



בנק ישראל

דוח היציבות הפיננסית

יוני 2018

ירושלים, תמוז התשע"ח • יוני 2018



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.
מס' קטלוגי 602010
דפוס העיר העתיקה בע"מ, ירושלים

תוכן העניינים

מבוא ועיקרי הדברים.....	6
2. ערוצי החשיפה - הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית (המוניטור)	10
2.1 המקור.....	10
2.2 שוקי הנכסים בישראל.....	16
2.3 האשראי	21
2.4 הנזילות	33
2.5 הקישוריות.....	36
3. העמידות לפי מוסדות, מגזרים ותשתיות	37
3.1 מערכת הבנקאית	37
3.2 חברות הביטוח	40
3.3 חוסנו של המגזר העסקי	42
3.4 חוסנו של מגזר משקי הבית.....	45
3.5 מערך התשלומים והסליקה.....	47
4. תרחישי הסיכון הכלכליים ומוקדי הפגיעות העיקריים.....	48
4.1. תרחישי הסיכון הכלכליים העיקריים.....	49
4.2 מוקדי הפגיעות העיקריים.....	51
תיבה 1 : החוסן הפיננסי של המשק מול חו"ל.....	55
תיבה 2 : ניתוח היציבות הפיננסית של החברות הציבוריות בענף ייזום הבנייה למגורים.....	60

כותבים : אטינגר ברק, גורקוב מיכאל, יהלום נילי, כהן עודד, מיכלסון נועם, סעדון יוסי, עזאם הנאדי, פליישהאקר דלית,

פרסמן נטליה, צור-אילן ניצן, קדמי איתי, שלומיוק דניאל.

תודה לחטיבה למידע ולסטטיסטיקה על הנתונים ולסטודנטים של האגף הפיננסי בחטיבת המחקר על הסיוע בעיבודם ; תודה על הערותיהם המועילות של הכלכלנים בחטיבת המחקר ובפיקוח על הבנקים. תודות לסימה נסים ולאילנה לוי על העיצוב.

דוח היציבות הפיננסית

למחצית הראשונה של 2018

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 תרחישי הקיצון הפוטנציאליים, ובוחנים את כושר העמידה של המערכת בפני הסיכונים והתרחישים. ההערכות והניתוחים מתבססים על סקירת ההתפתחויות ההיסטוריות, בחינת המאפיינים המבניים, שימוש במודלים אנליטיים (לרבות סימולציות ומבחני לחץ) והערכה של תנאי הרקע העדכניים בכלכלות העולמית והמקומית. הדוח מציג את הסיכונים שהתממשותם עלולה להשפיע משמעותית על המשק בטווחים הקצר והבינוני, במטרה להגביר את המודעות אליהם בקרב קובעי המדיניות ובציבור הרחב ולאפשר היערכות מתאימה.

1. מבוא ועיקרי הדברים

דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של השנה מעריך את יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית על פי ניתוח של ארבעה ממדים: (1) הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית (המוניטור) – הסביבה המקרו-כלכלית, שוקי הנכסים, האשראי, הנזילות ורמת הקישוריות במשק. ממד זה מספק אינדיקציה לרמת החשיפה של המשק לזעזועים שמקורם בחו"ל או בארץ. (2) העמידות של רכיבי המערכת הפיננסית (הבנקים, חברות הביטוח, המגזר העסקי, משקי הבית ומערכות התשלומים והסליקה). ממד זה בוחן את יכולתם לספוג זעזועים. (3) מוקדי הפגיעות והחולשה הבולטים של המשק, החושפים את המערכת הפיננסית לסיכונים. (4) תרחישי הקיצון המשקפים את האיומים שמקורם מחוץ למערכת הפיננסית. מקורם של אלה לרוב בחו"ל, ולפיכך ניתוח זה מתבסס בעיקר על ניתוח מוסדות בין-לאומיים. על סמך הנתונים, המודלים והניתוחים אנו מגבשים הערכה סובייקטיבית להסתברויות ולמידת הסיכון הנשקף למערכת הפיננסית.

עיקרי הדברים:

- מניתוח הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית המקומית ורמת עמידותה עולה כי יציבותה נשמרת. זו השתפרה לאורך שנים בתמיכת הסביבה הכלכלית ומחזור העסקים החיובי שממנו נהנה המשק הישראלי.
- המשק הישראלי אמנם נהנה ממצב מקרו-כלכלי טוב, וכך גם יכולתו לעמוד בפני זעזועים, אך לפי ההערכות¹ עלתה ההסתברות לזעזוע כלכלי או גיאוגרפי שמקורו בחו"ל, אשר עלול להשפיע לרעה על הפעילות הריאלית והפיננסית במשק.
- במחצית הראשונה של השנה הסתיימה תקופה ארוכה של עליות כמעט מונוטוניות בשווקים הפיננסיים. בחלקה הראשון של תקופה זו נצפו ירידות חדות בעולם, ובעקבותיהן בישראל, ועלתה התנודתיות, אולם לאחר מכן השתנתה המגמה.
- עליית מרווחיהן של איגרות החוב התאגידיות הקטינה במקצת את החשיפה של המשק דרך ערוץ מחירי הנכסים; אולם התגברות התנודתיות והנטייה לירידות בשוקי חו"ל – בין היתר על רקע הצמצום המוניטרי שנקטו בנקים מרכזיים – וכן הירידות הניכרות של המרווחים בשנים האחרונות, מעלות את ההסתברות¹ שהעליות האחרונות של המרווחים הן תחילתן של היפוך מגמה בשווקים הפיננסיים העולמיים, מצב שעלול להחמיר ולהשפיע על שוקי ההון המקומיים.
- מוקד הפגיעות הבולט ביותר של המשק הישראלי הוא שוק הדיור, וזאת לנוכח ההתפתחויות בשוק הזה בשנים האחרונות.
- ההאטה בשוק הדיור השפיעה במידה ניכרת על החברות הציבוריות בענף הבנייה למגורים והביאה לירידה בהיקפי המכירות ולגידול של מלאי הדירות הלא מכורות. כתוצאה מכך חוו החברות בענף הרעה מסוימת בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת. תרחישי הקיצון שנבחנו עבור משתנים כמו מחירי הדירות, המכירות והריבית מלמדים כי השפעה על המינוף הפיננסי ועל הנזילות המיידית של החברות ניכרת רק בערכי הקיצון, ואילו בערכים הנמוכים ההשפעה קטנה יחסית.
- בחינת מצבם הפיננסי של משקי הבית כמיצרף מראה כי הוא לא השתנה מהותית בהשוואה למחצית הקודמת. רובו של האשראי שאינו לדיור, שעומד על כ-15% תוצר, ניתן על ידי הבנקים, אך במקביל מתקיימת פעילות הולכת וצומחת של גופים נוספים (חברות כרטיסי אשראי וגופים חוץ-בנקאיים) המעניקים אשראי.

¹ מבוסס בעיקר על הערכות של מוסדות בין-לאומיים.

- הזמינות הגדלה של האשראי החוץ-בנקאי מגבירה את הסיכון הפיננסי של משקי הבית הנוטלים אשראי זה, בעיקר של אלה בעשירונים הנמוכים. הואיל וחלקם של משקי הבית האלה בחוב הכולל קטן יחסית, אין כאן סיכון למערכת הפיננסית, אף כי יש סיכון למשקי הבית עצמם. יש גם לזכור שתמחור האשראי על ידי המלווים מסתמך על מידע חלקי (עד שתופעל מערכת נתוני האשראי).

דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2018 מנתח גם את העמידות לפי מוסדות, מגזרים ותשתיות. אלה הממצאים הבולטים:

- נמשך השיפור בעמידות המערכת הבנקאית. השיפור השנה התבטא בהמשך צבירת ההון ובהרכבו, בשמירה על איכות טובה של תיק האשראי וביחסי כיסוי נזילות גבוהים מהנדרש.
- כל חברות הביטוח עומדות ביעדי הלימות ההון שנקבעו בהוראות המעבר לדירקטיבת Solvency II, אך לא כולן עומדות ביעדים הסופיים.
- בראייה ארוכת טווח, החוסן של מרבית הענפים במגזר העסקי השתפר. שיפור זה בא לידי ביטוי ביחסים הפיננסיים ובאינדיקטורים נוספים של החברות הציבוריות.

לוח 1: הסביבה שפועלת המערכת הפיננסית (המוניטור) - סיכום

הקישוריות	הנזילות	האשראי	שוק הנכסים	המקרו		
					2017:2	רערכה של רמת החשיפה (עמוד 10 עד 37)
					2018:1	

לוח 2: העמידות לפי מוסדות, מגזרים ותשתיות ושינויים בולטים בה - סיכום

החשיבות	שינויים ואירועים בולטים לאחרונה	סיכום	
קטנה	שיפור מסוים ביחסי ההון (מ-10.7% ל-10.9%)	הנבקים נמשך השיפור, והוא מתבטא בהמשך צבירת ההון והרכבו, בהמשך שיפור איכותו של תיק האשראי וברמה הגבוהה של יחסי כיסוי נזילות.	
קטנה	גידול האשראי לענף הבינוי		
קטנה	עליית הסיכון במגזרי העסקים הקטנים והזעירים ובאשראי הצרכני בחלק מהבנקים		
גדולה	עליית היחס בין ההון המוכר להון הנדרש	חברות הביטוח כל חברות הביטוח עומדות ביעדי הלימות ההון שנקבעו בהוראות המעבר לדיקטיבת Solvency II. לא כולן עומדות ביעדים הסופיים.	
בינונית	עלייה חדה ברווח המצרפי של חברות הביטוח		
בינונית	למעט ענפי ההייטק (ביומד וטכנולוגיה וענף חיפושי גז ונפט, חל שיפור ביחס השוטף	המגזר העסקי החוסן של מרבית הענפים בסקטור העסקי השתפר (חברות ציבוריות). כנגד זאת, נראים סימנים אשר מצביעים על פגיעה מסויימת בתזרים המזומנים של חברות בענף הבנייה. שיעור נמוך של ההסתברות לחדלות פירעון (על פי מודל EDF)	
קטנה	חל שיפור ביחס כיסוי הריבית במרבית הענפים, עם זאת, ניכרה הרעה בענף הביומד.		
בינונית	המשך מגמת ירידה במספר החברות עם הערת עסק חי בדוחותיהן		
בינונית	הרעה ביחס תזרים מזומנים להוצאות המימון בענף הבנייה		
בינונית	עלייה של 5.1% ביתרת החוב של משקי הבית	מגזר משקי הבית המינוף של משקי הבית (בסה"כ) הוא ברמה נמוכה, אולם המינוף בעשירונים הנמוכים גבוה. שיעור החובות הבעייתיים לבנקים יציב יחסית (1.5%). נמשך שיפור במדדי סיכון החוב לדיוור של משקי הבית לבנקים (LTV, PTI). כנגד זאת, שיעורן של חברות כרטיסי האשראי בחוב הבעייתי גבוה (6.2%) בהשוואה לחוב המקביל הבנקאי.	
קטנה	עלייה של 3.8% באשראי שאינו לדיוור (ירידה בקצב העליה)		
בינונית	ירידה בשיעור הגידול של האשראי לדיוור		
קטנה	עלייה של יחס הריכוזיות הכספי במערכת זה"ב ב-2017 ב-2.1% והוא עומד על 83.1%.	מערכות התשלומים והסליקה רמת הריכוזיות של המשתתפים במערכת זה"ב בישראל גבוהה יחסית לרמה בעולם.	

לוח 3: ערוצי התמסורת – סיכונים ומוקדי פגיעות עיקריים – סיכום

	השינוי במחצית השנה האחרונה	ערוצי התמסורת למערכת הפיננסית ¹			
		הקישוריות	הנזילות	האשראי	המקרו
תרחישי הסיכון הכלכליים העיקריים ² (עמוד 48 עד 51)	הרעה בתנאים הפיננסיים כחלק מתהליך הנסיגה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם	**	*	*	**
	היפוך המגמה בשווקים הפיננסיים העולמיים וכתוצאה מכך גם בשווקים הפיננסיים המקומיים	**	**	*	**
	היפוך המגמה בפעילות הריאלית המקומית כתוצאה מזעזוע בחו"ל או מאירוע גיאוגרפי-פוליטי	*	*	*	**
	ירידה חדה ומהירה במחירי הדיור	*	*	*	**
מוקדי הפגיעות העיקריים ³ (עמוד 51 עד 54)	שוק הדיור	*	*	*	*
	שווקי הנכסים הפיננסיים	*	**	*	*
	החוב של משקי הבית	*	*	**	*
	הסביבה שבה פועלת המערכת הבנקאית	**	*	*	*

עוצמה גבוהה מאוד					עוצמה נמוכה מאוד
------------------	--	--	--	--	------------------

¹ מספר הכוכביות מעיד על גודל התמסורת, להערכתנו.

² ההערכות הן שההסתברות להתממשות שלושה מתוך ארבעת תרחישי הסיכון עלתה. יחד עם זאת, כל אחד מהתרחישים הללו הוא הקיצוני יחסית מתוך קשת רחבה של תרחישים מסוכנים הרבה פחות מאותה קטגוריה. ההסתברויות להתממשות כל אחד משלושת תרחישי הקיצון אמנם עלו אך ההערכה היא שלא מדובר בהסתברויות גבוהות. מהצד השני, המסקנות העולות מהניתוח בדוח זה הן שעמידות המערכת הפיננסית היא גבוהה יחסית וממשיכה להשתפר. להערכתנו, בממוצע ההסתברות לפגיעה משמעותית ביציבות המערכת הפיננסית נמוכה.

³ מבוסס בעיקר על הערכות של מוסדות בין-לאומיים.

2. ערוצי החשיפה – הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית (המוניטור)

בפרק זה אנו מנתחים את הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית (המוניטור) על פי חמשת ערוצי החשיפה העיקריים שדרכם תושפע המערכת במקרה של התממשות אחד מתרחישי הסיכון: המצב-המקרו כלכלי והסביבה העולמית שבה פועל המשק הישראלי; ההתפתחויות בשוקי הנכסים (הפיננסיים והדירות), האשראי במשק (העסקי והצרכני); הנזילות; והקישוריות בין המוסדות הפיננסיים למגזר העסקי (פוטנציאל ההדבקה).

המוניטור משמש להערכת יציבותה של המערכת הפיננסית ולפיקוח עליה. את הניתוח על פי רכיביו העיקריים של המוניטור אנו מלווים בהערכות כמותיות ובמבחני חוסן, כגון מבחני קיצון, וכן במעקב מקרו-יציבותי. את המוניטור ממשיכים לפתח בהתאם לטיב ביצועיו (יכולת החיזוי שלו), ניתוח של אינדיקטורים חדשים, נתונים וכלים סטטיסטיים. האגף ליציבות פיננסית בבנק ישראל מעדכן את המוניטור אחת לחצי שנה כדי להמחיש את השינויים בסיכונים הנשקפים למערכת הפיננסית ובפגיעותה.

הסיכון הכללי ליציבותה של המערכת הפיננסית בישראל נותר להערכתנו בינוני, בדומה לסיכון במחצית הקודמת. מפת החום (לוח 1) מאפשרת לעקוב אחרי התפתחות העוצמה של החשיפות והשינוי בה ביחס לתקופה הקודמת². המוניטור לא נועד לחזות את התזומן של זעזוע פיננסי למשק או להעריך את עוצמתו, אלא לזהות את אזורי הפגיעה העיקריים שלו.

2.1 המקור

2018:1	2017:2	הפעילות הריאלית, שוק העבודה והאינפלציה סיכון המדינה (פרמיית הסיכון, דירוג האשראי) המדיניות הפיסקלית הסביבה הגיאוגרפית-פוליטית והעולמית

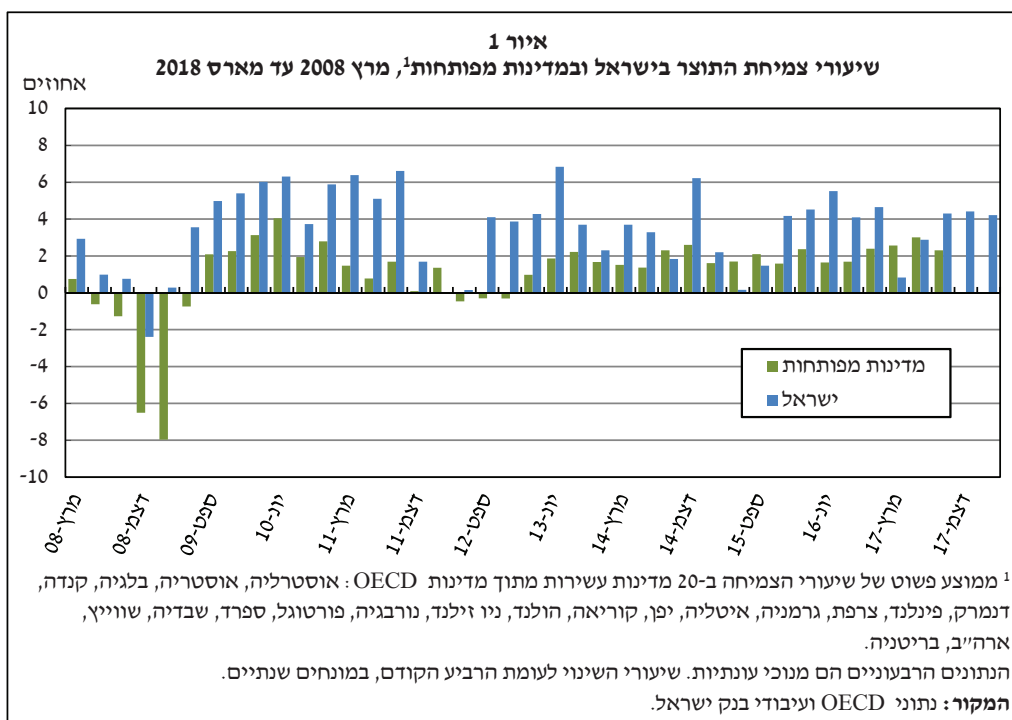
המשק ממשיך לצמוח בקצב גבוה משיעור הצמיחה הפוטנציאלי, והתחזיות הן להמשך הצמיחה. שיעור האבטלה ממשיך לרדת לרמות שפל היסטוריות, והביטחון התעסוקתי גבוה. האינפלציה מתקרבת מלמטה לגבול התחתון של היעד. התחזיות הן להמשך המדיניות המוניטרית המרחיבה. כנגד זאת לא פחתו הסיכונים שהצגנו בדוח הקודם – ההתפתחויות בסביבה העולמית ובפרט בשווקים הפיננסיים; רמת הפעילות הגבוהה יחסית נמשכת כבר שנים ארוכות, ועולה החשש שהמשק מתקרב לשיאו של מחזור העסקים. במכלול השיקולים אנו מעריכים כי סיכון המקרו, שעלה במחצית השנייה של 2017, נותר ללא שינוי ברמה נמוכה.

2.1.1 הסביבה המקומית

החשבונאות הלאומית: לפי האומדן השני של נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2018 המשיך המשק לצמוח בקצב נאה (4.5% במונחים שנתיים), תוך גידול של השימושים העיקריים למעט ההשקעה בבנייה. יחד עם זאת, רמת הפעילות הגבוהה יחסית נמשכת כבר שנים ארוכות, ועולה החשש שהמשק מתקרב לשיאו של מחזור העסקים. סיכון מסוים להמשך גידול של הביקושים לתוצר נשקף מענף הבינוי (המייצר 8% מהתוצר העסקי). ההשקעה בענף ירדה בשנה האחרונה – כפי שמלמדים מספר התחלות הבנייה והביקוש לעובדים.

² המעקב מתנהל על יסוד הנתונים הזמינים. רמת הסיכון (הצבע) נקבעת על פי הנתונים, מודלים ושיפוט סובייקטיבי.

המשק צומח זה כשלוש שנים בקצב ממוצע הקרוב ל-4%, ובכל אחד מהרבעונים הוא צמח בקצב הצמיחה הפוטנציאלי או גבוה ממנו. הצד הריאלי תומך ביציבות הפיננסית.



תחזית חטיבת המחקר: תחזית חטיבת המחקר שפורסמה באפריל היא לצמיחה של 3.4%- ו-3.5% ב-2018 וב-2019, בהתאמה. במבט לאחור – החל מהרבע הרביעי של 2015 המשק צומח בקצב ממוצע הקרוב ל-4%, ובכל אחד מהרבעים הוא צמח בקצב הצמיחה הפוטנציאלי³ או גבוה מכך⁴.

שוק העבודה: רמת הפעילות בשוק העבודה מוסיפה להיות גבוהה, והשוק נמצא בסביבת תעסוקה מלאה. שיעור האבטלה עמד ברבעון הראשון על רמה נמוכה היסטורית של כ-3.2% (גילאי 25–64) לצד שיעור השתתפות שהתייצב ברמה גבוהה. בשיעור המשרות הפנויות נמשכת מגמת העלייה בכל הענפים למעט ענף הבנייה (שבו השיעור יורד אך עדיין גבוה – כ-4%). היצע העבודה מתקשה להדביק את הביקוש, ויותר חברות מדווחות על קושי הולך וגובר לגייס עובדים, כדי להיענות לצמיחה המהירה של הביקוש המקומי.

האינפלציה: בשנה שהסתיימה במאי הסתכמה האינפלציה ב-0.5%. האינפלציה בפועל והציפיות לה משוק ההון הן במגמת עלייה. גם האינפלציה השנתית ללא התערבות הממשלה ופירות וירקות ובניכוי אנרגיה (קירוב למדד הליבה) מצויה במגמת עלייה, ובמאי היא ירדה מעט ועמדה על 0.7%. הציפיות לאינפלציה לשנה (בניכוי ההשפעה העונתית) – משוק ההון ותחזית החזאים – עמדו במאי מעט מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה.

המדיניות המוניטרית: המדיניות המוניטרית המרחיבה בישראל נמשכה, הריבית נותרה בשיעור נמוך, 0.1%, וזאת נוסף על פעילות בנק ישראל בשוק המט"ח. אלה נועדו לתמוך בפעילות הכלכלית. הוועדה המוניטרית של בנק ישראל מציינת בהודעת הריבית כי "ההרחבה המוניטרית תיוותר על כנה כל עוד יידרש הדבר כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתוך תחום היעד". סביבת הריבית הנמוכה המאפיינת את השנים האחרונות תמכה בביקושים המקומיים דרך הוזלת עלות האשראי, הפחתת

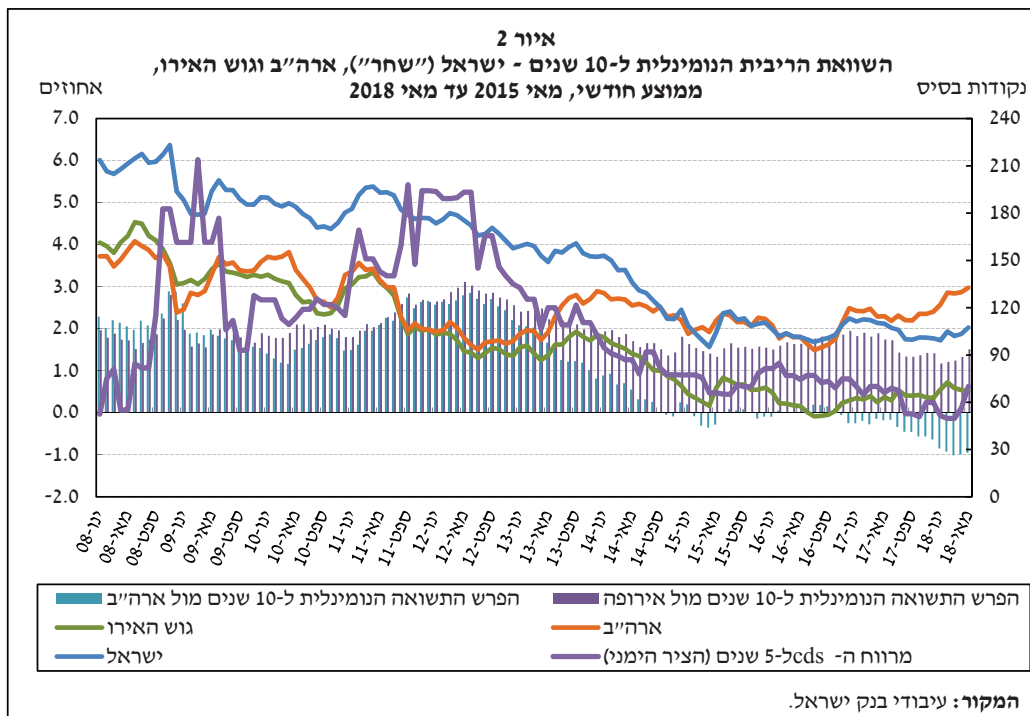
³ קצב הצמיחה של התוצר הפוטנציאלי נאמד בכ-3%.

⁴ לאחר מיצוע הרבע הרביעי של 2016 עם הרבע הראשון של 2017, בשל השפעת רכישות כלי הרכב.

התמריץ לחסוך והגברת "אפקט העושר" שנבע מעלייה של ערכי הנכסים שבידי הציבור. לפי תחזית חטיבת המחקר הריבית המוניטרית צפויה לעלות ל-0.25% ברבעון האחרון של 2018.

סיכוני אשראי של המשק: רמת הסיכון של המשק הישראלי, כפי שהיא משתקפת מדירוגי חברות הדירוג ומשוקי ההון, נמוכה. דירוג האשראי של ישראל הוא מזה זמן ברמה טובה (ברמות A, A+), ולאחרונה אשררו אותו חברות הדירוג S&P ופיץ'. חברת S&P ליוותה את הדירוג בתחזית חיובית, ופיץ' – באופק תחזית יציב. פיץ' אמנם ציינה בהודעתה את הסיכון הגובר באזור הצפון כנקודת חולשה, אולם הוסיפה שהמשק הישראלי הוכיח בעבר עמידות לסכסוכים צבאיים באזור. אינדיקטורים משוק ההון מצביעים אף הם על סיכון נמוך למשק הישראלי. פרמיית ה-CDS של ישראל ל-5 שנים נמוכה היסטורית. מרווח האשראי באג"ח ל-10 שנים בין ישראל ("שחר") לארה"ב עומד על כמינוס 100 נקודות בסיס, ואף הוא נמוך היסטורית (איור 2). עם הגורמים למרווח השלילי והנמוך נמנים ירידה מתמשכת של החוב הממשלתי ביחס לתוצר, גידול של החזקות המוסדיים באג"ח ממשלתיות ישראליות ל-10 שנים, התואי המוניטרי השונה בין ישראל לארה"ב ונתוני יסוד טובים של המשק הישראלי. אמנם נראה שהייתה הרעה בסביבה הגיאוגרפית של ישראל, אך הניסיון מלמד שלאורך זמן ההשפעות של אירועים ביטחוניים על השווקים הולכות ופוחתות⁵ – עובדה שיש בה כדי לתמוך בתמחור נמוך של סיכוני המשק למרות הסיכונים הביטחוניים והשיח הציבורי המקומי הער סביבם. ככל הנראה, חלק מהגורמים הללו תרמו לדירוג האשראי הטוב של ישראל ולרמה הנמוכה של ה-CDS⁶.

נתוני יסוד טובים של המשק הישראלי וגורמים פיננסיים הם בין הסיבות למרווח התשואה השלילי של האג"ח הממשלתיים הישראלית אל מול האמריקאית, וככל הנראה גם לרמה לרמתו הנמוכה של ה-CDS.



⁵ ראו מ' גראהם וי' סעדון 2013, מדד משולב למעקב אחר השווקים הפיננסיים בישראל, סדרת מאמרים לדיון 2013.01.

⁶ סביר להניח שדירוג האשראי ורמת ה-CDS היו טובים יותר אלמלא הסיכונים הגיאוגרפיים.

המדיניות הפיסקלית: על אף הגידול החד של הוצאות הממשלה בשנת 2017 (1.2% תוצר, שיעור העלייה הגבוה ביותר בעשור האחרון) הסתכם גירעון הממשלה המרכזית בשנת 2017 ב-2% תוצר, בדומה לגירעון ב-2016 ונמוך מהתקרה שקבעה הממשלה – 2.9%. זאת מפני שההכנסות ממסים עלו על החזוי בתקציב ב-0.9% תוצר. ואולם עלייתן של ההכנסות ממסים נבעה בעיקר מגורמים חד-פעמיים – הטבת מס למשיכת דיבידנדים ומכירת חברות – ולכן הגירעון המבני, המחושב בניכוי הכנסות והוצאות חד-פעמיות חריגות ובנטרול השפעת מחזור העסקים על תקבולי המסים, גדל ב-1.4 אחוזי תוצר והגיע לרמה של יותר מ-3 אחוזי תוצר. נוסף על ההפחתה הפרמנטית של שיעורי המס והגדלת ההוצאות הממשלתיות ב-2017 הכריזה הממשלה במהלך השנה על תוכניות הוצאה רב-שנתיות בתחומים שונים, ואף הוסיפה עליהן בעת אישור תקציב 2019. הרחבה מתמשכת של ההוצאה הציבורית במקביל להפחתת המסים, תוך התבססות על הכנסות חד-פעמיות, משמעותה הגדלת הגירעון בעתיד. יתר על כן, הממשלה החלה להשתמש בתקבולים ממכירת קרקעות, שבעבר שימשו למימון הגירעון, למימון פעילותה החוץ-תקציבית בתחום הבינוי והדיור, מה שצפוי להגדיל לאורך זמן את הצורך בגיוס מקורות משוק ההון למימון הגירעון. אם סיכון זה יתממש, צפויה השפעה שלילית על שוק האג"ח הממשלתי – עלייה של תשואות אג"ח החברות, אשר תכביד את נטל מימונו של הגירעון.

2.1.2 הסביבה העולמית

קצב הצמיחה העולמית הוסיף להשתפר ברביעים האחרונים, ולהערכת קרן המטבע, מדינות רבות צומחות עתה מעל פוטנציאל הצמיחה שלהן, דבר שעשוי להאיץ את קצב עליית המחירים ואת קצב העלאות הריבית.

בתחזית האחרונה שלה לכלכלה העולמית⁷ העלתה קרן המטבע הבין-לאומית (בדומה לגופי הערכה בין-לאומיים אחרים) את תחזיתה לקצב הצמיחה העולמי ל-3.9% בכל אחת מהשנים 2018 ו-2019. העלאת התחזית לא הייתה נקודתית: הצמיחה החזויה במשקים מפותחים ומתפתחים רבים צפויה להיות מהירה מזו שחזתה הקרן בשנה הקודמת. המשקים המפותחים צפויים לצמוח בשנים אלו ב-2.5% וב-2.2%, בהתאמה, ואילו המשקים המתפתחים צפויים לצמוח בקצב של 4.9% ו-5.1%. העדכון המשמעותי ביותר בתחזית הקרן היה לגבי כלכלת ארה"ב: זו צפויה לצמוח ב-2.9% וב-2.7%, בהתאמה, תוצאת רפורמת המס בארה"ב. ואולם הצמיחה הצפויה בארה"ב בטווח הבינוני עודכנה דווקא כלפי מטה, משום שלהערכת הקרן הגידול המהיר של החוב הממשלתי ועליית הריביות יגדילו משמעותית את עלות שירות החוב ויפגעו ביכולתה של הממשלה לתרום לצמיחה. הקרן מציינת לחיוב את הצמיחה הסינכרונית של כמעט כל הכלכלות החשובות בעולם וכן את האצת הסחר העולמי כגורמים התורמים לצמיחה.

בחודשים האחרונים עלתה גם האינפלציה בעולם, ואף ששיעורה עדיין נמוך מיעדי הבנקים המרכזיים של רוב המשקים המפותחים הסיכון לדפלציה פחת מהותית.

התקרבות שוקי העבודה לתעסוקה מלאה ועליית מחירי הסחורות (בעיקר האנרגיה) צפויות לדחוף את המחירים במשקים המפותחים כלפי מעלה. הקרן מעריכה ששיעורי האינפלציה הממוצעים בשנים 2018 ו-2019 יהיו 2% ו-1.9%, בהתאמה.

הקרן מציינת שאף כי הסיכונים לתחזית לטווח הקצר מאוזנים באופן כללי, הסיכונים לטווח הבינוני מלמדים שתחזיות הצמיחה "נוטות בבירור כלפי מטה". בין הסיכונים הבולטים לתחזית מזכירה הקרן הידוק מהיר בתנאים הפיננסיים, מלחמות סחר (בין ארה"ב לסין), התחזקות כוחות פופוליסטיים ולאומיים, שעלולים להביא לפרוטקציוניזם, ובכך לפגוע בסחר העולמי ובכלכלה העולמית, ועליית הסיכונים הגיאוגרפיים-פוליטיים. גם אם הסיכונים הללו לא יתממשו, הרי שהדמוגרפיה המואטת, עודף כושר ייצור בעולם וקצב נמוך של צמיחת הפרודוקטיביות בעולם צפויים להותיר את קצב צמיחתה של הכלכלה העולמית ברמות נמוכות מהותית מאלו ששררו עד ל-GFC (המשבר הפיננסי העולמי ב-2008).

⁷ World Economic Outlook, April 2018

המדיניות המוניטרית בעולם מוסיפה להיות מרחיבה מאוד, וברוב המשקים המפותחים והמתעוררים הריביות נמוכות מאוד בהשוואה לעבר. גם ה-FED, שהיה חלוץ בתחילת תהליך ההידוק המוניטרי, ומאז דצמבר 2015 העלה את הריבית כבר 7 פעמים – ל-1.75%-2% – צפוי להמשיך לפעול בזהירות ולהעלות את הריבית המוצהרת בקצב איטי, ולרמות נמוכות מאלו ששררו לפני ה-GFC.

2.1.3 השווקים העולמיים

לאחר תקופה ממושכת של עליות כמעט מונוטוניות בשוקי המניות העולמיים – תקופה שאופיינה גם בתשואות נמוכות מאוד של האג"ח הממשלתיות ובמרווחים מצומצמים באג"ח הקונצרניות – מתנהל המסחר מאז סוף ינואר בתנודתיות גבוהה. כך ירד מדד S&P מאז סוף ינואר בכ-5%, מדד ה-DAX ירד בכ-4%, ומדד המניות בסין בלט בחולשתו ורשם ירידות של כ-12% (זאת לאחר עליות חדות בתחילת השנה וירידות חדות בתחילת פברואר). מדד ה-VIX, ששמר על רמה נמוכה במיוחד במהלך 2017, עלה לרמה גבוהה בתחילת פברואר, ומאז הוא שומר על רמות גבוהות, יחסית לרמתו ב-2017. תשואות האג"ח של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עלו מאז תחילת השנה בכ-50 נ.ב., ותשואות האג"ח לשנתיים עלו בכ-60 נ.ב., לרמות של כ-3% ו-2.5%, בהתאמה. גם התשואות באירופה עלו, אך בשיעורים מתונים יותר, תוצאת המשך רכישות האג"ח על ידי ה-ECB.

2.1.4 הקשר בין הסביבה העולמית למקומית

השתלבותו של המשק בתהליכי הגלובליזציה והפתיחות לחו"ל אמנם אפשרו פיזור סיכונים והקטנת התלות בשוקי ההון המקומיים, אך גם הגבירו את חשיפתו של המשק להתפתחויות עולמיות ולזעזועים גלובליים בשוקי ההון ובשוקי המטבע. החשיפה של המשק לחו"ל מבטאת את הסיכון לירידת ערכם של נכסים זרים המוחזקים בידי תושבי ישראל (בשקלים ובמט"ח). החשיפה לשער החליפין מתייחסת לעודף הנכסים על ההתחייבויות של המשק במטבע חוץ בארץ ובחו"ל, החשוף לשינויים בשער החליפין של השקל מול מטבעות חוץ.

בשנת 2017 נמשך השיפור בחוסן הפיננסי של המשק מול חו"ל, במקביל לעליית החשיפה של המגזר הפרטי הלא-בנקאי לחו"ל ולייסוף השקל. זאת בהתאם למגמה בעשור האחרון (כפי שמתואר בהרחבה בתיבה שבעמוד 55).

חשיפת המערכת הבנקאית לחו"ל ולמט"ח:

שיעור החשיפה של הבנקים לחו"ל מסך נכסיהם עומד על 11%, בדומה לשיעורה בשנה הקודמת – 161 מיליארדי ש"ח בשנת 2017 לעומת 167 מיליארדים ב-2016. מרבית החשיפה לחו"ל היא לארה"ב, ולכן הירידה בחשיפה הושפעה במידה רבה מהייסוף החד שנרשם בשער החליפין של השקל מול הדולר במהלך 2017. הירידה בחשיפה למדינות זרות הושפעה גם מהירידה בחשיפה המאזנית⁸ של השלוחות הזרות. החשיפה של הבנקים למוסדות פיננסיים זרים נותרה ב-2017 מצומצמת – 47 מיליארדי ש"ח, לעומת 48.5 מיליארדים ב-2016 – 3% מסך הנכסים, שיעור דומה לזה של השנה הקודמת. בדומה לשנים קודמות, עיקר הפעילות של הבנקים מול מוסדות פיננסיים זרים הייתה מול כאלה שדירוג האשראי שלהם הוא A- ומעלה.

⁸ החשיפה המאזנית נטו לאחר ניכוי התחייבויות מקומיות של שלוחות התאגיד הבנקאי במדינה זרה.

החשיפה של מערכת הבנקאות למט"ח אפסית – עודף נכסים חוץ-מאזניים לצד עודף התחייבויות במאזן.



המשקיעים המוסדיים מגדרים חלקית את חשיפתם למט"ח.



מערכת הבנקאות שומרת לאורך זמן על חשיפות נמוכות לשינויים בשער החליפין. עם זאת, החל משנת 2009 השתנה משמעותית הרכב החשיפה למט"ח: עלה במידה ניכרת עודף הנכסים החוץ-מאזניים של הבנקים במט"ח, בעיקר עסקאות עתידיות לקבלת מט"ח – במקביל לירידה בעודף הנכסים המאזניים שלהם, בעיקר של יתרת האשראי במט"ח ובהצמדה למט"ח. שיעור החשיפה הכולל של הבנקים למט"ח נותר גם בשנת 2017 נמוך (איור 3).

חשיפות הגופים המוסדיים לזרים ולמט"ח⁹:

חשיפת המשקיעים המוסדיים לנכסים זרים עמדה בסוף שנת 2017 על כ-26% מסך נכסיהם, ואילו חשיפתם למט"ח (כולל פעילותם בנגזרי שקל/מט"ח) עמדה על כ-16%.

