



בנק ישראל

דוח היציבות הפיננסית

יוני 2019

ירושלים, סיוון התשע"ט • יוני 2019



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

תוכן העניינים

6	תקציר מנהלים
9	1 הסביבה שהמערכת הפיננסית פועלת בה (סקירת הסיכונים)
10	1.1 המקרו
12	1.2 שוקי הנכסים בישראל
23	1.3 האשראי
33	2 העמידות של המוסדות והמגזרים ורמת הקישוריות
34	2.1 הבנקים
36	2.2 חברות הביטוח
40	2.3 המגזר העסקי
44	2.4 מגזר משקי הבית
50	3 זעזועים אפשריים והסתברות להתממשותם
50	3.1 שוק הדיור – ירידה חדה ומהירה במחירי הדירות
52	3.2 שוק הנכסים הפיננסיים – ירידה חדה במחירי האג"ח וכלל הנכסים הפיננסיים
52	3.3 החוב במשק – עלייה חדה בריבית בעקבות עליית הסיכונים
53	3.4 הסביבה הגלובלית – גל של הורדות דירוג בקרב חברות המדורגות בדירוג השקעה נמוך
55	תיבה 1 : המחזור הפיננסי בישראל
62	תיבה 2 : מודלים סטטיסטיים למעקב אחר עוצמת הקישוריות במערכת הפיננסית

כתבו: שטיין רועי, מיכלסון נועם, כהן עודד, ניצן צור, קדמי איתי, סרי ג'ני, גורקוב מיכאל, וכלכלני היחידה הכלכלית בפיקוח.

תרמו: וינברג מתן, וידר חיים, בן-זאב נועם, שטרית עמית, בלונדהיים דניאל ושגב נמרוד.

תודה לחטיבה למידע ולסטטיסטיקה על הנתונים; תודה על הערותיהם המועילות של הכלכלנים בחטיבת המחקר, בחטיבת השווקים ובפיקוח על הבנקים. תודות לסימה נסים ולאלנה לוי על העיצוב.

דוח היציבות הפיננסית

למחצית הראשונה של 2019

בנק ישראל מפרסם את דוח היציבות הפיננסית פעמיים בשנה. בדוח זה מבטאים כלכלני הבנק את הערכתם בעניין הסיכונים העיקריים הנשקפים למערכת הפיננסית, עמידות המוסדות הפיננסיים בפני חשיפותיהם העיקריות לסיכונים ומתארים זעזועים פיננסיים אפשריים, תוך הערכת ההסתברות להתרחשותם. ההערכות והניתוחים מתבססים על סקירת ההתפתחויות בתקופה הנסקרת, בחינת השינויים המבניים, שימוש במודלים אנליטיים וסקירת תנאי הרקע בכלכלה העולמית והמקומית. הדוח מתאר גם את ההשפעה שיש להתממשות זעזועים פיננסיים על המשק בטווח הקצר והבינוני, במטרה להגביר את המודעות בקרב קובעי המדיניות ובציבור הרחב, למצב היציבות הפיננסית בישראל ולאפשר היערכות מתאימה של המשק מול חשיפותיו למוקדי סיכון.

תקציר מנהלים

דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של השנה מעריך את יציבותה של המערכת הפיננסית על בסיס ניתוח הסיכונים הפיננסיים ואת עמידות המוסדות הפיננסיים ומגזרי העסקים ומשקי הבית בפני חשיפות לסיכונים אלה. על בסיס שני היבטים אלה – סיכונים פיננסיים ועמידות המוסדות והמגזרים – אנו מתארים זעזועים אפשריים למשק הנובעים מחשיפותיו, שעלולים להביאו לכדי משבר מערכתי.

ניתוח הסיכונים הפיננסיים מתמקד בסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית: הפעילות המקרו-כלכלית, שוקי הנכסים ושוקי האשראי. ניתוח זה מספק כלי למעקב אחר התפתחות הסיכונים השונים שנשקפים למערכת הפיננסית (ראו פרק 1, וסיכום הממצאים בלוח 1). ניתוח עמידות המוסדות הפיננסיים ומגזרי הפעילות מתמקד בבנקים, בחברות הביטוח, במגזרי העסקים ומשקי הבית, על רקע חשיפותיהם של המוסדות הפיננסיים ומגזרי הפעילות השונים לסיכונים הפיננסיים במשק (ראו פרק 2, וסיכום הממצאים בלוח 2). בהינתן הסיכונים הפיננסיים מחד ועמידות המוסדות לסיכונים אלה מאידך, אנו מגבשים הערכה סובייקטיבית לגבי ההסתברויות להתממשות זעזועים אפשריים למשק, שעלולים להביאו לכדי משבר מערכתי. אלה הם מוקדי הפגיעות העיקריים במשק, כפי שאנו מעריכים עבור המחצית הראשונה של השנה (ראו פרק 3, וסיכום ההסתברויות בלוח 3)¹.

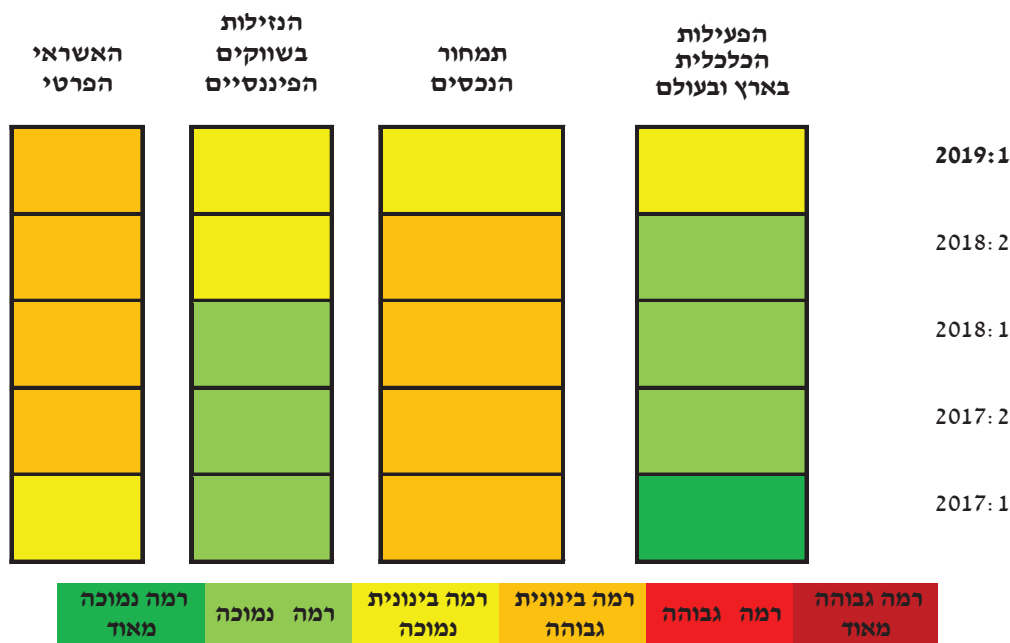
להלן ההתפתחויות העיקריות בתקופה הנסקרת:

- תמונת המקרו של הכלכלה העולמית ממשיכה להצביע על התמתנות בקצב הצמיחה ובאינפלציה והתחזיות לצמיחה עודכנו שוב כלפי מטה. ההאטה בסחר העולמי המשיכה, וכוללת גם את המשקים המתעוררים. לאור כל אלה ולאור התגברות המתחים ביחסי הסחר, החליטו הבנקים המרכזיים העיקריים שלא להמשיך במדיניות המוניטרית המצמצמת בה נקטו במהלך 2018 או לחילופין, להמשיך במדיניותם המרחיבה. התשובות לפדיון על האג"ח הממשלתיות בארה"ב ובמיוחד אלה הארוכות, ירדו במחצית הראשונה של 2019 ושיפוע העקום, המהווה סמן מוביל למחזור העסקים, הפך להיות שלילי במהלך התקופה.
- המשק צמח ברבעון הראשון של 2019 בקצב שתואם את הקצב ארוך הטווח, והאינדיקטורים לרמת הפעילות, כולל השכר הממוצע במשק, תומכים בהערכה שהמשק המשיך לצמוח בקצב נאה גם ברבעון השני.
- נראה שהנכסים הפיננסיים אינם מתומחרים ביתר, למרות סביבת הריביות הנמוכה שמגבירה את התיאבון לסיכון, אך עוצמת סיכונים הנזילות בישראל אינה נמוכה, על רקע הירידות בהיקפי המסחר בתקופה הנסקרת, שנמצאו נמוכים בהשוואה בין-לאומית, ומשקל האחזקות הגבוה באג"ח תאגידיות על ידי קרנות הנאמנות ושאר הקרנות הנזילות.
- הירידות הקלות שנרשמו במחירי הדירות בישראל התמתנו בתקופה הנסקרת, לצד המשך הירידה בהשקעות בבנייה. היציבות שנרשמה בשנתיים האחרונות במחירי הדירות, לצד המשך העלייה הממותנת במחירי שכר הדירה ואינדיקטורים נוספים, מפחיתים במעט את החשש מהתפתחות מחירים שמנותקת מגורמי היסוד.
- הסיכונים בשוק האשראי נותרו ברמה בינונית-גבוהה, בעיקר על רקע העלייה המתמשכת בשנים האחרונות בנתח האשראי לענף הבינוי והנדל"ן מסך האשראי, גבוה בהשוואה בין לאומית.
- העמידות של המוסדות הפיננסיים, הבנקים והגופים המוסדיים, התחזקה במהלך השנים האחרונות עם אימוץ האסדרה (הרגולציה) העולמית – באזל 3 עבור הבנקים וסולבנסי 2 עבור חברות הביטוח. הצעדים המאסדרים שהתבצעו בשנים האחרונות להגבלת הסיכונים הנובעים משוק המשכנתאות שהוא הגורם המרכזי לגידול נתח האשראי לענף הבינוי והנדל"ן, תורמים גם הם לעמידות טובה יותר של המערכת הפיננסית בפני זעזועים בשוק זה.

¹ הדוח מבוסס על מגוון נתונים בתדירויות שונות וביניהם: נתוני שוק עדכניים של נכסים ומכשירים פיננסיים, פרסומי הלמ"ס, דיווחי הגופים הפיננסיים בארץ ובח"ל, הדוחות הכספיים ל-2018 של החברות הציבוריות ושאר דיווחי החברות.

- העמידות הממוצעת של משקי הבית חזקה בהשוואה בין-לאומית, אולם ניתוח התפלגות המשכנתאות על פני חמישוני הכנסה מצביע בשנים האחרונות על גידול יחסי בהלוואות של החמישונים הנמוכים.
- העמידות הממוצעת של החברות הציבוריות במגזר העסקי נשמרה ב-2018, על אף האטה מסוימת בפעילותן. למרות שההאטה בפעילות מורגשת בעיקר בחברות הבנייה הפרטיות, האשראי הבנקאי לחברות אלה גדל כתוצאה מהקלות מאסדרות, ולמעשה המינוף של החברות הפרטיות בענף הבנייה עלה.

לוח 1: הערכת הסיכונים בסביבת הפעילות של המערכת הפיננסית



לוח 2:

הערכת עמידות המוסדות הפיננסיים והמגזרים עקב החשיפות לסיכונים

סיכום	שינויים/התפתחויות	החשיבות
הבנקים	שמירה על איכות טובה בתיק האשראי תוך שמירה על יציבות ברווחיות	בינונית
חברות הביטוח	חברות הביטוח עומדות ביעדי הלימות ההון שנקבעו בהוראות המעבר לדירקטיבת Solvency II. חלקן עומדות ביעדים הסופיים.	גבוהה
המגזר העסקי	עמידות המגזר העסקי נשארה חזקה למעט ענף המסחר והשירותים וחברות הבנייה הפרטיות.	בינונית
מגזר משקי הבית	חוסן פיננסי גבוה	קטנה לתקופה הנסקרת

ההסתברות להתממשותם של זעזועים אפשריים שנובעים משוקי נכסי הפיננסים והדיר, פחתה במחצית הראשונה של 2019, כיוון שהתפתחות המחירים בשווקים הפיננסיים לא חורגת מההתפתחות המתקבלת מגורמי היסוד, מחירי הדיר התייצבו בשנתיים האחרונות, וההסתברות לעליית הריבית בשיעור הגבוה מהציפיות, ירדה. עם זאת, רמת החשיפה של המערכת הפיננסית בכללותה לפעילות הכלכלית במשק, מגולמת בעיקר בשוק הנדל"ן (הן למשקי הבית והן לסקטור העסקי). היקפי האשראי הגדולים של המערכת הפיננסית לשוק זה מהווים את הסיכון המרכזי של המערכת הפיננסית בפני הפעילות הריאלית במשק. רמת המינוף של חברות הבינוי, ובמיוחד החברות הקטנות יחסית והלא-ציבוריות, עלתה בתקופה הנסקרת. אחד הזעזועים האפשריים שמתוארים בדו"ח הוא ירידה חדה ומהירה במחירי הדירות שתוביל להפסדים בכלל המערכת הפיננסית ולהתפתחות של מגבלת היצע האשראי במשק. עם זאת, חשיפה משמעותית זו אינה צפויה ליצור משבר מערכתי, עקב העמידות הגבוהה של המוסדות הפיננסיים (ראו סקירת מערכת הבנקאות בישראל, 2018). בדוח זה אנו מפחיתים את ההסתברות להתממשותו בטווח הקצר והבינוי, בעיקר בגלל הירידה המשמעותית של ההשקעות בענף זה, אך גם מהתפתחות המחירים בתקופה הנסקרת, הן בשכ"ד והן במחירי הדירות. כדי לשמור על ההסתברות הנמוכה לזעזוע בשוק זה גם בטווח הארוך, חשוב לשמור על השקעה במספר התחלות הבנייה ברמה כזו שתספק את היקפי הביקושים, ותמנע את התחדשות הלחץ כלפי מעלה על מחירי הדירות.

רמת החשיפה הישירה של המערכת הפיננסית כלפי הפעילות הריאלית בחו"ל אינה גבוהה במיוחד, אך המתאם הגבוה בין שוקי ההון בארץ ובעולם עלול ליצור השפעה משמעותית על מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל, היה ויתפתח זעזוע גלובלי. השפעה זו תתממש בעיקר דרך ערוץ השווקים הפיננסיים והירידה ברצון ליטול סיכונים פיננסיים. על כן, הפוטנציאל להדבקה דרך השווקים הפיננסיים נותר משמעותי. בנוסף, היקפן של ההשקעות הגלובליות בחברות ישראליות (קרנות ההון הפרטי בישראל) ובמיוחד בענף התקשורת ושירותי המיחשוב, מהוות אף הן ערוץ לחשיפה. יתרה מכך, שינויים בתיאבון לסיכון של המשקיעים הגלובליים משפיעים באותו הכיוון על מחירי הנכסים בשווקים שונים, ולכן משבר שמתפתח בחו"ל, משפיע באופן לא מבוטל על הפעילות הריאלית בישראל.

לוח 3: הערכות לגבי הסתברות מימושם של זעזועים העלולים להביא לכדי משבר פיננסי

2019/I	2018/II	תיאור הזעזוע	
		ירידה חדה ומהירה של מחירי הדירות.	1
		ירידה חדה במחירי אגרות החוב בפרט ובמחירי הנכסים הפיננסיים בכלל.	2
		הרעה בתנאים הפיננסיים - עלייה חדה בריבית עקב הרעה בפעילות הכלכלית המלווה בעליית הסיכונים.	3
		זעזוע גלובלי - גל של הורדות דירוג בקרב חברות בעלות דירוג השקעה נמוך.	4

רמה גבוהה מאוד	רמה גבוהה	רמה בינונית גבוהה	רמה בינונית נמוכה	רמה נמוכה	רמה נמוכה מאוד
----------------	-----------	-------------------	-------------------	-----------	----------------

בנוסף, אנו מתמקדים בשני נושאים מיוחדים ומתארים אותם בשתי תיבות נפרדות :

תיבה 1 : המחזור הפיננסי בישראל – תיבה זו מציגה את המחזור הפיננסי בישראל ואת שיטת האמידה, תוך הסבר לחשיבות הניתוח לצורכי המדיניות המוניטרית והמדיניות המקרו-יציבותית. על פי ההתפתחויות בשוק האשראי ובמחירי הדירות, שני גורמים המסבירים את המחזור הפיננסי, נראה שלאחר העלייה המתמשכת במחזור הפיננסי ב-12 השנים האחרונות, חלה

לאחרונה התמתנות בהתרחבותו. יחד עם זאת, שינויים מבניים בשוק האשראי, כפי שמתרחשים בעת הזו, עשויים להאריך את משך העליות במחזור הפיננסי.

תיבה 2: מודלים סטטיסטיים למעקב אחר סיכונים מערכתיים – בתיבה זו נתאר שני מודלים שונים לאמידת עוצמת הקישוריות בין המוסדות הפיננסיים במשק. עוצמת הקישוריות משקפת את התלות ההדדית שיש בין המוסדות הפיננסיים, תלות שהולכת ועולה בתקופות בעלות אופי משברי. כמו כן, מהתוצאות עולה שגודלו היחסי של כל מוסד אינו המשתנה היחיד ביחס לחשיבות המערכתית הנאמדת עבורו.

1. סביבת הפעילות של המערכת הפיננסית

בפרק זה אנו מנתחים את סביבת הפעילות של המערכת הפיננסית על פי שלושה מקורות סיכון עיקריים: המצב המקרו-כלכלי בארץ ובעולם, תוך מבט על המחזור הפיננסי בישראל; ההתפתחויות בשוקי הנכסים (הפיננסיים והדירות), תוך התייחסות לסיכונים הנזילות בנכסים הפיננסיים; ושוקי האשראי לפי מגזרים. הסיכונים שטמונים בהמשך הפעילות הכלכלית בישראל נובעים מהיווצרותם של עיוותים וחוסר איזונים בפעילות הכלכלית ובשוקים הפיננסיים בארץ ובעולם. האפשרות לתיקון חד של עיוותים שהתפתחו במשק ו/או בעולם, מעצימה את גודל הזעזוע שעלול לפקוד את הפעילות הכלכלית בישראל. היות שהמשק הישראלי הוא קטן ופתוח, הוא חשוף לזעזועים בשוקי העולם ובפרט לירידה בקצב הצמיחה של הסחר העולמי. ירידה כזו תשפיע על היקפי היצוא, על רווחיות המגזר העסקי - ופגיעותו תעלה. יחד עם זאת, פוטנציאל ההדבקה העיקרי מהעולם למשק הישראלי הוא דרך השווקים הפיננסיים, ובפרט דרך מגמות משותפות בנטילת סיכונים פיננסיים. אומנם המוסדות הפיננסיים הישראליים חשופים לחו"ל במידה נמוכה יחסית, אך המתאם הגבוה בין שוקי ההון, מהווה ערוץ השפעה עיקרי על מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל. בנוסף, הפעילות של החברות מענפי התקשורת ושירותי המיחשוב (ההייטק הישראלי), הממומנת במידה רחבה על ידי קרנות ההשקעה הגלובליות, חשופה לזעזועים בשוקי העולם.

1.1 הפעילות הכלכלית (המקרו)

2019:1	2018:2	הסביבה המקומית: הפעילות הריאלית, המדיניות המוניטרית, המדיניות הפיסקלית וסיכון המדינה. הסביבה הגלובלית.
		

אנו מעריכים שסיכון המקרו בכללותו עלה בתקופה הנסקרת, שכן הסיכונים מחו"ל עלו מעט, בשעה שהסיכונים המקומיים לא ירדו, ויתכן שאף עלו מעט עם התגברות החששות לסיום המחזור הפיננסי והגידול בגירעון הממשלתי.

הפעילות הכלכלית במשק ובפרט במגזר הפרטי (העסקי ומשקי הבית) נתמכת על ידי המערכת הפיננסית שמאפשרת תיווך יעיל בין הלווים והמלווים. הקשר בין הפעילות הכלכלית והפעילות הפיננסית התחדד מאוד בשנים האחרונות, ובמיוחד לאחר המשבר הפיננסי האחרון. קובעי המדיניות במדינות רבות בעולם מנסים לזהות את מיקומו של המשק על פני המחזור הפיננסי ולא רק על פני המחזור הריאלי. הספרות האמפירית העוסקת בתחום חדש זה של המחזורים הפיננסיים, מדגישה את יחסי הגומלין בין המחזור הפיננסי למחזור הריאלי, ומראה שאכן האטה בפעילות הריאלית חמורה יותר, כשהיא מתואמת עם האטה בפעילות הפיננסית. על כן, זיהוי המיקום במחזור הפיננסי, בנוסף לזיהוי המיקום במחזור הריאלי, יוסיף מידע חשוב לקובעי המדיניות המוניטרית והמקרו-יציבותית, בשמירת יציבות המחירים ובצמצום עוצמת המחזורים הריאליים (ראו תיבה 1 להסבר על שיטת הזיהוי של המחזור הפיננסי).

1.1.1 הסביבה המקומית

המשק המשיך בתקופה הנסקרת לצמוח בקצב גבוה יחסית ובהתאם לשיעורו הפוטנציאלי, בהובלת הצריכה הפרטית ועם שוק עבודה מתוח, שניכרת בו מגמה מתמשכת של עליית שכר. למרות זאת, על רקע ההתמתנות בפעילות העולמית והייסוס שהתחדש בשקל, לחצי האינפלציה במחצית הראשונה של 2019 לא התגברו והאינפלציה נותרה בסביבת הגבול התחתון של יעד האינפלציה, תוך התגברות העלויות במחירי המוצרים הבלתי-סחירים, שקוזזו על ידי הירידות שנרשמו במחירי המוצרים הסחירים. הריבית המוניטרית נשארה על 0.25%, לאחר העלאתה ב-15 נקודות האחוז בנובמבר 2018, והציפיות בשווקים הפיננסיים מצביעות על המשך ריבית נמוכה שתשרור גם במחצית השנייה של 2019, על רקע התחזקות ההערכות לירידת הריבית המוניטרית בארה"ב.

הפעילות הכלכלית בשנים האחרונות התאפיינה בצמיחה נאה לצד מחזור פיננסי עולה (המוצג והמתואר בתיבה 1). נראה שלאחר העלייה המתמשכת במחזור הפיננסי ב-12 השנים האחרונות, חלה לאחרונה התמתנות בהתרחבותו. יחד עם זאת, שינויים מבניים בשוק האשראי, כפי שמתרחשים בעת הזו, עשויים להאריך את משך העלויות במחזור הפיננסי.

הגאות הכלכלית ששררה בשנים האחרונות, ובפרט הכנסות מיסוי חד-פעמיות רבות, הפחיתו את הגירעון התקציבי והורידו את יחס החוב לתוצר, אך היחס לא הוסיף לרדת ב-2018 ואף עלה במקצת. מגמות ארוכות טווח אלה תמכו אומנם בהפחתת שיעור הריבית על החוב הממשלתי והיוו גורם חשוב לכך שסוכנות הדירוג S&P העלתה באוגוסט את דירוג האשראי של ישראל ל-(-AA), (ראו התייחסות בתיבה 1 בדוח היציבות הפיננסית מחצית שניה 2018). הגירעון הממשלתי הכולל התרחב בסוף 2018 ובתחילת 2019 והגיע ל-3.8 אחוזי תוצר, דבר שמהווה חריגה מהיעד שקבעה הממשלה. עלייה משמעותית זו התפתחה על רקע הגירעון המבני שנוצר בשנים האחרונות, כתוצאה מהפחתות המיסים ומהגידול בהוצאה האזרחית. התפתחות זו, שבעקבותיה הכנסות החד-פעמיות המשמעותיות שהיו בשנים 2015-2017 הייתה סמויה, עלולה, ככל שתתמיד, להעמיק את הגירעון הממשלתי ולהגדיל את סיכון האשראי של הממשלה. כיוון שהריביות שהממשלה משלמת עבור החוב מהוות ריביות סמן לכלל תשלומי החוב של המגזר הפרטי, חשוב שהממשלה תמשיך לפעול תחת משמעת תקציבית ולא תחרוג ממנה לאורך זמן.

1.1.2 הסביבה הגלובלית

לאחר צמיחה כלכלית חזקה ב-2017 ובמחצית הראשונה של 2018, נרשמה במחצית השנייה של 2018 האטה משמעותית בכלכלה הגלובלית². בין הסיבות הבולטות לכך היו המתוחות ביחסי הסחר בין ארה"ב לסין וחולשה במגזרים מקומיים בחלק מהמדינות³. על פי התחזיות החדשות של קרן המטבע הבין-לאומית, ה-IMF, הצמיחה הגלובלית ב-2019 צפויה לעמוד על שיעור של 3.3%, ירידה של 0.4% ביחס לתחזית שה-IMF פרסמה בדוח הקודם⁴ שלה. הירידה בתחזיות הצמיחה נרשמה כמעט בכל המדינות, ולכן מבטאת מגמה עולמית כללית, כשחלק מהמדינות שצפויות לבלוט לרעה הן גרמניה, איטליה, קנדה ומקסיקו. נציין שבתקופה הנסקרת תחזיות הצמיחה בעולם עודכנו כלפי מטה על ידי כל הגופים הבין-לאומיים, ביניהם ה-WB, ה-BIS, ה-OECD וה-WTO.

יתרה מזו, כלכלני ה-IMF מציינים שמאזן הסיכונים לצמיחה העולמית ממשיך לנטות כלפי מטה. הסיכונים העיקריים שעלו בדוח הם התגברות המתחים סביב מלחמת הסחר, יציאה לא מוסדרת של בריטניה מהאיחוד האירופי, המשך חולשה בנתונים כלכליים, המשך אי הוודאות הפיסקלית באיטליה שעלולה לזלוג למדינות אחרות באירופה והחזרה למדיניות של הידוק מוניטרי בארה"ב.

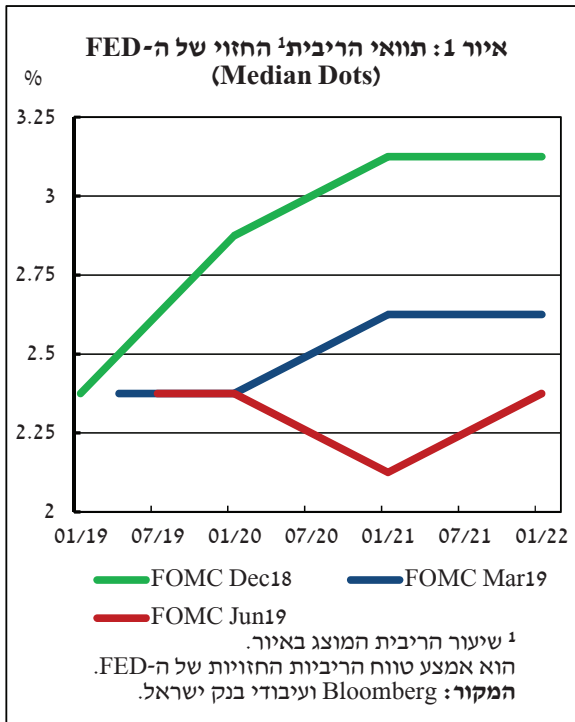
קצב צמיחת הסחר העולמי המשיך לרדת בתקופה הנסקרת, הן על רקע אי הוודאות בנוגע ליחסי הסחר בין ארה"ב לסין, כפי שצינו בדוח הקודם, והן על רקע ההאטה האמורה בצמיחה העולמית במהלך ששת החודשים האחרונים. נציין שהן ה-IMF

² WEO, April 2019.

³ כדוגמת ייצור מכונות בגרמניה, חולשה פיסקלית באיטליה ואסונות טבע ביפן.

⁴ WEO, October 2018.

לאור החולשה הגלובלית הכללית והמתחים סביב יחסי הסחר, הבנק המרכזי בארה"ב נוקט במדיניות מוניטרית יונית יותר.



והן ה-WTO, הורידו את תחזיות צמיחת הסחר שלהם ל-2019⁵ באופן משמעותי.

גם בצד האינפלציה נרשמה ירידה בתחזיות של ה-IMF, בעיקר על רקע הירידה במחירי האנרגיה בתקופה הנסקרת. מדד מחירי הוצרכו במדינות המפותחות ב-2019 צפוי לרדת ל-1.6% (מ-1.9% בדוח מחודש אוקטובר ש"ק).

לצד הורדת תחזיות הצמיחה, ה-IMF מעריכה כי התנאים הפיננסיים בעולם נותרים מרחיבים, אם כי נרשם הידוק פיננסי מסוים מאז פרסום הדוח הקודם באוקטובר 2018⁶.

לאחר שבסוף השנה שעברה נרשמו בשווקים הפיננסיים ירידות מחירים חדות, בעיקר על רקע נתוני המקרו החלשים והמתחים ביחסי הסחר, נרשמה מתחילת 2019 בשווקים אלה התאוששות משמעותית. ההסבר העיקרי לכך הוא השינוי במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים, בעיקר במדינות המפותחות, שהחליטו שלא להמשיך במדיניות המוניטרית המצמצמת בה נקטו במהלך 2018 או לחילופין, שלא להפסיק השנה את מדיניותם המרחיבה:

בישיבת הריבית בחודש מרץ השנה, לאור אי הוודאות בכלכלה העולמית, הוריד ה-FED הן את תחזית הצמיחה בארה"ב לשנתיים הקרובות והן את התחזיות שלו לתוואי הריבית. בישיבתו האחרונה, בחודש יוני, הוריד ה-FED את תחזיות

הריבית שוב וכעת הוא אף צופה הורדת ריבית בשנה הבאה (כפי שניתן לראות באיור 1). יתרה מזו, חלק מחברי ה-FED תומכים בהורדת ריבית כבר בשנה הנוכחית. נציין כי בשוק האג"ח הממשלתי בארה"ב נרשמה ירידת תשואות חדה כבר מתחילת חודש מאי, אז העלתה ארה"ב את שיעורי המכס על יבוא מסין בהיקף של כ-200 מיליארד דולר, מ-10% ל-25%, מה שהגביר את המתחים סביב יחסי הסחר בין ארה"ב לסין. באירופה, ציין ה-ECB שלמרות סימני ההתאוששות, הסיכונים שם ממשיכים להיות מוטלים כלפי מטה, ונדרש המשך של מדיניות מוניטרית מרחיבה⁷. במקביל, דחה ה-ECB את הצפי להעלאת שיעור הריבית באירופה, לפחות עד למחצית השנייה של 2020. גם הבנק המרכזי של יפן הודיע שימשיך עם מדיניות ההרחבה הנוכחית, לפחות עד אביב 2020. לכן נראה שהירידות החדות בשווקים הפיננסיים בסוף 2018, החולשה שנרשמה בנתונים הכלכליים והמתחים ביחסי הסחר, הביאו את הבנקים המרכזיים לשנות את גישתם ולנקוט עמדה יונית לגבי השנה הנוכחית, מה שמתומחר היטב גם בשווקים הפיננסיים.

בצד הפיננסי, להערכת ה-IMF, עלו הסיכונים המידיים ליציבות הפיננסית העולמית בתקופה הנסקרת, אך בראייה היסטורית הם נותרים מתונים. בטווח הבינוני הסיכונים ליציבות הפיננסית לא השתנו ונותרו ברמתם הגבוהה ועלולים להערכת ה-IMF אף להחמיר. הסיבה העיקרית לכך היא שלמרות ההידוק שנרשם בסוף 2018, הסביבה הפיננסית צפויה להמשיך להיות

⁵ WEO April 2019, WTO April 2019.

⁶ Global Financial Stability Report, April 2019.

⁷ TLTRO III – בהחלטת הריבית של חודש יוני, הציג ה-ECB את תכנית ההלוואות השלישית שלו, שמטרתה להמשיך לתמוך במערכת הבנקאות. התכנית תתחיל בספטמבר 2019, ההלוואות יהיו לתקופה של שנתיים ובריבית של 0.1% מעל לריבית ה-MRO.

מרחיבה לאורך זמן, ובכך להעמיק את מידת פגיעותם של מספר מגזרים שאותם ה-IMF ממפה בדוח הנוכחי ושעליהם נרחיב בפרק 3.4.

השתלבותה של הכלכלה הישראלית בתהליכי הגלובליזציה והרחבת פתיחותה לחו"ל, אפשרו פיזור סיכונים והקטנת התלות בשוקי ההון המקומיים מחד, אך הגבירו את החשיפה של ישראל להתפתחויות בשוקי ההון העולמיים מאידך. לכן, על אף שהסיכונים המוזכרים בפרק זה אינם מהווים סיכון ישיר על היציבות הפיננסית בישראל, במקרה של התגברות הסנטימנט השלילי בשווקים הגלובליים עקב התממשות אחד הסיכונים הנ"ל, תתכן השפעה משמעותית גם על מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל. במילים אחרות, ההשפעה האפשרית על ישראל צפויה להיווצר בעיקר דרך ערוץ השווקים הפיננסיים, ותתבטא בירידה של רצון המשקיעים ליטול סיכונים פיננסיים, מה שיביא לירידה במחירי הנכסים גם בישראל. זו גם הסיבה העיקרית לכך שאנו רואים מתאם גבוה בין מדדי המניות השונים בעולם, בייחוד בעתות של ירידה בתאבון לסיכון, אז המשקיעים הגלובליים נוטים לצמצם את אחזקותיהם בנכסי סיכון, הן בחו"ל והן במדינות שלהם.

1.2 שוקי הנכסים בישראל

2019:1	2018:2	הנכסים הפיננסיים: מניות ואג"ח ממשלתיות ותאגידיות שוק הדיור
		

במחצית הראשונה של 2019 ירדו התשואות לפדיון על האג"ח הממשלתיות בארה"ב ובמיוחד אלה הארוכות, ושיפוע העקום, הידוע בספרות הכלכלית כאינדיקטור מוביל למחזור העסקים, השתטח ואף הפך להיות שלילי במהלך התקופה. יחד עם זאת, הירידות שהחלו בנכסים הפיננסיים בארץ ובעולם בסוף 2018 ונמשכו בינואר 2019, התחלפו בעליות אשר קיזזו את מרבית הירידות שנרשמו והגיעו במהלך התקופה הנסקרת קרוב למחירי שיא, אך תוך המשך תנודתיות גבוהה. מרווחי האג"ח התאגידיות ירדו אף הם בתקופה הנסקרת, אך לא לרמה הנמוכה שהייתה בסוף 2018, מלבד בענפי הבנקים והביטוח, שירדו לרמתם הנמוכה. עוצמת סיכוני הנזילות בישראל אינה נמוכה על רקע המסחר הדליל יחסית בהשוואה בין-לאומית, התפלגות האחזקות של האג"ח התאגידיות, התגברות ההשקעות הפסיביות, ורובוטי המסחר בבורסה בשנים האחרונות.

הירידות הקלות שנרשמו במחירי הנדל"ן בישראל התמתנו ולקראת סוף התקופה הנסקרת אף חלו עליות קלות - זאת לצד הירידה המתמשכת בהשקעות בבנייה.

על יסוד מכלול השיקולים, אנו מעריכים שהסיכונים בשוק הנכסים בכלל, אך במיוחד בנדל"ן, ירדו במעט והגיעו לרמה בינונית עד נמוכה.

