



בנק ישראל

דוח היציבות הפיננסית

המחצית השנייה של 2021

ירושלים, אדר א' התשפ"ב • פברואר 2022



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.
מס' קטלוגי 103042
דפוס איילון, ירושלים

תוכן העניינים

1.	מבוא ועיקרי הדברים	5
	1.1 מבנה הדוח ומטרתו	5
	1.2 עיקרי הממצאים	5
	1.3 תיבות הדוח	6
2.	ערוצי החשיפה – הסביבה	8
	2.1 מאקרו	8
	2.2 שוק הנכסים	10
	2.3 האשראי - היקפו ורמת סיכונו	19
3.	תרחישי סיכון עיקריים לכלכלה הגלובלית והסיכון למשק הישראלי במקרה ויתממשו	22
	3.1 סיכון האינפלציה	22
	3.2 ירידה חדה במחירי הנכסים	22
	3.3 השפעות נגיף הקורונה	24
	תיבה 1: נכסים קריפטוגרפים ויציבות פיננסית	25
	תיבה 2 : התפתחות הסיכונים בפעילותם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים	33
	תיבה 3: השימוש בהלוואות צרכניות למימון רכישת דירה	40
	תיבה 4: נתוני הכנ"רית ביחס לעסקים שהם תאגידיים – תמונה ממשבר הקורונה	46

דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל מתפרסם פעמיים בשנה. בדוח זה מבטאים כלכלני הבנק את הערכתם בעניין החשיפות לסיכונים העיקריים הנשקפים למערכת הפיננסית, מנתחים את החשיפות העיקריות ומעריכים תרחישי סיכון פוטנציאליים. ההערכות והניתוחים מתבססים על סקירת ההתפתחויות בתקופה הנסקרת, בחינת השינויים המבניים, שימוש במודלים אנליטיים והערכה של תנאי הרקע בכלכלות העולמיות והמקומית. הדוח מתאר את ההשפעה של התממשות תרחישי סיכון על המערכת הפיננסית בטווח הקצר והבינוני, במטרה להגביר את המודעות בקרב קובעי המדיניות ובציבור הרחב ולאפשר היערכות מתאימה.

כתבו: נדב שטיינברג, נטליה פרסמן, מיכאל גורקוב, לילך שמע – זלטוקרילוב, אסף זילברשטיין, רועי שטיין, איתי קדמי, נמרוד שגב, יהונתן ברזני ואריה קרינץ.

ריכוז נתונים: שיר דוידוביץ ואריה קרינץ.

תודה מיוחדת למיקי קהן, שעיה נוסבאום, מיקי בל וכלכלני היחידה הכלכלית בפיקוח על הבנקים.

דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021

1. מבוא ועיקרי הדברים

1.1 מבנה הדוח ומטרותיו

דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של השנה מעריך את יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית על פי ניתוח הסביבה שבה היא פועלת – הסביבה המקרו-כלכלית, שוקי הנכסים והאשראי למשקי הבית ולמגזר העסקי – ובכך מספק אינדיקציה לחשיפותיו השונות של המשק לזעזועים שמקורם בארץ ובחו"ל. על סמך סקירת ההתפתחויות, המודלים האנליטיים, הממצאים מהמוניטור ליציבות הפיננסית וניתוח העמידות של המוסדות הפיננסיים אנחנו מתארים את ערוצי הפגיעות של המערכת הפיננסית ועל בסיסם מגבשים את הערכותינו לגבי סיכונים הנשקפים מהם למשק. הדוח מציג גם תרחישי סיכון הנובעים מהחשיפות הפיננסיות של המשק, תרחישים שהתממשותם עלולה לאיים על המשך הפעילות הכלכלית.

1.2 עיקרי הממצאים

- המשק הישראלי המשיך לצמוח בשנת 2021 למרות משבר הקורונה. זאת בעזרת מבצע התחסנות האוכלוסייה ובתמיכת המדיניות הפיסקלית והמוניטרית. עם זאת לפי תחזית חטיבת המחקר בבנק ישראל הפעילות במשק תגיע לסביבה שהייתה צפויה לפני המשבר רק אחרי 2023.
 - התנאים הפיננסיים ברוב מדינות העולם אמנם נותרו מרחיבים, אך בקרב משקיעים ישנם עדיין חששות להאטה של קצב ההתאוששות, בעיקר במשקים המתפתחים, וכן להתמשכות של האינפלציה העולמית.
 - מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל המשיכו לעלות. מדדי תמחור מראים כי הפער בין מחירי הנכסים הפיננסיים לרווחי החברות גדול יותר מאשר בעבר.
 - מחירי הדירות בישראל עלו במהלך משבר הקורונה בקצב גבוה מזה של עליית מחירי השכירות, והעלייה אף הואצה בחודשים האחרונים. עליית מחירי הדירות היא תופעה בינלאומית וקצב העלייה בישראל נמוך מן הממוצע במדינות ה-OECD. ההסתברות לירידת מחירים בטווח הקצר נראית כעת נמוכה, עקב עליית הביקוש ולנוכח רמה יציבה של התחלות בנייה והאטה מסויימת בסיומי הבנייה; עליית מחירי הקרקעות במרכזי רמ"י עלולה לפעול לעלייתם של מחירי הדירות בשנים קרובות.
 - החוב של המגזר העסקי גדל במהירות ב-12 החודשים האחרונים, בעיקר זה של ענף הנדל"ן. החוב ביחס לתוצר גדל בשנה האחרונה, אולם הוא עדיין נמוך ביחס למדינות מפותחות אחרות (73.26%).
 - חוב משקי הבית בישראל נמוך בהשוואה לעולם.
- ° ביצועי המשכנתאות בשנת 2021 היו גבוהים בהסתכלות היסטורית, בהתאם לרמה גבוהה של העסקאות בשוק הדיור.
- ° לעומת הגידול המהיר של יתרת החוב לדיור, יתרת החוב שלא לדיור גדלה במתינות לאחר ירידה חדה בשנת 2020 בעיצומו של משבר הקורונה, אך גידולה הואץ בחודשים האחרונים.
- ° נכון לסוף נובמבר 2021 טרם חודשו התשלומים במלואם בכ-9 אחוזים מהמשכנתאות שנדחו וב-1 אחוז מהאשראי שלא לדיור. איכות סך האשראי למשקי הבית טובה מאשר בתקופה שלפני המשבר.

- הגופים הפיננסיים, ובראשם הבנקים וחברות הביטוח, שמרו על יציבות בתקופת הדוח, והם נהנים מיחסי הון איתנים, תוך שהשוק מעריך את הסיכון שלהם כנמוך מאוד. (להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2021¹).
- תרחישי הסיכון העיקריים לכלכלה הגלובלית מתמקדים בסיכון לעלייה של רמת האינפלציה, בסיכון לירידה חדה של מחירי הנכסים הפיננסיים ובסיכון לגל תחלואה חדש ומשמעותי בגלל וירוס הקורונה.

לוח 1 להלן מציג הערכה של רמת הסיכון בערוצי החשיפה המרכזיים של המערכת הפיננסית לאורך זמן. ההערכה מבוססת, בין השאר, על תוצאות שנתקבלו מהמוניטור הפיננסי (ראו פירוט בדוח היציבות למחצית הראשונה של 2020) המהווה "מפת חום" שמסכמת 51 אינדיקטורים לפגיעות אפשרית של המערכת הפיננסית.

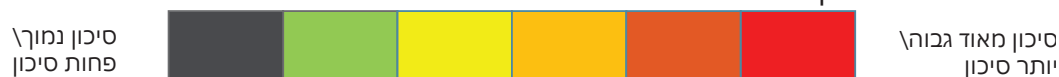
רמת הסיכון במרבית ערוצי החשיפה נותרה, להערכתנו, דומה לזו ששררה במחצית הראשונה של 2021. עם זאת אנחנו מעלים את רמת הסיכון הנובעת משוקי הנכסים לרמה של כתום כהה – דרגה אחת מתחת לדרגת הסיכון הגבוהה ביותר. הרמה של מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל, בדומה לזו השוררת במרבית המדינות המפותחות, גבוהה ביחס לנגזר מגורמי היסוד². במחצית הנסקרת נמשכה מגמת העלייה של מחירי המניות ומחירי אג"ח החברות, ובהתאם לכך עלה היחס בין שווי המניות של החברות לרווחים הממוצעים שלהן בעשור הקודם, וירד מרווח התשואה בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות דומות. לעומת זאת עליית מחיריהם של נכסי הסיכון בישראל אינה חריגה ביחס לעולם, והתשואה העודפת הצפויה מהם ביחס לתשואה על אג"ח ממשלתיות אינה נמוכה מאשר בעבר. כמו-כן נמשכה מגמת העלייה של מחירי הדירות ובהתאם לכך עלה היחס בין מחירי הדירות לשכר הדירה ששורר ברמות גבוהות בהשוואה לעבר.

לוח 1

סיכום ערוצי החשיפה

ערוצי החשיפה/ התקופה	2019:2	2020:1	2020:2	2021:1	2021:2
המקרו					
שוקי הנכסים					
האשראי					
העמידות					

מקרא:



¹ בדוח היציבות למחצית השנייה לא נסקרת לעומק עמידות הגופים הפיננסיים כפי שנסקרת בדוח הרחב המפורסם למחצית הראשונה של השנה.

² גורמי היסוד הצפויים להסביר את מחירי הנכסים הם הרווחים שהם צפויים להניב בעתיד. בפרק שוק הנכסים להלן, נציג מספר מדדים ליחסים בין מחירי הנכסים וגורמי היסוד הרלוונטיים.

1.3 תיבות הדוח

תיבה 1. נכסים קריפטוגרפיים ויציבות פיננסית

השוק העולמי של נכסי קריפטו המשיך לגדול בשנת 2021, וקצב גידולו אף הואץ. גידול זה מתאפיין בהתרחבות המגוון של השירותים הפיננסיים והנכסים הקריפטוגרפיים, בהם גם נכסים קריפטוגרפיים גלובליים יציבים, המאפשרים ביצוע מהיר ויעיל של עסקאות פיננסיות. עם עליית ערכם ותפוצתם של נכסי קריפטו עולה גם הפוטנציאל להיווצרותם של סיכונים שונים ליציבות הפיננסית. אלו קשורים בעיקר לתנודתיות הרבה של מחירי נכסי הקריפטו. יחד עם זאת, שוק זה עדיין קטן ביחס למערכת הפיננסית הגלובלית, ופלטפורמות למסחר בנכסי קריפטו עדיין לא שולבו בשווקים הפיננסיים המסורתיים בישראל. חשיפתם הישירה של המוסדות הפיננסיים בישראל לשוק זה מוגבלת מאוד, ועל פי סקרים שונים היקף המסחר בנכסים אלו בישראל אינו משמעותי בהשוואה בין-לאומית.

תיבה 2. התפתחות הסיכונים בפעילותם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים

בשנה ומחצית השנה האחרונות מספר נותני האשראי החוץ-בנקאיים המגייסים הון בבורסה כמעט הוכפל, לצד התאוששות מהירה באשראי שגופים אלו מספקים (לאחר ירידה משמעותית של פעילותם בשיא המשבר). גידול האשראי בתקופה שנסקרה היה מרוכז מאוד בענף הבינוי והנדל"ן. כמו כן ניכר שהגופים החוץ-בנקאיים ניסו להפחית סיכון כלקח מהמשבר, אך עדיין מדובר בפעילות אשראי המאופיינת בסיכונים כגון ריכוזיות ללקוחות בודדים ומקורות מימון לטווחים קצרים. ואולם עקב חלקם הקטן באשראי העסקי (פחות מ-2%) אנו לא מעריכים כי נשקף מהם סיכון מערכתי ליציבות הפיננסית.

תיבה 3. השימוש בהלוואות צרכניות בסמוך למימון רכישת דירה

על רקע העלייה בביצועי המשכנתאות בחנו את השימוש בהלוואות צרכניות ("הלוואות לכל מטרה") בסמוך למימון רכישת דירות ואת ההשפעה של הלוואות אלו על יחסי המינוף של נוטלי משכנתאות חדשות בישראל. נמצא שלפחות 15% מהמשכנתאות החדשות שניתנו בין ספטמבר 2017 ליוני 2021 (כולל) נלקחו יחד עם הלוואה צרכנית משלימה מבנק או מחברת כרטיסי אשראי. בנוסף נמצא שכמחצית מההלוואות המשלימות היו בשיעור של מעל 5% משווי הדירה הנרכשת. לתופעה זו יכולות להיות השפעות רגולטוריות דרך השפעתן על יחס המינוף-בפועל של נוטל המשכנתה, על רמת הסיכון של המשכנתה וכן על חישוב משקל נכסי הסיכון של הבנק וריתוק ההון שלו לצורך עמידה בדרישות הלימות ההון.

תיבה 4. נתוני הכנ"רית ביחס לעסקים בתקופת משבר הקורונה

בחנו את השינויים בתיקי חדלות פירעון של תאגידים בישראל כפי שהם באים לידי ביטוי במאגר כונסת הנכסים הרשמית – תיקי חדלות פירעון של תאגידים (להלן: "נתוני הכנ"רית"). לשם כך תייגנו את התיקים לכאלה שבהם לפחות אחד הנושים הוא גוף פיננסי (לרוב בנק) ולכאלה שבהם לפחות אחד הנושים הוא פרטי, וחישבנו את שיעורי התיקים שנפתחו בכל חודש מסך התיקים. מדובר בתיקים מעטים יחסית, אולם הנתונים מרמזים על התמתנות בפתיחת תיקים על ידי גופים פיננסיים במהלך החודשים מרץ עד דצמבר בשנת 2020. ייתכן כי שיקולי מוניטין הנוגעים להתנהלות הוגנת, גמישה ורגישה מול חייבים בזמן משבר³, ותוכניות הסיוע לעסקים שהופעלו באמצעות המערכת הבנקאית, בכלל זה דחיית תשלומי הלוואות לבנקים⁴, תרמו למיתון בפתיחת תיקים על ידי גופים פיננסיים יחסית לנושים אחרים, ובכך סייעו לייצוב המגזר העסקי.

³ ראה גם, מכתב המפקח על הבנקים למערכת הבנקאית בנושא לקוחות שנקלעו לקשיים בשל משבר הקורונה מיום 24/6/2020. <https://www.boi.org.il/he/BankingSupervision/LettersAndCircularsSupervisorOfBanks/LettersOfTheBankingSupervisionDepartment/202025.pdf>
 כמו כן, מכתב המפקח על הבנקים למערכת הבנקאית בנושא סיוע ללווים לנוכח ה"גל החמישי" מיום 29/12/2021

⁴ המתווה גובש ביום 7.5.2020 ומאז הוארך והורחב.

2. ערוצי החשיפה – הסביבה

2.1 מאקרו

כללי	2021:2	2021:1
הסביבה המקומית		
הסביבה העולמית		

2.1.1 כללי

במהלך ההתאוששות ממשבר הקורונה נראה כי הסיכונים ליציבות הפיננסית לא התממשו, וזאת, בין השאר, בהשפעת המדיניות המוניטרית והמדיניות הפיסקלית המרחיבות, וכן בהשפעת התאוששות מהירה מהצפוי במשקים המפותחים. התנאים הפיננסיים ברוב מדינות העולם נותרו מרחיבים, אך בקרב משקיעים גוברים החששות להאטה משמעותית של קצב ההתאוששות, בעיקר במשקים המתפתחים, וכן להתמשכות של האינפלציה העולמית. מגפת הקורונה עדיין פוגעת בפעילות הכלכלית, אך במידה פחותה, משום שמשקים רבים הצליחו לפעול בתקופה הנסקרת ללא סגרים מלאים; זאת במידה רבה בזכות יעילות החיסונים והצלחתן של המדינות לחסן חלקים ניכרים מהאוכלוסייה. עם זאת, עדיין קיים הסיכון שווריאנט מסוג חדש, כדוגמת האומיקרון, יביא להשבתות נרחבות יותר של הפעילות.

המשק הישראלי התאושש היטב ממשבר הקורונה בתמיכת המדיניות המוניטרית והפיסקלית ובעזרת המבצע של חיסון האוכלוסייה, שנמשך גם במחצית השנייה של 2021. עם זאת לפי תחזית חטיבת המחקר הפעילות במשק לא תחזור לסביבה שהייתה צפויה לפני המשבר עד סוף 2023.⁵ האינפלציה עלתה במהלך השנה, אך היא עדיין בתוך תחום יעד האינפלציה של בנק ישראל, ולפי התחזיות מהמקורות השונים היא צפויה להישאר בתחום. ריבית בנק ישראל, בדומה לריבית במרבית המדינות המפותחות, עדיין נמוכה מאוד. סביבת התשואות הנמוכה בעולם ובישראל תומכת בפעילות הריאלית, אך גם במחיריהם הגבוהים של הנכסים.

2.1.2 הסביבה המקומית

המחצית הראשונה של 2021 הסתיימה באווירה של כמעט חזרה לשגרה מבחינת סיכוני התחלואה והפעילות, ולכן הוסרו המגבלות, פרט לאלה על התיירות הנכנסת. ואולם תחילת המחצית השנייה של השנה עמדה בצלו של וריאנט דלתא ומגבלות מחודשות על הפעילות, בעיקר באמצעות הפעלת "התו הירוק", אשר הגביל את פעילות התרבות והפנאי. התפשטות וריאנט האומיקרון בסוף שנת 2021 הוביל למגבלות מחודשות על הכניסה לישראל מחו"ל. העלייה בתחלואה לא הובילה עד כה לירידה משמעותית בפעילות ובביקושים, אך רמת הפעילות עודנה נמוכה מהמגמה ארוכת הטווח שהייתה צפויה בתוצר אילולא משבר הקורונה. במחצית הראשונה של השנה עלה שיעור התעסוקה במהירות, אולם במהלך המחצית השנייה הואט קצב ההתאוששות של התעסוקה, ושיעור האבטלה הרחבה עדיין גבוה. במהלך התקופה הכנסת אישרה את התקציב לשנים 2021-2022 ואת חוק ההסדרים, ולפיכך פחתה אי-הוודאות לגבי המדיניות הפיסקלית; הגירעון בשנים 2022 ו-2023 צפוי לעמוד על 3.7%-3.4%, בהתאמה. לפי תחזית חטיבת המחקר הפעילות במשק לא תחזור לסביבה שהייתה צפויה לפני המשבר עד סוף 2023.

האינפלציה עלתה לאורך שנת 2021, אך נותרה בתוך תחום היעד. עם זאת נראה שחלק מעלייתה נובע מגורמים בעלי אופי זמני, בפרט משיבושים בשרשראות האספקה והייצור בעקבות המשבר והתאוששות של הענפים שנפגעו מהמשבר, ולכן של המחירים בהם. הן לפי תחזיות האינפלציה של החזאים, הן לפי הציפיות הנגזרות משוק ההון והן לפי תחזית חטיבת המחקר האינפלציה צפויה להישאר בתחומי יעד האינפלציה של בנק ישראל (1%-3%). ריבית בנק ישראל עדיין נמוכה מאוד, ותומכת בפעילות הריאלית ובהתאוששות המשק מהמשבר. הנתונים משוק התלבור משקפים הערכה שהריבית תעלה בשנה הקרובה

⁵ לפירוט, ראו התחזית המקרו כלכלית של חטיבת המחקר, ינואר 2022.

עלייה מתונה. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל מול שותפות הסחר של ישראל יוסף במהלך המחצית הנסקרת ב-8.6%, לאחר שהיה יציב במחצית הראשונה של 2021.

נכון לסוף חודש יוני במרבית הענפים פחת הצורך של העסקים בהלוואות מהקרנות שבערבות המדינה, והפעילות בהן דעכה עם ירידת מספרן של הבקשות החדשות. בהחלטת הריבית מיום 5 ביולי 2021 החליטה הוועדה המונית שתוכנית ההלוואות ארוכות הטווח לבנקים כנגד הלוואות שהם נתנו לעסקים קטנים וזעירים תסתיים ב-1 אוקטובר 2021 או בתום ניצול של 40 מיליארד שקלים במסגרתה. בהחלטת הריבית מיום 22 בנובמבר 2021 הודיעה הוועדה המונית כי התאוששות המשק מהמשבר מאפשרת את סיום תוכניות רכישות האג"ח הממשלתיות והקונצרניות במהלך חודש דצמבר. במהלך התקופה הנסקרת סיים הבנק את תוכנית רכישות המט"ח בהיקף של 30 מיליארדי דולרים, שעליה הכריזה הוועדה המונית בתחילת השנה. עם זאת הדגישה הוועדה בהחלטת הריבית מיום 22 בנובמבר 2021 כי לא מדובר ברף עליון, וכי הבנק ימשיך לפעול בשוק המט"ח בהתאם למצב המשק ולהמשך הפעילות הכלכלית.

2.1.3 הסביבה העולמית

התנאים הפיננסיים נותרו מרחיבים במדינות רבות, בעיקר בשווקים המפותחים, וזאת בתמיכת המשך העלויות של מדדי המניות וציפיות להמשך המדיניות המרחיבה בשנים הקרובות. בהשפעת העלייה של סביבת האינפלציה החלו בנקים מרכזיים רבים ברחבי העולם לצמצם את המדיניות המונית המרחיבה; זאת, בין השאר, באמצעות העלאות ריבית, הפחתת קצב רכישתן של אג"ח ממשלתיות, ו"הכוונה עתידית" בדבר כוונתם לנקוט פעולות מצמצמות. אף על פי כן המדיניות המונית נותרה מרחיבה, ובשלב זה השינוי מהווה מעבר למדיניות פחות מרחיבה ולא למדיניות מצמצמת.

סביבת האינפלציה העולמית המשיכה לעלות במהלך התקופה הנסקרת, בהשפעת בעיות בשרשרת האספקה והייצור, הסטת הביקוש של צרכנים אל מוצרים על חשבון שירותים והתייקרות מחירי האנרגיה. ההערכה כי העלויות הללו הן זמניות עדיין רווחת בקרב מומחים בשוק ההון ובכירים בבנקים מרכזיים, עם זאת לקראת סוף התקופה גבר הסיכון שהאינפלציה תהיה מתמשכת יותר ממה שהעריכו תחילה. בהקשר זה נציין שהעלייה בסביבת האינפלציה אינה מתגלגלת בשלב זה להאצה של קצב עליית השכר באירופה⁶. לעומת זאת, בארצות הברית גוברים הסימנים שסביבת האינפלציה משפיעה על קצב עליית השכר, בעיקר ברבעוני ההכנסה הנמוכים⁷.

המגזר העסקי ברוב המדינות העיקריות המשיך לגלות חוסן, ובמהלך התקופה הנסקרת שיעור פשיטות הרגל המשיך לרדת⁸; בהתאם לכך גם המרווחים באג"ח הקונצרניות נותרו נמוכים, ואיפשרו לחברות העסקיות לממן את פעילותן בתנאים נוחים. במדינות רבות עלו הכנסות החברות ורווחיהן מעבר לרמותיהן לפני המשבר. נתונים טובים אלו על רקע סביבת הריביות והתשואות הנמוכות הביאו להמשך העלויות של מדדי המניות ברחבי העולם, אך עדיין ישנם אומדנים המצביעים על פערי תמחור בין מחירי המניות לגורמי היסוד. כמו כן רמת המינוף של המגזר העסקי גבוהה היסטורית, ולפיכך רגישותו לשינויים בעלויות המימון גבוהה יחסית⁹.

גם מגזר משקי הבית שמר על חוסנו במהלך התקופה, וזאת במידה רבה בזכות המדיניות הממשלתית של תמיכה בתעסוקה והמדיניות המונית המרחיבה. שוקי העבודה ברחבי העולם ממשיכים להשתפר בהדרגה, ובמקביל לכך מדינות רבות מפסיקות את התמיכות בהעסקת עובדים שהנהיגו במהלך המשבר. מבדיקה של נתוני מספר מדינות עיקריות נראה כי יחס שירות החוב¹⁰ של משקי הבית אינו חריג בקנה מידה היסטורי¹¹, מצב התומך בירידה של שיעור פשיטות רגל בקרב נוטלי האשראי הצרכני והמשכנתאות. עם זאת יש לציין כי לשינויים חדים בסביבת הריבית בהשפעת עלייה חדה מהצפוי של האינפלציה עלולה להיות השפעה ניכרת לרעה על יחס שירות החוב, ובהתאם לכך – על יציבותם הכלכלית של משקי הבית.

⁶ נתוני ה-EC, European union wage growth.

⁷ מדדים שונים, לרבות ה-Atlanta Fed Wage Tracker, מראים שקצב צמיחת השכר, בייחוד ברבעוני ההכנסות הנמוכים, גבוה מאשר בשנים האחרונות.

⁸ בהתבסס על נתוני חברת moodys על שיעורי הכשל הגלובליים של חברות בדירוג ספקולטיבי.

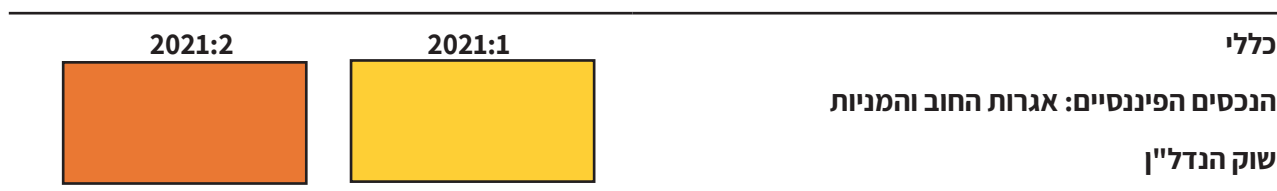
⁹ להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2020.

¹⁰ היחס בין סך תשלומי החובות להכנסה הפנויה.

¹¹ GFSR אוקטובר 21.

במהלך התקופה נמשכה המגמה של פערים בין השווקים המתעוררים למפותחים בקצב ההתאוששות, ולפיכך הסיכונים ליציבות הפיננסית נותרו גבוהים, והאינפלציה ברוב השווקים המפותחים והמתעוררים המשיכה לעלות. המשקיים המתעוררים החלו לצמצם את המדיניות המוניטרית בקצב שהוא לעת עתה מהיר יותר מאשר במדינות המפותחות, דבר שיכול לפגוע בהמשך התאוששותם. בסין פרץ במהלך התקופה משבר במגזר הנדל"ן, שהביא לעלייה של מרווחי הסיכון במדינה ולהרעת התנאים הפיננסיים, ואולם השווקים הגלובליים, לעת עתה, אינם מתמחרים השפעה משמעותית של האירועים בסין על הכלכלה העולמית.

2.2 שוק הנכסים



2.2.1 כללי

תנאים פיננסיים נוחים אפיינו את רוב השווקים העולמיים בתקופה הנסקרת ותמכו בעלייה של מחירי הנכסים. בעבר ניכר כי שינוי משמעותי בתנאים הפיננסיים גרם לשינוי חד במחירי הנכסים, ובכך פגע בצמיחה בשנים שלאחר מכן. מספר מדדי תמחור מצביעים על פער גדול ביחס לעבר בין מחירי הנכסים הפיננסיים לרווחי החברות.

