

פרק ד'

מקורות המימון למשק

- יתרת מקורות המימון למגזר העסקי הלא-פיננסי התאפיינה בצמיחה חזקה בשנת 2021, תוצאה של עלייה בביקוש על רקע התגברות הפעילות הריאלית – במיוחד בענפי הבנייה והנדל"ן ובענף ההיי-טק – לצד עלייה בהיצע בעקבות צעדים רגולטוריים.
- החוב העסקי צמח בשיעור חד, ועמו עלה יחס החוב העסקי לתוצר. עם זאת היחס נשאר נמוך בהשוואה בין-לאומית. ייתכן שחלק מההסבר טמון בפעילות של חברות בין-לאומיות, בעיקר באירופה.
- העסקים הגדולים והבינוניים הובילו את גיוסי האשראי העסקי הן בערוץ הבנקאי, שבו בלט ענף הבינוני בשיעורי צמיחה גבוהים, והן בערוץ החוץ-בנקאי. עסקים קטנים קיבלו פחות אשראי מאשר חברות בינוניות וגדולות.
- על רקע עליית מחירי הנכסים הפיננסיים התגבר גל ההנפקות בבורסה. שיעור משמעותי של החברות שהנפיקו הן חברות היי-טק. בגיוסי ההון של הענף תמכו הצמיחה המהירה של הביקוש לטכנולוגיה עילית וסביבת הריביות הנמוכה.
- האחזקות במישרין של משקי הבית באג"ח קונצרניות ובמניות גדלו בתקופת משבר הקורונה, והן דומות מבחינת סדרי-הגודל לשיעור נכסי הסיכון הללו שמוחזק על-ידי משקי הבית בעקיפין באמצעות קרנות הנאמנות. המשמעות היא שהסיכון למכירות בהיקפים משמעותיים במקרה של משבר גבוה יותר מכפי שעולה מהתבוננות רק באחזקות של קרנות הנאמנות בנכסי הסיכון.
- חוב משקי הבית לדיוור צמח בחדות, תוך עלייה של גודל המשכנתה הממוצעת, על רקע האצת עלייתם של מחירי הדיור.
- למרות התגברות אי-הוודאות הקשורה למשבר עלתה רמת המינוף במשכנתאות; בפרט גדל משקל המשכנתאות ברמת המינוף המרבית המותרת על פי הוראות הפיקוח על הבנקים.
- על רקע התאוששות המשק הצטמצמה פעילות התוכניות התומכות בהגדלת היצע האשראי לעסקים קטנים – תוכניות שהופעלו במסגרת ההתמודדות עם משבר הקורונה: הקרנות בערבות המדינה וההלוואות המוניטריות של בנק ישראל שהגיעו למיצוי.
- בשנת 2021 עברה בחקיקה רפורמה חשובה בשוק ההון, שמבטלת את אפשרות ההשקעה של קרנות הפנסיה באג"ח מיועדות ומציעה כחלופה הבטחת תשואה ל-30% מתיק הנכסים. עקב ביטול אפשרות ההשקעה באג"ח מיועדות יצטרכו קרנות הפנסיה להשקיע את הכסף שהופנה לאפיק זה באפיקים אחרים. ניתוח תרחישים מראה שתיתכן התגברות של ההשקעות בחו"ל שתגדיל את שיעור הנכסים הזרים בתיק.

1. מבוא וההתפתחויות העיקריות

פרק זה עוסק בניתוח השינויים במקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי (משקי הבית והעסקים) בישראל. המימון משמש את משקי הבית ואת המגזר העסקי לצריכה והשקעה, ומכאן חשיבותו הרבה לפעילות הכלכלית. נתאר את השינויים המרכזיים שהתרחשו בחוב של המשק בשנת 2021, ונעמוד על הקשר שלהם למגמות ארוכות טווח בפעילות הכלכלית.

ההתפתחות המרכזית בשנת 2021 הייתה עלייה חדה של מחירי הנכסים. הדבר בא לידי ביטוי בעליית מחירי הדיור – ועל רקע זה צמיחה חדה של האשראי לדיור ולענפי הנדל"ן והבינוי – וגם בעליית מחירי הנכסים הפיננסיים. זו תמכה בגל הנפקות חסר תקדים בבורסה הישראלית, אשר גיוון את מקורות המימון במשק, שכן רכיב ההון הפך להיות משמעותי הרבה יותר מאשר בשנים קודמות.

הפעילות הכלכלית בשנת 2021 התנהלה על רקע רמה משתנה של תחלואת הקורונה. הפעילות הייתה נמוכה בתחילת השנה, בהשפעת הגל השלישי, עברה לצמיחה חזקה לאחר סיום הגל, והתייצבה עם תחילת הגל הרביעי, אשר הביא להחזרת חלק ניכר מהמגבלות אבל ללא הטלת סגר. (להרחבה על הפעילות הריאלית ראו פרק ב' בדוח זה). בסך הכול ניתן לומר שבשנת 2021 הפעילות הכלכלית התאוששה מאוד ביחס לפעילות בשנת 2020, והמשק הראה יכולות הסתגלות והתאוששות מרשימות.

עם עליית מחירי הנכסים והתאוששות הפעילות הריאלית פעלה המערכת הפיננסית (שנועדה לתמוך בפעילות הריאלית) בהיקף גבוה ביחס לשנים הקודמות. היכולת לגייס אשראי חזרה לרמות ששררו לפני המשבר, להוציא ענפים פגיעים במיוחד, כגון ענף המלונאות, שבו הקשיים בגיוס אשראי נמשכו במהלך השנה. רמת הפעילות הגבוהה של המערכת הפיננסית היא תוצאה של התרחבות היצע האשראי, עקב צעדים רגולטוריים וירידה של עלויות גיוס ההון, לצד עלייה של הביקוש לאשראי על רקע עליית מחירי הנכסים והתגברות הפעילות הריאלית (במיוחד בענפי הבנייה והנדל"ן).

החוב הפרטי – הן החוב העסקי והן זה של משקי הבית, הן הבנקאי והן החוץ-בנקאי – צמח השנה בקצב גבוה משמעותית ביחס לשנים הקודמות. כל מגזרי העסקים הגדילו את החוב לבנקים בשיעורים גבוהים, אולם בלטו בכך במיוחד העסקים הגדולים והבינוניים. יתרת החוב לבנקים עברה את היתרה למלווים החוץ-בנקאיים, לראשונה מאז 2014. ענף הבינוי וענף פעילויות הנדל"ן (שעוסק בעיקר בהשכרת משרדים) בלטו בקצב צמיחה גבוה של יתרת החוב, אך נבדלו באופן המימון: הבנקים היו מקור המימון העיקרי של ענף הבינוי, ואילו ענף פעילויות הנדל"ן התממן בעיקר דרך הערוץ החוץ-בנקאי.

הצמיחה החדה של החוב התבטאה גם בעלייה של יחס החוב העסקי לתוצר. זו מוסברת בעיקר בעלייתו של רכיב החוב העסקי, על רקע גידול ההשקעה בנכסים קבועים במשק וירידה בקושי לגייס אשראי. ואולם גם לאחר העלייה יחס החוב לתוצר בישראל עדיין נמוך בהשוואה בין-לאומית. סוגיית היחס הנמוך של החוב העסקי לתוצר בישראל נדונה בתיבה ד-1 בהמשך הפרק לאור נתונים חדשים, המאפשרים להציע הסבר נוסף לתופעה.

נוסף על תיאור המגמות העיקריות שאפיינו את החוב העסקי ואת החוב של משקי הבית במהלך השנה תיבה ד-4 בפרק דנה בשינוי משמעותי בתחום החיסכון ארוך הטווח – רפורמת הפסקת הנפקתן של האג"ח המיועדות. אג"ח מיועדות הן אג"ח שהממשלה מנפיקה לגופי החיסכון ארוך הטווח – בעיקר קרנות הפנסיה החדשות – לצורך הבטחת התשואה של חלק מהחסכונות. במקום האג"ח המיועדות יונהג מנגנון "מבטיח תשואה", מה שעשוי להשפיע על אופן הקצאת הנכסים בתיק המנוהל של הקרנות. הפרק בוחן מספר תרחישים לכך ודן בהשלכות של כל תרחיש.

על רקע העלייה של מחירי הדיור צמח האשראי לדיור ולענפי הבינוי והנדל"ן. על רקע עליית מחירי הנכסים הפיננסיים התרחש גל הנפקות חסר תקדים בבורסה הישראלית.

על רקע מצב התחלואה המשתנה המשיכו לפעול הקרנות בערבות המדינה, שהוקמו בשנת 2020 כדי לתת מענה לקשיי הנזילות של העסקים, ולשם כך סיפקו אשראי בתנאים נוחים. בזמן הסגר השלישי, בתחילת שנת 2021, גדל ההיקף השבועי של הבקשות החדשות לאשראי, אולם לאחר היציאה מן הסגר וחידוש הפעילות התהפכה המגמה, והחלה ירידה. זו נמשכה לאורך כל השנה, ולוותה בירידה של היקף האשראי החדש שנתי. הרקע להתמתנותה של פעילות הקרנות היה חזרה לפעילות וירידת הקושי התזרימי. על כך ניתן ללמוד מירידת הקושי בגיוס אשראי באותה תקופה, ועל רקע זה ירידה של הביקוש לאשראי.

בשנת 2021 הפסיק בנק ישראל את השימוש בכלי המוניטרי שהפעיל ב-2020 – מתן הלוואות לטווח ארוך לבנקים – שמטרתו העיקרית הייתה הגדלת היצע האשראי לעסקים קטנים וזעירים. מטרה נוספת הייתה שרמיתה הנמוכה של הריבית תתבטא גם במחיר ההלוואות למגזרי פעילות אלו. השימוש בכלי הופסק לאחר שהוקצו במסגרת התוכנית 40 מיליארד ש"ח, כך שהכמות אשר תוכננה הגיעה למיצוי ביולי 2021.

בשנים האחרונות חלה התקדמות משמעותית בצמצום חסמים לתחרות בעקבות יישום שינויים רגולטוריים רבים אשר צפויים להמשיך ולהשפיע להגברת התחרות בשוק הפיננסי. בין הצעדים המשמעותיים שיושמו נציין את הורדת העמלות הצולבות, הורדת דרישות הון להקמת בנק, קידום הנגשה של מידע לשחקנים הפיננסיים ("בנקאות פתוחה"), הקמת מאגר נתוני האשראי וה"מעבר בקליק" בין הבנקים.

בנוסף לצעדים אלה, ובמסגרת החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל מתנהלת בשוק האשראי הצרכני ובשוק האשראי העסקי רפורמה שמטרתה להגביר את התחרות הן בתחום הצרכנות והן בתחום העסקים הקטנים, ובמסגרתה מכרו הבנקים הגדולים את החזקותיהם בחברות כרטיסי האשראי. כללי הרפורמה יושמו לעת עתה לגבי "בנק הפועלים" ו"ישראכרט", ו"בנק לאומי" ו"מקס". בתחילת 2023 אמור שר האוצר, בעצה אחת עם נגיד בנק ישראל, להחליט אם יש צורך בהפרדת "כ.א.ל." מ"בנק דיסקונט". כללי הרפורמה קבעו כי מסגרות האשראי לצרכנים של הבנקים הגדולים יקוצצו באופן זמני ומשמעותי – במטרה לאפשר את המעבר של מסגרות האשראי לחברות כרטיסי האשראי שהופרדו¹. תפקיד נוסף של הוועדה הוא לבדוק האם אוסף השינויים שנעשו בשנים האחרונות הביא בפועל להגברת התחרות. על פי בדיקה שפורסמה בדוח ועדת היישום השלישי, מאוגוסט 2021, הייתה התקדמות בתחרות הן בתחום הצרכני והן בתחום העסקים הקטנים. הבדיקה התבססה על התקופה שלפני הקורונה מפאת הקושי לבודד את נושא הסיכון בתקופת המשבר. אחד הממצאים שמתייחס לתקופה זו, שמעיד על הגברת התחרות בתחום הצרכני, מוצג במחקרם של בנק, שגב ושטון (2022)²; החוקרים מצאו ש"פרמיית הלקוח השבוי" (תוספת הריבית שצרכן אשראי משלם לבנק שבו מתנהל חשבון העו"ש שלו) ירדה לאחרונה, מאז הופעל מאגר נתוני האשראי.

2. החוב העסקי

החוב העסקי צמח בחדות במהלך שנת 2021 הן בערוץ הבנקאי והן בערוץ החוץ-בנקאי. הריביות הבנקאיות על החוב שמרו במהלך השנה על יציבות, בענפים השונים ובכל גודלי העסקים – וזאת במקביל לעלייה מסוימת של תשואת האג"ח הממשלתיות הלא צמודות לתקופה של שנתיים. (רוב החוב העסקי נלקח לתקופות קצרות – עד שנתיים). העלייה של כמות האשראי לצד יציבות

¹ שני הבנקים הגדולים נדרשו לקצץ 45% ממסגרת האשראי בכרטיסי האשראי לכל אחד מלקוחותיהם על פי רמתן בסוף 2015, תוך קביעת סכום-רף מינימלי שישאר – 7,500 ש"ח לחודש. על פי החלטה שהתקבלה לאחרונה בוועדת הכלכלה של הכנסת הם ידרשו לקצץ 5% נוספים ב-2022.

² המחקר עתיד להתפרסם כנייר עבודה באתר בנק ישראל.

לוח ד'-1: אפיקי הגיוס של המגזר העסקי
מיליארדי ₪, מחירים שוטפים

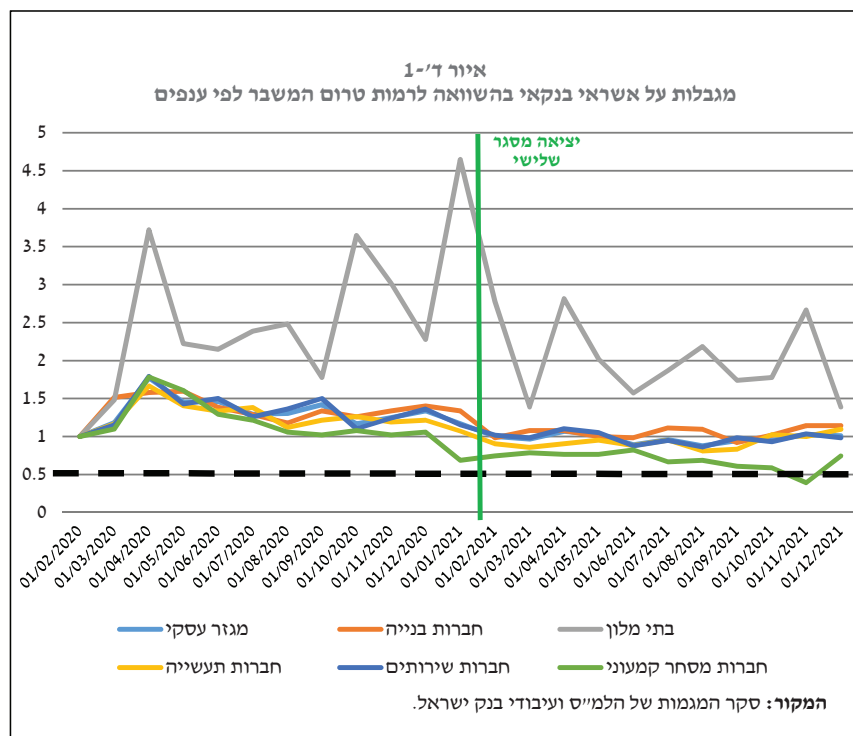
שינוי ביתרה, במהלך		יתרות, סוף תקופה, מיליארדי ₪						
2020	2019	12-2021	9-2021	6-2021	12-2021	12-2020	12-2019	
6.4%	4.7%	574	538	516	574	488	459	1. הלוואות מהבנקים
3.8%	0.1%	235	229	217	235	212	205	2. אג"ח סחירות בישראל
-3.2%	8.0%	112	112	113	112	112	116	3. אג"ח לא סחירות והלוואות לא בנקאיות ¹
-0.5%	11.2%	88	86	86	88	86	87	מזה: הלוואות מהגופים המוסדיים
-5.0%	1.3%	181	183	186	181	168	177	4. חוב שגויס בחו"ל ²
-11.3%	3.0%	139	141	143	139	133	150	מזה: הלוואות מתושבי חוץ
30.1%	-7.0%	43	42	43	43	35	27	מזה: אג"ח
2.6%	3.4%	1103	1062	1032	1103	981	956	סך החוב של המגזר העסקי

¹ מורכב מהלוואות ממוסדיים ומחברות כרטיסי אשראי. עד אוגוסט 2013. סעיף הלוואות מובטחות במשכנתה מגופים מוסדיים שוייך לחוב של משקי הבית.

² כולל אחזקות באג"ח של חברות ישראליות בחו"ל והלוואות מחו"ל.
היתרה המדווחת עבור אשראי מתו"ח למגזר העסקי מבוססת על דיווחים של חברות עסקיות במשק הישראלי.

המחירים עשויה להצביע על גידול הן של היצע האשראי (עקב שחרור ממגבלות) והן של הביקוש לו (עקב עליית מחירי הנכסים והתגברות הפעילות).
ניתוח ענפי של החוב העסקי מראה שהצמיחה החדה התרכזת בענפי הבינוי והנדל"ן, וזאת על רקע שינויים רגולטוריים ושחרור המגבלות של השנים האחרונות (כפי שמתואר בפרקי ד' של דוחות בנק ישראל לשנים 2019 ו-2020 ובחלק על החוב העסקי הבנקאי בפרק זה). לעומת זאת, הענפים שרגישים יותר להשפעות התחלואה ולמגבלות המשיכו לחוות קשיים בגיוס אשראי, ובמיוחד בתקופות הסגרים. הקושי בגיוס אשראי חזר לרמתו טרם המשבר, אך בענף המלונות הוא נותר גבוה יותר מאשר אז (איור 1).

האשראי לענפי הבינוי והנדל"ן צמח בשיעור חד על רקע הקלה במגבלות בשנים האחרונות. לעומת זאת הענפים הרגישים יותר למגבלות הבריאותיות, (כגון ענף המלונות, המשיכו להתקשות בגיוס אשראי.



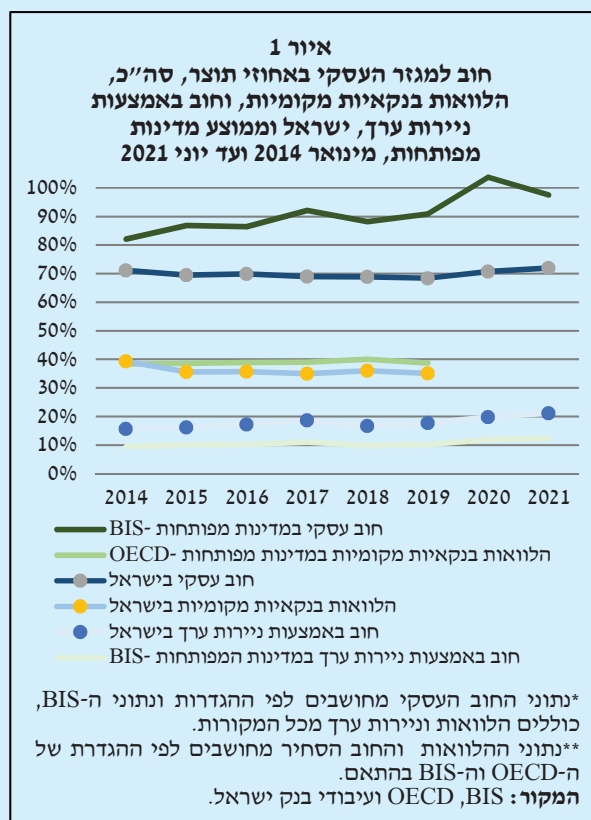
תיבה ד'-1: יחס החוב העסקי לתוצר בהשוואה בין-לאומית

- יחס החוב העסקי לתוצר בישראל נמוך בהשוואה בין-לאומית, והפער עמד ב-2021 על 26 נקודות אחוז.
- התפיסה הרווחת היא שהמאפיינים של מבנה המשק והרמה הנמוכה יחסית של פעילות נותני האשראי החוץ-בנקאיים המקומיים הם הגורמים המרכזיים לפער בין ישראל למדינות המפותחות ברמתו של יחס החוב העסקי לתוצר.
- בתיבה זו אנו מציעים הסבר נוסף לפער – פעילותן של חברות בין-לאומיות, המושפעות מהבדלים בשיטת המיסוי בין ישראל למדינות אחרות, בעיקר באירופה.