מאז שנת 2004 ניכר גידול הדרגתי ועקבי של משקל החשקעות בחו"ל בסך הנכסים המנוהלים על ידי המשקיעים המוסדיים, וכתוצאה מכך גם של שיעור החשיפה לנכסים זרים ולמט"ח. עד שנת 2007 הגדילו המשקיעים המוסדיים את חשיפתם לזרים, ובמקביל הגדילו גם את חשיפתם למט"ח (איור 4). החל משנת 2009, על רקע המגמה המתמשכת של ייסוף השקל, החלו הגופים המוסדיים לגדר חלק מהשקעותיהם בחו"ל באמצעות מכשירים נגזרים ושמרו על חשיפה נמוכה יחסית למט"ח. משנת 2009 הם הגדילו את יתרת נכסיהם הזרים בכ-94 מיליארדי דולרים, עד לכ-115 מיליארדים בסוף 2017. יתרה זו משקפת חשיפה לחו"ל של כ-26% מסך נכסי המוסדיים. לעומת זאת גדלה בתקופה זו יתרת הנכסים של המוסדיים במט"ח כולל הפעילות בנגזרים, בכ-55 מיליארדי דולרים, עד לרמה של 72 מיליארדים, המשקפת חשיפה למט"ח של כ-16% בלבד מסך נכסיהם (איור 4).

⁹ להרחבה ראו: "מידת החשיפות של המשקיעים המוסדיים למט"ח ולנכסים זרים" במבט הסטטיסטי של שנת 2016.

2.2 שוקי הנכסים בישראל

2018:1	2017:2	תמחור הנכסים (המניות, האג"ח, הדיור)
		גיוסים ופדיונות קרנות נאמנות
		רפורמת תעודת הסל
		שוק המט"ח

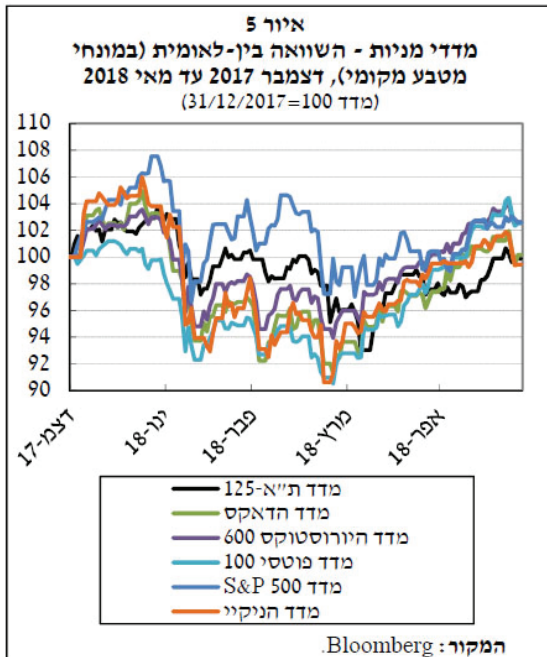
בחלקה הראשון של המחצית הראשונה של 2018 נרשמו ירידות חדות במחירי המניות (בעיקר בעקבות חו"ל) ועלתה התנודתיות. בהמשך התהפכה המגמה, ונרשמה עלייה של המרווחים באג"ח החברות (תיקון מסוים של תמחור החסר). בצד הנכסים הריאליים הייתה ירידה מסוימת של מחירי הדיירות. כנגד זאת, ולמרות השינויים במחצית האמורה, מרווחי האג"ח עדיין נמוכים יחסית, ומחירי הדיירות עדיין גבוהים היסטורית. אושרה רפורמת תעודת הסל, המקטינה את הסיכון ליציבות הפיננסית. על פי מכלול השיקולים אנו מעריכים כי סיכון החשיפה של שוק הנכסים נותר ללא שינוי.

שווי תיק הנכסים הפיננסיים ברוטו של הציבור עמד בסוף 2017 על 3.6 טריליון ש"ח. נכסים אלו הם חסכוניות הציבור לעתיד, וערכם הוא הבסיס לתחושת העושר, אשר, בין היתר, משפיעה על הביקושים במשק. מהצד השני, הנכסים האלה משמשים מקורות אשראי, מקורות הון, ביטחונות להלוואות ועוד.

2.2.1 נכסים פיננסיים

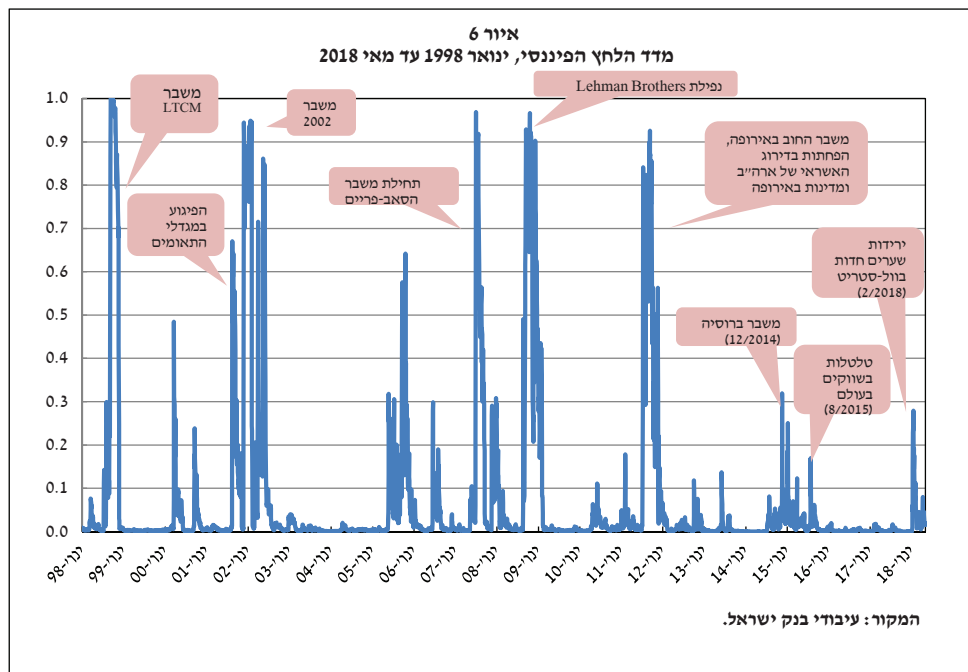
שוק המניות: ברוב מדדי המניות בבורסות מובילות בעולם נרשמו ירידות שערם חדות בחלקה הראשון של המחצית הנסקרת, הן בשל מימושים נרחבים לאחר תקופה ארוכה של עליות שערים והן בשל התגברות אי-הוודאות לגבי מהלכי ארה"ב בתחום הסחר. השפעות אלה ניכרו גם במדדים המובילים בישראל: מדד ת"א 125 ירד מתחילת השנה עד תחילת אפריל בכ-7%, ולאחר מכן התאושש, כך שבסיום התקופה (14 ביוני) עלה המדד ב-2.1%. ואולם ביצועי המדדים בישראל במחצית הנסקרת נמוכים בהשוואה למדדי מניות אחרים בעולם (איור 5), וזאת לאחר שבחודשים שקדמו לתקופה זו המדדים לקו בתשואת חסר בהשוואה לעולם בגלל הקשיים הפיננסיים של חברות בתחום הפארמה, שמשקלן בבורסה הישראלית ניכר. הירידות התרחשו אף שסטיית התקן הגלומה באופציות על מדד ת"א 35 הייתה נמוכה, יחסית למדד דומה בבורסות אחרות. התנועה המשותפת של המניות¹⁰ מעידה שירידות השערים היו מערכתיות, ולא התרכזו במגזר מסוים. עם זאת, בהסתכלות ענפית ניכרות ירידות גדולות יותר בענפי המסחר והשירותים והבינוי והנדל"ן, אולי כתוצאה מהתפתחויות הספציפיות לענפים אלה (התגברות התחרות בראשון וההאטה בשוק הדיור בשני).

לאחר עליות כמעט מונוטוניות של שערי המניות, במחצית הראשונה של השנה עלתה התנודתיות, ובחלקה הראשון נצפו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ובעולם, אולם לאחר מכן התהפכה המגמה.

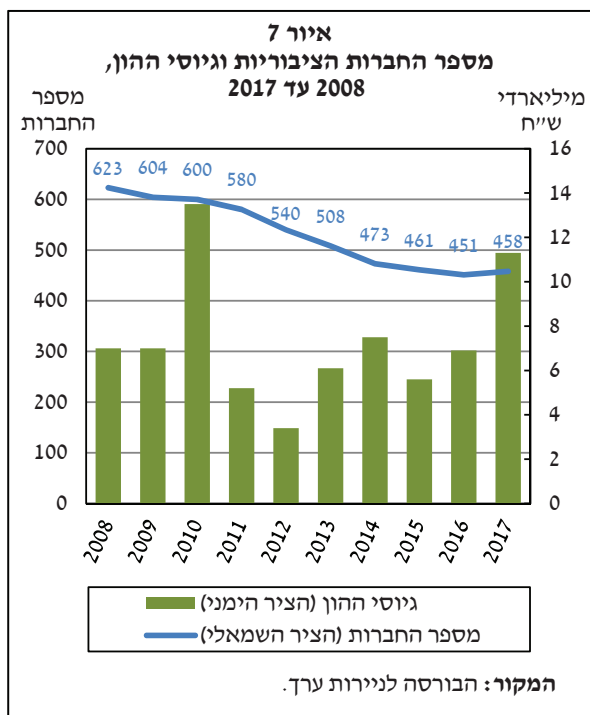


¹⁰ הרחבה מובאת באיור 3 של פרק 1 בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2016.

עלייה בולטת נרשמה במדד הלחץ מאז הירידות החדות בפברואר, לאחר שנתיים "רגועות".



לראשונה מאז 2008 גדל מספר החברות הרשומות בבורסה.



מדד הלחץ הפיננסי¹¹ (איור 6), המתבסס על סדרות רבות שלקוחות ממספר שווקים יחד, הגיע בפברואר לרמות גבוהות. הזעזוע הקיף את שוק המניות, שוקי האג"ח ושוק המט"ח, וזאת באופן מתואם יחסית, מה שהוסיף עוד לעליית המדד.

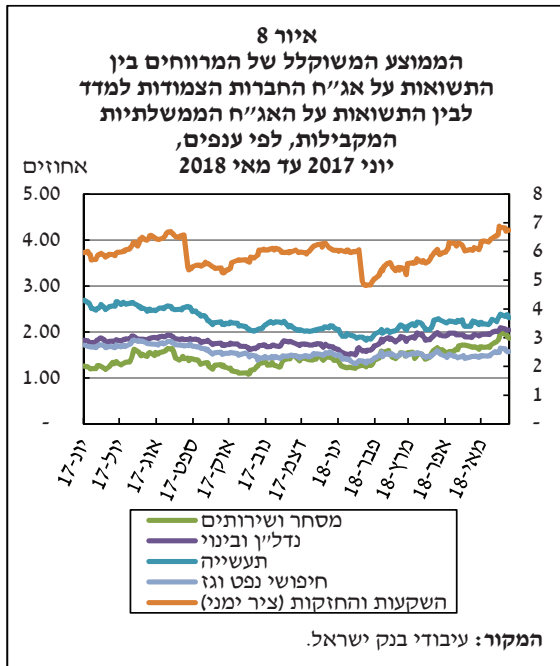
בגלל שחיקת שווי השוק כתוצאה מהירידות בשוק המניות ירדו מרבית מכפילי השוק (מכפיל ההון, מכפיל הנכסים ועוד) במרבית הענפים, והם נמצאים קרוב לממוצע ארוך הטווח שלהם¹². על רקע זה בולט במיוחד ענף הטכנולוגיה, שבו רמתם של מרבית המכפילים עולה בהדרגה מזה תקופה ארוכה ונמצאת מעל הממוצע ארוך הטווח.

מגמת הגידול בפעילות הבורסה בת"א, שהחלה ב-2017, נמשכה בשנת 2018. לראשונה מאז 2008 גדל מספר החברות הציבוריות הרשומות, לאחר ירידה ממושכת של כ-28% מאז שנה זו (איור 7). גם בגיוסי ההון נמשכה המגמה החיובית: ברבעון הראשון של 2018 גויסו בבורסה 1.6 מיליארד ש"ח, לעומת 1.3 מיליארד ש"ח ברבעון המקביל אשתקד. בחלוקה ענפית בולט ענף הנדל"ן: היקפי הנפקת המניות לציבור בענף זה בשני הרבעונים

¹¹ ראו י" סעדון ומ' גראס (2013), "מדד משולב למעקב אחר השווקים הפיננסיים בישראל", סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר בבנק ישראל, וכן פרק 6 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2016.

¹² מתבסס על הדוחות הכספיים לרבעון האחרון של 2017 ולדוחות שפורסמו לרבעון הראשון של 2018

מרווחי האג"ח עלו מתחילת השנה לאחר ירידות מתמשכות, אך רמותיהם עדיין נמוכות.



במקביל לירידות בשווקים הפיננסיים נצפו צבירות נטו שליליות בקרנות הנאמנות המנייתיות והמתמחות באג"ח תאגידיות.



האחרונים (הרבעון הראשון של 2018 והרבעון הרביעי של 2017) הסתכמו לכ-1.9 מיליארד ש"ח, כמחצית מסך גיוסי ההון במחצית השנה הזאת (שהסתכמו ב-3.8 מיליארד ש"ח). יש לציין כי 0.8 מיליארד ש"ח גויסו על ידי חברות נדל"ן זרות, מעל 40% מסך הגיוסים בענף בתקופה זו.

שוק האג"ח: מאז תחילת השנה (ועד 14 ביוני) ירדו מחירי האג"ח התאגידיות (ללא בנקים וחברות ביטוח). המרווחים עלו גם הם, אך במעט, והממוצע עומד כיום על 2.3%. בדומה לנעשה בשוק המניות, עליית המרווחים הייתה בולטת במיוחד בענפי המסחר והשירותים והבינוי והנדל"ן¹³ (איור 8), והיא נצפתה בכל הדירוגים, אך במיוחד באג"ח המדרגות BBB: באלה עלה המרווח בשיעור חד של 2.9 נקודות אחוז. לפיכך גדל הפער במרווח שבין דירוג BBB לדירוג A לרמה של 3.9 נקודות אחוז, רמה שכנראה מיטיבה יותר לשקף את פערי הסיכון בין האג"ח השונות.

מרווחי האג"ח הזרות, שרובן ככולן מרוכזות בענף הבינוי והנדל"ן, עלו מאז תחילת השנה (ועד סוף מאי) יותר מאשר מרווחי האג"ח של חברות מקומיות בענף זה. הפער בין המרווחים של שני סוגי האג"ח עומד כיום על כ-3.1 נקודות אחוז, לאחר שבעבר הוא עמד על פחות מנקודת אחוז, דבר המלמד על הפנמה יחסית של הסיכונים הייחודיים הטמונים באג"ח הזרות, ובפרט הסיכון לשיעור היפרעות (rate Recovery) נמוך. משקלן של האג"ח הזרות ביתרת האג"ח עולה בהתמדה ועומד כיום על 20% מסך יתרת האג"ח של ענף הבינוי והנדל"ן.

המשקיעים הזרים רכשו מאז תחילת השנה ועד סוף אפריל מניות בהיקף של כ-700 מיליוני דולרים ומכרו אג"ח ממשלתיות ומק"ם בהיקף של כמיליארד שקלים. עיקר פעילות הקנייה והמכירה של המשקיעים הזרים נרשמה במהלך חודש ינואר, במקביל לעלייה משמעותית בנכונות הגלובלית ליטול סיכונים פיננסיים, לאחר אישורה של רפורמת המס בארה"ב. בשאר התקופה הנסקרת נרשמה פעילות דלה יחסית של המשקיעים הזרים.

בד בבד עם הירידות בשווקים נצפו גם צבירות נטו שליליות, בעיקר בקרנות המתמחות באג"ח חברות וכלליות (שרובן אג"ח חברות) ובמניות: מאז תחילת פברואר (עד 4 באפריל) סך הפדיונות בקרנות אלה היה 3.4 מיליארד ש"ח. התנועה המשותפת של הצבירות והשינויים במדדים השונים, בעיקר מאז תחילת 2018, מדגישים

¹³ באיור ניכרת גם העלייה בענף ההשקעות והחזקות. זו נובעת בעיקר מעלייה חדה של המרווחים באג"ח של חברה אחת, הנמצאת בהסדר חוב.

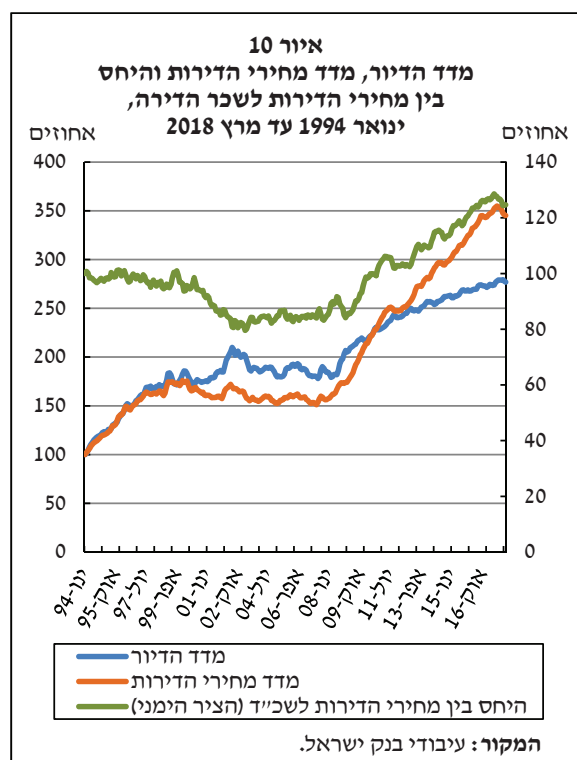
את הקשר ההדוק והמידי בין השווקים, קשר שעשוי להיות זרז לירידות מחירים חדות יותר אם יתרחש זעזוע חמור יותר (איור 9).

חלק מהגורמים שהעיבו על שוק הנכסים הפיננסיים בתקופה הנסקרת החלו להתממש ותרמו לשינויים שתוארו לעיל. הסביבה העולמית צפויה להמשיך ולהיות גורם סיכון מרכזי בשוקי הנכסים הפיננסיים.

רפורמה בתעודות הסל: בתחילת מאי אישרה ועדת הכספים את הרפורמה בתעודות הסל, שהופכת אותן למעשה לקרנות נאמנות המכונות "קרנות סל". בעקבות הרפורמה יוסבו כ-700 מוצרים בהיקף של כ-100 מיליארד ש"ח לקרנות נאמנות המפוקחות על ידי הרשות לניירות ערך. הרפורמה פוטרת את מנהלי המוצר מלעמוד בהתחייבויות הנגזרות ממעקב אחרי נכס בסיס כלשהו, ובכך מקטינה את הסיכון הנשקף מאותן חברות ליציבות הפיננסית ואת ההשלכות של פגיעה ממשית בהן על הסיכון בכלל המערכת הפיננסית¹⁴. הרפורמה תיכנס לתוקף בחודש אוקטובר ותיושם באופן מדורג עד סוף השנה.

2.2.2 שוק הדיור

הפער בין מדד מחירי הדירות לבין מדד הדיור
הצטמצם כתוצאה מהתמתנות עלייתם של
מחירי הדירות.



לאחר עשור של עלייה במחירי הדירות הסתמנה בהם מגמת ירידה לקראת סוף שנת 2017. על פי נתוני הלמ"ס ירדו מחירי הדירות בחודשים ספטמבר 2017 עד מארס 2018 (על פי נתונים לא סופיים) ב-2.3% במצטבר. כתוצאה מכך נרשם במארס 2018 קצב ירידה שנתי של 0.2%, וזאת לעומת עליית מחירים בקצב שנתי של 5.6% בתחילת שנת 2017. שיעור העלייה השנתי של מדד הדיור (המתבסס על שכר הדירה והוא חלק ממדד המחירים לצרכן) עמד במארס 2018 על 1.8%, כך שהפער בין מחירי הדירות לבין מדד הדיור הצטמצם (איור 10). האינדיקטור המשמש למעקב אחר התנהגות נפיצה בשוק הדיור¹⁵, אמנם מצוי עדיין ברמה גבוהה בהסתכלות ארוכת טווח, אבל לאחרונה הוא שב לתחום לא נפיץ¹⁶.

להלן נציג כמה התפתחויות כמותיות בשוק הדיור, שעשויות להשפיע על ההתפתחויות בשוק זה בהמשך. על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מספר הדירות החדשות שנמכרו במהלך 2017 היה נמוך בכ-17% מאשר ב-2016, ומגמת ההאטה במכירת דירות חדשות נמשכה גם בינואר-מארס 2018. כמו כן ירד מספרן של סך העסקאות לרכישת דירה (ולא רק בדירות חדשות) בכ-10%. לפי נתוני הלמ"ס על הדירות הלא מכורות ביוזמה פרטית¹⁷ הסתכם מלאי הדירות החדשות הלא מכורות במארס 2018 בכ-23.2 אלף, לעומת כ-24.4 אלף בתחילת 2017. ואולם ללא התפלגות גיאוגרפית של מלאי הדירות קשה להסיק מסקנות לגבי השפעתו על המחירים, כי ייתכן שחלקו הגדול נמצא באזורים המאופיינים

¹⁴ הרחבה נוספת על הסיכונים במבנה הנוכחי של תעודות הסל ניתן למצוא בתיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2014.

¹⁵ האינדיקטור מתבסס על היחס בין מדד מחירי הדירות למדד הדיור (שכר הדירה). להסבר ראו א' כספי (2015), "בחינת קיומה של בועת נדל"ן ברמות הארצית והאזורית: המקרה הישראלי", סדרת מאמרים לדיון, בנק ישראל.

¹⁶ ברמת מובהקות 5%. ראו במאמר מההערה הקודמת.

¹⁷ בסוף 2016 הפסיקה הלמ"ס לפרסם נתונים לגבי מספר הדירות החדשות שנותרו למכירה, אך בתחילת 2018 היא חזרה לפרסם את מלאי הדירות הלא מכורות ביוזמה פרטית בלבד. הפרסום היה רטרואקטיבי לתחילת 2017.

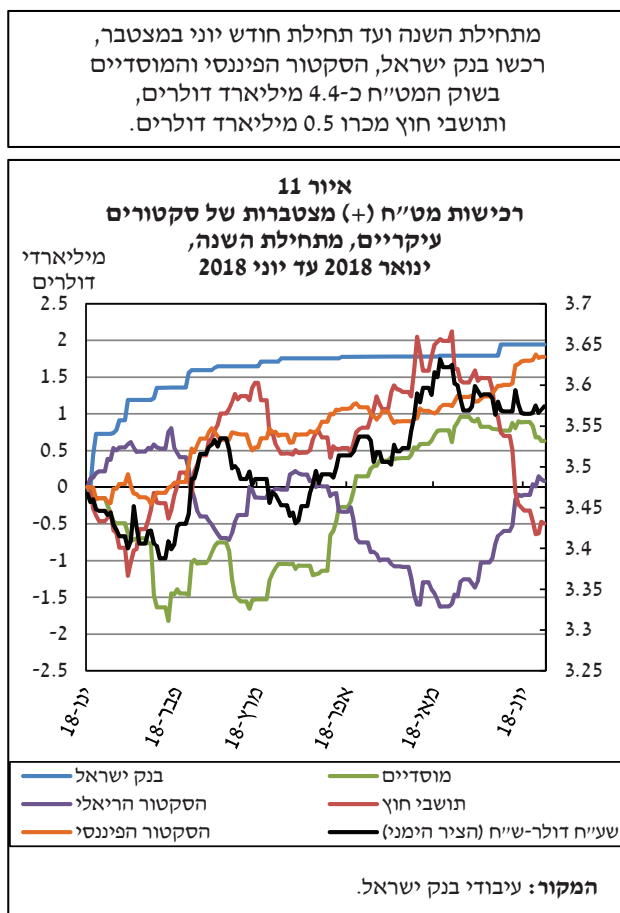
בביקוש נמוך. ירידה מסוימת במלאי הדירות למכירה לנוכח האטה במכירות נובעת ככל הנראה מצמצום בהתחלות הבנייה. בשנת 2017 הוחל בבנייתן של 48.2 אלף דירות – ירידה של 12.5% בהשוואה לשנת 2016. הירידה נרשמה בכל המחוזות, למעט מחוז תל אביב. הירידה בהתחלות הבנייה היא ככל הנראה תוצאה ישירה של ההאטה במכירות, שכן מרבית הקבלנים בדרך כלל מתחילים לבנות פרויקט/שלב חדש רק לאחר שמכרו שיעור מסוים של דירות בקודמו. כמו כן סביר להניח שהפגיעה בתזרים המזומנים מקשה על החברות להפנות מקורות לפרויקטים חדשים. (להרחבה ראו ניתוח כושר העמידות של המגזר העסקי בעמוד 42 וכן תיבה על ענף ייזום הבנייה למגורים בארץ בעמוד 60). נציין כי ייתכן שכאשר פרויקטים של "מחיר למשתכן" על קרקעות שכבר שווקו לקבלנים יקבלו היתרי בנייה ויתחילו להיבנות נראה עלייה בהתחלות הבנייה. אולם חלוקת שוק הדיור לשוק מסובסד ולשוק חופשי עלולה ליצור מצב שבו מחסור בהתחלות בנייה בשוק החופשי יצמצם את ההיצע מעבר לירידת הביקוש בשוק זה, אשר מושפע כאמור מניתוב הביקוש לשוק המסובסד.

2.2.3 שוק מטבע החוץ

מאז תחילת שנת 2018 התחזק הדולר מול רוב המטבעות בשיעור קל, תיקון חלקי להיחלשותו בשיעור של כ-10% במונחי DXY במהלך שנת 2017 (כמחצית מהתחזקותו במהלך 2014). מתחילת השנה ועד ה-8 ביוני נחלש השקל בכ-1% במונחים נומינליים אפקטיביים, תוצאת התחזקותם של מרבית המטבעות החשובים – ובראשם היין והדולר – מול השקל, אשר קווצה חלקית על ידי היחלשות ניכרת של הלירה הטורקית, הרובל והריאל הברזילאי. הדולר התחזק מול השקל בכ-3%. עם זאת יש

לציין, שהיחלשותו של השקל התחילה רק בחודש פברואר, במקביל לעליית התנודתיות בשווקים ולירידות בשעריהם של נכסי סיכון; עד אז השקל התחזק ונסחר בסוף ינואר ברמות גבוהות במיוחד במונחים נומינליים אפקטיביים.

פעילים מרכזיים בשוק המט"ח (איור 11) במהלך התקופה האמורה היו: בנק ישראל, שבסיכומה של התקופה רכש כ-2 מיליארדי דולרים, עיקרם במהלך חודש ינואר; המגזר הפיננסי, שרכש מט"ח בהיקף של כ-1.8 מיליארדי דולרים, אך רכישותיו (וכן אלו של המוסדיים) החלו רק לאחר הירידות בשווקים הפיננסיים, בסוף חודש ינואר (לפניהן הם מכרו מט"ח), ונראה שחלקן נועד לצורכי השלמת בטוחות להשקעותיהם בחו"ל לאחר הירידות של שעריהן. המוסדיים רכשו בסך הכול כ-600 מיליארדי דולרים (לאחר מכירות ניכרות בחודש ינואר) והזרים מכרו מט"ח בהיקף של כ-500 מיליארדי דולרים, תוצאת מכירות בהיקף גדול יותר בינואר ורכישות לאחר מכן. חלק מהמוסדיים, בשונה מהתנהגותם בשנים האחרונות, מתכוונים לצמצם בעתיד את פעילות הגידור שלהם (פעולה השקולה לרכישת מט"ח נטו), בשל התייקרות הגידור. המגזר הריאלי ניצל את היחלשותו של השקל ומכר, מאז פברואר, כ-400 מיליוני דולרים, לצורכי שימושים מקומיים.



2.3 האשראי¹⁸

2018:1	2017:2	המגזר העסקי
		מגזר משקי הבית מאפייני ההנפקות החדשות של אג"ח המגזר הפיננסי (סיכוני האשראי)

יחסי החוב של המגזר העסקי ושל מגזר משקי הבית לתוצר כמעט לא השתנו ב-2017 בהשוואה ל-2016. החוב של משקי הבית שאינו לדיור המשיך לעלות, אך שיעור עלייתו התמתן. עלייה נרשמה בהנפקות החוב, בהובלת ענף הבינוי וחברות זרות. איכות החברות המנפיקות ירדה, אולם לא במידה משמעותית. במכלול השיקולים אנו מעריכים כי הסיכון בערוץ החשיפה "האשראי" נותר ללא שינוי ברמה בינונית.

סך ההתחייבויות של המגזר העסקי ומשקי הבית עמד בסוף 2017 על כ-1.4 טריליון ש"ח. חוב זה – ש-60% ממנו הם של המגזר העסקי – הוא נכס בידי בעלי החוב (הציבור במישרין או באמצעות המוסדיים והמוסדיים עצמם). בחלק זה אנו מנתחים את האשראי על רכיביו השונים, השינויים שחלו בו ואיכותו¹⁹.

2.3.1 האשראי למגזר העסקי ואיכותו

האשראי למגזר העסקי (ללא בנקים וביטוח) צמח במהלך הרבעון הראשון של שנת 2018 ב-3.8%, גבוה יותר משיעור הצמיחה בשנת 2017 כולה (שיעור של 1.5%²⁰). מתוך סך של 888 מיליארד ש"ח כ-48% הם אשראי בנקאי, והשאר – אשראי חוץ-בנקאי. נכון לסוף רבעון ראשון של שנת 2018 יחס החוב של המגזר העסקי לתוצר העסקי גדל ב-3 נקודות אחוז לעומת סוף שנת 2017, כ-95% לעומת 92%, וכן גדל יחס החוב של המגזר העסקי לתמ"ג – 70% לעומת 68%, עם זאת מדובר בשיעור נמוך בהשוואה בין-לאומית²¹.

ההתפתחות העיקרית באשראי בין סוף שנת 2016 לסוף 2017, הן באחוזים והן ביתרות, התרחשה בענפים בינוי ותקשורת ושירותי מחשב. בענף התקשורת ושירותי המחשב האשראי פחת (ב-13 מיליארד ש"ח, 24%) כתוצאה מירידה באשראי הניתן על ידי תושבי חוץ, ואילו בענף הבינוי נרשם גידול של 13 מיליארד ש"ח (17%), שעיקרו (12 מיליארד ש"ח) באשראי הניתן על ידי הבנקים. בבחינת התפלגות יתרת האשראי לפי מגזרים עולה כי מתחילת 2016 עד לפברואר 2018 עלה חלקם של העסקים הזעירים והקטנים בכמעט 2 נקודות אחוז, לעומת ירידה של כחצי נקודת אחוז בחלקם של העסקים הגדולים. בביצועי האשראי הבנקאי למגזר העסקי עלה חלקם של העסקים הגדולים, לעומת ירידה בחלקם של העסקים הזעירים והקטנים; זאת על רקע פירעונות אשראי גדולים, בעיקר של העסקים הגדולים, בתקופה זו. מאפייני האשראי הבנקאי – הריבית והתקופה לפירעון – נותרו יציבים יחסית, להוציא את מגזר העסקים הזעירים, שבו נמשכה עליית הריבית, ככל הנראה בגלל העלייה המקבילה בתקופה לפירעון.

¹⁸ בחלק זה מובא ניתוח של סך האשראי (שינויים, רמות, לפי מגזרים וענפים), איכות האשראי (לפי מדדים לאיכות. כגון האשראי הפגום/הבעייתי ביחס לסך האשראי לפי מגזרים וענפים), איכות האג"ח הקיימות והמונפקות ומקורות האשראי.

¹⁹ בחלק העמידות (עמוד 37) מובאת זווית הסתכלות נוספת על חוסן המגזר העסקי וכן על חוסנו של מגזר משקי הבית, אשר קובעים את יכולתם של מגזרים אלה לעמוד בפני זעזועים.

²⁰ להרחבה ופירוט ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2017, בסעיף "ההתחייבויות של המגזר העסקי".

²¹ על פי נתוני World Development Indicators שיעור החוב של המגזר העסקי מהתמ"ג לשנת 2016 במגוון רחב של מדינות גבוה יותר (ממוצע מדינות ה-OECD - 147%; מדינות באיחוד האירופי - 95%; בריטניה - 134%; וארה"ב - 192%).

האשראי העסקי הבנקאי

האשראי הבנקאי למגזר העסקי צמח ברבעון הראשון של שנת 2018 בכ-3% – שיעור צמיחה דומה לזה שהיה במהלך 2017. ניתוח מדדי האיכות של אשראי זה²² בשנים 2015–2017 (לוח 4) מלמד כי במרבית הענפים נמשכת מגמת השיפור של האשראי למגזר העסקי, ומשקל האשראי הבעייתי מהווה כ-3.8% בסך האשראי המאזני של המגזר העסקי בשנת 2017 (נמוך יותר ב-1.3 נקודות האחוז מאשר בשנת 2016). חשוב לציין כי ניתוח זה מציג תמונה רחבה של החברות הנוטלות אשראי (פרטיות וציבוריות; קטנות, בינוניות וגדולות)²³, וניתן ללמוד ממנו מהם הענפים המסוכנים יותר למערכת הפיננסית.

לוח 4: מדדים לאיכות האשראי המאזני למגזר העסקי, לפי ענפים (סיווג הלמ"ס), חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות, 2015 עד 2017

משקל האשראי לענף מתוך האשראי המאזני למגזר העסקי	היחס בין יתרת ההפרשה להפסדי אשראי לבין סך האשראי המאזני לענף	משקל האשראי הבעייתי בסך האשראי המאזני לענף			משקל האשראי הפגום בסך האשראי המאזני לענף		
		31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
מסחר	18.3	2.6	2.5	2.2	6.2	5.9	4.4
בינוי	16.1	1.5	1.4	1.1	7.9	6.9	4.5
פעילות בנדל"ן	13.8	2.0	1.4	1.2	5.8	3.7	2.7
תעשייה וחרושת	12.2	2.3	2.3	2.0	8.7	7.1	5.7
שירותים פיננסיים	11.9	1.2	1.2	1.0	1.5	4.4	1.3
שירותים עסקיים ואחרים	6.4	1.2	1.4	1.4	1.9	1.9	1.7
תחבורה ואחסנה	5.0	0.8	0.8	0.9	4.0	2.3	3.0
שירותים ציבוריים וקהילתיים	4.6	0.6	0.7	0.7	1.0	1.2	1.1
בתי מלון, שירותי הארחה ואוכל	3.8	1.0	1.0	1.0	4.8	5.4	5.1
תקשורת ושירותי מחשב	2.7	3.9	3.5	3.0	16.8	12.2	7.7
אספקת חשמל, גז ומיזוג אוויר	1.9	0.5	0.4	0.4	0.9	4.0	3.9
חקלאות	1.4	1.5	1.7	1.7	3.5	4.4	3.4
אספקת מים ושירותי ביוב	1.0	0.8	0.7	1.8	1.4	0.8	18.6
כרייה וחציבה	0.9	0.3	2.2	0.7	0.2	4.7	0.7
סך הכול מסחרי	100.0	1.8	1.7	1.4	5.6	5.1	3.8

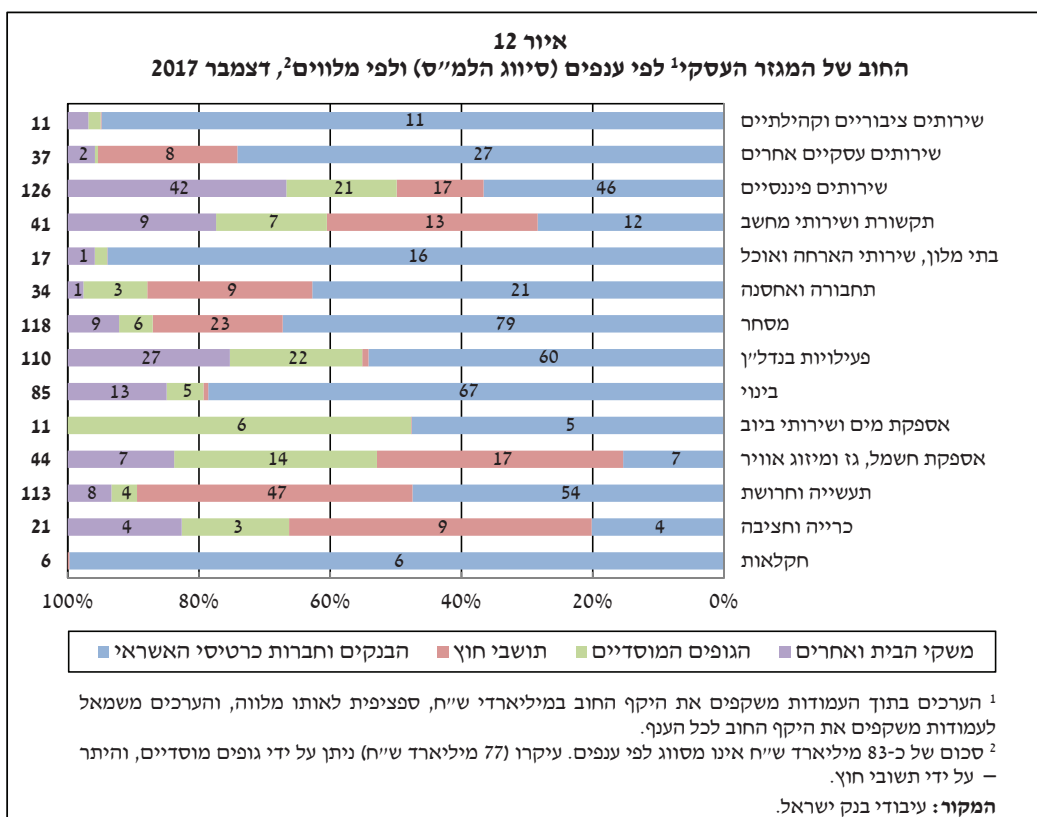
המקור: דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

בהקשר זה בולט ענף התקשורת ושירותי המחשב: על אף מגמת שיפור בשנתיים האחרונות, שיעור האשראי הבעייתי והפגום בסך האשראי לענף זה נותר גבוה, יחסית ליתר הענפים (7.7%-ו-6%, בהתאמה). יש לציין כי משקלו של הענף בסך האשראי המאזני של הבנקים נמוך (2.7%), וכי 28% מסך האשראי לענף זה ניתן על ידי הבנקים (איור 12), ו-32% – על-ידי תושבי חוץ.