2.2.2 הנכסים הפיננסיים: אגרות החוב והמניות

אגרות החוב הקונצרניות

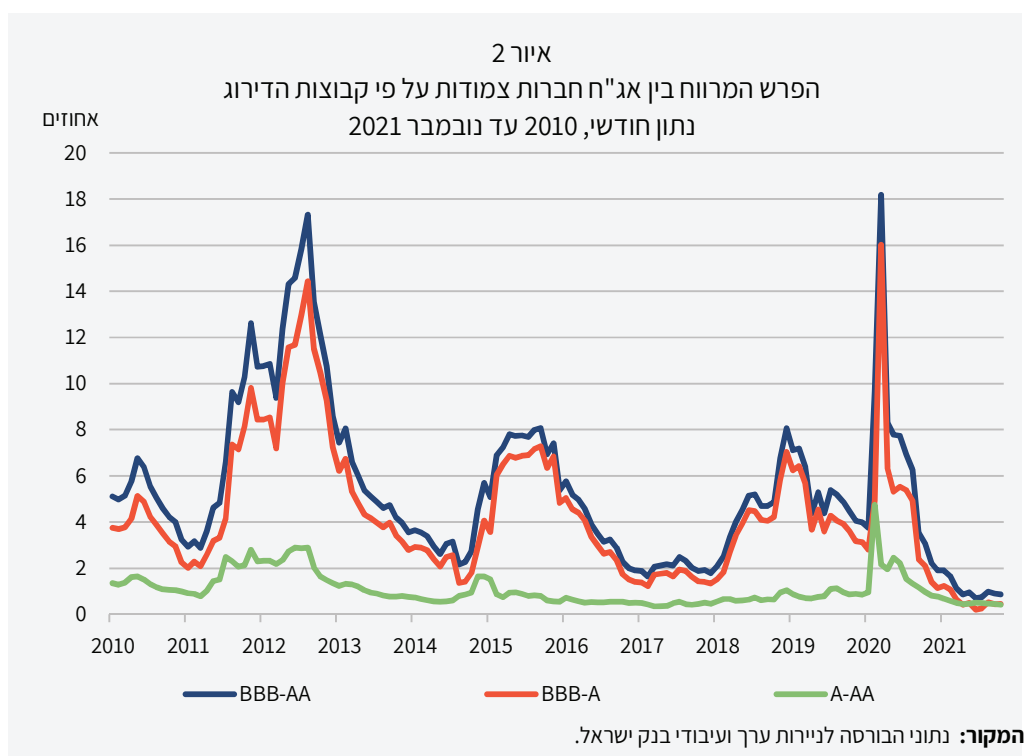
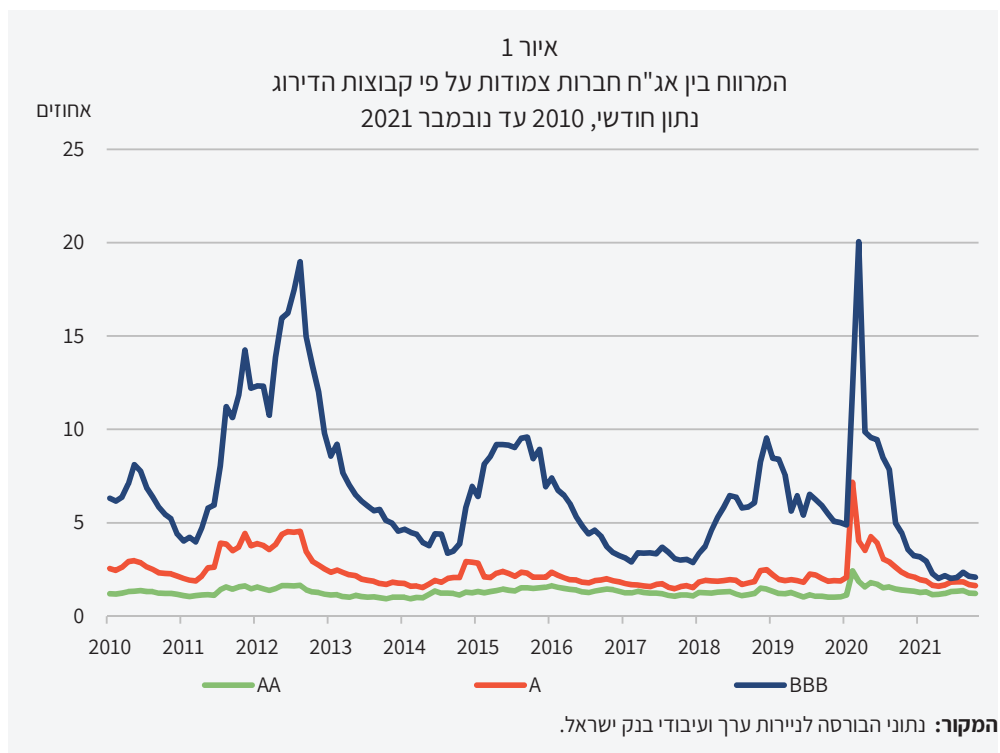
המרווחים בין התשואה של אג"ח החברות לזו של האג"ח הממשלתיות נמוכים כיום היסטורית (וזאת לאחר שהם עלו במשבר הקורונה ושוב לרמתם טרם המשבר; ראו איור 1). לשם הערכת מידת ההפרדה בין רמות הסיכון השונות נבחנו פערי המרווחים בין קבוצות דירוגים שונים¹²: דירוג AA, BBB, A- ו-AAA. בחינה של פער המרווחים בין הקבוצות (איור 2) מראה כי הפער בין כל שתי קבוצות נמצא בשפל היסטורי של 10 שנים. הממצא הזה מלמד שהמרווחים מבטאים חלקית את ההפרדה בין רמות הסיכון השונות של הדירוגים. על מצב דומה הצביעה בחינה של פער המרווחים לפי קבוצות דירוג בארה"ב.

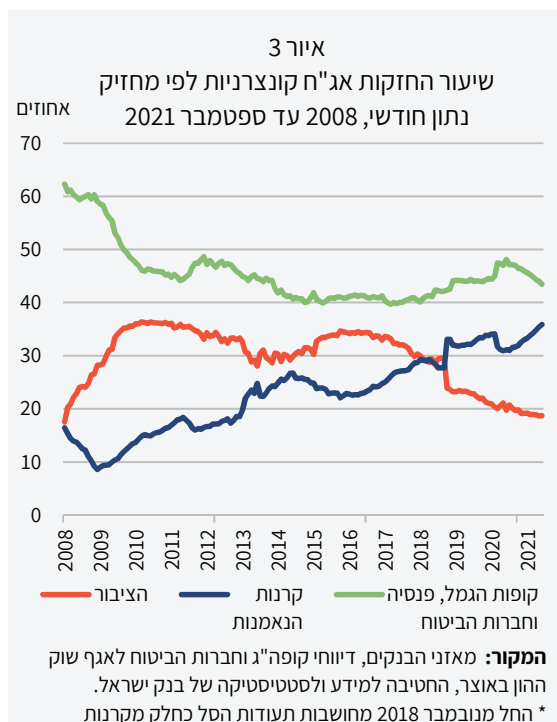
שחקניות בולטות בשוק אג"ח החברות הן קרנות הנאמנות, המשמשות מכשיר השקעה לציבור הרחב¹³. משבר הקורונה המחיש את הסיכון של ירידת מחירים חדה בשווקים, ובפרט בשוק אג"ח החברות. ירידת המחירים התרחשה במקביל לפדיונות מקרנות הנאמנות, שהן חשופות למשיכות מהירות הרבה יותר מאשר אפיקי חיסכון לטווח הבינוני-ארוך – קרנות פנסיה, תוכניות ביטוח מנהלים וקופות גמל. קרנות הנאמנות ספגו פדיונות נטו גבוהים (שהגיעו בשיא המשבר ל-45 מיליארד ש"ח), ואלה אילצו אותן למכור אג"ח (בכ-14 מיליארד ש"ח) כדי להנזיל נכסים. ככול שהקרנות מחזיקות בנכסים שנזילותם נמוכה הדבר יוצר לחץ על מחירי הנכסים, ובכך מחריף את הירידות בשווקים, וחוזר חלילה¹⁴. הגופים המוסדיים המנהלים חסכונות לטווח הבינוני-ארוך ניסו לנצל את ירידת המחירים ורכשו אג"ח, אך עשו זאת בסכומים קטנים, שלא קיזזו את המכירות של קרנות הנאמנות. הממצאים האמפיריים מהעולם והתנהגות קרנות הנאמנות והמשקיעים בהן במרץ 2020 בישראל מעלים את האפשרות שהפדיונות המהירים מקרנות הנאמנות תרמו להחרפת הפגיעה בשוק אג"ח החברות במהלך משבר הקורונה. (הרחבה ראו בתיבה "ההתפתחויות בשוק אג"ח חברות במהלך המשבר" בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2020).

¹² קבוצות הדירוגים נבחרו על פי היקף הכיסוי של השוק. הקבוצות מכסות כ-90% מסך האג"ח המדורגות. קבוצת הדירוג BBB כוללת גם סדרות בדירוג BBB- ו BBB+, קבוצת הדירוג AA כוללת גם סדרות בדירוג AA- ו AA+, הקבוצת דירוג A כוללת גם סדרות בדירוג A- ו A+.

¹³ Timothy K. Chue & G. Mujtaba Mian (2021) "Investor sentiment and mutual fund stock picking" Applied Economics Letters

¹⁴ Falato et al. (2021) "Fire-Sale Spillovers in Debt Markets" Journal of Finance





בחינת החזקותיהן של קרנות הנאמנות מראה שלאחר התאוששות בשנת 2020 מגמת העלייה בשיעור האג"ח הקונצרניות המוחזקות בידיהן נמשכה בשנת 2021 (איור 3). במחצית הראשונה של 2021 החזיקו קרנות הנאמנות כ-36% מסך האג"ח הקונצרניות (לשם השוואה: בארה"ב קרנות הנאמנות מחזיקות כ-30% מסך האיגרות האלה). גראם, וידר ומיכלסון (2021)¹⁵ מצאו כי צבירות מהירות בקרנות נאמנות המתמחות באג"ח תאגידיות תרמו להקצנת מגמות הסטייה מהמרווח החזוי, ששררו בשוק בעיקר בתקופה שאחרי משבר 2008. מכאן ששינוי בתנאי השוק אשר יגרום לירידות בשווקים עלול להניע משקיעים בקרנות למכור, ובכך להחריף את הפגיעה בשוק האג"ח, ולכן – במשקיעים בשוק זה ובחברות המתמנות באמצעותו.

המניות

מדדי המניות בישראל מאופיינים מתחילת שנת 2021 במגמת עלייה, ומדד ת"א 35 השלים עלייה של כ-26% (המשך לעלויות חדות עוד יותר באפריל עד דצמבר 2020). בחינה ענפית של מדדי המניות מראה שהעלייה הקיפה את רוב הענפים, בהובלת ענפי הנדל"ן, הבנקים, והנפט והגז. עקב עליית מחירי המניות נמשכת גם העלייה של מכפיל הרווח ארוך הטווח (איור 4). עליית מכפיל הרווח מצביעה על פער גדול ביחס לעבר בין מחירי הנכסים הפיננסיים לרווחי החברות. תמחור-מחדש של המניות (למשל כתוצאה משינויים בריבית ההיוון) יכול להביא לירידה חדה של המחירים, כפי שמתואר בחלק 3 של הדוח, העוסק בתרחישי סיכון עיקריים לכלכלה הגלובלית ובסיכון של התממשותם למשק הישראלי.

על רקע התנאים הפיננסיים הנוחים נמשך גל ההנפקות הראשוניות בשוק המניות גם בתקופה הנסקרת. בלט במיוחד מגזר הטכנולוגיה העילית, שהתאפיין בהנפקות של חברות היי-טק וגם בהנפקות של שותפויות מו"פ¹⁶. (במהלך השנה נרשמו בבורסה 97 חברות חדשות, בהן 55 חברות היי-טק ו-8 שותפויות מו"פ), ונוסף על כך הונפקה בבורסה חברת ספאק¹⁷ אחת, לראשונה בישראל. בחינה של שיעור החברות ההפסדיות¹⁸ (חברות בעלות רווח נקי שלילי בשנה שקדמה לשנת ההנפקה) מראה ששיעור שווי השוק של החברות הללו מתוך סך שווי השוק המונפק גבוה ביחס לשיעורו בשנים קודמות (איור 5). הרכב ההנפקות (שותפויות מו"פ וחברת ספאק) יחד עם שיעור גבוה של

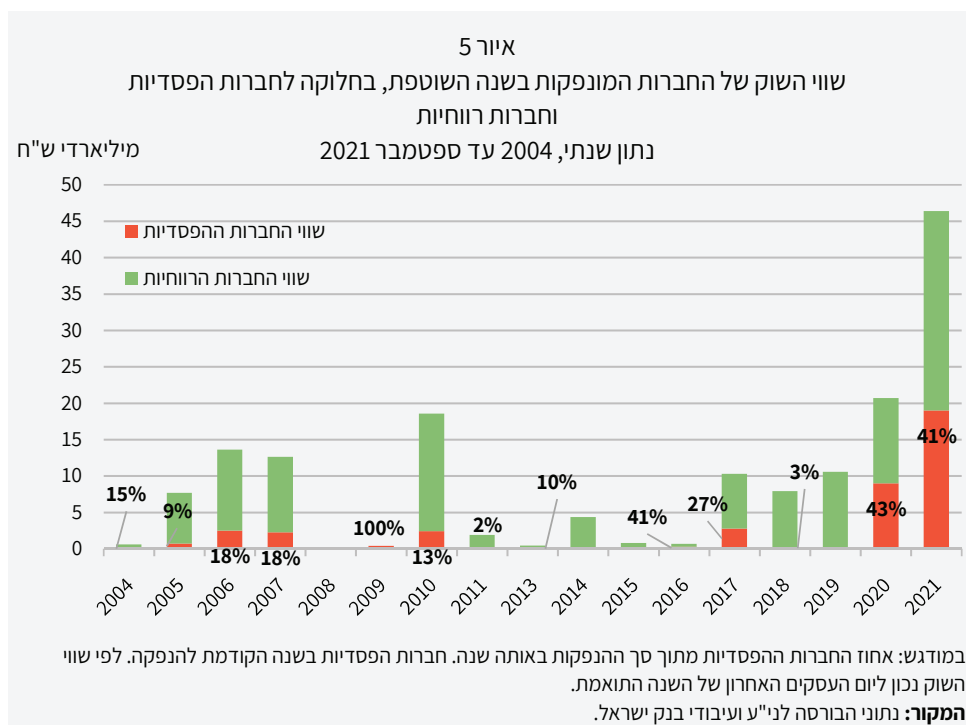
¹⁵ ראו מ' גראם-רוזן, ח' וידר ח' ונ' מיכלסון (2021), "הגורמים המשפיעים על מרווחי איגרות החוב התאגידיות" סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר בבנק ישראל.

¹⁶ הנפקה של יחידות השתתפות בשותפויות מחקר ופיתוח. מדובר במסלול חדש שהבורסה הציגה ב-2019, אשר לפיו ניתן להנפיק יחידות השתתפות בשותפויות מחקר ופיתוח באופן דומה להנפקות של יחידות השתתפות בשותפויות חיפוש גז ונפט.

¹⁷ חברות SPAC (Special Purpose Acquisition Company) הן חברות ללא פעילות, המגייסות כסף מהציבור במטרה למזג לתוכן פעילות קיימת על ידי רכישה של חברה פעילה.

¹⁸ בבדיקה של ביצועי החברות, שנערכה לאחר ההנפקה נמצא שאחרי שנתיים כ-60% מהחברות הציגו רווח חיובי.

חברות הפסדיות עלול להצביע על התגברות התיאבון-לסיכון של המשקיעים. ירידה בתיאבון לסיכון עלולה לגרום לירידה של מחירי הנכסים, שרמתם גבוהה היסטורית, כפי שעולה ממכפיל הרווח ארוך הטווח.



2.2.3 שוק הנדל"ן

שוק הדיור

משבר הקורונה לא פגע בביקוש לדירות, והחל מסוף שנת 2020 ניכר אף גידול של הביקושים בכל קבוצות הרוכשים; ייתכן כי דיווחי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה על ירידה חדה בקצב התחלות הבנייה ברבעון השני של 2020 תרמו לכך. רוכשי דירה ראשונה חזרו לרכוש דירות בשוק החופשי, בעקבות סיום התוכנית "מחיר למשתכן"; משפרי דיור חזרו לשוק – לאחר תקופה ארוכה שבה התקשו למכור את דירותיהם הישנות, ולכן ויתרו על רכישת דירה חדשה¹⁹; רכישות המשקיעים הומצו על ידי הורדת שיעור מס הרכישה על דירות להשקעה בסוף יולי 2020²⁰. ב-30/10/2021 הכריזה הממשלה על העלאת שיעור מס הרכישה על משקיעים לרמה שנקבעה ביוני 2015, וב-28/11/2021 נכנסה העלאת המס לתוקף. הציפיות להעלאת שיעור המס גרמו לזירוז ניכר של רכישות המשקיעים עוד לפני חודש נובמבר²¹; העלאה מחודשת של המס צפויה לצנן את ביקושם, כפי שמלמד ניסיון העבר.

פגיעתו של המשבר בהיצע של הטווח הקצר הייתה מצומצמת יחסית, לאור החרגת ענף הבנייה ממגבלות הסגרים, והתבטאה בירידה מינורית של 1.3% בלבד בהתחלות הבנייה בשנת 2020 ביחס ל-2019. נתוני הלמ"ס לשלושת הרבעונים הראשונים של 2021 מצביעים על עלייה של 4.5% בהתחלות הבנייה לעומת התקופה המקבילה ב-2020; הקצב השנתי עומד על כ-56.1 אלף יחידות דיור, והוא אף עשוי להתעדכן כלפי מעלה, שכן קצב הנפקת היתרי הבנייה היה גבוה יותר. המשבר גרם להתארכות

¹⁹ ראו למשל ניתוח בפרק שוק הדיור, דוח בנק ישראל 2019, ע' 156–158.

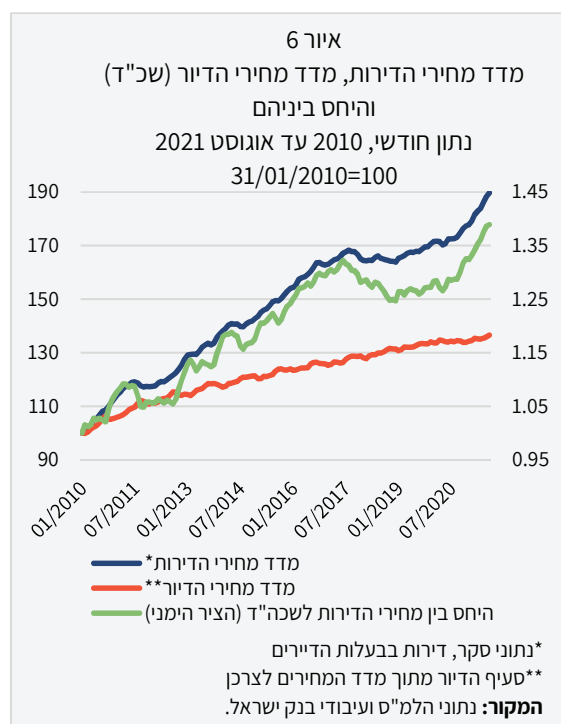
²⁰ עם זאת, חלק לא מבוטל מרכישות המשקיעים מיוחס לחברות להשכרה ולקרנות נדל"ן (רי"טים), ולכן אינו קשור לשינויים במיסוי על יחידים.

²¹ בשנת 2015 המצב היה שונה: העלאת המס הייתה לא צפויה ומהירה, כדי לצמצם את זמן התגובה של המשקיעים. (ניתנה התראה של יומיים בלבד). עם זאת חודש יוני 2015 בולט בהיקפן החריג של רכישות המשקיעים.

משך הבנייה בכחודשיים בממוצע בשנת 2020 לעומת 2019, וכתוצאה מכך היקף סיומי הבנייה בשנת 2020 היה נמוך ב-5.8% מאשר בקודמתה; תופעה זו נמשכת גם בשנת 2021.

עליית הביקוש נענתה חלקית על ידי ההיצע, כפי שהתבטא בעלייה של מספר העסקאות בדירות ושל המחירים. זאת על רקע צמצום מלאי הדירות החדשות שנותרו למכירה²² ועלייה חדה של מחירי התשומות בבנייה, משום שהמשבר העולמי הביא להתייקרות חומרי הגלם ועלויות ההובלה. קצב עליית מחירי הדירות ב-12 החודשים האחרונים עמד באוקטובר 2021 על 10.6%. עליית מחירי הדירות חרף המשבר היא תופעה עולמית. עפ"י ניתוח קרן המטבע, זו התפתחה על רקע הרחבה מוניטרית, שבין היתר הוזילה את המשכנתאות, שינויים בדפוסי הצריכה, עליית ההכנסה הפנויה של משקי הבית, וגידול הביקוש לנכסי דיור מרווחים; זאת לצד התגברות קשיחות ההיצע כתוצאה מהמשבר, כולל פגיעה בשרשראות האספקה והתייקרות של חומרי בנייה ועבודה, זאת בנוסף למגבלה המבנית הקיימת של כמות היתרי בנייה מצומצמת באזורים מטרופוליניים מסביב לעולם²³. קצב העלייה השנתי בישראל, נכון לאמצע שנת 2021, היה גבוה בכנקודת האחוז מהממוצע של מדינות גוש האירו, אך נמוך בכ-4.5 נקודות האחוז מהממוצע של מדינות ה-OECD²⁴.

קצב עליית מחירי הדירות החדשות ב-12 החודשים האחרונים עמד באוקטובר 2021 על כ-11.5%, בלוויית עלייה חדה של מספר הדירות החדשות שנמכרו²⁵. זאת על רקע ירידה חדה של חלק הדירות המוזלות בסך הדירות החדשות שנמכרו ועליית מחירי התשומות. בשנת 2021 עלה מדד מחירי התשומות בבנייה למגורים ב-5.6%, לעומת עלייה של מחצית האחוז בלבד בשנת 2020.



עליית מחירי הדירות מאז פרוץ משבר הקורונה הייתה מהירה הרבה יותר מעליית מחירי השכירות (איור 6). התפתחות זו של מחירי הדירות ביחס למחירי השכירות מעלה שאלה: האם הפער בין עליית מחירי הדירות לעליית מחירי השכירות יכול להתקיים לאורך זמן? פער זה יכול להצטמצם כתוצאה מירידת מחירי הדירות או כתוצאה מעליית מחירי השכירות. עליית מחירי השכירות נראית כתרשיש סביר בטווח הקצר – תוצאה של התפתחות הביקוש וההיצע: ראשית, על רקע סיום התוכנית "מחיר למשתכן" וכתוצאה מכך שתוכנית "מחיר מטר 2.1" מציעה הנחה מצומצמת יותר (עד 300 אלף ש"ח בלבד), עליית מחירי הדירות תרחיק מרכישת דירה משקי בית שאין באפשרותם לצבור הון עצמי מספיק ו/או לעמוד בתשלומי משכנתה, ובכך תעלה את הביקוש לשכירות; שנית, כתוצאה מהתפתחות לא אחידה של מחירי הדירות ומחירי השכירות, התשואה השוטפת על דירות להשקעה נמוכה יחסית, במיוחד באזורי הביקוש, שבהם עלו מחירי הדירות בקצב מהיר²⁶. שוק השכירות המוסדי לטווח ארוך עדיין אינו מפותח דיו בישראל, למרות התעוררותו לאחרונה, שפירותיה יבשילו רק בעוד כמה שנים²⁷.

²² זאת משום שהעלייה במכירת דירות חדשות הייתה מהירה מזו של התחלות הבנייה. כמו כן הייתה ירידה חדה בעודפי הדירות של התוכנית "מחיר למשתכן" שלא היה להן ביקוש מצד זוכי התוכנית, ולפיכך הן הוצאו למכירה ללא הגרלה לחסרי דירה ומשפרי דיור. מלאי זה ירד מכ-1.4 אלף במאי 2020 ל-136 דירות בלבד בסוף דצמבר 2021, כולן בפריפריה הרחוקה, רובן (80%) בירושם ודימונה.

²³ להרחבה ראו תיבה 1.1 ב-WORLD ECONOMIC OUTLOOK של קרן המטבע, אוקטובר 2021, ובפרק הראשון של GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT של קרן המטבע, אוקטובר 2021.

²⁴ נתוני הרבעון השני של 2021 הם הנתונים העדכניים ביותר על מדינות ההשוואה. מקור הנתונים: OECD, <https://data.oecd.org/price/housing-prices>.
htm

²⁵ בינואר-אוקטובר 2021 נרשמה עלייה בת כ-33% במכירת דירות חדשות בהשוואה לחודשים המקבילים ב-2020 ועלייה בת כ-64% בהשוואה לחודשים המקבילים של 2019.

²⁶ ייתכן שעקב העדר תיירים מחו"ל בגלל משבר הקורונה חלק מדירות להשכרה קצרת טווח כמו Airbnb וחדרים בחלק מהמלונות הושכרו לישראלים, דבר שמיתן את קצב עליית המחירים באזורים מסוימים, אך אין בידינו נתונים כדי להעריך השפעה זו.

²⁷ לאחר שבשנת 2020 שיווקה רמ"י קרקעות רק לשני פרויקטים להשכרה בהיקף של כ-300 יח"ד בלבד, בשנת 2021 היא שיווקה קרקעות ל-2.1 אלף יח"ד להשכרה. לאחרונה אושרו בוועדת הכספים תיקונים לחוק עידוד השקעות הון שמטרתם לעודד שוק שכירות מוסדית ארוכת טווח.

ההסתברות לירידת מחירי הדירות בטווח הקצר נראית כיום נמוכה. האטה בשיווקי הקרקעות על ידי רמ"י בשנת 2020 בעקבות המשבר תשפיע על היצע הדירות החדשות בשנים קרובות²⁸, וזאת למרות האצת השיווקים ב-2021. יתירה מכך, לגבי חלק מהקרקעות שרמ"י שיווקה בשנת 2021 קיימים חסמים, ועל חלקן לא ניתן לבנות מייד²⁹. על רקע הירידה בשיווקים החל משנת 2020 ועד להרכבת הממשלה החדשה ואישור התקציב נרשמה לאחרונה עלייה חדה של מחירי הקרקעות במרכזי רמ"י, גם באזורים שאינם נחשבים לאזורי הביקוש. עליית מחירי הקרקעות עלולה להתבטא בעליית מחירי הדירות בעתיד. עלייה חדה במחירי המניות של חברות בנייה ציבוריות ועלייה בת 24% של מדד המניות של ענף הבינוי והנדל"ן בדצמבר 2021 לעומת רמתו לפני פרץ המשבר בארץ (פברואר 2020) עשויות ללמד שגם ציבור המשקיעים בשוק ההון צופה המשך עלייה של מחירי נכסי הנדל"ן.

עליית מחירי הקרקעות במרכזי רמ"י לוותה על ידי גידול מהיר באשראי הבנקאי לענף הבינוי והנדל"ן שחלקו ניתן לרכישת אותן קרקעות בשיעורי מימון גבוהים בהשוואה לעבר. שיעורי המימון הגבוהים בהלוואות לרכישת קרקעות מגדילים את רגישות היזמים לשינויים במחירי הדירות בעתיד. בפיקוח על הבנקים זיהו את הגדלת תיאבון הסיכון של הבנקים וירידה באיכות החיתום והוציאו בסוף דצמבר 2021 מכתב לתאגידים הבנקאיים בדרישה לבחון את הסטנדרטים בהם ניתן לאחרונה אשראי מסחרי בכלל ואשראי לענף הבינוי והנדל"ן בפרט ולהתאים את ההפרשה הקבוצתית בגין תיק האשראי המסחרי לעלייה ברמת הסיכון.