יחס החוב העסקי לתוצר בישראל, שאמור לבטא את כמות האשראי שהחברות העסקיות נוטלות ביחס להיקף הפעילות הכלכלית, נמוך בהשוואה בין-לאומית (איור 1). הפער בין ישראל למוצע המדינות המפותחות עמד ב-2021 על 26 נקודות אחוז. רמתו הנמוכה יחסית בישראל בהשוואה למדינות המפותחות האחרות מעסיקה את מקבלי ההחלטות, משום שהיא מעלה שאלות בדבר קשיים של חברות ישראליות במימון פעילותן. בניתוחים שבאו להסביר את הפער ביחס החוב העסקי לתוצר בין ישראל לעולם הועלו מספר סיבות – בהן השיעור הגבוה של ענף השירותים וחברות ההיי-טק,

המאפיינים ברמות חוב נמוכות יחסית, בתוצר הישראלי, חוק הריכוזיות ותהליך פירוק הפירמידות. תהליך זה הביא למגמת ירידה של החוב, משום שהוא צמצם את רכישתן של חברות, ועמה – את השימוש בהלוואות לשם למגמת הירידה של שימוש החברות הציבוריות בחוב, משנת 2008 ואילך, תרמה גם מגמת עלייה במקורותיהן הפנימיים. (להרחבה בסוגיות אלו ראו דוחות בנק ישראל לשנים 2018 ו-2019). בתיבה זו נציג גורם נוסף שעשוי להסביר את הפער בין ישראל לעולם ברמת החוב העסקי – פעילותן של חברות בין-לאומיות. אלה בוחרות ליטול בישראל פחות אשראי מאשר בחו"ל תוך ניצול הבדלי המיסוי בין ישראל למדינות אחרות.

בחינתן של רמות החוב העסקי בישראל ובמדינות המפותחות לפי מקור האשראי מראה שהחוב באמצעות ניירות ערך בישראל אינו נמוך מאשר בהן, ואפילו גבוה בכ-9 נקודות אחוז תוצר מהמוצע של המדינות המפותחות (נתוני ה-BIS¹; איור 1). נוסף על כך מלמדת השוואת הנתונים של ישראל לנתוני ה-OECD על סך ההלוואות של המדינות המפותחות למגזר העסקי מבנקים מקומיים² שסך ההלוואות של ישראל ממקורות מקומיים נמוך בכ-4 נקודות אחוז מזה של המדינות

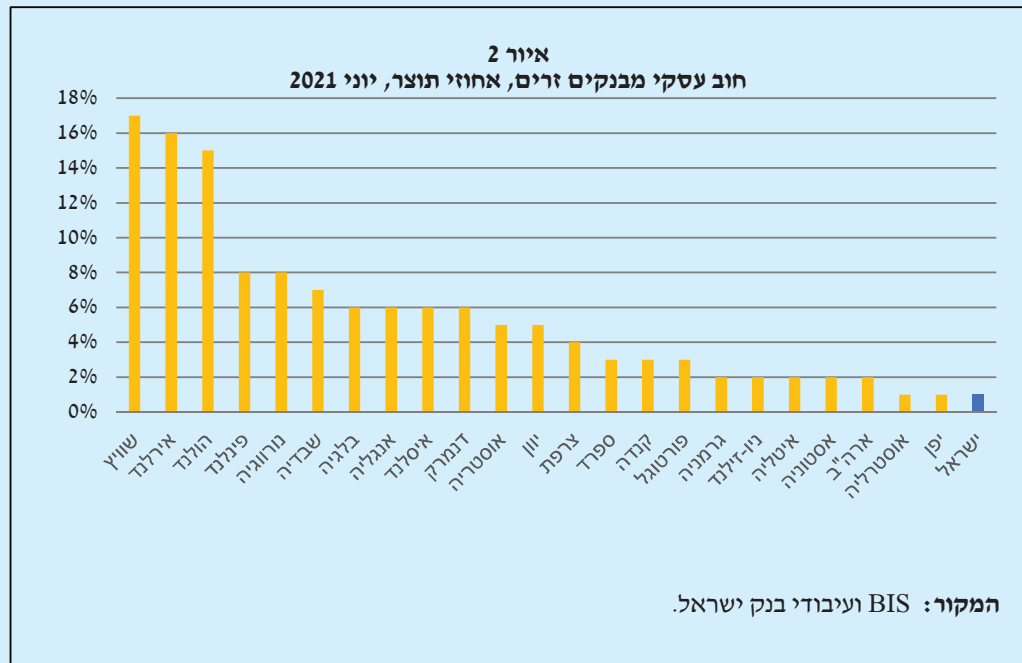


¹ <https://stats.bis.org/statx/srs/table/c1>

² ההגדרה של ה-OECD שונה מעט מההגדרה של ה-BIS, שעל בסיסה מחושב סך החוב העסקי ביחס לתוצר. ההגדרה של ה-OECD לא כוללת את האשראי מחברות קשורות ומחולל. ולכן מאפשרת בחינה של נושא זה. שוני אחר בהגדרות נובע משיטה חשבונאית אחרת והגדרה שונה במקצת של גופים במגזר העסקי. בישראל הנתון לא כולל את החוב לענף השירותים הפיננסיים.

המפותחות (איור 1).³ מכאן שמרבית הפער בחוב העסקי בין ישראל לעולם נובע מה"שארית" – שעיקרה הלוואות מגופים חוץ-בנקאיים פיננסיים ולא-פיננסיים או הלוואות מחו"ל. הגופים הפיננסיים החוץ-בנקאיים בישראל פחות מפותחים מאשר בעולם, ולכן נותנים אשראי מועט יחסית, תופעה שככל הנראה מסבירה חלק מהפער ב"שארית" בין ישראל לבין העולם. נושא זה נידון לאחרונה בתיבה "התפתחות הסיכונים בפעילותם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים" שבדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021, וכן בדוח על תוכנית בנק ישראל להאצת הצמיחה במשק⁴ ובדוח בנק ישראל לשנת 2019. בתיבה הנוכחית נבחן גם רכיבים אחרים המשפיעים על ה"שארית".

רכיב אחד שיש לנו עליו מידע בהשוואה בין-לאומית הוא החוב לבנקים זרים. לפי נתוני ה-BIS רמת האשראי המתקבל מבנקים זרים בישראל נמוכה ביחס לרמתו בעולם (איור 2). הפער בין החוב העסקי לבנקים זרים בישראל לבין ממוצע המדינות המפותחות הוא 4 נקודות אחוז. פער זה אינו יכול אפוא להסביר את מרבית הפער ביחס החוב העסקי לתוצר, אף שהשפעתו אינה זניחה.



רמתו הנמוכה יחסית של יחס החוב העסקי לתוצר בישראל מושפעת מהנגישות של בנקים זרים (למשל מהרחוק הגיאוגרפי ומהבדלי שפה), וככל הנראה גם מהבדלים במיסוי. בעת קבלת הלוואה מחו"ל מנוכה בישראל מס במקור מהריבית שגובה הבנק הזר, וזה מגלגל את העלות אל נוטל האשראי באמצעות העלאת הריבית. מחיר מוגדל זה מקשה על חברות ישראליות ליטול האשראי מחו"ל. בדיקה של מערכת המס באירופה⁵ מראה שבמדינות אלו יש פטור מניכוי מס במקור על הריבית (הפטור וההכרה בהוצאות המימון מוגבלים בתקרות) גם בארצות הברית יש פטור מניכוי מס במקור על הריבית.

³ כאשר בוחנים את רמת החוב העסקי שמקורו בבנקים מקומיים מנתוני ה-ECB לפי מדגם של מדינות אירופיות (ECB statistics) מתקבלת תמונה דומה: רמת החוב בישראל נמוכה בכ-7 נקודות אחוז מהממוצע של החוב הבנקאי המקומי במדינות אלו.

⁴ <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/16-6-21.aspx>

⁵ Ruud A. de Mooij, Shafik Hebous. 2017. "Curbing Corporate Debt Bias". IMF Working Paper No. 17/22

החשיבות של ניכוי מס במקור על הריבית עולה גם מתזכיר חוק שפורסם ביולי 2021, במטרה להביא להנהגת פטור מניכוי זה בהלוואות מחו"ל למגזר ההיי-טק בישראל. הטיעון הוא ששוק ההלוואות המקומי בתחום ההיי-טק אינו מפותח, וניכוי המס מקשה עליו להשיג אשראי מחו"ל, מצב שבעטיו חברות היי-טק מתממנות בחוב ברמה זניחה בהשוואה בין-לאומית (טיטוט הצעת-מחליטים: "תוכנית לקידום חדשנות צמיחת ענף ההייטק וחיזוק המובילות הטכנולוגית והמדעית"). עם זאת, מטרתו של ניכוי המס במקור היא למנוע מחברות ישראליות תכנוני מס והעברת הכנסות לחו"ל. הסבר נוסף שאנו מציעים כאן לפער ב"שארית" בין ישראל לבין העולם נעוץ בפעילותן של חברות בין-לאומיות בעולם, המביאה לשיעור גבוה של חובן העסקי, ובפרט של החוב לחברות הקשורות אליהן⁶; זאת בעיקר על רקע הפטור מניכוי מס במקור במדינות אירופה, המאפשר למגזר העסקי בהן ליטול חובות מחו"ל ללא אובדן הכנסות. בדוחות ה-Financial Stability Review של ה-ECB⁷ מוזכר כי במדינות אירופה המבנה התאגידי כולל פעילות ענפה של הלוואות מחברות הקשורות לחברות בין-לאומיות, ומאחר שהנושים של חוב זה הם החברות הקשורות, שהן בעלות אינטרס כלכלי משותף עם החברה נוטלת ההלוואה, סיכון-המינוף ממנו נמוך יחסית. חברות במדינות שבהן רמת מס ההכנסה גבוהה ייטו לקחת חוב כדי ליהנות מן הפטור מניכוי המס על ההוצאה. על רקע פטור זה הלוואות מחברות קשורות במדינות זרות נפוצות באירופה. במקרים רבים אותן מדינות זרות הן מרכזים פיננסיים. נראה שהחברות במדינות אלה משיגות את המימון להלוואות שהן נותנות לחברות הקשורות אליהן באמצעות הפעילות הפיננסית המקומית, ולכן במדינות שהן מרכזים פיננסיים עלולה להיווצר ספירה כפולה של החוב הלאומי, כך שרמתו הרשומה גבוהה מזו האמיתית. נכון לרבעון השני של 2021 (נתוני BIS) עשר המדינות שבהן שיעור החוב העסקי הוא הגבוה ביותר הן לוקסמבורג, הונג-קונג, שבדיה, אירלנד, צרפת, סין, הולנד, בלגיה, נורבגיה ושווייץ. שיעור החוב העסקי במדינות אלו הוא בין 322 אחוזי תוצר ל-146 אחוזי תוצר (פי שניים ויותר מאשר בישראל). מדינות אלו מאופיינות בשיעור גבוה של פעילות חברות בין-לאומיות, וחלקן ידועות כמרכזים פיננסיים. נראה כי פעילות זו מעלה בהן את היחס הרשום של החוב העסקי לתוצר.⁸ אף שאין נתונים על החוב העסקי לחברות קשורות, ניתן ללמוד על נפח פעילותן מסך הפעילות העסקית של החברות הבין-לאומיות; בדיקה מעלה כי בלוקסמבורג, נורבגיה ואירלנד כ-70% מההכנסות ממס החברות מגיעים מחברות בין-לאומיות, בעוד שהממוצע של כל המדינות המדווחות הוא כמחצית משיעור זה.⁹ בשוודיה כ-50% משיעורו של החוב העסקי מהתוצר הם חוב לחברות קשורות,¹⁰ ו-50% מהכנסות המדינה ממס החברות נובעים מחברות בין-לאומיות.¹¹ בצרפת, נכון ל-2017, כ-40% מהחוב העסקי הם חוב מקומי לחברות קשורות,¹² וכ-45% ממס החברות במדינה נובעים מחברות בין-לאומיות.¹³ בהולנד כ-60% מהחוב העסקי הם חוב לחברות בין-לאומיות, וכ-80% מהחוב העסקי נובעים מהלוואות בין חברות קשורות.¹⁴ כך גם כ-50% מההכנסות ממס החברות בהולנד נובעים מחברות בין-לאומיות.¹⁵ בבלגיה

⁶ בישראל, שלא כמו בחו"ל, כדי להימנע מספירה כפולה סופרים את החוב של חברות ההחזקה ולא את זה של החברות הקשורות. בעולם, לרוב, סופרים את החוב של חברות קשורות ולא את החוב של חברות ההחזקה.

⁷ לדוגמה: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr201805.en.html?force_isolation=true. הנושא מוזכר גם ב-IMF Country Report No. 19/321.

⁸ ייתכן שחלק מההטיה נובע מהעובדה שהחוב של החברות הבין-לאומיות גבוה מתרומתן לתוצר המקומי

⁹ Corporate Tax Statistics Third Addition – OECD Publications 2021

¹⁰ <https://www.statistikdatabasen.scb.se/sq/112977>

¹¹ Corporate Tax Statistics Third Addition – OECD Publications 2021

¹² IMF Country Report No. 19/321

¹³ Corporate Tax Statistics Third Addition – OECD Publications 2021

¹⁴ <https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/en/dataset/84099ENG/table?dl=57BFC>

¹⁵ Corporate Tax Statistics Third Addition – OECD Publications 2021

כ-60% מהחוב העסקי הם הלוואות בין חברות קשורות¹⁶ אף כי רק 26% מההכנסות ממס החברות נובעות מחברות בין-לאומיות (אולי על רקע הטבות מס לחברות אלו המפחיתות את גביית המס מהן).¹⁷ לשם השוואה נסתכל על הפער בין שיעור החוב העסקי מהתוצר בישראל לבין ממוצע המדינות האנגלוסקסיות (ארה"ב, קנדה, אנגליה, אוסטרליה וניו-זילנד) ללא מדינות אירופה, שלגביהן מצאנו כי היחס מושפע מפעילות החברות הקשורות. הפער עומד על כ-13 נקודות אחוז, מחצית מהפער בין ישראל לבין כל המדינות המפותחות. לפי ניתוח זה ההסבר לחלק מהפער בין ישראל לעולם ביחס החוב העסקי לתוצר נעוץ, כנראה, בפעילות של חברות בין-לאומיות באירופה ובהבדלי המיסוי בין ישראל לעולם. מעבר להסבר הטכני (הספירה הכפולה), העדר פטור מניכוי מס במקור על הריבית בישראל מייקר את האשראי מחברות קשורות ומבנקים זרים, ולכן אפשר שחלק מהפער מעיד על קושי של חברות מקומיות בהשגת אשראי, יחסית לחברות בעולם. יחד עם האמור בתיבה ו'2- בפרק ו', התיבה הנוכחית מעידה על החשיבות של נושא המיסוי הבין-לאומי בניתוח של נתונים כלכליים ובהשוואתם בין מדינות.

¹⁶ <https://stat.nbb.be/?lang=en>

¹⁷ Corporate Tax Statistics Third Addition – OECD Publications 2021

א. החוב העסקי הבנקאי

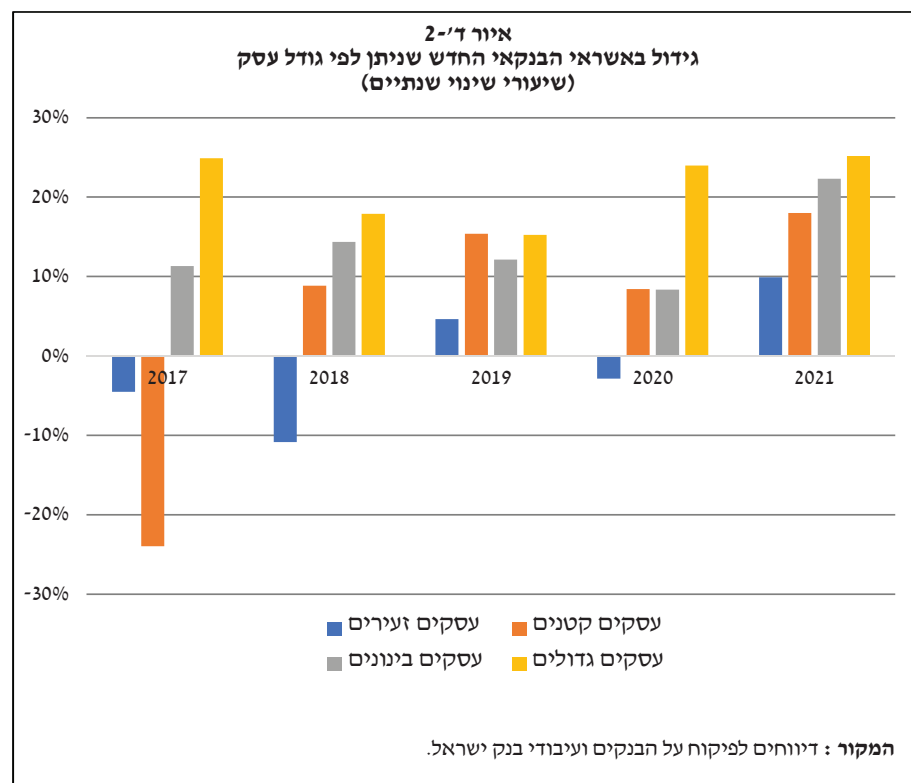
החוב של המגזר העסקי לבנקים הגיע בדצמבר 2021 לרמה של 574 מיליארד ש"ח, אחרי שצמח בקצב שיא של כ-18% (ביחס לתקופה המקבילה אשתקד), ועיקר צמיחתו החדה היה במחצית השנייה של השנה.

ענפי הבינוי והנדל"ן בלטו בשיעור צמיחה גבוה של יתרת החוב הבנקאי. בריבית הממוצעת לענפים אלה נשמרה יציבות במהלך השנה (התשואה על אג"ח ממשלתיות עלתה מעט), והסיכון ירד, כפי שמעידה ירידתה של ההוצאה על הפסדי אשראי לרמתה לפני המשבר. התרחבותו של היצע האשראי מקורה ככל הנראה בשינויים רגולטוריים, ביניהם הקלת המגבלה במתן אשראי לענפי הבינוי, הנדל"ן והתשתיות במסגרת צעדי ההתמודדות עם מגפת הקורונה שנקטו בדצמבר 2020 – המשך של הסרת מגבלות מן החשיפה הבנקאית לענף זה החל משנת 2016. (להרחבה ראו פרק ד' בדוחות בנק ישראל לשנים 2018 ו-2019). אינדיקציות לעליית הביקוש הן, בין היתר, הפעילות המוגברת בענף הבנייה ובשוק הדיור. (להרחבה ראו פרק ט' בדוח זה).

