

פרק ד'

המערכת הפיננסית ויציבותה

- ◆ בשנת 2010 נמשכו המגמות החיוביות במערכת הפיננסית המקומית; זאת לאחר שב-2009 התחוללה בה תפנית חדה, והמערכת התאוששה במהירות מרשימה מהמשבר הגלובלי העמוק שפגע בה.
- ◆ המגמות החיוביות במערכת הפיננסית המקומית הושפעו מהמשך ההתייצבות של המערכת הפיננסית הגלובלית ב-2010. זו הופרעה במידה מסוימת בשל החרפת הקשיים במימון החוב במספר מדינות באירופה במהלך השנה ובשל התמשכות הבעיות בשוק הדיור בארה"ב, וכן משום שקצב הצמיחה במדינות המפותחות ב-2010 היה איטי מהמצופה בעת יציאה ממיתון.
- ◆ רמתה הנמוכה של הריבית בישראל והצפי להמשך ההתרחבות של הפעילות הכלכלית תמכו בהמשך עליית מחירי הנכסים בשווקים המקומיים: שערי המניות עלו בשיעורים נאים והגיעו לרמות שיא; בשוק איגרות החוב הממשלתיות ובשוק אג"ח החברות - נמשכו עליות המחירים, והתשואות הגיעו לשפל היסטורי, תוך המשך צמצום המירווחים בשוק אג"ח החברות. מחירי הדיור הוסיפו ועלו עלייה חדה, זו השנה השלישית ברציפות.
- ◆ העמידות של המוסדות הפיננסיים - הבנקים וחברות הביטוח - התחזקה, זו השנה השנייה ברציפות, הודות להמשך חיזוק מבנה ההון שלהם על רקע רווחיות גבוהה, ודרישות רגולטוריות להגדלת בסיס הוןם.
- ◆ בשנת 2010 התמודד המשק הישראלי עם תנועות הון לטווח קצר מחו"ל - בעיקר עסקות המרה והחלף של מטבע חוץ לשקלים ורכישת מק"ם; אלה הונעו על ידי פערי הריבית בין ישראל למדינות המפותחות, שבהן רמת הריבית הייתה עדיין כמעט אפסית.
- ◆ התגברות החשיפה של המשק לתנועות הון לטווח קצר מחו"ל הגבירה את החשיפה של המגזר העסקי לתנודות חדות בשער החליפין, שאינן מתאימות לתנאים הבסיסיים של המשק, אתגרה את ניהול המדיניות המוניטרית וחשפה את המשק לסיכון במקרה של יציאת הון מהירה המלווה בפיחות מהיר.
- ◆ התשואות הנמוכות באפיקי ההשקעה הנושאים ריבית והריביות הנמוכות בשוק המשכנתאות הגבירו את הביקוש לרכישת דירות, גם כנכס השקעה, ומגמה זו, לצד בעיות בצד ההיצע, הובילו לעליית מחירי הדירות ביותר מ-50 אחוזים בשלוש השנים האחרונות - קצב המעורר חשש להתפתחות בועה.
- ◆ על אף ההתייצבות של המערכת הפיננסית המקומית בשנתיים האחרונות, נדרשים עדיין צעדים נוספים שיתמכו ביציבותה, בעיקר על רקע אי-הוודאות הגבוהה והשברירות של התייצבות המערכת הפיננסית בחו"ל. בין הצעדים הנדרשים: המשך חיזוק יציבותם של המוסדות הפיננסיים וניהול מדיניות מקרו-יציבותית לטיפול מוקדם בסיכונים המתפתחים במערכת הפיננסית, ובפרט המשך הטיפול בעלייה המהירה של מחירי הדיור, ובמידת הצורך - גם בשוק אג"ח החברות.

1. מגמות במערכת הפיננסית המקומית ב-2010 וסיכונים לעתיד

בשנת 2010 נמשכו המגמות החיוביות במערכת הפיננסית המקומית; זאת לאחר שב-2009 חלה במערכת תפנית חדה, והיא התאוששה במהירות מרשימה מהמשבר הגלובלי העמוק שפגע בה (לוח ד'-1). פגיעת המשבר הגלובלי במערכת הפיננסית המקומית הייתה מתונה ביחס לעוצמת הזעזוע שחווי מדינות מפותחות אחרות. היא התמקדה בעיקר בשווקים הפיננסיים, בפרט בשוק האשראי החוץ-בנקאי, וכן במוסדות הפיננסיים שהעמידו אשראי זה, בעוד שהמערכת הבנקאית - על אף הזעזוע שעברה - נותרה יציבה. (פירוט של הסיבות לעמידותו של המשק למשבר ראו בדוח בנק ישראל לשנת 2009).

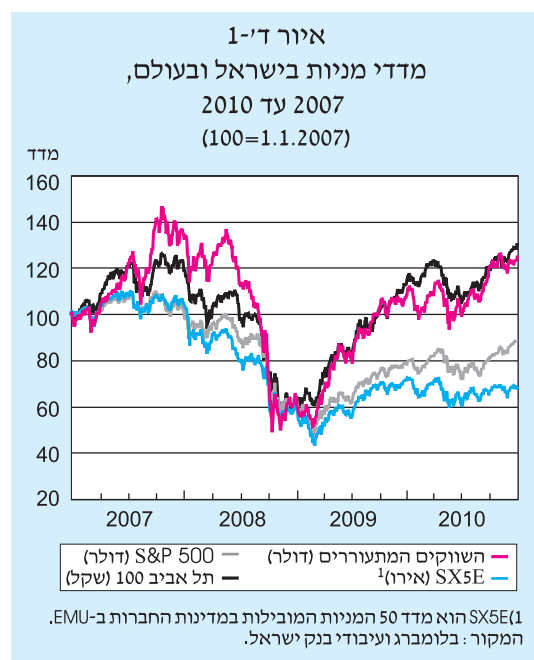
המגמות החיוביות במערכת הפיננסית המקומית ב-2010 הושפעו מהמשך ההתייצבות של המערכת הפיננסית הגלובלית ומתחזיות חיוביות להמשך ההתרחבות של הפעילות הריאלית המקומית. מגמות אלה התבטאו, בין היתר: בהמשך עליית שערי המניות בשיעורים נאים, דומים לשיעורי העלייה בשווקים אחרים בעולם, עד לרמות שיא (איור ד'-1); בהמשך העלייה של שערי איגרות החוב הממשלתיות, בשיעור דומה לעלייתם ב-2009, תוך ירידת התשואות לשפל היסטורי; בירידה נוספת של התשואות ומירווחי הסיכון בשוק האשראי החוץ-בנקאי והתקרבות המירווחים לרמות של ראשית 2008; בהמשך ההנפקות של אג"ח חברות בהיקף ברוטו דומה לזה של 2009; בירידה מתונה בפרמיית הסיכון של המשק, לאחר ירידתה התלולה ב-2009; בעמידות של המוסדות הפיננסיים (בנקים וחברות ביטוח), שהוסיפה והשתפרה הודות להמשך שיפור יחסי ההון שלהם, על רקע רווחיות גבוהה ודרישות רגולטוריות להגדלת בסיס הוןם; ובתשואות הגבוהות שהציגו גופי החיסכון לטווח ארוך.

ההתייצבות המערכת הפיננסית הגלובלית ב-2010 הופרעה במהלך השנה בעקבות החרפת הקשיים במימון החוב הממשלתי של מספר מדינות באירופה - ביניהן יוון,

בשנת 2010 נמשכו המגמות החיוביות במערכת הפיננסית המקומית; זאת לאחר שב-2009 חלה בה תפנית חדה, והמערכת התאוששה במהירות מרשימה מהמשבר הגלובלי העמוק שפגע בה.

המגמות החיוביות במערכת הפיננסית המקומית ב-2010 הושפעו מהמשך ההתייצבות של המערכת הפיננסית הגלובלית ומתחזיות חיוביות להמשך ההתרחבות של הפעילות הריאלית המקומית.

ההתייצבות המערכת הפיננסית הגלובלית ב-2010 הופרעה במהלך השנה בעקבות החרפת הקשיים במימון החוב הממשלתי של מספר מדינות באירופה והחשש שאם המשבר יחריף יהיו לו השלכות על יציבות הבנקים באירופה.



ספרד אירלנד ופורטוגל - והחשש שאם המשבר יחריף יהיו לו השלכות על יציבות הבנקים באירופה (איור ד'-2). ההתייצבות השתקפה בהמשך עליות השערים בשווקים הפיננסיים, לאחר ההתאוששות המהירה ב-2009, ובהמשך ההתייצבות של המוסדות הפיננסיים; זאת תוך גידול של זמינות האשראי בארה"ב והידוק קל בהיצע האשראי באירופה. המגמות החיוביות, ובפרט זמינות האשראי למגזר העסקי, תמכו בהמשך ההתאוששות השברירית של הפעילות הריאלית במדינות המפותחות, שהייתה איטית מהמצופה בעת יציאה ממיתון, לעומת קצב צמיחה מואץ במדינות המתעוררות, שנפגעו פחות מהמשבר.

לוח ד'-1

אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2005 עד 2010
(אחוזים)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	
א. הסביבה העולמית						
4.8	-0.6	2.8	5.3	5.2	4.6	שיעור הצמיחה של התמ"ג העולמי
11.8	-11.0	2.9	7.4	8.9	7.8	שיעור הגידול של הסחר העולמי
2.8	4.5	3.8	1.9	2.0	3.2	המירווח על אג"ח של המשקים המתעוררים EMBI (ממוצע שנתי)
22.6	31.5	32.7	17.5	12.8	12.8	מדד VIX של Chicago Board Options Exchange (ממוצע שנתי)
ב. הסביבה המקומית						
74.5	77.6	75.1	75.8	82.3	91.5	יחס החוב הממשלתי לתמ"ג (סוף תקופה)
-23.0	-27.0	-22.6	-23.9	-21.1	-15.6	יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג (סוף תקופה)
135.0	136.5	142.2	142.1	135.5	137.3	יחס האשראי למגזר הפרטי לתמ"ג (סוף תקופה)
131.6	131.2	139.1	140.1	132.1	132.9	יחס האשראי למגזר העסקי לתוצר המגזר העסקי (סוף תקופה)
62.0	61.7	62.5	60.7	58.9	63.2	נטל האשראי על משקי הבית (יחס האשראי להכנסה הפנויה)
1.18	1.57	0.98	0.22	0.31	0.32	פרמיית הסיכון של ישראל (מירווח ה-CDS, ממוצע שנתי)
1.49	1.83	2.24	0.94	1.52	2.09	הפער בין תשואת אג"ח ממשלתיות שקליות לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב, ל-10 שנים (ממוצע שנתי)
3.10	5.56	4.02	1.66	1.08	1.20	המירווח בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות (ממוצע שנתי)
ג. הנכסים הפיננסיים						
מדדי סיכון (ממוצע תקופתי)						
סטיית התקן הגלומה באופציות						
9.3	13.7	15.1	9.3	7.3	6.3	על שער החליפין
21.0	32.1	33.8	21.2	21.1	19.3	על מדד ת"א 25
סטיית התקן בפועל						
6.3	10.4	14.6	7.0	5.3	4.6	של שער החליפין
13.4	18.6	24.2	14.1	13.0	12.9	של מדד המניות הכללי
מחירים ותשואות (במונחים שנתיים)						
-6.0	-0.7	-1.1	-9.0	-8.2	6.8	שיעור השינוי של השקל מול הדולר (במהלך השנה)
-4.8	4.3	-10.1	-3.1	0.0	1.1	שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך השנה)
12.6	78.7	-46.4	23.3	5.4	33.2	שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך השנה)
התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא צמודות ל-5 שנים (ממוצע שנתי)						
3.8	3.9	5.2	5.2	6.1	5.6	

(1) המירווח מעל שטרי אוצר אמריקאיים.

לוח ד'-1 (המשך)
אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2005 עד 2010
 (אחוזים)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	
						ד. עמידות המערכת הפיננסית
						מערכת הבנקאות (סוף תקופה)
14.1 ¹	13.6	11.1	11.0	10.8	10.7	יחס ההון לרכיבי הסיכון
8.5 ¹	8.3	7.5	7.6	7.4	7.1	יחס ההון העצמי לרכיבי הסיכון
15.7 ¹	6.6	7.1	6.2	8.4	9.8	יחס האשראי הבעייתי לסך האשראי המאוזני
						חברות הביטוח (סוף תקופה)
6	5.8	3.9	6	---	---	יחס ההון הראשוני לנכסים
43.1	41.5	32.5	42.6	---	---	משקל נכסי הסיכון בסך הנכסים
						קופות גמל² (סוף תקופה)
59.6	58.4	57.0	56.5	52.3	50.1	משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
28.3	28.7	23.2	18.4	22.6	23.6	יחס הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
						נזילות השווקים
-7.7	-3.8	4.6	42.7	27.1	35.6	השינוי במחזור המסחר היומי הכולל בשווקים
0.07	0.10	0.11	0.08	0.08	0.08	מירווח ה-bid-ask בשוק שקל-מט"ח (ממוצע שנתי)

(1) נתונים לספטמבר 2010.

(2) כולל קופות גמל מרכזיות לפיצויים וקרנות השתלמות.

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

החרפת משבר החוב באירופה ברביע השני של השנה הובילה לירידות שערים בשווקים הגלובליים (כולל ישראל), ואלה נבלמו רק הודות לתוכנית סיוע של האיחוד האירופי וקרן המטבע למדינות שבקשיים. החשש מהשלכות משבר החוב התחזק שוב לקראת סוף השנה, אך הפעם הוא לא פגם במגמת העליות בשווקים הפיננסיים הגלובליים, והתבטא בעיקר במדינות שבקשיים - בעליות חדות נוספות של פרמיות הסיכון ושל עלויות הגיוס, ובהמשך גם בהורדות דירוג החוב שלהן.

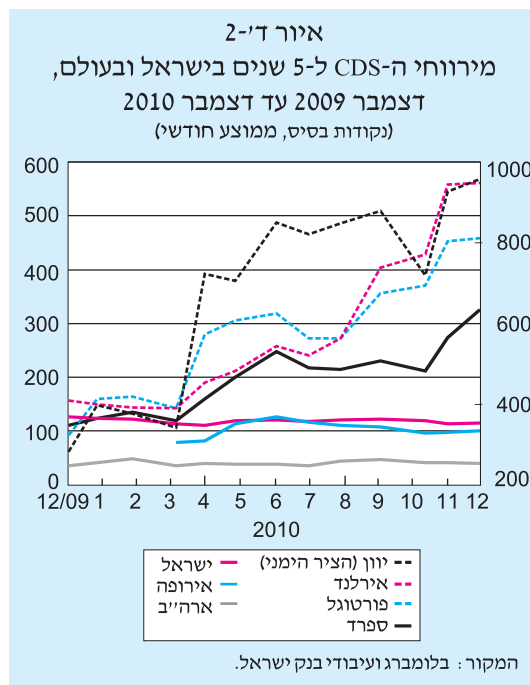
על רקע ההתאוששות המהוססת של הפעילות הריאלית במדינות המפותחות ושיעורי האבטלה הגבוהים במדינות אלו המשיכו בנקים מרכזיים בארה"ב ובאירופה לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד, ובחלק מהמדינות, בעיקר בארה"ב, הוסיפו לכך תוכניות חדשות להרחבה כמותית, שלוו גם בצעדים פיסקליים כדי לתמוך בהתאוששות.

ההזרמות המוניטריות והפיסקליות הנרחבות במדינות המפותחות יצרו עודפי נזילות גדולים במדינות אלו, והביאו להתחדשות זרמי ההון מהמדינות המפותחות למדינות המתעוררות בניסיון להשיג תשואות גבוהות יותר; זאת בעקבות שיעורי הריבית הגבוהים יותר במדינות המתעוררות והשיפור במצבן היחסי בעקבות המשבר. מדינות אלו, שנפגעו במידה פחותה מהמשבר, נהנו מגירעונות תקציביים נמוכים יחסית ומתחזיות לצמיחה בשיעורים גבוהים. זרמי ההון תרמו לעליית מחירי הנכסים בשווקים המתעוררים וללחץ לייסוף שערי החליפין בהם, והניעו מספר מדינות לנקוט צעדים לשם מיתון מגמות אלו.

ההזרמות המוניטריות והפיסקליות הנרחבות במדינות המפותחות יצרו עודפי נזילות גדולים במדינות אלו, והביאו להתחדשות זרמי ההון מהמדינות המפותחות למדינות המתעוררות, בניסיון להשיג תשואות גבוהות יותר.

ביניהם התערבות בשוק מטבע החוץ והגבלות שונות על תנועות ההון.

חלק מתנועות ההון האלה זרמו אל המשק הישראלי, מפני שההעלאות של ריבית בנק ישראל מאז הרביע האחרון של 2009 הגדילו את פערי הריבית בין המשק המקומי לחו"ל, ומפני מצבו הריאלי הטוב יחסית של המשק והעמידות שהוא גילה במהלך המשבר. זרמי ההון הופנו בעיקר לעסקות טווח קצר של המרה והחלף מטבע חוץ בשקלים ולרכישת מק"ם; בכך הם הגבירו את הלחץ הבסיסי על שער החליפין, שמקורו בעודף מתמשך בחשבון השוטף מאז 2003. חלקם של תושבי חוץ בעסקות ההמרה של מטבע חוץ לשקלים עלה, ועמד ב-2010 על 62 אחוזים במוצע מנפח העסקאות הכולל, ושיעור החזקתם של תושבי



חוץ במק"ם הגיע בסוף 2010 ל-28.4 אחוזים מהמלאי. בתחילת 2011 הוא אף הוסיף ועלה.

כנגד זאת ירדו ב-2010 ההשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק והשקעותיהם הפיננסיות במניות ירידה חדה, המשך לירידתן של השקעותיהם הישירות ב-2009¹.

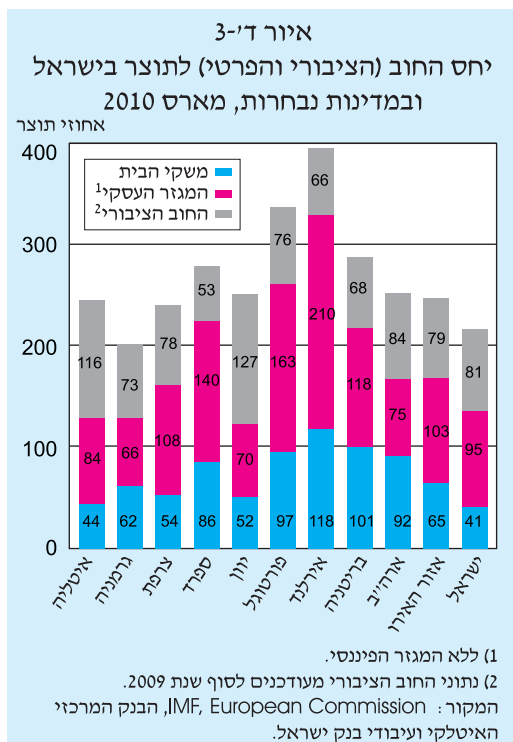
כתוצאה מהתגברות תנועות ההון לטווח קצר וממגמת היחלשותו של הדולר בעולם במחצית השנייה של השנה נוצרו כוחות לייסוף, ושער החליפין של השקל יוסף במהלך השנה הן ביחס לדולר והן ביחס לאירו, ב-6.0 אחוזים וב-12.9 אחוזים, בהתאמה, למרות המשך ההתערבות של בנק ישראל במסחר. הייסוף התרחש במחצית השנייה של השנה לאחר פחות במחצית הראשונה.

התגברות החשיפה של המשק לתנועות ההון לטווח קצר מחו"ל הגבירה את הסיכון הפיננסי של המשק ואת החשיפה של המגזר העסקי לתנודות חדות בשער החליפין, שאינן מתאימות לתנאים הבסיסיים של המשק. תנודות אלו מאתגרות את ניהול המדיניות המוניטרית וחושפות את המשק לסיכון במקרה של תפנית ויציאת הון מהירה, המלווה בפחות מהיר. ואולם הרמה הגבוהה של יתרות מטבע החוץ של המשק, שנצברו בשנתיים האחרונות כתוצאה מרכישות מטבע החוץ של בנק ישראל, מקנה למשק כלים להתמודד עם סיכון זה, לפחות במשך פרק זמן מסוים. (הרחבה בנושא מדיניות שער החליפין ראו בפרק ג').

תנועות הון זרמו לישראל, מפני שההעלאות של ריבית בנק ישראל הגדילו את פערי הריבית בין המשק המקומי למשקים מפותחים אחרים, ומפני מצבו הריאלי הטוב יחסית של המשק ועמידותו במהלך המשבר.

כתוצאה מהתגברות תנועות ההון לטווח קצר וממגמת היחלשותו של הדולר בעולם במחצית השנייה של השנה, יוסף שער החליפין של השקל במהלך השנה, למרות המשך ההתערבות של בנק ישראל במסחר.

¹ ההשקעה נטו במניות בת"א ב-2010 הייתה שלילית והסתכמה ב-0.8 מיליארדי דולרים, לעומת השקעה נטו חיובית של 1.7 מיליארדים ב-2009. ייתכן שהירידה החדה של ההשקעה במניות בת"א קשורה גם להתאמות שנדרשו בתיקי המשקיעים הזרים בעקבות המעבר של ישראל, במאי 2010, ממדד ה-MSCI של השווקים המתעוררים למדד ה-MSCI של השווקים המפותחים.



אחת הסיבות לעמידותו של המשק הישראלי למשבר קשורה לנטל החוב הכולל של המשק², שהיה, בשיאו של המשבר, נמוך ביחס לזה של מדינות אחרות, בפרט ביחס למדינות שנפגעו קשות מהמשבר, כארה"ב, בריטניה, אירלנד וספרד. כך למשל עלה במתינות יחס החוב לתוצר של המגזר הפרטי הלא-פיננסי בישראל בשנים שקדמו למשבר, בניגוד לעלייה מואצת במדינות שנפגעו ממנו קשות. בלטה במיוחד רמתו הנמוכה של יחס החוב של משקי הבית לתוצר, לעומת משקים אחרים, וכן יחס החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי, שהיה נמוך מהממוצע במדינות אחרות (איור ד-3). שני אלו "פיצו" על נטל חוב גבוה יותר במגזר הממשלתי. בעקבות המשבר עלה נטל החוב הממשלתי ביחס לתוצר במדינות מפותחות רבות, והן נזקקו לתוכניות חילוץ ממשלתיות

אחת הסיבות לעמידותו של המשק הישראלי למשבר קשורה לנטל החוב הכולל של המשק, שהיה, בשיאו של המשבר, נמוך ביחס לזה של מדינות אחרות, בפרט ביחס למדינות שנפגעו קשות מהמשבר.

נרחבות; ישראל לא נדרשה לתוכניות סיוע כאלה, ומצבה היחסי אף השתפר בעקבות ירידת החוב הממשלתי והפרטי ביחס לתוצר, בניגוד למגמה בעולם.

העמידות של המוסדות הפיננסיים בישראל - בנקים וחברות ביטוח - הוסיפה והשתפרה ב-2010, המשך לשיפור ב-2009, הודות להטבה נוספת ביחסי ההון שלהם, על רקע רווחיות גבוהה ודרישות רגולטוריות לחיזוק בסיס ההון. יחס ההון הראשוני וההון הרגולטורי לנכסי הסיכון במערכת הבנקאית המקומית נותר גבוה, ברמה של 8.5 אחוזים ו-14.1 אחוזים, בהתאמה, מעל לרמות ההון שהוחלט בעולם להגיע אליהן עד 2019. בשוק הביטוח הוחלט על הערכות ליישום Solvency 2³, ובפועל היה ההון בחברות הביטוח בסוף 2010 גבוה מהמינימום הנדרש על פי המיתווה שנקבע להתאמתו לדרישות הבין-לאומיות. חיזוק מבנה ההון במוסדות הפיננסיים לווה גם בדרישות רגולטוריות לחיזוק הממשל התאגידי וניהול הסיכונים בהם - צעדים הצפויים לתמוך בעמידות של המוסדות הללו לזעזועים.

