

פרק ד'

מימון המגזר הפרטי בישראל

- המגזר הפרטי (משקי הבית והעסקים) מממן את פעילותו ברמה גבוהה יחסית של הון וברמה נמוכה יחסית של חוב – כלומר ממונף פחות מאשר בעבר וגם מאשר בעולם. הפרק מציע הסברים לתמונה ייחודית זו.
- החוב הפרטי (של העסקים ומשקי הבית) צמח בשנת 2019 בקצב דומה לזה של צמיחת התוצר ועמד על 110 אחוזי תוצר. צמיחתו של חוב משקי הבית הייתה מהירה מזו של החוב העסקי.
- יחס החוב הפרטי לתוצר בישראל נמוך בהשוואה בין-לאומית – תוצאת פער היסטורי ויציב יחסית בין ישראל למדינות OECD האחרות בחוב של משקי הבית ופער שנפתח ביחס החוב העסקי לתוצר בשנים 2008–2015 ונותר בעינו.
- פתיחת הפער בין יחס החוב העסקי לתוצר בין ישראל לעולם נובעת בעיקר משינויים מבניים במגזר העסקי – עליית משקלו של מגזר ההייטק בפעילות המשק והצטמצמות פעילותן של חברות ההחזקה, לצד הסטה של האשראי הבנקאי אל משקי הבית.
- בשנתיים האחרונות התהפכה מגמה ארוכת טווח: האשראי הבנקאי לעסקים הגדולים חזר לצמוח בקצב גבוה במקביל להאטת הצמיחה של אשראי זה לעסקים הקטנים והבינוניים.
- קידום חוק האיגוח והרחבת הגישה של עסקים קטנים ובינוניים לנותני אשראי מוסדרים יכולים להביא להרחבת היצע האשראי החוץ-בנקאי לעסקים אלו.
- החוב של משקי הבית לדיוור צמח השנה בשיעור גבוה בהשפעת הגעתן של עסקות התוכנית "מחיר למשתכן" לשלבי מכירה, שינויים רגולטוריים מהשנים האחרונות וירידה של הריבית על המשכנתאות.
- קצב הצמיחה של החוב הצרכני של משקי הבית השנה דמה לקצב של השנים האחרונות, אך יתרת האשראי מהבנקים נותרה כמעט ללא שינוי, ואילו יתרות האשראי מהגופים המוסדיים ומחברות כרטיסי האשראי צמחו בשיעורים גבוהים, על רקע שינויים מבניים בשוק האשראי, ובפרט בשוק כרטיסי האשראי.

1. מבוא

פרק זה עוסק בניתוח השינויים במקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי (משקי הבית והעסקים) בישראל. המימון של המגזר הפרטי משמש את משקי הבית ואת המגזר העסקי¹ לצריכה והשקעה, ומכאן חשיבותו הרבה לפעילות הכלכלית.

הפרק מתאר את השינויים המרכזיים שהתרחשו בשנת 2019 בחוב² של המשק, וקושר בין שינויים אלו לבין מגמות ארוכות טווח בפעילות הכלכלית³. צמיחתו של החוב הפרטי הייתה השנה איטית יותר מאשר בקודמתה, ויחס החוב לתוצר ירד בנקודת אחוז. השינויים העיקריים שהיו השנה באשראי למשקי בית הם האצת קצב הצמיחה של האשראי לדיוור וקיפאון באשראי הבנקאי שלא לדיוור במקביל לקצב צמיחה גבוה של האשראי הלא בנקאי שלא לדיוור. קצב הצמיחה של האשראי העסקי הבנקאי והחוץ-בנקאי כמכלול היה נמוך במקצת מקצב צמיחת התוצר. יחד עם זאת ניכרת הסטה מאשראי חוץ-בנקאי סחיר לאשראי חוץ-בנקאי לא סחיר.

נוסף על תיאור המגמות העיקריות שאפיינו את החוב של משקי הבית ואת החוב העסקי במהלך השנה הפרק דן ברמה הנמוכה של החוב הפרטי בישראל על שני רכיביו – חוב משקי הבית והחוב העסקי – בהשוואה בין-לאומית.

בעבר רווחה התפיסה כי גידול של היצע האשראי ושל מגוון מתווכי האשראי תורם לצמיחה הכלכלית, אך מחקרים מהשנים האחרונות מלמדים כי התועלת השולית מגידול החוב הפרטי פוחתת, וכי החל מרמה מסוימת (רף שנע בין 60⁴ לבין 100⁵ אחוזי תוצר) עלייה של חוב זה אף פוגעת בצמיחה. הספרות מבחינה בין חוב של משקי בית, שהוא בעיקר חוב לדיוור, לבין חוב עסקי, ומראה שבטווח הארוך חוב של משקי בית ובפרט חוב לדיוור מעל רמה מסוימת משפיעים על הצמיחה הכלכלית לשלילה, וההשפעה השלילית מתעצמת ברמות חוב גבוהות⁶. בישראל יחס החוב של משקי הבית נמוך בהשוואה עולמית ורחוק מהרף שמעליו יש תועלת שלילית מהחוב.

מחקרים מהשנים
האחרונות מלמדים כי
החל מרמה מסוימת
עלייה של החוב הפרטי
עלולה לפגוע בצמיחה.

¹ ללא הבנקים, חברות הביטוח וחברות כרטיסי האשראי.

² חוב הוא ההלוואה מצד הלווה ואשראי הוא ההלוואה מצד המלווה. החוב מוצג בשערך ולפני הפרשה לחובות מסופקים. האשראי מוצג בשווי השוק ואחרי ניכוי בגין חובות מסופקים.

³ להרחבה על הסיכונים הפיננסיים ראו: בנק ישראל, דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2019. לאיורים ולוחות נוספים בנושא חוב המגזר הפרטי והחיסכון ראו: בנק ישראל, מבט סטטיסטי לשנת 2019.

⁴ P. Benczúr, S. Karagiannis and V. Kvedaras (2019). "Finance and economic growth: financing structure and non-linear impact", *Journal of Macroeconomics*, 62.

B. Cournède and O. Denk (2015). "Finance and economic growth in OECD and G20 countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1223, OECD Publishing, Paris.

⁵ J. L. Arcand, E. Berkes and U. Panizza (2015). "Too much finance?", *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105–148.

S. G. Cecchetti and E. Kharroubi (2012). Reassessing the impact of finance on growth. BIS Working Paper No. 381.

⁶ A. C. Bertay, D. Gong and W. Wagner (2017). "Securitization and economic activity: The credit composition channel", *Journal of financial stability*, 28, 225–239.

A. Mian, A. Sufi and E. Verner (2017). "Household debt and business cycles worldwide", *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1755–1817.

A. Zabai (2017). "Household debt: recent developments and challenges". *BIS Quarterly Review*, December.

התמונה לגבי החוב העסקי מורכבת יותר: יש ממצאים אמפיריים בדבר תועלת חיובית⁷, שלילית⁸ או לא מובהקת⁹ של עלייתו מעל רמה מסוימת על הצמיחה הכלכלית כתלות במאפייניו וברמת הסיכון הגלומה בו.

ביחס החוב הפרטי לתוצר יש פער היסטורי בין ישראל לעולם – תוצאת רמה נמוכה של חוב משקי הבית, במיוחד של החוב לדויר. פער זה התרחב בין השנים 2007 ו-2015 עקב ירידה דרמטית של יחס החוב העסקי לתוצר בישראל. מגמת הירידה נעצרה ב-2015, ומאז יחס החוב הפרטי לתוצר התייצב, וכן הפער בין ישראל לעולם.

הספרות מלמדת שעלייה או ירידה של יחס החוב לתוצר יכולה להיות מלווה בצמיחה כלכלית או בהאטתה, ולכן חשוב להבין מה עומד מאחורי הירידה של יחס החוב העסקי לתוצר בישראל. הסיבות למגמת ירידתו נותחו בדוח בנק ישראל לשנת 2018. כאן נמשיך ניתוח זה ונציג את הגורמים העיקריים לירידה ההיסטורית תוך חלוקה לגורמים במבנה המשק מצד הביקוש ולגורמים מצד ההיצע. כן נבדוק אם הגורמים מצד היצע האשראי פגעו או פוגעים ביכולת של המגזר העסקי לממן את פעילותו.

הפרק מנתח תמונת מצב ייחודית לישראל: המגזר הפרטי (משקי הבית והעסקים) מממן את פעילותו ברמה גבוהה יחסית של הון וברמה נמוכה יחסית של חוב – כלומר ממונף פחות מאשר בעבר וגם מאשר בעולם.

2. ההתפתחויות בחוב הפרטי בשנת 2019

החוב הפרטי (חוב משקי הבית והחוב העסקי) צמח בשנת 2019 בקצב נמוך (4.4%) בהשוואה ל-2018 (6.4%), ועמד על 1,546 מיליארד ש"ח, שהם 110 אחוזי תוצר, ירידה של נקודת אחוז ביחס לשנה הקודמת (איור ד'-1). קצב הצמיחה הנמוך והירידה הקלה של יחס החוב הפרטי לתוצר מבטא ירידה של כנקודת אחוז ברכיב יחס החוב העסקי לתוצר, שעמד בסוף 2019 על כ-68%. יחס החוב של משקי הבית לתוצר נותר יציב ברמה של 42%.

החוב הפרטי צמח
בשנת 2019 בקצב נמוך
בהשוואה לצמיחתו
ב-2018 ומעט מתחת
לקצב הגידול של התוצר.