הרחבת ההיצע ועליית הביקוש הביאו, כאמור, לצמיחה חדה של האשראי, אך זו לא הייתה אחידה. בחינה לפי גודל העסק מראה שבמהלך 2021 קצב הצמיחה של ביצועי האשראי החדש שניתן לכל סוגי העסקים אמנם היה גבוה מאשר בשנים הקודמות, אבל האשראי החדש לעסקים הקטנים צמח פחות מאשר האשראי החדש לעסקים הגדולים – בהמשך למגמה של השנים האחרונות (איור 2). נוסף על כך נראה שהיו גם מגזרים חלשים שחוו צמצום באספקת האשראי. כך, לדוגמה, יתרת החוב הבנקאי של הענף שירותי אירוח ואוכל (שהושפע מהמגבלות אשר הוטלו בגלל תחלואת הקורונה) צמחה בשיעור זניח, וזאת במקביל לעליית הריבית עליו במחצית

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

השנייה של השנה (בניגוד לענפים אחרים, שעבורם הריביות נותרו יציבות). העסקים בענף המשיכו להתקשות בגיוס אשראי, אף שסיכון האשראי של הענף ירד במחצית השנייה של השנה על רקע החזרה לפעילות. נראה שצמצום היצע האשראי הקשה רק על העסקים הקטנים בענף, שכן העסקים הגדולים, בפרט בתחום המלונאות, הצליחו לגייס באפיק החוץ-בנקאי, כפי שמתואר בהמשך. ממצאים דומים עולים גם מסקר המגמות של הלמ"ס, המציין את המלונאות ושירותי האירוח והאוכל כענף שנזקק לסיוע מהקרנות יותר מאשר ענפים אחרים. כן עולה מהסקר שהעסקים הגדולים נזקקו לסיוע פחות מהקטנים.



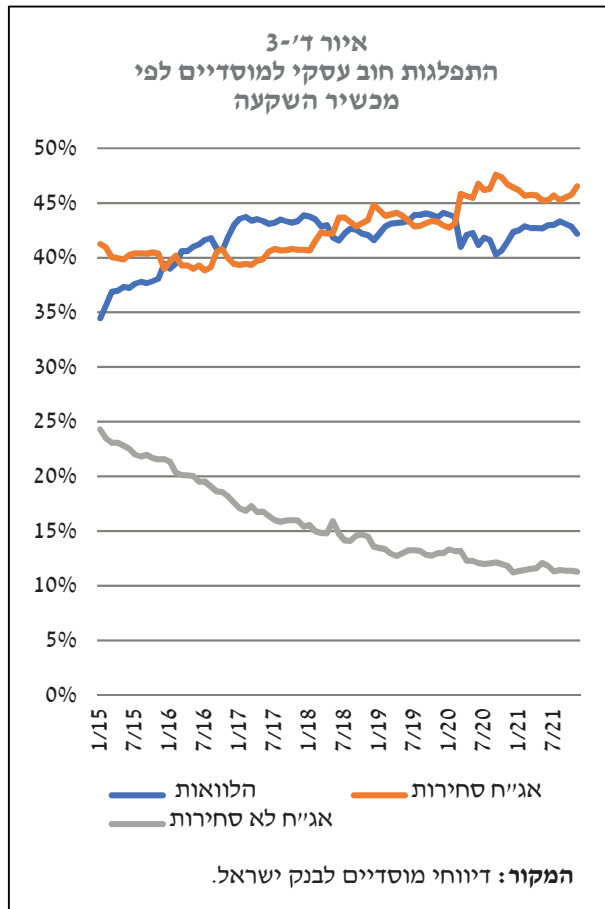
ב. האשראי החוץ-בנקאי

האשראי העסקי החוץ-בנקאי מתקבל ברובו מהמשקיעים המוסדיים, ממשקי הבית ומתושבי חוץ. רק חלק קטן ממנו מתקבל מנותני האשראי המוסדרים ומחברות כרטיסי האשראי, והוא מממן בעיקר עסקים גדולים.

יתרת החוב העסקי לגופים המוסדיים (הלוואות, אג"ח סחירות ואג"ח לא-סחירות) צמחה בקצב נמוך יותר מאשר בשנים הקודמות (3% ב-2021 לעומת ממוצע של כ-6% בחמש השנים הקודמות). כמו כן, תמהיל החוב השתנה במשך השנה: נצפתה ירידה בהיקף האג"ח המוחזקות בידי הגופים המוסדיים, וזו קוֹזְזָה חלקית על ידי עלייה של היקף ההלוואות הישירות. השינויים הללו בתמהיל החוב משקפים את החזרה למגמה של השנים האחרונות – התגברות של מתן הלוואות פרטיות על חשבון ההשקעה באג"ח⁴. בשנת 2020 נצפתה סטייה מהמגמה – עלייה באג"ח

תמהיל החוב של המשקיעים המוסדיים חזר למגמתו – התגברות של מתן הלוואות פרטיות על חשבון השקעה באג"ח.

⁴ I. Kedmi and G. Lakan (2021). Monitoring Costs of Public Debt: Evidence from a Natural Experiment in Israel (Working Paper No. 2021.18). Bank of Israel.



הסחירות, על רקע ירידת מחיריהן במהלך משבר הקורונה וצעדי תמיכה של בנק ישראל בשוק האג"ח (איור 3) – וב-2021 התחדשה המגמה ארוכת הטווח. גידול הביקוש לאשראי בענפי הבינוי והנדל"ן על רקע התגברות הפעילות בהם התבטא גם בערוץ החוץ-בנקאי. בחינה ענפית מראה שגם בערוץ זה האשראי לענף הבינוי וענף הנדל"ן צמח בשיעורים גבוהים. (להרחבה ראו תיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021). במרווחי האג"ח של ענפי הנדל"ן והמסחר נשמרה יציבות, בדומה לממצאים לגבי החוב הבנקאי. גם ענף המלונאות ושירותי האירוח והאוכל גייס חוב דרך הנפקת אג"ח, ממצא העולה בקנה אחד עם ההשערה שהעסקים הקטנים בענף זה, אשר אינם נהנים מגישה לשוק ההון, התקשו בגיוס אשראי, בעוד שלעסקים הגדולים היו חלופות אחרות.

ענף הבינוי וענף פעילויות הנדל"ן, העוסק בין היתר בהשכרת נדל"ן, בלטו בקצב צמיחה גבוה של יתרת החוב. הבנקים היו מקור המימון העיקרי של ענף הבינוי, ואילו ענף פעילויות הנדל"ן התממן בעיקר דרך הערוץ החוץ-בנקאי.

ג. שוק המניות

עליית מחירי הנכסים הפיננסיים התבטאה בהתעצמותו של גל הנפקות ראשונות, שהחל בשנת 2020 והתגבר במהלך שנת 2021. 93 חברות חדשות הנפיקו את מניותיהן בבורסה בשנה זו (מספר שיא מאז שנת 1993). הן גייסו כ-10.5 מיליארד ש"ח, וההיקף של כלל גיוסי ההון (הנפקות חדשות וכאלה של חברות נסחרות) הגיע לסכום שיא של כ-26 מיליארד ש"ח. הצמיחה המהירה של הביקוש למוצרים ושירותים של טכנולוגיית היי-טק וסביבת הריבית הנמוכה תמכו בגיוסי ההון של ענף ההיי-טק, שבו פועלות כ-65% מהחברות החדשות אשר גייסו הון בבורסה בשנה הנסקרת. (להרחבה על הקשר בין הפעילות לענף ההיי-טק ראו פרק א' בדוח זה). מדובר בהתפתחות חדשה: בשנים הקודמות חברות היי-טק מיעטו להנפיק מניות בבורסה בתל אביב, וגיוס ההון שלהן בבורסה המקומית היה עדיין קטן בהשוואה לזה של חברות ישראליות בבורסות בארה"ב (איור 4). חלק משמעותי מהמימון לענף ההיי-טק מתקבל דרך קרנות הון סיכון. בשנת 2021 הוצאה מגמה ארוכת הטווח של צמיחת גיוסי ההון-סיכון של תעשיית ההיי-טק הישראלית. בניגוד לשנה הקודמת, שבה עלה ההיקף הכולל של הגיוסים במקביל לירידת הגיוסים בשלבי המימון הראשונים (Seed ו-Round A), נצפתה בשנת 2021 עלייתם בכל שלבי הגיוס, כולל שלבי ה-Seed (איור 5). גם המימון מקרנות הון-הסיכון רובו (כ-73% בשנת 2021) מחו"ל, ולפיכך היצע ההון תלוי בעיקר בתנאים הפיננסיים השוררים בחו"ל.

עליית מחירי הנכסים הפיננסיים התבטאה בהתעצמותו של גל הנפקות ראשונות: 93 חברות חדשות – מרביתן חברות היי-טק – הנפיקו השנה את מניותיהן בבורסה.

תיבה ד'-2: השקעות משקי הבית בניירות ערך

- נכון לסוף 2021 ישנם כ-908 אלפי חשבונות מסחר של יחידים תושבי ישראל, שהם כשליש ממשקי הבית בישראל.
- משקי הבית בישראל הגדילו את השתתפותם בשוק ההון בתקופת משבר הקורונה, וזאת בדומה למגמה במדינות אחרות בעולם.
- ההחזקות של משקי הבית בניירות ערך מתפלגות כמעט שווה-בשווה בין החזקות בקרנות נאמנות, בעיקר מקומיות, להחזקות במישרין בניירות ערך. ההחזקות במישרין ממוקדות בעיקר במניות, הן בישראל והן בחו"ל, וזאת בניגוד להשקעות שהגופים המוסדיים וקרנות הנאמנות מבצעים עבור משקי הבית, שמתמקדות בנכסים סולידיים יותר.
- ההחזקות במישרין של משקי הבית באג"ח קונצרניות ובמניות דומות מבחינת סדרי הגודל לשיעור נכסי הסיכון הללו המוחזק בידי משקי הבית בעקיפין באמצעות קרנות הנאמנות. לפיכך, כאשר בוחנים את הסיכון למכירות בהיקפים משמעותיים במקרה של משבר חשוב להתייחס להחזקות של משקי הבית בניירות ערך הן בעקיפין דרך קרנות הנאמנות והן במישרין.

רקע וסקירת הספרות

משקי הבית בישראל הגדילו את השתתפותם בשוק ההון בתקופת משבר הקורונה, החל באפריל 2020, וזאת בדומה למגמה במדינות אחרות. גידול ההשתתפות של משקי הבית בשוק ההון צפוי לתרום ליכולתם לשמר ולהגדיל את עושרם תוך שמירה על רמת סיכון נאותה, אבל הוא גם עלול להגביר את המכירות של נכסי סיכון בשעת משבר, וכך להחריף את המשבר בשווקים הפיננסיים. לנוכח משקלם הלא-מבוטל של משקי הבית בשוק ההון וגידול החזקותיהם בניירות ערך בשנתיים האחרונות חשוב להבין את התנהגותם כמשקיעים בשוק ההון. תיבה זו סוקרת, לראשונה בישראל, את ההחזקות במישרין (בניגוד להחזקות העקיפות באמצעות קרנות נאמנות, קרנות פנסיה וכדומה) של משקי הבית בניירות ערך הנסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב.¹

משקי בית הרוצים לחסוך כסף מהכנסתם השוטפת לצורך שימוש עתידי עושים זאת בדרך כלל באמצעות השקעה בפיקדונות, בנדל"ן (ובפרט דירות) או בניירות ערך הנסחרים בבורסה, במישרין או באמצעות מוצרי חיסכון מנוהל. השקעה בבורסה, ובפרט במניות, מאפשרת למשקי בית לשמור על הונם ואף להגדיל אותו במידה משמעותית, שכן כפי שהניסיון מלמד שוקי המניות בעולם נוטים להניב תשואה גבוהה משמעותית, בוודאי בטווח הארוך, ביחס להשקעה בנכסים כאג"ח ממשלתיות ופיקדונות. (תופעה זו נקראת פרמיית המניות). אף על פי כן הנתונים במדינות רבות בעולם מראים שמרבית משקי הבית אינם משקיעים במישרין במניות (Mankiw and Zeldes, 1991; Haliassos and Bertaut, 1995; Bucher-Koenen et al., 2021).

משקי בית יכולים להשקיע בבורסה במישרין או באופן עקיף באמצעות גופים שמנהלים את השקעותיהם. ההשקעות העקיפות מבוצעות בעיקר באמצעות גופי חיסכון לטווח בינוני ארוך (קרנות פנסיה, תוכניות ביטוח וקופות גמל והשתלמות) ובאמצעות קרנות נאמנות. משקי הבית מגלים נטייה נמוכה לפדות או להזיז חסכונות בגופי החיסכון לטווח הבינוני-ארוך הן עקב טווח ההשקעה והן עקב הטבות המס הגלומות בהשקעות אלה, אשר מותנות במשך ההשקעה. (להרחבה ראו תיבה ד'-1 "משיכות ממוצרי החיסכון השונים בתקופות משבר" בדוח בנק ישראל לשנת 2020). לעומת

¹ הביטוי המקובל בספרות המחקרית בנושא זה הוא retail investors, שאותו ניתן לתרגם מילולית כמשקיעים קמעונאיים. לשם הפשטות והאחידות נשתמש לאורך התיבה בביטוי משקי בית. הנתונים בתיבה מבוססים ברובם על החזקות של יחידים תושבי ישראל בניירות ערך; יחידים תושבי ישראל כוללים משקי בית קטנים, אבל גם משקי בית עשירים יותר, ובכלל זה בעלי עניין בחברות, שההחזקות שלהם בחברה הן ישירות על שמם, ולא באמצעות חברה אחרת.

זאת נטייתם של משקי הבית להכניס שינויים בהשקעותיהם בקרנות הנאמנות גבוהה יותר, ולכן אלה יכולים גם להשפיע על המחירים בבורסה (Ben-Rephael, Kandel and Wohl, 2012). משקי הבית המשקיעים במישרין בבורסה צפויים גם הם לבצע יותר פעולות, וכך לתרום לנזילות הבורסה (Ozik et al., 2021). עם זאת טוענים חלק מהחוקרים שמשקי הבית המשקיעים בשוק ההון מבצעים שגיאות שיטתיות (Barber and Odean, 2000) והתנהגות עדרית שלהם עלולה להביא לניפוח מחיריהן של מניות מסוימות (Barber et al., 2021) בניגוד לאלה, אחרים מייחסים להם יכולת חיזוי מסוימת (Boehmer et al., 2021).

מחקר חדש מראה ששוק המניות גמיש פחות מכפי שכלכלנים העריכו בעבר, כך שכסף חדש אשר נכנס לשוק זה מביא לנסיקה של מחירי המניות, וכסף יוצא מביא לצניחתם (Gabaix and Koijen, 2021). להבנת התנהגותם של משקי הבית בשוק ההון, כמשקיעים ישירים וכמשקיעים באמצעות קרנות נאמנות, נודעת אפוא חשיבות רבה, שכן הם נוטים להכניס כסף לשוק המניות ולהוציא ממנו כסף בתדירות גבוהה יותר מאשר גופי החיסכון לטווח בינוני-ארוך. זאת הן משום שהם אינם כפופים להגבלות השונויות המוטלות על המשקיעים המוסדיים, שמנהלים את החסכונות ארוכי הטווח של הציבור, והן משום שהם מושפעים יותר משינויים בהעדפות או בסנטימנט (Kumar and Lee, 2006). בישראל נמצא כי צבירות מהירות בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח-חברות תרמו לסטייה של מרווחי אגרות החוב ביחס לגורמי היסוד (גראם-רוזן, וידר ומיכלסון, 2021).

המשבר הבריאותי והכלכלי שחולל וירוס ה-COVID-19 ברחבי העולם הוביל לתופעה פיננסית וחברתית מפתיעה – זינוק של פעילות משקי הבית בניירות ערך (Pagano et al., 2021). ראיות להתרחבות המסחר והפתיחה של חשבונות חדשים היו עוד בשיאו של המשבר (Ortmann et al., 2020). השילוב בין גידול החיסכון והזמן הפנוי כתוצאה מהמשבר וצמיחתן של פלטפורמות מסחר חדשות, ובראשן Robinhood, הביא לגידול משמעותי של השתתפות משקי הבית במסחר בבורסה בארה"ב, דבר שסייע לנזילות בשוק האמריקאי בתקופת המשבר (Ozik et al., 2021).

החזקות משקי הבית בישראל בניירות ערך

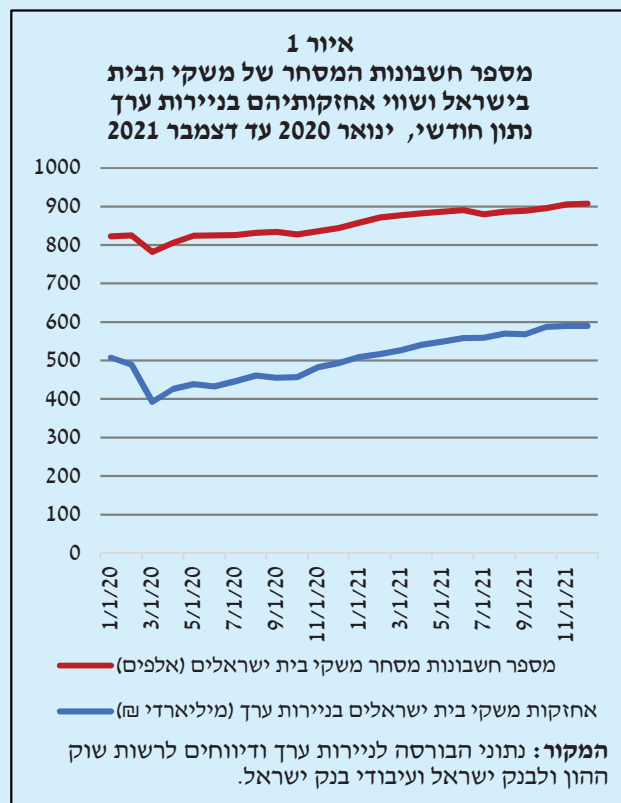
בדצמבר 2021 היו בישראל כ-908 אלפי חשבונות ניירות ערך של יחידים תושבי ישראל. בהנחה המפשטת שכל משק בית מחזיק רק חשבון אחד למסחר בניירות ערך,² כשליש ממשקי הבית בישראל מחזיקים חשבון למסחר בניירות ערך.³ בסך הכול משקי הבית הללו מחזיקים במישרין כ-27% מהשווי הכולל של ניירות הערך הנסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב.⁴

מהנתונים עולה שגם בישראל, בדומה לממצאים בעולם, שתוארו לעיל, גדל מספר משקי הבית הפעילים בבורסה. לאחר ירידה בתחילת המשבר, מסוף חודש מרץ 2020 עד דצמבר 2021, נסק מספר חשבונות ניירות הערך המשוויכים למשקי בית ב-16%. העלייה של מספר משקי הבית הסוחרים בניירות ערך ועמן העליות התלולות של שווי ניירות הערך בישראל ובעולם העלו ב-50% את שווי החזקות של משקי הבית בניירות ערך גם ביחס לשיא המשבר במרץ 2020 (איור 1). בחינה של סכומי הרכישות והמכירות בחשבונות שהיו קיימים לכל אורך התקופה מינואר 2020 עד דצמבר 2021 (כולל) מלמדת על שונויות גדולה במידת הפעילות של משקי הבית המחזיקים בניירות ערך. כ-16% ממשקי הבית הנבחנו לא ביצעו אפילו שינוי אחד בתיק במהלך השנתיים האחרונות, ולעומתם כ-8% ממשקי הבית קנו ומכרו ניירות ערך בסכום גבוה פי יותר מחמישה מסך החזקותיהם בניירות ערך בתחילת התקופה הנבחנת. העלייה בפתיחה של חשבונות למסחר בניירות ערך התמקדה בבתי ההשקעות: מספר החשבונות למסחר בניירות ערך בבתי ההשקעות עלה ממרץ 2020 ב-86%, ל-83 אלפי חשבונות בדצמבר 2021. בהתאם לכך, חלקם של חשבונות

² אם לאותו משק בית יש חשבונות מסחר אצל חברי בורסה שונים הם לא יאוחדו ויוזוהו כנפרדים.

