



דו"ח יציבות פיננסית

י י נ י ۲ ۰ ۱ ۴





בנק ישראל

דו"ח יציבות פיננסית

ירושלים, סיוון התשע"ד • יוני 2014

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרצוים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.

מספר קטלוגי : 601642
דפוס איילון, ירושלים

תוכן העניינים

קדמה	5
1. התפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה	7
א. מבוא	7
ב. הערכת יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית והסיכון המרכזיים שהיא חשופה אליהם	10
2. הסיכון העיקריים	12
א. הסביבה העולמית	12
ב. הסביבה המקומית	15
1. הסיכון הנשקף משוק הדיור	15
2. הסיכון בשוק אג"ח החברות	19
3. המערכת הבנקאית	21
4. חברות הביטוח	25
5. שוק ההון ומחירים הנכסיים	28
א. שוק המניות	28
ב. שוק אג"ח החברות	30
6. מערכ התשלומים והסליקה	31
תיבת 1 : מגזר משקי הבית	35
תיבת 2 : המגזר העסקי הלא-פיננסי	40
תיבת 3 : ההצלאות היישירות שמעניקים הגוף המוסדיים	45
תיבת 4 : תעוזות סל	50

הקדמה

בנק ישראל החליט לפרסם דוח תקופתי על יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית, כמקובל בبنקים המרכזיים של המדינות המפותחות. החלטה זו מעוגנת בהגדרת התפקיד של בנק ישראל על פי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010.

אף על פי שהמערכת הפיננסית המקומית הפגינה עמידות מרשימה הן בתקופת המשבר הפיננסי העולמי של 2008 והן לאחריו, גם בישראל יש צורך ל佐ות את הסיכוןים המערכתיים הנשקפים לה ולהתריע מפנים, ודוח היציבותנו נועד לשרת מטרת זו. מטיב הדברים אפוא הדוח מבילט את הסיכוןים שזווחו במערכות הפיננסית, והוא מוסר לציבור בישראל ובחו"ל עדכון על מצב המערכת מתוך הכרה בחשיבותה של שיקיפות וパートנותה להגברת המודעות לסיכוןים ולזרוע הטיפול בהם.

התמקדות בסיכוןים המערכתיים המתפתחים במערכות הפיננסית – כלומר הסיכוןים שלגום בהם פוטנציאלי להשפעה באופן משמעותי על הפעולות הריאלית – מבטא את אחד הלקחים העיקריים שהופקו מהמשבר של 2008, היוות שמשבר זה הדגיש עד כמה חשוב לחזק את עמידותה של המערכת הפיננסית בפני עצום ולמתן את השפעתם של הזעוזעים בה על הפעולות הכלכלית. בעקבות המשבר החלו בנקים מרכזיים בעולם לנוקוט מדיניות מקרו-יציבותית – מדיניות שמושתתת על ראייה מקיפה של המערכת הפיננסית – במטרה להגבר את היציבות הפיננסית המערכתי. מדיניות זו כוללת הסתכבות על כלל רכיביה של המערכת הפיננסית ועל קשרי הgomlin ביןיהם, נוסף על מעקב אחר המוסדות הפיננסיים האינדיידואליים ופיקוח עליהם. היא חותרת בשלב מוקדם ככל האפשר את הסיכוןים המערכתיים המתפתחים במערכות הפיננסית ולטפל בהם, להפחית את הסיכון להתקפות משברים, ולשפר את יכולת התמודד עם במידה שיתרחשו.

גם במקביל לישראלי נערכו בעקבות המשבר כמה שינויים בסיכוןים מערכתיים במערכות הפיננסית וכן לשפר את יכולת התמודד עם במקרה הצורך: הרשות המפקחות על המערכת הפיננסית הידקו את שיטות הפעולה ביניהן, בין השאר באמצעות הקמתו של צוות בין-מוסדי לזיהוי סיכוןים מערכתיים; התיאום בין כל הרגולטורים האחראים על תפקודם של המערכת הפיננסית נחוץ כדי לישם מדיניות מקרו-יציבותית אפקטיבית, והוא עשוי להשתפר אם תוקם ועדה משותפת ליציבות פיננסית, כפי שהמליצה קורן המטבע הבין-לאומית. כן הגיבו בישראל את השימוש בכלים מקרו-יציבותיים לזיהוי סיכוןים מערכתיים ולטיפול בהם; המפקח על הבנקים הקודמים להפעיל כל מדיניות כדי להפחית את חשיפתם של הבנקים לעלייה המהירה בהיקף המשכנתאות, ולצד זאת השתמש ב מבחני קיזון לבנקים כדי להעריך את מוקדי הסיכון במערכות הבנקאית. לבסוף, בנק ישראל הקים בחטיבת המחקר אגף ליציבות פיננסית והחליט כאמור לפרסם דוח יציבות תקופתי.

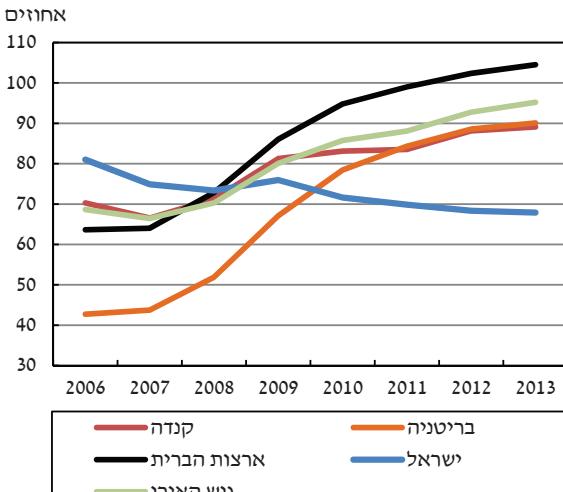
הדו"ח הנוכחי כולל תיאור של הסיכוןים העיקריים שבנק ישראל ויזהה במערכות הפיננסית. יש בו סקירה של הסיכוןים ברכיביהם השונים של המערכת הפיננסית – הבנקים, חברות הביטוח, גופים מוסדיים אחרים, השוקים הפיננסיים, ומערכות התשלומים והסליקה – וכן ארבע תיבות עסקיות במגזר משקי הבית, במגזר העסקי, בהלוואות היישורות שמעמידים הגוף המוסדיים, ובשוק תעוזות הssl.

ד"ר קרנית פלוג

ט' ט' ט'

היחס בין החוב הממשלתי לתוצר בישראל יורד מאז המשבר, בינווד לכמה בעולם.

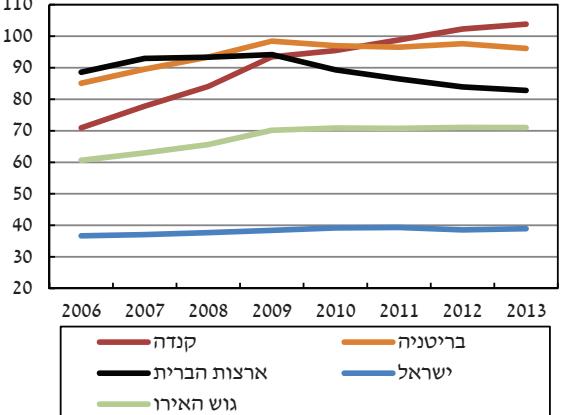
איור 1א
היחס בין החוב הממשלתי לתמ"ג, 2006 עד 2013 עד 2013



המקור: הנתונים על התמ"ג והחוב הממשלתי בעולם – קרן המטבע הבין-לאומית; הנתונים על ישראל – בנק ישראל.

היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר בישראל עלה אך כמעט והוא נמוך בהשוואה לעולם.

איור 1ב
היחס בין החוב של משקי הבית לתמ"ג¹, 2006 עד 2013 עד 2013



¹ בישראל נתוני החוב של המלכ"רים הפרטניים כוללים מגזר העסקי, בשעה שבכדיות אחרות הם כוללים בחוב של משקי הבית, אך סכום זה קטן מאוד.

המקור: הנתונים על התמ"ג והחוב של משקי הבית בעולם – קרן המטבע הבין-לאומית והבנק לסליקות בין-לאומיות (BIS), בהתאם; הנתונים על ישראל – בנק ישראל.

1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה¹

המערכת הפיננסית המקומית המשיכה להפגין יציבות גם בחודשים האחרונים, למרות סביבה גЛОבלית מתగורת ושיעורי ריבית נמוכים בארץ ו בחו"ל. הסיכון המרכזי שהמערכת הפיננסית חשופה אליו טמון בשוק הדיור; זאת על רקע החשיפה הגבוהה של הבנקים לענף הבינוי והנדילין ולמצנחותאות ועל רקע חלקו המרכזיז של הדיור בתיק הנכסים של משקי הבית. הסיכון נובע מהאפשרות שיתרחש צעוז חיצוני ו/או מקומי שיוביל לעליית ריביות חדה ומהירה ו/או למיתון ופגיעה בהכנסות הלוויין, يولוה בתפנית חדה ומהירה בשוק הדיור. כן שופת המערכת הפיננסית לתמוך חסר של סיכון בשוק אג"ח החברות; סיכון זה עלול לפגוע בתהליכי הקצתה המקוריות במשק, ובמקרה של תפנית חדה בשוקים – הוא עלול לפגוע בחוסכים באפקט החיסכון הפנסיוני, בבנקים החשובים לאוטון חברות שהנפיקו אג"ח, ובביטח האשראי בשוק החוץ-בנקאי.

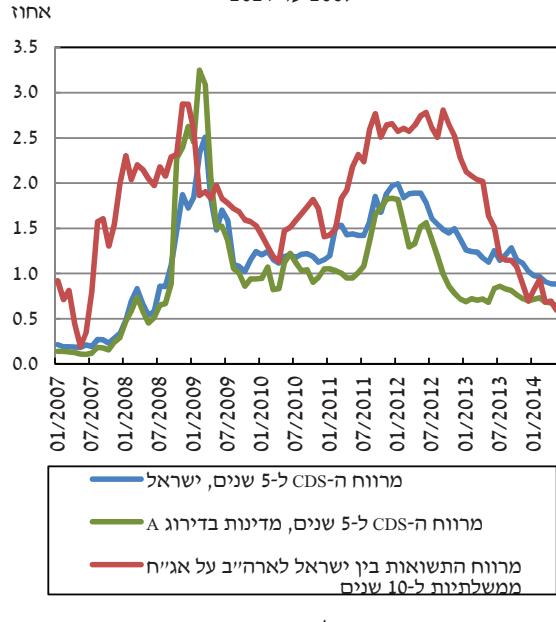
א. מבוא

המערכת הפיננסית המקומית פعلا ברבעון האחרון של 2013 ובתחילת 2014 בסביבה גלובלית מתగורת אך ככל זאת יציבה יותר – הודות לכך שהכלכלה המפותחת הוסיפה להתאושש, גם אם באיטיות, מהמשבר הפיני העולמי של 2008. התאוששות הכלכלית בארה"ב המשיכה להתבסס, אף כי רביעון הראשון של 2014 היה חלש עקב גורמים זמינים, והבנק המרכזי האמריקאי (the Fed) אף החל בסוף 2013 (tapering) לצמצם בהדרגה את הייק החרוכה הכתומית בעtid. גוש האירו עבר אף הוא לצמיחה חיובית מוגנתה, לאחר כמה רביעונים של התכווצות, והחיש מפני פירוק הגוש פחות מואוד. נוסף על כך נקבעו צעדים לחיזוק ההון של הבנקים וליתר אינטגרציה של המערכת הפיננסית באזורי. יחד עם זאת, חלק ממדינות הגוף עדין סובלות מרמה גבוהה של חוב, משיעורי אינפלציה נמוכים עד כדי חשש לדפלציה, ומשיעורי אבטלה גבוהים. אלה הובילו את הבנק המרכזי האירופי (the ECB) להפחית את הריבית ביוני 2014 ולהנהיג בוגש האירו ריבית

¹ עדכניות הנתונים בדוח זה משתנה בין הסעיפים בהתאם לזמן הנתונים. הנitorה מתייחס לאיורים שהתרחשו עד סוף יוני 2014.

פרמיית הסיכון של ישראל ירדה.

איור 2
מרוחה ה-CDS ל-5 שנים ומרוחה התשואות בין ישראל לארה"ב, ממוצעים חדשים, 2007 עד 2014



המקור: עיבודו בנק ישראל.

לאחרונה הושלמה החקירה הנוגעת להקטנת הריכוזיות במשק ולהפרדה בין גופים פיננסיים משמעותיים לבין תאגידים ריאליים ממשמעותיים, שופרו התהליכים שבאמצעותם גופי החיסכון הפנסיוניים משלימים בשוק אג"ח החברות, והוגשו המלצות לשיפור ההליך של הסדרי החוב. כל אלה צפויים להמשיך תרומות לפעולות התקינה של המערכת הפיננסית ולתמוך ביציבותה.