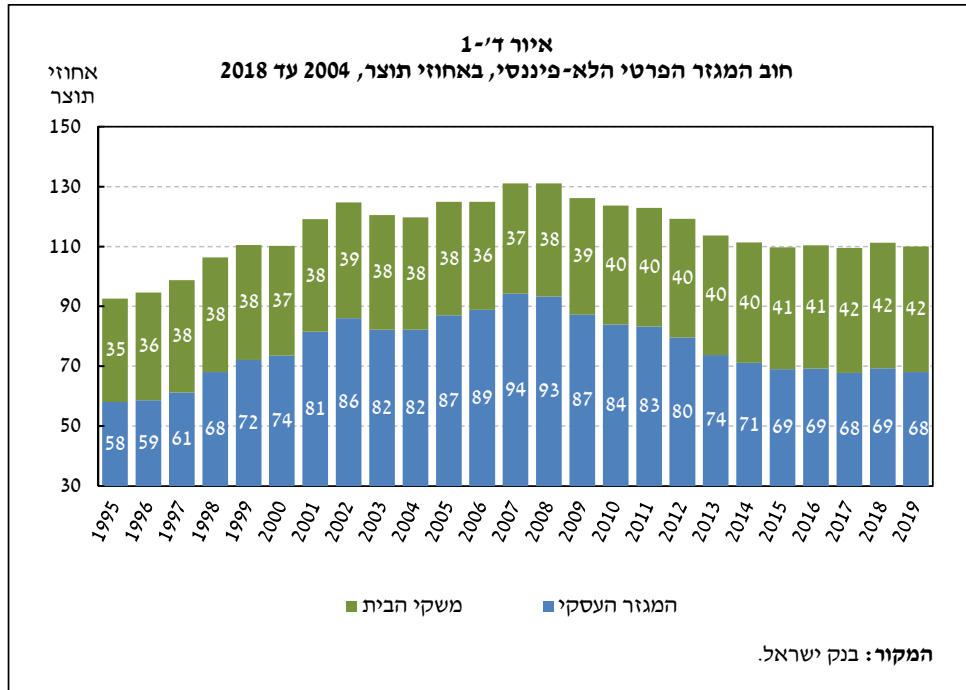
⁷ המחקר מוצא השפעה חיובית לעלייה בחוב באמצעות הלוואות לא סחירות:

P. Benczúr, S. Karagiannis. and V. Kvedaras (2019). "Finance and economic growth: financing structure and non-linear impact". *Journal of Macroeconomics*, 62.

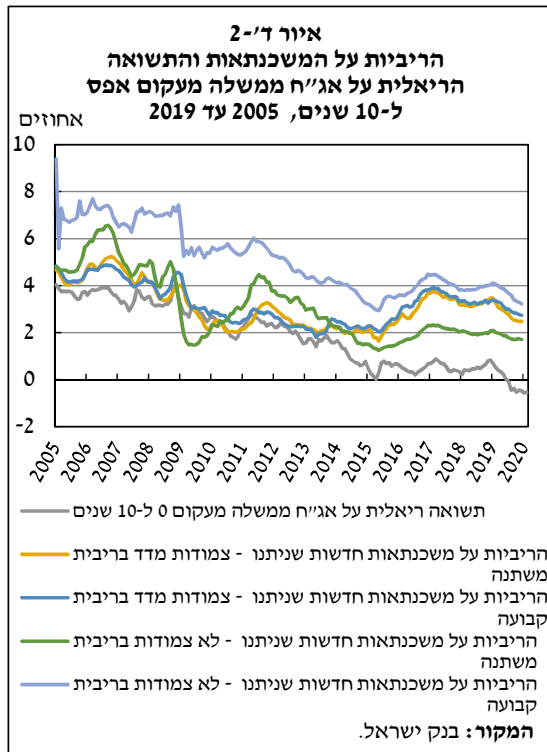
⁸ B. Cournède. and O. Denk (2015). "Finance and economic growth in OECD and G20 countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1223, OECD Publishing, Paris.

המחקר מוצא השפעה שלילית של עלייה בחוב העסקי המלווה בעליית שיעור ההנפקות של אג"ח בדירוג נמוך: D. Kirti (2018). Lending standards and output growth. International Monetary Fund Working Paper No. WP/18/23.

⁹ A. Mian, A. Sufi and E. Verner (2017). Household debt and business cycles worldwide", *The Quarterly Journal of Economics*, 132 (4), 1755–1817.



א. התפתחויות בחוב משקי בית בשנת 2019



על רקע גידולה של הצריכה הפרטית השנה מעל לקצב צמיחה התוצר השנה (פרק ב') ורמת פעילות גבוהה בשוק הדיור (פרק ט'), החוב למשקי בית צמח השנה בשיעור של 5.6%, שיעור הגבוה במעט משיעור הצמיחה ב-2018 וב-2017 (5.2%), והגיע להיקף של 588 מיליארד ₪ (לוח ד'-1). הצמיחה של החוב השנה נבעה בעיקר מגידול החוב לדיור לבנקים (7.5%), אך גם מגידול החוב הצרכני (חוב משקי בית שלא לדיור) מכלל נותני האשראי שאינם בנקים (14%). לעומת זאת החוב של משקי הבית שלא לדיור מהבנקים נותר השנה כמעט ללא שינוי. לעליית החוב לדיור תרמה, גם ירידה של הריביות על משכנתאות מאז תחילת 2019, במקביל לירידה חדה עוד יותר של התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות, המעידה על ירידה בעלויות המימון של הבנקים (איור ד'-2). בהתאם לכך ניתן לטעון שהמרווח

ירידת הריביות על המשכנתאות הביאה לעליית החוב לדיור ולעליית היקף מיחזור המשכנתאות.

לוח ד'-1
יתרות החוב של משקי הבית, 2016 עד 2019, סוף תקופה

היתרות (מיליארדי ₪)				שיעור השינוי ביחס לתקופה קודמת (באחוזים) ²			
2019	2018	2017	2016	2019	2018	2017	2016
503	529	557	588	6.1	5.2	5.2	5.6
סה"כ החוב של משקי בית¹							
455	474	496	521	5.2	4.7	4.0	5.0
מהבנקים							
301	317	339	364	5.7	7.0	5.3	7.5
155	157	157	156	4.2	0.0	1.5	-0.4
17	24	29	33	52.4	20.3	40.0	14.6
מהגופים המוסדיים							
7	12	14	14	131.7	15.3	58.8	3.4
10	12	15	19	20.7	25.1	25.6	24.7
16	19	21	23	19.1	10.2	16.9	12.7
15	13	12	11	-11.5	-8.0	-12.3	-3.8
לפי שימושים:							
318	337	360	386	6.2	6.8	6.0	7.0
סך החוב לדיור							
185	192	197	202	6.1	2.5	3.7	3.0
סך החוב שלא לדיור							

1. לא כולל חוב מתושבי חוץ - עקב חוסר בנתונים. נתוני החוב לבנקים מבוססים על נתוני המאזנים החודשיים ולא על נתוני הדוחות הכספיים השנתיים, שכן הדוחות ל-2019 טרם פורסמו לציבור.

2. בשנה הנוכחית השינוי מתחילת השנה.

3. כולל הלוואות שלא למטרת מגורים שניתנו בביטחון דירת מגורים.

4. החוב לחברות כרטיסי האשראי והאשראי באחריות/ערכות הבנקים נכלל בנתוני הבנקים. נתוני חברות כרטיסי האשראי נכונים לספטמבר 2019, שכן הדוחות ל-2019 טרם פורסמו לציבור.

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

המקור: בנק ישראל.

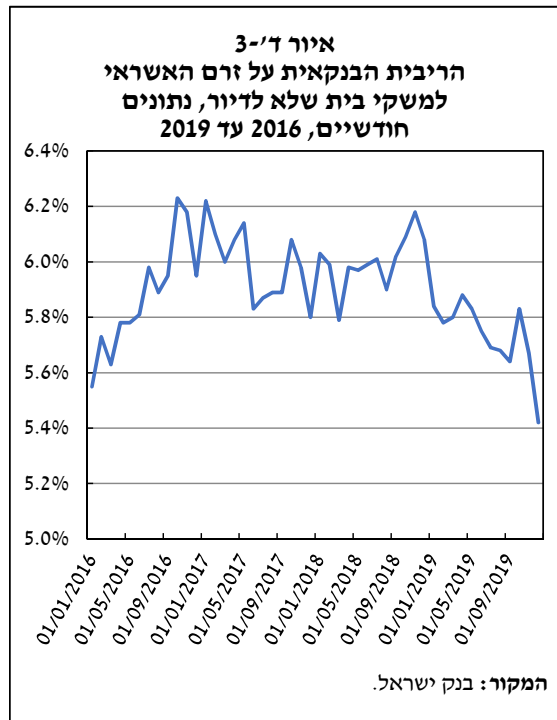
הבנקאי על משכנתאות (הריבית בניכוי עלויות המימון) עלה מעט. עליית המרווח יכולה להעיד על גידול הביקוש של משקי הבית לאשראי לדיור או על שינוי בהרכב הלווים ועלייה של הסיכון הגלום במגזר זה, על רקע גידול היקף העסקאות בשוק הדיור והגעתן של עסקות "מחיר למשתכן" לכדי חתימת חוזים ותשלום. (להרחבה ראו פרק ט'). ירידת הריביות על המשכנתאות הביאה ככל הנראה גם לעלייה של שיעור המשכנתאות הניטלות לצורך מיחזור משכנתאות קודמות (מ-13% מההלוואות בתחילת השנה ל-22% מההלוואות בסוף השנה). כך חלק מההלוואות לוו ככל הנראה בהגדלת ההכנסה הפנויה של משקי הבית ולא שיקפו רכישת דירה דווקא.

שיעור ה-LTV (Loan to Value – יחס המשכנתה לשווי הנכס) הממוצע עלה מ-52% בסוף 2018 ל-54% בסוף 2019, עלייה זו ביטאה גידול של חלק המשכנתאות שנלקחו בשיעור LTV שמעל 60%. זאת בהשפעת שינוי רגולטורי משנת 2018, שהפחית את ההון שעל הבנקים לרתק בגין משכנתאות אלו וכתוצאה ממימושים של עסקות "מחיר למשתכן", שבהן שיעור ה-LTV הממוצע גבוה. שיעור ההחזר מהכנסה לא עלה למרות גידול ההלוואות – בין השאר הודות לירידת הריבית, התארכות התקופה לפירעון ועלייה של השכר הממוצע במשק.

