציבי, ועלולות, בשל אופיין הרוחבי, לייצר סיכון מוסרי. זאת בהעדר מנגנון סלקטיבי יעיל, שמטרתו להבטיח סיוע ממוקד לחברות הזקוקות לו באמת. במילים אחרות: צעדי מדיניות רוחביים שננקטו לצורך התמיכה בפעילות העסקית מעלים חששות באשר לטיפוח ושימור של חברות שאינן בנות קיימא – חברות ה"זומבי".

תופעת חברות ה"זומבי" בישראל ערב המשבר (שמוערכת בכ-7% מסך החברות הפעילות במשק, שיעור שאינו חריג בהשוואה בין-לאומית) היא תופעה מוכרת ויציבה יחסית, שאינה בבחינת איום רחב. יתר על כן, מפני אופיו השונה של המשבר חברות רבות המסווגות כיום כחברות "זומבי" אינן אלא עסקים בני קיימא שחווים זעזוע נזילות זמני בשל מגבלות שהביאו לקריסת הביקוש המצרפי. עוצמת הזעזוע הנוכחי מחייבת התערבות רחבה למניעת הסלמה של המצוקה הפיננסית במשק – התערבות שהיא אפוא פשרה בין השמירה על תפקוד המשק לבין הסיכון שבהמשך המימון של חברות הסובלות ממצוקה מתמשכת ואינן עומדות בעלויות שירות החוב. ואולם על מקבלי החלטות לבחור בחירות קשות על פי עקרונות המובילים וביניהם: לצמצם תמיכה רחבה בעסקים ולעבור לצעדים ממוקדים במגזרים ובחברות שהפוטנציאל שלהם להיות בני קיימא גבוה יחסית, להגביל תמיכה רק למגזרים שבהם יש עדויות מוצקות לכשלי שוק, לפעול לחיזוק הרכיב ההוני של החברות ולהתנות את הסיוע בו, וכן להמשיך ולחזק את מנגנוני חדלות הפירעון והשיקום הכלכלי.

המגמות העיקריות במימון המגזר העסקי מלוות השנה בשתי סוגיות עיקריות: היקף סגירת העסקים במשק בעת משבר הקורונה והיקף תופעת חברות ה"זומבי" – חברות שביצועיהן נמוכים, אך הן ממשכות לפעול בשוק הודות ל"הנשמה מלאכותית", תוך גלגול חובותיהן.

² המונח "זומבי" זכה לחשיפה נרחבת בעקבות משבר שפרץ ביפן בשנות התשעים: קריסת מחירי הנדל"ן ותקופה ממושכת של צמיחה נמוכה (סטגנציה) וירידה בפיריון בעקבותיה הביאו לעלייה של מספר העסקים ה"זומבי", להיחלשות של המערכת הבנקאית ולצמצום של ההשקעה בחברות בריאות. (Banerjee and Hofmann, 2020; Giannetti and Simonov, 2013; Caballero, Hoshi and Kashyap, 2008). לדיון חוזר ועדכני ברקע ובסכנות הכרוכות בתופעת חברות ה"זומבי" ראו פרסומים רבים ב-BIS, Financial Times, Economist (2020).

2. התפתחות החוב העסקי

א. החוב הבנקאי

ניתוח החוב העסקי לבנקים מראה הבדל בהשפעת המשבר הקורונה בין העסקים הגדולים לקטנים. העסקים הגדולים הגדילו משמעותית את יתרות החוב שלהם בתחילת המשבר – כנראה באמצעות ניצול מיידי של קווי אשראי, ובהמשך המשבר הם פרעו את תוספת החוב (איור ד'–2), כך שבמהלך השנה צמחה יתרת חובם בשיעור נמוך. התנהלות זו יכולה להעיד כי העסקים הגדולים לא חוו מחנק אשראי, אלא גייסו חוב בתחילה כדי להיערך למשבר. התנהלות זו מאפיינת עסקים גדולים בתחילת משבר במדינות נוספות, ומצביעה על היקף אי-הוודאות שלהם בתחילת המשבר באשר להמשך יכולתם של השווקים להמשיך ולספק את הביקוש לאשראי בהמשכו. הירידה בניצול מסגרות אשראי אלו עם הזמן מעידה על ירידה באי-הוודאות, לנוכח העובדה שהבנקים ושווקי ההון המשיכו בפעילותם התקינה.

ניתוח ענפי מראה שהענפים אשר התאפיינו בצמיחה גבוהה של יתרת חובם במהלך שנת 2020 היו מלונאות והסעדה (ענפים שהיו סגורים, ולכן כנראה גייסו חוב לצורכי מימון ההוצאות השוטפות) ונדל"ן ובינוי (אשר המשיכו בפעילות בהיקף משמעותי). ענף הבנייה הוחרג ממגבלות הפעילות, ולא עוד אלא שכדי לתמוך בפעילותו על רקע צורכי המשק בתקופת המשבר ואחריה העלה הפיקוח על הבנקים את המגבלה הענפית לגבי³. צעד זה איפשר לנתק את קצב גידולו של האשראי לענף הבנייה מזה של סך האשראי העסקי הבנקאי. עם הענפים שצמצמו את יתרת חובם נמנים ענף התעשייה וענף השירותים הפיננסיים, הכולל את גופי האשראי המוסדרים – גופים המספקים אשראי חוץ-בנקאי לעסקים קטנים ולמשקי בית. כפי שיתואר בהמשך נותני האשראי המוסדרים נפגעו קשה ממשבר הקורונה, ויתרת האשראי שהעמידו ירדה בשיעור חד – בין היתר בעקבות הקושי לגייס מימון ועליית סיכון הלקוחות.

העסקים הקטנים ככל הנראה התקשו לקבל אשראי מהבנקים בתחילת המשבר. במהלך חודש מרץ הוקמו קרנות ייעודיות, אשר סיפקו ערבויות מדינה לאשראי הבנקאי הניתן לעסקים הקטנים לצורך התמודדותם עם מחנק האשראי. (להרחבה ראו בחלק על הקרנות בערבות המדינה). במקביל החל בנק ישראל להפעיל תוכניות מוניטריות להרחבת היצע האשראי לעסקים. בחינה ענפית מראה שענפי המסחר והתעשייה קיבלו מהקרנות הללו אשראי בשיעור שעלה על שיעורם באשראי הבנקאי הכולל.

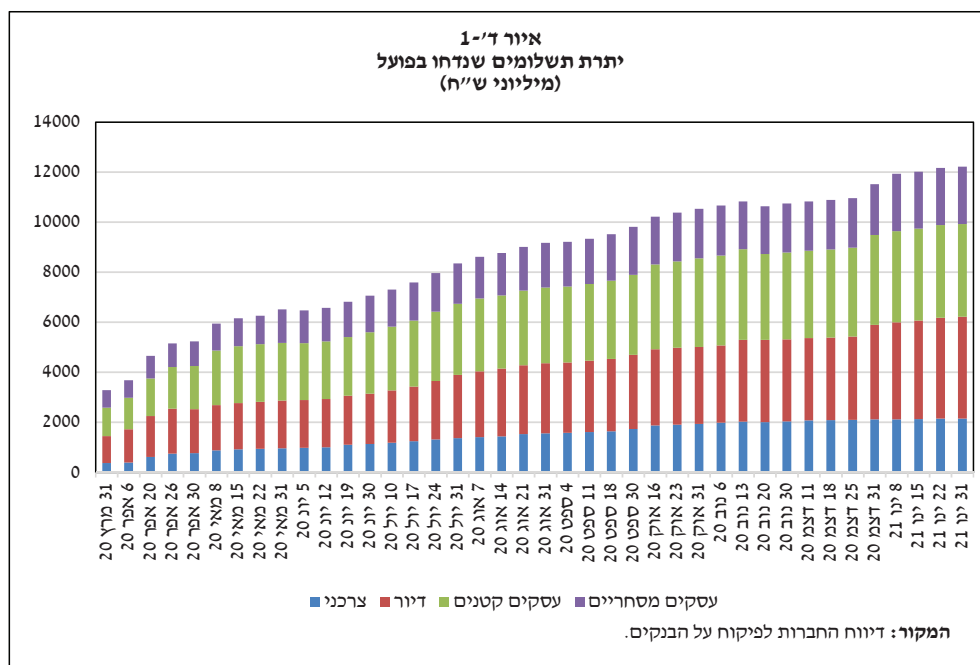
העסקים הקטנים גם לקחו חלק במתווה דחיית התשלומים (ראו איור ד'–1) שבנה הפיקוח על הבנקים כחלק מהצעדים להתמודדות עם משבר הקורונה. היקף האשראי לעסקים קטנים שהתשלומים בגינו נדחו הגיע בשיאו לכרבע מיתרת האשראי של מגזר זה, אך עד סוף השנה חודשו התשלומים בגין כשני שלישים מהאשראי שנדחה (כ 80% בינואר 2021).

האשראי לעסקים קטנים צמח בקצב איטי (1% במהלך שלושת הרבעים הראשונים של שנת 2020). בחינה של הקושי לגייס אשראי לפי גודל העסק מראה שהעסקים הקטנים (והבינוניים) התקשו לגייס אשראי בנקאי (איור ד'–3), והאשראי להם הגיע ברובו מקרנות בערבות המדינה⁴. האשראי הבנקאי הופנה בעיקר לעסקים גדולים, ובמהלך שלושת הרבעים הראשונים של השנה צמח האשראי הבנקאי לעסקים אלה ב-9%. סך החוב הבנקאי העסקי צמח השנה ב-28 מיליארד ש"ח – שיעור של כ-6.2% (לעומת 6.4% בשנת 2018 ו-4.6% ב-2019).

העסקים הגדולים פנו אל הבנקים לשם קבלת אשראי, ואילו העסקים הקטנים נעזרו בקרנות בערבות המדינה. בריביות, הן לעסקים הגדולים והן לעסקים קטנים, נשמרה יציבות.

³ <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/7-12-2020.aspx>

⁴ התייחסות נרחבת לקרנות בערבות המדינה מובאת בהמשך.



לוח 1: אפיקי הגיוס של המגזר העסקי²

שינוי ביתרה, במהלך התקופה, % ⁴				יתרות, סוף תקופה, מיליארדי ₪						
Q4/2020	Q3/2020	Q2/2020	2020	2019	12-2020	9-2020	6-2020	12-2020	12-2019	
4.1%	-0.6%	-1.5%	6.2%	4.6%	487	468	470	487	459	1. הלוואות מהבנקים
0.2%	2.0%	1.9%	3.8%	0.1%	212	212	208	212	205	2. אג"ח סחירות בישראל
2.9%	-2.2%	-0.7%	-3.0%	8.0%	112	109	112	112	116	3. אג"ח לא סחירות והלוואות לא בנקאיות ⁵
5.7%	-2.7%	1.5%	-0.5%	11.2%	86	82	84	86	87	מזה: הלוואות מהגופים המוסדיים
0.0%	6.4%	-6.3%	-4.8%	4.9%	174	174	164	174	183	4. חוב שגויס בחו"ל ³
0.5%	-0.2%	-6.9%	-10.9%	7.2%	139	138	138	139	156	מזה: הלוואות מתושבי חוץ
-1.7%	42.5%	-3.0%	30.5%	-7.0%	35	36	25	35	27	מזה: אג"ח
2.4%	1.0%	-1.5%	2.5%	4.1%	986	963	953	986	962	סך החוב של המגזר העסקי

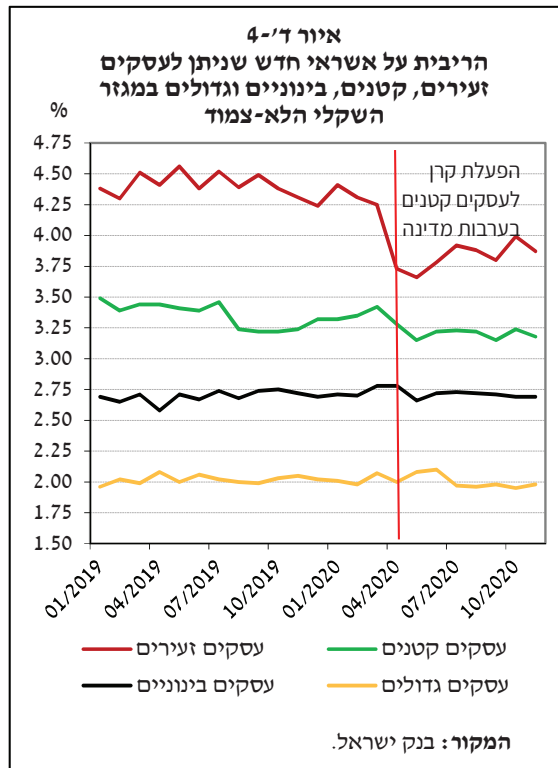
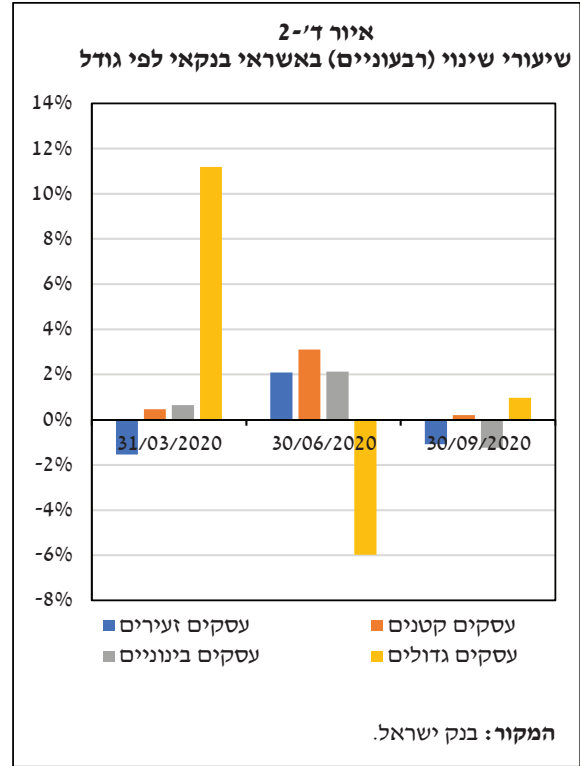
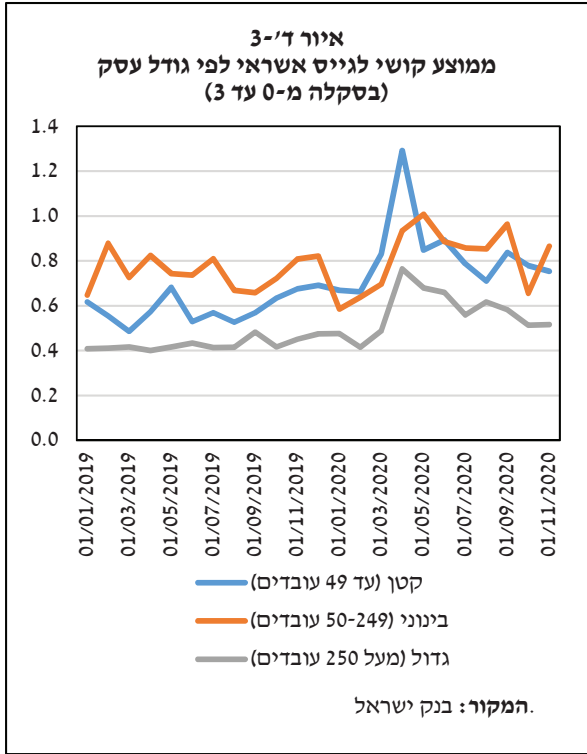
¹ הלוואות מהבנקים מוצגות לפני הפרשה לחומ"ס (מבוסס על נתוני סולו, תו"י בלבד). יתרות אג"ח מוצגות ע"פ ערך נקוב מתואם (הון רשום למסחר בתוספת הפרשי הצמדה וריבית שטרם שולמה).

² ללא בנקים וחברות ביטוח.

³ כולל אחזקות באג"ח חברות ישראליות בחו"ל והלוואות מחו"ל.
היתרה המדווחת עבור אשראי מתו"ח לסקטור העסקי מתבססת על דיווחים של חברות עסקיות במשק הישראלי.

⁴ בשנה הנכחית השינוי מתחילת השנה.

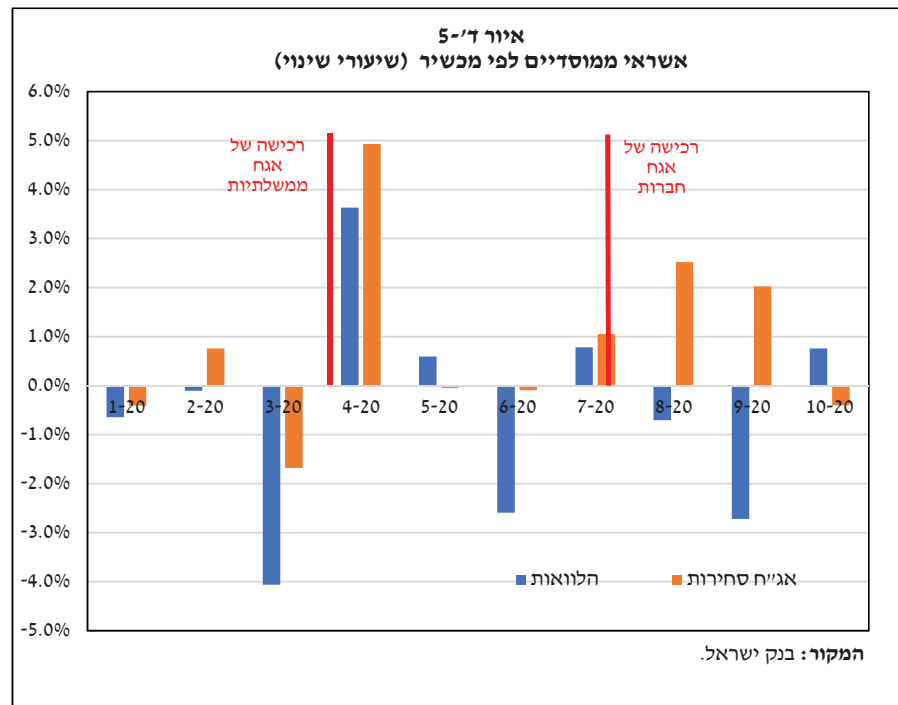
⁵ מורכב מהלוואות ממוסדיים ומחברות כרטיסי אשראי. עד אוגוסט 2013 סעיף הלוואות מובטחות במשכנתא מגופים מוסדיים שייך לחוב של משקי הבית.



ב. החוב החוץ-בנקאי

החוב (העסקי) החוץ-בנקאי מתקבל ברובו ממשקיעים מוסדיים ומתושבי חוץ. (חלק נוסף, קטן, מתקבל מנותני האשראי המוסדרים ומחברות כרטיסי האשראי). בתחילת המשבר, בחודש מרץ, התמודדו המשקיעים המוסדיים עם קשיי נזילות ופדיונות גבוהים מקרנות הנאמנות. בנק ישראל נקט מספר צעדים (המתוארים בפרק ג' של דוח זה), ביניהם השקת תוכנית לרכישת אג"ח ממשלתיות (בהיקף 50 מיליארד ש"ח, שהורחבה מאוחר יותר ב-35 מיליארדים נוספים), אספקת נזילות דולרית באמצעות עסקות החלף בחודש מרץ ותוכנית לרכישת אג"ח חברות (בהיקף של 15 מיליארד ש"ח) בתחילת חודש יולי. פעילות בנק ישראל תרמה לייצוב השווקים. התשואות בשוק האג"ח, שעלו בחדות בתחילת המשבר, החלו לרדת לאחר השקת תוכנית לרכישת אג"ח ממשלתיות, ולאחר הכרזת בנק ישראל על תוכנית לרכישת אג"ח חברות הגיעו לרמות דומות לאלה שלפני המשבר. על רקע התייצבות השווקים חזרו המשקיעים המוסדיים להעמיד אשראי. סך החוב למשקיעים המוסדיים גדל השנה לאט, אך נצפו שינויים בתמהילו. בשנים קודמות המוסדיים העדיפו להעמיד אשראי דרך הלוואות ישירות על פני אג"ח סחירות, מה שבא לידי ביטוי בקצב צמיחה גבוה יותר של ההלוואות הישירות. השנה, על רקע המשבר וצעדי התמיכה של בנק ישראל, מגמה זו התהפכה: בעוד שיתרת החוב למוסדיים דרך הלוואות פרטיות הצטמצמה, יתרת האג"ח הסחירות צמחה במהירות. נראה שהצמיחה בפעילות באג"ח חברות הגיעה לאחר הכרזתו של בנק ישראל ביולי 2020 על רכישת אג"ח חברות לצורך תמיכה בשוק. העדפת מכשיר האג"ח הסחירות על פני ההלוואות במהלך משבר הקורונה אפיינה מספר מדינות בעולם, וייתכן שהיא קשורה לצעדים שנקטו הבנקים המרכזיים שלחן לשם תמיכה בשווקים הפיננסיים⁵. בישראל התופעה באה לידי ביטוי באשראי מהמוסדיים ומתושבי חוץ, על רקע צעדי תמיכה בשוק האג"ח, שנקט בנק ישראל בדומה לבנקים מרכזיים אחרים בעולם.