אחד הכלים להציג הסיכון במערכות הפיננסית הוא דיאגרמת הרדאר². הדיאגרמה שלחלה מתיאיחסת למשק הישראלי ומתחארת את רמות הסיכון על פני זמן של רכיבים שונים במערכות הפיננסית ושל המצב הריאלי בארץ ובחול"ל (איור 3). מהדיagramma ניתן לראות כי בשנה האחרונות הציגו הסיכון הכספיים הגלובליים לסיכון המקרו הישראלי, מהשוקים הפיננסיים בעולם הופיע הגدول בין הסיכון הנשקפים הצטמצם בארץ הנשקף מ מצב השוקים עדין נמוך יותר. אף כי הסיכון הנשקף מ מצב השוקים עדין נמוך יותר. הוא משקף את השפעת עודפי הנזילות הגdotsים במערכות

² זלקיןדר, ח' (2012), "מדידה של לחץ וסיכון למערכת הפיננסית בישראל באמצעות דיאגרמת רדאר", מאמר לדיוון, בנק ישראל.

שלילית על פיקדונות של הבנקים ב-ECB, במטרה להגדיל את היצע האשראי ואת ההשקעות. בשוקים המתועරרים נחלשה הצמיחה, וחולקים חסופים ליציאת הון גודלה ולצמצום האשראי במקורה של תפנית בשוקים. חספה זו אף גברה לאחרונה כתוצאה מתחילה התהיליך של צמצום ההרחבה המוניטרית בארה"ב, משום שתהיליך זה צפוי להוביל לעלייה של שער הריבית בעולם בטוח הבינוי.

המצב בחו"ל משפיע על המערכת הפיננסית הישראלית דרך ערוץ פיננסי וערוץ ריאלי. העורך הפיננסי כולל השפעה של המוסדות הפיננסיים בחו"ל על המוסדות הפיננסיים המקומיים, דרך הקשיים בין המוסדות, וכן השפעה של מחירי הנכסים בשוקים הפיננסיים בחו"ל על מחירי הנכסים על המוסדות הפיננסיים במישרין, דרך מחירי הנכסים בתיקי הנוסtro שלהם, והם משפיעים עליהם גם בעקביפיו, דרך להשפעה על רווחיות הלוים שלהם. העורך הריאלי כולל השפעה של הביקושים בחו"ל על הייצור ועל הצריכה הפרטית, ודרכם – על הסיכון בתיקי האשראי של המוסדות הפיננסיים.

על רקע סיבبة גלובלית זו המשיכת המערכת הפיננסית המקומית להפגין עמידות גבוהה, הודות לכך שמצוב המקרו-כלכלי של המשק טוב יחסית והוא נהנה בשנים האחרונות מצמיחה יציבה ומהמשך של פיקוח הדוק על המוסדות הפיננסיים (ЛОח 1 וЛОח 2). עם הגורמים המרכזיים התורמים לעמידותו של המשק נמנים: המשך הירידה של היחס בין החוב הממשלתי לתמי"ג, בשעה שהחלק ניכר ממדיניות העולם הוא עליה מאז המשבר (איור 1א); יחסיו החוב הנמוכים במיוחד של משקי הבית (איור 1ב), שעלו אך במעט בשנים האחרונות אף כי האשראי למשקי הבית התרחב; העודף בחשבון השוטף; ורמתן הגבוה של יתרות מטבע החוץ. יציבותו היחסית של המשק הישראלי משתקפת בכך שמרוחה ה-CDS התכווצו מאוד בחודשים האחרונים, בין היתר על רקע הרגיעה היחסית בסיכון הביטחוניים, וכן בכך שמרוחה התשואות מול חול"ל התכווצו, גם הודות למדייניות הפסיכלית שהמשלה נקטה ואשר פעלה לריסון הגירעון (איור 2).

כדי לחזק את עמידותה של המערכת הפיננסית נערך מראשית העשור הקודם כמה רפורמות חשובות במערכות הפיננסית, לרבות הרפורמה בפנסיה, הרפורמה שהפרידה את קופות gamal מהבנקים, שיפורים במערך הסלקה ועוד.

لוח 1

האינדיקטורים העיקריים ליציבותה של המערכת הфинנסית בישראל, 2010 עד 2014 (אחוזים)

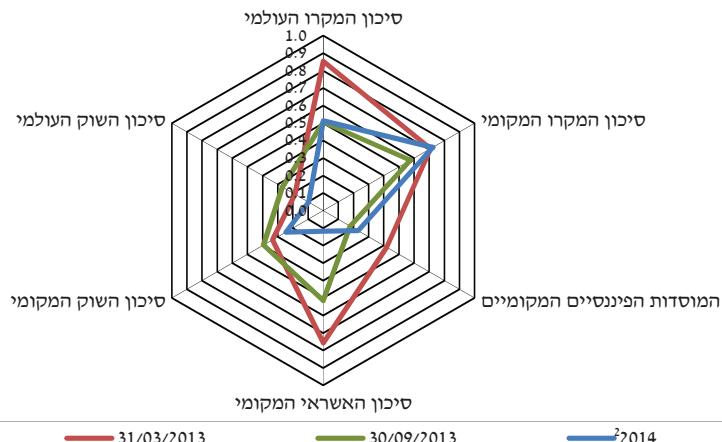
מעודכן ל-	2014	2013	2012	2011	2010	
א. הסביבה העולמית						
31/12/2013	3.0	3.2	3.8	5.1		שיעור הצמיחה הריאלי של התמ"ג העולמי
31/12/2013	2.8	2.8	6.0	12.6		שיעור הגידול של הסחר העולמי
31/05/2014	3.3	3.2	3.4	3.4	3.0	המרוחה על אג"ח של המשקים המתוערים EMBI ¹ (ממוצע תקופתי)
31/05/2014	14.2	14.2	17.8	24.2	22.5	מדד VIX של Chicago Board Options Exchange (ממוצע תקופתי)
ב. הסביבה המקומית						
31/12/2013	66.1	66.9	68.3	69.9		יחס בין החוב החיצוני Net to LTD (סוף תקופה)
31/12/2013	-28.5	-26.6	-25.8	-24.7		יחס בין סך האשראי למגזר העסקי לתמ"ג (סוף תקופה)
31/03/2014	111.7	112.9	118.5	124.4	127.2	יחס בין האשראי למגזר העסקי לתמ"ג (סוף תקופה)
31/03/2014	98.1	99.7	107.9	115.0	118.0	יחס בין האשראי למגזר העסקי להכנסה הפרטית הפנויה (סוף תקופה)
31/12/2013	57.3	57.5	58.3	58.2		פרמיית הסיכון של ישראל (מרוחה ה-CDS ל-5 שנים, ממוצע תקופתי)
31/05/2014	0.93	1.20	1.69	1.58	1.18	הפרש בין התשואה על אג"ח ממשלתית שקלית לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב ל-10 שנים (ממוצע תקופתי)
31/05/2014	0.73	1.45	2.60	2.21	1.50	המרוחה בשוק אג"ח החברות – ס"כ האג"ח ללא אג"ח של חברות פיננסיות (ממוצע תקופתי)
31/05/2014	3.0	4.1	6.0	4.0	3.8	
ג. הנכסים הפיננסיים						
מדד היסכון (ממוצע תקופתי)						
31/05/2014	8.2	8.8	9.7	10.3	8.5	סטיית התקן הכלומתית של שער החליפין
31/05/2014	15.9	16.8	23.9	25.7	23.9	של מדד ת"א 25
31/05/2014	4.1	6.2	6.6	9.2	6.4	סטיית התקן בפועל של שער החליפין
31/05/2014	9.9	8.9	11.7	18.7	13.8	של מדד המניות הכללי
מחירים ותשואות (במונחים שנתיים)						
31/05/2014	0.1	-7.0	-2.3	7.7	-6.0	שיעור השינוי של השקל לעומת הדולר (במהלך התקופה)
31/05/2014	-0.4	-7.6	-0.8	4.8	-7.0	שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך התקופה)
31/05/2014	7.1	15.3	4.6	-22.1	12.6	שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך התקופה)
31/05/2014	2.0	2.5	3.2	4.2	3.8	התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-5 שנים (ממוצע תקופתי)
ד. עמידות המערכת הפיננסית						
מערכות הבנקאות² (סוף תקופה)						
31/12/2013	14.8	14.9	14.0	14.0		יחס בין ההון הכלול לרכבי היסכון
31/12/2013	9.8	9.1	8.4	8.5		יחס בין הון רובד 1 לרכבי היסכון
31/12/2013	0.25	0.41	0.39	0.39		יחס בין ההוצאה השנתית להפסדי אשראי המאזני לציבור (מוכפל ב-100)
31/12/2013	5.7	5.6	5.7	6.0		חלוקת ההון הראשוני בסך הנכסים
31/12/2013	42.6	41.5	40.3	39.3		משכקל נכס היסכון בסך נכסיו הנוסטרו
31/03/2014	68.3	68.6	66.9	63.8	59.6	משקל החשבונות הנזילות בסך ההתחייבויות
31/03/2014	34.4	33.8	30.6	29.0	28.3	יחס בין הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
ה. נזילות השוואקים						
31/05/2014	4.6	4.6	4.4	4.8	5.0	מחוזר המשחר הכלול בשוקים ⁴ (ממוצע תקופתי, מיליארדי ש"ח)
31/05/2014	0.28	0.32	0.35	0.46	0.31	המרוחה בין שער החליפין שקל/долר הגובה והנמוך (ממוצע תקופתי)

¹ Emerging Markets Bond Index² משך הקבוצות הבנקאיות הגדולות.³ וולל קופות גמל מוכזיות לפניות וקרןנות השתלמות.⁴ כולל מחוזרי המשחר של מק"ם, אג"ח ממשלתיות, אג"ח חברות ומניות.

המקור: נתוני קרן המתבע היבן-לאומית, אג"ח שוק ההון במשרד האוצר, הבורסה לניירות ערך ועיבודים בנק ישראלי.

הxicונים במערכות הכספיות הגלובליות והLocale מראשת 2013.

איור 3 הערכת הסיכון הנשקפים למשק הישראלי בעזרת דיאגרמת רדאר¹



¹ הסיכון עליה כלל שמספר עלה.

² הנתונים על המוסדות הכספיים המקומיים נוכנים לסוף 2013, הנתונים המקרו-כלכליים העולמיים – לمارس 2014, הנתונים הכספיים המקומיים והשוקיים המקומי ו העולמי – למאי 2014. כלליהם המקומיים – לאפריל 2014, והנתונים על האשראי המקומי והשוקיים המקומי ו העולמי – למאי 2014. המקור: עיבודי בנק ישראל.

בשנת 2013 המשיכה המערכת הבנקאית בישראל לשמר על חסונת ועל יציבותה ולהציג תוצאות עסקיות נאותות, אף על פי שקצב הצמיחה בארץ וב בחו"ל היה מתון יחסית. עמידותה של המערכת הבנקאית מתקבלת תמיינה מהגידול בהון הליבת ומחייב המסגרת לניהול הסיכון ולמשמעות התאגידי בבנקים. עמידות זו מושתקפת גם בתוצאותיהם של מבחני הקיצון שהפיקו על הבנקים ערך השנה, אף כי אלה מדגישות גם את מוקדי הסיכון העיקריים בבנקים: האשראי בקבוצות לוויים. (הרחבת מופעה בסעיף העוסק בבנקים ובסקירה החשנתית של הפיקוח על הבנקים ל-2013).

חברות הביטוח הציגו ב-2013 רווחיות גבוהות ושיפור ביחס להון, כתוצאה מכש שהשערם בשוקים הכספיים בארץ ו בחו"ל הושיבו לעלות. ההון המופר של חברות הביטוח בסוף 2013 גובה בכ- 30% מההון שדורש הרגולטור. יחד עם זאת ניכרת עלייה מתונה בחלוקת שנסכסי הסיכון של חברות הביטוח מהווים בסך נכסיו הנוטratio. חשיפתו של חמישה חברות הביטוח הגדולות לענף הנדל"ן עלתה במתינות ובסוף 2013 הגיעו לכ- 8% מנכסיו הנוטratio שלחן. (הרחבת מופעה בסעיף העוסק בביטוח).