שיעור ה-LTV הממוצע עלה השנה הן בהשפעת הקלה רגולטורית והן כתוצאה ממימושים רבים של עסקות "מחיר למשתכן".

גידול האשראי הצרכני מנותני האשראי שאינם בנקים מושפע מעליית האשראי מחברות כרטיסי האשראי. לאחר שחלקן הופרדו מהבנקים סביר שהן פועלות להגדלת נתח השוק שלהן. כן עלתה בשנת 2019 הריבית על האשראי הצרכני מחברות כרטיסי האשראי, התפתחות המעידה על עלייה במקורות המימון בעקבות ההפרדה מהבנקים, על עלייה של ביקוש משקי הבית לאשראי זה, או על עלייה של הסיכון הכרוך בו, תוצאת שנים של קצבי צמיחה גבוהים באשראי הצרכני, בעיקר מגורמים חוץ-בנקאיים¹⁰. העלייה בסיכון יכולה להעיד גם על הרחבת נגישות האשראי לאוכלוסיות שבעבר לא יכלו לקבל אשראי. קצב הצמיחה הגבוה של האשראי הצרכני מהגופים המוסדיים נשמר זה מספר שנים. העלייה בפעילות של נותני אשראי מוסדרים (נותני אשראי מקומיים שאינם בנקים ואינם גופים מוסדיים) משנת 2015, בעקבות רגולציה שאפשרה להם להנפיק אג"ח לצורך מימון פעילותם מאז שהוחל עליהם פיקוח – הביאה אף היא לעלייה באשראי הצרכני, התפתחות המתוארת בתיבה 1 בדוח היציבות למחצית השנייה של 2017.

חברות כרטיסי האשראי הגדילו את חלקן בשוק האשראי לאחר שהופרדו מהבנקים.



באשראי הבנקאי הצרכני שרר בשנתיים האחרונות קיפאון המלווה בירידה של הריבית.

הקיפאון באשראי הבנקאי הצרכני בשנתיים האחרונות מלווה בירידה של הריבית הבנקאית על האשראי למגזר זה (איור ד'-3). ירידת הריבית יכולה להעיד על ירידה של הביקוש לאשראי, אך גם על קיצוב אשראי והסטתו אל לקוחות פחות מסוכנים. ייתכן שגורם רקע לירידת האשראי הצרכני הוא גידול החוב לדיור. זאת בהנחה שיש תחליפיות בין שני סוגי האשראי, וההפרדה בין החוב לדיור לבין החוב הצרכני היא שרירותית. אם כן משקי הבית מעדיפים לקחת חוב לדיור, שהוא אשראי זול יותר עם בטוחה, אך תלויים בהיצעו. הקלות בהיצע האשראי הבנקאי לדיור עשויות אפוא להסביר את אי צמיחתו של האשראי הבנקאי הצרכני.

ב. התפתחויות בחוב העסקי בשנת 2019

קצב צמיחתו של החוב העסקי היה נמוך במעט מקצב צמיחת התוצר, על רקע רמת פעילות גבוהה במשק. (להרחבה ראו פרק ב'). סך החוב העסקי גדל השנה בשיעור של 3.7% והגיע להיקף של 958 מיליארד ש"ח (לוח ד'-2). החוב של המגזר העסקי¹¹ מתחלק בין 48% חוב בנקאי, 34% חוב חוץ-בנקאי מקומי ו-19% חוב לחו"ל. שיעור הצמיחה של החוב השנה נמוך מאשר בשנת 2018 כתוצאה מקצב עלייה נמוך של יתרת האג"ח הסחירות (0.4%) וירידה בקצב הצמיחה של החוב

קצב צמיחתו של החוב העסקי היה נמוך במקצת מקצב צמיחת התוצר.

¹⁰ אין בידינו נתונים מוסמכים כדי לזהות במהימנות גבוהה את ההשפעה של עליית הסיכון על הריבית הממוצעת. בנושא זה ראו את ההסברים המופיעים בנספחים א' ו-ב' בדוח השני של הוועדה להגברת התחרות בתחום האשראי.

¹¹ להרחבה על מאפייני ההנפקות והחוב ראו בנק ישראל, דוחות היציבות הפיננסית לשנת 2019.

לוח ד'-2
התפלגות החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי¹, 2016 עד 2019, סוף תקופה

היתרה לסופי תקופה (מיליארדי ש"ח)				שיעור השינוי ביחס לתקופה הקודמת (באחוזים) ²			
2019	2018	2017	2016	2019	2018	2017	2016
850	862	924	958	3.7	7.1	1.4	5.3
398	412	438	458	4.5	6.5	3.6	1.8
273	295	313	322	3.0	5.8	8.3	11.1
173	190	204	205	0.1	7.7	9.6	12.9
100	106	108	117	8.5	2.3	6.1	8.2
69	76	78	87	11.2	2.6	10.8	18.6
180	155	173	178	3.0	11.5	-13.9	5.1

1. ללא הבנקים, חברות הביטוח וחברות כרטיסי האשראי. הלוואות מהבנקים מוצגות לפני ההפרשה לחומ"ס (מבוסס על נתוני סולו, תושבי ישראל בלבד). יתרת האג"ח מוצגות על פי הערך הנקוב המותאם (ההון הרשום למסחר בתוספת הפרשי הצמדה וריבית שטרם שולמה).

2. בשנה הנוכחית השינוי מתחילת השנה.

3. החוב לבנקים כולל הלוואות בנקאיות בלבד. נתוני החוב לבנקים מבוססים על נתוני המאזנים החודשיים ולא על נתוני הדוחות הכספיים השנתיים, שכן הדוחות ל-2019 טרם פורסמו לציבור.

4. אג"ח לא סחירות בישראל, הלוואות מהגופים המוסדיים, הלוואות מחברות כרטיסי האשראי שלא בערבות בנקאית ואשראי מוכוון מהממשלה. נתוני חברות כרטיסי האשראי נכונים לספטמבר 2019, שכן הדוחות ל-2019 טרם פורסמו לציבור.

5. כולל החזקות באג"ח של חברות ישראליות בחו"ל והלוואות מחו"ל. היתרה המדווחת של האשראי מתושבי חוץ למגזר העסקי מבוססת על דיווחים של החברות העסקיות במשק הישראלי.

המקור: בנק ישראל.

שגויס מחו"ל, על רקע שערור החוב בגלל הייסוף (3%). בניכוי השפעת שער החליפין החוב לחו"ל עלה בקצב גבוה (19.7%). קצב צמיחתו של החוב הבנקאי היה נמוך במקצת מאשר בשנה הקודמת אך גבוה מאשר ב-2016 ו-2017 (4.5%).

צמיחתו של החוב החוץ-בנקאי המקומי הייתה השנה איטית יותר מאשר בשנים הקודמות, למרות גידול מהיר של הלוואות הגופים המוסדיים ושל יתרת האג"ח הלא סחירות, וזאת משום שיתרת החוב הסחיר נותרה השנה כמעט ללא שינוי. הירידה בקצב הנפקות האג"ח היא חלק ממגמה ארוכת טווח של הסטת ההשקעות של הגופים המוסדיים אל הלוואות ישירות למגזר העסקי ואל חו"ל¹². יחד עם הירידה בהנפקות האג"ח הסחירות גדל השנה הקושי של חברות גדולות להשיג אשראי חוץ-בנקאי, וזאת למרות רמה נמוכה היסטורית ואף ירידה של המרווחים על אג"ח החברות הסחירות (איור ד'-4). יחד עם זאת הייתה השנה עלייה בניצול קווי האשראי הבנקאיים וכן בהנפקות החוב הלא סחיר לטווח קצר (ניירות ערך מסחריים).

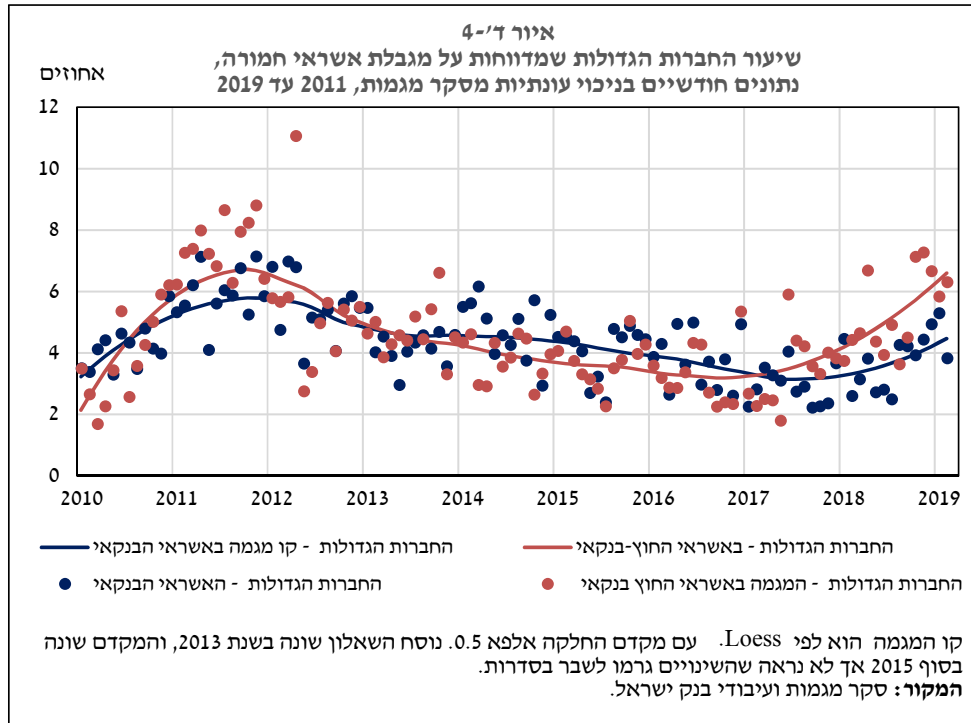
נפח הפעילות של נותני האשראי המוסדרים למגזר העסקי עדיין מצומצם, אך הוא צומח בשנים האחרונות. כאן נציין רק שלמרות הירידה הכללית באג"ח של המגזר העסקי, הנפקות האג"ח של ענף השירותים הפיננסיים (הענף שבו נמצאים נותני האשראי המוסדרים וחברות כרטיסי האשראי) הסתכמו בשנת 2019 ב-4 מיליארד ש"ח, שהם 10% מסך הגיוסים של המגזר העסקי, נקודת אחוז יותר מאשר ב-2018.