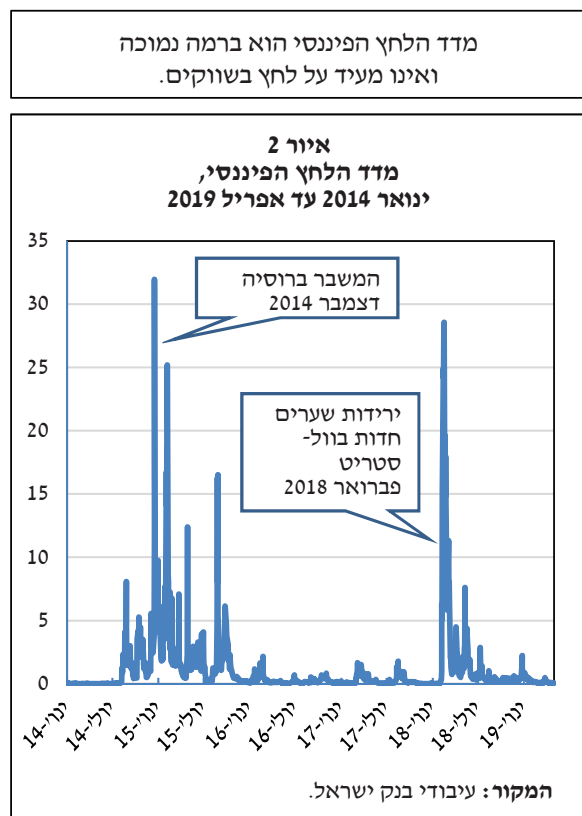
תיק הנכסים שבידי הציבור מורכב מנכסים ריאליים ופיננסיים. הנכס הריאלי המרכזי, לפחות עבור משקי הבית, הוא נדל"ן למגורים, והנכסים הפיננסיים המרכזיים הם: אג"ח ממשלתי (סחיר ולא סחיר), אג"ח חברות (סחיר ולא סחיר) ומניות בארץ. הדיור מהווה כ-50% מכלל תיק הנכסים של משקי הבית, ושלושת סוגי הנכסים הפיננסיים מהווים יחדיו 43.7% מתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור כולו. אנו בוחנים את ההתפתחויות בשוקי הנכסים בכמה מישורים: תמחור, נזילות והתפלגות המשקיעים באחזקות הנכסים; וזאת, כדי להעריך את הסיכונים לתנודות חדות במחירי הנכסים, שעלולים להגביר את ההסתברות לכשל במערכת הפיננסית.

1.2.1 הנכסים הפיננסיים

מדד הלחץ (איור 2), שמורכב ממספר אינדיקטורים כלכליים ופיננסיים מתחומי הכלכלה השונים, נותן תמונה מצרפית לגבי ההתרחשויות בשווקים הפיננסיים בתקופה הנסקרת⁸. מעבר להסתכלות על ההתרחשויות בכל שוק בפני עצמו, המדד לוקח בחשבון גם את מידת התנועה המשותפת של כל אחד מאותם אינדיקטורים. ערכים גבוהים של המדד מצביעים על התרחשויות שליליות שמשותפות לכלל הנכסים הפיננסיים. כפי שניתן לראות, התנודתיות החדה בשווקים בסוף 2018 כמעט ולא השתקפה במדד הלחץ. הסיבה לכך היא, שעל אף שהירידות בשוקי המניות והאג"ח התאגידיות היו חדות, השווקים האחרים (שער חליפין ואג"ח ממשלתיות) כמעט ולא הושפעו. התגובה השונה והמתאם הנמוך יחסית שבין התנועות של השווקים השונים הסתכמו במדד לחץ נמוך מאוד. גם בתחילת 2019, המדד נמצא בערכים נמוכים מאוד, שלא מצביעים על סימני לחץ בשווקים הפיננסיים.

מניות

לאחר ירידות שערים חדות שהתרחשו במדדי המניות השונים במהלך הרבעון האחרון של 2018, מדדי המניות עולים מאז תחילת השנה, אולם הם טרם הגיעו לרמתם טרם הירידות החדות



בשווקים (16 ביוני 2019 לעומת 1 בספטמבר 2018, איור 3). יתר על כן, בהשוואה למדדי מניות מובילים בעולם, המדדים המקומיים המשיכו להציג תשואת חסר גם בתקופה הנסקרת. מהסתכלות על ביצועי מדד ת"א-90 עולה שביצועי החסר נובעים מביצועים חלשים של המניות הגדולות הכלולות במדד ת"א-35, בעוד שביצועי המדד המשלים (ת"א-90) גבוהים יחסית לביצועי המדדים האחרים. הביצועים הגבוהים של מניות הבנקים, שמניותיהם כלולות במדד ת"א-35, מבליטים את ביצועי החסר של החברות האחרות במדד⁹.

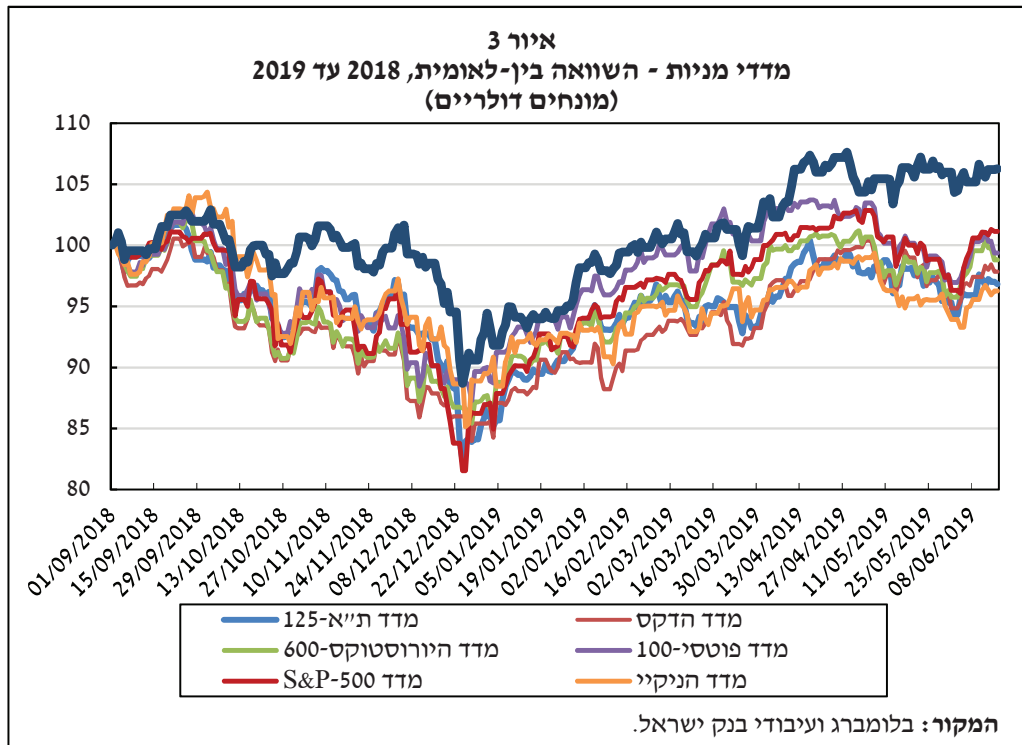
בד בבד, רמת אי הוודאות, שבאה לידי ביטוי בסטיית התקן הגולמית הנגזרת מאופציות על המדדים השונים, עלתה בסוף 2018 לרמות שדומות למדדים דומים המובילים בעולם, אך טרם ירדה לרמתה ערב הירידות החדות בשווקים (איור 4).

היחסים הפיננסיים והמכפילים הבסיסיים, רובם ככולם, לא מראים חריגה שעלולה להעיד על תמחור יתר של המניות. מכפילי הרווח הנקי של מדדי ת"א-35 ו-125 (איור 5), נמוכים יחסית ומכפילי ההון של מדדי ת"א-35, 90 ו-125, המחושבים כיחס בין שווי השוק לבין ההון העצמי של החברות, נעים סביב 1.4, מתחת לממוצע ארוך הטווח שלהם. בהסתכלות ענפית, נראה שמכפילי ההון של החברות הנסחרות מכל הענפים, נע סביב הממוצע ארוך הטווח, ואם יש חריגות, הרי שהן דווקא כלפי מטה. מנגד, התשואה להון של המדדים השונים גבוהה יחסית: התשואה להון של החברות הכלולות במדד ת"א-90 נותרת ברמה גבוהה המאפיינת אותו מזה כשנתיים, בעוד שמדדי ת"א-125 ו-35 חזרו לעלות לאחר שנים שבהם הם היו נמוכים, כתוצאה מהפסדים ניכרים בחברות הפארמה הגדולות. גם פרמיית הסיכון של המניות הכלולות במדדים המרכזיים – המחושבת כהפרש שבין התשואה השנתית של המדד ובין התשואה על אג"ח ממשלתי ל-10 שנים – גבוהה יחסית (איור 6), דבר שמעיד גם הוא על ההסתברות הנמוכה שהמניות מתומחרות ביתר.

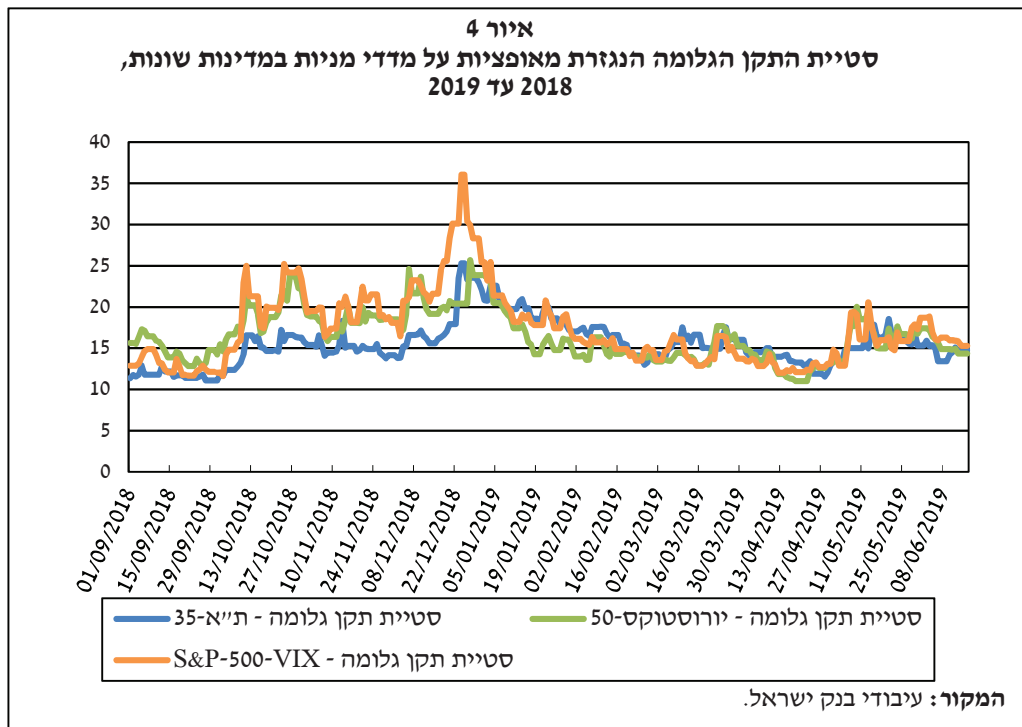
⁸ מתבסס על העבודה של סעדון י', ומ' גראם (2013), "מדד משולב למעקב אחר השווקים הפיננסיים בישראל", סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר בבנק ישראל.

⁹ מהסתכלות על מדדים ענפיים, עולה שמניות הפארמה אינן הסיבה היחידה לביצועי החסר של מדד ת"א-35, שכן תשואת מדד זה, בניכוי מניות הפארמה, גם הוא נמוך יחסית.

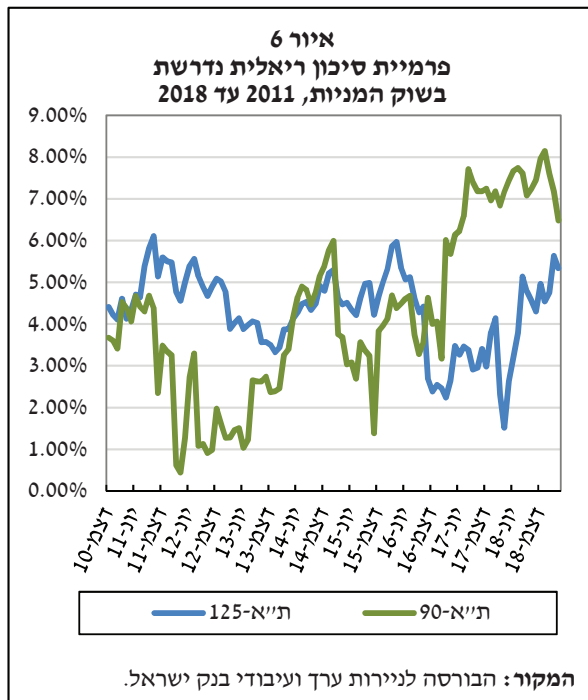
המניות בעלות שווי השוק הגבוה, גוררות את מדד ת"א-125 לביצועי חסר.



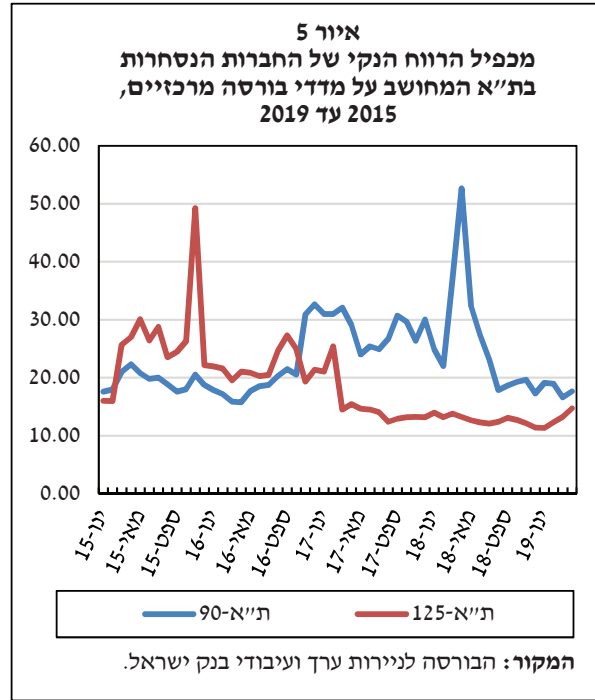
לאחר עלייה חדה בסוף 2018, ירדה סטיית התקן הגלומה של מדד ת"א-125, אך התייצבה ברמה מעט גבוהה יותר.



עדות שניה להסתברות נמוכה לתמחור יתר של המניות :
פרמיית הסיכון הנדרשת
בשוק המניות נותרה גבוהה יחסית.



עדות ראשונה להסתברות נמוכה לתמחור יתר של המניות : מכפיל הרווח הנקי נותר יציב ברמה נמוכה יחסית.



אג"ח ממשלתית

מדד האג"ח הממשלתיות הכללי עלה מתחילת השנה ב-4.4%, בהובלת מדד האג"ח עם תקופה לפירעון רחוקה יחסית (5-10 שנים). התשואה לפדיון של האג"ח הממשלתיות הלא צמוד ל-10 שנים, עומדת (16 ביוני) על 1.7%, לאחר שבחודשים האחרונים של 2018, התשואה לפדיון הגיעה כבר ל-2.4%. תשואת האג"ח הממשלתיות של ארה"ב לאותה תקופה עומדת על 2.1%, כך שהפער בין תשואות האג"ח הממשלתיות של ישראל ושל ארה"ב נותר שלילי¹⁰. לעומת זאת, הפער מול תשואות אג"ח ממשלתיות אחרות הנחשבות לחסרות סיכון – אלה של ממשלת גרמניה – הוא חיובי ועומד על 2%, לאור העובדה שתשואת האג"ח של ממשלת גרמניה עומד על 0.2%.

אג"ח חברות

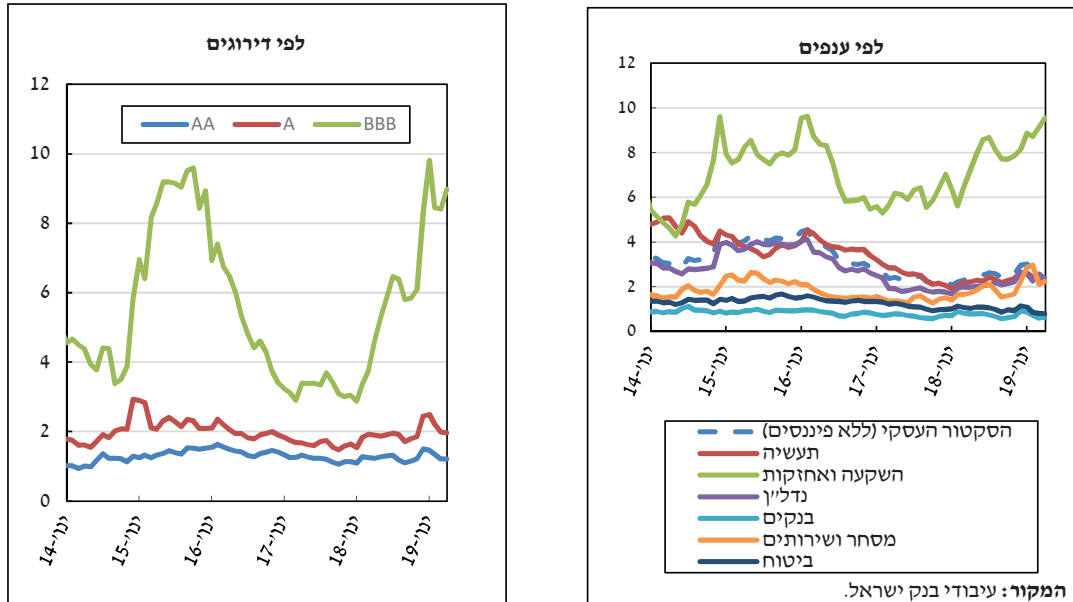
מדדי האג"ח השונים של החברות הושפעו גם הם מהתנודתיות הגבוהה בשווקים שנצפתה בחודשים האחרונים של 2018, ושוויים ירד חדות. אולם לאחר מכן, בתחילת 2019, עם התמתנות התנודתיות, המדדים שבו לעלות והם נמצאים כיום ברמה גבוהה יותר מזו שנצפתה טרם הירידות החדות (איור 7). תמונה דומה נצפתה באופן טבעי גם במרווחי האג"ח של כל ענפי המגזר העסקי (למעט ביטוח ופיננסים), למעט באג"ח שהונפקו על ידי חברות מענף המסחר והשירותים וביתר שאת באג"ח של חברות מענף ההשקעות והאחזקות, שבהם המרווחים נותרו גבוהים יחסית (אם כי מספר הסדרות בענף זה קטן). בהיבט הדירוגים נצפתה שונות גדולה יותר: האג"ח המדורגות גבוה יותר (A ו-AA), חזרו לרמה דומה לזו שקדמה לתנודתיות בשווקים, אולם מרווחי האג"ח המדורגות BBB החלו לעלות כבר בתחילת 2018, והם נמצאים כעת ברמה גבוהה מהמוצע

¹⁰ פער שלילי נצפה גם בין תשואות האג"ח הצמודות, אך הוא קטן יותר ועומד על -0.3%, כך שהמרווח השלילי אינו כתוצאה מציפיות שונות לאינפלציה.

מרווחי אג"ח חברות בתקופה הנסקרת הם ברמה מעט גבוהה מאלה שנצפו ב-2018.

איור 7

הממוצע המשוקלל של המרווחים בין התשואות על אג"ח חברות הצמודות למדד לבין התשואות על אג"ח ממשלתיות מקבילות, לפי ענפים ודירוגים



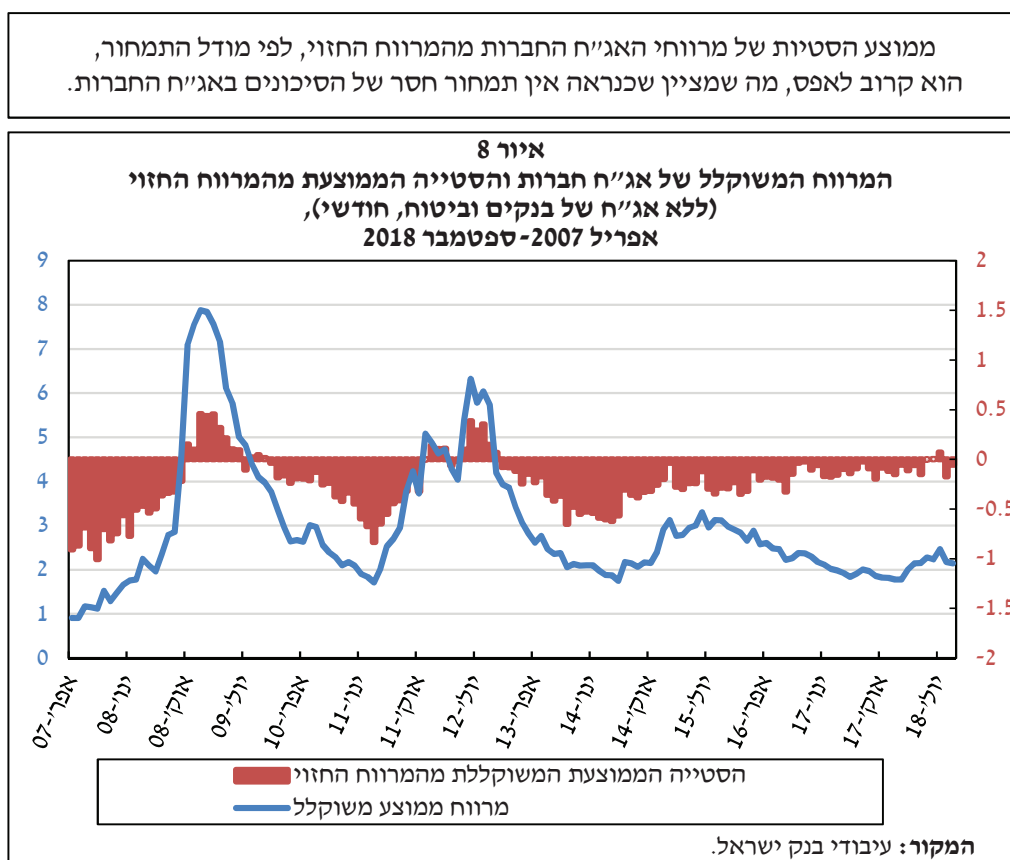
ארוך הטווח, אם כי מספר הסדרות המדורגות בדירוג זה קטן. תוצאה זו משקפת, ככל הנראה, הפרדה טובה יותר בין אג"ח ברמות סיכון שונות, ולאור זאת נראה שהאפשרות לפיה קיים תמחור חסר של הסיכונים, מצטמצמת במידה משמעותית. כמו כן, ראוי לציין שההתפתחות החריגה בענף ההשקעות והאחזקות ובדירוג BBB, נובעת במידה רבה ממספרן הקטן של סדרות האג"ח במדדים אלה.

כדי לבחון באופן סטטיסטי את שאלת תמחור החסר של הסיכונים¹¹, אמדנו משוואה הקושרת בין המרווח של כל אג"ח לבין מספר קבוצות של משתנים מסבירים, שנמצאו בספרות כמשפיעים על המרווח: מאפייני האג"ח, מאפייני החברה המנפיקה ומאפייני הסביבה הכלכלית¹². לאחר שאמדנו את הקשר, בחנו מהו המרווח החזוי לפי אותם גורמים, כשההפרש בין המרווח בפועל לבין המרווח החזוי לפי המודל, מהווה אינדיקציה לתמחור יתר או תמחור חסר של הסיכונים: אם ההפרש שלילי - הרי שיש תמחור חסר של הסיכונים, ואם הוא חיובי - יש תמחור יתר של הסיכונים. את הסטייה מיצענו עבור כל חודש והתוצאה

¹¹ ניתן לומר שאפשר להחליף את המונח "תמחור חסר" ב"תיאבון לסיכון" ובמקום ירידה בתמחור חסר, לומר ירידה בתיאבון לסיכון. הגם שהמושגים כמובן קשורים זה בזה, כשאנו משתמשים במונח תמחור חסר, אנו מניחים שקיים תמחור אובייקטיבי כלשהו של הסיכון, כלומר של האפשרות שאג"ח מסוימת תגיע לכשל (ומה יהיה שיעור ההחזר במידה ויתרחש כשל), ולפי תנאים מסוימים השוררים בשוק, יתכן שעבור רמת סיכון דומה, משקיעים ייאותרו לשלם יותר (או פחות, במצב של תמחור יתר של הסיכונים), מההמחיר שנגזר מרמת הסיכון. זוהי גם ההנחה העומדת בבסיס הבדיקה שערכנו.

¹² מתוך עבודה בתהליך שנעשת בחטיבת המחקר. המשתנה המוסבר הוא לוג המרווח, והמשתנים המסבירים השייכים עבור האג"ח הם: המח"מ (או התקופה לפירעון), סוג הצמדה, הדירוג וסוג השיעבוד. המשתנים המסבירים עבור החברה הם: הענף, סך הנכסים (וביטוי ריבועי של סך הנכסים), סך ההתחייבויות באג"ח, המינוף, יחס כיסוי הריבית, התשואה להון וסטיית התקן של המנייה ב-90 הימים האחרונים. המשתנים הקשורים לסביבה הכלכלית הם: תנודתיות מדד ת"א-125, הריבית הריאלית לשנה, שיפוע העקום הריאלי (תשואה ל-10 שנים לעומת שנה) והפער בין הלימות ההון של המערכת הבנקאית ליחס הנדרש על ידי המפקחת על הבנקים, וכן ה-fixed effect ברמת החברה. באמידה זו נכללו רק חברות עסקיות (ללא בנקים וביטוח) ואיגרות חוב בדירוגי השקעה עם מח"מ גדול מחצי שנה וללא ערכים קיצוניים במרווחים. התוצאות המוצגות אינן רגישות לתוספת של משתנים שונים (כגון משתני נזילות). סטיות התקן עמידות להטרוסקדסטיות ולמתאם סדרתי. כוח ההסבר של המודל עומד על [adj. R²=0.63]. הגם שתמחור הפרמטרים השונים הוא תוצאה של פעילות המשקיעים, העובדה שקיימת שונות על פני זמן, הן במשתנים המסבירים והן במשתנה המוסבר, מאפשרת לבדוק מהו התמחור הממוצע, ובעזרתו לבחון, האם בהינתן התמחור הממוצע של הפרמטרים, התמחור הכולל של הסיכון הוא גבוה או נמוך.

מוצגת באיור 138. מהאיור עולה שבתקופות של עליות או ירידות חדות במרווחים, עולה ההסתברות לקיומו של תמחור יתר או חסר (בהתאמה) של הסיכונים. על כל פנים, כשבוחנים את שוק האג"ח כולו, נראה שבתקופה האחרונה חשש זה לא קיים. חלקן של האג"ח המונפקות על ידי חברות זרות המשיך להצטמצם, בדומה למגמה שנצפתה מתחילת 2018. בחודשים ינואר עד מאי 2019 הונפקו אג"ח בשווי 890 מיליון ש"ח בלבד, ממוצע חודשי של 178 מיליון ש"ח. זאת לעומת ממוצע חודשי של 640 מיליון ש"ח בשנת 2018. כמו כן, הולך וקטן גם חלקן של האג"ח הזרות מענפי הבינוי והנדל"ן מסך שווי השוק של האג"ח מענפים אלה, משיא של 20.7% שנצפה באמצע 2018, לשיעור של 17.9% ביוני 2019. היפוך המגמה הוא תוצאה הן של ירידה בשוויין של האג"ח הזרות ועליית המרווחים שלהן, והן של ירידה נטו במספר האג"ח הנסחרות ובסך הערך הנקוב שלהן. לאור האמור לעיל ניתן לומר שהמשקיעים כיום, בהמשך למגמה מהחודשים האחרונים, מפרידים בין אג"ח זרות לאג"ח מקומיות, בהתחשב בסיכונים העודפים שיש לראשונות על פני האחרונות, במיוחד לאור התממשותם של סיכונים אלה באג"ח זרות בתקופה האחרונה.



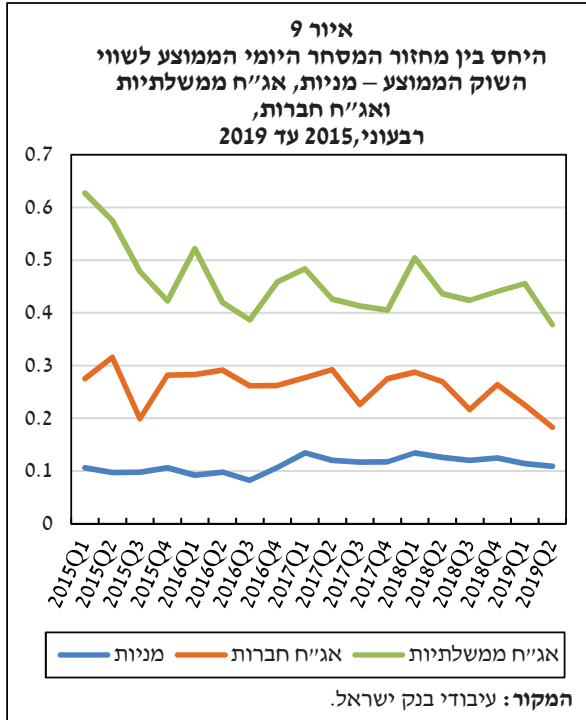
¹³ Gilchrist and Zakrajšek (2012) מבצעים ניתוח דומה ומכנים את הסטייה הממוצעת (EBP) Excess Bond Premium. במאמרם הם מראים שה-EBP מקדים מחזורי עסקים ריאליים. Barnea and Menashe (2015) מחשבים את ה-EBP של ישראל ומוצאים תוצאה דומה. ראו:

Barnea, E., & Menashe, Y. (2015). Banks strategies and credit spreads as leading indicators for the real business cycles fluctuations. Bank of Israel discussion paper no. 2015.07.

Gilchrist, S., & Zakrajšek, E. (2012). Credit spreads and business cycle fluctuations. American Economic Review, 102(4), 1692-1720.

הנזילות במסחר

היחס בין מחזור המסחר היומי לבין שווי השוק הממוצע, מצביע על ירידה איטית במצב הנזילות בשלושת המכשירים הפיננסיים המרכזיים.



מעבר להתפתחויות השוטפות של מחירי הנכסים הפיננסיים, אחד ההיבטים החשובים לתמחור נכסים והערכת יציבותם הוא מצב הנזילות בכל אחד מהם. הנזילות בשווקים מאפשרת למשקיעים לנהל תיק ניירות ערך בצורה אופטימלית ובעלות זניחה, המתבטאת בראש ובראשונה ביכולת לקנות או למכור ניירות ערך מבלי שעצם ביצוע העסקאות ישפיע משמעותית על מחיריהם. כשהעלות אינה זניחה - ובפרט כשהעלות גבוהה יותר בימי מסחר שאי-הוודאות בהם מתגברת, כך יבקש ציבור המשקיעים להפחית מערך הנכסים ולפצות את עצמו עבור עלויות המסחר הגבוהות ולדרוש פרמיית נזילות.

ניתן לערוך השוואה של מצבי הנזילות של כל אחד מסוגי ניירות הערך שנסקרו לעיל, על ידי הסתכלות על היחס בין מחזור המסחר לבין שווי השוק של הניירות, להלן מהירות המחזור (איור 9)¹⁴. ניתן לראות שיש שונות גדולה בין הניירות - ובכל מקרה יש מגמה של ירידה במצב הנזילות הבולטת בעיקר באג"ח הממשלתיות ובאג"ח החברות (המגמה בולטת עוד יותר כשמסתכלים על תקופה ארוכה יותר).

הנזילות במניות נמוכה גם בהשוואה בין-לאומית¹⁵. יתרה מכך, ההשקעות הפסיביות בישראל, כמו בהרבה מדינות מתקדמות בעולם, מהוות ערוץ מרכזי עבור המשקיעים בשוק המניות והמסחר בנכסים הסחירים בבורסה. ההשקעות הפסיביות

מגיעות לרמות שאינן זניחות והן גבוהות במיוחד בקרב המניות היותר קטנות הכלולות במדד (איור 10). ניתן לראות באיור שחלקן של ההשקעות הפסיביות עשוי להגיע אף לשיעור של כ-30% מסך המסחר במניות הכלולות במדד יתר-60¹⁶. ככל שהמסחר הפסיבי מתרכז דווקא במניות דלות הסחירות, כך עוצמת השינויים במחירי הנכסים תתחזק. גם המסחר הרובוטי (מחוללי הציטוטים) מאיץ את עוצמת התנודות כפי שהוכח בספרות ושתואר בהרחבה בתיבה 3 בדוח היציבות למחצית השנייה של 2018.

נזילות האג"ח הממשלתי נמוכה בהשוואה לנזילות האג"ח של מדינות אחרות (איור 11), אך התפתחות חשובה שעשויה להשפיע על נזילותן היא הכללתן הצפויה של סדרות האג"ח הממשלתיות במדד העולמי WGBI¹⁷ בספטמבר 2019. ההכללה התאפשרה הודות לשני קריטריונים שהוגדרו מראש על ידי FTSE: דירוג השקעה הגבוה מ-A - וגודל חוב (לראשונה) של מעל ל-50 מיליארד דולר. חשוב להדגיש שהוספת סדרות האג"ח של ממשלת ישראל למדד העולמי תגרום באופן אוטומטי לביקושים גבוהים מצד כל מנהלי קרנות ההשקעה העולמיות העוקבות אחר מדד זה. יחד עם זאת, הכללת סדרות האג"ח, במדד העולמי בהינתן מהירות המחזור הטבעי של סדרות אלה, עלולה להביא לתנודות חריפות במחיריהן בעיקר בתקופות מסחר שבהן אי הוודאות גוברת.

¹⁴ על אף שמדד זה מספק אינדיקציה חלקית למצב הנזילות, זהו עדיין מדד חשוב להשוואה בין-לאומית.

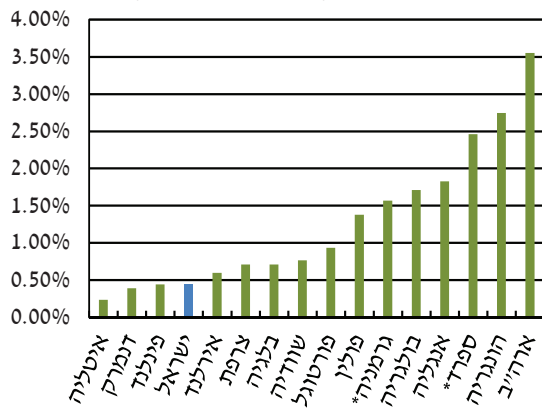
¹⁵ ראו התייחסות לכך בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2018.

¹⁶ בימי מסחר מסוימים במהלך החודש, היקף המסחר הפסיבי במניות הקטנות יחסית לשאר המניות במדד, עלה אף לשיעור של מעל 40%.

¹⁷ Index Bond Government World

הנזילות באג"ח ממשלתיות של ישראל
נמוכה בהשוואה בין-לאומית.

איור 11
היחס בין מחזור המסחר לבין שווי השוק
באג"ח ממשלתיות במספר מדינות נבחרות,
ממוצע שנתי, במונחים יומיים, 2018

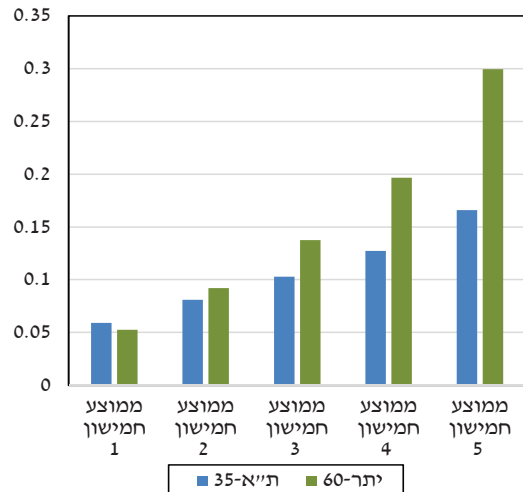


הערה: במדינות בולגריה, אירלנד והונגריה קיים חוב ממשלתי מונפק קטן יחסית ולכן מדד זה עלול להיות מוטע כלפי מעלה. יחד עם זאת, בבדיקת מהירות המחזור על פני השנים עבור אותן המדינות לא נמצאה תנועתיות חריגה. החישוב עבור ישראל התבצע רק עבור אג"ח ממשלתיות סחירות.

המקור: מקור: AFME עבור מדינות אירופה, ודיווחי הבנקים המרכזיים.

שיעור ההשקעות הפסיביות
גדול במיוחד במניות דלות הסחירות.