הריבית הריאלית לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות הוסיפה וירדה גם ב-2010 והגיעה לרמות שפל - המשך למגמת הירידה ארוכת הטווח שלה מרמות של למעלה מ-5 אחוזים בראשית העשור עד 2.5 אחוזים בסוף 2010 (איור ד-4). הריבית הריאלית הקצרה ירדה אף יותר - מרמות של 7 אחוזים בראשית העשור עד לרמה של -0.5 אחוז בסוף 2010. רמתה השלילית של הריבית הריאלית הקצרה החל ממאי 2009 מבטאת את ההרחבה המוניטרית הגדולה שבנק ישראל נוקט בשנתיים האחרונות, על רקע המשבר ושיעורי הריבית הנמוכים בעולם. המשך ירידתה של הריבית הריאלית הארוכה ב-2010, על אף

העמידות של המוסדות הפיננסיים בישראל - בנקים וחברות ביטוח - הוסיפה והשתפרה ב-2010, המשך לשיפור ב-2009, הודות להטבה נוספת ביחסי ההון שלהם, על רקע רווחיות גבוהה ודרישות רגולטוריות לחיזוק בסיס ההון.

הריבית הריאלית לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות הוסיפה וירדה גם ב-2010 לרמות שפל - המשך למגמת הירידה ארוכת הטווח שלה.

² החוב הציבורי והפרטי ללא המגזר הפיננסי.

³ דירקטיבה שאומצה על ידי הפרלמנט והמועצה האירופית, ומטרתה ליצור משטר אירופי אחיד לפיקוח על חברות הביטוח. הדירקטיבה מסדירה נושאים הנוגעים להתנהלות חברות הביטוח וביניהם: רישוי, ניהול סיכונים ודרישות הון, ממשל תאגידי ופיקוח על פעילות חוצה גבולות.

העלאות הריבית הנומינלית לטווח קצר על ידי בנק ישראל, קשור בעיקר לירידתן של התשואות לטווח ארוך בעולם, וכן לאמינותה של המדיניות הפיסקלית: זו סיימה את השנה, כמו את קודמתה, בגירעון נמוך משמעותית מהתקרה שנקבעה.

עלויות השערים בשווקים הפיננסיים הביאו לעליית ערך תיק הנכסים של הציבור ב-2010 ב-9.7 אחוזים, המשך לעלייה של 22 אחוזים ב-2009 (לוח ד'-2). גם הרכב התיק השתנה בשנתיים האחרונות, בהשפעת הריבית הנמוכה: זו הגדילה את הביקוש לנכסים הנושאים תשואה וסיכון גבוהים, כמניות ואג"ח חרות - על חשבון הפיקדונות בבנקים ואיגרות החוב הממשלתיות. כתוצאה מכך עלו מחירי המניות ואג"ח החרות, וחלקן בתיק עלה לשיעורים דומים לאלה ששררו בסוף 2007, לפני החרפת המשבר, אך גבוהים מאלו שהוחזקו בשנים שקדמו לכך (איור ד'-5). חלקן של המניות ואג"ח החרות בתיק הנכסים של הציבור עלה מכ-21 אחוזים בסוף 2008 ל-33 אחוזים בסוף 2010, במקביל לירידת חלקם של הפיקדונות ואיגרות החוב הממשלתיות מ-58 אחוזים ל-48 אחוזים. התאמות אלה בתיק הנכסים השתקפו גם בעלייה של היקף הנפקת המניות, בהמשך ההנפקה של אג"ח החרות וירידת תשואותיהן ובצבירות חיוביות בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה באג"ח חרות.

מכך עלו מחירי המניות ואג"ח החרות, וחלקן בתיק עלה לשיעורים דומים לאלה ששררו בסוף 2007, לפני החרפת המשבר, אך גבוהים מאלו שהוחזקו בשנים שקדמו לכך (איור ד'-5). חלקן של המניות ואג"ח החרות בתיק הנכסים של הציבור עלה מכ-21 אחוזים בסוף 2008 ל-33 אחוזים בסוף 2010, במקביל לירידת חלקם של הפיקדונות ואיגרות החוב הממשלתיות מ-58 אחוזים ל-48 אחוזים. התאמות אלה בתיק הנכסים השתקפו גם בעלייה של היקף הנפקת המניות, בהמשך ההנפקה של אג"ח החרות וירידת תשואותיהן ובצבירות חיוביות בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה באג"ח חרות.

בלטה במיוחד עליית חלקן של אג"ח החרות: שיעורן בתיק הגיע ב-2010 לשיא, ובמחצית השנייה של השנה עמד במוצע על 12 אחוזים, גבוה משיעורן ערב המשבר. הגדלת ההחזקות באג"ח החרות התבצעה באמצעות קרנות הנאמנות, בעוד שגופי החיסכון לטווח ארוך בחרו להקטין את החזקתם בהן ואת חלקן בתיקים שהם מנהלים; זאת כנראה בהשפעת הזעזוע שהם ספגו בתקופת המשבר על רקע שיעורי השקעתם הגבוהים באג"ח החרות (לוח ד'-3).

במקביל הגדילו גופי החיסכון לטווח ארוך בשנתיים האחרונות את השקעתם בחו"ל במידה משמעותית, וזאת בניגוד לציבור הרחב, שהקטין את חשיפתו לחו"ל. הגדלת שיעורי ההשקעה בחו"ל

איור ד'-4
הריבית הריאלית לטווח ארוך ולטווח קצר¹,
2000 עד 2010
(ממוצעים חודשיים)

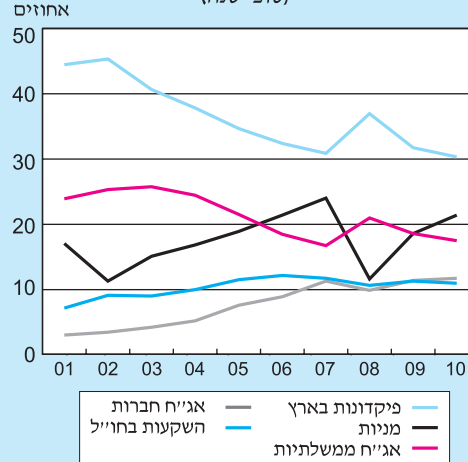


ערך תיק הנכסים של הציבור עלה ב-2010, יחד עם עליית חלקם של הנכסים המאופיינים בתשואה וסיכון גבוהים, כמניות ואג"ח חרות – על חשבון הפיקדונות בבנקים ואיגרות החוב הממשלתיות.

חלקן של אג"ח החרות בתיק הנכסים של הציבור הגיע ב-2010 לשיא, והחזקתן של קרנות הנאמנות באג"ח אלו גדלה.

גופי החיסכון לטווח ארוך הגדילו בשנתיים האחרונות את השקעתם בחו"ל.

איור ד'-5
הרכב תיק הנכסים של הציבור,
2001 עד 2010
(סופי שנה)



לוח ד'-2

התפלגות תיק הנכסים הכספיים של הציבור¹, 2005 עד 2010 (סופי שנה)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	
2,523.6	2,299.5	1,886.7	2,055.9	1,839.2	1,648.0	סך כל התיק (מיליארדי ש"ח)
9.7	21.9	² -2.8	11.8	11.6	16.0	שיעור השינוי הנומינלי (אחוזים)
						(ההתפלגות באחוזים)
30.3	31.7	37.0	30.8	32.4	34.6	מזומן ופיקדונות
2.7	2.7	3.5	3.2	4.6	4.1	מק"ם
17.5	18.5	21.0	16.7	18.4	21.4	אג"ח ממשלתיות ³
11.7	11.4	9.8	11.2	8.9	7.6	אג"ח חברות ⁴
21.3	18.5	11.5	24.0	21.4	18.9	מניות בארץ ⁵
10.9	11.2	10.6	11.7	12.1	11.5	השקעות בחו"ל ⁶
5.5	5.9	6.7	2.4	2.2	1.9	אחר ⁷

(1) "הציבור" אינו כולל את הממשלה, את בנק ישראל, את השקעות תושבי חוץ, את הבנקים המסחריים ואת הבנקים למשכנתאות.

(2) שיעור השינוי הנומינלי בנטרול התוספת מפברואר 2008 בגין התחייבות הממשלה לסיוע לקרנות הפנסיה הוא 11.7 - אחוזים.

(3) כולל אג"ח מיועדות.

(4) סחירות ולא סחירות, כולל אג"ח להמרה.

(5) כולל אופציות Warrant.

(6) לרבות השקעה בניירות ערך ישראליים הנסחרים בחו"ל, ולמעט השקעה בתעודות-סל הנסחרות בת"א על מדדים בחו"ל.

(7) מפברואר 2008 - כולל התחייבות הממשלה לסיוע לקרנות הפנסיה הוותיקות. התחייבות זו עמדה בפברואר 2008 על סך 72 מיליארדי ש"ח.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוותה בחלקה בגידור סיכוני שער החליפין, ולפיכך היא לא קיזזה את הלחץ לייסוף שער החליפין מכיוון תנועות ההון של המשקיעים הזרים. בשיעורי השקעה גבוהים בחו"ל בלטו קרנות הפנסיה החדשות וחברות הביטוח (בתוכניות המשתתפות ברווחים), שבסוף 2010 השקיעו בחו"ל 19.4 ו-27.0 אחוזים מהתיק שלהן, בהתאמה. הגדלת שיעור ההשקעה בחו"ל מרחיבה את פיזור סיכוני ההשקעה של המשקיעים המוסדיים, וזאת נוסף על תרומתה להגדלת הנזילות בתיקיהם עקב יכולתם לממש נכסים בהיקפים גדולים בלי להשפיע על מחיריהם; אולם חשוב שהיא תיעשה תוך הבנה מעמיקה של השווקים הבין-לאומיים ותוך ניהול החשיפות הקשורות לשער החליפין.

התשואות הנמוכות באפיקי השקעה הנחשבים כבעלי סיכון נמוך יחסית והריביות הנמוכות בשוק המשכנתאות הגבירו את הביקוש של הציבור בישראל לרכישת דירות, חלקן אף כנכס השקעה, ומגמה זו, לצד בעיות בצד היצע הדירות, הובילו לעליית מחירי הדירות בכ-16 אחוזים ב-2010 ובלמעלה מ-50 אחוזים בשלוש השנים האחרונות. רכישת הדירות מומנה בחלקה במשכנתאות, והיקף המשכנתאות שניטלו ב-2010 עלה ב-36 אחוזים לעומת 2009, לאחר גידול של 15 אחוזים ב-2009. יחס החוב הכולל של משקי הבית להכנסה הפנויה עלה אף הוא, והגיע ל-62 אחוזים, לעומת 58.5 אחוזים בסוף 2007, אך הוא עדיין נמוך משמעותית יחסית למדינות אחרות (איור ד'-6).

למרות עליית המחירים החריגה והמהירה בשוק הדיור נראה כי רמת המחירים בו בסוף 2010 אינה חורגת במידה משמעותית מזו המוסברת על ידי גורמי היסוד במשק. (ראו פרק

התשואות הנמוכות
באפיקי השקעה
הנחשבים לבעלי סיכון
נמוך יחסית והריביות
הנמוכות בשוק
המשכנתאות הגבירו
את הביקוש של הציבור
בישראל לרכישת דירות,
ומגמה זו, ועמה בעיות
בהיצע הדירות, הובילו
לעליית מחירי הדירות.

לוח ד'-3

התפלגות הנכסים העיקריים בתיקי המשקיעים המוסדיים, 2007 עד 2010

(אחוזים מתיק המוסדיים)

השקעות בחו"ל ¹				מניות				אג"ח פרטיות				אג"ח ממשלתיות			
2010	2009	2008	2007	2010	2009	2008	2007	2010	2009	2008	2007	2010	2009	2008	2007
קופות הגמל															
12.7	10.1	7.2	10.5	16.4	14.2	8.6	19.3	27.5	29.1	32.2	36.7	26.3	26.3	33.1	20.5
והפיצויים															
11.5	9.3	6.7	9.6	18.3	16.2	10.8	19.6	24.5	26.6	32.3	37.9	24.3	24.3	29.8	18.1
קרנות															
6.6	5.7	4.4	5.5	2.7	3.0	1.9	3.7	7.2	7.3	7.1	13.0	73.7	73.7	81.1	69.8
ההשתלמות															
15.3	8.0	5.1	6.9	11.2	12.1	6.1	17.2	25.1	25.7	25.4	35.8	34.8	34.8	45.8	22.9
קרנות הפנסיה															
19.4	13.7	8.3	10.8	10.4	8.6	5.1	9.5	14.4	16.7	17.8	21.7	42.7	42.7	47.6	44.7
הוותיקות															
6.5	6.2	6.1	13.4	9.2	8.1	4.2	13.2	25.1	20.2	11.3	20.1	36.0	36.0	36.6	32.1
קרנות הפנסיה הכלליות															
4.0	2.8	1.4	1.8	2.1	1.9	1.3	1.5	12.3	11.8	11.0	9.3	64.0	64.0	66.1	65.4
החדשות															
27.0	24.7	16.3	19.6	17.2	15.6	11.2	19.7	22.4	24.5	26.7	27.5	15.7	15.7	22.9	14.4
קרנות הפנסיה המקיפות															
12.1	10.0	6.8	9.3	10.5	9.3	5.6	13.3	18.4	18.7	18.3	25.1	43.4	43.4	50.7	36.5
החדשות ³															
קרנות הנאמנות															
תוכניות הביטוח															
המבטיחות															
תשואה ⁴															
תוכניות הביטוח															
המשתתפות															
ברווחים ⁴															
סך כל המשקיעים המוסדיים															

(1) כולל השקעה בניירות ערך ישראליים הנסחרים בחו"ל, בניירות ערך זרים, בפקדונות בחו"ל ובקרנות נאמנות. לא כולל השקעה בתעודות סל על מדדים בחו"ל אשר נסחרות בתל אביב.

(2) כולל את קופות הגמל המרכזיות לקצבה.

(3) נכסי השקעה בלבד בגין תוכניות לביטוח חיים.

המקור: דיווחי חברות הביטוח, קופות הגמל, ההשתלמות והפנסיה לאגף שוק ההון במשרד האוצר ודיווחי קרנות הנאמנות לבנק ישראל.

נראה שהמחירים בשוק
הדיר ב-2010 אינם
חורגים משמעותית
מהרמה המוסברת
על ידי גורמי היסוד
במשק, אולם אם ימשך
הקצב המואץ של עליית
המחירים עלול להתפתח
בשוק מצב בועתי.

ב' עם זאת, לנוכח עליית מחירי הדירור ביחס לשכר הדירה וביחס לשכר העבודה לרמות גבוהות מאשר בעבר, ולנוכח הקצב המואץ של עליית המחירים, התעורר חשש שאם עליית המחירים המהירה תימשך יתפתח בשוק מצב בועתי. לפיכך נקט בנק ישראל מספר צעדים במטרה לצנן במקצת את הביקוש לדירור באמצעות ייקור מסוים של משכנתאות בריבית משתנה במינוף גבוה ובסכומים גבוהים. צעדים אלה נועדו גם להגביר את מודעות נוטלי המשכנתאות והבנקים לסיכונים הכרוכים במסלול של המשכנתאות בריבית משתנה, ואת הצורך להביא בחשבון את כושר ההחזר גם בריביות גבוהות יותר; זאת על רקע שיעורן הגבוה של המשכנתאות מסוג זה⁴. כן עשויים צעדים אלה להשפיע על ציפיות הציבור לגבי

⁴ כ-50 אחוזים מהמשכנתאות החדשות שנלקחו ב-2010 היו שקליות לא צמודות בריבית משתנה, לעומת כ-60 אחוזים בממוצע ב-2009 ו-76.5 אחוזים בשיא - בפברואר 2009.

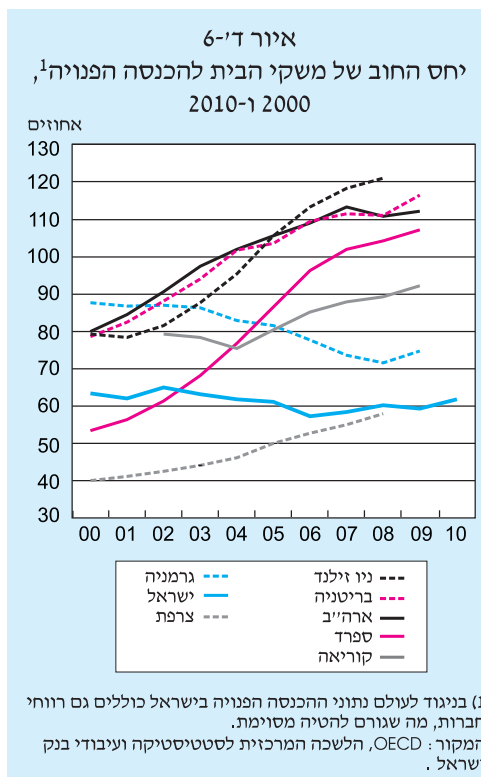
ההתפתחות העתידית של מחירי הדירות בישראל, ובכך לתרום להתמתנות הביקוש ועליית המחירים בפועל.

שיעורי המימון הנמוכים יחסית בשוק המשכנתאות בישראל, מבנה הביטחונות והעובדה שבישראל כמעט אין איגוח של משכנתאות מבטאים עדיין שוק משכנתאות שמרני ביחס למדינות אחרות, ועל כן נמנע בנק ישראל עד כה מנקיטת צעדים חריפים יותר.

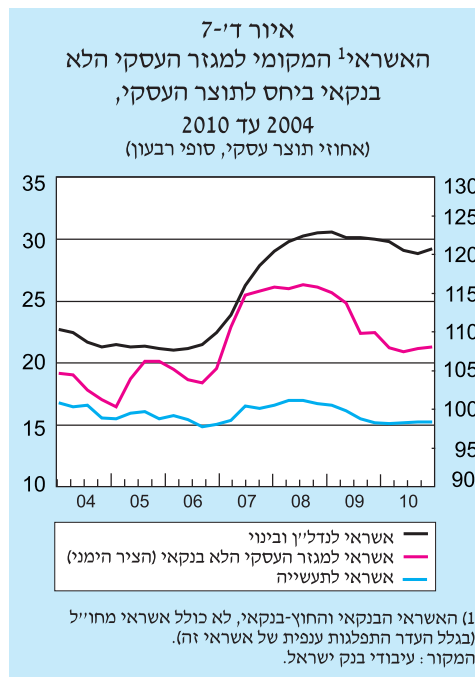
האשראי למגזר העסקי עלה ב-2010 בשיעור מתון בלבד, לאחר ירידתו ב-2009, ובמקביל נבלמה ירידת יחס האשראי למגזר העסקי לתוצר (איור ד'-7). יחס זה עלה בשנים שקדמו למשבר, בעיקר בעקבות התרחבותו המהירה של האשראי החוץ-בנקאי לענף הנדל"ן. מאז המשבר ירד יחס האשראי לתוצר העסקי, אולם תרומתו של ענף הנדל"ן לירידה זו הייתה קטנה, והתחייבויות הענף יחסית לענפים אחרים אפילו עלו.

אינדיקציות שונות - ביניהן יחס ההון של הבנקים, שהוא מעל למינימום הנדרש, מירווחי האשראי, נגישות השוק החוץ-בנקאי וסקר החברות של בנק ישראל - מלמדות שהגידול המתון של האשראי למגזר העסקי אינו משקף בעיות בצד ההיצע.

הנפקות אג"ח החברות נמשכו ב-2010 בקצב דומה לזה של 2009, לאחר ירידה חדה בהן ב-2008 (לוח ד'-4). גיוס ההון נטו של המגזר העסקי הלא-פיננסי ב-2010 היה נמוך בהרבה מזה של 2009 - 1.5 מיליארדי ש"ח, לעומת 8 מיליארדים. רוב ההנפקות בוצעו בידי חברות בדירוג גבוה, אך תוך גם לחברות שאינן מהשורה הראשונה (דירוג A ומטה, כולל ענף הנדל"ן) ותוך המשך התכווצות המירווחים בשוק המשני



האשראי למגזר העסקי עלה ב-2010 בשיעור מתון בלבד, לאחר ירידתו ב-2009. אינדיקציות שונות מלמדות שמתניות גידול אינה משקפת בעיות בצד ההיצע.



הנפקות אג"ח החברות נמשכו ב-2010 בקצב דומה לזה של 2009, ותוך המשך התכווצות המירווחים בשוק המשני בשיעורים חדים.

⁵ הנפקות פחות פדיונות. גיוס ההון נטו, כולל המגזר הפיננסי, הסתכם ב-14 מיליארדי ש"ח, לעומת 21 מיליארדים ב-2009.

לוח ד'-4

הנפקת ניירות ערך ברוטו בישראל, של המגזר העסקי, לפי סוג הנייר¹, 2007 עד 2010

התפלגות הגיוס, אחוזים				מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים				
2010	2009	2008	2007	2010	2009	2008	2007	
100	100	100	100	58.6	57.5	33.3	119.7	1. סך כל הגיוס (2+3)
94	82	84	68	54.9	47.0	28.0	81.2	מזה: בניירות ערך סחירים
91	85	81	82	53.4	49.1	27.0	98.2	2. גיוס למימון פעילות (א+ב)
60	54	46	73	35.3	31.3	15.4	87.7	א. המגזר הפרטי הלא פיננסי
21	11	17	13	12.2	6.1	5.8	15.0	מניות ובני המרה
34	34	18	31	19.9	19.7	5.9	37.2	איגרות חוב סחירות
5	10	11	30	3.2	5.5	3.6	35.5	איגרות חוב לא סחירות
31	31	35	9	18.2	17.8	11.6	10.6	ב. גיוס בנקים וביטוח
0	1	2	0	0.2	0.6	0.8	0.0	מניות ובני המרה
30	22	30	6	17.7	12.8	9.9	7.6	איגרות חוב סחירות
0	8	3	3	0.3	4.4	0.9	3.0	איגרות חוב לא סחירות
9	15	19	18	5.2	8.4	6.4	21.4	3. מכשירים פיננסיים
9	14	-4	4	5.1	7.9	-1.4	5.0	תעודות סל למניות ²
1	4	24	5	0.5	2.2	8.1	6.3	תעודות סל לאג"ח ²
1	0	2	4	0.8	0.2	0.8	5.3	אג"ח מובנות
-2	-3	-4	4	-1.2	-2.0	-1.2	4.9	תעודות פיקדון ²

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

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

המקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

בשיעורים חדים, עד כי לא ברור אם רמתם בסוף 2010 מהווה פיצוי הולם על רמת הסיכונים בשוק.

התכונות המימון
בשוק אג"ח החברות
וגידול הדומיננטיות
של קרנות הנאמנות
בשוק זה עלולים להביא
לתנודתיות גדולה מאשר
בעבר בשערי אג"ח אלה,
במקרה שתתחולל במשק
תפנית חדה.

התכונות המימון, וכן העובדה שהדומיננטיות של קרנות הנאמנות בשוק אג"ח החברות בשנתיים האחרונות גברה, בעוד שהחזקתם של גופי החיסכון לטווח ארוך ירדה⁶, עלולות להביא, בשוק זה לתנודתיות גדולה מאשר בעבר במקרה שתתחולל במשק תפנית חדה; סיכון זה אף החרף משום שההוראות החדשות של אנף שוק ההון בעניין ההשקעה בשוק אג"ח החברות⁷ הוחלו רק על גופי החיסכון לטווח ארוך: כתוצאה מכך איגרות חוב המונפקות מאז כניסתן של ההוראות החדשות לתוקף, ולא עונות על כללי ההשקעה הנדרשים או מומלצים בהוראות החדשות, לא יירכשו, קרוב לוודאי, על ידי גופי החיסכון לטווח ארוך גם בשוק המשני, דבר שעלול לפגום משמעותית בסחירותן. הסיכון בשוק

⁶ קופות הגמל וקרנות הפנסיה. כך למשל ירדה החזקתן של קופות הגמל באיגרות החוב הפרטיות מכ-37 אחוזים מהתיק שהן ניהלו בסוף 2007 ל-27.5 אחוזים בסוף 2010.

⁷ ההוראות החדשות אימצו את המלצות ועדת חודק ונכנסו לתוקף בשני חלקים - באוקטובר 2010 לגבי השקעה בשוק הראשוני ובינואר 2011 לגבי השקעה בשוק המשני.