גידול החוב הבנקאי של המגזר העסקי היה איטי במקצת מאשר בשנה הקודמת (4.5% בספטמבר 2019 לעומת 6.5% בשנת 2018). גידול האשראי לענף הבינוי נמשך השנה, אך בקצב

יתרת החוב הסחיר
נותרה השנה כמעט ללא
שינוי.

גידול האשראי הבנקאי
למגזר העסקי, ובכללו
האשראי לענף הבינוי,
היה איטי במקצת מאשר
בשנה הקודמת.

¹² להרחבה על השקעות הגופים המוסדיים ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2019.



נמוך בהשוואה לקודמתה. האשראי הבנקאי לענף הבינוי צמח ברביע השלישי של 2019 בכ-13%, לעומת 14% ו-21% ב-2018 ו-2017, בהתאמה. הרקע לעליית האשראי לענף הבינוי הוא שחרור מגבלות על חשיפה בנקאית לענף זה החל משנת 2016¹⁴ ורמה גבוהה של הפעילות בשוק הנדל"ן. (להרחבה ראו פרק ט'). מלבד אלה ניתנה לבנקים בינואר 2020 הקלה נוספת, שמאפשרת להם להרחיב את מתן האשראי לבינוי תשתיות בשיעור של 4% מתיק האשראי שלהם (כ-18 מיליארד ש"ח), או לשחרר את החשיפה הנוכחית לבינוי תשתיות מהמגבלה הכללית על ענף הבינוי (כ-5 מיליארד ש"ח).

החל משנת 2018, על רקע הקלת המגבלות הרגולטוריות בענף הבינוי והגעה לדרישות יחסי ההון הרגולטוריים, המקלות על הבנקים להרחיב את האשראי לעסקים גדולים, שדרישות ההון בגינו כבדות יותר מאשר בגין האשראי לעסקים קטנים ובינוניים, התהפכה המגמה: קצב הגידול של האשראי הבנקאי לעסקים הגדולים, שהיה איטי בתקופה הקודמת, עלה, לעומת ירידת קצב הגידול של האשראי הבנקאי לעסקים הקטנים והבינוניים. בשלושת הרבעים הראשונים של השנה נמשכה עלייה משמעותית, 9.7%¹⁵, באשראי הבנקאי לעסקים הגדולים, בדומה לעלייתו בשנה הקודמת (9.3%), יחד עם גידול מתון יחסית של האשראי לעסקים הקטנים והבינוניים – 3.3%, לעומת 7.2% בשנה הקודמת. העלייה של כמות האשראי הבנקאי לעסקים הגדולים לוותה בירידה

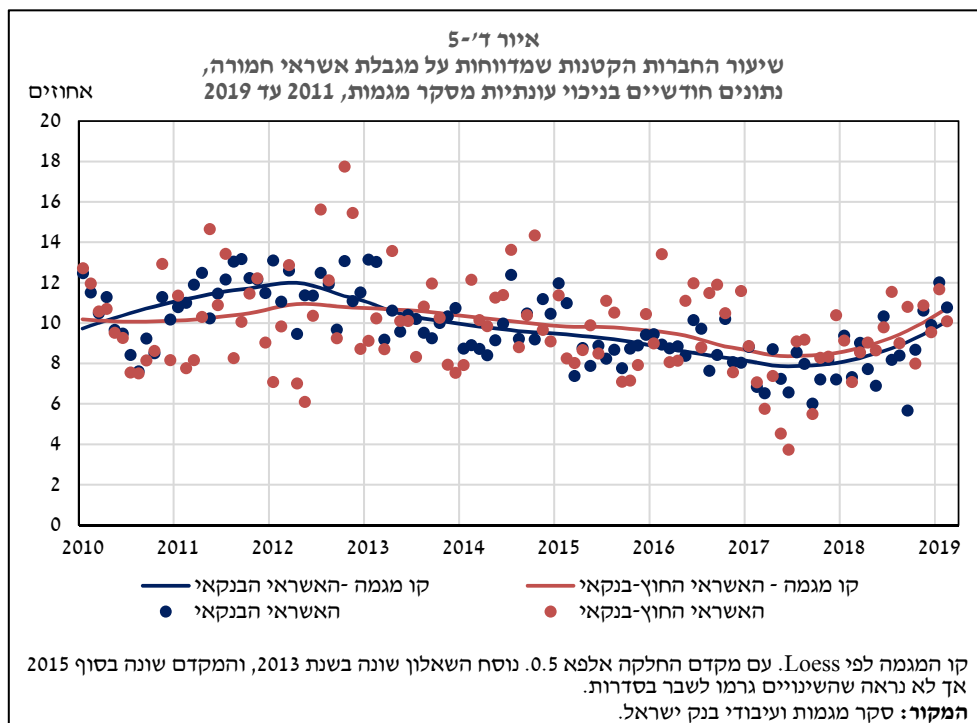
החל משנת 2018
התהפכה המגמה: קצב
הגידול של האשראי
הבנקאי לעסקים
הגדולים עלה, וקצב
הגידול של האשראי
הבנקאי לעסקים
הקטנים והבינוניים ירד.

¹³ בהשוואה לסוף 2018 ולסוף הרבעון השלישי של 2018.

¹⁴ להרחבה על הנושא ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2018 ודוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2019.

¹⁵ הנתונים על מגזרי הפעילות של הבנקים הם במונחי אשראי, ושונים מנתוני החוב שמוציגים לאורך הפרק. נתוני מגזרי הפעילות מתבססים על נתונים מאוחדים (נתוני החוב שהם מדיווחי הסולו של הבנקים) וכוללים ניכוי של ההפרשות לחובות מסופקים ושל ההלוואות לחו"ל, וניכוי פרטני של נתונים מחברות כרטיסי האשראי שהופרדו מהבנקים בשנים האחרונות. נוסף על כך, מאחר שהנתונים נלקחים מהדוחות הכספיים של החברות, הם מעודכנים רק עד רק לרבעון השלישי של 2019. להרחבה על הנתונים ראו בנק ישראל, סקירת מערכת הבנקאות בישראל למחצית הראשונה של 2019.

של הריבית על אשראי זה לעומת יציבות של הריבית על האשראי לעסקים הקטנים והבינוניים. הגדלת היצע האשראי הבנקאי לעסקים הגדולים והמשך הגידול של האשראי הבנקאי לדיוור מקטינים את היצע האשראי הבנקאי לעסקים הקטנים והבינוניים. ואכן בשנתיים האחרונות עלה, אמנם בשיעור מתון, מספר העסקים הקטנים והבינוניים המדווחים על קושי בהשגת אשראי בנקאי (איור ד'-5).



היצע האשראי מהגופים המוסדיים תופס נתח משמעותי וצומח בסך האשראי במשק, אך הוא לא ניתן לעסקים קטנים ובינוניים. הגופים המוסדיים מעניקים אשראי במישרין (אג"ח והלוואות) כמעט אך ורק לחברות הגדולות. (להרחבה ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2018, המציג ניתוח של המגמות בחוב של הגופים המוסדיים מול החוב של הבנקים ומראה את הנטייה של הגופים המוסדיים לספק אשראי לעסקים גדולים). יתר על כן, היקף האשראי מנותני האשראי המוסדרים, המספקים אשראי לעסקים קטנים ובינוניים בשיעור גבוה מסך נכסיהם, נמוך בישראל, וקיימים עדיין חסמים¹⁶ המגבילים את יכולתם להרחיב את האשראי לעסקים אלו, בפרט חסמים הנוגעים ליכולת לבצע שעבודים¹⁷. יש גם מגבלות על השקעות הגופים המוסדיים בנותני האשראי המוסדרים, שצמצומן תאפשר לאחרונים להרחיב את פעילותם. מגבלה אחת נובעת מהחשש של הגופים המוסדיים להשקיע בשוק צעיר, נעדר דירוג, שרמת הסיכון בו לא

¹⁶ המגבלה על גובהה של ההלוואה שנותן אשראי מוסדר מעמיד לגורם בודד באמצעות כספים של גוף מוסדי (1 מיליון ש"ח) – מגבלה שמעליה הוא נדרש לאישור הדירקטוריון של הגוף המוסדי – הושוותה ב-2019 למגבלה על שיתוף פעולה של גוף מוסדי עם בנק (5 מיליון ש"ח).

¹⁷ הבנקים נוטים לתת הלוואות בשעבוד שוטף כללי, שלא מאפשר לנותני הלוואות נוספים (גם לא משניים) לקבל שעבודים ללא אישור מפורש של הבנק ועלול להגביל את היכולת של גורמים חוץ-בנקאיים לתת הלוואות.