²² לצורך הניתוח נערכה בחינה של המדדים הבאים: היחס בין יתרת ההפרשה להפסדי אשראי לבין סך האשראי המאזני לענף, משקל האשראי הבעייתי בסך האשראי המאזני לענף, משקל האשראי הפגום בסך האשראי המאזני לענף. חובות בעייתיים הם חובות שסווגו כפגומים וחובות שאינם פגומים אך הפיגור בהחזרם הוא 90 יום או יותר. חובות פגומים הם חובות מסחריים שהתאגיד הבנקאי בדק על בסיס פרטני, והוא צופה כי לא יוכל לגבות את הסכומים המגיעים לו על פי הסכם החוב. הפרשה להפסדי אשראי כוללת הפרשה פרטנית בגין חובות מסחריים גדולים אשר זוהו כפגומים, וכן הפרשה קבוצתית להפסדי אשראי, המחושבת לפי קבוצות של חובות בעלי מאפייני סיכון דומים.

²³ לעניין העמידות של המערכת הבנקאית ראו עמוד 37.

כמחצית מהאשראי למגזר העסקי מגיע מהבנקים. ענפי הבינוי והנדל"ן (בינוי ופעילויות בנדל"ן) צורכים 195 מיליארד (23%) מהאשראי לכלל המשק.



האשראי החוץ-העסקי-בנקאי

האשראי החוץ-בנקאי צמח ברבעון ראשון של שנת 2018 בשיעור של כ-5%, וזאת לאחר ששנת 2017 הסתיימה בלא שינוי ניכר ביתרתו לעומת סוף שנת 2016. החוב לחו"ל גדל בכ-8.5 מיליארד ש"ח לעומת סוף שנת 2017, גידול שעיקרו מוסבר בפחות בשקל. נוסף על כך נרשם גידול של כ-10 מיליארד ש"ח באג"ח התאגידיות הסחירות, כך שנכון לסוף הרבעון הראשון של שנת 2018 שיעורן של אג"ח אלו באשראי למגזר העסקי הוא כ-22%, בדומה לשיעורן בסוף שנת 2017.

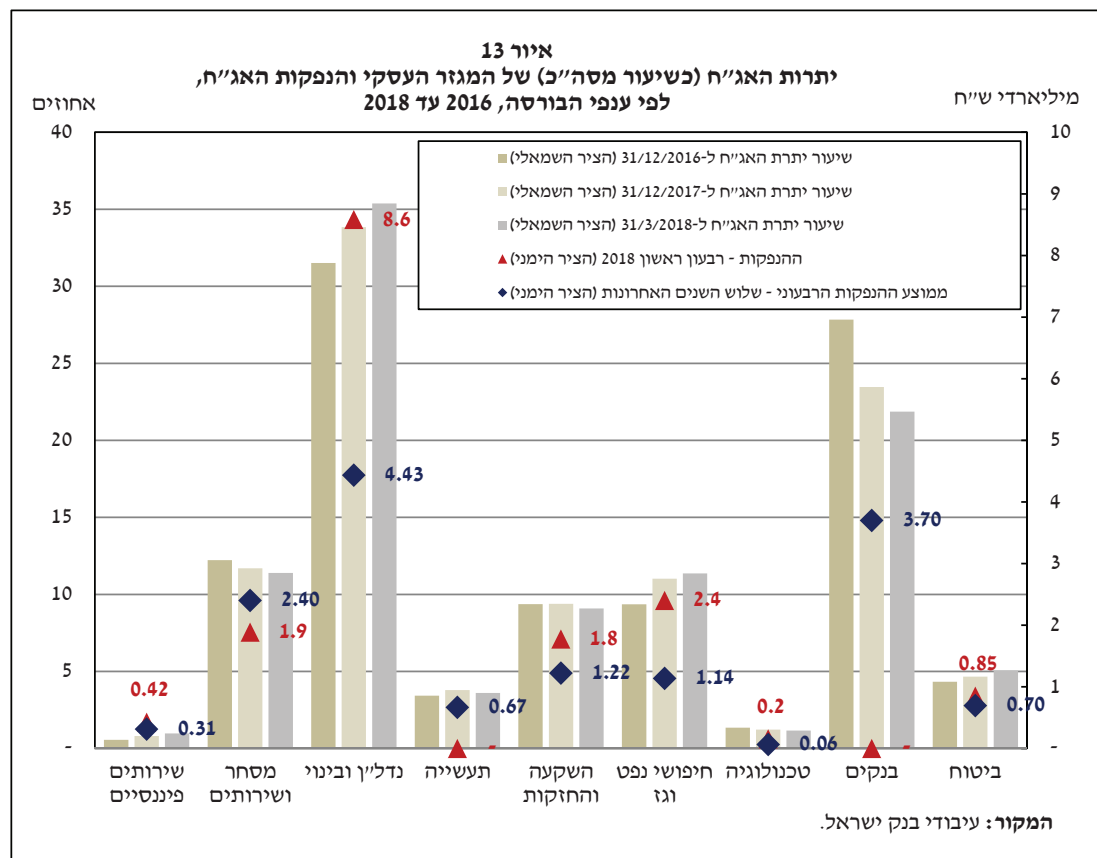
2.3.2 היתרות והגיוסים בשוק האג"ח התאגידיות

במהלך הרבעון הראשון של שנת 2018 גויסו בבורסה כ-16 מיליארד ש"ח באמצעות אג"ח תאגידיות (כולל המגזר הפיננסי, ללא אג"ח זרות), גידול של כ-3 מיליארד ש"ח לעומת הרבעון הרביעי של 2017 והמשך ישיר למגמת גידולן של ההנפקות בשנים האחרונות. בדומה לשלוש השנים הקודמות, גם במהלך שנת 2018 גייס ענף הנדל"ן יותר ממחצית אג"ח החברות של המגזר העסקי – כ-8.6 מיליארד ש"ח. מאפיין בולט בגיוסי האג"ח של המגזר העסקי הוא ירידת שיעורה של קבוצת הדירוג הגבוהה יותר (AA- ומעלה) בסך הגיוסים – מ-48% בשנים עשר החודשים הקודמים ו-69% בשנים עשר החודשים שלפניהם ל-41% בשנים עשר החודשים האחרונים (אפריל 2017 – מארס 2018). ייתכן שההסבר לכך נעוץ בהיקפי הגיוס הנמוכים במגזר הפיננסי, ובמיוחד בבנקים, שהאג"ח שלהם מדורגות בקבוצת הדירוג הגבוהה ביותר. כמו כן אפשר שהייתה הרעה באיכות האג"ח המונפקות²⁴. אשר ליתרות האג"ח (איור 13) – במרבית הענפים לא חל שינוי משמעותי בשלוש השנים האחרונות,

²⁴ להרחבה ראו גם "הערכת איכות האג"ח המונפקות" בהמשך הפרק.

למעט גידול בענף הבינוי והנדל"ן ובמקביל ירידה בבנקים. הואיל והשווקים מוסיפים לפעול בסביבת ריבית נמוכה, רוב הסכום שגויס במגזר העסקי נועד למיחזור חוב, ורק מקצתו – להרחבת הפעילות של החברות.

חלקו של ענף הבינוי והנדל"ן בהנפקות וביתרת האג"ח התאגידיות ממשיך לעלות, וחלקם של הבנקים יורד.



גיוסי אג"ח על ידי חברות זרות

שנת 2017 הייתה שנת שיא בגיוסי חברות זרות בבורסה (כ-10 מיליארד ש"ח). עד לאחרונה תופעת ההנפקות על ידי חברות זרות הורגשה בעיקר בענף הנדל"ן, ואילו ברבעון האחרון של שנת 2017 היא התפשטה לענפים נוספים, ונמשכה גם ברבעון הראשון של 2018. בספטמבר 2017, לראשונה, גייסה חברת טכנולוגיה זרה, וזאת בהיקף של 280 מיליון ש"ח. בהמשך, בנובמבר 2017 ובינואר 2018, הנפיקו שתי חברות פיננסים לראשונה אג"ח בסכום של כ-900 מיליון ש"ח (יחד). סביבת הריביות הנמוכה, ההתעוררות בשוק האג"ח בארץ ותמחור זול יחסית של הסיכונים, כפי שניתן ללמוד מהרמה הנמוכה של המרווחים ומהפער הנמוך בין אג"ח המדורגות A לאג"ח המדורגות BBB, משכו חברות זרות להנפיק בארץ. אם מצב זה יימשך ייתכן שחברות זרות נוספות ינפיקו גם הן בבורסה הישראלית.

2.3.3 האם יש שינויים על פני הזמן באיכות האג"ח המונפקות?

סביבת הריבית הנמוכה בשנים האחרונות, החיפוש אחר תשואה ותמחור החסר של הסיכונים בשוק האג"ח עלולים להביא לירידה באיכות החברות המנפיקות אג"ח, משום שהאפשרות לגייס חוב במחיר זול נתונה גם לחברות מסוכנות יחסית. כדי לעמוד ביתר העמקה על איכות החברות המנפיקות בחנו את מאפייניהן לאורך זמן. היות שההרכב הענפי של החברות המנפיקות משתנה בכל חודש, בדקנו מאפיינים שונים של החברות ושל האיגרות המונפקות ביחס למאפיינים של שאר החברות והאיגרות הנסחרות באותו ענף בחודש שקדם להנפקה²⁵. האג"ח שבחנו הן אג"ח של חברות מקומיות, ללא בנקים וביטוח, צמודות ולא צמודות בריבית קבועה, שהונפקו בתקופה שבין אוקטובר 2005 לפברואר 2018.

הפרמטרים שבדקנו הם:

1. המרווח והמח"ס באג"ח הנסחרות (לא המונפקות) של החברה המנפיקה בחודש שקדם להנפקה;
2. דירוג²⁶ החברה המנפיקה²⁷ בחודש שקדם להנפקה;
3. דירוג האיגרת המונפקת;
4. שווי השוק, גודל החברה (סך נכסיה), המינוף, התשואה להון, היחס השוטף ויחס כיסוי הריבית של החברה המנפיקה בחודש (על פי שווי השוק) או ברבעון שקדם להנפקה.

חישבנו את ציון התקן של כל אחד מהפרמטרים האלה לכל הנפקת אג"ח. לאחר מכן חישבנו את הממוצע המשוקלל של ציוני התקן (על פי משקל השווי הכספי של האיגרת המונפקת) באותו חודש כדי לקבל תמונה אגרגטיבית של איכות החברות המנפיקות בכל חודש, ומיצענו על פני שלושה חודשים כדי להחליק את המדד. ציון תקן גבוה מ-0 מעיד על פרמטר גבוה מהממוצע באותו ענף והפוך. היחידות הן במונחי סטיית תקן.

המרווחים והדירוגים – המרווח הממוצע של החברות המנפיקות קרוב מאוד לממוצע בענף הרלבנטי (איור 14), והדבר בא לידי ביטוי בקרבתו של קו ציוני התקן לאפס. מכאן שאין אפוא עדות שמצבן של החברות המנפיקות שונה – בהיבט הזה – מהמצב בענף שבו הן פועלות. לעומת זאת הערך המספרי של דירוגי האיגרת והחברה עצמה ערב ההנפקה גבוה (כלומר פחות איכותי) יחסית לענף, אולם בלא יותר מאשר חצי סטיית תקן.

אשר לפרמטרים המבוססים על נתונים חשבונאיים – מבחינת גודל החברות המנפיקות (סך הנכסים) ניכרת מגמת ירידה בתקופה האחרונה של ציון התקן, מה שמעיד כי גודלן של החברות המנפיקות קרוב לממוצע בענף שלהן (איור 15). זאת בניגוד למצב ששרר בשנים קודמות – אז בעיקר חברות גדולות יחסית הנפיקו אג"ח. ציון התקן של מינוף החברות המנפיקות (איור 16) גבוה יחסית, אך נראה שהפרמטר הזה תנודתי, ומכל מקום סטיית התקן אינה גדולה. תוצאה דומה מתקבלת כאשר מסתכלים על יחס כיסוי הריבית – סך הרווחים חלקי הוצאות המימון, פרמטר חשוב כשבאים לבחון את יכולת ההחזר של חברה: ציון התקן של החברות המנפיקות אמנם נמוך מהמקובל בענף, אולם בהפרש קטן יחסית.

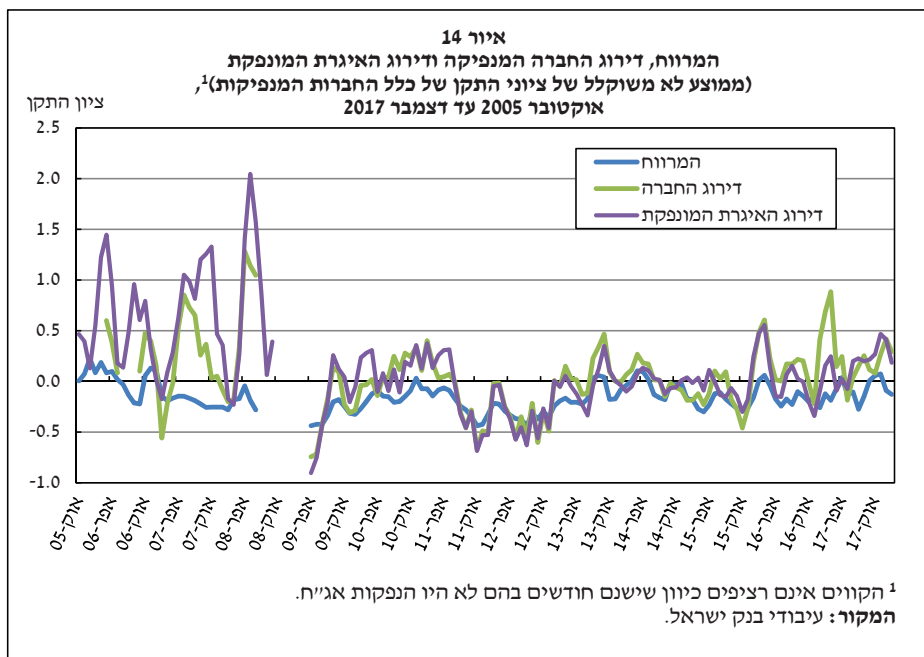
לפי הסתכלות זו ניכרת אפוא ירידה מסוימת בחלק מהפרמטרים של איכות החברות המנפיקות, אולם זו אינה משמעותית. מכל מקום, עולה השאלה אם ירידה זו, ובכלל השינויים במדד לאיכות החברות, מתואמים עם רמת המרווחים בשוק. בחינה של מקדם המתאם בין ציוני התקן למרווח הממוצע במגזר העסקי בפיגור של חודש מעלה כי המתאם שלילי וחזק במרווחים ובדירוגים (סביב -0.6), כלומר מרווחים נמוכים יותר (בחודש הקודם) מתואמים עם ציוני תקן גבוהים יותר, דהיינו עם איכות נמוכה יותר של החברות המנפיקות. לעומת זאת ציוני התקן של החשבונאות אינם מתואמים עם המרווח הממוצע.

²⁵ מכל מאפיין הורדנו את הממוצע של אותו מאפיין בענף וחילקנו בסטיית התקן שלו. כך התקבל ציון התקן של המאפיין הנמדד במונחי סטיית תקן.

²⁶ תרגמנו את סולם הדירוגים לסולם מספרי בן 10 דירוגים, שבו 1 הוא הדירוג הטוב ביותר (AAA).

²⁷ דירוג החברה המנפיקה חושב על פי הדירוג הממוצע של כל האיגרות של אותה חברה, משוקלל בשווי השוק של כל איגרת.

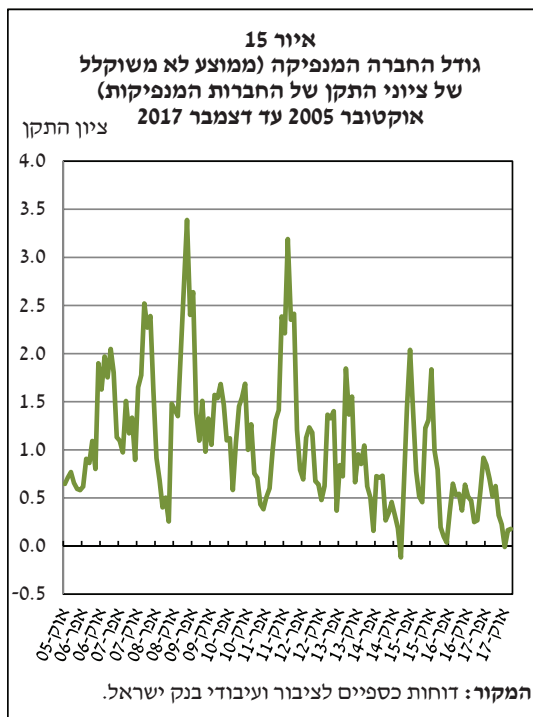
נראה שבשנה האחרונה הדירוגים של החברות ושל האג"ח המונפקות נמוכים מהממוצעים בענף, אך לא במידה משמעותית. המרווח הממוצע של החברות המנפיקות קרוב מאוד לממוצע בענף.



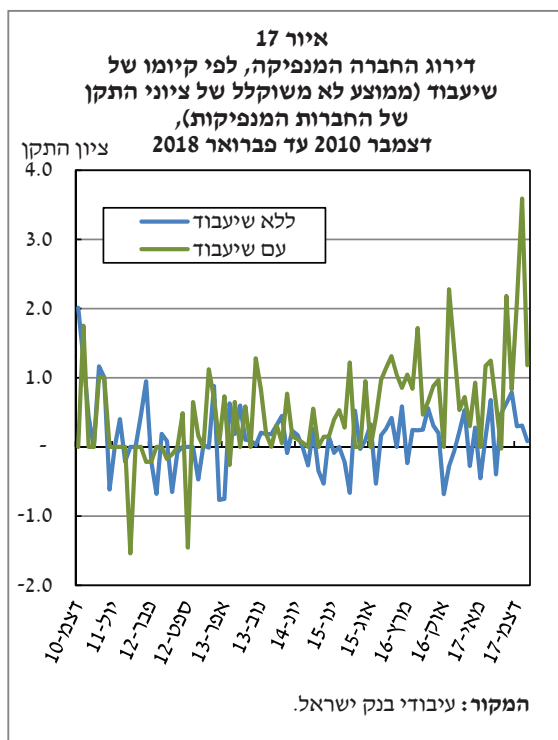
מינוף החברות המנפיקות תגודתי, וציון התקן שלו קרוב לאפס.



מגמת ירידה ניכרת לאורך שנים בגודל החברות המנפיקות. בתקופות "משבריות" מגייסות בעיקר חברות גדולות.



שיעבוד מאפשר הנפקת אג"ח גם של חברות בעלות דירוג נמוך יחסית.



אשר לענפים ספציפיים, בחנו במיוחד את ענף הבינוי והנדל"ן, המרכז את חלק הארי של יתרות האג"ח כיום. מצאנו כי המאפיינים של האג"ח המונפקות על ידי חברות בענף זה אינם מעידים על שינוי לרעה באיכותן בשנים האחרונות.

הואיל והשיעבודים הנלווים לכל איגרת הם שיקול חשוב אצל המשקיעים, בחנו גם את איכות האג"ח המונפקות בפילוח לפי קיומו או היעדרו של שיעבוד (איור 17)²⁸. ניתן להניח שחברות פחות איכותיות נדרשות להעמיד ביטחונות ושיעבודים כדי לגייס חוב בשוק. ואכן, לאורך מרבית התקופה הנסקרת החברות המנפיקות אג"ח עם שיעבוד נבדלות באיכותן מאלה שמנפיקות ללא שיעבוד: המרווח של האג"ח הנסחרות שלהן עָבָה ההנפקה גבוה יותר, הדירוג שלהן נמוך יותר, שווי השוק שלהן נמוך יותר והמינוף שלהן גבוה יותר. עם זאת, מעבר לממד ההשוואתי בכל נקודת זמן, יש לשים לב למאפייני השוק של החברות המנפיקות אג"ח עם שיעבודים: מאז אמצע 2017 עלה המרווח הממוצע של אותן חברות, ובעיקר ירד הדירוג הממוצע שלהן (איור 17). הדבר מעיד שבמצב הנוכחי של השווקים שיעבוד מאפשר הנפקת אג"ח גם של חברות בעלות דירוג נמוך יחסית.

לסיכום הממצאים – המרווחים הנמוכים של האג"ח התאגידיות הנסחרות מלווים בהנפקות פחות איכותיות בחלק מהפרמטרים, אך לא במידה רבה (הדברים אמורים גם בענף הבינוי והנדל"ן). עם זאת, בפילוח בין אג"ח עם שיעבודים לבין כאלה ללא שיעבודים נמצא שאיכות החברות המנפיקות אג"ח עם שיעבודים נמוכה יותר.

2.3.4 האשראי למשקי הבית

התפתחות החוב של משקי הבית²⁹

יתרת החוב של משקי הבית הגיעה בדצמבר 2017 לכ-531 מיליארד ש"ח, עלייה של 5.2% בשנת 2017³⁰, קצב נמוך במקצת ביחס לשנים קודמות (6.1% בשנת 2016 ו-6.5% בשנת 2015). קצב זה מוסבר ברובו בשינוי באשראי שאינו לדיר, שצמח בשנת 2017 ב-3.8%, פחות מאשר בשנים קודמות (6% ב-2016 ו-5.6% ב-2015). האשראי לדיר צמח בשנת 2017 ב-6%, קצב דומה לזה של 2016 (6.2%) ונמוך מאשר ב-2015 (7.1%), וראו איור 19 ולוח 5.

היחס בין חוב משקי הבית לתוצר הגיע בשנת 2017 לרמה של 42% (עלייה מ-38% משנת 2008, לאחר שלא נצפה שינוי ביחס זה בעשור הקודם), אולם יחס זה עדיין נמוך בהשוואה בין-לאומית (איור 18). יצוין כי בעוד שהאשראי לדיר ביחס לתוצר

²⁸ נתונים לגבי שיעבודים זמינים עבורנו החל משנת 2010. מרבית האג"ח המונפקות הן בעלות שיעבוד קבוע או ללא שיעבוד. מבין אלה שהן בעלות שיעבוד הנפוצים ביותר הם שיעבוד קבוע ראשון ושיעבוד שלילי.

²⁹ התפתחות חוב משקי הבית מתוארת בהרחבה בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2017.

³⁰ במארכ 2018 הגיעה יתרת החוב של משקי הבית ל-536 מיליארד ש"ח, עלייה של 4.7% לעומת מארכ 2017.

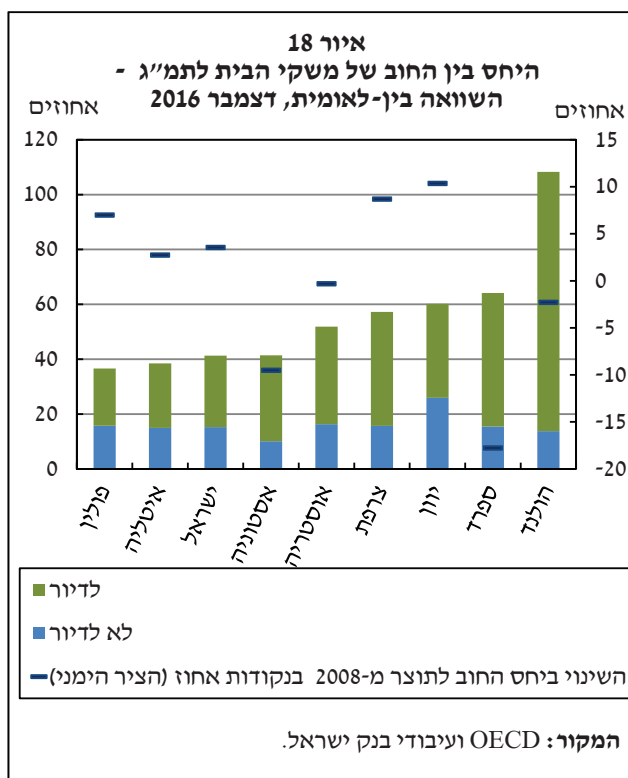
נמוך מאשר בעולם, לא כן האשראי שאינו לדיור (15%, דומה לממוצע הבין-לאומי). השוואת שיעורי גידולו של חוב משקי הבית לאלה של ההכנסה הפנויה מראה כי בשנים האחרונות החוב גדל בשיעור דומה ומהיר במקצת מאשר ההכנסה הפנויה³¹.

האשראי של משקי הבית מתקבל מארבעה מקורות: הבנקים, חברות כרטיסי האשראי, הגופים המוסדיים והממשלה³². הבנקים מספקים את רובו המוחלט של האשראי למשקי הבית (89% – 85% בעצמם ו-4% באמצעות כרטיסי האשראי בערבות בנקאית), הן לדיור (94%) והן שלא לדיור (80%). האשראי למשקי הבית הניתן על ידי הגופים המוסדיים נותר בשנת 2017 ברמה נמוכה (4% מסך האשראי שהם נוטלים), אולם הוא צומח, בדומה לשנים קודמות, בקצב מהיר (40% בשנת 2017, 52.4% בשנת 2016 ו-30.1% בשנת 2015). באופן דומה מתפתח האשראי שניתן למשקי הבית על ידי חברות כרטיסי האשראי (איור 20).

מתוך האשראי החוץ-בנקאי חלקן של חברות כרטיסי האשראי גדול מחלקם של המוסדיים (כולל אשראי מחברות כרטיסי האשראי שבאחריות הבנקים) – כ-8% מסך כל האשראי של משקי הבית, לעומת 4% שניתן על ידי המוסדיים, אך קצב הגידול של האשראי מהמוסדיים גבוה יותר.

בשנת 2017 עלתה יתרת החוב של משקי הבית ב-5.3%, קצב נמוך במקצת מאשר בשנים הקודמות. האשראי שאינו לדיור צמח ב-3.9%, פחות מאשר בשנים הקודמות. האשראי לדיור עלה ב-6%, קצב דומה לזה של 2016 ונמוך מאשר ב-2015.

החוב של משקי בית (530 מיליארד ש"ח) ביחס לתוצר (42%) נמוך בהשוואה בין-לאומית. האשראי שאינו לדיור ביחס לתוצר (15%) דומה יותר ליחס זה במדינות אחרות.



³¹ בשנת 2017 שיעור הגידול של ההכנסה הפנויה נמוך יחסית, בגלל המיסוי החריג על הדיבידנדים, וכך החוב צמח בקצב מהיר יותר מאשר ההכנסה הפנויה (גידול של 5.3% בחוב משקי הבית לעומת גידול של 1.4% בלבד בהכנסה הפנויה). להרחבה ראו פרקים ב' ו' בדוח בנק ישראל לשנת 2017.

³² נוסף על יתרת האשראי המפורטת בלוח ישנו האשראי שמעמידות חברות אשראי חוץ-בנקאיות, אך היקפו אינו ידוע בשלב זה.

לוח 5: שיעור השינוי ביתרות החוב של משקי הבית, דצמבר 2011 עד מרץ 2018

(אחוזים, סופי חודשים)

דצמ-11	דצמ-12	דצמ-13	דצמ-14	דצמ-15	דצמ-16	דצמ-17	מרץ-18	מרץ-18
<u>שיעורי השינוי ביחס לתקופה המקבילה בשנה הקודמת</u> <u>ש"ח</u> (מיליארדי רמת חוב)								
ההכנסה הפרטית הפנויה	5.10	5.00	5.00	5.10	5.00	5.10	5.10	5.10
סך החוב של משקי הבית ¹	7.13	5.99	7.18	5.91	6.54	5.19	4.14	531.1
לפי המקורות:								
הבנקים	9.41	7.48	8.54	6.47	7.58	5.18	4.03	474.2
מזה: לדיוור ²	11.08	9.75	9.82	7.89	9.63	5.78	5.35	318.9
מזה: לא לדיוור	6.84	3.86	6.38	3.97	3.86	4.03	1.45	155.3
הגופים המוסדיים	14.86	11.08	12.16	16.74	30.10	52.41	40.01	25.2
מזה: לדיוור	32.87	19.96	13.55	-4.84	19.01	131.66	58.76	12.4
מזה: לא לדיוור	7.03	6.28	11.31	30.17	35.14	20.68	25.60	12.8
החברות לכרטיסי אשראי ³	5.50	6.37	-0.02	18.37	18.60	19.05	16.86	19.2
הממשלה - אשראי המכוון ⁴	-11.32	-9.20	-10.01	-11.45	-25.65	-11.46	-12.27	12.5
מזה: לדיוור	-11.04	-15.21	-11.97	-16.80	-30.86	-16.95	-11.74	8.4
לפי השימושים:								
סך החוב לדיוור	7.89	6.70	7.72	5.73	7.12	6.16	6.02	339.6
סך החוב שלא לדיוור	5.91	4.84	6.28	6.21	5.57	6.02	3.77	191.5

לא כולל אשראי מתושבי חוץ. עקב העדר נתונים.

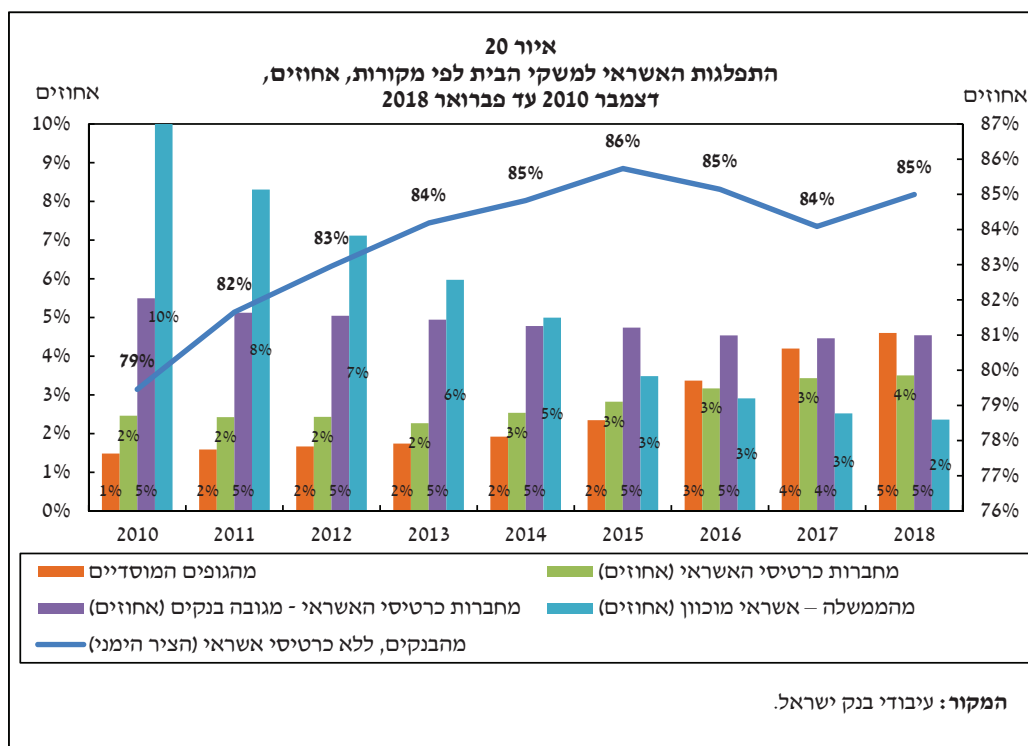
כולל הלוואות שלא נועדו לרכישת דירה אך ניתנו כנגד משכון דירה.

אשראי באחריות החברות לכרטיסי אשראי האשראי ובאחריות שבערבות הבנקים נכלל בנתוני הבנקים.

אשראי מוכוון לזכאי משכנתאות הוא את עיקר הסכום, והיתר הוא אשראי לסטודנטים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

יורד חלקם של הבנקים בחוב של משקי הבית, ואילו חלקם של המוסדיים עלה.



מאפייני האשראי למשקי הבית

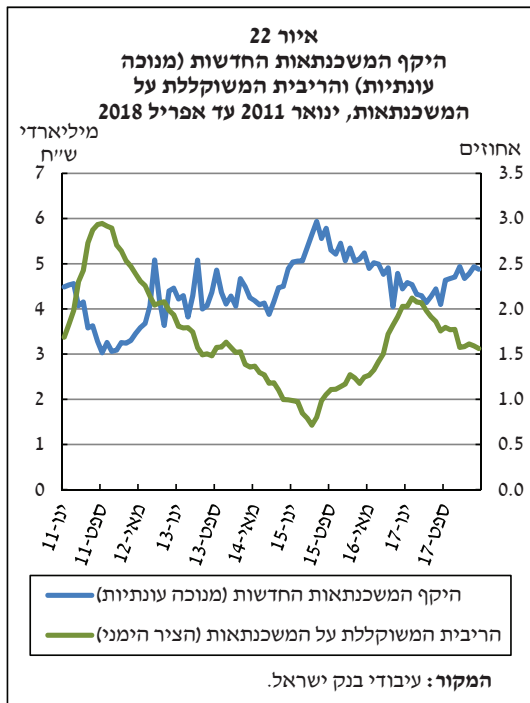
כאמור, הבנקים מספקים כ-80% מסך האשראי שאינו לדיור. שיעור החובות הבעייתיים³³ בבנקים עמד בדצמבר 2017 על 1.52%, ושיעור ההוצאות בגין הפסדי אשראי במועד זה היה 0.97% (איור 21). מדובר בעלייה מסוימת בשנתיים-שלוש האחרונות. יחד עם זאת, הממוצעים מאז 2013 עומדים על 1.49% ו-1.17%, בהתאמה. הריבית הממוצעת (5.9%) ותקופת הפירעון הממוצעת (4.99 שנים) באשראי הבנקאי למשקי הבית גם הן ברמות הממוצעות ביחס לשנים הקודמות.

חברות כרטיסי האשראי מספקות כ-10% מתוך סך האשראי שאינו לדיור. הריבית הממוצעת שחברות אלה גבו על אותן הלוואות בשנת 2017 הייתה 8.2% – דומה לממוצע של שנים קודמות. נוסף על הלוואות ללא ביטחונות מעמידות חברות כרטיסי האשראי הלוואות בביטחון כלי רכב (כ-20% מסך האשראי, שיעורים שונים בחברות כרטיסי האשראי השונות), בריבית נמוכה יותר. חלקן של ההלוואות בשיעור כלי רכב בסך האשראי מחברות כרטיסי האשראי ירד מעט בשנים האחרונות והגיע בשנת 2017 לכ-19% (לעומת 21% בשנת 2016 ו-25% בתחילת שנת 2015).

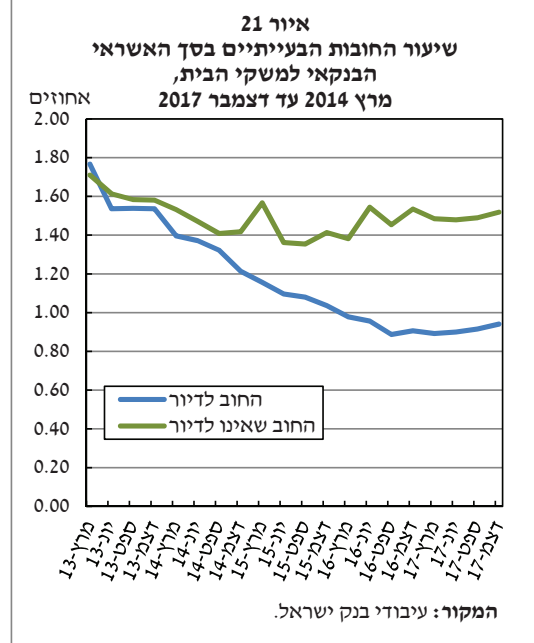
שיעור החובות הבעייתיים של חברות כרטיסי האשראי הוא 6.21%, ושיעור ההוצאות בגין הפסדי אשראי (מתוך יתרת האשראי) הגיע ל-2.5% – רמה גבוהה יחסית לממוצע ההיסטורי, העומד על 0.9%. עליית ההוצאות בגין הפסדי אשראי יש בה כדי לאותת על עלייה ברמת הסיכון של האשראי הניתן על ידי חברות כרטיסי האשראי.

האשראי לדיור האשראי לדיור הוא חלקו העיקרי של חוב משקי בית (64%). מאז הרבעון השני של שנת 2015 ניכרים בשוק המשכנתאות סימני האטה, הבאים לידי ביטוי בירידת היקפי הביצועים של הלוואות חדשות בהשוואה לשנים קודמות. מגמה זו התהפכה ברבעון השלישי של שנת 2017, ומאז היקף המשכנתאות החדשות הוא במגמת עלייה (איור 22). הממוצע החודשי של הלוואות לדיור שניתנו בשנת 2017 עמד על כ-4.4 מיליארדי ש"ח, לעומת 4.9 מיליארדי ש"ח בשנת 2016. ברבעון הראשון של

היקף המשכנתאות החדשות הולך ועולה במקביל לירידת הריבית על משכנתאות.



שיעור החובות הבעייתיים באשראי שאינו לדיור ושיעור ההוצאות על הפסדי אשראי עלו במידה מסוימת, אך שיעורי עלייתם אינם חריגים ביחס לשנים האחרונות.



³³ חוב בעייתי הוא חבות שהנהלת התאגיד הבנקאי רואה צורך להגביר לגביו את אמצעי המעקב והפיקוח, אף כי אינה צופה הפסדי אשראי בגינו.

בשיעור ההלוואות בריבית משתנה נמשכת יציבות.



2018 עמד הממוצע החודשי על 4.8 מיליארדי ש"ח. אשר למחירים: הריבית הריאלית הממוצעת המשוקללת³⁴ על המשכנתאות הולכת ויורדת – מ-2.06% בתחילת שנת 2017 ל-1.59% בסוף מארס 2018, וזאת לאחר עלייה של 1.5% מאמצע שנת 2015. ירידת הריבית בתקופה זו נרשמה בכל מסלולי הריבית (הצמודה והלא צמודה, הקבועה והמשתנה). בהמשך לניתוח שהוצג בדוח בנק ישראל לשנת 2017 (בפרק ד') אחת הסיבות האפשריות לירידת הריבית על המשכנתאות היא ירידת התשואה הריאלית על האג"ח של הממשלה (שהולכת ויורדת מאז הרבעון הראשון של 2017), ממצא המצביע על הקלה בעלויות גיוס ההון. הדבר בא לידי ביטוי גם בתשואות על אג"ח בנקאיות, שהיו במגמת ירידה בשנת 2017.