בתחילת נובמבר הציגה הממשלה תוכנית לעצירת עלייתם של מחירי הדירות, הכוללת צעדים מהותיים להגדלת ההיצע – בהם יעדי תכנון ושיווק מוגברים לארבע השנים הבאות, הקצאת מימון להסרת חסמי בנייה ולפיתוח תשתיות, עידוד בנייה בקרקעות פרטיות וזירוז תהליכים בירוקרטיים. אך צעדים אלה, אם ייושמו, יניבו תוצאות רק בטווח הבינוני-ארוך. התחדשות עירונית היא המקור העיקרי להרחבת היצע הדירות באזורי הביקוש, אך היא מתקדמת באופן הדרגתי, למרות שיפור ניכר בשנים האחרונות, המתבטא בגידול מספרם של היתרי הבנייה שניתנו למיזמים אלה (במרכז הארץ) ובקיצור משך התכנון³⁰. עם זאת, פסק דין תקדימי העוסק בחישוב היטל ההשבחה בפרויקטים של פינוי-בינוי, שנתן לאחרונה בית המשפט המחוזי בתל אביב, עלול לפגוע ברווחיות של אותם פרויקטים³¹, ולכן גם בכדאיותם. בזמן הקרוב יתחיל, בהובלת הרשות להתחדשות עירונית, ביצוע תוכנית ניסיונית, אשר תפנה חלק מההכנסות משיווק קרקעות בכמה ערים נבחרות לסבסוד תוכניות פינוי-בינוי באותן ערים, אם יתברר שתוכניות אלה אינן כדאיות כלכלית ליזמים.

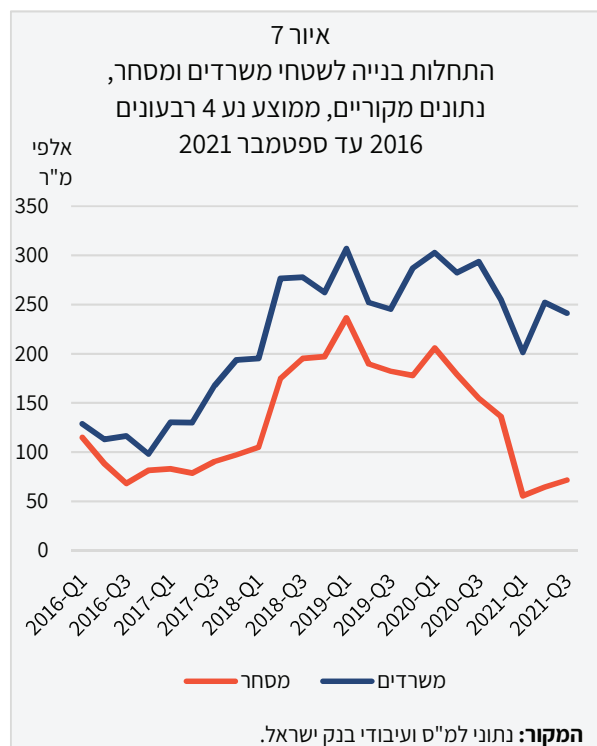
²⁸ מיעוט השיווקים לא בהכרח מצביע על הדלדלות המלאי התכנוני. אמנם בשנת 2020 נרשמה ירידה באישור התוכניות במנהל התכנון בעקבות משבר הקורונה, אך בוועדות המחוזיות ובוותמ"ל אושרו למעלה מ-95 אלף יח"ד. זאת נוסף על קרוב ל-300 אלף יח"ד שאושרו בשנים 2018–2019. הבעיה היא חוסר סנכרון בין אישור תוכניות הבנייה לבין פיתוח תשתיות, כך שלא ניתן ליישם את התוכניות בתוך זמן קצר, ולפיכך לא ניתן לשווק את הקרקע.

²⁹ מכשולים אלה כוללים העדר תשתיות חיוניות או התניות מגוונות, כגון שינוי גבולות מוניציפליים, אישור התוכנית במסדות התכנון, פינוי פולשים, פדיון קרקעות ופתרון סוגיות משפטיות נוספות.

³⁰ לניתוח ביצועי התוכנית והערכתה ראו מ' שחק, "סוגיות בהתחדשות עירונית – לקראת דיון ברפורמה המוצעת בהתחדשות העירונית בפרק ד' של הצעת חוק התוכנית הכלכלית", מרכז המחקר והמידע של הכנסת, אוקטובר 2021. באשר לתופעת "הדייר הסרבן" מצא המחקר כי זו אינה אחת הסיבות העיקריות לחסמי ביצוע פרויקטים, ולכן ספק אם הורדת שיעור ההסכמה הנדרש מ-80% מבעלי הדירות ל-66% תועיל להתקדמות הפרויקטים.

³¹ פסק דין זה קובע כי יש לחשב את היטל ההשבחה על פי ההפרש בין שווי כל הדירות הקיימות לפני אישור התוכנית (הדירות המיועדות להריסה) לבין שווין של כל הדירות שייבנו על פי התוכנית, כולל הדירות הנוספות שהיזם ימכור כדי להרוויח מביצוע הפרויקט. עד מתן פסק דין זה היטל ההשבחה חושב רק ביחס לדירות החדשות שיקבלו דיירי הפרויקט תמורת הדירות שיהרסו.

שוק הנדל"ן המניב



באשר לשוק הנדל"ן המניב ההערכות לגבי אפשרות של פגיעה חמורה נוכח משבר הקורונה לא התממשו. גידול ניכר של ההוצאות על צריכה פרטית מעיד שהציבור הישראלי חזר לבקר במרכזי הקניות והבילויים. כמו כן עבודה מהבית לא הפכה לנומרה, ועובדים רבים חזרו למשרדיהם, גם אם לא לשבוע עבודה מלא (עבודה היברידית); נוסף על כך צמיחה של ענף ההיי-טק העלתה את הביקוש לשטחי משרדים. על פי נתוני חברת CBRE³², תפוסת מבני המשרדים ברבעון השלישי של 2021 הייתה במרבית הערים דומה לזו שברבעון השלישי של 2019 (טרם פרץ משבר הקורונה העולמי), ושיעורי התפוסה היו 92%-95% בתל אביב, הרצליה ורמת גן ומעל 84% בשאר הערים הנסקרות. בשטחי המסחר המצב דומה, למעט ירידה מסוימת בתל אביב, רמת גן והרצליה, אך גם לאחר הירידה התפוסה עומדת שם על 87% עד 90%. ברבעונים האחרונים נרשמה ירידה חדה בהתחלות הבנייה לשימושים אלה, ורק ברבעון השני של 2021 ניכרת התאוששות (איור 7).

2.3 האשראי - היקפו ורמת סיכנו

המגזר העסקי הלא פיננסי

מגזר משקי הבית

2021:2



2021:1



2.3.1 המגזר העסקי הלא-פיננסי

- החוב של המגזר העסקי התרחב בשנה האחרונה בקצב גבוה, תוך עלייה מתמשכת של החשיפה לענפי הנדל"ן והבינוי.
- מסתמנת ירידה של הסיכון להפסדים משמעותיים באשראי המסחרי הבנקאי; מרווחי התשואה על האג"ח נמוכים במרבית הענפים, לרבות בענפי הנדל"ן והבינוי.
- ההתאוששות במגזר העסקי אמנם משמעותית, אך אינה אחידה. חלק מהעסקים הקטנים והבינוניים וענפי המשק שספגו פגיעה משמעותית במשבר טרם התייצבו.

³² Coldwell Banker Richard Ellis – חברה אמריקאית גלובלית לשירותי נדל"ן מניב והשקעות. החברה סוקרת התפתחויות בתחום הנדל"ן המניב במדינות רבות; בישראל ההתייחסות היא לערים הבאות: תל אביב, רמת גן, הרצליה, רעננה, פתח תקווה, נתניה, רחובות, לוד, חיפה וירושלים. לדוח האחרון שפורסם ראו <https://www.cbre.co.il/en/research-and-reports/Tel-Aviv-Office-MarketView-Q3-2021>

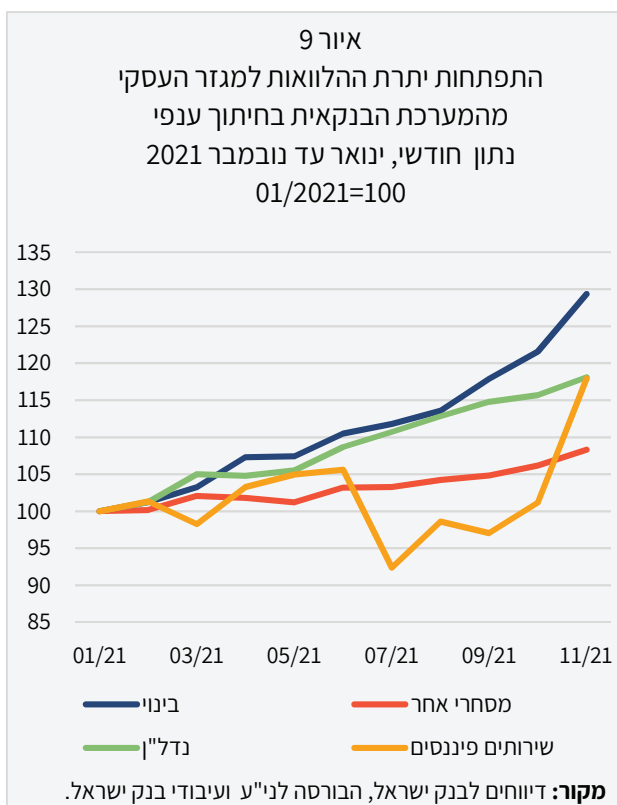
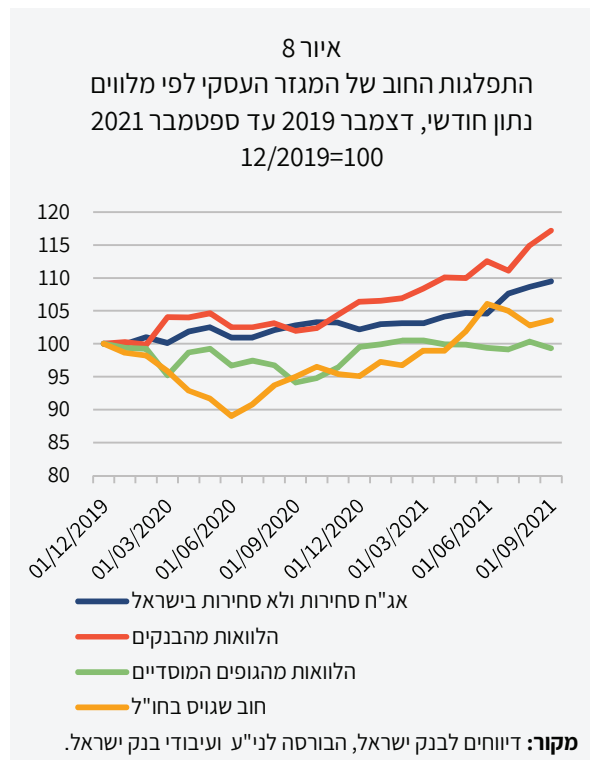
המגמות באשראי

החוב של המגזר העסקי בכללותו גדל במהלך 12 החודשים האחרונים (עד נובמבר 2021) ב-12.6% (1,096 מיליארד ש"ח נכון לחודש נובמבר) החוב של המגזר העסקי ביחס לתוצר גדל בשיעור שנתי של 5.6% מאז אשתקד (73.26%), אך הוא עדיין נמוך ביחס למדינות מפותחות אחרות. יתרת האשראי הבנקאי מתרחבת מאז תחילת השנה בקצב גבוה יותר מאשר יתרת האשראי החוץ-בנקאי (איור 8), ומהווה כ-52.1% מהאשראי העסקי. נרשמה עלייה בחשיפה לענפי הבינוי ופעולות הנדל"ן; שיעור החוב של ענפים אלה בסך החוב העסקי עלה לכ-27%, לעומת כ-25% אשתקד.

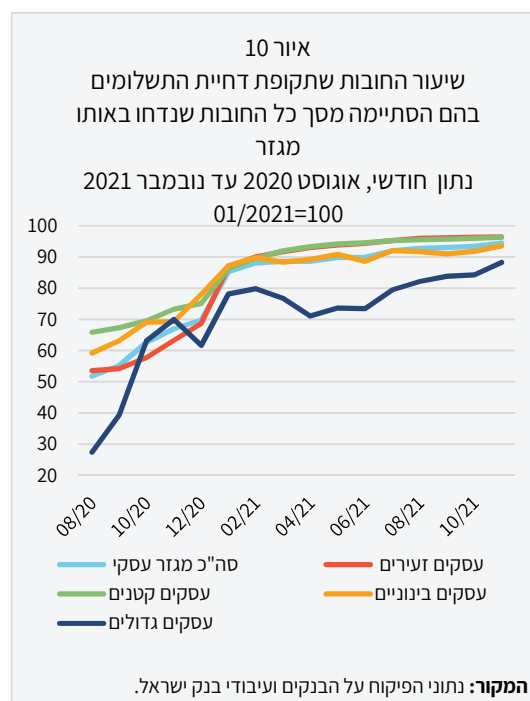
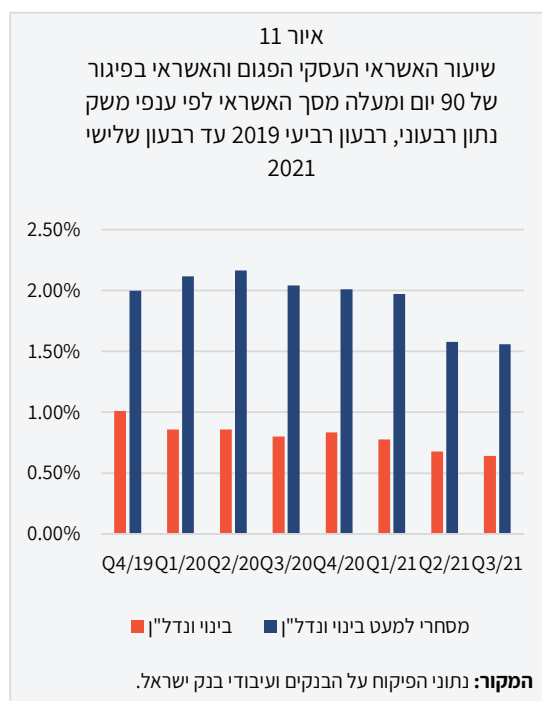
האשראי הבנקאי

האשראי של המגזר העסקי מהמערכת הבנקאית (כ-46% מסך האשראי הבנקאי) התאפיין במהלך שנת 2021 בצמיחה ניכרת (נכון לחודש נובמבר – 15.5% לעומת אשתקד). עיקר הצמיחה נבע ממגזרי העסקים הגדולים (16.8%) והבינוניים (17.8%). שיעורו של האשראי למגזר העסקים הגדולים בירתת האשראי העסקי שהועמד בשנת 2021 הוא כ-46%. האשראי לענפי הבינוי והנדל"ן מהווה, נכון לחודש נובמבר, 37.1% מתיק האשראי העסקי. בחודשים האחרונים מואץ גידול האשראי לענפים אלה, במקביל להוראת השעה המאפשרת הגדלה של החשיפה הבנקאית לשיעור כולל של 24% (חוזר המפקחת על הבנקים מיום 12.1.2020). נכון לחודש נובמבר שיעור הגידול בענפים אלו ביחס ליתרתם בתחילת השנה עמד על 29.4% בבינוי ו-18.1% בנדל"ן (איור 9). מרבית העלייה של האשראי הבנקאי לענפים אלה הייתה באשראי לעסקים גדולים.

הסיכון הגלום בתיק האשראי העסקי בבנקים מסתמן כנמוך, לרבות בענפי הנדל"ן והבינוי. שיעורם של האשראי הפגום והאשראי בפיגור של 90 יום ומעלה בסך האשראי הבנקאי ירד בכל הענפים (לפי הדוחות הכספיים לרבעון השלישי של השנה, איור 11). לצד זאת, הבנקים הכירו בהכנסות בגין הפרשות להפסדים שבוצעו בתחילת משבר הקורונה, ושיעור האשראי העסקי שהחזירו בדחייה, על פי מתווי הסיוע ללקוחות הבנקים מחודש אפריל 2020, הולך ופוחת. שיעור החובות שתקופת דחיית תשלומיהם הסתיימה מסך החובות שנדחו במגזר העסקי עמד בחודש נובמבר על כ-94%.

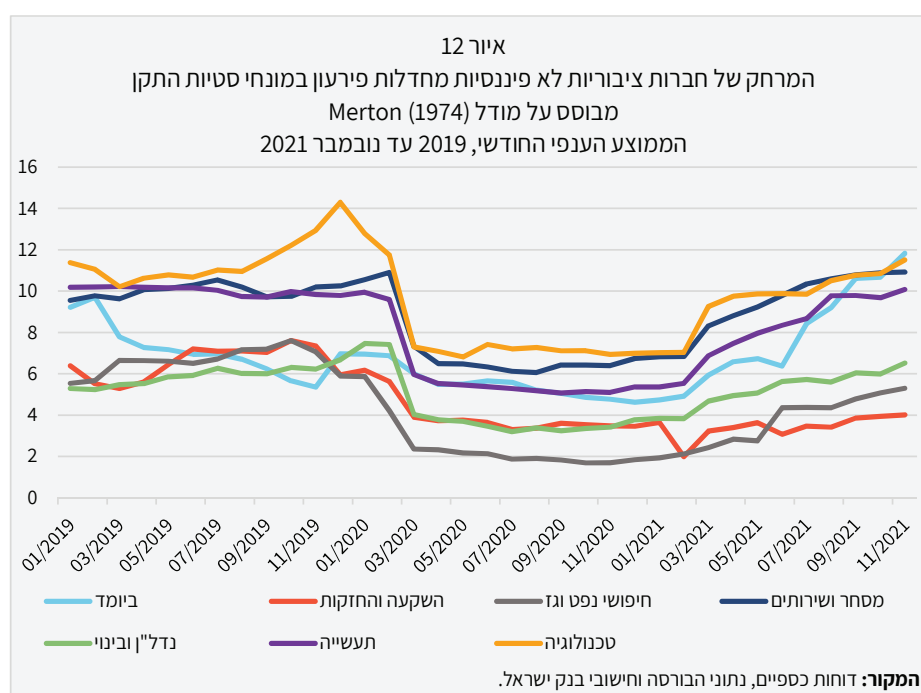


הבנקים מדווחים על שיעור קטן של הלוואות שמועד דחייתן עבר ותשלומיהן בפיגור. המגזר שבו שיעור החובות בדחיית תשלומים נותר הגבוה ביותר הוא מגזר העסקים הגדולים (איור 10). בתוך כך, הריבית הממוצעת לעסקים ממשיכה להיות נמוכה מזו שלפני המשבר.



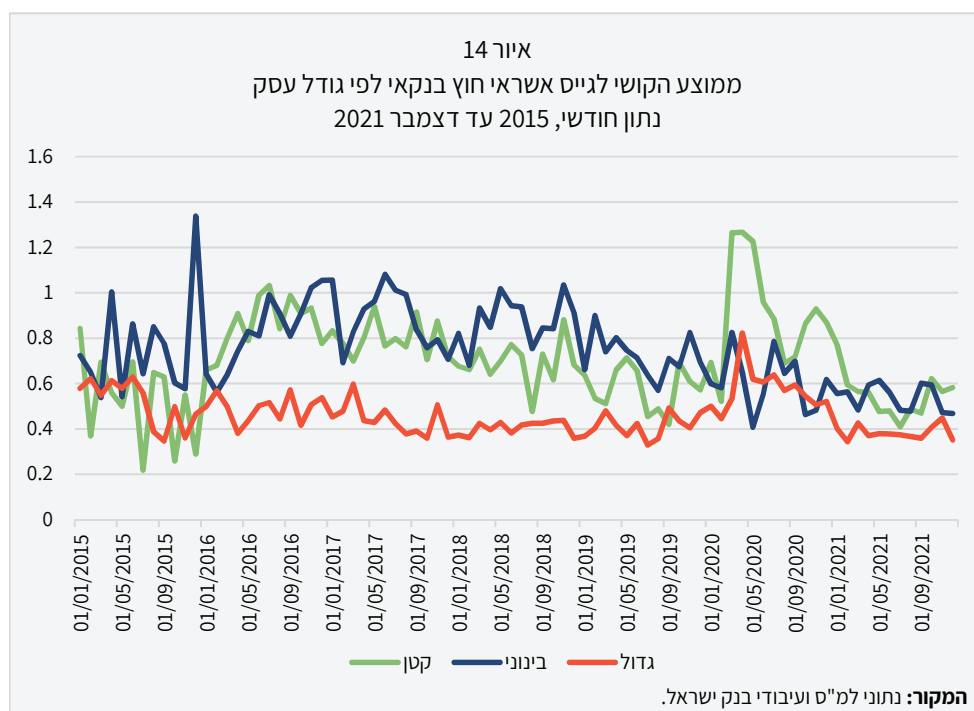
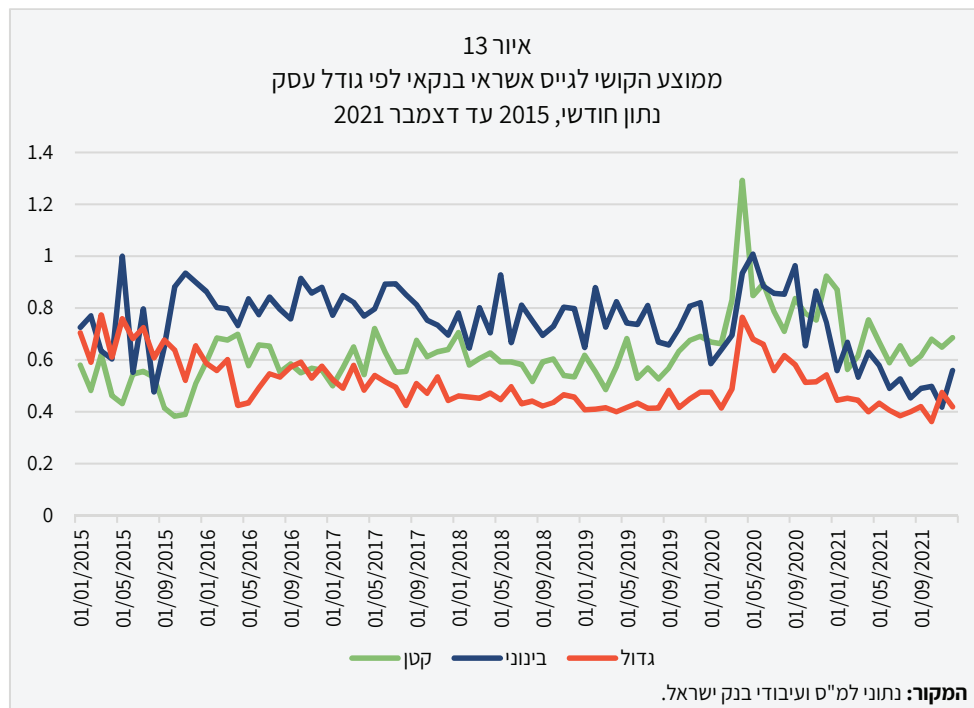
האשראי החוץ-בנקאי

בשנת 2021 התרחבה פעילותן של החברות החוץ-בנקאיות למתן אשראי, ובכלל זה לחברות בינוניות וקטנות בענף הנדל"ן. (ראו תיבה 4.2) התמונה העולה מדיווחי חברות ציבוריות למתן אשראי חוץ-בנקאי היא שסיכון האשראי נמוך. מרווחי התשואה באג"ח החברות ירדו במידה משמעותית מאז שיא המשבר במרץ 2020, וברוב הענפים הם הגיעו לרמותיהם לפני פרץ המשבר. מרבית האג"ח בשוק הונפקו על ידי חברות בענף הנדל"ן והבינוי (78% במונחי שווי השוק). המרווחים באשראי המועמד לענפים אלה נמוכים (ראה גם, פרק מחירי הנכסים בדוח זה). ממוצע המרווחים הגבוה ביותר הוא בענף ההשקעות וההחזקות (נתוני חודש נובמבר). חישובי בנק ישראל להערכת חוב הבוחרים את המרחק של חברות ציבוריות לא פיננסיות מחדלות פירעון בהתבסס על מודל Merton (1974) מעלים כי במרבית הענפים שנת 2021 מתאפיינת במגמת שיפור לעומת קודמתה. בענף ההשקעות וההחזקות החוב טרם חזר לרמות שלפני המשבר (איור 12).



עסקים קטנים ובינוניים

בהחלטת הריבית מיום 5 ליולי 2021 החליטה הוועדה המוניתרית על סיום התוכנית למתן הלוואות לטווח ארוך למערכת הבנקאית, כנגד הלוואות שניתנו לעסקים קטנים וזעירים, ב-1 באוקטובר 2021 או בתום ניצול של 40 מיליארד דולרים בתוכנית. נכון לסוף יוני 2021, הוקצו למערכת הבנקאית 40 מיליארדי ש"ח בהלוואות מוניתריות לשם העמדת אשראי לעסקים קטנים. נמשך הניצול בקרנות הממשלתיות לתמיכה בעסקים קטנים ובסיכון, אך ניכרת מגמת התייצבות ואף ירידה. הניצול הוא בעיקר בקרן לעסקים קטנים ובקרן לעסקים קטנים בסיכון מוגבר, ומשקלו של הענף בתי מלון, הארחה ואוכל בקרן לעסקים קטנים בסיכון מוגבר גדול במיוחד. על פי דיווחי החברות הציבוריות ענף המלונאות טרם חזר לשיעורי הרווח שלפני המשבר, וגם לפי סקר המגמות נמשכים קשיי המימון בענף המלונאות. בבחינה לפי גודל העסק ניכרת מגמת חזרה כללית לרמות ששררו לפני המשבר (איורים 13 ו-14). בחינה ענפית מלמדת שמגבלות האשראי בעסקים הבינוניים עדיין גבוהות בענפי הבינוי, השירותים



והתעשייה. עם המשכונות מצב התחלואה, סיום מרבית תכניות הסיוע הממשלתיות והתכניות המוניטריות שהפעיל בנק ישראל, עסקים שלא הצליחו לבצע התאמות למציאות המשתנה ולא יצליחו להראות שיפור ניכר במצבם, ובפרט בענפים החשופים למשבר הקורונה, נמצאים בסיכון גבוה להגיע לחדלות פירעון³³ (וראו גם תיבה 4).