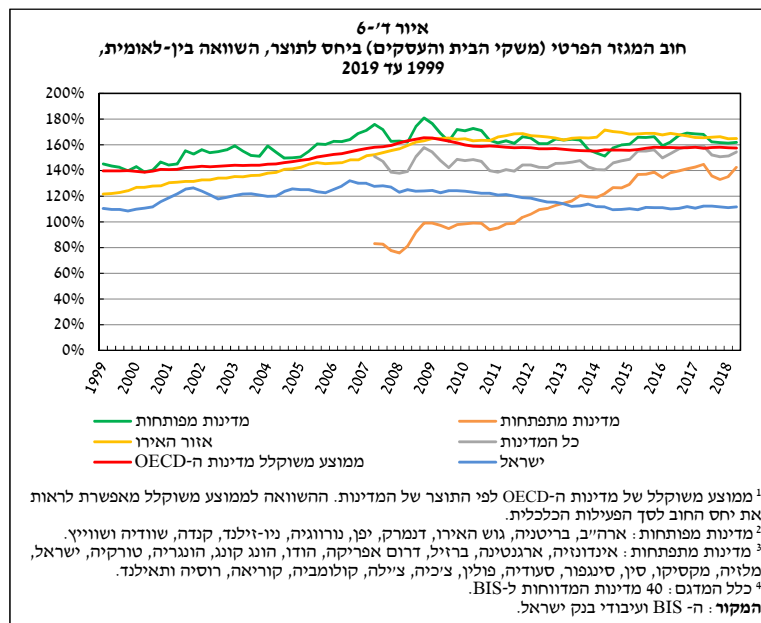
ידועה. מגבלה שנייה נובעת מהגבלה רגולטורית על ההוצאות הישירות¹⁸ של הגופים המוסדיים, המקשה עליהם להשקיע ישירות (שלא באמצעות אג"ח) בנותני האשראי המוסדרים. שוק איגוח מפותח, שיכול להיווצר באמצעות קידום של חוק האיגוח¹⁹, עשוי להרחיב את האשראי שנותני האשראי המוסדרים והבנקים מעמידים לעסקים קטנים ובינוניים באמצעות פינוי נכסים מהמאזן שבהם יש להם יתרון חיתומי ותפעולי (אשראי למשקי בית ולעסקים קטנים ובינוניים) ומכירתם לגופים המוסדיים. יש לציין שגם המדינה פועלת להנגשת כספי הגופים המוסדיים לצורך מימון האשראי מנותני האשראי המוסדרים לעסקים קטנים ובינוניים, וזאת באמצעות הקמת קרנות השקעה ייעודיות למתן אשראי להם ומענקים לנותני האשראי המוסדרים²⁰.

קידום חוק האיגוח והרחבת הגישה של עסקים קטנים ובינוניים לנותני אשראי מוסדרים יכולים להביא להרחבת היצע האשראי לעסקים אלו.

3. מגמות ארוכות טווח בחוב הפרטי

יחס החוב הפרטי לתוצר בישראל נמוך בהשוואה בין-לאומית (ב-2019 עמד הפער על 46 נקודות אחוז), ובשנים האחרונות הוא יציב יחסית (איור ד'-6). הפער ההיסטורי בחוב הפרטי בין ישראל לעולם נובע מהרמה הנמוכה של חוב משקי הבית, ואילו גידול הפער מ-2008 עד 2015 נובע מירידה בחוב העסקי. בסעיפים הבאים ננתח את הרמה הנמוכה היסטורית של חוב משקי בית וננתח את הסיבות המרכזיות לירידה של יחס החוב העסקי לתוצר מ-2008 עד 2015.

יחס החוב הפרטי לתוצר בישראל נמוך בהשוואה בין-לאומית, ובשנים האחרונות הוא יציב יחסית.



¹⁸ הוצאות המתבטאות בירידת התשואה ולא בדמי הניהול שהגוף המוסדי גובה ומוגבלות ל-0.25% מסך הנכסים המנוהלים.

¹⁹ בספרות נמצא קשר שלילי בין איגוח לבין צמיחה, גם לגבי התקופה שקדמה למשבר הכלכלי. ההסבר הוא שרוב האיגוח בעולם מתבצע על אשראי למשקי בית, והרחבה של איגוח זה פוגעת בצמיחה הכלכלית. לעומת זאת נמצא קשר חיובי אך חלש בין איגוח של הלוואות לעסקים לבין צמיחה כלכלית.

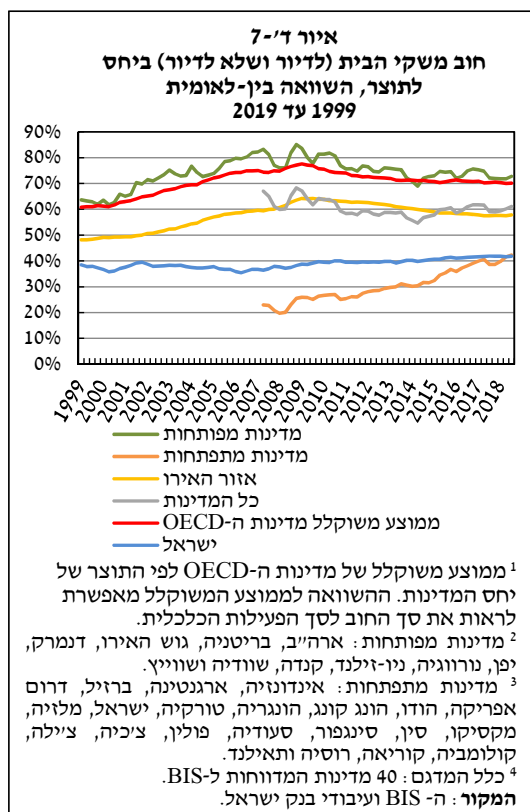
A.C. Bertay, D. Gong and W. Wagner (2017). Securitization and economic activity: The credit composition channel", *Journal of Financial Stability*, 28, 225–239.

²⁰ כלי ראשון הוא שתי קרנות השקעה ייעודיות להלוואות לעסקים קטנים ובינוניים, שהוקמו ב-2016. המדינה משקיעה בקרנות אלו 25% מסך ההשקעה בהן במעמד של "משקיע נחות", באופן שמעלה את התשואה לגופים המוסדיים ומצמצם את הפסדיהם. כלי שני (שהוכרז עליו ב-2018) הוא מענק לנותני אשראי מוסדרים אשר ייתנו אשראי לעסקים קטנים ובינוניים בהיקף של 500 מיליון ש"ח. נכון להיום חברה אחת זכאית למענק, שיכול להגיע ל-26 מיליון ש"ח. להרחבה ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2018.

א. מגמות ארוכות טווח בחוב משקי הבית

יחס החוב של משקי הבית לתוצר בישראל צומח בקצב איטי בשנים האחרונות למרות שיעורי הצמיחה הגבוהים של חובם. יחס זה נמוך משמעותית בהשוואה בין-לאומית, והוא מסביר יותר ממחצית מהפער בין ישראל לעולם ביחס החוב הפרטי לתוצר – 28 נקודות אחוז מתוך 46 (איור ד-7). הפער נובע בעיקר מיחס החוב לדיוור לתוצר, שעמד בישראל בשנת 2017 על 27%, לעומת 50% בממוצע במדינות ה-OECD. יחס החוב שלא לדיוור לתוצר עמד בישראל באותה שנה על 15%, לעומת כ-20% בממוצע במדינות ה-OECD.²¹

אחת הסיבות לרמתו הנמוכה של יחס החוב לדיוור לתוצר בישראל בהשוואה בין-לאומית היא רמת מינוף נמוכה של המשכנתאות. שיעור ה-LTV הממוצע במדינות אירופיות



הפער ההיסטורי ביחס החוב הפרטי לתוצר בין ישראל לעולם נובע ברובו מהרמה הנמוכה של חוב משקי הבית ביחס לתוצר.

נבחרות גבוהה בכ-40% מאשר בישראל (איור ד-8). הסברים אפשריים לשאר הפער בחוב זה בין ישראל לעולם הם שווי דירות נמוך, הגורר משכנתאות בסכומים נמוכים, מספר קטן של עסקות נדל"ן, כשלים מבניים²² והיקף נמוך של תמיכה ממשלתית ברוכשי דירות בישראל בהשוואה למדינות אחרות.²³