אג"ח חברות הופך מוחשי יותר על רקע אי-הוודאות הגדולה בחו"ל, הצפי למסלול עולה של הריבית, היקף הפירעונות הגבוה הצפוי בשוק אג"ח חברות בשנים הקרובות והעובדה ששוק זה לוקה מלכתחילה בנזילות נמוכה.

סיכון נוסף, שממנו סובל המשק הישראלי בכללו, הוא ריכוזיות גדולה של המגזר העסקי, הן בתחום הריאלי והן בתחום הפיננסי, ושליטה של קבוצות עסקיות מעטות על נתח נכבד של הפעילות הכלכלית. הריכוזיות הגדולה מגדילה את הסיכון המערכתי במערכת הפיננסית, שכן אותן קבוצות שליטה הן קבוצות הסיכון הגדולות ביותר של הבנקים, וקריסה של אחת מהן עלולה לזעזע את המערכת הבנקאית. התשובה שניתנה לבעיה זו עוד בראשית העשור הקודם כוללת, בין היתר, הגבלות על החשיפה של התאגידים הבנקאיים ללווה בודד או לקבוצת לוויים. אולם על אף ההגבלות האלה קיומן של קבוצות עסקיות גדולות מגדיל את הסיכון המוסרי (moral hazard) והמערכתי במערכת הפיננסית, משום הפיכתן של קבוצות עסקיות לגדולות או למורכבות מכדי ליפול. (ראו תיבה בפרק ד' של דוח בנק ישראל 2009). במהלך 2010 הוקמה ועדה בין-משרדית שמטרתה לגבש פתרונות לצמצום הריכוזיות במשק והגברת התחרות הכלכלית.

על אף העמידות שגילתה המערכת הפיננסית המקומית בתקופת המשבר והמגמות החיוביות בה בשנתיים האחרונות, המשך יציבותה תלוי במידה רבה בהתפתחויות במערכת הפיננסית הגלובלית, שהיא עדיין שברירית, ונשקפים סיכונים רבים להמשך יציבותה, וכן במצב הגיאוא-פוליטי באזור. סיכונים אלה משליכים גם על המערכת הפיננסית המקומית, ואלה העיקריים שבהם: (1) ההתייצבות בחו"ל הושגה במידה רבה הודות לתמיכה ממשלתית רחבה, שהעלתה את החוב הציבורי במדינות מפותחות רבות לרמות שאינן בנות קיימא. בעיה זו התבטאה כבר במהלך 2010 במשבר החוב שהתפתח במספר מדינות בגוש האירו; אם משבר זה יתרחב למדינות מרכזיות באירופה, או לארה"ב, הוא עלול לערער את האמון במערכת הפיננסית, כולל מערכת הבנקאות השברירית בחו"ל, ולפגוע בהמשך ההתאוששות הריאלית הגלובלית. להתפתחות כזאת עלולה להיות השלכה גם על המערכת הפיננסית והפעילות הריאלית המקומית. (2) השבריריות של ההתאוששות בחו"ל הניעה בנקים מרכזיים רבים במדינות המפותחות לשמור על רמת ריבית נמוכה מאוד, כדי לתמוך בהתאוששות הריאלית, וההערכות הן כי שיעורי הריבית הנמוכים יתמידו גם במהלך 2011. התמדתם של שיעורי הריבית בחו"ל ברמות נמוכות לאורך זמן משליכה גם על רמות הריבית במשק ומעודדת את עליית מחיריהם של נכסים כדירות, מניות ואג"ח חברות. המשך עליית מחירי הנכסים לאחר העליות של השנתיים האחרונות מעלה חשש להתפתחות בועות. (3) עודפי הנזילות והריביות הנמוכות במדינות המפותחות הביאו להתחדשותן של תנועות הון מהארצות המפותחות לשווקים המתעוררים, כולל ישראל. תנועות הון אלו יוצרות לחץ לייסוף, מקשות על המגזר העסקי ומאתגרות את ניהול המדיניות המוניטרית. יש גם חשש כי עלייה מהירה של שיעורי הריבית - למשל בגלל התגברות החששות לעליית האינפלציה או התגברות של הסיכונים הביטחוניים במשק - תביא ליצוא הון ופיחות מהיר תוך ירידה תלולה של מחירי הנכסים ושל רווחי המוסדות הפיננסיים, ובכך ייפגע המשך ההתאוששות של הפעילות הריאלית. בנק ישראל עוקב מקרוב אחרי עליית מחירי הנכסים במשק ותנועות ההון לטווח קצר ונוקט פעולות בהתאם לצורך. (ראו תיבה ד'-1).

על רקע הסיכונים הגבוהים שעדיין קיימים במערכת הפיננסית הגלובלית והנזק העצום שמשבר פיננסי נוסף עלול לגרום לכלכלה הריאלית, עודדו מדינות רבות הפקת לקחים וקידום רפורמות נרחבות במערכות הפיננסיות שלהן, בניסיון למנוע הישנות של משבר

ריכוזיות גדולה של המגזר העסקי, בתחום הריאלי ובתחום הפיננסי, ושליטה של קבוצות עסקיות מעטות על נתח נכבד של הפעילות הכלכלית מגדילה את הסיכון המערכתי במערכת הפיננסית.

המשך יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית תלוי במידה רבה בהתפתחויות במערכת הפיננסית הגלובלית, שהיא עדיין שברירית, וכן במצב הגיאוא-פוליטי באזור.

במדינות רבות שוקדים
על הפקת לקחים
מהמשבר ועל קידום
רפורמות נרחבות
במערכת הפיננסית,
אולם קצב יישום
הלקחים הוא איטי.

דומה בעתיד; אולם קצב יישום הלקחים הוא איטי, נושאים רבים שנויים עדיין במחלוקת, ויש חשש שככל שיחלוף הזמן הנכונות לבצע שינויים מרחיקי לכת תפחת.

עיקרי הלקחים בעולם הם: (1) הכרה בחשיבות של ניהול מדיניות מקרו-יציבותית (macro prudential), המבוססת על ראייה כוללת של המערכת הפיננסית ותגובה מוקדמת לסיכונים המתפתחים בה; זאת מלבד הפיקוח על כל מוסד פיננסי בנפרד. (2) הכרה כי בסיס הון יציב וחזק, פיקוח הדוק, ממשל תאגידי נאות ומבנה תמריצים שאינו יוצר בסיס לניגוד אינטרסים הם תנאים חיוניים לעמידותם של המוסדות הפיננסיים והמערכת הפיננסית בזמן משבר. בפרט גברה ההבנה בדבר חשיבות ההסדרה והפיקוח גם של גופים פיננסיים חוץ-בנקאיים, שהפיקוח עליהם ערב המשבר היה רופף, ובדבר החשיבות של פיקוח הדוק במיוחד על מוסדות פיננסיים בעלי חשיבות מערכתית.

בהקשר הישראלי הלקחים העיקריים הם: (1) יש להמשיך במגמה של הידוק הפיקוח ודרישות ההון וחזוק הממשל התאגידי במוסדות הפיננסיים בהתאם לסטנדרטים הנקבעים בעולם, כולל בחברות הביטוח; זאת על רקע הגברת הדומיננטיות שלהן במערכת הפיננסית המקומית ושליטתן גם על קרנות הפנסיה וקופות הגמל; (2) יש לחזק את ניהול המדיניות המקרו-יציבותית, ובכלל זה התמקדות במעקב אחר התפתחות בועות ובניסיון להתמודד עמן, וכן בחשיפות של הלואים הגדולים במשק גם בשוק החוץ-בנקאי, משום שחשיפות אלה משפיעות על יכולת ההחזר של אותם לוויים, גם לבנקים; זאת בעיקר על רקע הריכוזיות הגדולה בשוק האשראי ובמוסדות הפיננסיים. (3) יש להגביר את התיאום ושיתוף הפעולה בין רשויות הפיקוח, וכן לשקול ולבחור את מבנה הפיקוח הרצוי, המתאים למבנה המערכת הפיננסית בישראל.

תיבה ד'-1: מדיניות מקרו-יציבותית

1. מדיניות מקרו-יציבותית - הגדרה ודוגמאות

קשה כיום למצוא הגדרה מוסכמת למונח מדיניות מקרו-יציבותית. מדיניות זו מתמקדת בקשרים בין המוסדות הפיננסיים, השווקים, התשתיות הפיננסיות והפעילות הכלכלית בכללותה¹ - וזאת לשם הפחתת הסיכון המערכתי הפיננסי, שהתממשותו כרוכה בעלויות מקרו-כלכליות גבוהות. הסיכון המערכתי מוגדר כסיכון לשיבוש באספקת שירותים פיננסיים, הנגרם מפגמים בחלק או בכל המערכת הפיננסית, ויש בו פוטנציאל לגרום תוצאות שליליות משמעותיות בתחום הריאלי. לפי Borio², השיבוש יכול לנבוע מחוסר איזון במערכת הפיננסית, המתפתח על פני זמן (ממד הזמן), או מערצזי הדבקה בין מוסדות פיננסיים, ובפרט מכשל של מוסד גדול (ממד של חתר רוחב). עם הגורמים למשבר האחרון נמנית התפתחות על פני

¹ Macro-prudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences, May 2010 BIS, Committee on the Global Financial System.

² Implementing a macro-prudential framework: blending boldness and realism, Claudio Borio, BIS, July 2010.

זמן של תיאבון מוגזם לסיכון במוסדות פיננסיים שונים, שהובילה לצמיחה רבה של מאזני אותם מוסדות, וכן של העסקאות הנרשמות מחוץ למאזניהם.

המשבר הפיננסי העולמי הביא רבים בעולם להכרה שחסרה הבנה בסיסית של הסיכונים המערכתיים במערכת הפיננסית וחסרה מדיניות למניעת התפתחותם של סיכונים אלה. מדיניות מקרו-יציבותית היא מדיניות מניעתית: מטרתה לחזק את עמידות המערכת הפיננסית בפני זעזועים ולמתן את ההשפעה של התממשות סיכון פיננסי על הפעילות הריאלית.

הדרך העיקרית לטפל בהתפתחותם של איומים על היציבות הפיננסית המתפתחים על פני זמן היא לזהות תהליכים שאינם בני-קיימא, ו/או שיש להם מאפיין של היזון חוזר (כגון אשראי פרו-מחזורי, או בועות נכסים), ולהגיב על התפתחותם בעוד מועד.

הדרך העיקרית לטפל באיומים על היציבות הפיננסית המתפתחים כתוצאה מתהליכי הדבקה בין מוסדות היא שילוב של צעדים שנועדו לבחון את כושר העמידות של המערכת הפיננסית לזעזועים פנימיים וחיצוניים ולפעול לחיזוק עמידותה, להגברת מוכנותה לאירועי כשל ולהבטחת יכולתה להגיב עליהם בזמן אמת. בסיכום מטרותיה של מדיניות מקרו-יציבותית הן הכרת איומים פוטנציאליים על היציבות הפיננסית בשני הממדים (זמן ורוחב), זיהויים בעוד מועד ונקיטת צעדים להפחתת הסיכון.

2. התפתחות מדיניות מקרו-יציבותית

המונח מדיניות מקרו-יציבותית הוא בשימוש כבר מספר עשורים, אולם הוא עבר התפתחות במשך השנים. בסוף שנות השבעים של המאה שעברה נידונה מדיניות זו בהקשר ההשלכות של זרימת עודף הון למדינות המתפתחות; בעשורים שלאחר מכן נעשה בה שימוש לטיפול בהשפעת החדשנות של המכשירים הפיננסיים וההתפתחות של שוקי ההון.

מאז התפרצות המשבר הפיננסי העולמי התרחב מאוד השימוש במושג זה, ואף נכנס לשיח הציבורי. מדינות מקרו-יציבותיות נתפסת כיום כמשלימה למדיניות מיקרו-יציבותית - מדינות הפיקוח על יציבותם של המוסדות הפיננסיים הבודדים. חשוב להדגיש שלמרות ההכרה בחשיבות המדיניות המקרו-יציבותית ושימוש של ממש במדיניות זו על ידי כמה מדינות, אין כיום תפיסה מושגית או תיאורטית מקובלת לגבי תפקיד הפיקוח במשק - במיוחד לאחר המשבר ובמיוחד לא ברמת המקרו - וכן חסר ניתוח בסיסי לגיבוש מדיניות זו. הצעדים הננקטים כיום מבוססים על שיפוט של קובעי מדיניות בעלי ניסיון, והדגש מושם עדיין בכלי פיקוח מיקרו המקובלים להסדרה של הפעילות הבנקאית. עם זאת הנושא הוא בפיתוח מתמיד.

3. דוגמאות לכלים של מדיניות מקרו-יציבותית

קיים מיגוון רחב של כלים היכולים לשמש ליישום מדיניות מקרו-יציבותית. כלי מדיניות שעד המשבר יושמו ברמת המוסד הבודד עשויים לשמש גם לטיפול בסיכונים מערכתיים: יחסי הון, הפרשות, מגבלות על אשראי, מגבלת LTV³, רזרבות נזילות,

³ Loan to Value.

מגבלות על ריכוזיות וכד'. על אלה נוספים כלי מדיניות פיסקליים (מסים, פעולות פיננסיות וכד'), כלי מדיניות מוניטרית (ריבית, נזילות וכד') וכלים אחרים (מגבלות על תנועות הון וכד').

דוגמאות לשימוש במדיניות מקרו-יציבותית בעקבות המשבר הן הטלת דרישות הון מחזוריות על הבנקים הכוללות דרישה לתוספת הון (buffer) של עד 2.5 אחוזים מנכסי הסיכון בתקופות גאות (ראו תיבה ד'-2) וכן הידוק הפיקוח ודרישות ההון על מוסדות בעלי חשיבות מערכתית - נושאים הנדונים בעולם.

4. מדיניות מקרו-יציבותית בישראל

אחת ממטרותיו של בנק ישראל על פי חוק היא לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. בנק ישראל פועל להשגת מטרה זו גם באמצעות כלים מקרו-יציבותיים, על רקע המשבר העולמי האחרון, אשר הדגיש את הצורך בחיזוק הטיפול ביציבות המערכת הפיננסית לשם הפחתת הסיכון המערכתי.

המערכת הפיננסית בישראל צלחה את המשבר הפיננסי האחרון טוב יחסית למדינות המפותחות, אולם מצבו הטוב יחסית של המשק ואי יכולתו, כמשק קטן ופתוח, להתנתק מהרמה הנמוכה של הריבית העולמית תרמו למגמת עלייה של מחירי הנכסים המקומיים, ובפרט של מחירי הדירות. לכן, כדי להתמודד עם הדילמה שנוצרה במדיניות המוניטרית, נעשה שימוש בכלי מדיניות מקרו-יציבותיים, שנועדו לטפל ספציפית בעליית המחירים החדה בשוק הדיור.

במסגרת זו הודיע המפקח על הבנקים בבנק ישראל במהלך 2010 על מספר צעדים בשוק האשראי לדיור. במאי: הוכרו על צעדים לשם צמצום האשראי לדיור והקטנת סיכוני האשראי לבנקים - על הלוואות חדשות לדיור בשיעורים שמעל 60 אחוזים משווי הנכס (LTV) הוטלה הקצאת הון נוספת בשיעור של 0.75 אחוז מיתרת ההלוואה; באוקטובר: נקבעה דרישה להקצאת הון גבוהה יותר בגין הלוואות בסכום העולה על 800 אלף ש"ח, בריבית משתנה - אם שיעור המימון גבוה מ-60 אחוזים, וגם חלק ההלוואה בריבית משתנה מסך ההלוואה גבוה מ-25 אחוזים. במקרה זה תשוקלל ההלוואה לצורך הלימות ההון ב-100 אחוזים (במקום 35 או 75 אחוזים, בהתאם למאפייניה).

הצעדים שננקטו עד כה בשוק המשכנתאות היו צעדים ראשוניים ומתונים יחסית, וכוונו לפלח ספציפי של הלוואות חדשות (ממונפות, בריבית משתנה, מעל לסכום מסוים). הם נועדו, בין היתר, להגביר את מודעות הציבור לסיכונים במסלולי המשכנתאות השונים.

תיבה ד'-2: מדיניות מקרו-יציבותית: יחס הון מחזורי

יחס ההון לנכסי הסיכון הוא אינדיקטור לאיתנותו של בנק מסחרי, בשמשו כרית לספיגת הפסדיו. ניתן לשנותו על ידי הגדלת ההון או על ידי צמצום של נכסי הסיכון, ובפרט על ידי צמצומו של היצע האשראי. במסגרת הצעדים המקרו-יציבותיים הננקטים לאחרונה בעולם נבחנת האפשרות לדרוש מהבנקים להחזיק יחס הון מחזורי - גבוה בתקופות גאות ונמוך בתקופות שפל (ראו, למשל, ¹(Drehmann et.al., 2010), כלומר להעלות את יחס ההון לנכסי הסיכון בתקופות של צמיחה מואצת ולאפשר את השימוש בהון, תוך ירידתו של יחס ההון, בזמן של שפל כלכלי. הכוונה היא למנוע הגבלה של היצע האשראי (על ידי הבנקים) בתקופות שפל, מפאת הצורך לעמוד בדרישות יחס ההון המזערי, הגבלה שעלולה להעמיק את השפל ולהקשות על היציאה ממנו.

בתיבה זו מדווח על בחינתה של השערה שלפיה מחסור בהון הוא שהניע את הבנקים בישראל להגביל את היצע האשראי בתקופות של שפל. על פי ממצאי הבדיקה גידול סיכוני הלווים, ולא המחסור בהון, הוא שגרם לבנקים למתן את היצע האשראי באותן תקופות - ממצא המייתר, למעשה, את הצבתה של דרישה רגולטורית ליחס הון מחזורי.

המסגרת העיונית

לשם בדיקת ההשערה האמורה נבחן הקשר בין היצע האשראי לבין הגורמים לו, במסגרת העיונית הבאה: נתאר מערכת בנקאות שבה, מצד אחד, נתונה לבנקים עלות (ריבית) תחרותית על מקורותיהם, ומצד השני הם נהנים מכוח שוק בהעמדת אשראי ללווים ובקביעת הריבית עליו. במערכת זו היצע האשראי הבנקאי נקבע על פי הביקוש לו ובהתאם לעלות השולית הכרוכה בהעמדתו.

העלות השולית של העמדת שקל אשראי ניתנת לחלוקה לשני רכיבים: הריבית על המקורות ופרמיית סיכון האשראי (סיכון שניתן לכימות רק בחלקו). פרמיה זו ניתנת אף היא לחלוקה לשני תת-רכיבים - החלק שניתן לכימות, שכנגדו הבנקים מפרישים לחובות מסופקים, והחלק האחר (שאינו ניתן לכימות), שבגינו הם מחזיקים הון.

מתקבל אפוא, שהיצע האשראי תלוי חיובית בגורמים המגדילים את ביקוש הציבור לאשראי, ושולית בריבית על מקורות התיווך הבנקאי, בהפרשה לחובות מסופקים וביחס ההון שמחזיק הבנק. בבדיקה האמפירית של ההשערה האמורה נאמדה השפעה זו של יחס ההון על היצע האשראי בתקופות של שפל.

הנתונים ותוצאות הבדיקה האמפירית

הנתונים ששימשו אותנו לצורך האמידה הם נתוני ריבית בנק ישראל (לגבי ריבית הפיקדונות), נתוני יחס ההון לנכסי הסיכון ונתוני יתרת ההפרשה לחובות מסופקים מסך האשראי. תיק האשראי הבנקאי הוא מגוון מאוד ומושפע מגורמים רבים; לכן, כדי לפשט את הניתוח, בחנו את ההשערה האמורה לגבי האשראי השקלי במגזר

¹ M. Drehmann, C. Borio, L.Gambacorta, G. Jimenez & C. Trucharte (2010). "Countercyclical capital buffers: exploring options", BIS Working Papers, No. 317.

הפעילות הלא-צמוד בלבד. כמו כן, כדי להימנע מהצורך להתייחס לגורמי הכנסה בביקוש לאשראי (כפי שעולה מהמסגרת העיונית) השתמשנו בנתונים על חלקו של האשראי בסך הנכסים של הבנקים, שמושפע פחות מגורמים אלה. כן יצרנו משתנה דמי לתקופות של גאות ושפל, שקיבל את הערך 1 ברביעים שבהם המדד המשולב לפעילות המשק צמח בקצב נמוך מהמגמה שלו (שפל), ואת הערך 0 אחרת. אומדני הגמישויות שהתקבלו מוצגים בלוח 1 להלן.

נמצא כי ההשפעה של יחס ההון על היצע האשראי בתקופות גאות היא חיובית ומובהקת, אך בתקופות שפל לא נמצאה השפעה מובהקת כזאת. מכאן שיחס ההון לרכיבי הסיכון בבנקאות הישראלית לא היווה מגבלה למתן אשראי בתקופות השפל שבמדגם (תחילת שנות ה-2000 והשפל האחרון של 2008/9). נמצא שדווקא לסיכון האשראי הייתה השפעה מובהקת על היצע האשראי הן בשפל והן בגאות. תוצאות אלה אינן תומכות בצורך בהוראה רגולטורית להחזקת יחס הון מחזורי. מעניין שעל פי בחינה נוספת שערכנו, בנתוני מערכת הבנקאות בישראל מאז 1998, לא ניתן לדחות את ההשערה שהבנקים בישראל, במסגרת מדיניותם העסקית, בחרו להחזיק יחס הון גבוה יחסית בעתות של גאות ויחס הון נמוך יחסית בעתות של שפל גם ללא דרישה רגולטורית כזאת.²

לוח 1

תוצאות האמידה^{2,1}

הגורמים המשפיעים על היצע האשראי	אומדן לגמישות ההשפעה בגאות	אומדן לגמישות ההשפעה בשפל
החותך	1.59* (0.59)	5.46* (1.09)
ריבית בנק ישראל	-0.084* (0.006)	-0.084* (0.006)
יחס יתרת ההפרשה לחובות מסופקים לסך האשראי ³	-0.318* (0.049)	-0.318* (0.049)
יחס ההון לרכיבי הסיכון	1.078* (0.272)	-0.587 (0.437)

- 1) באמידה השתמשנו ברגסיה מסוג Pooled IV/Two-stage EGLS עבור נתונים רבעוניים לכל אחת מחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל, ותקופת המדגם היא מהרביע השני של 1998 עד הרביע השני של 2010.
- 2) ערכי סטיות התקן של הגמישויות מדווחים בסוגריים. הציון * מסמן מובהקות ב-5 אחוזים. ברגסיה התקבלו $AdjR^2=0.81$, $DW=0.68$.
- 3) אפשרנו לגמישויות ההשפעה של סיכון האשראי להיות שונות בכל אחת מהקבוצות הבנקאיות הגדולות. הגמישות המדווחת היא הגמישות הממוצעת.

² מתוצאות רגרסיה הבוחנת את הקשר שבין יחס ההון לרכיבי הסיכון למחזור העסקים (כפי שהוא משתקף במדד המשולב לפעילות המשק) עולה שיחס ההון אכן מתואם חיובית עם המדד המשולב, לאחר שנוטרלה השפעת החשיפה לסיכונים על יחס זה. תוצאה זו נמצאה תקפה לגבי כל אחד מהבנקים שבמדגם. גם הדרישה הרגולטורית בדבר יחס ההון המזערי נמצאה ברגסיה זו בעלת השפעה משמעותית ומובהקת על יחס ההון.

2. רפורמות ולקחים המיושמים בעולם בעקבות המשבר וההיבט הישראלי

עוצמת המשבר שפקד את המערכת הפיננסית הגלובלית והנזק העצום שנגרם בעטיו לכלכלה העולמית במונחי תוצר ואבטלה הניעו מדינות להפעיל תהליך של הפקת לקחים ולקדם רפורמות במערכת הפיננסית, בניסיון להתמודד עם הכשלים שהובילו למשבר, כגון כשלים במבנה המערכת הפיננסית, ברגולציה ובפיקוח, בעיות של סיכון מוסרי עקב מבנה תמריצים לקוי ועוד.