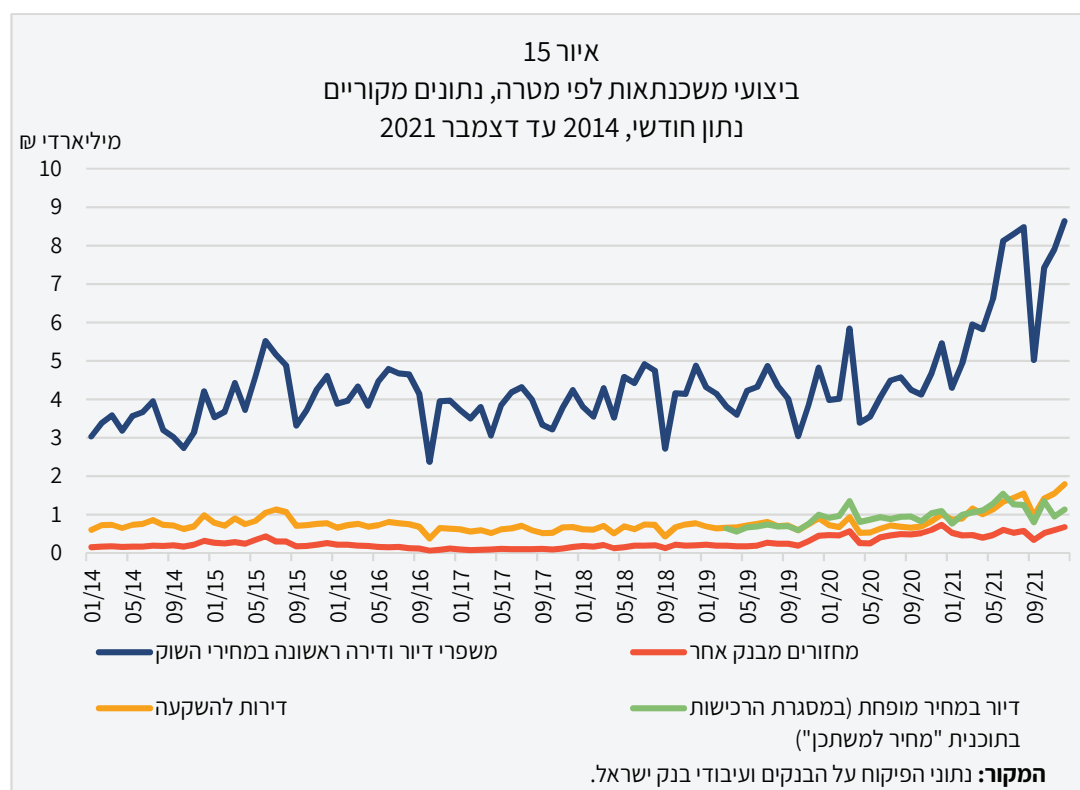
2.3.2 מגזר משקי הבית

בסוף נובמבר 2021 עמדה יתרת האשראי של מגזר משקי הבית על 682 מיליארדי ש"ח, מהם 471 מיליארד ש"ח (69%) אשראי לדיור. היציאה ממשבר הקורונה לוותה בגידול מהיר של ביצועי המשכנתאות, התואם גידול של מספר העסקאות בשוק הדיור; בינואר-נובמבר 2021 גדלה יתרת אשראי זה ב-12.9%. האשראי שלא לדיור גדל בתקופה זו ב-9.2% על רקע שינוי המדיניות של הממשלה בהתמודדות עם נגיף הקורונה שהתבטא בהימנעות מהסגרים מאז אמצע פברואר 2021.

האשראי לדיור

המשכנתאות מהבנקים מהוות 96% מסך האשראי לדיור. בינואר-נובמבר 2021 גדלה יתרת האשראי לדיור מהבנקים ב-13.9%, בעוד שיתרת האשראי לדיור מגופים מוסדיים קטנה ב-7.3%.

בעקבות עליית הביקושים בשוק הדיור וגידול של מספר העסקאות גדלו הביצועים החודשיים של משכנתאות חדשות, בעיקר לרוכשי דירה ראשונה בשוק החופשי (לא במסגרת התוכנית "מחיר למשתכן") ולמשפרי דיור (איור 15). בשנת 2021 העמידה המערכת הבנקאית משכנתאות חדשות בסך כ-116.1 מיליארדי ש"ח (לעומת 68 מיליארדי ש"ח בשנת 2019 ו-78 מיליארד ש"ח בשנת 2020). היקף הביצועים הגיע לשיא של 12.22 מיליארדי ש"ח בדצמבר.



³³ ראה דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של שנת 2021.

ביטול המגבלה על חלק הריבית הצמודה ל"פריים" שנכנס לתוקף במהלך ינואר עבור נוטלי משכנתאות חדשות והחל מסוף פברואר עבור מחזורי משכנתאות הגדיל את חלקו של מסלול זה בביצועים, אך במידה מצומצמת: בכלל ההלוואות החדשות לדיור התייצב חלק זה בחודשים האחרונים על כ-42% ובמחזורי המשכנתאות אף על פחות. כן נראה גם שגדל משקל המשכנתאות החדשות בריביות הלא צמודות על חשבון המסלולים של הריביות הצמודות – כנראה לנוכח הציפיות להתגברות האינפלציה. בריביות הלא צמודות נשמרת יציבות, לעומת ירידה ניכרת של הריביות הצמודות, בהתאם להתפתחות הביקושים למסלולים אלה.

אומדן לגודל המשכנתה הממוצע הגיע לשיא של 954 אלף ש"ח ביולי. מגמות ארוכות טווח במדדי הסיכון המקובלים – שיעור המשכנתאות עם שיעור מימון גבוה מ-60% ושיעור המשכנתאות עם שיעור החזר חודשי ממוצע בין 30% ל-40% – ממשיכות להצביע על עלייה בסיכונים. עם זאת, שיעור החזר המשכנתה הממוצע, נותר כרבע מהכנסתו של משק בית.

ההתאוששות המהירה של המשק ושל שוק העבודה הובילה את הבנקים לצמצם את יתרות ההפרשה להפסדי אשראי בתחום המשכנתאות במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2021; יתרות אלה גדלו בחדות בשנה הקודמת עם פרוץ משבר הקורונה. שיעור המחיקות עד כה נמוך מאוד, גם בהשוואה לשנים שלפני המשבר. הרמה הנמוכה של המחיקות מוסברת, ככל הנראה, בהסדר של דחיית תשלומי המשכנתאות, אשר איפשר למשקי בית שנפגעו להתמודד עם התקופה הקשה עד לשיפור מצבם הכלכלי. נכון לסוף נובמבר 2021, ב-9.3% מתוך יתרת המשכנתאות שהתשלומים בגין נדחו טרם חודשו התשלומים המלאים, וכ-2.2% מסך יתרת החוב לדיור נמצאת בדחיית תשלומים חלקית. מתוך המשכנתאות שהתשלומים בגין עדיין בדחייה ב-5.5% הפיגור מגיע ל-30 יום או יותר. נוסף על כך, כ-2.1% מהמשכנתאות שדחיית התשלומים בגין הסתיימה מוגדרות גם הן כחובות בפיגור של 30 יום או יותר. עם זאת, שיעור החובות שבפיגור של 30 יום ומעלה בסך האשראי לדיור הוא כיום נמוך מאשר בשנים שלפני פרוץ המשבר (כ-1.1% בלבד בסוף הרבעון השלישי של 2021 לעומת 1.55% בשנים 2018–2019).

האשראי שלא לדיור

לעומת הגידול המהיר של יתרת האשראי לדיור, יתרת האשראי שלא לדיור גדלה במתינות לאחר ירידה חדה בשנת 2020, אך גידולה הואץ בחודשים האחרונים, ורמתה בסוף נובמבר 2021 הייתה גבוהה ב-5% מאשר לפני המשבר. בעוד שיתרת האשראי מהבנקים גדלה בשיעור מתון יחסית (5% מתחילת השנה עד סוף נובמבר), יתרות האשראי מחברות כרטיסי האשראי ומהגופים המוסדיים צמחו בקצב גבוה (7.8% ו-40.9%, בהתאמה), אך רוב האשראי הצרכני עדיין מוענק על ידי הבנקים (73%). לגידול האשראי הצרכני תרמו פתיחת המשק וצמיחה מהירה של הצריכה הפרטית, אך ייתכן שחלק מאשראי זה הופנה לרכישת נכסים בשוק הדיור כ"השלמה להון העצמי". (להרחבה ראו תיבה 3 בדוח זה.)

לגבי אחוז אחד בלבד מהאשראי שלא לדיור תקופת דחיית התשלומים החלקית עדיין לא הסתיימה, נכון לסוף נובמבר 2021. בדומה לתחום המשכנתאות, גם באשראי שלא לדיור שיעור המחיקות מהיתרה ושיעור סך החוב בפיגור של 30 יום ויותר נמוך כיום מאשר לפני המשבר. בשל ההתאוששות המהירה של המשק החששות להפסדי הבנקים לא התממשו, דבר שפעל לצמצום יתרת ההפרשה להפסדי אשראי בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה. נכון לסוף הרבעון השלישי של 2021, שיעור החובות בפיגור בחברות כרטיסי האשראי ירד ביחס לתחילתו של המשבר. (בתחום ההלוואות – לרמה נמוכה אף מזו ששררה לפני פרוץ המשבר ובחוב בכרטיסי אשראי לרמה דומה לזו שלפניו.)

3. תרחישי סיכון עיקריים לכלכלה הגלובלית והסיכון למשק הישראלי במקרה ויתממשו

בחלק זה אנו מציגים את תרחישי הסיכון הכלכליים העיקריים (risk scenarios) אשר התממשותם עלולה, להערכתנו, להשפיע לרעה על המערכת הפיננסית בישראל. תרחישי הסיכון המוצגים בדוח נבחרו על סמך הסיכוי להתממשותם והנזק שהם עלולים לגרום למשק הישראלי, בהתחשב במאפייניו הייחודיים ובהיותו משק קטן ופתוח. תרחישי הסיכון המובאים כאן מבוססים בעיקר על סקירות ודוחות של גופים בין-לאומיים כדוגמת קרן המטבע.

3.1 סיכון האינפלציה

בעת היציאה ממשבר הקורונה התפתחו מספר גורמים אשר תמכו באינפלציה: בצד ההיצע הגבלות במטרה להפחית את התפשטות התחלואה ובעיות בשרשרות הייצור והאספקה ובצד הביקוש, הסטה של צריכה פרטית אל מוצרים על חשבון שירותים, תמיכה פיסקלית רחבה בתעסוקה (ובאבטלה), עלויות מימון נמוכות והצטברות של ביקושים כבושים. כתוצאה מהתפתחויות אלה מדד המחירים לצרכן במדינות רבות, ובחלק מהן גם מדד הליבה, עלו והם גבוהים מיעדי האינפלציה של הבנקים המרכזיים. ההערכות של החזאים בשוק ההון ושל בכירים בבנקים מרכזיים ברחבי העולם, למרות שאלה התמתנו לאחרונה, הן כי מרבית האינפלציה נגרמת על ידי גורמים חולפים, ולכן סביבת האינפלציה צפויה לרדת בהמשך. אם יתברר כי האינפלציה מתמידה לאורך זמן מעבר למצופה, היא עלולה להביא להאצה של קצב הצמצום המוניטרי, לפגיעה בקצב ההתאוששות הכלכלית ולהרעת התנאים הפיננסיים.

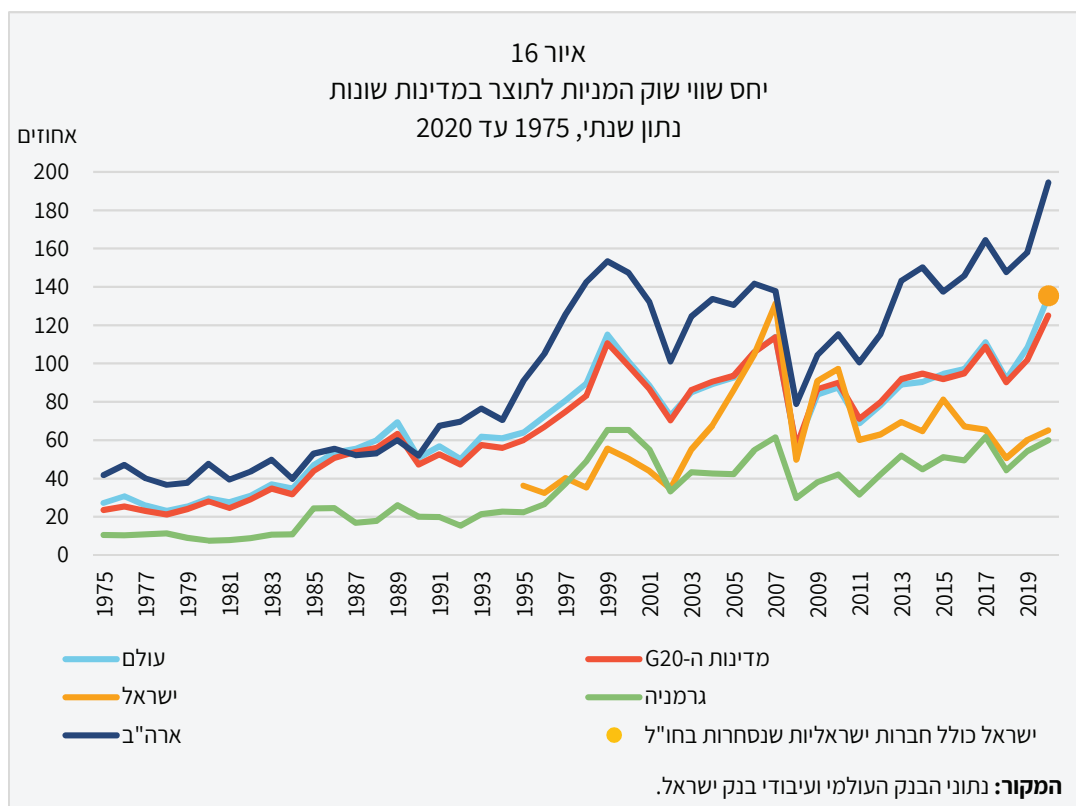
בישראל האינפלציה עלתה, אבל היא נמצאת בתוך גבולות יעד האינפלציה של בנק ישראל, וכך גם הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים. עם זאת, האינפלציה בעולם עלולה להיות "מיובאת" לישראל דרך עלייה של מחירי היבוא ועלייה של מחירי הסחורות והאנרגיה, שנקבעים בשוק העולמי. עלייה של סביבת הריביות בעולם ובישראל עקב עלייה גבוהה מהצפוי של סביבת האינפלציה עלולה להתבטא בפגיעה בתנאים הפיננסיים, שתבטא בהתאמות של התמחור בשוקי הנכסים, ובפרט בשוק המניות. במקביל, עלייה של סביבת הריביות צפויה להקשות על המגזר העסקי, שחלקים ממנו עדיין מתאוששים ממשבר הקורונה (כפי שמפורט בפרק האשראי למגזר העסקי הלא פיננסי), ועל משקי הבית הלוויים, אשר הגדילו בתקופה האחרונה את הלוואות המשכנתה, בפרט בריבית משתנה. (כפי שמפורט בפרק האשראי לדיוור).

3.2 ירידה חדה במחירי הנכסים

חלק ממדדי הסיכון המקובלים מצביעים על פערים בין התמחור של מחירי המניות בעולם לגורמי היסוד, ועל רקע זה קיים סיכון שהמניות יתמחרו מחדש. בין הגורמים שעלולים להביא לתמחור-מחדש של המניות נמנים: שינויים בריבית ההיוון (כפי שנידון לעיל), אי התממשות תחזיות הרווח/ההכנסה, ועלייה בפרמיית הסיכון של המניות. ירידה של רווחיות החברות, למשל עקב צמצום ההרחבה הפיסקלית, שתמכה ברווחי החברות בשנתיים האחרונות, עלולה להביא לירידות חדות בשוקי המניות, לעלייה של מרווחי הסיכון במגזר העסקי ולעליית שיעור פשיטות הרגל של העסקים. במקביל ייפגע אפקט העושר של המשקיעים, מה שעלול להביא להתמתנות בצריכה הפרטית, ולהתמתנות בפעילות הכלכלית.

בישראל רמת התמחור בשוקי הנכסים נראית גבוהה מן הנגזר מחלק מגורמי היסוד. (לפירוט ראו פרק הנכסים הפיננסיים והנדל"ן). עם זאת, רמת התמחור בשוק המניות בישראל, בניגוד למרבית המשקים הגדולים, אינה חריגה מבחינה היסטורית ביחס לפעילות הריאלית (איור 16)³⁴. זאת ועוד, הן בישראל והן בעולם תשואת הרווח של החברות הציבוריות ביחס לרמת התשואות על אג"ח חסרות סיכון (פרמיית המניות), אינה נמוכה בפרספקטיבה היסטורית (איור 17). בשוק הדיוור יחס המחיר של דירה לשכר הדירה עלה לרמה גבוהה היסטורית, אבל עליית הביקוש לדירות מחד גיסא וקשיחות ההיצע מאידך, מפחיתות את ההסתברות לירידה מהירה של מחירי הדירות בטווח הקצר-בינוני, זאת גם על רקע עליית מחירי הקרקעות במרכזי רמ"י בשנה האחרונה (לפירוט ראו פרק הנדל"ן).

³⁴ מבחינת הרמה, שווי שוק המניות בישראל ביחס לתוצר נראה נמוך ביחס למרבית המדינות המפותחות. ואולם יחס זה גדל משמעותית אם כוללים בשווי המניות גם את המניות הישראליות הנסחרות בחו"ל. ירידות של מחירי המניות בעולם עלולות להשפיע לרעה על ישראל גם דרך השפעתן על החברות הישראליות שמניותיהן נסחרות בחו"ל.



3.3 השפעות נגיף הקורונה

כאמור בפרק הסביבה העולמית, מדינות רבות ברחבי העולם הצליחו לעבור את גלי התחלואה האחרונים באמצעות שימוש מינימלי בסגרים ובעיקר באמצעות כלים רכים יותר, לשם הפחתת התמותה והתחלואה הקשה. הדבר התאפשר בזכות יעילות החיסונים כנגד הווריאנטים הנפוצים של הקורונה. במקביל נרשמו התפתחויות חיוביות רבות בתחום הטיפול בחולים והפחתת התמותה והתחלואה הקשה לאחר הדבקה, וגם אלה מפחיתות את הסיכון שמגפת הקורונה תביא להשבתות רחבות של הפעילות, כמו ברבעונים הראשון והשני של שנת 2020. יתרה מכך: לאור ההצלחה של מבצע ההתחסנות של האוכלוסייה בסיכון (גילאים מבוגרים) ועל סמך הערכות של מומחים בתחום הרפואה, ניתן להעריך כי הסיכוי לחזרה למצבים כאלה הוא הנמוך ביותר מאז שהחל משבר הקורונה. עם זאת, עדיין קיים סיכוי להופעת זן חדש בעל עמידות גבוהה לחיסון/טיפול. אירוע כזה יכול להביא שוב להגבלות חמורות על הפעילות הכלכלית, ועמן לערעור היציבות הפיננסית. ואכן, בסוף המחצית הנסקרת, הופעת זן האומיקרון הביאה לעלייה של קצב ההדבקה במדינות רבות ובכללן ישראל. כתוצאה מכך החמירו מדינות אלה את המגבלות על הפעילות עד כדי סגר מלא בחלקן. בישראל הוטלו מגבלות מחודשות על הכניסה מחו"ל, ומקומות עבודה רבים עברו למתכונת של עבודה מרחוק.

תיבה 1: נכסים קריפטוגרפיים ויציבות פיננסית¹

- השוק העולמי של נכסי הקריפטו המשיך לגדול בשנת 2021, וקצב גידולו אף הוא, אך הוא עדיין קטן ביחס למערכת הפיננסית הגלובלית.
- הגידול המהיר של שוק הנכסים הקריפטוגרפיים מתבטא בהרחבת מגוון השירותים הפיננסיים וסוגי הנכסים, בהם גם נכסים קריפטוגרפיים גלובליים יציבים, המאפשרים ביצוע מהיר ויעיל של עסקאות פיננסיות.
- פלטפורמות למסחר בנכסי קריפטו טרם השתלבו במערכת הפיננסית המסורתית בישראל; חשיפתם הישירה של המוסדות הפיננסיים בישראל לשוק זה מוגבלת מאוד, ועל פי סקרים שונים ניתן להעריך כי היקף המסחר בנכסים אלו אינו משמעותי בהשוואה בין-לאומית.

תיאור השוק והתפתחותו

באוקטובר 2008 פרסם סאטושי נקאמוטו (שם בדוי) את המסמך "ביטקוין: מערכת כסף אלקטרוני בשיטת עמית לעמית", ובתחילת 2009 הביטקוין החל להיסחר. למרות חוסר הוודאות, הפריצות לחשבונות והתנודתיות החזקה, ממשיך הביטקוין להתפשט בעולם, ולעורר התעניינות הן של משקיעים והן של חברות פינטק. בתוך כך התרחב המגוון של סוגי הנכסים הקריפטוגרפיים הנמצאים בשימוש. נכסים אלו מיועדים לשימוש ישירות בין אנשים וחברות, ללא צורך בתיווך בין הצדדים או במסלקות. חלק מנכסים אלו אינם נשלטים או מונפקים בידי ישות מרכזית, המווסתת את כמות המטבע בשוק. העסקאות נרשמות באמצעות טכנולוגיית רישום מבוזרת (DLT, Distributed Ledger Technology), כדוגמת הבלוקצ'יין, שמבוססת על טכנולוגיית הצפנה, ללא צורך בישות ניהול מרכזית². כאשר מאושרת עסקה בנכס קריפטוגרפי, המתקיימת בוודאות, בתוך מספר דקות הודות לטכנולוגיה המבוזרת, ישנו תיעוד פומבי (ללא צורך בגורם מאשר מרכזי) ואי אפשר לשנות את העסקה בדיעבד. זאת אחת הסיבות לכך שטכנולוגיית הבלוקצ'יין נתפסת כמהפכנית כל כך. הביטקוין הוא הנכס הקריפטוגרפי הראשון, אך כיום הוא אחד מתוך קבוצה רחבה מאוד של נכסים קריפטוגרפיים, הצומחת בקצב מהיר, כפי שניתן לראות באיור³.

נכסים קריפטוגרפיים אינם מוגדרים כמטבעות הנשלטים על ידי גופים ממשלתיים, ושוויים אינו מושפע באופן ישיר מהפעילות המקרו-כלכלית. אף ממשלה לא מנפיקה אותם או קובעת להם ריבית, ואין גוף רגולטורי המפקח עליהם באופן ישיר כמו על המוסדות הפיננסיים המסורתיים. מה שגורם להתפתחותם של נכסים קריפטוגרפיים הוא הרעיון העומד מאחוריהם – היכולת הטכנולוגית לאפשר עסקאות מהירות ויעילות ישירות בין שני צדדים ללא הגבלות גיאוגרפיות ורגולטוריות וללא צורך בפעולה נוספת של צד שלישי (תיווך או רישום במסלקה). שוק הקריפטו ממשיך להתפתח בקצב מהיר, ובחודש אוקטובר 2021 הרשות לניירות ערך בארה"ב התירה הנפקת קרנות סל העוקבות אחר חוזים עתידיים על מחיר הביטקוין. מכשיר השקעה זה נפוץ מאוד בקרב משקי הבית, ומאפשר לציבור רחב להשקיע בנכסי הקריפטו ולהוות חלק גדול יותר משוק ההון והכספים.

הפיתוחים של DLTs (distributed ledger technology's), ובהם האפשרות להוספת חוזים חכמים⁴ ובניית יישומים, מאפשרים תהליך ייצוג דיגיטלי של נכסים, הנקרא טוקניזציה (Tokenisation). תהליך זה מאפשר חלופות לשירותי המערכת הפיננסית. ישנם טוקנים המייצגים בעלות על נכס "פיזי"⁵, וערכם נקבע לפי ערך הנכס שאליו הם מוצמדים.

¹ כותבים: אריה קרינץ ורועי שטיין. תודה רבה לישעיה נוסבאום ולמיקי קהן על תרומתם הרבה לניתוח נושא זה.

² מערכת "Blockchain" היא שיטה טכנולוגית לרישום ומעקב אחר ביצוע עסקאות באופן מבוזר. שיטה זו של רישום ומעקב היא ייחודית, כי היא שקופה לציבור המשתמשים; זאת משום שניתן לראות את התנועות של נכסים אלו בין החשבונות. האנונימיות נשמרת משום שהזיהוי אינו על פי שמות כי אם על פי רצפים של ספרות ואותיות.

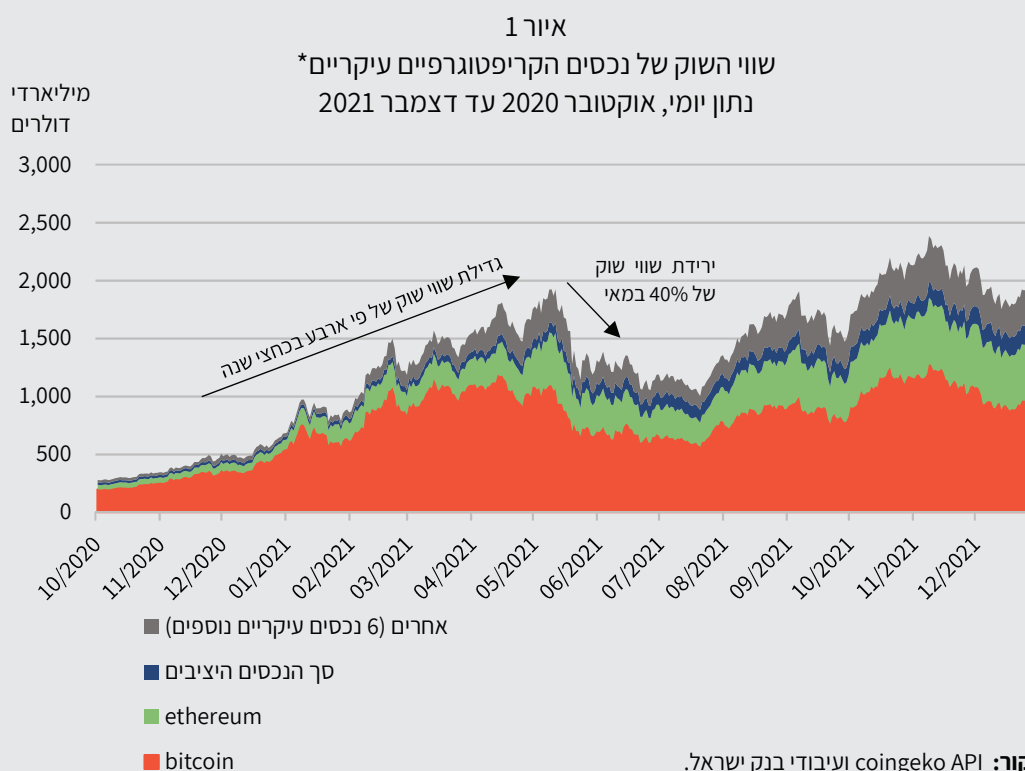
³ שווי השוק של נכסי הקריפטו העיקריים גדל במהלך המחצית הראשונה של 2021 פי ארבעה בערך, אולם לעלויות אלו מתלווה חוסר יציבות, כפי שהתבטא למשל בנפילה של 40% במאי האחרון.

⁴ חוזים חכמים – פרוטוקולים או תוכנות הנמצאים על גבי הבלוקצ'יין ופועלים בצורה אוטומטית בהתאם להסכם הכתוב בהם. יש לשים לב שהביטחונות הנדרשים מהלווים שווים לרוב לערך האשראי שניתן ולעיתים אף מעבר לזה.

⁵ נכסי נדל"ן, סחורות כזהב, קניין רוחני. תיאורטית הם יכולים לייצג בעלות על כל דבר.