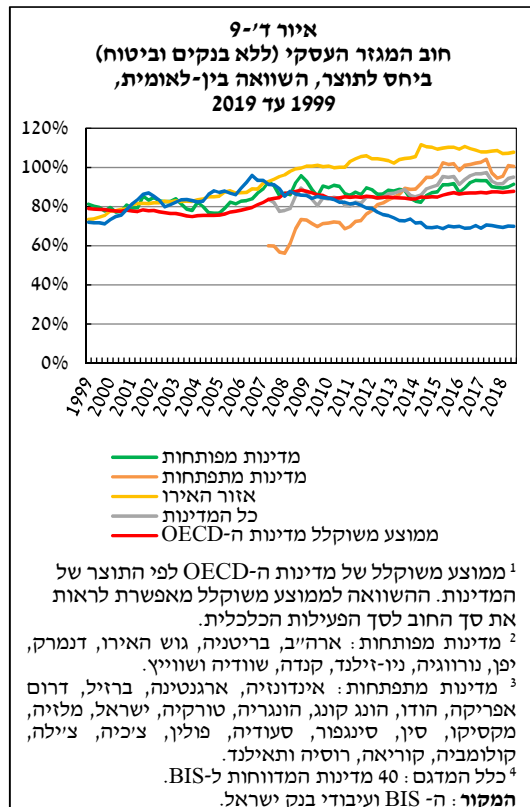
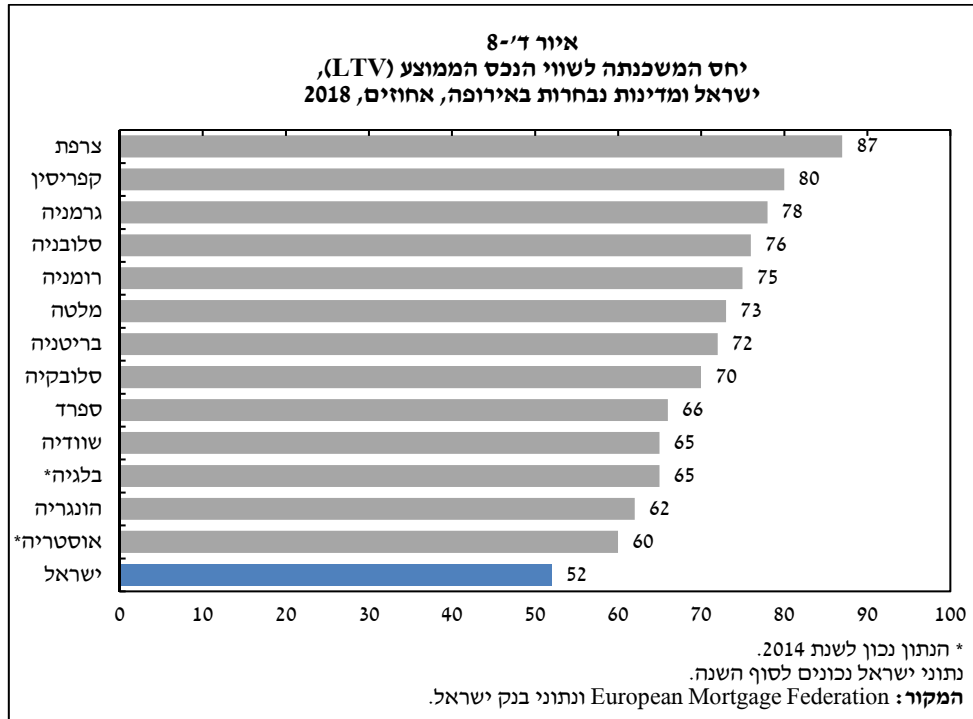
הפער האמור לעיל עמד, נוסף על שיקולים אחרים, מאחורי ההחלטה הרגולטורית שהתקבלה במרץ 2018 בדבר הקלה במגבלת ה-LTV למשקי הבית בנטילת משכנתאות. עם זאת חשוב להזכיר כי שינויים רגולטוריים מאופיינים בהשפעה הדרגתית, והם מחייבים לנתח את כל ההשלכות של הצעד הננקט על משקי הבית – כולל השפעתו על מחירי הדיוור, שבשנה האחרונה חזרו לעלות. (ראו פרק ט').

שיעור ה-LTV הממוצע במדינות אירופיות נבחרות גבוה בכ-40% מאשר בישראל.

²¹ ממוצע יחס החוב לדיוור לתוצר של מדינות ה-OECD נלקח מנתוני ה-OECD. הממוצע של יחס סך החוב של משקי הבית לתוצר נלקח מנתוני ה-BIS. יחס החוב שלא לדיוור לתוצר חושב כמשלים של הפער בין שני הנתונים.

²² לדוגמה, קושי בשימוש בנכסים כבטוחה. להרחבה ראו תיבה בנושא "ניתוח שוק המשכנתאות ללווים מהמגזר הערבי על רקע הכשלים המבניים בתחום הדיוור במגזר זה" בסקירת פיקוח על הבנקים לשנת 2017.

²³ רמת החוב הנמוכה של משקי הבית בישראל מתבטאת גם ביחס ההון העצמי (הנכסים הפיננסיים פחות החוב) של משקי בית, שהוא גבוה בהשוואה בין-לאומית. להרחבה ראו: בנק ישראל, דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2019.



ב. מגמות ארוכות טווח בחוב העסקי – ירידת החוב העסקי ביחס לתוצר

יחס החוב העסקי לתוצר בישראל ירד ב-20 נקודות אחוז מרמה של כ-90% תוצר בשנת 2008 ל-70% תוצר בשנת 2015, ובחמש השנים האחרונות הוא נותר יציב יחסית. בניגוד לירידה של יחס החוב העסקי לתוצר בישראל עלה יחס זה במדינות רבות, וכך נוצר פער בין ישראל לעולם, פער שלא היה לפני 2007 (איור ד'-9). ירידה של יחס החוב העסקי לתוצר יכולה לתרום לצמיחה תרומה חיובית או שלילית – תלוי במאפייני החוב ובמאפייני המשק. העלייה של יחס החוב העסקי לתוצר במדינות רבות מלווה בעלייה של רמת הסיכון ובריידה של איכות האשראי, ומעוררת חששות להשפעה שלילית על הצמיחה בטווח

גידול הפער ביחס החוב העסקי לתוצר בין ישראל לעולם מ-2008 עד 2015 נובע מירידה בחוב העסקי.

הארוך²⁴. להלן נתחקה אחר הסיבות לירידה של יחס החוב העסקי לתוצר בישראל תוך הפרדה בין שינויים מבניים שהשפיעו על הביקוש של החברות לאשראי לבין שינויים שהשפיעו על היצע האשראי. לאחר מכן נבדוק אם המגמות ארוכות הטווח שהביאו לירידה של יחס החוב העסקי לתוצר עדיין מתקיימות, ואם מגבלות מצד היצע האשראי תורמות להמשך ירידתו.

(1) סיבות לירידה בחוב העסקי: שינויים מבניים במגזר העסקי בישראל

המבנה הענפי של החברות בישראל

המבנה הענפי של המגזר העסקי בישראל משתנה בשנים האחרונות עם עליית משקלן של חברות שאינן זקוקות לאשראי רב. התפתחות זו מבטאת עלייה בחשיבות של מגזר השירותים במשק הישראלי על חשבון מגזר הסחורות: משקל הפעילות של מגזר השירותים העסקיים בתוצר העסקי עמד בשנת 2019 על 69% אחוזים, עלייה של 5 נקודות אחוז מ-2008²⁵. מגזר השירותים מתאפיין בשיעור מינוף נמוך מזה של מגזר הסחורות. ברבעון השלישי של שנת 2019 יחס החוב של מגזר השירותים העסקיים לתוצר העסקי היה נמוך ב-76% מיחס זה במגזר הסחורות. השינוי המתחולל מאז 2008 בהרכב הפעילות העסקית – מעבר מסחורות לשירותים – מביא אפוא לירידה של יחס החוב לתוצר, הנאמדת בכ-4 נקודות אחוז²⁶.

בתוך מגזר השירותים השינוי המרכזי הוא גידול הפעילות של מגזר ההייטק, ובפרט של ענף המידע והתקשורת, שהוא הענף המייצג את פעילותן של מרבית חברות ההייטק בישראל. משקל הפעילות של ענף המידע והתקשורת בתוצר העסקי עלה בשנים 2010–2019²⁷ ב-3 נקודות אחוז ועומד על 14%, וככל הנראה עלייה זו גרמה לירידה של יחס החוב העסקי לתוצר במשק, שכן חברות ההייטק מממנות את פעילותן באמצעות הון ולא נוטות לקחת חוב. (להרחבה ראו התייחסות למימון מגזר ההייטק בהמשך. שווי גיוסי הון-הסיכון של חברות ההייטק בישראל עלה מ-9 מיליארד ש"ח בשנת 2007 (1.3% אחוזי תוצר בשיא, לפני המשבר הכלכלי) לכ-26 מיליארד ש"ח (כ-2% תוצר) בשנת 2019. בשנים אלו התרחבה גם פעילות מרכזי המו"פ של חברות ההייטק בין-לאומיות, התורמים לתוצר המקומי אך ממומנים ממקורות זרים, שאינם נספרים בחוב העסקי²⁸. לפי נתוני הלמ"ס לשנת 2017 המימון (ההוצאה) של פעילות מרכזי המו"פ הבין-לאומיים עומד על כ-28 מיליארד ש"ח, שהם כ-46% מסך ההוצאות של המגזר העסקי על מו"פ. עליית המימון בכ-13 מיליארד ש"ח משנת 2007 היא שוות ערך לכ-1% תוצר. (להרחבה על פעילות חברות אלו בשנת 2019 ראו פרק ב').

עלה גם משקל הפעילות של ענפים אחרים במגזר השירותים המאופיינים ברמת מינוף נמוכה. בפרט, מ-2008 עלה משקל הפעילות של ענף השירותים והמסחר בתוצר בנקודות אחוז. ניתוח

²⁴ דוחות היציבות הפיננסית של קרן המטבע הבין-לאומית מהשנים האחרונות מעידים על ירידה בביטחונות ובדירוגי האג"ח, וכן מלמדים שהחברות משתמשות בחוב שלא לצורכי השקעה אלא לצורכי קנייה עצמאית של מניות.

²⁵ בפרק ב' של דוח בנק ישראל לשנת 2017 מובא דיון על המשקל הגבוה של השירותים בסך היצוא של ישראל בהשוואה בין-לאומית.

²⁶ הכפלה של העלייה במשקל מגזר השירותים העסקיים (5 נקודות אחוז) בעלייה של רמת החוב לתוצר במגזר הסחורות (76%).

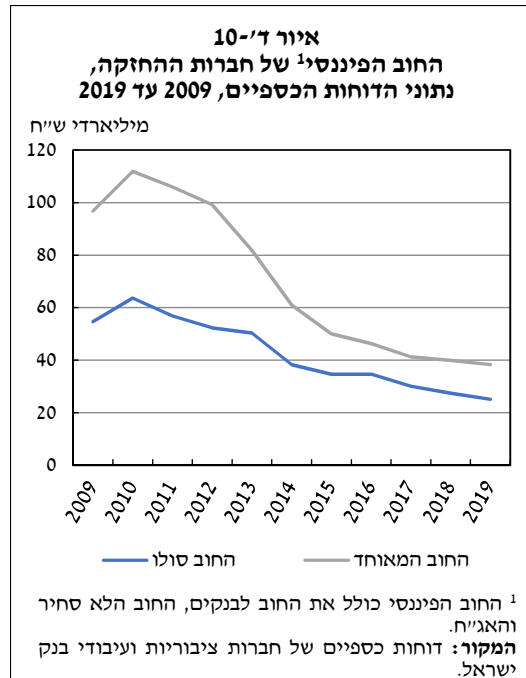
²⁷ לאחר המשבר של 2008 ירד זמנית משקל הענף, וצמיחתו התחדשה ב-2010.