התפתחות מדדי הסיכון בחוב משקי הבית

מסוף הרבעון הראשון של 2015 נמשכת מגמת עלייה באחוז ההלוואות לדיור הנלקחות בריבית משתנה לא צמודה, ששיעורה תלוי ישירות בריבית בנק ישראל (איור 23). אם הריבית המשתנה תעלה יגדל ההחזר החודשי, והדבר עלול להקשות על עמידה בתשלומי המשכנתה. במקביל האריך הציבור את התקופה הממוצעת לפירעון המשכנתה (מ-19.6 שנים בתחילת 2015 עד ל-21.4 שנים בסוף 2017). בחינה של מדדי הסיכון מראה כי ה-LTV (יחס ההלוואה לשווי הנכס) הממוצע ויחס ה-PTI (תשלום

המשכנתה מתוך ההכנסה החודשית נטו) הממוצע נמוכים מן הממוצעים ההיסטוריים. כמו כן שיעור ההלוואות בפיגור של 90 יום או יותר מתוך סך ההלוואות לדיור שומר על יציבות בשנתיים האחרונות (0.69% במארס 2018 לעומת 0.67% באוקטובר 2016), והוא נמוך ביחס לממוצע ההיסטורי ארוך הטווח.

2.3.5 עלייה בפשיטות הרגל ובצווי הכינוס (יחידים)

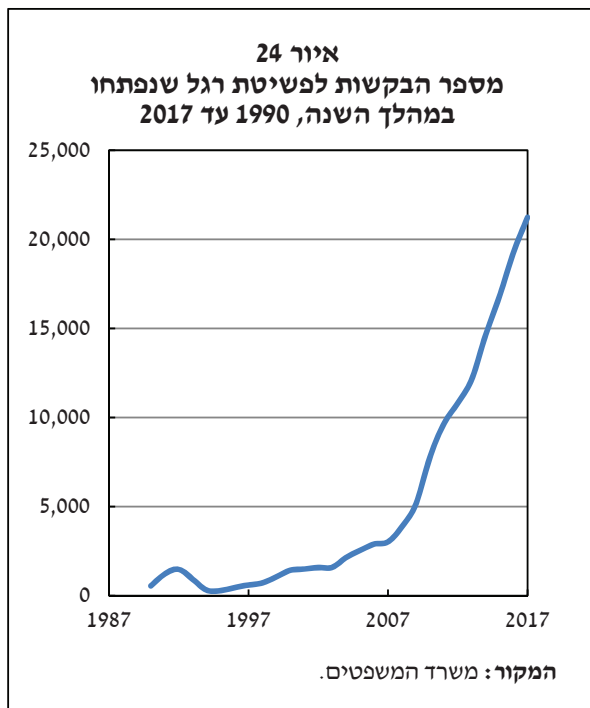
בשנים האחרונות בולטת הרעה בכמה פרמטרים הנוגעים להחזר החובות של יחידים. עלו מספר הבקשות לפשיטות רגל, מספר הבקשות המוגשות לצו כינוס, מספר צווי הכינוס שניתנים, מספר צווי פשיטות הרגל שניתנים ומספר צווי ההפטר. בשנים 2012–2016 הוכפל מספר הבקשות להפטר, מספר הצווים שניתנו עלה פי ארבעה, ומספר התיקים הפעילים (לאחר צו כינוס) עלה פי שלושה. בהסתכלות על תקופה ארוכה יותר העלייה בחלק מהפרמטרים משמעותית אף יותר. כך, למשל, בין שנת 2008 לשנת 2016 מספר צווי הכינוס שניתנו הוכפל פי חמישה. עלה גם אחוז צווי ההפטר הניתנים מסך כלל התיקים הפתוחים. עיקר העלייה בצווי הכינוס בשנים 2013–2016 נובע מצווים שניתנו לבקשת חייב (בשונה מצווים הניתנים לבקשת נושה).

יש לציין כי העלייה ייחודית לפרמטרים של פשיטות רגל. (פשיטות רגל מוגדרות לגבי יחידים ולא לגבי חברות); אין רואים עלייה דומה במספר הבקשות שהוגשו לפירוק חברות, ולא במספר צווי הפירוק שניתנו. משנת 2013 עד 2016 עלה מספר צווי הפירוק שניתנו (בכ-20%), ומספריהם דומים לאלה של השנים שקדמו ל-2013.

חלק מעלייה זו אפשר לייחס לגידול האשראי הצרכני, אולם עניין זה טעון בדיקה מעמיקה יותר. הנתונים שברשותנו מתבססים על מספר תיקים בלבד, ולא מכילים מידע על הסכומים, על סוגי החייבים (יחידים או עסקים קטנים) ועוד, כך שהניתוח הוא

³⁴ הריבית הריאלית המשוקללת מחושבת בהנחת אינפלציה שנתית של 2%.

בשנים האחרונות בולטת הרעה במספר פרמטרים הנוגעים להחזר החובות של יחידים. זאת, ככל הנראה, עקב שינויים משפטיים בעשור האחרון.



חלקי בלבד ולא ניתן לקשור באופן מובהק בין ההתפתחויות הללו להתפתחויות בשיעור החובות הבעייתיים בבנקים (1.52% בדצמבר) ובשיעור ההוצאות בגין הפסדי אשראי (0.97%)³⁵.

ייתכן שחלק מהעלייה בפשיטות הרגל מוסבר בכמה שינויים מבניים משפטיים שהוכנסו בעשור האחרון – למשל הענקת פטור מאגרה בפתיחת תיק ופטור מתשלום פיקדון על ידי חייבים. נוסף על כך החל בספטמבר 2013 יישום רפורמה הנוגעת לבקשות חייב, שמטרתה הייתה לייעל את הליך פשיטת הרגל תוך מתן אפשרות לחייב להשתקם. עיקר הרפורמה היה תיחומו של הליך פשיטת הרגל בזמן – דיון בתוך 18 חודשים, תוכנית פירעון של כ-3 שנים וזמן הליכים כולל שלא יעלה על 4.5 שנים, אשר בסיומו יקבל החייב הפטר.

העלייה בנתוני פשיטות הרגל מעניינת במיוחד כעת, לאחר חקיקתו של חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018, שאושר בכנסת במארכ 2018. החוק כולל התייחסות הן ליחידים והן לתאגידים, ומשנה את סדר העדיפויות של נושים לא מובטחים. עם אישור החוק תקופת התשלומים בהליך פשיטת הרגל אמורה להימשך 3 שנים, ובסופה החייב יקבל הפטר כחלק מובנה מההליך. לחייבים חלשים במיוחד התקופה תהיה קצרה אף יותר. מטרתו המוצהרת של החוק היא להביא ככל האפשר לשיקומו הכלכלי של החייב (סעיף 1 (1) לחוק), ויש לעקוב אחר השפעותיו, לנוכח העלייה האמורה בהליכי פשיטת הרגל, בפרט באלה הנפתחים ביוזמת החייב.

2.4 הנזילות

2017: 2	2018: 1	השווקים הפיננסיים
		המגזר העסקי
		הבנקים

עוצמתם של סיכונים הנזילות נמוכה יחסית, ולא חל בהם שינוי.

הנזילות היא ערוץ שדרכו זעזועים חיצוניים ופנימיים יכולים להתפתח למשבר פיננסי. ככל שרמת הנזילות בשווקים גבוהה יותר כך יוכלו נכסים רבים יותר להחליף ידיים תוך איבוד ערך נמוך יותר. רמת הנזילות בבנקים ובמגזר העסקי קובעת אפוא את יכולת ההתמודדות שלהם בטווח הקצר מול זעזועים בתזרים המזומנים ובפעילות הכלכלית.

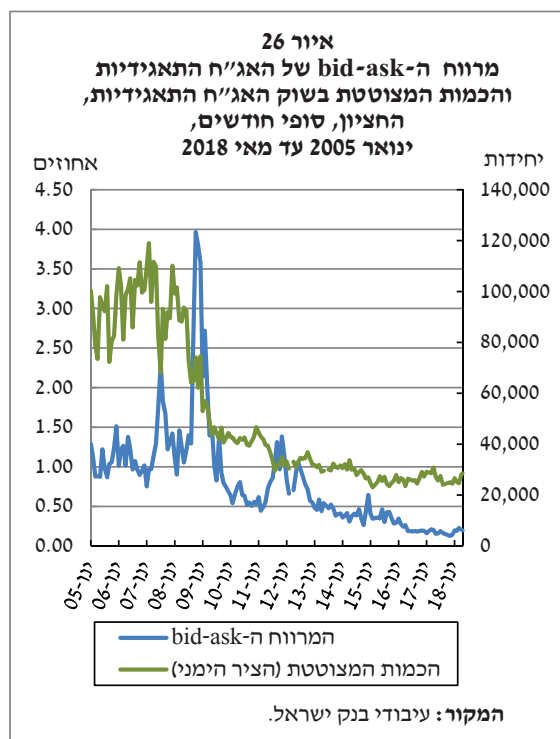
³⁵ בסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים לשנת 2017 (בעמוד 21) מציינים את הצמיחה המשמעותית באשראי לעסקים קטנים וזעירים ואת שינויי החקיקה בתחום פשיטות הרגל כגורמי רקע לעליית הוצאותיהם של הבנקים על הפסדי אשראי.

2.4.1 הנזילות בשווקים

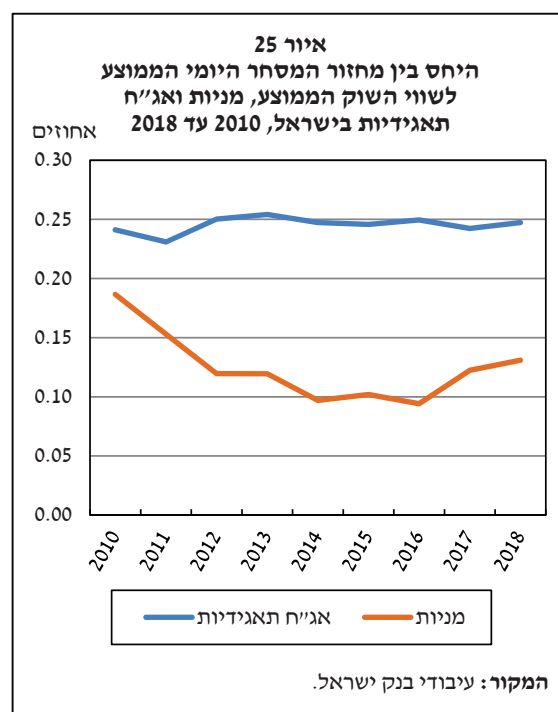
מחזורי המסחר באג"ח תאגידיות ובמניות המשיכו לעלות גם במחצית הראשונה של 2018, והממוצע היומי עומד כיום על 903 מיליון ש"ח באג"ח תאגידיות ו-960 מיליון ש"ח במניות. אולם הנזילות של שווקים אלה לא נמדדת במחזורי המסחר בלבד, אלא גם במדדים נוספים, כדוגמת שיעורם של מחזורים אלה בסך שווי השוק של הנכסים באותם שווקים (איור 25). מדד זה מראה כי בעוד בשוק האג"ח נשמרה רמת הנזילות קבועה מ-2010, בשוק המניות חל שיפור מאז 2016. לאחר מספר שנים של ירידה בנזילות.

מדדים נוספים לנזילות בשוק האג"ח התאגידיות, המתבססים על נתונים תוך-יומיים (ובפרט על מרווח ה-bid-ask, שיעור, איור 26) מעידים גם הם, רובם ככולם, על עלייה מתמשכת של הנזילות בשוק זה בשנים האחרונות, למרות ירידה קלה בחודשים האחרונים³⁶. עם זאת יש לשים לב לכמות המצוטטת, המבטאת את עומק השוק, כלומר את היכולת למכור כמות גדולה בזמן נתון בלי להשפיע באופן חד על המחיר (איור 26): זו הייתה ברמה גבוהה יחסית לפני המשבר של 2008, אך מאז ירדה מאוד, ורמתה – יחסית לתקופה שלפני המשבר – נמוכה. משמעות הדבר היא שאירוע משברי של מכירת כמות גדולה בשוק עלול לחולל ירידות מחירים חדות.

הירידות של מרווחי ה-bid-ask בשנים האחרונות מעידות על שיפור בנזילות, אך הכמות המצוטטת נמוכה יחסית לעבר.



הנזילות בשוק האג"ח התאגידיות (הנמדדת על ידי סך מחזור המסחר כשיעור מסך שווי השוק) נותרה קבועה, ואילו הנזילות בשוק המניות עלתה מעט בשנה האחרונה.



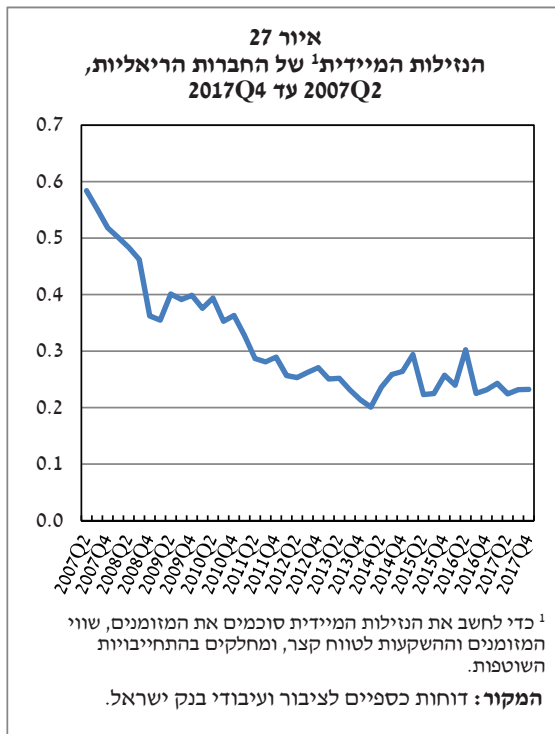
³⁶ ראו י' גמרסני, (2011). "מאפייני נזילות של שוקי האג"ח בישראל בתקופת משבר, 2008 עד 2010", סקר בנק ישראל 85.

2.4.2 הנזילות בשוק המט"ח

מחזורי המסחר מתחילת השנה עלו מעט בהשוואה למחזוריים בשנתיים האחרונות – לרמה ממוצעת של כ-1.7 מיליארד דולרים ביום – חלקם של הזרים במסחר דמה לרמתו בשנתיים האחרונות ועמד בממוצע על כ-32% (לעומת 31% בשנתיים הקודמות ו-35% ב-2015). חלקם של הזרים במסחר עלה מאוד במהלך חודש פברואר, עם הירידות בשווקים הפיננסיים, דבר המוסבר היטב בהנחה³⁷ שלפיה משקיעים זרים רגישים יותר מהמקומיים לתוצאותיהם של מודלים טכניים ואחרים ומזדרזים למכור את המטבע המקומי כשגוברת התנודתיות בשווקים הפיננסיים ויורדת הנכונות ליטול סיכון.

2.4.3 הנזילות בפירמות

הנזילות המיידית של החברות הציבוריות נותרה בעינה, ורמתה נמוכה יחסית לשנים הקודמות.



נזילות הפירמות העסקיות מבטאת את יכולתן לעמוד בהתחייבויותיהן בטווח הקצר. הנזילות נמדדת לפי מספר מדדים, בהם היחס השוטף (היחס בין סך הנכסים השוטפים לסך ההתחייבויות השוטפות), הנזילות המיידית (היחס בין המזומנים ושווי המזומנים וההשקעות לטווח קצר לסך ההתחייבויות השוטפות) ויחס תזרים המזומנים למכירות. היחס השוטף מעיד על שיפור במרבית הענפים, למעט ענפי חיפוישי הגז והנפט וענפי ההייטק (ביומד וטכנולוגיה), שבהם היחס ירד ביחס לממוצע של החמש השנים האחרונות וביחס לשנת 2016. הנזילות המיידית (איור 27) לא השתנתה ונותרה נמוכה ביחס לשנים קודמות³⁸. כנגד זאת עלה היחס בין תזרים המזומנים למכירות. ייתכן שהתפתחות זו מלמדת שהחברות הציבוריות משתמשות בהכנסותיהן להשקעה במלאי, ועל כן היחס השוטף עולה, ואילו הנזילות המיידית, שאינה כוללת מלאי, נותרה בעינה³⁹. אם כך ניתן לומר שנזילות הפירמות לא השתנתה במידה רבה, ויכולתן לייצר הכנסות גבוהות יחסית מקנה להן מרווח נשימה פיננסי.

2.4.4 הנזילות בבנקים

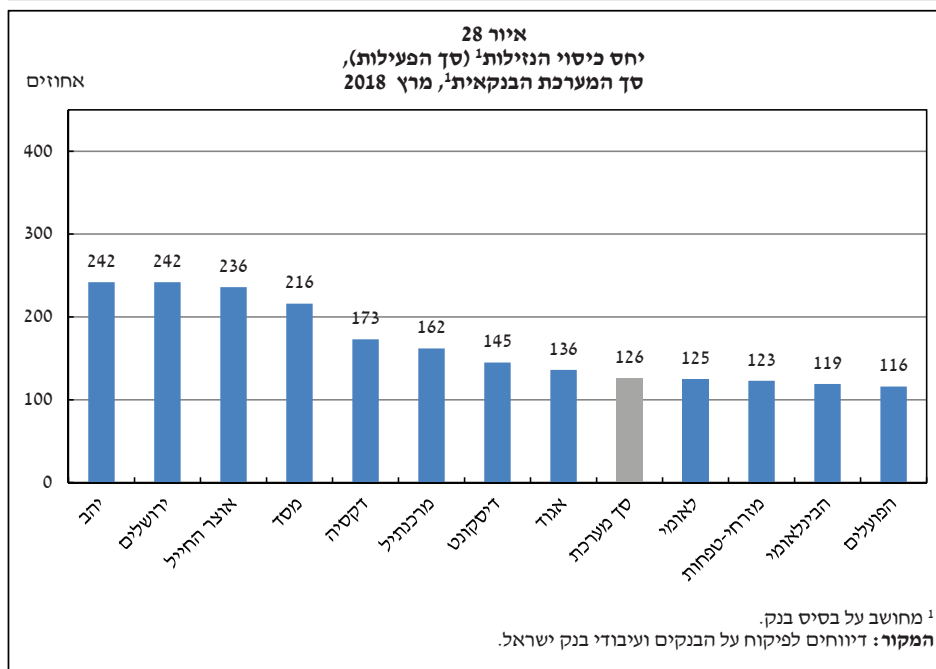
בשנים האחרונות השתפרה איכות הנזילות של הבנקים. ואולם, לאחר מספר שנים של עלייה מתמשכת בערכו של יחס כיסוי

³⁷ הנחה זו רווחת ונתמכת בקרב פעילי שוק ברחבי העולם.

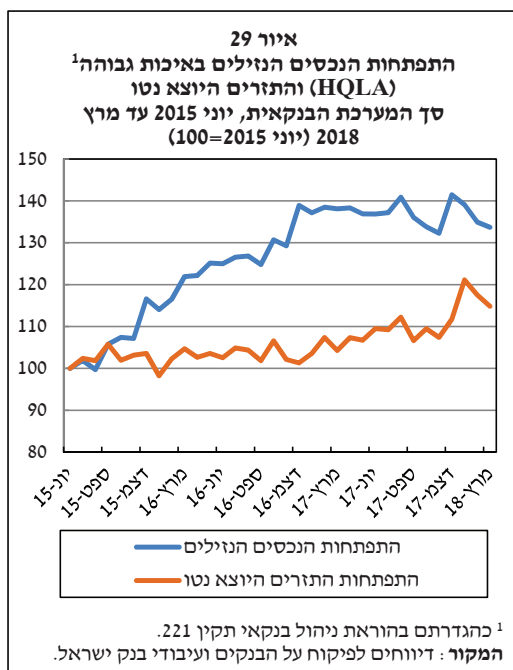
³⁸ זאת לאחר ירידה מתמדת מאז 2007 עקב העלייה בהתחייבויות השוטפות, ככל הנראה על רקע סביבת הריבית הנמוכה.

³⁹ חיזוק להשערה זו ניתן למצוא גם בעובדה שהיחס המהיר לא השתנה בשנת 2017: המונה של יחס זה דומה לזה של היחס השוטף למעט המלאי, ואם יחס זה לא השתנה, בדומה לנזילות המיידית, הרי שהכנסות החברות הופנו בחלקן להשקעה במלאי (וכתוצאה מכך המלאי גדל).

יחס כיסוי הנזילות הממוצע של הבנקים ירד, אך נותר מעל דרישת המינימום (100%).



יחס כיסוי הנזילות נשחק על אף היציבות בערכם של הנכסים הנזילים.



הנזילות (Liquidity Coverage Ratio, LCR)⁴⁰, הוא ירד מעט במהלך שנת 2017 ושומר על יציבות ברביע הראשון של שנת 2018. ערכו המצרפי של היחס (על בסיס בנק) עמד ברביע הראשון של השנה (איור 28) על כ-126%, בהשוואה לכ-127% בדצמבר 2017 ובהשוואה לערך השיא שנרשם בדצמבר 2016 (כ-138%), ולעומת ערך ממוצע גבוה יותר של כ-143% בבנקים מובילים במדינות האיחוד האירופי. ערכו של היחס עלה על 100% בכל אחד מהבנקים – דרישת המינימום של היישום המלא של הוראת הפיקוח, שנקבעה לינואר 2017. בחינת הרכב היחס מעלה כי השחיקה בערכו הושפעה השנה מהיציבות בערכם של הנכסים הנזילים (שחיקה בשלושת הרביעים הראשונים וצבירה ברביע האחרון) ומגידולו של התזרים היוצא נטו במחצית השנייה של השנה (איור 29).

⁴⁰ הממדד יחס כיסוי הנזילות פותח בידי ועדת באזל במטרה לקדם את עמידות פרופיל הנזילות של התאגידים הבנקאיים בטווח הקצר. היחס מראה מהי כמות הנכסים הנזילים האיכותיים שתאגידים צריכים להחזיק כדי לשרוד בתרחיש קיצון משמעותי שנמשך 30 ימים קלנדריים. יחס כיסוי הנזילות מורכב משני רכיבים: במונה – מלאי הנכסים הנזילים האיכותיים (Assets Liquid Quality High, HQLA). מלאי זה בנוי משתי רמות של נכסים: רמה 1 – נכסים איכותיים שהיקף החזקתם אינו מוגבל; ורמה 2 –

נכסים שהיקף החזקתם מוגבל ל-40% ממלאי הנכסים הנזילים האיכותיים. (רמה זו מחולקת לשתי רמות משנה: 2א ו-2ב; היקף החזקתם של נכסים ברמה האחרונה מוגבל ל-15%). במכנה – סך תזרים המזומנים היוצא נטו, דהיינו סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי בתרחיש הקיצון בניכוי סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי באותו תרחיש. את סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של קטגוריות או סוגים שונים של התחייבויות מאזניות וחוז-מאזניות בשיעורי משיכתן הצפויים (off run או down drawn). את סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של חייבים חוזיים (receivables contractual) בשיעורי קבלתן הצפויים בתרחיש, עד לרף מצטבר של 75% מסך תזרים המזומנים היוצא הצפוי.

2.5 הקישוריות

2017: 2	2018: 1	חשיפה בין מוסדות תיקים חופפים עסקות סינדיקציה

הקישוריות במערכת הפיננסית המקומית נותרה נמוכה. נמשכה הירידה בחבות נטו בגין הלוואות בין-בנקאיות. החשיפה של המערכת הבנקאית למוסדות פיננסיים המשיכה לרדת. כנגד זאת עלתה מעט החשיפה של הגופים המוסדיים למערכת הבנקאית, וכן גדלה החפיפה בין תיקי הלוואות של הבנקים.

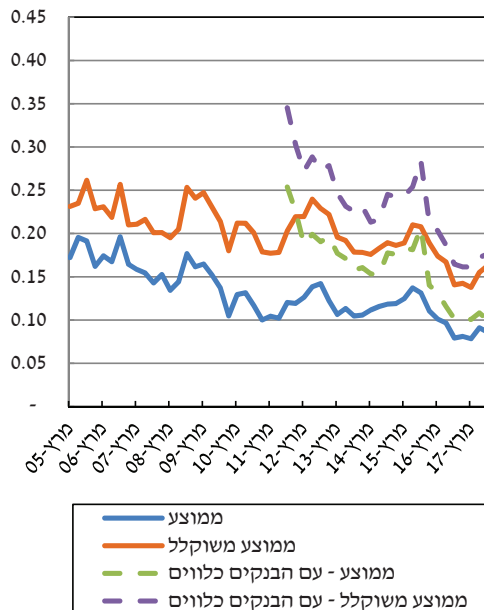
2.5.1 קישוריות במערכת הפיננסית

הקישוריות במערכת הפיננסית היא ערוץ מבני של חשיפה לסיכון המתקיים במידה בינונית גם במשק הישראלי.

קישוריות בין גופים פיננסיים שונים היא ערוץ שדרכו יכולים לעבור סיכונים, וזעזוע במוסד ספציפי יכול להפוך לזעזוע מערכתי. הקישוריות יכולה להיווצר באופן ישיר ובאופן עקיף. הערוץ הישיר כולל חשיפה ישירה של מוסדות זה לזה. חשיפה ראשונה מסוג זה נוצרה על ידי הלוואות בין-בנקאיות. ירידתה, שהחלה באמצע 2011, נמשכה, והיא עומדת (נכון לרבעון השני של 2017) על חבות נטו כוללת של פחות מ-11 מיליארד ש"ח. החשיפה הישירה של המערכת הבנקאית למוסדות פיננסיים דרך החזקת ניירות ערך שלהם ירדה גם היא ועומדת על 0.4% בלבד מסך תיק ניירות הערך שלהם. לעומת זאת עלתה מעט

נעצרה מגמת הירידה במקדם המתאם בין תיקי האשראי של הבנקים, והוא אף עלה מעט.

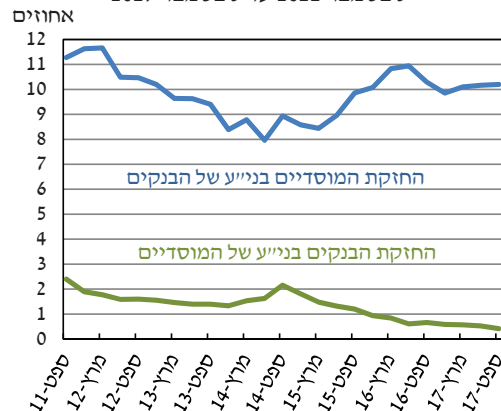
איור 31
מקדם המתאם הממוצע בכלל
המערכת הבנקאית, 2005 עד 2017



המקור: עיבודי בנק ישראל.

החשיפה הישירה של המערכת הבנקאית למוסדות פיננסיים דרך החזקת ניירות ערך שלהם ירדה, ואילו החשיפה של הגופים המוסדיים שאינם בנקים למערכת הבנקאית דרך החזקת ניירות הערך שלהם עלתה.

איור 30
החזקות המוסדיים¹ בניירות ערך של הבנקים בישראל
(שיעורן מסך החזקות המוסדיים) והחזקות הבנקים
בניירות ערך של המוסדיים (שיעורן מסך החזקות
בניירות ערך)
ספטמבר 2011 עד ספטמבר 2017



¹ חברות הביטוח, קרנות הפנסיה, קופות הגמל וקרנות ההשתלמות.
המקור: פרדיקטה, הפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

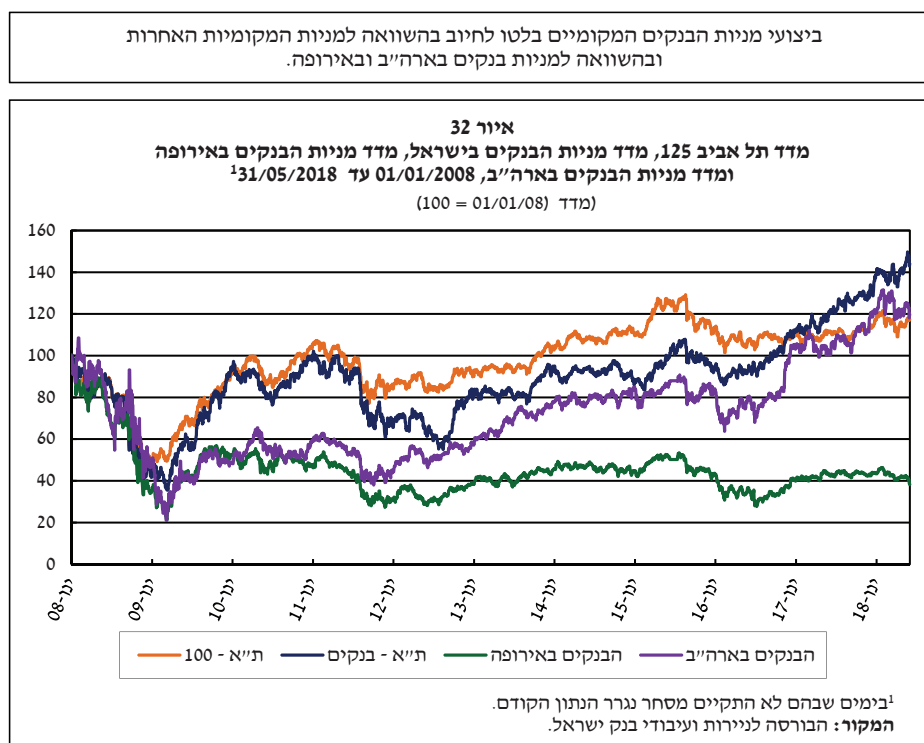
החשיפה של הגופים המוסדיים שאינם בנקים למערכת הבנקאית דרך החזקה בניירות הערך שלהם, וזו עומדת על 10.2% מסך נכסיהם (איור 30).

החשיפה העקיפה בין המוסדות הפיננסיים ממשיכה לעלות, וזאת בשל מעורבות הבנקים בעסקות סינדיקציה בשיתוף עם המוסדיים ומכירת תיקי הלוואות. המלאי של עסקות הסינדיקציה שעבורן הבנק נותן שירות עמד בסוף 2017 על 73.4 מיליארד ש"ח, ירידה קלה מהשנה הקודמת. במקביל עלתה יתרת סיכון האשראי שהבנקים מכרו, ועבורו הם נותנים שירות – מ-9.7 מיליארד ש"ח בסוף 2016 ל-12.3 מיליארד ש"ח בסוף 2017. ערוץ נוסף של חשיפה עקיפה הוא דרך לקוחות הלווים ביותר מבנק אחד, שכן בכך הם יוצרים מתאם בין תיקי הנכסים של הבנקים⁴¹. לאחר תקופה ארוכה של ירידה במתאם נעצרה מגמה זו, והוא נותר (נכון לרבעון השלישי של 2017) דומה לזה של סוף שנת 2016 (איור 31).

3. העמידות לפי מוסדות, מגזרים ותשתיות

3.1 המערכת הבנקאית

בשנת 2017 הוסיפה המערכת הבנקאית בישראל לשמור על חוסנה ולחזק את יציבותה תוך המשך מגמת ההתייעלות, שהחלה בה בשנים האחרונות, והטמעת טכנולוגיה בממשק עם לקוחות ובתוך הבנקים. זאת לצד התמודדות עם אתגרים מקומיים וגלובליים חדשים וישנים שניצבו בפניה, בהם התאמת המודל העסקי לעולם טכנולוגי ותחרותי יותר, היערכות להפרדת חברות כרטיסי האשראי מהבנקים, היערכות לפרויקטים רגולטוריים גדולים – הקמת מאגר נתוני אשראי, "בנקאות פתוחה" ועוד. חיזוק יציבותה של המערכת התבטא השנה בהמשך צבירת ההון ובשיפור הרכבו, בשמירה על רווחיות נאותה ובשמירה



41 המדד מחושב על פי השלבים הבאים: 1. עבור כל בנק בכל רבעון, חישוב מקדם המתאם בין תיקי האשראי שלו עם כל אחד מששת הבנקים האחרים; 2. חישוב מקדם מתאם ממוצע משוקלל לכל בנק, במשקלות נכסי הבנק השני. 3. חישוב מקדם מתאם לכל המערכת על ידי חישוב ממוצע משוקלל במשקלות נכסי הבנקים של מקדם המתאם הממוצע לכל בנק. באמצע 2011 נוספה חובה לדווח גם על היקף החשיפה בין הבנקים לבין עצמם, ולכן נוצר שבר בסדרה. על כן אנו מציגים את הסדרה שכוללת את הבנקים כלולים לצד סדרה שאינה כוללת אותם (סדרה ללא שבר).

על איכות טובה של תיק האשראי ועל הרמה הגבוהה של יחס כיסוי הנזילות. ביטוי נוסף לשיפור הוא עלייתו של מדד מניות הבנקים מתחילת 2017 ועד סוף מאי 2018 (29%), לצד עלייה מתונה יותר (כ-7%) של מדד ת"א 125 (איור 32). לצד זאת, הגידול המצטבר של היקף ההון העצמי בשנים האחרונות והשיפור ביחס הון הליבה מציבים בפני חלק מהבנקים אתגר – צורך בחלוקה נכונה ומאוזנת של השימוש בעודפי ההון הנצברים. במהלך התקופה הנסקרת הוסיפו הבנקים להרחיב את תיק האשראי, תוך שמירה על צמיחה מאוזנת בין המגזר העסקי למגזר משקי הבית (האשראי לדירור והאשראי שאינו לדירור). עם זאת, העלייה המתמשכת בחשיפה של הבנקים לענף הדירור (שהאשראי לו גדל ב-2017 בכ-4%) ולענף הבינוי והנדל"ן (בשנת 2017 – כ-10.5%), המתאמים בין סוגי אשראי אלה והנתח הגדול שלהם בסך תיק האשראי הבנקאי (45%) – כל אלה ממשיכים להוות מוקד סיכון מרכזי ללווים ולמערכת הבנקאית.

3.1.1 הסיכונים

בשנים האחרונות, עם השינויים בסביבה העסקית, התפתחו והתעצמו סיכונים נוספים למערכת הבנקאית, שמקורם בהתפתחות הטכנולוגיה, ברגולציה ובחקיקה המואצת בארץ ובעולם, בתמורות בבנקאות העולמית ובשינויים בהעדפות הצרכנים ובהתנהגותם. כך, נוסף על מגוון הסיכונים שהמערכת חשופה להם מזה שנים רבות – בהם **סיכון האשראי**, **סיכון השוק**, **סיכון הנזילות והסיכון התפעולי** – התעצם מגוון סיכונים נוספים. בשל המאפיינים הייחודיים לסיכונים אלה קשה לזהותם באופן מלא, ובפרט – לכמת ולהעריך את עוצמת ההשפעה של התממשותם. הסיכונים העולים בסביבה העסקית החדשה מציבים בפני הבנקים אתגר משמעותי ומצריכים התאמה של ניהול הסיכונים והכלים הן מצד הבנקים והן מצד קובעי המדיניות.

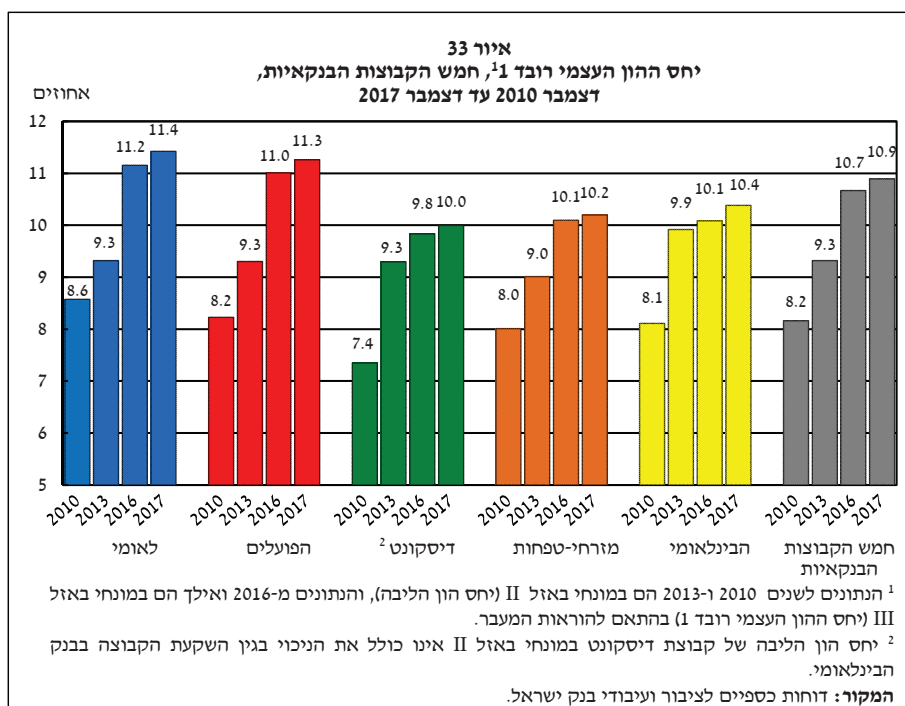
עם הסיכונים החדשים והמתעצמים נמנים: סיכון המודל עסקי, סיכון רגולטורי, סיכון טכנולוגי, סיכון התנהגותי (Conduct) וסיכון בפעילות חוצה גבולות. הפיקוח על הבנקים פועל לקידום ניהול מיטבי לשם מזעור הסיכונים השונים ובניית היכולות של הבנקים להתמודד עם הסיכונים אם יתממשו. הרחבה בעניין סיכונים אלה ראו בחלק "מוקדי הפגיעות העיקריים" (עמוד 54).

3.1.2 הלימות ההון והרווחיות

במהלך השנה המשיכו הבנקים לפעול להגדלת הונם. יחס ההון העצמי רובד 1 של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות עמד בדצמבר 2017 על 10.9%, לעומת 10.7% בדצמבר 2016 (איור 33). חמש הקבוצות הבנקאיות נמצאות מעבר לדרישות ההון הרגולטוריות (9% לבנקים הקטנים והבינוניים ו-10% לשני הבנקים הגדולים, ונוסף על כך, כולם, כרית הון בגין הלוואות לדירור). גידול ההון העצמי התבטא גם בשיפורו של יחס המינוף (6.7% לעומת 6.6% בדצמבר 2016), ורמתו נאותה ואף גבוהה בהשוואה בין-לאומית. ההגעה ליעדי ההון הרגולטוריים והמשך צבירת הרווחים מציבים בפני חלק מהבנקים אתגר: כיצד יש להשתמש בעודפי ההון שנצברו ומה החלוקה המאוזנת בין האפשרויות השונות.