ישנם גם טוקנים המונפקים על ידי חברות, שמטרתם העיקרית היא גיוס הון ראשוני או תשלום עתידי על חוב. כך ניתן לגייס הון בצורה גלובלית, ללא תיווך ומגבלות רגולטוריות (OECD 2021).⁶ כחלק מפיתוחים אלו החלו להיסחר גם נכסים קריפטוגרפיים בעלי עוגן, (Stable coins (SC), המוגדרים כנכסים קריפטוגרפיים יציבים. אלו יכולים לשמר את ערכם, ובכך מתאימים יותר לשמש אמצעי חליפין (FSB 2020).⁷ כפי שניתן לראות באיור 2 שווי הנכסים האלו ומגוונם צמחו מאוד בשנה האחרונה.

בקיץ 2020 הייתה התפתחות נוספת ומרכזית במבנהו של שוק הנכסים הקריפטוגרפיים, התפתחות שמאפשרת עסקאות פיננסיות בפלטפורמה הבנויה על העיקרון של שוק הון מבוזר ונקראת DeFi.⁸ הדבר מגביר את המהירות של ביצוע עסקאות פיננסיות בעזרת חוזים חכמים, מפחית את הצורך במתווכים פיננסיים שונים, ולכן מסוגל גם להוריד את העלות הכוללת של ביצוע עסקאות פיננסיות. נוסף על כך, הואיל ויישומי ה-DeFi נסמכים על תוכנות קוד פתוח הם מתאפיינים בשקיפות, שנועדה לחזק את האמון בהם כפלטפורמה פיננסית. התפתחותם של החוזים החכמים תרמה לצמיחה משמעותית בשווי שוק הקריפטו בכלל ובנכסים היציבים בפרט. אף ששווי השוק של הנכסים המופקדים במערכת זו⁹ עדיין קטן, הוא צומח במהירות, כפי שניתן לראות באיור 3 (כ-250 מיליארד דולרים, נכון לדצמבר 2021). מרבית משתמשי מערכת זו הם משקיעים פרטיים וקרנות גידור, בעיקר מהמדינות המפותחות, אך קצב הגידול בשנת 2020 היה מהיר יותר בקרב המדינות המתפתחות.¹⁰



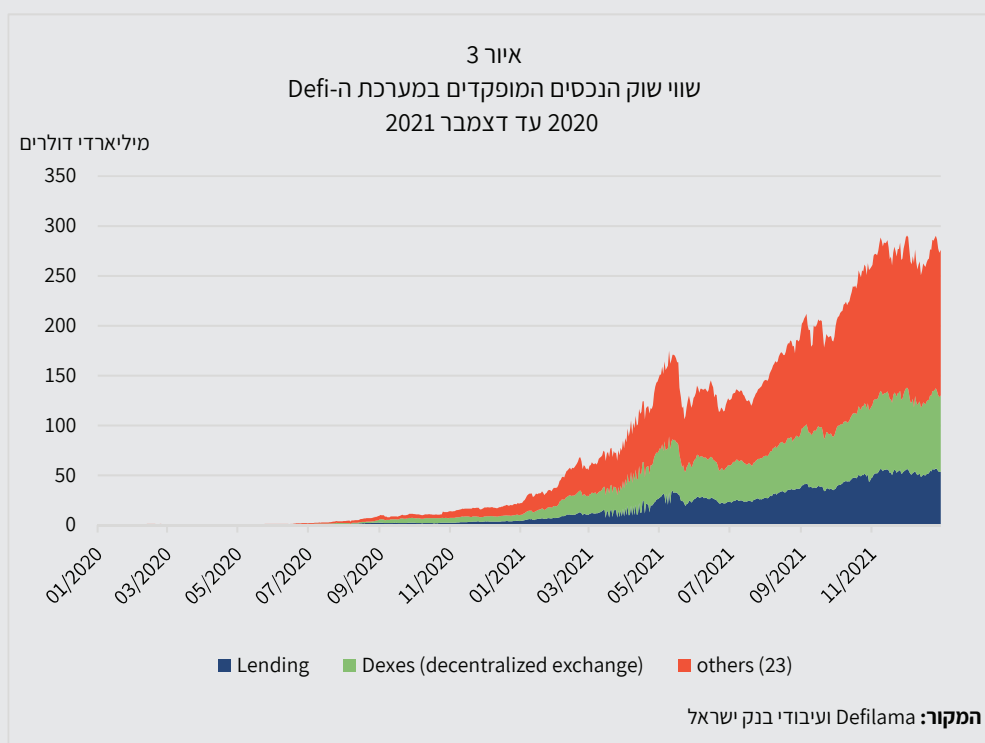
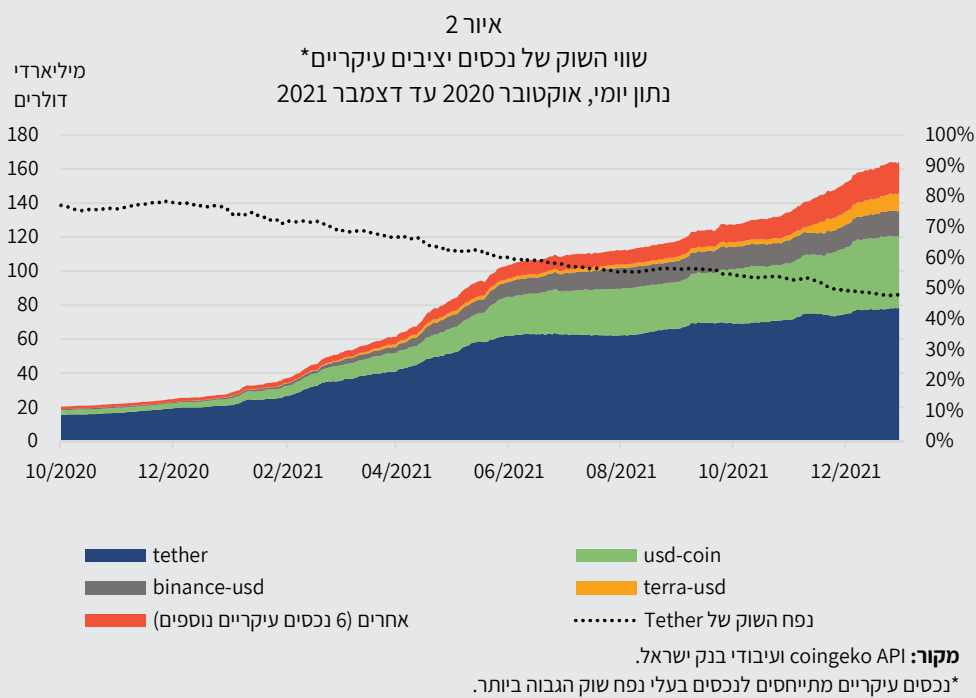
המקור: coingecko API ועיבודי בנק ישראל.
*נכסים עיקריים מתייחסים לנכסים בעלי נפח השוק הגבוהה ביותר.

⁶ ICOs ו-STOs לפי הגדרת ה-FSB (Financial Stability Board), בשונה ממניה, למחזיק בטוקן אין שום חלק בבעלות על החברה עצמה.
⁷ על פי הצהרות החברה המנפיקה נכסים קריפטוגרפיים יציבים מגובים או על ידי נכסים ממשיים או על ידי אלגוריתם המבצע רכישה ומכירה של נכסים קריפטוגרפיים בהתאם לפרוטוקול כדי לשמור על היציבות כלפי המטבע. לכן מחיריהם של נכסים אלו עוקבים אחר ערך המטבע הרלוונטי.

⁸ Defi - (Decentralized Finance) יישומים הבנויים על טכנולוגיית בלוקצ'יין ומתבססים בעיקרם על חוזים חכמים. לכן הם מאפשרים שירותים פיננסיים קלסיים ללא גורמים מתווכים.

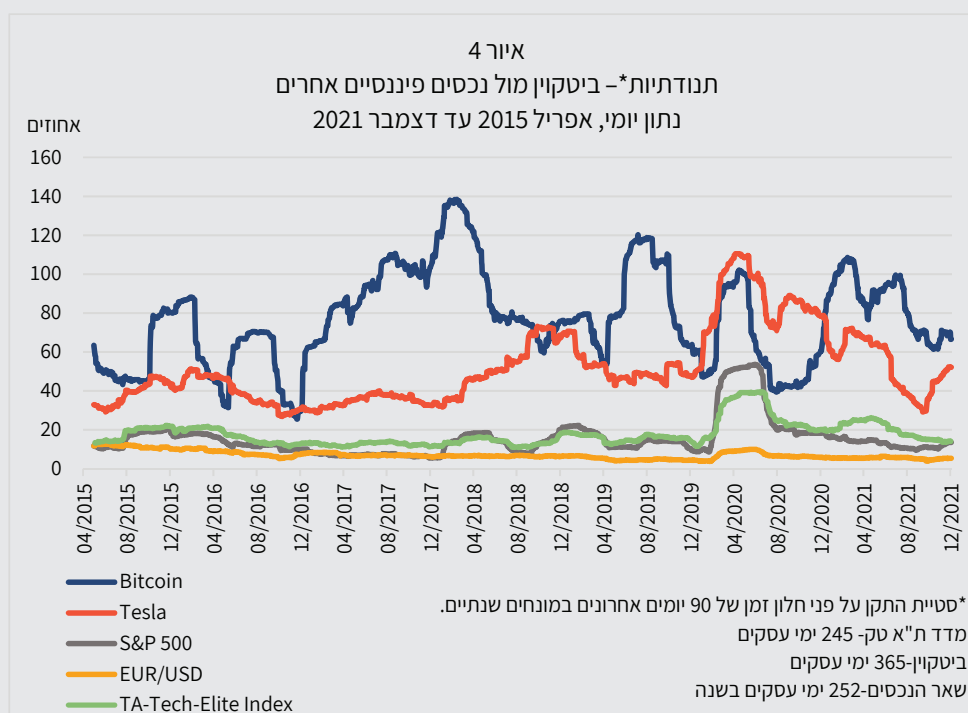
⁹ נכסים אלו נקראים נכסים נעולים. עם אלה נמנים כל הנכסים הקריפטוגרפיים הכלולים ברגע נתון בחוזים החכמים, ובהם בעיקר העברות והלוואות.

¹⁰ The Institutional Investor Digital Assets Study, September 2021, Fidelity Digital Assets.



האתגרים ליציבות הפיננסית

עם עליית ערכם ותפוצתם של נכסי הקריפטו עולה גם הפוטנציאל להיווצרותם של סיכונים שונים ליציבות הפיננסית. אלו קשורים בעיקר לתנודתיות הרבה של מחיר נכסי קריפטו¹¹ החושפת את המשקיעים בהם לסיכונים אשראי¹², שוק ונזילות (BIS, 2019; IMF, 2019). איור 4 ממחיש את סדר הגודל של תנודתיות נכסי הקריפטו על ידי השוואה בין תנודתיות¹³ הביטקוין, שמהווה כמחצית מסך שווי נכסי הקריפטו, לתנודתיות של נכסים פיננסיים אחרים¹⁴. אם נכסים אלו יהוו חלק משמעותי מהמערכת הפיננסית, תנודתיות זו יכולה להשפיע על יציבות המערכת בשני ערוצים מרכזיים: (1) פגיעה במוסדות הפיננסיים – ככל שתגדל החשיפה לנכסי קריפטו באופן ישיר או עקיף; (2) פגיעה בצריכה הפרטית – אם נכסי הקריפטו יהוו חלק מתיק הנכסים הכספיים של הציבור^{15, 16}.



¹¹ רבים מנכסי הקריפטו הם תנודתיים ואף ספקולטיביים, וערכם עולה ויורד בחדות בעקבות טרנדים. דוגמה לכך היא מגמת ה"מימ טוקנס", שהחלה ביוני 2021 ומלווה בירידות ועליות חדות של שווי השוק בהתאם לטרנדים העכשוויים ברשתות החברתיות.

¹² סיכון אשראי הנשקף הן ללווים המושקעים בנכסי קריפטו והן למנפיקי נכסי קריפטו שמשמשים בנכסי קריפטו כהתחייבות.

¹³ התנודתיות מחושבת כסטיית התקן של התשואה היומית באחוזים (במונחים שנתיים) לאורך פרק זמן של 90 הימים האחרונים.

¹⁴ ניתן לראות כי תנודתיות מחיר הביטקוין (ביחס לדולר) גבוהה הרבה יותר מזו של מטבע כמו היורו (ביחס לדולר) או אף מן התנודתיות של מדדי מניות כ-S&P 500 או מדד הטכנולוגיה העילית הישראלי. במובן זה הביטקוין דומה הרבה יותר למנייה תנודתית כמו טסלה. בתחילת שנת 2022 המשיכו הנכסים הקריפטוגרפיים להתאפיין בתנודתיות חזקה.

¹⁵ לפי סקר של גולדמן 15% מהקרנות לאנשים ממעמד סוציו-אקונומי גבוה מאוד (Family offices) חשופות לנכסי קריפטו וכמעט מחצית מהקרנות שוקלות להשקיע בנכסים מסוג זה.

¹⁶ ניתן לראות סימנים לאפשרות זו בסקר של FCA: CryptoAssets consumer research 2021 שנערך באנגליה, לפיו נכסי הקריפטו נעשים מוכרים יותר בקרב הציבור ומחצית מהמשקיעים הנוכחיים מתכננים להשקיע עוד.

לצד הסיכונים הנובעים מתנודתיות הקריפטו כנכס פיננסי קיימים גם סיכונים תפעוליים וסיכוני סייבר – הן סיכונים לאירועים נקודתיים¹⁷ והן קשיים רחבים יותר¹⁸ (BIS, 2019). מוסדות פיננסיים שמשקיעים בקריפטו לוקחים על עצמם גם סיכון משפטי, שיכול להתממש סביב סוגיות של הגנת החרך, או סביב בעיות של הלבנת כספים או מימון טרור שבמסגרתם נעשה שימוש בנכסי קריפטו (IMF, 2019)¹⁹. לבסוף, בנקים שמאפשרים או מקדמים השקעה בקריפטו עומדים בפני סיכון מוניטין, שעלול להיווצר אם המשקיעים יספגו הפסדים משמעותיים, או אם יתרחשו הונאות בהנפקת נכסי הקריפטו (BIS, 2019; IMF, 2019). למרות כל האתגרים האלה, על פי הדוח האחרון של קרן המטבע (אוקטובר 2021) החשיפה של המערכת הבנקאית בעולם לנכסים הקריפטוגרפיים גדלה, אך רמתה עדיין נמוכה מאוד. עם זאת בקרב החברות הפיננסיות הלא-בנקאיות (בעיקר קרנות הגידור) קצב גידולה של החשיפה מהיר יותר. כיוון שחלק מפעילויותיהן של החברות הפיננסיות ממומנות מהמערכת הבנקאית גם החשיפה העקיפה של המערכת הבנקאית לנכסים הקריפטוגרפיים גדלה. בשל חוסר-הוודאות לגבי עתידם של נכסי קריפטו – אם השימוש בהם אכן ישתרש בציבור ובמערכת הפיננסית, ואם יקבלו תוקף משפטי – כרוך קושי בהערכת הסיכונים הכלולים בהשקעה בהם וקשה מאוד לבטח מפניו (BIS, 2019). מצב זה מחייב ניטור זהיר של החזקות המוסדות הפיננסיים והבנקים בנכסי קריפטו, במיוחד עקב עליית הפופולריות של פלטפורמות המסחר בקריפטו (IMF, 2019).

באשר לנכסי קריפטו יציבים, שנועדו להוות תחליף לאמצעי תשלום – השלכה אפשרית ארוכת טווח על היציבות הפיננסית היא פגיעה במערכת הבנקאות המסורתית. ייתכן שבעקבות שימוש נרחב של הציבור בנכסי קריפטו הצמודים למטבע מקומי (SC) או בנכסי קריפטו הצמודים לנכס גלובלי (GSC) כאמצעי תשלום, הציבור ייטה למשוך את פיקדונותיו מהבנקים ולהמירם לנכסים אלו, שאותם ניתן להפקיד מחוץ לבנקים (למשל אצל נותני השירות בנכסים הקריפטוגרפיים - VASP). התפתחות כזאת עלולה לייקר את המקורות של הבנקים למתן אשראי, מה שיכול להתבטא בעליית מחירו של האשראי שהם מעמידים. יתר על כן, יישומי ה-DeFi מציעים לציבור גם שירותים בנקאיים (הלוואות ופיקדונות), וככל ששירותים אלו יתרחבו תיתכן פגיעה משמעותית וכוללת יותר בביקוש לשירותי הבנקים ובתפקודם (IMF, 2021). מלבד זאת, ככל שהביקוש של תושבים מקומיים, ובפרט אלו החיים במדינות קטנות יחסית, ל-GSC יגדל, עלול לצמוח עמו הביקוש למטבע חוץ, ולדחוף להיחלשות המטבע המקומי. תהליך זה, אם יתרחש, עלול לפגוע ביישום המדיניות המוניטרית ובאוטונומיה הכלכלית של המדינה. מכאן שעוצמת ההשפעה האפשרית של נכסים אלו על המערכת הפיננסית, ובמיוחד במדינות קטנות יחסית, רבה.

רגולציה ומדיניות – המצב בעולם

לטכנולוגיית הבלוקצ'יין בכלל ולשוק הקריפטו בפרט פוטנציאל רב לשיפור המערכת הכלכלית וייעולה, אולם טמונים בו גם אתגרים רגולטוריים. זאת משום שהאנונימיות של נכסי הקריפטו והמחסור ברגולציה גלובלית אחידה יוצרים פערי מידע משמעותיים. ראשית, המעקב אחר נותני השירות בשוק הקריפטו כיום הוא מורכב, מוגבל, ובחלק מהמקרים לא אמין. המידע המופק על ידי החברות עצמן או על פי סקרים מתבסס על וולונטריות, ולוקה בחוסר רגולציה אחידה, לכן הוא אינו משקף כראוי את ההתפתחויות בשוק. נוסף על כך נותני השירות בתחום הקריפטו מציעים את המוצר שלהם באופן גלובלי וללא תלות במקום מושבם הפיזי, דבר המקשה אף יותר על רגולציה ואכיפה מקומית. המחסור ברגולציה גלובלית אחידה יוצר פרצות רבות, שאותן מנצלים סוחרים בנכסי קריפטו, וכך נמנעים מהגבלות המקומיות.

¹⁷ אירועים כמתקפות סייבר או "מזלגות" (forks) בשרשרת הבלוקצ'יין ("מזלג" מתרחש עקב שינוי בפרוטוקול הבלוקצ'יין, היוצר פיצול בין שני ענפים אלטרנטיביים, אחד הכפוף לפרוטוקול הישן ואחד לפרוטוקול החדש).

¹⁸ קשיים שנוגעים לתחזוקה השוטפת של ההשקעות בנכסי הקריפטו באופן אמין ומוגן.

¹⁹ לפי האומדן של Foley et al., 2019, 46% מכלל העסקאות בביטקוין מערבות פעילות לא-חוקית.

על כן הרשויות הבין-לאומיות ממליצות על רגולציה מדינתית, שתאמץ את הסטנדרטים העולמיים ואת הקווים המנחים גם בשוק הנכסים הקריפטוגרפיים, כפי שמתבטא בדרישות ה-FATF²⁰ והמלצות ה-IMF²¹. נוסף על כך מצינת קרן המטבע הבין-לאומית כי יש צורך בפעולות מיידיות, הכוללות רגולציה מקומית, במיוחד במדינות שבהן ההיקף של ביצוע עסקאות בנכסים קריפטוגרפיים גבוה, והגופים המוסדיים חשופים לנכסים אלו (IMF 2021). מלבד זאת, בכל הנוגע לנכסי קריפטו יציבים על הרשויות לדרוש שקיפות מוגברת, בקרה על עתודות כספים, ריכוזיות הפקדות וכללים נוקשים למנפיקי הנכס ולמנהלי הרשת. בדוח מיוחד של הרשויות בארה"ב ובדוח של ה-ECB, העוסקים בנכסי קריפטו יציבים, מודגש כי לנכסים אלו המיועדים לשימוש כאמצעי תשלום עשויה להיות השפעה על היצע האשראי, מחירו ומבנה התיווך הפיננסי²². נגיד בנק ישראל התייחס גם הוא לנושא וציין כי: "הבנקים המרכזיים הם אלו שיהיו חייבים להיות אחראים ומפקחים על הנכסים הקריפטוגרפיים היציבים"²³.

חשוב לציין כי יישומי ה-DeFi מציבים אתגר רגולטורי ייחודי, משום שהם מציעים שירותים ומוצרים פיננסיים מסורתיים – שמבחינות מסוימות מחייבים כפיפות לרגולציות קיימות – אך שירותים אלה ניתנים על גבי תשתית טכנולוגית השונה במהותה מזו המסורתית. לכן הרגולציות צריכות להתאים הן לאופי הפיננסי של הנכסים הקריפטוגרפיים והן לסיכונים הנובעים מאופיה של המערכת המבוזרת. מדיניות, תקנות, פיקוח ואכיפה חיוניים כדי שהביטחון הקיים כיום בשווקים הפיננסיים יתקיים גם בשוק הקריפטוגרפי. לשם כך יש צורך במאמץ ושיתוף פעולה בין-לאומי להתאמת הרגולציה (OECD 2021).

החשיפות לנכסי הקריפטו והרגולציה – המצב בישראל

הבנקים בישראל אינם חשופים באופן ישיר לנכסי קריפטו. לאחרונה משקיעים מוסדיים התחילו להשקיע בתחום, בדומה למגמה בעולם, אך ההיקפים בישראל עד כה זעירים²⁴. על פי דוח היציבות האחרון של קרן המטבע הבין-לאומית (IMF, 10/2021), הנשען על דוחות של חברות ניתוח פרטיות ועל דירוג הביקורים בבורסות המסחר הקריפטוגרפיות, ההתעניינות בעולם בנכסים קריפטוגרפיים גוברת, ומספר המשקיעים עולה²⁵. ישראל, על פי הסקרים הבין-לאומיים ועל פי ניתוח נתוני המסחר הקריפטוגרפי, אינה נמנית עם המדינות המאמצות נכסים אלו בקצב מהיר²⁶. חשוב לציין כי מרבית הפעילות הקריפטוגרפית מתקיימת תחת מסחר במערכת ה-DeFi, וכי העברות P2P המתבצעות בשוק זה אינן נפוצות בישראל (Chainanalysis 2021).

ככלל, עדיין לא הושלמה האסדרה בישראל ונפרט לא נקבעה הרגולציה על יכולתם של המוסדיים והבנקים להשקיע בנכסים קריפטוגרפיים. עם זאת, בנק ישראל בשיתוף עם רשויות נוספות והרשות לניירות הערך פרסמו אזהרה לציבור מפני השקעה בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים^{27,28}. במהלך 2021 הודיעה רשות שוק ההון לגופים המוסדיים כי עליהם לבחון את הצדקת ההשקעה באפיק השקעה זה, שהוא, לדעתה, ספקולטיבי, וככלל אינו מתאים להיכלל בתיקי הפנסיה

²⁰ ב-2019 קבע ה-FATF (Financial Action Task Force) את הכללים המומלצים לאכיפת צו הלבנת ההון ומניעת מימון טרור על נכסים קריפטוגרפיים, וביוני 2020 הצהיר שהכללים חלים גם על נכסים יציבים. כללים אלו מוכלים על נותני שירותים בנכסים קריפטוגרפיים (VASP).

²¹ ה-CPMI/PFMI (Committee on Payments Market Infrastructure) וה-IOSCO (International Organization of Securities Commissions) – and Principles for Financial Market Infrastructures מספקים סטנדרטים בסיסיים לרגולציה ופיקוח, שאותם יש ליישם גם בשוק הקריפטוגרפי.

²² https://home.treasury.gov/system/files/136/StableCoinReport_Nov1_508.pdf?force_isolation=true, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op247~fe3df92991.en.pdf>

²³ דצמבר, 2021.

²⁴ בית ההשקעות אלטשולר-שחם רכש לפני מספר חודשים נכסים העוקבים אחר הביטקוין ומימש חלקית את השקעתו.

²⁵ מרבית ההשקעה ממוקדת במדינות אסיה ואירופה, ובמידה לא מועטה בארה"ב, והיא מתבצעת בעיקר על ידי קרנות פרטיות וקרנות גידור, אך גם משקיעים מוסדיים מתחילים לפתוח פוזיציות על נכסים אלו. ראו:

"The Institutional Investor Digital Assets Study", September 2021, Fidelity Digital Assets

²⁶ גם עם נרמול לפי שווי כוח הקנייה לנפש.

²⁷ https://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/Information/Pages/crypto_warning.aspx

²⁸ "הודעה לציבור בדבר סיכונים אפשריים הטמונים בנכסים וירטואליים מבוזרים (דוגמת ביטקוין)", 19/2/2014, באתר בנק ישראל.

של הציבור. רשות שוק ההון, מתוקף תפקידה, אחראית גם להחלת משטר רישוי ופיקוח על הגופים הפועלים בשוק הקריפטו בישראל, אך היא טרם ביצעה זאת, וגופים אלו ממשיכים לפעול מכוח הוראת המעבר שנקבעה בחקיקה המסדירה את פעילותם של נותני שירותים פיננסיים (אישור המשך עיסוק). הפיקוח על הבנקים מגבש אסדרה בתחום הפעילות בנכסים קריפטוגרפיים של לקוחות יחידים שאינם מבצעים את הפעילות כדרך עיסוק. הליך האסדרה בעיצומו וטיוטת האסדרה קובעת עקרונות לניהול סיכון איסור הלבנת הון ואיסור מימון טרור הכרוך בפעילות ונסיבות שבהתקיימן, להערכת הפיקוח על הבנקים, יש בהן בכדי ליצור סביבת פעילות מופחתת סיכון. הטיוטה נידונה בוועדה לנהלים תקינים בסוף שנת 2021 ועם התקדמות הליך האסדרה תפורסם הטיוטה להערות הציבור, זאת בהתאמה לתהליכי האסדרה שמקיים הפיקוח על הבנקים בגיבוש ופרסום הוראות ניהול בנקאי תקין.

גופים רגולטוריים נוספים בישראל עוסקים גם הם בתחום הקריפטו, מזוויות שונות. בראשית שנת 2019 פרסמה הרשות לניירות ערך את מסקנות הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקת נכסים קריפטוגרפיים לציבור. הוועדה קבעה באילו מצבים נכסי קריפטו יסווגו כניירות ערך, ולפיכך יהיו חייבים בתשקיף (רשות ניירות הערך, 2019)²⁹. מאז פרסמה רשות ניירות הערך גם מסקנות של ועדה נוספת, שבחנה את קידומם ומיסודם של שווקים דיגיטליים בישראל³⁰, וכן פרסמה את עמדתה ביחס לפנייה מקדמית, שבחנה הצעה של נכס קריפטו מסוים לציבור, וקבעה כי מדובר בנייר ערך³¹. בימים אלה הרשות בוחנת גם את מדיניותה ביחס להשקעות מוסדרות המאפשרות חשיפה לנכסי קריפטו, כגון קרנות נאמנות.