²⁸ פרסום של הלמ"ס: מו"פ בחברות הזנק ומרכזי פיתוח של חברות רב-לאומיות, 2017. הנתונים מראים ש-99% מהמימון של מרכזי המו"פ הוא מימון פנימי מחברות האם.

עליית משקלו של מגזר השירותים, שבו יש חברות שאינן זקוקות לאשראי רב, מפחיתה את הביקוש לאשראי.

גדלה הפעילות של חברות ההייטק המממנות את פעילותן בהון ולא נוטות לקחת חוב.

באמצעות אמידת רמת החוב של חברות ציבוריות מראה שלחברות בענף השירותים והמסחר רמת חוב נמוכה בהשוואה לענפים אחרים (לוח ד'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2018).²⁹



המבנה התאגידי של חברות בישראל

הקשיים הפיננסיים שמהם סבלו חברות החזקה ציבוריות רבות בעקבות המשבר הפיננסי בעולם ב-2008, כניסתו-לתוקף של "חוק הריכוזיות" ב-2013³⁰ והצמצום בהיצע האשראי בעקבות תהליכים אלו הביאו לירידה של מספר חברות ההחזקה הציבוריות. חברות החזקה הן חברות בבעלות בעל שליטה, המאפשרות לבעל השליטה לגייס חוב מהציבור ולבצע רכישות ממונפות של חברות. סך החוב של חברות המשתייכות לענף ההחזקות ירד משמעותית, ירידה שעיקרה בשנים 2010–2015,³¹ שהיו שנות שיא מבחינת מספר החברות בענף זה שביצעו הסדרי חוב (איור ד'-10). בין השנים 2009 ו-2019 ירד החוב הישיר של חברות ההחזקה (החוב סולו) בכ-29 מיליארד ש"ח (כ-2.5% תוצר במונחי 2015), וירידה כפולה מזו, כ-62 מיליארד ש"ח,

פחת מספר חברות ההחזקה הציבוריות.

נרשמה בחוב המאוחד של חברות ההחזקה – זה הכולל את חוב החברות הבנות והאחיות³². הסיבה לירידה של חוב חברות ההחזקה הייתה היעלמותן של חברות החזקה רבות: מספרן של אלה ירד ב-50% – מ-92 בשנת 2009 ל-43 בשנת 2019. הירידה בחוב המאוחד של חברות ההחזקה מבטאת לפחות בחלקה ירידה אמיתית של סך החוב במשק, ולא רק ירידה טכנית עקב היפרדותן של החברות המאוחדות מחברות ההחזקות ששלטו בהן. בשנים 2012–2015 ירד קצב הגידול של כלל החוב של החברות הציבוריות מהמגזר העסקי (ללא בנקים וחברות ביטוח) וכן ירד המינוף הממוצע של חברות אלו מ-66% בשנת 2010 ל-63% בשנת 2015. בדיקה פרטנית של חברות מענפי המסחר והשירותים והתעשייה שחובן סולו ירד ירידה משמעותית בשנים 2012–2013 מראה

²⁹ בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2018 מראה לוח ד'-2 שרמת החוב של החברות הציבוריות בענף השירותים והמסחר נמוכה בממוצע בכ-680 אלף ש"ח מזו של חברות בענף התעשייה והחקלאות. ברגרסיה ננקטה בקרה על ההשפעות של השנים ושל החברות הספציפיות.

³⁰ "חוק הריכוזיות" קובע שעל החברות לצמצם את השלבים במבנה התאגידי עד לתקרה של שתי שכבות ולהפריד בין בעלות על חברה ריאלית לבין בעלות על חברה פיננסית משמעותית. החוק קבע שאת כל ההפרדות יש לבצע עד סוף 2019.

³¹ אנה ססי-ברודסקי, שיעורי ההחזר בשוק איגרות החוב של חברות בישראל 2008–2015, סדרת מאמרים לדיון - חטיבת המחקר, פרסום בנק ישראל, 2017.

³² נתונים מדוח מצבת ההתחייבויות של החברות הציבוריות, הנאספים באופן שוטף החל מ-2009. בשנים 2009–2019 החוב סולו של חברות ההחזקה ירד ב-30 מיליארד ש"ח, והחוב של החברות המאוחדות ירד ב-58 מיליארד ש"ח.

ש-4 מתוך 10 החברות שבהן נרשמה הירידה המשמעותית ביותר³³ הן חברות בנות או אחיות של חברות החזקה שחוו מחיקת חובות. בסיכום, השינויים במבנה הענפי והתאגידי במשק תרמו ככל הנראה לירידת הביקוש לחוב החל משנת 2008, בפרט בשנים 2010–2015.

(2) סיבות לירידה בחוב העסקי: היצע ספקי האשראי

בסעיף זה נתאר את השינויים המרכזיים שהשפיעו על היצע האשראי החל מ-2008. נתייחס גם לשינויים במגמות שצפויים להמשיך ולהשפיע על היצע האשראי בעתיד הקרוב. הירידה של יחס החוב העסקי לתוצר כללה ירידה של 18 נקודות אחוז באשראי הבנקאי, 3 נקודות אחוז באשראי מהגופים המוסדיים ובאג"ח ו-5 נקודות אחוז באשראי מחו"ל.

היצע האשראי הבנקאי

יחס החוב העסקי הבנקאי לתוצר ירד מ-51% בשנת 2008 ל-33% בשנת 2016, ומאז נשאר יציב. ב-2010 נכנסו לתוקף מגבלות רגולטוריות, שהסיטו את האשראי הבנקאי מעסקים גדולים למגזר הקמעונאי – משקי הבית והעסקים הקטנים והבינוניים. המגבלות מיישמות את רגולציית באזל 2 ובאזל 3, שהביאו להגדלת דרישות ההון ולשינוי משקלות הסיכון, ולכן – להעדפת המגזרים הקמעונאיים, שבגין האשראי להם נדרש לרתק פחות הון מאשר בגין האשראי לעסקים גדולים³⁴. מגבלות על חשיפה ללווה בודד ומגבלות ענפיות על ענף הבינוי והנדל"ן הביאו להגבלת היכולת של הבנקים להרחיב את האשראי לעסקים הגדולים ולחברות החזקה. מגמה זו התהפכה, כאמור, בשנתיים האחרונות. בשונה מהאשראי לעסקים הגדולים קצב הגידול של האשראי לעסקים הקטנים והבינוניים מתבסס על מספר גדול של עסקאות, ולכן מלווה בעלויות תפעול גבוהות, המקשות על הרחבתו בקצב מהיר. זה כנראה אחד הגורמים שבגללם הסטת האשראי הבנקאי לעסקים הקטנים והבינוניים מלווה בירידה של כמותו.

ההסטה אל אשראי לדיור התרחשה במקביל לעליית הפעילות בשוק הנדל"ן, שכן החל מ-2010 (בפרט אחרי 2012) ובעקבות החלת באזל 2 הבנקים נדרשים לרתק פחות הון בגין מתן משכנתאות – בעיקר בגין משכנתאות עם LTV (Loan to Value) נמוך. בשנת 2018 נקבעה בדרישות ההון בגין האשראי לדיור הקלה נוספת, המפחיתה את ריתוק ההון בגינו, וכך תומכת בהמשך גידול³⁵. בשנים 2008–2019 עלה האשראי הבנקאי למשקי הבית בכ-300 מיליארד ש"ח, ושיעור הגידול המצטבר של סך האשראי למשקי הבית הגיע ל-235%³⁶. לעומת זאת עלה האשראי הבנקאי למגזר העסקי במהלך העשור האחרון רק בכ-90 מיליארד ש"ח, ושיעור הגידול המצטבר של סך האשראי העסקי היה 25%.

הרקע להסטת האשראי אל העסקים הקטנים והבינוניים היה המגבלות הרגולטוריות שתוארו לעיל וכן התחרות על האשראי לעסקים הגדולים מצד הגופים המוסדיים. בדומה למשכנתאות, ריתוק ההון הנדרש בגין האשראי לעסקים קטנים ובינוניים נמוך יותר מאשר בגין האשראי

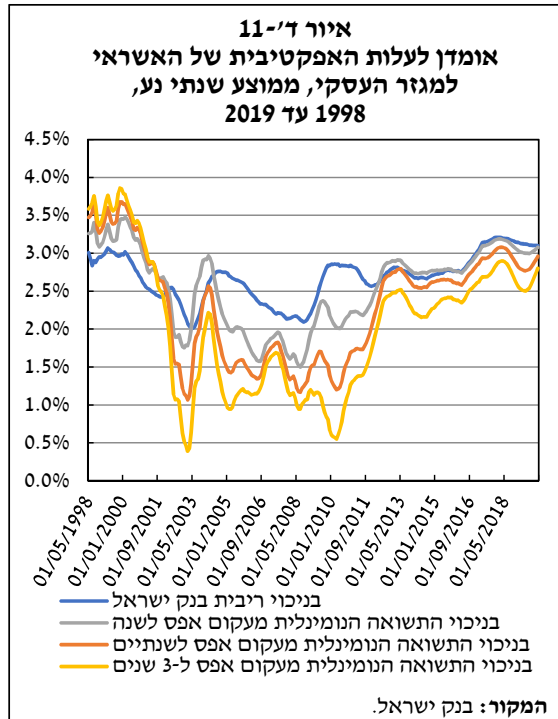
³³ סך שווי מחיקות החוב לארבע החברות האלה היה בשנים 2015–2020 30 מיליארד ש"ח.