איור 10
המסחר במניה באמצעות תעודות הסל, ביחס
לסך המסחר של המניה,
ממוצע לתקופה, לפי חמישונים,
פברואר עד יולי 2018



* המניות הכלולות במדדים חולקו לחמש קבוצות לפי היקף הסחירות, כאשר החמישון התחתון (בו נמצאות המניות הפחות סחירות הכלולות במדד) הינו חמישון 5.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

סיכון הנזילות בנכסים הפיננסיים הנסחרים בבורסה – מעקב אחר התנועה המשותפת

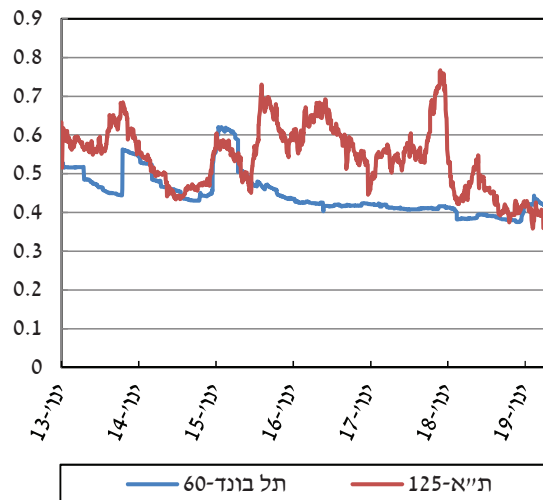
שיעורם של המכשירים הפסיביים (כגון קרנות סל) במסחר בניירות הערך, מגדיל את התנועה המשותפת של מחירי הנכסים הכלולים באותם מכשירים. המגמה המשותפת הנוצרת בשל מסחר בניירות ערך, רק בשל השתייכותם למדד מסוים, מגבירה את עוצמת השינויים באותם ניירות, מגדילה את שברירותו של השוק ויתכן שאף יוצרת פרמיה לסיכון הנזילות שמפחיתה משווי הנכסים. לצד זאת, האפשרות לתנודה חריפה במסחר כתוצאה מכשל אלגוריתמי באחד מרוביטי המסחר (מחוללי הציטוטים), אינו נמוך בישראל, כיוון שאין בה עדיין מנגנוני הגנה במסחר בבורסה, כמנגנונים המיושמים בבורסות רבות בעולם – מה גם שהמסחר הרבובטי מהווה חלק לא מבוטל מהמסחר בבורסה (ראו דוח היציבות למחצית השנייה של 2018, תיבה 3 על המסחר הרבובטי ותיבה 4 על ההשקעות הפסיביות). שתי התפתחויות משמעותיות אלה מגבירות את סיכון הנזילות הכללי בבורסה.

כדי לבחון את ההתפתחויות בתנודתיות המשותפת של מחירי הנכסים הכלולים במדדים העיקריים – ת"א-125 ותל בונד-60, עדכנו את אומדן הבטא עבור כל נכס שכלול במדד. אומדן זה מוכר מהמודל לתמחור נכסים פיננסיים (CAPM) והוא משקף את רגישותם של מחירי הנכסים הפיננסיים ביחס למדד הנכסים (תיק השוק)¹⁸. כשמחשבים את סטיית התקן של אומדני הבטא עבור כל הנכסים הכלולים במדד על פני זמן, ניתן לבחון את השינויים באיכות המסחר וביציבותם של מחירי הנכסים - ובמיוחד בתקופות שבהן אי הוודאות גוברת. ככל שסטיית התקן, המשקפת תנודתיות משותפת רבה יותר תהיה נמוכה, כך יהיה המסחר שברירי יותר וסיכון הנזילות יגבר. כפי שניתן לראות באיור 12, סטיית התקן אכן ירדה במשך הזמן והמשיכה

¹⁸ ככל שהרגישות של הנכסים הכלולים במדד כלפי המדד חזקה יותר, כך התנודתיות המשותפת גבוהה יותר ואומדני הבטא יתקרבו לערך אחד (אם מלמעלה ואם מלמטה). חישוב כל אחד מאומדני הבטא, מתבסס על לפחות 90 ימי מסחר רצופים.

סטיות התקן של אומדן הבטא לניירות הערך הכלולים בתל בונד-60 ובת"א-125 הן במגמת ירידה - ומעידות על סיכון עולה של נזילות.

איור 12
סטיות התקן של אומדן הבטא לני"ע
הכלולים בתל בונד-60 ובת"א-125, ממוצע יומי, 2013 עד 2019



המקור: עיבודי בנק ישראל.

לרדת גם במהלך התקופה הנסקרת. תוצאה זו מעידה על כך שסיכון הנזילות במסחר בבורסה עולה.

התפלגות ההחזקה בניירות ערך

התפלגות ההחזקה בניירות ערך עשויה להשפיע על המידה שבה מועצמים זעזועים בעתות משבר. ככל שטווח הזמן של ההשקעה של המחזיק גדול יותר, החלטות המסחר שלו יהיו מתואמות פחות עם הסנטימנט בשוק ויתכן שיהיו אף מתואמות באופן שלילי. לעומת זאת, מחזיק עם טווח זמן השקעה קצר יותר, יטה להיות מתואם עם הסנטימנט, דהיינו, למכור בשוק יורד ולקנות בשוק עולה. על כן יש חשיבות לזהות המחזיקים בהערכת עוצמת הזעזועים והתמשכותם.

בהתאם לחלוקה לעיל, ניתן באופן כללי לומר שלקרנות נאמנות יש טווח השקעה קצר יותר, יחסית¹⁹ לקופות פנסיה, לבנקים ולחברות ביטוח, אך לא ניתן לסווג באופן חד משמעי את המשקיעים הזרים ואת הציבור – הכולל משקי בית וחברות עסקיות – לאחת מהקטגוריות הנ"ל. באשר לקופות הגמל (בקרנות התגמולים והפיצויים) וקרנות ההשתלמות, חלקן של ההתחייבויות הנזילות של קרנות אלה עלה משמעותית בשנים האחרונות והגיע (מרץ 2019) למעלה מ-70% מסך ההתחייבויות שלהן (330 מיליארד ש"ח). מנגד, לקרנות אלה קיימים נכסים

נזילים רק כנגד כ-38% מסכום זה, כך שכדי לעמוד בהתחייבויות באירוע קיצון, עלולים להימכר גם נכסים לא נזילים – ובכללם מניות ואג"ח. על כן התייחסנו גם לסכומים אלה כאל מקורות להשקעה קצרת טווח²⁰.

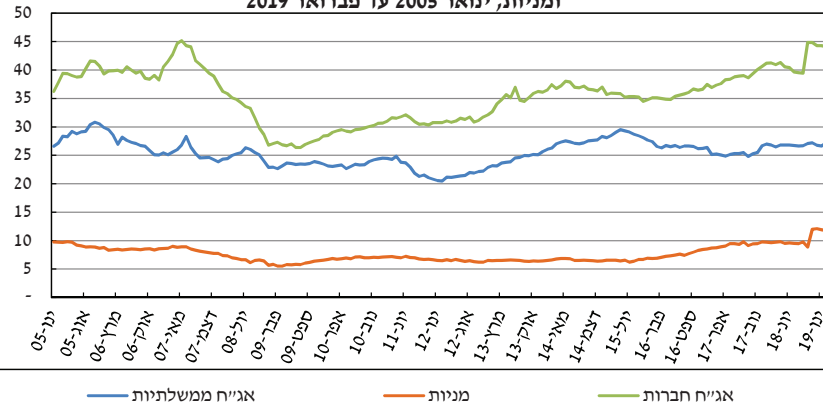
לאחר סיווג זה, בחנו את חלקם של המשקיעים לטווח קצר בהחזקה של כל אחד משלושת הנכסים שלעיל: אג"ח ממשלתיות, מניות ואג"ח חברות (איור 13). ניתן לראות שחלקן של משקיעי הטווח הקצר הוא הגדול ביותר באג"ח החברות והוא עלה באופן עקבי מאז אמצע 2016. על כן הסיכון להעצמת זעזועים בסוג זה של נייר ערך הוא הגדול ביותר, יחסית לאג"ח ממשלתיות ולמניות.

¹⁹ כמובן שאופק ההשקעה של משקי הבית שמשקיעים דרך קרנות נאמנות הוא הטרונגי, אולם בניגוד לשאר סוגי המשקיעים המוסדיים, יש בוודאי שכיחות רבה יותר של טווחי השקעה קצרים יותר. כמו כן, בהקשר של הגברת זעזועים, נמצא שקרנות נאמנות אכן תורמות להקצנת סטיות מתמחור נכון, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה (ראו: Akbas, F., Armstrong, W. J., Sorescu, S., & Subrahmanyam, A., 2015. Smart money, dumb money, and capital market anomalies. *Journal of Financial Economics*, 118 (2), 355-382.

²⁰ ראוי לציין שהמגמות המוצגות באיור שלהלן זהות, גם אם הן לא כוללות את שיעור האחזקות של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות הנזילות.

שיעור אחזקת המשקיעים עם טווח השקעה קצר באג"ח חברות הוא במגמת עלייה ועלול להוות ערוץ להעצמת זעזועים.

איור 13
שיעור אחזקת משקיעים עם טווח השקעה קצר באג"ח חברות, אג"ח ממשלתיות ומניות, ינואר 2005 עד פברואר 2019



הערה: משקיעים עם טווח השקעה קצר = קרנות נאמנות + החלק הנזיל של התחייבויות קרנות ההשתלמות וקופות הגמל; באוקטובר 2018 נוספו לקרנות הנאמנות גם קרנות הסל, ועל כן יש קפיצה בשיעור האחזקה בחודש זה. קודם לכן לא נכללו אחזקות תעודות הסל (המכשיר הקודם שהפך לקרנות סל) בחישוב, ועל כן יש לראות בערכים שבתקופה שקדמה לאוקטובר 2018, הערכת חסר של אחזקות משקיעים עם טווח השקעה קצר.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

1.2.2 דיוור

לאחר שמגמת העלייה במחירי הדירות נבלמה במחצית השניה של 2018 ואף נצפו ירידות מחירים, ולאחר שהמדד האחרון שהתפרסם (מרץ 2019) היה חיובי, התייצב השינוי השנתי במחירי הדירות על כאחוז (1%). מנגד, שכר הדירה עלה השנה ב-2.6% (מרץ לעומת מרץ אשתקד), כך שהיחס בין שני המדדים – שכלל שהוא גבוה יותר עולה החשש לתמחור יתר של מחירי הדירות – ירד השנה, והוא דומה לשיעורו בסוף 2015 (איור 14). בכך, כאמור, ירד במידת מה החשש שהדירות מתומחרות מעבר למחירן הסביר וכן ירד החשש להתנהגות נפיצה של מחירי הדירות²¹.

מדד נוסף לרמת התמחור של הדירות מחושב דרך בחינת מספר שנות ההשתכרות הנדרשות לרכישת דירה לפי השכר הממוצע למשרת שכיר. מדד זה ירד בשנה האחרונה בעקביות, הן בשל צמיחת השכר הממוצע למשרת שכיר והן בשל הקיפאון במחירי הדירות. המדד, שעומד כיום על 12.5 שנים, נמוך בכ-12% מהמדד הגבוה של סוף 2017 (איור 15); עם זאת, המדד עדיין גבוה בכ-28% מהממוצע הרב שנתי של מדד זה (9.8 שנים)²².

בהסתכלות קדימה, שני הגורמים החשובים שעשויים להשפיע על מחירי הדירות הם היחס בין הביקוש הדמוגרפי לבין ההיצע בשוק המגורים וכן גובה הריבית על המשכנתאות, המושפעת בין היתר מהריבית המוניטרית, מהתשואות הארוכות על אג"ח ממשלתיות ומסביבת הריבית העולמית, שנשארו נמוכים גם בתקופה הנסקרת. היצע הדיוור, כפי שנמדד על ידי מספר סיומי הבנייה למגורים, נמצא ברמות גבוהות יחסית לשנים קודמות, אולם בהסתכלות קדימה, מספר התחלות הבנייה נמצא מזה שנתיים במגמת ירידה, מה שעלול להביא למחסור יחסי בדירות. נתון זה משתקף גם במדד ההשקעה בבנייה למגורים שמצביע על ירידה ניכרת בשנתיים האחרונות (איור 16). כתוצאה מהירידה בהתחלות הבנייה, ירד היחס בין התחלות הבנייה לבין היקף האוכלוסייה, נתון שגם הוא תומך באפשרות שיווצר מחסור ועלויות המחירים יתחדשו (איור 17). מכל האמור לעיל, פחתו להערכתנו הסיכונים לירידה חדה במחירי הדירות.

²¹ המדד מבוסס על היחס בין מחירי הדירות למדד הדיוור (שכר דירה). ראו כספי א' (2015), "בחינת קיומה של בועת נדל"ן ברמות הארצית והמקומית: המקרה הישראלי", סדרת מאמרים לדיון, בנק ישראל.

²² נציין כי היחס בין המחיר הממוצע לדירה לבין ההכנסה נטו של משקי הבית עלה, אך בשיעור מתון יותר, עקב ההפחתות במס ההכנסה והגידול בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה בישראל.

ירידה במספר שנות ההשתכרות הנדרשות לרכישת דירה.

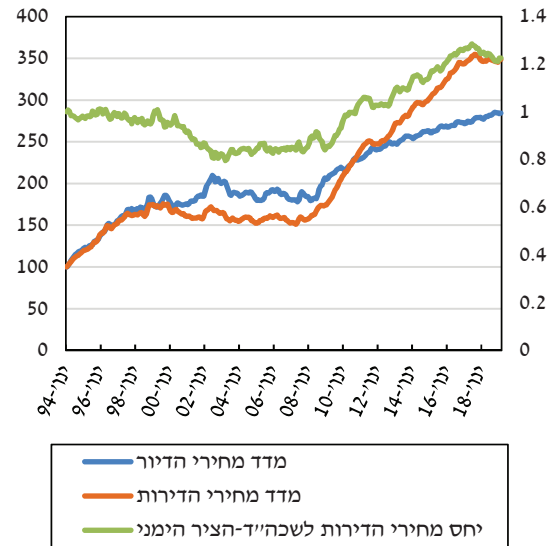
איור 15
מספר שנות ההשתכרות הנחוצות לרכישת דירה¹, ינואר 1973 עד ינואר 2019



¹ לפי השכר הממוצע למשרת שכיר והמחיר הממוצע לדירה. המקור: עיבודי בנק ישראל.

התייצבות במחירי הדירות ועלייה במחירי הדיור, הובילו לירידה ביחס ביניהם.

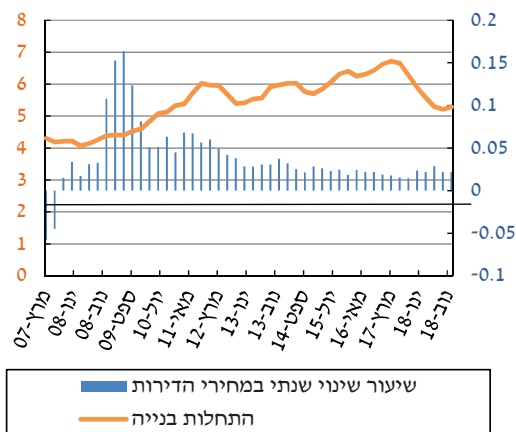
איור 14
מדד מחירי הדירות, מדד מחירי הדיור (שכ"ד) והיחס ביניהם, ינואר 1994 עד ינואר 2019



המקור: עיבודי בנק ישראל.

המספר היורד של התחלות הבנייה בשנים האחרונות, עלול להוביל לעלייה מחודשת במחירי הדירות.

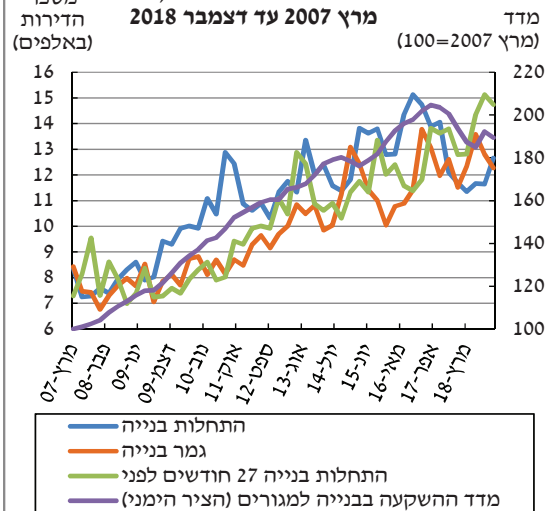
איור 17
היחס בין התחלות הבנייה (הכמות בארבעת הרבעונים האחרונים) לבין האוכלוסייה ומדד מחירי הדירות בבעלות הדיירים, מרץ 2007 עד דצמבר 2018



המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

מספר התחלות הבנייה שב לעלות בחודשים האחרונים, אך הוא עדיין ברמה נמוכה יחסית.

איור 16
התחלות בנייה וגמר בנייה של דירות למגורים, מרץ 2007 עד דצמבר 2018

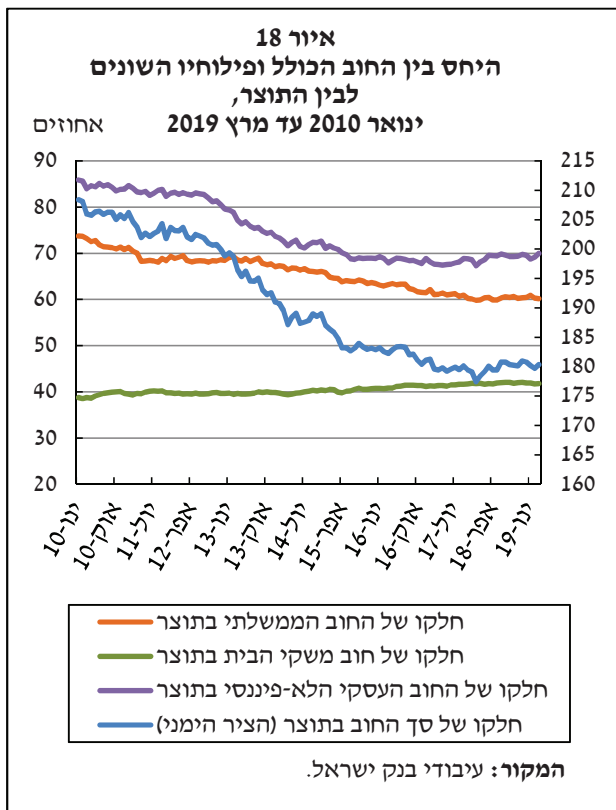


המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

1.3 שוק האשראי

2019:1  2018:2 	המגזר העסקי מגזר משקי הבית
--	--

היחס בין החוב (ופילוחיו השונים) לבין התוצר עלה בתקופה הנסקרת, בעיקר בשל האשראי העסקי.



היחס בין החוב לתוצר המשיך לעלות במתינות בתקופה הנסקרת והגיע ל-180% תוצר, וזאת לאחר מגמת ירידה שאפיינה אותו לאורך השנים האחרונות ועד לסוף 2017 (איור 18). אומנם בהשוואה בין-לאומית היחס בין החוב לתוצר – ובפרט היחס בין האשראי למשקי הבית לתוצר – נותר נמוך, אך גידול האשראי מתרכז בענף הבינוי והנדל"ן המגביר את ההסתברות לכך שאם הענף ייקלע לקשיים, הדבר ישפיע על כלל המשק. על רקע השינויים בסביבה המשפטית שספקי האשראי בישראל פועלים בה, סביבת הריבית הנמוכה המתמשכת והשפעת הרפורמות הרבות לעידוד התחרות בשוק האשראי, סיכוני האשראי עלולים לגדול בטווח הארוך.

רוב האשראי למגזר הפרטי – מגזרי העסקים ומשקי הבית – ניתן על ידי הבנקים וחברות הביטוח באמצעות הלוואות ישירות למשקי הבית ולמגזר העסקי ועל ידי רכישות אג"ח שהמגזר העסקי מנפיק.

המערכת הפיננסית המשיכה להגדיל את החשיפה למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן במהלך התקופה הנסקרת, וזו הגיעה במערכת הבנקאית לשיעור העולה על 50% מסך האשראי (איור 17א). גם הגופים המוסדיים הגדילו את החשיפה למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן דרך ערוץ האשראי וזו הגיעה לכ-6% מסך ההלוואות שהם מעמידים²³ (איור 19). חשיפת הגופים המוסדיים לשוק הדירות נובעת

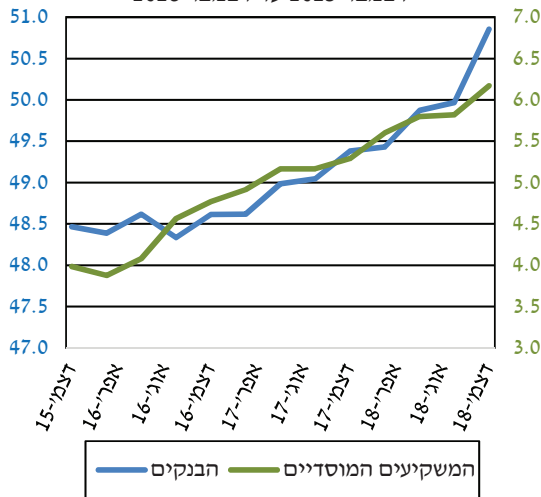
בעיקר מהחזקות אג"ח שהנפיקו חברות הבינוי והנדל"ן, לרוב ללא שעבוד, אך גם מהלוואות ישירות לחברות אלה ומרכישת תיקי סינדיקציה שמבוססים על אוסף משכנתאות ממאזני הבנקים.

מספר ספקי האשראי החוץ-בנקאיים בישראל גדל בשנים האחרונות, והיקף האשראי החוץ-בנקאי התרחב בה משמעותית. עד 2016 לא היו גופים אלה מפוקחים על ידי המאסדר. חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), התשע"ו-2016, החיל חובת רישוי, וכיום נותני שירותי אשראי חוץ-בנקאיים חייבים ברישיון מרשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון. בימים אלה פועלת רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון על אסדרת פעילותם של גופים אלה וקבלת נתונים. כיום רשומים

²³ כדי לחשב את חשיפת הגופים המוסדיים דרך ערוץ האשראי, חישבנו את היחס בין (1) סך ההלוואות לדיר שהם העמידו למשקי הבית, תיקי הסינדיקציות שהם רכשו והחזקותיהם באג"ח הסחירות והבלתי סחירות שהנפיקו החברות הישראליות מענף הבינוי והנדל"ן (על פי הגדרות הלמ"ס) לבין (2) סך ההלוואות שהם מעמידים. אומדן זה מוטא כלפי מטה, מפני שלבנק ישראל אין מידע מלא על ההלוואות הישירות שהמוסדיים מעמידים לענף הבינוי והנדל"ן.

הבנקים והגופים המוסדיים הוסיפו להגדיל את החשיפה לנדל"ן דרך ערוץ האשראי.

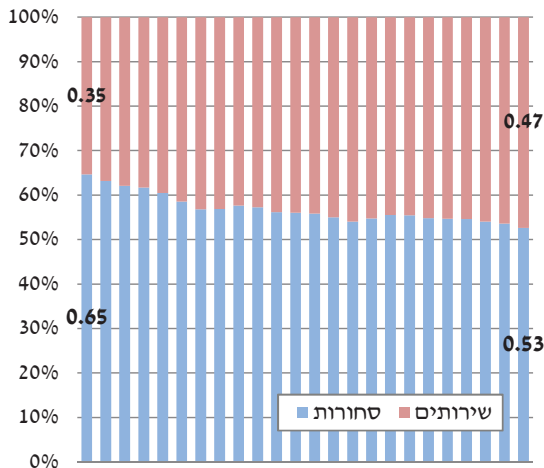
איור 19
שיעור האשראי לנדל"ן מסך האשראי
שמעמידים הבנקים והגופים המוסדיים,
דצמבר 2015 עד דצמבר 2018



המקור: עיבודי בנק ישראל.

משקל ענפי השירותים בתוצר העסקי צמח לאורך השנים, על חשבון משקלם של ענפי הסחורות.

איור 20
משקל ענפי הסחורות והשירותים
מסך התוצר העסקי, 1995-2018



המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

במאגר הרשות 156 בעלי רישיון לעסוק במתן אשראי ול-51 מתוכם יש רישיון מורחב: הוא מאפשר להם להגדיל את היקף הפעילות ולהגיע ליתרת אשראי גדולה מ-25 מיליון ש"ח. כמו כן רשומות במאגר כ-700 חברות שבקשתן לקבלת רישיון טרם אושרה (אך הן כבר מספקות אשראי)²⁴.

בהתאם לחוק נתוני אשראי התשע"ו-2016, הקים בנק ישראל מערכת מרכזית לנתוני האשראי של משקי הבית בישראל. הבנקים מדווחים למערכת החל מהרבעון הראשון של 2019 וספקי אשראי נוספים הצטרפו אליהם, אך כשספקי האשראי החוץ-בנקאיים המרכזיים יצטרפו למערכת הדיווח, היא תכלול מידע מספק להערכת סיכוני האשראי של משקי הבית במשק, שישלים את המידע שחסר על עסקיהם של ספקי האשראי החוץ-בנקאי למשקי הבית שהחלו לפעול במשק.

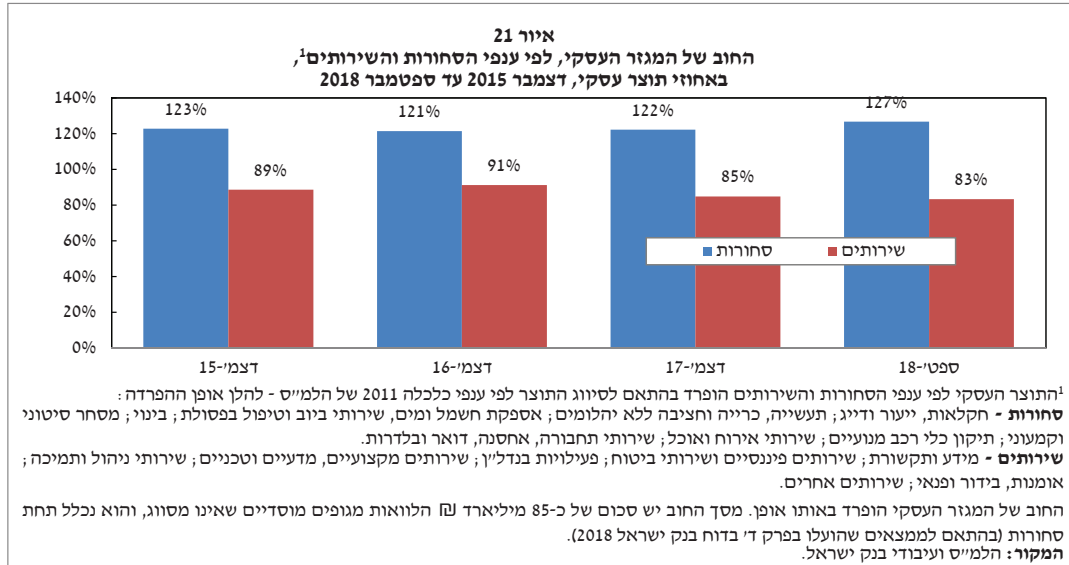
1.3.1 האשראי למגזר העסקי

החוב של המגזר העסקי צמח בכ-7.4% (כ-63 מיליארד ש"ח) במהלך 2018, גבוה יותר משיעורי הצמיחה של החוב בשנים האחרונות, כשחלק ניכר מהגידול (כ-2%) מוסבר על-ידי פיחות בשקל. צמיחת החוב נמשכה גם ברבעון הראשון של 2019, כך שבנטרול השפעת הייסוף בשקל, החוב גדל בכ-2.8%. שיעור החוב הבנקאי מסך החוב של המגזר העסקי נותר בעינו ברמה של 48%. החוב של המגזר העסקי במונחי אחוזי תוצר עסקי ממשיך להיות נמוך בהשוואה בין-לאומית²⁵ (כ-94% בסוף 2018 וללא שינוי ניכר מסוף 2017). אנו מעריכים שחלק מההסבר ליחס הנמוך של החוב העסקי ביחס לתוצר נעוץ בהתפתחות ארוכת הטווח של ענפי השירותים בישראל שמאופיינים בהיקפי אשראי נמוכים יחסית, על חשבון ענפי הסחורות (איור 20). לכן, אם מפרידים בין שני סוגי הענפים הללו (סחורות ושירותים), ניכר שענפי הסחורות מאופיינים ברמה משמעותית גבוהה יותר של חוב עסקי ביחס לתוצר העסקי, מגמה שמתרחבת, לצד מגמה שמצטמצמת בענפי השירותים (איור 21). ענפי השירותים, ובמיוחד ענפי הטכנולוגיה, מגייסים את המימון לפעילותם בעיקר באמצעות קרנות הון סיכון ופחות על ידי נטילת התחייבויות. בחלקו ההסבר נעוץ בכך שלחברות בענפי הטכנולוגיה אין די נכסים מוחשיים שישמשו כבטוחות שניתן לשעבדם עבור הלוואות ומרבית הנכסים של חברות הטכנולוגיה הם נכסים בלתי מוחשיים שלרוב אינם משמשים כבטוחות.

²⁴ מתוך סך החברות הרשומות רק 11 הן ציבוריות ומפרסמות דוחות כספיים לציבור ואחת היא חברת בת לחברה ציבורית. יתרת האשראי למגזר העסקי הסתכמה בדצמבר 2018 בכ-4.3 מיליארדי ש"ח; יתרת האשראי של שתיים מהן (חברה ציבורית "אלבר" וחברת "מימון ישיר", שהיא חברת בת של החברה הציבורית "ביטוח ישיר"), העוסקות בהלוואות למשקי בית, הסתכמה ב-2 מיליארדי ש"ח.

²⁵ להרחבה ולפירוט ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל ל-2018.

ענפי הסחורות מאופיינים ברמת חוב עסקי גבוהה יותר משמעותית ביחס לתוצר העסקי, מגמה שמתרחבת, לצד מגמה שמצטמצמת בענפי השירותים.



ההתפתחות העיקרית בהיקף החוב בין סוף 2017 לסוף 2018, הן באחוזים והן ביתרות, התרחשה בענף התעשייה והחרושת (כ-18 מיליארד ש"ח, גידול של 16%) ובענף הבינוי (כ-10 מיליארד ש"ח, גידול של 12%). מקור הגידול באשראי לענף הבינוי נובע מצמיחת האשראי הבנקאי לענף בעקבות הקלות מאסדרות (מתואר בהמשך). הצמיחה באשראי לענף הבינוי מגיעה על רקע האטה מסוימת בצמיחת התוצר העסקי הריאלי של ענף זה – כ-2% (בהשוואה לממוצע של כ-6% בשנתיים האחרונות ולממוצע של כ-5.4% בעשור האחרון) ולמרות שמשקלו בתוצר העסקי נותר בעינו בהשוואה לאשקד.

האשראי הבנקאי ואיכותו

האשראי הבנקאי למגזר העסקי צמח ב-2018 ב-7% (כ-29 מיליארד ש"ח), בהשוואה ל-3.5% ב-2017, מגמה שנמשכה ברבעון הראשון של 2019 עם שיעור צמיחה של 2.5% (6.5% ב-12 החודשים האחרונים). כמחצית מגידול באשראי של חמשת הבנקים הגדולים במהלך 2018, מיוחס למגזר העסקים הגדולים, כשחלק נכבד ממנו ניתן לענפי הבינוי והנדל"ן, כשהמקור לכך, כפי שהוזכר לעיל, נובע משחרור מגבלת החבות הענפית לענף הבינוי.

ניתוח מדדי איכות האשראי הבנקאי²⁶ ל-2012, 2017 ו-2018 (לוח 4), מלמד שבאופן מצרפי נמשכת מגמת השיפור של האשראי למגזר העסקי, כך שנכון לסוף 2018 מדובר ברמה נמוכה, היסטורית, של אשראי בעייתי ופגום במגזר זה. מנגד, בענף התעשייה והחרושת (משקלו של ענף זה באשראי של חמשת הבנקים הגדולים הוא כ-11.5%), ניכרת ב-2018 הרעה בכל מדדי איכות האשראי שעלולה להעיד על גידול ברמת סיכון האשראי בענף זה. מבין הענפים המאופיינים ברמה איכות אשראי נמוכה יחסית, בולט ענף התקשורת ושירותי המחשוב, למרות שבחלק מהמדדים בענפים אלה חל שיפור ב-2018. יחד עם זאת יש לציין שחלקם באשראי הבנקאי נמוך (2.5%), אף על פי שחלקם בתוצר העסקי הוא גבוה (13%). בחלקו ההסבר נעוץ בכך שחברות בענפים אלה מגייסות את המימון לפעילותן מקרנות הון סיכון.

²⁶ ניתוח זה מציג תמונה רחבה של החברות נוטלות האשראי (פרטיות וציבוריות; קטנות, בינוניות וגדולות), וניתן ללמוד ממנו לגבי זהות הענפים עם הסתברות גבוהה יותר לחדלות פירעון.

4. לוח														
מודדים לאיכות האשראי המאזני למגזר העסקי, לפי ענפים (סיווג למ"ס), חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות, שנים 2012 ו-2018														
משקל האשראי הפנים בסך האשראי המאזני לענף				משקל האשראי הבעייתי בסך האשראי המאזני לענף				היחס בין יתרת התפירה להפסדי אשראי לכך סך האשראי המאזני לענף				משקל האשראי לענף מתוך האשראי המאזני למגזר העסקי	משקל הענף מתוך חצוצר של המגזר העסקי	
31/12/2018	31/12/2017	31/12/2012	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2012	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2012						
1.3%	1.5%	3.0%	3.6%	4.4%	5.9%	2.0%	2.2%	2.0%	18.1%	15.6%	מסחר	שירותים עסקיים ואחרים		
1.6%	2.2%	9.5%	3.3%	4.5%	13.3%	1.0%	1.1%	1.8%	17.0%	8.6%	בנקי			
0.8%	0.8%	4.8%	1.0%	1.3%	6.4%	0.8%	1.0%	2.5%	13.5%	24.3%	שירותים פיננסיים			
1.8%	2.1%	5.7%	2.6%	2.7%	6.8%	1.1%	1.2%	1.6%	13.4%		פעילות בנדל"ן	תעשייה וחורשת*		
2.5%	2.3%		6.2%	5.7%		2.3%	2.0%		11.5%	19.8%				
1.0%	0.8%	1.8%	1.9%	1.7%	2.8%	1.5%	1.4%	1.4%	6.4%	9.1%	שירותים עסקיים ואחרים	תברורה ואחסנה		
1.1%	1.1%	3.4%	2.8%	3.0%	12.2%	1.0%	0.9%	1.8%	4.6%	5.0%				
0.5%	0.5%	2.6%	1.1%	1.1%	3.5%	0.7%	0.7%	0.6%	4.6%		שירותים ציבוריים רקורליתיים	בתי מלון, שירותי הארוחה ואוכל		
2.4%	3.0%	8.1%	4.7%	5.1%	9.8%	1.3%	1.0%	1.3%	3.5%		יתר עם שירותים עסקיים ואחרים			
3.4%	6.0%	3.3%	4.4%	7.7%	6.0%	3.3%	3.0%	1.1%	2.5%	13.0%	תקשורת	אספקת חשמל*, וגז ומיזוג אוויר		
2.6%	2.9%		3.7%	3.9%		0.3%	0.4%		1.7%	2.2%	אספקת מים*, שירותי ביוב,			
0.3%	1.1%		18.0%	18.6%		2.2%	1.8%		1.0%		אספקת מים*, שירותי ביוב,	תקציאות		
1.1%	1.5%	2.8%	3.7%	3.4%	5.5%	1.3%	1.7%	1.6%	1.3%	1.9%	אספקת מים*, שירותי ביוב,			
0.3%	0.7%		0.5%	0.7%		0.7%	0.7%		0.9%		אספקת מים*, שירותי ביוב,	אספקת מים*, שירותי ביוב,		
1.5%	1.8%	4.8%	3.3%	3.8%	7.7%	1.4%	1.4%	1.8%	100.0%	100.0%	אספקת מים*, שירותי ביוב,			

הערה: * בענפים: תעשייה וחורשת, כרייה וחצוצר, אספקת מים ואספקת חשמל, לא ניתן פירוט בחיט הבנקאית לשנת 2012.