בנק ישראל התערב בשווקים בהיקפים משמעותיים ורכש אג"ח ממשלתיות, ובהמשך אף אג"ח חברות, לצורך הספקת נזילות לשווקים וייצובם.



T. Goel and J. Garralda (2020), "Bonds and syndicated loans during the Covid-19 crisis: decoupled again". BIS Bulletin, April ⁵

החיסכון של הציבור גדל במידה משמעותית. גידולו בא לידי ביטוי ברכיב הפיקדונות, על חשבון רכיבי המניות והאג"ח.

המשבר השפיע גם על החיסכון ארוך הטווח של הציבור, כפי שהתבטא בשינויים בתמהיל תיק נכסיו. על רקע תנודתיות של מחירי הנכסים גדל משמעותית רכיב הפיקדונות בבנקים בתיק, ואילו רכיבי המניות והאג"ח המקומיות ירדו. גם שיעור התיק שמנוהל בידי הגופים המוסדיים הצטמצם מעט, כשנעצרה עלייתו, אשר שררה בשנים הקודמות⁶.

ג. שוק האג"ח – החוב החוץ-בנקאי הסחיר

משבר הקורונה בא לידי ביטוי בשוק האג"ח בירידות מחירים חדות (עליית המרווח בין אג"ח חברות לבין אג"ח ממשלתיות), שהחלו בסוף חודש פברואר. הדבר נבע בין היתר ממכירות משמעותיות של קרנות הנאמנות לצורכי נזילות. בשיאם הגיעו המרווחים לרמות דומות לאלה שנצפו במשבר החוב האירופי בשנת 2011 (אך עדיין מתחת לרמות שנצפו במשבר 2008–2009). בחודש מרץ המרווחים שעלו בדירוגים הגבוהים של האג"ח החלו לרדת, ואילו המרווחים בדירוגים הנמוכים נותרו גבוהים, והחלו לרדת רק בהמשך השנה, כך שבמשך התקופה פער המרווחים בין הדירוגים גדל. עליית המרווחים באג"ח בעלות הדירוגים הנמוכים בתקופה זו הייתה עלולה להגביר את הקושי לגייס בשוק הראשוני, כפי שיורחב בהמשך.

במסגרת התמודדות עם משבר הקורונה נקט בנק ישראל מספר צעדי מדיניות לצורך הספקת נזילות וייצוב של השווקים הפיננסיים. (להרחבה ראו תיבה 3 בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2020). במרץ 2020 השיק בנק ישראל תוכניות לרכישת אג"ח ממשלתיות ועסקות החלף דולריות מול המשקיעים המוסדיים, ובהמשך (בתחילת יולי 2020) אף הכריז כי יפעיל תוכנית לרכישות אג"ח חברות. בהשפעת רכישת האג"ח הממשלתיות ואספקת הנזילות הדולרית החלו המרווחים בדירוגים הגבוהים לרדת, ואילו המרווחים בדירוגים הנמוכים ירדו רק לאחר התערבות בנק ישראל בשוק אג"ח החברות בהמשך.

בשוק הראשוני ירדו ההנפקות ירידה חדה עם תחילת המשבר (בחודש מרץ), אך התאוששו לאחר מכן. החברות הלא-פיננסיות גייסו אג"ח בהיקפים דומים לאלו של השנים הקודמות, בעוד שהבנקים וחברות הביטוח צמצמו מאוד את גיוסיהם. בסך הכול גויסו בשנת 2020 כ-52 מיליארד ש"ח (41 מיליארדים ללא הבנקים וחברות הביטוח) לעומת 62 מיליארד ש"ח (44 מיליארדים ללא הבנקים וחברות הביטוח) בממוצע בשלוש השנים הקודמות. בחינה של ההנפקות נטו (ההנפקות בניכוי פדיונות הקרן) מראה שסך אלו של החברות היצרניות בשנת 2020 היה גבוה ב-1.5 מיליארד ש"ח מן הממוצע של שלוש השנים הקודמות; לעומת זאת ההנפקות נטו של החברות הפיננסיות היו נמוכות בכ-18 מיליארד ש"ח מן הממוצע של שלוש השנים הקודמות.

ההנפקות התרכזו בעיקר בדירוגים הגבוהים, ואילו שיעור ההנפקות בדירוגים הנמוכים פחת. חלקו של הדירוג AA- ומעלה הגיע בשנת 2020 ל-58% (ביחס לממוצע של 46.8% בשלוש השנים הקודמות) והדירוגים בין A- ל A+ הגיעו לשיעור של 38% (לעומת 33% בממוצע בשלוש השנים הקודמות). נראה אפוא ששוק האג"ח בדירוגים הגבוהים תפקד היטב, וההנפקות בו גדלו תוך שמירה על מרווחים קרובים לרמות של טרם המשבר, מה שמעיד כי לא הייתה בעיה לגייס. לעומת זאת בדירוגים הנמוכים נצפתה ירידה בהנפקות, שלווה בעליית המרווחים, התפתחות המאותתת על מגבלה מסוימת בהיצע האשראי, ואולי על קושי של החברות הפחות טובות במשק בגיוסו. נראה שמדובר בחלק מתופעה רחבה יותר: בתקופת משבר גוברת שנאת הסיכון, והאשראי מוקצה לעסקים שסיכונם נמוך (חברות ציבוריות בעלות דירוג גבוה) ופחות לעסקים קטנים ולחברות ציבוריות בדירוג נמוך.

⁶ להרחבה על השינויים בתיק הנכסים של הציבור ראו מבט סטטיסטי 2020.

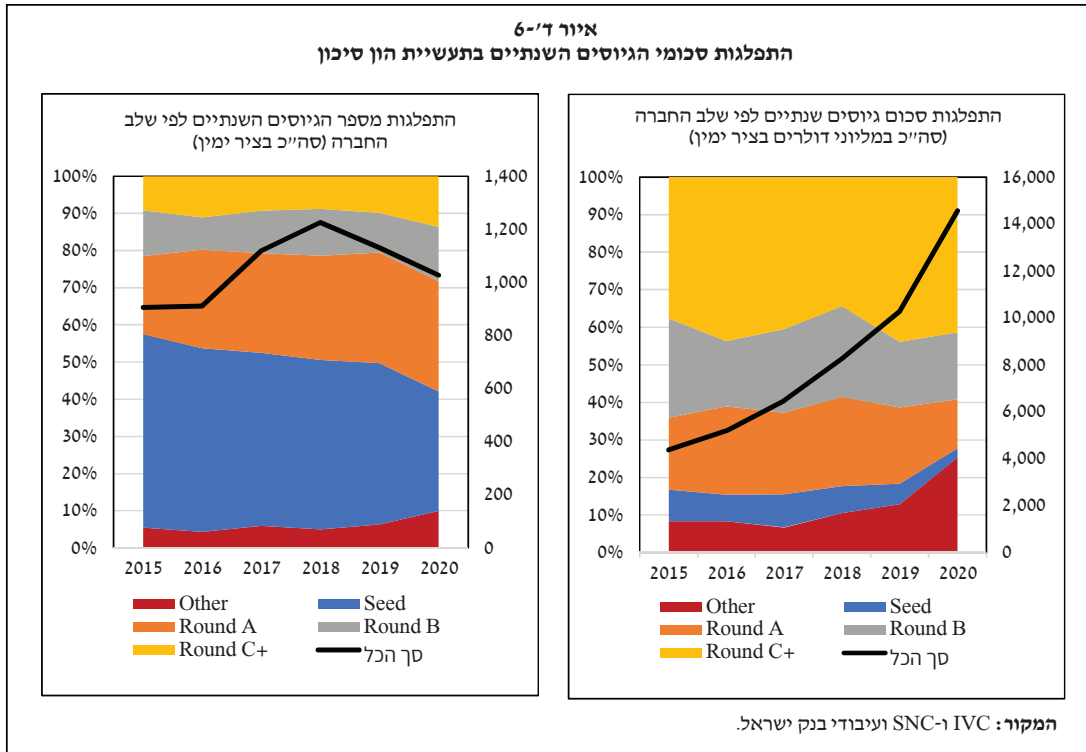
מספר ההנפקות הראשוניות בשנת 2020 הגיע לשיא של העשור האחרון. גבוה במיוחד היה היקף גיוסי ההון במגזר ההיי-טק – דרך הבורסה ודרך קרנות הון-סיכון.

אשר להיבט הענפי – אותם ענפים שנטלו הלוואות מהבנקים פנו גם לשוק האג"ח הקונצרני וגייסו חוב באמצעות אג"ח. הענפים שבלטו בהיקף גיוסיהם ביחס לשנים הקודמות הם הנדל"ן, ובמידה פחותה התעשייה. ענף שגייס פחות ביחס לשנים הקודמות (מלבד ענפי הפיננסים, הבנקים וחברות הביטוח) היה ענף המסחר והשירותים. כפי שמראה תיבה ב'1- בפרק ב' של דוח זה, ענפי הנדל"ן והתעשייה נפגעו פחות מהענפים האחרים, ואילו ענף המסחר והשירותים נפגע יותר, משום שחלק משמעותי מפעילותו מתנהל עם קהל ולכן הוטלו עליו מגבלות. גם בבחינה של ההנפקות נטו הענפים שבלטו בגיוס מעל לממוצע של שלוש השנים הקודמות הם הנדל"ן והבנייה, ובמידה פחותה ענפי התעשייה והמסחר והשירותים. לעומתם ענף הגז והנפט וענף ההשקעות גייסו פחות מאשר בשלוש השנים הקודמות.

ד. שוק המניות

ההנפקות בשוק המניות הושפעו מהמשבר באופן דומה להנפקות בשוק האג"ח. היקף ההנפקות ירד בשיעור חד בחודשים מרץ עד מאי והתאושש לאחר מכן. מבחינת היקף ההנפקות היו גיוסי ההון בשנת 2020 גבוהים משמעותית ביחס לשנה הקודמת, והסתכמו בכ-12 מיליארד ש"ח (עלייה של 43% לעומת 2019). השנה התאפיינה גם במספר שיא של הנפקות ראשוניות (IPO) – 26 הנפקות (המספר הגדול ביותר מאז 2008), שבהן גויסו כ-4.5 מיליארד ש"ח. רוב ההנפקות (95% מהסכום) בוצעו בדרך של הצעה לא אחידה למשקיעים מוסדיים (Book Building) – שיטה חדשה, שהונהגה בבורסה החל משנת 2019 (בשנת 2019 מסך ההנפקות החדשות גויסו בשיטה זו). במאי 2019 פרסמה הבורסה הנחיות חדשות, שמאפשרות להנפיק יחידות השתתפות של שותפויות מו"פ, וארבע שותפויות כאלה נרשמו למסחר במחצית השנייה של 2020. 18 חברות מתוך 26 המנפיקות החדשות הגיעו מתחום ההיי-טק. ענף זה, המאופיין ביכולת עבודה גם מרחוק ונהנה מביקוש הולך וגובר למוצרי, צמח בעקבות משבר הקורונה. ההנפקות בתחום הטכנולוגיה הסתכמו השנה ב-4.7 מיליארד ש"ח (כולל 1.7 מיליארדים שגויסו בחו"ל). תנועות הון אלה, שחברו אל רכישה מוגברת של נכסים פיננסיים בידי זרים, עקב כניסת ישראל למדד ה-WGBI, ואל עודף בחשבון השוטר, תרמו לייסוף בשער החליפין כפי שמפורט בפרקים ב' ו-ג' של דוח זה.

שנת 2020 הייתה שנת שיא מבחינת שוויים של גיוסי ההון סיכון על ידי חברות ההיי-טק ישראליות (איור ד'6, צד ימין). עם זאת, ירדו היקף המימון ומספר סבבי הגיוס (איור ד'6, צד שמאל) של חברות בשלבי המימון הראשוניים (Seed ו-Round A). הירידה התלולה ביותר נרשמה במימון של חברות הזנק בשלב ה-Seed: ירידה של 35% בסכומי הגיוס ו-33% במספר הגיוסים. הסיבה לכך היא, כנראה, שכדי להימנע מסיכונים נוספים הקרנות שומרות את כספן להשקעה בחברות שבהן הן השקיעו בעבר במטרה לאפשר להן לצלוח את תקופת המשבר. העלייה במימון של חברות בשלבי חיים מתקדמים יותר והירידה במימון של חברות צעירות מתיישבות עם התמונה העולה מתיבה ב'2- בדבר הפגיעה המצומצמת יחסית בחברות ההיי-טק בישראל השנה והתמקדות הפגיעה בעיקר בחברות קטנות. נוסף על כך ניכרת לאורך השנה מגמת ירידה של מספר העסקאות בכל רבעון יחד עם עלייה של סכומי הגיוס. מגמה זו מצביעה על התאוששות גבוהה הגיוסים לקראת סוף השנה אך גם על הצטמצמות מספר החברות המקבלות מימון. על רקע משבר הקורונה נקטה הממשלה צעדים מיוחדים בתחום ההיי-טק. העיקרי שבהם היה מתן ערבות לקרנות השקעה מקומיות. צעד זה התמקד בחברות בשלבי חייהן המאוחרים יחסית, ולא נתן פתרון לחברות בשלבי חיים ראשוניים. אם המגמה בשווקים תחזור ותדמה למגמה של השנים האחרונות נראה שמימון חברות ההזנק בשנת 2020 לא ייפגע משמעותית. לעומת זאת אם מגמות המימון של 2020 יימשכו, המחסור במימון בשלבי החיים הראשוניים עלול לפגוע בהתפתחותן של



חברות ההזנק בשנים הקרובות. יחד עם זאת, ייתכן שהעלייה בגובה סכומי הגיוס דווקא יכולה לעזור לחברות ההזנק להתפתח ולהרחיב את פעילותן. להרחבה על מימון חברות היי-טק וצעדי הממשלה שננקטו השנה ראו סוגיה בנושא מאפייני המימון של חברות ההיי-טק בישראל בדוח בנק ישראל לשנת 2019.

נותני האשראי המוסדרים

גופים נוספים המספקים אשראי חוץ-בנקאי הם נותני האשראי המוסדרים, המעמידים אשראי בעיקר לעסקים קטנים (להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2020). בשנים האחרונות נרשמה צמיחה משמעותית של היקפי האשראי שהם נותנים (בשיעור שנתי ממוצע של 38% בארבע השנים האחרונות), וערב המשבר הם סיפקו אשראי בהיקף של 5.6 מיליארד ש"ח⁷ (לעתה עתה שיעור זניח מסך האשראי). נותני האשראי המוסדרים נפגעו קשה ממשבר הקורונה, ויתרת האשראי שהעמידו ירדה בשיעור חד (של 1.2 מיליארד ש"ח, ירידה שנתית של כ-28%). הפגיעה קשורה ככל הנראה לקושי לגייס מימון,⁸ וזאת על רקע ירידות חדות בגיוסי האשראי של ענף הפיננסים בכללותו – הן של הגיוסים דרך הבנקים והן של אלה דרך הנפקות האג"ח. איור ד'-7 מציג את הריביות על פי המלווים השונים על סמך ניתוח נתונים של מאגר נתוני האשראי שהחל לפעול בשנת 2019, (מאגר הכולל מידע על משקי הבית ועוסקים מורשים). ניתן לראות כי אצל נותני האשראי המוסדרים, בניגוד לבנקים ולחברות כרטיסי האשראי, הריביות עלו במהלך שנת 2020 (עלייה חדה בתחילת המשבר ותיקון מסוים לאחר מכן). השילוב של צמצום האשראי ועליית הריביות משמש אינדיקציה לצמצום ההיצע; זאת בתנאי שהרכב הלווים לא השתנה, שכן שינוי

⁷ הנתונים מתייחסים רק לחברות הציבוריות בענף שדוחותיהם הכספיים מתפרסמים לציבור.

⁸ להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2020.

גופי האשראי המוסדרים
נפגעו באופן קשה
במשבר וצמצמו את
היצע האשראי לעסקים
הקטנים ולמשקי הבית.
בניגוד להלוואות מספקי
אשראי אחרים, הריביות
על האשראי ממלווים
אלו עלו.

בו היה יכול להשפיע על הריבית. בבדיקה שנערכה בבנק ישראל (להרחבה ראו "הוועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי") נמצא כי שינוי הרכב הלווים אינו מסביר את כל השינוי בריבית; ממצא זה, ועמו הממצא בדבר התגברות הקושי בגיוס מימון אצל נותני האשראי המוסדרים, מעידים שההיצע מנותני האשראי המוסדרים נפגע.

בחודש דצמבר 2020 הודיע בנק ישראל כי יבצע עסקות ריפו עם נותני האשראי המוסדרים במטרה להגדיל את היצע האשראי לעסקים קטנים וזעירים גם באמצעות גופי האשראי החוץ-בנקאיים המפוקחים. הצעד מכוון לעודד תחרות ולחזק את יכולתם של נותני האשראי המוסדרים להעמיד אשראי אטרקטיבי ללקוחותיהם על ידי הוזלת מקורות המימון שלהם. מדובר על תוכנית שמציעה לנותני האשראי המוסדרים מקור אשראי זול לצורך תמיכה בעסקים קטנים. במסגרת עסקות הריפו יקבל בנק ישראל מהגופים בטוחות סחירות – אג"ח ממשלתיות, מק"ם ואג"ח תאגידיות – על פי קריטריונים מסוימים.