הבנקים הציגו השנה רווחיות נאותה, בפרט על רקע סביבת הריבית הנמוכה במשק, והתשוואה להונם עמדה על כ-8.8% (לעומת כ-8.3% בשנת 2016 ובדומה לממוצע בשנים האחרונות). השיפור בתוצאות העסקיות של הבנקים התבטא בגידול ההכנסות מסעיפי הרווח המבניים ובהפחתת ההישענות על הכנסות חד-פעמיות, שאפיינו את השנים האחרונות, כגון גביית חובות עבר בהיקף רחב ומימוש נכסים בתיק ניירות הערך.

יחס ההון העצמי גדל במידה מסוימת. בחמש הבנקים הון זה גבוה מהנדרש (9% לקטנים ובינוניים ו-10% לגדולים, ונוסף על כך, בכולם, כרית הון בגין הלוואות לדירור).

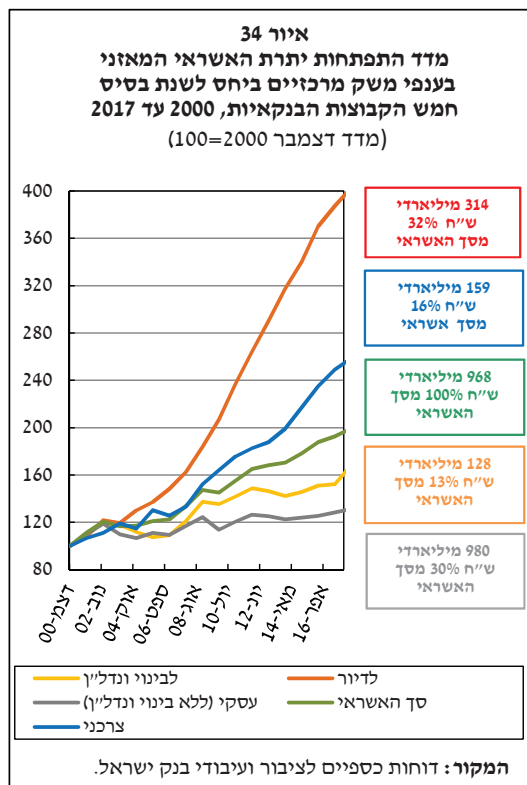


החשיפה של הבנקים לאשראי לדירור ולענף הבינוני והנדל"ן גדלה.

3.1.3 סיכון האשראי

יתרת האשראי המאזני של חמש הקבוצות הבנקאיות התרחבה בשנת-2017 ב-3.2% והסתכמה בסופה ב-968 מיליארדי ש"ח. מרבית גידולו של תיק האשראי הבנקאי השנה נבעה מעלייה באשראי שננתו הבנקים הבינוניים, מה שהביא לגידול נתח השוק שלהם על חשבון זה של שני הבנקים הגדולים.

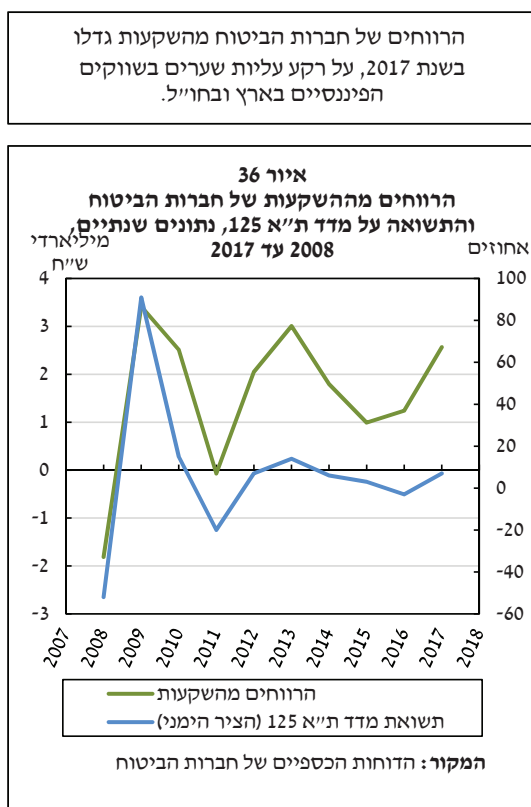
חשיפתם של הבנקים לענפי הבינוני והנדל"ן והדירור ממשיכה להוות מוקד סיכון מרכזי (איור 34). סיכון האשראי אמנם נותר בשנת 2017 ברמה נמוכה, אך עלה מעט בהשוואה לשנת 2016. מדדי איכות האשראי ממשיכים להציג איכות תיק טובה, אך בהשוואה לשנה הקודמת ניכרת עלייה מסוימת בסיכון של מגזרי העסקים הקטנים והזעירים, וכן של האשראי הצרכני בחלק מהבנקים. אשר לריכוזיות תיק האשראי – בעשור האחרון צמצמו הבנקים במידה משמעותית את חשיפתם ללווים גדולים, בפרט לקבוצות לוויים גדולות וממונפות, וכן שיפרו את ניהול הסיכונים. משקל האשראי של 100 הלוויים הגדולים בסך תיק האשראי הצטמצם משיעור של כ-17% בשנת 2007 לכ-10% בשנת 2017.



3.2 חברות הביטוח⁴²

- נכון לסוף שנת 2017, כל חברות הביטוח עומדות ביעדי הלימות ההון שנקבעו בהוראות המעבר בחוזר ליישום משטר כושר פירעון כלכלי המבוסס על דירקטיבת II Solvency, אולם רק חלק מהן עומדות ביעדי ההון הסופיים שנקבעו בדירקטיבה זו. סיכון השוק של החברות נותר ברמה בינונית-נמוכה, ומרבית ההשקעות בתיקי הנוסטרו שלהן מרוכזות בנכסים בעלי סיכון נמוך יחסית.
- הרווח הכולל המצרפי של חברות הביטוח עלה בתקופה הנסקרת בשיעור חד של כ-100% יחסית לנתון המקביל אשתקד. גידול הרווח הכולל נרשם על רקע גידול חד של הרווחים מהשקעות בשנת 2017 וכן על רקע רווחיות נמוכה יחסית בשנת 2016, עקב הפרשות שביצעו החברות במסגרת יישום מסקנות ועדת וינוגרד.
- על רקע הרווחים הגבוהים שרשמו החברות וכן על רקע גיוסי ההון שביצעו עלה היחס בין ההון המוכר החשבונאי להון הנדרש על פי תקנות ההון בשיעור ניכר – מ-149% בשנת 2016 ל-168% בשנת 2017.
- הרווח הכולל המצרפי של חברות הביטוח עלה בשנת 2017 בשיעור חד והגיע לכ-2.6 מיליארדי ש"ח, כפול מהנתון המקביל בשנת 2016. גידול הרווח הכולל השתקף בעלייה חדה של התשואה על ההון מ-6.4% בשנת 2016 ל-9.8% בשנת 2017 (איור 35).

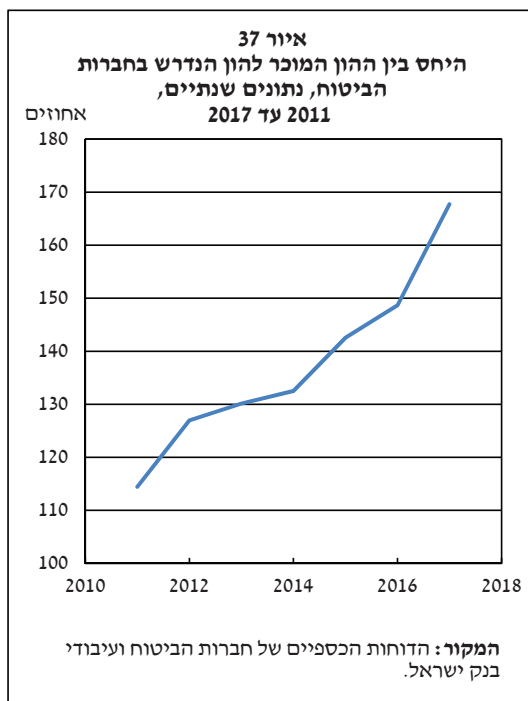
גידול הרווחיות נובע בעיקרו מעליות חדות של שערי המניות ושערי האג"ח בשוקי ההון בחו"ל ומעליות מתונות יותר בשוקי ההון בארץ (איור 36). עליות אלו הובילו לגידול חד מאוד, כ-91%, ברווחים מהשקעות בשנת 2017. העליות בשווקים תרמו גם לצמיחה של כ-30%⁴³ בהכנסות של חברות הביטוח מדמי ניהול. הרווח של חברות הביטוח מהשקעות הוא תנודתי, וגובהו



⁴² הנתונים והניתוחים בפרק מתייחסים לחמש חברות הביטוח הגדולות במשק, והם נכונים לדצמבר 2017, אלא אם כן נאמר אחרת.

⁴³ בגין ניהול הנכסים בפוליסות המשתתפות ברווחים, שהונפקו בין השנים 1991 ו-2003, חברת הביטוח זכאית לגבות דמי ניהול קבועים בשיעור המגיע עד 0.05% לחודש מהנכסים הצבורים, וכן דמי ניהול משתנים בשיעור שמגיע עד 15% מהתשואה הריאלית שהתקבלה לאחר ניכוי דמי הניהול הקבועים. במקרה של הפסד חברת הביטוח אינה זכאית לדמי הניהול המשתנים, וזאת עד לכיסוי ההפסד המצטבר.

היחס שבין ההון המוכר להון הנדרש של חברות הביטוח גדל בשנת 2017 על רקע גיוסי ההון של חברות הביטוח ורווחיהן הגבוהים בשנה זו.



תלוי במידה רבה בתנאי המקור-כלכלה. בחינת התוצאות של חברות הביטוח בפעילות החיתום מצביעה על שיפור מסוים, המשתקף בירידת היחס המשולב במגזר הביטוח הכללי מ-102% בשנת 2016 ל-99% בשנת 2017. עם זאת, חלק מהירידה של היחס המשולב⁴⁴ מוסברת בחריגה של גובהו בשנת 2016 מהממוצע ארוך הטווח, בעיקר עקב הפרשות חד-פעמיות שביצעו החברות על פי המלצות "ועדת וינוגרד".

לצד הרווחיות הגבוהה בפעילות ההשקעה הכירו החברות בשנת 2017 בהפרשות במגזר ביטוח החיים ובמגזר הביטוח הכללי, שנבעו מעלייה בערכן הנוכחי של ההתחייבויות עקב ירידת עקום הריבית בתקופה הנסקרת⁴⁵. הפסדים נוספים נוצרו עקב הפרשות שביצעו החברות על רקע המלצות "ועדת וינוגרד"⁴⁶.

יחס כושר הפירעון המצרפי של חברות הביטוח, המחושב כיחס שבין ההון הכולל להון הנדרש מהן, עלה בשיעור חד – מ-149% בשנת 2016 ל-168% בשנת 2017 (איור 37). הרקע לגידולו של יחס זה הוא גיוסי הון שביצעו חלק מהחברות כדי לעמוד ביעדי הלימות ההון שנקבעו בחוזר ליישום Solvency II⁴⁷ וכן הרווחים הגבוהים שנרשמו בתקופה הנסקרת. בחודש יוני 2017 הודיעה המפקחת על שוק ההון על הקלה בהגבלות לחלוקת דיבידנד על ידי חברות הביטוח, כך שיחס כושר הפירעון שחברת ביטוח נדרשת לשמור לאחר חלוקת דיבידנד ירד

מ-130% מההון הנדרש ל-100%. העלייה ביחס כושר הפירעון וההקלות במגבלות על חלוקת דיבידנד תורמות ליכולתן של חברות הביטוח לחלק דיבידנדים.

ביום 1 ביוני 2017 פרסמה הממונה על שוק ההון חוזר הכולל הוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברת ביטוח, המבוסס על דירקטיבת Solvency II. חוזר זה כולל הוראות מעבר לעניין יישום הוראות הדירקטיבה, שלפיהן על החברות להגדיל את היחס בין ההון המוכר להון הנדרש במהלך השנים הבאות בהדרגה ועל פי אבני דרך. החל מיום 31 בדצמבר 2024 תחויבנה החברות לעמוד ביחס הון מוכר להון הנדרש בגובה 100% לפחות. נכון לסוף שנת 2017, כלל חברות הביטוח עומדות בהוראות המעבר של חוזר סולבנסי אולם, רק חלק מהן עומדות ביעדים הסופיים של הדירקטיבה.

⁴⁴ היחס המשולב במגזר הביטוח הכללי מחושב כיחס שבין הסכום של התשלומים והשינוי בהתחייבויות בגין חוזי ביטוח וחוזי השקעה ברוטו ושל ההוצאות התפעוליות לבין סכום הפרמיות שהורווחו ברוטו. ההוצאות התפעוליות מוגדרות כסכום של סעיף העמלות, הוצאות השיווק והוצאות הרכישה האחרות והסעיף הוצאות הנהלה וכלליות בדוחות על הרווח של חברות הביטוח. נציין כי, היחס המשולב רלוונטי בעיקר לענפים בעלי זנב קצר, כלומר ענפים שבהם חלק ניכר מתביעות הביטוח מתבצעות בשנה שבה שולמו הפרמיות. אולם מגזר הביטוח הכללי כולל גם ענפים בעלי זנב ארוך, כלומר כאלה שבהם התביעות מתייחסות לשנים קודמות. בענפים אלו מדידת היעילות התפעולית על בסיס הפרמיות שהתקבלו בשנה הנוכחית באמצעות היחס המשולב פחות רלוונטית.

⁴⁵ דיון נרחב בנושא הגדלת ההתחייבויות הביטוחיות עקב ירידת עקום הריבית חסרת הסיכון מובא בדוח על היציבות הפיננסית מדצמבר 2015.

⁴⁶ "ועדת וינוגרד" המליצה על עדכון טבלאות תוחלת החיים ושיעור הריבית המשמשת להיוון גמלאות בגין פגיעה בעבודה על פי תקנות הביטוח הלאומי. הוועדה המליצה כי שיעור הריבית המשמשת להיוון הגמלאות יורד מ-3% ל-2%, וכי לוחות התמורה ושיעור ההיוון של הקצבאות יעודכנו אחת לארבע שנים. המוסד לביטוח לאומי יכול לתבוע מחברות הביטוח את התשלומים שהעביר לנפגעי תאונות העבודה, ולכן הגדלת תשלומים אלו בעקבות המלצות "ועדת וינוגרד" הובילה להגדלת ההתחייבויות של חברות הביטוח.

⁴⁷ דיון נרחב בנושא Solvency II מובא בדוח על היציבות הפיננסית מדצמבר 2015.

סיכון משמעותי בפעילותן של חברות הביטוח הוא סיכון השוק, ובייחוד הסיכון שאינו ניתן לפיזור באמצעות החזקות בתיק נכסים מגוון. התממשות של סיכון השוק עלולה להשפיע לרעה על ההכנסות מדמי הניהול שחברות הביטוח גובות בפוליסות המשתתפות ברווחים, וכן עלולה לפגוע ברווחים מהשקעות של חברות הביטוח. ניתוח שערכנו מעלה שכ-55% מההשקעות של חברות הביטוח בתיק הנוסטרו מרוכזות בנכסים בעלי סיכון נמוך יחסית – אג"ח ממשלתיות, פיקדונות ועו"ש.

חברות הביטוח חשופות בפעילותן לסיכון קטסטרופה, שהתממשותו תחייב להעביר תשלומים למבוטחים רבים בו-זמנית. מבטחי משנה בין-לאומיים, שעמם מתקשרות החברות, אמורים לשפות אותן בגין חלק מהחבויות שייווצרו בעתה של התרחשות סיכון קטסטרופה. ואולם החברות חשופות להתממשות של סיכון אשראי אצל מבטח המשנה, מצב שימנע ממנו לעמוד בהתחייבויותיו כלפיהן. בחינת החשיפה של חברות הביטוח בישראל למבטחי משנה מעלה כי מרביתה היא לכאלה שדירוגיהם גבוהים יחסית: 99% מסך החשיפה הם כלפי מבטחי משנה המדורגים A- ומעלה ו-63% – כלפי מבטחי משנה המדורגים AA- ומעלה.

ריכוזיות מבטחי המשנה המעמידים שירותי ביטוח לחברות המקומיות אינה זניחה: שני הגדולים שבהם מבטחים 28% מסך החשיפה של החברות המקומיות, ושלושת הגדולים מבטחים 38% מסך חשיפתן. עם זאת, דירוג האשראי של מבטחי המשנה הגדולים גבוה – AA- ומעלה.

הרבעון הראשון של 2018

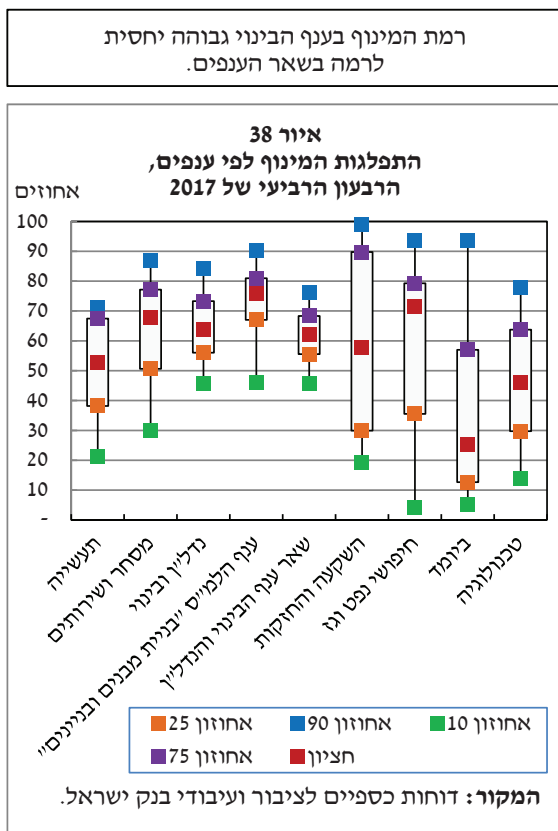
ברבעון הראשון של שנת 2018 עמד הרווח הכולל המצרפי של חמש חברות הביטוח הגדולות על 28 מיליוני ש"ח, לעומת רווח כולל מצרפי של 932 מיליוני ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. שני גורמים מרכזיים השפיעו על הרווח הכולל ברבעון הראשון של שנת 2018. האחד הוא ירידות שערים בשוקי ההון, שהובילו לירידה ברווחים מהשקעות וכן לירידה בהכנסות מדמי ניהול. הגורם השני הוא ירידה של עקום הריבית, אשר הובילה לגידול העתודות הביטוחיות של חברות הביטוח.

3.3 חוסנו של המגזר העסקי

התוצר העסקי צמח בשנת 2017 בשיעור של 3.5%, פחות מאשר בקודמתה (4.3%) ופחות מממוצע הצמיחה של חמש השנים האחרונות (3.8%). עם זאת, מדובר בהמשך המגמה בצמיחה של התוצר העסקי בשנים האחרונות.

היחסים הפיננסיים והאינדיקטורים השונים שנבחנו ברמה הענפית מעידים על יציבות פיננסית של החברות הציבוריות, ובהשוואה לשנת 2016 ולממוצע של חמש השנים האחרונות ניכר שיפור בחוסן הפיננסי ברוב הענפים (לוח 6). עם זאת יש לשים לב לענף הבינוי והנדל"ן, ובמיוחד לחברות הבנייה. חברות אלה מאופיינות בדרך כלל במינוף גבוה, וההתפתחות העיקרית בשנת 2017 – הרעה ביחס תזרים המזומנים להוצאות המימון, על רקע ההאטה בשוק הדיר – אמנם עדיין לא מערערת את יציבותן, אולם אם ההרעה תימשך תקופה ארוכה עלולה להיפגע יכולתן לשרת את חובותיהן.

הענפים הבולטים במינופם הגבוה, כפי שעולה מבחינת הממוצע המשוקלל של המינוף (לוח 6-א'), הם בינוי ונדל"ן, השקעה והחזקות ומסחר ושירותים (ממוצע מינוף של כ-80%). עם זאת, ניתוח יחס המינוף לפי התפלגות מעיד כי ההתפלגות רחבה יותר (איור 38) והסיכון במינוף אינו רוחבי בכל הענף למעט ענף הבינוי והנדל"ן, שבו רוב החברות, ובמיוחד חברות הבנייה, ממונפות



בשיעור גבוה יחסית. בין הרבעון הרביעי של שנת 2016 לרבעון הרביעי של שנת 2017 לא הייתה הרעה במרבית הענפים (למעט ענף הטכנולוגיה), ובענף הבנייה המינוף אף השתפר בכל ההתפלגות של יחס זה. אולם ייתכן שהשיפור הוא תוצאה של שינוי השיטה החשבונאית במסגרת יישום, לראשונה, של תקן החשבונאות הבין-לאומי החדש בדבר הכרה בהכנסה (IFRS 15). מהשוואה לנקודת זמן היסטורית יותר, סוף שנת 2010, אנו למדים כי רוב ענפי המשק במגזר העסקי הגדילו את מינופם (לוח 6-ב') – על רקע סביבת הריבית הנמוכה בשנים האחרונות – למעט הענפים השקעה והחזקות ובינוי ונדל"ן, שבהם המינוף ירד. ואולם בענפים אלו ייתכן שהירידה במינוף נובעת מהיבט חשבונאי נוסף, במיוחד בענף הבינוי והנדל"ן: אם מפרידים את הבנייה מענף זה ניכר כי עיקר השינוי במינוף חל בשאר ענף הנדל"ן – ככל הנראה עקב עליית הערך של נכסי הנדל"ן. חברות הנדל"ן המניב נדרשות לשערך את נכסי הנדל"ן להשקעה לשווי ההוגן על פי תקן חשבונאות בין-לאומי בעניין

לוח 6 א'

ממוצע משוקלל (לפי נכסים) של היחסים הפיננסיים בענפים נבחרים במשק

ענף הבורסה	היחס השוטף			יחס כיסוי הריבית			יחס תזרים המזומנים להוצאות המינוף		
	ממוצע 5 שנים	2016	2017	ממוצע 5 שנים	2016	2017	ממוצע 5 שנים	2016	2017
תעשייה	1.67	1.98	1.69	7.66	9.55	6.43	9.02	10.33	6.20
מסחר ושירותים	1.00	1.00	1.13	3.54	4.33	2.83	4.57	3.79	4.83
טכנולוגיה	1.80	1.75	1.66	4.73	4.90	5.88	5.65	5.59	7.67
שירותים פיננסיים	1.10	1.15	1.17	4.15	5.32	7.24	1.66	5.06	-2.02
ביומד	4.61	1.20	1.12	-12.73	-0.09	-16.97	-2.40	3.79	3.21
השקעה ואחזקות	1.19	1.10	1.38	2.70	3.06	3.79	3.59	4.41	0.74
חיפוי נפט וגז	1.61	2.16	1.22	3.79	3.66	5.50	4.17	4.76	4.29
בניית מבנים ובניינים	1.09	1.22	1.15	3.54	3.96	4.38	1.21	3.21	-0.05
שאר ענף הבינוי והנדל"ן	1.12	1.63	1.15	3.92	4.01	5.38	1.71	2.24	1.77

מקרא:

שיפור לעומת ממוצע חמש השנים האחרונות ולעומת 2016
שיפור לעומת ממוצע חמש השנים האחרונות, אך הרעה לעומת 2016
הרעה לעומת ממוצע חמש השנים האחרונות, אך שיפור לעומת 2016
הרעה לעומת ממוצע חמש השנים האחרונות ולעומת 2016

לוח 6 ב'

ממוצע משוקלל (לפי נכסים) של המינוף הפיננסי בענפים נבחרים במשק, 2010 ו-2017

ענף הבורסה	2010	2017
תעשייה	0.53	0.60
מסחר ושירותים	0.71	0.81
טכנולוגיה ¹	0.59	0.56
שירותים פיננסיים	0.92	0.92
ביומד ¹	0.28	0.68
השקעה ואחזקות	0.84	0.79
חיפוי נפט וגז	0.44	0.73
בניית מבנים ובניינים	0.81	0.77
שאר ענף הבינוי והנדל"ן	0.71	0.62

¹ לגבי הענפים טכנולוגיה וביומד נלקחו נתוני ההשוואה של המינוף הפיננסי לשנת 2012, משום שעד שנת 2011 סווגו חברות בענפים אלו תחת ענף התעשייה.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

נדל"ן להשקעה (IAS 40), ואילו בענף הבנייה התחולה של התקן לרוב אינה באה לידי ביטוי, משום שנכסי הנדל"ן מוצגים במאזן של חברות הבנייה כמלאי. חברות השקעה והחזקות נהנות גם הן מעליית הערך של נכסי הנדל"ן בחברות הנדל"ן שהן מחזיקות. מכאן ניתן להסיק שהירידה במינוף איננה נובעת מירידה בחוב של חברות הנדל"ן או של חברות ההשקעה וההחזקות, אלא בעיקר מעליית השווי של הנדל"ן בארץ בשנים אלו.

היחס השוטף, המחושב כיחס בין סך הנכסים השוטפים של החברה לסך ההתחייבויות השוטפות שלה, מעיד על חוסנו הפיננסי של התאגיד או הענף בטווח הקצר, כלומר על יכולתו לפרוע את התחייבויותיו השוטפות מתוך נכסיו השוטפים. מגמת שיפור ביחס זה מעידה על מצב טוב יותר של הענף, ולכן ניתן להסיק כי למעט ענפי ההיי-טק (ביומד וטכנולוגיה) וענף חיפוי הגז והנפט השתפרה היכולת של המגזר העסקי לכסות את התחייבויותיו השוטפות מתוך נכסיו השוטפים.

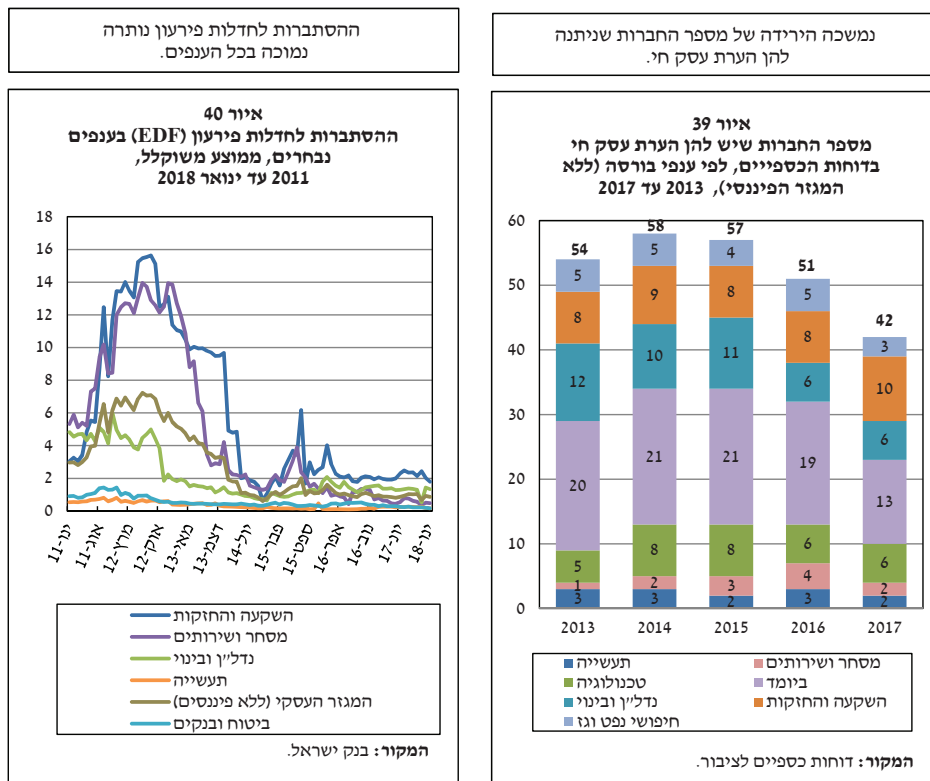
יחסי נזילות נוספים, כפי שהוצגו בחלק הנזילות (עמ' 32), מעידים על שיפור במספר מדדים, לצד שמירה על הרמה הקיימת באחרים, כך שבהיבט זה היה שיפור מסוים, ולפחות לא הייתה הרעה.

יחס כיסוי הריבית מחושב כיחס בין הרווח התפעולי של החברה בארבעת הרבעים האחרונים לבין הוצאות המימון נטו שלה באותה תקופה, ומעיד על כושר החזר של החברה או הענף: ככל שיחס זה גבוה יותר חוסנו הפיננסי של התאגיד או הענף טוב יותר. הנתונים בלוח 6-א' מראים שיפור ביחס כיסוי הריבית ב-2017 בכל הענפים, למעט ענפי התעשייה, המסחר והשירותים והביומד, הן לעומת 2016 והן לעומת הממוצע של חמש השנים האחרונות. עם זאת יש לציין כי שורת הרווח התפעולי אינה משקפת בהכרח את תקבולי ההכנסות על בסיס מזומן, והרווח אף רגיש לשינויים במדידה החשבונאית, כפי שבא לידי ביטוי ביישום תקן החשבונאות הבין-לאומי החדש בדבר הכרה בהכנסה, כפי שהוסבר לעיל.

אינדיקציה נוספת לאמידתו הפיננסית של תאגיד או ענף ניתן לקבל **מיחס תזרים המזומנים להוצאות המימון**, המחושב כיחס בין תזרים המזומנים נטו שהפיקה החברה מפעילותה השוטפת בארבעת הרבעים האחרונים לבין הוצאות המימון נטו שלה באותה תקופה. על פי קריטריון זה בולטת בשנת 2017 הרעה בענף הבנייה: היחס הממוצע שחושב לגביו ברמה הענפית הוא שלילי. בולט לרעה גם ענף השירותים הפיננסיים, אף על פי שאופיו אינו מעיד בהכרח על בעיה מסוימת, כפי שעולה מיחס כיסוי הריבית. בענף ההשקעה וההחזקות ניכרת הרעה מסוימת בהשוואה לשנת 2016 ולממוצע של חמש השנים האחרונות, אך זו משקפת בעיקר הרעה במצבה של חברה אחת. הרעה בענף התעשייה, שהשפיעה על יחס כיסוי הריבית בענף, באה לידי ביטוי גם ביחס תזרים המזומנים להוצאות מימון.

נתון נוסף שיכול להעיד על האיתנות הפיננסית של החברות הציבוריות הוא מספר החברות שלהן יש **הערת עסק חי** בדוחות הכספיים. בסוף שנת 2017 מספר החברות האלה היה 42, המשך ישיר למגמת ירידתו מאז שנת 2014 (איור 39). מבחינה זו בולט ענף ההייטק (ביומד וטכנולוגיה): כ-45% ממספר החברות שלהן הערת עסק חי בדוחותיהן הכספיים משתייכות לענף זה.

אמנם ניכר שמספר החברות הציבוריות שלהן הערת עסק חי בדוחות הכספיים הוא גבוה למדי – כ-9% מתוך סך החברות הציבוריות – אך מדובר בעיקר בחברות קטנות, ואם בוחנים את שיעורי הנכסים של החברות שלהן הערת עסק חי מתוך סך הנכסים בענף (לוח 7) למדים כי לרוב שיעורים אלה נמוכים מאוד. משמע שלמרות המספר הגבוה יחסית של חברות כאלה, הרי מבחינת גודלן מדובר בשיעור זניח, שאין בו כדי להשפיע על היציבות הפיננסית של המגזר העסקי. מסקנה זו מקבלת תמיכה גם מבדיקת ההסתברות לחדלות פירעון בחברות הציבוריות, כפי שמצביע אינדיקטור ה-EDF, אשר נותר ברמה נמוכה בכל הענפים (איור 40).



לוח 7: שיעור הנכסים של החברות שלהן הערת עסק חי מתוך סך הנכסים בענף, לפי ענפי הבורסה (ללא המגזר הפיננסי), אחוזים, 2013 עד 2017

השנה	תעשייה	מסחר ושירותים	טכנולוגיה	ביומד	נדל"ן ובינוי ¹	השקעה והחזקות ²	חיפוי נפט וגז
2013	0.63	0.42	0.16	4.17	1.19	0.15	0.44
2014	0.47	0.09	0.14	3.33	0.95	12.33	0.08
2015	0.22	0.11	0.13	2.40	4.70	10.43	0.05
2016	2.41	0.14	0.07	0.05	2.85	0.79	0.54
2017	1.13	0.14	0.14	0.08	2.98	1.25	0.51

¹ השיעור הגבוה החל משנת 2015 נובע בעיקר מחברת "אפריקה ישראל להשקעות בע"מ", שנכסיה מהווים כ-3% מסך הנכסים בענף.

² השיעור הגבוה בשנים 2014 ו-2015 נובע בעיקר מחברת "IDB חברה לפתוח בע"מ", שנכסיה מהווים כ-10% מסך הנכסים בענף. **המקור:** דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

לאחרונה קרסו בארץ כמה רשתות אופנה (חברות פרטיות), ועל פי בדיקה של CofaceBdi⁴⁸ 80 חברות אופנה נוספות נמצאות בסכנת קריסה. זאת בעיקר כתוצאה מהתמורות שחלו בשנים האחרונות בהרגלי הקנייה בהשפעת ההתפתחות הטכנולוגית, המאפשרת רכישות מקוונות. על כך מצביעה גם סקירה של Moody's על ענף הקמעונות⁴⁹. בדיקה של החברות הציבוריות בענף, הנוטלות כמיליארד ש"ח מהאשראי במשק, אשר כללה ניתוח של יחסים פיננסיים נבחרים (המינוף, הרווחיות וימי המלאי) על פני מספר שנים, אינה מלמדת על הרעה חריגה בפעילותן של חברות אלו בשנתיים האחרונות ועל פגיעה ביציבותן הפיננסית. עוד יצוין כי היקף האשראי הבנקאי (המאזני והחוץ-מאזני) של חברות בענף, ציבוריות ופרטיות, נמוך (כ-2.2 מיליארד ש"ח). לכן בשלב זה איננו מזהים סיכון מערכתי שעלול להיגרם בעטייה של הרעה בפעילותן של חברות בענף.

3.4 חוסנו של מגזר משקי הבית

נתוני המאזן של משקי הבית ל-2016 מראים כי רמת מינופם נמוכה.

כדי לבחון את היציבות הפיננסית של משקי הבית ולהעריך את הסיכונים המערכתיים הנשקפים מהם נהוג לבדוק את מאזן הנכסים וההתחייבויות שלהם (לוח 8). המאזן מציג את הנכסים הריאליים והפיננסיים שבאמצעותם משקי הבית מכסים את התחייבויותיהם, ובכך מאפשר לבחון את המינוף של מגזר זה. נתוני המאזן מראים כי רמת המינוף של משקי הבית נמוכה: יחס החוב לנכסים הפיננסיים הוא 0.18 (לעומת 0.2 בארה"ב ו-0.33 בגוש האירו), ויחס חוב המשכנתה לשווי הנדל"ן הוא 0.1 (לעומת 0.43 בארה"ב ו-0.17 בגוש האירו).

ניתוח הרכב הנכסים מראה ששווי הנדל"ן הוא מעל-50% משווי כלל הנכסים של משקי הבית, והרכיב השני בגודלו (אחרי הנדל"ן) הוא החיסכון הפנסיוני⁵⁰. שני סעיפים אלה מאופיינים בנזילות נמוכה, ויהיה קשה לממש אותם במקרה הצורך. אולם כאשר בודקים את היקף החוב ביחס לנכסים הנזילים (המוגדרים ככל הנכסים למעט הנדל"ן והחיסכון הפנסיוני) מגיעים ליחס 31%, נמוך מן היחס המקביל בשנת 2012, שעמד על 35%. יחד עם זאת יש לזכור כי מדובר בנתונים מצרפיים, שאינם נותנים ביטוי להתחלקות ההכנסות והנכסים בין משקי הבית, וכי המינוף של העשירונים הנמוכים כידוע גבוה מן הממוצע⁵¹.

⁴⁸ מתוך סקירה בנושא "משבר ענף האופנה", שהתפרסמה על-ידי CofaceBdi במארס 2018.

⁴⁹ מיום 17 במאי 2018.

⁵⁰ מוצג כ"עתודות ביטוח" במאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית.

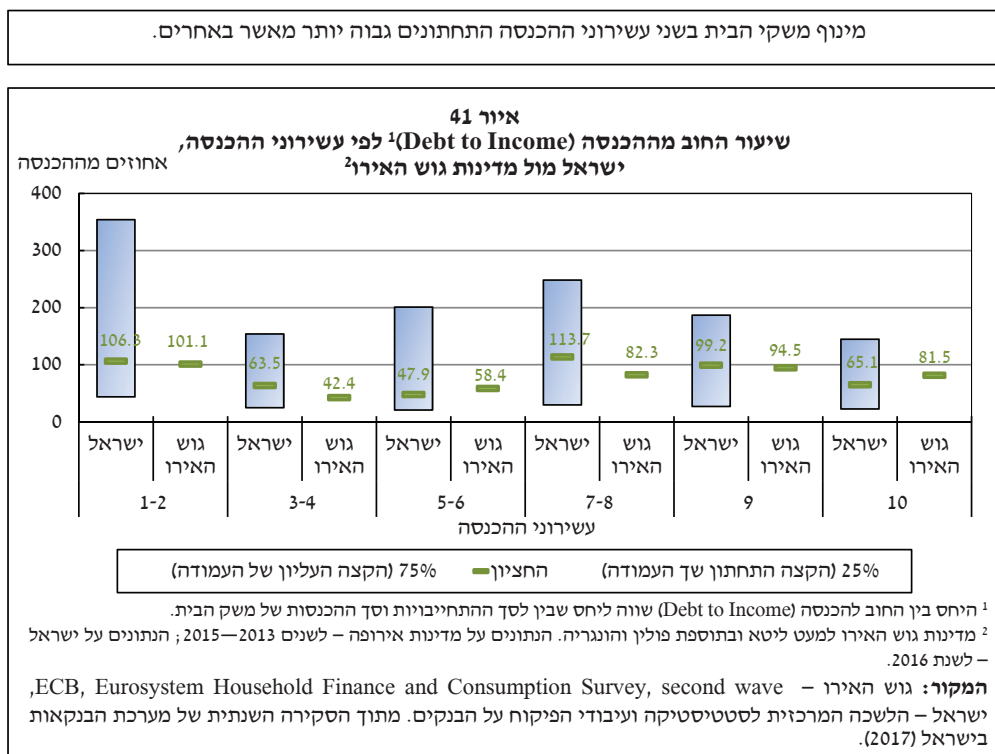
⁵¹ ראו דוח היציבות הפיננסית מדצמבר 2017.