הכספיית, עודפים שתומכים בפעולות הריאלית ובהמשך עלויות השערם, ואולי גם את הציפיות לעלייה ברוחבי החברות בהמשך. סיכון המקרו העולמיים נותרו מאז ספטמבר 2013 ללא שינוי בשל עלית הסיכון בשוקים המתוערים, התפתחות שקיזה את השיפור האיטי בכלכלות המפותחות. סיכון האשראי המקומיים – אלה משתקפים במרוחקים בשוק אג"ח החברות ובמרוחקים בין אג"ח משלתיות בארץ ו בחו"ל – הוסיף לרדת והם מושקפים את הירידה בפרמיית הסיכון של ישראל לצד התמכזבות של המרווחים בשוק אג"ח החברות לרמות נמוכות, עד כדי חשש מפני תמהור חסר של הסיכון, כמפורט בהמשך. במצב המקרו המקומי חלה ברגעון הראשוני של 2014 הרעה, וזה מושתקפת במדד המשולב למצב המשק. מצבם של המוסדות הכספיים המקומיים הוסיף להשתפר במרוצת 2013, והודות לכך שיחסיו ההון שליהם המשיכו לגדול.

ב. הערכת יציבותה של המערכת הכספית המקומית והxicונים המרכזיים שהיא חשופה אליה

1. המוסדות הכספיים
בשנים האחרונות המשיכו המוסדות הכספיים בישראל (הבנקים וחברות הביטוח) לשפר את יחסיו ההון שלהם, את הממשל התאגידי ואת ניהול הסיכון.

ЛОЧ 2

ה גופים ה פעילים במערכת הפיננסית, דצמבר 2013

סוג הגוף הפיננסי	הפעילים ¹	מספר הגוף	היקף הנכסים ³ (מיליארדי ש"ח)	הרגולטור
בנקים ²	12	1324	המפקח על הבנקים	
חברות ביטוח	24	384	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון	
קרןנות פנסיה ותיקות	18	348	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון	
קרןנות פנסיה חדשות וככליות	13	160	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון	
קופות גמל אחרות	75	347	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון	
קרנות נאמנות	19	231	הרשות לנירות ערך	

¹ מספר הבנקים מייצג את מספר הקבוצות הבנקאיות, מספר של חברות הביטוח וקרןנות הפנסיה מייצג את מספר הגוף הפעילים, ומספר של קופות גמל וקרןנות הנאמנות מייצג את מספר התאגידים המנהלים.

² כולל בנקים זרים שפועלים בארץ.

³ הנתונים על הבנקים וחברות הביטוח מבוססים על הדוחות הכספיים, והנתונים על קופות גמל וקרןנות הפנסיה והנאמנות – על סך הנכסים המוחלטים.

המקור: אגף שוק ההון משרד האוצר, הרשות לנירות ערך, בנק ישראל.

ופגיעה בהכנסות הלוים, וילווה בירידת מחירים חזקה בשוק הדיור. בתרחיש כזה תחול רידה באיכות הלוים וזוו עלולה לפגוע ביחסי ההון של הבנקים וברוחניותם. תרחיש כזה צפוי להשפיע גם על הקבלנים ולפגוע עוד יותר בתוצאות הכספיות של הבנקים. (הרחבת מופעה בסעיף העוסק בשוק הדיור ובסעיף העוסק בבנקים).

3. הערכה של סיכון האשראי במשק

ה האשראי למגזר העסקי והתמזור בשוק אג"ח החברות האשראי: אינדיקטורים שונים משוק האשראי מראים כי יחס האשראי העסקי לתוצרו הוציאף לרדת בחודשים האחרונים, בעיקר כתוצאה מירידה בביקוש לאשראי. (ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל ל-2013). אולם ירידת מתמשכת של יחס זה אינה תומכת בהמשך הצמיחה בעתיד.

הominוף של החברות העסקיות הציבוריות: בסוף 2013 נמצא המינוף ברמה נמוכה יחסית לממוצע ארוך הטווח. אולם ענף הבינוי מתאפיין בשיעורי מינוף גבוהים לאורך זמן, ואלה מהווים סיכון לענף. להתמכשותו של סיכון בענף הבינוי עלולה להיות השלכה על המערכת הפיננסית, שכן לענף זה חלק גדול בתוצר ובашראי במשק וקיושיותו גבוהה עם ענפים אחרים. (ראו תיבנה 2, "המגזר העסקי הלא-פיננסי").

התמזור בשוק אג"ח החברות: התשואות בשוק אג"ח החברות נמצאות ברמה נמוכה מאוד, והתגבר החשש מפני תמזור חסר של הסיכון בשוק זה; זאת כתוצאה מכך שהמרזוחים הושיבו להתקווץ והגיעו בחודשים

הвисכון הפנסיוני של הציבור מהוות כ-40% מתיק הנכסים הכספיים של הציבור ומונתלו ברובו בתכניות (Defined Contributions) D.C. (Defined Contributions) החוסכמים הם הנושאים בסיכון השוק. לכן עצוע בשוקים אינו צפוי להשפיע באופן משמעותי על יציבותם של המוסדות המנהלים. ואולם במרקם של זעוז קיזוני בשוקים צפואה פגעה משמעותית בשוויו של תיק הנכסים של הציבור בכללתו, כמו גם בשוויו של החיסכון הפנסיוני של הציבור. התפתחות כזו עלולה לפגוע בצריכה הפרטית ובפעולות הריאלית וכן להשתקף בתוצאות הכספיות של המוסדות הפיננסיים. עצוע גדול בשוקים עלול גם להוביל לשיכוכם של כספים נזילים מקופות הגמל, ואלה יעצימו את ירידות השערים. אולם סיכון זה פחות משמעותית מאז המשבר של 2008, על רקע המשך הירידה במשקלן של קופות גמל בחסכנות הציבור וכן על רקע העלייה במשקל הנכסים הנזילים בתיקים שנחן מנהלות³.

הסיכון הנשקף לשוק הדיור
על רקע החשיפה הגבוהה של הבנקים לענף הבינוי והנדליין ולמשמעותו, ועל רקע חלקו המרכזי של הדיור בתיק הנכסים של מSKI הבית, הסיכון המרכזי הנשקף למערכת הפיננסית נובע מהאפשרות שיתרחש עצוע מקומי ו/או חיצוני שיביל לעליית ריביות חזקה ומהירה ו/או למיתון

³ משקלן של קופות גמל בתיק הנכסים של הציבור ירד מ-9.1% בסוף 2007 ל-6.6% בסוף 2013. משקל הנכסים הנזילים בסך ההתחייבויות הנזילות של קופות גמל עלה מ-18.4% ל-34.4%.

(ראו תיבת 3, "ההלוואות היישירות שמשמעותם הגופים המוסדיים")

האשראי למשקי הבית

קצב ההתרחבות של האשראי למשקי הבית עלה מאוד בשנים האחרונות. בעיקר כתוצאה העלייה באשראי לדיר, וב-2013 צמח גם האשראי שלא לדיר. אף על פי שהחוב עלה, היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר בישראל עלה אך כמעט מАЗ המשבר, והוא נמוך משמעותית ביחס למידנות מפותחות אחרות. גם המינוח של משקי הבית בישראל (היחס בין סך התחריביותו לסך הנכסים) נמוך מטפיפנים בשיעורי מינוח גבוהים מהמומוצע ועל כן הם מצויים בסיכון גבוה יותר להיקלע לחוסר יכולת לעמוד בתחריביותיהם. (ראו תיבת 1, "מגור רשמי הבית").

4. הסיכון בשוק תעוזות הסל

המבנה הנוכחי של שוק תעוזות הסל בישראל אינו מעניק למחזיקי התעוזות זכות קניינית בנכסים המנפיק, ולכן טועון בחובו סיכון אשראי למחזיקי התעוזות. ההתרחבות המהירה שחלла בשוק זה בשנים האחרונות והריכוזיות הגבוהה בענף מגדילות את הסיכון במערכות הפיננסית במידה שימוש שיטות אשראי למחזיקי התעוזות, בין היתר במקרה שתתחולל בשוק פנימית חזקה ומחזיקה התעוזות יבקשו לפדות אותן במהלך מהירות. רפורמה שנמצאת בתחום אישור צפואה להקטין את הסיכון בשוק, אך חשוב לישמה במהירות. (ראו תיבת 4, "תעוזות סל").

2. הסיכוןים העיקריים

A. הסבב העולמית

בדוח על היציבות הפיננסית העולמית שקבעו המטבע הבון-לאומיFRSEMA⁴ היא סיכמה את המצב בקביעה שהיציבות הפיננסית השתפרה במסקיים המפותחים והידדרה במעט במתעוררים. הקמן הביעה אופטימיות זהירה לגבי הכלכלה העולמית וטענה כי זו התואשה מהמשבר שפרץ ב-2008 אך עדין נמצאת במצב שברי. על

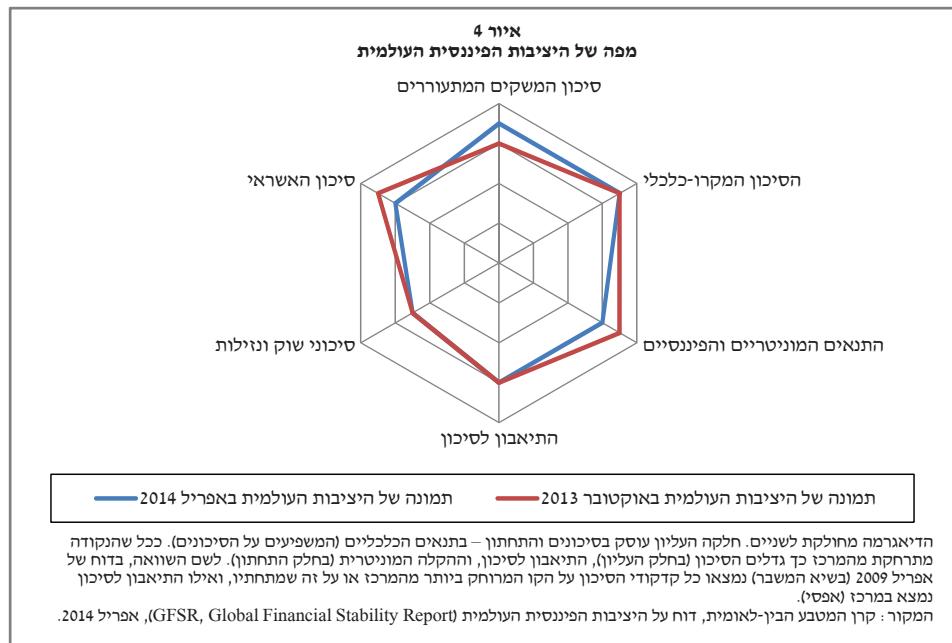
⁴ תחת הכותרת "מעבר משוקים מוגני נזילות לשוקים מוגני צמיחה." Global Financial Stability Report (April 2014), "Moving from Liquidity- to Growth-driven Markets"

האחרונים לרמות נמוכות, דומות לאלה שנראו ברבעון השני של 2008. החשש שהמרוחקים מבטאים תמהור חסר של הסיכון בשוק האג"ח קיבל תמייח באג"ח נMSCA צבירה הנאמנות המתמאות בהשקעה באג"ח – התפתחות מהירה ללא גידול מקביל בהיעצ האג"ח – שיצירתה לחץ לירידת תשואות. כן מצביות על עליית הסיכון בשוק האג"ח העלייה במשקלן של הנפקות חסروف דירוג או בעלות דירוג נמוך; העלייה בחלוקת של חברות הנדל"ן בהנפקות, ענף שמתאפיין בסיכון גבוה יחסית; והעליה במשקלן של קרנות הנאמנות בהחזקת האג"ח על חשבון גוף החיסכון לטוח אורך – עלייה שצפופה להגבר את התנדויות בשוק האג"ח במקרה שתתחולל בו תפנית. יחד עם זאת, בנייתו לצוב בשנים 2006–2007, התכווצות המרווחים, ובמיוחד של החברות הבניין פירעונות) עדין אין גובה. (הרחבת מופיעת בסעיף העוסק בסיכון בשוק האג"ח החברות).

- **הסדרי חוב בשוק האג"ח:** בשנים האחרונות הונחה תשתיית להסדרי חוב בשוק האג"ח, וזה מאפשרת לנוקות את שוק האג"ח מהחוות הביעתיים. ההליך של הסדרי חוב אمنם מצרייך עדין אסדרה נוספת, ולשם כך הוקמה ועדדה שפרימה דוח ביןימים. אולם העובדה שבשנה האחורונה נערכו בשוק האג"ח כמה הסדרי חוב גדולים ומורכבים, ובחלקו אף ניטלה השליטה מבערל השליטה הקיימים, תורמת ליציבות הפיננסית, שכן היא מאפשרת לשוק האג"ח לתפקד גם בתקופות משבר ומגדילה את משמעות השוק.