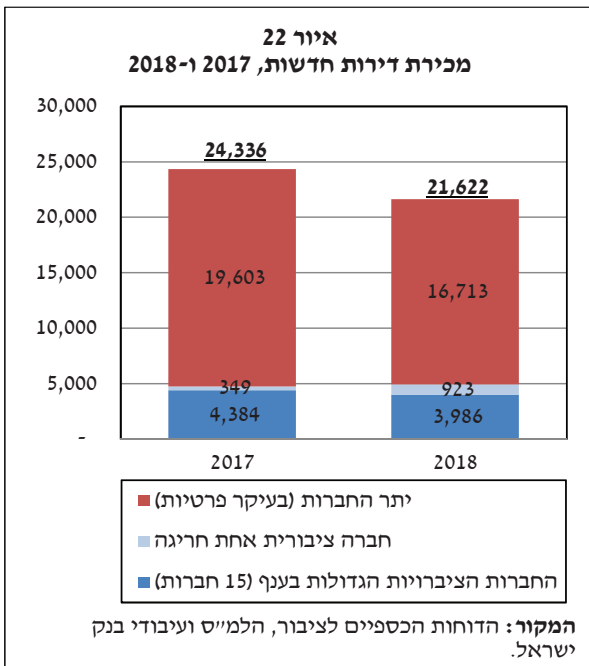
המקור: דוחות כספיים לצבור, חל"מ"ס ועדכוני בנק ישראל.

* בענפים: תעשית וחורשת, כרייה וחציבה, אספקת מים ואספקת חשמל, לא ניתן פירוט בחוב הבנקאי לשנת 2012.
המקור: דוחות סטטיסטיים לעיבור, הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

האשראי הבנקאי לענף הבנייה

מדדי איכות האשראי הבנקאי (לוח 4) של ענף הבנייה מצביעים על שיפור ב-2018 ורמה נמוכה ביחס לשנים קודמות וביחס לענפים אחרים, עם זאת, הגידול באשראי הבנקאי לענף הבנייה מגיע על רקע ההאטה המתמשכת בשוק הדיור ועל רקע ההאטה בצמיחת התוצר העסקי של הענף. המניע לגידול באשראי זה מקורו בהקלות מאסדרות שהפיקוח על הבנקים אישר בהקשר של האשראי החוץ-מאזני (ערבויות חוק מכר) בעקבות הגעת הבנקים למגבלת החבות הענפית.

ירידה במכירת דירות חדשות ב-2018, שהורגשה בעיקר בקרב חברות הבנייה הפרטיות למגורים.



ההאטה בשוק הדיור שאפיינה את 2017²⁷, נמשכה ואף התעצמה ב-2018. הירידה בהתחלות הבנייה – כ-10.4% ב-2018 – לצד ירידה (כ-11%) במכירות של דירות חדשות, מעידות על האטה ניכרת בפעילותן של חברות הבנייה למגורים, מגמה שנשמשה גם ברבעון הראשון של 2019. מנתוני מכירות הדירות החדשות בשנים 2017-2018 של 16 החברות הציבוריות הגדולות ביותר (איור 22), ניתן ללמוד שהירידה במכירות של דירות חדשות ניכרה בעיקר בקרב החברות הפרטיות ובקרב החברות הציבוריות הקטנות.

במקביל להאטה בשוק הדיור, האשראי הבנקאי (המאזני) לענף הבנייה צמח, ומדוחות הכספיים של חמשת הבנקים הגדולים ל-2018, אנו למדים שחלק משמעותי ממנו ניתן לענף הבנייה למגורים²⁸. על-פי אומדנים המבוססים על נתוני הדוחות הכספיים של שלושה מתוך חמשת הבנקים, כ-40% מהאשראי ניתן לרכישת קרקעות, והשאר, כ-60%, ניתן לצורך פעילות הבנייה.

אולם ראוי לציין שהאשראי המאזני מהווה אך מרכיב אחד מסך מרכיבי האשראי הבנקאי לענף הבנייה למגורים. המרכיב הנוסף והמשלים של האשראי המאזני הוא ערבות חוק מכר (אשראי חוץ מאזני), שניתנת לרוכשי הדירות: כשחברת בנייה

למגורים מקבלת אשראי מגוף בנקאי לצורך ליווי פרויקט, היא מקבלת לרוב מסגרת אשראי שמיועדת לשמש את חברת הבנייה במהלך התקדמות הפרויקט. בנוסף לכך, הבנק משמש כערב לרוכשי הדירות עבור תזרימי המזומנים המשולמים לחברת הבנייה תמורת הדירות שרכשו, למקרה שחברת הבנייה כושלת באספקת הדירות שנרכשו. תזרימי המזומנים המגיעים לחברת הבנייה מרוכשי הדירות, מצמצמים את הצורך של החברה להשתמש במלוא מסגרת האשראי שהוקצתה לה למימון התקדמות הפרויקט, אך יוצרים מנגד ערבות חוץ מאזנית הנזקפת לחובת הבנק המלווה.

ההקלה המאסדרת בענף הבנייה הפחיתה את מקדם ההמרה של ערבות חוק המכר עבור דירות שבניתן טרם הסתיימה²⁹, ואפשרה לבנקים להגדיל למעשה את האשראי המאזני, על חשבון האשראי החוץ-מאזני.

²⁷ לפירוט ראו דוח בנק ישראל ל-2017 ותיבה בדוח היציבות הפיננסית, יוני 2018, בנושא "היציבות הפיננסית של חברות הבנייה למגורים".

²⁸ יצוין שגילוי זה אינו נובע מדרישות דיווח אחדות של הפיקוח על הבנקים, לכן אינו אחיד וניתן באופן שונה בקרב חמשת הבנקים הגדולים. לצורך הניתוח והבנת המגמה, אוחדו הנתונים על-ידנו בהתאם למידע הרלוונטי שניתן בגילוי.

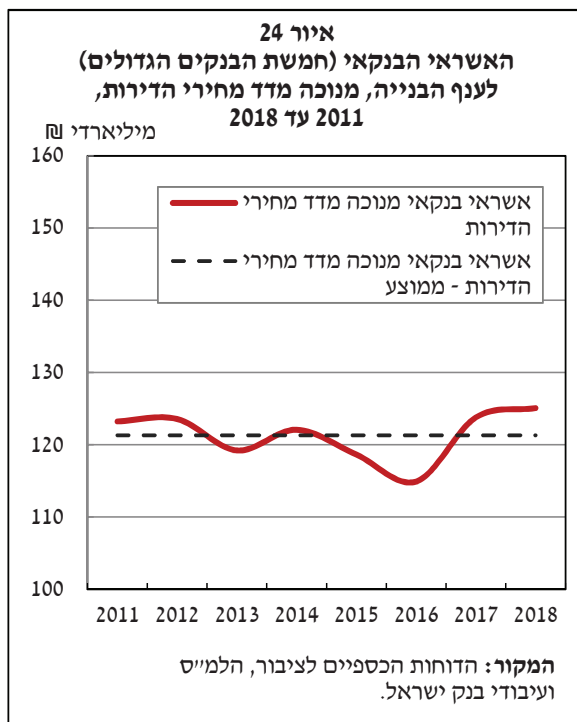
²⁹ מקדם ההמרה מתייחס לאופן חישוב סיכון האשראי הבנקאי על ערבויות לרוכשי דירות – המקדם מוכפל בסכום שהבנק ערב לו ומחושב במסגרת סיכון האשראי הבנקאי ולכן רלוונטי למגבלת החבות הענפית. בנובמבר 2018 פרסם הפיקוח על הבנקים תיקון להוראת ניהול בנקאי תקין 203, שלפיו מקדם ההמרה לאשראי על ערבויות להבטחת השקעות של רוכשי דירות שניתנו על פי חוק המכר, יופחת מ-50% ל-30%, היה והדירה טרם נמסרה למשתכן.

ניתוח מכלול הגורמים המעידים על ההאטה בפעילות של חברות הבנייה למגורים וההפרדה בין שני הגורמים העיקריים המרכיבים את האשראי הכולל (איור 23), מלמד שמקור הגידול המאזני באשראי לענף הבנייה, נובע בעיקר מהסטה של אשראי חוץ-מאזני לאשראי מאזני, ונועד רק בחלקו לגידול עתידי בפעילות חברות הבנייה (החלק שמשמש לרכישת קרקעות). בנוסף לכך, ניתוח מצבת ההתחייבויות של החברות הציבוריות, מלמד שהאשראי הבנקאי לא גדל משמעותית בקרב חברות אלה. לאור זאת מתקבלת המסקנה שהגידול באשראי הבנקאי (המאזני) הופנה לחברות פרטיות שפעילותן הצטמצמה, ונועד בחלקו הגדול להחליף את תקבולי המזומנים מרוכשי הדירות בשל הירידה במכירות של דירות חדשות.

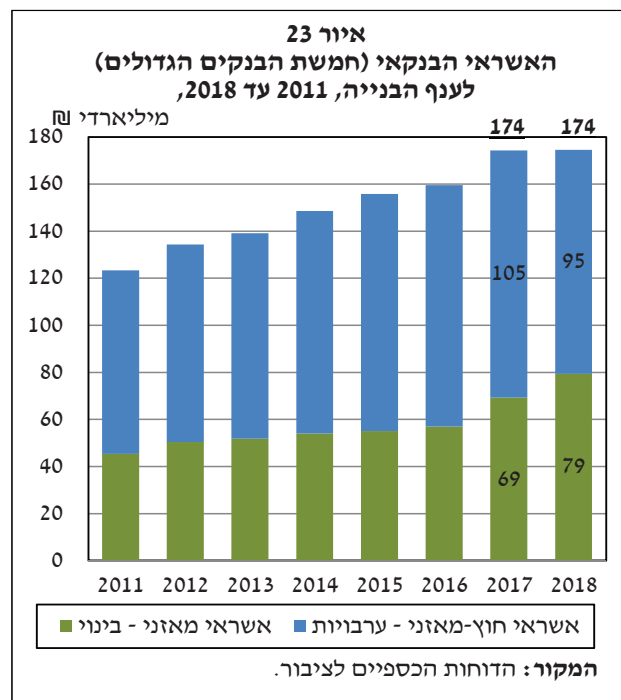
ניתן לומר אם כך, שהגידול באשראי הבנקאי (המאזני) לענף הבנייה, שמקורו בשחרור המגבלה המאסדרת, הגדיל את המינוף ואת רמת הסיכון של החברות להן הופנה, ומאפשר להן, בין היתר, להתמודד עם ההאטה במכירות.

אינדיקציה נוספת לעלייה במינוף מתקבלת כשבוחנים את האשראי הבנקאי הכולל לענף הבנייה מנוכה מדד מחירי הדירות (איור 24). הצמיחה באשראי הבנקאי מקורה אומנם בעליית מחירי הדירות – מ-2011 נותר האשראי מנוכה המדד קבוע יחסית – אך הסטיה מעל לממוצע בשנים 2017-2018, מלמדת שהגידול באשראי המאזני מלווה בירידה מסוימת ברמת הבטחונות שיעמדו לרשות הבנקים.

האשראי הבנקאי הכולל לענף הבנייה בניכוי מדד מחירי הדירות, נותר מ-2011 ברמה יחסית קבועה.



מקור הגידול באשראי הבנקאי המאזני לענף הבניה, נובע מהסטת האשראי החוץ-מאזני בעקבות הקלות מאסדרות, על רקע ההאטה בפעילות של הענף.



האשראי החוץ-בנקאי

את האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי ניתן לחלק לשלוש קבוצות עיקריות: הלוואות ישירות מגופים מוסדיים, הלוואות ישירות מספקי אשראי חוץ-בנקאיים וחוץ-מוסדיים (כולל חברות כרטיסי אשראי שהופרדו לאחרונה מהבנקים) ואג"ח תאגידיות.

תמהיל תיק ההלוואות של הגופים המוסדיים שמרני, ואינו מאופיין בסיכונים משמעותיים (ראה פרק ד' בדוח בנק ישראל ל-2018): כ-87% מההלוואות ניתנו בדירוג השקעה ומעלה, כמחצית מההלוואות ניתנו כחלק מקונסורציום (95% מתוך זה בדירוג השקעה) ו-94% מובטח בביטחונות. רוב ההלוואות שזוהו ניתנו לחברות בתחום התשתיות וחברות בתחום האנרגיה המתחדשת, רבות מהן ניתנות לחברות בנות או לחברות צינור של חברות ציבוריות.

האשראי שניתן על-ידי הגופים החוץ בנקאיים והחוץ-מוסדיים (שהיקפו מבוסס על אומדנים), מנותח באופן עקיף, מאחר ומדובר במתווכים פיננסיים שמגייסים אשראי מהבנקים או מהציבור (באמצעות אג"ח תאגידיות) ומספקים אשראי לצורך פעילותן של חברות עסקיות. אשראי זה של הגופים החוץ בנקאיים והחוץ-מוסדיים מסווג תחת ענף השירותים הפיננסיים.

היתרות והגיוסים בשוק האג"ח התאגידיות

בחלק זה ננתח בעיקר את האג"ח התאגידיות, ללא חברות זרות, אך כולל אלה שהונפקו על ידי הבנקים וחברות הביטוח.

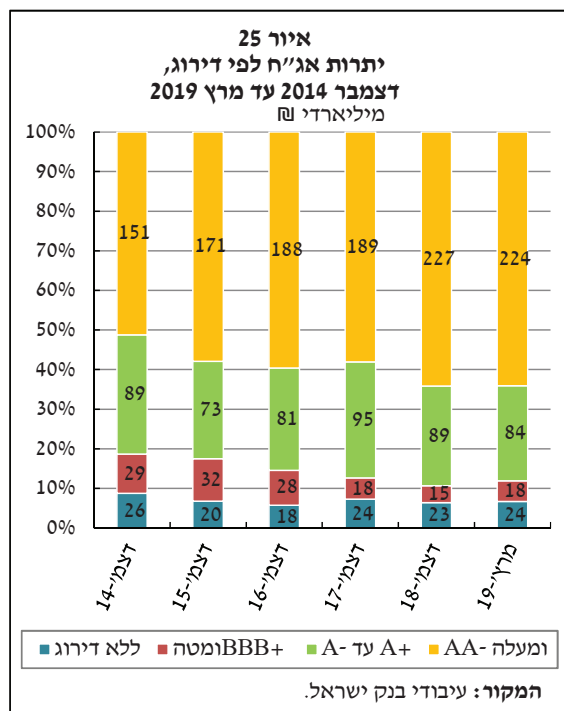
נכון לסוף הרבעון הראשון של 2019, יתרת האג"ח התאגידיות (במונחי ערך מתואם) צמחה בכ-24 מיליארד ש"ח (כ-7.4%) בהשוואה לסוף 2017, גידול ניכר יחסית בהשוואה לממוצע הגידול בחמש השנים האחרונות (כ-12 מיליארד ש"ח) ובהשוואה לצמיחה במהלך 2017. גידול זה נובע מחברות נפט וגז (כ-4 מיליארד ש"ח); מחברות בינוי ונדל"ן (כ-9.5 מיליארד ש"ח), כשחלק עיקרי מתוכו ניתן לשתי חברות ממשלתיות שגייסו אג"ח בהיקפים משמעותיים ברבעון הראשון של 2018 ומסווגות תחת ענף זה; ומהבנקים (כ-8 מיליארד ש"ח), שחזרו לגייס אג"ח בניגוד לירידה המשמעותית ב-2017. כלומר, עיקר הגידול במהלך התקופה הזו מקורו בחברות שמדורגות בקבוצת הדירוג הגבוהה ביותר, כפי שניתן לראות באיור 25.

בנטרול של חברות ממשלתיות, נתוני ההנפקות מלמדים שב-2018 חלה האטה בהנפקות האג"ח, לאחר צמיחה בנתון זה מ-2012 (איור 26). עם זאת, ברבעון ראשון של 2019 חוזרת הצמיחה בהנפקות להיות ברמה של השנים האחרונות, בהשוואה לממוצע הרבעוני של השנים האחרונות. נתוני ההנפקות נטו (בניכוי פירעונות צפויים)

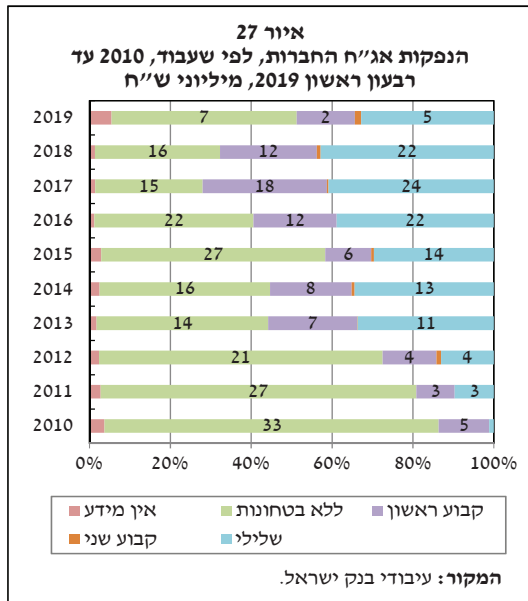
למגזר העסקי (ללא בנקים וביטוח) מלמדים, שב-2018 חלק גדול יותר מההנפקות נועד למחזור חוב (כ-72%) בהשוואה לשנתיים קודמות (68% ב-2017 ו-67% ב-2016), כלומר חלק קטן יותר נועד לגידול בפעילות הריאלית של החברות.

היבט נוסף שקשור להנפקות האג"ח הוא הירידה בשיעור חלקן של הנפקות האג"ח המובטחות בשעבוד קבוע – מ-2015 עד 2017 ניכר גידול בשיעור זה, אך החל מ-2017, חלה ירידה די משמעותית (איור 27). ההסבר לכך מקורו בעלייה בהנפקות האג"ח של הבנקים, שלרוב אינן מובטחות בשעבוד. עוד ניכר שמ-2010 עד 2018 חלה ירידה די מגמתית בהנפקות האג"ח ללא ביטחונות, דבר שעשוי להעיד על הירידה ברמות הסיכון שלהן. עם זאת, רוב הקיטון נובע מגידול של האג"ח המשועבדות בשעבוד שלילי, משמע שרמות הסיכון אינן קטנות באופן חד-ערכי.

עיקר הגידול ביתרת אג"ח החברות, בהשוואה לסוף 2017, מקורו בחברות שמדורגות בקבוצת הדירוג הגבוהה ביותר.



מ-2010 יש ירידה מגמתית בהנפקות האג"ח ללא ביטחונות, כשרוב הקיטון נובע מעלייה באג"ח המשועבדות בשעבוד שלילי. במקביל, החל מ-2017, יש ירידה משמעותית בהנפקות האג"ח המובטחות בשעבוד קבוע.



ב-2018 חלה האטה בהנפקות האג"ח, לאחר צמיחה בנתון זה משנת 2012, אך ברביע הראשון של 2019 ההנפקות חזרו לרמה של השנים האחרונות.



1.3.2 האשראי למשקי הבית

יתרת החוב של משקי הבית הגיעה במרץ 2019 לכ-562 מיליארד ש"ח, עלייה של 4.9% ב-2018, קצב נמוך במקצת ביחס לשנים קודמות (5.1% ב-2017; 6% ב-2016). החוב שאינו לדיור צמח ב-2018 ב-1.5%, משמעותית פחות מבשנים קודמות (3.7% ב-2017; 6.2% ב-2016) החוב לדיור צמח ב-2018 ב-6.8%, קצב גבוה מזה שנצפה בשנים 2016 ו-2017, של 6% ו-5.9% בהתאמה (ראו איור 28 ולוח 5)³⁰.

היחס בין חוב משקי הבית לתוצר הגיע ב-2017 לרמה של 42% (עלייה מ-38% מ-2008, לאחר שלא נצפה שינוי ביחס זה בעשור הקודם), אולם יחס זה עדיין נמוך בהשוואה בין-לאומית (איור 29). יצוין שבעוד שהחוב לדיור ביחס לתוצר נמוך מבעולם, לא כן החוב שאינו לדיור (15%, דומה לממוצע הבין-לאומי)³¹.

האשראי למשקי הבית מתקבל מחמישה מקורות: הבנקים, חברות כרטיסי האשראי, הגופים המוסדיים, הממשלה ונותני אשראי חוץ-מוסדיים. בשלב זה אין בידי בנק ישראל נתונים שוטפים על היקף האשראי שמספקים הגופים החוץ-מוסדיים ולמרות שהוא צומח כנראה בקצב מהיר, הוא מוערך במיליארדי שקלים בודדים בלבד. הניתוח להלן מתייחס להיקף האשראי מארבעת המקורות הראשונים. הבנקים מספקים את רובו המוחלט (89% - 85% בעצמם ו-4% באמצעות כרטיסי האשראי בערבות בנקאית), של האשראי למשקי הבית הן לדיור (94%) והן שלא לדיור (80%). האשראי למשקי הבית שניתן על ידי הגופים המוסדיים נותר ב-2018 ברמה נמוכה (5.1% מסך האשראי שהם צורכים), אולם בדומה לשנים קודמות, הוא צומח בקצב מהיר (20% ב-2018; 40% ב-2017; 53% ב-2016). באופן דומה צומח האשראי שלא בערבות בנקאית שניתן למשקי הבית על ידי חברות כרטיסי האשראי, אולם בקצב נמוך יותר השנה לעומת שנים קודמות (7.5% ב-2018; 16.3% ב-2017; 19.4% ב-2016).

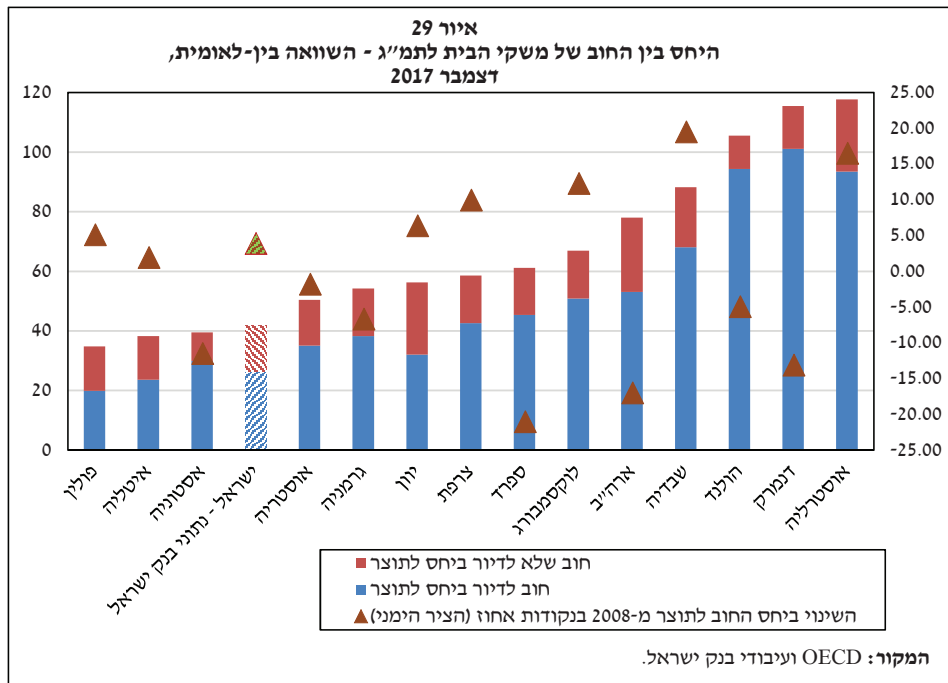
³⁰ יתכן שהמגמות שנצפו ב-2018 בחוב לדיור ובחוב שאינו לדיור, הינם כתוצאה מהתחלופה שהיתה למשקי הבית בין שני סוגי החוב. לפירוט נוסף ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל.

³¹ השוואות שיעורי גידול של חוב משקי הבית לאלה של ההכנסה הפנויה, מראה שהחוב גדל בשנים האחרונות בשיעור דומה ומהיר במקצת מההכנסה הפנויה, למעט ב-2018.

החוב לדיור המשיך לצמוח בקצב מהיר בשנתיים האחרונות - ואילו החוב שאינו לדיור צומח משמעותית פחות מאשר בשנים קודמות.



היחס בין חוב משקי הבית לבין התוצר ממשיך להיות יציב ונמוך בהשוואה בין-לאומית. בעוד שהחוב לדיור ביחס לתוצר נמוך מאשר בעולם, לא כן החוב שאינו לדיור.



לוח 5 – התפתחויות בירות החוב של משקי הבית, 2012 עד 2018
מיליארדי ₪, מחוירים שוטפים, סוף תקופה

יגרות							
2018	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
שעורג השעורג ברחס לתקופה המקבילה בשנה הקודמת							
רמת חוב (מיליארדי ₪)	7.4	1.9	5.1	3.9	5.2	7.1	6.2
557.0	4.9	5.1	6.1	6.5	5.9	7.1	6.2
496.0	4.2	4.2	5.1	7.4	6.6	8.6	7.4
339.0	6.9	5.3	5.6	9.6	7.9	9.5	9.5
158.0	-0.6	1.9	4.0	3.4	4.3	6.1	4.0
28.6	20.2	40.0	53.2	29.1	17.8	12.3	10.2
13.5	15.4	58.1	131.3	18.5	-3.6	12.0	19.0
15.1	24.8	26.0	20.0	35.6	31.1	9.8	7.9
20.0	7.5	16.3	19.4	18.6	18.9	9.2	6.1
11.8	-8.5	-12.2	-10.9	-26.0	-11.2	-10.0	-9.4
7.9	-9.2	-12.1	-16.8	-30.8	-16.5	-12.0	-15.2
0.0							
360.0	6.8	6.0	6.0	7.1	5.7	7.7	7.0
197.0	1.5	3.7	6.3	5.4	6.4	6.1	5.0

תערת

- פרטיים שאינם עסקיים.
- התנדדות חחדות בהכנסה הפרטית התנדדות בשנים 2018-2017, נבעות מתשלומי מיסים שהוקדמו עקב הטבת מס זמנית לבעלי עניין בחברות שמשכו דיורידנדים וממס חון חד פעמי בגין מכירת "מובילאיי".
- לא כולל אשראי מתושבי חוץ - עקב חוסר בנתונים.
- כולל הלואות שלא למטרת מגורים שניתנו בבטחון דירת מגורים.
- סעיף הלואות מובטחות במשכנתא, עד אוגוסט 2013 הנתון לא הולאות מובטחות במשכנתא למשקי בית לבין כאלו למגור העסקי. בחודש אוגוסט 2013, נעשתה ההבחנה והנתונים עודכנו וטרואקטיבית, מה שתעביר חלק מההיגרה אל החוב של המגור העסקי. אשראי באחריות חברות כרטיסי אשראי (האשראי באחריות הערבות הבנקים ככלל בנתוני הבנקים).
- הלואות מהמשמלה ללוים עברות לרוב דוד מערכת הבנקאות, המשמשת צינור להעברת תשלומים, חלקק העיקרי הוא הלואות מתמשמלה, אך הסעיפים כוללים גם הלואות לעובדים ממעסיקים (שאינם חלק מהמשמלה והרשויות המקומיות), שאין באפשרותנו להפריד.

המקור: עמבוד בנק ישראל

2. העמידות לפי מוסדות ומגזרים

על רקע הידוק הפיקוח על המוסדות הפיננסיים הנשען על האסדרה העולמית – באזל 3 עבור המערכת הבנקאית וסולבנסי 2 עבור חברות הביטוח – עלו כריות ההון באופן משמעותי והותאמו לרמות הסיכון באופן ספציפי עבור כל גוף פיננסי בנפרד. עוד ניתן לראות כתופעה עולמית, שההון שנדרש מהבנקים הגדולים (אלה המוגדרים בדרך כלל כבנקים מספיק גדולים ליצירת סיכונים מערכתיים), עלה ביותר, וכיום הם מחויבים לשמור על היקפי הון גדולים מהבנקים הקטנים, כך שהסיכוי לכשל ספציפי קטן אף יותר. בנוסף, רוב הבנקים בישראל, כמו בעולם, הנפיקו אג"ח קוקו; אג"ח עם מנגנון ספיגת הפסדים שתורמות לחיזוק יציבות הבנק המנפיק.³² וכן, במהלך התקופה הנסקרת הונפקו סדרות אג"ח נוספות שהסתכמו ב-16 סדרות ומהוות למעלה מ-10% מסך האג"ח שהונפקו על ידי הבנקים. חשוב לציין שהתפתחויות אלה מגדילות מאוד את עמידות המוסדות הפיננסיים מפני משברים מערכתיים ומקטינות את ההסתברות למשבר נזילות. יחד עם זאת, אג"ח קוקו מגבירות את רמת הקישוריות במערכת הפיננסית, המעידה על פוטנציאל ההדבקה בקרב הגופים הפיננסיים השונים. קישוריות במערכת עלולה להתבטא בכך שכשגוף פיננסי אחד נקלע להפסדי הון משמעותיים, הוא יגרור את המערכת הפיננסית כולה לשיתוק, ובתוך כך, המשבר הנקודתי יזלוג במהירות לשוקי ההון ואף לכלכלה הריאלית. ההיסטוריה מראה שכשמשבר ריאלי נובע ממשבר במערכת הפיננסית, הוא עמוק וארוך יותר. הסיכון המערכתי הנשקף מזליגה כזו מדגיש עד כמה חשוב לבחון באופן שוטף את רמת הקישוריות במערכת הפיננסית. בתיבה 2 מוצגים שני אינדיקטורים האומדים את עוצמת הקשר בין המוסדות הפיננסיים במשק. אומדנים אלה, כמו האומדנים שהוצגו בדוחות קודמים, מצביעים על קישוריות נמוכה יחסית, אחד מהם אומנם מצביע על עלייה מסוימת ב-2018, אך הוא לא הגיע לרמה גבוהה בפרספקטיבה היסטורית.

אחד הערוצים העיקריים לקישוריות המתקיימת בתוך המערכת הפיננסית נובע מהלוואות בין מוסדות פיננסיים וכן מהחזקות הדדיות של אגרות חוב ומניות. ערוץ זה מגביר את רמת הקישוריות בישראל, בעיקר כתוצאה ממכירת תיקי הלוואות של המערכת הבנקאית לגופים מוסדיים וכן מגידול בהיקף ההשקעות של הגופים המוסדיים במניות הבנקים. על כן, סיכון פשיטת רגל של גוף פיננסי אחד, עלול לסכן את שאר הגופים הפיננסיים.³³

ערוץ נוסף לקישוריות במערכת הפיננסית נובע בעיקרו מתיקי הלוואות חופפים (ראו הסבר והרחבה בתיבה 2 שהתפרסמה בדוח היציבות בדצמבר 2017). בדומה להלוואות לאותם לוויים, יש גם את האחזקות של הגופים המוסדיים בנכסים של אותם הלוויים, אם בנוסטרו ואם בקרנות מסוג המשתתפות ברווחים. הגופים הפיננסיים צמצמו בשנים האחרונות את הדמיון בהרכב החשיפה של כל אחד מהם ללוויים הגדולים, כך שרמת הקישוריות בערוץ זה קטנה יחסית ואין בה שינויים מהותיים בתקופה הנסקרת.

העמידות הממוצעת של משקי הבית חזקה בהשוואה בין-לאומית, אולם ניתוח התפלגות המשכנתאות על פני חמישוני הכנסה מצביע בשנים האחרונות על גידול יחסי בהלוואות של החמישוני הנמוכים. העמידות הממוצעת של החברות הציבוריות במגזר העסקי נשמרה אף היא ברמה גבוהה ב-2018, על אף האטה מסוימת בפעילותן. למרות שההאטה בפעילות מורגשת בעיקר בחברות הבנייה הפרטיות, גדל כתוצאה מהקלות מאסדרות האשראי הבנקאי לחברות אלה, ולמעשה המינוף של החברות הפרטיות בענף הבנייה עלה, ולכן עמידותן נחלשה.

³² כשבנק נקלע לקשיים ומנגנון ספיגת ההפסדים מופעל, חלק או כל ההתחייבות לבעלי אגרות החוב נמחקות בדרך זו או אחרת. הקיטון בהתחייבויות גורם לגידול מקביל בהון הבנק. הגידול הזה בהון, הנעשה במקביל או בסמוך לזמן שבו חלה ההתדרדרות במצב הבנק, יכול לחזק את יכולת הבנק לעמוד בהתחייבויותיו ואת אמון הציבור ביכולתו זו. ראו הרחבה בהודעה לעיתונות של הפיקוח על הבנקים, 18 בנובמבר, 2015.

³³ אחזקות הבנקים במניות ואג"ח של הגופים המוסדיים ושל בנקים אחרים יחסית קטן, ואילו לגבי אחזקות נוסטרו של הגופים המוסדיים במניות ואג"ח של הבנקים וגופים מוסדיים אחרים אין לנו מידע.

2.1 בנקים

המערכת הבנקאית בישראל הוסיפה לשמור ב-2018 על חוסנה ולחזק את יציבותה, תוך המשך תהליך התאמתה לסביבה העסקית המשתנה ובפרט לשינויים הטכנולוגיים ולהתגברות התחרות והרפורמות. השינויים בסביבה העסקית בה פועלים הבנקים, מביאים עימם התפתחות והתעצמות של סיכונים חדשים מעבר לסיכונים הפיננסיים והמסורתיים. על רקע זה, הסיכונים העיקריים למערכת הבנקאית משתנים בשנים האחרונות, שבמהלכן הסיכונים הפיננסיים נמצאים במגמת ירידה כתוצאה מצעדי מדיניות רבים שנקט הפיקוח על הבנקים בשנים האחרונות, ובהם הגדלת יחסי ההון והנזילות, ואילו הסיכונים התפעוליים הולכים ומתעצמים. בין סיכונים אלה ניתן למנות את סיכון הסייבר, הסיכון הטכנולוגי, סיכון המודל העסקי והסיכון ההתנהגותי (Conduct); בשל המאפיינים הייחודיים של הסיכונים המתפתחים והמתעצמים, קשה לזהותם באופן מלא ובפרט – קשה לכמת אותם ולהעריך את הנזק הצפוי מהם וכן את הסבירות להתממשותם. הסיכונים העולים מהסביבה העסקית החדשה מציבים בפני הבנקים אתגר משמעותי ומצריכים התאמה – לא רק של ניהול סיכונים אלא והכלים לניהולם, אלא שבגינם אף נדרשים שינויים באופן פעילותם של הבנקים ובהתאמת המודלים העסקיים שלהם.

בנוסף לכך, בשנים האחרונות התממשו סיכון הציות והסיכון מפעילות חוצה גבולות. זאת משום שחלקם התמודדו בשנים האחרונות עם חקירות וקנסות של הרשויות האמריקאיות בגין פעולות שבוצעו בעבר (בעיקר עד 2012) – העלמות מס של לקוחות זרים שהפקידו פיקדונות בנקים בישראל או בשלוחותיהם בחו"ל, דבר שהשפיע השנה לרעה על תוצאותיהם העסקיות של שני בנקים. גם השנה ערך הפיקוח על הבנקים מבחן קיצון מקרו-כלכלי למערכת הבנקאית בהתאם לסטנדרט הבין-לאומי המבוסס על תרחיש אחיד. מטרת המבחן היא לוודא שגם באירוע מקרו כלכלי קיצוני, הבנקים יוכלו לספוג את ההפסדים שייווצרו, מבלי לסכן את יציבותם ואת פיקדונות הציבור. תוצאות המבחן מצביעות גם הן על חוסנה ועל יציבותה של המערכת הבנקאית.