לוח 8: מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית בישראל, 2016

הנכסים הריאליים	מיליארדי ש"ח	האחוז מסך הנכסים	ההתחייבויות והשווי נטו של משקי הבית	מיליארדי ש"ח	האחוז מסך הנכסים	ההתחייבויות וההון העצמי
נדל"ן	3,311	53.04	משכנתאות	318	5.10	
כלי רכב	112	1.79	אשראי צרכני	186	2.97	
סך הנכסים הריאליים	3,423	54.83	סך ההתחייבויות	504	8.07	
הנכסים הפיננסיים						
מזומנים ופיקדונות	593	9.49				
ניירות ערך למעט מניות	255	4.08				
מניות	315	5.04				
קרנות נאמנות	191	3.06				
עתודות ביטוח ¹	1,317	21.10				
חייבים/ זכאים שונים	149	2.39				
סך הנכסים הפיננסיים	2,820	45.17	ההון העצמי	5,739	91.93	
סך הנכסים	6,243	100.00	ההתחייבויות וההון העצמי	6,243	100.00	

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

בהשוואה בין-לאומית של בעלי החוב לפי רמת ההכנסה נמצא⁵² (איור 41) כי שיעור בעלי ההלוואות בקרב בעלי ההכנסות הנמוכות גבוה מאשר באירופה, בעוד ששיעור בעלי ההכנסות הגבוהות דומה לשיעורם באירופה. כך, למשל, שיעור החוב הממוצע בידי ארבעת עשירי ההכנסה התחתונים בישראל הוא 12%, לעומת 5% באירופה. מהניתוח עולה כי שיעור משקי



⁵² ראו תיבה "השתתפות משקי הבית בשוק ההלוואות ופגיעותם הפיננסית" בעמוד 43 בסקירת הפיקוח על הבנקים 2017. הניתוח מתבסס על נתוני מודל פיננסי המשמש בסקר ארוך טווח של הלמ"ס.

הבית הפגיעים פיננסית בישראל דומה לשיעורם באירופה, ושיעור משקי הבית בעלי החוב המזוהים לפי מדד "חוב להכנסה" כפגיעים הוא 11% בישראל ו-16% באירופה⁵³. שונות המינוף בעשירון התחתון בישראל גבוהה במיוחד. המסקנה הכוללת של הניתוח היא שההשפעה הצפויה של כשל במשקי בית על הפסדי האשראי הפוטנציאליים של המערכת הבנקאית מוגבלת, אך כשל כזה עלול לפגוע במשקי הבית עצמם.

3.5 מערך התשלומים והסליקה

3.5.1 רקע

בישראל פועלות כמה מערכות תשלומים וסליקה: (א) מערכת זה"ב (זיכויים והעברות בזמן אמת, מערכת מסוג RTGS), המופעלת בידי בנק ישראל. מערכת זו משמשת סולקת סופית ויחידה לכל מערכות התשלומים והסליקה בישראל. (ב) מסלקת הנייר (מסלקת הצ'קים), המופעלת גם היא בידי בנק ישראל. מסלקה זו מטפלת בצ'קים, בממסרי סליקה ידניים ובשוברי גבייה. (ג) מערכת "זיכויים, חיובים והעברות תשלומים", המופעלת בידי מס"ב (מרכז סליקה בנקאי). זוהי מערכת אלקטרונית שמעבירה תנועות בין-בנקאיות בשקלים – הרשאות לחיוב חשבון, תשלומי משכורות, תשלומי מסים ועוד. (ד) מערכת "שירותים בכרטיסי חיוב", המופעלת בידי חברת שב"א (שירותי בנק אוטומטיים). מערכת זו מטפלת באישור, איסוף ועיבוד של העסקאות המתבצעות בכרטיסי חיוב בישראל. (ה) מערכת "מכשירי בנק אוטומטיים", המופעלת אף היא בידי חברת שב"א. מערכת זו עוסקת במיתוג הרשתות של מכשירי הבנק האוטומטיים למשיכת מזומנים. (ו) מסלקות הבורסה (מסלקת ניירות הערך ומסלקת המעו"ף). אלה סולקות את תוצאות המסחר בבורסה. ו-ז) המסלקה הבין-לאומית לעסקות המרה (CLS). מערכת זו מספקת שירות סליקה רב-מטבעי במנגנון המבטיח תשלום במטבע אחד כנגד תשלום במטבע אחר. השקל הצטרף אליה בשנת 2008, וכיום היא סולקת 18 מטבעות.

3.5.2 מערכת זה"ב

מערכת זה"ב (זיכויים והעברות בזמן אמת, מערכת מסוג RTGS), המופעלת בידי בנק ישראל, משמשת סולקת סופית ויחידה לכל מערכות התשלומים והסליקה בישראל. לזה"ב נודעת חשיבות מערכתית במשק הישראלי, ולכן חיוני להבטיח את יציבותה באמצעות ניטור הסיכונים הטמונים בה – סיכונים הנזילות, סיכונים האשראי, והסיכונים המשפטיים, המערכתיים והתפעוליים. בנק ישראל מעריך את יציבותה באמצעות מדדים שונים, ביניהם יתרות הנזילות במערכת, זמינותה וריכוזיותה.

יתרות הנזילות בזה"ב⁵⁴ משקפות מצב שבו קיים עודף נזילות בחשבון העו"ש ובקו האשראי שבנק ישראל מעמיד לרשות המשתתפים כנגד ביטחונות. עודף זה מאפשר למשתתפים להעביר תשלומים בלא תלות בזיכויים שיועברו לחשבונם, ולכן יתרות נזילות גבוהות מפחיתות את סיכון הנזילות במערכת. יתרות הנזילות בזה"ב גבוהות ומתאפיינות במגמת עלייה (איור 42). מגמה זו החלה באמצע 2008, עם המעבר מהלוואות מוניטריות לפקדונות מוניטריים.

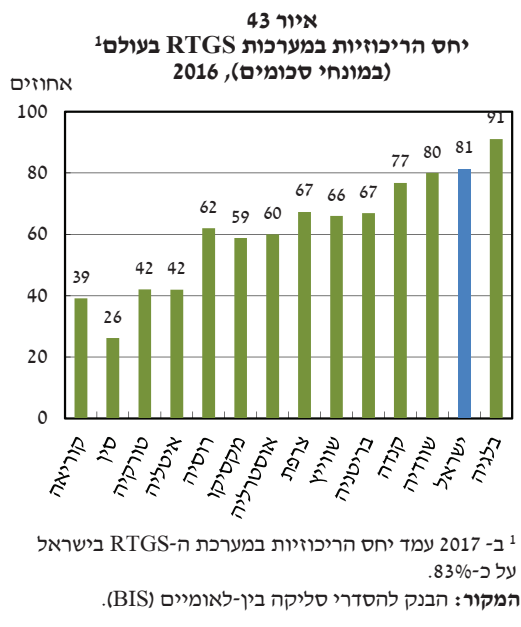
זמינותה של מערכת זה"ב⁵⁵ גבוהה מאז תחילת פעילותה. רמה גבוהה זו מעידה בין היתר על יציבות המערכת ועל יכולתה להבטיח המשכיות עסקית. זמינות המערכת עמדה ב-2017 על 99.9%, בדומה לרמתה ב-2016 ולרמותיה במדינות מפותחות אחרות בעולם.

⁵³ עבור רף של 400%. יש להדגיש כי רף זה לפגיעות גבוה יותר מהרף שנקבע עבור ישראל (העומד על 350%), ולכן ניתן היה לצפות ששיעור משקי הבית שהוא יזהה כפגיעים יהיה נמוך יותר. עם זאת מתקבלת תמונה הפוכה, הרומזת שהמצב בישראל טוב יותר מאשר באירופה.

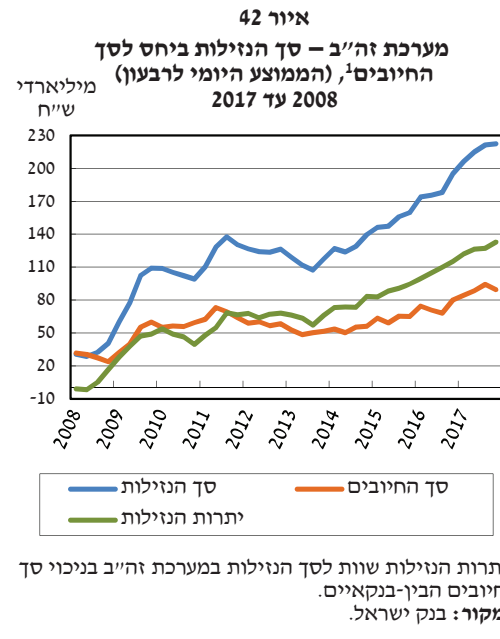
⁵⁴ את יתרת הנזילות – סך הנזילות במערכת זה"ב בניכוי סך החיובים הבין-בנקאיים – מחשבים על פי ממוצעים יומיים.

⁵⁵ כדי לאמוד את רמת הזמינות נוטלים את מספר השעות שהמערכת הייתה זמינה בהן בשנה הנסקרת ומחלקים בסך שעות פעילותה באותה שנה.

מערכת ה-RTGS בישראל מתאפיינת בריכוזיות גבוהה יחסית למערכות בעולם.



במערכת זה"ב יש יתרונות נזילות גבוהות, והן מציגות מגמת עלייה.



רמת הריכוזיות של המשתתפים בזה"ב משקפת את היקפי הפעילות הבין-בנקאית של חמשת המשתתפים הפעילים ביותר, ועם עלייתה עולה הסיכון המערכתי. יחס הריכוזיות הכספי במערכת זה"ב עמד בשנת 2017 על 83.1% – גידול של 2.1% לעומת השנה הקודמת⁵⁶. רמת הריכוזיות בישראל גבוהה יחסית לרמה בעולם (איור 43).

4. תרחישי הסיכון הכלכליים ומוקדי הפגיעות העיקריים

תרחישי הסיכון המוצגים בדוח נבחרו על סמך הסיכוי להתממשותם והנזק שהם עלולים לגרום למשק הישראלי בהתחשב במאפייניו הייחודיים ובהיותו משק קטן ופתוח. במחצית הנסקרת אנו מסמנים ארבעה תרחישי סיכון דומים לאלו שזיהינו בדוח היציבות למחצית השנייה של 2017, תוך שינויים בהסתברות להתממשותם. ארבעת תרחישי הסיכון המודגשים בדוח זה הם: (1) הסיכון הנשקף מהרעה בתנאים הפיננסיים, כחלק מתהליך הנסיגה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם; (2) הסיכון הגלום בהיפוך חד של המגמה בשווקים הפיננסיים העולמיים; (3) הסיכון הנשקף מהיפוך המגמה בפעילות הריאלית כתוצאה מזעזוע מחו"ל או מזעזוע גיאופוליטי; ו-4) הסיכון הגלום בירידה חדה ומהירה של מחירי הדיוור.

מוקדי הפגיעות הבולטים המוצגים בדוח נבחרו על סמך גודלם ובהתאם להיקף ערוצי התמסורת החשופים להם. ארבעת מוקדי הפגיעות שאנו מזהים במשק הישראלי הם: (1) שוק הדיוור; (2) שוקי הנכסים; (3) החוב של משקי הבית; ו-4) הסביבה שבה פועלת המערכת הבנקאית.

לוח 3 (בתחילת הדוח) מסכם את הערכותינו לגבי הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית, מוקדי הפגיעות העיקריים ותרחישי הסיכון המאיימים על המערכת הפיננסית. במחצית הראשונה לא חלו שינויים בחשיפה המשתקפת בערוצי התמסורת למערכת הפיננסית בהשוואה למחצית הקודמת, ובתוך כך לא השתנתה הפגיעות גם במוקדי הפגיעות העיקריים שזיהינו. עם זאת, בשלושה מתוך ארבעת תרחישי הסיכון עלתה ההסתברות להתממשותם.

⁵⁶ * בשנים 2015 ו-2016 הוכנס ביחס הריכוזיות תיקון סטטיסטי, עד מיזוגים בין בנקים בשנים אלו.

4.1 תרחישי הסיכון הכלכליים העיקריים

בחלק זה אנו מציגים את תרחישי הסיכון הכלכליים העיקריים (scenarios risk) שיכולים, להערכתנו, להשפיע לרעה על המערכת הפיננסית בישראל. בחירת תרחישי הסיכון והערכת השינוי בהסתברויות להתרחשותם מבוססת על: (א) הערכה סובייקטיבית של האגף ליציבות פיננסית בבנק ישראל על סמך ההתפתחויות הכלכליות, גורמי היסוד במשק, תנאי הרקע הכלכליים שבהם פועלת המערכת הפיננסית ועוצמת הפגיעות במקרה של התרחשות הסיכונים; (ב) תחזיות להתפתחויות בטווחים הקצר והבינוני; (ג) סקירות ודוחות של גופים בין-לאומיים כדוגמת קרן המטבע.

כפי שיוצג בהמשך, ההערכות הן שההסתברות להתממשות שלושה מתוך ארבעת תרחישי הסיכון עלתה. יחד עם זאת, כל אחד מהתרחישים הללו הוא הקיצוני בקשת רחבה של תרחישים מסוכנים הרבה פחות, מאותה קטגוריה. ההסתברויות להתממשות כל אחד משלושת תרחישי הקיצון אמנם עלו, אך ההערכה היא שהן אינן גבוהות. המסקנות העולות מהניתוח בדוח זה הן שעמידות המערכת הפיננסית גבוהה יחסית וממשיכה להשתפר. להערכתנו – בממוצע, ההסתברות לפגיעה משמעותית ביציבות המערכת הפיננסית נמוכה.

4.1.1 הרעה בתנאים הפיננסיים כחלק מתהליך הנסיגה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה⁵⁷

הסיכון העיקרי לכלכלה העולמית וליציבות הפיננסית העולמית מוסיף להיות הרעה משמעותית בתנאים הפיננסיים בעולם. בדוח היציבות הפיננסית האחרון שלה העריכה קרן המטבע שהסיכונים ליציבות הפיננסית העולמית בטווח קצר עלו מעט. הכותרת שהקרה בחרה לדוח הייתה – Bumpy Road Ahead ("מהמורות בדרך"), ואכן תהליך החזרה לנורמליזציה במדיניות המוניטרית, שהחל בארה"ב וצפוי להתפשט בהמשך השנה למדינות נוספות, עלול להיות מורכב ומלא מהמורות וסיכונים. להערכת קרן המטבע וחברות דירוג אשראי, שנים ארוכות של מדיניות מוניטרית מרחיבה ביותר ותנאים פיננסיים מקלים במיוחד הביאו לנטילת סיכונים ולעלייה גדולה ברמת המינוף של החברות הלא פיננסיות, בעיקר של אלו החלשות יחסית, חברות שהוסיפו להתקיים בזכות העלויות האפסיות של שירות החוב שלהן. המעבר של הבנקים המרכזיים החשובים, מהרחבות מוניטריות בהיקפים עצומים למדיניות מוניטרית מצמצמת יותר טומן בחובו סיכונים רבים, והעובדה שהצמיחה העולמית עדיין נשענת גם על המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד רק מגבירה סיכונים אלו. קרן המטבע אמנם ציינה שהעלאות הריבית בארה"ב מאז סוף 2015 לא הביאו עד כה להידוק התנאים הפיננסיים ושיבחה את התהליך האיטי והמבוקר המלווה בהכנת השווקים לכל צעד שה-Fed נוקט, אך הוסיפה שבדומה לתהליך ההרחבה המוניטרית, שעיקר השפעתו היה בתחילתו, לפני שנוצרו עודפי הנזילות הגדולים, ייתכן שהצמצום המוניטרי ישפיע יותר רק בהמשך הדרך, לאחר שיצטמצמו עודפי הנזילות. עוד ניתן לציין, שארה"ב נהנתה מהמשך ההרחבות המוניטריות הניכרות, הלא שגרתיות, של הבנקים המרכזיים הגדולים האחרים, כך שהנזילות בשווקים הגלובליים הוסיפה לגדול (QE גלובלי) כל אותה העת. מצב זה צפוי להשתנות בסוף 2018 – אז יפסיק ה-ECB לרכוש אג"ח, כפי שהודיע הנגיד האירופי במסיבת העיתונאים שלאחר החלטת הריבית לחודש יוני. במצב זה תהפוך הפעילות המצרפית של הבנקים המרכזיים למצמצמת, והתנאים הפיננסיים יורעו. עליית מהירה באינפלציה עלולה להאיץ תהליך זה.

ההערכה⁵⁷ היא כי ההסתברות להתממשותו של סיכון זה עלתה.

⁵⁷ מבוסס בעיקר על דוח היציבות של קרן המטבע הבין-לאומית - 2018 April GFSR, דוחות בין-לאומיים של חברות דירוג אשראי ובתי השקעות זרים.

4.1.2 היפוך חד של המגמה בשווקים הפיננסיים העולמיים⁵⁷ וכתוצאה מכך גם בשווקים הפיננסיים המקומיים

תרחיש סיכון נוסף, שאינו בלתי תלוי בתרחיש שהוצג לעיל, הוא ירידות חדות בשווקים הפיננסיים. עליית ריביות הבנקים המרכזיים, שתלויה בהתרחבות המרווחים (כפי שקורה בדרך כלל בשלבים מאוחרים במחזור הפיננסי), צפויה לייקר את עלות שירות החוב של חברות חלשות ושל משקים מתעוררים חלשים, והדבר עלול להביא לעלייה בשיעור פשיטות הרגל ולדינמיקה שלילית בשווקים הפיננסיים, שנהנו משנים רבות של עליות מחירים. ואולם ירידות חדות בשווקים יכולות לנבוע גם מסיבות נוספות, ובאופן כללי ניתן לומר שהשינוי המרכזי בשווקים מאז דוח היציבות הקודם הוא שהרגיעה אשר ראינו בשווקים הפיננסיים בשנתיים האחרונות, כולל עליות כמעט מונוטוניות בשעריהם של נכסי סיכון ותנודתיות אפסית, נגמרה, ועכשיו השווקים מתחילים להגיב לסיכונים.

קרן המטבע ציינה מספר גורמים נוספים המעלים את הסיכון – התמחורים הגבוהים לנכסים והתמחור הנמוך מדי לסיכון, העובדה שהמחזור הפיננסי והמחזור הכלכלי נמצאים כבר בשלב מאוחר מאוד, העלייה הניכרת בשיעור מכשירי ההשקעה הפסיביים (ETF) ובאלגו-טריידנג ואסטרטגיות הנוטות להעצים מגמות בכלל המסחר. ועל כל אלה ניתן להוסיף גם את גידול שיעור של החברות החלשות בקרב הלווים. כך למשל בארה"ב שיעור החברות המדורגות בדירוג B ומטה מכלל ההלוואות החדשות עלה מכ-25% ב-2007 לכ-65% ב-2017.

עד כה מיתנה הנזילות הגבוהה את הסיכונים, אך כאמור המצב השתנה, ועל כן סיכונים אלו ואחרים עלולים להוות טריגר לערעור ביטחונם של המשקיעים בשווקים הפיננסיים.

נראה שבחודשים האחרונים החל הסיכון להתממש (בעיקר בשווקים המתעוררים, אך לא רק בהם), עם עליית התשואות על האג"ח הממשלתיות, התרחבות מרווחי ה-LOIS – המרווח שהבנקים משלמים מעל ריבית ה-Fed – התחזקות המתאמים בין נכסים שונים ובין קבוצות נכסים שונות (סיכון הדבקה), ועלייה בתנודתיות עם נטייה לירידות שערים בזמן שבו תמחור התנודתיות נמוך מאוד.

ההערכה⁵⁷ היא כי ההסתברות להתממשותו של סיכון זה עלתה, והתממשותו צפויה להשפיע על השווקים בישראל שכן המתאמים בין השווקים נוטים לגדול בעת משברים.

4.1.3 היפוך מגמה בפעילות הריאלית המקומית כתוצאה מזעזוע בחו"ל או מאירוע גיאופוליטי

לאחרונה עולים חששות רבים לגבי מלחמת סחר בין ארה"ב לסין ולמדינות נוספות, שתפגע בצמיחה העולמית. לעת עתה ההיקף המעשי של הצעדים שנקטו במסגרת **מלחמת הסחר** מצומצם יחסית, וההשפעה על הכלכלה העולמית אינה מהותית⁵⁸. עם זאת החשש מהחרפת מלחמת הסחר יוצר אי-ודאות וסיכון שרבים בעולם מתייחסים אליו⁵⁹. התמשכות של אי-הוודאות גם ללא החרפת המצב בפועל עלולה כשלעצמה לפגוע בהשקעות ובפעילות, אך בשלב זה אין עדויות ממשיות להשפעה כזאת. החרפה של מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין ולמדינות נוספות עלולה לפגוע בהיקף הסחר והצמיחה העולמית, והשלכות אלה יחריפו ככל שמדינות נוספות ייקלעו למערבולת של צעדים וצעדי נגד הגנתיים, שיביאו לסגירות גוברת והולכת של המשקים. בגלל גודל של המשקים האמורים, גם אם מלחמת הסחר לא תתרחב עוד, עלולה להיות לה השפעה שלילית ניכרת על שאר העולם.

⁵⁸ ב-2017 נרשמה ירידה חדה בהשקעות הזרות הישירות של סין בארה"ב, אך זו נובעת מצעדי מדיניות בסין ובארה"ב שאינם קשורים ישירות להתפתחויות האחרונות במלחמת הסחר. Street Way-Two :Update 2018 :Relation China-US on Committee National, fdi/org.ncuser. www//: https .1-2 .pp

⁵⁹ לפי פרוטוקול הישיבה של ה-Fed (FOMC) מ-20-21 במארכ חלק ממשותתפיה סבורים כי למכסים שהוטלו עד כה על פלדה ואלומיניום אין השלכה משמעותית על כלכלת ארה"ב, אולם החרפה אפשרית של סכסוך הסחר מהווה סיכון לכלכלה.

גם הסיכונים הגיאוגרפיים, ובמרכזם מתח בין ארה"ב לרוסיה ולאייראן, החרפו, והסיכונים של התחזקות הכוחות האנטי-ממסדיים בעולם, התגברות הקיטוב הפוליטי בארה"ב ושירותו של שוק האשראי הסיני לא חלפו. כן עלתה מאוד המתיחות עם סין בעניין הסכמי הסחר ועם רוסיה בעניין סוריה והמעורבות הרוסית במזרח התיכון. עדיין התרחיש המרכזי הוא של רגיעה, אבל הסיכון לטעות במדיניות עלה.

ההערכה היא כי נכון לתקופה הנסקרת, ההסתברות להתממשות של תרחיש זה עלתה. ראוי לציין כי המשק הישראלי נהנה בשנים האחרונות ממחזור פעילות חיובי ואולי נמצא בשיאו. עובדה זו אומנם מציבה את המשק בעמדת חוזק מבחינת יכולתו לעמוד בפני זעזועים, אך זעזוע בעוצמה גבוהה עשוי להוות טריגר לשינוי מחזור העסקים.

4.1.4 ירידה חדה ומהירה של מחירי הדיור

מחירי הדירות ירדו בחודשים ספטמבר 2017 עד מארס 2018 (על פי נתונים לא סופיים של הלמ"ס) ב-2.3% במצטבר. כתוצאה מכך התמתן בהדרגה שיעור העלייה השנתי, ובחודשים אפריל 2017 עד מארס 2018 נרשמה ירידה של 0.2% במחירי הדירות. זאת לעומת עליית מחירים שנתית של 5.6% בינואר 2017. שיעור העלייה השנתי של מדד הדיור (שכר הדירה) עמד במאוס 2018 על 1.8%, כך שהפער בין מחירי הדירות לבין מדד הדיור הצטמצם. כתוצאה מכך חזר האינדקס המשמש למעקב אחר התנהגות נפיצה בשוק הדיור לתחום לא נפיץ. בשנים 2015–2016 עלה היקף התחלות הבנייה וחצה את הרף של 50 אלף יחידות דיור בשנה, ובכך הוא יצר תנאים לעצירת העלייה במחירי הדיור. נוסף על כך ננקטו צעדים במטרה לקרר את הביקושים, בעיקר בתחום המיסוי על המשקיעים. נראה אפוא שהתקררות שוק הדיור נובעת מהשילוב של הגדלת ההיצע והתקררות הביקוש של מגורים מסוימים. לאחר 10 שנים של עליות, שבהן מחירי הדירות כמעט הוכפלו ריאלית, ולנוכח רמתם הגבוהה של המחירים כעת, נשאלת השאלה אם ירידת המחירים שנרשמה בחודשים האחרונים יכולה להעיד על התממשותו של תרחיש ירידה חדה במחירי הדירות. את השאלה הזאת יש לבחון על רקע התופעות הבאות: (1) התחלות הבנייה בשוק החופשי הצטמצמו; (2) אין ודאות לגבי המשך מדיניות הממשלה ביחס למשקיעים בדירות; (3) התוכנית "מחיר למשתכן" תמשיך להשפיע על ההיצע והביקוש בשווקים החופשי והמסובסד; (4) נראה כי חברות יזמיות חזקות נמנעות ככל האפשר ממכירת מלאי הדירות שלהן תוך הורדת מחירים, זאת בזכות יכולתן לגוון את תחומי הפעילות ועקב עלויות מימון נמוכות יחסית. אנו מעריכים כי ההסתברות לירידה חדה של מחירי הדירות לא השתנתה.

4.2 מוקדי הפגיעות העיקריים

בחלק זה אנו מציגים את מוקדי הפגיעות העיקריים של המשק הישראלי, אשר חושפים את המערכת הפיננסית לסיכונים. בחירת מוקדי הפגיעות המוצגים להלן מתבססת בעיקר על הערכה סובייקטיבית בבנק ישראל על סמך ההתפתחויות הכלכליות, גורמי היסוד במשק, תנאי הרקע הכלכליים שבהם פועלת המערכת הפיננסית ועוצמת הפגיעות במקרה של התממשות תרחיש הסיכון.

4.2.1 שוק הדיור

שוק הדיור מוסיף להיות מוקד הפגיעות העיקרי, ורמת הפגיעות בתקופה הנסקרת נותרה גבוהה.

שוק הדיור מוסיף להיות המקור העיקרי של חשיפת המשק לסיכון. זאת בגלל חוסר איזונים בשוק זה והיקף חשיפה גבוה לו במערכת הפיננסית. שוק הדיור פעל בשנים האחרונות תוך התערבויות מרובות באמצעות מערכת המיסוי (שינויים במס הרכישה ובמס השבח, התוכנית "מע"מ אפס", שאמנם לא יצאה אל הפועל אך השפיעה על התנהגות הרוכשים הפוטנציאליים דרך הציפיות, מס ריבוי נכסים שבסופו של דבר בוטל על ידי בג"ץ) וסובסידיות לפלח השוק של זוגות צעירים ("מחיר למשתכן"). הבנקים והמוסדות הפיננסיים חשופים להתפתחויות בשוק הדיור דרך משקי הבית (אשראי לדיור), דרך פעילות הקבלנים בענף הבינוי (אשראי עסקי) ובשל מתאם בין שווי הביטחונות שבידי מוסדות פיננסיים לבין מחירי הדירות. הסיכון

מתעצם לנוכח החשיפה של המערכת הפיננסית לאשראי הצרכני שאינו לדיוור, בגלל המתאם הגבוה בינו לבין האשראי לדיוור⁶⁰. החשיפה של הבנקים למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן הגיעה לכ-45% מסך האשראי הבנקאי.

רמת החשיפה לשוק הדיוור בערוץ **משקי הבית** נותרה ללא שינוי. כ-32% מהאשראי הבנקאי הוא לדיוור, ובמונחי תוצר – כ-27% מהתוצר. שיעורים אלה נותרו יציבים בתקופה האחרונה. מדדי הסיכון של האשראי לדיוור – שיעור המשכנתה ממחיר הנכס ושיעור ההחזר החודשי מההכנסה נטו – נותרו נמוכים יחסית. רמת החשיפה של אשראי זה לשינויים בריבית, כפי שמתבטא במשכנתאות בריבית משתנה, נותרה יציבה, מתחת ל-40% מסך ההלוואות לדיוור.

רמת החשיפה לשוק הדיוור בערוץ **חברות הבינוי והנדל"ן** עלתה. בשנת 2017 האשראי הבנקאי לענף הבינוי והנדל"ן עלה ב-10.5%, האשראי לענף הבינוי גדל ב-21.6%, ואילו האשראי לענף הנדל"ן נותר כמעט ללא שינוי. הצמיחה באשראי לבינוי ונדל"ן נובעת בעיקרה משינוי שהכניס הפיקוח על הבנקים בספטמבר 2016 במגבלת החבות לענף, כך שמדידת המגבלה מאפשרת לבנקים להכיר במכירות סיכון אשראי שביצעו, דבר שאיפשר להם להגדיל את היצע האשראי לענף זה. לגידול האשראי לענף תרמה גם צמיחת האשראי לפרויקטים במסגרת "מחיר למשתכן". החברות בענף הבינוי והנדל"ן חשופות להאטה בשוק הדיוור⁶¹ ולירידה של מחירי הנכסים דרך שני סיכונים עיקריים: (א) קשיים במכירת דירות בעקבות ההאטה בשוק הדיוור; במצב כזה תזרימי המזומנים שלהן יהיו שליליים, והחברות תתקשנה הן לשרת את החובות והן לשלם לספקים או לקבלנים מבצעים. (ב) ירידה ניכרת של מחירי הדירות; במצב כזה החברות תרשומנה הפסדים מירידת ערך, אשר יגררו עלייה במינוף, וכתוצאה מכך גם פגיעה באמות המידה הפיננסיות (Covenants) שלהן הן נדרשות מול המלווים, מה שעלול לגרור דרישה של המלווה לפירעון מיידי של מלוא התחייבותה של החברה כלפיו ואף חילוט ערבויות. נכון לדצמבר 2017, 6.7% מהאשראי הבנקאי ניתן לענף הבינוי (69 מיליארד ש"ח, חמשת הבנקים הגדולים), ו-37% מהאג"ח התאגידיות (כ-130 מיליארדי ש"ח) הן של ענף הבינוי והנדל"ן. שיעורים אלה נותרו יציבים. הסיכונים האמורים מתעצמים, משום שברוב החברות הציבוריות בענף זה שיעור המינוף גבוה⁶².

חשיפתם של הבנקים לאשראי לענף הבינוי והנדל"ן ולאשראי לדיוור ממשיכה להוות מוקד סיכון מרכזי.

הפעילות הריאלית חשופה גם היא לשוק הדיוור. נכון לסוף 2017 ענף הבינוי (למגורים ולמסחר) מייצר כ-8% מהתוצר של המגזר העסקי, ולכן חשיפה זו משמעותית למשק כולו. לפי המאזן הפיננסי הנדל"ן הוא כמחצית מנכסי משקי הבית. לפיכך ירידה בשוויים של נכסי הנדל"ן עלולה לצמצם את **היקפי הצריכה** של משקי הבית דרך ערוץ השפעת העושר. ההשפעה על התוצר יכולה להיות משמעותית, שכן בשנים האחרונות הצריכה הפרטית היא שהובילה את הצמיחה במשק. במכלול השיקולים, להערכתנו, החשיפה לשוק הדיוור נותרה ללא שינוי ברמה גבוהה.

4.2.2 שוק הנכסים הפיננסיים

שוק הנכסים הפיננסיים ממשיך להוות מוקד פגיעות. הפגיעות נותרה ללא שינוי ברמה בינונית.

הסביבה הנמוכה של התשואות והריביות העולמיות והמקומיות, הנזילות הגבוהה והחיפוש אחר תשואה תומכים בעליית מחירי הנכסים בכלל והנכסים הפיננסיים בפרט. שווי תיק הנכסים הפיננסיים ברוטו של הציבור עמד בסוף 2017 על 3.6 טריליון ש"ח (עלייה של 5% ביחס לסוף השנה הקודמת). הנכסים הללו הם חסכוניות הציבור לעתיד, וערכם הוא הבסיס לתחושת העושר, אשר, בין היתר, משפיעה על הביקושים במשק. מהצד השני, הנכסים הללו הם מקורות האשראי, מקורות

⁶⁰ ככל הנראה משום שנוטלי משכנתאות מנצלים את ההלוואות הצרכניות להשלמה של ההון העצמי.

⁶¹ להרחבה ראו פרק ט' בדוח בנק ישראל לשנת 2017.

⁶² להרחבה ראו תיבה בעמוד 60. יחד עם זאת, נציין כי התיבה מנתחת את החברות הציבוריות בלבד ומרחיבה את הניתוח על 12 מתוכן.

ההון, הביטחונות להלוואות ועוד. הציבור בישראל⁶³ מחזיק בכ-80% (492 מיליארד ש"ח) משווי המניות הנסחרות בארץ וקרוב ל-100% משווי האג"ח התאגידיות של חברות ישראליות (335 מיליארד ש"ח, פברואר 2018). בכך הציבור חשוף ביותר לנכסי סיכון, ורגיש לירידות במחיריהם. הערוץ הראשון שדרכו תושפע המערכת הפיננסית במקרה של התממשות אחד מתרחישי הסיכון הוא שוק הנכסים. אם דינמיקה של ירידה במחירים אכן תתקיים צפוי קושי בגיוסי הון וחוב, צפויה השפעה שלילית על תחושת העושר, ומכאן – על הביקושים במשק ועוד. התגובה של מחירי הנכסים תלויה בין היתר בהרכב ההחזקות, ובעיקר בנתח שמחזיקים גופים שטווח השקעתם קצר. בהגדרה זו ניתן לכלול את משקי הבית והחברות העסקיות, וכן את קרנות הנאמנות וקופות הגמל וקרנות ההשתלמות הנזילות. קבוצה זו מחזיקה ב-77% משווי השוק של האג"ח התאגידיות – לאחר עלייה מתמשכת של נתח זה שהחלה באמצע 2012, וב-67% משווי השוק של המניות. במקרה של זעזוע שיגרונות לירידות מחירים בהיקף נרחב חוסכים אלו עלולים להגיב במכירות בהיקפים נרחבים, ובכך להגביר את עוצמתן של ירידות המחירים. במהלך המחצית הראשונה (עד תחילת אפריל) נרשמו ירידות מדודות של מחירי המניות (בעקבות חו"ל), נרשם תיקון מסוים בתמחור החסר של אג"ח החברות, והיו פדיונות נטו מקרנות הנאמנות המנייתיות והמתמחות באג"ח תאגידיות. כנגד זאת ולמרות השינויים במחצית, עדיין רוב יתרת אג"ח החברות מוחזק בידי קרנות הנאמנות, ומרווחי האג"ח עדיין נמוכים יחסית. במכלול השיקולים – החשיפה לשוק הנכסים הפיננסיים נותרה, להערכתנו, ללא שינוי⁶⁴ ברמה בינונית.

4.2.3 חוב משקי הבית

החוב של משקי הבית ממשיך להיות מוקד פגיעות. רמת הפגיעות בתקופה הנסקרת נותרה בינונית.

גישה לאשראי ואפשרות להגדיל חוב משפרות את מצבם של משקי הבית באפשרון להם להחליק את צריכתם, ובזאת מגדילה את הצריכה הפרטית (וכתוצאה מכך את הביקושים במשק). ואולם אם המינוף של משקי הבית מגיע לרמות גבוהות, הדבר תורם לגידול הסיכון ומגביר את הפגיעות של משקי הבית. רמת מינוף גבוהה עלולה לגרום לירידה חדה בתצרוכת כתוצאה מזעזוע בלתי צפוי, וכך להשפיע השפעה רחבה על הכלכלה. סיכון נוסף שרמת חוב גבוהה טומנת בחובה הוא קושי בהחזר החוב. לסיכון זה חשופה המערכת הפיננסית.

בחינת מצבם של משקי הבית מראה כי לא היה שינוי מהותי ביחס לתקופה שנסקרה בדוח היציבות הקודם, ומצבם נותר יציב. היחס בין יתרת החוב לתוצר הוא 42% – כרמתו בתקופה הקודמת ונמוך בהשוואה בין-לאומית. חוב משקי הבית מורכב משני חלקים – חוב לדיור (27%) וחוב שאינו לדיור (15%). החוב לדיור ממוקד ומאופיין באינדיקטורים מוגדרים של סיכון (LTV, PTI, תקופה לפירעון וכו'). החוב שאינו לדיור אינו מאופיין במגבלות כמותיות (כגון LTV ו-PTI) וניתן על ידי המוסדות הפיננסיים בהתאם לרמת תאבונם לסיכון ועל פי מודלים פנימיים שלהם לניהול סיכונים. רובו של האשראי שאינו לדיור ניתן על ידי הבנקים, אך במקביל מתקיימת וצומחת פעילות של גופים נוספים (חברות כרטיסי אשראי וגופים חוץ-בנקאיים), המעניקים אשראי חוץ-בנקאי. אם סיכון האשראי לא יתומחר נכון על ידי המלווים, זמינות האשראי הצרכני עלולה להגביר את סיכון חדלות הפירעון של משקי הבית.

ניתוח מצרפי של מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית מראה שמינופם בכללותו נמוך יחסית. אך כאשר בוחנים⁶⁵ את התפלגות היחס בין יתרת החוב להכנסה השנתית לפי עשירוני הכנסה מגלים שהמינוף אינו אחיד: שני העשירונים הנמוכים מאופיינים ביחס גבוה יותר של החוב להכנסה ובשונות גבוהה יותר (בתוך העשירון) מאלה של העשירונים האחרים, וכתוצאה מכך הם פגיעים יותר.

במכלול השיקולים – החשיפה לחוב משקי הבית נותרה, להערכתנו, ללא שינוי ברמה בינונית.

⁶³ משקי הבית, החברות העסקיות, קרנות הנאמנות, קופות הגמל, ההשתלמות והפנסיה וחברות הביטוח (נוסטרו וביטוח חיים בתוכניות המשתתפות ברווחים).

⁶⁴ חשוב להדגיש כי הערכה זו מתייחסת לחשיפה בלבד, ולא לירידות או עליות עתידיות של מחירי הנכסים הפיננסיים.

⁶⁵ ראו תיבה "ההשתתפות משקי הבית בשוק ההלוואות ופגיעותם הפיננסית" בעמוד 43 בסקירת הפיקוח על הבנקים 2017.