על אף מאמץ רב שהושקע, הן בניתוח והן בחקיקה, והרחבת תשתיות מוסדיות, הרי במבחן התוצאה נראה, עד כה, שבחלק משמעותי מהנושאים הרפורמות בפועל אינן מספקות, או שתהליך יישום ההחלטות איטי. בחלק מהנושאים בולטת גם שחיקה גדולה בהמלצות במהלך תרגומן לחקיקה. ייתכן שהניסיון לטפל בו-זמנית במיגון כה רחב של נושאים גורם לעיכובים ומקשה על המיקוד. לפיכך לא ברור אם המשבר ינוצל כמנוף לתיקון הבעיות החמורות שנחשפו במהלכו בתפקוד המערכת הפיננסית, או שמא חוסר המיקוד יביא להתמססות התהליך.

א. לקחים ויוזמות לרפורמות בעולם בעקבות המשבר

היוזמות העיקריות בחו"ל לשינויי חקיקה בעקבות המשבר הן חוק ה-"Dodd Frank" בארה"ב - שרובו עבר בחקיקה ביולי 2010, וחלקיו השונים צפויים להיכנס לתוקף עד שנת 2013 - והיוזמה האירופית ברמת ה-European Commission.⁹ להלן עיקרי הלקחים והיוזמות לרפורמות בעולם בעקבות המשבר.

- **מדיניות מקרו-יציבותית (macro prudential)** - אחד הלקחים החשובים המיושמים בעולם בעקבות המשבר הוא בדבר חשיבותה של מדיניות מקרו-יציבותית: המשבר לימד כי לשם הבטחת היציבות הפיננסית המערכתית לא די בהבטחת היציבות של כל מוסד פיננסי בפני עצמו, או של כל רכיב במערכת הפיננסית; נדרשת ראייה אינטגרטיבית של המערכת הפיננסית בכללותה, לרבות מאמץ לזהות סיכונים חריגים המתפתחים בה על פני זמן ואת סיכוני ההדבקה לרוחבה, ולהגיב עליהם בעוד מועד. מדובר בגישה בהתהוות, ועדיין אין תפיסה מגובשת לגבי אופן ניהולה של מדיניות מסוג זה. במסגרת זו לזיהוי סיכונים ומעקב אחריהם יפעלו החל מ-2011, ה-Financial Stability Oversight Council בארה"ב ו-European Systemic Risk Board באירופה. (להרחבה על מדיניות מקרו-יציבותית ראו תיבה ד'1).
- **חיזוק מבנה ההון של המוסדות הפיננסיים** - אחד התנאים החשובים ליציבותו של מוסד פיננסי הוא מבנה הון חזק ויציב, שיאפשר למוסד לצלוח בשלום תקופות של זעזועים. בעקבות המשבר נעשה, בהובלת ה-FSB¹⁰, מאמץ בין-לאומי להגיע להסכמה בעניין גורמי המפתח שיש לקדם במסגרת רפורמה מקיפה במגזר הבנקאי. הכיוון המסתמן הוא של הידוק דרישות ההון מהבנקים, לרבות דרישה להגדלת ההון הראשוני, הטלת

מדיניות מקרו-יציבותית מתבטאת בראייה של המערכת הפיננסית בכללותה, ופועלת לזיהוי מוקדם של סיכונים חריגים המתפתחים בה כדי להגיב עליהם בעוד מועד.

בעקבות המשבר פועלות רשויות הפיקוח בעולם לחיזוק מבנה ההון של הבנקים ושל מוסדות פיננסיים אחרים.

⁸ Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection act

⁹ http://ec.europa.eu/internal_market

¹⁰ Financial Stability Board - הגוף הוקם במטרה לתאם, ברמה הבין-לאומית, את עבודתן של רשויות פיננסיות לאומיות ולפתח ולקדם רגולציה אפקטיבית, פיקוח ומדיניות פיננסית אחרת.

הגבלות על שיעורי המינוף וקביעת סטנדרטים של נזילות. נוסף על כך צפוי שינוי בדרישות להפרשות מראש ודרישות להון היברידי¹¹, כפי שנעשה לאחרונה בשווייץ. הכוונה היא שרפורמות להגדלת דרישות ההון והנזילות ייושמו לא רק לגבי בנקים, אלא גם לגבי מוסדות פיננסיים אחרים, כדי למנוע העברה של סיכונים בין מוסדות פיננסיים.

הרפורמות המבוצעות בימים אלה כוללות הרחבה והידוק של הפיקוח על בנקים ועל מוסדות פיננסיים שאינם בנקים, וכן על שווקים שהתגלו כמוקד סיכון למערכת הפיננסית.

- **הידוק הפיקוח על המערכת הפיננסית** - הפיקוח במדינות רבות טרם המשבר לא התאים את עצמו לחדשנות שהתפתחה במערכת הפיננסית העולמית, והותיר תחומים רבים ללא פיקוח הולם או ללא פיקוח כלל. כתוצאה מכך התאפשרה התרחבות מהירה של אשראי, כגון אשראי למשכנתאות, של נגזרי אשראי, עסקות איגוח ועוד, וכן התפתחות בלתי מבוקרת של סיכונים אצל המתווכים הפיננסיים - בנקים ומתווכים פיננסיים אחרים, כחברות השקעה וקרנות גידור, שהפיקוח עליהם היה רופף. הרפורמות המבוצעות בימים אלה הן בכיוון של הרחבה והידוק הפיקוח על בנקים ועל מוסדות פיננסיים שאינם בנקים, וכן על שווקים שהתגלו כמוקד סיכון למערכת הפיננסית. כך, למשל, נאסר על בנקים בארה"ב להשתמש בהון הרגולטורי שלהם למימון עסקאות מסוכנות מסוגים מסוימים (חוק וולקר), וכן לרכוש נכסי מקרקעין מסוימים באמצעות חדרי העסקאות שלהם. בשבדיה ובאנגליה הוטל על הבנקים מס מיוחד כדי ליצור אצלם תמריץ שלילי למימון עסקאות מסוכנות.

הרפורמות בתחום הנגזרים פועלות לתמרוץ מעבר של המסחר בכל הנגזרים לשוק מוסדר וליתר סטנדרטיזציה לגבי הנגזרים שימשיכו להיסחר ב-OTC.

- **הסדרת המסחר בנגזרים** - שוק הנגזרים היה אחד המוקדים להתפתחות המשבר בעולם, והרפורמות המתהוות בתחום זה מיועדות ליצור תמריצים למעבר של המסחר בכל הנגזרים הנסחרים היום ב-OTC¹² לשוק מוסדר. כן תידרש יתר סטנדרטיזציה לגבי הנגזרים שימשיכו להיסחר ב-OTC, ותוטל חובה לסלוק אותם במסלוקה מרכזית (CCP)¹³; זאת מתוך שאיפה להקטין סיכונים ולאפשר פיקוח על היקפי העסקאות ומעקב אחר הסיכונים המתפתחים בשוק זה. עם זאת גוברות לאחרונה הערכות כי סליקה באמצעות CCP לא בהכרח מקטינה סיכונים במקרה של סיכון מערכתי. יש כוונה לנסות ולאחד את כללי החשבונאות והדיווח בתחום הנגזרים ברמה הבין-לאומית ולמנוע את האפשרות לדווח על עסקאות אלה בשיטת ה-netting, כך שיהיה ניתן להעריך ביתר דיוק את הסיכון הכרוך בהן.

- **שינוי מבנה הפיקוח** - המשבר הפיננסי העלה על סדר היום את השאלה מהו מבנה הפיקוח הרצוי והיכן נכון למקם את רשויות הפיקוח - בתוך הבנק המרכזי או מחוץ לו. עד המשבר המגמה בעולם הייתה לרכז את רשויות הפיקוח בגוף אחד - ברוב המקרים, מחוץ לבנק המרכזי¹⁴. בעקבות המשבר המגמה המסתמנת היא להעביר יותר סמכויות של פיקוח על המערכת הפיננסית אל הבנק המרכזי, גם מפני שלבנק המרכזי הסמכות והאחריות לתפקד כמלווה של מוצא אחרון (LOLR). כך, למשל, בארה"ב החקיקה החדשה מרחיבה את סמכויות ה-Fed בפיקוח על מוסדות פיננסיים בעלי חשיבות מערכתית - בנקים וגופים פיננסיים שאינם בנקים. בבריטניה הורחבו סמכויות הבנק המרכזי לפיקוח מקרו-יציבותי ומיקרו-יציבותי, והממשלה הכריזה על

¹¹ כתב התחייבות שעל פי אחת מתכונותיו הבנק המנפיק יכול להמיר את שטר ההון למניות במקרה של התרדורות בחוסן הפיננסי, על פי כללים הנקבעים מראש בשטר.

¹² Over the Counter - מסחר מעבר לדלפק.

¹³ CCP (Central Counter Party) - צד נגדי מרכזי.

¹⁴ Donatto Masciandaro & Marc Quintyn, Regulating the Regulators: The Changing Face of Financial Supervision Architectures Before and After The Crisis, CEPR .

חקיקה בכיוון של מודל פיקוח דו-ראשי (twin peaks) - רשות פיקוח אחת, המופקדת על תמיכה ביציבות המתווכים הפיננסיים והמערכת הפיננסית, ורשות פיקוח שנייה, המופקדת על הגנת המשקיע. הצעד שנעשה בבריטניה מבטל למעשה את קיומה של ה-FSA, רשות הפיקוח לשירותים פיננסיים, שהייתה עד למשבר דוגמה למודל העתידי של פיקוח פיננסי המרוכז בגוף אחד מחוץ לבנק המרכזי. גם בצרפת החל תהליך של מעבר למודל פיקוח דו-ראשי, תוך מיזוג ארבעה גופי פיקוח לרשות עצמאית אחת, הממוקמת בתוך הבנק המרכזי, עם מעורבות של משרד האוצר הצרפתי. בגרמניה, שבה הפיקוח על הבנקים לא היה בסמכות הבלעדית של הבנק המרכזי, אוחדו סמכויות הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי.

הגברת התיאום ושיתוף הפעולה בין רשויות הפיקוח השונות באותה מדינה וברמה הבין-לאומית - המשבר הוכיח עד כמה גדולה האינטגרציה בין המערכות הפיננסיות בעולם ומה מהירה ההדבקה בין שווקים ומוסדות. כך, למשל, המוצרים ה"רעילים" אמנם התפתחו רק בארצות הברית, אך מוסדות פיננסיים בעולם כולו רכשו אותם ונפגעו מהם. לפיכך פועלים הרגולטורים להגברת שיתוף הפעולה בין רגולטורים שונים באותן מדינות ובין המדינות השונות בניסיון ליצור הרמוניזציה בכללי הפיקוח בין מוסדות שונים ושווקים שונים, וכן לקבוע סטנדרטים בין-לאומיים מחייבים, כדי למנוע אפשרות לארביטרו' רגולטורי. עד כה יש רק מעט תוצאות של ממש.

טיפול במבנה התמריצים במערכת הפיננסית - אחד הלקחים החשובים מהמשבר בעולם הוא כי מבנה התמריצים במערכת הפיננסית לקה בכשל מוסרי ועודד את הפעילים בשוק לטול סיכונים יתר; זאת משום ששיטת התגמול נקבעה כפונקציה של היקף העסקאות שנקשרו והביצועים בטווח הקצר, ללא קיזוז בגין הפסדים, מצב שעודד את הפעילים בשוק להגדיל את נפח העסקאות גם תוך הגדלת הסיכון. הרפורמות המיושמות בעולם בתחום זה מכוונות לחיזוק הקשר בין שיטת התגמול בפירמות לביצועים בטווח הארוך, לחיזוק הממשל התאגידי ובקרת הדירקטוריון על שיטות התגמול ולמתן זכות לבעלי המניות להתערב בשיטת התגמול (למשל Say on pay בארה"ב). הסיכון המוסרי שנוצר בעטיו של שימוש רב בנגזרים שלא דווחו במסגרת המאזן טופל על ידי הקטנת האפשרויות לפעילות חוץ-מאזנית.

טיפול במוסדות גדולים או מורכבים מכדי ליפול - קיימת בעולם הסכמה כי מוסדות בעלי חשיבות מערכתית, שהם גדולים או מורכבים מכדי ליפול, נוטים לטול סיכונים יתר ונהנים מיתרון תחרותי על מוסדות מקבילים. המשבר וההזרמה הממשלתית הגדולה להצלת מוסדות בעלי חשיבות מערכתית המחישו את העלות הגבוהה שמשלמי המסים עלולים לשלם על קיומם של מוסדות אלה ואת הצורך להתמודד עם הכשל המוסרי שבפעילותם. אין עדיין הסכמה בעולם לגבי דרך הטיפול הנכונה במוסדות בעלי חשיבות מערכתית ובשאלה אם יש לפעול לפירוקם של מוסדות גדולים קיימים. הכיוון המתגבש הוא הידוק הפיקוח והרגולציה על מוסדות אלה והגדלת דרישות ההון והנזילות מהם - צעדים שאמורים להקטין את התמריץ להקמת מוסדות גדולים נוספים, ואולי אף לעודד פירוק מוסדות קיימים. הכוונה היא לקבוע תנאי סף של גודל ומורכבות שיהפכו מוסד לגדול, ולא להכריז על רשימה מוגדרת של מוסדות כאלה, שכן הכרזה כזאת יש בה כדי להגדיל את הסיכון המוסרי.

חשוב גם לנסות ולהגביל את הנזק במקרה של כשל במוסד שהוא גדול מכדי ליפול. דרך אפשרית היא להקנות לרשויות הפיקוח את הזכות להתערבות במקרה של חשש לכשל במוסד פיננסי כזה, קבלת שליטה על המוסד כדי להמשיך ולהפעיל את הפונקציות

המגמה המסתמנת בעולם בעקבות המשבר היא להעביר יותר סמכויות של פיקוח על המערכת הפיננסית אל הבנק המרכזי.

- הרגולטורים בעולם פועלים להגברת שיתוף הפעולה בין רגולטורים בתוך המדינות וביניהן ולקבוע סטנדרטים בין-לאומיים מחייבים, שימנעו ארביטרו' רגולטורי.
- הטיפול בכשל המוסרי בשיטת התגמול במערכת הפיננסית הוא חיזוק הקשר בין שיטת התגמול לביצועים בטווח הארוך, חיזוק הממשל התאגידי ובקרת הדירקטוריון על שיטת התגמול, מתן זכות לבעלי המניות להתערב בה.
- מוסדות בעלי חשיבות מערכתית, שהם גדולים או מורכבים מכדי ליפול, נוטים לטול סיכונים יתר, והכיוון המתגבש בעולם לטיפול בהם הוא הידוק הפיקוח והרגולציה עליהם והגדלת דרישות ההון והנזילות מהם.

החיוניות שלו, כך שתימנע הדבקה למוסדות אחרים, והכנתו לפירוק או למכירה; כל זאת באופן שבעלי המניות והמנהלים לא יזכו להגנה, ואילו זכויותיהם של המפקידים יובטחו (resolution mechanism). כדי לפשט את התהליך פועלים במספר מדינות להסדרת הליך "צוואה בחיים" ("living will") של מוסדות גדולים, שיקבע באופן מסודר וברור איך יחולקו ההפסדים בין נושים וגופים קשורים במקרה של כשל.

- **חברות הדירוג** - אף שמוסכם על רשויות הפיקוח בעולם כי המודל העסקי שעל פיו פועלות חברות הדירוג לוקה בכשל מוסרי, לא הושגה עדיין הסכמה על מודל עסקי אחר. עם זאת, מפני חשיבותן של חברות הדירוג למערכת הפיננסית, בוחנות רשויות הפיקוח בארה"ב שינויים אפשריים במודל העסקי, וזאת במקביל להצעות רבות אחרות שמטרתן לשפר את פעילותן של חברות הדירוג ואת הפיקוח עליהן. על הפרק חובת רישום תוך עמידה בדרישות הרגולטור, הידוק הפיקוח על חברות הדירוג והגדלת השקיפות לגבי שיטות הדירוג שלהן והמודלים הנקטים בידהן. כן הקטינו רשויות הפיקוח את הדרישות הרגולטוריות מגופים מפוקחים להשקיע בניירות ערך שדורגו על ידי סוכנות דירוג מוכרת, במקביל לעידודם, ולעתים אף חיובם, להסתמך יותר על ניתוח עצמי. רשויות הפיקוח גם צמצמו את האפשרות של חברות מדורגות לנהל "שופינג" בין חברות הדירוג כדי לבחור בזו שתזכה אותם בדירוג גבוה יותר, והגדילו את הדרישות לגבי כשירות העובדים בחברות הדירוג. למרות השינויים ישנה הבנה שהצעדים לא פתרו עדיין בעיות מרכזיות. כך, למשל, באירופה מתוכננים צעדים נוספים שיאפשרו לרגולטורים לדרוש מחברות הדירוג מידע, לבצע חקירות ולקיים ביקורות.

- **סגירת חוסרים בנתונים ובמידע** - בעקבות המשבר נקטה הקהילה הבין-לאומית יוזמות שונות לזיהוי ולסגירה של חוסרים בנתונים ובמידע, לשם תמיכה ביציבות הפיננסית. המאמץ הבין-לאומי המרכזי הניב מסמך של ה-IMF וה-FSB, שבו רוכזו 20 המלצות, אשר אומצו כבר בנובמבר 2009 על ידי שרי האוצר והנגידים של קבוצת G-20. ההמלצות התייחסו הן לצורך בהרחבת בסיסי הנתונים והן לצורך בפיתוח מסגרות אנליטיות וסטטיסטיות חדשות; זאת בעיקר כדי לזהות סיכונים המתפתחים במערכת הפיננסית, אפשרות הדבקה בין מדינות ופגיעות בתוך המדינות.

ב. ההיבט הישראלי

הזעזוע במערכת הפיננסית המקומית היה קטן בהרבה מאשר במדינות מפותחות רבות אחרות, אך הפקת הלקחים בישראל בעקבות המשבר לא התמקדה רק בתיקון הליקויים שהתגלו כאן במהלכו, אלא גם בלמידה מהניסיון בעולם.

להלן פירוט של הרפורמות והלקחים העיקריים שיושמו, או נמצאים בהליכי יישום בישראל בעקבות המשבר, וכן צעדים נוספים שנעשו להגברת התחרותיות במערכת הפיננסית. (לגבי יישום מדיניות מקרו-יציבותית ראו תיבה ד'-1).

- **התאמות במערכת הבנקאית** - המערכת הבנקאית בישראל היא מערכת שמרנית, הפועלת תחת פיקוח הדוק וקפדני, דרישות הון מחמירות והגבלות על חשיפה למכשירים מורכבים. מדיניות זו תרמה לעמידותה וחוסנה של המערכת הבנקאית במהלך המשבר והקטינה את חשיפתה לגורמי הסיכון שהתפתחו במהלכו. יחד עם זאת, גם בישראל עוקבים אחר ההתאמות הנעשות במערכת הבנקאית בעולם בעקבות לקחי המשבר ופועלים ליישום ההנחיות המתגבשות בדבר חיזוק מבנה ההון, הגבלות על רמת המינוף, מעקב אחר סיכון נזילות, יחס הון מחזורי ועוד.

המודל העסקי שעל
פיו פועלות חברות
הדירוג לוקה בכשל
מוסרי, ובעולם נעשים
ניסיונות להגיע להסכמה
על מודל עסקי אחר;
זאת במקביל להצעות
להידוק הפיקוח על
חברות הדירוג ולהגברת
השקיפות בפעילותן.

מאמץ בין-לאומי
נעשה להגדרת הנתונים
והמידע הנחוצים לשם
מעקב אחר סיכונים
המתפתחים במערכת
הפיננסית.

לשם הבהרת ציפיות הפיקוח על הבנקים מהתאגידים הבנקאיים בתקופה שעד לפרסום ההמלצות הסופיות המתגבשות בעולם פרסם המפקח ביוני 2010 חוזר בנושא מדיניות הון לתקופת ביניים, שבו דרש מהם להתארגן עד סוף 2011 להגדלת יחס הון הליבה לנכסי סיכון ל-7.5 אחוזים לפחות.

לנוכח חולשות שזיהה במערכת הבנקאית המקומית בנושא ניהול הסיכונים במכשירים פיננסיים ובנושא תפקוד הדירקטוריון פעל המפקח על הבנקים בדרכים שונות לקידום הנהגתם של עקרונות ממשל תאגידי הולם. במסגרת זו, ובהמשך לדרישת הפיקוח, השלימו התאגידים הבנקאיים עד סוף 2009 אימוץ מדיניות תגמול הולמת, ובכל תאגיד בנקאי מונה מנהל סיכונים ראשי, העומד בראש פונקציה מיוחדת לניהול סיכונים. כמו כן הבנקים נערכים ליישום ההנחיות שנתן המפקח לגבי עבודת הדירקטוריון.

• **התאמות בגופים המוסדיים** - המשקיעים המוסדיים הם משקיעים דומיננטיים בשווקים הפיננסיים המקומיים, ובשנים האחרונות הם מנהלים כ-40 אחוזים מתיק הנכסים של הציבור (לוח ד'-5). על רקע זה נודעת חשיבות רבה להתאמות בכללי הפעולה שלהם, תוך יישום לקחי המשבר:

1. **אימוץ "המודל הציליאני" בתחום הפנסיה** (מודל חכ"ם - חיסכון כספי מותאם) - אחת הבעיות שהבליט המשבר בענף החיסכון הפנסיוני היא שמרבית הכספים הצבורים בענף מנוהלים במסלולים כלליים, בלי שהעמית מודע מראש לרמת הסיכון שהקופה נוטלת וללא התחשבות במאפייניו של כל חוסך וחוסך לצורך בחירת פרופיל הסיכון המתאים לו. כך מנוהלים כספים של עמיתים הקרובים לגיל הפרישה יחד עם כספים של עמיתים צעירים, תוך חשיפת העמיתים המבוגרים לסיכונים שוק גבוהים מדי. לכן משבר נוסף בשווקים, כדוגמת זה של 2008, עלול לפגוע פגיעה קשה בצבירה הפנסיונית של עמיתים הקרובים לגיל הפרישה בלי שיעמוד לרשותם זמן כדי ליהנות מהתאוששות עתידית בשווקים. כדי לפתור בעיה זו החליט משרד האוצר לאמץ מודל דומה לזה המופעל בצ'ילה מאז 2002 (המודל הציליאני), שעל פיו יורשו מנהלי החיסכון הפנסיוני לנהל מספר מוגבל של מסלולי השקעה המותאמים לגיל העמית, ואליהם יופנו העמיתים באופן אוטומטי לפי גילם: ככל שגיל החוסך יהיה גבוה יותר, המסלול שאליו הוא יופנה יהיה בעל הרכב נכסים סולידי יותר, ולעמיתים שהם כבר פנסיונרים יהיה מסלול השקעה שמרני ביותר. ההפניה למסלולים אלה תהיה ברירת המחדל, שלא תצריך התערבות של החוסך; עם זאת תינתן לו אפשרות לבחור במסלול מתמחה או במסלול ברירת מחדל שונה מזה המוצע לו אוטומטית.

הצעת האוצר לקביעת מסלולי ברירת המחדל צפויה למתן את הפגיעה האפשרית בכספי חוסכים הקרובים לגיל פרישה בזמן משבר, כפי שאירע במשבר האחרון. ההצעה טרם יושמה, ונבחנות עדיין ההשלכות שיש למהלך כזה על הביקוש לנכסים ספציפיים כמניות או אג"ח חברות, וכן ההשלכה על גובה הקצבה הצפויה בשל ירידת התשואות הצפויות לעמיתים בגיל הביניים שיעברו למסלולים סולידיים יותר.

2. **חיזוק הרגולציה ומבנה ההון אצל המשקיעים המוסדיים** - כחלק מלקחי המשבר הידק הממונה על שוק ההון את הרגולציה על גופי החיסכון לטווח ארוך ונתן הנחיות לחיזוק מבנה ההון, ניהול הסיכונים והממשל התאגידי במוסדות אלה. כך, למשל, החליט הממונה לאמץ את הוראות הדירקטיבה 2 Solvency לגבי חברות הביטוח, וכן נתן הנחיות להידוק מנגנוני הבקרה והפיקוח הפנימיים

הפיקוח על הבנקים
בישראל פועל ליישום
ההנחיות המתגבשות
בעולם לחיזוק העמידות
של המערכת הבנקאית.
כן טופל בחולשות
שהתגלו במערכת
המקומית בזמן המשבר
בתחומי ניהול הסיכונים
והממשל התאגידי.