3. חוב משקי הבית

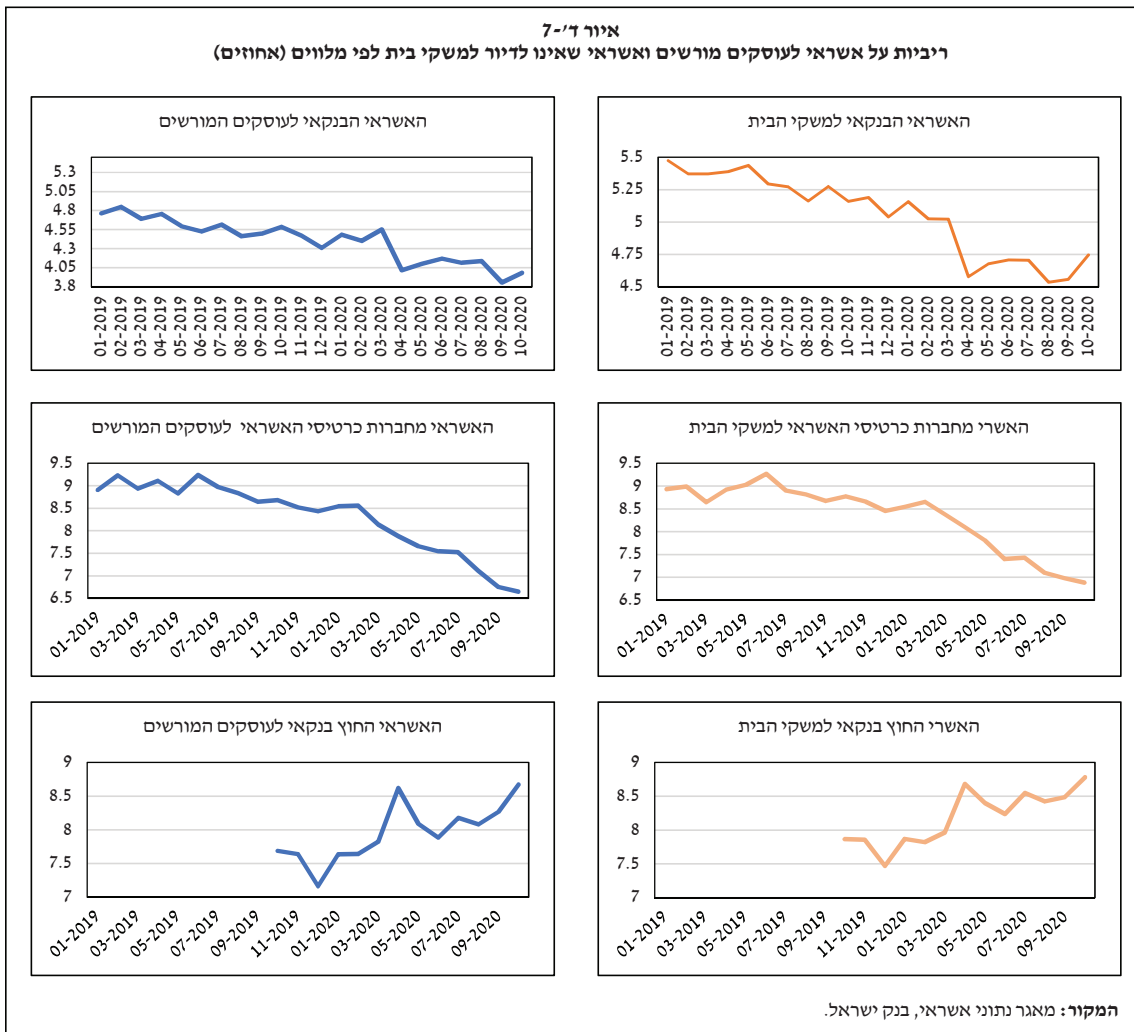
יתרת החוב של משקי הבית (לדיור ושלא לדיור) הגיעה בשנת 2020 לרמה של 612 מיליארד ש"ח, עלייה של 24 מיליארד ש"ח, שהם 4.1%, שיעור נמוך במקצת מאשר בשנים קודמות (5.5% ב-2019 ו-5.3% ב-2018). יחס החוב לתוצר עמד בשנת 2020 על 43.7% (לעומת 41.8% ב-2019). בהתפתחות רכיבי החוב של משקי הבית ניכרה שונות במהלך המשבר ובהשפעתו: החוב לדיור המשיך לצמוח בקצב גבוה למרות המשבר (להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2020). האשראי לדיור צמח ללא עליית הריביות, ומכאן אפשר להסיק כי הביקוש נענה בהיצע מספק, ואין אינדיקציות למחנק אשראי במגזר זה. לא כן החוב שאינו לדיור: חוב זה ירד יחד עם ירידה של הריביות, ולכן נראה שהתאפיין בירידה של הביקוש. ככל הנראה, בשל הסגרים והמגבלות פחתה הצריכה הפרטית, ועמה פחת הצורך באשראי צרכני. עדות נוספת לירידת הביקוש לאשראי שאינו לדיור היא גידול בפיקדונות העו"ש של הציבור לצד ירידה ביתרות משיכת היתר והגידול העצום של שיעור החסכון הפרטי השנה (ראו פרק ב').

א. החוב לדיור

החוב לדיור עיקרו מהבנקים (חלק זניח מתקבל מהגופים המוסדיים). יתרת החוב הבנקאי לדיור צמחה בשנת 2020 בשיעור של 9% (גידול של 33 מיליארד ש"ח), שיעור גבוה יחסית לשנים הקודמות (7.5% ב-2019 ו-7% ב-2018). בריביות על משכנתאות נמשכה מגמת הירידה בתחילת השנה, אך בחודשים מרץ ואפריל הן עלו, ולאחר מכן, על רקע צעדי המדיניות המוניטרית, שבו וירדו ברוב מסלולי המשכנתה לרמות ששררו לפני המשבר. על רקע הריביות הנמוכות הסתכם הגידול של היקף המשכנתאות החדשות בשנת 2020 ב-70 מיליארד ש"ח (גבוה בכ-15% מאשר ב-2019 וב-17% מאשר ב-2018; לניתוח תמהיל המשכנתאות ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2020).

ב. החוב שאינו לדיור

החוב הצרכני למשקי הבית מתקבל בעיקרו מהבנקים (78%), מהגופים המוסדיים (10.5%), מחברות כרטיס האשראי (7.8%) ונותני אשראי מוסדרים (2.1%)⁹. בחינה של מקורות החוב מראה שהחוב הבנקאי והחוב לחברות כרטיסי האשראי התאפיינו במהלך 2020 בשיעורי שינוי שליליים (ירידות של 5% ו-4%, בהתאמה), בעוד שהחוב למוסדיים המשיך לצמוח, אף כי בשיעור נמוך ביחס לשנים הקודמות (7% ב-2020 לעומת ממוצע של 25% בשלוש השנים הקודמות). בחינה של הריביות מראה כי הריבית על האשראי הבנקאי והאשראי מחברות כרטיסי האשראי הולכת ויורדת מאז תחילת 2019, וייתכן שהירידה של יתרות החוב על רקע ירידת הריבית מצביעה על ירידה של הביקוש לחוב צרכני מהבנקים ומחברות כרטיסי האשראי. הסבר נוסף עשוי להיות שינוי בהרכב הלווים – פנייה של הלווים המסוכנים למקורות אשראי אחרים – אבל בבדיקה שנערכה בבנק ישראל נמצא כי שינוי הרכב הלווים אינו מסביר את כל השינוי בריבית (הרחבה ראו ב"דוח ועדת היישום להגברת התחרות במשק").

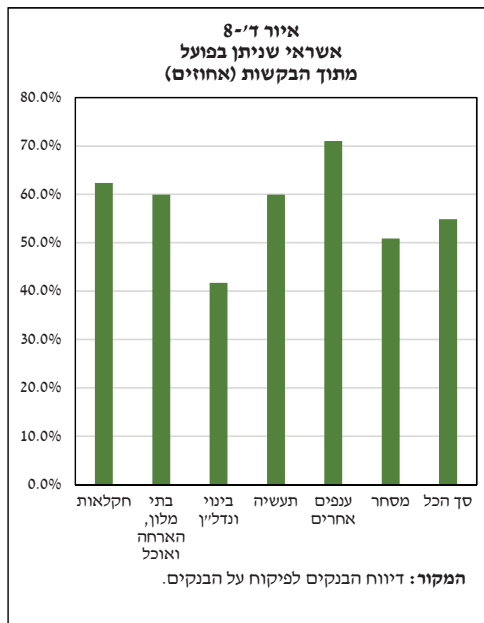


⁹ שאר האשראי מגיע מהממשלה.

ג. פעילות הקרנות בערבות המדינה¹⁰

במסגרת הצעדים להתמודדות עם משבר הקורונה העמידה המדינה ערבויות להלוואות למגזר העסקי במטרה להגדיל את היצע האשראי לעסקים ולאפשר להם להתמודד עם דרישות הניזילות. ההלוואות ניתנו דרך קרנות ייעודיות, משבעה בנקים ומשלושה גופים שאינם בנקים. נפתחו קרנות לטיפול בעסקים גדולים ובעסקים קטנים ובינוניים, ונוסף עליהן נפתחה קרן ייעודית לשם הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים בסיכון מוגבר.

הגדולה בקרנות אלה היא הקרן לעסקים קטנים ובינוניים במסלול רגיל, המאופיין בשיעור ערבות מצרפי של 15%. הסכום המרבי הורחב מספר פעמים במהלך שנת 2020 והגיע להיקף כולל של 36 מיליארד ש"ח. הקרן אישרה 58,314 בקשות (שהן כ-62% מסך הבקשות שטופלו) בהיקף כספי של כ-20 מיליארד ש"ח (שהם כ-31% מסכום הבקשות הכולל). נציין כי בעוד שהעסקים הקטנים והבינוניים קיבלו מהקרן אשראי בסך 20 מיליארד ש"ח, יתרת האשראי הבנקאי צמחה בכ-6.5 מיליארד ש"ח בלבד. על רקע הריביות הנמוכות ותנאי האשראי הנוחים שאפיינו את הקרן ייתכן שממצא זה מלמד כי חלק מהאשראי נוצל לשם מיחזורי חוב ולא לשם תמיכה בפעילות. תופעה דומה במדינות באירופה מוצאת ביטוי בניחות של ה-ECB¹¹.



איור ד-8 מראה שהענפים אשר פגיעת המשבר בהם הייתה הקשה ביותר (המסחר ובתי המלון) התאפיינו בשיעור גבוה של אשראי שניתן מתוך זה שביקשו, יחסית לענפים אחרים (הבינוי והנדל"ן). מכאן שהסיוע התמקד בענפים שנפגעו יותר. באיור ד-9 מוצג חלקו של כל ענף באשראי הכולל שהעמידה הקרן. ענף המסחר בולט בשיעור הגבוה ביותר (כ-30%). כל הענפים שפנו אל הקרן (למעט ענף הנדל"ן והבינוי, איור ד-9)¹² קיבלו אשראי מעבר לחלקם בהתפלגות האשראי הכולל¹³, וההפרש משמעותי במיוחד בענפי המסחר המלונאות – שני הענפים שנפגעו ביותר במשבר. ייתכן שממצא זה מלמד גם שבענפים הללו חלקו של האשראי שנועד להתמודדות עם ההרעה בפעילות ולא למיחזור חוב היה גבוה יותר מאשר באחרים.

בסוף חודש יוני הוקמה קרן נוספת – קרן לעסקים קטנים בסיכון מוגבר. הקרן העניקה ערבות בשיעור של 60% ונועדה לסייע לעסקים שלא אושר להם אשראי בתנאי המסלול הכללי, או שהאשראי אשר קיבלו לא סיפק את כל צורכיהם. הקרן אישרה 3,662 בקשות (כ-81% מתוך

¹⁰ הנתונים בחלק זה נכונים לסוף שנת 2020.

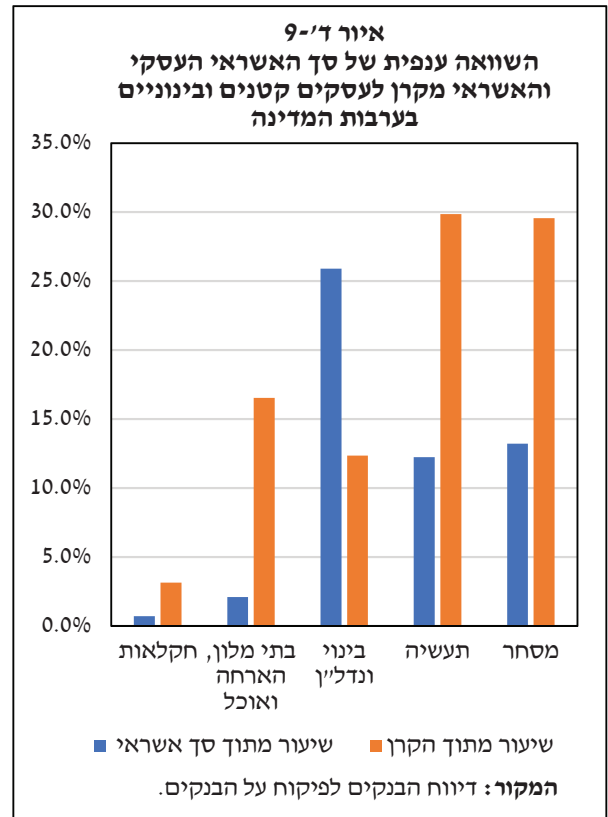
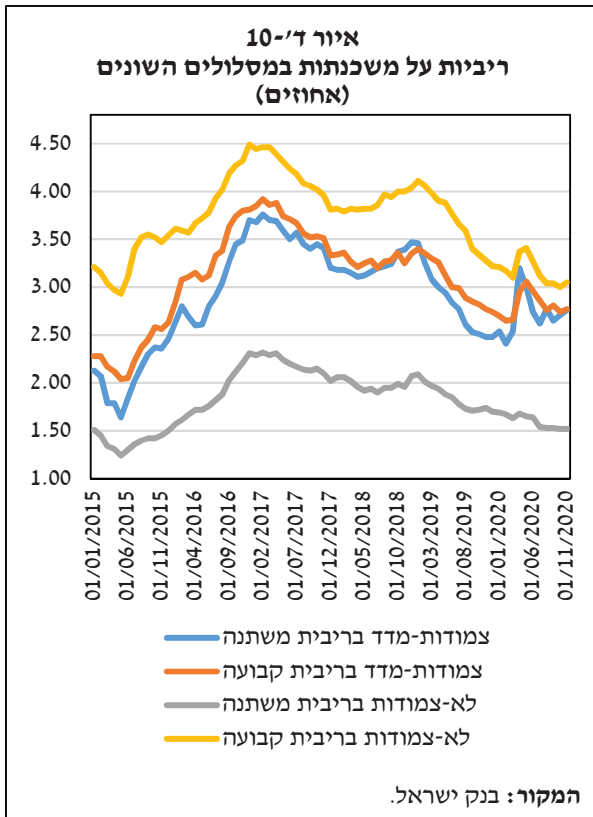
¹¹ https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb_ebbox202006_07~5a3b3d1f8f.en.html

¹² עם זאת, ענף זה קבל תמיכה משמעותית מההלוואות הניתנות במסגרת תכנית בנק ישראל לעסקים קטנים וזעירים אשר הסתכמו בסך הכול בין דצמבר 2020 עד פברואר 2021 ב-3.9 מיליארד ש"ח. בתקופה זו - החופפת עם תחילת הסגר השלישי בסוף דצמבר ועם היציאה ממנו בשבוע השני של פברואר - חלקו של ענף הבינוי והנדל"ן בסכום זה הגיע ל-32 אחוזים, המהווה מספר שהוא יותר מכפול מחלקו של ענף זה בסך האשראי הניתן לסקטור העסקי.

¹³ הנתונים של האשראי הכולל זמינים עד ספטמבר 2020.

סך הבקשות שהוגשו לה) בהיקף כספי של כ-1.5 מיליארד ש"ח (כ-50% מהיקף הבקשות הכולל). קרן זו מאופיינת בקריטריונים נוקשים יותר מאשר במסלול הרגיל (עסקים חדשים ועסקים שנפגעו משמעותית במשבר). בפילוח ענפי בולט חלקם של ענפי בתי המלון, האירוח והאוכל ביתר האשראי שניתן דרך הקרן.

קרן נוספת, **הקרן לעסקים גדולים**, התאפיינה במספר נמוך יחסית של בקשות להעמדת אשראי (ובשיעורי ניצול נמוכים יחסית), אולי משום שהעסקים הגדולים נהנים ממקורות מימון עדיפים.



לוח 2: קרנות בערבות מדינה - לוח מסכם

מסלול כללי (ייעודי לקרונה)	מסלול מוגבר- קטנים ובינוניים	מסלול קרונה – עסקים גדולים	
עד 400	עד 400	מעל 200	מחזור שנתי במילוני ש"ח (כתנאי להגשה לקרן)
קושי תזרימי	פגיעה משמעותית	קושי תזרימי +	תנאים נוספים
36	4	6	היקף הקרן במיליארד ש"ח
85	95-85	75	אחוז ערבות מדינה מכל הלוואה
15	60	12	אחוז ערבות מקסימלית מהקרן
99,645	4,766	73	מספר בקשות שהוגשו עד ה-27.12
-63.4	-3.9	-3	(היקף בקשות במיליארדי ש"ח)
58,314	3,877	39	מספר בקשות שאושרו עד ה-27.12
-19.9	-1.93	-1.6	(היקף אישורים במיליארדי ש"ח)
55	48	26.6	אחוז ניצול 27.12

המקור: דיווח הבנקים לפיקוח על הבנקים

לוח 3: יתרות החוב של משקי הבית (מיליארדי ₪)

שיעורי שינוי	יתרות						
	מתחילת השנה	רביעי אחרון ²	12-2020	9-2020	6-2020	5-2020	2019
1.6%	4.1%	612	602	595	594	588	סה"כ החוב של משקי בית ³ לפי מקורות:
1.8%	4.9%	545	535	528	526	520	מבנקים ¹
2.4%	9.1%	397	388	380	379	364	מזה: לדיוור
0.3%	-5.0%	148	147	148	147	155	מזה: לא לדיוור ⁴
-4.0%	-25.8%	9	9	10	10	12	מזה: עו"ש
0.5%	0.7%	33.0	32.8	33.0	33.4	32.8	מגופים מוסדיים
-1.5%	-7.6%	12.9	13.1	13.4	13.7	14.0	מזה: לדיוור ⁷
1.8%	6.8%	20.1	19.7	19.6	19.7	18.8	מזה: לא לדיוור
0.0%	-3.5%	22.9	22.9	22.7	22.9	23.7	מחברות כרטיסי אשראי ⁵
-1.3%	-5.7%	10.7	10.9	11.0	11.1	11.4	ממשלה (אשראי מכון) ⁶
-1.9%	-7.4%	6.7	6.8	7.0	7.0	7.3	מזה: לדיוור 0
							לפי שימושים:
2.2%	8.2%	417	408	400	400	386	סך חוב לדיוור
0.4%	-3.7%	195	194	195	194	202	סך חוב שלא לדיוור

¹ פרטיים שאינם עסקיים.

² 3 חודשים אחרונים.

³ לא כולל אשראי מתושבי חוץ - עקב חוסר בנתונים.

⁴ כולל הלוואות שלא למטרת מגורים שניתנו בבטחון דירת מגורים.

⁵ אשראי באחריות חברות כרטיסי אשראי (האשראי באחריות/ערבות הבנקים נכלל בנתוני הבנקים).

⁶ הלוואות מהממשלה ללווים עוברות לרוב דרך מערכת הבנקאות, המשמשת צינור להעברת תשלומים. החלק העיקרי הוא הלוואות מהממשלה, אך הסעיפים כוללים גם הלוואות ממעסיקים (שאינם חלק מהממשלה והרשויות המקומיות) לעובדים שאין באפשרותנו להפריד.

⁷ סעיף הלוואות מובטחות במשכנתא. עד אוגוסט 2013 הנתון לא הבחין בין הלוואות מובטחות למשקי בית לבין כאלו למגזר העסקי. בחודש אוגוסט 2013, נעשתה ההבחנה והנתונים עודכנו רטרואקטיבית, מה שהעביר חלק מהיתרה אל החוב של המגזר העסקי.

תיבה ד'-1: משיכות ממוצרי החיסכון השונים בתקופות משבר

- המשיכה של חסכונות מהגופים המוסדיים במהלך שנת 2020 התרכזה בעיקר בחודש מרץ, בתחילתו של משבר הקורונה.
- גובה המשיכות תלוי במוצר החיסכון: ככל שהטבות המס במוצר משמעותיות יותר, ורמת נזילותו נמוכה יותר, שיעור המשיכה קטן יותר. כך בקרנות הפנסיה החדשות לא היו משיכות חריגות לאורך כל התקופה, לעומתן בקרנות הנאמנות שיעור המשיכה במרץ היה גבוה, ונצפו משיכות מכל מסלולי ההשקעה.
- בקופות הגמל וקרנות ההשתלמות, לצד שיעור משיכה נמוך, נצפו העברות משמעותיות למסלולים סולידיים. בדיעבד העברות אלו גרמו לחוסכים, בממוצע, הפסד תשואות משמעותיות.