4.2.4 הסביבה שבה פועלת המערכת הבנקאית

המערכת הבנקאית מטבעה חשופה למגוון סיכונים – בהם סיכון האשראי, סיכון השוק, סיכון הנזילות והסיכון התפעולי. בשנים האחרונות, עם השינויים בסביבה העסקית, התפתחו והתעצמו סיכונים נוספים, שמקורם בהתפתחות הטכנולוגיה, ברגולציה ובחקיקה המואצת בארץ ובעולם, בתמורות בבנקאות העולמית ובשינויים בהעדפות הצרכנים ובהתנהגותם. מפני המאפיינים הייחודיים של סיכונים אלה קשה לזהותם באופן מלא, ובפרט – לכמת ולהעריך את הנזק הצפוי מהם.

אלה החשיפות הבולטות של המערכת הבנקאית:

- **שינויים בסביבה העסקית:** עם השינויים בסביבה העסקית נמנים השינויים המבניים בסביבה התחרותית והטכנולוגית, לרבות כניסת שחקנים חדשים שאינם בנקים, הסרת חסמים טכנולוגיים לקידום התחרות, פיתוח מוצרים ושירותים פיננסיים חדשניים והתפתחויות טכנולוגיות המשנות את התנהגות הלקוחות, וכן התגברות התחרות מצד גופים חוץ-בנקאיים ומעורבות ציבורית ופוליטית גבוהה. על אלה נוספת סביבת הריבית הנמוכה, המאתגרת את הבנקים בעולם ובישראל בשמירה על רווחיות נאותה.
- **שינויים רגולטוריים:** בשנים האחרונות קודמו יוזמות חקיקה רבות בתחומי הבנקאות והפיננסים. פעילותם של מספר רגולטורים שונים בתחום, ריבוי הצעדים שהם מובילים בזמן קצר ומורכבותם של הצעדים מקשים על ההיערכות להטמעתם, יוצרים סיכונים לבנקים וללקוחות בשל השינויים המשמעותיים שהם מחוללים בסביבה העסקית, ואף עלולים לפגום ביכולת להשיג את היעדים החדשים שנקבעו בחקיקה ובהסדרה. לחוסר הוודאות הרגולטורית יש השלכות על כניסת שחקנים חדשים לשוק, על פיתוחם של מוצרים, על יצירת ממשקים חדשים בבנקאות ועוד.
- **שינויים בסביבה הטכנולוגית:** התקדמות הטכנולוגיה וצמיחתה של הבנקאות הדיגיטלית בישראל, בדומה להתפתחויות בעולם, טומנות בחובן הזדמנויות, אך גם סיכונים מובנים – ביניהם עלייה בחשיפה לסיכונים הונאה ודליפת מידע; מעילות והונאות; סיכונים המשכיות עסקית; וסיכונים הנובעים מהסתמכות על טכנולוגיות ותשתיות של צד שלישי (מיקור חוץ).
- **החשיפה כתוצאה מפעילות בחו"ל:** הגברת פעולות האכיפה של רשויות הפיקוח במדינות שונות בעולם נגד מוסדות פיננסיים בתחומי אי-הציות של לקוחות, העלמת מס על ידי לקוחות, הלבנת הון ופשעה פיננסית מחייבת את הבנקים לנקוט צעדים אקטיביים – בהם זיהוי של פעילויות ולקוחות העלולים לחשוף אותם לחקירות ולקנסות בתחומי הציות ודרישת האסמכתאות.
- במכלול השיקולים – החשיפה של המערכת הבנקאית לשינויים בסביבה שבה היא פועלת נותרה, להערכתנו, ללא שינוי ברמה נמוכה.

תיבה 1: החוסן הפיננסי של המשק מול חו"ל

בעשור האחרון השתפר במידה ניכרת החוסן הפיננסי של המשק מול חו"ל מכמה בחינות:

- שיפור משמעותי בנזילות המשק במט"ח – גדל משקל נכסי החוב לטווח קצר ויחס הכיסוי שלהם לחוב הקצר.
- ירידה של נטל החוב החיצוני – יחס החוב החיצוני ברוטו לתוצר נמוך, גם בהשוואה בין לאומית.
- ירידה בתלות של המשק במימון חיצוני – המשק מלווה נטו לחו"ל (חוב חיצוני נטו שלילי).
- שיפור באינדיקטורים לתפיסת הסיכון של המשק בעיני תושבי חוץ – הועלה דירוג האשראי של המשק, ופרמיית הסיכון שלו ירדה.

מצבת הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל משקפת את יתרת ההשקעות של תושבי ישראל בנכסים זרים מול יתרת ההשקעה של תושבי חוץ בנכסים ישראלים. רמתם של הנכסים וההתחייבויות מול חו"ל ביחס לתוצר, מידת נזילותם, המתבטאת בטווחי הפירעון, תמהיל ההון והחוב ומאפייני החוב החיצוני של המשק – כל אלה הם פרמטרים חשובים בהערכת חוסנו הפיננסי מול חו"ל וכושר עמידותו לזעזועים גלובליים.

1. נכסי המשק מול חו"ל

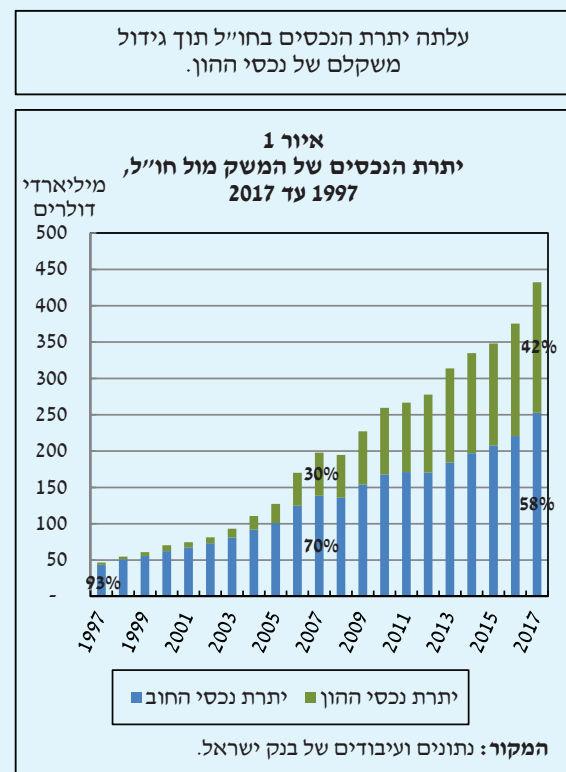
בעשור האחרון גדלו נכסי המשק בחו"ל במידה משמעותית – מיתרה של 198 מיליארדי דולרים בשנת 2007 ל-432 מיליארדים בסוף שנת 2017 (גידול של כ-120%). גם משקל נכסי החוב הקצרים ביותר הנכסים גדל, בעיקר כתוצאה

מעלייה ניכרת ביתרות המט"ח של בנק ישראל, שהגדילה את נזילות המשק במט"ח. גידול הנכסים בחו"ל והשתלבותו של המשק בתהליכי האינטגרציה הגלובליים אפשרו לציבור לפזר את נכסיו, להקטין את התלות בשוקי ההון המקומיים, ובאופן כללי – את הסיכון בתיק הנכסים של הציבור. כנגד זאת, השתלבותו של המשק בכלכלה העולמית הגבירה את חשיפתו לזעזועים גלובליים.

החשיפה לשוקי ההון הגלובליים ולתנודות שערי החליפין והשפעתה על תיק הנכסים של הציבור הומחשו היטב במשבר הפיננסי האחרון, ב-2008, אז איבד תיק הנכסים של המשק בחו"ל עשרות אחוזים מערכו¹.

השינויים בהרכב תיק הנכסים בחו"ל מעלים כי בשני העשורים האחרונים עלה משקלם של נכסי ההון (מניות) בסך התיק על חשבון משקלם של נכסי החוב (אג"ח, פיקדונות ואשראי), שירד.

תמהיל כזה של נכסים מגביר את החשיפה של המשק לסיכונים שוק: נכסי החוב נחשבים לבטוחים יותר, שכן חובה לשלם את החוב גם בשעת משבר. לעומתם, נכסי ההון מאבדים מערכם, והמשק מפסיד הון במט"ח (איור 1).



¹ להרחבה על סיכוני ההדבקה וסיכונים נוספים ראו תיבה בנושא מושגי יסוד מתחום היציבות הפיננסית בדוח היציבות הפיננסית מדצמבר 2015.

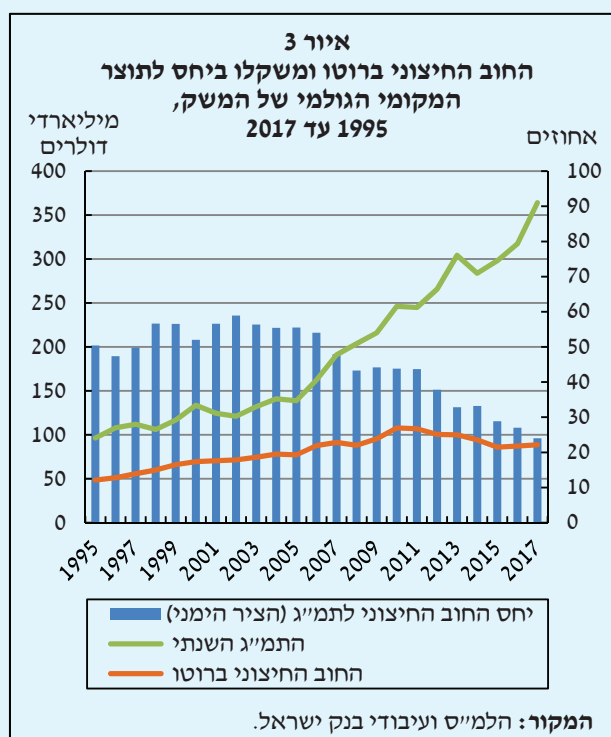
2. התחייבויות המשק לחו"ל

יתרת ההתחייבויות ברוטו של המשק לחו"ל, המשקפת, בין היתר, את תלותו במימון חיצוני, המשיכה לעלות בעשור האחרון, אך בקצב מתון יותר מאשר בעשור שקדם לו. בדומה לשינוי בתמהיל הנכסים של המשק גם ביתרת ההתחייבויות ירד רכיב החוב ועלה רכיב המניות. שינוי התמהיל בהתחייבויות תורם לאיתנותו הפיננסית של המשק, משום שבשעת משבר המשק מושפע רק מנטל החוב החיצוני ולא מההתחייבויות ההוניות לתושבי חוץ, המאבדות מערכן.

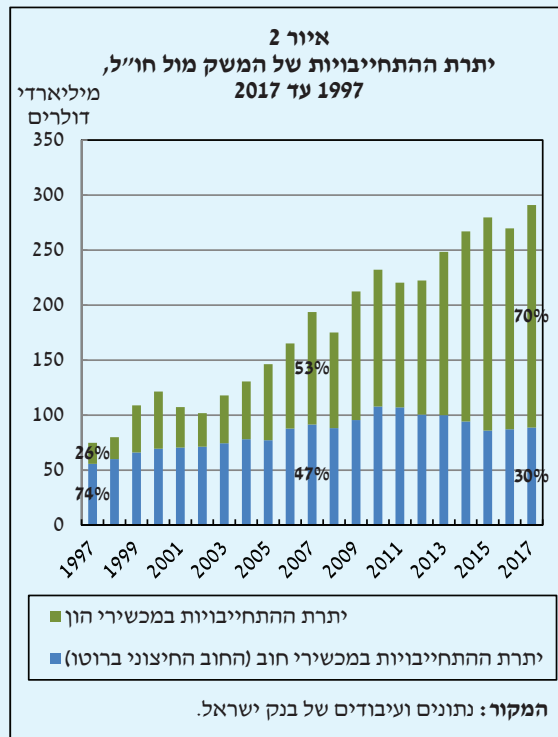
עלייתה של יתרת ההתחייבויות בעשור האחרון נבעה מעלייה ביתרת מכשירי ההון בלבד, בעוד שיתרת מכשירי החוב, שהיא החוב החיצוני ברוטו של המשק לחו"ל, נותרה בעינה (איור 2).

התפתחות זו, ועמה גידול התוצר, הביאו לירידה ניכרת (כ-20 נקודות אחוז) ביחס של החוב החיצוני ברוטו לתמ"ג בעשור האחרון, לרמה של 24% – כלומר לשיפור בנטל החוב של המשק. חוב חיצוני נמוך מאפשר למשק להקטין את עלויות גיוס החוב שלו ותורם לחיזוק עמידותו בפני משברים פיננסיים – למשל באפשרו מרווח פעולה להגדלת החוב בזמן משבר (איור 3).

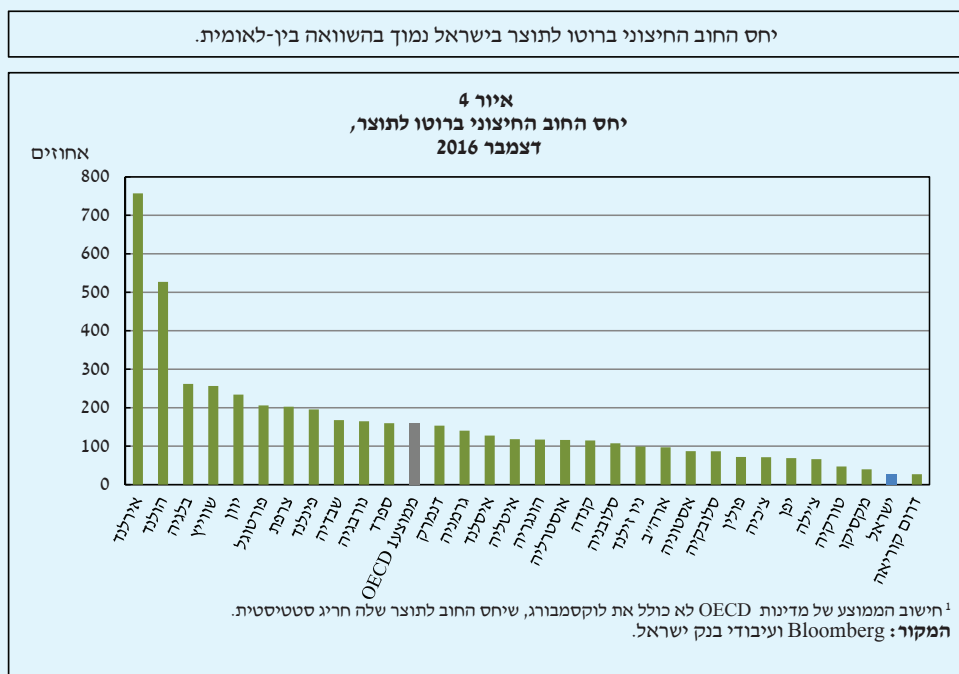
יחס החוב החיצוני ברוטו לתוצר ירד – התפתחות
שמשמעותה הקלה בנטל החוב.



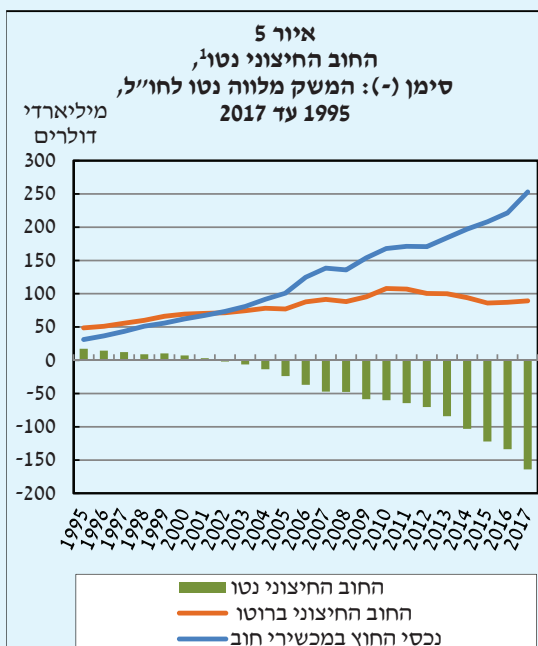
יתרת החוב החיצוני ברוטו (התחייבויות
במכשירי החוב) יציבה.



השוואת יחס החוב החיצוני ברוטו לתוצר בישראל ליחס זה במדינות אחרות החברות ב-OECD מלמדת שבישראל הוא נמוך משמעותית מאשר ברוב מדינות הארגון. ממוצע יחס זה במדינות אלו עמד בסוף שנת 2016 על 159% (איור 4).



החוב החיצוני נטו שלילי: המשק מלווה נטו לחו"ל.



3. החוב החיצוני נטו – עודף הנכסים על התחייבויות במכשירי חוב

החוב החיצוני נטו של המשק מול חו"ל משקף את התלות של המשק במימון חיצוני, את מידת הפגיעות שלו למשברים פיננסיים ואת איתנותו הפיננסית באופן כללי.

בשנת 2002 הפך המשק מלווה נטו, כלומר בעל עודף התחייבויות במכשירי חוב, למלווה נטו – בעל עודף נכסים במכשירי חוב. מאז ניכרת עלייה כמעט רצופה של עודף הנכסים על ההתחייבויות במכשירי חוב (החוב החיצוני השלילי) עד לרמה של כ-165 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2017 (איור 5).

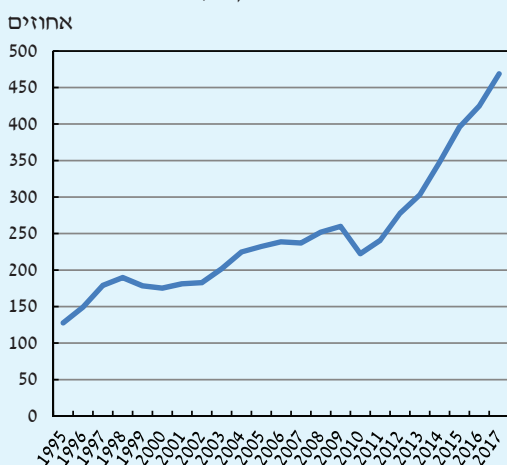
מצבו של המשק כמלווה נטו לחו"ל משפר מאוד את מעמדו בעולם ומקטין את עלויות הגיוס שלו במטבע חוץ – אך עלול לחשוף אותו לסיכונים אחרים, כגון סיכונים אשראי וריבית.

גידול החוב החיצוני השלילי בולט במגזר הציבורי, כתוצאה מהגידול הניכר של יתרות המט"ח. גם המגזר הפרטי הלא-בנקאי הגדיל בשני העשורים האחרונים את עודף נכסי החוב שלו, וזאת בעיקר על ידי הגדלת יתרת האג"ח הזרות שמחזיקים המגזר העסקי ומשקי הבית ועל ידי הגדלת יתרת אשראי הספקים שהמגזר העסקי בישראל מעמיד לתושבי חוץ (איור 6).

העלייה בחוב החיצוני נטו השלילי שיקפה עלייה מהירה ביחס הכיסוי של החוב החיצוני ברוטו לטווח קצר על ידי נכסי החוב לטווח קצר, התפתחות המבטאת שיפור בנזילות המט"ח של המשק בחירום (איור 7).

יחס הכיסוי של הנכסים לטווח קצר לחוב הקצר עלה -
גידול בנזילות במט"ח.

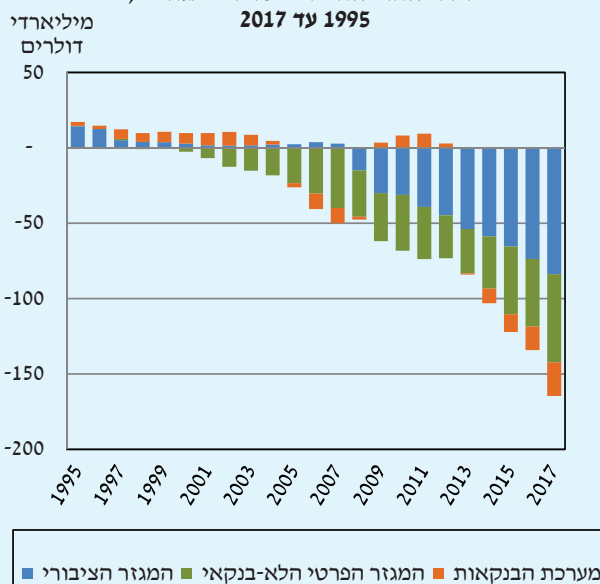
איור 7
יחס הכיסוי בין נכסי החוב לבין החוב
החיצוני ברוטו לטווח קצר, 1995 עד 2017



המקור: נתונים ועיבודים של בנק ישראל.

המלווים העיקריים לחו"ל הם המגזר
הציבורי והמגזר הפרטי הלא-בנקאי.

איור 6
יתרת החוב החיצוני נטו לפי מגזרים,
1995 עד 2017



המקור: נתונים ועיבודים של בנק ישראל.

לוח מסכם: עמידות המשק מול חו"ל

פרמטר	1997	2007	2017	משמעות
יחס הנכסים ברוטו לתמ"ג	0.42	1.04	1.19	גידול בנזילות במט"ח, פיזור תיק הנכסים
יחס החוב החיצוני ברוטו לתמ"ג	0.50	0.48	0.24	ירידה בתלות של המשק בחו"ל
יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג	0.11	-0.25	-0.45	מעבר לחוב חיצוני שלילי, המשק מלווה נטו לחו"ל, ירידה בתלות בחו"ל
יחס הנכסים הקצרים לחוב הקצר	1.79	2.37	4.68	גידול משמעותי בנזילות לטווח הקצר, עמידות בחירום

4. תפיסת הסיכון של המשק על ידי תושבי חוץ

הגידול הניכר של נזילות המשק במט"ח, ועמו הירידה המתמשכת בחוב החיצוני נטו והפיכת ישראל ממשק לווה למלווה הביאו לשיפור בתפיסת הסיכון של המשק בעיני תושבי חוץ.

שיפור זה התבטא בעשור האחרון בהעלאת דירוג האשראי של ישראל אצל כל חברות הדירוג.

בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל, הנמדדת כמרווח התשואות בין האג"ח הדולריות של ממשלת ישראל לאג"ח אמריקאיות בעלות מאפיינים דומים, ניכרת בשני העשורים האחרונים ירידה בעשור האחרון. מרווח התשואות בין האג"ח הממשלתיות השקליות לאג"ח של ממשלת ארה"ב שלילי מזה תקופה ארוכה (ומושפע כמובן גם מפער הריביות השלילי). גם ערכי ה-CDS, המודדים את הסיכון של המשק, נמוכים היסטורית.

אינדיקטורים לתפיסת הסיכון של המשק על ידי תושבי חוץ

שנת 2017	שנת 2007	
דירוג האשראי		
A+	A	Standard & Poor's
A1	A2	Moody's
A+	A-	Fitch
מירווחים (נקודות בסיס)		
51	116	המירווח באג"ח דולרית של הממשלה ל-10 שנים
-74	214	המירווח באג"ח שקלית של הממשלה ל-10 שנים

תיבה 2: ניתוח היציבות הפיננסית של החברות הציבוריות בענף ייזום הבנייה למגורים¹

- נתוני הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות בענף ייזום הבנייה למגורים בארץ לסוף שנת 2017 מלמדים כי ההאטה בשוק הדיור באה לידי ביטוי בחברות אלו: במרביתן ניכרה הרעה מסוימת בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת, וכתוצאה ממנה – פגיעה ביחסי כושר הפירעון בהשוואה לשנים קודמות. עם זאת, ברמה הענפית² יחסי המינוף ויחסי הנזילות לא נפגעו, ואף השתפרו במידה מסוימת.
- מתוך החברות הציבוריות נבחנו 12 חברות מהגדולות בענף הבנייה הנוטלות כשליש מהאשראי לענף. ההאטה בשוק הדיור בולטת בדוחותיהן הכספיים הן בירידה של היקפי המכירות והן בעלייה של מלאי הדירות הלא מכורות.
- על פי מבחני רגישות שבוצעו על 12 החברות האלה, רק בערכי הקיצוץ של התרחישים ניכרת השפעה משמעותית על המינוף הפיננסי והנזילות המיידית של החברות, בעוד שבערכים הנמוכים ההשפעה זניחה יותר. מכאן אנו למדים על האיתנות של החברות הציבוריות בענף, ועל יכולתן לצלוח תקופות של הרעה בפעילות בטווח הקצר.
- על אף ההאטה במכירת דירות חדשות והרעה בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת חוסן הפיננסי של החברות שנבחנו לא נפגע משמעותית, ורובן מצליחות להניע את פעילותן גם ממקורות פעילות נוספים. לכן רוב החברות גם אינן מזדרזות להיפטר ממלאי הדירות שברשותן על ידי הורדת מחירים.
- **בשלב זה** אנו לא מזהים פגיעה ממשית ביציבות הפיננסית של החברות הציבוריות בענף ייזום הבנייה למגורים. עם זאת, אם ההרעה בפעילות תימשך תקופה ארוכה, ולא תהיה התאמה מצד החברות, עלולה להיפגע יכולתן לשרת את חובותיהן.

1. ענף ייזום הבנייה למגורים בארץ

1.1 רקע

היציבות הפיננסית של החברות בענף ייזום הבנייה למגורים בארץ מנותחת על רקע החשיפה של החברות הללו לשוק הדיור, השרוי בעת האחרונה באי-ודאות³. פעילותן של החברות בענף מאופיינת במינוף גבוה, חלקן באשראי במשק משמעותי, זאת לצד קישוריות גבוהה יחסית⁴ ומשקל לא מבוטל בתוצר העסקי. לכן כל הרעה מתמשכת בהיקף פעילותן של החברות או מצוקה תזרימית עלולות להגדיל את הסיכוי להתממשות הסיכונים הישירים והעקיפים, ולפגוע במגוון רחב של נושים (מלווים, ספקים וקבלני ביצוע). לכך עלולה להיות השלכה על היציבות של המערכת הפיננסית כולה.

תחום ייזום הבנייה למגורים בישראל רחב ומגוון⁵, פועלים ועוסקים בו, בהיקפים שונים, גופים רבים, החל ביזמים קטנים של פרויקטים בודדים המכילים מספר קטן של יחידות דיור וכלה בחברות ענק המבצעות מספר רב של פרויקטים,

¹ על-פי הסיווג הענפי של הלמ"ס מ-2011 חברות ייזום הבנייה למגורים מסווגות בענף 41 "בניית מבנים ובניינים", השייך לענף הכללי "בנייה". בסקירה זו התייחסנו לענף הכללי "בנייה" (בדיון על האשראי הבנקאי ובאשראי במשק) או לענף "בניית מבנים ובניינים" (בדיון על האג"ח התאגידיות), משום שלא היה ניתן לבדוד את הנתון של חברות ייזום הבנייה למגורים. מהענף הכללי "בנייה" נטרלנו את הנתון של הענף "עבודות הנדסה אזרחית" (חברות העוסקות בבניית תשתיות), ולכן נשארו עם הנתון המתייחס בעיקר לחברות העוסקות בייזום ובנייה של מבנים. ראו גם איור 2 בנספח.

² הרמה הענפית נבחרה מתוך חישוב של הממוצע המשוקלל לפי נכסים. יצוין כי בחישוב זה – לגבי שתיים מהחברות, ששך נכסיהן גדול משמעותית משל יתר החברות בענף, ותחום פעילותן העיקרי (לפחות 50%) אינו ייזום בנייה למגורים בארץ, ביצענו את השקלול לפי נכסי המגזר הספציפי, כפי שמופיע בביאור על מגזרי הפעילות בדוחותיהן הכספיים. שקלול זה נעשה בכל המקרים שחישבנו ממוצע משוקלל לפי נכסים.

³ להרחבה ראו פרק ט' בדוח בנק ישראל לשנת 2017.

⁴ להרחבה ראו אומדן קישוריות הענפים, תיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2014.

⁵ על-פי סקירה של הכלכלן הראשי במשרד האוצר לרבעון שלישי 2017 נתח השוק של 100 הקבלנים הגדולים הוא 42.4%, ונתח השוק של 30 הקבלנים הגדולים הוא 27.5%. (מכאן אנו למדים שנתח השוק של שאר החברות והקבלנים מפורז בין קבלנים רבים). כמו כן, בדוח של הכלכלן הראשי באוצר על ענף הבנייה למגורים שהתפרסם במאי 2018, צוין כי ישנן 1,100 חברות בנייה שהיו פעילות הן ב-2015 וב-2017. היבט נוסף המעיד על מגוון החברות בענף.

המכילים מאות ואף אלפי יחידות דיור. אופן פעילותן של החברות בענף אחיד ושיטתי: החברות מאתרות הזדמנויות להשקעה, מגייסות מימון או מאתרות שותפים להשקעה, פועלות לקבלת היתרי בנייה, ולבסוף מבצעות את הפרויקטים, באופן עצמאי, באמצעות חברות בנות או צדדים שלישיים. לצורך ביצוע הפרויקטים נוהגות החברות לרוב להתקשר עם תאגיד בנקאי, ובאמצעותו מתקבל המימון לפרויקט (מימון ספציפי). החברות הציבוריות נוהגות גם לגייס לצורך הפרויקט אג"ח בבורסה כמימון ספציפי או לכל צורך אחר במסגרת פעילותן.

1.2 החשיפות ומוקדי הסיכון של כלל הענף

לפי נתוני דצמבר 2017, שיעור האשראי הבנקאי⁶ לענף הבנייה הוא כ-15% (63 מיליארדי ש"ח) מתוך האשראי למגזר העסקי (פעילות בישראל), וכ-6.2% מתוך סך האשראי (פעילות בישראל). שיעור האג"ח התאגידיות של הענף בנוי מבנים ובניינים הוא כ-5% (17 מיליארדי ש"ח). חשיפה נוספת למערכת הפיננסית, אשר תושפע לרעה מפגיעה ממשית בפעילות של החברות, היא סיכון האשראי החוץ-מאזני של המערכת הבנקאית, המורכב בעיקרו מערבויות חוק המכר לרוכשי דירות⁷. שיעור האשראי החוץ-מאזני לענף הבנייה היווה בדצמבר 2017 38% (95 מיליארדי ש"ח) מהאשראי החוץ-מאזני למגזר העסקי (פעילות בישראל), ו-25% מסך האשראי החוץ מאזני (פעילות בישראל). סך הסיכון האשראי הבנקאי – המאזני והחוץ-מאזני – של ענף הבנייה הוא כ-23% מהאשראי למגזר העסקי (פעילות בישראל), ו-11% מסך האשראי (פעילות בישראל).

גורמים כמו האטה בשוק הדיור וירידה של מחירי הנכסים חושפים את החברות לשני סיכונים עיקריים: הראשון – ככל שהחברות לא תצלחנה למכור דירות בעקבות האטה מתמשכת בשוק הדיור, תזרימי המזומנים שלהן יהיו שליליים, והן תתקשנה הן לשרת את החובות והן לשלם לספקים ולקבלנים המבצעים. השני – אם מחירי הדירות יירדו במידה ניכרת, החברות תרשומנה הפסדים מירידת ערך, אשר יגררו ירידה בהון העצמי ועלייה במינוף, וכתוצאה מכך גם פגיעה באמות המידה הפיננסיות (Covenants) שלהן הן נדרשות מול המלווים, הדבר עלול להניע את המלווה לדרוש פירעון מיידי של התחייבות החברה כלפיו, או הרעת תנאי ההלוואה (כגון דרישה לשיעורי ריבית גבוהים יותר בהלוואה קיימת).

מוקד סיכון נוסף שעלול לערער את היציבות הפיננסית של החברות הוא עלייה של שיעור הריבית, משום שחלק מן הפרויקטים מלווים במימון בנקאי בריבית משתנה (פריים+). אם הריבית תעלה, יגדלו הוצאות המימון של החברות, וכתוצאה מכך יפחת הון העצמי ויקטנו תזרימי המזומנים שלהן.

1.3 ניתוח האינדיקטורים ליציבות הפיננסית בחברות הציבוריות

לשם בחינת היציבות הפיננסית של החברות בענף בדקנו יחסים פיננסיים נבחרים בחברות הציבוריות המקיימות פעילות של ייזום ובנייה למגורים בארץ. אולם קודם לכן נתייחס לרווחיות של החברות בענף, שהיא גורם חשוב בבסיס יציבותן. מאיור 3 בנספח לתיבה ניתן לראות שהרווח הגולמי המצרפי של החברות בענף החל לצמוח משנת 2007, ולו מתאם גבוה למדי עם מדד מחירי הדירות. עם זאת, בהסתכלות ארוכת טווח ניתן לראות שהרווח הגולמי כשיעור מההכנסות (איור 4 בנספח) נשמר ברמה קבועה יחסית (ממוצע רב-שנתי של 21%, עם סטיית תקן של 1.9%). משמע שעלות המכר המצרפית וההכנסות המצרפיות עלו במהלך תקופה זו בשיעור דומה. ניתן ללמוד מכך שהחברות שמרו לאורך השנים על שולי רווח גולמי קבועים יחסית.

בלוח 1 מרוכזים היחסים הפיננסיים הבולטים. הצבע האדום הכהה מייצג את היחס הגרוע ביותר לאורך שמונה השנים שנבחנו, והירוק הכהה – את היחס הטוב ביותר.

⁶ לפי חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות.

⁷ ערבות חוק המכר היא ערבות בנקאית מטעם מבצע פרויקט הנדל"ן, המשמשת ביטוח לרוכשי הדירות למקרה שהפרויקט לא ייצא לפועל בשל נסיבות כלכליות או מעשי מרמה.

ההאטה בפעילות החברות בענף ייזום הבנייה למגורים השפיעה בשנת 2017 בעיקר על יחסי כושר הפירעון. יחסי המינוף והנזילות נשארו יציבים וחלקם אף השתפרו.

לוח 1: יחסים פיננסיים נבחרים, החברות הציבוריות בענף ייזום בנייה למגורים, 2010 עד 2017

	הממוצע המשוקלל לפי הנכסים								החציין							
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
יחסי המינוף	0.76	0.77	0.81	0.81	0.82	0.83	0.83	0.82	0.71	0.74	0.78	0.79	0.80	0.80	0.81	0.82
	0.68	0.65	0.69	0.69	0.70	0.71	0.75	0.71	0.63	0.64	0.67	0.69	0.69	0.70	0.73	0.73
	0.64	0.63	0.66	0.67	0.64	0.69	0.73	0.68	0.57	0.57	0.64	0.65	0.65	0.68	0.69	0.69
יחסי כושר פרעון	-2.39	2.42	1.84	-0.91	0.12	0.45	-2.08	0.72	-5.32	5.42	2.35	-7.78	0.33	2.79	-1.42	0.17
	3.83	2.88	3.56	1.50	4.02	2.32	2.13	2.05	5.36	5.68	6.17	2.01	4.50	4.17	3.15	2.66
	-0.02	0.10	0.07	-0.05	0.00	0.08	-0.08	0.05	-0.01	0.17	0.06	-0.02	0.05	0.10	-0.06	0.01
יחסי הנזילות	0.54	0.58	0.40	0.39	0.49	0.38	0.28	0.57	0.73	0.73	0.63	0.57	0.60	0.51	0.47	0.59
	0.17	0.15	0.12	0.11	0.14	0.09	0.09	0.20	0.31	0.32	0.22	0.25	0.23	0.16	0.16	0.31
	-0.04	0.13	0.09	-0.08	0.01	0.18	-0.17	0.10	-0.34	0.20	0.04	-0.17	-0.03	0.26	-0.13	0.04

¹ בנטרול המקדמות מלקוחות.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

מלוח 1 ניתן ללמוד כי במהלך שנת 2017 הייתה הרעה בעיקר ביחסי כושר הפירעון, הן לפי הממוצע המשוקלל והן לפי החציין. ההרעה בולטת בעיקר ביחס תזרים המזומנים מפעילות שוטפת להוצאות המימון. תמונה דומה מתקבלת הן בשנת 2014, שנה שבה הייתה ירידה במכירת דירות חדשות, בשל ההמתנה לתכנית "מע"מ אפס", והן בשנת 2011, בצל המחאה החברתית, שנה שבה רוב היחסים הפיננסיים מעידים על פגיעות בחברות בענף.

על אף ההאטה בפעילות והפגיעה בתזרים המזומנים נמצא שב-2017 יחסי המינוף של החברות דווקא השתפרו, אולם ייתכן ששיפור זה הוא תוצאה של שינוי השיטה חשבונאית – בעקבות יישום לראשונה של תקן החשבונאות הבין-לאומי החדש בדבר הכרה בהכנסה⁸ (IFRS 15). לעומת זאת, יחסי הנזילות (היחס המהיר והנזילות המיידית) נשארו בשנת 2017 קבועים במידה מסוימת, ולכן עדיין מדובר בשיעור יציב בהשוואה היסטורית. מכאן ניתן להסיק על היכולת של החברות בענף להתמודד עם הרעה בפעילות בטווח הקצר. עם זאת, אם מסתכלים על תזרים המזומנים מפעילות שוטפת ביחס לסך ההכנסות, ניכרת הרעה במהלך 2017, בדומה להתפתחות בשתי השנים שצוינו לעיל – שנת 2011 ושנת 2014.

בהסתכלות ארוכת טווח, רוב היחסים הפיננסיים מעידים ששנת 2016 הייתה שנת הגאות בענף בתקופה שנבחנה (2010–2017), ואילו שנת 2011 הייתה השנה החלשה ביותר בתקופה זו. בשנת 2017 ההאטה בשוק הדיור השפיעה לרעה בעיקר על יחסי הכיסוי, בשל הפגיעה בתזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, אף כי יחסי הנזילות מעידים שבשלב זה החברות בענף עמידות בטווח הקצר. זאת במקביל ליחסי מינוף יציבים, בהשוואה לשנים קודמות.

⁸ מבחינת הטיפול החשבונאי בדבר ההכרה בהכנסה ממכירת דירות, טרם יישום התקן החדש, נדחתה ההכרה בהכנסה למועד מסירת הדירות לרוכשים. לכן המזומנים שהתקבלו מהרוכשים נרשמו בסעיף "מקדמות מרוכשי דירות". כך שלמעשה, סעיף ההכנסות משקף את ההכנסות מאותן הדירות שנמסרו בשנים הנדונות. לפי התקן החשבונאי החדש ההכרה בהכנסה תהיה על פי קצב התקדמות הבנייה, וההכנסה תירשם כנגד סעיף המזומן או כנגד סעיף הלקוחות. אף שיישומה המחייב של התקן החדש נקבע לינואר 2018 חברות רבות כבר יישמו אותו בדוחותיהן באימוץ מוקדם, וזאת לפי גישת היישום החלקי למפרע (שלפיה ההשפעה המצטברת של היישום לראשונה תיזקף ליתרת הפתיחה של העודפים, ללא יישום למפרע של תקופות דיווח קודמות). השינוי בתקינה החשבונאית בעניין ההכרה בהכנסה, מועדי היישום השונים מחברה לחברה וההשפעה על הדוחות הכספיים במועד היישום – אלה פוגעים במידה מסוימת בניתוח היחסים הפיננסיים וכן בהשוואה של הסעיפים החשבונאיים (למשל ההכנסות, המלאי וההון העצמי) בין החברות ובין התקופות.