הממונה על שוק ההון
הידק את הרגולציה על
המשקיעים המוסדיים
לטווח ארוך, ונתן הנחיות
לחיזוק מבנה ההון, ניהול
הסיכונים והממשל
התאגידי בהם. זאת לצד
קידום מודל השקעה
תלוי גיל ("המודל
הציליאני").

לוח ד'-5

המשקיעים המוסדיים - ההתפתחויות העיקריות, 2007 עד 2010

השנה	קרנות הנאמנות	קופות התגמולים והפיצויים	קרנות ההשתלמות	קרנות הפנסיה		התוכניות לביטוח חיים ¹		סך הכול
				ותיקות	חדשות ²	מבטיחות תשואה	משתתפות ברווחים	
יתרת הנכסים ³ (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
2007	119.4	186.1	88.0	157.1	62.8	50.1	96.4	760.1
2008	98.0	142.1	70.8	35.9 ²	69.1	54.9	84.8	755.6
2009	133.2	176.7	94.5	264.7	91.0	60.6	118.4	939.1
2010	156.6	189.2	107.8	283.9	108.4	65.5	127.6	1038.9
אחוזים מסך כל תיק הנכסים של הציבור								
2007	5.8	9.1	4.3	7.6	3.1	2.4	4.7	37.0
2008	5.2	7.5	3.8	12.5	3.7	2.9	4.5	40.0
2009	5.8	7.7	4.1	11.5	4.0	2.6	5.1	40.8
2010	6.2	7.5	4.3	11.2	4.3	2.6	5.1	41.2
הצבירה נטו (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים) ⁶								
2007	5.0	-0.7	3.7	-4.2	6.4			10.2
2008	-9.4	-8.8	-0.6	-4.4	8.0			-15.1
2009	21.3	-3.3	4.7	-5.1	9.0			26.5
2010	16.2	-3.5	5.0	-5.7	10.8			22.8

(1) יתרת הנכסים של התוכניות לביטוח חיים אינה כוללת רכוש קבוע, סכומים לקבל והוצאות רכישה נדחות.

(2) כולל את קרנות הפנסיה הכלליות וקופות הגמל המרכזיות לקצבה.

(3) נכסי כל משקיע מוסדי הם בניכוי השקעותיו בקרנות נאמנות.

(4) מפברואר 2008 כוללים נכסי קרנות הפנסיה הוותיקות גם את התחייבויות הממשלה לסיוע. התחייבות זו תקפה מאז 2003, אולם רק בפברואר 2008 קיבלו הקרנות הוראה לרשום אותה כחלק מנכסיהן. יתרת ההתחייבות משתנה מחודש לחודש, ובדצמבר 2010 היא עמדה על סך של 88 מיליארדי ש"ח.

(5) ללא העברה בין קופות.

המקור: דיווחי קרנות הנאמנות לבנק ישראל, אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר ועיבודי בנק ישראל.

בניהול ההשקעות של גופי החיסכון לטווח ארוך. כן הוצאו הנחיות בעניין תגמול נושאי משרה בגופים אלה וקשירתם לביצועים בטווח הארוך, וכן בתחום שיפור השקיפות ואיכות הדיווח לציבור. גם הרשות לניירות ערך נקטה צעדים בכיוון של הגברת השקיפות, הדיווח והבקרה על פעילותן של קרנות הנאמנות ועל חשיפתן להשקעה באג"ח בסיכון גבוה, וכן קידמה את חוק האכיפה המינהלית, שיקנה לה כלים מהירים ויעילים לאכיפה וישפר את יכולתה להגן על ציבור המשקיעים.

3. צעדים להגברת התחרות בשוק החיסכון הפנסיוני - הממונה על שוק ההון הכריז בנובמבר 2010 על תוכנית להגברת התחרות בשוק החיסכון הפנסיוני. כחלק מהתוכנית הוחלט על החלת מודל אחיד של תקרת דמי ניהול במוצרי החיסכון השונים, מתן אפשרות גם לחברה מנהלת של קופת גמל לשווק כיסויים ביטוחיים, הגברת השקיפות בעת שינוי דמי הניהול ועוד. יישומם של כל הצעדים צפוי במהלך 2011. לצעדים אלה קדמה יוזמה נוספת של הממונה על שוק ההון להקמת מסלקה פנסיונית, שתפקידה לייעל את העברת המידע והכספים בענף החיסכון

לטווח ארוך בין גופים מוסדיים, יועצים פנסיוניים וסוכנים פנסיוניים, ובכך לתרום להגברת התחרות בענף.

• **התאמות בשוק אג"ח החברות** (בהתאם להמלצות וועדת חודק) - שוק אג"ח החברות התפתח בישראל בשנים האחרונות במהירות והיה מוקד הסיכון למערכת הפיננסית המקומית בזמן המשבר. הסיבה לכך היא שהתפתחותו המהירה של השוק התרחשה לפני שפותחה בגופים המוסדיים תשתית נאותה להערכה וניטור של סיכונים אשראי וללא פיתוח מקביל של תשתית פיקוחית והגבלות מוסדיות על אשראי זה.

ביולי 2010 פרסם הממונה על שוק ההון הוראות חדשות, שנועדו לשפר את הליך ההשקעה של הגופים המוסדיים באג"ח חברות, בהתאם להמלצות ועדת חודק. ההוראות החדשות מטילות על המשקיעים המוסדיים: דרישות לקבלת מסמכים ולביצוע אנליזה טרם ביצוע ההשקעה; חובת רישום של איגרת חוב לא סחירה שנרכשה על ידי גוף מוסדי בלשכת רישום; חובת דיווח על תאגידים מנפיקי איגרות חוב, שלא חלה עליהם חובת דיווח על פי חוק ניירות הערך, כתנאי לביצוע השקעתו של הגוף המוסדי באיגרות החוב שלהם. כמו כן קובעות ההוראות החדשות מאפיינים רצויים של איגרות החוב שבהן ישקיעו הגופים המוסדיים, ביניהם התניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות. ההוראות החדשות נכנסו לתוקף בסוף 2010 ובראשית 2011, ונראה שיש בהן כדי לשפר את הליך ההשקעה. חשוב ללוות את ההנחיות החדשות בהגברת השקיפות לגבי איכות איגרות החוב גם לאחר שלב ההנפקה, וכן בפיקוח הדוק על המשקיעים המוסדיים הרוכשים אותן, תוך יישום מדיניות פיקוח מערכתית; זאת כדי לזהות בעוד מועד התרחבות לא מאוזנת של האשראי לענפים או מגזרים בסיכון ולעצור התרחבויות כאלה באופן. יש לשקול את האפשרות להקנות לממונה על שוק ההון כלים משפטיים כדי להורות למנהלי החיסכון לטווח ארוך להקטין חשיפות ספציפיות (לדוגמה, באמצעות דרישות להגדלת הון עם זיהוי חשיפה מוגזמת).

במקביל לפעולות הממונה על שוק ההון ערכה גם הרשות לניירות ערך מספר התאמות בהסדרה בעקבות לקחי המשבר, וביניהן הטלת חובת דיווח ייעודי על החברות המנפיקות את איגרות החוב למחזיקים באיגרות אלו, וכן פרסום מיתווה המאפשר את פעילותם של קציני אשראי לצורך גיבוש הסדרי חוב בשוק איגרות החוב. נוסף על אלה מקדמת הרשות לניירות ערך חקיקה להרחבת תחומי האחריות של נאמני איגרות החוב ושדרוג הממשל התאגידי בחברות שהנפיקו איגרות חוב לציבור.

• **חברות הדירוג** - הרשות לניירות ערך פועלת לקידום חוק חברות הדירוג, שיגביר את השקיפות של מודל הדירוג: החוק יחייב את החברות לדווח על שיטות הדירוג שהן נוקטות ועל המידע העומד בפניהן, ויסדיר את פעילותן, כולל תנאי הכשירות, מניעת ניגודי עניינים וקביעת סמכויות הפיקוח והאכיפה לגביהן.

• **מערך התשלומים והסליקה** - בשנים האחרונות בוצעו רפורמות בתחום מערך התשלומים והסליקה. העיקריות שבהן הן הקמת מערכת זה"ב (RTGS) - מערכת חיובים וזיכויים בזמן אמת - והצטרפות כסולק למערכת הסליקה הבין-לאומית במטבע חוץ CLS. במקביל לפיתוח וקידום מערך התשלומים והסליקה קודמו מהלכים לחיזוק הפיקוח על מערכות אלה, שהן בליבה של המערכת הפיננסית, ורבה חשיבותן לתפקוד המערכת בתקופות רגיעה ובמיוחד בעתות משבר. בנק ישראל החל בהקמת גוף חדש שיפקח על מערכות התשלומים בישראל, בהתאם לחוק מערכות התשלומים.

הוראות החוק קובעות באילו תנאים מערכת תשלומים תהיה נתונה לסמכות הפיקוח של בנק ישראל, את החובות החלות על מפעיל המערכת ואת הכלים הנתונים

הממונה על שוק ההון פרסם הוראות חדשות, שנועדו לשפר את הליך ההשקעה של הגופים המוסדיים באג"ח חברות - בין היתר באמצעות קביעת מאפיינים רצויים של איגרות החוב שבהן ישקיעו גופים אלו.

הרשות לניירות ערך פועלת לקידום חוק חברות הדירוג, שיגביר את הפיקוח על חברות הדירוג ואת השקיפות של מודל הדירוג.

מערך התשלומים והסליקה בישראל עבר בשנים האחרונות רפורמות נרחבות, ביניהן הקמת מערכת זה"ב (RTGS) והצטרפות ישראל כסולק למערכת הסליקה הבין-לאומית במטבע חוץ.

בידי בנק ישראל ליישום סמכות הפיקוח שלו. עד כה הכריז הנגיד על שתי מערכות תשלומים כמערכות תשלומים מבוקרות מיועדות - מערכת זה"ב ומערכת ה-CLS. בנק ישראל משתתף בפיקוח על מערכת ה-CLS, המפוקחת על ידי קבוצת פיקוח בין-לאומית, שאותה מוביל הבנק הפדרלי של ארה"ב, ובה נציגים מכל הבנקים המרכזיים המקושרים ל-CLS.

שוק נגזרי האשראי והריבית כמעט לא התפתח בישראל. נעשים ניסיונות לפתחו תוך יישום לקחים מהמשבר.

חוק בנק ישראל החדש מטיל על בנק ישראל את האחריות לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה ומצייד אותו בחלק מהכלים הדרושים לניהול משברים.

- **שוק נגזרי האשראי והאיגוח** - שווקים אלה בישראל הם בתחילת דרכם, ובולט היעדרם של שוק נגזרי ריבית, שוק נגזרי אשראי (CDS) ואיגוח משכנתאות, שהם חלק ניכר משוקי הנגזרים והאיגוח בעולם. הניסיונות לקדם את פיתוחם של שווקים אלה בישראל נעשים במקביל ליצירת תשתית מתאימה להתפתחות מאוזנת שלהם, וזאת תוך יישום הלקחים העיקריים המיושמים בעולם בעקבות המשבר.
- **הקניית כלים לבנק ישראל לניהול משברים** - המשבר העולמי המחיש את מרכזיותו של הבנק המרכזי בניהול משברים פיננסיים, ואכן חוק בנק ישראל החדש, שנכנס לתוקף ביוני 2010, מטיל על בנק ישראל את האחריות לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה, ומצייד אותו בחלק מהכלים הדרושים לניהול משברים - ביניהם היכולת לשמש מלווה של מוצא אחרון גם למוסדות פיננסיים שאינם בנקים - ואת הזכות לדרוש מידע גם מגופים פיננסיים שאינם בנקים.

הצעדים שיושמו בישראל עד כה תורמים לחיזוק יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית, אך אין בהם די. יש להמשיך ולפעול לחיזוק הפיקוח ומבנה ההון של המוסדות הפיננסיים, בהתאם למגמות המסתמנות בעולם ולחיזוק הממשל התאגידי בהם; לחזק את התיאום ואת העברת המידע בין הרגולטורים השונים ולבחון את מבנה רשויות הפיקוח הרצוי בהתאם למגמה בעולם; לחזק את הפיקוח על שוק האשראי החוץ-בנקאי, להגביר את הפיקוח על חברות הדירוג הפועלות בישראל, תוך שיפור מבנה התמריצים שלהן ועידוד גופי ההשקעה לבצע אנליזה עצמית; להמשיך ולפתח את הכלים לניהול מדיניות מקרו-יציבותית; ולחזק את הפיקוח על מערכות התשלומים והסליקה.

3. האשראי למגזר הפרטי הלא-פיננסי ושוק אג"ח החברות

קצב הגידול של המשכנתאות למשקי הבית מהיר ומדאיג.

התרחבות מואצת של האשראי היא אחד האינדיקטורים החשובים המזהיר מאפשרות של התפתחות סיכונים במערכת הפיננסית. התרחבות כזאת אופיינית לתקופה של צמיחה מהירה, שבה הביטחון של הלווים והמלווים לגבי היכולת להחזיר הלוואות הוא גבוה. בתקופה כזאת הבנקים מוכנים לטול יותר סיכונים¹⁵, וגם בשוק החוץ-בנקאי ניתן לגייס הלוואות בקלות יחסית ובמירווחים נמוכים. התרחבות מואצת של האשראי יכולה להוביל לפגיעה ביציבות של המוסדות הפיננסיים, כאשר מתרחשת תפנית בתנאים הכלכליים, ויכולת ההחזר של הלווים נפגעת, ומכאן החשיבות של מעקב צמוד אחר התפתחות אינדיקטור זה.

בישראל יתרת האשראי הכוללת למגזר הפרטי הלא פיננסי¹⁶ צמחה בשנתיים האחרונות בקצב מתון יחסית והגיעה בסוף 2010 ל-1.1 טריליוני ש"ח (לוח ד'-6). אולם בעוד שהאשראי

¹⁵ Gabriel Jimenez & Jesus Saurian, Credit cycles, credit risk and prudential regulation, Bank of Spain, Jan. 2005.

¹⁶ אשראי למגזר העסקי ולמשקי הבית מהבנקים, ממקורות חוץ-בנקאיים מקומיים ומחו"ל.

לוח ד'-6
התפלגות האשראי למגזר הפרטי לפי סוג המלווה, 2006 עד 2010
(נתונים לסוף תקופה)

שיעור השינוי ביחס לתקופה הקודמת (אחוזים)					יתרות ¹ , מיליארדי ש"ח, במחירים שוטפים				
2010	2009	2008	2007		2010	2009	2008	2007	2006
החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי									
4.8	1.6	5.3	11.1		1,098	1,049	1,032	981	883
(1+2)									
8.3	0.3	8.9	7.0		701	647	645	592	554
מזה: אשראי מהבנקים²									
3.0	-0.9	4.2	12.4		759	737	743	713	635
1. החוב של המגזר העסקי									
5.9	-5.5	7.8	5.6		410	387	410	380	360
אשראי מהבנקים²									
3.5	6.4	-1.9	41.2		226	218	205	209	148
אג"ח קונצרניות והלוואות לא-בנקאיות									
-6.5	2.2	3.5	-2.0		122	131	128	124	126
אשראי מחו"ל									
8.9	7.9	8.1	7.9		340	312	289	268	248
2. החוב של משקי הבית									
11.9	10.4	10.9	9.6		290	259	235	212	193
אשראי מהבנקים²									
11.4	7.4	8.5	5.8		234	210	196	180	170
אשראי לדיור									
3.6	8.8	7.4	12.4		106	102	94	87	78
אשראי שלא לדיור									

(1) נתוני האשראי הבנקאי - לפני ההפרשה לחובות מסופקים; נתוני האג"ח הסחירות - בע"נ בתוספת ריבית צבורה.

(2) ללא אג"ח שהונפקו על ידי המגזר העסקי ונרכשו על ידי הבנקים. יתרה זו מופיעה בסעיף אג"ח סחירות בישראל.
המקור: בנק ישראל.

למגזר העסקי עלה במתינות רבה, וכך גם האשראי למשקי הבית שאינו לדיור - קצב הגידול של המשכנתאות למשקי הבית הוא מהיר ומדאיג. (ראו סעיף ב' להלן).

א. האשראי למגזר העסקי

יתרת האשראי למגזר העסקי הגיעה בסוף 2010 ל-759 מיליארדי ש"ח, וזאת לאחר שבשנתיים האחרונות צמח האשראי בקצב מתון מאוד - 3 אחוזים בלבד במהלך 2010, לאחר התכווצות ב-2009. קצב גידולו המתון מפתיע בהשוואה לשיעורי גידול מהירים יותר בשנים קודמות - בפרט על רקע שיעורי צמיחה מהירים יחסית של התוצר העסקי בשנתיים האחרונות, שיעורי הריבית הנמוכים מאוד בשוק האשראי ושיעורי ההשקעה הגבוהים של המגזר העסקי ב-2010. כתוצאה ממתינותו של גידול האשראי ירד יחס החוב של המגזר העסקי לתוצר העסקי בשנתיים האחרונות מ-139.1 אחוזי תוצר בסוף 2008 ל-131.6 אחוזים בסוף 2010, ירידה שעיקרה באשראי הבנקאי (איור ד'-8).

נראה כי ההתרחבות האיטית של האשראי למגזר העסקי ב-2010 לא נבעה ממגבלה בצד היצע האשראי אלא מהעדפות של הפירמות. עדויות לכך הן: יחס ההון לנכסי הסיכון בבנקים, שהוא גבוה מהנדרש, ומאפשר להם להגדיל את היצע האשראי; ירידה של הערכות הסיכון בשוק האשראי, שהתבטאה בהמשך ירידת המירווחים הנדרשים בשוק אג"ח החברות וביציבות מירווחי האשראי בשוק הבנקאי יחסית לסוף 2009¹⁷; ונגישותו הגבוהה של שוק

איטיותה של התרחבות האשראי ב-2010 לא נבעה ממגבלה בצד היצע האשראי, אלא מהעדפות של הפירמות.

¹⁷ המירווחים בשוק איגרות החוב - ביחס לאיגרות החוב ממשלתיות; בשוק האשראי הבנקאי - ביחס לריבית על הפיקדונות.

ההון להנפקות איגרות חוב. גם עדויות החברות בסקר החברות הצביעו על רמה נמוכה של מגבלת מימון. ייתכן שהביקוש הנמוך של הפירמות לאשראי קשור לשלב שהן נמצאות בו במחזור העסקים, שלב המאפשר להן להשתמש עדיין במלאי ההון הבלתי מנוצל, וכן לצעדי התייעלות ולרווחיות הגבוהה יחסית שהן הציגו בשנה האחרונה; אלה הקטינו את הצורך שלהן בהגדלת המקורות להון חוזר.

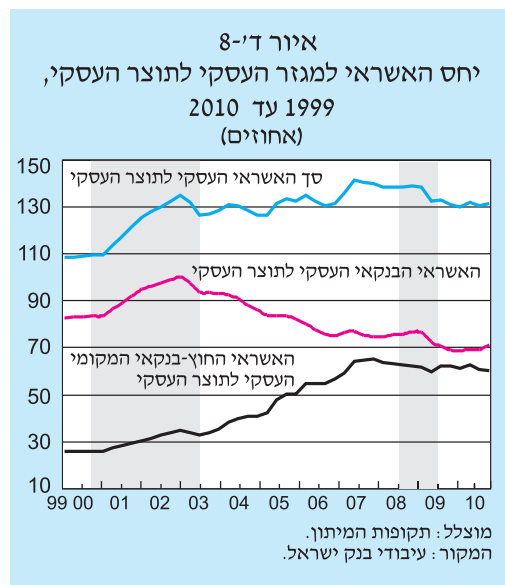
יוצא מכלל זה ענף הנדל"ן, שהוא ענף ממונף מאוד; הערכות הסיכון לגביו עלו מאוד בעקבות המשבר ועדיין נותרו גבוהות במידה ניכרת מאשר ב-2006, לפני המשבר. התחייבויות הענף עלו במהירות בשנים שקדמו למשבר בעקבות גיוסים רבים בשוק החוץ-בנקאי, ונותרו גבוהות גם לאחר המשבר. נראה כי

גישתו של ענף זה לאשראי נפגעה, יחסית למצבו ערב המשבר: מירווחי הגיוס בו עלו, וב-2010 גיוס החוב שלו בשוק החוץ בנקאי היה שלילי, כ-5 מיליארדי ש"ח, למרות צמיחתו המהירה יחסית בשנה זו.

הרפורמות המבניות שברצונו במשק הישראלי בעשור האחרון הובילו להתרחבות מהירה של האשראי החוץ-בנקאי, בעיקר על רקע הצמצום בגיוסי החוב של הממשלה והרפורמות בענף החיסכון לטווח ארוך. כתוצאה מכך עלה בהדרגה חלקו של האשראי החוץ-בנקאי המקומי במימון המגזר העסקי והגיע ל-30 אחוזים, לעומת כ-4 אחוזים בלבד בראשית העשור הקודם.

ההתרחבות המהירה של האשראי החוץ-בנקאי הגדילה את היצע האשראי ואת התחרויות בשוק האשראי, תוך פיזור רחב יותר של סיכונים האשראי במשק; זאת עקב חלוקת סיכון האשראי בין הבנקים למשקיעים המוסדיים, וכן עקב הפיזור הרחב של החוב בשוק החוץ-בנקאי, כך שהסיכון ללווה בודד נמוך מאוד.

ואולם נראה כי הפיזור הרחב יותר של סיכונים האשראי בתקופת המשבר לא הביא, כמצופה, להקטנת החשיפה של המגזר הבנקאי לסיכונים אשראי, שכן במקביל להגדלת הפיזור התרחב היצע האשראי, וזאת תוך פגמים בניטור סיכונים האשראי במגזר החוץ-בנקאי. (ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל ל-2008.) בעקבות זאת התאפשרה הגדלת המינוף של לווים, בפרט מענף הנדל"ן, תוך הגדלת החשיפה של הענף להשקעות נדל"ן בחו"ל, שהיו במוקד המשבר העולמי. הגדלת החשיפה בשוק החוץ-בנקאי לסיכונים ענף הנדל"ן בחו"ל הובילה בעקיפין גם להגדלת הסיכון של הבנקים המקומיים, בשל הריכוזיות הגדולה בשוק האשראי ומשקלם הגבוה של חלק מלווים אלה בתיק האשראי הבנקאי. התפתחות



הגדלת החשיפה בשוק
החוץ-בנקאי לסיכונים ענף
הנדל"ן בחו"ל הובילה
בעקיפין גם להגדלת
הסיכון של הבנקים
המקומיים, בעיקר מפני
משקלם הגבוה של
חלק מלווים אלה בתיק
האשראי הבנקאי.

זו הבליטה את הצורך של המערכת הבנקאית להתנות מתן אשראי בהגבלת החשיפות של הלווים גם בשוק החוץ-בנקאי, אף אם החובות לבנקים מובטחים בביטחונות, שכן חשיפות אלה יכולות לערער את יציבות הלווה ולפגוע בכושר ההחזר שלו גם לבנקים.

ב. שוק אג"ח החברות

(1) השוק הראשוני

בשנת 2010 גייס המגזר הפרטי הלא פיננסי 23 מיליארדי ש"ח ברוטו באמצעות הנפקת איגרות חוב (סחירות ולא סחירות), לעומת כ-25 מיליארדים ב-2009, וגיוס ההון נטו¹⁸ הסתכם ב-1.5 מיליארדים בלבד, לעומת כ-8 מיליארדים ב-2009. גיוסי ההון של המגזר העסקי התחדשו ב-2009 לאחר עצירה כמעט מוחלטת במחצית השנייה של 2008, עם התייצבות המערכת הפיננסית והתחזיות להתאוששות של הפעילות הריאלית.

מניתוח הרכב ההנפקות כולל המגזר הפיננסי עולה כי ב-2010 שוק ההון הפך נגיש יותר גם לחברות שאינן מהשורה הראשונה; על כך מעידה ירידת חלקן של ההנפקות של החברות בדירוג AA ומעלה ל-40 אחוזים מסך ההנפקות ב-2010, לעומת 64 אחוזים ב-2009. אולם עדיין רוב ההנפקות ב-2010 היו של חברות בדירוג גבוה: חברות בדירוג A ומעלה גייסו כ-87 אחוזים מהסכום, בעוד שחלקן של ההנפקות ללא דירוג היווה כ-8 אחוזים בלבד, בדומה לחלקן ב-2009 ונמוך במידה ניכרת מאשר לפני המשבר. החברות שהנפיקו הן ממיגוון רחב של ענפים, ובלטו בהיקף הגיוסים הבנקים וחברות הנדל"ן.