רשות המסים קבעה כי כל מימוש השקעה בנכס קריפטוגרפי, בין לנכס קריפטוגרפי אחר ובין למטבע, מהווה אירוע מס, אשר מחושב כשיעור מרווח ההון שנוצר במימוש³². בנובמבר 2021 הגישה הוועדה לרפורמה במיסוי בין-לאומי למנהל רשות המסים את הדוח הסופי שלה, ובו המליצה להגדיר את הנכסים הקריפטוגרפיים השונים כנכסי חוץ, המחויבים בדיווח לרשות המסים, ולהוריד את סף הדיווח למיליון שקלים³³. בחודש פברואר 2021 פורסם ברשומות צו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של נותני שירותי אשראי למניעת הלבנת הון ומימון טרור). צו זה מכיל חובות של נותני שירותים בנכסים פיננסיים, ובמסגרת זו – חובת זיהוי של הארנקים הדיגיטליים המעורבים בכל עסקה בשוק הנכסים הקריפטוגרפיים וכן תיעוד של סוג העסקה ושוויה³⁴. הצו נכנס לתוקפו בנובמבר 2021, והוא יהווה נדבך בהפחתת הסיכון הגלום בפעילות בנכסים הקריפטוגרפיים. הגברת הליכי הפיקוח והאכיפה והשלמת הליך מתן הרשיונות לגופים הפיננסיים על ידי רשות שוק ההון יתרמו גם הם להפחתת הסיכונים המשפטיים הנשקפים למערכת הבנקאית. כך הבנקים יוכלו לאפשר, באופן נרחב יותר, ללקוחותיהם, בתנאים המתאימים, להפקיד כספים שמקורם בנכסים קריפטוגרפיים³⁵.

²⁹ <https://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/Reports/177/Documents/CryptoCommitteeFinalReport.pdf>

³⁰ https://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/Reports/177/Documents/digital_markets.pdf

³¹ https://www.isa.gov.il/%d7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/T3121.pdf

³² רשות המסים קבעה עמדה זו בפרסומים הבאים: 7/2018; 5/2018; 32/2017.

³³ https://www.gov.il/BlobFolder/reports/committees-reports/he/IncomeTax_international-tax211121.pdf

³⁴ <https://www.justice.gov.il/Units/HalbantHon/docs/%D7%A6%D7%95%20%D7%A0%D7%A9%D7%A4%D7%99%D7%9D%2021.pdf>

³⁵ לקראת סוף שנת 2021 הפיקוח על הבנקים גיבש טיוטת הוראה למערכת הבנקאית (נוהל בנקאי תקין) ובכך ממשיך לקדם את האסדרה במערכת הבנקאית בישראל.

ביבליוגרפיה

Bank of International Settlements (2019). "Designing a prudential treatment for crypto-assets", Discussion paper.

Chainalysis. October 2021. "The 2021 Geography of Cryptocurrency Report".

<https://go.chainalysis.com/2021-geography-of-crypto-report.html>.

Financial Stability Board (2020). "Regulation, Supervision and Oversight of 'Global Stablecoin' Arrangements", Final Report and High-Level Recommendations.

Foley, S., J. Karlsen and T. Putninš (2019). "Sex, Drugs, and Bitcoin: How Much Illegal Activity Is Financed through Cryptocurrencies?", *The Review of Financial Studies* 32 (5): 1798–1853.

FCA: Research note: Cryptoasset consumer research 2021.

Goldman Sachs (2021). Widening the Aperture: Family Office Investment; New York.

https://www.goldmansachs.com/insights/pages/widening-the-aperture-family-office-investments-insights-f/report.pdf?force_isolation=true

International Monetary Fund (2019). "Regulation of Crypto Assets", Fintech Notes.

International Monetary Fund (2021). "The Crypto Ecosystem and Financial Stability Challenges", Ch. 2, GFSR

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>

OECD (2021), *Regulatory Approaches to the Tokenisation of Assets*, OECD Blockchain Policy Series, www.oecd.org/finance/Regulatory-Approaches-to-the-Tokenisation-of-Assets.htm

תיבה 2 : התפתחות הסיכונים בפעילותם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים

- מתחילת 2020 מספר נותני האשראי החוץ-בנקאיים המגייסים הון בבורסה כמעט הוכפל. כמו כן ניכרת התאוששות מהירה באשראי שגופים אלו מספקים, לאחר ירידה משמעותית של פעילותם בשיאו של משבר הקורונה.
- גידול האשראי בתקופה שנסקרה התרכז במידה רבה בענף הבינוי והנדל"ן. העלייה בריכוזיות הענפית של המערכת החוץ-בנקאית עשויה להיות מסוכנת, במיוחד בשל אופי האשראי האמור, המוגדר בדרך כלל כחוב נחות ובעל פוטנציאל לסיכונים הדבקה וקישוריות בין מלווים.
- אמנם ניכר כי הגופים החוץ-בנקאיים ניסו להפחית את הסיכון בפעילות האשראי כלקח מהמשבר, אך זוהי פעילות אשראי המאופיינת בסיכונים, כגון ריכוזיות ללקוחות בודדים וטווחים קצרים של מקורות המימון.
- עם זאת, הואיל וחלקם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים בסך האשראי במשק קטן (פחות מ-2%), אנו לא מזוהים בעיניים סיון מערכת ליציבות הפיננסית.

רקע ומוטיבציה

מתחילת 2020 מספר נותני האשראי החוץ-בנקאיים המגייסים הון בבורסה כמעט הוכפל, ונכון לסוף 2021 ישנן 23 חברות ציבוריות כאלו שהעמידו אשראי בהיקף של כ-14 מיליארד ₪, ומרביתן מתמחות בהעמדת אשראי למגזר העסקי¹. תופעת ההתרחבות של פעילות האשראי החוץ-בנקאי בבורסה מגיעה דווקא על רקע משבר כלכלי ובריאותי, שבתחילתו אופיין בחוסר ודאות עצום. חוסר הוודאות בלט במיוחד בחברות האשראי החוץ-בנקאיות, שאוכלוסיית הלווים מהן מוערכת בפרופיל סיכון גבוה², וניכר כי בעלי העניין בהן העריכו עלייה משמעותית בסיכון החברות ואף חשש לכשל. עדות לעליית הסיכון ניתן לראות במרווחי האג"ח של חברות אלו, הגבוהים הן בהשוואה למרווחי האג"ח של נותני אשראי אחרים (הבנקים) והן בהשוואה למרווחים של כלל המגזר העסקי (איור 1).

עלייתם של מרווחי האג"ח בתחילת המשבר לצד ירידה חדה בפעילותם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים יצרו את הרושם שפעילות האשראי החוץ-בנקאית דועכת, במיוחד משום שהיא תלויה ביכולתם של נותני האשראי האמורים לגייס מימון בעיקר ממקורות בנקאיים ומוסדיים. אך עם התבהרות נזקיו הכלכליים של המשבר נראה שהם התמודדו עמו היטב – באמצעות טיוב לקוחות ומתן אפשרות לדחיית תשלומים, לצד סיוע ממשלתי רחב שניתן לעסקים ריאליים³. רווחיותם של הגופים החוץ-בנקאיים (לאחר ההפרשות והמחיקות בגין הפסדי אשראי) לא נפגעה משמעותית גם בשיא המשבר⁴, והדבר איפשר להן גיוסי הון וחוב גדולים והתאוששות מהירה וחדה של הפעילות.

יתרת האשראי בחברות המתמחות בהעמדת אשראי עסקי צמחה במחצית הראשונה של 2021 ביותר מ-20% – צמיחה של שנה שלמה בתקופה שלפני המשבר, שאולי באה לפצות על צמיחה אפסית במהלך 2020 (איור 2). היבט זה מעיד על פוטנציאל לצמיחה גבוהה של פעילות האשראי, מה שעלול להיות מלווה בהתפתחות סיכונים פיננסיים.

כניסה של חברות נוספות מתחום האשראי החוץ-בנקאי לבורסה, שלחלקן אופי פעילות שונה משל החברות שהכרנו עד לאחרונה, מאפשרת לנו להיטיב וללמוד על השוק הזה, הן מהיבטי התחרות והגברת נגישות האשראי לעסקים קטנים ובינוניים (SMEs) והן מהיבטים של זיהוי סיכונים, העלולים להתגלגל למערכת הפיננסית. להלן נתמקד בנותני האשראי

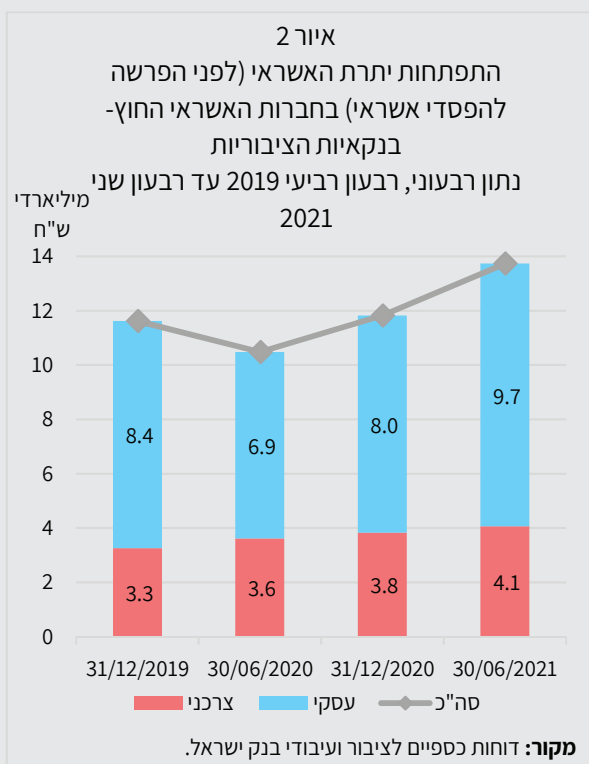
¹ חמש חברות מתמחות בהעמדת אשראי צרכני. שתיים הן חברות בנות של חברות ליסינג, שתיים נוספות הן פלטפורמות מקוונות של אשראי צרכני, והחמישית מספקת בעיקר אשראי לרכישת כלי רכב (מיד ראשונה ושנייה).

² מעידות על כך הריביות הגבוהות שהחברות האלו גובות, שבמוצע נאמדות בדרך כלל במספר דו-ספרתי.

³ כגון: מענקים והלוואות, שאפשרו לעסקים להתמודד עם בעיות נזילות וקשיים פיננסיים.

⁴ להרחבה ראו: דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2020, פרק 3.3.

החוץ-בנקאיים המתמחים בהעמדת אשראי למגזר העסקי, ונבדוק אם ההתפתחות בפעילות האשראי שלהן לוותה בעלייה של הסיכון; זאת לאור מאפייני הפעילות של החברות האלה בנקודות זמן שונות.⁵



מאפייני הפעילות של נותני האשראי החוץ-בנקאיים

הפעילות העיקרית של הגופים שפעלו בבורסה עד סוף 2019, והתמחו בהעמדת אשראי עסקי, הייתה ניכיון צ'קים של צדדים שלישיים או ניכיון צ'קים עצמיים (פעילות שהיא במהותה הלוואה אשר ביטחונה צ'ק). במהלך השנה ומחצית השנה האחרונות נכנסו לבורסה, כאמור, מספר נותני אשראי חוץ-בנקאיים, ואצל חלקם הפעילות העיקרית היא מתן הלוואות. השוואה בין שתי נקודות זמן – לפני המשבר (סוף 2019) ויוני 2021 – לגבי כל ספקי האשראי החוץ-בנקאיים המדווחים בבורסה מלמדת שפעילות ניכיון הצ'קים של צדדים שלישיים נותרה ללא שינוי ניכר (איור 3); עיקר הגידול של יתרת האשראי היה בניכיון צ'קים עצמיים ובמתן הלוואות – פעילויות דומות במהותן.

לא ניתן לקבוע אם גידול האשראי נבע מפעילות פחות מסוכנת מניכיון צ'קים של צד ג'; זאת משום שמחד גיסא, במקרה של אי כיבוד הצ'ק, נותן האשראי יכול בדרך כלל להיפרע הן מהלקוח (מסב הצ'ק) והן מכותב הצ'ק (ובלבד שכל ההליכים הדרושים לאחר אי-כיבודו ננקטו כראוי). משמע שבפעילות ניכיון צ'קים של צד ג' עשויה להיות ערבות חזקה יותר. מאידך, בפעילות ניכיון של צד ג' עשויה להיות ודאות נמוכה יותר לגבי הגופים שאליהם נותן האשראי חשוף באופן ישיר, ולכן במקרה של אי-כיבוד הצ'ק נותן האשראי עלול לספוג את הפיגור של הליכי הגבייה (גם אם הוא זמני).

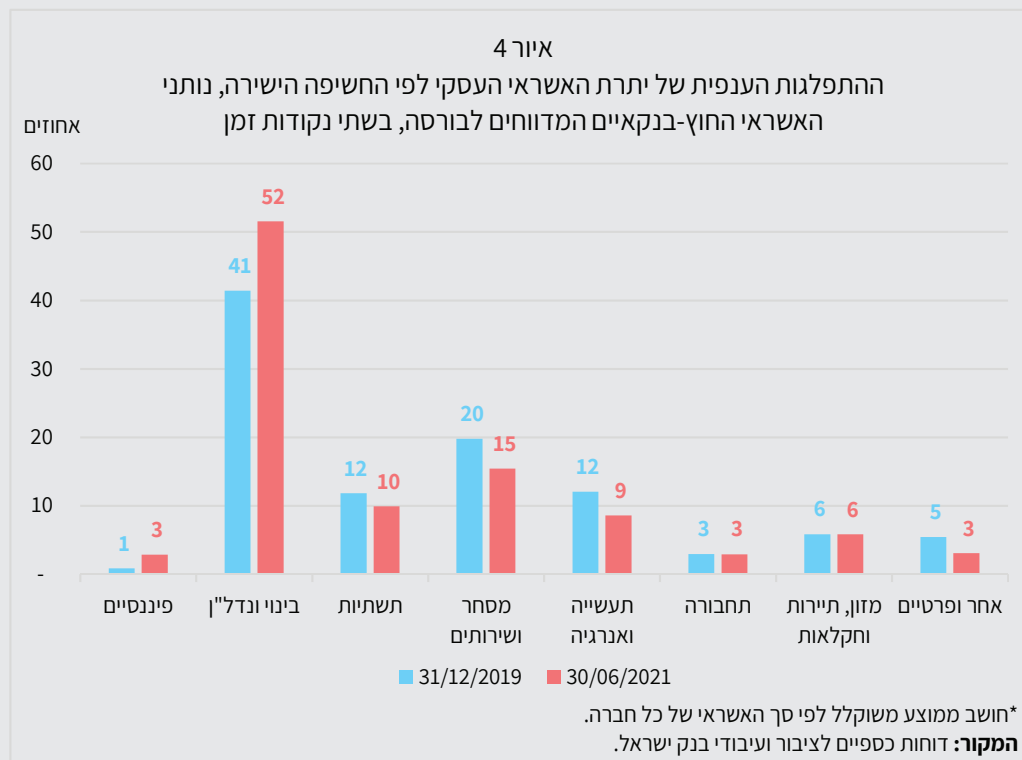
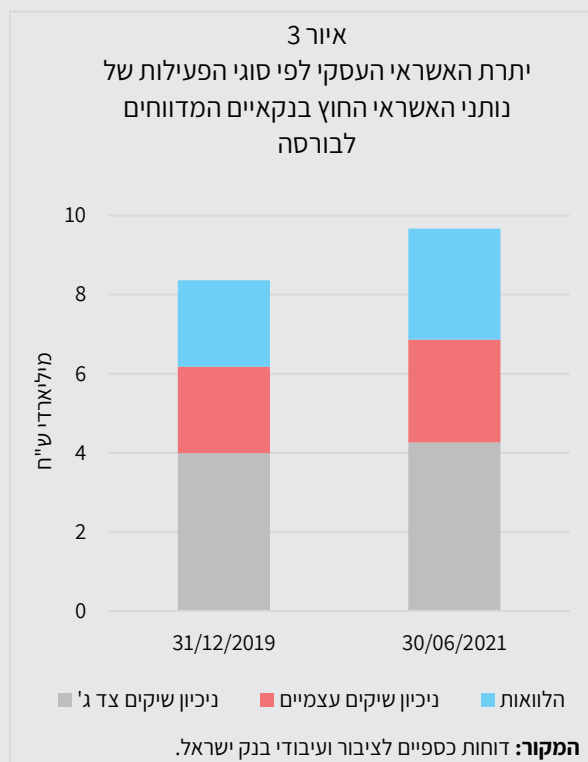
חשוב להדגיש כי בפעילות של ניכיון צ'קים של צדדים שלישיים יש בעסקה שלושה צדדים – נותן האשראי, מסב הצ'ק וכותב הצ'ק. מסב הצ'ק הוא למעשה הלווה (מקבל האשראי), אך החשיפה הישירה של נותן האשראי היא לכותב הצ'ק.

⁵ הניתוח בתיבה מציג שתי נקודות זמן עיקריות – לפני המשבר ו"כיום" – נקודת זמן העדכנית ביותר לציבור. כדי לשמור על קבוצת חברות זהה לאורך הניתוח, נקודת הזמן היחידה שהייתה זמינה לפני המשבר היא 31/12/2019 (משום שחלק מהחברות החלו לדווח רק לאחרונה, והמידע של 31/12/2019 לגביהן נלקח מהתשקופים); נקודת הזמן האחרונה שלגביה היו בידינו נתונים בעת כתיבת התיבה (אוקטובר 2021) היא 30/06/2021.

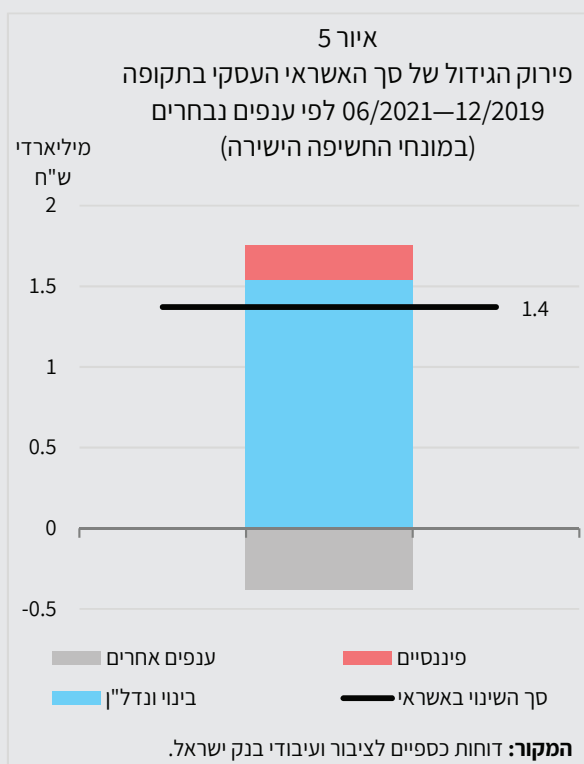
במקרה של צ'ק עצמי (או הלוואה) החשיפה הישירה היא כמובן ללווה (מקבל האשראי). הבחנה זו חשובה במיוחד כשמנתחים את ההתפלגות הענפית ופיזור הלקוחות בפעילותם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים.

איור 4 מספק את ההתפלגות הענפית לפי החשיפה הישירה של נותן האשראי. יש לציין כי ההבדל העיקרי בין החשיפה ללווה לבין החשיפה הישירה הוא בפעילות זו ניכון המשנה, המסווגת בענף הפיננסים. בפעילות זו נותני אשראי אחרים הפועלים בניכיון צ'קים נוטלים מימון ומסבים את הצ'קים לנותני אשראי גדולים יותר. פעילות זו מאפשרת, מצד אחד, פיזור גדול יותר של הסיכון (מעין עסקת איגוח), ומהצד השני נחשבת לפחות ודאית ולבעלת פוטנציאל לסיכונים הדבקה. חלקה של פעילות זו בהתפלגות לפי החשיפה ללווה היא כחמישית, לאחר שהצטמצמה מעט מסוף 2019.

מאיור 4 עולה שהשינוי העיקרי במהלך השנה ומחצית השנה האחרונות הוא גידול החשיפה לענף הבינוי והנדל"ן (על חשבון החשיפה ליתר הענפים), שגם לפני כן נחשבה לגבוהה יחסית לזו של ספקי אשראי אחרים. (לצורך ההשוואה: בבנקים כשליש מהאשראי העסקי המאזני חשוף לענף זה). ניתן ללמוד על גידול של יותר מ-10 נקודות האחוז בחלקו של ענף הבינוי והנדל"ן בהתפלגות הענפית (גם לפי החשיפה ללווה), כך שיותר ממחצית תיק האשראי המצרפי חשופה לענף זה.⁶



⁶ מתוך 18 חברות אשראי חוץ-בנקאיות 4 מתמחות באשראי לענף הבינוי והנדל"ן, כלומר 100% מהתיק שלהן הוא לענף זה. מבין ה-14 האחרות, 12 הגדילו את החשיפה לענף הבינוי והנדל"ן. שתי האחרות קטנות, ומהוות רק 5% מהתיק.



כדי להמחיש את גידול האשראי לענף הבינוי והנדל"ן פירקנו את השינויים בסך האשראי לשלושה רכיבים עיקריים (איור 5). ניתן לראות כי צמיחת האשראי בתקופה האמורה התרכזה במידה רבה בענף הבינוי והנדל"ן. גידול זה של יתרת האשראי (1.6 מיליארד ש"ח) מהווה קרוב ל-20% מהשינוי באשראי שניתן למגזר העסקים הקטנים והבינוניים בענף הבינוי והנדל"ן (מהמערכות הבנקאית והחוץ-בנקאית), וזאת אף על פי שבסך האשראי (נכון ליוני 2021) חלקם של הגופים החוץ-בנקאיים במגזר ובענף האמורים הוא פחות מ-5%. היבט זה מחדד אפוא מאוד את גידול החשיפה הענפית.

נציין שגם בבנקים הייתה עלייה משמעותית של החשיפה לענף זה⁷, אך היא נבעה בעיקרה מאשראי שניתן לעסקים הגדולים (המאופיינים בדרך כלל באיכות אשראי גבוהה). הבנקים כידוע כפופים למגבלה על החבות הענפית; זו אולי גרמה למגבלת היצע מהמערכת הבנקאית, ולכן עסקים קטנים ובינוניים מענף הבינוי והנדל"ן פנו בתקופה זו יותר לגופים חוץ-בנקאיים, שעליהם לא חלה מגבלה דומה. ייתכן שתוצאה זו בגופים החוץ-בנקאיים מבטאת

גם לקח שהפיקו מהמשבר, שכן ענף הבינוי והנדל"ן נפגע ממנו פחות מאשר ענפים אחרים, כגון המסחר והשירותים וענפי האירוח והאוכל, ולכן הם הגדילו את החשיפה לענף זה על חשבון החשיפה לענפים אחרים, כדי להפחית סיכון.

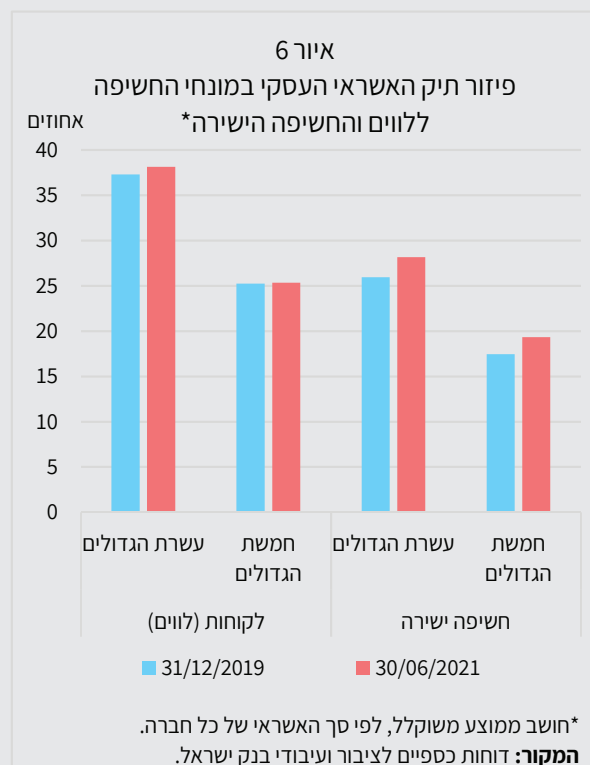
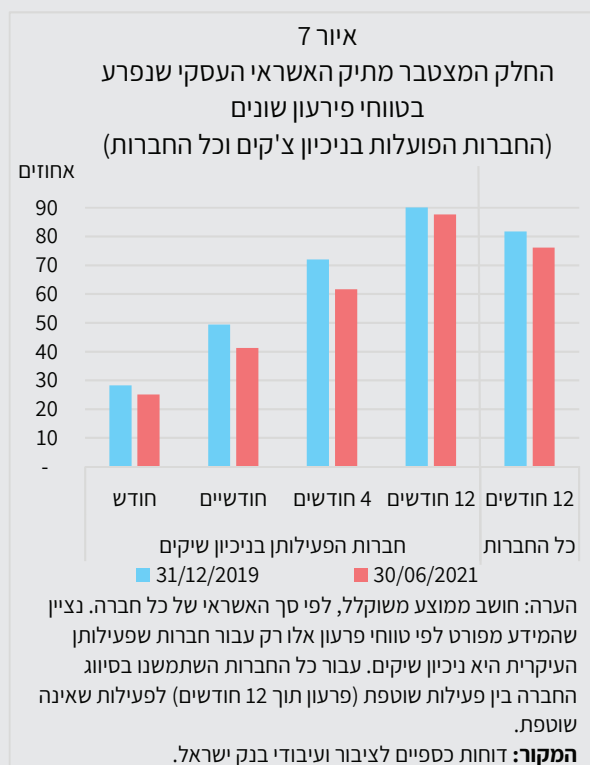
אולם הריכוזיות הענפית עלולה להיות מסוכנת, במיוחד בשל אופי האשראי שמעמידים הגופים החוץ-בנקאיים, כפי שהוא מתואר בדוחותיהם הכספיים – אשראי לקבלני ביצוע משנה, רכישת ציוד, הלוואות גישור, אשראי להשלמת ההון העצמי (במיזמי בנייה) והשלמה לרכישת קרקעות. לרוב מדובר באשראי הידוע כחוב נחות ("הלוואות מזנין") ושאינו מגובה בשעבודים מדרגה ראשונה. גם ברמה המשקית של המערכת הפיננסית העלייה בחשיפה הענפית – בהינתן אופי האשראי – יש בה פוטנציאל לגידול של סיכוני ההדבקה והקישוריות.

לצד הריכוזיות הענפית, הבולטת מאוד, נותני האשראי החוץ-בנקאיים פועלים בפיזור לקוחות וחשיפות מצומצם יחסית. בבחינת החשיפה ללקוחות (מקבלי האשראי) ניתן לראות באיור 6 שחמשת הלקוחות הגדולים מהווים, בממוצע (לשתי התקופות הנבחרות) כרבע מתיק האשראי, ועשרת הלקוחות הגדולים מהווים כמעט 40% מהתיק. בחשיפה הישירה הריכוזיות קטנה יותר (כנראה בעיקר בגין הפעילות של ניכיון משנה), אך היא עדיין נחשבת לגבוהה⁸, ובמהלך התקופה שנבחנה היא אף גדלה במידה מסוימת.