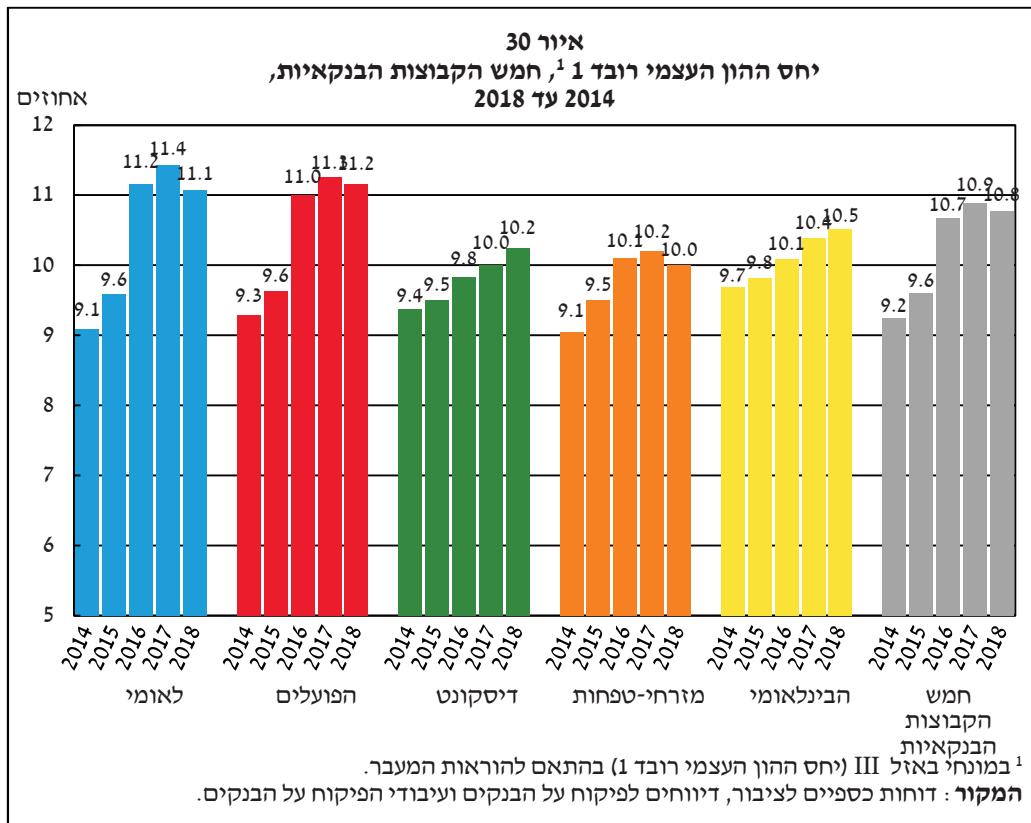
2.1.1 הלימות ההון ויחס המינוף

השנה שמרו כל הבנקים הישראליים על עמידתם ביעדי ההון המזעריים שקבע הפיקוח על הבנקים (אזור 30). השגת העמידה ביעדי ההון התבצעה בהליך מדורג שנפרש על פני מספר שנים, ולווה בשורה ארוכה של צעדים פיקוחיים שפעלו לירידה במשקלם של נכסי הסיכון בסך החשיפה ולשיפור משמעותי באיכותו ובהיקפו של בסיס ההון. בניית בסיס ההון התבססה על צבירת רווחים ונתמכה, בין היתר, במגבלות שהטיל הפיקוח על הבנקים על חלוקת דיבידנדים בשנים אלה.

ערכו של יחס ההון עצמי רובד 1 של חמש הקבוצות הגדולות, שמר השנה על יציבות ועמד על רמה של 10.8% (בהשוואה לכ-10.9%, אשתקד). יציבות זו מתרחשת על רקע שחיקה בערכו בשלוש הקבוצות הגדולות (לאומי, הפועלים, מזרחי-טפחות) והמשך עלייה בערכו ביתר הקבוצות (דיסקונט והבינלאומי). השיפור באיכותו ובהיקפו של ההון בשנים האחרונות והתכנסות הבנקים ליעדי ההון, הובילו את הפיקוח על הבנקים להקל השנה על המגבלות שקבע בעניין חלוקת דיבידנדים, ולאפשר לבנקים להגדיל את שיעור החלוקה מסך הרווח הנקי – גם באמצעות רכישה חוזרת של מניות. בעקבות כך גדל השנה ההון עצמי רובד 1 של הקבוצות הגדולות בקצב נמוך מזה שנרשם בממוצע שלוש השנים האחרונות. בצד המכנה, ניכר הגידול בהיקפם של נכסי סיכון האשראי (בכ-5%), שנבע הן מגידול בהיצע האשראי הבנקאי והן מהגדלת החשיפה שלהן לתאגידים, ובהם חברות בתחום הבינוי והנדל"ן (המשוקללים במשקל סיכון גבוה יותר), כמו גם מהמשכן של המגמות בשוק הדיור שהובילו לגידול נוסף של נכסי סיכון האשראי לדיור (להרחבה ראו פרק 1.3). העלייה בהיקף נכסי הסיכון קוזה מעט בגין שני צעדים שונים שנקט הפיקוח על הבנקים: הורדת מקדם ההמרה לאשראי על ערבויות להבטחת השקעות של רוכשי דירות, והקלה שנועדה לסייע לרוכשי דירה ראשונה למצות את יכולתם לרכוש דירה (להרחבה ראו "מערכת הבנקאות בישראל – סקירה שנתית" 2018).

יחס המינוף שמר השנה על יציבות וערכו בחמש הקבוצות הגדולות עמד על כ-6.8% – שיעור גבוה מדרישת יחסי המינוף שקבע הפיקוח על הבנקים (5% בכל הבנקים ו-6% בשתי הקבוצות הגדולות).

כל הבנקים הישראליים עומדים ביעדי ההון הפיקוחיים.



2.1.2 סיכום תרחיש הקיצון לבחינת העמידות של המערכת הבנקאית

גם השנה ערך הפיקוח על הבנקים מבחן קיצון על יסוד תרחיש אחיד, במטרה לבחון את עמידותה של המערכת הבנקאית בפני זעזועים. התרחיש, שמתחיל בינואר 2019 ומסתיים בדצמבר 2021 (קרי, שלוש שנים), בחן זעזוע מקומי על רקע אירועים גיאוגרפיים חמורים הבאים לידי ביטוי בהתכווצות התוצר על כל מרכיביו ועלייה באבטלה, כשבמקביל הכלכלה העולמית חוזרת למסלול יציב. כתוצאה מכך, מעלה בנק ישראל את הריבית באופן משמעותי ובמקביל יש ירידה חדה במחירי הדירות. לזעזוע זה יש השלכות משמעותיות, הן על הצד הריאלי והן על הצד הפיננסי של המשק הישראלי. תוצאות המבחן מלמדות שהתרחיש משפיע באופן משמעותי על המערכת הבנקאית וחלק מהבנקים אף רושמים הפסדים במהלך התרחיש. עם זאת, עולה, שתרחיש מסוג זה לא צפוי לסכן את חוסנה ואת יציבותה של המערכת הבנקאית. בתוך כך, יחס הלימות ההון של הבנקים אינו צפוי לרדת מתחת לשיעור המזערי אותו דורש הפיקוח על הבנקים בהתממש תרחיש קיצון.

כך, בהתממש תרחיש הקיצון, ממוצע יחס ההון העצמי רובד 1 במערכת הבנקאית עלול לרדת, משיעור של כ-11.0% ב-2018 לשיעור של כ-10.3% ב-2019³⁴. על אף שיחס ההון בכלל המערכת הבנקאית אינו נפגע משמעותית במהלך התרחיש, יש שונות גבוהה מאוד בהיקפי הפגיעה בין הבנקים, כשהבנק שספג את הפגיעה המרבית ירד ליחס הון של 7.2%. אשר לרווחיות הבנקים, עולה שהמערכת הבנקאית צפויה לספוג פגיעה משמעותית בתרחיש זה, אם כי עליית הריבית צפויה למתן את הפגיעה ברווחיות בשל השפעתה החיובית על הכנסות הריבית נטו. אף על פי כן, כמחצית מהבנקים ספגו הפסדים לפחות בשנה אחת לאורך התרחיש. התשובה הממוצעת להון (ROE) במערכת הבנקאית צפויה לרדת משיעור של כ-7.2% בתחילת התרחיש, לשיעור של

³⁴ השנה בה יחס ההון הממוצע במערכת הגיע לשיעור הנמוך ביותר בתרחיש.

כ-2.3% בסופו, וגם כאן ניתן לזהות שונות גבוהה בין הבנקים. עיקר ההפסדים הצפויים בתרחיש הקיצון, נובעים מהפסדים בתיק האשראי, שהסתכמו בכ-12.2 מיליארד ש"ח בממוצע לשנה, ומהווים כ-1.2% מתיק זה.

תוצאות אלה משקפות פגיעה ישירה במערכת כתוצאה מסיכונים האשראי והשוק, אך אינן מביאות בחשבון השפעות נוספות כגון פגיעה בנזילות, פגיעה במוניטין והיזונים חוזרים. חשוב לציין שהתוצאות אינן מביאות בחשבון נקיטת פעולות ההנהלה בתגובה למשבר. לפירוט מבחן הקיצון ראו סקירת המפקח על הבנקים ל-2018.

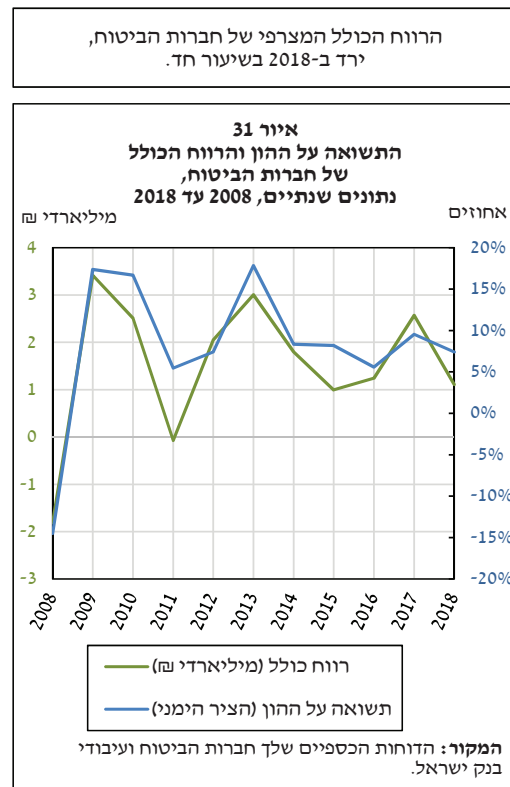
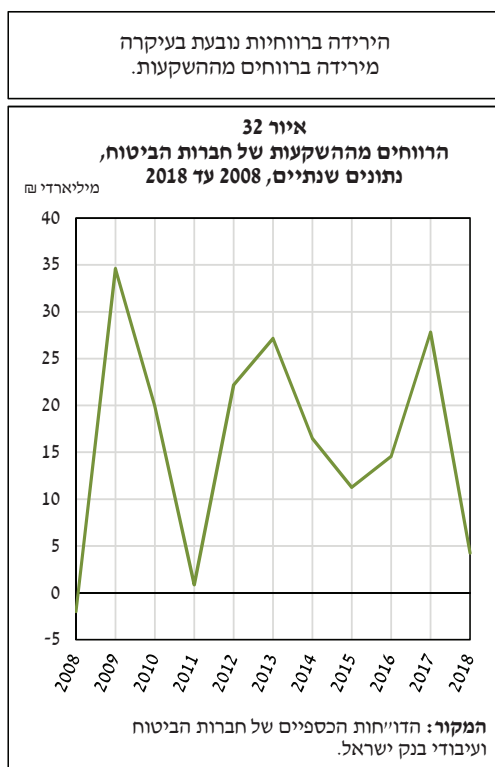
2.2 חברות הביטוח³⁵

הרווח המצרפי הכולל של חברות הביטוח ירד ב-2018 בשיעור חד ועמד על כ-1.1 מיליארדי ש"ח, ירידה של כ-60% יחסית לנתון המקביל אשתקד. הירידה ברווח הכולל, יחד עם עלייה בהון של החברות, השתקפו בירידת התשואה על ההון, מ-9.5% ב-2017 ל-7.4% ב-2018 (איור 31).

הירידה ברווחיות נובעת בעיקר מירידה חדה ברווחים מהשקעות, מכ-28 מיליארדי ש"ח ב-2017 ל-4.3 מיליארדי ש"ח ב-2018 (איור 32).

בניתוח הרווחים מהשקעות ב-2018 לפי רבעונים, עולה שהירידה המשמעותית ברווחים התרחשה בעיקר בעקבות הפסד מהשקעות בהיקף של כ-12 מיליארדי ש"ח, שנרשם ברבעון הרביעי של שנה זו (איור 33).

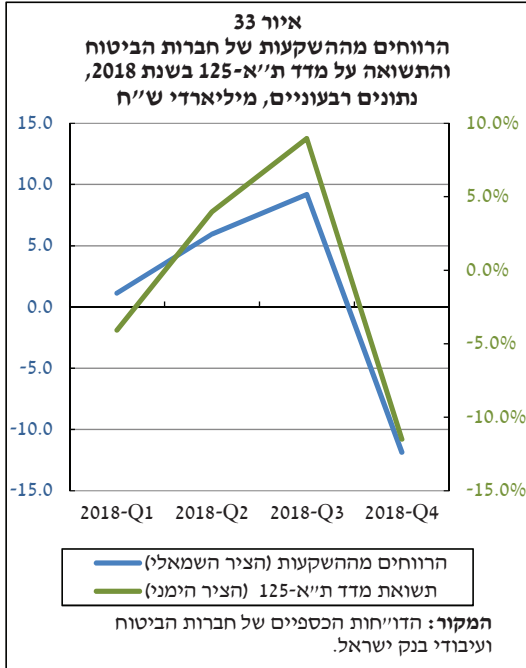
התשואות השליליות על הנכסים העומדים כנגד התחייבויות תלויות תשואה, השתקפו גם בירידה בשיעור של כ-30% בהכנסות חברות הביטוח מדמי ניהול, עקב אי גביית דמי ניהול משתנים³⁶. מנגד, עלייה בהכנסות חברות הביטוח מפעילות החיתום,



³⁵ הנתונים והניתוחים בפרק זה מתייחסים לחמש חברות הביטוח הגדולות במשק ונכונים לדצמבר 2018, למעט אם נאמר אחרת.

³⁶ בגין ניהול הנכסים בפוליסות המשתתפות ברווחים, שהונפקו בין השנים 1991 ו-2003, חברת הביטוח זכאית דמי ניהול קבועים בשיעור המגיע עד 0.05% לחודש מהנכסים הצבורים, וכן לדמי ניהול משתנים בשיעור שמגיע עד 15% מהתשואה הריאלית שהתקבלה לאחר ניכוי דמי הניהול הקבועים. במקרה של הפסד, חברת הביטוח אינה זכאית לדמי הניהול המשתנים, וזאת עד לכיסוי ההפסד המצטבר.

הירידה ברווחים מההשקעות של חברות הביטוח
אירעה בעיקר ברבעון האחרון של שנת 2018.

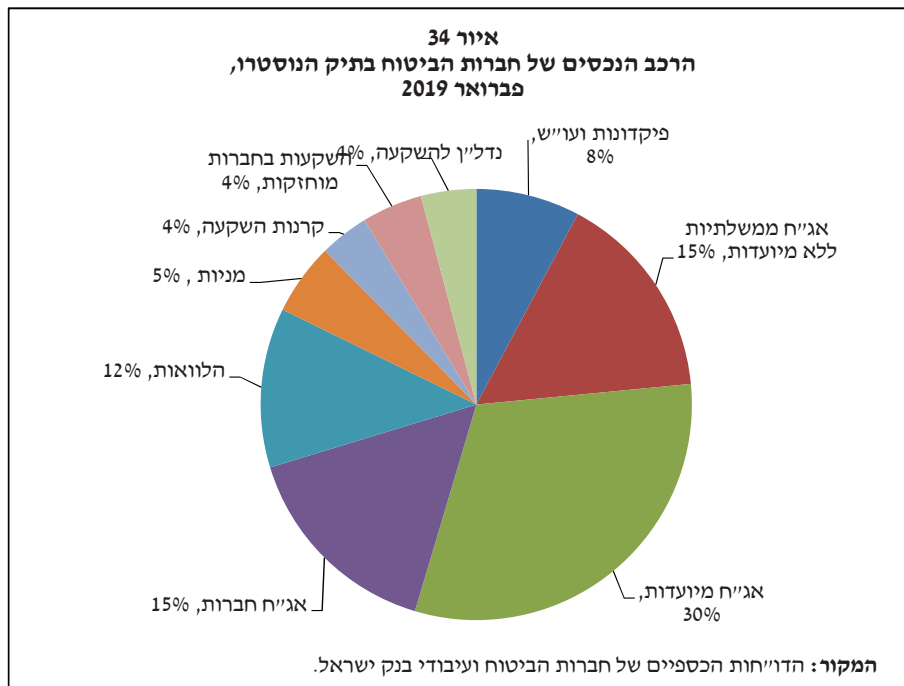


השפיעה באופן חיובי על התוצאות ב-2018: ההכנסות מפרמיות בשייר³⁷ עלו בשיעור של 6%. השפעה חיובית נוספת על הרווחיות ב-2018, נבעה מעליית עקום הריבית חסרת הסיכון, המשמשת לבחינת נאותות העתודה שמפרישות החברות ושכתוצאה ממנה נרשם קיטון מהותי בהתחייבויות הביטוחיות.

על רקע ההשפעה הגבוהה של רווחים מההשקעות על הרווחיות של חברות הביטוח, בחנו את הרכב ההשקעות בתיק הנוסטרו של חברות הביטוח. הניתוח שערכנו מעלה שכ-53% מההשקעות של חברות הביטוח בתיק הנוסטרו מרוכזים בנכסים בעלי סיכון נמוך יחסית: אג"ח ממשלתיות, פיקדונות ועו"ש (איור 34).

ביום 1 ביוני 2017 פרסמה הממונה על שוק ההון חוזר הכולל הוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברת ביטוח, המבוסס על דירקטיבת סולבנסי 2. חוזר זה כולל הוראות מעבר לעניין יישום הוראות הדירקטיבה, לפיהן על החברות להגדיל באופן הדרגתי ועל פי אבני דרך, את היחס בין ההון המוכר ובין ההון הנדרש על פני השנים הבאות. החל מיום 31 בדצמבר 2024 תחויבנה החברות לעמוד ביחס הון מוכר להון נדרש בגובה 100% לפחות. נכון לסוף 2017, כלל חברות

מרבית ההשקעות של חברות הביטוח בתיק הנוסטרו מרוכזות בנכסים בעלי סיכון נמוך יחסית.



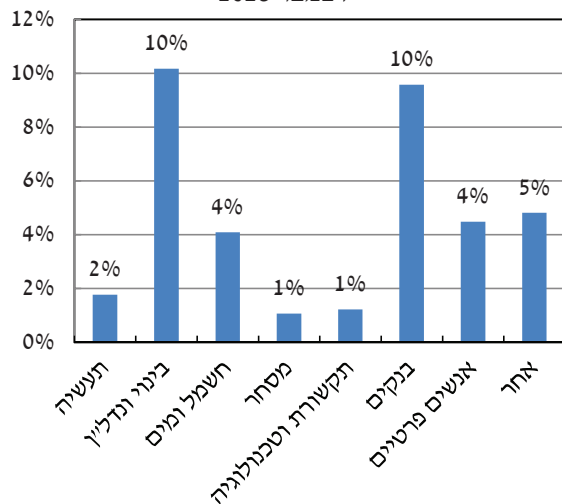
³⁷ כלומר ההכנסות מפרמיות בניכוי התשלום למבטחי המשנה.

הביטוח עומדות בהוראות המעבר של חוזר "סולבנסי", קרי, קיומו של הון מוכר בשיעור של 65% מסך דרישות ההון, ומרביתן עומדות גם ביעדים הסופיים של הדירקטיבה.

יחס כושר הפירעון המצרפי של חברות הביטוח המחושב כיחס שבין ההון הכולל לבין ההון הנדרש שלהן, ללא התחשבות בהוראות המעבר, עומד בסוף 2017 על 106% - רמה דומה לזו שנרשמה בסוף 2016. היחס המחושב על פי הוראות המעבר, ירד מ-179% בסוף 2016 ל-170% בסוף 2017. הרווחיות הנמוכה יחסית של החברות ב-2018, לצד התרחבות פעילות החיתום, כמו גם חלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-500 מיליוני ש"ח, עלולים להשפיע לשלילה על גובה היחס המעודכן נכון לסוף 2018. מנגד, גיוסי הון שבצעו החברות במהלך 2018 בהיקף של כ-2.3 מיליארדי ש"ח, כדי לעמוד ביעדי "סולבנסי"³⁸, עשויים להשפיע לחיוב על גובה היחס בסוף 2018.

ריכוז האשראי בתיק הנוסטרו של חברות הביטוח, מרוכז בחברות המשתייכות לענף הנדלי"ן ולבנקים.

איור 35
התפלגות סיכון האשראי של חברות הביטוח בקרב מגזרים שונים שאינם אג"ח מדינה, דצמבר 2018



המקור: הדוחות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

חברות הביטוח מעמידות אשראי לגורמים שונים במשק. תרחיש שבמסגרתו מתממש סיכון אשראי בקרב לווים שונים, בפרט אשראי המועמד במסגרת תיק הנוסטרו, עלול להשפיע לרעה על הרווחים של חברות הביטוח. תרחיש שלילי בענף מסוים עלול להוביל להפסדי אשראי גבוהים יותר, ככל שנתח שוק האשראי שהועמד על ידי חברות הביטוח לאותו ענף גבוהה יותר. בפועל, רוב סיכון האשראי, כ-63%, נובע מחשיפה של חברות הביטוח לאג"ח מדינה. ניתוח החשיפות של החברות למגזרים נוספים, שאינם אג"ח מדינה, מעלה שכ-10% מהאשראי בתיק הנוסטרו של חברות הביטוח מרוכז בחברות המשתייכות לענף הבנייה והנדלי"ן וכ-10% נוספים מרוכז בבנקים (איור 35). מכאן נראה שנתח האשראי שמעמידות חברות הביטוח לחברות הבינוי והנדלי"ן אינו גבוה באופן חריג.

היציבות הפיננסית של חברות הביטוח עשויה להיות מושפעת גם מאיכות הדירקטוריון. בעיקר, בעלי שליטה עלולים לנצל את מעמדם כדי למקסם את התועלת שלהם על חשבון בעלי העניין האחרים של החברה באופן שעלול אף לפגוע באינטרס הפיננסית שלה. דירקטוריון אחראי לפקח על פעילות בעלי השליטה ולוודא שהם פועלים כדי למקסם את ערך החברה עבור כלל בעלי המניות שלה. חשיבות הדירקטוריון כמפקח

בחברות פיננסיות גבוהה עוד יותר³⁹. זאת מאחר והתמריץ של בעלי השליטה בחברות אלה לנצל את משאבי החברה לטובתם האישית גדול יותר, בין היתר עקב מבנה עסקים מסובך שתוצאתו מידה גבוהה יותר של אינפורמציה לא סימטרית (Andres and Valledado, 2008) ומינוף גבוה, בעטיו בעלי השליטה נושאים רק בחלק מההפסד, במקרה שבו החברה נקלעת לקשיים פיננסיים - ובחלק ניכר מהרווח, במקרה שבו החברה מצליחה.

לאור חשיבות הדירקטוריון כמפקח על פעילות ההנהלה ובעלי השליטה בחברות ביטוח, פרסמה בחודש אוגוסט 2018 הממונה היוצאת על שוק ההון חוזר בנושא מבנה ופעילות הדירקטוריון בגוף מוסדי⁴⁰, הכולל בין היתר הוראות שנועדו להגביר את

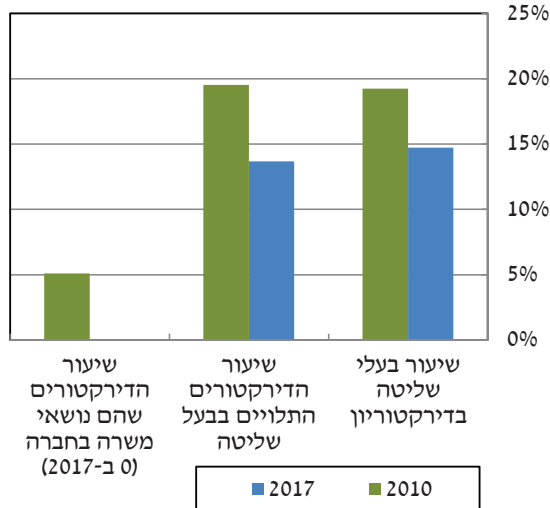
³⁸ דיון נרחב בנושא סולבנסי 2 מופיע בדוח על היציבות הפיננסית מדצמבר 2015.

³⁹ נציין שבנוסף לדירקטוריון, פעילותן של חברות הביטוח, בעלי השליטה ומנהליהן, מפקחות גם על ידי המאסדר הייעודי לענף זה.

⁴⁰ ראו את החוזר בקישור: <https://docisolation.prod.fire.glass/?guid=1835c4c5-dff6-4e4f-e9f7-cd20bcf88c86>

שיפור מסויים במידת העצמאות של הדירקטוריונים בחברות הביטוח בשנים האחרונות.

איור 36
משתנים למדידת עצמאות הדירקטוריונים בחברות הביטוח



המקור: הדוחות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

עצמאות הדירקטוריונים⁴¹ ואת מיומנותם. בהמשך לאמור, ניתחנו את מבנה הדירקטוריונים של חברות הביטוח בשנים 2010 ו-2017⁴², ובחנו כיצד התפתחו מספר משתנים המשקפים את שני ההיבטים הללו על פני זמן. הניתוח נעשה בהתבסס על מדד לאיכות ממשל תאגידי, שפותח בחטיבת המחקר של בנק ישראל ושמוכוון בעיקרו למדידת איכות הממשל התאגידי בחברות ריאליות⁴³.

באיור 36 אנו מציגים את השיעור הממוצע של דירקטורים בחברות ביטוח שהם בעלי שליטה⁴⁴, את שיעור הדירקטורים שתלויים בבעל שליטה – כלומר אלה שאינם בעלי שליטה בעצמם אך הם מועסקים בתפקידים ניהוליים בחברות אחרות של בעל השליטה, ואת שיעור הדירקטורים שהם נושאי משרה בחברת הביטוח עצמה. מהאיור נראה שבמהלך השנים חלה עלייה מסוימת במידת העצמאות של הדירקטוריונים של חברות הביטוח: שיעור הדירקטורים שהם בעלי שליטה ירד ב-4 נקודות אחוז, שיעור הדירקטורים התלויים בבעל שליטה ירד ב-6 נקודות אחוז ושיעור הדירקטורים המכהנים בתפקידים ניהוליים בחברת הביטוח ירד ב-5 נקודות אחוז והוא עומד ב-2017 על 0%.

מאיור 37 עולה שמידת המיומנות הפיננסית והמשפטית של הדירקטורים בחברות הביטוח השתפרה בתקופה הנסקרת:

שיעור הדירקטורים בעלי תואר בכלכלה עלה ב-5 נקודות אחוז, שיעור הדירקטורים בעלי השכלה חשבונאית עלה ב-7 נקודות אחוז ושיעור הדירקטורים בעלי השכלה משפטית עלה בשיעור ניכר של 8 נקודות אחוז. יתירה מזאת, ניתוח מדוקדק יותר מעלה, שעיקר העלייה בשיעור הדירקטורים המיומנים בחברות הביטוח, נגרמה בעיקר עקב עלייה בשיעור הדח"צים המיומנים.

⁴¹ הגברת העצמאות והמיומנות של הדירקטוריונים הייתה יעד של מהלכי חקיקה רבים ברחבי העולם – דוגמת SOX בארה"ב ותיקון 16 לחוק החברות בישראל. תיקוני חקיקה מסוג זה כללו, בין היתר, הוראות הנוגעות למבנה הדירקטוריון וועדותיו, לרבות לגבי מספר ושיעור הדירקטורים הבלתי תלויים והדירקטורים בעלי השכלה פיננסית/חשבונאית.

עם זאת, בהנחה שעצמאות הדירקטוריון אכן משקפת יכולת פיקוח טובה יותר על בעל שליטה והנהלה, מצופה היה שחברות עם דירקטוריון עצמאי יותר, יציגו שווי שוק וביצועים חשבונאיים משופרים יותר. אולם בפועל, מחקרים אמפיריים שבחנו האם קיים מתאם חיובי בין שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בדירקטוריון לבין ביצועי החברה, הניבו ממצאים שאינם חד משמעיים (Adams, Hermallin, and Weisbach, 2010). יתירה מזו, קיומו של מתאם חיובי בין עצמאות ומיומנות הדירקטוריון לבין ביצועי החברה, אינו מעיד בהכרח על קשר סיבתי בין המשתנים. זאת, לאור האפשרות שמשתנה בלתי נצפה משפיע הן על איכות הדירקטוריון והן על ביצועי החברה.

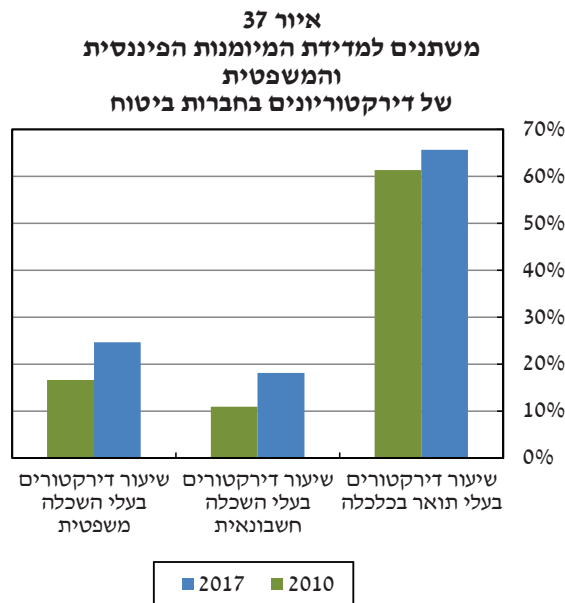
המספר הקטן של חברות הביטוח בשוק הישראלי אינו מאפשר לנו לבחון בכלים סטטיסטיים את קיומו של מתאם בין מאפיינים שונים של הדירקטוריונים לבין משתני ביצועים או רמת הסיכון של החברות.

⁴² ככלל, הרכב הדירקטוריונים משתנה באופן איטי יחסית על פני השנים. לכן, בחרנו להשוות את ההרכב של הדירקטוריונים של החברות ב-2010 וב-2017, כשבע שנים לאחר מכן.

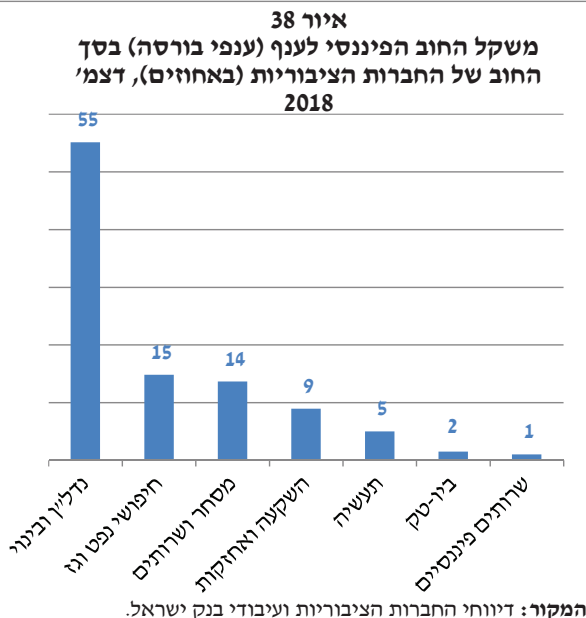
⁴³ נייר בתהליך: Measuring corporate governance quality in concentrated ownership firms.

⁴⁴ לרבות קרובי משפחה של בעל השליטה.

עלייה מסוימת במשקל הדירקטורים עם מיומנויות פיננסיות ומשפטיות בדירקטוריונים של חברות הביטוח.



ענף הנדל"ן והבינוי אחראי ליותר ממחצית מסך החוב של החברות הציבוריות.



מהניתוח לעיל נראה שבתקופה הנסקרת חלה עלייה מסוימת במידת העצמאות והמיומנות של הדירקטוריונים בחברות הביטוח.

הרבעון הראשון של 2019

הרווח הכולל המצרפי של חברות הביטוח ברבעון הראשון של 2019 עמד על 1.3 מיליארדי ש"ח לעומת 24 מיליוני ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. העלייה ברווח הכולל נובעת בעיקר מעלייה ניכרת ברווח המצרפי מההשקעות שעמד על כ-16 מיליארדי ש"ח, יחסית לכ-1.1 מיליארדי ש"ח ברבעון הראשון של 2018. הצמיחה ברווחים מההשקעות השתקפה גם בעלייה של כ-64% בדמי הניהול שגבו החברות ברבעון הראשון של 2019: 1.8 מיליארדי ש"ח, יחסית לכ-1.1 מיליארדי ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד.

2.3 המגזר העסקי

התוצר הריאלי של המגזר העסקי צמח ב-2018 בשיעור של 3.4%, נמוך במעט מאשתקד ומממוצע הצמיחה בשנים האחרונות, עובדה שעלולה להעיד על האטה מסוימת בפעילות המגזר העסקי.

היציבות הפיננסית של המגזר העסקי מנותחת בעיקר על בסיס הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות והתאגידים המדווחים לבורסה. אומנם מדובר במספר קטן של חברות ביחס לכלל החברות במשק, אך חלקן בחוב של המגזר העסקי משמעותי. על-פי מצבת ההתחייבויות של החברות המדווחות לבורסה (ללא בנקים וחברות ביטוח), יחד ובאמצעות חברות מאוחדות, הן אחראיות על חוב⁴⁵ פיננסי של כ-445 מיליארד ש"ח, כ-48% מסך החוב של המגזר העסקי. ענף הנדל"ן והבינוי אחראי ליותר ממחצית מסך החוב (איור 38).

לצורך הערכת היציבות הפיננסית של החברות הציבוריות (לפי ענפי משק) נבחנו יחסים פיננסיים נבחרים בהתאם ל-4 קטגוריות: מינוף, נזילות, כושר פרעון ורווחיות.

⁴⁵ לא כולל אשראי מבנקים ואג"ח שמקורם בחו"ל.

המינוף

ההשוואה של יחסי המינוף⁴⁶ (לוח 6) לעומת 2017 ולעומת אשתקד, מעידה על שיפור ביחסים אלה ברוב הענפים, למעט בענפי ההייטק (ביומד וטכנולוגיה). ענפים אלה מאופיינים בנכסים מאזניים לא גבוהים במיוחד ומרבית נכסיהם, כמו הון אנושי ומו"פ, הם בלתי מוחשיים ושלרוב אינם נכללים במאזני החברה. לכן, הגידול במינוף עשוי להעיד על עלייה ברמת הסיכון של חברות אלה. עם זאת, חלקן בחוב הפיננסי (איור 41) נמוך, ולכן העלייה ברמת סיכון בהן אינה יכולה להעיד על עלייה ברמת סיכון של המערכת הפיננסית כולה. בענף המסחר והשירותים בולטת ב-2018 גם כן העלייה ביחסי המינוף, אולם ייתכן שהמקור לכך ב-2018 נעוץ באימוץ מוקדם של התקן החשבונאי IFRS 16 בכמה חברות⁴⁷ (להרחבה ראו סעיף 2.3.1).

לוח 6						
ממוצע משוקלל של יחסי המינוף, 2017-2018 וממוצע של חמש השנים האחרונות						
יחס חוב פיננסי ל-CAP			מינוף ארוך			
ממוצע חמש שנים			ממוצע חמש שנים			
2018	2017	אחרונות	2018	2017	אחרונות	
0.74	0.70	0.72	0.84	0.81	0.81	מסחר ושירותים
0.56	0.57	0.57	0.61	0.61	0.63	נדל"ן ובינוי
0.68	0.69	0.70	0.75	0.76	0.78	בנייה למגורים
0.40	0.45	0.42	0.55	0.61	0.57	תעשייה
0.66	0.63	0.67	0.77	0.79	0.79	השקעה ואחזקות
0.63	0.69	0.64	0.69	0.73	0.68	חיפושי נפט וגז
0.44	0.42	0.34	0.65	0.65	0.61	הייטק
0.45	0.42	0.64	0.62	0.87	0.68	שירותים פיננסיים
המקור: הדוחות הכספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.						

השיפור ביחסי המינוף מעיד על שימוש גובר של החברות הציבוריות במקורותיהן הפנימיים (נותח בהרחבה בפרק ד' בדוח בנק ישראל ל-2018), אך למרות השיפור, ניכר שענפים רבים מאופיינים בממוצע במינוף גבוה. עם זאת, על-פי החציון והתפלגות המינוף (איור 39), ענפי הבינוי והנדל"ן (כולל חברות בנייה למגורים) והמסחר והשירותים, הם אלה שמאופיינים ברמת סיכון גבוהה יותר, בהשוואה ליתר הענפים – לגביהם ההתפלגות מרוכזת יותר סביב שיעור מינוף גבוה.