גם ב-2010 בלט חלקן של ההנפקות השקליות הלא-צמודות - 41 אחוזים מהיקף ההנפקות, כ-55 אחוזים מהן בריבית קבועה. מאז 2008 הפכו ההנפקות השקליות הלא-צמודות לרכיב מהותי בשוק הנפקות אג"ח החברות, אולם עדיין כ-70 אחוזים ממלאי איגרות החוב הם איגרות צמודות למדד.

ההסבר לעליית חלקן של ההנפקות השקליות הלא צמודות בשנתיים האחרונות קשור כנראה להקטנת חלקם של המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך בשוק אג"ח החברות, במקביל להגדלת חלקן של קרנות הנאמנות: המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך משקיעים את חלק הארי של נכסיהם בנכסים הצמודים למדד, ואילו קרנות הנאמנות משקיעות בנכסים כאלה חלק קטן יחסית מנכסיהן. כך למשל בסוף 2010 היוו הנכסים הצמודים למדד 55 אחוזים בממוצע מנכסי המוסדיים לטווח ארוך, לעומת כ-30 אחוזים בלבד מנכסי קרנות הנאמנות. בעקבות המשבר והעזוץ בשוק אג"ח החברות ב-2008 השתנה דפוס ההנפקות ב-2009. (ראו דוח בנק ישראל ל-2009). מעניין לבדוק אם שינוי זה התמיד גם ב-2010, ובעיקר אם התחולל שינוי נוסף בעקבות ההוראות החדשות שהוציא אגף שוק ההון ביולי 2010 בעניין השקעת הגופים המוסדיים באג"ח חברות, בהתאם להמלצות ועדת חודק¹⁹.

בחינת ההנפקות שבוצעו ב-2010 מלמדת כי מרבית המגמות שהסתמנו בשוק ההנפקות ב-2009 נמשכו גם ב-2010: היקף ההנפקות ב-2010 דומה לזה של 2009 והוא נמוך במידה משמעותית מסכומי השיא שגויסו ב-2006-2007; נראה אפוא שיתר הסלקטיביות בהנפקות נמשכת. הערכה זו מקבלת חיזוק גם מחלקן הגדול של ההנפקות של חברות המדורגות בדירוג גבוה ומחלקן הקטן של ההנפקות ללא דירוג. בהערכה זו תומכת גם ירידת חלקן של הנפקות

בשנת 2010 גייס המגזר הפרטי הלא פיננסי 23 מיליארדי ש"ח ברוטו באמצעות הנפקת אג"ח, רובן בדירוג גבוה, אך תוך התרחבות שוק ההנפקות גם לחברות שאינן מהשורה הראשונה.

גם ב-2010 בלט חלקן של ההנפקות השקליות הלא-צמודות - 41 אחוזים מהיקף ההנפקות, כ-55 אחוזים מהן בריבית קבועה.

היקף ההנפקות ב-2010, הדומה לזה של 2009 ונמוך מסכומי השיא שגויסו ב-2006-2007, מלמד שיתר הסלקטיביות בהנפקות נמשכת.

¹⁸ הנפקות בניכוי פירעונות של איגרות חוב שהונפקו בשנים קודמות.

¹⁹ ההוראות החדשות נכנסו לתוקף באוקטובר 2010 לגבי השוק הראשוני ובינואר 2011 לגבי השוק המשני, אולם מרבית השינויים הצפויים היו ידועים כבר מספטמבר 2009, מועד פרסום דוח הביניים של ועדת חודק. חלק מההוראות שיצאו מחייבות וחלקן בגדר המלצה, אולם ההערכה בשוק היא כי ברוב ההשקעות יאמצו ועדות ההשקעה של הגופים המוסדיים את ההוראות החדשות במלואן.

חברות הנדל"ן בסך ההנפקות, יחסית למצב לפני המשבר, אף כי ב-2010 נרשמו בענף הנדל"ן יותר גיוסים מאשר ב-2009, וגם חלקן של ההנפקות ללא דירוג מהענף עלה²⁰. גם המירווח הנדרש בהנפקות של חברות נדל"ן או של חברות המונפקות ללא דירוג גבוה משמעותית מזה שנדרש ב-2006 (תחתית השפל במירווחים), אף כי מירווח זה מאופיין במגמת התכווצות מתמשכת, ורמתו כבר דומה לזו של ראשית 2008.

בחנית השימושים בגיוסי ענף הנדל"ן מלמדת שכשליש מהסכומים שגייסו חברות מהענף, נועדו, על פי התשקיף, למיחזור חובות קיימים.

בחנית השימושים בגיוסי ענף הנדל"ן מלמדת שכשליש מהסכומים שגייסו חברות מהענף נועדו על פי התשקיף למיחזור חובות קיימים, וליתר הסכומים שגייסו לא נקבע בתשקיף ייעוד ספציפי; משמע שהמלווים (רוכשי ההנפקות) לא חסמו את האפשרות להשתמש בכספים המגויסים גם למימון פרויקטים יזמיים בחו"ל - הערוץ העיקרי שדרכו נחשפו חברות הנדל"ן המקומיות לסיכוני הענף בעולם בתקופת המשבר.

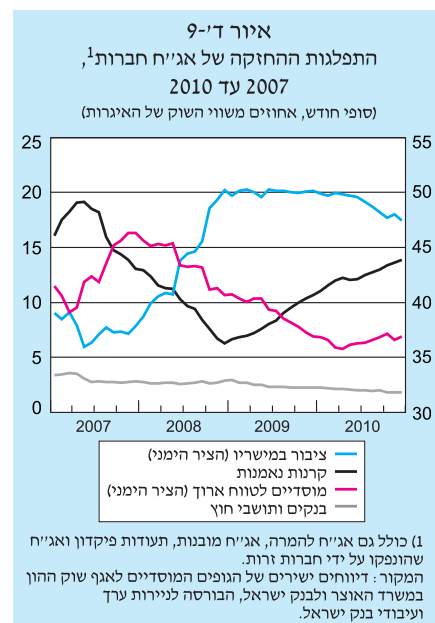
גם ב-2010 רוב ההנפקות שבוצעו היו ללא כל התניות חוזיות או דרישות לעמידה באמות מידה פיננסיות, למרות שיפור ביחס ל-2009.

אשר לקיומן של התניות חוזיות או דרישה לעמידה באמות מידה פיננסיות מסוימות, בהתאם להוראות החדשות של אגף שוק ההון - בדיקת מדגם מההנפקות ב-2010 מלמדת על שיפור מסוים ביחס למצב ב-2009: כ-40 אחוזים מההנפקות שבוצעו ב-2010²¹ כללו התניות חוזיות או דרישה לעמידה באמות מידה פיננסיות, לעומת 28 אחוזים בלבד מההנפקות ב-2009. למרות השיפור, גם ב-2010 עדיין רוב ההנפקות שבוצעו היו ללא כל התניות או דרישות כאמור, והדבר התאפשר משום שההוראות החדשות הוחלו רק על המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך, ואילו כללי ההשקעה של קרנות הנאמנות לא שונו.

העובדה שההוראות החדשות תקפות רק לגבי המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך, לצד הרצון של משקיעים אלה להקטין את חשיפתם לאיגרות החוב הפרטיות בעקבות

לקחי המשבר, הסיטו את הביקושים להשקעה באיגרות חוב ממשקיעים אלה אל קרנות הנאמנות, אשר גייסו מהציבור בשנתיים האחרונות כ-33 מיליארדי ש"ח נטו להשקעה בקרנות המתמחות בהשקעה באג"ח חברות. כתוצאה מכך עלה שיעורן של אג"ח החברות בסך נכסי הקרנות והגיע בסוף 2010 ל-24 אחוזים בממוצע, לעומת כ-11 אחוזים בלבד בסוף 2008. במקביל עלו גם ההחזקות הישירות של הציבור באג"ח החברות והגיעו בסוף 2010 לכמעט 50 אחוזים ממלאי איגרות החוב, לעומת כ-38 אחוזים בסוף 2007²² (איור ד'-9).

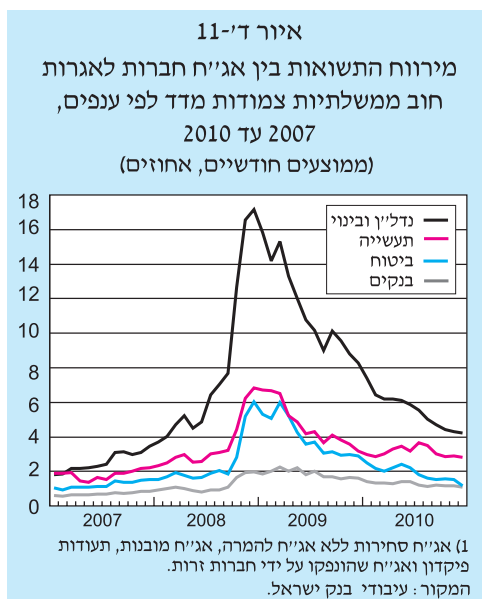
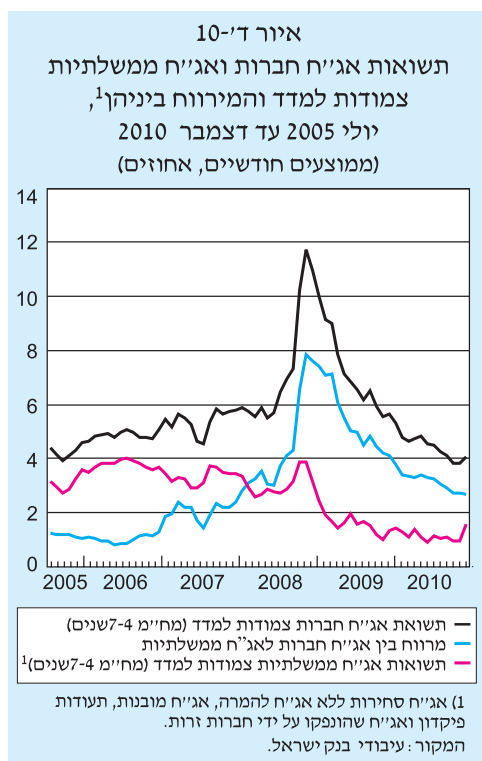
בהקשר זה נציין כי לשיעורי ההחזקה הגבוהים של משקיעים לטווח קצר באג"ח החברות ולעובדה שהמשקיעים המוסדיים לטווח ארוך לא יכולים, על פי הכללים



²⁰ חלקן של הנפקות ענף הנדל"ן ב-2010 הגיע ל-18 אחוזים מהיקף ההנפקות, לעומת 14 אחוזים ב-2009 וחלקן של ההנפקות ללא דירוג מהענף - ל-18 אחוזים לעומת 12 אחוזים.

²¹ ממספר ההנפקות שבוצעו. על פי מדגם שכלל 66 אחוזים מההנפקות של המגזר העסקי הלא-פיננסי בדירוג A ומטה. ההוראות החדשות נכנסו לתוקף רק באוקטובר 2010, כך שלאורך מרבית שנת 2010 עדיין לא חלה חובה לפעול על פיהן.

²² אין מידע לגבי סוגי המחזיקים הנכללים בהגדרת "הציבור"; ההערכות הן שרובם הם מנהלי תיקים, מנהלי תעודות סל וחברות, בעוד שההחזקות במישורן של משקי הבית כנראה אינן גדולות, מפני המומחיות הנדרשת להשקעה בשוק זה.



החדשים, לרכוש חלק מאיגרות אלה בשוק המשני עלולה להיות השלכה על התנודתיות בשוק זה, במקרה שתתחולל בו תפנית, ומה עוד שהסחירות בשוק זה נמוכה. לפיכך חשוב להשליט אחידות בכללי ההשקעה גם לגבי קרנות הנאמנות, כדי למנוע את המשך ההתרחבות של מלאי איגרות חוב שרק חלק מהפעילים בשוק רשאים להשקיע בו.

(2) התפתחות התשואות והמירווחים במהלך השנה

במהלך 2010 נמשכה ירידת התשואות בשוק אג"ח החברות, המשיך לירידתן ב-2009. רמת התשואות בשוק הגיעה לשפל היסטורי, ושיקפה עלויות גיוס שהמגזר העסקי לא ידע פְּמוֹתֵן בשוק זה בעבר (איור ד'-10). ירידת התשואות ב-2010 נבעה בעיקר מהירידה של הערכות הסיכון בשוק אג"ח החברות, כפי שמשתקף בהתכווצות המירווח ביחס לאיגרות החוב הממשלתיות, ובמידה מועטה יותר מירידת התשואות נטולות הסיכון של אגרות החוב הממשלתיות.

אשר לרמת המירווחים - המירווחים בשוק אג"ח החברות המשיכו להתכווץ גם ב-2010, ורמתם הגיעה בסוף השנה, בממוצע, ל-2.6 אחוזים, בדומה לרמת הרביע הראשון של 2008. רמה זו גבוהה מרמות השפל ששררו מ-2005 עד אמצע 2007 - 1.2 אחוזים בממוצע.

ירידת המירווחים הקיפה את כל הדירוגים ואת כל הענפים, אולם בענף הנדל"ן ובחברות הלא מדורגות הייתה רמתם בסוף 2010 רחוקה במידה ניכרת מרמות השפל הנזכרות (איור ד'-11). כך, למשל, עמד המירווח הממוצע בענף הנדל"ן

בסוף 2010 על 4.2 אחוזים, לעומת 1.9 אחוזים בממוצע ב-2005-2006, ובחברות הלא-מדורגות מענף זה - על 9.1 אחוזים, לעומת 5 אחוזים באותן שנים. בחברות הלא-מדורגות ללא נדל"ן עמד המירווח בסוף 2010 על 6.5 אחוזים בממוצע, לעומת 2.7 אחוזים בהתאמה. העובדה שהמירווחים בשוק אג"ח החברות לא חזרו לרמות השפל ההיסטוריות מבטאת

במהלך 2010 נמשכה ירידת התשואות בשוק אג"ח החברות, ורמת התשואות בו הגיעה לשפל היסטורי.

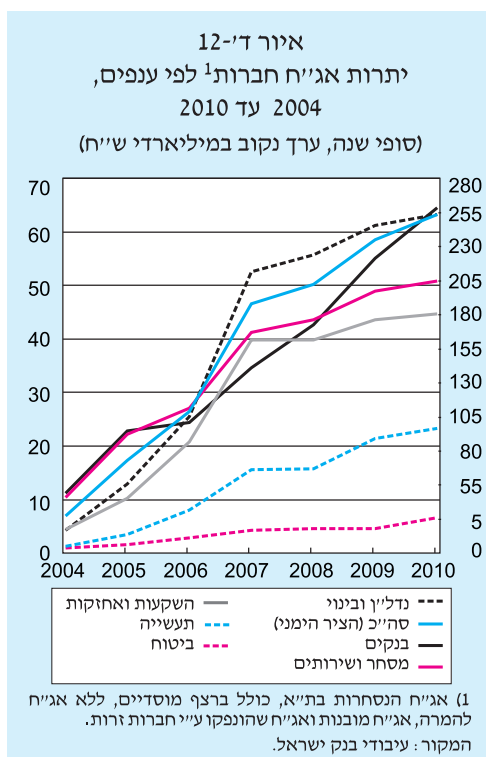
המירווחים בשוק אג"ח החברות המשיכו להתכווץ גם ב-2010.

אולי התפכחות, בעקבות המשבר שפקד את השוק, אף כי לא ברור אם רמתם הנוכחית של המירווחים היא בבחינת פיצוי הולם על אי-הוודאות הגבוהה השוררת בימים אלה במערכת הפיננסית.

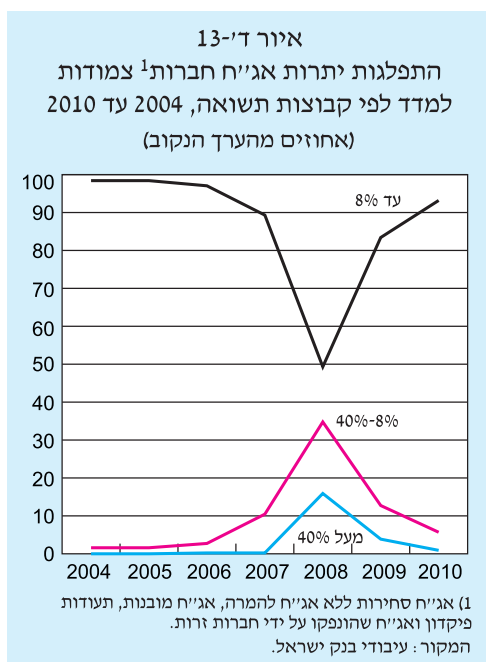
(3) מלאי איגרות החוב

יתרת אג"ח החברות הסתכמה בסוף 2010 בכ- 253 מיליארדי ש"ח ע"נ²³, ועיקרה איגרות חוב של חברות מענפי הבנקאות (26 אחוזים), הנדל"ן (25 אחוזים), ההשקעה וההחזקה (18 אחוזים) והמסחר והשירותים (20 אחוזים). חלקו של ענף הנדל"ן במלאי איגרות החוב עלה במהירות מ-13 אחוזים בסוף 2004 עד כמעט 30 אחוזים באמצע 2008; זאת עקב גיוסים גדולים בשוק בשנים שקדמו למשבר לשם מימון השקעות בנדל"ן, חלקן בחו"ל, במדינות שבהן עלו מחירי הנדל"ן בשיעורים חדים. חלקו של ענף הנדל"ן במלאי איגרות החוב הסחירות ירד מעט מאז המשבר, אך נותר הגבוה מבין כל הענפים, למעט הבנקים (איור ד'-12). שיעור כה גבוה של איגרות חוב מענף הנדל"ן הוא חריג ביחס לשווקים אחרים בעולם, שם מקובל שרוב המימון לענף ניתן באמצעות המערכת הבנקאית, וזו מעמידה את האשראי למיזמי נדל"ן בהדרגה, לפי קצב ההתקדמות בהם, דבר שאינו מעשי באשראי המגויס בשוק ההון.

שיעורי המינוף הגבוהים של החברות מענף הנדל"ן, העובדה שענף זה היה במוקד המשבר בחו"ל והחשיפה של חברות ישראליות להשקעות נדל"ן בחו"ל, חלקן במדינות שהיו בלב המשבר - כל אלה תורמים לרמת התשואות הגבוהה בענף ולשיעור הגבוה (80 אחוזים) של חברות הנדל"ן במלאי האיגרות שנסחרו בסוף 2010 בתשואה שמעל 8 אחוזים.

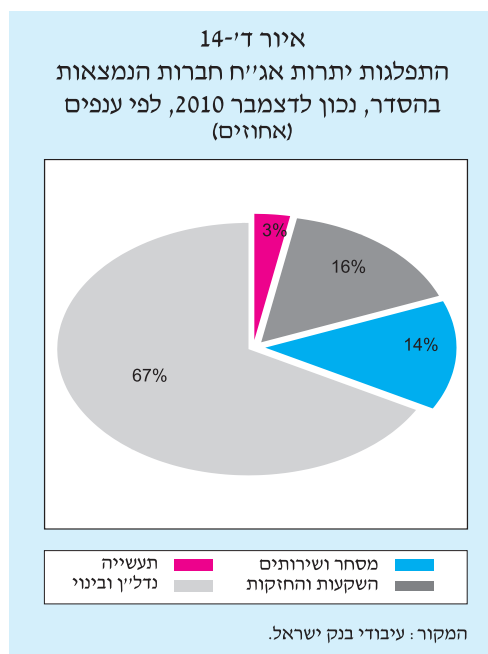


יתרת אג"ח החברות הסתכמה בסוף 2010 בכ- 253 מיליארדי ש"ח ע"נ, וחלקו של ענף הנדל"ן בה נותר הגבוה מבין כל הענפים, למעט הבנקים.



חברות הנדל"ן הן חלק גדול מהחברות שהאג"ח שלהן נסחרות ברמת תשואות גבוהה.

²³ איגרות חוב סחירות ולא סחירות הרשומות "ברצף מוסדיים", ללא אג"ח מובנות, תעודות פיקדון ואג"ח שהונפקו ע"י חברות זרות. ביתרה זו לא נכללו האג"ח הלא-סחירות, שאינן רשומות למסחר ב"רצף מוסדיים" ומוחזקות בידי המוסדיים. האומדן ליתרה הכוללת של האג"ח לסוף 2010 (סחירות ולא סחירות) עמד על כ-280 מיליארדי ש"ח ערך נקוב.



חלקן של החברות הנסחרות בתשואה שמעל 8 אחוזים בסך החברות הנסחרות ירד מאז שיאו של המשבר, ועמד בסוף 2010 על 6.8 אחוזים בלבד, לעומת 54 אחוזים בשיאו של המשבר, בנובמבר 2008 (איור ד'-13).

חלקן של החברות בדירוג גבוה (AA ומעלה) היה לפני המשבר 68 אחוזים בממוצע, וירד לכ-38 אחוזים בסוף 2010, בעקבות הפחתות דירוג רבות שבוצעו במהלך המשבר ועליית חלקן של ההנפקות בדירוג A.

(4) הסדרי חוב בשוק אג"ח החברות

המשבר הפיננסי פקד את שוק אג"ח החברות עוד לפני שהתגבשו בו הליכים מסודרים של הסדרי חוב, בניגוד למצב בשווקים מפותחים אחרים. ההליכים להסדרי חוב גובשו במהלך 2009 תוך כדי

מספר החברות החדשות שנכנסו להסדר חוב ירד במהלך 2010 ל-11, והערך הנקוב שלהן הסתכם בכ-2.1 מיליארדי ש"ח.

זרם הולך ועולה של חברות שנדרשו להסדר. מהרביע האחרון של 2008 עד סוף 2009 נכנסו להסדר 50 חברות, והערך הנקוב של האג"ח של חברות אלה עמד על 17.3 מיליארדי ש"ח. במהלך 2010 ירד מספר החברות החדשות שנכנסו להסדר ל-11, והערך הנקוב שלהן הסתכם בכ-2.1 מיליארדי ש"ח. מספר החברות שנותרו עדיין בהסדר בסוף 2010 היה 52, והערך הנקוב שלהן הסתכם בכ-6.8 מיליארדי ש"ח בלבד, בעקבות השלמת הליך ההסדר למספר חברות גדולות כ"אפריקה ישראל" ו"צים".

תשתית לביצוע הסדרי חוב בשוק החוץ-בנקאי חשובה מאוד לתפקודו של השוק, שכן הליך של הסדר חוב בשוק החוץ-בנקאי הוא מורכב יותר מהליך כזה מול הבנקים - מפני הפיזור הרחב של החוב בין מלווים רבים, הפועלים לעיתים מתוך אינטרסים מנוגדים. שיעור החוב שבהסדר בסך איגרות החוב הסחירות עמד בסוף 2010 על 2.5 אחוזים, גבוה ממשקל האשראי הבנקאי שאינו נושא הכנסה - 1.2 אחוזים בספטמבר 2010. כ-70 אחוזים מהחברות שבהליך של הסדר הן חברות מענף הנדל"ן (איור ד'-14).

(5) פירעונות צפויים של איגרות חוב

הגידול המתמשך של מלאי אג"ח החברות בשנים האחרונות הביא לעלייה גם בהיקף הפירעונות הצפוי בכל שנה, ולפיכך לעלייה בהיקף ההנפקות הנדרש כדי לאפשר את מיחזור החוב, תוך המשך גידולו של השוק החוץ-בנקאי כמקור למימון המגזר העסקי. היקף הפירעונות של איגרות החוב ב-2010 (קרן בלבד) עמד על 25.9 מיליארדי ש"ח²⁴, כמחציתם של חברות מענף הנדל"ן. ב-2011 צפוי היקפם להיות נמוך מעט יותר - 21 מיליארדים, 34 אחוזים מתוכם של חברות מענף הנדל"ן. מרבית הפירעונות הצפויים ב-2011 (כ-90 אחוזים) הם של איגרות שנסחרו בסוף 2010 בתשואה הנמוכה מ-8 אחוזים. היקף הפירעונות בשנים שלאחר מכן (2012-2015) צפוי להיות גבוה יותר, כ-30 מיליארדי

על רקע היקף הפירעונות הגבוה הצפוי בשנים הבאות - כדי ששוק ההון יהיה מקור גיוס נטו, היקף ההנפקות ברוטו צריך להיות גבוה מ-30 מיליארדי ש"ח לשנה בממוצע.