- **הלוואות ישירות מהמוסדיים למגור העסקי:** ההלוואות היישירות מהמוסדיים למגור העסקי מօיסיפות להתרחב במהלך, וב-2013 וברבעון הראשון של 2014 הן היו עורך המימון המרכזי שהוסיף להתרחב, על רקע ירידת בניטות אשראי ממוקורות המימון האחרים. בדיקה של חלק גדול ממאפייני ההלוואות מלמדת כי רובן ניתנות ללויים גדולים, והן בעלות דירוג גבוה וגובה בביטחון. עם זאת, על רקע הגידול המהיר של הלוואות אלה יש להמשיך להגבר את הפיקוח עליהם ואת אסדרתן, כמו גם את רמת השקיפות בהן, כדי שהמליצה "וועדת גולדשטיין" – הוועדה לבחינת האופן שבו גופים מוסדיים משקיעים בהלוואות מותאמות.

בנ"י אוקטובר 2013 לאפריל 2014 חל שיפור כל בסיכון אשראי, בעקבות רפורמות במערכות הבנקאות, וכן חלה הרעה קלה בממשקים המתוערים ובתנאים המוניטריים והפיננסיים, בעקבות תחולת התהודהות של צמצום ההרבה המכובית בארה"ב; שאר הפקודות נותרו כמעט ללא שינוי.



לצמיחה איתנה. עם הסיכוןים הנכונים שקרן המטבע
مزוהה נמנים (א) מחנק אשראי באירופה (בעיקר במדיניות
הפריפריה); מחנק זה עלול להחריף משום שהבנקים
באירופה נדרשים לחזק את מבנה ההון שלהם, (ב) מאזנים
פוגומים של הבנקים והחברות באירופה, (ג) מגמת הצמיחה
המהירה של האשראי בסין, בעיקר אשראי הצללים, ו(ד)
צמיחתם של מכשירים פיננסיים ו נגישים מאוד לשינויים
בניזילות; מכשירים אלה עלולים להעצים את השפעתם של
ឧוזעים מקומיים ולהפיצו אותם למשקים נספחים.

דייגורמות הרדאר שבדוח (אייר 4) מראה כי סיכון האשראי ירד בתקופה הנסקרתת כתוצאה מציעדים שנקטה מערכת הבנקאות העולמית, בעיקר באירופה, וכי הסיכון של המשקאים המתועוררים עלה בעקבות תחילתו של הצמצום ההדרוגתי בהרחבה הכלכלית בארה"ב (ה-*tapering*), היות שההיליך זה הוביל ליציאת הון מהם ולגדלת הסיכון ליציאת הון נוספת. התנאים המוניטריים והפיננסיים החמירים כתוצאה מעליית התshawות ותחילת הייצאה מה-MP+, ואילו הסיכון המקרו-כלכלי וסיכון השוק והניסיונות נותרו כמעט ללא שינוי, משום שהעליה שולחה בהם במשקאים המתועוררים קיזוזה את הירידה במשקאים המפותחים.

כון יש להתמיד במאצים להציג את קצב הצמיחה וליבז את המערכת. הקרן המיליציה להמשיך בתהיליך של יציאה מבודקה מדיניות ה-MP+ – כך הקרן מפנה את המדיניות המוניטרית הבלתי שגרתית שננקטה בעקבות המשבר⁵ – ולנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה בהתאם למצב הכלכלי. ניהול בלתי זהיר של היציאה מ- MP+ אمنנו צפוי לפגוע בעיקר במקרים המתעוררים, מפני שהם תלויים מאוד בזרימת הון מהמשמעות המפותחים ומפני שרמת המינוח בהם עלתה מהותית בשנים האחרונות. אולם גם במקרים המפותחים הגיעו לתהיליך זה, שכן עלית תשואות מהירה עלולה לפגוע ביכולתם של משקים וחברות לשרת את חובותיהם. הדוח של קרן המטבע מתיחס לסיכון חדש – הסיכון הגיאו-פוליטי, בעיקר הסיכון בין רוסיה לאוקראינה סביר חצי האי קרימ. הסלמה של הסיכון עלולה להביא לצמצום קשרי הסחר בין אירופה לרוסיה, ובעיקר לפגיעה באספקת האנרגיה מרוסיה לאירופה; זו מצד אחד תגרום לעלייה ניכרת במחירים האנרגיה ביבשת וועליה להכיד על הכלכלה המותקנה בין כה וכח לשוב

5 סקירה של המדיניות המוניטרית הבלתי שגורתי מופיעה בדוח המדיניות המוניטרית של בנק ישראל למחצית השנייה של 2013.

מעידה אף היא על ביקושים נוכחים, למורות השיפור הקל בקצב הצמיחה, וכן הביקוש של אירופה ליבוא מישראל אינו צפוי לעלות בקרוב ו אף עלול לדודת אם מחוק האשראי יחריף.

(3) סין מהוות מקור נוסף לדאגה, הגם שזו פחותה קמעה במחצית הראשונה של 2014. הנתונים שהתפרסמו בסין בתקופה הנסקרה מוכיחים את הערכה שהממשלה נחושה להתמיד בשינוי המבני שנועד להגדיל את מרכיב הצריכה הפרטית בתוצר על חשבון השקעות ההון והיצוא. על פי הערכה המקובלת בעולם מדובר מדבר בשינוי הכספי, וכל דוחייה שלו תגדיל את הסיכון לנחיתה קשה בעתיד. תחילת יישומו אפוא היא בשורה טובה בכלכלת העולמית. עם זאת, תהליך זה איננו נטול סיכונים. בראש ובראשונה הוא צפוי להביא לעוד ירידת מדרגה בקצב הצמיחה של סין, קצב חשוב מאוד לצמיחה העולמית. נוסף על כך, מצומצם היקף האשראי צפוי להביא לקשיים במחוז החוב של חברות סיניות, ולאחרונה כבר אין כי כמו חברות סיניות שלא להזכיר את חובן על רקע העדדים שנקבעו הממשלה לצמצום אשראי החברות בכלל ואשראי הצללים בפרט. לפי הערכה המקובלת בעולם, שוק האשראי בסין מದאי, ומדאייה עוד יותר העובדה שחלק ניכר מהגידול המהירichel באשראי בשנים האחרונות נוצר בידי בנקאות קטנים בלתי מפוקחת. מה גם שסק אשראי החברות קטנים בגובה מאוד יתור השוואה למשקים מתוערים אחרים. בסין גבוהה מאוד מהר העובדה שחלק ניכר מהגידול ההערכה הרווחת היא שהממשלה החדש תמשיך לבצע את השינוי המבני הכספי, ואף על פי שהוא יוביל לירידה בקצב הצמיחה הוא גם יolid לצמיחה מאוזנת ויציבה יותר בעתיד. כן מערככים שהממשלה לטפל בעית האשראי בהצלחה. ואולם גודלה של הכלכלת הסינית, רמת המינוף את הטיפול בו למרכיב ומציבים סיכון לככלכלת הסינית ולכלכלה העולמית כולה. קשיי המשחר היישרים בין סין לישראל אינם נרחבים, אולם משבר שם נושא משמעות גלובלית וכן ישפייע גם על ישראל.

(4) בתקופה הנסקרה התעורר סיכון חדש – הסיכון הגיאו-פוליטי העולמי, בעיקר הסכוסוך בין רוסיה לאוקראינה שבב חצי האי קרим והعتمומות הקרים בין הטעונים לשיעים בעיראק⁶. פלישת רוסיה לחצי האי קרим, ועמו

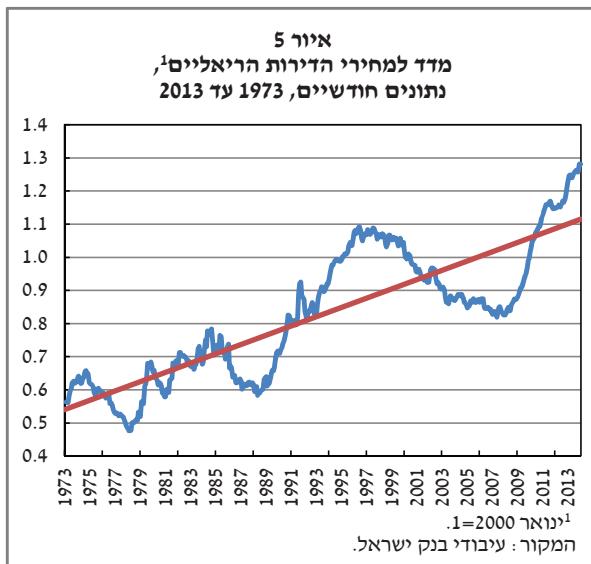
⁶ קרן המטבע מזכירה גם סיכון שנובע מיחס יציבות פוליטית ומערכות בחירות מדיניות רבות – בהן תאילנד, ברזיל והודו.

הסיכון המרכזי הנשקפים לכלכלה ישראל מהעולם:

(1) תלותם של הכלכלת והשוקים בעולם ב-MP+, והקשרים שעולמים להיווצר במהלך היציאה ממנו, ממשיכים להוות סיכון מרכזי לכלכלת העולמית וליציבותה, קל וחומר למשך קצר ופתחו כדוגמת המשק הישראלי. השוקים אמורים מגיבים בנסיבות לצמצום ההדרוגתי בהערכתה הכתומתית המתנהל בחודשים הבאים, וזאת גמור לתגובה החರיפה שנראית/amatzu, עת הזכיר הפדרל ריזרב לראשונה את הנושא. ואולם זהו תהליך מורכב ועדין, ואם יגהלו אותו באופן שלא יתאים לציפיות השוקים או לקצב החתואשות של הכלכלת, הדבר עלול לפגוע במקרים המפותחים שרמת המינוף בהם גבוהה, ובעיקר במקרים המתוערים התלויים במידה רבה בזרימת ההון מהמשקים המפותחים. סיכון אלו הם שהביאו את קרן המטבע לצין את האתגר שמצויב המעבר מצמיחה שבסיסת על מחזוריות כלכלית רגילה, ולהזהיר מצמיחה שבבסיסת על תחזיות ממשיכים נחותות כלפי מטה. נציגים מי המתאם בין השוקים בעולם אמורים ירד משמעותית מכך שיא המשבר אך הוא גובה מרמותו לפני המשבר, ועל כן יחסית לעבר יש עדין הסתברות גבוהה לכך שמשברים מקומיים יתפשטו למשקים אחרים. נסכים אפוא כי לפחות העריכה הרווחת בעולם, היצאה מדיניות ה-MP+, הכרחית וחובית, אך התמימות הסיכון עלולה לפגוע בכלכלת ישראל הן באמצעות שוקי ההון והן דרך פגיעה ביצוא עקב ירידת הצמיחה ובביקושים.

(2) למורות שיפור משמעותי, אירופה מוסיפה להוות אתגר לצמיחה העולמית וליציבות הﬁnancial של. בתקופה הנסקרה המשיכו לדודת החששות שמשבר חוב חרב IFROZ בקרוב, והדבר התבטא בהמשך הירידה של מרווחי ה-CDS ושל תשואות האג"ח במדינות הפריפריה של אירופה וכן בשיפור בתוצאות הדירוג שלחן; אפילו יוון שבה להנפק בשוקים. הבנק המרכזי האירופי (the ECB) הכריז על סדרה ארוכה של צעדים שנעודו לעודד מתן אשראי ולהמריץ את כלכלת היבשת, והביא לירידה נוספת בסיכון להתרצות מחודשת של המשבר. אולם האיים נשקף ממשבר החוב לא חלק לגמרי. קרן המטבע הדגישה את הצורך להמשיך לתקן את המאזנים של הבנקים ושל החברות באירופה, וכיינה שתיקון המאזנים של הבנקים יקשה לתקן את מאזני החברות. האינפלציה הנמוכה השוררת באירופה

מחירים הדיור הוסיף לעלות גם בראשית 2014, זו השנה השביעית ברציפות, וקצב עליות גבוה מהקצב ארוך הטווח.



ມברית המועצות לשעבר, אך החל ממחצית העשור הקודם היא יצירה מחסור בהיצע הדיור ביחס לצרכים הדמוגרפיים. שנית, בעקבות המשבר העולמי החליה ירידת חדה בריביות הריאליות הקצרות והארוכות – בעולם ובישראל – וזה הוליכה לירידה בריבית על המשכנתאות בכל האפיקים וכן לירידה בתושאות החלופיות לחוסכים. התפתחות זו מצד אחד הגדילה את היקף הביקוש לדירותHon לצורכי מגורים וכן לצורכי השקעה⁷.