³ לפי אומדני הלמ"ס, נכון לשנת 2020 היו בישראל 2,710,700 משקי בית.

⁴ לצורכי חישוב שווי ניירות הערך בבורסה נלקח שווי שוק של ניירות הערך הבאים: אג"ח ממשלתיות, מק"ם, אג"ח קונצרניות ומניות, הנסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב.



המסחר בבתי ההשקעות בסך חשבונות המסחר, שעמד במרץ 2020 על פחות מ-6%, הגיע בדצמבר 2021 ל-9%. ל-38% ממשקי הבית המחזיקים ניירות ערך באמצעות הבנק אין החזקה בניירות ערך ספציפיים, אלא רק בקרנות נאמנות ובקרנות סל. לעומת זאת רק ל-20% ממשקי הבית המחזיקים ניירות ערך באמצעות בית השקעות אין החזקה בניירות ערך ספציפיים.

התפלגות החזקות של משקי הבית בישראל בניירות ערך

נכון לסוף שנת 2021, שווי ההחזקות של משקי הבית בישראל בניירות ערך התפלג כמעט שווה בשווה בין החזקות בקרנות נאמנות להחזקות במישרין בניירות ערך (איור 2א). מרבית ההחזקות בקרנות הנאמנות הן בקרנות מקומיות, ומיעוטן בקרנות זרות (איור 2ב). ההחזקות במישרין של משקי הבית בניירות ערך ממוקדות במניות, הן בישראל והן בחו"ל, אך הם השקיעו גם באג"ח-חברות בארץ, ובמידה פחותה באג"ח ממסליות בארץ ובאג"ח-חברות בחו"ל (איור 2ג). ההשקעה המסיבית של משקי הבית במניות בולטת בהשוואה לקרנות הנאמנות (איור 3א), ובמיוחד

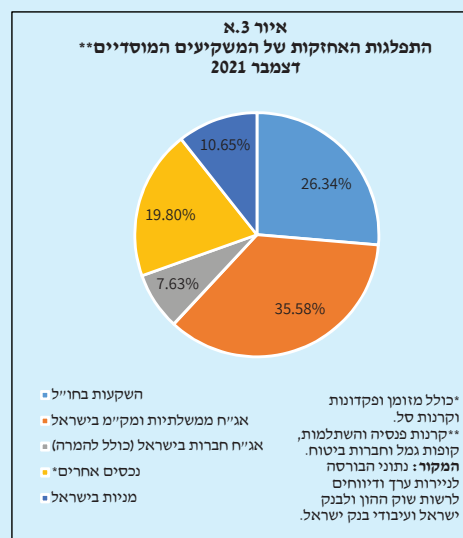
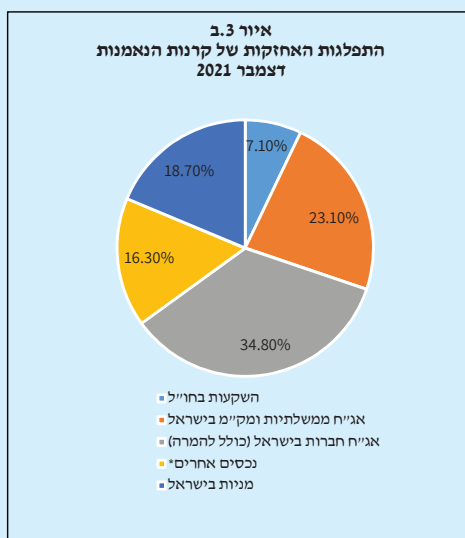
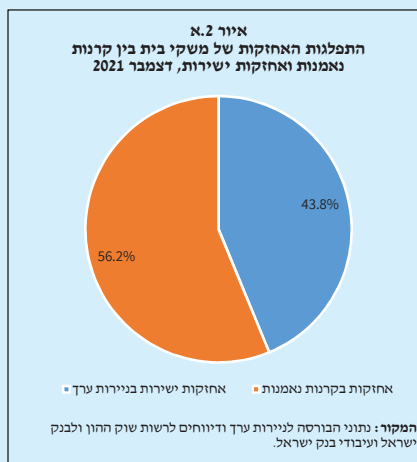
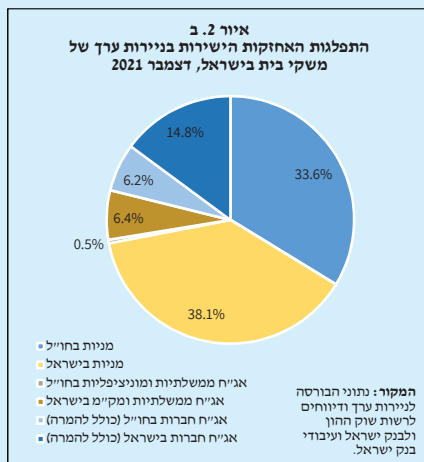
בהשוואה למשקיעים המוסדיים (איור 3ב), שהתיק שהם מנהלים עבור משקי הבית מושקע בנכסים סולידיים הרבה יותר.⁵ הנטייה של משקי הבית להשקיע בנכסים המסוכנים יותר דווקא במישרין ולא באמצעות הגופים המוסדיים מפתיעה במידת מה, משתי סיבות:

(א) יש יתרון להשקעה דווקא של החסכוניות לטווח-ארוך (שהם עיקר נכסי המשקיעים המוסדיים) בנכסי סיכון, משום שבטווח הארוך התנודתיות שבה נכסי הסיכון לוקים בטווח הקצר פוחתת.
(ב) המשקיעים המוסדיים נהנים מיתרון במיסוי, ויתרון זה משמעותי יותר לנכסי סיכון שתשואתם הצפויה בממוצע לאורך זמן גבוהה מזו של נכסים סולידיים יותר.

הבדלים בהרכב ההשקעות בין ההחזקות במישרין לבין ההחזקות באמצעות הגופים המוסדיים וקרנות הנאמנות עשויים לנבוע מהבדלים בין החוסכים באפיקים השונים או מרצון של משקי הבית הרוכשים ניירות ערך במישרין לבחור בניירות ערך מסוימים, ובפרט במניות מסוימות, בציפייה לתשואות עודפות.⁶

⁵ בניכוי קרנות הפנסיה הוותיקות, שהחוסכים בהן קרובים יותר לפרשה והן מחזיקות בתיק סולידי במיוחד, שיעור ההחזקות של המשקיעים המוסדיים במניות ובנכסי-סיכון ככלל גדול יותר, אבל הוא עדיין נמוך במידה רבה משיעורן בתיק ההחזקות הישירות של משקי הבית.

⁶ כפי שצוין גם בהערה 1 לעיל, חלק מההחזקות של משקי הבית במניות בבורסה לניירות ערך בתל אביב הן למעשה החזקות-במישרין של בעלי-עניין בחברות. עסאות, החזקות של בעלי עניין אינן יכולות להסביר את שיעור החזקות הגבוה של משקי הבית במניות בחו"ל, וכפי שעולה מאיור 8 להלן, הן גם אינן חלק הארי של החזקות משקי הבית במניות בישראל.



הסיכונים הכרוכים בהחזקות של משקי בית בניירות ערך

לצד היתרונות של ההשתתפות בבורסה למשקי הבית ולמשק, החזקות משמעותיות של משקי בית בנכסים פיננסיים מסוכנים – מניות ואג"ח-חברות – גם חושפות אותם לירידה של שווי חסכוניהם בתקופות של ירידות בשווקים. זאת ואף זאת, אם משקי הבית מגיבים על הירידות בשווקים במכירה של הנכסים הפיננסיים הם עלולים להביא גם להחרפה של ירידות המחירים. בשנים האחרונות התפתחה ספרות מחקרית הבוחנת את ההשפעה השלילית של מכירות נכסים על ידי קרנות נאמנות עקב פדיונות של משקי הבית המחזיקים בקרנות (לדוגמה: Goldstein et al., 2017; Falato et al., 2021). משבר הקורונה המחיש את הסיכון של פדיונות משמעותיים בקרנות הנאמנות ואת השפעתם הפוטנציאלית על השווקים הפיננסיים בישראל ובעולם. (להרחבה ראו התיבה "ההתפתחויות בשוק אג"ח-חברות במהלך המשבר" בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2020 ופרק מחירי הנכסים בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021).

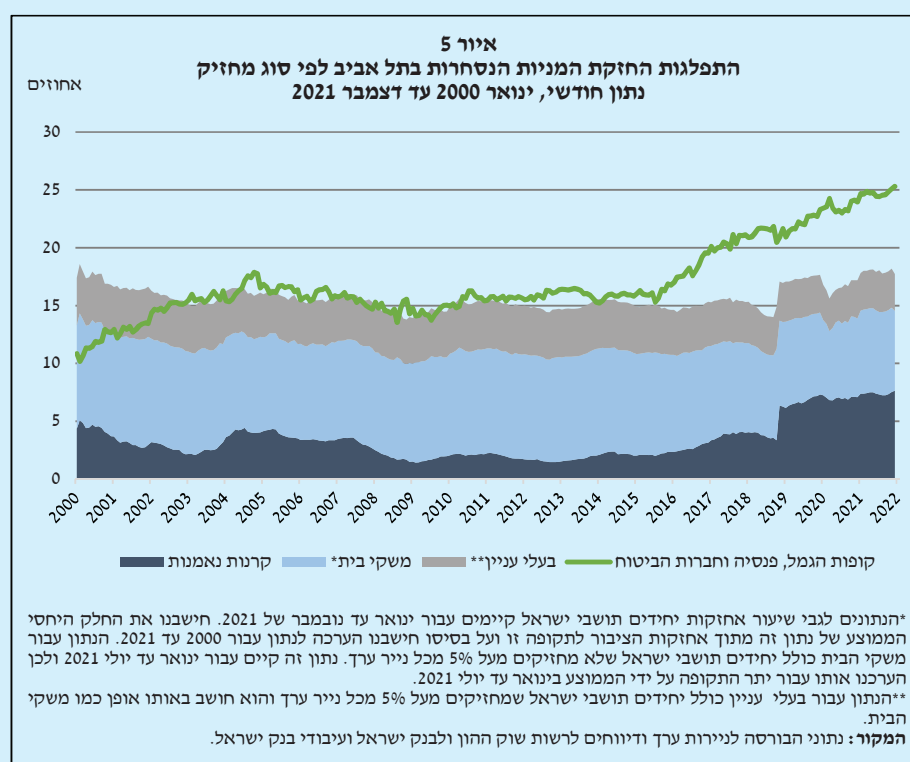
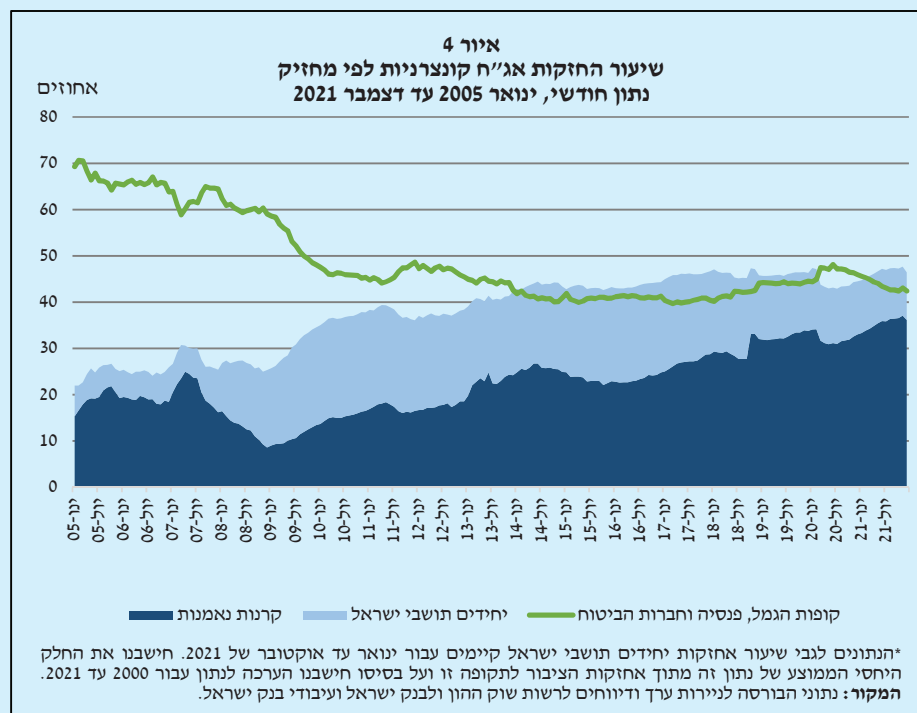
ואולם, כפי שהנתונים דלעיל ממחישים, משקי בית אינם משקיעים בנכסי סיכון רק באמצעות קרנות נאמנות, אלא גם במישרין. ההחזקות במישרין של משקי-הבית בישראל במניות ובאג"ח-חברות מגדילות את החשש שבשעת משבר פדיונות של משקי הבית מקרנות הנאמנות ומכירות של נכסי סיכון במישרין על ידי משקי הבית יביאו ללחץ היצע משמעותי בשוק המניות ו/או בשוק אג"ח-החברות. כך במרץ 2020 כאשר השווקים הפיננסיים נפלו בחדות בשל חששות מההשפעות הכלכליות של נגיף הקורונה, מכרו משקי בית 15% מהחזקותיהם בקרנות הנאמנות ו-5% מהחזקותיהם במישרין בניירות ערך. במבט רחב יותר, בשנים 2020–2021 היה מתאם של 85% בגורם הכמות (שהוא השינוי החודשי בהחזקות שאינו נובע משינויים במחירי ניירות הערך או משינויים בשער החליפין) בין השינוי בהחזקות של משקי הבית בקרנות נאמנות לבין השינוי בהחזקותיהם במישרין בניירות ערך.

מאמר חדש בחן את ההשפעה של מכירות על מחירי המניות ומצא שכל דולר אשר יוצא משוק המניות מביא לירידה של כ-5 דולרים בשווי המצרפי של השוק, וירידה זו היא מתמשכת, כי אין בשווקים מספיק ארביטראז'רים כדי להבטיח, באמצעות קניות ומכירות, התאמה מהירה בחזרה של המחירים (Gabaix and Koijen, 2021). כפי שניתן לראות באיורים 4 ו-5, ההחזקות במישרין של משקי הבית באג"ח קונצרניות ובמניות, בהתאמה, דומות מבחינת סדרי הגודל לשיעור נכסי הסיכון האלה שמוחזק בידי משקי הבית בעקיפין באמצעות קרנות הנאמנות.⁷ כתוצאה מכך משקי הבית בישראל מחזיקים במישרין ובעקיפין בכ-46% מהאג"ח הקונצרניות ובכ-15% מהמניות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. המשמעות היא שהסיכון למכירות בהיקפים משמעותיים במקרה של משבר גבוה יותר מכפי שעולה מהתבוננות רק בהחזקות של קרנות הנאמנות בנכסי הסיכון.

סיכום

משקי הבית בישראל הגדילו את השתתפותם בשוק ההון על רקע משבר הקורונה, וזאת בדומה למגמה במדינות אחרות. גידול השתתפותם של משקי הבית בשוק ההון צפוי לתרום ליכולתם לשמר ולהגדיל את עושרם תוך שמירה על רמת סיכון נאותה, אבל הוא גם עלול לתרום להיצע המכירות במצבי משבר, וכך להחריף את הלחץ על המחירים של נכסי סיכון ואת הפגיעה בכלל המשקיעים. השיעור המשמעותי של ההחזקות של משקי בית בנכסי סיכון במישרין לצד החזקותיהם בנכסים אלה באמצעות קרנות הנאמנות מחייב המשך של ניתוח החזקותיהם בשוק ההון לשם הבנת הסיכון ל"מכירות חיסול" (fire sales) בעתות משבר.

⁷ מלבד ההחזקות המפורטות באיורים ישנן גם החזקות גם של זרים ושל חברות. ההבחנה בין משקי בית, יחידים שהם בעלי עניין בחברות הנבחרות וחברות נעשית על-בסיס הנתונים לשנים 2020–2021. בשאר התיבה השתמשנו בביטוי משקי בית ביחס לכל היחידים תושבי ישראל, כולל בעלי עניין בחברות.



ביבליוגרפיה

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

Barber, B.M., X. Huang, T Odean, and C. Schwarz (2021). "Attention induced trading and returns: Evidence from robinhood users", *The Journal of Finance*, Forthcoming.

Barber, B.M. and T Odean, (2000). Trading is hazardous to your wealth: "The common stock investment performance of individual investors", *The Journal of Finance*, 55(2), 773–806.

Ben-Rephael, A., S. Kandel and A. Wohl (2012). "Measuring investor sentiment with mutual fund flows", *Journal of Financial Economics*, 104(2), 363–382.

Boehmer, E., C.M. Jones and X. Zhang (2021). "Tracking retail investor activity", *The Journal of Finance*, 76(5), 2249–2305.

Bucher-Koenen, T., R.J. Alessie, A. Lusardi and M. Van Rooij (2021). Fearless woman: Financial literacy and stock market participation (No. w28723). National Bureau of Economic Research.

Falato, A., Hortacsu A. D. Li and C. Shin, (2021). "Fire-sale spillovers in debt markets", *The Journal of Finance*, 76(6), 3055–3102.

Gabaix, X. and Koijen, R.S., 2021. In search of the origins of financial fluctuations: The inelastic markets hypothesis (No. w28967). National Bureau of Economic Research.

Goldstein, I., H. Jiang and D.T. Ng, (2017). "Investor flows and fragility in corporate bond funds", *Journal of Financial Economics*, 126(3), 592–613.

Mankiw, N.G. and S.P. Zeldes (1991). "The consumption of stockholders and nonstockholders", *Journal of Financial Economics*, 29(1), 97–112.

Ortmann, R., M. Pelster and S.T. Wengerek (2020). "COVID-19 and investor behavior", *Finance Research Letters*, 37, 101717.

Ozik, G., R. Sadka and S. Shen, (2021). "Flattening the illiquidity curve: Retail trading during the COVID-19 lockdown", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(7), 2356–2388.

Pagano, M.S., J. Sedunov and R. Velthuis (2021). "How did retail investors respond to the COVID-19 pandemic? The effect of Robinhood brokerage customers on market quality", *Finance Research Letters*, 101946.

3. חוב משקי הבית

החוב של משקי הבית צמח בקצב גבוה ביחס לשנים הקודמות. הדבר נבע מצמיחה חדה הן של החוב לדיר, ב-14.5%, והן של החוב שאינו לדיר, ב-10% – שניהם ביחס לתקופה המקבילה אשתקד.