²⁴ על פי תחזית הפירעונות. לא ידוע כמה מהפירעונות התבצעו בפועל.

ש"ח בממוצע לשנה, עקב פירעונות גבוהים של הבנקים ושל ענף הנדל"ן (כ-8 מיליארדי ש"ח לשנה בממוצע לכל אחד מהענפים). משמעות הדבר היא שכדי ששוק ההון יהיה מקור גיוס נטו בשנים הבאות היקף ההנפקות ברוטו צריך להיות גבוה מ-30 מיליארדי ש"ח לשנה בממוצע.

ג. האשראי למשקי הבית

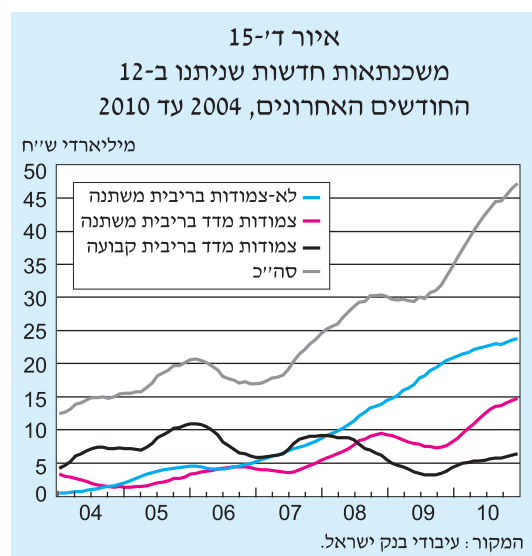
יתרת החוב של משקי הבית הוסיפה לצמוח גם ב-2010 והגיעה בסוף 2010 ל-340 מיליארדי ש"ח, גידול של כ-9 אחוזים ביחס לסוף 2009, המשך לשיעורי גידול מהירים יחסית גם בשנים 2007 ו-2009. הגידול המהיר של האשראי למשקי הבית הוא תוצאת האצה בקצב נטילתן של משכנתאות חדשות, בעוד שביתר רכיבי האשראי למשקי הבית נרשמה עלייה מתונה. כך, למשל, עלה השנה ב-36 אחוזים היקף המשכנתאות החדשות ברוטו, שנלקחו מהבנקים, המשך לשיעורי גידול ממוצעים של כ-27 אחוזים לשנה בשנים 2007-2009 (איור ד'-15). יתרת המשכנתאות מהבנקים עלתה בשנת 2010 ב-16.4 אחוזים.

המשכנתאות הן רכיב מרכזי בנטל החוב של משקי הבית בישראל, ובסוף 2010 הן היוו 69 אחוזים מיתרת החוב הכוללת שלהם. על אף העלייה המהירה בנטילת משכנתאות חדשות יחס החוב של משקי הבית להכנסה הפנויה בישראל לא השתנה משמעותית מאז 2008, ובסוף 2010 הוא עמד על כ-62 אחוזים, נמוך במידה ניכרת מאשר במרבית המדינות המפותחות.

אחת הסיבות להאצה בקצב נטילתן של משכנתאות חדשות נעוצה בשיעורי הריבית הנמוכים במשק; אלה מעודדים רכישת דירות באמצעות משכנתאות, גם כנכס השקעה (איור ד'-15).

כ-50 אחוזים מהמשכנתאות החדשות שנלקחו ב-2010 היו לא-צמודות בריבית משתנה (איור ד'-16). הריבית על משכנתאות אלה קשורה קשר הדוק לשינויים בריבית בנק ישראל, ועלייה עתידית של הריבית עלולה לחשוף את הלווים להחזרים

יתרת החוב של משקי הבית הוסיפה לצמוח במהירות גם ב-2010 - תוצאת האצה בקצב נטילתן של משכנתאות חדשות.



כ-50 אחוזים מהמשכנתאות החדשות שנלקחו ב-2010 היו משכנתאות לא-צמודות בריבית משתנה; עלייה עתידית של ריבית בנק ישראל עלולה לחשוף את נוטליהן להאמרת ההחזרים.

גבוהים יותר בהמשך. כך, למשל, הריבית הממוצעת על משכנתאות חדשות לא-צמודות בריבית משתנה עלתה ב-2010 ל-2.63 אחוזים בממוצע, לעומת 1.77 אחוזים ב-2009, וכתוצאה מכך עלה במהלך 2010 נטל החזרי הריבית על המשכנתאות השקליות הלא-צמודות בכ-500 מיליוני ש"ח. על סמך הנחות שונות לגבי מסלול עליית הריבית²⁵ צפוי נטל החזרי הריבית ב-2011 לעלות במידה משמעותית עוד יותר - ב-1.6-2.2 מיליארדי ש"ח. עלייה כזאת שיעורה כ-0.4 אחוז מההכנסה הפנויה, ויחד עם העלייה שכבר הייתה ב-2009 ייתכן כי תהיה לה השפעה מסוימת על הצריכה הפרטית.

אשר לסיכון למערכת הבנקאית - שיעורי המימון בשוק המשכנתאות בישראל נמוכים משמעותית מהמקובל במשקים אחרים, מה שמקטין את הסיכון של הבנקים לחדלות פירעון של הלקוח. מלבד זאת, בישראל אין כמעט שוק של איגוח משכנתאות, וסיכון המשכנתאות נשאר בספרי הבנק לאורך כל תקופת החוב - מצב המניע את הבנקים לבדוק את יכולת ההחזר של הלקוחות בקפדנות רבה, לרבות יכולת ההחזר בריביות גבוהות יותר. הבדל נוסף קשור לזכות החזרה ללקוח (recourse), הנתונה בהלוואות המשכנתה בישראל; זאת שלא כמו בעולם, שם מקובל להעמיד הלוואות ללא זכות חזרה, והבית משמש כביטחון היחיד של הבנק המלווה (הלוואות non recourse). מסיבות אלה נראה כי שוק המשכנתאות בישראל שמרני הרבה יותר מזה של המדינות שחו משבר בשוק הדיור.

למרות זאת, עליית המחירים המהירה והמתמשכת בשוק הדיור לצד המשך הגידול המואץ בנטילת משכנתאות חדשות מחייבת מעקב צמוד אחר ההתפתחויות ונקיטת צעדים לעצירת מגמות אלה בעוד מועד, לפני שיהוו סיכון ממשי למערכת הפיננסית. בנק ישראל נקט בשנת 2010 מספר מהלכים בשוק המשכנתאות, והוא ממשיך במעקב צמוד אחר ההתפתחויות בשוק זה. (לפירוט הצעדים ראו תיבה ד'-1.)

על פי המסלול הצפוי של עליית ריבית בנק ישראל נטל החזרי הריבית על המשכנתה צפוי לעלות משמעותית ב-2011.

שוק המשכנתאות בישראל שמרני הרבה יותר מזה של המדינות שחו משבר בשוק הדיור.

4. שוק המניות

שערי המניות הוסיפו ועלו ב-2010 ב-12.6 אחוזים, המשך של מגמת עלייתם מאז תחילת 2009, והגיעו לשיא. במצטבר עלו מחירי המניות בשנתיים אלו ב-101 אחוזים, לאחר ירידה של 46 אחוזים ב-2008. עלייתם ב-2010 לוותה בירידת הסיכון הגלום בשוק, אשר השתקף בירידה של סטיית התקן הגלומה באופציות על מדד תל אביב 25 ל-17 אחוזים בסוף 2010, לעומת 24 אחוזים ב-2009.

לאחר עליות בסדר גודל זה עולה השאלה אם רמתם של מחירי המניות משקפת את גורמי היסוד במשק. כמה אינדיקטורים תומכים בתשובה חיובית: מדדי שווי שוק, אשר מחושבים עבור חברות הנסחרות בשוק המניות, מצביעים על רמת מחירים לא חריגה ביחס לפעילות הכלכלית של החברות - בשנתיים האחרונות עלו מחירי המניות במקביל לעלייה חדה של רווחי החברות ולצבירת ההון. מכפיל הרווח הנקי ומכפיל ההון עמדו בסוף 2010 על 14.5 ו-2.1, בהתאמה. רמתו של מכפיל הרווח הצפוי²⁶ נמוכה יחסית, כ-

שערי המניות הוסיפו ועלו ב-2010 ב-12.6 אחוזים והגיעו לשיא. עולה אפוא השאלה אם רמתם משקפת את גורמי היסוד במשק.

²⁵ החישוב נעשה בהנחה שהריבית על משכנתאות חדשות לא-צמודות בריבית משתנה תגיע בסוף 2011 לשיעור של 4.5-5.2 אחוזים; זאת בהתאם לשיעור העלייה החזוי של ריבית בנק ישראל, על פי חזאים כלכליים שונים בתחילת 2011, בתוספת מירוח, או בהתאם לרמת הריבית הנומינלית הממוצעת על משכנתאות חדשות שניתנו בשנים 2006-2008.

²⁶ המכפילים חושבו על מדד תל אביב 25. מכפיל הרווח הצפוי מחושב כיחס בין המחיר היום לרווח הצפוי בארבעת הרבעים הקרובים. הרווחים הצפויים בשנה הקרובה מחושבים כממוצע ציפיות האנליסטים, כפי שמפורסם במערכת בלומברג.

11.6. רמות אלו של המכפילים ההיסטוריים והמכפיל הצפוי מתיישבות עם הממוצע ארוך הטווח בהם. גם התשואות בשוק המניות ביחס לאפיקי השקעה אלטרנטיביים אינן חריגות. כך פרמיית הסיכון, הנגזרת מהפער בין התשואה הנדרשת על מניות²⁷ לבין ריבית חסרת סיכון היא חיובית בשיעור של כ-4 אחוזים, בניגוד לתקופות של בועות, שבהן פרמיה זו אף הופכת לשלילית. נוסף על אינדיקטורים אלו, שלפיהם מחירי המניות עולים בקנה אחד עם גורמי היסוד במשק, גם בחינת הצבירה בקרנות הנאמנות המתמחות במניות ביחס לשוק קרנות הנאמנות בכלל אינה מצביעה על נהירה חריגה של הציבור אל אפיק השקעה זה, תהליך המאפיין תקופות של בועות, כלומר השקעה עדרית על ידי הציבור הרחב. גם אי הרציפות בעלויות המחירים²⁸ והשונויות הגבוהה בין הענפים תומכות בהערכה שהפעילות בשוק המניות אינה מאופיינת בהתנהגות עדרית.

כנגד זאת ישנם גם סימנים שלפיהם מחירי המניות גבוהים מדי: מגמת העלויות התבטאה גם בגיוסים בשוק הראשוני בהיקף של 12 מיליארדי ש"ח, פי שניים מאשר בכל אחת מהשנתיים הקודמות, והרי בדרך כלל בעלי עניין מעדיפים להנפיק מניות בתקופות שבהן מחירי המניות, להערכתם, גבוהים. זאת ועוד, מחירי המניות בישראל בשנים האחרונות מתואמים מאוד עם אלו במדינות אחרות²⁹, ובמקרה של התנתקות בין מחירי המניות בעולם לגורמי הבסיס שם ההתנתקות עלולה לגלוש גם לשוק המניות בישראל. השאלה של תמחור המניות בולטת לגבי ענף שותפויות הגז והנפט, המתאפיין באי-וודאות גדולה. המחירים בענף זה עלו ב-2010 ב-49 אחוזים, ומאז תחילת 2009 בכ-900 אחוזים, ושווי השוק של הענף הגיע ל-38 מיליארדי ש"ח, כ-5 אחוזים משווי השוק של המניות הנסחרות בתל אביב. מחזורי המסחר של הענף, שהיו אפסיים ב-2008, עמדו בשלושת החודשים האחרונים של 2010 על 14 אחוזים מהמסחר במניות. המשקיעים המוסדיים מחזיקים 9 אחוזים מיתרת המניות בענף, הציבור הרחב מחזיק ב-31 אחוזים, ו-60 אחוזים מוחזקים בידי בעלי עניין. בשוק הראשוני גייס ענף זה השנה כמיליארד ש"ח.

5. המוסדות הפיננסיים

א. הבנקים³⁰

(1) פעילות התיווך הפיננסי ותמחורה בסביבה המקרו-כלכלית של 2010

ביצועי הבנקים בשלושת הרבעים הראשונים של 2010 (לוח ד'-7) היו טובים, ומצביעים על המשך ההתאוששות של מערכת הבנקאות בישראל לאחר המשבר העולמי של 2008. בתשואה להון נרשמה עלייה ברווחיות בהשוואה לאשתקד, לאחר ירידה חדה בעת המשבר; נמשכה מגמת הגידול של חלק האשראי הבנקאי לאנשים פרטיים בסך האשראי הבנקאי, מגמה שהחלה ב-2009. בסיכוני אשראי, המתבטאים ביחס של האשראי ללווים בעייתיים וביתרת ההפרשה לחובות מסופקים לסך האשראי, נרשמה ירידה, ובראייה

²⁷ התשואה הנדרשת על מניות נאמדת על ידי חלוקה של 1 במכפיל הרווח. ריבית חסרת סיכון היא תשואת אג"ח ממשלתיות לא צמודות ל-10 שנים.

²⁸ עליית המחירים בשוק המניות נעצרה בחודשים אפריל-מאי על רקע התפרצות משבר החובות באירופה.

²⁹ המיתאם עם מדד השווקים המתעוררים עמד ב-2010 על 87 אחוזים.

³⁰ הניתוח בסעיף זה מתבסס בחלקו על נתוני הדוח הכספי לציבור לשלושת הרבעים הראשונים של 2010.

ביצועיהם הטובים של הבנקים בשלושת הרבעים הראשונים של 2010 הצביעו על המשך ההתאוששות של מערכת הבנקאות בישראל לאחר המשבר העולמי האחרון.

לוח ד'-7
מדדים לביצועי הבנקים¹, 2006 עד 2010

2010/III	2009	2008	2007	2006	
		(אחוזים)			הרווחיות
9.8	8.2	0.4	16.6	17.3	התשואה להון ROE
					הפעילות
69.1	66.2	69.3	66.1	63.9	יחס האשראי לציבור לסך הנכסים
43.1	38.6	34.4	33.7	33.9	חלק האשראי לאנשים פרטיים בסך האשראי
					היעילות התפעולית
2.5	2.4	2.5	2.5	2.6	יחס ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים
-	126.7	121	114.9	109.7	מדד הנכסים למשרה (במחירים קבועים)
					הסיכון
6.9	7.8	8.4	7.1	9.4	חלק האשראי ללווים בעייתיים בסך האשראי ²
4.9	5.1	4.7	4.9	5.5	יתרת ההפרשה לחובות מסופקים מסך האשראי
					הלימות ההון
14.1	13.7	11.2	11.0	10.8	יחס ההון לנכסי הסיכון
8.5	8.3	7.5	7.6	7.5	יחס ההון מרובד 1 לנכסי הסיכון ³

(1) נתוני חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל.

(2) כולל אשראי חוץ מאזני.

(3) יחס זה חושב לפי כללי באול 1 עד 2008 ולפי באול 2 לאחר מכן.

המקור: הדוחות הכספיים לציבור והסקירות השנתיות של מערכת הבנקאות בישראל.

ארוכת טווח יותר מסתמנת התייצבות. ביחס הלימות ההון נשמרה הרמה הגבוהה יחסית של אשתקד; זאת הודות לרווחיות הגבוהה, אך גם עקב התנאי שהציב הפיקוח הבנקים לחלוקת דיווידנדים³¹.

הבנקים פעלו בשנת 2010 בסביבה משקית שהתאפיינה בצמיחה מהירה יחסית למדינות המפותחות; בעודף בחשבון השוטף; ביבוא הון משמעותי על רקע פתיחת פערי ריבית עם חו"ל; ובעליית האינפלציה במחירי הנכסים, ובכללם מחירי הדירות. בסביבה משקית זו ניהלה המדיניות המוניטרית תמהיל של התאמת הריבית הקצרה להשגת יעדיה ורכישות מטבע חוץ בשוק. (לפירוט ראו פרק ג'). כן ננקטו צעדי מדיניות להשגת יעדים בתחום היציבות הפיננסית, בין השאר, כדי לצמצם את חשיפת הלווים לסיכונים הריבית הגלומים במשכנתאות בריבית משתנה. (לפירוט ראו תיבה ד'-1). סעיף זה דן, בין היתר, בהשתלבות פעילותם של הבנקים בסביבה משקית זו.

מערכת הבנקאות הישראלית התאוששה מהמשבר מהר יותר, ועם מאזנים "נקיים" יותר, מאשר מערכותיהן של מדינות מפותחות אחרות; עם זאת, לנוכח מרכזיותה בפעילות הפיננסית בישראל, הושפעה הפעילות הבנקאית גם השנה מכמה התפתחויות מקרו-כלכליות הקשורות למשבר במישרין או בעקיפין:

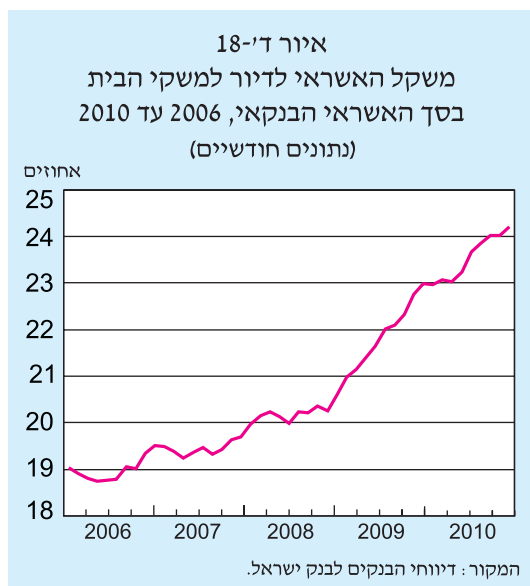
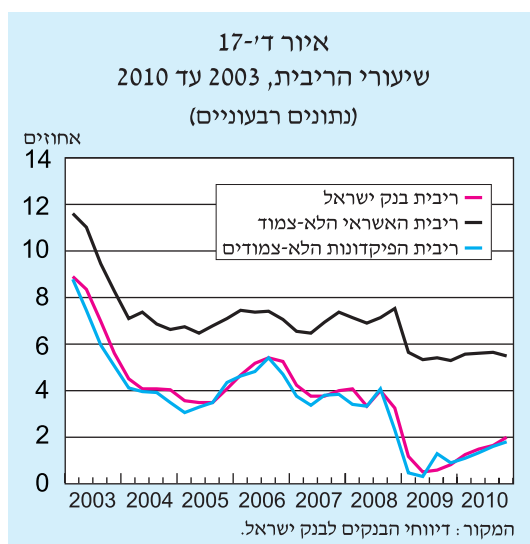
³¹ בחודש יוני אפשר הפיקוח לבנקים לחלק דיווידנדים בתנאי שיעמדו ביחס הלימות ההון ליבה של לפחות 7.5 אחוזים.

ההאצה שהייתה השנה בפעילות המשקית התבטאה בעלייה מתונה בלבד של ביקושי המגזר העסקי לאשראי בנקאי, אך נמשכה העלייה בבית לאשראי למגזר הבנקאי, אך נמשכה עליית הביקושים של משקי הבית לאשראי לשם רכישת דירות למגורים ולהשקעה.

א. ההאצה שהייתה השנה בפעילות המשקית התבטאה בעלייה מתונה בלבד של ביקושי המגזר העסקי לאשראי בנקאי, אך נמשכה העלייה בבית לאשראי למגזר הבנקאי, אך נמשכה עליית הביקושים של משקי הבית לאשראי לשם רכישת דירות למגורים ולהשקעה. (ללא משכנתאות).

ב. הרמה הנמוכה של שיעורי הריבית לטווח קצר (ריבית בנק ישראל, הריביות הבנקאיות הלא-צמודות, תשואת המק"ם וכו') ומגמת עלייתם המתונה, שבנק ישראל הוביל השנה במסגרת מדיניותו המוניטרית (איור ד'-17), היו רכיב חיוני בהתמודדות של המשק הישראלי עם המשבר הפיננסי הגלובלי. עם זאת, הישירות של הריבית הקצרה ברמות נמוכות במשך זמן רב יחסית תרמה לעלייה של הביקושים לנכסים פיננסיים (מניות ואיגרות חוב), וכן לעלייה של רכישת דירות למגורים ושל ההשקעה בדיור. לכן עלו השנה מחיריהם של נכסים אלה (ראו סעיפים 3 ו-4 בפרק זה), וכן עלה, כאמור, הביקוש של משקי הבית לאשראי בנקאי לדיור. (איור ד'-18; לדיון במשכנתאות ראו סעיף 3.)

ג. יבוא ההון המונע על ידי פער הריביות, שהתרחב השנה מול המדינות המפותחות (ארה"ב ואירופה), יכול להתבטא בשתי צורות - בהיצע של מטבע חוץ בתמורה לשקלים או לאיגרות חוב, ואו בהגדלת הביקוש לאשראי במטבע חוץ, תוך צמצום מקביל של הביקוש לאשראי בשקלים. יבוא ההון לטווח קצר על ידי זרים וגידול החזקות הזרים במק"ם השנה הם עדות ליבוא ההון מהסוג הראשון.



בבחינת היקף האשראי הבנקאי³² במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ נמצא שלאחר שנתיים של ירידות (במונחי דולרים) - שהצטברו לכ- 20 אחוזים, ונמשכו גם במחצית הראשונה של 2010 - נרשמה באשראי זה ברביע השלישי של 2010 עלייה דולרית של כ-5.4 אחוזים. ייתכן שעלייה זו אכן מצביעה על תחילת מגמה של ניצול פער הריביות בין האשראי במטבע מקומי לאשראי במטבע חוץ, על רקע ציפיות לייסוף נומינלי בשער החליפין.

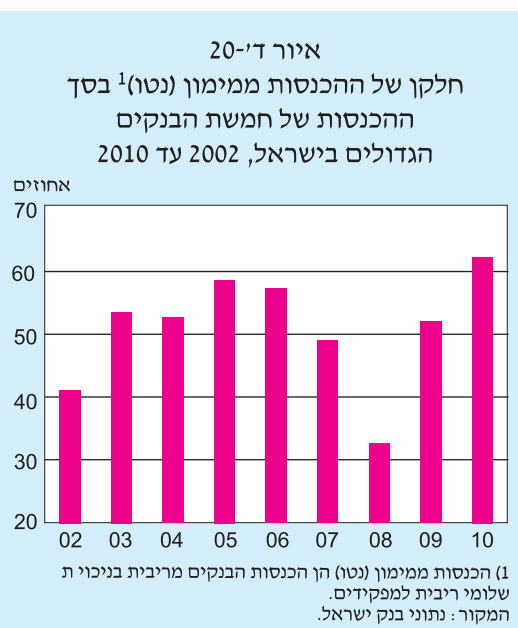
הריבית על האשראי במטבע ישראלי לא צמוד רשמה מגמת עלייה מתונה מאז אמצע שנת 2009 (איור ד'-17), כצפוי עקב העלאת ריבית בנק ישראל. עוד נמצא (איור ד'-19) כי מתחילת המשבר הגלובלי הריבית על האשראי הבנקאי במטבע חוץ צמודה יותר מאשר בעבר לריבית הליבור (העלות של מקורות האשראי) - לאחר שהתנתקה ממנה במהלך חמש השנים שלפני המשבר. ייתכן שהתפתחות זו מעידה על ירידה של הביקוש לאשראי במטבע חוץ בתקופה שמאז המשבר. יחד עם זאת, בשנה האחרונה מסתמנת שוב הינתקות בין השתיים: הריבית על האשראי במטבע חוץ התייצבה ואף עלתה מעט, ואילו ריבית הליבור המשיכה לרדת. התפתחות זו מצביעה אף היא על התעניינות מחודשת באשראי במטבע חוץ השנה.