עלית המחרים המהירה לוותה בעלייה חדה בהיקף העסקאות של רכישת דירה ובהתאם המשכנתאות החדשות. אלה האחרונות הגיעו ב-2013 ל-51.7 מיליארד ש"ח, ומתחלת המשבר של 2008 חלה עלייה משמעותית ברמת המינוח שלhn (LTV, Loan to Value) ובשיעור שהחזר PTI, Payment to Income

⁷ לאחרונה החליטה הממשלה על כמה צעדי מדיניות (מע"מ) בשיעור 5% לרוכשי דירה ראשונה ומהיר מטרה לדירה חדשה) במטרה להקל על האפשרות לרכוש דירה יחידה, תוך העדפתו של ציבור רוכשים זה על פני המשקיעים. יותרן שהחלות אלה יפלו בטוחה הקצר, עד להחלתן בפועל, להקטנה של כמות העסקאות בשוק ולמייתו של עליית המחרים – כפי שפעלה המכאה החברתית של קיץ 2011 – אך עדין אין זה ברור איזו השפעה ארוכת טווח תהיה לצעדים אלה על רמת המחרים ועל מצבם הפיננסי של השחקנים בשוק הדיור.

משאל העם שהbia לסייעו לרוסיה, נתקלו בביבורת חריפה מצד מדינות המערב. אך עד כה נקבעו נגד רוסיה רק צעדים מעשיים מוגבלים, וכך אלה היו גם הצעדים שנקבעו רוסיה בתגובה, ועל כן הייתה לסכום השפעה מזערית גם על הכלכלת העולמית ועל השוקרים. גם בעיראק הקרים עדיין לא הגיעו לאזרחים העשירים בנפט, ועל כן יש להם לפי שעה השפעה מוגבלת על מחירי הארגזים העולמיים. לפि התראxis המركזי המקובל בעולם, משברים אלה ישפיעו רק במידה קטנה על הכלכלת העולמית ועל ישראל, אולם קיים סיכון בלתי זניח שהפגיעה תהיה משמעותית יותר ותתבטא בעיקר בעלייה של מחירי הארגז, שתביא להאטה בקצב הצמיחה העולמי ולפגיעה בשוקי ההון.

מאידך גיסא, הסיכון הגיאו-פוליטי המיידי מצד שכנותיה של ישראל מוסיף לרדת, והוא נמצא ברמות נמוכות יחסית. הדבר מתבטא גם במרוחוי-h CDS של ישראל: אלה נמצאים בשפל של כמה שנים. לפי הערכה הרווחת, יש הסתרות נמוכה להסכמה בטוחה הקצר.

עם זאת, לאחרונה עלה הסיכון הביטחוני המקומי כתוצאה מהעליה בחוסר הוודאות באשר לייחסים עם הרשות הפלסטינית, בעקבות ההסכם בין הרשות לחמאס בנוגע לממשלת אחדות כמו גם בעקבות העליה במפלס האלים.

ב. הסביבה המקומית

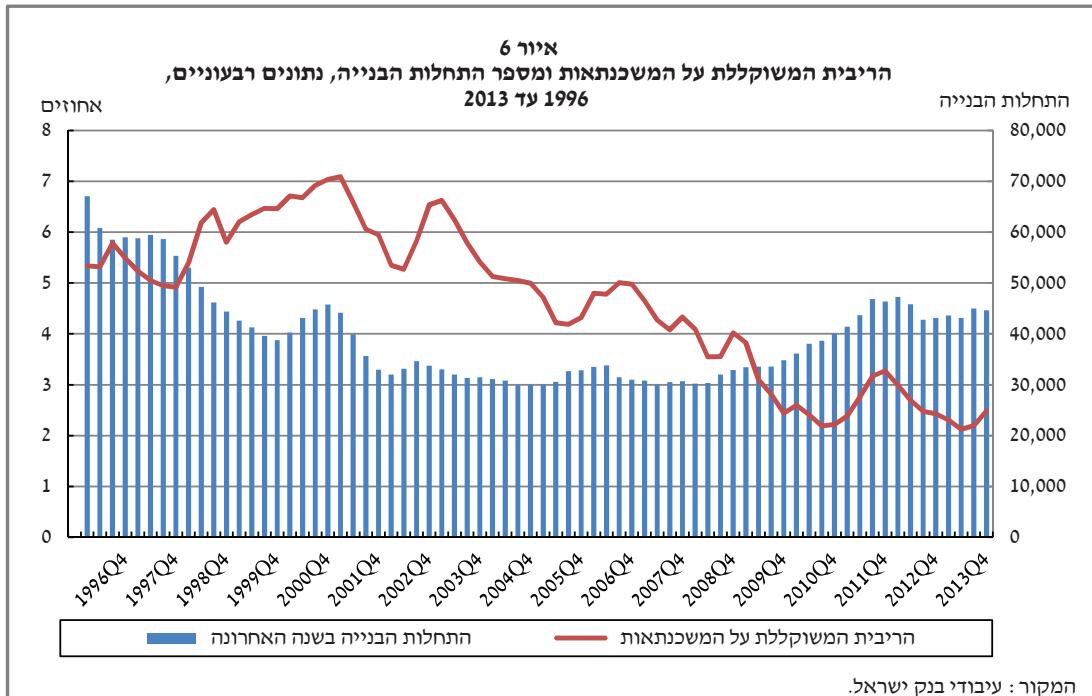
1. הסיכון הנשקף לשוק הדיור

רקע

מחירי הדיור הוסיף לעלות גם בתחילת 2014 (איור 5), והם עלו זו השנה השביעית ברציפות. במחזור האחרון (מתחלת 2008) עלו מחירי הדיור בכ- 61% במקומות ריאליים (מנוכי מدد המחרים לצרכן) – פי שלושה מהעליה הריאלית במחריי שכר הדירה ויוטר מהגדול בהכנסותיהם של משקי הבית. על פי הערכותיהם של גופים שונים בארץ וב בחו"ל, מחירי הדיור בישראל עלו מעבר לרמה הנוצרת מתנאים של שיווי משקל בטוחה הארוך.

העליה במחריי הדיור נובעת משני גורמים עיקריים. ראשית, מתחילה העשור הקודם הקודם נמצא תהליכי הבניה ברמה נמוכה יחסית לרמה הנוצרת מהגידול במספרם של משקי הבית (איור 6). רמה זו שיקפה בתחילת התאמה של עוזף ההיצע שנוצר במשק לאחר שהתמכה גל העליה

מספרן הקטן של התחלות הבניה, ועמו הריבית הריאלית הנמוכה ששררה בשנים האחרונות, תרמו לעלייה במחירים הדיורו.



בהתחריותיהם. עליית הריבית גם עלולה להשיליך על האשראי החוץ-בנקאי הנitin ללקוחים ולהתבטא בעלייה בתושאות בשוק אג"ח החברות.⁸ גם הכנסות הקבלנים מכירות דירות עלולות להיפגע ועמם – שווי הביתוחות שהם יכולים להעמיד לבנקים.

זאת ועוד, כיוון שהמשכנתאות מהוות את ההתחייבות הגדולה ביותר במאזון של משקי הבית, הרו שאם תתרחש עלייה חזקה בשערி הריבית ו/או ירידת מחירים חזקה בשוק הדיור, משקי הבית יצמצמו את צרכיהם כדי לעמוד בחזרוי המשכנתאות ו/או בשל הפגיעה בתוחות העשור; לעלייה בריבית השפעה רבה על החזרוי המשכנתה היוות לשמשכנתאות בריבית משתנה יש משקל גבוה בתיק המשכנתאות של משקי הבית (ראו תיבה 2, "מגורר משקי הבית"). ייתכן שחלק ממשקי הבית יתאפשר לחזור את המשכנתה וייאלצו למכור את דירותיהם – עד שועלול להחריף את ירידת המלחירים. צמצום הצריכה צפוי להשפיע על קצב הצמיחה במשק.

גורם הסיכון בשוק הדיור

על רקע העלייה המהירה בהיקף המשכנתאות והחשיפה הגבוהה של הבנקים לענף הבינוי והנדל"ן ולמשכנתאות – אלה מהווים יחד כ-43% מתיק האשראי הבנקאי – הסיכון המרכזי הנשקף למערכת הפיננסית נובע ממהאפשרות שיתறש זעוזו מקומי ו/או חיצוני שיוביל לעליית ריביות חזקה ומהירה ו/או למיתון ופגיעה בהכנסות הלווים, וילווה בתפנית חזקה ומהירה בשוק הדיור.

התמכמותו של סיכון כזה תשפייע על המערכת הפיננסית בעיקר דרך הבנקים. המשכנתאות מהוות מרכיב מרכזי במאזני הבנקים ועל כן מהוות סיכון ישיר לייצבותם וליציבות הפיננסית. לעלייה בסיכון בענף המשכנתאות עלולה להקטין את ההון של הבנקים ואת שווי הביתוחות שלהם מחזיקים. ההפסדים לבנקים עלולים גדולים גם באפקטי האשראי הקשורים לדירור, כמו האשראי ללקוחים, שכן שיעורי המינוף של ענף הבינוי גבוהים יחסית, ועליות ריבית חזקה עלולה להקשות על הקבלנים לעמוד

⁸ הרחבת מופיעה בתיבה 2, "המגורר העסקי הלא-פיננסי".

הדירה שמחירה ירד) או לאחר הגעה להסדר חוב. החישוב מניח שבחלק קטן מהמקרים הבנק לא יצליח להגעה להסדר חוב עם הלווה או למשש את הביטחון, לאחר שתיקופת משבר עלול להיווצר קושי למשש את מלאה הדירות ששימושו כביטחון ללויים בכשל.

توزאות המבחן הרואו-ש-5.0% מנותלי המשכנתאות במדגם ייקלוו לקשי פירעון בעקבות התממשות התרחישי, וזאת נוסף על שיעור הפיגורים בעת שגרה. במצב צזה צפויות השכלות חברותיות ממשמעותיות. עם זאת, חשוב לציין כי המבחן מבוסס על הנחות עובודה מסוימות (חקלאן מתיחסות להתנהגות הצפואה של הבנים ושל הלויים בעת משבר), ואלה משפיעות על תוצאותיו הקומוטיות של המבחן. יצוין כי לפי הממצאים, גידול באבטלה משפייע על ההסתברות שנוטלי המשכנתאות ייקלוו לכשל יותר מעלה ממחצית וירידת הכנסה, והוא תרם בממוצע לעלה ממחצית משיעורי הכשל. זאת מכיוון שאבטלה מפחיתה מאוד את הכנסה של משק הבית ולכנן את יכולתו לשלם את המשכנתה, ומכוון שבניגוד לשינויים בריבית היא פוגעת בכל סוג של הלויים, ככלומר ללא קשר למאפייני הלוואה.

לנוכח סיכונים אלו נקט כאמור המפקח על הבנים שורה של צעדים – חלקים אינם נוגעים ישירות לנוטלי המשכנתאות, כגון הגדלה של הלימוטה ההון ושל הפרשה הקובוצתית לחובות מסופקים (ראשית 2013), וחילוק נוגעים להם ישירות, לרבות (א) הגבלה על הלוואות ביבית משתנה, באמצע 2011, (ב) הגבלה על שיעור המימון (LT), בשליה 2012, ו-(ג) הגבלה על שיעור החזר מהכנסה (PTI), באמצע 2013. הגבלות אלו הצלחו להקטין את סיכון האשראי ולצמצם את החשיפה של הבנים לעליית ריבית על משכנתאות חדשות. כפי שמראה איור 7, חלה ירידת בשיעור המשכנתאות בסיכון גבוה (LT) גבוהה מ-75%.

תופעה נוספת שסמיינית את שוק הדירות בשנים האחרונות היא העליה במשקל המשקיעים¹³ הן בקרב רוכשי הדירות והן בקרב מקבלי המשכנתאות (איור 8), במיוחד על רקע עליית הסיכון והירידה בתשואות של נכסים פיננסיים אחרים בשנים שלאחר המשבר של 2008. הגידול במשקל המשקיעים נבלם כנראה, הודות להעלאת הריבית ב-2011-2012 ולפעולות שונות, כמו העלאת מס הרכישה לרכיבי דירות

¹³ משקל המשקיעים ברוטו, היינו ללא ניכוי המשקיעים שמיימו את נכסיהם.

כאשר בוחנים בעזרת מודל⁹ את הרוגניות של מחירי הדיורות לעזועים שונים, מוצאים כי לשינוי חד בRibbitot הקצרות והארוכות ולשינוי חד באבטלה יש השפעה ממשמעותית על התפתחותם של מחירי הדיורות. על כן השילוב שלהם עם ירידת מחירים מהווה את גורם הסיכון העיקרי בשוק הדירות.

כדי לציין שקרן המטבע הבין-לאומי מצאה כי במדינות כמו ישראל – היינו שוקים שקיימים בהם מחסור בדיור (מגבלת היצע) – ירידות במחירי הדירות נמשכות זמן קצר יותר מאשר במדינות שאין בהן מגבלת היצע, וזאת הירידה במחירים בדרך כלל פוחטה ממשמעותית מעצמת הלויה שהלה קודם לכך¹⁰. כך מצביעים המחוקרים על כך שמחוזרים של מחירי הדירות (איור 5), במידה שהם משקפים מחוזרים פיננסיים (המנועים מושינויים גדולים באשראי ובמחירי הנכסים), התארכו עם השנים¹¹, בדומה למצב בארה"ב ובמדינות מפותחות נוספות¹².