לוח ד'-2: יתרות החוב של משקי הבית
מיליארדי ₪, מחירים שוטפים, סוף תקופה

שיעורי שינוי רביע אחרון ²	מתחילת השנה	יתרות							
		12-2021	9-2021	6-2021	2020	2019	2018	2017	
4.0%	13.1%	691	664	643	611	588	557	529	סה"כ החוב של משקי בית ³ לפי מקורות:
3.8%	12.7%	613	591	572	544	520	496	474	מבנקים ¹
4.2%	15.5%	459	441	423	397	364	339	317	מזה: לדיר
2.8%	5.3%	154	150	149	146	155	157	157	מזה: לא-לדיר ⁴
-3.7%	9.3%	9	10	9	9	12	12	13	מזה: עו"ש
10.7%	27.5%	42.1	38.0	35.4	33.0	32.8	28.6	23.8	מגופים מוסדיים
1.7%	-5.5%	12.2	12.0	12.2	12.9	14.0	13.5	11.7	מזה: לדיר ⁷
14.8%	48.6%	29.9	26.0	23.2	20.1	18.8	15.1	12.1	מזה: לא-לדיר
0.0%	7.8%	25.2	25.2	24.3	23.4	23.7	20.6	18.6	מחברות כרטיסי אשראי ⁵
-0.2%	-0.8%	10.7	10.7	10.7	10.7	11.4	11.8	12.9	ממשלה (אשראי מכון) ⁶
-2.4%	-7.5%	6.2	6.4	6.5	6.7	7.3	7.9	8.7	מזה: לדיר 0
									לפי שימושים:
4.0%	14.5%	477	459	442	417	386	360	337	סך חוב לדיר
3.9%	10.2%	214	206	201	194	202	197	192	סך חוב לא-לדיר

¹ פרטיים שאינם עסקיים.

² 3 חודשים אחרונים.

³ לא כולל אשראי מתושבי חוץ - עקב חוסר בנתונים.

⁴ כולל הלוואות שלא למטרת מגורים שניתנו בבטחון דירת מגורים.

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

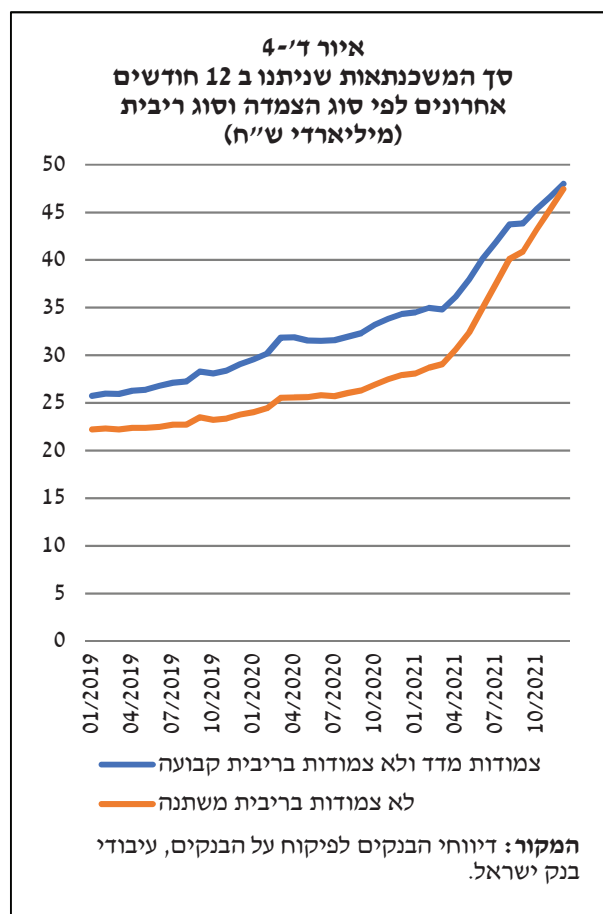
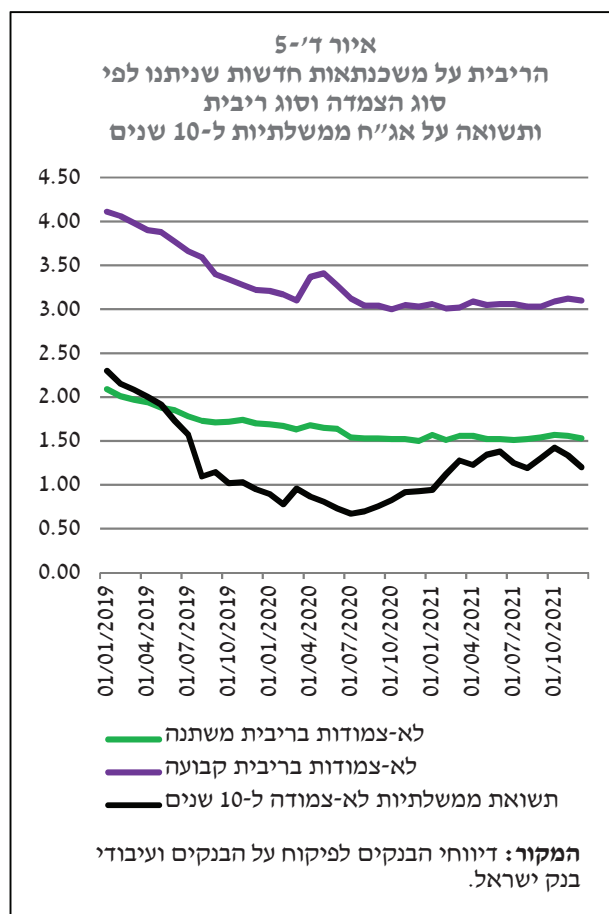
⁶ הלוואות מהממשלה ללווים עוברות לרוב דרך מערכת הבנקאות, שמשמשת צינור להעברת תשלומים. החלק העיקרי הוא הלוואות מהממשלה, אך הסעיפים כוללים גם הלוואות ממעסיקים (שאינם חלק מהממשלה והרשויות המקומיות) לעובדים, שאין באפשרותנו להפריד.

⁷ סעיף הלוואות מובטחות במשכנתה. עד לאוגוסט 2013 הנתון לא הבחין בין הלוואות מובטחות במשכנתה למשקי בית לבין כאלה למגזר העסקי.

בחודש אוגוסט 2013 נעשתה ההבחנה והנתונים עודכנו למפרע, מה שהעביר חלק מהיתרה אל החוב של המגזר העסקי.

א. החוב לדיר

החוב לדיר צמח בשנת 2021 בקצב מהיר. תוצאת צמיחה של רכיב החוב הבנקאי, שהוא הערוץ העיקרי למימון החוב-לדיר של משקי הבית. ביצועי המשכנתאות עלו ברוב המסלולים. גדלו במיוחד היקפי ההלוואות הלא-צמודות בריבית משתנה ובריבית קבועה (איור 4), בעוד שהריביות במסלולים הללו נשארו ללא שינוי (איור 5), וזאת לצד עלייה קטנה של תשואת האג"ח הממשלתיות ל-10 שנים. יציבות הריבית על המשכנתאות (למרות עליית הסיכון) לצד העלייה של תשואות האג"ח הממשלתיות וגידול היקפי המשכנתאות החדשות הן אינדיקציות להרחבה בצד היצע האשראי. במקביל עלה הביקוש – בין היתר, עקב עליית חלקם של המשקיעים בו, בהשפעת ההפחתה של מס הרכישה. (להרחבה על הגורמים שהשפיעו הביקוש לדיר ראו פרק ט' בדוח זה.)



תיבה ד'-3: שינויים במאפייני המשכנתאות ובדפוסי הרכישות בשוק הדיור בעקבות משבר הקורונה

- לא נמצאו עדויות שלפיהן בעלי הכנסות נמוכות יחסית עזבו את שוקי הדיור והמשכנתאות בשל משבר הקורונה.
- למרות התגברות אי-הוודאות הקשורה למשבר עלתה רמת המינוף במשכנתאות; בפרט גדל משקל המשכנתאות ברמת המינוף המרבית המותרת על פי הוראות הפיקוח על הבנקים.
- העלייה בשיעור המימון של המשכנתאות היא רוחבית, ונובעת ככל הנראה מהעובדה שעלייתם של מחירי הדירות הייתה מהירה מזו של צבירת ההון העצמי על ידי הרוכשים.
- בתקופה שלאחר פרוץ המשבר גדלה הנטייה של משפרי דיור לרכוש נכסים יקרים ביחס לתקופה שלפניו.
- בחינת הרכישות בשוק הדיור בחלוקה לפי סוג היישוב וגודלו אינה מגלה שינוי בטעמים של רוכשי הדירות בהשפעת המשבר. זאת אולי מפני תפיסתם של הרוכשים את המגפה כאירוע חולף.

התפרצות נגיף הקורונה בסין בשלהי 2019 חוללה פנדמיה ומשבר כלכלי עולמי, שנמשך זה למעלה משנתיים. ההתמודדות עם המשבר הבריאותי כללה סגרים ממושכים והשבתת הפעילות של עסקים רבים ואף של ענפים שלמים, והשפעתה על כלכלות העולם התבטאה, בין היתר, בעליית האבטלה וביצירת אי-וודאות רבה. ההתחסנות המהירה, שהחלה בדצמבר 2020 בישראל ובתחילת 2021 במרבית המדינות המפותחות, הביאה להתאוששות כלכלית מרשימה ולחזרה של עובדים לתעסוקה. ההתאוששות המהירה נתנה את אותותיה גם בשוקי הדיור והמשכנתאות במשקים המפותחים¹, ובכללם בישראל.² מחקרים שנערכו בחו"ל מצביעים על גידול הביקוש לנכסי דיור מרווחים בגלל דרישות הריחוק החברתי והאפשרות לעבוד מהבית. תמכו בביקוש תנאי מימון נוחים בסביבת ריביות נמוכה, עליית ההכנסה הפנויה של משקי הבית עקב ירידת ההוצאות על שירותים שלא היה ניתן לצרוך במשך הסגרים והחיסכון שנוצר כתוצאה מכך, וכן שינויים בדפוסי צריכתם של שירותים כגון תרבות, בידור והסעדה, הממוקמים בדרך כלל במרכזי הערים.

בתיבה זו אנו בוחנים שינויים שחלו במאפייני המשכנתאות והנכסים שנרכשו באמצעותן לאחר פרוץ משבר הקורונה בישראל, על רקע הגידול ברכישת נכסי דיור ועליית מחיריהם.³ אנו מתבססים על נתונים פרטניים של המשכנתאות, שניתנו למשקי הבית על ידי המערכת הבנקאית בתקופה שבין אוקטובר 2020 ליוני 2021 ("התקופה שלאחר פרוץ המשבר") לעומת התקופה שבין אוקטובר 2019 לפברואר 2020 ("התקופה שלפני פרוץ המשבר").⁴ אנו בוחנים רק את המשכנתאות שנטלו רוכשי דירה ראשונה ומשפרי דיור, וזאת משני טעמים: ראשית, ברצוננו לבחון שינויים בטעמים של רוכשי דירות למגורים (ולא להשקעה); שנית, בין תקופות אלה ירד שיעור מס הרכישה על המשקיעים בדירות, כך שהתנהגותם הושפעה גם משינוי זה.⁵ לוח 1 מציג את מספר עסקאות המשכנתה לפי סוג הרוכש, וממנו עולה שמספר העסקאות גדל במידה ניכרת בתקופה שלאחר פרוץ משבר הקורונה.

¹ להרחבה ולדיון על ההתפתחויות בחו"ל ראו תיבה 1.1 ב-WORLD ECONOMIC OUTLOOK של קרן המטבע, אוקטובר 2021, הפרק הראשון של GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT של קרן המטבע, אוקטובר 2021 ובפרסום של ECB

https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202107_03~36493e7b67.en.html

² להתפתחויות בישראל ראו פרק ד' ופרק ט' בדוח זה.

³ על פי נתונים היסטוריים, כ-85% מנכסי הדיור הנרכשים ממומנים באמצעות משכנתה.

⁴ התקופות הן אמנם באורך שונה, אך כיוון שהניתוח עוסק בעיקר בהתפלגויות ובמדדים שאין בהם עונתיות, השוני הזה לא אמור להשפיע על תוצאותיו.

⁵ נוסף על כך, בתקופה שלאחר פרוץ המשבר התרחב הפער בין משקל המשקיעים בעסקאות בשוק הדיור לבין משקלם בשוק האשראי למגורים בהשוואה לתקופה שלפני פרוץ המשבר, הדבר מבטא גידול של אותן עסקאות רכישה בשוק הדיור שנעשות ללא צורך באשראי בנקאי. לפרטים ראו למשל איור 20 בסקירת מערכת הבנקאות למחצית הראשונה של 2021: <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/Pages/SkiraHalf2021.aspx>

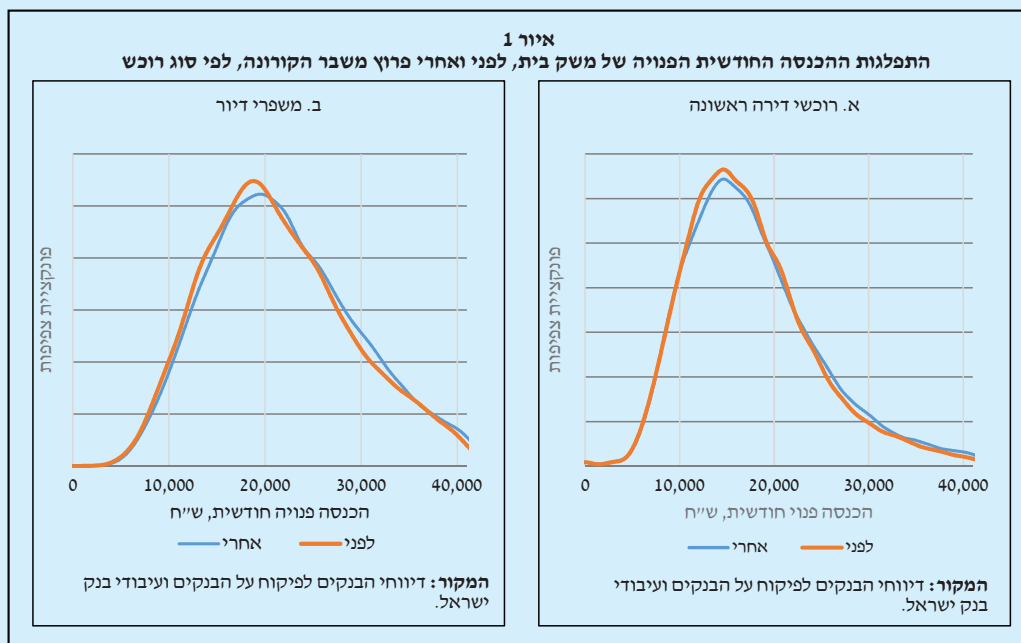
לוח 1 - מספר עסקאות המשכנתה בחלוקה לסוג הרוכש ולתקופות

שיעור השינוי	לפני פרוץ המשבר	לאחר פרוץ המשבר	שיעור השינוי
משך התקופה	חודשים 5	חודשים 9	
דירה ראשונה - סה"כ	23,491	47,990	
דירה ראשונה - ממוצע חודשי	4,698	5,332	13.5%
משפרי דיור - סה"כ	5,783	13,042	
משפרי דיור - ממוצע חודשי	1,157	1,449	25.2%

המקור: דיווחי הבנקים לפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

א. שינויים במאפיינים של המשכנתאות ושל נוטליהן

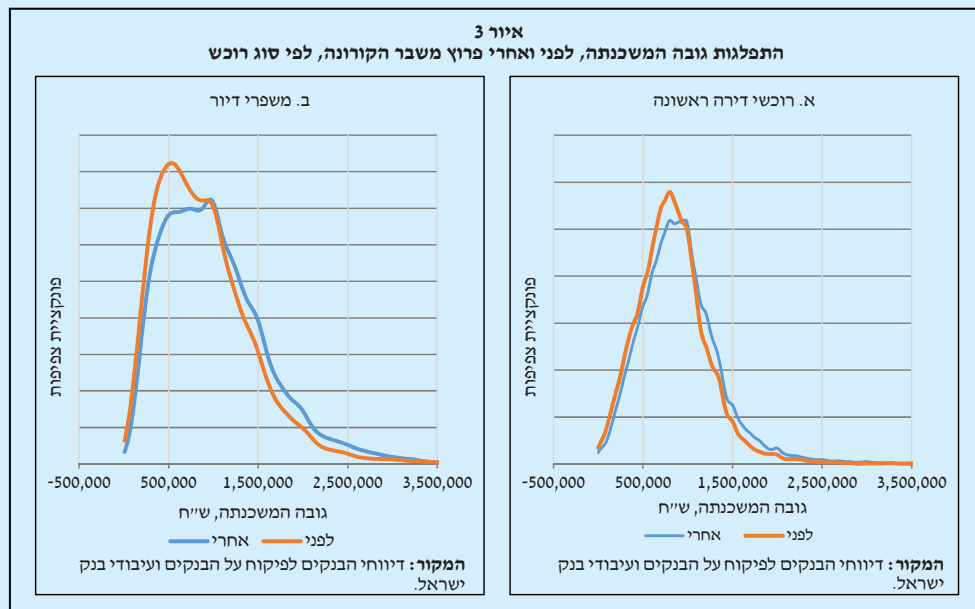
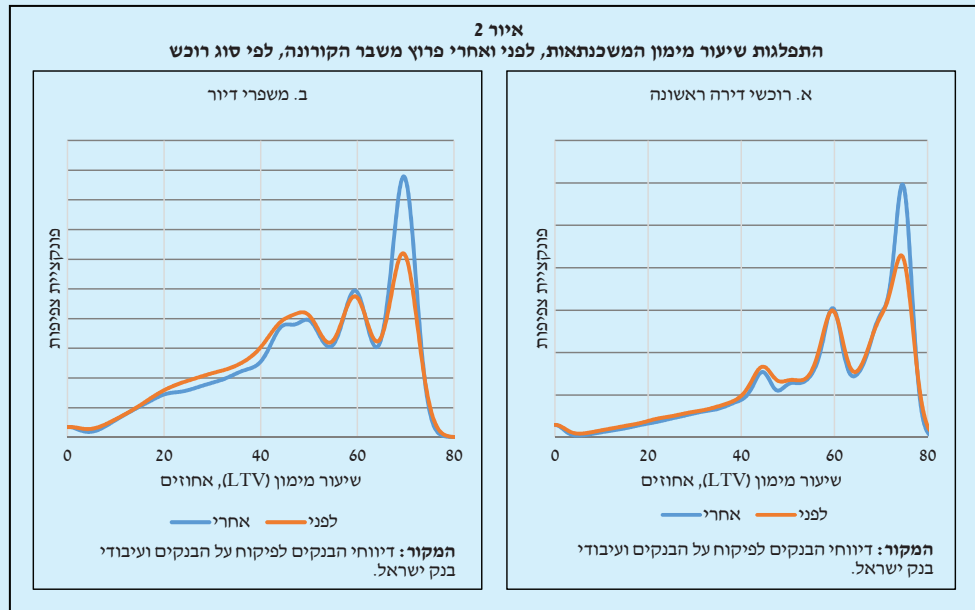
תחילה בחנו את התפלגות ההכנסה הפנויה של משקי הבית שנטלו משכנתאות, כפי שמגדירים אותה הבנקים למשכנתאות – ההכנסה החודשית נטו בניכוי התשלומים הקבועים (החזר הלוואות, מזונות וכד'). מהשוואת ההתפלגויות ניתן להסיק כי בעלי הכנסה נמוכה יחסית לא עזבו את שוקי הדירות והמשכנתאות. בעלי ההכנסות הנמוכות ביותר, שהם הנפגעים העיקריים מהמשבר ממילא לא השתתפו בשווקים אלה.⁶ התפלגות ההכנסה הפנויה של הרוכשים דירה ראשונה בתקופה שאחרי פרוץ המשבר כמעט אינה שונה מזו שלפניו, ואילו התפלגות ההכנסה הפנויה של משפרי הדיור השתנתה כך שמרכז ההתפלגות זו ימינה. משמע שמשפרי הדיור אשר נטלו משכנתאות לאחר פרוץ המשבר הם, בממוצע, בעלי הכנסה גבוהה יותר (איור 1).⁷