2. ניתוח עומק של 12 חברות ציבוריות, מהגדולות בענף

2.1 רקע

נכון לסוף שנת 2017 פועלות בישראל 30 חברות ציבוריות בענף הייזום והבנייה למגורים בארץ. הבחינה להלן מבוססת בעיקרה על נתוני 12 חברות, שהמידע אשר מפורסם לציבור מאפשר את ניתוחן, בעלות נתח השוק הגדול ביותר מבין אלה הפועלות בענף. לפי נתוני המכירות של 12 החברות שנדגמו (במונחי יחידות דיור) בשלוש השנים האחרונות (2015–2017), מדובר על נתח שוק של כ-17% בממוצע, כאשר נתח השוק של כלל החברות הציבוריות בענף מוערך⁹ ב-25%. האשראי הבנקאי והחוץ-בנקאי ל-12 החברות הללו היווה בסוף שנת 2017 כ-34% מהאשראי במשק לענף הבנייה (27 מיליארד ש"ח מתוך 79 מיליארד ש"ח), והאשראי של 30 החברות בענף היווה כ-46% (36.5 מיליארדי ש"ח).

חשוב לציין כי 12 החברות האמורות הן אמנם מן הגדולות במשק, אך ככל הנראה הן אינן מייצגות את כלל הענף, משום שלחלק מהן יש יתרון לגודל ויכולת לצלוח תקופות של הרעה בפעילות בפחות קושי (הן צלחו תקופות דומות בעבר). עם זאת, יש לניתוח המובא כאן כמה יתרונות: מדובר בניתוח החברות הנוטלות כשליש מהאשראי לענף זה, נתח השוק שלהן גדול – 17%, כאמור – ולהתנהגותן ולמצבן יש השלכות משמעותיות על שוק הדיור כולו.

2.2 האינדיקטורים להאטה בפעילות וההשפעה האפשרית

על-פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה הייתה בשנת 2017 ירידה של כ-18% במכירת דירות חדשות, ועל פי נתוני הכלכלן הראשי במשרד האוצר¹⁰ הירידה במכירת דירות חדשות "במחירי שוק" (דירות שאינן במסגרת תוכניות הממשלה) חדה אף יותר – כ-27%, הרמה הנמוכה ביותר מאז שנת 2011. מגמת ההאטה בשוק הדיור נמשכה גם בשנת 2018 והתבטאה הן בירידה של התחלות הבנייה והן בירידה של מכירת דירות חדשות: על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה הייתה ברבעון הראשון של 2018 ירידה של כ-27% במכירת דירות חדשות לעומת הרבעון המקביל של השנה הקודמת וירידה של 4.4% בהשוואה לרבעון הקודם.

ההאטה המשמעותית בשוק הדיור בולטת גם ב-12 החברות הציבוריות שנבחנו. בשנת 2016 הן דיווחו יחד על 5,491 יחידות דיור¹¹ שנמכרו, ואילו ב-2017 הן דיווחו על מכירת 4,324 יחידות דיור¹², ירידה של כ-21%.

ההאטה במכירת דירות חדשות על ידי חברות אלו מורגשת גם בגידולו של מלאי הדירות הלא מכורות, בהתייחס לדירות שבהקמה ולא להן שהקמתן הסתיימה ומכירתן טרם הושלמה. נכון לסוף שנת 2017 מספר יחידות הדיור שטרם נחתמו לגביהן הסכמי מכירה מחייבים (עבור פרויקטים בהקמה) הסתכם ב-6,130, לאחר 5,849 ב-2016 – גידול של כ-5%. אם בוחנים את שיעור היחידות שטרם נחתמו לגביהן הסכמי מכירה מחייבים מתוך מספר היחידות הכולל בפרויקטים בהקמה, ניתן לקבל תמונה רחבה יותר לגבי השפעת ההאטה בשוק הדיור על החברות: ב-2017 מספר היחידות הכולל בפרויקטים בהקמה בחברות אלו הסתכם בכ-13,615 יחידות דיור, לאחר שב-2016 הוא עמד על 14,945 – שיעור של כ-45% ב-2017, לעומת כ-39% בקודמתה. משמע שעל אף ירידה של כ-9% בהיצע הדירות¹³ בפרויקטים שבהקמה לעומת שנת 2016, שיעור מלאי הדירות הלא מכורות גדל, היבט המחדד את תמונת ההאטה בפעילות.

⁹ לפי נתוני ההכנסות של החברות שנדגמו מכלל ההכנסות של החברות הציבוריות בענף.

¹⁰ סקירה כלכלית מיום 11 בפברואר 2018.

¹¹ יחידות דיור שנמכרו על-ידי החברות כולל חלקם של שותפים בפרויקטים.

¹² נתוני הרבעון הראשון של שנת 2018 בחברות אלו מצביעים על מכירה של 1,188 יחידות דיור (בהשוואה ל-880 יחידות בתקופה המקבילה ב-2017), מתוכם 375 יחידות שנמכרו על ידי אחת החברות במסגרת התוכנית מחיר למשתכן.

¹³ הירידה בהיצע הדירות של חברות אלו קשורה ככל הנראה להחלטת הממשלה שלפיה מרבית הקרקעות במדינה ישווקו במסגרת תוכניות הממשלה (כדוגמת "מחיר למשתכן").

הירידה במכירת דירות וההצטברות של מלאי דירות לא מכורות פוגעות בתזרים המזומנים של חברות אלו, וככל שמדובר בהאטה מתמשכת של תקופת זמן ארוכה, עלולה להיווצר פגיעה ישירה ביכולת של החברות לשרת את החוב לבנקים ולספקים, ובנוסף פגיעה ביחסי המינוף להן נדרשות החברות. ההשלכות האפשריות עלולות להביא לערעור המערכת הפיננסית, בשל הקישוריות הגבוהה של החברות בענף, לצד מינוף גבוה. עם זאת, כפי שאנחנו למדים מלוח 1, לחברות בענף יכולת עמידות יציבה, יכולת לצלוח תקופות של האטה ממשית בפעילות – יכולת הישרדותן עמדה במבחן בשנים 1102 ו-4102, שהיו שנים שחונות של ירידת הביקושים בענף.

2.3 מבחני רגישות

כדי לבחון את עמידותן של החברות בענף ואת יכולתן לצלוח תקופות של הרעה בפעילות בדקנו את ההשפעה של שלושה תרחישים אפשריים בעלי הסתברות גבוהה יחסית להתממשות: האטה נוספת במכירת דירות, ירידה של מחירי הדירות והעלאה של שיעור הריבית. נבדקו שלושה יחסים פיננסיים נבחרים, שיכולים לשמש אינדיקציה לעמידותן של החברות: יחס המינוף¹⁴, הנזילות המיידית ויחס תזרים המזומנים מפעילות שוטפת להוצאות המימון.

לשם בחינת התרחישים הנחנו תמונה סטטית של החברות ליום 31/12/17, וממנה גזרנו את התרחישים האפשריים¹⁵, וזאת בהנחות הבאות:

- העלאת שיעור הריבית – השתמשנו בניתוחי הרגישות של החברות המוצגים בביאורים לדוחות הכספיים, ומהם גזרנו את ההשפעה על ההון העצמי בשיעורי ריבית שונים.
- ירידה של מחירי הדירות – השתמשנו בהכנסות ובעלויות הצפויות מכל פרויקט של כל חברה (מתוך תיאור עסקי התאגיד בדוחות הכספיים של החברות), והנחנו שירידת הערך תירשם רק כאשר ההכנסות הצפויות תהיינה נמוכות מהעלויות הצפויות¹⁶. את ירידת הערך של הפרויקט הכפלנו בשיעור הגמר ההנדסי הממוצע לפרויקטים שבהקמה, ולגבי פרויקטים שהקמתם הסתיימה הבאנו בחשבון את מלוא ירידת הערך.
- האטה במכירת דירות חדשות – השתמשנו במספר יחידות הדיור שהחברה מכרה ב-2017 (לפי חלקה) והנחנו שהירידה במספר יחידות הדיור התרחשה כשיעור מתוך מספר זה. ההשפעה על ההון מורכבת ממכפלת יחידות הדיור שחושבו בשיעור הרווח הגולמי הממוצע (משוקלל לפי ההכנסות הצפויות מהפרויקט) ובהכנסה הממוצעת מיחידת דיור. לשם בחינת ההשפעה על תזרים המזומנים השתמשנו באותו חישוב, אך במקום בשיעור הרווח הגולמי השתמשנו בממוצע משוקלל של שיעור הגמר ההנדסי כאומדן לקצב קבלת התקבולים עבור מכירת יחידת דיור בפרויקטים.

לוח 17² מרכז את ההשפעה של שלושת התרחישים, בשילובים שונים, על ממוצע המינוף של החברות בענף (משוקלל לפי נכסים). מתוך לוח זה אנו למדים כי אותם התרחישים משפיעים על המינוף של החברות במידה מוגבלת, ורק בערכי הקיצון (למשל ירידה של 30% במחירי הדירות והאטה של 50% במספר יחידות הדיור שנמכרו במהלך 2017) יחס המינוף מגיע לשיעורים גבוהים (81%), אף כי עדיין לא לרמת המינוף הגבוהה ביותר, שהייתה בשנת 2011 (לוח 4 בנספח). להלן

¹⁴ נוסף על יחס המינוף הסטנדרטי בחנו את יחס החוב הפיננסי ל-CAP (יחס מינוף מקובל יותר בענף המנותח), שהוא רגיש לשינויים בהון העצמי יותר מאשר יחס המינוף הסטנדרטי. להרחבה ראו לוח 5 ולוח 6 בנספח לתיבה.

¹⁵ הנחת העבודה של בחינת התרחישים היא "מה היה קורה אילו במהלך שנת 2017, עד ליום ה-31/12/17, התרחיש היה מתקיים", כאשר כל יתר הגורמים קבועים. זאת כדי לקבל אינדיקציה לעמידותן של החברות בענף. התעלמנו מהשפעה של מסים.

¹⁶ על פי תקן חשבונאות בין-לאומי בדבר מלאי (IAS 2), המלאי יוצג כנמוך מבין העלות לבין שווי המימוש (מחיר המכירה בניכוי עלויות המכירה ועלויות ההשלמה). בתרחיש זה נקטנו הנחה מפשטת, בשל מגבלת המידע, והתעלמנו משווי המימוש של כל פרויקט. לכן ההכרה בהפסד תהיה רק כאשר ערך המלאי במאזני החברות נמוך מעלותו.

¹⁷ הצבעים בלוח, לגבי כל תרחיש, כוילו יחד עם יחס המינוף של 12 החברות שנבחנו לאורך השנים 2010–2017. (ראו לוח 4 בנספח). משמע שיחסי המינוף שחושבו בתרחישים הללו נבחנו בהשוואה ליחסי המינוף לאורך 8 השנים האחרונות.

הסיבות העיקריות לממצא שלפיו השפעת התרחישים על המינוף היא רק בערכי הקיצון: (1) השפעתה של העלאת הריבית על חברות אלו מוגבלת, משום שרובן גם מגייסות אג"ח בבורסה כמימון לפרויקטים או הלוואות בנקאיות שאינן צמודות לפריים (צמודות לליבור, למדד המחירים לצרכן או לשער החליפין), ותשלומי הריבית בדרך כלל אינם מושפעים מהעלאת הריבית¹⁸. (2) ההשפעה של ירידת מחירי דירות ניכרת רק בשיעורים גבוהים (20% ומעלה), משום שברוב החברות שיעורי הרווח הגולמי גבוהים יותר (בממוצע¹⁹ 19%, עם סטיית תקן של 4.4%), וישנם פרויקטים שיכולים להגיע לשיעורי רווח גולמי גבוהים אף יותר. יצוין כי ההכרה בהפסדים מירידת ערך רק כאשר ערך המלאי יורד אל מתחת לעלותו היא הנחה מפשטת; ייתכן ששווי המימוש נמוך יותר²⁰ עוד לפני שערך המלאי בדוחות הכספיים מגיע לעלותו. לפיכך בדקנו תרחיש נוסף, שבו ההנחה היא שכבר ב-2017 נמכרו יח"ד במחירי מכירה נמוכים יותר בשיעורים שונים (לוח 3). ממנו ניתן ללמוד שאמנם ההשפעה על המינוף באה לידי ביטוי גם בתרחישים פחות קיצוניים, אך עדיין לא מדובר בהשפעה משמעותית, ורק בערכי הקיצון מתקרבים לרמות המינוף ששררו בשנים קשות בענף (82%-83%). (3) האטה במכירת דירות והצטברות של מלאי פועלות להקטנת ההון בעיקר בחלק של שיעור הרווח הגולמי, וההשפעה העיקרית של הצטברות מלאי דירות היא על תקבולי המזומנים – כפי שלמדים מאיור 1.

ההשפעה של התרחישים על יחס המינוף באה לידי ביטוי בעיקר בערכי הקיצון

לוח 2: השפעת תרחישים אפשריים על יחס המינוף, ממוצע משוקלל (לפי נכסים)

עלייה של שיעורי הריבית והאטה במכירת דירות חדשות

שיעור הירידה במכירת דירות	עלייה של שיעור הריבית						
	0.0	0.5	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
0.0	75.7	75.8	75.9	76.1	76.3	76.5	76.7
5.0	75.9	76.0	76.1	76.3	76.5	76.7	76.8
10.0	76.0	76.1	76.2	76.4	76.6	76.8	77.0
20.0	76.4	76.4	76.5	76.7	76.9	77.1	77.3
30.0	76.7	76.8	76.9	77.1	77.3	77.5	77.6
40.0	77.0	77.1	77.2	77.4	77.6	77.8	78.0
50.0	77.3	77.4	77.5	77.7	77.9	78.1	78.3

עלייה של שיעורי הריבית וירידת מחירים

שיעור הירידה במחירי הדירות	עלייה של שיעור הריבית						
	0.0	0.5	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
0.0	75.7	75.8	75.9	76.1	76.3	76.5	76.7
5.0	75.8	75.9	75.9	76.1	76.3	76.5	76.7
10.0	75.8	75.9	76.0	76.2	76.4	76.6	76.8
20.0	76.1	76.2	76.3	76.5	76.7	76.9	77.1
30.0	76.8	76.9	77.0	77.2	77.4	77.6	77.8
40.0	77.9	78.0	78.1	78.3	78.5	78.7	78.9
50.0	79.4	79.5	79.6	79.8	80.0	80.2	80.4

ירידת מחירים והאטה במכירת דירות חדשות

שיעור הירידה במכירת דירות	שיעור הירידה במכירת דירות						
	0.0	0.5	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
0.0	75.7	75.9	76.0	76.4	76.7	77.0	77.3
5.0	75.8	75.9	76.1	76.4	76.7	77.0	77.3
10.0	75.8	76.0	76.2	76.5	76.8	77.1	77.4
20.0	76.1	76.2	76.4	76.7	77.0	77.4	77.7
30.0	76.8	77.0	77.1	77.4	77.8	78.1	78.4
40.0	77.9	78.1	78.3	78.6	79.0	79.3	79.6
50.0	79.4	79.6	79.8	80.1	80.5	80.8	81.2

המקור: עיבודי בנק ישראל.

¹⁸ ייתכן שההשפעה של הריבית על המינוף נמוכה אף יותר, עקב הטיפול החשבונאי של היוון עלויות האשראי (IAS 23) למלאי.

¹⁹ חושב ממוצע פשוט בין החברות של הממוצע המשוקלל של שיעור הרווח הגולמי לפי ההכנסות הצפויות מהפרויקטים של כל חברה.

²⁰ על פי תקן חשבונאות בין-לאומי בדבר מלאי (IAS 2), המלאי יוצג כנמוך מבין העלות לבין שווי המימוש (מחיר המכירה בניכוי עלויות המכירה ועלויות ההשלמה). בתרחיש זה נקטנו הנחה מפשטת, בשל מגבלת המידע, והתעלמנו משווי המימוש של כל פרויקט. לכן ההכרה בהפסד תהיה רק כאשר ערך המלאי במאזני החברות נמוך מעלותו.

איור 1 מרכז את ההשפעה האפשרית של האטה במכירת דירות חדשות על שני יחסים פיננסיים שמייצגים את כושר הפירעון ואת רמת הנזילות. ההשפעה על הנזילות ניכרת במידה מסוימת, וגם זאת רק בערכי הקיצון: החל מירידה של 40% במכירת דירות חדשות יחס הנזילות המיידית יורד מהרמה שהייתה ב-2011; לעומת זאת ההשפעה על יחס תזרים המזומנים מפעילות שוטפת להוצאות המימון משמעותית יותר ומעידה על רגישות של החברות בענף לתזרימי המזומנים, מחמת הוצאות המימון הגבוהות: בממוצע, כל ירידה של אחוז במכירת דירות משפיעה על יחס זה יותר מפי שניים. כאשר בוחנים את ההשפעה בשנים 2010–2017 ניתן לראות שכבר בשיעור ירידה של 20% במכירת דירות עוברים את היחס הגרוע ביותר שנרשם בשנים אלו.

עם זאת נציין כי יש להתייחס לתוצאות התרחישים בזירות הראויה: ראשית, הבחינה מתבססת על ניתוח לטווח קצר של עד שנה ובנקודת הזמן הנוכחית, ולכן תוצאות התרחישים אינן בבחינת מידע הצופה פני עתיד לגבי האטה מתמשכת של מספר שנים בפעילות החברות. שנית, אין להסיק מבחינה

לוח 3: השפעת תרחישים אפשריים על יחס המינוף, ממוצע משוקלל (לפי נכסים), בהנחה שכבר ב-2017 הייתה ירידת מחירים

עלייה של שיעור הריבית וירידת מחירים

שיעור הירידה במחירי הדירות	עלייה של שיעור הריבית						
	0.0	0.5	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
0.0	75.7	75.8	75.9	76.1	76.3	76.5	76.7
5.0	76.5	76.6	76.7	76.9	77.1	77.3	77.5
10.0	77.3	77.4	77.5	77.7	77.9	78.1	78.3
15.0	78.1	78.2	78.3	78.5	78.7	78.9	79.1
20.0	79.0	79.1	79.2	79.4	79.6	79.8	80.0
25.0	79.8	79.9	80.0	80.2	80.5	80.7	80.9
30.0	80.7	80.8	80.9	81.1	81.3	81.6	81.8

ירידת מחירים והאטה במכירת דירות חדשות

שיעור הירידה במחירי הדירות	שיעור הירידה במכירת דירות						
	0.0	5.0	10.0	20.0	30.0	40.0	50.0
0.0	75.7	75.9	76.0	76.4	76.7	77.0	77.3
5.0	76.5	76.7	76.8	77.1	77.5	77.8	78.1
10.0	77.3	77.5	77.6	78.0	78.3	78.6	79.0
15.0	78.1	78.3	78.5	78.8	79.1	79.5	79.8
20.0	79.0	79.1	79.3	79.7	80.0	80.4	80.7
25.0	79.8	80.0	80.2	80.5	80.9	81.3	81.6
30.0	80.7	80.9	81.1	81.5	81.8	82.2	82.6

המקור: עיבודי בנק ישראל.

זו על ההסתברות של החברות בענף לחדלות פירעון, משום שבמהלך פעילות העסקים הרגיל שלהן הן יכולות לעשות מגוון של פעולות שאינן באות לידי ביטוי כאשר מניחים "תמונה סטטית" של החברה. נוסף על כך יש לחברות אלו תזרימי מזומנים צפויים מעסקאות קודמות, שאינם מוצאים ביטוי בתרחישים אלו.

על אף האמור, מתוך בחינת תרחישים אפשריים של "תמונה סטטית" והשוואתם לשנים קודמות אנו למדים על האיתנות של החברות בענף בטווח הקצר ועל יכולתן לצלוח הרעה בפעילות: הואיל והיחסים הפיננסיים אינם מגיעים לרמה ששררה בשנים של האטה ניכרת בפעילות, גם בערכים קיצוניים של האטה בפעילות ניתן להניח שבאופק זמן של עד שנה האטה נוספת לא תגרום פגיעה ממשית בחברות, כזאת שתשפיע על המערכת הפיננסית כולה.

השפעת התרחישים על יחס הנזילות המיידית ניכרת רק בערכי הקיצון. מנגד- ההשפעה על יחס כושר פירעון חזקה יותר ומעידה על רגישות של החברות בענף לתזרימי המזומנים

איור 1 השפעת ההאטה במכירת דירות חדשות על יחסים פיננסיים נבחרים, ממוצע משוקלל (לפי נכסים)

שיעור הירידה במכירת דירות	הנזילות המיידית	תזרים המזומנים מפעילות שוטפת להוצאות מימון
0%	0.30	-7.38
5%	0.28	-8.38
10%	0.27	-9.38
20%	0.24	-11.37
30%	0.21	-13.36
40%	0.18	-15.35
50%	0.15	-17.34

המקור: עיבודי בנק ישראל.

3. סיכום ומסקנות

ההאטה בשוק הדיור באה לידי ביטוי בדוחות הכספיים של רוב החברות הציבוריות בענף, וברובן הייתה הרעה בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת. למרות זאת, האינדיקטורים הפיננסיים שנבחנו מצביעים על יציבות של רוב החברות בענף. שנות הגאות בענף הבנייה למגורים ביססו את חוסן של החברות, כך שרובן נהנות מרמת נזילות אשר תשמש אותן לצורך פירעון חובותיהן גם בתקופות של האטה בפעילות. גם יחסי המינוף הפיננסי נותרו יציבים, וברוב החברות לא ניכרת בהם הרעה שיכולה לגרור הרעה בתנאי ההלוואה או דרישה לפירעון מיידי של ההתחייבויות.

ניכר כי רוב החברות מצליחות להניע את פעילותן באמצעות הרחבתה לתחומים נוספים – ייזום ובנייה למגורים בחו"ל, ייזום ובנייה למסחר והשקעה בנכסי נדל"ן מניב (בארץ ובחו"ל). כך, למשל, ישנן חברות שבמהלך 2017 סיווגו מלאי דירות שנועדו תחילה למכירה לנכסי נדל"ן מניב²¹ (צעד שיכול להתפרש גם כאינדיקציה לאי הצלחה במכירה); חלק מהחברות מייצרות לעצמן עתודות קרקע לשנים הקרובות באמצעות פרויקטים של "התחדשות עירונית", ונוסף על כך עדיין יש למרביתן היקף נרחב של פרויקטים בתכנון ועתודות קרקע שיכולים לשמש אותן בשנים הקרובות. לפיכך, בשלב זה (נכון לדצמבר 2017), החברות אינן מזדרזות להיפטר ממלאי הדירות שברשותן על ידי הורדת מחירים בשל מצוקה תזרימית²².

ישנן חברות שמשתתפות בתוכניות הממשלה לצורך הנעת פעילותן, כך ש-6 מתוך 12 החברות הציבוריות שנדגמו משתתפות בתכנית "מחיר למשתכן". מרבית החברות שמשווקות פרויקטים של "מחיר למשתכן" בוחרות לעשות זאת באזורי ביקוש גבוה, בעיקר במרכז הארץ. נראה כי חלק מהחברות לוקחות חלק בתוכניות הממשלה כדרך נוספת להפיק תזרימי מזומנים, על אף שיעורי רווח גולמי נמוכים יותר מאשר בפרויקטים בשוק החופשי.

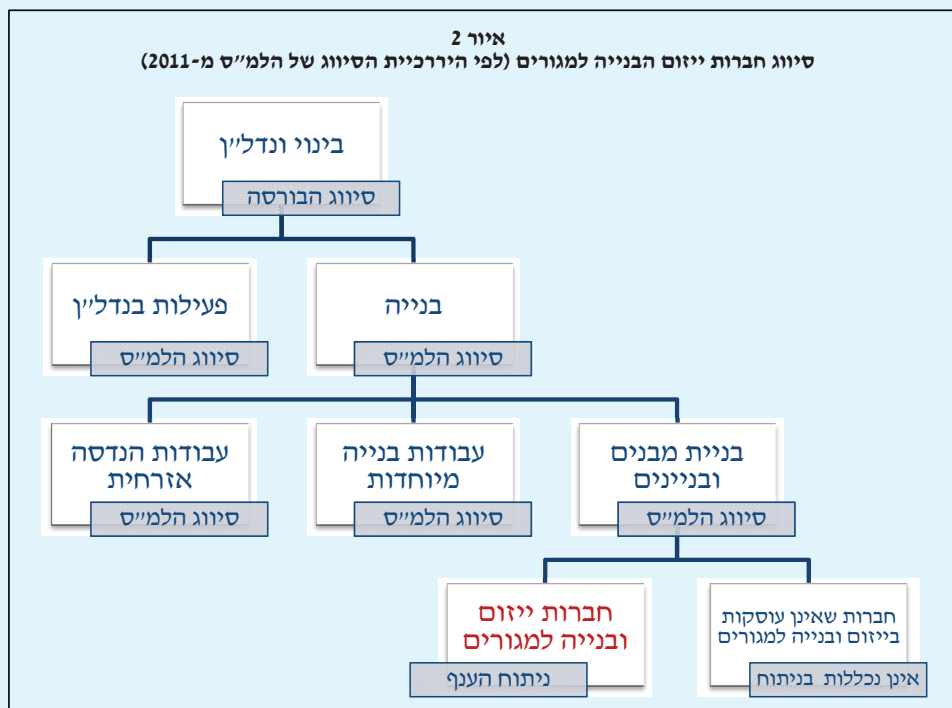
ככל שניתן ללמוד מהדוחות של החברות שנבחנו ומתרחשי הקיצון בטווח הקצר, הרי בשלב זה ההאטה בשוק הדיור אינה פוגעת פגיעה ממשית ביציבותן הפיננסית של החברות הציבוריות בענף ייזום הבנייה למגורים, פגיעה שיכולה להוביל להרעה במערכת הפיננסית כולה. עם זאת, כפי שהוסבר לעיל, ייתכן שהחברות הציבוריות שנבחנו אינן מייצגות את כלל הענף, משום שלא לה יש כלים (מעבר להרחבת הפעילות) להתמודד עם הרעה בפעילות – למשל גיוס הון מניות כדי לחזק את ההון של החברה ובאופן זה לשפר את יחס המינוף, או מיחזור חוב יקר בחוב זול – וחלק מהן כבר עשו בהם שימוש. לעומתן ישנן חברות קטנות רבות שהכלים העומדים לרשותן מצומצמים יותר, ולכן הן חשופות לפגיעה ממשית יותר כתוצאה מהאטה בשוק הדיור²³.

יתר על כן, החברות הפרטיות לרוב מגייסות מימון רק באמצעות אשראי בנקאי, וברוב המקרים מדובר בריבית משתנה (פריים+); לפיכך אם הריבית תעלה, המצוקה התזרימית של החברות תהיה גדולה יותר, ופגיעתה בהן תהיה משמעותית יותר מאשר בחברות הציבוריות בענף (כפי שנלמד מתרחשי הקיצון). מאחר שרוב החברות הקטנות הן פרטיות, ולנו יש גישה רק לדוחות המפורסמים לציבור, אין בידינו לנתח את כלל החברות בענף ולאמוד את יציבותן הפיננסית.

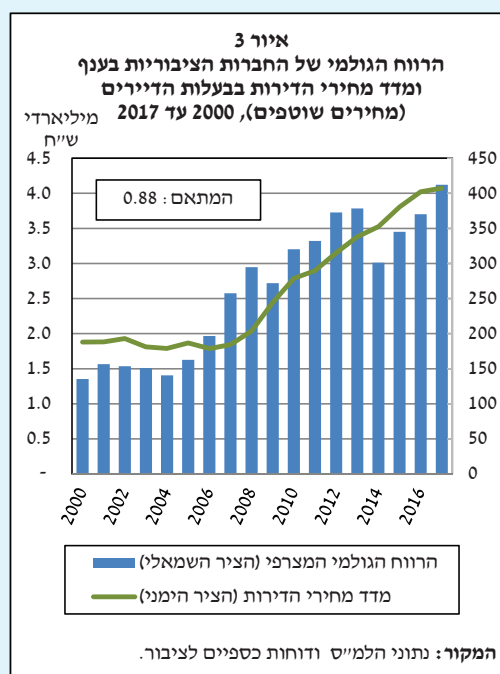
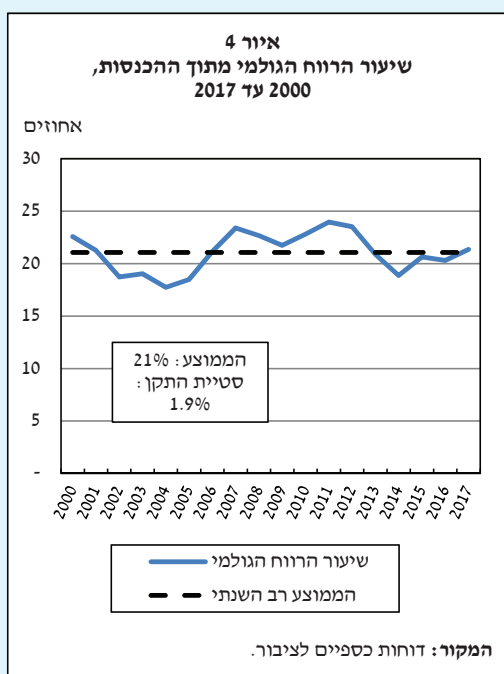
²¹ באופן הזה החברות הרוויחו בשני מישורים: האחד הוא ההכרה ברווח עקב גישת המעברים בין שני התקנים החשבונאיים; השני הוא יצירת מגזר פעילות נוסף לחברה, שיפיק תזרימי מזומנים באמצעות השכרת דירות.

²² זאת אנחנו למדים מהמחיר הממוצע לדירה שעלו דיווחי החברות בשנים 2015–2017 ומההשוואה של המחיר הממוצע של מ"ר בפריקט בין 2016 ל-2017.

²³ דוגמה לכך ניתן להביא מן הדוחות של אחת החברות שנבחנו, זו אשר נתח השוק שלה הוא הנמוך ביותר. בחברה זו הורע משמעותית תזרים המזומנים מפעילות שוטפת, וכן ירד במידה ניכרת מספר היחידות הכולל בפרויקטים שבהקמתה. כתוצאה מההרעה, וככל הנראה כדי לעמוד באמות המידה הפיננסיות שלהן התחייבה, הציעה החברה יחידות דיור במסלול "מחיר למשתכן" בפרויקטים שבנייתם הסתיימה אך מלאי יחידות הדיור טרם נמכר. כתוצאה מכך היא רשמה הפסדים מירידת ערך, וכן בחנה את מלאי הדירות שברשותה והפחיתה את יתרתו בדוחות הכספיים, נכון לסוף שנת 2017. ייתכן שחברה זו מייצגת יותר את החברות הקטנות בענף.



על אף המתאם הגבוה בין הרווח הגולמי המצרפי של החברות בענף עם מדד מחירי הדירות, ניכר שהחברות הציבוריות שמרו על שולי רווח קבועים לאורך השנים.



בהפרדה בין 12 החברות שדוגמו ושאר החברות בענף, ניכרת אותה המגמה של היחסים הפיננסיים, כפי שהוצגה בלוח 11 (יחסים פיננסיים של כל החברות האיבריות בענף)

לוח 4: יחסים פיננסיים נבחרים, 12 החברות שדוגמו ו-18 החברות הנוספות בענף ייזום בניה למאגרים, הממוצע המשוקלל (לפי נכסים) והחציון, 2010 עד 2017

	הממוצע המשוקלל לפי נכסים											
	12 החברות שדוגמו						18 החברות הנוספות בענף ייזום בניה למאגרים					
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2017	2016	2015	2014	2013	2012
י המיניף	0.66	0.70	0.75	0.77	0.78	0.78	0.76	0.78	0.81	0.81	0.81	0.83
	0.57	0.61	0.66	0.68	0.69	0.69	0.67	0.66	0.68	0.69	0.70	0.72
	0.53	0.57	0.64	0.65	0.66	0.66	0.62	0.58	0.64	0.64	0.65	0.69
	-2.95	0.54	-1.73	-3.99	-2.73	0.17	-7.38	9.25	-11.00	3.19	5.34	-0.89
	1.12	1.34	1.62	-1.23	2.00	0.76	7.91	7.73	8.14	6.00	4.83	6.73
זי בשר	0.12	0.14	0.03	-0.03	-0.03	0.08	-0.13	0.19	0.09	-0.01	0.12	0.11
	0.72	0.64	0.44	0.46	0.47	0.41	0.74	0.79	0.78	0.67	0.71	0.62
	0.33	0.31	0.16	0.20	0.14	0.14	0.30	0.33	0.26	0.29	0.32	0.19
	-0.45	0.18	-0.04	-0.25	-0.17	0.38	-0.24	0.22	0.11	-0.10	0.11	0.13
	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
זי נזילות	0.73	0.75	0.79	0.80	0.81	0.82	0.77	0.77	0.81	0.82	0.83	0.83
	0.67	0.65	0.70	0.70	0.66	0.68	0.68	0.66	0.69	0.68	0.72	0.72
	0.61	0.63	0.67	0.67	0.63	0.66	0.66	0.62	0.65	0.67	0.67	0.71
	-2.12	0.59	0.77	-0.87	-0.17	0.30	-2.85	6.73	-1.63	1.38	2.78	-1.85
	3.83	2.09	3.56	0.72	3.91	0.87	4.64	4.45	4.21	2.66	5.14	3.70
זי נזילות	-0.02	0.08	0.03	-0.07	-0.04	0.05	-0.04	0.17	0.16	-0.03	0.07	0.10
	0.54	0.58	0.40	0.39	0.49	0.38	0.55	0.72	0.66	0.45	0.55	0.46
	0.17	0.15	0.12	0.11	0.14	0.09	0.17	0.25	0.12	0.14	0.15	0.08
	-0.05	0.13	0.09	-0.08	0.01	0.18	-0.05	0.14	0.14	-0.06	0.08	0.13
	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11

השפעת התרחישים על יחס החוב הפיננסי ל-CAP, חזקה יותר מאשר השפעתם על יחס המינוף

לוח 5: השפעת תרחישים אפשריים על יחס החוב ל-CAP, ממוצע משוקלל (לפי נכסים)

עלייה של שיעור הריבית והאטה במכירת דירות חדשות

שיעור הירידה במכירת דירות	עלייה של שיעור הריבית						
	0.0	0.5	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
0.0	67.4	67.5	67.7	67.9	68.2	68.4	68.7
5.0	67.6	67.7	67.9	68.1	68.4	68.6	68.9
10.0	67.8	67.9	68.0	68.3	68.6	68.8	69.1
20.0	68.2	68.3	68.4	68.7	68.9	69.2	69.5
30.0	68.6	68.7	68.8	69.1	69.3	69.6	69.9
40.0	68.9	69.1	69.2	69.5	69.7	70.0	70.3
50.0	69.3	69.5	69.6	69.9	70.1	70.4	70.7

עלייה של שיעור הריבית וירידת מחירים

שיעור הירידה במחירי דירות	עלייה של שיעור הריבית						
	0.0	0.5	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
0.0	67.4	67.5	67.7	67.9	68.2	68.4	68.7
5.0	67.5	67.6	67.7	68.0	68.2	68.5	68.7
10.0	67.6	67.7	67.8	68.1	68.3	68.6	68.8
15.0	67.8	68.0	68.1	68.4	68.6	68.9	69.1
20.0	68.7	68.9	69.0	69.2	69.5	69.8	70.0
25.0	70.2	70.3	70.4	70.7	71.0	71.2	71.5
30.0	72.1	72.2	72.3	72.6	72.9	73.2	73.4

ירידת מחירים והאטה במכירת דירות חדשות

שיעור הירידה במכירת דירות	שיעור הירידה במכירת דירות						
	0.0	5.0	10.0	20.0	30.0	40.0	50.0
0.0	67.4	67.6	67.8	68.2	68.6	68.9	69.3
5.0	67.5	67.6	67.8	68.2	68.6	69.0	69.4
10.0	67.6	67.7	67.9	68.3	68.7	69.1	69.5
15.0	67.8	68.0	68.2	68.6	69.0	69.4	69.8
20.0	68.7	68.9	69.1	69.5	69.9	70.3	70.7
25.0	70.2	70.4	70.6	71.0	71.4	71.8	72.3
30.0	72.1	72.3	72.5	72.9	73.4	73.8	74.3

המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח 6: השפעת תרחישים אפשריים על יחס החוב ל-CAP, ממוצע משוקלל (לפי נכסים), בהנחה שכבר ב-2017 התרחשה ירידת מחירים עלייה של שיעור הריבית וירידת מחירים

עלייה בשיעור הריבית							זוגות יציבים
5.0	4.0	3.0	2.0	1.0	0.5	0.0	
68.8	68.5	68.2	68.0	67.7	67.6	67.4	0.0
69.6	69.3	69.0	68.8	68.5	68.3	68.2	5.0
70.4	70.2	69.9	69.6	69.3	69.2	69.0	10.0
71.4	71.1	70.8	70.5	70.2	70.1	69.9	15.0
72.6	72.3	72.0	71.7	71.4	71.3	71.1	20.0
73.9	73.6	73.3	73.0	72.7	72.6	72.4	25.0
75.5	75.2	74.9	74.6	74.2	74.1	73.9	30.0

ירידת מחירים והאטה במכירת דירות חדשות

שיעור הירידה במכירת דירות							זוגות יציבים
50.0	40.0	30.0	20.0	10.0	5.0	0.0	
69.3	68.9	68.6	68.2	67.8	67.6	67.4	0.0
70.3	69.9	69.5	69.1	68.7	68.5	68.3	5.0
71.4	70.9	70.5	70.1	69.7	69.5	69.3	10.0
72.4	72.0	71.6	71.1	70.7	70.5	70.3	15.0
73.5	73.1	72.6	72.2	71.8	71.5	71.3	20.0
74.7	74.2	73.7	73.3	72.8	72.6	72.4	25.0
75.9	75.4	74.9	74.4	74.0	73.7	73.5	30.0

המקור: עיבודי בנק ישראל.