לנוכח הסיכון בשוק הדירות בחו"ל הפיקוח על הבנים בנק ישראל את ההשפעה הישירה הנגרמת לתיק האשראי לדירות של הבנים בעקבות ירידת מחירים של כ-20% שמתלווה לה עלייה של כ-4 נקודות אחוז בשיעור האבטלה, עלייה של כ-4 נקודות אחוז בשיעור האבטלה, וירידה אחתה של 8 נקודות אחוז בהכנסה הריאלית הפניה של נוטלי הלוואות (תרחיש מקרו-כלכלי זה התבסס על המיתון של 2002). המבחן התבבס על מסד מקיים של נתונים על משכנתאות ברמת הלוואה הבודד, וממנו נגורна ההסתברות לכשל – איזה חלק מנותלי המשכנתאות במדגם לא יוכל לממן את הוצאותיו הבסיסיות (מזון, ביגוד וכיו"ב) לאחר שמנכים מהכנסתו הפניה את תשוממי המשכנתה. כך חשוב גודל ההפסד שיספוג הבנק לאחר מימוש הביטחונות (מכירת

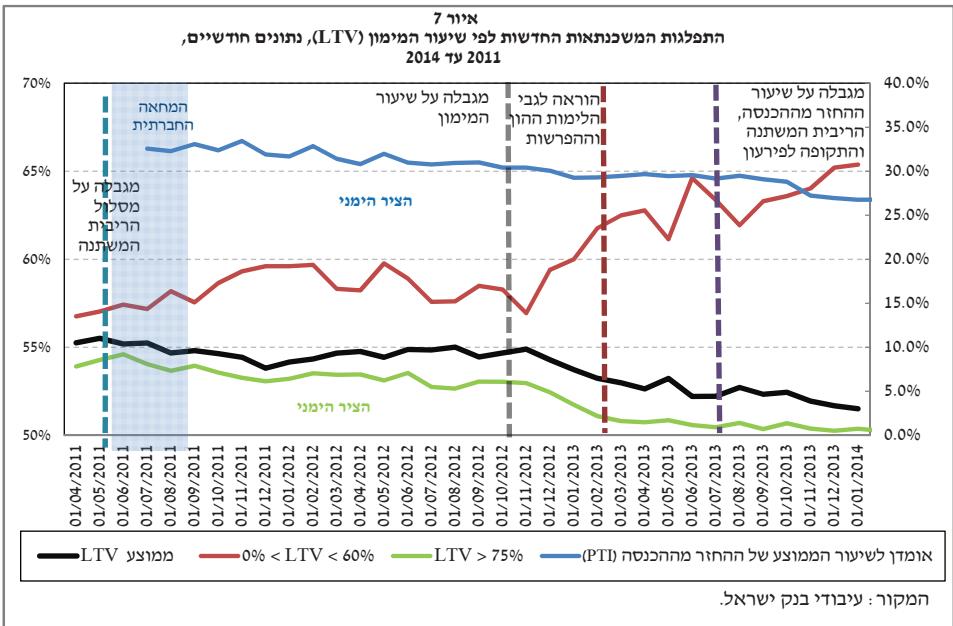
⁹ מודל הדירות של נגר וסגל. ראו נגר וו' סגל (2011), "מה מסביר את התפתחות מחירי הדירות ושכר דירה בישראל 1999-2010". סקר בנק ישראל 85, עמ' 59-7.

¹⁰ "The housing market in Israel" (2014), IMF Report on Israel Economy

¹¹ התmeshות העליה במחירי הדירות בישראל במחוזר הנוכחי קשורה במידה רבה לסייעת הריבית הנמוכה ולמחסור בהיצע הדירות, ולא לעלייה בלתי צפואה במספר מ舍קי הבית, כפי שקרה בראשית שנות התשעים.

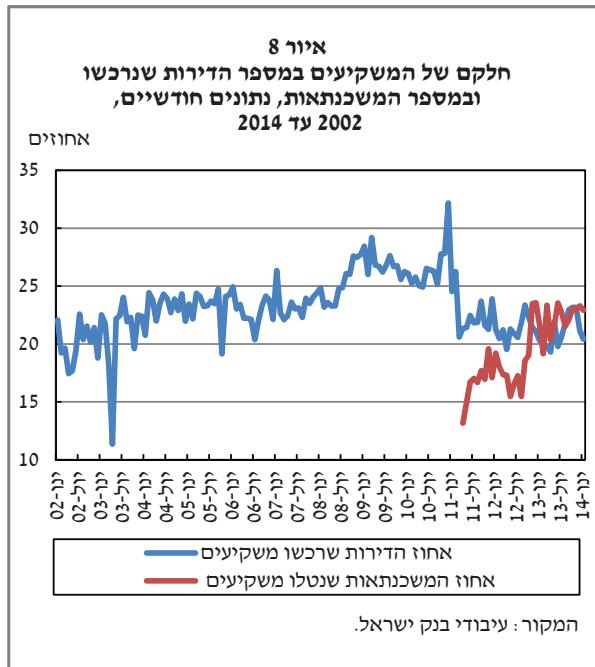
¹² Borio, C. (2012), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?", BIS Working Papers, no. 395.

המגבליות שהמפקח על הבנקים הטיל בשנים האחרונות החדשנות צמצמו את חישופתם של הבנקים לסייעו האשראי.



הם פועלים להפחיתת הסיכוןים הנשקפים לבנקים משוק הדירור וכך מאפשרים פעולה באמצעות מדיניות הריבית כדי לתמוך בפעילות הכלכלית במשק.

מראשית 2013 התיאץ חלוקם של המשקיעים הינם במספר הדירות שנרכשו והן בסך המשכנתאות החדשנות.



להשראה, בשלבי 2010, והמגבלה שהטיל המפקח על הבנקים על שיעור המימון למשקיעים, בשלבי 2012. אולם בהקשר של דיוון ביציבות פיננסית יש לשאל אם ה策דים שנעוזו להקטינו את משקל המשקיעים בקרב רוכשי הדיור תורמים להקטנת החשיפה של המערכת הבנקאית לסייעו בשוק הדירור. המשקיעים מתאפיינים דווקא ביכולת החזר גבוהה יותר –יחסית לרוכשי דירה ראשונה למשל – וחלק ניכר מהם כלל איננו נוטל הלואאה לרכישת דירה. لكن מבחינה זו אין לכauraה הצדק להקטין את משקלם. מנגד, ניתן שהמשקיעים נוטים להגיב מהר יותר לשינויים בסביבה הכלכלית – כמו העלאת ריבית – וככל שמשקיעים יעלם, הדבר יוכל להחריף את ירידת המהוים וכן להגדיל את הסיון הנשקף למערכת הבנקאית משוק זה.

לסימן, חשוב להעיר כי הוועדה המוניטרית של בנק ישראל מתחשבת גם בסיכוןים הנשקפים משוק הדירור כאשר היא מחייבת על גובה הריבית בשוק. ניטור הסיכוןים וניתוחם, כפי שנעשה כאן, משמש תשומה בתהליך שבו בנק ישראל מגבש את המדיניות המוניטרית והמרקדו-יציבותית. לצורך שנקט המפקח על הבנקים במטרה להקטין את הסיון הנשקף לבנקים משוק הדירור – לרבות המגבליות על שיעורי המינוף ועל השיעור שהחזר המשכנתה מהוועדה בהכנסת הלוים – יש השלכות מקרו-יציבותיות, שכן

החברות באשראי המשקי, ריכוזיותו הגבוהה, והדמיון הקיים בין הגופים המוסדיים מבחינה אסטרטגיית החשיפה לשוק הנכסים ולאפיק אג"ח החברות בפרט¹⁵, מתגברים גם הסיכוןים המערכתיים, ואלה מציבים אתגר למדיניות המקרו-יציבותית.

הסיכון הבסיסי טמון בה��פתחות בשוק הריביות לטוחים הבינוניים והארוכים על האג"ח הממשלתיות, שוק שיש לו השפעה ישירה על התנהלות התשואה בשוק אג"ח החברות. התשואה לפיוון של האג"ח הממשלתיות נמצאות ברמה נמוכה מבחינה היסטורית (כמו בעולם), בפרט לנוכח צמצום הפער בין האג"ח הממשלתיות של ארחה"ב לאג"ח הממשלתיות של ישראל: פער זה הצטמצם באופן משמעותי ממועד מאי 2013 והגיע במאי 2014 לכ-0.5% בלבד (איור 9). מכאן שקיימות הסתבותות גבוהה יחסית לכך ששינויים ברמת הפעולות של השוק האמריקאי ישפיעו על תមhor האג"ח הממשלתיות. זאת נוספת על הסיכוןים הכלכלי-פוליטיים הייחודיים לישראל, סיכוןים שקובעים – יחד עם גורמים אחרים – את פרמיית הסיכון של ישראל. הנזדTHON של הירידות במרקורי האג"ח בארחה"ב עשויה לגרום לתגובה שרתת בשוק אג"ח החברות בישראל, תוך עדכון כלפי מטה של המדידים המוביילים של אג"ח החברות, בפרט על רקע העובדה שהמרוחחים בין ישראל לחו"ל בשוק אג"ח החברות התכווצו יותר מהמרוחחים בשוק האג"ח הממשלתיות (איור 9).

לצד המחירונים הגבוהים בפלח של האג"ח הממשלתיות, ומידה מסוימת של חוסר ודאות באשר לפרמיית הסיכון של המשק, נמצא גם סיכון הריבית. נציגין כי לנוכח התוואי הצפוי של המדיניות המוניטרית לשנה הקרובה אין לראות בסיכון הריבית סיכון מיידי לפעלות בשוק אג"ח החברות; עלייה עתידית בריבית עשויה לייצר את מקורות ההון ותקשה למחרר את החוב בעתיד, וعليיה התשואה שתתלווה לעלייה הריבית עשויה להסביר הפסדי 혼 למשקיעים.

להוציא את הסיכון הנובע משינויים ברמת הריבית בשוקים, החשש המרכזי נמצא במרוחחים הנמוכים של אג"ח החברות, מרוחחים המבטאים את תוספת הסיכון הנדרשת להשקעה בהן ייחסית להשקעה באג"ח ממשלתיות.

¹⁵ אולם בשנים האחרונות נמצכת הוצאות מושגנות בחשיפה של הגופים המוסדיים לאפיק החברות.

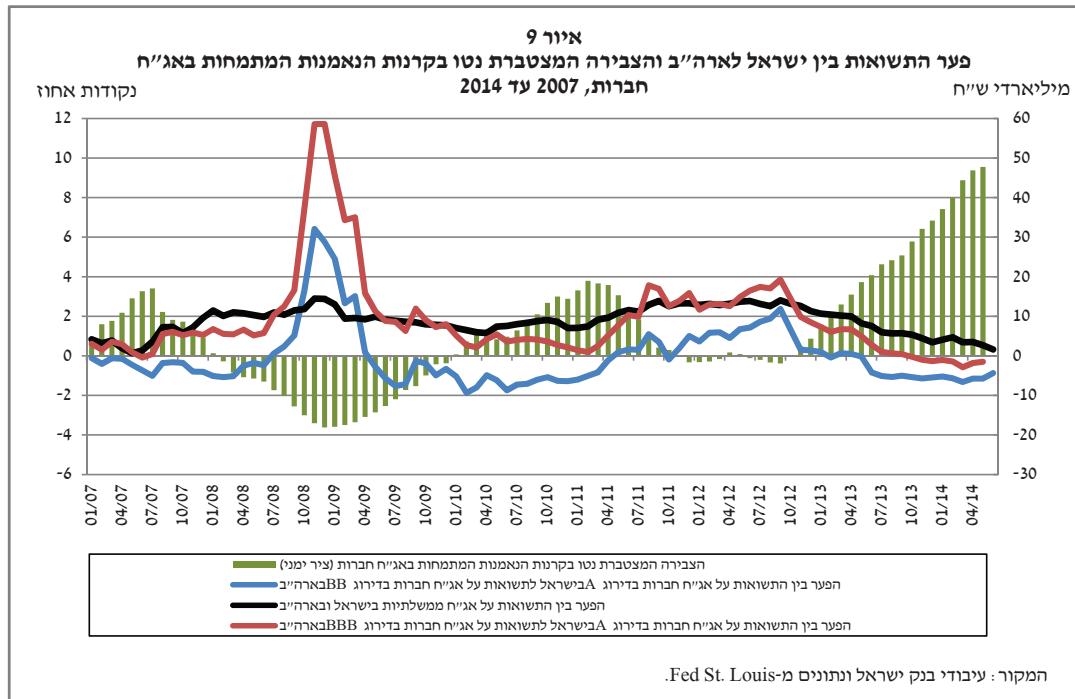
2. הסיכוןים בשוק אג"ח החברות

התפתחויות שהלו בשוק אג"ח החברות בין ינואר למאי 2014 מעידות כי מתחזקים הסימנים לסטיטה של מחיריהן מהערך הכללי האובייקטיבי של הטווות האזרע, בדומה למצב בשוקים אחרים בעולם. עולה כי קיים חסר התאמה מתמשך בין מרכיבי הסיכון העיקריים – בפרט סיכון האשראי וסיכון הנזילות – לבין הסיכון הגלום במרקורי האג"ח בפועל, והדבר מצביע על פוטנציאל לתמוך חסר של הסיכוןים. על רקע זה שינוי בתמוך האג"ח הממשלתיות, עלייה בסיכון המשק, ו/או תפנית בתוואי הריבית, עלולים להשפיע על הדינמיקה בשוק אג"ח החברות ולהוביל לשינוי במוגמה של מחיריהן.