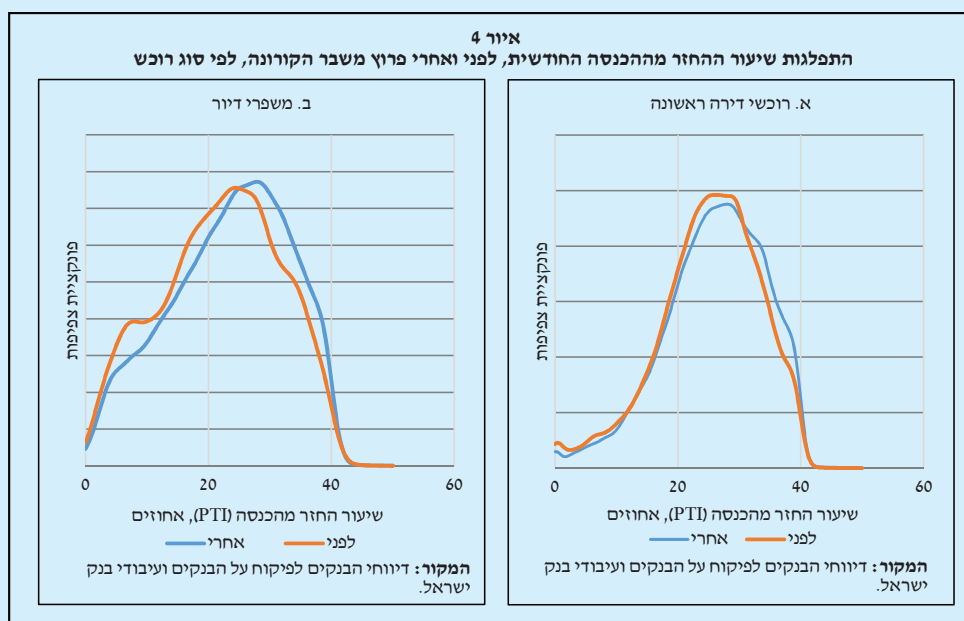
⁶ ניתוח מיוחד של הפגיעה בתעסוקה של משקי הבית בגלל הקורונה, שנערך בחטיבת המחקר של בנק ישראל, מצא כי הפגיעה בתעסוקה הייתה קשה יותר בקרב משקי הבית בעלי ההכנסה הנמוכה וביניהם המשפחות החד-הוריות. כמו כן נמצא כי שיעור משקי הבית שהכנסתם נמוכה (העשירונים 1-4) ובהם לפחות משתתף אחד בשוק העבודה שיש להם הוצאה על שגר דירה הוא כמעט כפול מזה של משקי בית בעלי ההכנסה הגבוהה (העשירונים 8-10) – 41% ו-23% בהתאמה. לפרטים ראו: <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/7-6-2020.aspx>.

⁷ בהתפלגות ההכנסה הפנויה קטמנו את 5% העליונים.

בבחינת מאפייני המשכנתאות בולטת עלייה של מידת המינוף (משקל גדול יותר של משכנתאות עם שיעור מימון גבוה יותר), שמתבטאת בעיקר בהצטרפות משקל גדול יותר של תצפיות סביב הערכים המרביים המותרים על פי מגבלות הפיקוח על הבנקים – 75% לרוכשי דירה ראשונה ו-70% למשפרי דור – בתקופה שלאחר פרוץ המשבר (איור 2). כמו כן בולטת עלייה של גובה המשכנתה בשתי קבוצות הרוכשים (איור 3), ובהתאם לכך – גם של שיעור ההחזר החודשי מההכנסה (איור 4). מאפייני כל ההתפלגויות מוצגים בלוח 2.8.



⁸ לגבי כל ההתפלגויות הנדונות בתיבה זו נערך מבחן של Kolmogorov – Smirnov, אשר הראה כי ההבדלים בין ההתפלגויות לפני פרוץ המשבר ולאחר מכן מובהקים סטטיסטית ברמת המובהקות של 1% אצל שני סוגי הרוכשים.



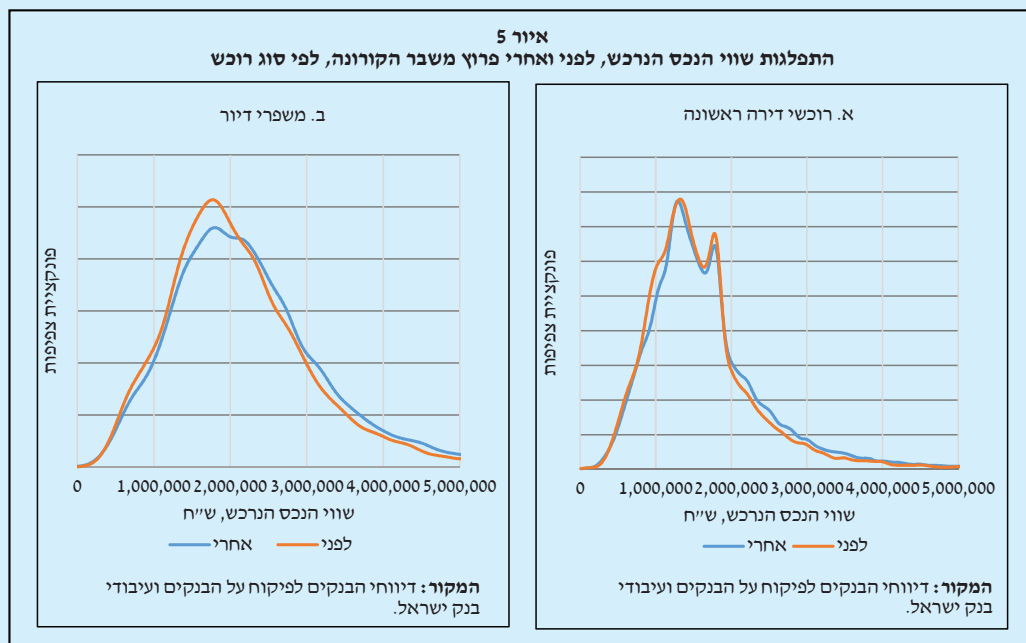
לוח 2 - סיכום מאפייני ההתפלגויות

א. רוכשי דירה ראשונה							
המשתנה		הממוצע		המאון ה-25		החציון	
לפני	אחרי	לפני	אחרי	לפני	אחרי	לפני	אחרי
56.1	58.1	45.0	48.0	60.0	60.0	70.6	73.5
18.4	19.2	12.6	12.8	16.6	16.9	21.4	22.3
25.0	26.0	20.0	21.0	26.0	26.7	31.0	32.0
1,582	1,659	1,110	1,165	1,450	1,500	1,830	1,965
833	918	570	615	800	878	1,050	1,148
ב. משפרי דיור							
המשתנה		הממוצע		המאון ה-25		החציון	
לפני	אחרי	לפני	אחרי	לפני	אחרי	לפני	אחרי
48.4	50.5	36.6	39.2	50.0	53.3	62.0	67.7
23.3	24.1	16.1	16.5	21.0	21.7	27.5	28.3
21.8	23.3	15.0	16.4	22.5	24.3	29.0	31.0
2,105	2,213	1,472	1,540	1,980	2,100	2,600	2,740
898	1,016	500	573	800	935	1,200	1,337

המקור: דיווחי הבנקים לפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

ב. שינויים בדפוסי הרכישות בשוק הדיור

השינויים במאפייני המשכנתאות בהעדר הרעה בכושר ההשתכרות של הלווים (בהכנסתם הפנויה) יכולים לרמוז שהלווים הגדילו את המשכנתה כדי לרכוש נכסים גדולים ויקרים יותר. איור 5 מלמד על תזוזה ימינה של התפלגות מחירי הנכסים שרכישתם מומנה באמצעות משכנתה, בעיקר בקרב משפרי הדיור. על פי נתוני הלמ"ס, העלייה הממוצעת של מחירי הדירות בין שתי תקופות הניתוח הסתכמה בכ-5.5%. מנתוני הדיווחים השוטפים של הבנקים לפיקוח על הבנקים עולה כי בעוד שסך ביצועי המשכנתאות בתקופה השנייה עלה פי 2.5 בהשוואה לתקופה הראשונה, שיעור עלייתם של ביצועי המשכנתאות לרכישת דירות יקרות היה גבוה הרבה יותר. סך ביצועי המשכנתאות לרכישת נכסים ששוויים מעל 5 מיליון ש"ח ובין 3 ל-5 מיליון ש"ח גדל פי 3.1, וסך ביצועי המשכנתאות לרכישת נכסים בשווי שבין 2 ל-3 מיליון ש"ח גדל פי 2.7. שיעור ביצועי המשכנתאות שהועמדו לרכישת נכסים בשווי שבין 2 ל-3 מיליון ש"ח גדל מ-23.2% מסך הביצועים בתקופה הראשונה ל-25.2% בתקופה השנייה, בעוד ששיעור ביצועי המשכנתאות שהועמדו לרכישת נכסים בשווי מעל 3 מיליון ש"ח גדל מ-16% מסך הביצועים בתקופה הראשונה ל-19.7% בתקופה השנייה. על פי נתונים אלה ניתן לשער כי לא מדובר רק על התייקרות של אותם נכסים, אלא על נטייה לרכוש נכסים יקרים יותר, כולל דירות גדולות, דירות גן, דירות גג, בתים פרטיים וכד'.⁹ השערה זו לא ניתן לאושש באמצעות בסיס נתוני המשכנתאות, מפני שאין בו פרטים על סוג הנכס הנרכש או על גודלו.

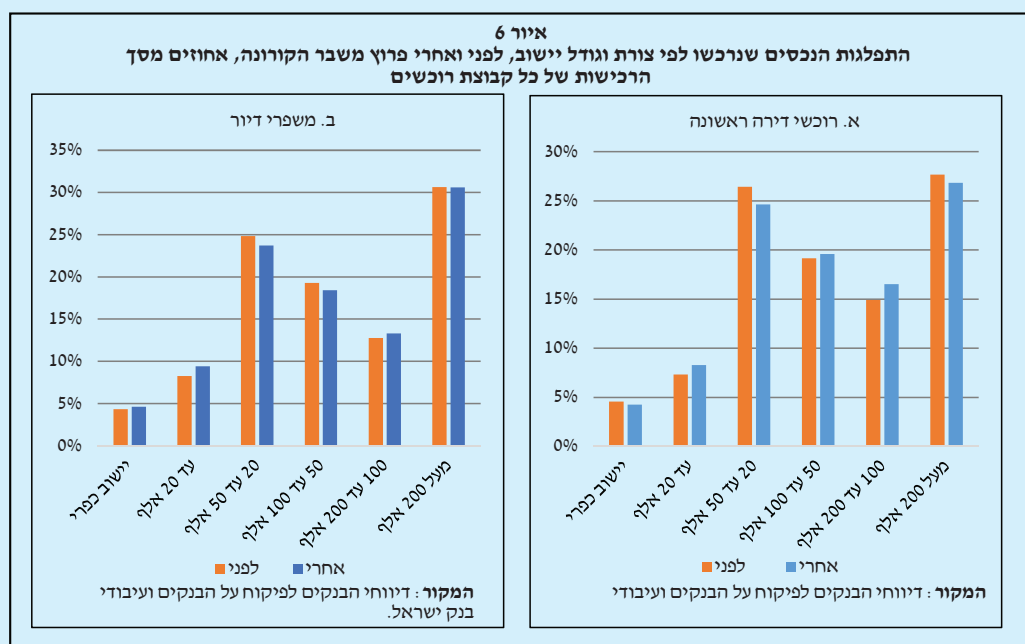


הספרות המתהווה בחו"ל בנושא השינויים בשוק הדיור בעקבות הפנדמיה מציינת הסטה של הביקוש למגורים (הן לרכישה והן לשכירות) לאזורים פחות צפופים, המתבטאת בהגירה ממרכזי הערים הגדולות לפרברים ולאזורים כפריים, בעיקר בתוך המטרופולינים הגדולים בארה"ב, אך לא בין המטרופולינים (Liu and Su, 2021, Ramani and Bloom, 2021, Gupta et al., 2021). הספרות מסבירה את המעברים במכלול של כמה סיבות: מעבר לעבודה מהבית – בעיקר

⁹ ראו בפרק ט' בדוח זה עדויות לעליית הביקוש לצמודי קרקע ודירות גן לאחר פרוץ המשבר.

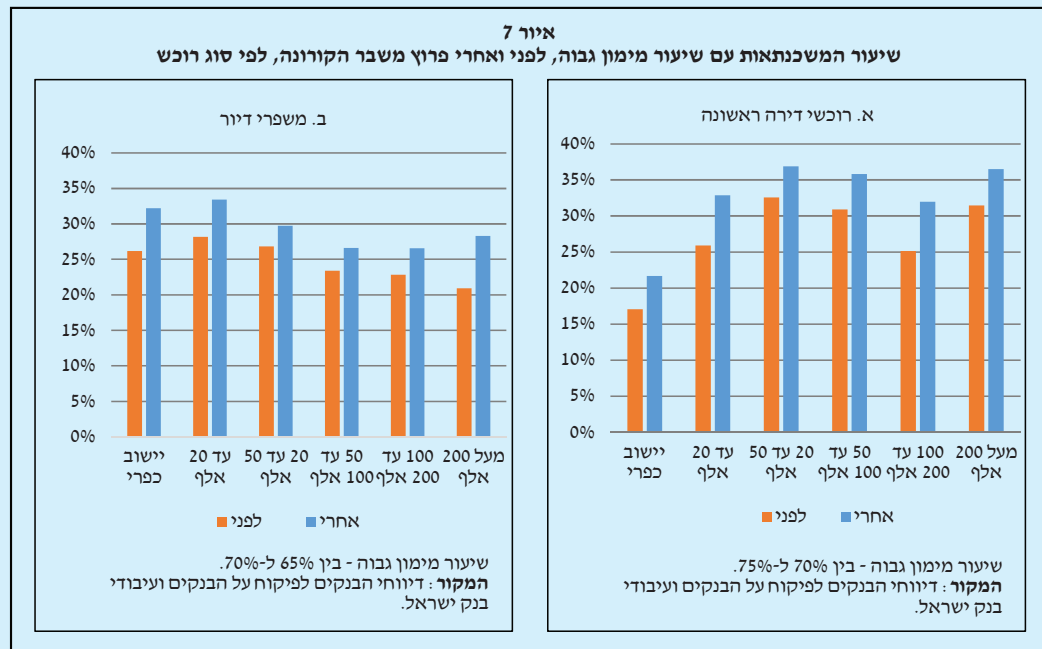
בקרב עובדים בשכר גבוה, שבעבר העדיפו להתגורר במרכזי הערים הגדולות, בקרבתם של ריכוזי אותם מקומות עבודה שעתה מאפשרים עבודה מרחוק; צמצום צריכת שירותים שבדרך כלל מרוכזים במרכזי הערים, אשר החליש את הרצון להתגורר באזורים אלה; ומחירי דיור נמוכים יותר בפרברים, יחסית למחירי במרכזי הערים, שמאפשרים, בין היתר, להגדיל את שטחו של הנכס.

(Haslag and Weagley, 2021), שחקרו מעברים בין המדינות בארה"ב, מצאו שלאחר פרוץ המשבר הגירה בקרב משקי הבית העשירים יותר מונעת מסיבות הקשורות לאורח החיים ולמשפחה יותר מאשר מסיבות הקשורות לעבודה, ואילו בקרב משקי הבית שהכנסתם נמוכה המעבר מונע בעיקר מסיבות כלכליות. כך על פי דיווחיהם העצמיים של הנשאלים שהעתיקו את מגוריהם. עם זאת מתברר שדווקא משקי בית בעלי הכנסה גבוהה בוחרים לעבור לאזורים פחות צפופים, שבהם הוצאות המחיה נמוכות יחסית, וגם למדינות שבהן שיעורי המס המקומיים נמוכים יותר. כיוון שהדיון בספרות נסב על שינוי העדפות הרוכשים בעקבות המשבר – מעבר ליישובים פחות צפופים, ניסינו לבחון, באמצעות חלוקת היישובים בישראל על פי סוגם וגודלם, אם חלו שינויים דומים בטעמיהם של רוכשי הדירות בישראל – אם הצפיפות הנמוכה יחסית ביישובים כפריים ועירוניים קטנים משכה אליהם רוכשים. איור 6 מעלה שלא ניתן לזהות שינויים ניכרים בהעדפות של שני סוגי הרוכשים.¹⁰



¹⁰ עקב עלייה כללית של מספר הנכסים שנרכשו בתקופה שלאחר פרוץ המשבר גדל המספר האבסולוטי של הנכסים שנרכשו ביישובים עירוניים קטנים וביישובים כפריים, למרות משקלם הנמוך יחסית בסך הרכישות.

מה יכול אפוא להסביר את העדר שינויי ההעדפות שראינו? ראשית, הנתונים שנבחנו מתייחסים למשכנתאות שניתנו עד סוף המחצית הראשונה של 2021 (וכך גם הנכסים שנרכשו) ושינוי בטעמים, וכן עצם ההחלטה על רכישת דירה הם עניין ממושך.¹¹ שנית, המחקרים שצוטטו בוחנים את ההגירה הפנימית ללא הפרדה בין בעלות לשכירות, ואילו אנו בוחנים רק את הנכסים שנרכשו. החלטה על רכישת מביאה בחשבון גורמים פרמננטיים, ולכן מושפעת במידה פחותה ממשבר חולף, ולעומתה החלטה על שכירות היא גמישה יותר. עבודה מהבית לא תהפוך, ככל הנראה, לדפוס קבע בישראל; זאת, בין השאר, לפי נתונים על תפוסת מבני המשרדים בערים המרכזיות.¹² שלישית, חלק מהרכישות של רוכשי דירה ראשונה הן בהתאם למכירות של התוכנית "מחיר למשתכן", שההגרלות במסגרתה נערכו לפני כמה שנים, ולכן אינן מושפעות מהמשבר הנוכחי. על פי נתוני הפיקוח על הבנקים, בתקופה שהגדרנו כ"לפני המשבר" כ-36% ממספר המשכנתאות אשר ניתנו לרוכשי דירה ראשונה היו לרכישת דירות בתוכנית, ובתקופה שאחרי המשבר – כרבע. נוסף על כך, לא כל הדירות הנרכשות בתוכנית מיועדות לשמש למגורי הזוכים עצמם. רביעית, הניתוח שערכנו אינו מאפשר לזהות מעברים בין שכונות או בין נכסים באותו יישוב; ייתכן ששווי גבוה של הנכס הנרכש נובע מהעדפה לדירות גדולות ומרווחות יותר באותה עיר.