³⁴ להרחבה על השינויים הרגולטוריים ראו סקירות המפקח על הבנקים על מערכת הבנקאות בישראל לשנים השונות.

³⁵ הקלה בדרישות ההון של הפיקוח על הבנקים לגבי משכנתאות עם LTV (Loan to Value), שווי ההלוואה ביחס לנכס) גבוה של 60%–75%, שנכנסה לתוקף במאוס 2018. להרחבה על השינוי והשפעתו על מאפייני החוב ראו פרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2018.

³⁶ לא כל העלייה באשראי הבנקאי מתורגמת לעלייה של יחס החוב לדיור לתוצר, משום שעליית האשראי הבנקאי לווה בירידה מקבילה של האשראי מהממשלה למשקי הבית.

ב-2010 נכנסו לתוקף
מגבלות רגולטוריות,
שהסיטו את האשראי
הבנקאי מהעסקים
הגדולים אל משקי
הבית והעסקים הקטנים
והבינוניים.



לעסקים גדולים. בשנים 2011–2015 החוב של העסקים הגדולים לחמשת הבנקים הגדולים ירד ב-18%, לעומת עלייה של 16% בחוב העסקים בינוניים ו-42% בזה של העסקים הקטנים.³⁷

בהתאם למגמה שתוארה לעיל אומדני העלות האפקטיבית של הבנקים באשראי למגזר העסקי עלו בשנים 2009–2018, עדות לירידה של היצע האשראי ו/או להסתתו אל העסקים הקטנים והבינוניים (איור ד'-11).³⁸ המגמה של הסתת האשראי אל העסקים הקטנים והבינוניים התהפכה ב-2018, כפי שתואר בתחילת הפרק, על רקע הקלה במגבלות הענפיות לענף הנדל"ן והגעה ליעדי דרישות החון הרגולטוריות.³⁹

היצע אשראי מהגופים המוסדיים

לפני המשבר הפיננסי, ב-2007, עמד יחס האשראי מהגופים המוסדיים לתוצר על 27%, לאחר מכן הוא ירד, ובשנים 2009–2015 הוא נשאר יציב סביב 24%. בשנת 2015 החלה מגמת עלייה של יחס זה, ובסוף 2019 הוא הגיע ל-29%, מעל לשיא שלפני המשבר. מאז 2008 פעלו הסדרי החוב של חברות ההחזקה, הפגיעה במוניטין שלהן ולחץ ציבורי ורגולטורי להקטנת ההיצע של האשראי לעסקים מהגופים המוסדיים, בפרט של האשראי הסחיר. ועדת חודק וועדת גולדשמידט פעלו להעלאת איכות ההשקעות של הגופים המוסדיים והביאו להנחיות רגולטוריות, שנכנסו לתוקף בשנת 2010. מרווחי אג"ח החברות – בעיקר אלה של חברות ההחזקה – עלו בשנים 2010–2012, אך החל מ-2016 הם אופיינו במגמת ירידה רצופה (איור ד'-12). על כן, נראה שירידת היצע האשראי מהגופים המוסדיים מיצתה את עצמה, ובשנים האחרונות (לא כולל 2019) אשראי זה גדל.

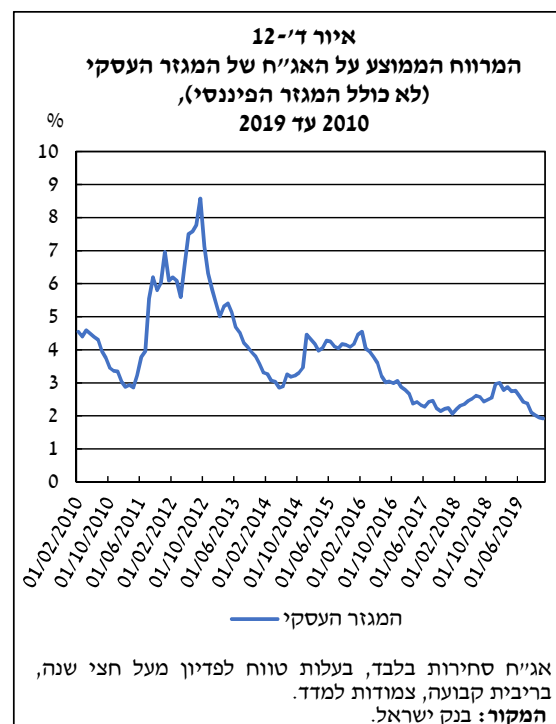
[נראה שהשינויים המבניים שהביאו לירידת היצע האשראי לעסקים הגדולים מוצו, ובשנתיים האחרונות הוא שב וגדל.](#)

³⁷ נתוני מגזרי הפעילות של הבנקים שונים מהגדרות החוב – ראו הערת שוליים 17. בדיווח על הנתונים ההיסטוריים לשנים 2011–2015 משמשות הגדרות השונות מבנק לבנק, כך שכל בנק סיווג כל מגזר פעילות בצורה שונה. בשנת 2016 נערכה האחדה בסיווג המגזרים, ולכן נוצר שבר בסדרה.

³⁸ יש לזכור שמדובר באומדנים "רועשים", המתבססים על עצם קבלתן של הכנסות ועל המלאי הקיים. לכן האומדן צפוי להיות מושפע מהמחזור הכלכלי ולהצביע על ירידה של המרווח בתקופות של שפל כלכלי. ואולם מאחר שהחל משנת 2009 לא היה מחזור כלכלי שלילי בישראל, גידול ההכנסות בתקופה זו מעיד על עלייה של המרווח הבנקאי. הנתון יכול לשקף גם שינוי בהרכב האשראי ומעבר למתן אשראי לעסקים מסוכנים יותר ובריבית גבוהה יותר. שינוי כזה מתיישב עם השינויים הרגולטוריים, שסייעו להסטה של אשראי אל עסקים קטנים ובינוניים. המגמה המוצגת מתקבלת גם כשלא משתמשים בממוצע נע וכשמשתמשים בממוצע נע לתקופה של חצי שנה. כן נציין את ירידת המרווחים עד שנת 2009, עם גידולו של היצע האשראי המתחרה מן הגופים המוסדיים.

³⁹ בשנת 2017 הגיעו כל הבנקים ליעדי דרישות החון הרגולטוריות החדשות, ובשנת 2016 הוקלה המגבלה הענפית לענף הבינוי והנדל"ן. לפירוט על הרגולציה ראה פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2019 ודוח יציבות פיננסית למחצית הראשונה של 2019.

הירידה של יחס החוב העסקי לתוצר, בשילוב עם המגמות בהיצע האשראי המקומי (מהבנקים ומהגופים מוסדיים) בשנים 2010–2015, מעידה על הסטה של האשראי הבנקאי אל העסקים הקטנים והבינוניים, שכל הנראה הביאה לירידה של כמות האשראי הבנקאי למגזר העסקי. במקביל ירד האשראי מהגופים המוסדיים, ירידה שהשפיעה ככל הנראה בעיקר על חברות ההחזקה. נראה כי עבור שאר החברות הגדולות במשק לא פחתה בתקופה זו נגישות האשראי מהגופים המוסדיים במידה משמעותית, ואלה המשיכו להנפיק חוב סחיר. ברקע הייתה ירידה של הביקוש לאשראי במשק, עם גידול הפעילות של חברות במגזר השירותים, ובפרט של חברות ההייטק. התפתחות זו עשויה להסביר



למרות ירידתו של יחס החוב לתוצר בשנים 2008–2015 החברות במשק, פרט לחברות ההחזקה, לא התקשו לקבל אשראי.

מדוע הירידה המשמעותית של יחס החוב העסקי לתוצר לא לוותה בפגיעה משמעותית בצמיחה הכלכלית וביכולת של החברות לממן את פעילותן. מחזקת טיעון זה העלייה בתוצר ובפעילות בשנים אלו (פרק ב'), וכן גם מגמת הירידה הכללית בקשיי המימון של עסקים בישראל מ-2011 עד 2018 לאחר עלייה בקושי של הגדולים שבהם בשנים 2010–2011 ועל רקע השינוי במבנה התאגידי שתואר לעיל (איור ד'-4 ואיור ד'-5). יש גם אינדיקציות מסקרים קודמים למגמת ירידה כללית בקשיי המימון מ-2003 עד 2018⁴⁰. ממצא זה מקבל חיזוק גם מערכו הנמוך יחסית (9 מתוך 34) של מדד ה-Doing Business⁴¹, המעיד כי לעסקים בישראל קל להשיג מימון יותר מאשר לעסקים במדינות OECD אחרות.

לסיכום, נראה כי מגמת הירידה של יחס האשראי העסקי לתוצר בשנים 2008–2015 נבעה משינויים מבניים במשק ומתהליכים רגולטוריים, וככל הנראה היא לא פגעה משמעותית בצמיחה של המשק. השינויים המבניים, ובעיקר הצמיחה של מגזר ההייטק, צפויים להמשיך ולהשפיע על הביקוש העסקי לחוב בישראל בשנים הקרובות. התהליכים בצד היצע האשראי הגיעו למיצוי, ובשנתיים האחרונות המגמה בהיצע האשראי הבנקאי התהפכה. הוא חזר לצמוח בקצב גבוה ומוסט אל העסקים גדולים.

⁴⁰ סקר החברות (סקר ישן המוחלף בשנים האחרונות בסקר מגמות, אך מאפשר הסתכלות היסטורית ארוכה יותר). מצביע על ירידה בקושי של העסקים להשיג מימון החל משנת 2003 ועד שנת 2018. למעט עלייה זמנית בשנת המשבר. מגמת הירידה נמשכה גם בתקופות שבהן הריבית לא הורדה.

⁴¹ מדד המחושב בבנק העולמי (World Bank) להערכת איכות הסביבה העסקית.