בעשרים השנים האחרונות שיעור החיסכון שהציבור מנהל באמצעות הגופים המוסדיים מתיק הנכסים שלו כמעט הוכפל.¹ בתקופות משבר גדלות לעיתים המשיכות של כספי חיסכון, הן מחשש להפסדים והן מפאת גידולו של הצורך בכספים נזילים, עקב עלייה באבטלה. לגובהן ולמאפייניהן של משיכות הכספים בתקופות משבר יכולה להיות השפעה על שווי החסכונות של משקי הבית ועל התנדויות בשווקים הפיננסיים. לכן חשוב לעמוד על מאפייני המשיכה בתקופות כאלה מהמוצרים השונים – ביטוחי חיים, קרנות פנסיה ותיקות וחדשות,² קופות גמל,³ קרנות השתלמות, קופות גמל להשקעה,⁴ פוליסות חיסכון וקרנות נאמנות.⁵ ניתן לשער כי לנוכח המאפיינים השונים של המוצרים (מבחינת טווחי החיסכון, הנזילות והמיסוי) הם נבדלים זה מזה גם במאפייני המשיכה, ואולי גם במאפיינים של מושכי החסכונות. אנו מצפים להבדלים במשיכות בין המוצרים, ובפרט בין מוצרי החיסכון ארוכי הטווח לקצרי הטווח, מעניין לבדוק את גודלם של הבדלים אלו ואם הם מקבלים ביטוי בשווקים בתקופות משבר. בתיבה זו נציג את הבדלי המגמות בין מוצרי החיסכון השונים במשיכת הכספים בתקופות משבר הקורונה והמשבר הפיננסי של שנת 2008. נציג את גובה המשיכות ואת אפיקי ההשקעה שמהם נמשכו כספים או הועברו בתקופת המשבר. כן נציג, לראשונה, מידע על הגודל והמאפיינים של החיסכון בקופות הגמל להשקעה – שהן מוצר חדש במשק הישראלי – ועל פעילות החוסכים בהן.

רקע – המוצרים

הציבור יכול להשקיע בשוק ההון באופן ישיר או באמצעות מתווכים – הגופים המוסדיים. בחירה בהשקעה באמצעות הגופים המוסדיים כרוכה בהעברה של יכולת הניהול בתיק אל הגוף המנהל.⁶ הגופים המוסדיים מנהלים מספר מוצרי השקעה, השונים זה מזה, בין השאר, בהטבות המס הכלולות בחלקם וברמת הנזילות – הבדלים הצפויים להשפיע על טווח ההשקעה.

מקובל לחלק את החיסכון האזרחי לשלושה רבדים: הרובד הראשון הינו חיסכון באמצעות הביטוח הלאומי המאפשר קבלת קצבת זקנה (חיסכון חובה לפי חוק)⁷; הרובד השני הינו חיסכון תעסוקתי באמצעות מכשירי חיסכון פנסיוניים (חיסכון חובה לפי חוק)⁸; הרובד השלישי הינו חיסכון אישי נוסף על הרבדים הקודמים, במסגרתו כל אזרח ראשי לבחור האם

¹ מ-35% בראשית שנות האלפיים ל-54.2% בתחילת 2020. שאר נכסי הציבור הם החזקות ישירות של הציבור, שעיקרן פיקדונות בנקאיים, אך הן כוללות גם החזקה ישירה של ניירות ערך.

² לא התייחסנו כאן לקרנות החדשות הכלליות, אלא רק לקרנות המקיפות, שבהן מנוהלים רוב הנכסים.

³ לאורך כל התיבה כללנו בנתונים אלו את המוצרים: תגמולים ואישית לפיצויים, מרכזית לפיצויים וקופות למטרה אחרת.

⁴ לאורך כל התיבה כללנו בנתונים אלו את קופות הגמל להשקעה "חיסכון לכל ילד", וכולן סווגו במסלול הכללי.

⁵ בנייתוח ובנתונים המוצגים אנו כוללים בקרנות הנאמנות גם קרנות מחקות, העוקבות אחרי מדדים באופן פסיבי.

⁶ למעט שיעור זניח של משקיעים בקופות גמל וקרנות השתלמות בניהול אישי – IRA.

⁷ חוק הביטוח הלאומי [נוסח משולב], תשכ"ח-1968.

⁸ צו הרחבה [נוסח משולב] לפנסיה חובה לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957.

וכמה ברצונו לחסוך. בעוד מרבית המוצרים המנוהלים על ידי המבטחים והחברות המנהלות של קופות הגמל (ביטוחי חיים, קרנות פנסיה וקופות גמל) מנוהלים ברובד השני יש גם מוצרים המנוהלים ברובד השלישי (קרנות השתלמות וקופות גמל להשקעה). לעומת זאת, קרנות נאמנות הם מוצרים המנוהלים ברובד השלישי בלבד וגם לא זוכות להטבת מיסוי לחיסכון לפרישה בשונה מהמוצרים המנוהלים בשאר הגופים המוסדיים. המבטחים והחברות המנהלות של קופות הגמל (ביטוחי חיים, קרנות פנסיה וקופות גמל) שייכים לרובד השני (קריטריון עיקרי הוא חובת הפקדה והטבות מיסוי לפרישה), קרנות הנאמנות שייכות לרובד השלישי גרידא. לוח 1 מתאר את המוצרים השונים לפי תכונותיהם.

לוח 1					
טווח ההשקעה	שם המוצר	הטבות מס במשיכה	הטבות נוספות	הטבות מס במעבר בין מסלולי השקעה (ניוד)	שיעור הכספים הניתנים למשיכה ללא קנס ¹ ומספר הימים מביצוע פקודת המשיכה עד לקבלת הכספים.
השקעה לטווח קצר/חיסכון פרטי	קרנות נאמנות	אין.	אין.	אין הטבה. ²	100% כספים ללא קנס. קבלת כספים בתוך יום עסקים אחד.
	קופת גמל להשקעה (קיים מנובמבר 2016)	פטור ממס רווח הון למושכים כספים כקצבה לאחר גיל 60.	אין.	יש.	100% כספים ללא קנס. קבלת כספים בתוך 4 ימי עסקים.
	פוליסות חיסכון	אין.	אין.	יש.	100% כספים ללא קנס. קבלת כספים תוך 30 יום.
קרנות ההשתלמות	פטור ממס רווח הון לחיסכון שמעל ל-6 שנים.	פטור ממס רווח הון למושכים כספים כקצבה לאחר גיל 60.	החיסכון של שכירים לרוב ממומן בחלקו על ידי המעסיק. הטבת מס הכנסה על ההפקדות.	יש.	75% מהכספים נחסכו מעל ל-6 וללא קנס מיסויי. ³ קבלת כספים תוך 4 ימי עסקים.
	קופות גמל	פטור מתשלום מס רווח הון. קנס בגובה 35% למושכים לפני גיל פרישה לכספים שנחסכים החל מ-2008.	הטבות מס הכנסה.	יש.	80% מהכספים ללא קנס. ⁴ קבלת כספים תוך 4 ימי עסקים.

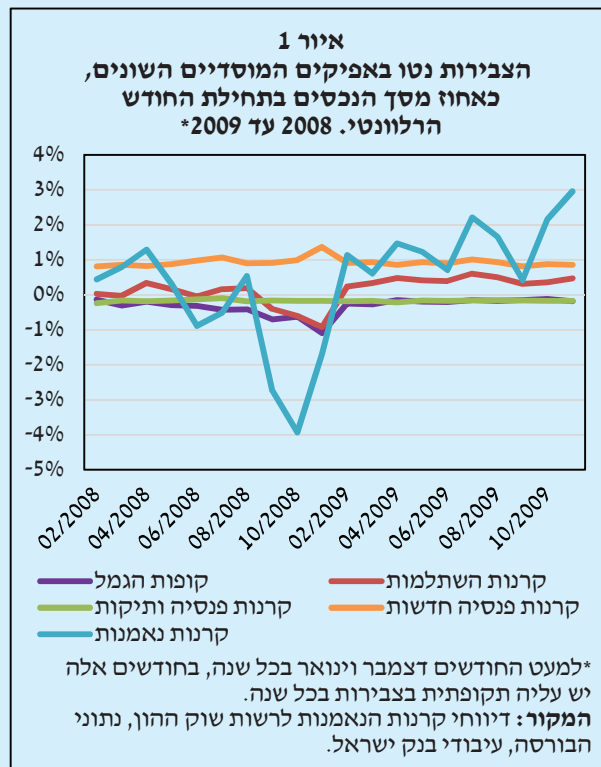
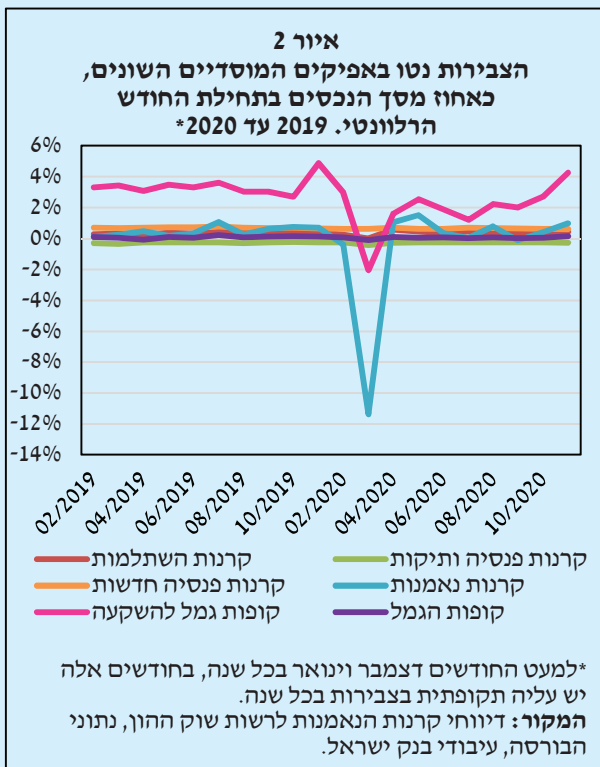
טווח ההשקעה	שם המוצר	הטבות מס במשיכה	הטבות נוספות	הטבות מס במעבר בין מסלולי השקעה (ניוד)	שיעור הכספים הניתנים למשיכה ללא קנס ¹ ומספר הימים מביצוע פקודת המשיכה עד לקבלת הכספים.
השקעה לטווח ארוך	קרן פנסיה חדשה	פטור מתשלום מס רווח הון. קנס בגובה של 35% במקרה של משיכת כספים לפני אירוע ביטוחי או פרישה מעבודה.	הטבות מס הכנסה. 30% מסך הנכסים מושק׳ עים באג״ח ממשלתיות מיועדות, המס׳ פקות תשואה גבוהה מתשואת השוק.	יש.	הכספים לא ניתנים למשיכה ללא קנס. קבלת כספים בתוך 4 ימים.
השקעה לטווח ארוך	פוליסת ביטוח פנסיונית (ביטוח מנהלים)	פטור מתשלום מס רווח הון. קנס בגובה של 35% במקרה של משיכה של כספים לפני אירוע ביטוחי או פרישה מעבודה.	הטבות מס הכנסה. ישנן פוליסות ישנות שלא ניתן להצטרף אליהן יותר.	יש. בחלק מהפוליסות אין אפשרות לעבור מסלול השקעה.	הכספים לא ניתנים למשיכה ללא קנס. קבלת כספים תוך 7 ימים ממועד תום הביטוח (גיל הפרישה) או 30 ימים אם לפני כן.
	קרן פנסיה ותיקה	פטור מתשלום מס רווח הון. אובדן זכויות ⁵ במקרה של משיכה של כספים לפני אירוע ביטוחי או פרישה מעבודה.	הטבות מס הכנסה. 30% מסך הנכסים מושק׳ עים באג״ח ממשלתיות מיועדות. מוצר ישן שלא ניתן להצטרף אליו יותר.	לא רלוונטי.	הכספים לא ניתנים למשיכה ללא קנס. רוב החוסכים מבוגרים.
<p>1. לא כולל משיכות לפי תנאי מסכנות – מצבים המאפשרים משיכה מוקדמת של כספי החיסכון הפנסיוני בעקבות פגיעה כלכלית או בריאותית.</p> <p>2. אין אפשרות להעביר כספים בין מסלולים. תיאורטית ניתן למשוך כספים ואז להשקיע אותם מחדש בגוף מוסדי, או בקרן נאמנות אחרת.</p> <p>3. בתקופת משבר הקורונה הקלו על המשיכה של סכומים מוגבלים מקרן ההשתלמות כך שניתן היה למשוך סכום מוגבל גם אם לא חלפו 6 שנים מתחילת החיסכון.</p> <p>4. בעיקר לגבי חיסכון שהופקד החל משנת 2008. חסכוניות לפני שנה זו ניתנים למשיכה ללא קנסות אחרי 15 שנה.</p> <p>5. חישוב הזכויות בקרנות הפנסיה הוותיקות תלוי בקרן הספציפית, וכך גם הקנס.</p> <p>המקור: עיבודי בנק ישראל על בסיס התשתית החוקית של מוצרי החיסכון השונים.</p>					

התנהלות החוסכים בגופים המוסדיים בתקופות משברים

כדי לאפיין את התנהלות החוסכים בתקופת משבר נבחרו שתי פעולות: (1) משיכה שהיא הוצאת כספים ממוצר ההשקעה, לרוב כמזומן לחשבון הבנק; (2) נידוד, שהוא העברה בין מסלולי השקעה בתוך אותו מוצר.

(1) משיכות

איורים 1 ו-2 מציגים את סדרות שיעורי הצבירה נטו (סך הכסף שנכנס פחות הכסף שיוצא) בכל מוצר בסביבת המשבר הפיננסי של 2008 (איור 1) ובסביבת משבר הקורונה (איור 2) לפי מוצרי החיסכון השונים בגופים המוסדיים.⁹ מהאיורים ניתן לראות את ההבדלים בהתנהגות החוסכים במוצרים השונים: המשיכות החריגות ב-2020 התמקדו בחודש מרץ. נתון זה מעיד על נתק בין השווקים הפיננסיים, שהמשבר בהם נגמר בתחילת השנה, לשווקים הריאליים, שבהם המשבר מתמשך.



אף שהסגרים הביאו לעלייה באבטלה ובחל"ת (מצבים שבהם אין חובת הפקדה פנסיונית), משבר הקורונה לא גרר שינוי משמעותי בשיעורי הצבירה בקרנות הפנסיה החדשות בהשוואה לחודשים שקדמו למשבר (איור 2), וזאת בדומה לצבירות בקרנות הפנסיה ב-2008. מדובר בנתון מפתיע במיוחד על רקע היציאה של כשליש מהמשק לחל"ת בחודש זה. כדי להסביר עובדה זו בחנו בנפרד את היקף ההפקדות בקרנות הפנסיה והמשיכות מהן בהשוואה למגמה מהשנים האחרונות. מצאנו כי החל מחודש אפריל נצפתה ירידה של שיעור ההפקדות בהשוואה לחודשים המקבילים בשנה הקודמת:¹⁰ מהשנים

⁹ בגלל התקינה החשבונאית אין נתונים על משיכות מפוליסות ביטוח מנהלים. בעתיד, עם כניסתה לתוקף של שיטת התקינה החדשה IFRS17, יהיה ניתן לעקוב אחר המשיכות ממוצרי החיסכון, בחברות הביטוח, סביר שפעילות החוסכים בהם דומה לפעילותם במוצרים המקבילים בגופים המוסדיים.

¹⁰ בדיקה דומה לגבי שאר המוצרים שבתיבה לא הניבה תוצאות דומות. בפרט: בהפקדות לקרנות ההשתלמות לא נצפו ירידות בהפקדות או עליות במשיכות ביחס למגמה בחודשים אפריל-יוני.

2017 עד מרץ 2020 נצפתה עלייה ממוצעת של כ-11% בהפקדות ביחס לחודש המקביל בשנה הקודמת, ואילו בחודשים אפריל עד דצמבר 2020 עמד הגידול הממוצע על כ-3.5% בלבד. שיעור הירידה הגבוה ביותר ביחס למגמה היה בחודשים אפריל עד יוני¹¹ ונובמבר, כך שהירידה בהפקדות מופיעה בנתוני החודש העוקב בשני הסגרים. נציין כי שיעור הירידה בהפקדות ביחס למגמה נמוך משמעותית מהעלייה בשיעור האבטלה בחודשים הללו. יחד עם זאת, בחודשי המשבר שיעור המשיכה מקרנות הפנסיה החדשות נשאר דומה למגמה ואף נמוך ממנה. ממצא זה מפתיע אך מתאים לידוע מהספרות: ההשפעה של ברירות המחדל והאינרציה מתבטאת במיעוט משיכות כספים אפילו בתקופת משברים.¹² בקרנות הוותיקות, שנמצאות בשנים האחרונות בתקופה של run-off (לא מצטרפים חוסכים חדשים, והאוכלוסייה מתבגרת ופורשת), יש זרם משיכות קבוע של כמיליארד וחצי ש"ח,¹³ אך בחודש מרץ נצפה, באופן חד-פעמי, היקף משיכות גבוה של 2.3 מיליארד ש"ח, השני בגובהו בעשור האחרון. בתשעת החודשים הנוותרים של השנה המשיכות דמו לממוצע של השנים האחרונות. מכאן שמדובר במשיכה יוצאת דופן של כספים פנסיוניים היכולת להיות כרוכה בעלות כלכלית ניכרת (לוח 1), ולא בפרישה מוקדמת של חוסכים. ואולם לנוכח ההיקף הגבוה של הנכסים בקרנות הוותיקות שיעורה של זו מהנכסים זניח (כ-0.5%, לעומת 0.35% בחודש ממוצע).

כנגד זאת בולטים בשני המשברים שיעורי משיכה גבוהים יחסית מקרנות הנאמנות. ממצא זה אמנם תואם את היותן מכשיר חיסכון לטווח קצר, ואת העדר תמריצים להשארת הכספים בחסכונות (פרט לדחיית תשלום המס), אך שיעור המשיכות במשבר הנוכחי גבוה פי שלושה מאשר במשבר הפיננסי של 2008, והתיקון בחודש אפריל 2020 נמוך מהתיקון בחודשים שלאחר המשבר ההוא. שיעורי הצבירה נטו בקרנות ההשתלמות (0%) ובקופות הגמל (-0.21%) הם בין החיסכון ארוך הטווח לקצר. הצבירות במוצרים אלו לרוב חיוביות מרבית הכספים בהן נזילים, אך משיכתם כרוכה בהפסד של הטבות המס שמוצרים אלה מקנים, והנזילות בהם אינה מיידיית. שיעורי המשיכה מגופים אלה במשבר הקורונה נמוכים יותר מאשר במשבר הקודם. בפרט, לא נצפו שיעורי משיכה גבוהים בקרנות ההשתלמות מחודש אוגוסט 2020, אף שבגלל המשבר ניתנו מחודש זה הקלות ביחס למשיכת כספים מהם קודם להבשלת החיסכון.¹⁴

הצבירה נטו בקופות הגמל להשקעה הייתה נמוכה במידה משמעותית מהצבירה במוצרי החיסכון לטווחים הבינוניים והארוך, אך גבוהה מהצבירה בקרנות הנאמנות. לפיכך נראה כי תמריצי המיסוי הגלומים בהן (בהשוואה לקרנות נאמנות) – בעיקר הפטור ממס לחוסכים לטווח ארוך, ואולי גם העיכוב בנזילות – הם שגרמו לחוסכים להימנע ממשיכת החסכונות. נציין כי סך הכספים המנוהלים במוצר זה עדיין נמוך – כ-15 מיליארד ש"ח.