סבירות הריבית הנמוכה שמאפיינת את מרבית המשקים המפותחים,ישראל בכלל, מדיניות מוניטרית מרチיבת שנועדה לתמוך בביטחון המומיים ולהאט את התחזוקתו של שער החליפין, וחוסר ודאות גובר בשוק הנדל"ן למגורים לצד הצפי שהרשויות ידקקו את המדיניות שנועדה לצנן את פעילותם של המשקיעים – כל אלה פועלם לעדכון הציפיות של המשקיעים באשר לתוואי הריבית בטוחה הקצר, וכן מעלים את האטרקטיביות של השקעה בנכסים פיננסיים בעלי תפניות גבוהות, בפרט בשוק האג"ח. על רקע זה ביקושיםם העטים של החוסכים מתוועלים לגופים פיננסיים בעלי אסטרטגיית השקעה של טווח קצר (קרןנות הנאמנות), והם פוגשים היצע מתרחב של אג"ח חברות בעלות סיכון בגין-גבוה – סיכון זה משתקף במשקלן הרב של החברות מנגזר הנדל"ן הוסף היתר והן בהנפקות החדשנות, בירידה באיכות ההנפקות, וגם בגידול בביטחון באיכות נמוכה¹⁴. ביקושים ערים אלה מספקים את הנזילות הנדרשת לשוקים ומעלים את ההסתברות לכך ששוק האג"ח יציג תנודתיות גבוהה במקרה של תפנית בשוקים פיננסיים. לנוכח חשיבותו הרבה של שוק אג"ח

¹⁴ נציגין כי בעקבות המלצהה של ועדת חודק נרשמה בשנים האחרונים עלייה משמעותית בהיקף האג"ח המוגבות בביטחון, וכן ליום חלון של הסדרות המוגבות (לא מוסדות פיננסיים) עומד על כ-50%. מנגד, במחצית השנהיה של 2013 חלה ירידת משמעותית בשיעור ההנפקות המוגבות בביטחון. רוב השבודים שנtinyו במהלך השנה האחורונה היו חלשים יחסית והטאפינו בעיקר בשובדים על מנויות של חברות בניו ובעמודים עודפים מפרוקט. חלק מן ההנפקות החדשנות בוצעו ללא ביטחונות ונסמכו על התנויות פיננסיות בלבד (ראו דוח של S&P, פברואר 2014).

המרוחים בין ישראל לאלה"ב בשוק אג"ח החברות הצלצלו יותר מהמרוחים בשוק האג"ח הממשלתיות.



התפתחותם לבין הדינמיקה של המרווחים: פרט לתעשייה, ענף שההתפתחות התשואה בו תואמת את רמת הסיכון הנדרש, פרמיית הסיכון של האג"ח בשאר הענפים (להלן-פיננסיים) סוטה מהתוווי של מדדי הסיכון העיקריים. הירידה במרוחים בענפים אלה מתרחשת במקביל לעלייה בהסתברות לחדלות פירעון¹⁶, וכן היא מתרחשת בקצב גבוה מזה של ה-EDF¹⁷. יתרה מזאת, גם כאשר משתמשים

גם בראשית 2014 הוסיפו המרווחים להצלצלים, והמומוצע שלהם בחודש Mai הגיע לרמה של כ-2.1% (כולל הבנקים וחברות הביטוח). מנוקדת מבט מגזרית עולה כי את המגמה הכלכלית התחו התשואה של חברות מענפי ההשקעות והחזקות ומענף הנדל"ן. נציג כי ירידת המרווחים המתמשכת של חברות הנדל"ן – ענף בעל פרופיל סיכון בינוני עד גבוה – נושאת חשיבות רבה, וזאת מושתת סיבות. ראשית, לחברות אלה משקל רב הן בהנפקות החדשנות (מראשית 2013 הן מהוות כ-40% מהיקף ההנפקות ברוותו של המגזר הלא-פיננסי) והן בסך היתריה של האג"ח הסחריות (מגזר הנדל"ן מהוות כ-30% מהיתריה בשעה שהמגזר הבנקאי מהוות כ-35%; בתקופה זו נרשמה ירידת חדה בהיקף ההנפקות של הבנקים). שנית, רק בענף הנדל"ן נרשם ב-2013 גיוס (נטו) חיובי. יתר על כן, מניתו תהופטי עולה כי המרווחים של אג"ח החברות שהונפקו מראשית 2012 נמוכים אף מההמוצע של כלל האג"ח הסחריות הן באופן מוחלט והן בחלוקת לענפים.

¹⁶ ההסתברות לחדלות פירעון (PD, probability of default) מובוסת על שכיחותם של אירועי הכשל בתקופת המשטרעת בין 1983 ל-2012, והיא מחושבת לפי קבוצות דירוג שונות ולפי התקופה לפידון (המקור: Moody's).

¹⁷ EDF, expected default frequency היא ההסתברות לפשיטת רgel בתוך שנה. זו נגזרת משימוש במודל Merton להערכת ההסתברות לכשל של חברה והתאמתו לאירוע פשיטת רgel בעבר. הרחבה מופיעה אצל ססי-ברודסקי, אי' (2013), "מודול מבני להערכת הסיכון לחדלות פירעון של חברות בישראל", סקר בנק ישראל מס' 86. ירידת-B-EDF, פרמטר שכולל גם את הממד החשבוני (התחיכיות), מฉบיבה על שיפור כללי במצב (בסיכון) של הפירמות במשק. בהקשר זה נציין כי בתקופת הנסקרת עלתה בדרך כלל רווחיות הפירמות במשק, וכי יחס הכספי של החברות גבוהה כמעט ממה ממוצע ארוך הטווח שלהם.

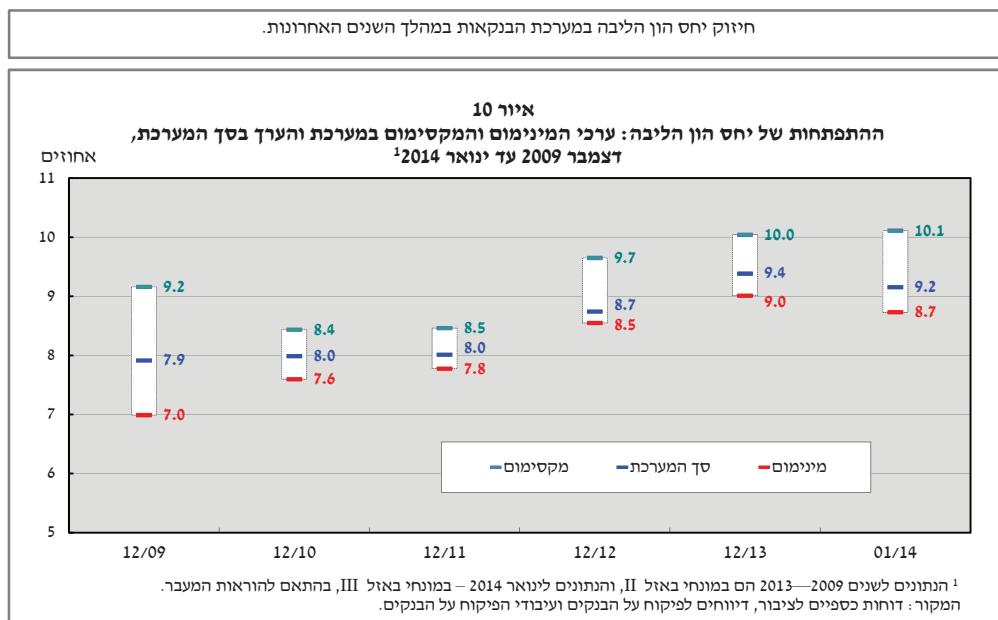
שני סיכוןים עיקריים מעלים סימני שאלת לטיב התמגור של אג"ח החברות – סיכון האשראי וסיכון הנזילות. האינדיקטורים המקובלים לבחינת סיכון האשראי מצבעים על חוסר התאמה בין הכוון הכללי של

ומחזקת המסגרת לניהול הסיכוןים ולממשק התאגידי בנקים. הסיכון העיקרי שהמערכת חשופה אליו הוא סיכון האשראי. בשנת 2013 חלה הטבה מסוימת מבחן זן, אולם יחד עם זאת הבנקים חשובים ל쿄ו פעילות באשראי שгалום בהם סיכון גבוה. הריכוזיות בתיק האשראי הבנקאי גבוהה, אם כי בשנים האחרונות ניכרת בה ירידת רמת הנזילות המערכת البنكאית גבוהה כתוצאה ממבנה מקורות יציב, ואולם השנה עלה סיכון הנזילות. עמידותה של המערכת البنكאית משתקפת גם בתוצאותיהם של מבחני הקיצון שהפיקוח על הבנקים ערך השנה, אף כי אלה מדגשות גם את מוקדי הסיכון העיקריים בנקים: החשיפה לענף הבינוי והנדל"ן והאשראי לדירות, החשיפה לאשראי הממוני, וכן ריכוזיות האשראי בקבוצות לוויים גדולות. מוקדי סיכון אלה עלולים להשפיע לבנקים נזק משמעותי אם יתמשש תרחיש קיצון.

במדד של אלטמן להסתברות לפשיטת רג'ל¹⁸ – מדד בלתי תלוי בפרמטרים של השוק – ומחלים אותו על כלל האוכלוסייה של חברות האג"ח, מוצאים כי הוא מצבע על חסור ודאות גבוהה באשר למצבן הכספי של הפירמות בטוחה הקצר עד בינווני. גם מבחן הנזילות עולה כי הירידה במרקוזים בתקופה הנסקרתת התרחשה בשעה שרווח המשקף את מחיר אספקת הנזילות – Bid-Ask – התייצב.¹⁹

3. המערכת البنكאית, שנת 2013

בשנת 2013 המשיכה המערכת البنكאית בישראל לשמר על חסנה ועל יציבותה ולהציג תוכאות עסקיות נאותות, וזאת על רקע המשך הצמיחה המתוונה, הירידה בסיכון המדינה והשיפור בשוק העבודה המקומי (לוח 3). עמידותה של המערכת البنكאית מתקבלת תמייה מהגדול בהון הליבה



הליימות ההו

בשנים האחרונות פועלם הפיקוח על הבנקים והמערכת הבנקאית לחיזוק הלימות ההו, היקפו ואייכטו, ובמרוצת ארבע השנים האחרונות גדל ההון הליבה במערכת البنكאית ב-5.5 נקודות אחוז (ראו אילו 10). במחצית השנה גדל הון הליבה ב-0.6 נקודות אחוז, ובדצמבר 2013 הוא עומד על 9.4%. העלייה בייחס הון הליבה נבעה בעיקר מגידול ברוחחים הצבורים של הבנקים – רוחחותם עמדת השנה על

¹⁸ מדד אלטמן מבטא את הסיכון של החברה לשוד – או לחלוון – להיקלע לבעיות כלכליים וכך לפחותה רג'ל – בטוחה של שנה-שתיים מרגע המדינה. המדד מודד את החסן הכספי של הפירמה ומתבסס על חמישה חיסמים פיננסיים: היחס בין ההון החזר ליתרת הנכסים, היחס בין הנכסים הציבוריים לשאר הנכסים, רוחחי הפירמה לפני מס ותשומי ריבית, היחס בין חובות החברה לשווי השוק שלה, והיחס בין המכירות לנכסים Altman, E., (1968), "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," (*Journal of Finance*, v.23, pp. 589-609).

¹⁹ ההתyiיבות במחיר אספקת הנזילות התרחשה ברמות הנמוכות.

ג'וּה 3
תְּהִלָּה בְּשַׁׂרְבָּנָן 2001 וְבְעַמְּקָם 2013

² מוצג להודע דצמבר של אותה שנה.