¹¹ על פי הניתוח של משרד האוצר על פי נתונים מעודכנים יותר של רכישות (רבעון שלישי של 2021), לא נמצא מעבר מערי המרכז לפריפריה. גידול משקל הרכישות בפריפריה בקרב משפרי דיור לא היה משמעותי, ובקרב רוכשי דירה ראשונה הוא מוסבר ככל הנראה באילוצים כלכליים. כמו כן לא נמצא שהנכסים אשר נרכשו בפריפריה היו יקרים יחסית לעבר; שיעורי עליית מחיריהם של הנכסים שנרכשו במרכז ובפריפריה ברבעון האחרון של 2019 וברבעון השלישי של 2021 היו דומים. (ראו "סקירת ענף הנדל"ן למגורים לרבעון השלישי 2021", אגף הכלכלנית הראשית במשרד האוצר).

¹² על פי נתוני חברת CBRE (חברה אמריקאית גלובלית לשירותי נדל"ן מניב והשקעות), שסוקרת התפתחויות בתחום המשרדים בתל אביב, רמת גן, הרצליה, רעננה, פתח תקווה, נתניה, רחובות, לוד, חיפה וירושלים, תפוסת מבני המשרדים ברבעון השלישי של 2021 הייתה במרבית הערים דומה לזו שברבעון השלישי של 2019 (טרם פרוץ משבר הקורונה העולמי).

בבדיקה נוספת ניסינו לברר אם העלייה במידת המינוף של המשכנתאות היא תופעה ייחודית לרכישות בקבוצת יישובים כלשהי, או תופעה משותפת לכולן. לשם כך בדקנו מהו שיעור המשכנתאות שבהן שיעור המימון הוא הגבוה ביותר – בין 70% ל-75% בקרב רוכשי דירה ראשונה ובין 65% ל-70% בקרב משפרי דיור – אשר ניטלו לרכישת נכסים בכל אחת מקבוצות היישובים לפני פרוץ המשבר ולאחר מכן. את התוצאות ניתן לראות באיור 7, ומהן עולה ששיעור המשכנתאות אשר בהן שיעור המינוף גבוה גדל אצל שני סוגי הרוכשים בכל קבוצות היישובים (בטווח בין 3 ל-7 נקודות האחוזה). העלייה הרוחבית הזאת משמעותה שלנוכח העלייה של מחירי הנכסים הנרכשים הלווים הזדקקו למשכנתאות גדולות יותר, כי הונם העצמי לא עלה בקצב דומה לזה של עליית מחירי הדירות. לפיכך עלו שיעורי המימון, ועמם עלה חלקן של המשכנתאות שניטלו בשיעורי מימון מרביים.

ביבליוגרפיה

- Gupta, A., V.Mittal, J. Peeters and S. Van Nieuwerburgh (2021). "Flattering the Curve: Pandemic-Induced Revaluation of Urban Real Estate", NBER Working Paper 28675.
- Haslag, P. and D. Weagley (2021). "From L.A. to Boise: How Migration Has Changed During the COVID-19 Pandemic", Working Paper.
- Liu, S. and Y. Su (2021). "The Impact of the COVID-19 Pandemic on the Demand for Density: Evidence from the U.S. Housing Market", *Economic Letters*, 207, pp. 1–4.
- Ramani, A. and N. Bloom (2021). "The Donut Effect of COVID-19 on Cities", NBER Working Paper 28876.

לאחר שבשנת 2020 הצטמצם החוב שאינו לדיור במהלך משבר הקורונה נצפתה במהלך 2021 התאוששות, והחוב צמח בקצב גבוה ביחס לשנים הקודמות. חלק הארי של האשראי שאינו לדיור הוא מהבנקים, וחלק קטן יותר מגיע מחברות כרטיסי האשראי ומהמשקיעים המוסדיים. החוב הבנקאי שאינו לדיור, שבשנת 2020 התאפיין בצמצום משמעותי על רקע משבר הקורונה, חזר לצמוח בשנת 2021 בקצב גבוה מעט מאשר בשנים קודמות. האשראי מהגופים המוסדיים התאפיין בשיעורי צמיחה גבוהים במיוחד. יתרת החוב שאינו לדיור למוסדיים אף עברה את יתרת החוב לחברות כרטיסי האשראי, לראשונה זה עשר שנים. החוב של משקי הבית למוסדיים מאופיין בדרך כלל בהלוואות גדולות, שנלקחות כנגד בטוחות (למשל ערבות בקרן הפנסיה של העמית) בריביות נמוכות יחסית. הלוואות אלו נלקחות לרוב על ידי לוויים ממעמד חברתי-כלכלי גבוה יחסית. (ראו הדיווח השנתי על יישום הוראות חוק נתוני אשראי). זוהי אינדיקציה להשפעה של צד הביקוש. עקב היקפן המשמעותי ועלותן הזולה יחסית הלוואות אלה עשויות לשמש הלוואות משלימות לרכישת נדל"ן. (להרחבה ראו תיבה 3 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021). החוב לחברות כרטיסי האשראי, שהצטמצם במהלך שנת 2020, התאושש וצמח בשנת 2021 בקצב של כ-8%. בשנת 2021 הוכנסו שינויים רגולטוריים⁵, ובפרט צמצום מסגרות האשראי בכרטיסי האשראי הבנקאיים, מה שאמור לתמוך בנטילת אשראי צרכני מחברות כרטיסי האשראי.

ג. תוכניות הממשלה ובנק ישראל לתמיכה בפעילות האשראי לעסקים קטנים

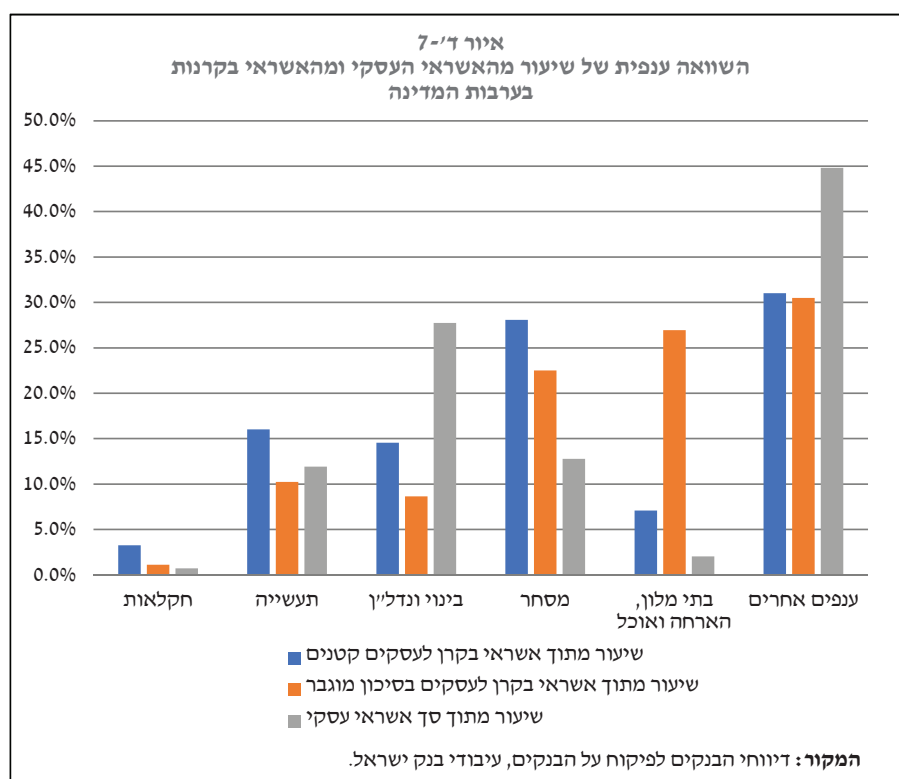
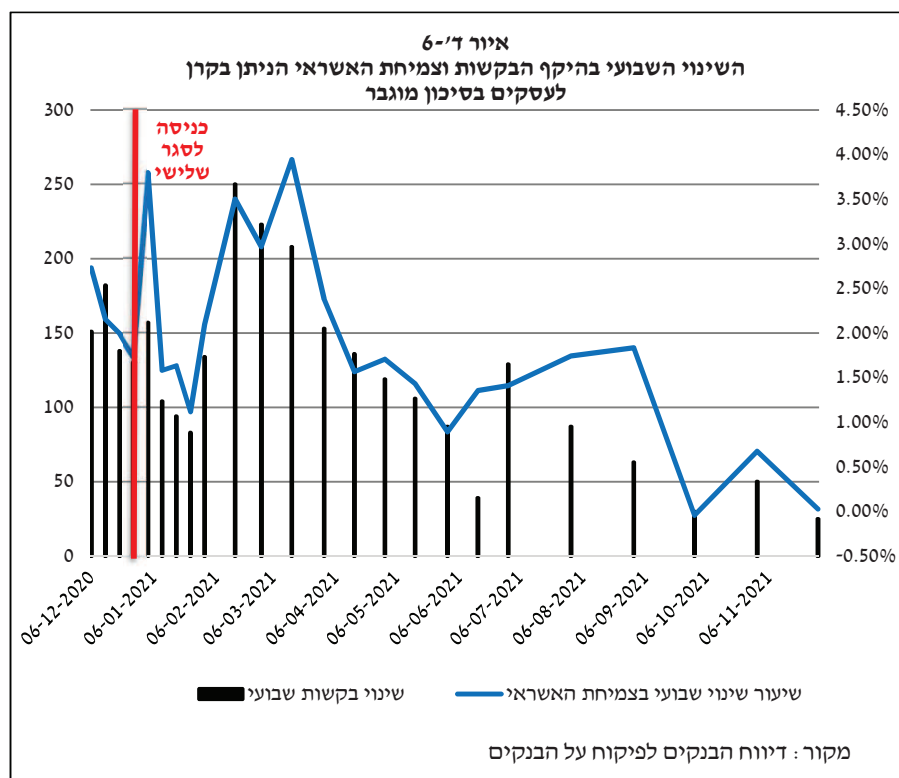
במסגרת הצעדים להתמודדות עם משבר הקורונה החליטו הממשלה ובנק ישראל על תוכניות (נפרדות) לעידוד היצע האשראי לעסקים קטנים – קרנות אשראי בערבות המדינה ותוכניות הלוואות מוניטריות מבנק ישראל.

המדינה העמידה ערבויות להלוואות למגזר העסקי דרך קרנות הלוואה ייעודיות במטרה להגדיל את היצע האשראי לעסקים. (להרחבה ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2020). נפתחו שתי קרנות שהתמקדו בעסקים קטנים – הקרן לעסקים קטנים והקרן לעסקים קטנים בסיכון מוגבר – וקרן שהתמקדה בעסקים גדולים, אך זו לא זכתה לביקוש גבוה.

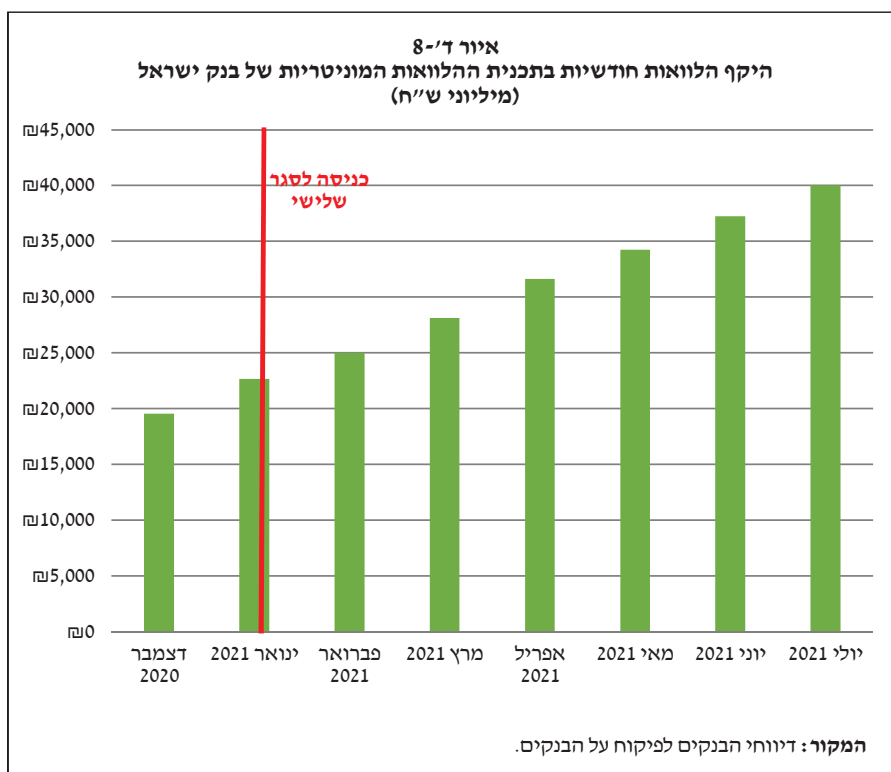
עם החמרת המגבלות על רקע גל התחלואה השלישי והסגר השלישי, שהחל בינואר 2021, גדל היקף הבקשות שהוגשו לשתי הקרנות לעסקים קטנים, ועלו שיעורי השינוי באשראי שניתן. לאחר סיום הגל השלישי והיציאה מהסגר נצפו האטה במספר הבקשות החדשות שהוגשו וירידה בהיקף האשראי החדש שניתן (איור 6). בחינה של הקושי בגיוס אשראי במסגרת סקר המגמות מראה ירידה של מגבלת האשראי בתקופה זו, מה שמצביע על ירידה של הביקוש לאשראי מהקרן, על רקע החזרה לפעילות וירידת הקושי התזרימי שנבע מרמות פעילות נמוכות.

בחינה ענפית מראה כי משקל הענף בתי מלון, הארחה ואוכל בקרן לעסקים קטנים היה גבוה מן הנתח שלו בחוב העסקי הכולל, וגבוה עוד יותר בקרן לעסקים בסיכון מוגבר (איור 7). לעומת זאת נתח האשראי הניתן מהקרן לעסקים בענף הבינוי והנדל"ן היה נמוך ביחס לנתח של ענף זה בחוב הבנקאי. הממצאים הללו משמשים אינדיקציה להלימה מסוימת בין מידת הפגיעה של הענף ממשבר הקורונה לבין מידת התמיכה בהיצע האשראי כתוצאה מפעילות הקרנות.

⁵ שני הבנקים הגדולים נדרשו לקצץ 45% ממסגרת האשראי בכרטיסי האשראי לכל אחד מלקוחותיהם, על פי רמתן בסוף 2015, תוך קביעת סכום-רף מינימלי שיישאר – 7,500 שקל לחודש.

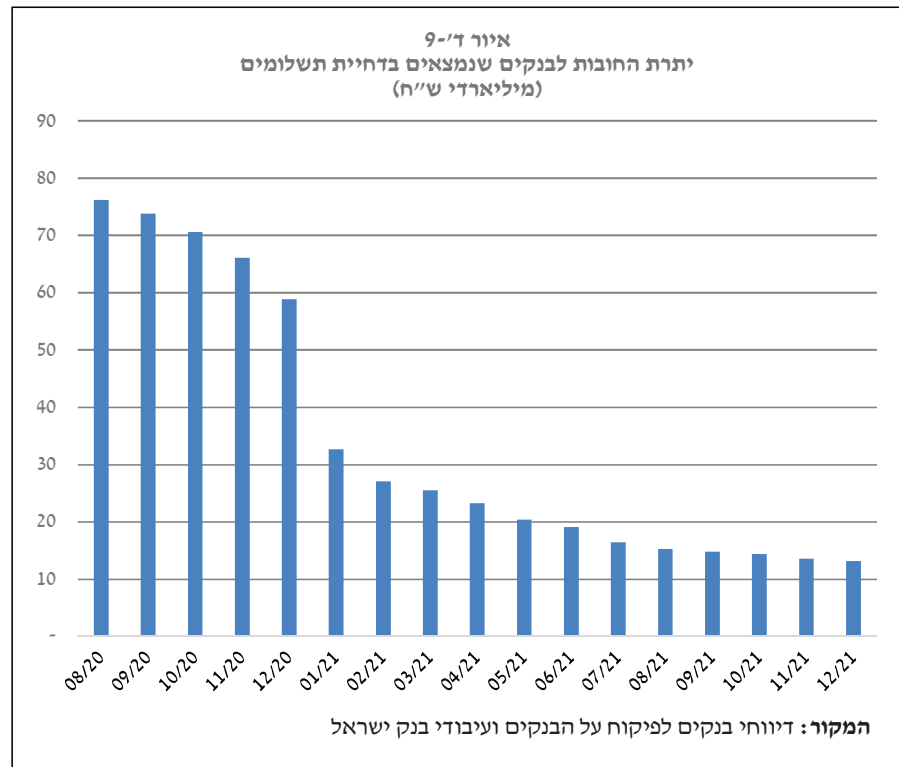


במקביל לקרנות בערבות המדינה הפעיל בנק ישראל תוכנית הלוואות מוניטריות לבנקים למטרת העמדת אשראי לעסקים קטנים, ובמסגרתה הוקצו כ-40 מיליארד ש"ח. התוכנית כללה שני נדבכים: נדבך א' העניק לבנקים הלוואות בריבית של 0.1% לטווח של שלוש שנים, ונדבך ב' העניק להם הלוואות לארבע שנים בריבית קבועה של מינוס 0.1% ובתנאי שהריבית שהם יגבו על ההלוואות לעסקים הקטנים לא תעלה על פריים +1.3%. נדבך ב' הופעל בדצמבר 2020, עם הגבלה – עד 10 מיליארד ש"ח או עד סוף יוני 2021. בינואר 2021, על רקע הכניסה לסגר השלישי, גדל היקף ההלוואות החודשיות שניתנו בערוץ זה ביחס לחודש הקודם, ולאחר היציאה מן הסגר היקפן ירד בחזרה לרמה ממוצעת של כמיליארד ש"ח בחודש. נדבך ב' הסתיים עם מיצוי של כ-80% (8 מתוך 10 מיליארד ש"ח שהוקצו). לאחר שהאשראי שניתן בנדבך א' הגיע לכ-32 מיליארד ש"ח התוכנית הסתיימה כמתוכנן ביולי 2021.



ד. זכויות תשלומים

בסוף 2021 עמד החוב הכולל שבדחייה על כ-13 מיליארד ש"ח. במונחים מוחלטים היתרה הגבוהה ביותר של חובות שנמצאים בדחייה הייתה בהלוואות לדיור, ואילו השיעור הגבוה ביותר מסך היתרה היה בעסקים הגדולים. בשנת 2020 גיבש הפיקוח על הבנקים מתווה וולונטרי לדחיית תשלומי הלוואות קיימות לצורך ההתמודדות של משקי הבית והעסקים עם קשיים תזרימיים. במהלך שנת 2020 הוארך המתווה מספר פעמים, על רקע הסגרים ותחלואת הקורונה. בתחילת שנת 2021 נצפה צמצום חד של יתרת החובות שבדחייה, וזאת, ככל הנראה, משום שלגבי חלק מהלווים תמה תקופה הדחייה המאושרת על ידי הבנק, והם נדרשו לחזור ולשלם. עם זאת נמשכה מגמת הירידה לאורך כל שנת 2021, על רקע התאוששות הכלכלה).