על רקע הצבירה השלילית בגופים המוסדיים גדלו משמעותית היקפי המזומנים והפיקדונות הבנקאיים, מה שמעיד כי מרבית הכספים שנמשכו מהגופים המוסדיים לא הושקעו מחדש בטווח הקצר.

(2) מסלולי ההשקעה

החוסכים בגופים המוסדיים אמנם אינם בוחרים את השקעותיהם באופן ישיר, אך הם יכולים לבחור את מסלול ההשקעה. במוצרי החיסכון לטווחים הבינוניים והארוך, וכן בקופות הגמל להשקעה, מסלולי ההשקעה הם מסלול כללי (שבו תמהיל ההשקעות נקבע בידי הגוף המוסדי), ומסלולים המוטים להתמחות בסוג השקעה מסוים – מניות, אג"ח או מכשירים שקליים.¹⁵ בין קרנות הנאמנות אין קרנות המוגדרות ככלליות, אלא רק קרנות מתמחות. התבוננות בהתפלגות החיסכון על פני מסלולי ההשקעה האפשריים בתוך מוצרי ההשקעה יכולה לאפשר תובנות נוספות לגבי מאפייני החיסכון והחוסכים.

¹¹ בחודש אפריל נצפתה גם ירידה חדה של שיעור המשיכות, כך ששיעור הצבירה נטו ירד ביחס למגמה רק בחודשים מאי עד יולי.

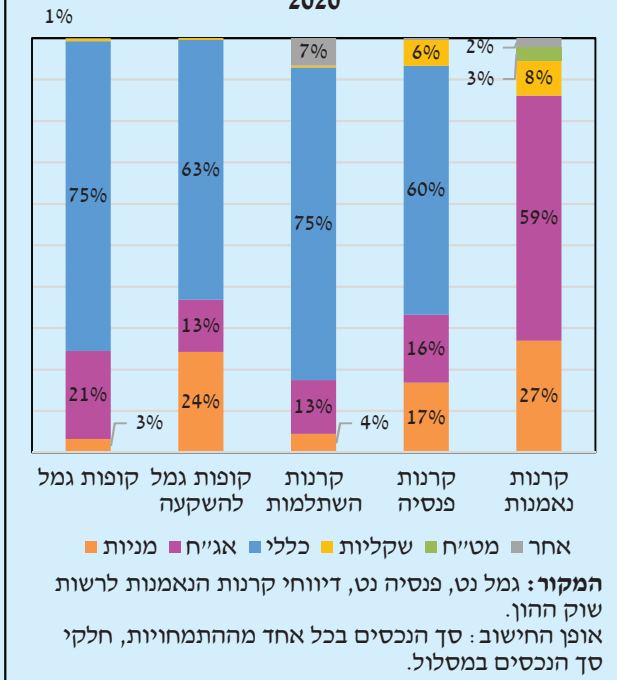
¹² לדוגמה: (Blanchett, Finke and Reuter (2020). Chetty, Friedman, Leth-Petersen, Nielsen and Olsen (2014).

¹³ בממוצע של שלוש השנים האחרונות.

¹⁴ לשם השוואה: הקלות על משיכת כספים פנסיוניים בארה"ב הביאו לעלייה דרמטית של המשיכות בתקופת משבר הקורונה.

¹⁵ כללנו במסלול הכללי גם את המסלולים הבאים: פנסיונרים, מדרגות, חו"ל, ישראל, הלכתי, וקהורטות ("המודל החכם"). מסלולי האג"ח והמניות כוללים גם מסלולים כאלה המתמקדים בישראל בלבד או בחו"ל בלבד. קרנות שהתמחותן מוגדרת כמדד הוגדרו כמניות. נתוני הקופות המבטיחות תשואה הושמטו. הקטגוריה "אחר" כוללת את המסלולים הבאים: אחר, תושבי חוץ, ללא סיווג, גמישות. סיווג הקרנות למסלולים השונים נעשה לפי הסיווג של רשות שוק ההון, והקופות המחולקות (לדוגמה 20: 80) סווגו לפי רוב הנכסים.

איור 3
התפלגות הנכסים בין מסלולי ההתמחות לפי
מוצר חסכון ערב משבר הקורונה - פברואר
2020



את העיון בהיבט זה של קרנות הפנסיה החדשות נמקד בקופות הגמל והגמל להשקעה, בקרנות ההשתלמות ובקרנות הנאמנות.¹⁶

בקרנות הפנסיה החדשות, בקופות הגמל ובקרנות ההשתלמות מרבית הכספים מושקעים במסלולים כלליים (איור 3).¹⁷ בקופות הגמל להשקעה שיעור הנכסים המושקעים במסלולים המתמחים במניות גבוה משמעותית מאשר בקופות הגמל ובקרנות ההשתלמות ודומה יותר לשיעור הנכסים המושקע במסלולים כאלה בקרנות הנאמנות. נתון זה כשלעצמו מצביע על מאפיינים ייחודיים של קופות הגמל להשקעה ועל אופי ייחודי של החוסכים בהן: הם אולי יותר אקטיביים בבחירותיהם או פחות שונאי סיכון.

איור 4 מציג את הצבירה נטו (חיובית או שלילית) במסלולי ההשקעה השונים בכל מוצר בנפרד כאחוז מסכום התנועות בערכים מוחלטים באותו המסלול. הצבירות נטו בערכים מוחלטים בכל המסלולים ובכל המוצרים מסתכמות ב-100%. ניתן להבחין כי בקרנות הפנסיה החדשות הייתה צבירה חיובית בכל המסלולים. מכאן שלא היו משיכות רבות ממוצר זה, וככל הנראה לא היו בו גם מעברים בין מסלולי ההשקעה בהיקף משמעותי.¹⁸ לעומת זאת בקופות הגמל ובקרנות

ההשתלמות הצבירה בקרנות השקליות¹⁹ והאג"חיות (מסלולים שנחשבים סולידיים יותר) חיובית, והיא כמעט תמונת ראי של הצבירה השלילית במסלולים הכלליים ובמסלולי המניות. נראה כי החוסכים במסלולי הגמל וההשתלמות נמנעו מלמשוך את כספיהם כדי לא לאבד את הטבות המס, ובחרו למתן את הסיכון באמצעות מעבר למסלולים סולידיים. מעבר למסלולים סולידיים בעתות משבר אינו ייחודי למשבר הקורונה; תופעה דומה נצפתה בחודשי המשבר הפיננסי של 2008 בקרנות הנאמנות, בקופות הגמל ובקרנות ההשתלמות, ואז המעבר היה נרחב יותר. החוסכים עלולים לשלם על כך מחיר כבד, שכן בספרות נמצא כי מעברים למסלולים סולידיים בעת משבר כרוכים לרוב בהפסדים פיננסיים.²⁰ חוסך בקופת הגמל, בקופת הגמל להשקעה או בקרן השתלמות שהעביר את כספו בחודש מרץ 2020 ממסלול מנייתי לשקלי הפסיד בתוך חצי שנה תשואה של כ-19.5% במוצע.²¹

¹⁶ גם כאן לא מוצגים הנתונים על חברות הביטוח אך גם בפוליסות החדשות, בדומה לקרנות הפנסיה החדשות, מרבית הכספים מושקעים בעיקר במסלולים כלליים.

¹⁷ אין בדינו פירוט על מסלולי ההשקעה ב-2008, אך ישנן אינדיקציות שלאורך כל התקופה מרבית הכספים מושקעים במסלולים כלליים.

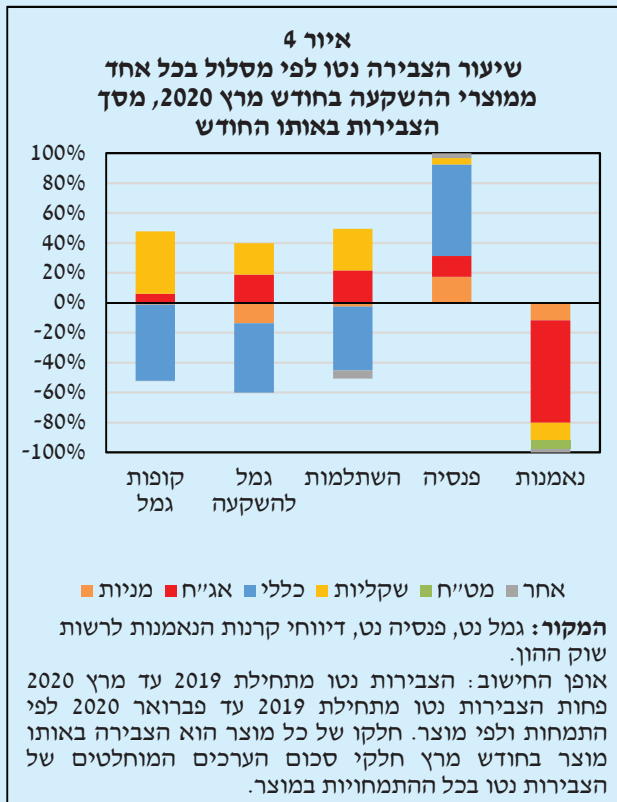
¹⁸ בדיקה דומה עבור החודשים אפריל ומאי העלתה כי למרות הירידה של ההפקדות בחודשים הללו יחסית למגמה, ההתפלגות בין המסלולים בצבירה נשארה בעינה.

¹⁹ נתונים אלה בולטים על רקע שיעור הנמוך של הקרנות השקליות במוצרים אלה ערב המשבר. סך הנכסים בקופות הגמל השקליות עמד בסוף חודש פברואר על 1.77 מיליארד ש"ח, ורק במרץ צברו קופות אלה 1.9 מיליארד ש"ח (איור 2).

²⁰ נמצא בעבר שמעבר ממסלולים "מסוכנים" למסלולים "סולידיים" פוגע בתשואות:

Ben-Rephael, Kandel and Wohl (2012). Bucher-Koenen and Ziegelmeier (2014).

²¹ חושב כממוצע פשוט של התשואות במסלולים המנייתיים של כל מוצר, פחות ממוצע פשוט של התשואות במסלולים השקליים בו, מתוך האתר "גמל נט". התשואות חושבו לתקופה שמתחילת 2019 עד ספטמבר 2020 פחות התשואה של אותה קרן מתחילת 2019 עד מרץ 2020. קופות וקרנות שאחד הנתונים חסר לגביהן הושמטו מחישוב הממוצע.



לעומת זאת בקרנות הנאמנות צבירות נטו שליליות (משיכות/פדיונות) נצפו בכל המסלולים (איור 4), כולל שיעור משיכה גבוה של 15% מהנכסים מהמסלול השקלי, וזאת בניגוד מהתנהגות החוסכים במהלך המשבר הפיננסי, אז נצפתה במסלול זה גם בקרנות הנאמנות צבירה חיובית של כ-15%. דווקא במסלול המנייתי המשיכות במשבר הנוכחי היו נמוכות מאשר בשאר ההתמחויות. ניתן להציע שני הסברים אפשריים להתנהגות זו. האפשרות הראשונה היא שהמשקיעים בקרנות הנאמנות מגיבים ביתר שאת לשינויים במחיר, המוצגים יום יום ואף במהלך היום בדיווח על התשואה של הקרן, בניגוד לשאר מוצרי ההשקעה של הגופים המוסדיים, שבהם לא מפורסמות תשואות קצרות טווח. מהספרות אנחנו יודעים שכאשר התשואות מדווחות בתדירות נמוכה יותר, יש פחות משיכות ומעברים בין מסלולי השקעה, ולכן לא רואים את אותה התופעה במוצרי החיסכון האחרים.²² בעת משבר הקורונה ירדו מחירי הנכסים השקליים ירידה תלולה, ובלטה ירידת מחירי האג"ח הממשלתיות בחודש מרץ (ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2020 ותיאור בגוף פרק זה בקרנות הנאמנות היו גם משיכות מהמסלולים המנייתיים והאג"חיים, שספגו גם הם

זעזוע בשווקים, אך הזעזוע בשווקים השקליים היה דרמטי יותר ויוצא דופן, מה שכנראה השפיע על גובה המשיכות ממסלולים אלו ביתר עוצמה. בשאר הגופים המוסדיים העדר גישה נוחה לתשואות קצרות הטווח אולי מנע משיכות מהמסלולים השקליים והסולידיים. הסבר אפשרי אחר הוא שהחוסכים אשר בבעלותם קרנות נאמנות צפו צורך בנזילות והעדיפו למשוך כספים ממסלולים סולידיים, ורק לאחר מכן ממסלולים מסוכנים, שנפגעים יותר מהמשבר אך צפויים להתאושש בטווח הבינוני. ייתכן גם שמשקיעים אלה הם פחות שונאי סיכון, כפי שמעיד פיזור ההשקעות בין מסלולי ההשקעה השונים מלכתחילה.

אשר לקופות הגמל להשקעה – למרות הדמיון לקרנות הנאמנות בהתפלגות הנכסים בין מסלולי ההשקעה, המעברים בין המסלולים במהלך משבר הקורונה דומים יותר למעברים אלה בקופות הגמל וקרנות ההשתלמות, וניכר מעבר למסלולים סולידיים (איור 4).

סיכום ודיון

במשבר הקורונה, בדומה למשבר הפיננסי של 2008, המשיכות החריגות של החוסכים מהגופים המוסדיים בישראל היו מתואמות עם הזעזועים בשווקים. הן התרכזו בחודש מרץ, ואילו לאחר מכן, עם ההתאוששות בשווקים, לא נצפו משיכות חריגות למרות התמשכות המשבר הריאלי. אף על פי כן, בחינת האוכלוסיות שנפגעו מהמשבר ריאלית מול האוכלוסיות המחזיקות חיסכון בגופים המוסדיים מעידה שמאפייני המשיכה מתיישבים עם אופי המשבר הנוכחי. סקר ארוך טווח של הלמ"ס לשנת 2018 מראה, בדומה לסקרים מהשנים הקודמות, כי מרבית החיסכון בכל המוצרים שייך לשני חמישוני ההכנסה הגבוהים במדינה, בעוד שהמשבר הנוכחי פגע בעיקר בבעלי ההכנסות הנמוכות. (ראו פרקים ה' וחי' בדוח זה

²² Shaton, Maya. (2017), פורת ושטינברג (2011).

מלבד זאת, שיעור ההחזקה של החמישוניים הגבוהים גבוה יותר ככל שהמוצר נזיל יותר. כך שיעור החזקתם בקרנות ההשתלמות הוא 70%, ובקרנות הנאמנות – קרוב ל-80%. מתברר שהעלייה של מספר המובטלים והעובדים בחל"ת אמנם גררה ירידה בהפקדות ביחס למגמת הגידול של השנים האחרונות אך לא הייתה עלייה במשיכות מקרנות הפנסיה ואף הייתה ירידה, כך שבסך הכול ההשפעה על הצבירות הייתה בשיעור נמוך. בקרנות הוותיקות הייתה עלייה חד-פעמית של המשיכות בחודש מרץ, שככל הנראה אינה מבטאת שיעור גבוה של אנשים שהקדימו את פרישתם.

הסיבות להבדלים בגובה המשיכות ובמעברים בין מסלולי ההשקעה בגופים המוסדיים קשורות לדעתנו במאפייני המוצרים (בעיקר מבחינת הטבות המס והתמריץ לחסוך לטווח ארוך) ולנגישות המידע לחוסכים (תדירות זמינותו של המידע למשקיעים), ואולי גם לאופי החוסכים (נוכחות רבה יחסית של משקיעים אקטיביים ופחות שונאי סיכון בקרנות הנאמנות). ממצאים אלו מדגישים את החשיבות של הבנת מאפייני המוצרים, הרגולציה עליהם ורמת שקיפותם, שנודעת להם השפעה ניכרת על התנהגות החוסכים.

קופת גמל להשקעה היא מוצר ביניים חדש, שבו שיעור המשיכה היה נמוך ביחס לקרנות הנאמנות, אך שיעור המעבר למסלולים סולידיים היה גבוה, בדומה להתנהגות העמיתים בקופות הגמל. ככלל, ניוזים בין התמחויות במוצרי החיסכון השונים גררו הפסדים ניכרים לחוסכים. שיעור המשיכה הנמוך בחלק מהמוצרים והשיעורים הגבוהים של המעבר בין מסלולים בהם נעשים רלוונטיים עוד יותר ליציבות השווקים ולתשואות החוסכים בעתיד עם גידול ההשקעות באמצעות הגופים המוסדיים. בפרט, הדבר נכון ביחס לקופות הגמל להשקעה שלמרות משקלן הקטן צפויות לצמוח ולתפוס נתח שוק רחב יותר בשנים הקרובות.

משיכה בתקופה של זעזוע בשווקים ככל הנראה כרוכה בהפסדים, ואינה מומלצת, אלא אם כן החוסך זקוק לכסף נזיל בתקופה הקרובה, ואין לו מקור אחר. התזמון ואופי המסלולים שמהם נמשכו או הועברו כספים מעידים שפעולות אלו נבעו לא רק מצורך בנזילות אלא גם מחששות לנוכח הזעזועים בשווקים.

מקורות

- פורת, י' ונ' שטינברג (2011). רודפים אחר זנבם: רדיפת תשואות ומומנטום בצבירות בקרב המשקיעים בקופות גמל בישראל, סדרת מאמרים לדיון של בנק ישראל 2011.07.
- Ben-Rephael, A, S. Kandel and A. Wohl (2012). "Measuring investor sentiment with mutual fund flows", *Journal of Financial Economics*, 104(2), 363–382.
- Blanchett, D., M. S. Finke and J. Reuter (2020). Portfolio delegation and 401 (k) plan participant responses to COVID-19 (No. w27438), National Bureau of Economic Research.
- Bucher-Koenen, T. and M. Ziegelmeyer (2014). "Once burned, twice shy? Financial literacy and wealth losses during the financial crisis", *Review of Finance*, 18(6), 2215–2246.
- Chetty, R., Friedman, J.N., Leth-Petersen, S., Nielsen, T.H. and Olsen, T (2014). "Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: Evidence from Denmark", *The Quarterly Journal of Economics*, 129(3), pp.1141-1219.
- Shaton, M (2017). "The display of information and household investment behavior", Working Paper. SSRN.

תיבה ד'-2: אומדן מספר העסקים שהסיכון שלהם להיסגר

עלה משמעותית בעת משבר הקורונה

- על פי דיווחי רשות המסים נסגרו במחצית הראשונה של השנה כתשעת אלפים עסקים – 33% פחות מאשר בתקופה המקבילה אשתקד.
- הנתון הרשמי של סגירות עסקים במהלך משבר הקורונה הוא כנראה אומדן חסר, משום שבעלי עסקים רבים, המעוניינים להימנע מתשלום ההוצאות הכרוכות בהפעלת העסק ויחד עם זאת לשמר את זכותם לקבלת הסיוע שהמדינה מעניקה לעסקים, הפסיקו את פעילותם בלי לסגור את תיקיהם ברשות המסים.
- אומדן מספר העסקים שאמנם לא נסגרו באופן רשמי, אולם נראה כי מצבם הורע כך שהסיכון שלהם להיסגר עלה במידה ניכרת, מבוסס על נתוני הירידות של המחזורים בחודשים יולי-אוגוסט, שבהם הגבלות התנועה במרבית הענפים היו מצומצמות. על פי אומדן זה, כשבעים אלף עסקים – מרביתם מענפי המסחר והשירותים – חוו ירידה במחזור של 80% ומעלה ביולי-אוגוסט 2020 יחסית לנתון המקביל בשנת 2019.
- כ-60% מהעסקים שחוו ביולי-אוגוסט ירידה של 80% ומעלה במחזור הם עסקים זעירים, שהמחזור השנתי שלהם עד 300 אלפי ש"ח. המחזור המצרפי של עסקים אלו נאמד בכ-5 מיליארדי ש"ח, ומשקלו במחזור העסקי המצרפי במשק נאמד בכ-0.25% בלבד. עוד ניתן להעריך כי שיעור גבוה מהעסקים הזעירים הללו הם של עצמאיים שאינם מעסיקים שכירים. מכאן שחרף הצורך למתן את הפגיעה במצבם של בעלי העסקים שפעילותם התכווצה, ההשפעה של סגירת עסקים אלו על התוצר, על סיכון האשראי הנשקף למערכת הפיננסית ועל שוק העבודה מוגבלת.