הנזילות

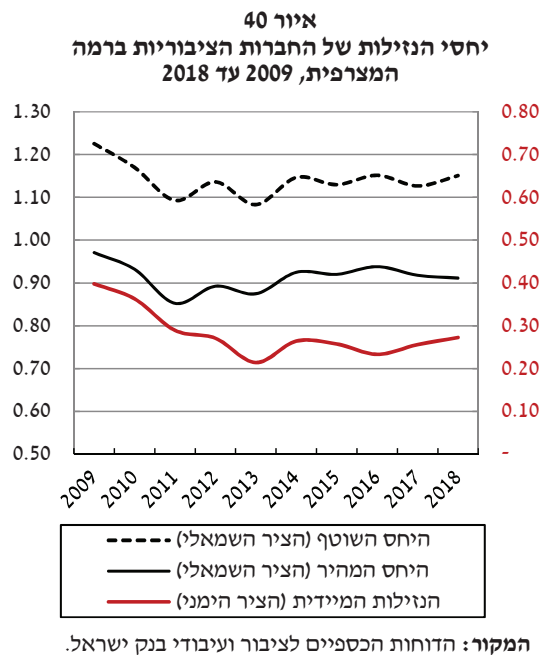
בחינה של יחסי הנזילות המאזניים⁴⁸ מלמדת שברמה המצרפית הנזילות של החברות נשמרה ב-2018 (איור 40) ובחלקן אף השתפרה. עם זאת, יחס התזמ"ז מפעילות שוטפת למכירות, מעיד על הרעה ברוב הענפים. הסבר אפשרי לכך הוא שבמקביל לירידה במזומנים שנבעו מהמכירות, ירדו ההשקעות של החברות ברמה המצרפית. זו עובדה נוספת שעלולה להעיד על האטה מסוימת בפעילותן של החברות הציבוריות.

⁴⁶ המינוף הארוך – סך ההתחייבויות חלקי סך הנכסים; ויחס החוב הפיננסי ל-CAP (חוב פיננסי+ הון עצמי).

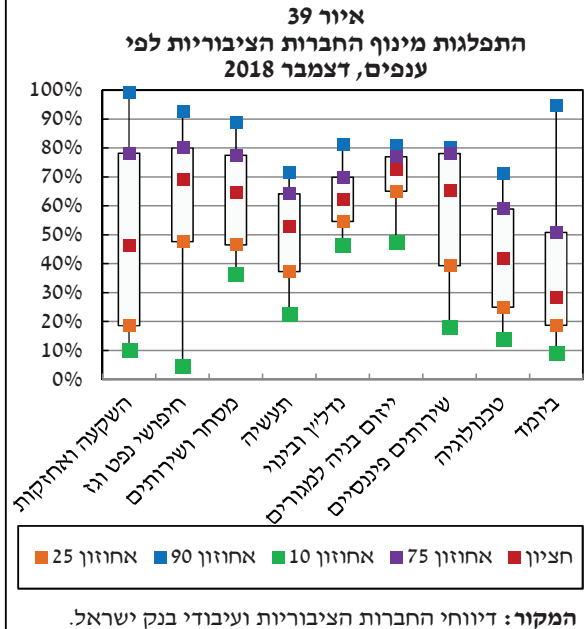
⁴⁷ בנטרול חברות אלה, ניכר שלא חלה הרעה משמעותית ביחסי המינוף.

⁴⁸ היחס השוטף – נכסים שוטפים חלקי התחייבויות שוטפות; היחס המהיר – נכסים שוטפים בניכוי מלאי חלקי התחייבויות שוטפות. יחס הנזילות המיידית – מזומנים והשקעות לטווח קצת חלקי התחייבויות שוטפות.

הנזילות של החברות ברמה המצרפית נשמרה ב-2018 ובחלקן אף השתפרה.



התפלגות המינוף בענפי הבינוי והנדל"ן והמסחר והשירותים, מרוכזת סביב שיעור מינוף גבוה יותר בהשוואה ליתר הענפים.



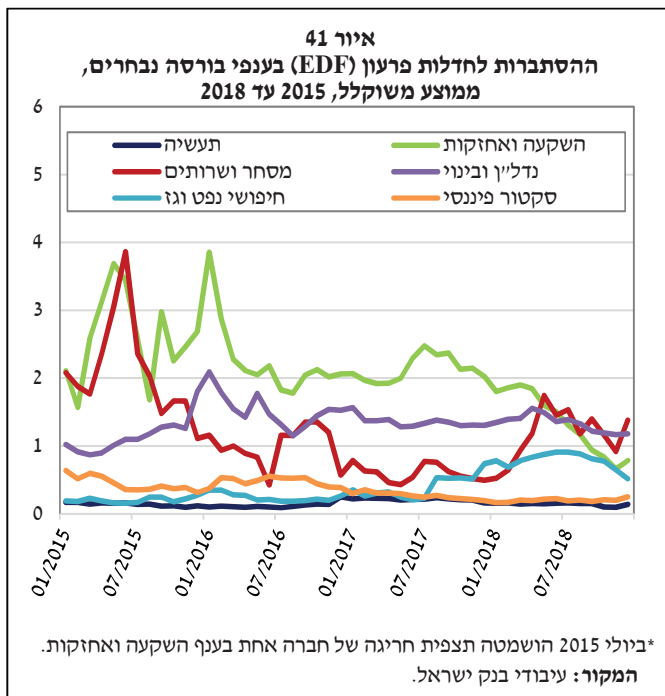
כושר הפרעון והרווחיות

לצורך ניתוח כושר הפרעון של החברות השתמשנו ביחסים פיננסיים המעידים על יכולת ההחזר של החברות בענף (יחס כיסוי ריבית, יחס EBITDA להוצאות מימון ויחס תזרים המזומנים מפעילות שוטפת להוצאות מימון), ויחס נוסף שעשוי להעיד על מספר השנים שבהן החברה תוכל להחזיר את החוב (יחס החוב הפיננסי נטו חלקי ה-EBITDA). ההתפתחות העיקרית והמהותית שהתרחשה ביחסים אלה ב-2018, היא ההרעה שנרשמה בענף המסחר והשירותים – כפי שמעיד יחס הכיסוי, וכפי שמעידה התשואה השלילית על ההון ב-2018 (לוח 7). יש לציין שגם בענפי הבינוי והנדל"ן (יחד עם הבנייה למגורים),

לוח 7									
ממוצע משוקלל של יחס כושר פרעון ורווחיות, 2017-2018, ממוצע של שלוש וחמש השנים האחרונות									
התשואה להון				יחס הכיסוי					
		ממוצע חמש שנים	ממוצע שלוש שנים			ממוצע חמש שנים	ממוצע שלוש שנים		
2018	2017	אחרונות	אחרונות	2018	2017	אחרונות	אחרונות		
▲ 0.21	0.15	0.15	0.14	▲ 3.65	2.57	2.78	2.50	השקעה ואחזקות	
▼ 0.19	0.34	0.24	0.23	▼ 1.74	4.40	3.01	3.42	חיפוי נפט וגז	
▼ -0.10	0.16	0.07	0.10	▼ 0.32	3.49	2.24	2.59	מסחר ושירותים	
▲ 0.14	0.15	0.13	0.11	▲ 6.06	5.76	5.34	5.17	תעשייה	
▼ 0.07	0.10	0.09	0.08	▼ 2.42	3.09	2.90	2.76	נדל"ן ובינוי	
▼ 0.10	0.12	0.12	0.11	▼ 2.89	3.62	3.14	3.05	בנייה למגורים	
▼ 0.11	0.12	0.11	0.12	▲ 16.20	18.52	16.83	14.22	שירותים פיננסיים	
▲ -0.03	-0.26	-0.09	-0.12	▲ 1.70	-5.57	-0.50	-3.59	הייטק	
המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל									

המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל

ההסתברות לחדלות פרעון (EDF) לא השתנתה מהותית ב-2018, למעט עלייה מסוימת בענף המסחר והשירותים.



נרשמה הרעה (בכושר הפרעון וברווחיות), אך היא פחות מהותית. ענפים נוספים שבהם חלה ירידה ברווחיות הם חיפוש גז ונפט והשירותים הפיננסיים, אך לא עד כדי פגיעה ביציבותם, כפי שמעידים יחסי כושר הפרעון.

לסיכום, מצד אחד ניתן לראות, שחלה האטה בפעילות המגזר העסקי, הן בנתוני התוצר והן בנתוני ההשקעה של החברות הציבוריות, זאת במקביל לירידה ברווחיות במספר ענפים. מצד שני, היציבות הפיננסית של רוב הענפים נשמרה בשלב זה, כך שההסתברות לחדלות פירעון ברוב הענפים לא השתנתה מהותית, כפי שניתן לראות, הן מאינדיקטור ה-EDF (איור 41) שנותר ברמה נמוכה והן ממספר החברות שלהן הערת עסק חי בדוחות הכספיים. אף-על-פי-כן, בולטת בענף המסחר והשירותים התפתחות שלילית בפן היציבות, כשברוב היחסים הפיננסיים חלה הרעה⁴⁹ וההסתברות לחדלות פירעון (EDF) עלתה ב-2018 במידה מסוימת.

2.3.1 החלת תקן חשבונאי חדש IFRS 16 בנושא החכירות

החל מהדוחות הכספיים לרבעון ראשון של 2019, מחויבות החברות הציבוריות ליישם תקן חשבונאי חדש – IFRS 16, בנושא החכירות (יש חברות שכבר יישמו

אותו באימוץ מוקדם). מדובר בתקן בעל השלכות משמעותיות על הדוחות הכספיים, שמוסדות התקינה הבין-לאומיים (ה-FASB וה-IASB) עבדו על ניסוחו בפרויקט משותף, לצורך החלפת תקן קודם בנושא (IAS 17). התקן מכניס למעשה את חוזי החכירה והשכירות⁵⁰, שלפי התקן הקודם היו מוגדרים כחכירות תפעוליות, לתוך הדוח על המצב הכספי (המאזן) של החברות. לפי התקן הקודם, החכירות התפעוליות היו מחוץ למאזן החשבונאי.

כתוצאה מיישומו של התקן החדש, נדרשות החברות שמיישמות את התקינה הבינלאומית להוון את הוצאות החכירה או השכירות העתידיות שמעוגנות בחוזים, ולרשום במאזן נכס בלתי מוחשי (זכות שימוש) בצד הנכסים וכנגדו התחייבות פיננסית (בצד ההתחייבויות), בהיקף זהה או גדול מהנכס⁵¹. כפועל יוצא, נוצרת השפעה שלילית על המינוף של החברה.

השפעה נוספת חלה על הרווחיות התפעולית וכתוצאה מכך על נתון פיננסי חשוב – ה-EBITDA (רווח לפני ריבית, מסים פחת והפחתות). ההשפעה נוצרת בעקבות אופן רישום הוצאת השכירות – עד כה ההוצאה נרשמה כהוצאה תפעולית – ומעתה ואילך ההוצאה שתירשם היא הוצאת פחת והוצאת מימון (שמנטרלות מה-EBITDA)⁵². למעשה, במרבית המקרים הרווחיות

⁴⁹ עם זאת ראוי להסתייג, מאחר ומספר חברות שנבחנו, יישמו באימוץ מוקדם את התקן החשבונאי IFRS 16. כתוצאה מיישום תקן זה, חלה הרעה ביחסיהן הפיננסיים, שהשפיעו על היחסים הפיננסיים המצריים של הענף. גם בנטרול חברות אלה, ניכרת הרעה בענף המסחר והשירותים ב-2018, אך השפעת התקן מעצימה זאת.

⁵⁰ למשל, חוזה שכירות מעל שנה של חנות במרכז מסחרי.

⁵¹ בתחילת תקופת החכירה נכס זכות השימוש יהיה שווה להתחייבות. עם התקדמות תקופת החכירה, ברוב המקרים, ההתחייבות תהיה גדולה מהנכס בשל שיטת ההפחתה השונה: הנכס מופחת בהתאם ליתרת אורך החיים הכלכליים שלו (לרוב על פי קו ישר), ואילו ההתחייבות מופחתת בשיטת הריבית האפקטיבית, לכן בדרך כלל ההפחתה של הנכס גדולה מההפחתה של ההתחייבות.

⁵² בהקשר זה יש לציין שהתקינה החשבונאית האמריקאית (GAAP US) לא הלכה באותו קו עם התקינה הבין-לאומית (IFRS), וקבעה שיישום התקן ישפיע רק על המאזן ולא ישפיע על דוח רווח והפסד ודוח תזרים מזומנים.

התפעולית תגדל וה-EBITDA יגדל, אך מנגד יקטן הרווח לפני מס והרווח הנקי בתחילת תקופת החכירה (הוצאת המימון והוצאת הפחת יחד גבוהים מהוצאת השכירות שנרשמה עד עתה).

התקן ישפיע על דוח נוסף משמעותי לא פחות – דוח תזרים המזומנים. ההשפעה נוצרת מפני שהוצאת השכירות הקטינה עד כה את תזרים המזומנים מפעילות שוטפת. לאחר יישום התקן לא תירשם כאמור הוצאת שכירות, אלא הוצאת פחת שמנוטרלת מתזרים המזומנים מפעילות שוטפת (כמפני שזו לא הוצאה תזרימית) והוצאת המימון. למעשה, בדוח על תזרימי המזומנים, יגדל התזרים מפעילות שוטפת על חשבון התזרים מפעילות מימון.

מכאן אנו למדים שההשפעה על מכלול הדוחות הכספיים וגם על יחסים פיננסיים רבים, עשויה להיות רחבה מאוד. לצורך הבנת גודל ההשפעה האפשרית, אספנו את המידע שניתן בגילוי הרלוונטי בדבר השפעת התקן מתוך הדוחות הכספיים של החברות ל-31/12/2018. ב-211 מתוך 415 חברות (ללא חברות זרות, בנקים וחברות ביטוח) שפרסמו דוחות כספיים לציבור ושלא יישמו את התקן באימוץ מוקדם, ניתן מידע כמותי בדבר ההשפעה של התקן (בשאר החברות נכתב שההשפעה לא צפויה להיות מהותית או שלא ניתנה הערכה כמותית). לוח 8 מציג את ההשפעה התיאורטית⁵³ של יישום התקן על יחסים פיננסיים נבחרים, ברמה הענפית.

לוח 8								
השפעת התקן על יחסים פיננסיים נבחרים (בנקודות אחוז, בממוצע לענף)								
ביומד	השקעה ואחזקות	חיפוי נפט וגז	טכנולוגיה	מסחר ושרותים	נדל"ן ובינוי	שרותים פיננסיים	תעשייה	סה"כ / ממוצע
13	16	7	36	59	20	10	50	211
5.0	3.8	4.4	4.7	7.2	0.6	2.7	4.1	4.8
9.3	6.2	10.1	9.6	15.9	1.4	3.8	6.4	9.4
0.1	-0.8	-4.5	-0.3	-1.8	0.0	-0.2	-0.4	-0.9

המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

מלוח זה עולה שההשפעה של יישום התקן על היחסים הפיננסיים היא רוחבית בכל הענפים, למעט ענף הנדל"ן והבינוי. בענפים מסוימים ההשפעה עשויה להיות מהותית מאוד, כשהבולט מביניהם הוא ענף המסחר והשירותים, שההשפעה בו היא המשמעותית ביותר ונובעת מהסכמי השכירות שחברות בענף זה מחויבות להם. ההשפעה הדרמטית שמציג לוח זה היא בעיקר על יחסי המינוף שמשמשים כמדד לסיכון, אך חשוב לציין שיש יחסים פיננסיים רבים נוספים (שחלקם גם משמשים כאמות מידה פיננסיות בתנאי ההלוואות של החברות), שעשויים להשתנות ושאינם מוצגים בלוח זה, לדוגמא: החוב הפיננסי ל-EBITDA, EBITDA להוצאות מימון, יחס כיסוי הריבית ועוד.

התקן החשבונאי החדש מהווה שלב נוסף במעבר מהחשבונאות המסורתית לחשבונאות הכלכלית ובאופן מסוים מתקן עיוות של המוסד הבין-לאומי לתקינה בחשבונאות. יחד עם זאת, הוא עשוי לחולל שינויים כלכליים ועסקיים בחברות הציבוריות, לצד הזרמה של מידע חדש לשוק, שעשוי לשפוך אור נוסף על תמחור הסיכונים בחברות אלה.

⁵³ כלומר, אילו החברות היו מיישמות את התקן כבר ב-2018.

2.4 משקי בית

נתוני מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית בישראל ל-2017 מראים, שרמת מינופם הממוצעת, מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית בישראל נכון ל-2017, היא נמוכה. מאזן הנכסים וההתחייבויות⁵⁴ של משקי הבית מאפשר לבחון את כלל ההתחייבויות של משקי הבית בישראל ביחס לסך הנכסים הפיננסיים והריאליים שלהם. כמו כן, אפשר לבצע בעזרת המאזן השוואות בין-לאומיות של יחסי מינוף שונים בין ישראל למדינות מפותחות אחרות. יחס ההתחייבויות לנכסים נותר ב-2017 ללא שינוי לעומת שנים קודמות והוא עומד על כ-8% (לעומת 14.4% בארה"ב ו-17% בבריטניה⁵⁵); יחס החוב לנכסים הפיננסיים בישראל עומד ב-2017 על 17% (עלייה מ-16% בשנתיים הקודמות ולעומת 18% בארה"ב ו-29% בבריטניה. להשוואה בין-לאומית של יחס זה ראו איור 42); ויחס חוב המשכנתאות ביחס לנכסי הנדל"ן בישראל

לוח 9: מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית בישראל, 2017

הנכסים הריאליים	מיליארדי ₪	האחוז מסך הנכסים	שיעור השינוי השנתי	ההתחייבויות והשווי נטו של משקי הבית	מיליארדי ₪	ההתחייבויות וההון העצמי	האחוז מסך השינוי השנתי
נדל"ן	3,425	51%		משכנתאות	337	5%	6%
כלי רכב	122	2%	9%	אשראי צרכני	194	3%	4%
סך הנכסים הריאליים	3,547	53%	4%	סך ההתחייבויות	531	8%	5%
הנכסים הפיננסיים	מיליארדי ₪	האחוז מסך הנכסים	שיעור השינוי השנתי				
מזומנים ופיקדונות	595	9%	18%				
ניירות ערך, למעט מניות	237	4%	-3%				
מניות	438	7%	-10%				
קרנות נאמנות	240	4%	-6%				
עתודות ביטוח ¹	1,468	22%	27%				
חייבים/זכאים שונים	149	2%	10%				
סך הנכסים הפיננסיים	3,127	47%	12%	ההון העצמי²	6,143	92%	
סך הנכסים	6,674		7%	ההתחייבויות וההון העצמי	6,674		

¹ כולל ביטוח חיים, קופות גמל, קרנות פנסיה.

² שווי נטו - סך הנכסים פחות סך ההתחייבויות.

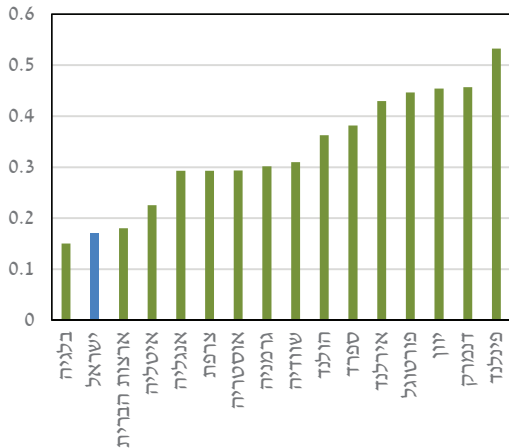
המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

⁵⁴ הנתונים על ההתחייבויות של משקי הבית ועל שוויים של נכסי הנדל"ן וכלי הרכב הם עיבודים של בנק ישראל; הנתונים על הנכסים הפיננסיים לקוחים מהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מתוך המאזן הלאומי, ומעודכנים רק עד 2017, ולכן המאזן של משקי הבית עדכני לשנה זו.

⁵⁵ המקור: נתונים על בריטניה - מדוח היציבות הפיננסית של הבנק המרכזי באנגליה, נתונים על ארה"ב - מהאתר של Federal Reserve.

משקי הבית בישראל ממונפים בממוצע פחות ממקביליהם בעולם.

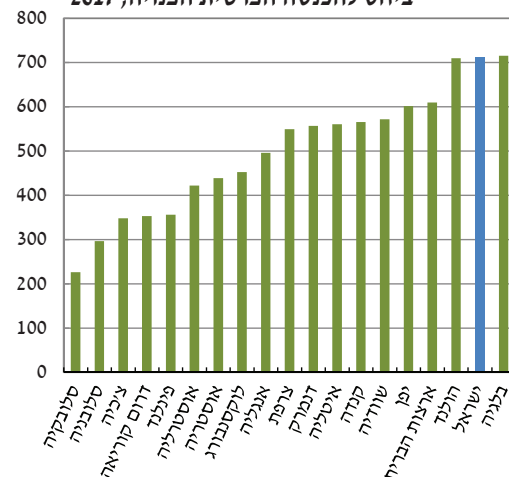
איור 42
השוואה בין-לאומית של יחס חוב לנכסים פיננסיים, 2017



מקור: OECD ועיבודי בנק ישראל.

האיתנות הפיננסית הכוללת של משקי הבית בישראל היא ברמה גבוהה בהשוואה בין-לאומית.

איור 43
השוואה בין-לאומית של שווי נטו (הון עצמי) של משקי הבית ביחס להכנסה הפרטית הפנויה, 2017



מקור: OECD ועיבודי בנק ישראל.

עומד ב-2014 על כ-10% (ללא שינוי לעומת 2013, ולעומת 45% בארה"ב ו-24% בבריטניה). מניתוח זה נראה שמשקי הבית בישראל ממונפים בממוצע פחות ממקביליהם בעולם.

בהשוואה בין-לאומית של ההון העצמי של משקי הבית ביחס להכנסה הפנויה (איור 43), ניתן לראות שמשקי הבית בישראל נמצאים בקצה העליון של התפלגות ההון העצמי לפי מדינות. כלומר, האיתנות הפיננסית הכוללת של משקי הבית בישראל היא ברמה גבוהה בהשוואה בין-לאומית. השוואה זו מתבצעת על הנתונים הממוצעים ואינה משקפת את הסיכונים הנובעים מההתפלגות כולה של משקי הבית.

2.4.1 התפלגות החוב שאינו לדיור ומשיכות יתר

לאור הרפורמות להגברת התחרות בשוק האשראי החוץ-בנקאי שחלו בשנים האחרונות, ניתן לראות שחל שינוי בהתפלגות המקורות לאשראי שאינו לדיור של משקי הבית בישראל. בעוד שחלקם של הבנקים בשוק האשראי שאינו לדיור למשקי הבית הצטמצם בשנים האחרונות, החלק של חברות כרטיסי האשראי ושל הגופים המוסדיים צמח⁵⁶ (איור 44).

במאפייני הסיכון באשראי הבנקים שאינו לדיור, חלה עלייה בתקופה הממוצעת לפרעון של אשראי זה, מ-4.4 שנים בתחילת 2016 ל-5 שנים בסוף 2018 וכן חלה עלייה קלה בריבית על אשראי זה. בנוסף, ניתן לראות שחלה ירידה בהיקפי אשראי הבנקים שאינו לדיור, במקביל לעלייה בשיעור האשראי הניתן בערבון כלי רכב (איור 45). כמו כן, ניתן לראות באיור 45 ירידה בשיעור האשראי שניתן על ידי חברות כרטיסי האשראי בערבון כלי רכב, לצד עלייה בריבית הממוצעת על אשראי זה ובמקביל לעלייה מסוימת בשיעור החובות הבעייתיים.

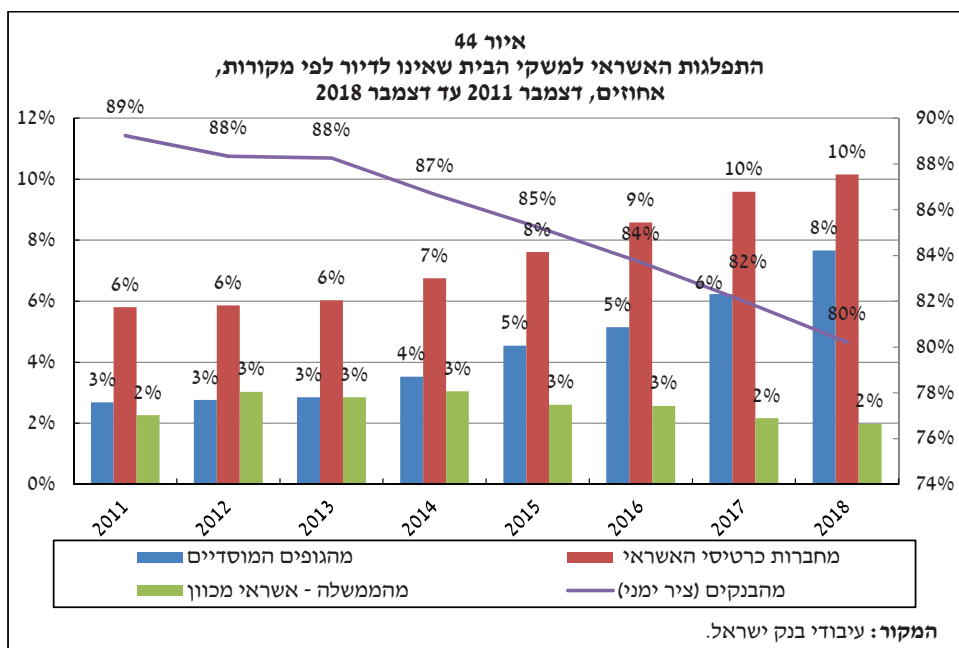
החוב של משקי הבית בישראל שאינו לדיור מורכב ברובו מהלוואות שנלקחות לפרק זמן של מספר שנים. אולם שיעור מסוים מאותו חוב שאינו לדיור הוא בעצם משיכת יתר בחשבון העו"ש של אותם משקי בית. על משיכת יתר זו משלמים משקי הבית נכון ל-2018 ריבית ממוצעת של 7.5%⁵⁷. מנתוני הפיקוח על הבנקים עולה שנתון לסוף 2018, שיעור חשבונות העו"ש במשיכת יתר מכלל החשבונות עומד על 36.3%⁵⁸ (ירידה מ-38.1% במחצית הראשונה של 2016, ראו איור 45).

⁵⁶ יצוין שניתוח זה אינו כולל את שוק האשראי החוץ-מוסדי שאין לנו נתונים מלאים לגביו. למידע נוסף ראו פרק 1.3.

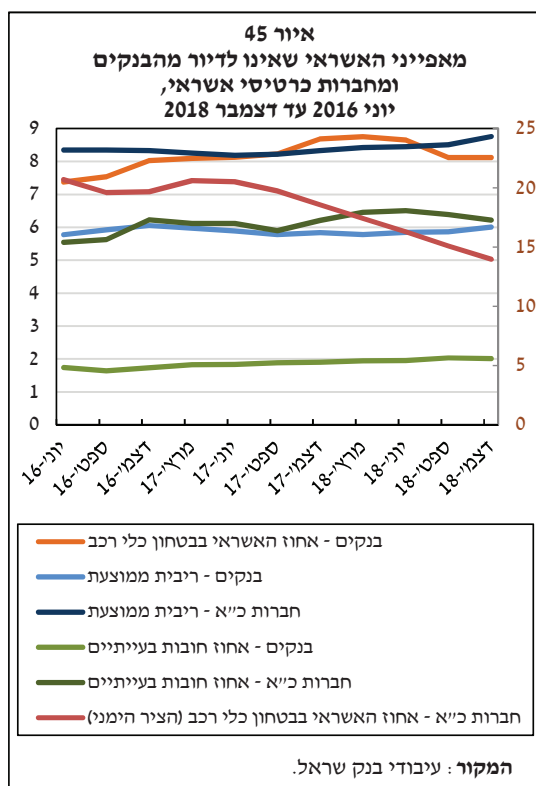
⁵⁷ מדובר באומדן שנעשה מנתוני בנק ישראל גבי העלות האפקטיבית הממוצעת על אשראי בעו"ש חובה, בלי הפרדה בין המגזר העסקי למגזר משקי הבית.

⁵⁸ אומדן זה כולל רק חשבונות בנק עם מסגרת אשראי, דבר שיתכן שגורם להטייה כלפי מעלה של נתון זה.

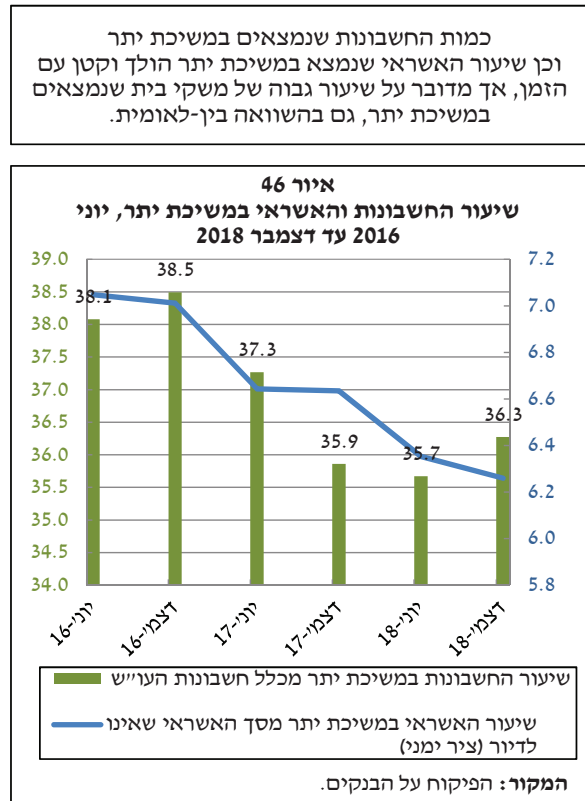
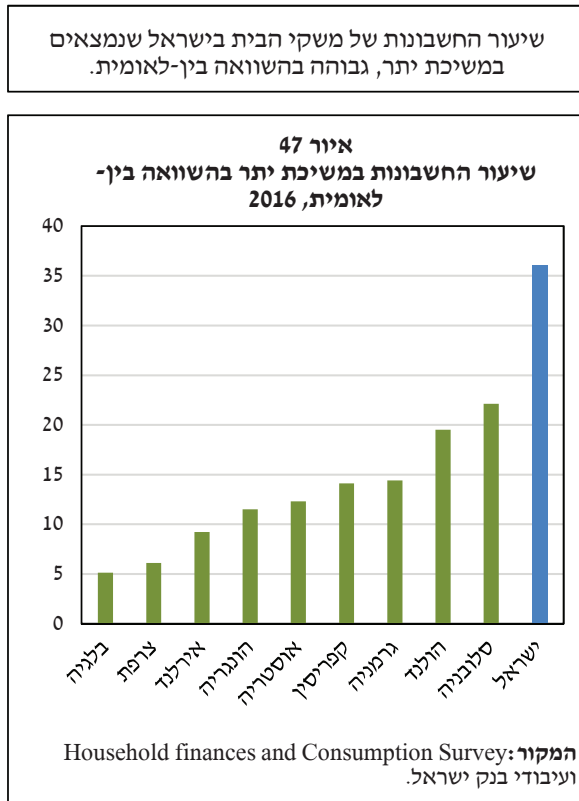
בעוד שנתח הבנקים בשוק האשראי שאינו לדיור למשקי הבית הצטמצם בשנים האחרונות, נתח חברות כרטיסי האשראי והגופים המוסדיים צמח.



יש עליה במאפייני הסיכון של האשראי שאינו לדיור מהבנקים ומחברות כרטיסי האשראי.



מדובר בשיעור חשבונות שנמצא במשיכת יתר גבוה בהשוואה בין-לאומית⁵⁹ (איור 46). מבחינת היקף האשראי שנמצא במשיכת יתר, מדובר על 6.3% מסך האשראי שאינו לדיור, ירידה מ-7.1% ב-2018. כלומר, אומנם כמות החשבונות שנמצאים במשיכת יתר וגם שיעור האשראי בהם הולך וקטן עם הזמן, אך מדובר בשיעור גבוה של משקי בית שנמצאים במשיכת יתר.



2.4.2 ניתוח פרטני לפי חמישוני הכנסה של המשכנתאות החדשות של משקי הבית בישראל:

חלק זה יעסוק בניטור סיכונים מערכתיים העלולים להגיע מכיוון מגזר משקי הבית. בפרט, נבחן האם יש חמישוני הכנסה מסוימים מקרב משקי הבית בישראל, הנתונים בסיכון רב יותר להגיע לחדלות פרעון במקרה של אבטלה או מיתון במשק⁶⁰.

מבחינת השינוי בהתפלגות ביוצעי האשראי לדיור של משקי הבית בישראל, לפי חמישוני הכנסה של הלמ"ס לכל שנה בנפרד בשנים⁶¹ 2010-2017 (איור 48), ניתן לראות שהחלקם של חמישוני הכנסה התחתון, השני והשלישי בביצועי המשכנתאות הולך ועולה עם השנים. לעומת זאת, חלקם של חמישוני הכנסה 4 ו-5 בביצועי המשכנתאות הולך וקטן עם השנים: היקף

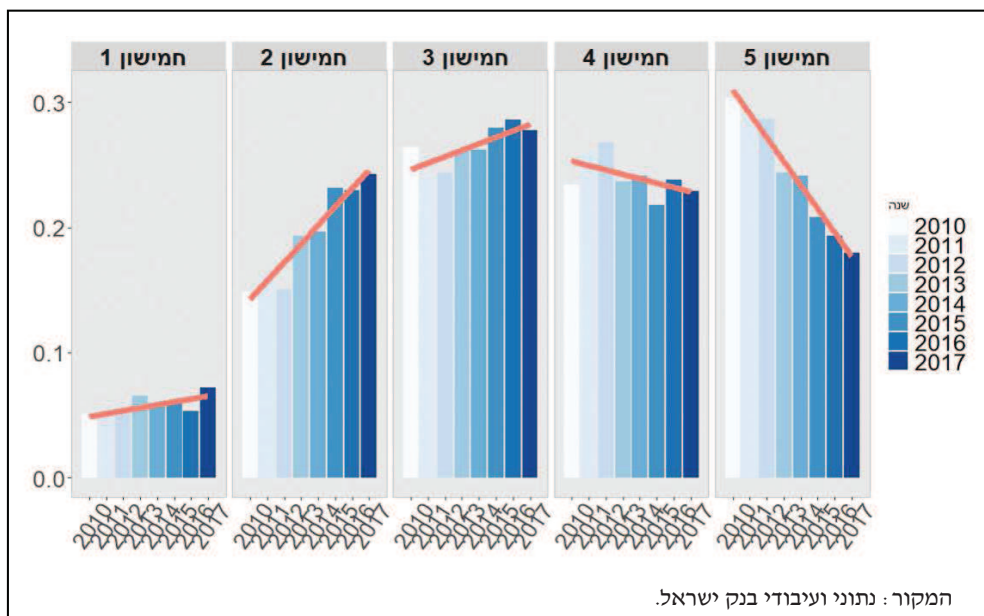
⁵⁹ יצוין שבעולם נהוג להשתמש במסגרות בכרטיס אשראי כתחליף למשיכות יתר. בישראל הריביות בכרטיסי האשראי גבוהות מהריביות שנהוג לגבות על משיכות יתר.

⁶⁰ כחלק מעריכת מבחני לחץ על המערכת הבנקאית בישראל, נאספים בבנק ישראל נתונים פרטניים על זרם המשכנתאות החדשות הנלקחות בכל שנה על ידי משקי הבית בישראל (על פי פקודת דיווח של הפיקוח על הבנקים). מסד נתונים פרטני זה מכיל מידע מפורט על כלל הלוואות לדיור שניתלו בין השנים 2010-2017. משקי הבית חולקו בכל שנה לפי חמישוני הכנסה (לפי חמישוני הכנסה נטו של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה למשקי בית שבראשם שכיר).

⁶¹ החל מ-2015 יש שינוי בהגדרות של ההכנסה של הלווים – עד אז הכלילו בחישוב ההכנסה הוצאות על הלוואות אחרות ואילו לאחר מכן רק הלוואות שיתרת תקופתן עולה על 18 חודשים. כמו כן, לחישוב הכנסת הלווים, הכירו הבנקים במלוא הכנסתם של מצטרפים חדשים להלוואה וְעֶרְבִים ולאחר מכן רק ב-50%. יתכן שעקב שינוי ההגדרות בשוליים, יש סיווג שונה של לוויים לפי חמישוני הכנסה לאחר 2015.