היבט נוסף שמאפיין את נותני האשראי החוץ-בנקאיים, ויכול לגרום סיכון נזילות בתקופה של משבר פתאומי, הוא פעילות לטווחים קצרים. מאחר שתיק האשראי מאופיין בריכוזיות גבוהה – לענפים וללווים ספציפיים – ומקורות המימון הם לטווחים קצרים (כפי שנראה להלן), אי-החזר ההלוואה על ידי מספר לוויים בו-זמנית עלול לפגוע ביכולת ההחזר של נותני האשראי החוץ-בנקאיים. מהיבט זה ניכר שבגופים הפועלים בניכיון צ'קים עלו טווחי הפירעון של האשראי – איור 7). לצורך ההמחשה: נכון ליוני 2021 כ-62% מתיק האשראי נפרעו בתוך 120 יום, לעומת כ-72% בסוף 2019. מבחינת כל הגופים החוץ-בנקאיים: נכון ליוני 2021 כ-76% מתיק האשראי נפרעו בתוך שנה, לעומת כ-82% בסוף 2019.

⁷ להרחבה ראו: מערכת הבנקאות בישראל, סקירה חצי שנתית, 2021.

⁸ בבנקים, למשל, עשרת הלקוחות הגדולים מהווים כ-2% מסך סיכון האשראי.



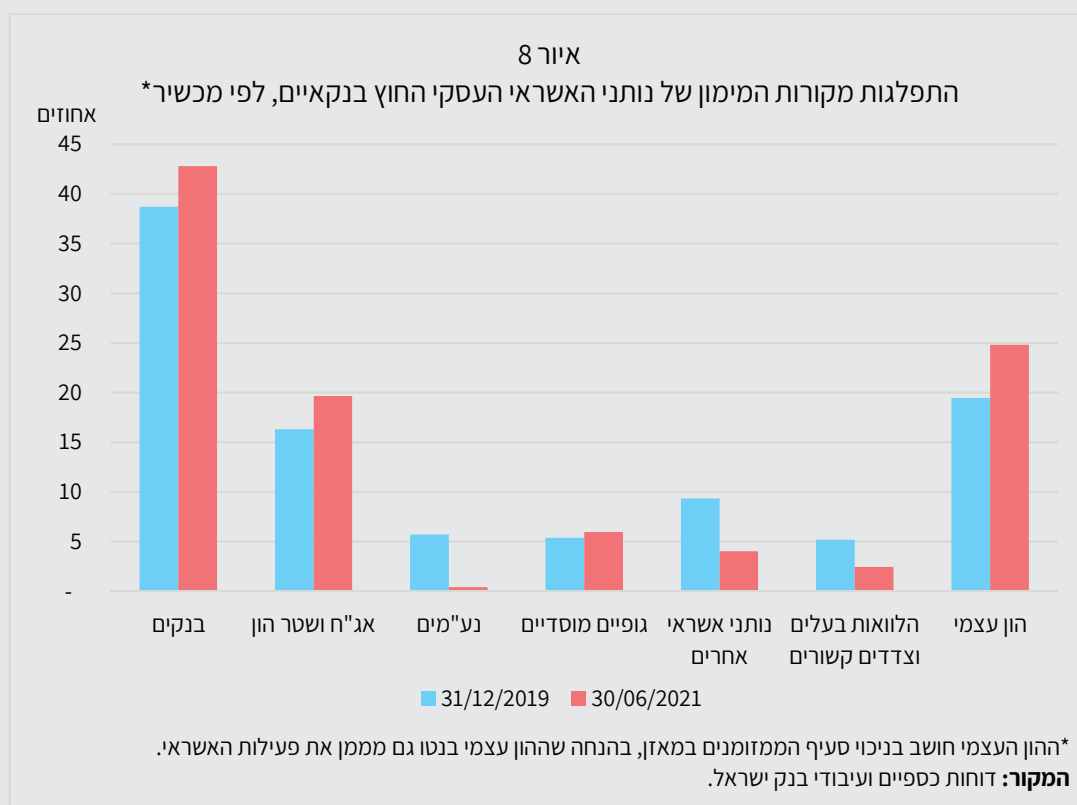
כאמור, מקורות המימון של נותני האשראי החוץ-בנקאיים הם לרוב לטווחים קצרים, ובחלקם ההחזר הוא לפי דרישת המלווה, כגון בהלוואות On-call בנקאיות ובניירות ערך מסחריים (נע"מים). משמע שנותן ההלוואה יכול תיאורטית לדרוש כי תוחזר מייד, דבר שיכול להיות כרוך בסיכון גבוה בתקופה של משבר (ראו הרחבה להלן).

בפילוח מקורות המימון של נותני האשראי החוץ-בנקאיים (איור 8) ניתן לראות שהשימוש בנע"מים הצטמצם כמעט לגמרי, וכך גם המימון מנותני אשראי אחרים (לרוב מדובר בפעילות ניכיון משנה). לעומת זאת גדל המימון באג"ח ומתאגידים בנקאיים. עוד מצביע הפילוח על עליית השימוש במקורות מימון עצמיים (הון עצמי והלוואות בעלים); משמע שהפעילות פחות ממונפת (שיפור של כ-2.5 נקודות האחוז). ניכרת גם התארכות של המח"ם במקורות המימון: נכון ליוני 2021 כ-72.5% מהתחייבויות מסווגות כשוטפות (כלומר עתידות להיפרע בתוך 12 חודשים), לעומת כ-80% בדצמבר 2019.

חשוב לציין ששינויים אלו במקורות המימון מעידים על ירידת הסיכון בפעילות, וייתכן שזה לקח נוסף של המשבר. בשיאו של המשבר מקורות המימון לטווחים קצרים, במיוחד אלה הנפרעים לפי דרישה, עלולים להעלות משמעותית את סיכון הנזילות, באופן דומה למנגנון של "ריצה אל הבנקים". מצב כזה פוגע ביכולת של הגופים החוץ-בנקאיים לספק אשראי ועלול ליצור אפקט משקי של החמרת מחנק האשראי לעסקים ריאליים, משום שבתקופה של משבר עסקים נדרשים למימון כדי לצלוח אותו. החשש לאפקט משקי לא הורגש, וזאת, ככל הנראה, מפני שחלקם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים עדיין קטן, והודות לסיוע ממשלתי ומוניטרי רחב.

על היכולת להתמודד עם סיכון נזילות משפיע משקלם של הנכסים הנזילים-מיידית (מזומנים ושווי מזומנים). במאזני הגופים החוץ-בנקאיים שיעוריהם זניחים⁹, מה שעלול להרע את התמודדותם עם בעיה של נזילות, אף כי גם הם עלו מעט: כ-4.5% ביוני 2021, לעומת 2.4% בסוף 2019.

⁹ בבנקים, לצורך ההשוואה, המזומנים והפיקדונות (בבנקים אחרים) מהווים מעט יותר מרבע מסך הנכסים המאזניים. יחד עם זאת חשוב לציין כי המערכת הבנקאית כפופה לרגולציית באזל, אשר לפיה הבנקים נדרשים לעמוד ביחס נזילות – LCR, המחושב באופן שונה מהיחס שחושב כאן בהקשר של הגופים החוץ-בנקאיים.



סיכום ומסקנות

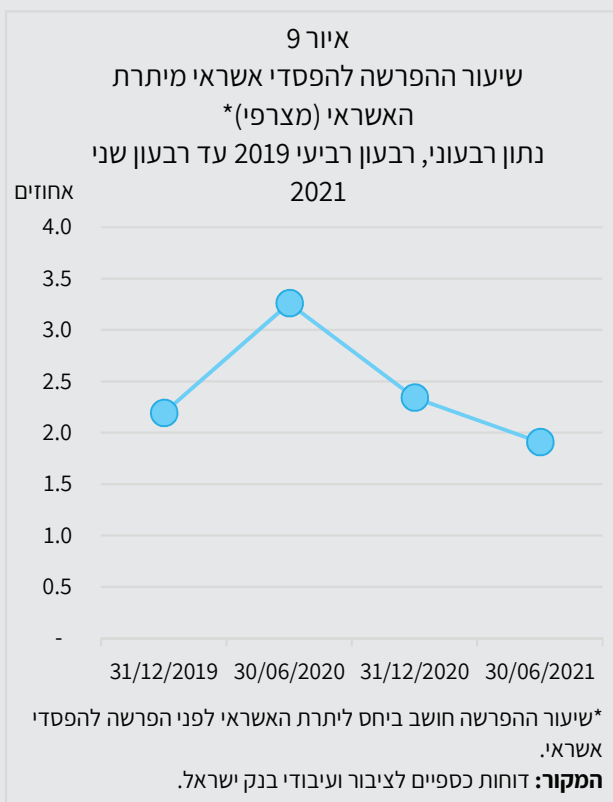
פעילות האשראי של הגופים החוץ-בנקאיים הצטמצמה משמעותית במהלך המשבר, אך התאוששה במהירות וצמחה מאוד במחצית הראשונה של 2021. גידול האשראי בתקופה זו התרכז במידה רבה בענף הבינוי והנדל"ן, היבט שמעלה את החשיפה הענפית של גופים אלה, שעוד לפני המשבר נחשבה לגבוהה (בהשוואה לנותני אשראי אחרים). יתר השינויים שנותחו במאפייניהם של תיקי האשראי מצביעים על האפשרות שהגופים החוץ-בנקאיים ניסו להפחית את הסיכון כלקח מהמשבר. מנקודת מבטם של גופים אלו הסיכון בתיק האשראי שלהם אפילו ירד. על כך מעיד שיעור ההפרשה להפסדי אשראי, שהוא נמוך יותר מאשר בערב המשבר (איור 9)¹⁰.

על אף שיפור מסוים בחלק מהפרמטרים של פעילות האשראי עדיין מדובר בפעילות המאופיינת בסיכון גבוה, מרוכזת מאוד בענפים ובלווים ספציפיים, ובעלת פוטנציאל הדבקה וקישוריות בין מלווים. עם זאת, משקלם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים קטן (פחות מ-2% מהאשראי העסקי), ולכן אנו לא מעריכים שנשקף סיכון מערכתי לעמידותה של היציבות הפיננסית.

במהלך חודש ינואר 2022 עבר בוועדת הכספים של הכנסת התיקון להצעת חוק הבנקאות ("חוק נאוי"), העוסק בהרחבת מקורות המימון לגופים חוץ-בנקאיים. התיקון הנוכחי מאפשר לחברות המפוקחות יציבותית להגדיל את היקף גיוסי האג"ח הציבוריים מסכום של עד 5 מיליארד ש"ל לסכום של עד 15 מיליארד ש"ל.

לאור האמור, נדרש פיקוח הדוק יותר על ההתפתחויות והשינויים בשוק האשראי החוץ-בנקאי, שעלולים להגביר את הסיכונים בפעילותם של גופים אלו, ולגלוש אל המערכת הפיננסית. כמו כן, הואיל והגופים החוץ-בנקאיים מגדילים את

¹⁰ עדות נוספת, מוגבלת יותר, התומכת בכך היא ירידה של עלות החוב. זאת על סמך הריבית הנגבית לפי דיווחם של שני נותני האשראי החוץ-בנקאיים הגדולים, שיתרת האשראי מהם מהווה כשליש מזו של כולם. הריבית ירדה, בממוצע (משוקלל באשראי), בכ-0.7%. יתר הגופים לא מדווחים על עלות החוב הנגבית.



נגישות האשראי לעסקים הקטנים והבינוניים ומהווים גורם חשוב בפעילות של המערכת הריאלית, מן ההכרח לעקוב אחר יציבותם ופעילותם באשראי ולנתח אותה. כרגע, המידע הזמין הוא רק על החברות המדווחות לבורסה (קצת יותר מ-20 נותני אשראי חוץ-בנקאיים, בעוד שקיימים מאות גופים כאלה), אך הוא אינו אחיד, גם לא בתדירותו¹¹. לכן ההמלצה היא להמשיך ולפעול לאסדרת הענף ולפיקוח עליו גם באמצעות הגדלת הזמינות של המידע¹².

¹¹ לגבי חלק מהניתוחים שהוצגו בתיבה זו יש חברות שהמידע המעודכן ביותר עליהן לא היה ב-30/06/2021 אלא ב-31/12/2020. לכן היינו צריכים להניח שלא היו שינויים מהותיים במחצית השנה הראשונה של 2021. להלן הפירוט: לגבי סוג הפעילות (איור 3) – לגבי מחצית מהחברות, שיתרת האשראי שלהן מהווה כשני-שלישים מהאשראי שנותנים גופים אלו, המידע נכון ל-30/06/2021. לגבי ענף הפעילות (איור 4) – לגבי מחצית מהחברות, שיתרת האשראי שלהן מהווה כשליש, המידע נכון ל-30/06/2021. לגבי פיזור הלקוחות (איור 6) – רק לגבי 6 חברות, שיתרת האשראי שלהן מהווה פחות משליש, המידע נכון ל-30/06/2021. לגבי מח"ם הפעילות (איור 7) – לגבי 12 מהחברות, שיתרת האשראי שלהן מהווה כשני-שלישים, המידע נכון ל-30/06/2021. במקרים שלא היה בידינו המידע העדכני ביותר השתמשנו כאמור במידע שדווח ל-31/12/2020.

¹² רשות שוק ההון פרסמה טיוטה של הוראות דיווח, שמתייחסות בין השאר לפעילותם של נותני האשראי החוץ-בנקאי ברמה המצרפית ובפילוחים שונים. כן מוקם בבנק ישראל בימים אלו מאגר אשראי עסקי (פרויקט מסיל"ה), שנועד, בין היתר, לסייע בהערכה של יציבות המערכת הפיננסית, משום שהוא יאפשר הסתכלות רחבה יותר ופרטנית על כל נותני האשראי והעסקים הלווים מהם.

תיבה 3: השימוש בהלוואות צרכניות בסמוך לרכישת דירה

- על רקע העלייה בביצועי המשכנתאות תיבה זו בוחנת את התופעה של נטילת הלוואות צרכניות (הלוואות לכל מטרה) בסמיכות לרכישת דירות (להלן: הלוואות משלימות) ואת ההשפעה של הלוואות אלו על יחסי המינוף והסיכון של נוטלי משכנתאות חדשות בישראל.
- קיימות סיבות שונות לנטילת הלוואה צרכנית בסמיכות לנטילת משכנתה. לדוגמה: השלמת הון העצמי, הלוואת "הצטרפות" מהבנק שממנו נלקחה המשכנתה או לצורך מימון הוצאות נלוות לרכישת הדירה.
- כ-15% מהמשכנתאות החדשות שניתנו מספטמבר 2017 עד יוני 2021 (כולל) נלקחו בצמוד להלוואה צרכנית משלימה מבנק או מחברת כרטיסי אשראי.
- כמחצית מההלוואות המשלימות נלקחו מאותו הבנק שממנו נלקחה גם המשכנתה.
- כמחצית מההלוואות המשלימות היו בשיעור של מעל 5% משווי הדירה הנרכשת.
- שיעור המשכנתאות שנכנסות לפיגור גבוה יותר במקרים שנלקחת הלוואה משלימה ממלווה שאינו הבנק שהעניק את המשכנתה. נדגיש כי לא נראה כי מדובר בתופעה שמאיימת על היציבות של המערכת הפיננסית אך ייתכן והיא מסכנת את יציבותם של חלק ממשקי הבית.
- בסך הכל נראה כי חלק לא זניח מהמשכנתאות בישראל נלקחות בסמיכות להלוואה צרכנית משלימה. היקף התופעה לצד ההשלכות האפשריות על רמת המינוף והסיכון של משקי הבית מדגיש את החשיבות בהמשך מעקב ופיקוח על התופעה.

סוגי ההלוואות הצרכניות המשלימות לרכישת דירה

במספר מצבים לקוח עשוי לקחת הלוואה צרכנית משלימה לרכישת דירה יחד עם הלוואת המשכנתה. תחילה נבחין בין מספר מקרים עיקריים:

הלוואה צרכנית המשמשת להשלמת ההון העצמי באופן ישיר – לקוחות שאין ברשותם כל ההון העצמי לרכישת הדירה או שמעוניינים להוריד את שיעור המימון הגלום במשכנתה, יכולים לנסות להשלים את החסר באמצעות הלוואה צרכנית. הלוואות אלו יכולות להילקח הן מהבנק שממנו נלקחת המשכנתה והן מנותן אשראי אחר (בנק אחר לרבות הבנק שבו מתנהל חשבון העו"ש, חברת כרטיסי אשראי או חברה חוץ-בנקאית). הלוואה זו נלקחת לפני החתימה על המשכנתה כדי לשלם למוכרי הדירה, באופן ישיר, חלק מההון העצמי הנדרש.

הלוואה המשלימה את ההון העצמי באופן עקיף – הלוואה זו נלקחת כדי לממן הוצאות הנלוות לרכישת הדירה לרבות הוצאות בלתי צפויות כגון: תשלום לעו"ד, מס רכישה, עלות התיווך, יעוץ פרטי במשכנתאות, שיפוץ הדירה, עלויות מעבר, ריהוט, עלייה של מדד תשומות הבנייה ועוד. הלוואה זו אמנם אינה משמשת להשלמת ההון העצמי באופן ישיר, אך למעשה משפיעה על יחס המינוף משום שהיא מפנה הון עצמי מתשלום אותן הוצאות נלוות, שאחרת היה צורך להביאן בחשבון בחישוב ההון העצמי הפנוי לרכישת הדירה. גם הלוואה זו יכולה להילקח הן מהבנק שממנו נלקחת המשכנתה והן מגורם שלישי. בניגוד להלוואות לתשלום ישיר של ההון העצמי, הנלקחות לפני החתימה על נטילת המשכנתה, הלוואה זו יכולה להילקח גם מייד לאחר מכן.

הלוואות הצטרפות (הנקראות גם הלוואת עו"ש או הלוואת סינרגיה) – הלוואת הצטרפות היא הלוואה בתנאים משופרים (ריבית נמוכה ופריסה ארוכה) המוצעת לעיתים ללקוחות אשר עם נטילת המשכנתה מעבירים אל הבנק המעמיד אותה גם את פעילות העובר ושב שלהם. הלוואות הצטרפות יכולות להיות אטרקטיביות ללקוחות, משום שהן ניתנות בתנאים טובים, לפעמים אף יותר מאלה של המשכנתה, ולכן יכולות להילקח גם במקרים שאין מחסור בהון עצמי. הלוואות הצטרפות גם מאפשרת להוריד את שיעור המינוף, ובכך לשפר את תנאי המשכנתה. לדוגמה, ירידה של המינוף אל מתחת ל-60%

יכולה לשפר מאוד את תנאי המשכנתא בשל מבנה הקצאת ההון למינופים שונים. ולכן אפילו הלוואה של כמה עשרות אלפי שקלים ללקוחות ששיעור המינוף שלהם גבולית עשויה להיות אטרקטיבית מאוד.

נציין כי ב-6 לאוקטובר 2021 פרסם הפיקוח על הבנקים עדכון לקובץ שאלות ותשובות ליישום הוראות ניהול בנקאי תקין בנושא מגבלות למתן הלוואות לדיור.¹ בקובץ נקבע כי, תאגיד בנקאי אינו רשאי להעמיד הלוואה נוספת ללווה המיועדת לשמש "הון עצמי" לצורך רכישת דירה. בנוסף, הודגש בעדכון כי האמור חל בין היתר גם על הלוואות צרכניות. הניתוח בתיבה זו מתייחס לתקופה שלפני פרסום העדכון ולכן התיבה מאפשרת, בין היתר, לבחון את היקף השימוש בהלוואות משלימות לפני העדכון של קובץ השו"ת.

ההיקף והמאפיינים של ההלוואות המשלימות

נבחן תחילה את היקף השימוש בהלוואות משלימות בשוק המשכנתאות בישראל. כדי לזהות את ההלוואות המשלימות נעשה שימוש במאגר נתוני האשראי של בנק ישראל. המאגר מתעד את כל עסקות האשראי של לקוחות בישראל, ולכן מאפשר זיהוי של נטילת הלוואות צרכניות בצמידות לנטילת משכנתה חדשה. בזיהוי וסיווג של הלוואות משלימות לרכישת דירה כרוך קושי, משום שבמאגר אין סיווג ספציפי של ההלוואות האלה. לכן מזהים הלוואות אלה כהלוואות צרכניות שמועד נטילתן סמוך לזה של המשכנתה החדשה: הגדרנו כהלוואות המסווגות במאגר כהלוואות צרכניות לכל מטרה שניתנו ללקוח בחודש אשר בו הוא לקח משכנתה חדשה או בתוך חודש מלקיחת המשכנתה.² ההנחה המרכזית בזיהוי ההלוואות המשלימות היא כי "לכסף אין צבע". משמע שהלוואה צרכנית אשר נלקחה סמוך ללקיחת משכנתה חדשה שימשה לתשלום על רכישת הדירה ו/או השפיעה על שיעור המימון של הדירה בפנותה הון עצמי מתשלומים נלווים.

לאחר זיהוי כל ההלוואות המשלימות סיווגנו את ההלוואות להלוואות ששימשו ככל הנראה להשלמת הון עצמי ולהלוואות שנראה כי ניתנו כהלוואות הצטרפות. הלוואה סווגה כהלוואה הצטרפות אם התקיימו ארבעה תנאים: ההלוואה ניתנה על ידי הבנק שממנו נלקחה המשכנתה, ההלוואה גדולה (מעל 75 אלף ש"ח), נלקחה לתקופה ארוכה (מעל 5 שנים) ובתנאים משופרים (ריבית פחותה מפרמיים+1%). שאר ההלוואות סווגו כהלוואות משלימות להון עצמי בחלוקה לפי מלווים (הבנק שממנו נלקחה המשכנתה, בנק אחר, או חברת כרטיסי אשראי).

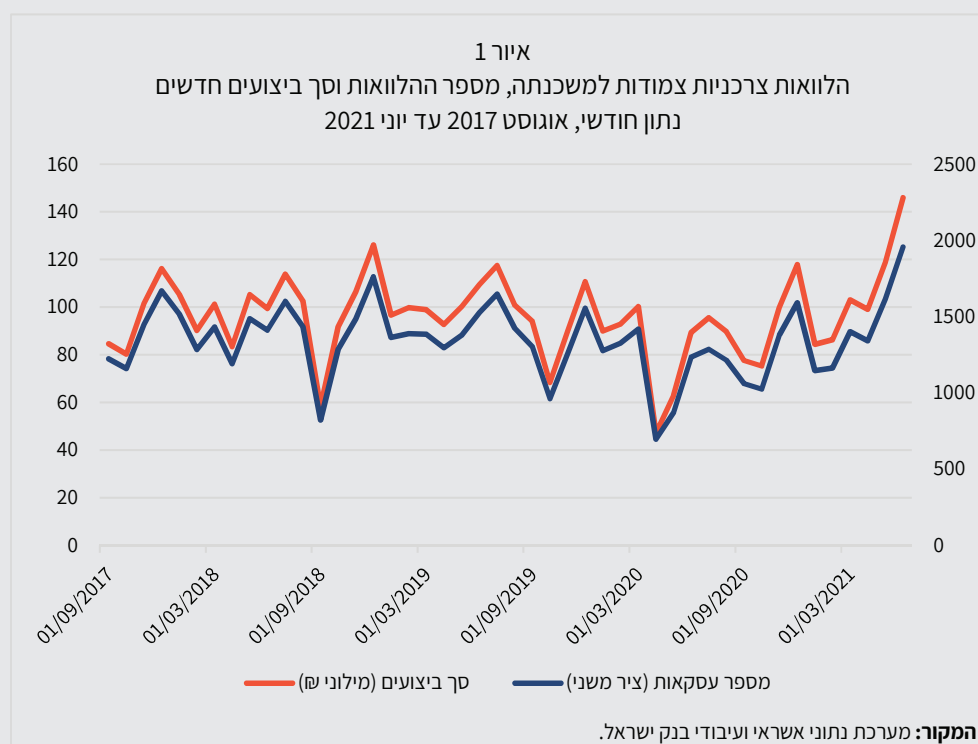
נדגיש כי הניתוח נסב רק על הלוואות משלימות מבנקים ומחברות כרטיסי אשראי (שמוטלת עליהן חובת דיווח למאגר האשראי), ואינו כולל הלוואות מנותני אשראי חוץ-בנקאיים לרבות גופים מוסדיים. בהתאם לכך יש להתייחס לנתונים בתיבה כאל רף מינימלי של היקף האשראי הצרכני המשמש להשלמת משכנתאות.³

איור 1 מציג את מספר ההלוואות שזוהו כקשורות לנטילת משכנתה ואת סך האשראי החדש שהועמד באמצעות הלוואות אלו בין ספטמבר 2017 ליוני 2021. ניתן לראות כי במהלך התקופה הנסקרת הועמדו בסך הכול כ-61,000 הלוואות צרכניות משלימות (ממוצע של כ-1,340 הלוואות בחודש) בסכום כולל של כ-4.4 מיליארד ש"ח (כ-100 מיליון ש"ח בחודש). לשם השוואה: באותה תקופה הועמדו בסך הכול כ-386,000 משכנתאות חדשות (ממוצע של כ-8,000 בכל חודש) בסכום כולל של כ-274 מיליארד ש"ח (כ-6 מיליארד ש"ח בממוצע בחודש). קרי בכ-16% מהלוואות המשכנתא נרשמו בסמוך לכך גם הלוואות צרכניות מסיבות שונות. כן ניתן לראות כי לקראת סוף התקופה הנסקרת הייתה עלייה בביצועי ההלוואות המשלימות, על רקע העלייה בביצועי המשכנתאות.

¹ ראו <https://www.boi.org.il/he/BankingSupervision/LettersAndCircularsSupervisorOfBanks/HozSup/h2676.pdf>

² כדי לצמצם השפעה של תצפיות חריגות ו/או הלוואות שאינן הלוואות צרכניות רגילות (לדוגמה הלוואות עסקיות או הלוואות גישור) בחנו רק הלוואות שניתנו בסכום של בין 30 ל-150 אלף ש"ח לתקופה של לפחות 18 חודשים.

³ הבנקים וחברות כרטיסי האשראי נותנים את מירב האשראי הצרכני בישראל (מעל ל-95%, ראו איור 1 בדיווח לכנסת על יישום הוראות חוק נתוני אשראי לשנת 2021). לכן אנו משערים כי גם בהלוואות צרכניות משלימות למשכנתה הם מקור האשראי העיקרי, וההטיה כלפי מטה היא קטנה יחסית.



איור 2. א מראה את שיעור המשכנתאות שנלקחו יחד עם הלוואה משלימה מתוך סך המשכנתאות החדשות שניתנו בכל חודש. ניתן לראות שלמרות היציבות במספר ההלוואות המשלימות ובסכום הכולל שלהן לאורך התקופה (איור 1), שיעורן של המשכנתאות שנלקחו יחד עם הלוואה צרכנית מתוך כלל המשכנתאות דווקא ירד מסביב 20% מהמשכנתאות באמצע 2018 לסביב 13% בתקופה האחרונה.