מגיפת הקורונה ומגבלות התנועה בעטיה משפיעות לרעה על הפעילות הכלכלית. ההשפעה מתבטאת, בין היתר, בעליית מספר העסקים שחווים האטה משמעותית בפעילותם ושהסיכון שלהם להיסגר עלה. התממשות של הסיכון וסגירה של אותם עסקים עלולה להשתקף בפגיעה במשתנים כלכליים ריאליים כגון התוצר ושוק העבודה, ולהביא לגידולם של הפסדי האשראי בקרב ספקי ההון. אמידת מספר העסקים שחוו הרעה משמעותית בפעילותם בעקבות המשבר וניתוח הרכבם עשויים לשפוך אור על המידה שבה יושפע המשק אם הסיכון יתממש ועסקים אלו ייסגרו.

הגדרת "סגירה" של עסק

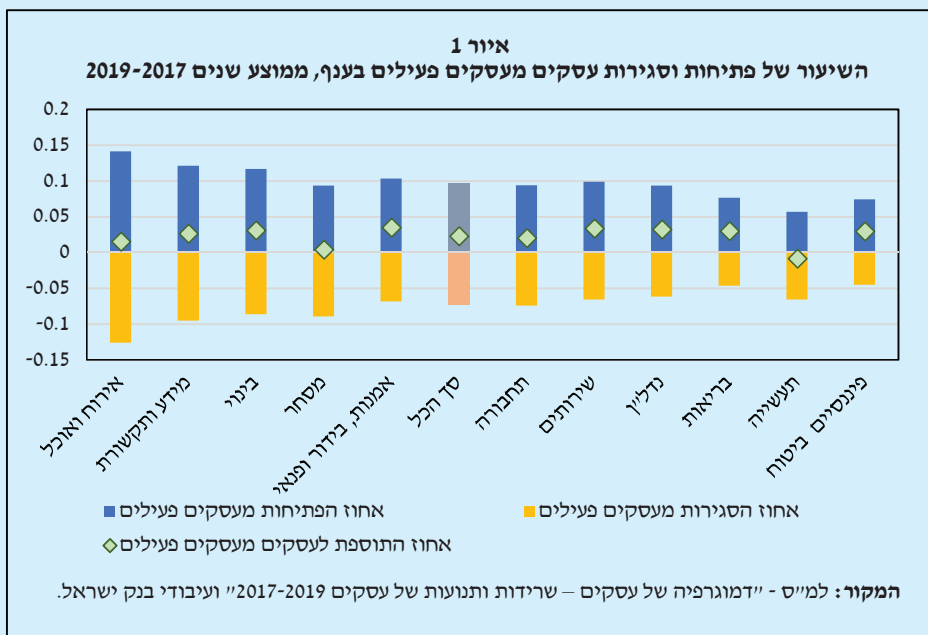
מבחינה רשמית עסק ייחשב כסגור לאחר סגירת תיק העוסק שלו ברשות המסים. בהתאם לכך נתאר בחלק הראשון של התיבה את המספר הממוצע השנתי של העסקים שנסגרו באופן רשמי טרם משבר הקורונה. מספר זה משקף את היקף הסגירות הטבעי של עסקים בישראל בזמן שגרה ומשמש אמת מידה לדיון המובא בהמשך על מספר העסקים שנסגרו באופן רשמי בתקופת הקורונה.

אומדן של היקף העסקים שנסגרו בתקופת הקורונה על בסיס נתוני הסגירות הרשמיים עלול להיות אומדן חסר של מספר העסקים שהפסיקו את פעילותם הכלכלית. זאת משום שישנם עסקים המשתהים בסגירת התיק ברשות המסים כדי להמשיך ולהינות מהזכאות לקבלת מענקים מהמדינה במסגרת רשת הביטחון לעסקים. כדי לאמוד את מספר העסקים שהפסיקו את פעילותם הכלכלית גם אם לא נסגרו רשמית נבדוק את מספר העסקים שחוו בתקופת הקורונה התכווצות משמעותית של הכנסותיהם – בשיעור גבוה מ-80% – לעומת מספרם בתקופה המקבילה אשתקד. אמנם שלא כמו בסגירה רשמית, ירידה חדה במחזורים של עסק עשויה ללמד על הפסקת פעילות זמנית, ולא בהכרח על סגירה פרמנטית, אך ניתן יהיה לומר כי התכווצות משמעותית של המחזורים משקפת לכל הפחות הרעה משמעותית של מצב

העסק במהלך הקורונה ועלייה בהסתברות לסגירתו.¹ בחלק האחרון של התיבה ננקוט הנחה מחמירה, אשר לפיה כלל העסקים שמצבם הורע משמעותית ייסגרו, ונעריך את ההשפעה על המשק.²

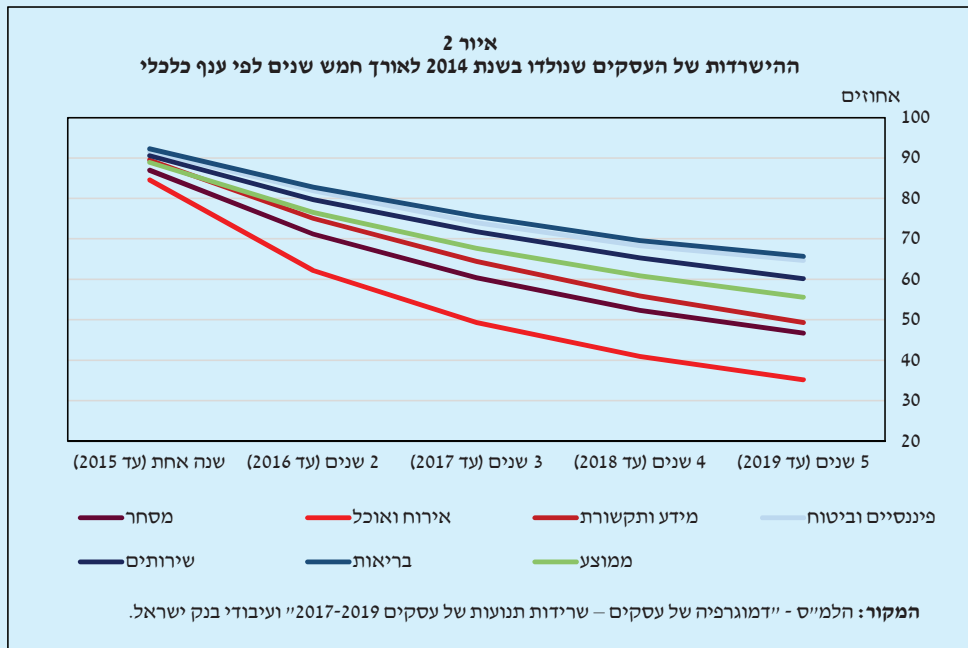
סגירות עסקים טרם משבר הקורונה – הנתונים הרשמיים

הממוצע השנתי של עסקים שנפתחו ונסגרו באופן רשמי טרם הקורונה עמד על 56 אלף ו-43 אלף, בהתאמה. בולטת שונות בין ענפים: בעוד שענפי האוכל והתקשורת מאופיינים בתחלופה גבוהה של עסקים (מספר גבוה יחסית של פתיחות וסגירות בשנה), התחלופה בענפי הפיננסים והתעשייה נמוכה (איור 1). השונות בשיעורי התחלופה משקפת שונות בין-ענפית ברמת הסיכון של הפעילות העסקית. באיור 2 מוצגים שלושת הענפים המסוכנים ביותר – אלו שבהם שיעור ניכר מהעסקים שורדים רק תקופה קצרה לאחר לידתם – שלושת הענפים הבטוחים ביותר וממוצע של כלל הענפים. ניתן לראות כי 54% מהעסקים שנפתחו בשנת 2014 לא שרדו בחמש השנים לאחר מכן. העסקים בענפי האירוח והאוכל, המידע והתקשורת והמסחר, המאופיינים, כאמור, בשיעורי התחלופה הגבוהים ביותר, מאופיינים גם בכושר השרידות הנמוך ביותר. לדוגמה: 65% מהעסקים בענף האירוח והאוכל שנפתחו בשנת 2014 נסגרו עד לשנת 2019.



¹ נציין כי הסיכון של עסק להיסגר עלול לעלות גם לאחר ירידה נמוכה מ-80% במחזור שלו. במסגרת התיבה אנו מתמקדים בקבוצת העסקים שהסיכון שלהם להיסגר עלה במידה ניכרת ביותר, ולכן הניתוח מתמקד בקבוצת העסקים שחוויה ירידה של 80% ומעלה במחזור.

² הניתוח יתבסס, בין היתר, על שלושה דוחות שפרסמה רשות המסים לחודשים מרץ-אפריל, מאי-יוני ויולי-אוגוסט 2020, שבמסגרתם נותחו דיווחי מע"מ של עוסקים מורשים, כדי לאמוד את ההשפעה של משבר הקורונה על מחזורי העסקים בגדלים ובענפים שונים. הניתוחים בדוחות מבוססים על שיעור גבוה מאוד מהעסקים, ולכן נניח כי ניתן ללמוד מהאומדנים המחושבים על פיהם על כלל אוכלוסיית העסקים בישראל. כך הדוח לחודשים יולי-אוגוסט, שסביבו נרכז את עיקר הניתוח, מבוסס על 447,459 עסקים, שהם 73% מכלל העסקים בישראל ו-82% מכלל העסקים הפעילים (כלומר אלו שהיה להם מחזור חיובי בשנת 2019).



מספר העסקים שנסגרו במהלך משבר הקורונה – הנתונים הרשמיים

ככלל ניתן היה לצפות כי המשבר הנוכחי יביא לעלייה של מספר העסקים הנסגרים באופן רשמי מעבר לרמתו בזמן שגרה. אולם על פי הדיווחים הרשמיים של רשות המסים נסגרו במהלך ששת החודשים הראשונים של 2020 רק 9,384 עסקים – 33% פחות מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. במקביל נפתחו בתקופה זו 17,928 עסקים חדשים – 15% פחות מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. התוספת נטו של עסקים למשק במחצית הראשונה של 2020 הייתה אפוא חיובית – 8,544 עסקים לעומת 6,964 עסקים בתקופה המקבילה אשתקד.

הממצא בדבר ירידה חדה של מספר העסקים שנסגרו דווקא בתקופת המשבר מנוגד לציפיות. הסבר אפשרי לממצא זה הוא שבעלי עסקים המעוניינים להימנע מתשלום ההוצאות הקבועות והמשתנות הכרוכות בהפעלת העסק ועם זאת לשמר את זכותם לקבל את הסיוע שהמדינה מעניקה באמצעות רשת הביטחון לעסקים, מפסיקים את פעילותם הכלכלית ללא סגירת רשמית של תיקיהם ברשות המסים. אם כך, הנתון הרשמי בדבר היקף הסגירות של העסקים לא משקף את מלוא מספרם של העסקים שפעילותם הכלכלית הופסקה. בחלק הבא של התיבה נתבסס על נתוני הירידות במחזוריים של עסקים כדי לאמוד את מספר העסקים שאמנם לא נסגרו באופן רשמי, אולם מצבם הורע במידה משמעותית במהלך משבר הקורונה, כך שהסיכון לסגירתם עלה במידה ניכרת.

אומדן מספר העסקים שמצבם הורע משמעותית במהלך משבר הקורונה והסיכון לסגירתם עלה

על פי נתוני רשות המסים נרשמה בקרב חלק ניכר מהעסקים בישראל ירידה של המחזוריים בשנת 2020 יחסית לנתון המקביל בשנת 2019. סביר כי העסקים שרשמו את הירידה החדה ביותר במחזוריים חוו את ההרעה המשמעותית ביותר במצבם, והסיכון שלהם להיסגר גבר. דיווחי רשות המסים על שיעורי הירידות של המחזוריים לא מובאים כנתונים רציפים אלא כטווחי ירידות. טווח הירידות במחזור הגבוה ביותר מתייחס לירידות של 80% ומעלה. בהנחה שירידה

של המחזור בשיעור של 80% ומעלה משקפת הרעה משמעותית של מצב העסק, ניתן ללמוד ממספר העסקים הנכללים בטווח הירידות האמור על מספר העסקים שהסיכון שלהם להיסגר עלה.³

מטרת הניתוח היא לזהות את העסקים שהמחזור שלהם ירד כתוצאה מהרעה קבועה במצבו של העסק – כזאת שלא צפויה לחלוף גם לאחר הסרת ההגבלות שהוטלו בעקבות הקורונה – ולהבדיל אותם מעסקים שבהם המחזורים ירדו על רקע האטה ארעית בפעילותם בשל הגבלות התנועה. ירידות המחזורים במרץ-אפריל ובמאי-יוני עשויות לשקף הרעה זמנית בפעילותו של העסק כתוצאה מהגבלות התנועה שהוטלו בשל המגיפה, ולא בהכרח מעידות על פגיעה פרמנטית בפעילותו; ואולם ירידות של המחזורים ביולי-אוגוסט, חודשים שבהם הגבלות התנועה שהוטלו על מרבית הענפים היו מזעריות,⁴ עשויות לרמז כי העסק התקשה להתאושש מההגבלות שהוטלו על פעילותו בחודשים הקודמים, וכי מצבו הורע והסיכון שלו להיסגר עלה.

על פי הנתונים, 12% מהעסקים – 68,766⁵ במספר – רשמו ביולי-אוגוסט ירידה של המחזור בשיעור של 80% ומעלה יחסית לנתון המקביל אשתקד, ואף כי הם לא נסגרו רשמית, ההסתברות שלהם להיסגר כנראה עלתה במידה ניכרת.⁶

בחינת ההשפעה הכלכלית של סגירת העסקים⁷

שאלת המשך טבעית לניתוח דלעיל היא באיזו מידה העלייה בסיכון של עסקים להיסגר פגעה במשתנים כלכליים שונים, ובהם התוצר, האבטלה והיקף הפסדי האשראי שרושמים ספקי ההון. בניתוח להלן נניח כי כל העסקים שרשמו ביולי-אוגוסט ירידה של 80% ומעלה במחזורם אכן נסגרו, ונציע הערכה מושכלת של השפעת סגירתם על משתנים כלכליים שונים. באיור 3 מוצגים המספר והמשקל של העסקים שרשמו ביולי-אוגוסט ירידה במחזור בשיעור של 80% ומעלה בכל קבוצת גודל. מהאיור עולה כי חלק ניכר מאלה הם עסקים זעירים וקטנים; בפרט – 57% הם עסקים זעירים, שהמחזור השנתי שלהם עד 300 אלפי ש"ח, ו-80% הם עסקים קטנים, שהמחזור שלהם הוא עד מיליון ש"ח. אומדני המחזור המצרפי של העסקים הזעירים והקטנים שנסגרו בשנת 2019⁸ נמוכים יחסית – 5 ו-8 מיליארדי ש"ח, בהתאמה. זאת בעוד שהמחזור העסקי המצרפי במשק הוא כ-2 טריליון ש"ח. בהנחה שהמחזור של עסק הוא החסם העליון לערך המוסף שלו ניתן להסיק מהמחזור המצרפי הנמוך של העסקים הקטנים והזעירים שחוו האטה משמעותית בפעילותם כי השפעת סגירתם על התוצר העסקי אינה גבוהה.⁹

בהנחה שהיקף האשראי הניתן לעסק מתואם עם המחזור שלו ניתן לשער שגם ההשפעה של סגירת העסקים הקטנים והזעירים על הפסדי האשראי במערכת הפיננסית אינה גבוהה.¹⁰

בשלב הבא ננסה להעריך את השפעת סגירה אפשרית של העסקים שהמחזור שלהם ירד ב-80% ומעלה על שוק העבודה. באיור 4 מוצג הפילוח של העסקים בישראל לפי מספר משרות השכיר, ובאיור 5 – הפילוח שלהם לפי קבוצות גודל (במונחי

³ נציין כי המידה שבה עולה הסיכון של עסק להיסגר לאחר ירידה נתונה במחזורו נגזרת מהמאפיינים הפיננסיים והתפעוליים הייחודיים לו, לרבות מבנה העלויות שלו, ובייחוד משקל ההוצאות הקבועות בסך הוצאותיו, יחס המינוף ויחס הנזילות.

⁴ נציין כי תוצאות הניתוח לא משתנות מהותית גם לאחר ניכוי ענפים שפעילותם הייתה מוגבלת במהלך חלק ניכר מהחודשים יולי-אוגוסט, כגון ענף האמנות והבידור.

⁵ חישוב המספרים המוחלטים של העסקים מבוסס על אוכלוסיית העסקים בישראל בניכוי 86,170 עסקים שהמחזור שלהם ביולי-אוגוסט 2019 היה אפס, ואנו מניחים כי הם חדלו לפעול עוד לפני פרוץ הקורונה.

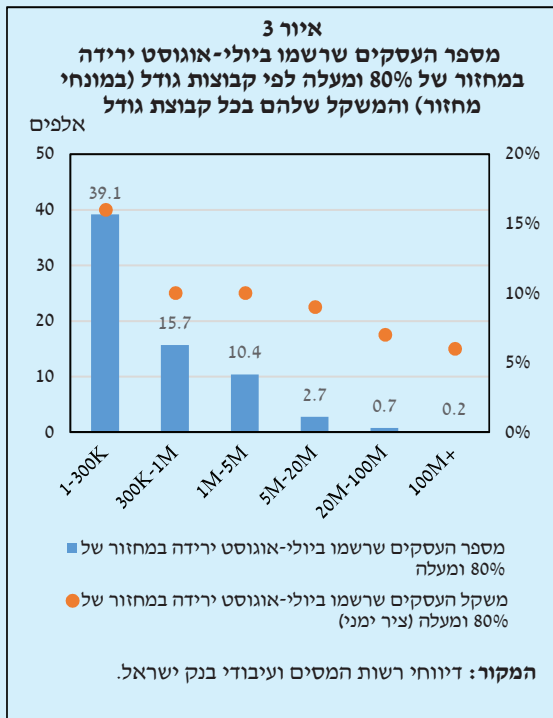
⁶ נציין כי לצד ההאטה בפעילותם של חלק מהעסקים, נרשמה צמיחה בפעילותם של אחרים. כך, על פי נתוני רשות המסים רשמו 42% מהעסקים בחודשים יולי-אוגוסט צמיחה של מחזוריהם. 34% מהעסקים אף רשמו צמיחה בשיעור משמעותי – שמעל 10%.

⁷ מגבלות נתונים מקשות על ביצוע פילוחים שונים הנדרשים להערכת ההשפעה של הפסקת הפעילות ב-9,384 העסקים שנסגרו פורמלית במחצית הראשונה של 2020 על משתנים כלכליים שונים. לכן נתמקד בחלק זה של התיבה רק ב-68,766 העסקים שלא היו סגורים רשמית ביולי-אוגוסט אלא הציגו ירידה של 80% ומעלה במחזור בתקופה זו.

⁸ האומדן נבנה כמכפלה של מספר העסקים שהציגו ירידה של לפחות 80% במחזוריהם ביולי-אוגוסט במחזור החציוני של העסקים בכל קבוצת גודל. המחזור החציוני לשנת 2019 נאמד על בסיס נתוני המחזור החציוני לחודשים מאי-אוגוסט 2019, המופיעים בדיווחי רשות המסים.