בדומה לאשתקד המשיך בנק ישראל השנה להשתמש בפיקדונות

הבנקים אצלו במסגרת מדיניותו המוניטרית, וכן המשיך לרכוש מטבע חוץ בשוק ולעקר את השפעתן של רכישות אלה על שוק הכסף. (ראו פרק ג'). יתרת פיקדונות הבנקים בבנק ישראל היא בחלקה הגדול ביטוי למדיניות זו. השנה ירדה יתרה זו במקצת, יחסית לסך פיקדונות הציבור בבנקים. ירידתה נובעת - משימוש מוגבר של בנק ישראל במק"ם (כלי מוניטרי חלופי לפיקדונות הבנקים אצלו), אך מתיישבת גם עם צמצום רכיב הנזילות בתיק נכסיהם של הבנקים, לנוכח יציאת המשק מהמשבר.



היקף האשראי הבנקאי במטבע חוץ והצמוד למטבע חוץ גדל ברביע השלישי של 2010, לאחר שנתיים של ירידות – על רקע התרחבות פער הריביות בין האשראי במטבע מקומי לאשראי במטבע חוץ וציפיות לייסוף נומינלי בשער החליפין.



³² נתוני סך כל התאגידים הבנקאיים בישראל.

השנה נמשכה מגמת העלייה של חלק ההכנסות ממימון בסך ההכנסות, והוא הגיע לשיעור שלפני המשבר העולמי האחרון.

בשלושת הרבעים הראשונים של 2010 הסתמנה יציבות בסיכוני האשראי ובחשיפה להם בבנקים.

ניכרת מגמת עלייה של חלק האשראי ללווים קטנים מאז 2003, ואילו חלקם של הלווים הגדולים ביותר נשאר יציב גם לאחר המשבר הפיננסי בעולם.

גם השנה השיגו הבנקים, כאמור, רווחיות גבוהה על ביצועיהם (לוח ד'-7). גידול הרווחיות מקורו, בין השאר, בעלייה של הרווח מהכנסות מימון נטו ושל ההכנסות התפעוליות. ניתן לראות באיור ד'-20 כי נמשכה השנה מגמת העלייה בחלקן של ההכנסות ממימון בסך ההכנסות (ההכנסות ממימון נטו וההכנסות התפעוליות), והוא הגיע לשיעור שלפני המשבר העולמי³³.

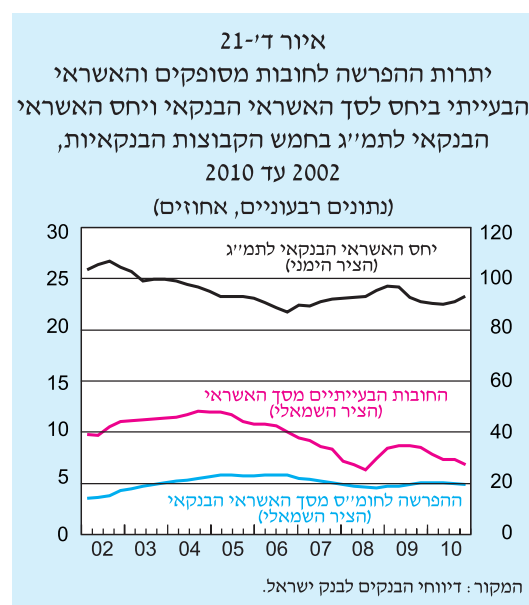
(2) יציבות המערכת הבנקאית - הסיכונים, התמחור והלימות ההון

במהלך שלושת הרבעים הראשונים של 2010 הסתמנה יציבות בסיכוני האשראי ובחשיפה להם בבנקים (לוח ד'-7). חלקו של האשראי ללווים בעייתיים בסך האשראי הוסיף וירד גם השנה, לכ-6.9 אחוזים, וחלקה של יתרת ההפרשה לחובות מסופקים בסך האשראי ירד אף הוא מעט, לכ-4.9 אחוזים, על רקע ירידת ההוצאה בגין ההפרשה לחובות מסופקים ביחס לסך האשראי (0.4 אחוז לעומת 0.8 אחוז אשתקד). בחינה של התפתחות סיכוני האשראי בבנקים בפרספקטיבת זמן ארוכה יותר (איור ד'-21) מצביעה על התייצבות של מדדי סיכון אלה ברמות שלפני המשבר, ובמקביל להתייצבות מדד החשיפה לסיכון האשראי - יחס סך האשראי הבנקאי לתמ"ג.

סיכון האשראי תלוי, בין השאר, במידת הריכוזיות של האשראי - הנמדדת בחתכים שונים, ביניהם התפלגות האשראי לפי ענפי המשק ולפי גודל ההלוואה. בלוח ד'-8 מוצגות ההתפתחויות של מדדים אלה לאורך השנים האחרונות, ועל פיהן ניתן להצביע על המגמות הבאות: (א) בהתפלגות האשראי לפי הגודל ניכרת מגמת עלייה של חלק האשראי ללווים קטנים (עד 2 מיליוני ש"ח) לאורך כל התקופה מאז 2003, ואילו חלקם של הלווים הגדולים ביותר (מעל 200 מיליוני ש"ח) נשאר יציב גם לאחר המשבר הפיננסי. נראה אפוא, שחרף מדיניות הבנקים להגדלת פיזור האשראי - מדיניות שעליה מצביעה מגמת העלייה של חלק האשראי ללווים קטנים - גודלם של האשראים ללווים הגדולים ביותר מקשה על צמצום משמעותי של ריכוזיות האשראי.

(ב) מאז 2003 הגדילו הבנקים את חלקו של האשראי למשקי הבית בסך האשראי, וביתר שאת בשנתיים האחרונות. מגמה זו מקטינה את הריכוזיות בתיק האשראי הבנקאי, שכן משקי הבית מפורזים בין כל ענפי המשק והמגזר הציבורי. יחד עם זאת, האשראי למשקי הבית חושף את הבנק לסיכונים כלל-משקיים (למשל בעתות של מיתון).

(ג) בתיק האשראי לענפי המשק גדל חלקו של האשראי לענפי המסחר והשירותים עד שנת 2007 על חשבון חלקיהם של מרבית הענפים; זאת כנראה מפני מגמת העלייה של חלק הענפים האלה בתוצר העסקי באותה



³³ ברוח בנק ישראל לשנת 2009 הראינו, באיור דומה, שההכנסות התפעוליות מתואמות פחות עם מחזורי העסקים.

תקופה. התפתחות זו הגדילה את ריכוזיות האשראי, כפי שהתבטא בעלייתו של מדד ^{34}H . בשנתיים האחרונות השתנתה התמונה: חלקו של האשראי לענף הבנייה עלה משמעותית, בין השאר על חשבון חלקם של האשראי לענפי התעשייה, המסחר והשירותים, שירד מעט.

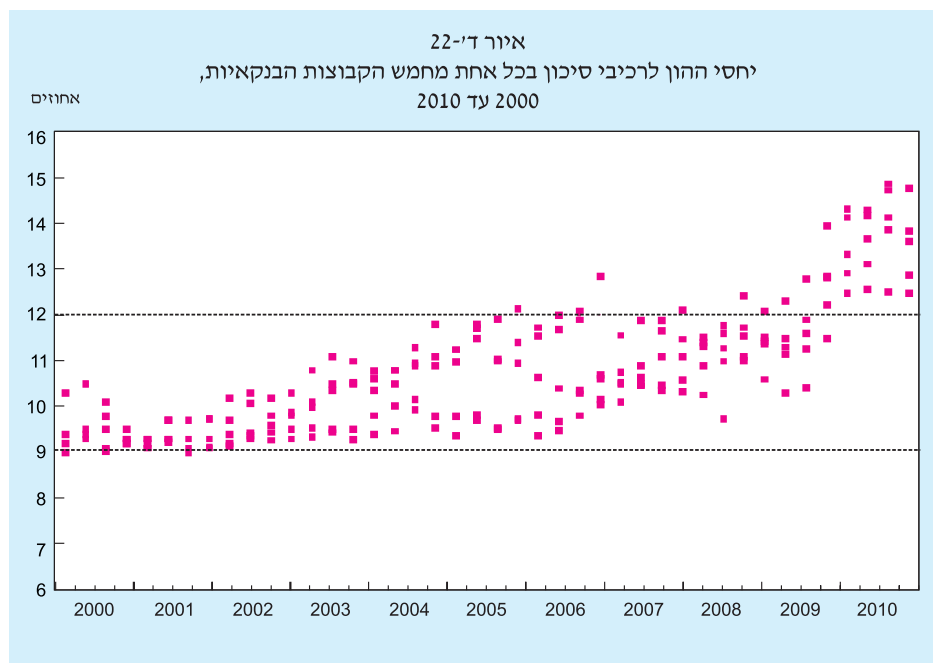
חלקו של האשראי לענף הבנייה בסך האשראי שניתן על ידי כלל התאגידים הבנקאיים, כפי שהוא מחושב לצורך מגבלת האשראי הענפית לא השתנה השנה משמעותית, ועמד על כ-14.6 אחוזים. (ראו הערה 2 ללוח ד'-8). עם זאת, לנוכח גידול ביקושי הציבור למשכנתאות וההאצה במכירת הדירות (ראו פרק ב', סעיף הבנייה), כמחצית מהעלייה בחבות ענף הבנייה השנה מקורה בגידול הערבויות הבנקאיות (כולל ערבות חוק המכר); אלה הועמדו לרוכשי הדירות כנגד העברת המשכנתאות שנטלו, כמקור מימון לשימוש חברות הבנייה. הלימות ההון, המתבטאת ביחס ההון לרכיבי הסיכון, המשיכה לגדול מעט בקבוצות הבנקאיות השנה, ובממוצע היא הגיעה לרמת שיא של 14.1 אחוזים (לעומת 13.7 אחוזים

בשנתיים האחרונות
עלה חלקו של האשראי
לענף הבנייה על חשבון
חלקם של האשראי
לענפי התעשייה, המסחר
והשירותים.

הלימות ההון, המתבטאת
ביחס ההון לרכיבי הסיכון,
המשיכה לגדול מעט בחמש
הקבוצות הבנקאיות.

לוח ד'-8			
ריכוזיות האשראי ¹ לפי גודל ההלוואה ולפי ענפי המשק בשנים נבחרות			
התפלגות האשראי לפי הגודל	2009	2007	2003
(אלפי ש"ח)	(אחוזים)		
0 - 2,000	39.4	34.2	32.6
2,000 - 20,000	12.9	13.3	14
20,000 - 200,000	25	29.4	30.4
מעל 200,000	22.8	23.1	23
התפלגות האשראי לפי ענפי משק ²	III/2010	2007	2003
החקלאות	1.1	1.3	1.2
התעשייה	19.8	21.3	22.3
הבנייה	29.4	26.3	27.9
החשמל והמים	1.4	1.4	1.7
התחבורה והתקשורת	7.4	7.0	9.8
המסחר והשירותים	40.9	42.8	37.1
מדד H לריכוזיות האשראי לענפי משק	0.298	0.303	0.276
חלקו של האשראי למשקי הבית בסך האשראי הבנקאי (אחוזים)	39.5	34.6	30.9
(1) האשראי הבנקאי המאזני והחוץ-מאזני, פעילות לווה בישראל, מאזן מאוחד.			
(2) התפלגות זו מחושבת מסך האשראי לענפי משק שלא כולל את האשראי לאנשים פרטיים, בשונה מחישוב ההתפלגות לצורך המגבלה הענפית בפיקוח על הבנקים.			
המקור: הדוחות הכספיים לציבור והסקירות השנתיות של מערכת הבנקאות בישראל.			

³⁴ מדד H הוא מדד Herfindahl לריכוזיות המחושב כדלקמן: $H = \sum_{j=1}^N s_j^2$, כאשר N הוא מספר הענפים, ו- s_j הוא חלקו של האשראי לענף j בסך האשראי. ככל שמדד זה גבוה יותר הריכוזיות רבה יותר.



אשתקד; לוח ד'-7 ואיור ד'-22). היחס של ההון מרובד 1 לסך נכסי הסיכון עלה מעט ב-2010, ל-8.5 אחוזים.

ב. חברות הביטוח

תשעת החודשים הראשונים של שנת 2010 המשיכו להיטיב עם חברות הביטוח בארץ - אך זאת בקצב נמוך יותר מאשר בתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר עקב התמתנות העלויות בשוק ההון. ההון העצמי של חברות הביטוח הוסיף לגדול, כך שהן הציגו עודפי הון גבוהים מהדרישות המינימליות של משרד האוצר, והן עומדות בהון הנדרש לסוף שנת 2010 על פי תקנות ההון החדשות.

במהלך שלושת הרבעים הראשונים של שנת 2010 הרוויחו חברות הביטוח סכום כולל של 2.0 מיליארדי ש"ח, בדומה לרווחיהן בשלושת הרבעים הראשונים של שנת 2007, לפני פרוץ המשבר, לעומת רווח של 2.2 מיליארדי שקלים בתקופה המקבילה אשתקד. ירידה זו ברווחים עיקרה ירידה המשמעותית של הרווחים מהשקעות: אלה היוו כ-30 אחוזים בלבד מסך ההכנסות של חברות הביטוח בתקופה זו, לעומת יותר מ-50 אחוזים בשלושת הרבעים הראשונים של שנת 2009, עקב התמתנות העלויות בשוק ההון בשנת 2010³⁵. לעומת זאת גדל היקף הפרמיות שנגבר^{37,36} במהלך תקופה זו בכ-5 אחוזים - בעיקר כתוצאה מעלייה

³⁵ עוד נציין את הטבת המס הניכרת שזכו לה חברות הביטוח בשנת 2009 בעקבות חוק ההתייעלות הכלכלית שהתקבל בכנסת ביולי 2009.

³⁶ הפרמיות שהורווחו בשיר היו ברבע השלישי של 2010 60 אחוזים מסך ההכנסות של חברות הביטוח, וזאת לעומת כ-45 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד.

³⁷ כתוצאה מגידול המכירות בקיזוז הביטולים.

תשעת החודשים הראשונים של שנת 2010 המשיכו להיטיב עם חברות הביטוח בארץ - אך זאת בקצב נמוך יותר מאשר בתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר עקב התמתנות העלויות בשוק ההון.

בפרמיות של ביטוח חיים³⁸ וביטוח הבריאות. הגידול השנה דומה לגידול ברביע השלישי אשתקד, אך נמוך מזה שנרשם בתקופה המקבילה בשנת 2008 (9 אחוזים). נכסי ענף הביטוח הסתכמו בספטמבר 2010 ב-285 מיליארדי ש"ח, מתוכם 205 מיליארדים בביטוחי החיים, שעלו ב-9 אחוזים מסוף שנת 2009 וב-37 אחוזים מסוף שנת 2008. 49 אחוזים מנכסי ביטוח החיים מרוכזים בתוכניות המשתתפות ברווחים³⁹, שגדלו בשנת 2010 ב-11 אחוזים, לאחר גידול בשיעור חד של 37 אחוזים בשנת 2009. בתשעת החודשים הראשונים של השנה שבו רוב חברות הביטוח לגבות דמי ניהול משתנים בפוליסות המשתתפות ברווחים - לאחר שהמעבר לתשואות שליליות בפוליסות אלו בשנת 2008 מנע מהן אפשרות לגבות אותן בתקופה המקבילה אשתקד⁴⁰.

רוב חברות הביטוח שבו השנה לגבות דמי ניהול משתנים בפוליסות המשתתפות ברווחים.

בשנת 2010, הודות לתשואות החיוביות בשווקים, שהביאו לעלייה ברווחיות, עלה ההון הראשוני של החברות בתשעת החודשים הראשונים של השנה בכ-12 אחוזים, כך שיחס ההון הראשוני לנכסיהן של החברות גדל מ-5.8 אחוזים בשנת 2009 ל-6.0 אחוזים ברביע השלישי של 2010. לפי דוחותיהן הכספיים, סיימה כל אחת מחמש חברות הביטוח הגדולות⁴¹ את הרביע השלישי של שנת 2010 עם עודפי הון ניכרים - למעלה מ-800 מיליוני ש"ח מעל לדרישות ההון המינימליות - וכושר הפירעון שלהן (יחס ההון המוכר להון הנדרש) הגיע ל-135 אחוזים; זאת לעומת 125 אחוזים בסוף שנת 2009.

בספטמבר 2009 אימץ האיחוד האירופי את נוסח הדירקטיבה Solvency 2. הדירקטיבה המוצעת מהווה שינוי יסודי ומקיף של הרגולציה הנוגעת להבטחת כושר הפירעון והלימות ההון של חברות ביטוח במדינות האיחוד, ומטרתה לשפר את ההגנה על כספי בעלי הפוליסות, להעמיק את האינטגרציה בין השווקים ולהגביר את התחרות בתחום. הפיקוח על הביטוח בארץ החליט ליישם את הוראות הדירקטיבה המוצעת לגבי חברות ביטוח בישראל סמוך למועד יישומן באיחוד האירופי - ינואר 2013.

ההון העצמי של חברות הביטוח הוסיף לגדול, כך שעודפי הון שלהן עלו על הדרישות המינימליות של משרד האוצר, והן עמדו בהון הנדרש לסוף שנת 2010 על פי תקנות ההון החדשות.

על פי תקנות ההון החדשות מ-2009 של משרד האוצר על חברות הביטוח להגדיל את הון העצמי בהדרגה במשך שלוש שנים - ב-30 אחוזים בשנת 2009, לפחות 30 אחוזים נוספים בשנת 2010, ובעוד 40 אחוזים עד סוף 2011. מדוחותיהן הכספיים של חמש חברות הביטוח הגדולות לרביע השלישי של 2010 עולה שעל בסיס עודף ההון הקיים כיום בחברות, חמש חברות הביטוח הגדולות כבר עומדות בדרישות ההון החדשות לסוף שנת 2010. במסגרת היישום פרסם המפקח על הביטוח בתחילת נובמבר 2010 טיוטה ובה הנחיות לביצוע QIS5⁴² - סקר הערכה כמותי, חמישי לסקרים שפרסם הארגון האירופי של המפקחים על הביטוח ועל קרנות הפנסיה (CEIOPS). בסקר נדרשו חברות הביטוח לחשב את ההשפעה של אימוץ הדרישות החדשות המוצעות בדירקטיבה על מקורותיהן הפיננסיים.

³⁸ הפרמיות שהורווחו בתחום ביטוח החיים בשלושת הרבעים הראשונים של שנת 2010 היוו כ-47 אחוזים מכלל הפרמיות שהורווחו בתקופה זו.

³⁹ בתוכניות אלו סיכוני ההשקעה מוטלים על המבוטחים ולא על חברת הביטוח.

⁴⁰ בגין ניהול הנכסים בפוליסות משתתפות ברווחים, חברת הביטוח זכאית לדמי ניהול קבועים בשיעור של עד 0.05 אחוז לחודש מהנכסים הצבורים, וכן לדמי ניהול משתנים בשיעור של עד 15 אחוזים מהתשואה הריאלית שהושגה בניכוי דמי הניהול הקבועים. במקרה של הפסד חברת הביטוח אינה זכאית לדמי הניהול המשתנים, וזאת עד לכיסוי ההפסד המצטבר.

⁴¹ "הפניקס", "הראל", "כלל", "מגדל" ו"מנורה".

⁴² על חברות הביטוח להגיש את תוצאות הסקר לאגף שוק ההון במשרד האוצר עד ליום 31 בינואר 2011.

חלק ניכר מתיק הנכסים של חברות הביטוח מושקע בשוק ההון, מה שמבליט את התלות שלהן בביצועיו. חברות הביטוח שמרניות יחסית בהשקעות הנוסטרו שלהן: יותר ממחצית מנכסיהן הפיננסיים מושקעים באגרות חוב ממשלתיות, בעיקר בארץ⁴³. גם כשמנכים את התוכניות המבטיחות תשואה⁴⁴ מתיק הנוסטרו של החברות, כ-33 אחוזים מהשקעותיהן ברביע השלישי של שנת 2010 הופנו לאגרות חוב ממשלתיות, בעוד שמן הנכסים שבידי הציבור, לשם השוואה, הושקעו באפיק זה רק כ-18 אחוזים. יתר על כן, שיעור ההשקעה של חברות הביטוח במניות⁴⁵, אפיק שנחשב מסוכן יחסית, אף הוא נמוך במידה מהותית משיעורה בהשקעות הציבור - 5 אחוזים לעומת 25 אחוזים - אף על פי שיעקר התחייבויותיהן הוא לטווח ארוך. זאת בדומה לחברות הביטוח באיחוד האירופי, המשקיעות במניות פחות מ-5 אחוזים מהשקעותיהן. גם בנדל"ן השקיעו חברות הביטוח מעט יחסית ברביע השלישי של שנת 2010 - 2.4 אחוזים בלבד מהשקעות הנוסטרו שלהן, וזאת בדומה לאחוז ההשקעה בתקופה המקבילה אשתקד.

כמעט כל חברות הביטוח צפויות להתמודד עם נזקים שנגרמו לרכוש ולעסקים המבוטחים על ידן בעטייה של הדליקה הגדולה בכרמל בדצמבר 2010. גובה הפיצויים יתחלק בין חברות הביטוח הממשלתיות לבין חברות הביטוח הפרטיות. עם זאת, נראה שהחשיפה הכספית של חברות הביטוח לאסון היא נמוכה - הודות לכיסוי שיש להן ממבטחי המשנה בחו"ל. לחמש חברות הביטוח הגדולות שני מבטחי משנה עיקריים, Swiss Re ו-Munich Re, שהחשיפה להן יחד מהווה כמחצית מסך החשיפה של חברות הביטוח הישראליות למבטחי המשנה. הבולטת מבין השתיים היא Munich Re, שהחשיפה לה היא כשליש מסך החשיפה למבטחי משנה, מצב המדגיש את הריכוזיות בתחום זה ומעלה את רמת הסיכון. יחד עם זאת, ראוי לציין כי שתי החברות האלה הן קבוצות ביטוח המשנה הבין-לאומיות הגדולות ביותר בעולם⁴⁶. כן נציין כי בכל החברות שיעור החשיפה למבטחי משנה המדורגים מעל A גבוה מ-90 אחוזים, ואחוז החשיפה למבטחי משנה המדורגים מתחת ל-BBB- (או לא מדורגים) נמוך משבעה אחוזים.

לחמש חברות הביטוח הגדולות שני מבטחי משנה עיקריים, שהחשיפה להם יחד היא כמחצית מסך החשיפה של חברות הביטוח הישראליות למבטחי המשנה.

לפי ה-ECB Financial Stability Review של ה-2010, 47 אחוזים מסך איגרות החוב שחברות הביטוח באיחוד האירופי מחזיקות הם איגרות חוב ממשלתיות, ואלה מהוות 17 אחוזים מסך נכסיהן הפיננסיים של החברות. חלק הארי של נכסי התוכניות לביטוח חיים "המבטיחות התשואה", 57 אחוזים (כ-37 מיליארדי שקלים), מושקע באגרות חוב מיועדות - איגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד (מסוג "חץ") המבטיחות תשואה והצמדה קבועות וידועות מראש. ישירות במניות, בתעודות סל המשקיעות במניות ובאופציות למניות בארץ ובחו"ל. שתייהן יחד יוצרות כ-37 אחוזים מנפח ההכנסות ברוטו של 35 מבטחי המשנה המובילים בעולם.

⁴³ לשם השוואה: לפי ה-ECB Financial Stability Review של ה-2010, 47 אחוזים מסך איגרות החוב שחברות הביטוח באיחוד האירופי מחזיקות הם איגרות חוב ממשלתיות, ואלה מהוות 17 אחוזים מסך נכסיהן הפיננסיים של החברות.

⁴⁴ חלק הארי של נכסי התוכניות לביטוח חיים "המבטיחות התשואה", 57 אחוזים (כ-37 מיליארדי שקלים), מושקע באגרות חוב מיועדות - איגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד (מסוג "חץ") המבטיחות תשואה והצמדה קבועות וידועות מראש.

⁴⁵ ישירות במניות, בתעודות סל המשקיעות במניות ובאופציות למניות בארץ ובחו"ל.

⁴⁶ שתייהן יחד יוצרות כ-37 אחוזים מנפח ההכנסות ברוטו של 35 מבטחי המשנה המובילים בעולם.