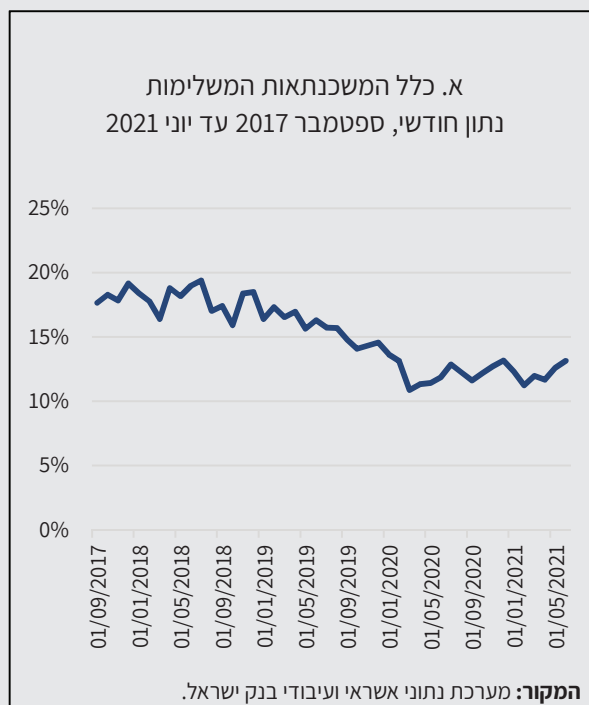
איור 2. ב מראה את שיעור המשכנתאות בחלוקה לשלושת הסוגים העיקריים של ההלוואות המשלימות: הלוואה משלימה להון העצמי מהבנק שממנו נלקחה המשכנתה (משלימה מאותו מלווה), משלימה להון העצמי ממלווה אחר (משלימה ממלווה אחר) ומשלימה שזוהתה כהלוואת הצטרפות (הצטרפות). ניתן לראות שעיקר הירידה בשיעור המשכנתאות עם הלוואה משלימה נבע מירידה בהלוואות ההצטרפות. נציין שב-11.3.2018 הקל הפיקוח על הבנקים על אופן השקלול של נכסי הסיכון בגין משכנתאות בשיעורי מימון גבוהים (60% עד 75%). בנימוקי העדכון נכתב, בין היתר: "הפיקוח על הבנקים מודיע על שינוי הוראותיו לבנקים בתחום המשכנתאות, במטרה לאפשר ללקוחות הנוטלים משכנתה והנם בעלי יכולת החזר למצות את יכולתם לרכוש דירה עם הון עצמי של 25% (או 30% למשפרי דיור), וכמו כן למנוע מצב שבו לקוחות יממנו חלק מההון העצמי באמצעות הלוואה משלימה של אשראי צרכני, שהוא יקר יותר ופחות מתאים למימון רכישת דירה". ייתכן אפוא שחלק מהירידה נבע מצמצום התמריץ למצוא דרכים להורדת יחס המימון של המשכנתה אל מתחת ל-60%⁴.

למרות מגמת הירידה לאורך התקופה התחדשה מאז משבר הקורונה מגמת העלייה של השימוש בהלוואות משלימות למשכנתאות, בעיקר כאלה מגורם שלישי. ייתכן שחלק מהעלייה נובע מעליית הביקוש למשכנתאות לצד עלייה של מחירי הדירות בתקופה האחרונה, שעודדה יותר לקוחות לחפש דרכי מימון חלופיות.

⁴ ראו <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/11-3-2018.aspx>

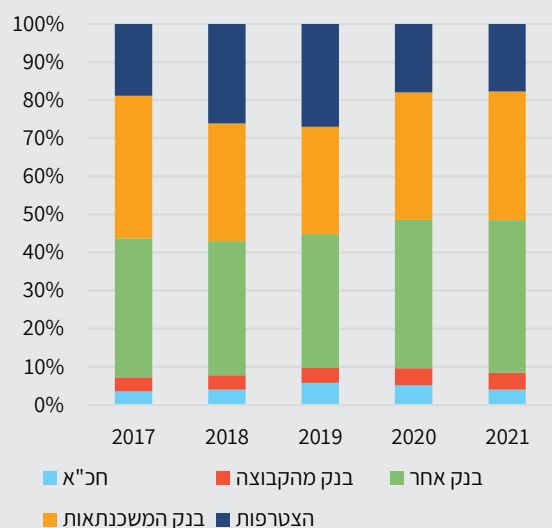
איור 2

שיעור המשכנתאות החדשות שניתנו עם הלוואה משלימה



איור 3

התפלגות ההלוואות המשלימות לפי סוג המלווים
נתון שנתי, 2017 עד 2021



איור 3 מפרט את התפלגות מקורותיהן של ההלוואות המשלימות. הלוואות אשר ניתנו על ידי הבנק שממנו נלקחה המשכנתה מסווגות כהלוואות הצטרפות והלוואות משלימות להון העצמי. הלוואות ממלווה אחר מסווגות לפי הקבוצות הבאות: הלוואות מבנק מן הקבוצה של הבנק שממנו נלקחה המשכנתה, הלוואות בנק אחר והלוואות מחברת כרטיסי אשראי. בהתאם לירידה בשיעור המשכנתאות שנלקחו עם הלוואת הצטרפות (איור 2.ב) ירד גם משקלן של הלוואות אלו בכלל ההלוואות המשלימות מכמעט 30% בשנים 2018–2019 ל-18% כיום.

מאיור 3 עולה גם שלאורך כל התקופה מעל 50% מההלוואות הצרכניות שנלקחו יחד עם משכנתה חדשה ניתנו מהבנק נותן המשכנתה. עם זאת נראית מגמת עלייה של שיעור ההלוואות הנלקחות מגורם שלישי, בעיקר מבנקים אחרים.

השלכות רגולטוריות ויציבותיות

הלוואה להשלמת ההון העצמי יכולה להגדיל את הסיכון של הלקוח במספר דרכים: ראשית, הלוואות למימון הון עצמי הן לרוב יקרות יותר ולטווח קצר יותר מאשר משכנתאות, מה שהופך אותן לפחות מותאמות למימון רכישת דירה; שנית, ההלוואות המשלימות נלקחות לרוב לפני קבלת המשכנתה, והחזריהן העתידיים משפיעים על חישוב ההכנסה הפנויה של הלקוח, מה שעלול לפגוע בתנאי המשכנתה עצמה.

בניגוד להלוואת הון עצמי, שאותה הלקוח נאלץ לקחת לצורך השלמת העסקה, הלוואות הצטרפות מוצגות לו, לרוב, כהטבה בזכות העברת פעילותו לבנק, בלי קשר הכרחי לנטילת המשכנתה. עם זאת, גם להלוואות אלו יכולות להיות השלכות יציבותיות ורגולטוריות. ראשית, הלוואות הצטרפות, גם אם הן ניתנות לתקופה ארוכה, יחסית להלוואה צרכנית רגילה, הן לרוב לטווח קצר יותר מתקופת המשכנתה, ולכן מגדילות את סך ההחזרים בתחילת התקופה. שנית, הלוואות הצטרפות תשפיע על תמהיל המשכנתה, בהגדילה את חלק המשכנתה שבריבית צמודה לפריים. (הלוואות צרכניות בכלל והלוואות משלימות בפרט הן לרוב הלוואות בריבית צמודה לפריים). לבסוף, קבלת הלוואות הצטרפות גדולה יחד עם המשכנתה יכולה להשפיע בפועל על יחס המימון (LTV) של הלקוח, וכפועל יוצא – על חישוב נכסי הסיכון של הבנקים. לדוגמה, נניח שלקוח זקוק ל-700 אלף ש"ח לשם מימון דירה אשר שווה מיליון ש"ח. ללקוח יש 300 אלף ש"ח הון עצמי, ולכן הוא יכול לקבל משכנתה ביחס מינוף של 70%. עם זאת, אחד מבנקאי המשכנתאות מציע לו כהטבה הלוואה גדולה של 110 אלף ש"ח בתנאים מצוינים בתנאי שבצד נטילת המשכנתה באותו בנק ויעביר אליו את פעילות העו"ש שלו. במקרה כזה הלקוח יכול לבחור לקחת משכנתה של 590 אלף יחד עם הלוואת ההצטרפות, ובכך להוריד את יחס המימון המדווח מ-70% ל-59%. מקרה כזה ישפיע על חישוב משקל נכסי הסיכון של הבנק ועל ריתוק ההון שלו לצורך עמידה בדרישות הלימות ההון, וזאת אף על פי שסך המימון של הלקוח ברכישת הדירה היה 70% מערכה.

כדי לבדוק את ההשלכות האפשריות של שימוש בהלוואות משלימות על יחסי המימון המדווחים בדקנו את גודל ההלוואות המשלימות ביחס לשווי הבטוחות. איור 4 מציג את התפלגות ההלוואות המשלימות לפי שיעור ההלוואה משווי הבטוחה





המדווחת. האיור מציג גם את החציון (הקו הכחול) ואת האחוזון ה-90 של ההתפלגות (הקו האדום).

ניתן לראות שכמחצית מההלוואות המשלימות הן בשיעור של פחות מ-5% משווי הבטוחה וכ-90% מההלוואות הן בשיעור של מתחת ל-10% משווי הבטוחה. לפיכך, נראה שכ-10% מההלוואות המשלימות עלולות להשפיע על הקצאת ההון בגין משכנתאות אלה. נציין שוב כי הדבר נכון גם במקרה של קבלת הלוואה משלימה מייד לאחר נטילת המשכנתא, משום שניתן להניח כי ההלוואה הובאה בחשבון בחישוב ההון העצמי הפנוי לצורך חישוב כלל העלויות של קניית הדירה. הואיל ומצאנו שכ-15% מהמשכנתאות אשר נלקחו בין ספטמבר 2017 ליוני 2021 נלקחו יחד עם הלוואה משלימה, ניתן לשער, לפי איור 4, שבכמחציתן (כלומר ב-7.5% מכלל המשכנתאות בתקופה) שיעור המימון בפועל גבוה לפחות ב-5% משיעור המימון המדווח. נציין כי בתקופה הקרובה צפויים להתקבל נתונים אשר יאפשרו לקשור בין הלוואות אלה לבין העמידה במגבלות הרגולטוריות.

כדי לקבל אינדיקציה לסיכון הכרוך בשימוש בהלוואות משלימות בדקנו אם משכנתאות שנלקחו עם הלוואה משלימה היו מסוכנות יותר ממשכנתאות אחרות. איור 5 מציג את שיעור המשכנתאות שבתשלומיהן החל פיגור

במהלך השנה שלאחר לקיחת המשכנתא בחלוקה למשכנתאות ללא הלוואה משלימה ולמשכנתאות עם הלוואה משלימה.⁵

בכ-3.7% מהמשכנתאות שניתנו יחד עם הלוואה משלימה ממלווה אחר החל פיגור בשנה שלאחר קבלת המשכנתא – ב-76% יותר מאשר במשכנתאות שנלקחו ללא הלוואה משלימה כלל או עם הלוואת הצטרפות. באלה החל פיגור רק ב-2.1% וב-2.0%, בהתאמה. זאת ועוד, ב-2.4% מהמשכנתאות שניתנו יחד עם הלוואה משלימה מאותו הבנק החל פיגור בתוך שנה, אמנם יותר מאשר במשכנתאות ללא הלוואה משלימה או הלוואת הצטרפות, אך בפער קטן בהרבה מאשר במשכנתאות עם הלוואה משלימה מגורם שלישי. חשוב להדגיש שישנם גורמים נוספים אשר יכולים להסביר את ההבדלים בסיכון של משכנתאות בכל אחת מהקבוצות השונות. לדוגמה, סביר שמשכנתאות שנלקחו יחד עם הלוואות משלימות להון העצמי הן ביחסי מינוף גבוהים יותר מאשר הלוואות שבהן לא נדרשה השלמה להון העצמי, ולכן הן גם מסוכנות יותר. עם זאת, הפער הגדול בין משכנתאות שניתנו עם הלוואות להשלמת ההון העצמי מבנק המשכנתאות עצמו לבין הלוואות משלימות מגורם שלישי מגביר את הסבירות שהאחרונות אכן קשורות לירידה של איכות המשכנתאות בקבוצה זו. נזכיר כי לפי איור 3 הלוואות משלימות מגורם שלישי מהוות כ-45% מההלוואות המשלימות, ומשקלן בסך ההלוואות המשלימות אף הולך ועולה לאחרונה.

⁵ חלק זה מתייחס רק למשכנתאות שניתנו בין ספטמבר 2017 למרץ 2019 (כולל) כדי לאפשרתקופה של לפחות שנה לאחר קבלת המשכנתא ולפני תחילת משבר הקורונה. פיגור מוגדר ככזה אם לא שולמו לפחות 500 ש"ח בתקופה שמעל 30 יום ממועד התשלום שנקבע.

תיבה 4: נתוני הכנ"רית ביחס לעסקים שהם תאגידים – תמונה ממשבר הקורונה

- התיבה בוחנת את השינויים בתיקי חדלות הפירעון של תאגידים בישראל כפי שהם מתבטאים במאגר כונסת הנכסים הרשמית (להלן: נתוני הכנ"רית). מהנתונים עולה כי החל מחודש ספטמבר 2019, שבו נכנס לתוקף חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח – 2018, השם דגש על השיקום הכלכלי של החייב וקידום ההסדר עם נושיו, עלה מספר התיקים שנפתחו לעסקים שהם תאגידים. בשלב זה לא ניתן לזהות בנתוני הגידול במספר התיקים את השפעתו של משבר הקורונה בנפרד מהשפעת התיקון לחקיקה.
- הנתונים מרמזים על התמתנות בפתיחת תיקים על ידי גופים פיננסיים במהלך החודשים מרץ עד דצמבר בשנת 2020. ייתכן כי שיקולי מוניטין הנוגעים להתנהלות הוגנת, גמישה ורגישה מול חייבים בזמן משבר¹, ותוכניות הסיוע לעסקים שהופעלו באמצעות המערכת הבנקאית, בכלל זה דחיית תשלומי הלוואות לבנקים², תרמו למי-תון בפתיחת תיקים על ידי גופים פיננסיים יחסית לנושים אחרים, ובכך סייעו לייצוב המגזר העסקי.
- בחינה רב-שנתית לפי ענפים מלמדת כי בשנת 2020 עלה מספר הבקשות לפתיחת תיק (מצרפי לחודשים ינואר עד ספטמבר) בענפי התיירות והאירוח, המשקאות והמזון והמסחר הקמעונאי, ובשנת 2021 עלה מספר הבקשות בענף הבינוי.

מחודש ספטמבר 2019 עד ספטמבר 2021 התחוללו שינויים רגולטוריים וכלכליים דרמטיים, שלכל אחד מהם יכלה להיות השפעה על הגידול במספרם של תיקי חדלות הפירעון; בחודש ספטמבר 2019 נכנס לתוקף חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח – 2018 (להלן: החוק)³, השם דגש על השיקום הכלכלי של החייב וקידום ההסדר עם נושיו; במהלך הרבעון הראשון של שנת 2020 פרץ משבר הקורונה, שהתברר כי הוא חסר תקדים במורכבותו וחומרתו; תוכניות הסיוע, שנועדו לאפשר לעסקים לצלוח את המשבר, עוצבו ונכנסו לתוקף החל באפריל 2020. תוכניות כגון הלוואות בערבות המדינה, הלוואות מוניטריות לבנקים לשם העמדת אשראי לעסקים קטנים ודחיית תשלומי הלוואות במערכת הבנקאית הופעלו באמצעות הערוץ הבנקאי; הוראת שעה – נגיף הקורונה החדש, התשס"א 2021 (תיקון קורונה לחוק חדלות פירעון) נכנסה לתוקף במרץ 2021. מטרתו של התיקון הייתה לייצר מסלול ייעודי של עיכוב הליכים לתקופה של שלושה חודשים לכל היותר לחייבים שביקשו הגנה מנושים ושהות לצורך גיבוש הסדר חוב.

מהנתונים עולה כי החל מחודש ספטמבר 2019, שבו החוק החדש נכנס לתוקף, עלה מספר התיקים שנפתחו לעסקים שהם תאגידים. בשלב זה לא ניתן לזהות מהנתונים המספריים את השפעתו של משבר הקורונה בנפרד מהשפעת התיקון לחקיקה (איור 1).

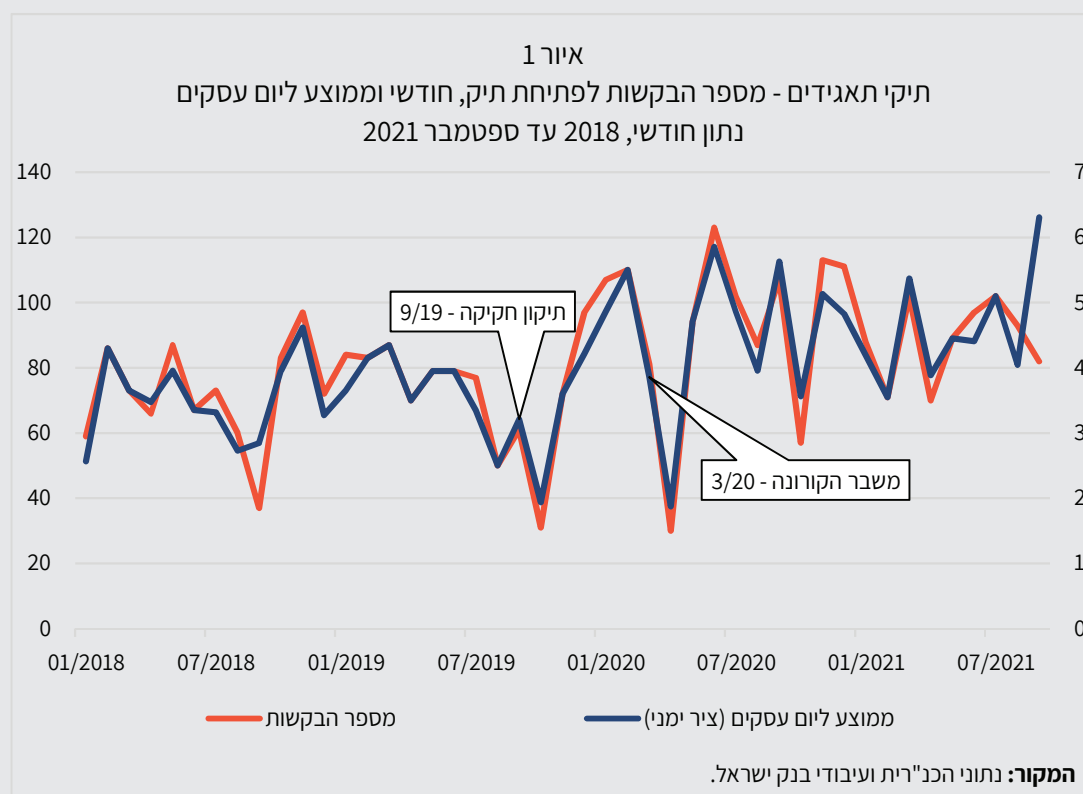
כדי לבחון את יתר ההשפעות תייגנו את התיקים לכאלה שבהם לפחות אחד הנושים הוא גוף פיננסי (לרוב בנק) ולכאלה שבהם לפחות אחד הנושים הוא נושה פרטי⁴ (איור 2), וחישבנו את שיעור התיקים שנפתחו בכל חודש מסך התיקים (להלן: שיעור התיקים). בפילוח זה מצאנו כי שיעור התיקים שבהם אחד הצדדים הוא גוף פיננסי ירד ברבעון השני של שנת 2020, במקביל להפעלת תוכניות הסיוע. בשנת 2021 שיעור התיקים שנפתחו אשר בהם אחד הנושים הוא גוף פיננסי שב ועלה, תוך שניכרת ירידה זמנית בשיעור התיקים ברבעון הראשון (במקביל לדיונים בוועדת הכנסת עד לכניסה-לתוקף של תיקון הקורונה לחוק חדלות הפירעון).

¹ ראה גם, מכתב המפקח על הבנקים למערכת הבנקאית בנושא לקוחות שנקלעו לקשיים בשל משבר הקורונה מיום 24/6/2020; מכתב המפקח על הבנקים למערכת הבנקאית בנושא סיוע ללווים לנוכח ה"גל החמישי" מיום 29/12/2021

² המתווה גובש ביום 7.5.2020 ומאז הוארך והורחב.

³ חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח – 2018 נכנס לתוקף ביום 15.9.2019. החוק שם דגש על שיקומו הכלכלי של החייב לטובת תועלת משקית כללית, השאת ערך נכסי החייב בכדי להקטין את הפגיעה האפשרית שתיגרם לנושים כתוצאה מחדלות הפירעון, והגברת הוודאות והיציבות של הדין, קיצור הליכים והפחתת נטל בירוקרטי.

⁴ תיק יכול להימנות בחלוקה זו פעמיים אם בקרב הנושים יש לפחות בנק אחד ופרטי אחד. לכן הסך אינו מסתכם ל-100% אלא ליותר.



אמנם מדובר במספרים נמוכים, אך הנתונים מרמזים על התמתנות בפתיחת תיקים על ידי גופים פיננסיים בחודשים מרץ עד דצמבר 2020. ייתכן אפוא שתוכניות הסיוע לעסקים, אשר הופעלו באמצעות המערכת הבנקאית, ובכללן דחיית תשלומי הלוואות לבנקים, תרמו למיתון בפתיחת תיקים על ידי גופים פיננסיים ביחס לזו של נושים אחרים, ובכך סייעו לייצוב המגזר העסקי. על כך עשויים להתווסף גם שיקולי מוניטין הנוגעים להתנהלות הוגנת, גמישה ורגישה מול חייבים בזמן משבר⁵.

בחינה רב-שנתית של נתוני הכנ"רית לפי ענפים מלמדת כי בשנת 2020 עלה מספר הבקשות לפתיחת תיק (נתון מצרפי לחודשים ינואר – ספטמבר) בענפי התיירות והאירוח, המשקאות והמזון ומסחר קמעונאי, וכי בשנת 2021 עלה מספר הבקשות בענף הבינוי (איור 3). בחינת הנתונים לאורך תקופה רב-שנתית לפי ישובים מצביעה על עלייה קלה בממוצע היומי של מספר הבקשות לפתיחת תיק בתקופת משבר הקורונה ביישובים ערביים (איור 4). חלוקת הנתונים לערים מרכזיות וערים שאינם מרכזיות⁶ מעלה כי בחודשים נובמבר 2019 עד ינואר 2021 הגידול במספר הבקשות לפתיחת תיקים בערים שאינם מרכזיות היה גבוה יותר לעומת הגידול במספר הבקשות לפתיחת תיקים בערים מרכזיות⁷ (מגמה זו מתהפכת לאחר חודש מאי 2021) (איור 5).

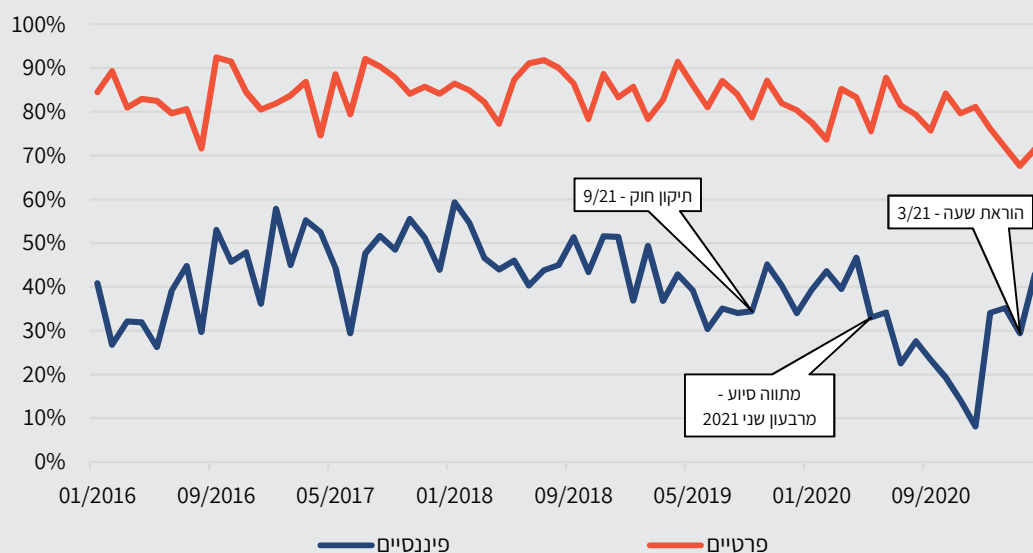
⁵ ראה גם, מכתב המפקח על הבנקים למערכת הבנקאית בנושא לקוחות שנקלעו לקשיים בשל משבר הקורונה מיום 24/6/2020; מכתב המפקח על הבנקים למערכת הבנקאית בנושא סיוע ללווים לנוכח ה"גל החמישי" מיום 29/12/2021

⁶ ערים מרכזיות בניתוח זה מתייחס לעשרת הערים הגדולות בישראל (מבחינת גודל אוכלוסייה) - ירושלים, תל אביב-יפו, חיפה, ראשון לציון, פתח תקווה, אשדוד, נתניה, באר שבע, בני ברק וחולון. החלוקה התבססה על נתוני ישוב התאגיד.

⁷ חלוקה פנימית של קבוצות התיקים שנפתחו בערים מרכזיות ולא מרכזיות לתת קבוצת התיקים שבהם לפחות אחד הנושים הוא נושה פיננסי לא הצביעה על קשר בין הגידול במספר הבקשות בערים שאינם מרכזיות בתקופה האמורה לכך שנושה פיננסי השתתף בפתיחת תיק.

איור 2

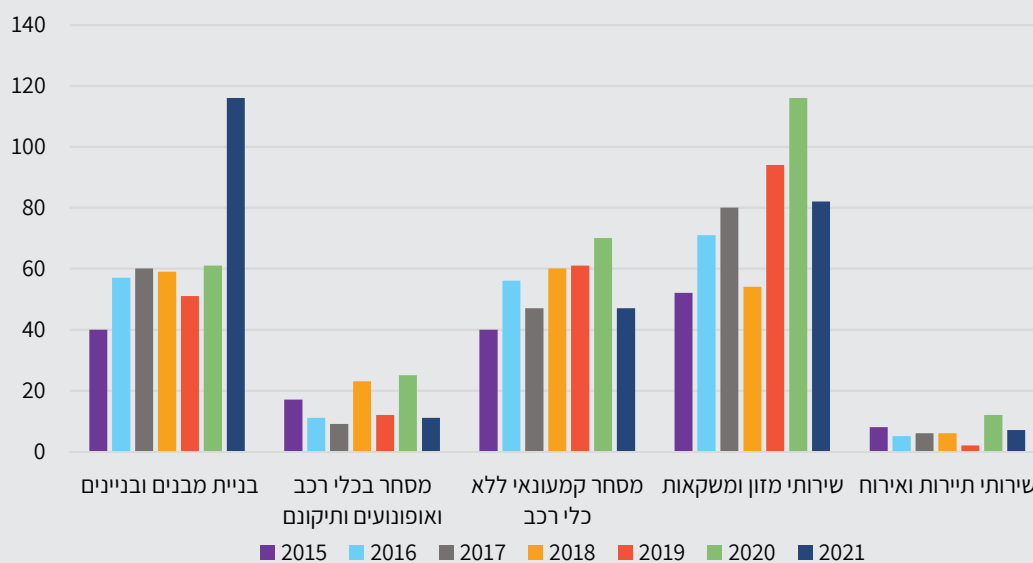
שיעור תיקי התאגידים שבהם לפחות אחד הנושים הוא גוף פיננסי מסך התיקים
לעומת שיעור תיקי תאגידים שבהם לפחות אחד הנושים הוא נושה פרטי
נתון חודשי, 2016 עד אפריל 2021



המקור: נתוני הכנ"רית ועיבודי בנק ישראל.

איור 3

מספר הבקשות לפתיחת תיקי תאגידים, בחלוקה לענפים ינואר עד ספטמבר*
2015 עד 2021



*משקף את המספר המצטבר של תיקים שנפתחו בכל שנה לעומת השנה הקודמת בתקופה שמתחילת השנה עד חודש ספטמבר. שיעור התיקים שלגביהם יש סיווג לענף העסקי הוא 85%.

המקור: נתוני הכנ"רית, הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