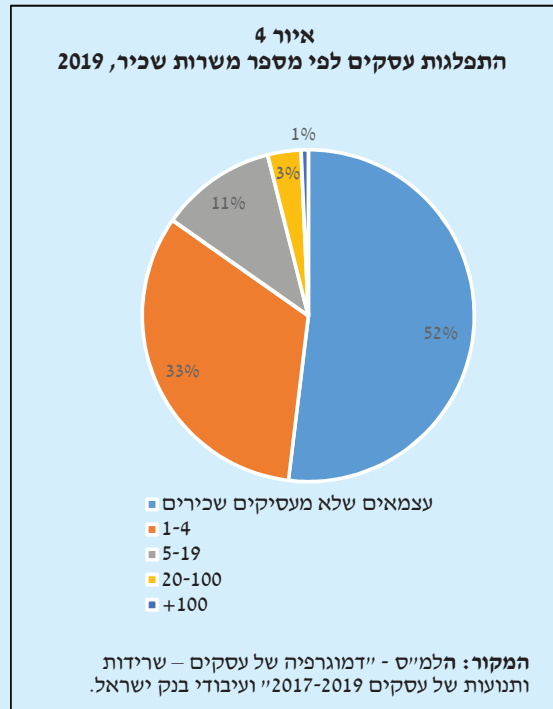
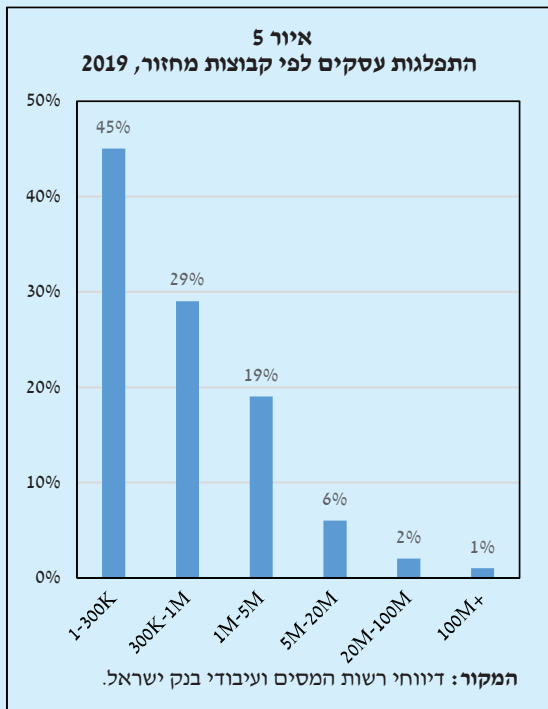
⁹ מפת מגבלת נתונים אין באפשרותנו לחשב באופן ישיר את הערך המוסף המצרפי של העסקים שהסיכון לסגירתם עלה.

¹⁰ יצוין כי לא כל סגירה של עסק צפויה להשתקף בהפסדי אשראי אצל ספקי ההון. הדבר תלוי, בין היתר, בסיבת הסגירה – סגירה על רקע קשיים פיננסיים או תפעוליים לעומת סגירה מתוך בחירה; במאפיינים הפיננסיים של העסק; בטיב הבטוחות ועוד.

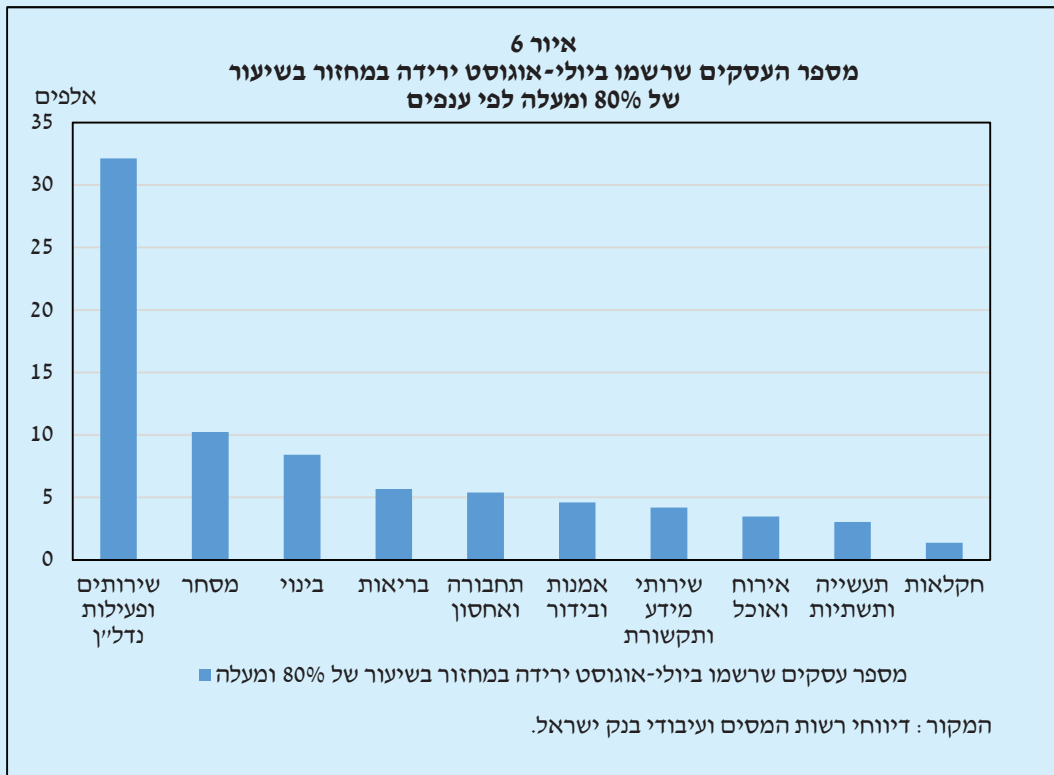


מחזור). מאיור 4 עולה כי 52% מהעסקים בישראל הם של עצמאיים שאינם מעסיקים שכירים. מאיור 5 עולה כי 45% מהעסקים בישראל הם עסקים זעירים שהמחזור שלהם עד 300 אלפי ש"ח. סביר כי יש חפיפה גבוהה בין שתי הקבוצות – כי שיעור ניכר מקבוצת העסקים שמחזורם עד 300 אלפי ש"ח הם של עצמאיים שאינם מעסיקים שכירים. לפיכך הערכה סבירה היא שחלק ניכר מקבוצת העסקים שמחזורם עד 300 אלפי ש"ח ולא הייתה בהם פעילות ביולי-אוגוסט הם של עצמאיים שאינם מעסיקים שכירים.

ההשפעה של סגירת עסקים על שוק העבודה בענף מסוים נגזרת ממספר העסקים שנסגרו באותו ענף וממספר השכירים שעבדו בכל אחד מהם.¹¹ ניתן אפוא לגזור את השפעת סגירה אפשרית של העסקים שרשמו במהלך המשבר ירידה של 80% ומעלה במחזורם על שוק העבודה מהשילוב שבין הנתונים המוצגים באיור 6 על מספר העסקים שרשמו ירידה משמעותית של מחזורם בכל ענף לנתוני איור 7 על התפלגות העסקים על פי מספר משרות השכיר.



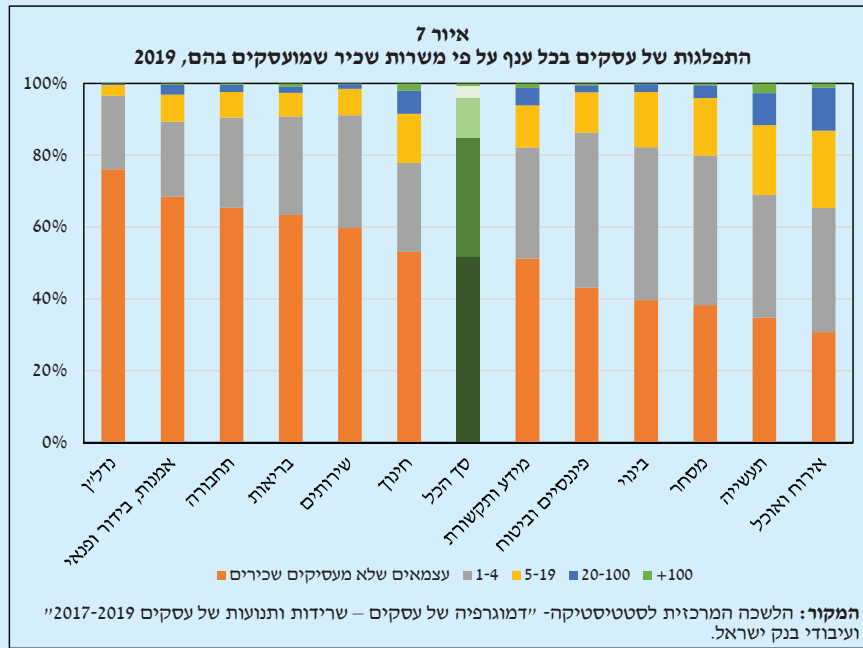
¹¹ מובן שמצבו של שוק העבודה בענף מסוים מושפע גם ממספר העסקים שנפתחו, אולם במועד כתיבת התיבה הנתון לא נמצא בידינו.



ניתן לראות כי העסקים שמצבם הורע עד כדי סגירה בענף הנדל"ן ובענף השירותים רבים יחסית¹². עם זאת, על רקע השיעור הגבוה של עצמאיים שלא מעסיקים שכירים בענפים אלו ההשפעה הממוצעת של סגירת עסק הנכלל בהם על שוק העבודה מוגבלת. לעומת זאת בענף האירוח והאוכל היקף לא גבוה של עסקים חווה האטה משמעותית בפעילותו, אולם מפני השיעור הגבוה יחסית של עסקים שמעסיקים שכירים בענף זה ההשפעה הממוצעת של סגירת עסק על שוק העבודה גבוהה יותר מאשר בענפי הנדל"ן והשירותים. בענף האמנות והבידור שילוב של עסקים מועטים יחסית שהסיכון שלהם להיסגר עלה עם שיעור גבוה יחסית של עצמאיים שלא מעסיקים שכירים עשוי ללמד כי ההשפעה של סגירת העסקים בענף זה על שוק העבודה אינה גבוהה. כנגד זאת נראה כי הסיכון להיסגר עלה בקרב עסקים רבים יחסית בענף המסחר, וכי שיעור העצמאיים שלא מעסיקים שכירים בענף זה קטן יחסית; מכאן שההשפעה הממוצעת של סגירת העסקים בענף זה במהלך המשבר על שוק העבודה אינה מבוטלת.

לסיכום, על רקע משבר הקורונה גדל מספר העסקים שחוו האטה משמעותית בפעילותם והסיכון שלהם להיסגר עלה. עם זאת, שיעור ניכר מן העסקים הללו הם עסקים קטנים וזעירים, שההשפעה של סגירה אפשרית שלהם על התוצר, על סיכון האשראי של ספקי ההון ועל שוק העבודה מוגבלת. עם זאת, הגבלת פעילותם של עסקים לתקופות נוספות עלולה לייצר אפקט מצטבר שלילי על מצבם, להשפיע לרעה על כושר השרידות שלהם ולהגדיל את ההסתברות שהסיכון שלהם להיסגר יתממש.

¹² ענף השירותים מורכב בעיקרו מעסקים המעמידים שירותים מקצועיים מדעיים וטכניים. ענף הפעילויות בנדל"ן עיקרו עסקים המשכירים נכסי דלא נייד. ההכנסות של עסקים בענפים אלו תלויות במידה רבה בהכנסות של עסקים בענפים רבים אחרים, להם הם מספקים שירותים. לפיכך הפגיעה הגורפת בפעילותו של המגזר העסקי בתקופת הקורונה השתקפה בפגיעה חדה יחסית בפעילות העסקים בענף השירותים ובענף הפעילויות בנדל"ן.



תיבה ד'-3: "קינמורטופוביה"¹ בימי המגפה או: מי מפחד מחברות "זומבי"?

בסביבה של שוק תחרותי הנוף העסקי משתנה באופן מתמיד. תשומות ותהליכי ייצור יעילים וחדשים מחליפים את קודמיהם, ועסקים פחות יציבים ופחות תחרותיים חדלים להתקיים; תעשיות חדשות עולות, וותיקות דועכות. במילותיו של Schumpeter (1950): מתרחש תהליך המכונה "הרס יצירתי" (creative destruction). פגיעה במנגנון אבולוציוני זה, בין אם היא יזומה ובין אם היא אנדוגנית, משבשת את תהליך הקצאת המקורות במשק. בהקשר זה, ובפרספקטיבה של ההתפתחויות הדרמטיות במגזר העסקי בשנה החולפת, אנו מתמקדים באחת הסוגיות המפורסמות הנדונות בספרות הכלכלית: תופעת חברות ה"זומבי" (zombie firms) – חברות בעלות ביצועים נמוכים, אשר אינן מצליחות לכסות את עלויות שירותי החוב (הקרן) לאורך זמן, אך ממשיכות לפעול בשוק הודות ל"הנשמה מלאכותית", תוך גלגול חובותיה². תופעת חברות ה"זומבי" מוכרת עוד משלהי שנות ה-80 של המאה הקודמת, אך השיח הכלכלי בנושא זה התרחב משמעותית בעשור האחרון: על רקע סביבת ריבית נמוכה (מאוד) לאורך זמן רב נשמעו התרעות הולכות וגוברות לגבי השפעתה על ההתנהלות העסקית בכללותה ועל מחזור החיים של הפירמות בפרט. נטען כי גישה ל"כסף קל" והקצאה מוטה של האשראי גרמו לשימור ואף להעצמה של תופעת ה"זומבי" (Midrigan and Xu, 2014). מאמצי הבנקים המרכזיים והממשלות להקחות את ההשפעות ההרסניות של משבר ה-COVID-19 באמצעות תוכניות סיוע למגזר העסקי³ הגבירו את עוצמת הקולות: אף כי סיוע הוא כלי מדיניות חשוב וגורם מכריע בניסיון לשמור על תפקוד השווקים וההמשכיות העסקית בעת הנוכחית, המענקים וההלוואות בערבות המדינה החזירו לדיון שאלה ישנה בדבר הסכנה הטמונה ב"זומביפיקציה" (zombification) של המשק (Caballero, Hoshi and Kashyap, 2008)⁴ – עלייה בפוטנציאל לעיוות של מנגנוני השוק ופגיעה במאמצי ההתאוששות ובפריון בטווח הארוך (Andrews et al. 2018; Banerjee and Hoffmann 2018, 2020; Schivardi, Caballero et al. 2008, Andrews and Petroulakis, 2019 Blattner et al. 2019; Acharya et al. 2019, 2020 et al. 2020, Tracey, 2019)⁵.

סיוע כספי מצד הממשלות והבנקים המרכזיים יכול אפוא להשפיע על היקף התופעה: תוכניות תמיכה ממשלתיות, שהיקפן בישראל היה כ-40 מיליארד ש"ח (ושיעור ניצולן עלה על 52%), אמנם מקלות על חברות הסובלות ממצוקת מזומנים זמנית (cash-strapped) ומאפשרות לחברות בנות קיימא שחוות מחסור בניזילות לשרוד את הזעזוע, אולם הן

¹ מיוונית: קינה – תנועה; מורטו – מוות; פוביה – פחד. קינמורטופוביה – "פחד ממתים מהלכים", כלומר מ"זומבי".

² הספרות הכלכלית מציעה שיטות שונות למדידה והגדרה של "זומבי" (OECD, 2018). ההגדרה הרווחת תלויה בשני פרמטרים: (1) יחס כיסוי הריבית של החברה ששיעורו נמוך מ-1 במשך שנתיים ו-Tobin's Q (2) נמוך מהחציון בענף שבו פועלת החברה, אם היא ציבורית (בורסאית) במשך שנתיים. הגדרה אחרת היא "חברה בעלת ותק מעל 10 שנים שלא מצליחה לעמוד בתשלומי הריבית (ICR > 1)".

³ לפי OECD (2020) היקף הסיוע שניתן לחברות במאמץ לייצב את פעילותן של המגזר העסקי מאופיין בשונות גדולה. כך, לדוגמה, בשבדיה המענקים הניתנים מסתכמים ב-320 מיליון דולרים (0.06% מהתוצר), ובניו-זילנד הם מסתכמים ב-1.7 מיליארד NZD (0.6% מהתוצר); לעומת זאת בגרמניה הם מגיעים ל-610 מיליארד דולרים (כ-15% מהתוצר), בקנדה ל-30 מיליארד (1.3% מהתוצר) ובשווייץ ל-40 מיליארד (6% מהתוצר). אפילו מדינות מתפתחות כגון ברזיל, דרום אפריקה ותאילנד מקצות את המשאבים הנדרשים לתמיכה בעסקים במסגרת תוכנית סיוע ממשלתיות. להרחבה ראו גם: Support for business during the coronavirus crisis, 2020.

⁴ "זומביפיקציה" של הכלכלה מתארת מצב שבו תוכניות תמיכה ציבורית והלוואות בנקאיות מחזיקות בחיים חברות שאינן בנות קיימא – חברות "זומבי". מונח זה זכה לחשיפה נרחבת בעקבות משבר שפרץ ביפן בשנות התשעים: קריסת מחירי הנדל"ן ותקופה ממושכת של צמיחה נמוכה (סטגנציה) וירידה בפריון בעקבותיה הביאו לעלייה של מספר העסקים ה"זומבי", להיחלשות של המערכת הבנקאית ולצמצום של ההשקעה בחברות בריאות. לדיון חוזר ועדכני ברקע ובסכנות הכרוכות ב"זומביפיקציה" ראו פרסומים רבים ב-Financial Times, Economist and BIS (2020).

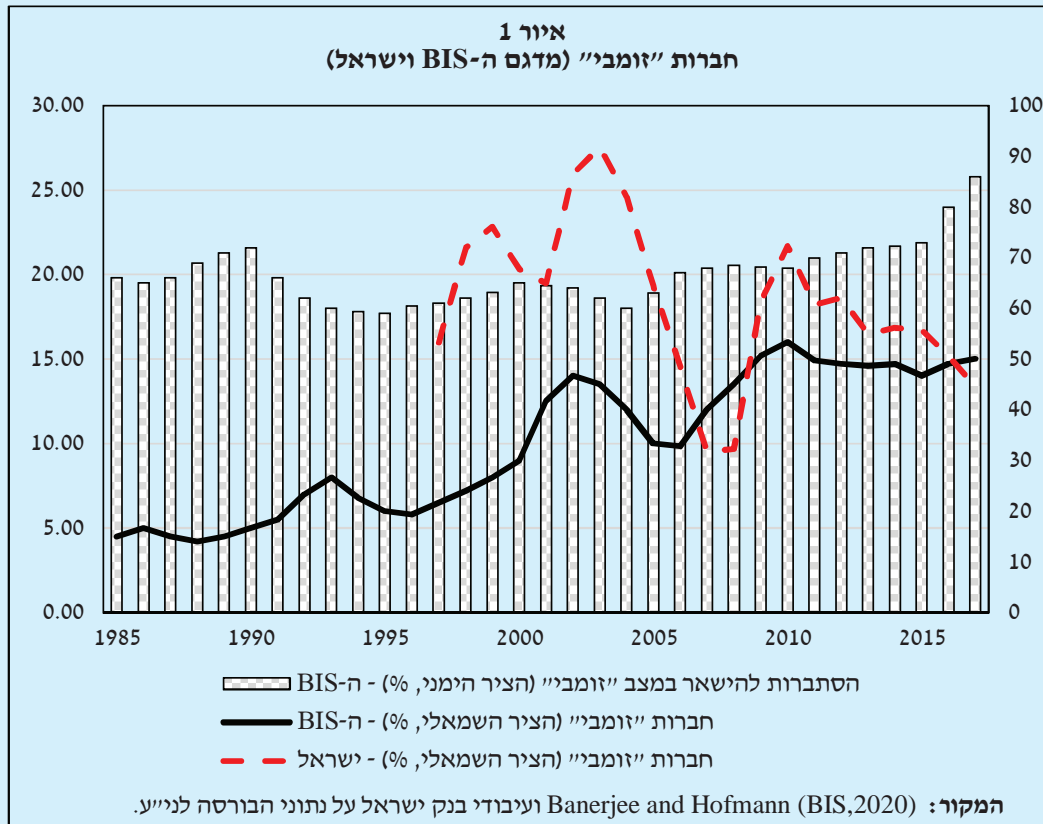
⁵ ממצאים אמפיריים מראים כי חברות "זומבי" מהוות חסם משמעותי לצמיחה במשק: כך לפי ה-BIS (2020) עלייה של 1% בשיעור חברות ה"זומבי" במשקים מפותחים מורידה את הפריון ב-0.3% בממוצע. על פי ניתוח שנערך ב-OECD הפריון באיטליה ובספרד היה גבוה ביותר מ-1% מאשר בפועל לולא פעלו בהן חברות ה"זומבי", וביפן יותר משליש מירידת התפוקה המצרפית בעשור האחרון מיוחס ל"זומבי".