תיבה ד'-4: ההשפעה הצפויה של ביטול אג"ח מיועדות בקרנות הפנסיה

- בשנת 2021 עברה בחקיקה רפורמה שמבטלת את ההשקעה של קרנות הפנסיה באג"ח מיועדות ומציעה חלופה – הבטחת תשואה של 5.15% על 30% מתיק הנכסים.
- נראה שהיקף השוק המקומי קטן ביחס לגודלו של תיק הפנסיה (והמוסדיים בכלל) ולחיקף ההפקדות נטו, ומה עוד שבשוק פועלים משקיעים נוספים, לטווח ארוך וקצר.
- ביטול אג"ח מיועדות צפוי להגדיל את רכיב הנכסים הזרים בתיק של קרנות הפנסיה החדשות

בשני העשורים הקודמים ננקטו מספר צעדי חקיקה ושינויים רגולטוריים משמעותיים בתחום החיסכון ארוך הטווח. עם השינויים העיקריים נמנות החלת פנסיה חובה על כלל המועסקים במשק והעלאת גיל הפרישה, לצד שינויים מבניים כמו רפורמת בכר, פתיחת קרנות פנסיה חדשות ורפורמות בתחום מיסוי שוק ההון. השינויים הללו באו לידי ביטוי בצמיחה מהירה של היקפי הנכסים המנוהלים בידי קרנות הפנסיה. אלה מנהלות את חלק הארי של חסכון הציבור לטווח ארוך ונהנות מזרימת הון מתמדת כתוצאה של הפקדות העמיתים (ההפרשות לפנסיה, שהן חובה לפי חוק). מטרתן של קרנות הפנסיה היא להשקיע את הנכסים המנוהלים לטווח ארוך לשם מירוב (מקסימיזציה) של התשואה והבטחת פנסיה הולמת לעמיתים.

קרנות הפנסיה משקיעות חלק מנכסיהן באג"ח מיועדות (אג"ח שמנפיקה הממשלה), המבטיחות תשואה ריאלי של 4.8%. מדובר בהטבה משמעותית, שהשתנתה עם הזמן. בשנת 2003 נערכה רפורמה, שקבעה כי שיעור ההשקעה של הקרנות באג"ח מיועדות יצומצם מ-70% ל-30%. לפיכך חולקו קרנות הפנסיה לקרנות פנסיה ותיקות, ששיעור האג"ח המיועדות אצלן כ-70%, וקרנות פנסיה חדשות¹, ששיעור האג"ח האלה אצלן כ-30%. רנות הפנסיה הוותיקות אינן פתוחות להפקדות עמיתים חדשים, ולכן התיבה תתמקד בקרנות הפנסיה החדשות.

בשנת 2021 הוחלה רפורמה נוספת², שמבטלת את ההשקעה של קרנות הפנסיה באג"ח מיועדות ומציעה חלופה – הבטחת תשואה של 5.15% על 30% מתיק הנכסים. לפי המנגנון החדש אחת לחמש שנים תיערך התחשבות של קרן הפנסיה עם המדינה לגבי החלק המובטח של תיק הנכסים. אם התשואה על הנכסים הייתה נמוכה מהתשואה מובטחת, המדינה תשלם את החוסר, ואם התשואה על הנכסים הייתה גבוהה מהתשואה המובטחת, העודף יופרש לקופת המדינה. ניתוח של השפעת הרפורמה על הקצאת הנכסים של קרנות הפנסיה החדשות יוצג בהמשך התיבה.

היקף תיק הנכסים של קרנות הפנסיה החדשות

היקף תיק הנכסים של קרנות הפנסיה החדשות הגיע בשנת 2021 לכ-626 מיליארד ש"ח. זאת לאחר שהפקדות העמיתים בהן הלכו וגברו עם השנים, ובשנת 2021 הצבירות (ההפקדות נטו) השנתיות הגיעו לכ-40 מיליארד ש"ח (ממוצע שנתי של 28 מיליארד ש"ח ב-10 השנים האחרונות). כאשר בוחנים את השינוי בהיקף הנכסים המנוהלים (הנובע הן מהפקדות העמיתים והן מגידול שווי השוק) רואים שבעשר

¹ קרנות הפנסיה החדשות גם מתחלקות לקרנות כלליות וקרנות מקיפות. קרנות הפנסיה המקיפות רשאיות להשקיע באג"ח מיועדות, ולכן ההפקדה בהן מוגבלת בסכום. את העודפים ניתן להפקיד בקרנות הפנסיה הכלליות (המשלימות), אשר אינן יכולות לרכוש אג"ח מיועדות.

² יישום הרפורמה נדחה ל אוקטובר 2022



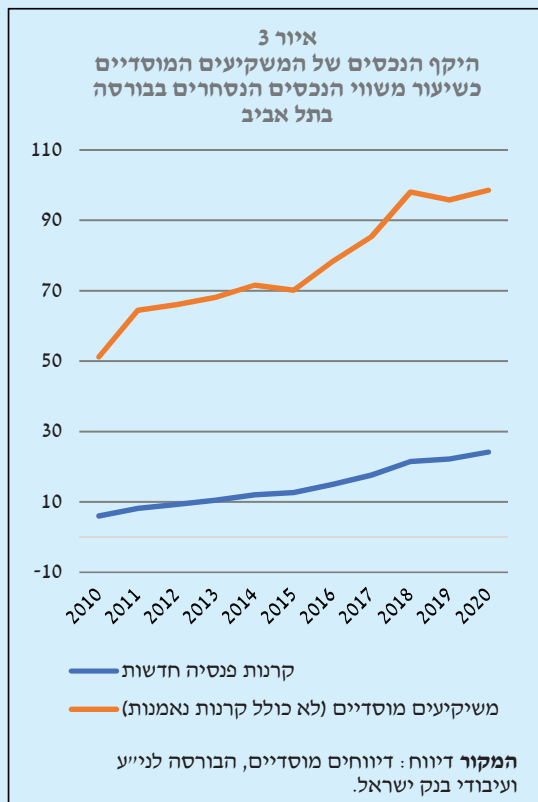
השנים האחרונות היקפם עלה בכל שנה בממוצע בכ-46 מיליארד ש"ח, ואילו בשנת 2021 הוא עלה ביותר מ-100 מיליארד ש"ח, תוצאה של עליות מחירים חדות בשווקים (איור 1). יש לציין שגם גידול של הנכסים הנובע מגידול שווי השוק דורש החלטות השקעה מצד קרנות הפנסיה, משיקולים של פיזור בין נכסים שונים ושיעורי החשיפה לחו"ל ולמט"ח. כך, לדוגמה, אם מדד המניות עולה, והקרן מעוניינת להגביל את החשיפה למניות, עליה למכור חלק מהנכסים המושקעים במניות ולהשקיעם מחדש באפיק אחר; הוא הדין בהשפעות שיערוך על הנכסים שבחו"ל.

קרנות הפנסיה החדשות משקיעות את הנכסים שהן מנהלות בשוק המקומי ובחו"ל³. משנת 2005 שיעור הנכסים הזרים של קרנות הפנסיה החדשות הולך ועולה, ובשנת 2021 הוא הגיע לכ-30% (איור 2). בשוק המקומי הקרנות משקיעות במגוון רחב של סוגי נכסים (פיקדונות, אג"ח ומניות); הנכס הדומיננטי הוא אג"ח ממשלתיות⁴ לא-סחירות – כ-30%, בעיקר באג"ח מיועדות – ואחריו השקעה במניות, בפיקדונות, ב"נכסים אחרים" ובאג"ח חברות. גם תיק הנכסים בחו"ל מושקע במגוון נכסים – בהם אג"ח, מניות ונכסים נגזרים. האחרונים משמשים, בין היתר, לגידור סיכונים מטבע, לצד יתרונות נוספים).

³ בשנת 2005 עברה רפורמה שהסירה מגבלות מעל השקעות הגופים המוסדיים (ובפרט קרנות הפנסיה) בחו"ל

⁴ ההחזקות באג"ח ממשלתיות כוללות בעיקר את האג"ח המיועדות.

היקף הנכסים של קרנות הפנסיה החדשות ביחס להיקף השוק המקומי וגיוסי ההון



כשבוחנים את שווי הנכסים שמנהלות קרנות הפנסיה החדשות בשוק ההון המקומי ביחס לשווי השוק של המניות, אג"ח החברות והאג"ח הממשלתיות יחד רואים שהיחס הולך ועולה מאז 2010. בשנת 2020 היקף הנכסים המנוהלים בידי קרנות הפנסיה החדשות הגיע ל-24% משווי הנכסים הנסחרים בבורסה בתל אביב. (סך הנכסים של כל הגופים המוסדיים, למעט קרנות הנאמנות הגיע ל-99%). ראו איור 3. השוואה של היקף גיוסי ההון (המניות והאג"ח נטו) בשוק לצבירות נטו של קרנות הפנסיה החדשות בתקופה 2018–2021 מלמדת שהיקף ההנפקות המקומי של אג"ח ומניות היה דומה להיקף הצבירות בקרנות אלה, והיקף ההנפקות של המניות בלבד היה קטן מהיקף הצבירות בהן בכל אחת מעשר השנים האחרונות.

כאשר בוחנים את המגבלות החלות על ההשקעה של קרנות הפנסיה בשוק המקומי לא מוצאים עדויות למגבלות רגולטוריות כובלות, המונעות מהן להשקיע בו יותר. עם זאת נראה שהיקף השוק המקומי קטן ביחס לגודלו של תיק הפנסיה (והמוסדיים בכלל) ולהיקף ההפקדות נטו, ומה עוד שבשוק פועלים משקיעים נוספים, לטווח ארוך וקצר.

בצד היתרונות של השקעת קרנות הפנסיה בשוק המקומי, ובראשם הרחבת היצע ההון למימון הפעילות העסקית, כרוכות בה, לפחות בפרטנציה, גם השלכות שליליות. ההחזקה של קרנות הפנסיה בנכסים שונים עלולה, בזמני משבר, להשפיע על שווי הנכסים, בעיקר כשהתנודתיות בשווקים גבוהה, מה אכן אירע במשבר הקורונה, במרץ 2020. (להרחבה ראו תיבה 3 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2020). בימי שגרה החזקה משמעותית של קרנות הפנסיה עלולה לצמצם את נזילות המסחר. (ראו "התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל בעשור האחרון והשלכותיהן על

שוק ההון⁵ נייר עבודה של הרשות לניירות ערך). זאת משום שעמיתיהן הם משקיעים לטווח ארוך, אשר אינם מעוניינים במסחר תדיר.

המוסדיים משקיעים, כאמור, גם במט"ח בחו"ל, ובכך הם משפיעים על שוק המט"ח. אסטרטגיות ההשקעה של המוסדיים יכולות אפוא להביא למכירות (או רכישות) מט"ח בהיקף משמעותי. כך במהלך ירידות חדות של מחירי המניות בחו"ל הפוזיציות של המוסדיים שם (במיוחד בחוזים עתידיים) הביאו לדרישת ביטחונות גבוהים, שהתבטאה בעלייה של הביקוש לדולרים ושל רכישתם לצורך הצגת הביטחונות. להרחבה ראו פרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2020 ותיבה 3 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2020.

השפעת ביטולן של איגרות החוב המיועדות על תמהיל הנכסים של קרנות הפנסיה

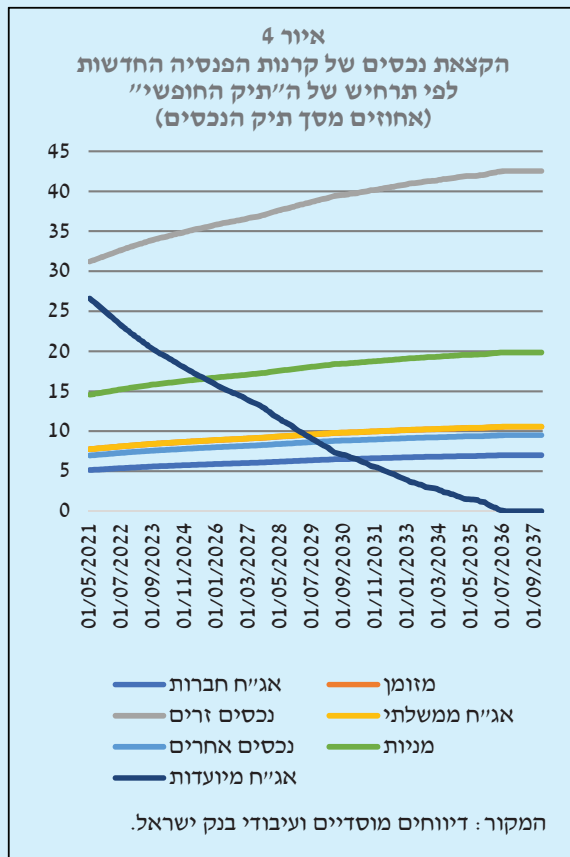
כתוצאה מביטול האג"ח מיועדות גידול בנכסים המנוהלים ועמו פדיונות של האג"ח המיועדות, יופנו להשקעה באפיקים אחרים, חופשיים, אשר יחליפו בהדרגה את ההשקעה באג"ח המיועדות. הרפורמה קובעת שעל קרנות הפנסיה להשקיע את הנכסים אשר היו מושקעים באג"ח מיועדות בהתאם לתמהיל הנכסים של המסלול העיקרי בקרן. בחינה של תחזית פדיונות האג"ח המיועדות מראה שקרנות הפנסיה החדשות מחזיקות אג"ח מיועדות בהיקף של כ-135 מיליארד ש"ח, יתרה הצפויה להיפדות בהדרגה ולהתאפס בשנת 2036.

סביר שאופן הקצאת הנכסים אשר הושקעו באג"ח המיועדות יתבסס על הרכב התיק החופשי ללא מיועדות ובחלוקה פרופורציונלית. עם זאת, לא ניתן לשלול השפעות של מגמות עתידיות בשווקים, של צעדים רגולטוריים ושל גורמים אחרים על קצב השינוי ועל הרכבו של התיק. ייתכנו גם שינויים מבניים שקשה להעריך את כיוון השפעתם.

הניתוח להלן יעסוק במספר בנצי'מרקים לתמהיל סוגי הנכסים בקרנות. תחילה יש לשים לב לתובנות הבאות: שינוי המנגנון להבטחת תשואה מאג"ח מיועדות ל"מלאי הבטחת תשואה" אינו משנה את פרופיל הסיכון של התיק עבור העמית: 30% מהתיק ימשיכו להקנות לו תשואה מובטחת קבועה (5.15% במקום 4.86%). כמו כן נדרש לנהל את "המלאי מובטח התשואה" באופן הקצאה זהה לזה של הנכסים הלא מובטחים במסלול הכי גדול בקרן. כיום הגוף המוסדי מקצה את הנכסים במטרה להביא למקסימום את פרופיל התשואה-סיכון. הוא צפוי לשמור על הקצאת נכסים דומה גם אחרי הרפורמה, במצב של תשואה מובטחת על 30% מהתיק. לפיכך נראה שהתרחיש הסביר הוא ניהול בהתאם להקצאת הנכסים בתיק ה"חופשי" של קרנות הפנסיה המקיפות – תמהיל האפיקים ה"לא מובטחים" – ולכן תמהיל זה נבחר להיות הבנצי'מרק העיקרי. יחד עם זאת, אם בעתיד תנאי השוק (וגורמים אחרים) ישתנו, ייתכן שינוי בהקצאת הנכסים בכל התיק. קשה מאוד להעריך כיום מגמות עתידיות, אבל כבדיקת רגישות לתרחיש המרכזי ניתן להתייחס לשני תרחישים נוספים, הבוחנים את הקצאת הנכסים בגופים בעלי מטרות השקעה דומות שאינם משקיעים כיום באג"ח מיועדות: קרנות הפנסיה הכלליות וקופות הגמל. לכן שלושת הבנצי'מרקים שנבחנו הם:

1. התיק "החופשי" של קרנות הפנסיה המקיפות – תמהיל האפיקים ה"לא מובטחים" (התפלגות אפיקי ההשקעה למעט האג"ח המיועדות בקרנות החדשות). הבנצי'מרק הזה מסתמך על התובנה שפרופיל הסיכון של תיק הנכסים עבור העמית אינו משתנה כתוצאה מהרפורמה. המצב כיום הוא ש-30% מהתיק מקנים תשואה מובטחת, ומצב זה יישאר גם לאחר שינוי מנגנון הבטחת

⁵ https://www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/Institutional_Developments_Heb.pdf



התשואה.⁶ לכן, כפי שכיום הגוף המוסדי מקצה את הנכסים לאפיקים השונים במטרה למרב את פרופיל התשואה-סיכון כשהתשואה על 30% מהתיק מובטחת, הוא צפוי לשמור על הקצאת נכסים דומה אחרי הרפורמה.

2. תמהיל הנכסים של קרנות הפנסיה הכלליות – קרנות אלה אינן משקיעות באג"ח מיועדות, ולכן משמשות אינדיקציה לאופן השקעה של גוף בעל פונקציית מטרה של חיסכון ארוך טווח שאין בו מנגנון הבטחת התשואה. החיסרון בבנצ'מרק הזה הוא שהקרנות הכלליות מנהלות סכומים קטנים יחסית, והסקה מהתנהגותן לגבי הטיפול בתיקים גדולים יותר מוגבלת.

3. תמהיל הנכסים של קופות הגמל – הבנצ'מרק הזה נבחר לפי היגיון דומה לזה של הבחירה בקרנות הפנסיה הכלליות. ואולם מדיניות ההשקעה של קופות הגמל שונה מזו של קרנות הנאמנות, ולכן התרחיש פחות סביר.

לצורך בניית התרחישים נבנתה תחזית של היקף הנכסים להשקעה ("המלאי המבטיח תשואה") הצפויים להיות מושקעים באפיקים אחרים. תוצאות התרחיש העיקרי מוצגות באיור 4.

התרחיש העיקרי (הקצאה לפי תמהיל הנכסים ה"לא

מבוטחים") מראה ששני האפיקים אשר משקלם צפוי לגדול במידה משמעותית הם הנכסים הזרים והמניות. המשמעות היא עלייה של היקף החשיפה לנכסים זרים. בחלוקה של התיק לרכיב זר ורכיב מקומי ניתן לראות שצפוי גידול גם ברכיב המקומי, כלומר התגברות של כניסת ההון לשוק ההון המקומי. הדבר עשוי להציב אתגרים הן מבחינת ההיקף הכולל של השוק והן מבחינת מגבלות השקעה שונות, שמוטלות על הגופים המוסדיים (מגבלת שליטה, מגבלה על החזקה של סדרת אג"ח וכו').

היבט נוסף של ביטול האג"ח המיועדות הוא גיוס החוב הממשלתי של ישראל. רכיב האג"ח הממשלתי בתיק צפוי לקטון, מה שיקטין את הביקוש לאג"ח אלה.

גם לפי תרחיש הרגישות (הקצאה לפי תמהיל הנכסים של קרנות הפנסיה הכלליות ולפי תמהיל הנכסים של קופות הגמל) צפויה עלייה של שיעור הנכסים הזרים בתיק (אמנם בשיעור נמוך מאשר בתרחיש הראשון), אך במקביל צפויה גם עלייה באפיק האג"ח הממשלתי. במקרה זה, לצד גידול החשיפה לנכסים זרים (וגידול אפשרי של החשיפה המטבעית) רואים גם השפעה ממתנת הן על סיכון התיק, כתוצאה מגידולו של רכיב האג"ח הממשלתי, והן על הביקוש לאג"ח ממשלתי.

המסקנה העולה מניתוח התרחישים היא שרכיב הנכסים הזרים בתיק של קרנות הפנסיה החדשות צפוי להישאר גדול ולהמשיך לגדול. גידול החשיפה לנכסים זרים מציב אתגרים מסוימים הן לגופים המוסדיים, מההיבט של בחירת מכשירי ההשקעה וגידור החשיפה המטבעית, והן מהיבט ההשפעה על שער החליפין.

⁶ למעשה צפויה עלייה מסוימת של התשואה המובטחת – מ 4.8% ל 5.15%.