הנתח בביצועי המשכנתאות של חמישוני ההכנסה התחתון, השני והשלישי
הולך ועולה עם השנים.

איור 48
התפלגות האשראי החדש לדיור לפי חמישוני הכנסה,
לאורך זמן, 2010 עד 2017



האשראי בחמישון העליון ירד מ-30% ב-2010 ל-18% ב-2017.⁶² ההסטה באשראי לדיור מבעלי הכנסות גבוהות לבעלי הכנסות נמוכות, נוצרה ככל הנראה עקב תוכניות דיור שונות שכוונו למשקי בית בעלי הכנסות נמוכות יותר ובמקביל עקב תוכניות להוצאת משקיעים משוק הדיור. בעוד שלתופעה זו יש השלכות חברתיות חיוביות, בכך שמשקי בית בעשירונים נמוכים מקבלים יותר אשראי לדיור מבעבר, בהיבט של יציבות פיננסית, יש חשש שתיק האשראי לדיור הינו מסוכן יותר, כשחלק גדול יותר ממנו מוחזק אצל משקי בית שנמצאים בסיכון רב יותר להגיע לחדלות פרעון במצב של מיתון ואבטלה.

מבחינת מדדי הסיכון בשוק המשכנתאות לפי חמישוני הכנסה, שיעור משקי הבית עם יחס מימון מעל 60% יורד לאורך זמן בכל חמישוני ההכנסה. שיעור משקי הבית עם יחס החזר משכנתא מההכנסה מעל 40% יורד גם הוא לאורך זמן בכל חמישוני ההכנסה. זאת, עקב המגבלות המקרו-יציבותיות שהוטלו על ידי הפיקוח על הבנקים שהגבילו מדדים אלה לאורך השנים. יחד עם זאת, עולה מהניתוח ששליש ממשקי הבית בשני חמישוני ההכנסה הנמוכים משלמים יותר מ-30% מהכנסתם על החזר תשלומי משכנתא.⁶³

באיור 49 ניתן לראות את שיעור משקי הבית שנטלו הלוואות משכנתא עם תקופה לפרעון מעל 25 שנים. בכל חמישוני ההכנסה, למעט החמישון התחתון – שהוא חלק קטן מתוך עוגת ההלוואות לדיור, חלה ירידה בשיעור משקי הבית שנוטלים הלוואה לתקופה לפרעון מעל 25 שנים. בחמישון התחתון יש עלייה בשיעור משקי הבית שנוטלים הלוואה מעל ל-25 שנים.⁶⁴ זאת, ככל

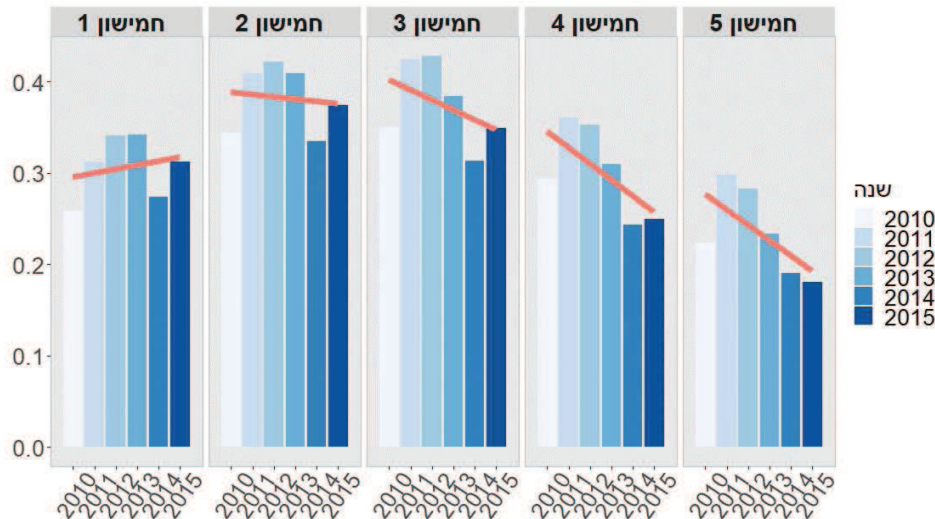
⁶² תוצאות דומות התקבלו גם בבחינה של כמות ההלוואות לדיור.

⁶³ יצוין שלפי נתוני בנק ישראל, בממוצע על כלל ההלוואות החדשות, האומדן לשיעור החזר הממוצע מנהכנסה ירד מ-31% בתחילת 2012 ל-25% ב-2017. האומדן ל-LTV הממוצע ירד מ-55% בתחילת 2012 ל-51% ב-2017.

⁶⁴ יצוין שלפי נתוני בנק ישראל, בממוצע על כלל ההלוואות החדשות, האומדן לתקופה הממוצעת לפרעון עלה מ-20 שנה ב-2012 ל-21.5 ב-2017.

ירידה באחוז משקי הבית שנוטלים הלוואה בתקופה לפירעון מעל 25 שנים, בכל חמישוני ההכנסה, למעט החמישון התחתון.

איור 49
אחוז משקי הבית שנטלו הלוואות עם תקופה לפירעון מעל 25 שנים, לפי חמישוני הכנסה, 2010 עד 2015



המקור: נתוני ועיבודי בנק ישראל.

הנראה בעקבות עליית מחירי הדירות ותוכניות שונות בשוק הדיור, שעודדו בעלי הכנסה נמוכה יותר להכנס לשוק הדיור⁶⁵. יודגש שיותר מ-30% ממשקי הבית בחמישון התחתון נוטלים הלוואה עם תקופה לפירעון מעל 25 שנים. במקרה של מיתון ואבטלה, חמישון זה בעל הסתברות גבוהה יותר להגיע לחדלון פירעון, בפרט אם זה מלווה בעליית ריבית המשכנתאות⁶⁶.

3. זעזועים אפשריים למערכת הפיננסית

בחלק 1 סקרנו את הסיכונים העיקריים בתקופה הנסקרת, גם מפרספקטיבה היסטורית, ובחלק 2 הצגנו את העמידות של המוסדות הפיננסיים והמגזרים העיקריים בפני החשיפות לסיכונים העיקריים. על יסוד אלה נתאר בחלק זה ארבעה מוקדי פגיעות עיקריים, שעלולים להביא להתממשות זעזועים שעלולים להוביל את המשק למשבר מערכתי. שלושה מהמוקדים נובעים מהסיכונים הפנימיים במשק, והרביעי נובע מהסיכונים הגלובליים ומחשיפות המשק לחו"ל.

3.1 שוק הדיור – ירידה חדה ומהירה במחירי הדירות

שוק הדיור מהווה מוקד פגיעות עיקרי למשק בעיקר בגלל העליות המשמעותיות שהתרחשו במחירי הדירות בין 2007 ל-2017 (הן הסתכמו ביותר מ-120% במונחים נומינליים), במקביל להתרחבות המשכנתאות, הן בהיקף המשכנתא והן במספר משקי

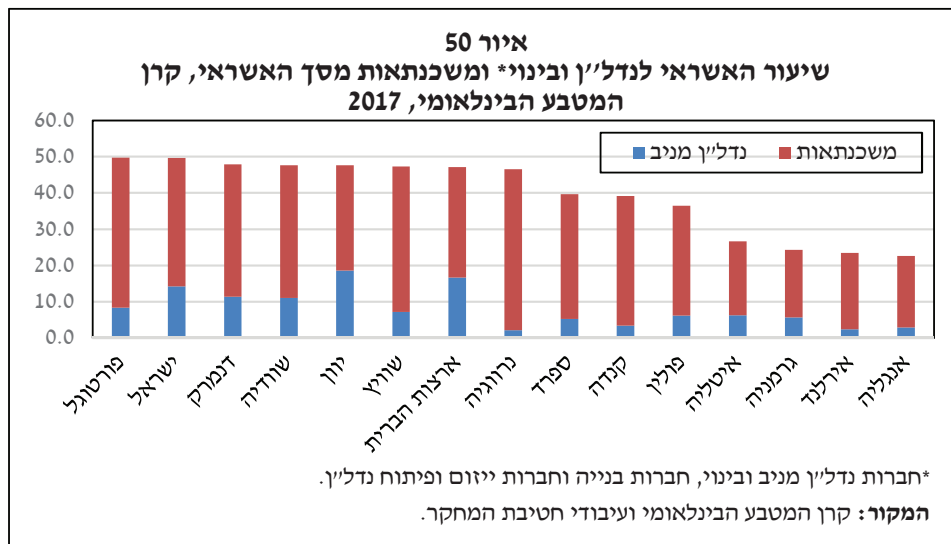
⁶⁵ בנוסף, יתכן שהמגבלה המקרו-יציבותית על יחס החזר המשכנתא מההכנסה, גרמה למשקי הבית בחמישון התחתון לפרוס את ההלוואה לפרק זמן ארוך יותר.

⁶⁶ הפיקוח על הבנקים ערך תרחיש קיצון שכולל עלייה חדה באבטלה, ירידה חדה במחירי הבתים ועלייה חדה בריבית בנק ישראל. התממשות התרחיש תוליך לפגיעה בלווים: שיעור הכשל של נוטלי המשכנתאות מגיע בשיא התרחיש ל-5%, המהווים כ-42 אלף לוויים (פרטים נוספים מתפרסמים בסקירת מערכת הבנקאות ל-2019).

הבית שנטלו משכנתאות; המינוף הגבוה שנטלו חברות הבינוי על רקע הריביות הנמוכות; וקשיחות ההיצע – שלמרות היוזמות שנקטה הממשלה כדי להגביר את פעילות הבנייה אינו מצליח להדביק את הגידול בביקוש. כל אלה מפירים איזונים בשוק הדיור וגורמים למחירי הדירות לחרוג מהמחירים המעוגנים בגורמי היסוד ארוכי הטווח כלפי מעלה. ככל שהחריגה גדלה, כך עולה ההסתברות לתיקון חד במחירים.

המערכת הפיננסית המשיכה להגדיל את החשיפה למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן במהלך התקופה הנסקרת, בהמשך לגידול החשיפה בשנים האחרונות. חשיפה זו של האשראי לשוק הבינוי והנדל"ן נמצאת ברמה גבוהה בהשוואה בין-לאומית והיא מהווה את הסיכון המרכזי לשוק האשראי (ראו איור 50). לכן, ירידה חדה ומהירה במחירי הדירות תוביל להפסדים בכלל המערכת הפיננסית ובמשק עלולה להתפתח מגבלת היצע של אשראי. יחד עם זאת, חשיפה משמעותית זו אינה צפויה ליצור משבר מערכתי עקב העמידות הגבוהה של המוסדות הפיננסיים (ראו סקירת המפקח 2018).

ריכוזיות האשראי למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן מסך האשראי של המערכת הבנקאית, גבוהה בהשוואה בינלאומית.



זאת ועוד, החשיפה הגבוהה בפרספקטיבה היסטורית של משקי הבית לשוק הדיור (ראו דו"ח יציבות מחצית שניה 2018), מעידה שמאז 2007 משקי הבית התאפיינו בביקוש רב לרכישת דירות כמשלים או אף כתחליף לחסכונות הפיננסיים ארוכי הטווח, שכן אלה הניבו ריביות ותשואות נמוכות. על כן, אם מחירי הדירות יירדו בחדות, בנוסף להפסדי האשראי שעלולים להתרחש בקרב המוסדות הפיננסיים בישראל, משקי הבית עלולים לצמצם את הצריכה השוטפת ובכך ליצור ערוץ נוסף להתכווצות הפעילות הכלכלית בכללותה⁶⁷.

מכלול השיקולים מעלה, שאף שהמערכת הפיננסית הוסיפה להגדיל את חשיפתה לשוק הדיור, ההסתברות לירידה חדה במחירי הדירות בטווח הקצר פחתה באופן משמעותי. על כך מעידות ההתפתחויות במחירי הדירות – הן אינן מצביעות כבר למעלה משנה על התנהגות נפיצה – וכן העובדה שהתחלות הבנייה מועטות יחסית לצורכי המשק. כדי להותיר את ההסתברות הנמוכה לזעזוע בשוק זה גם בטווח הארוך, חשוב לשמור על רמת השקעה כזו, שמספר התחלות הבנייה יספק את היקפי הביקושים ולא ימשיך ללחוץ את מחירי הדירות כלפי מעלה.

⁶⁷ קהן מ' וס' ריבון (2013), "השפעת מחירי הדירות והשכירות על הצריכה הפרטית בישראל – בחינה באמצעות נתונים מיקרו-כלכליים", סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר, בנק ישראל.

3.2 שוק הנכסים הפיננסיים – ירידה חדה במחירי האג"ח ובכלל הנכסים הפיננסיים

לקראת סוף 2018 העלה בנק ישראל את הריבית המוניטרית, אולם היא עדיין נמוכה, מפני שסביבת האינפלציה התבססה רק בקרבת הגבול התחתון של יעד האינפלציה. סביבת התשואות והריבית הנמוכה בישראל גורמת לעלייה במחירי הנכסים הפיננסיים, בשלב זה בעיקר במחירי האג"ח, בשל החיפוש אחר תשואה גבוהה יותר, תוך הגדלת התיאבון לסיכון. עם התארכות התקופה המתאפיינת בריביות נמוכות, מתגברת עוצמת ההשפעה על מחירי הנכסים הפיננסיים, והדבר מגדיל את ההסתברות לזעזוע במידה וסביבת הריביות והתשואות תעלה בצורה משמעותית. בנוסף לכך, עליית הגירעון הממשלתי ו/או התגברות המתח הגאו-פוליטי, עלולים להביא להערכה מחודשת של סיכון האשראי והרעה בתנאים המקרו-כלכליים תעצים את הירידות במחירי הנכסים הפיננסיים. התממשות זעזוע כזה תאט את הצריכה הפרטית, תגדיל את עלויות המימון ותיפגע בפעילות השוטפת של המגזר העסקי. כך תזלוג הירידה במחירי הנכסים הפיננסיים אל הפעילות הכלכלית במשק.

על רקע האפשרות להתממשות זעזוע כזה, חשוב לבחון את התפלגות החזקות של המשקיעים השונים בנכסים הפיננסיים. במיוחד חשוב לבחון את היקף החזקותיו של הציבור, הן במישרין והן דרך קרנות הנאמנות, שכן החזקות אלה מתאפיינות בתנודות חדות יחסית כשאי-הוודאות מתגברת. שווי השוק של האג"ח התאגידיות המשיך לצמוח בתקופה הנסקרת והגיע לכ-350 מיליארד ש"ח ובמקביל לכך הציבור הגדיל את חלקו בהחזקותיהן. בתקופה הנסקרת, אם כך, הגיעו ההחזקות דרך קרנות הנאמנות לשיעורים גבוהים מבחינה היסטורית, ועל כן, ייתכן שיש הסתברות גבוהה בהרבה לכך שזעזוע דומה בעוצמתו לזעזועים שהתרחשו בעבר, יוביל לירידה חדה יותר.

יתרה מכך, מאחר שהציבור בישראל הגדיל את השקעותיו הפסיביות, ומאחר שמחוללי הציטוטים הרחיבו את פעילותם במסחר, עליית סיכון הנזילות בעת משבר תהיה חדה יותר וקצב ירידות המחירים עלול להתגבר ולהעמיק את הזעזוע.

מאחר שסביבת הריביות בישראל נמוכה כבר תקופה ממושכת, ומאחר שבתקופה הנסקרת התשואות לפדיון על אג"ח ממשלתיות נשארו נמוכות בהשוואה בין-לאומית, ההסתברות לירידה חדה במחירי האג"ח בישראל ואיתם גם במחיריהם של שאר הנכסים הפיננסיים, נשארה ברמה בינונית-גבוהה. עם זאת, על פי מכלול השיקולים, נראה שלמרות שהציבור חשוף במידה רבה לנכסים פיננסיים ולאג"ח תאגידיות בפרט, ולמרות שסיכון הנזילות נותר גבוה, אנו מעריכים שההסתברות להתממשות הזעזוע פחתה במעט. הסיבה המרכזית לכך נובעת מהתמתנות הסיכון לעלייה מהירה בריבית, כפי שבאה לידי ביטוי טרום הירידות החדות בשווקים העולמיים בשלהי 2018. מאחר שקיים קשר חזק בין תמחור הנכסים וסביבת הריבית, הסבירות להתממשות זעזוע זה ירדה במעט, ולפחות בטווח הקצר והבינוני, אך נותרה ברמה בינונית עד גבוהה.

3.3 החוב הפרטי – הרעה בתנאים הפיננסיים

מוקד פגיעות זה נוצר משתי סיבות עיקריות, האחת, הריבית הנמוכה במשק לאורך זמן וריכוזיות האשראי לשוק הנדל"ן (משכנתאות ולחברות הבנייה ופעילויות בנדל"ן), והשנייה, הרפורמות ליצירת תחרות בשוק האשראי שהממשלה יזמה בשנים האחרונות, ובמסגרתה הגדילו מאוד ספקי האשראי החוץ בנקאיים את חלקם באשראי למשקי הבית ולמגזר העסקי. היה והמגזר הפרטי יתקשה לעמוד בהתחייבויותיו – אם בשל עליית הריביות על החוב ואם כתוצאה ממיתון בפעילות הכלכלית (ירידת הביקושים וגידול בשיעורי האבטלה) – נראה את הפגיעה בראש ובראשונה בתחום האשראי למשקי הבית שאינו לדיור (שכן הוא מאופיין כאשראי ללא ביטחונות ושעבודים ובריבית משתנה). בנוסף, יתקשו במקרה כזה משקי הבית והמגזר העסקי לעמוד בכל התחייבויותיהם, ובהתממשות ההרעה בתנאים הפיננסיים, עלול הדבר ליצור לחצים למכירת דירות שמשועבדות לטובת הבנקים. אירוע שכזה ישפיע רבות על שוק הדיור וכך יתרחב הזעזוע אל המשק כולו.

חשוב להדגיש כשהיחס בין החוב הפרטי לתוצר אינו גדל בקצב גבוה במיוחד והוא נמוך יחסית בהשוואה בין-לאומית. אולם מבחן הקיצוץ של הפיקוח על הבנקים מגלה, שחלק מהבנקים סופגים הפסדים, כך שהרווחיות שלהם שלילית. מצב זה עלול להגדיל מאוד את הסיכונים של כלל המוסדות הפיננסיים ולהתרחב במהירות לענפי משק נוספים, ובמיוחד לאלה שמתבססים על חוב שוטף להמשך פעילותם. בנוסף, מאחר שבשנים האחרונות נערכו במשק רפורמות והחלו לפעול ספקי אשראי חדשים,

ומאחר שאלה מרחיבים את אפשרויות המימון, ייתכן שהסיכונים המצרפיים הידועים לנו, אינם משקפים לגמרי את מכלול הסיכונים המתפתחים כיום.

על פי מכלול השיקולים, אנו מעריכים שההסתברות לזעזוע זה נותרה ללא שינוי משמעותי, כלומר, ברמה בינונית עד נמוכה. עם זאת, היקפי האשראי עלולים להמשיך לגדול כתוצאה מהריביות הנמוכות ועליית התחרות בקרב ספקי האשראי ולהגדיל את עוצמתו של מוקד פגיעות זה, ובפרט ככל שהאשראי ינותב לאוכלוסייה הנמונית על עשירי ההכנסה הנמוכים. יתרה מכך, השינויים בסביבה המשפטית שספקי האשראי פועלים בה – השינויים הנוגעים לגביית החובות, בעיקר אלה שהם מעמידים ללא בטוחות ושעבודים – עלולים להעלות את הסיכונים שמשקי הבית נוטלים ולהגדיל את הפוטנציאל להפסדי אשראי אצל המלווים.

3.4 הסביבה הגלובלית – גל הורדות דירוג בקרב חברות בעלות דירוג השקעה נמוך

כאמור בפרק 1.1.2, כלכלני ה-IMF מציינים מספר גורמי סיכון עיקריים בטווח הקצר, שעלולים להביא לשינוי בסנטימנט החיובי של המשקיעים ולהידוק של התנאים הפיננסיים העולמיים: האטה חדה מהצפוי בצמיחה העולמית, צעדי הידוק מוניטרי של הבנקים המרכזיים ועליית הסיכונים הפוליטיים על רקע מלחמת הסחר בין ארה"ב לבין סין או על רקע יציאה לא מוסדרת של בריטניה מהאיחוד האירופי.⁶⁸

החששות של ה-IMF ושל גופים בין-לאומיים אחרים מפני האטה חדה מהצפוי בצמיחה או משינוי בסנטימנט החיובי של המשקיעים מסיבות אחרות, הביאו את הגופים השונים לבדוק איזה מגזרים או מדינות ייפגעו מתרחיש זה. בייחוד לאור העובדה שאנו נמצאים בשלב מתקדם במחזור העסקים במרבית המדינות, ושגם מחירי הנכסים הפיננסיים בעולם חזרו לרמתם הגבוהה בדומה לזו שנרשמה לפני הירידות החדות שחלו בסוף השנה שעברה.

במקרה של הידוק של התנאים הפיננסיים, ה-IMF מציינת ארבעה מגזרים שאותם היא רואה כפגיעים במיוחד בתנאים הנוכחיים, אם כתוצאה ממשבר ואם כתוצאה משינוי בסנטימנט המשקיעים⁶⁹: מגזר החברות בשווקים המפותחים, שם רמות החוב הגבוהות וההידרדרות באיכות החוב מהווים חולשה משמעותית; הגרעון הפיסקלי בחלק מהמדינות בגוש האירו, שעלול להביא להפסדים משמעותיים גם במגזר הפיננסי⁷⁰; חוסר האיזון של המערכת הפיננסית בסין, שמקשה עלייה את יישומה של מדיניות מרחיבה ותומכת צמיחה; ולבסוף, ה-IMF מציינת כנקודת חולשה את תנועות ההון הזרות לשווקים המתפתחים, שמקורן בהשקעה במדדים שונים⁷¹, השקעה שהיקפה עלה בעשור האחרון באופן משמעותי.

בדומה לדוח הקודם, גם בתקופה הנסקרת שמו גופים בין-לאומיים חשובים דגש רב על נקודת החולשה הראשונה שמעלה ה-IMF והיא: רמת המינוף הגבוהה ואיכות החוב הנמוכה במגזר התאגידי. על פי נתוני ה-IMF, מאז משבר האשראי העולמי ב-2008 (ה-GFC), גדל פי ארבעה מלאי אגרות החוב בעלות דירוג BBB, שהוא הדירוג הנמוך ביותר בקבוצת החברות בעלות דירוג השקעה. במקרה של גל הורדות דירוג, חברות אלה יהפכו ללא מדורגות (HY) ולכן ייפגעו משמעותית הן מעלויות גיוס הון גבוהות יותר והן מבסיס משקיעים קטן יותר. ה-IMF מציינת שהעלייה במינוף היא תופעה גלובלית והיא תוצאה של שנים רבות של שיעורי ריבית אפסיים.

גם על פי הנתונים שמוצגים בפרסום הרבעוני של ה-BIS⁷², חלקן של החברות בעלות דירוג BBB מתוך סך החברות המדורגות עלה באופן משמעותי ועומד כעת על כ-30% באירופה ועל כ-50% בארה"ב. במקביל, הדוח מראה שהחיפוש אחרי תשואה מאז

⁶⁸ WEO, April 2019.

⁶⁹ GFSR April 2019.

⁷⁰ עליית תשואות חדה במגזר הממשלתי, עקב הבעיות הפיסקליות, תביא בתורה להפסדים משמעותיים גם לבנקים ולחברות הביטוח כיוון שהם מחזיקים אגרות חוב ממשלתיות בתיק האג"ח שלהם.

⁷¹ כיוון שמשקיעים מסוג זה אינם בהכרח עוקבים אחרי התנאים הכלכליים של המדינה אלא אחר מדד כללי, נוצר הסיכון שבעת שינוי בסנטימנט, המשקיעים הגלובליים ימשכו את כספיהם מהמדינות המתפתחות בצורה מהירה יותר מבעבר.

⁷² BIS Quarterly Review, March 2019.

ה-GFC, הביא משקיעים רבים, ובפרט כאלה שמחויבים להחזיק חברות בעלות דירוג השקעתי, להגדיל באופן משמעותי את שיעור החברות בדירוג BBB בתיקיהם. גם ה-BIS מזהיר מכך שבעת הרעה בתנאים הכלכליים מסיבה כזו או אחרת, תתכן מגמה של הורדות דירוג במגזר התאגידי ועל כן, אותם משקיעים יאלצו לצמצם באופן משמעותי ומהיר את החשיפה שלהם לחברות שמדורגות כיום BBB. בתרחיש זה אנו צופים ירידות חדות במחירי הנכסים הפיננסיים שיביאו להידוק של הסביבה הפיננסית הגלובלית.

ה-OECD פרסם גם הוא, בחודש פברואר ש"ז, נייר עמדה שבוחן את השוק התאגידי בדגש על התפתחות הסיכונים⁷³. על פי נתוני ה-OECD, מאז ה-GFC, החוב התאגידי העולמי שהונפק על ידי חברות לא פיננסיות, הכפיל את עצמו במונחים ריאליים והגיע ב-2018 לכ-13 טריליון דולר⁷⁴. החוקרים מצביעים על מספר מגמות שנרשמו בשנים אלה שמעלות את הסיכון בשוק התאגידי: עלייה משמעותית בהנפקת אג"ח עם הדירוג הנמוך ביותר (BBB) בקבוצת המדורגים - על חשבון הדירוגים הגבוהים יותר, ירידה באיכות החוב הכללי (מדורג ולא מדורג יחדיו) אל מתחת לדירוג BBB+ לאורך 9 שנים רצופות וצמצום בהגנה החוזית על זכויות של בעלי החוב שרוכשים אג"ח לא מדורגות (ירידה בהיקף אמות מידה פיננסיות). בנוסף, ה-OECD מציין שבשלוש השנים הקרובות החברות צפויות להחזיר או למחזר חוב של כ-4 טריליון דולר (כמעט שיעורו של כל מאזן ה-FED), זאת בתקופה שהיקף ההנפקות החדשות ירד חדות והיקף ההנפקות החדשות של אג"ח לא מדורגות הפך לשלילי, מה שמאותת על ירידה בתאבון לסיכון של המשקיעים. כל אלה מדגישים את הפגיעות של המגזר התאגידי במקרה של התממשות אחד מהסיכונים⁷⁵.

לבסוף, ה-FED שפרסם את דוח היציבות הפיננסית שלו בחודש מאי ש"ז, הדגיש שרמת החוב הגבוהה בקרב החברות היותר ממנופות בארה"ב, צפויה לגרום להרעה משמעותית במצב הכלכלי, במידה ויתרחש משבר על רקע אחד מהסיכונים האמורים (אך בפני עצמה אין היא צפויה להביא למשבר כלכלי).

לאור כל האמור לעיל, אנו מעריכים שרמות החוב הגבוהות בעולם והירידה באיכות החוב, ממשיכים להיות הסיכונים המרכזיים ליציבות הפיננסית של הכלכלה הגלובלית בתקופה הנסקרת. על רקע זה, בתרחיש של גל הורדות דירוג כתוצאה מהתממשות אחד מהסיכונים שהוזכרו בתחילת הפרק, הירידה במחירי הנכסים הפיננסיים בעולם תהיה חדה מאוד ותביא להידוק משמעותי של הסביבה הפיננסית הגלובלית.

להערכותינו, הידוק חד מסוג זה עלול לחלחל גם לשוק הישראלי, בעיקר דרך הערוץ הפיננסי. אומנם החשיפה הישירה של המשק הישראלי והמוסדות הפיננסיים הישראליים למוקדי הסיכון שמציניים הגופים הבין-לאומיים היא נמוכה, אך פגיעה משמעותית במחירי נכסי החוב בעולם צפויה להביא לסנטימנט שלילי בשווקים, שיפגע גם במחירים של הנכסים הפיננסיים בישראל. הסיבה לכך צפויה להיות הירידה בתאבון לסיכון גם של המשקיע הישראלי בהיותו משקיע גלובלי. כידוע, ירידה במחירי הנכסים הפיננסיים עלולה בתורה לפגוע הן במצב החברות והן במשקי הבית ולגרום לירידה בצמיחה הכלכלית של המשק כולו.

⁷³ Çelik, S., G. Demirtaş and M. Isaksson (2019), "Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy", OECD Capital Market Series, Paris.

⁷⁴ הנייר מתבסס על מסד נתונים של כ-85,000 אגרות חוב שהונפקו על ידי חברות לא פיננסיות ב-114 מדינות, בין השנים 2000-2018.

⁷⁵ הסיכונים העיקריים שצוינו על ידי ה-OECD הם: האטה משמעותית בצמיחה העולמית, שינוי במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים, והמשך הגידול באחזקות אג"ח תאגידיות ע"י הממשלות.

תיבה 1: זיהוי המחזור הפיננסי

1. מבוא

המשבר הפיננסי של 2007-2009 הראה את מידת העוצמה שבה משבר פיננסי יכול לפגוע בפעילות הריאלית. המשבר הדגים שהפעילות הכלכלית (הריאלית) מאופיינת ביחסי גומלין עם הפעילות הפיננסית, ואלה עשויים להשפיע על העומק והעוצמה של מחזורי העסקים. משום כך, החלו החוקרים לזהות התנהגות מחזורית של הפעילות הפיננסית (המחזור הפיננסי), לעיתים בשיטות הדומות לאלה האומדות את מחזור העסקים (המחזור הריאלי). הרעיון המרכזי בפעילות זו הוא זיהוי מיקום המשק במחזור הפיננסי לצד המחזור הריאלי, לצורך ניהול מדיניות מקרו-יציבותית. למעשה, ככל שההתפתחויות במערכת הפיננסית יספקו מידע בנוגע להתפתחויות הצפויות בתנאי המקרו (וזאת עקב יחסי הגומלין בין הפעילות הפיננסית לריאלית), יש מקום להתייחס להתפתחויות אלה גם במדיניות המוניטרית.

2. הגדרת המחזור הפיננסי

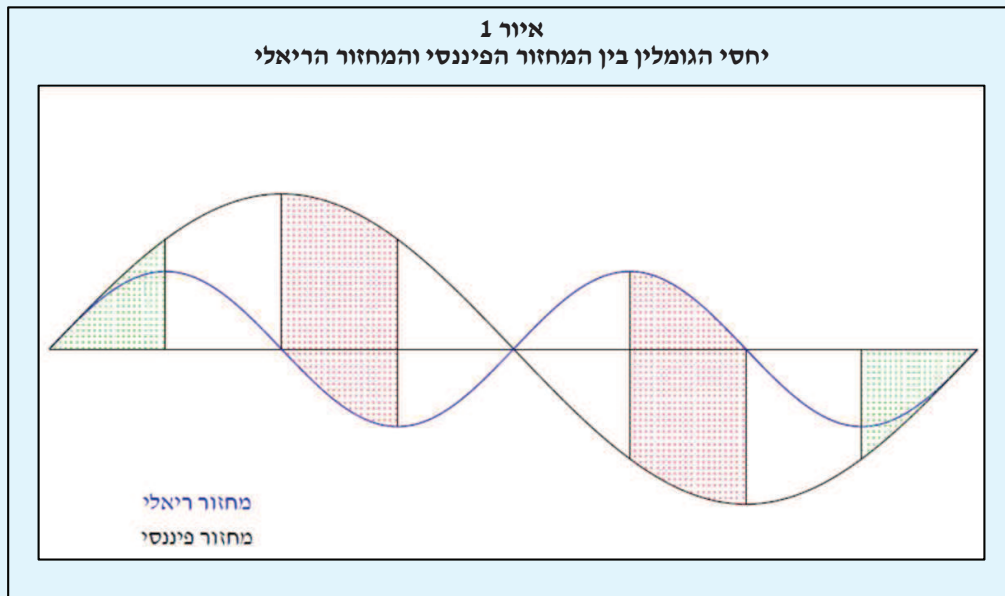
הגישה של אפיון ההתפתחויות במערכת הפיננסית כ"מחזור פיננסי" בספרות, היא חדשה יחסית בספרות ומדובר במשימה מאתגרת במיוחד. אין הגדרה מוסכמת אחת למונח "מחזור פיננסי" וגם לא מתודולוגיה אחידה לאמידת המחזור; זהו תחום בהתהוות. נעשו מספר ניסיונות לזהות את המחזור הפיננסי (כולל בבנק ישראל, ותיבה זו מציגה את המודל המיושם ואת תוצאותיו), וניתן ללמוד משיטות הניתוח הנפוצות ששימשו את החוקרים שעסקו בכך.

הרעיון מאחורי המחזור הפיננסי הוא זיהוי התנהגות מחזורית של הפעילות הפיננסית ובהתאם לכך מוגדר המחזור הפיננסי במסמך זה כ"סטיות ממגמה ארוכת טווח של קבוצת משתנים שחשובים ליציבות פיננסית" - הגדרה נפוצה יחסית בספרות. ההגדרה דורשת קודם כל את בחירת המשתנים הרלוונטיים ולאחר מכן את בחירת השיטה לזיהוי סטיות מהמגמה. בהתאם לספרות, נבחנו מספר אומדנים לזיהוי המחזור הפיננסי וביניהם האשראי הפרטי, מחירי הדירות, מחירי המניות ושיפוע עקום התשואות הריאלי. אולם, למעט האשראי הפרטי ומחירי הדירות, נמצא ששאר האומדנים שנבחנו משתנים בתדירות שונה (קצרה) ולכן הם אינם תורמים לזיהוי המחזור הפיננסי. על כן נבחרו המשתנים: סך האשראי הפרטי (החוב של המגזר העסקי והחוב של משקי הבית) ומחירי הדירות (מיוצג על ידי מדד מחירי הדירות בבעלות).

זיהוי סטיות מהמגמה ארוכת הטווח התבצע בעזרת שיטת סינון המנכה את כל השינויים שנמצאים בתדירות שאינה אופיינית למחזור הפיננסי עבור כל אחד מהאומדנים שנבחנו; Band Pass Filter¹. לצורך ניכוי המגמה, יש לקבוע טווח תדירויות רצוי שלפיו נשמרות כל התנודות שנמצאות בטווח שהוגדר וכל שאר התנודות מתמתנות². התוצאה המתקבלת היא זיהוי התנהגות מחזורית (סטיות מהממוצע) בטווח שהוגדר. יש לציין שהשיטה אינה מאפשרת זיהוי אמין בתחומי הקצה ויש להתייחס לתוצאות שמבוססות על התצפיות האחרונות בזהירות. כמו כן, יש לזכור שהסנן פועל לניכוי מגמה ארוכת טווח לצורך זיהוי סטיות מהמגמה, אך היה והתרחש שינוי מבני שהביא לשינוי המגמה עצמה, הדבר עלול לגרום לקשיים בזיהוי המגמה והסטיות ממנה.

¹ האינטואיציה מאחורי השיטה היא לנכות את הרעשים (שינויים בתדירות גבוהה) ואת המגמה ארוכת הטווח (שינויים בתדירות נמוכה), כך שהתוצאה היא סטיות מחזוריות מהמגמה ארוכת הטווח בתדירות הרצויה. שימוש בשיטה זו לצורך זיהוי מחזור פיננסי מקובל בספרות, ראו לדוגמה (Meller and Metiu, 2017).

² בעקבות ממצאי המאמר של דניאלי (2016) נקבע טווח תדירויות של 32 עד 80 רבעונים.



(Drehmann et al., 2012) בדקו מספר משתנים פיננסיים אפשריים בשבע מדינות (אוסטרליה, בריטניה, ארה"ב, גרמניה, יפן, נורבגיה ושבדיה) והגיעו למסקנה שהמשתנים האינפורמטיביים ביותר הם האשראי למגזר הפרטי ומחירי הדירות. לצורך זיהוי סטיות (ממגמה ארוכת טווח) החוקרים עשו שימוש ב-Band Pass Filter³.

(Borio, 2014) טוען שהמשתנים המשמעותיים ביותר לתיאור המחזור הפיננסי הם סך האשראי למגזר הפרטי ומחירי הדירות, ושניתן לזהות את המחזור באופן מלא בעזרת שני משתנים אלה. מהמאמר עולה שנקודות השיא במחזור הפיננסי נמצאות ברוב המקרים בסמיכות למשברים פיננסיים (אירועים של סיכון שיטתי במערכת בנקאות). החוקר קובע שהשילוב של פער האשראי (הסטייה של יחס אשראי לתוצר ממגמתו) ופער מחירי הנכסים, יכול לשמש כהתרעה מוקדמת לגבי תקופות של קשיים פיננסיים.