מעכבות את ה"הרס היצרית"⁶, מעלות את הנטל התקציבי, ועלויות, בשל אופיין הרחבי, לייצר סיכון מוסרי. זאת בהעדר מנגנון סלקטיבי יעיל, שמטרתו להבטיח סיוע ממוקד לחברות הזקוקות לו באמת. תוכניות של הבנק המרכזי לאספקת נזילות לבנקים (באמצעות הלוואות מוניטריות, שמטרתן להגדיל את היצע האשראי לחברות תוך ניצול מנגנוני ההקצאה של מערכת הבנקאות) פועלות בכיוון דומה: מאחר שבסביבת ריבית נמוכה חברות ממונפות נהנות מפוטנציאל קיימות (שרידות) גבוה יחסית, צעדי מדיניות אלה עלולים להסוות את התפתחותם של "זומבים", למנוע היערכות מחודשת ולשמר את ה"זומבים" לפרק זמן ממושך (Acharya et al., 2020). עם זאת נדגיש כי בבחינה אמפירית לא נמצא קשר מובהק בין רמת הריבית הנמוכה לשכיחות תופעת ה"זומבים" בעולם (Obstfeld and Duval, 2018, Bindseil and Schaaf, 2020). לעומת זאת ישנה הסכמה רחבה כי כריות הון (capitalization) רחבות די הצורך לצד יעילות של המסגרות הרגולטוריות לטיפול בחדלות פירעון מצמצמות את התמריצים של הבנקים ל"ריענון מתמיד" (evergreening) – טיפוח החברות וגלגול של הלוואות כדי למנוע הכרה בהפסדי האשראי ומימון של ה"זומבים" (Acharya et al. 2020, Caballero et al. 2008, Andrews and Petroulakis, 2019, Giannetti and Simonov, 2013, Schivardi et al. 2019).

על רקע סיוע מסיבי מצד הממשלות, שאכן נדרש בשנת 2020, נראה כי תופעת חברות ה"זומבי" הפכה לתופעה כלל-עולמית: דויטשה בנק (T. Slok, DB Securities 2020) מעריך כי כ-20% מהחברות הנסחרות בבורסות בארה"ב כיום הן חברות "זומבי" – פי שניים מאשר בשנת 2013. הנתון תואם גם את ההערכה של חברת "Bloomberg", אשר לפיה כ-15% מהחברות במדד Russell 3000 של התאגידים הגדולים בארה"ב, שהיקף חובותיהן מסתכם ב-1.36 טריליון דולרים, הן כאלה – לעומת 8% בלבד בשנת 2008 – שיעור דומה לזה שנרשם בתחילת המילניום ("בוועת הדוטקום") – 17%. על פי הערכות (Creditreform, 2020), שיטת מכלל החברות הפעילות בגרמניה – כ-550,000 עסקים – יכולות להיקרא "זומבים". בבריטניה, קנדה, ספרד ויוון הנתון גבוה מ-20%, וביפן וקוריאה שיעורי ה"זומבים" הם 21% ו-18%, בהתאמה. כן נמצא כי 25% מהחברות האירופיות סיימו את שנת 2020 ללא רוזבות כספיות, כלומר עם הון חוזר אפסי וללא יתרות מזומנים. בהתפלגות הענפית בולטות, ולא במפתיע, חברות בענפי השירותים, התחבורה והנדל"ן. התפרצות ה-COVID-19 הגדילה את מספר העסקים הנמצאים על סף פיננסי וייצרה "סופר זומבים" – עסקים מדממים שהתיאבון שלהן לחוב גדול במיוחד: מאז התפרצות הנגיף הקפיצו ה"זומבים" את היקפי החוב בעולם בכמעט טריליון דולרים (Bloomberg, 2020). ברם, כאמור, ה"זומבים" התפשטו בעולם הרבה לפני שמשבר ה-COVID-19 פקד את הכלכלה העולמית: כך בנייתן של החברות מ-79 מדינות לשנים 2005 עד 2016 נמצא כי כ-10% מהן, בממוצע, הוגדרו כ"זומבים" (Ghoul et al., 2020). מחקרם החדש של Banerjee and Hofmann (BIS, 2020) העריך, אמנם על בסיס מדגם של חברות ציבוריות בלבד, שחלקן של חברות ה"זומבי" במדינות המפותחות גדל מ-1% בשנת 1990 ל-15% בשנת 2017 (איור 1)⁷. הסיבות המרכזיות לתוואי הנצפה היו, לדעת החוקרים, הריביות הנמוכות, שהפחיתו את החזרי החוב, ובחירתם של הבנקים באסטרטגיה של "ריענון מתמיד" (evergreening).

⁶ בשנת 2020 לא נרשם גל פשיטות רגל של חברות בישראל. מספר בקשות חדלות הפירעון שהוגשו לבתי המשפט לגבי תאגידים (בעיקר חברות) היה מועט, והוא גדל אשתקד ב-2% בלבד – מ-1,180 ב-2019 ל-1,200 ב-2020 – הרבה פחות ממה שניתן היה לצפות לנוכח התפרצות המגיפה. הנתון אף נמוך יחסית לציפיות, עקב התיקונים בחוק חדלות הפירעון, שנכנסו לתוקף בספטמבר 2019, והפכו את ההליך למסודר ומהיר הרבה יותר. ההסבר העיקרי לכך הוא שהמשק נתון להשפעה של משככי כאבים כלכליים: החל"תים, שחוסכים לעסקים את ההוצאה העיקרית, מענקים והלוואות לעסקים, דחיית תשלומי חובות ועוד.

⁷ המחקר מוצא כי חברות "זומבי" הן, לרוב, חברות קטנות יותר, ממונפות ובעלות פריון נמוך יחסית; הן צומחות פחות במונחים של היקף הנכסים ומספר העובדים, ומשקיעות פחות בהון מוחשי ולא מוחשי. חברות "זומבי" מקבלות אשראי "מסובסד", כי שיעור הריבית שהן משלמות דומה לשיעור הריבית של חברות אחרות למרות פריון הנמוך יותר וסיכון הגבוה יותר לחדלות פירעון. חלקן של חברות ה"זומבי" בסך הנכסים ובסך החבות הוא 6%-7% בממוצע למדינה.



בחינת הסוגייה בישראל ערב המשבר מלמדת כי שיעור חברות ה"זומבי" בקרב החברות הציבוריות היה לא מבוטל. בדומה לממצאים של ה-BIS, שיעורן בעשור האחרון הגיע לשיאו בשנת 2010, ומאז הוא הלך וירד (איור 1). יחד עם זאת, נתון קצה (12% בשנים 2018 ו-2019) מצביע על התהפכות המגמה. השיעור הגדול ביותר של חברות "זומבי" בקרב החברות הציבוריות בישראל נמצא בענפים חיפוש גז ונפט וביו-מד (22%) ובענפי התעשייה והנדלי"ן (17% ו-10%, בהתאמה). עם זאת נציין כי לחברות בענפי הביו-מד (וגם בענפי הגז והנפט) מבנה עלויות ייחודי, המאופיין בהכנסות מועטות בלבד בשנות פעילותן הראשונות, ולכן היקף התופעה מוטה, כנראה, כלפי מעלה. מבחינת המספרים המוחלטים ענפי התעשייה והנדלי"ן מרכזים את המספר הגדול ביותר של חברות "זומבי". נראה שבדומה לממצאים של ה-BIS - חברות אלה בישראל ממונפות יותר ומשקיעות פחות במחקר ופיתוח. משקלן של חברות ה"זומבי" בסך ההתחייבויות בעשור שקדם למשבר הנוכחי היה כ-20% בממוצע – בתחילת התקופה בהובלת החברות והפירמידות בתחום החזקה וההשקעה ובשנים המאוחרות בהובלת חברות הביו-מד וחיפושי הגז והנפט, שכאמור מאופיינות במבנה עלויות ייחודי. שיעור ההתחייבויות (הערך הנקוב) של חברות הזומבי בשוק האג"ח הקונצרניות עומד על כ-5%. נדגיש כי אוכלוסיית החברות הציבוריות אינה בהכרח המדגם המייצג, ולא רק בישראל⁸. זאת מפני גודלן הגבוה יחסית של חברות אלה וחלופות המימון המגוונות העומדות בפניהן. ואכן, בחינה של היקף התופעה באוכלוסייה של כלל העסקים הפעילים בישראל (יותר מ-600,000 עסקים) על בסיס מודלים להערכת העמידות הפיננסית של פירמות (נתוני ה-failure score של חברת D&B) מעלה כי בשנים שקדמו למשבר הקורונה

⁸ זיהוי חברות "זומבי" הוא מורכב במיוחד כיום, משום שקשה להעריך כיצד ישליך משבר הקורונה על המודל העסקי של חברות רבות בטווחים הבינוני והארוך; זאת בגלל שינויים בדפוסי הביקוש העתידיים במגוון תחומים, כגון תחבורה, תיירות, שירותים ונדלי"ן מסחרי. נוסף על כך ההתערבות של הבנקים המרכזיים בשווקים מעוותת את שווי החברות ואת היכולת להעריך את היקף הנזילות הזמינה להן לפירעון החובות.

(2014–2019) קרוב ל-40,000 עסקים (כ-7% מכל החברות הפעילות) בממוצע הוגדרו כ"זומבים" – עסקים בעלי כושר פירעון נמוך ואף נמוך במיוחד – וכ-98% מתוכם הם עסקים זעירים. משמע שלצד הדינמיקה הטבעית במחזור החיים של הפירמות במשק, שבאה לידי ביטוי בסגירה של עסקים פעילים, שמספרם נאמד בכ-40–50 אלף בממוצע בשנה, אחוז דומה של החברות נמצא בכל שנה בסטטוס של חברות בעלות כושר פירעון נמוך במיוחד (חברות "זומבי").

הנזק מקיומן של חברות "זומבי" הוא מתמשך. על פי ממצאים (BIS, 2020) החברות שוהות במצב זה זמן רב יותר מאשר בשנים עברו (איור 1), ולא עוד אלא שמתוך כ-60% מהחברות שמצליחות להיפטר מהכינוי הלא מחמיא, רבות חוות בכל זאת חולשה ממושכת בפירון, ברווחיות ובצמיחה, מה שמביא לביצועים נמוכים בטווח הארוך. יתר על כן, נמצא כי הסיכוי של חברות "זומבי" לחזור למעמד זה גבוה פי שלושה מהסיכוי של חברות שמעולם לא היו כאלה להגיע לכך. נראה אפוא שמחלת ה"זומבים" גורמת נזק ארוך טווח גם לעסקים שמתאוששים ממנה. ההסתברות להישאר במעמד של חברת "זומבי" בישראל, שחושבה על בסיס נתוני ה-failure scores, בעזרת מטריצות מעבר דו-שנתיות בין קטגוריות הסיכון, עלתה משמעותית בשנים האחרונות, בדומה לממצאים של BIS, והתייצבה בטווח שבין כ-65% ל-78% בממוצע (לוח 1).

לוח 1

מטריצת המעבר בין קטגוריות הסיכון (דו-שנתית, 2017-2019)

(אחוזים)

המצב בשנה הקודמת/המצב בשנה הנוכחית	סיכון לכשל נמוך מהממוצע	סיכון לכשל גבוה מהממוצע	סיכון לכשל גבוה במיוחד	עסק לא פעיל
סיכון לכשל נמוך מהממוצע	89	0.2	1.1	9.9
סיכון לכשל גבוה מהממוצע	8.1	78	5.6	8.4
סיכון לכשל גבוה במיוחד	0.8	15	64.8	19.4

מקורות: D&B Israel ועיבודי בנק ישראל.

בהינתן מכלול הממצאים עולה השאלה: איך ניתן להתמודד עם "המתים המהלכים"? צעדי מדיניות שנועדו להתמודד עם התופעה על ידי סגירתן של חברות לצמיתות, פיטורי עובדים ותשלומים לנושים, עלולים להעמיק את המיתון הנוכחי ולהפוך אותו לשפל מתמשך. בנסיבות מסוימות תופעה של חברות ה"זומבי" בישראל כיום נראית כבעיה מוגבלת יותר מאשר איום מתמשך. בהנחה שהסטייה מתהליך ה"הרס היצירתי" תימשך זמן קצר בלבד – עד לתום ההתמודדות עם הנגיף ופתיחת המשק בהיקפים נרחבים באופן רציף – היקף ההקצאה הלא אופטימלית של המשאבים צפוי להיות סביר. אולם ככל שהמגיפה תימשך זמן רב יותר, על רקע המשך מדיניות הסגרים, הנזק לכלכלה הריאלית ולמנגנוני הסלקציה הטבעית יהיה רב יותר. עם זאת, להבדיל מאשר במשברים הקודמים, יש לפחות שלוש סיבות שאמורות להקל על תהליך ההתאוששות ולהפחית את התופעה שנידונה בסוגיה זו:

- ראשית, הזעזוע הפנדמי פגע בחברות בתחומים וענפים שהפוטנציאל השיקומי שלהם גבוה יחסית. הוא לא

נגרם על ידי נטילת סיכונים מוגזמת מצד חברות או בנקים, כמו במשברים פיננסיים. האופי השונה של המשבר פירושו שחברות רבות המסווגות כיום לכאורה כחברות "זומבי" אינן אלא בני קיימא שחווים זעזוע נזילות זמני בשל מגבלות שהובילו לקריסה של הביקוש המצרפי.

- שנית, בהשוואה למשברים הקודמים (2008–2009, 2011–2012), המשבר הנוכחי פקד את הבנקים בישראל כשכריות ההון שלהם ועמידותם גבוהות יחסית, ולכן הם מסוגלים לספוג הפסדי אשראי במידה רבה יותר, וכן יש בכוחם לספוג אף את העלייה הצפויה בשנה הקרובה בהיקף של מקרי חדלות הפירעון. הדבר אמור לצמצם גם את תמריציהם לעסוק ב"ריענון מתמיד" ובמימון של ה"זומבים".
- שלישית, ההשלכות הבריאותיות והכלכליות של המגיפה הביאו לתמיכה ממשלתית בממדים גדולים במיוחד, שצמצמה את הצניחה של רמת הנזילות והפחיתה משמעותית את הסיכון שמשבר הנזילות יהפוך למשבר סולבנטיות. בחינת היקפי הניצול של הקרנות שבערבות המדינה מעלה כי דווקא בפלח החברות בעלות הסיכון המוגבר – עסקים זעירים, שבהם חלקן של חברות ה"זומבי" הוא הגבוה ביותר – שיעור הניצול של הקרן במסלול הייעודי נמוך, פחות ממחצית מהסכום שהוקצה לה: 1.7 מיליארד ש"ח על ידי 4,195 חברות שבקשותיהן אושרו. נראה כי שיעור הניצול הנמוך של קרן זו מוסבר בקריטריונים נוקשים יותר מאשר במסלול הרגיל.

לסיכום, עוצמת הזעזוע הנוכחי מחייבת התערבות ממשלתית רחבה למניעת הסלמה של המצוקה הפיננסית במשק (Gourinchas et al. 2020). ראוי לפתח מנגנוני מיון יעילים ובני יישום, אשר יבטיחו שהתמיכה תגיע רק לחברות שאמנם אינן נזילות, אך הן בנות קיימא. העמידה במשימה זו במהלך המשבר מאתגרת במיוחד. מכאן שההתערבות הממשלתית היא פשרה בין השמירה על תפקוד המשק לבין הסיכון של המשך מימון החברות שנמצאות על סף חדלות פירעון (Gagnon 2020). כנגד זאת גוברים הקולות הקוראים להקדים תרופה למכה (G30, December 2020), עמדה שלפיה על מקבלי ההחלטות לנתב את הבחירה הקשה בהתאם לעקרונות מובילים, וביניהם: צמצום התמיכה הרחבה והישירה בעסקים ומעבר לצעדים הממוקדים במגזרים ובחברות שהפוטנציאל שלהם להיות בני קיימא גבוה יחסית, הגבלת התמיכה רק למגזרים והחברות שלגביהם יש עדויות מוצקות לכשלי שוק, יצירת שיתופי פעולה עם המגזר הפרטי לצורכי מימון וארגון-מחדש של חובות, צעדים להגדלת הרכיב ההוני של החברות והתניית הסיוע בשיעורו בסך הנכסים, וכן המשך חיזוקם של המנגנונים הרגולטוריים להתמודדות עם חדלות פירעון מזה ולשיקום כלכלי מזה.

מקורות

- Acharya, Viral V., M. Crosignani, T. Eisert, and C. Eufinger (2020). *Zombie credit and (dis-) inflation: evidence from Europe.*, No. w27158. National Bureau of Economic Research.
- Acharya, Viral V, T. Eisert, C. Eufinger, and C. Hirsch (2019). *Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy.*, *The Review of Financial Studies*, Volume 32, Issue 9, pp. 3366–3411.
- Andrews, D, M., A. McGowan, and V. Millot (2017). *Confronting the zombies.*, OECD Economic Policy Paper No. 21.
- Andrews, D and F. Petroulakis (2019). *Breaking the Shackles: Zombie Firms, Weak Banks and Depressed Restructuring in Europe.*, ECB Working Paper 2240.
- Banerjee, R. N. and B. Hofmann (2018), "The rise of zombie firms: causes and consequences", *BIS Quarterly Review*, September: 67–78.
- Banerjee, R. N. and B. Hofmann (2020). *Corporate zombies: Anatomy and life cycle*, BIS Working Paper No. 882.

- Blattner, L, L. Farinha, and F. Rebelo (2019), "When losses turn into loans: *The cost of undercapitalized banks*", ECB Working Paper No. 2228.
- Caballero, R, T. Hoshi and A. Kashyap (2008). "Zombie lending and depressed restructuring in Japan", *American Economic Review*, 98 (5), 1943–1977.
- Ghoul, S., Fu Zhengwei and G. Omrane (2020). *Zombie Firms: Prevalence, Determinants, and Corporate Policies*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3740950>.
- Giannetti, M. and A. Simonov (2013). "On the real effects of bank bailouts: Micro evidence from Japan", *American Economic Journal: Macroeconomics* 5(1): 135–167
- Gourinchas, P-O, S. Kalemli-Ozcan, V. Penciakova, and N. Sander (2020). *Covid-19 and SME failures*, NBER Working Paper No. 27877.
- Midrigan V. and D. Yi Xu (2014). "Finance and Misallocation: Evidence from Plant-Level Data," *American Economic Review*, *American Economic Association*, 104 (2), 422–458.
- Obstfeld, M. and R. Duval (2018). "Tight monetary policy is not the answer to weak productivity growth.", VoxEU.org, 10 January.
- Schivardi, F., E. Sette and G. Tabellini (2019). *Credit misallocation during the European financial crisis*, Working Paper.
- Schivardi, F., E. Sette and G. Tabellini (2020). "Identifying the Real Effects of Zombie Lending", *Review of Corporate Finance Studies* 9(3): 569–592.
- Schumpeter, J. A. (1950). *Capitalism, socialism and democracy*, 3rd edition, Harper.
- Tracey, B. (2019). *The real effects of zombie lending in Europe*, Bank of England Working Paper No. 783.