(Grinderslev et al., 2017) ניתחו מדגם של 71 מדינות מפותחות. בהתאם לממצאים המקובלים בספרות, החוקרים התייחסו לשתי תדירויות: תדירות קצרה (המאפיינת מחזורים ריאליים) ותדירות בינונית (המאפיינת מחזורים פיננסיים). החוקרים הגדירו את טווח ערכי הסף לתדירות הקצרה כ-8-44 רבעונים⁴ ואת ערכי הסף לתדירות הבינונית כ-44-120 רבעונים. הם בחרו באשראי הבנקאי ובמחירי הדירות לצורך זיהוי המחזור הפיננסי, בנימוק שאלה המשתנים שמתאימים לזיהוי התדירות הבינונית שמאפיינת את המחזור הפיננסי. החוקרים התייחסו למשתנים נוספים כגון מחירי המניות, התשואות והמרווחים, אך קבעו שמשתנים אלה אינם תורמים לזיהוי התדירות הבינונית.

המאמר מזהה את המחזור הפיננסי בדנמרק ובוחן את פעולת-הגומלין בין המשתנים הפיננסיים לבין התוצר. התוצאות הן שהתוצר, מחירי הדירות והאשראי הבנקאי מתואמים ביניהם, והתנודות בתוצר ובמחירי הדירות מקדימות את התנודות באשראי ב-8 רבעונים.

(דניאלי, 2016) יישמה את המתודולוגיה של (Drehmann et al., 2012) על כלכלת ישראל ואמדה את המחזור הפיננסי והמחזור הריאלי במשק הישראלי. אמידת המחזורים בישראל מאתגרת ממספר סיבות: ראשית, קיים חוסר בנתונים

³ זאת בנוסף לשיטות אחרות שהיו עקביות עם תוצאות של Band Pass Filter.

⁴ הרף של 44 רבעונים מרחיב יחסית לרף המקובל בספרות שעומד על 32 רבעונים. החוקרים טוענים שהרחבת טווח הסינון משפרת את המתאם בין המחזור הריאלי המתקבל, לבין פער תוצר כפי שנאמד על ידי קרן המטבע הבין-לאומית.

ארוכי טווח; תקופת המדגם במאמר הינה 88 רבעונים (1992-2014) בלבד. כתוצאה מכך הגדירה החוקרת את טווח הסינון למחזור הפיננסי ל-80-16 רבעונים. צמצום טווח הסינון מתיישב עם הגישה של (Drehmann et al., 2012), שגם ביצעו התאמות בטווח הסינון. גם לאחר ההתאמה, מדובר עדיין בטווח תדירויות רחב יחסית (אורך מחזור פיננסי ממוצע בספרות הוא 64 רבעונים). שנית, התפתחות ערוץ אשראי חוץ-בנקאי בישראל מאז תחילת שנות ה-2000 ושמהווה היום חלק ניכר משוק האשראי, חולל אצלינו שינוי מבני משמעותי שיכול להשפיע על אופי המחזור הפיננסי ולהקשות על תהליך הזיהוי.

ממצאי המחקר מראים שגם בכלכלת ישראל, יש חשיבות רבה לרכיב הבינוני של המחזור הפיננסי (אף שבישראל הטווח הבינוני הוגדר כאמור באופן שונה). המחקר מוצא שהמחזור הפיננסי בארץ קצר יותר ותנודתי פחות מהמחזורים הפיננסיים ברוב המדינות במדגם של (Drehmann et al., 2012). החוקרת מייחסת את הממצא למשברים בנקאיים בולטים לאחר 1985 במדינות המדגם ומצביעה על כך שבגרמניה, שעברה משבר בנקאי יחיד, יש מאפיינים שדומים למחזור הפיננסי בארץ. בניגוד למתודולוגיה של (Drehmann et al., 2012), שהשתמשו רק באשראי הבנקאי, במחירי הדירות ובמחירי מניות, כללה (דניאלי, 2016) גם את תשואות האג"ח הממשלתיות ואת פרמיית סיכון האג"ח הממשלתיות במערכת המשתנים הדרושה לזיהוי המחזור.

התיבה הנוכחית מזהה את המחזור הפיננסי בישראל על סמך מדגם נתונים מעודכן לתקופה 2018Q4-1992Q3, ובכך מרחיבה את עבודתה של (דניאלי, 2016). הואיל והיעדר נתונים ארוכי טווח הוא אחת המגבלות המשמעותיות בזיהוי המחזור הפיננסי בישראל, ההרחבה משפרת את הניתוח. בהתאם להגדרה של (Borio, 2014), (בשונה מ-דניאלי, 2016), המשתנים ששימשו לזיהוי המחזור הפיננסי במסמך זה הם האשראי ומחירי הדירות⁵, זאת לאור ההסכמה השוררת בספרות שמשתנים אלה מייצגים את ההיבטים של המערכת הפיננסית שרלוונטיים לזיהוי מחזור פיננסי⁶.

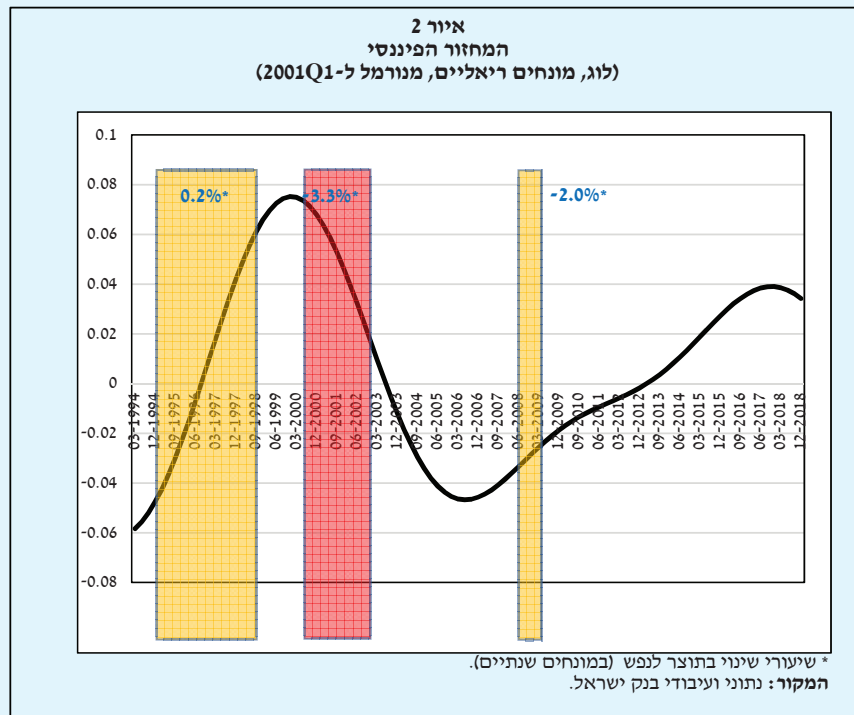
3. חשיבות המחזור הפיננסי לצורך יציבות פיננסית

הספרות על מחזורים פיננסיים (Borio, 2014) ו-(Drehmann et al., 2012) מדגישה את יחסי הגומלין בין המחזור הפיננסי לבין המחזור הריאלי וטוענת שמצבים של צמיחה איטית בפעילות הריאלית (מתחת לממוצע ארוך הטווח) יהיו חמורים יותר, כשהם מתואמים עם צמצום בפעילות הפיננסית. המשמעות היא, שככל שניתן יהיה לזהות את המיקום במחזור הפיננסי, בנוסף על זיהוי המיקום במחזור הריאלי, יוסיף הדבר מידע חשוב הן לצורך ניהול מדיניות מקרו יציבותית והן לניהול מדיניות מוניטרית מתאימה (זיהוי מיקום במחזור הפיננסי עשוי לספק מידע ביחס להתפתחויות הצפויות בתנאי המקרו). יחסי הגומלין בין הפעילות הריאלית לפיננסית, מתוארים בצורה סכמטית באיור הבא.

⁵ בין היתר בגלל החשיפה הגבוהה של המערכת הפיננסית למחירי הדירות.

⁶ נערכה בדיקה שכללה הוספה של מחירי המניות ושיפוע עקום התשואות נוראה שהוספת משתנים אלה לא שיפרה את יכולת זיהוי המחזור.

המחזור הפיננסי בישראל משפיע על עוצמת המחזורים הריאליים.



מאיור 2 ניתן ללמוד שיחסי הגומלין בין המחזור הפיננסי לריאלי מאופיינים בארבעה תרחישים עיקריים: מצב שבו המחזורים מתואמים, כלומר שניהם מאופיינים בעלייה מנקודת שפל לנקודת שיא (או בירידה מנקודת שיא לנקודת שפל) ביחס לממוצע ארוך הטווח, לעומת מצב שבו המחזורים מנוגדים (מחזור אחד נמצא בירידה משיא לשפל בעוד שהאחר נמצא בעלייה משפל לשיא). היה והמחזורים פועלים לחזק אחד את השני, מצב של תיאום בין המחזורים עלול להיות מסוכן. בשעה שהמחזור הריאלי מאופיין במיתון (ירידה משיא לשפל) צמצום של המחזור הפיננסי עלול להעמיק את המיתון הריאלי ולפגוע כך בצמיחה הכלכלית. במקרה שבו מחזור ריאלי מאופיין ב"התחממות יתר" (עלייה משפל לשיא) התרחבות פיננסית עלולה להעצים את הפגיעה ביעילות הקצאת המקורות ובצורה זו לפגוע בצמיחה העתידית. מתיאור זה נובע שזיהוי המחזור הפיננסי (במקביל לזיהוי המחזור הריאלי), יתרום לזיהוי מצבים שבהם סטיות של שני המחזורים מהמגמה, מגבירות אחת את השנייה ועשויות לפגוע בצמיחה על פני מחזורי העסקים.

4. שימוש במחזור הפיננסי לצורך קביעת כרית הון אנטי-מחזורית

ה"ועדה לפיקוח על הבנקאות של מסגרת באזל" קבעה בדצמבר 2010 הנחיות ליישום כלי מדיניות מקרו יציבותית חדש – כרית הון אנטי-מחזורית. הרעיון שעומד בבסיסה של כרית זו הוא לגרום לבנקים להחזיק יחס הון מחזורי, כלומר יחס גבוה בתקופות גאות כך שיוכלו להקטינו בתקופות שפל לשם צמצום הגבלת היצע האשראי בתקופות

אלה. שימוש בכרית הון האנטי-מחזורית דורש זיהוי של המחזור הפיננסי, ומכאן עולה החשיבות לנסות לזהותו הן בפרספקטיבה היסטורית והן בזמן אמת⁷.

5. זיהוי המחזור הפיננסי בישראל

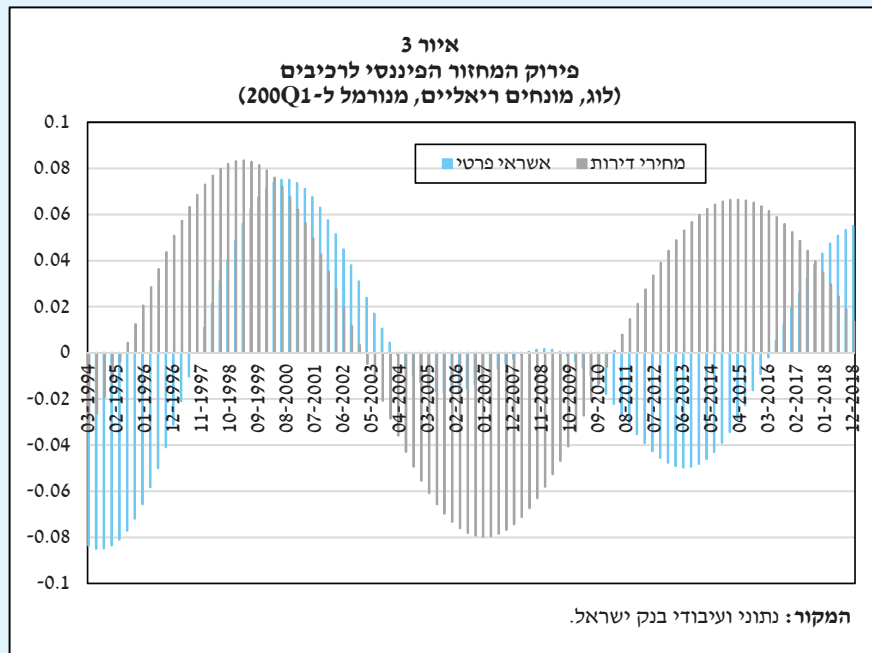
עבודה זו ממשיכה את העבודות הקודמות לזיהוי המחזור הפיננסי שנעשו בבנק ישראל (ראו לדוגמא דניאלי 2016). אפיון המחזור הפיננסי מראה שהמחזור היה בשלב התרחבות עד 1999Q4 ולאחר מכן החל שלב צמצום שהגיע לסופו ב-2006Q2. מאז היה המחזור במגמת התרחבות, שנראה שהתמתנה בתקופה האחרונה - נתון הקצה אף מצביע על אפשרות לתחילת צמצום פיננסי. יחד עם זאת יש להדגיש, ששיטת הזיהוי אינה מאפשרת זיהוי אמין בתחומי הקצה ויש להתייחס לתוצאות שמבוססות על התצפיות האחרונות בזהירות. כמו כן, יש לזכור שהסנן פועל לניכוי המגמה ארוכת הטווח לצורך זיהוי סטיות מהמגמה, אך היה והתרחש שינוי מבני שהביא לשינוי המגמה עצמה, עלול הדבר להביא לקשיים בזיהוי המגמה והסטיות ממנה.

לצורך ניתוח יחסי הגומלין בין הפעילות הפיננסית לריאלית, נעשה שימוש בממצאים של (Djivre, Y., Yakhin, 2011) שאפיינו את מחזור העסקים (המחזור הריאלי) של ישראל. המטרה היא לבדוק האם ניתן לסווג את חומרת המיתונים הריאליים בהתאם למתאם עם המחזור הפיננסי. הכותבים מזהים שלוש תקופות מיתון (ממצאים אלה דומים לממצאים של (Flug, K., Strawczynski, 2007)) שמודגשות באיור 2. שתיים מתוך שלוש תקופות המיתון (-1995Q4, 1999Q1, 2008Q2-2009Q1), מתואמות עם הרחבה פיננסית ומסומנות ברקע צהוב ושמצופים להיות קלים יחסית למיתון שמתואם עם צמצום פיננסי. המיתון האחד (2000Q4-2003Q2) שמתואם עם צמצום פיננסי ומסומן ברקע אדום, ממנו מצופה להיות עמוק יחסית למיתונים האחרים. נראה שהסיווג המתקבל מתואם עם העובדה שהמיתון שסווג ברקע אדום (המיתון של 2000Q4-2003Q2), אכן מאפיין תקופה קשה יותר עבור כלכלת ישראל.

איור 3 מציג פירוק של המחזור הפיננסי לפי התרומות של כל אחד ממרכיביו. הן האשראי והן מחירי הדירות פועלים בדרך כלל באותו כוון, אבל בעיתוי שונה. נראה שהאשראי זו באיחור מסוים ביחס למחירי הדירות, ממצא שתואם את התוצאות של (Grinderslev et al., 2017). ניתן לראות שכל אחד מהמשתנים תורם משמעותית להתפתחות המחזור הפיננסי. נראה שהירידה של מחירי הדירות ב-2001 הובילה את צמצום המחזור הפיננסי ומגמת העלייה של מחיריהן מובילה את התרחבות מחזור זה. חשוב להדגיש שההתייחסות להובלה (lead) ואיחור (lag) היא לעיתוי בלבד, ולא ניתן להסיק מכך קשר סיבתי.

⁷ למעשה, אחת התוצאות האפשריות של יישום כרית ההון האנטי-מחזורית הוא מיתון המחזור הפיננסי על ידי הדרישה להגדלת ההון בתקופות גאות והקטנתה בתקופות שפל. תוצאה זו מבליטה את החשיבות של זיהוי המחזור הפיננסי וניתוח יחסי הגומלין בינו לבין הפעילות הריאלית.

מרכיב מחירי הדיור מקדים את מרכיב האשראי הפרטי במחזור הפיננסי.



סיכום

תיבה זו מציגה את הזיהוי של המחזור הפיננסי בישראל. התיבה מרחיבה את תקופת המדגם ובכך משפרת עבודות קודמות שנעשו בנושא. בחינת יחסי הגומלין בין המחזור הפיננסי לריאלי, מראה שמיתון שהיה מתואם עם צמצום פיננסי, היה עמוק יותר ביחס לתקופות מיתון אחרות (שהיו מתואמות עם הרחבה פיננסית). בחינה של התקופה האחרונה⁸ מראה שהתרחבות המחזור הפיננסי שהחלה ב-2006Q2, התמתנה.

ביבליוגרפיה

- Alessi, L., Detken, C., 2018. Identifying excessive credit growth and leverage. *Journal of Financial Stability* 35, 215–225.
- Borio, C., 2014. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking & Finance* 45, 182–198.
- Claessens, S., Kose, M.A., Terrones, M.E., 2009. What Happens during Recessions, Crunches and Busts? *Economic Policy* 24, 653–700.
- Claessens, S., Kose, A., Terrones, M.E., 2011. Financial Cycles: What? How? When?
- Djivire, Y., Yakhin, Y., 2011. Business Cycles in Israel, 1987-2010: The Facts.

⁸ כפי שמשקף מהנתונים נכון לתקופה בה בוצע הזיהוי.

Drehmann, M., Borio, C., Tsatsaronis, K., 2012. Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!

Flug, K., Strawczynski, M., 2007. Persistent Growth Episodes and Macroeconomic Policy Performance in Israel. The Bank of Israel Economic Review 80, 73–103.

Grinderslev, O.J., Kramp, P.L., Kronborg, A.F., Pedersen, J., 2017. Financial cycles: What are they and what do they look like in Denmark? Danmarks Nationalbank, Copenhagen.

Meller, B., Metiu, N., 2017. The synchronization of credit cycles. Journal of Banking & Finance 82, 98–111.

דניאלי, א, (2016) מחזורים פיננסיים וריאליים בישראל על פי גישתם של Borio et al, סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר, בנק ישראל

דובמן, פ, (2010) מחזורי המיתון בישראל וזעזועים פיננסיים ומקרו-כלכליים - עיתויים ועוצמתם, סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר, בנק ישראל.

תיבה 2: מודלים סטטיסטיים למעקב אחר סיכונים מערכתיים

במסגרת המעקב השוטף אחר התפתחות סיכונים מערכתיים, מנטר בנק ישראל אינדיקטורים שונים שמשמשים כמעין "לוח מחוונים" לזיהוי סיכונים מערכתיים. "לוח מחוונים" זה מורכב הן מאינדיקטורים גולמיים והן מתוצרים של מודלים סטטיסטיים מורכבים, שפותחו בעולם ומיושמים, תוך התאמות נדרשות, גם על המערכת הפיננסית הישראלית. במסגרת תיבה זו נציג שני מודלים מסוג זה ואת התוצאות שלהם.

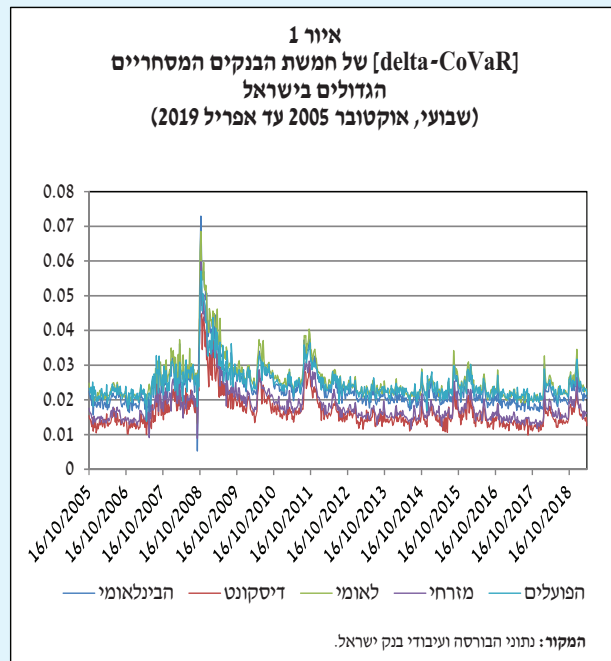
CoVaR (Conditional Value-at-Risk)

מודל זה פותח על ידי Adrian & Brunnermeier (2016) ותכליתו לאמוד את עוצמת הקשר בין מוסדות פיננסיים שונים בתוך המערכת הפיננסית, במצב של אירוע קיצון. טכניקה זו היא פיתוח לטכניקת VaR (Value at Risk) בה משתמשים בניהול סיכונים לחיזוי ההפסד הצפוי בטווח זמן מסוים וברמת הסתברות מסוימת, כשהתלות (Conditional) מדגישה שההסתכלות אינה על הסיכון הבלתי תלוי של מוסד פיננסי, אלא על סיכון זה בהינתן שמוסד פיננסי אחר שרוי במצוקה. המדד, אם כן, מתייחס לקשר בין שני מוסדות, אולם ניתן להרחיב אותו ולנתח כיצד המערכת הפיננסית כולה תושפע מכך שמוסד פיננסי מסוים יחוה אירוע קיצון.

מדד זה אינו מהווה איתות מקדים למצבי משבר, אולם הוא מאפשר לבחון בזמן אמת את תרומתו היחסית של כל מוסד פיננסי לסיכון המערכתי (או לסיכון של מוסד פיננסי אחר) וכך לאפשר למפקחים ולקובעי מדיניות לרכז מאמצים באופן ממוקד יותר במידה ויש בעיה.

לצורך אמידת המודל משתמשים בנתוני תשואות מניה של מוסדות פיננסיים והאמידה נעשית בעזרת רגרסיית אחוזונים, שיטה אקונומטרית שבוחנת את הקשר בין שני משתנים, אולם בניגוד לרגרסיה רגילה בה אנו אומדים כיצד הממוצע של המשתנה התלוי מוסבר על ידי משתנה מסביר כלשהו, ברגרסיה זו אנו אומדים כיצד אחוזון כלשהו (למשל

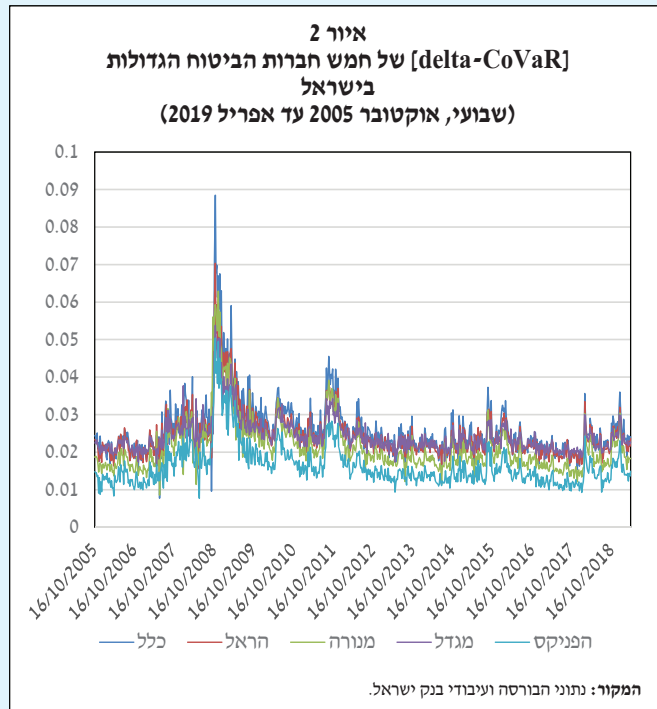
התרומה לסיכון מערכתי של כל בנק איננה שיקוף של גודלו בלבד.



האחוזון ה-95) של המשתנה המוסבר תלוי במשתנה המסביר. אם כן, בעזרת רגרסיית אחוזונים אנו אומדים כיצד אירוע קיצון (קרי, כזה שעשוי להתרחש רק ב-5% מהמקרים) במערכת הפיננסית כולה, תלוי במה שנעשה במוסד פיננסי מסוים, ובפרט במידה שבאותו מוסד התרחש אירוע קיצון. ככל שההשפעה גדולה יותר אנו מסיקים שלאותו מוסד תרומה גדולה יותר לסיכון מערכתי.

יישמנו את המודל האמור על חמשת הבנקים הגדולים, כשהאירועים מוגדרים כתשואה שבועית של המניה של כל אחד מהמוסדות. בתור "המערכת הפיננסית" השתמשנו במדד ת"א-90 (מדד ת"א-75 לשעבר) כיוון שהוא אינו כולל את רוב הבנקים. התוצר של המודל, כאמור, הוא השינוי בערכו של אירוע הקיצון של המערכת הפיננסית (כלומר, השינוי בתשואה השבועית במקרה של אירוע קיצון), כתלות בכך שבמוסד פיננסי מסוים מתרחש אירוע קיצון (כלומר, ירידה חדה בשווי

התרומה הגבוהה יותר של חברות הביטוח לסיכון מערכתי נובעת, ככל הנראה, מפעילותן הרבה בשוק המניות.



המניה שלו), ונקרא בקיצור $[\text{delta-CoVaR}]$. התוצאות מוצגות באיור 1.

ניתן לראות שבכל האירועים המערכתיים (משבר 2008, משבר החובות הריבוניים ב-2011), התרומה של כל הבנקים לסיכון המערכתי עולה, ובאופן כללי יש מתאם גבוה מאוד בין ערכי ה- $[\text{delta-CoVaR}]$ של כל בנק. עם זאת, ההבדל שבין הבנקים מעלה נקודה חשובה. לכאורה היה ניתן לצפות לכך שהתרומה לסיכון מערכתי תהיה זהה לגודל הבנק. אולם, כשבוחנים את שני המדדים ($[\text{delta-CoVaR}]$ לעומת שווי שוק), נראה שהקשר אינו מוחלט. כך למשל, לאורך רוב התקופה יש לבנק דיסקונט את התרומה הנמוכה ביותר לסיכון מערכתי, אף שמדובר בבנק ששווי השוק שלו ברוב התקופה היה השלישי בגודלו. לעומת זאת, הבנק הבינלאומי, היה לאורך כל התקופה הבנק הקטן מבין חמשת הבנקים ובכל זאת תרומתו לסיכון המערכתי היה ברוב הזמן השלישית בגודלה.

באופן דומה, אנו מחשבים את ה- $[\text{delta-CoVaR}]$

של חמש חברות הביטוח הגדולות (איור 2).¹ כיוון שהמונחים זהים, ניתן להשוות בין מדד זה בחברות הביטוח לבין אותו מדד בבנקים. הן הממוצע והן סטיית התקן של ה- $[\text{delta-CoVaR}]$ גבוהים יותר בחברות הביטוח. יתכן שזו תוצאה של העובדה שחברות הביטוח מחזיקות בנכסיהן (בעיקר בתיקים המשתתפים ברווחים של חברות הביטוח) שיעור גבוה מאוד של מניות ועל כן, באופן טבעי, תרומתן לסיכון המערכתי המחושב על בסיס מדדי מניות תהיה גבוהה יותר.

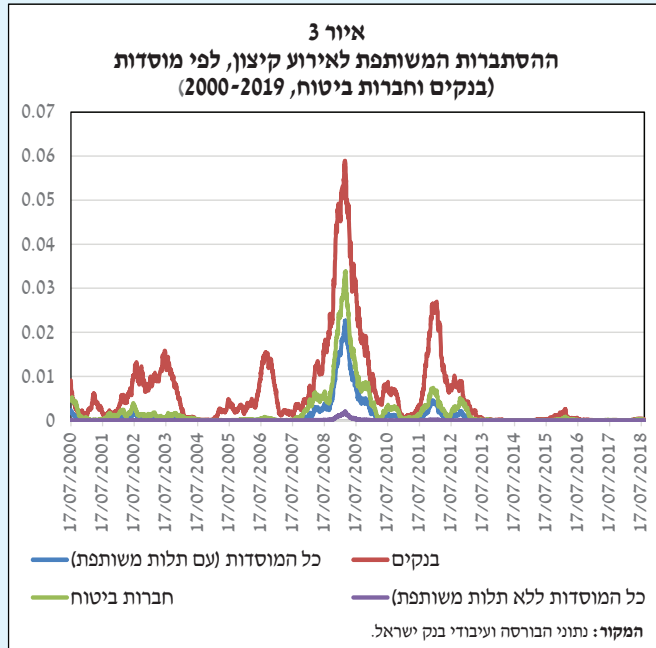
מדדים ליציבות המערכת הבנקאית (גישת ה-CIMDO)

בדומה למדד הקודם, גם גישה זו באה לאמוד את ההשפעות ההדדיות שיש למוסד פיננסי אחד על האחר, אולם הגישה הסטטיסטית שונה. בגישה זו אנו מסתכלים על כל המערכת הפיננסית כתיק נכסים (portfolio) שמקיים מתאם בין הנכסים שבו (קרי, בין הבנקים). לכן, הביצועים של "תיק הנכסים" תלוי הן בביצועים של כל מוסד בנפרד אך גם במתאמים הקיימים בין ביצועי המוסדות לבין עצמם. היות והמטרה של כלי זה היא הערכת סיכונים מערכתיים, אנו מעוניינים במיוחד באירועי הקיצון השליליים האפשריים של "התיק", בתלות ההדדית בין המוסדות ובהבנה כיצד תלות זו יוצרת ערוץ שבה זעזוע למוסד פיננסי אחד עלול להתפתח לפגיעה במוסד פיננסי אחר - ואף למערכת כולה.

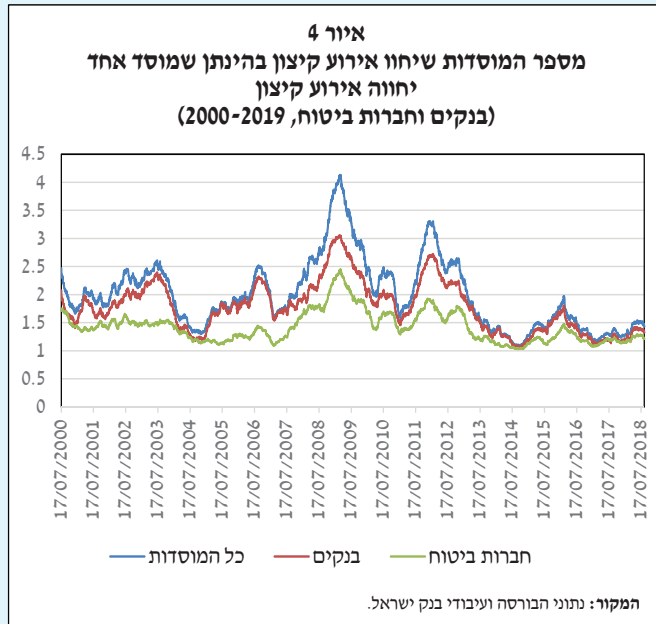
הנתונים הנדרשים ליישומו של כלי זה הם תשואות המניות של כל מוסד פיננסי. הסף שמגדיר אירוע קיצון הוא האחוזון ה-1 של שיעורי השינוי של כל המניות על פני כל השנים וההסתברות להתרחשותו של אירוע כזה נאמדת על פני תקופה

¹ ליתר דיוק של חברות האחזקה (הציבוריות) של חברות הביטוח.

התלות ההדדית הקיימת בין חברות הביטוח לבנקים מעלה את ההסתברות של שני סוגי המוסדות לחוות אירוע קיצון בו זמנית.



התלות ההדדית בין בנקים גבוהה מזו שבין חברות הביטוח ועל כן אירוע קיצון בבנק אחד יגרם ליותר בנקים לחוות אירוע קיצון.



מתגלגלת של 125 יום. בעזרת הנחה מוקדמת על צורת ההתפלגות של תשואות המניה והפעלת אלגוריתם שמזהה את יחסי התלות ההדדיים בין תשואות המניה של המוסדות הפיננסיים השונים², ניתן לייצר את הצורה של ההתפלגות המשותפת של תשואות המניה.

התפלגות זו היא הבסיס למגוון גדול של הסתברויות להתרחשות אירועי קיצון. מעבר להסתברות הייחודית לכל מוסד פיננסי, ניתן לחשב בעזרתה גם סידרה של מדדים לסיכונים מערכתיים. למשל, ניתן לחשב את ההסתברות לכך שאירוע קיצון במוסד פיננסי מסוים, יתגלגל לאירוע קיצון במוסד פיננסי אחר, שמספר מוסדות יפלו בו זמנית, שלפחות מוסד אחד (כלשהו) נוסף, יפגע במידה ומוסד מסוים נפגע, כמות המוסדות שעלולים להיפגע במידה ומוסד אחד נפגע ועוד.

יישמנו את המתודולוגיה האמורה לעיל על חמשת הבנקים וחמש חברות הביטוח וגזרנו מספר רב של מדדים לסיכון מערכתי. כך למשל, מוצגת באיור 3 ההסתברות המשותפת לנפילת כלל המערכת הבנקאית (דהיינו, שתשואת המניה של כל הבנקים וחברות הביטוח תחצה באופן סימולטני ערך שלילי קיצוני במיוחד). מהאירוע עולה שהסיכון של הבנקים היה גבוה מזה של חברות הביטוח לאורך כל התקופה הנסקרת, ובמיוחד בשיא המשבר הפיננסי של 2008 ובתקופת משבר החובות האירופי (אמצע 2011). כמו כן, נראה שההסתברות של התממשות אירוע קיצון מערכתי בבנקים גבוהה יותר מזו של חברות הביטוח. הקו הכחול מייצג את התלות המשותפת בין שני סוגי המוסדות, כלומר ההסתברות שכולם יפלו בו זמנית בהתחשב בתלות ההדדית שיש בין סוגי המוסדות. הקו הסגול, לעומתו, מייצג את אותה

² השיטה נקראת: Consistent Information Multivariate Density Optimization והיא פותחה ויושמה על ידי Segoviano & Goodhart, 2009 ו-Basurto & Espinoza, 2017.

הסתברות במקרה ולא הייתה תלות הדדית בין סוגי המוסדות. מכך שהקו הכחול גבוה מהאפור ניתן להסיק שאכן קיימת תלות הדדית בין סוגי המוסדות, וזו באה לידי ביטוי בעיקר בתקופות משבריות.

בתמונה המשלימה אנו שואלים מה יקרה היה ויתממש אירוע קיצון שיגרם לנפילת מוסד פיננסי אחד – כמה מוסדות יפלו בעקבותיו? גם כאן (איור 3) אנו רואים תוואי דומה עם אותם הבדלים בין שני סוגי המוסדות: להתממשות סיכון בבנקים השלכות גדולות יותר על שאר הבנקים, ובזמן המשבר הפיננסי, לו היה נופל בנק אחד, היו נופלים יחד איתו עוד שלושה בנקים, בעוד שנפילת חברת ביטוח אחת, גוררת אחריה רק 2 חברות ביטוח. תוצאה זו, וגם קודמתה, מעידה על כך שהקישוריות וההדבקה גדולים יותר במערכת הבנקאית מאשר בחברות הביטוח, לפחות כפי שנגזר מתנועת המניות.

תוצר נוסף שניתן להפיק מהמודל הוא ההשפעה ההדדית שיש למוסד אחד על משנהו. כשיורדים לרמת המוסד הבודד, ניתן לגזור בכל תקופה מהו המוסד המדבק ביותר ומהו המוסד הפגיע ביותר: המוסד המדבק ביותר הוא זה שההסתברות (הממוצעת) של כל אחד מהמוסדות האחרים להיפגע בעקבות פגיעה בו היא הגדולה ביותר; המוסד הפגיע ביותר הוא זה שההסתברות (הממוצעת) שלו להיפגע בהינתן שכל אחד מהמוסדות האחרים (בנפרד) נפגעו היא הגדולה ביותר.

ביבליוגרפיה:

- SRC Discussion .Basurto, M. A. S., & Espinoza, R. A. (2017). Consistent Measures of Systemic Risk paper No. 74.
- Goodhart, C. A. E., & Segoviano, M. A. (2009). Banking stability measures (No. 627). International Monetary Fund.
- Adrian, T., & Brunnermeier, M. K. (2016). CoVaR. The American Economic Review, 106(7), 1705.