הנתקה מהתפקידים

卷之三

THE JOURNAL OF CLIMATE

卷之三

卷之三

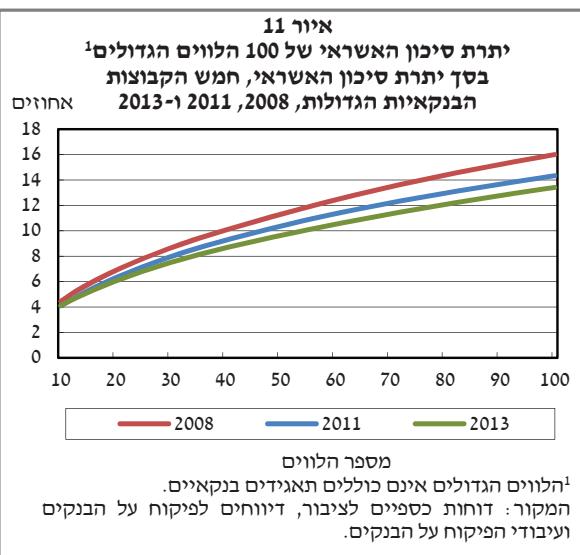
卷之三

אנו מודים לך ייְהוָה בָּרוּךְ תִּהְיֶה נַאֲמָן בְּבָרְכוֹתֶיךָ

על רקע הגידול החודש בתקיק האשראי לדירות ועליות המחרירים בשוק הדיור, נקט המפקח על הבנקים בשנים האחרונות צעדים בתחום המשכנתאות. אלו הובילו להטבה במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות²⁰ וביכולתם של הבנקים לסתוך הפסדים צפויים ובלתי צפויים. נוסף על כך צמצמו הבנקים במידה ניכרת את החשיפה לאשראי בענף הבינוי והנדלין. יחד עם זאת, העובדה שהמחיריים בשוק הדיור הוסיף לעלות – על רקע רמתן הנמוכה של הריביות והתשואות החלופיות – ועםיה העובדה שתיק האשראי מרכזו בענפי הבינוי, הנדלין והדירות, עלולות להשפיע על גידול בסיכון הנשקפים למערכת הבנקאית מתיק זה.

המערכת הבנקאית חשופה לסיכון ריכוזיות הלוים (איור 11). ריכוזיות הלוים בתיק האשראי הבנקאי גבוהה, בין היתר משום שבמשך הישראלי קיים מבנה ריכוזי של בעלות ושליטה. בשנים האחרונות ניכרת הטבה בריכוזיות של תיק האשראי הבנקאי. ההתפתחויות בתיק האשראי הבנקאי בשנת 2013 הביאו בפועל לצמצום של סיכון ריכוזיות הלוים. צמצום זה נובע מכך שהבנקים הקטינו את החשיפה ללוים הגדולים, מגבלות אפקטיביות על המידה שבה התאגיד הבנקאי חושף ללוה בודד ולקבוצת לוים, ומהשאיפה של הבנקים לעמוד ביעדי הון הליבה

איור 11
בין 2008 ל-2013 פחתה ריכוזיות האשראי
במערכת הבנקאות.



9%, בדומה לממוצע ארוך הטווח – וכן ממוצום האשראי העסקי, בין היתר כדי לעמוד ביעדי הון הליבה בהתאם למטרות הבא: כל הבנקים נדרשים להגיע ליחס הון ליבת של 9.0% לפחות עד ליום 1.1.2015; שני הבנקים הגדולים נדרשים, נוסף על כן, להגיע ליחס הון ליבת של 10% לפחות עד ליום 1.1.2017.

החל מה-1.1.2014 הבנקים מיישמים את ההוראות שמאמצות את ההוראות של באזל III בנושא הליימות הון. המעבר ליישום באזל III נמצא רק-ב-0.2 נקודת אחוז אתיחס הון הליבה של סך חמיש הקבוצות הבנקאיות. על אף החתירה לעידי הון והשפעתן של ההוראות החדשות, הבנקים קרוביים לעידי הון שהוציאו וביכולתם לספק אשראי למשק לצד העורך החוציא-בנקאי.

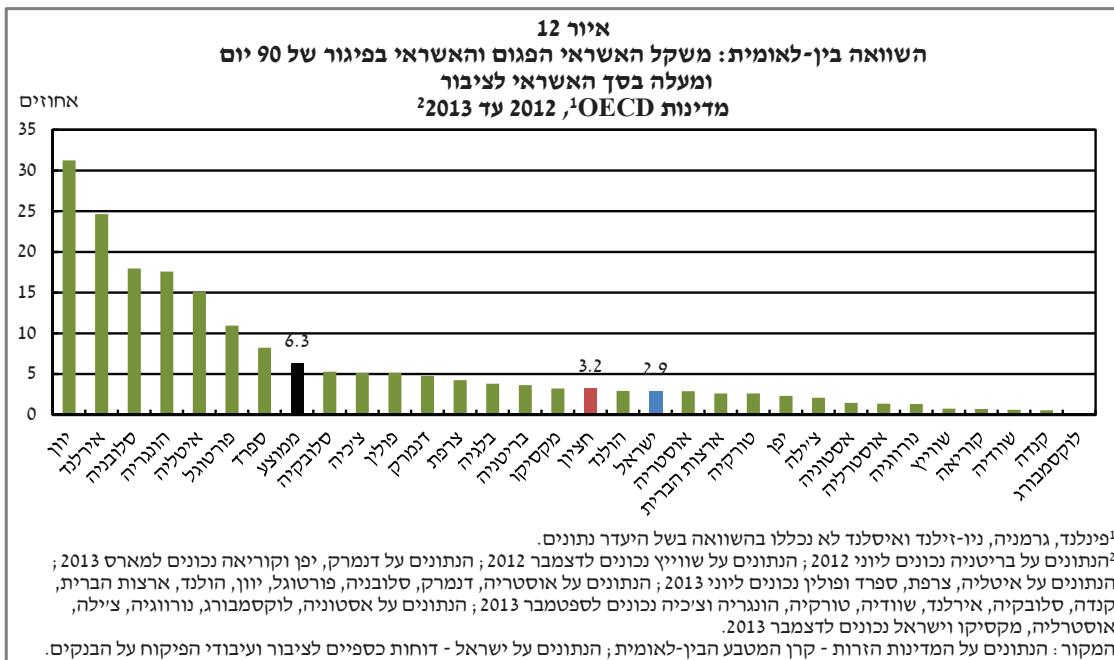
סיכום האשראי

במהלך 2013 ניכרה ירידה מסוימת בסיכון האשראי של הבנקים: המידדים לאיכותו של תיק האשראי השתפרו וריכוזיותם של הלוים הגדולים הושיפה לרדת. אולם קיימים מוקדי פעילות, כמו ענף הבינוי והndlין והאשראי הממוני, שగלים בהם סיכון גבוה.

האשראי הבנקאי המאזני צמח בשנת 2013 בשיעור של 1.3% בלבד. בשנה זו נמשכו המגמות שאפיינו את תיק האשראי אשתקד: התרחבות האשראי לדירות, צמצום האשראי למגזר העסקי -2%, וצמצום החשיפה ללוים שעיקר פעילותם בחו"ל -11%. שינויים אלה הובילו לכך שהחלק שהאשראי למגזר הקמעוני מוחוו בסך תיק האשראי הבנקאי הוסיף לגודל והגיע ל-45%.

האשראי לדירות הוסיף לצמוח השנה בשיעור גבוה אם כי בקצב נמוך מזה שנצפה בשנים האחרונות, ויתרתו הסתכימה ב-248 מיליארדי ש"ח. חלקו של האשראי לדירות בתיק האשראי הבנקאי הגיע בדצמבר 2013 ל-30%. נוסף על האשראי לדירות חשובים הבנקים לאשראי לענף הבינוי והndlין, המהווה כ-13% מתיק האשראי הבנקאי. ענף זה מתאפיין ברמת סיכון גבוהה, ובבחינה היסטורית הפסדי האשראי בו גבוהים יחסית לכל המגזר העסקי. החשיפה המשותפת לענף הבינוי והndlין ולאשראי לדירות יוצרת לבנקים מוקד סיכון ממשמעותי.

²⁰ חלה ירידה בשיעור המימון הממוצע, בשיעור הממוצע של החזור מהכנסה, ובשיעור המשכנתאות בריבית משתנה.



הנזילות)²¹ ובהמשך (LCR, Liquidity Coverage Ratio) QIS, Qualitative Impact) כמותית (Study) בוגוע ליחס כיסוי הנזילות, בשיתוף עם התאגידים הבנקאים.

²¹יחס כיסוי הנזילות פותח בידי ועדת באזל במטרה לקדם את העמידות בטוחה הקצר של פרופיל הנזילות של תאגידים בנקאים, והוא מראה מהי כמות הנכסים הנזילים האיכותיים שתאגידים צריכים להחזיק כדי לשורד בתרחיש קיצון משמעוני הנמשך 30 ימים קלנדירים.יחס כיסוי הנזילות מורכב משני רכיבים: בצד המונה – מלאי הנכסים הנזילים האיכותיים (HQLA, High Quality Liquid Assets). מלאי זה בניו משתר רמות של נכסים. רמה 1 כוללת נכסים איכותיים שהיקף החזוקתם אינו מוגבל, ורמה 2 כוללת נכסים שהיקף החזוקתם מוגבל ל-40% ממלאי הנכסים הנזילים האיכותיים (רמה זו מחולקת לשתי רמות משנה: 2.1- 2.2); היקף החזוקתם של נכסים ברמה האחורה מוגבל ל-15%). בצד המכנה – סך תזרים המזומנים היוצא נטו, היינו סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי, בניכוי סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי בתרחיש הקיצון. את סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתירות של קטגוריות או סוגים שונים של תחביבויות AMAZONOT וחוץ-מאזניות בשיעורי מישיכם להתקבל בהם בתרחיש, עד לרף מצטרב של 75% מסך תזרים המזומנים היוצא החזווי.

שהוצבו. גם החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, מדצמבר 2013, צפו לצמצם את חטיבתם של הבנקים לsicco זה.

סיכום הנזילות והשוק

מערכות הבנקאות הישראלית הוסיפה גם השנה להתאפסי ברמת נזילות גבוהה יחסית, והדבר נובע מתמחיל הנכסים הנזילים באיכות גבוהה וממבנה המקורות שלו: רובו מורכב מגרעין יציב של פיקדונות הציבור, ומיעוטו – מרכיבי המימון הסיטונאי קצר הטווח (wholesale funding). למורות הנזילות הגבוהה נרשמה השנה ירידת מסוימת ב מידת הנזילות לטוחה קצר של עד חודש ועליה ברכזיות המפקדים. כן נרשמה עלייה בשיעורם של הפיקדונות המוסדיים בסך פיקדונות הציבור, והוא הסתכם ב-12.6%, בהשוואה ל-10.5% אשתקד. הפיקוח על הבנקים נערך כדי לישם במערכות הבנקאית בישראל את המלחמות של באזל III בוגוע לנזילות. בחודש פברואר 2014 פרסם המפקח על הבנקים טוויות הנחיה להטמעתו של יחס כיסוי

6.1%-ל-8.3%. רמות אלה מעידות על יציבותה של המערכת ועל כך שכריות ההון שלא מספיקות כדי לסייע זוועעים מקרו-כלכליים קשים במשק הישראלי. נוסף על כך הדגשו תוכאות המבחן את מוקדי הסיכון המרכזים בבנקים, המוקדים שצפויים להסביר לבנקים נזק משמעותי במידה שתறחש הקיצון ותתmesh – החשיפה לענף הבינוי והנדל"ן והאשראי לדירור, החשיפה לאשראי הממוני, וריכוזיותם של הלוים הגדולים בתיק האשראי הבנקאי. תוכאות אלה תומכות במגמה הקיימת בשנים האחרונות – חיזוקו של ההון הליבר. פירוט על מבחן הקיצון מתפרסם בסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים ל-2013.

4. חברות הביטוח

כבשנים הקודמות, גם בשנת 2013 בלטה תלותן של חברות הביטוח בפיתוחים בשוק ההון. במהלך 2013 רשמו חברות הביטוח רווח כולל מצרי של כ-4.1 מיליארדי ש"ח, וזאת בהמשך לכך שבתום 2012 עמד הרווח הכלול על 3.0 מיליארדי ש"ח. לרוחיותן של חברות הביטוח ב-2013 תרמו רווחיהן מההשקעות, ואלה נבעו מעהליות הנאות שנראו בשנה זו בשוקים (אייר 13). עוד תרמה לרוחיות העובדה שהחברות הביטוח יכולו לחזור לגבול דמי ניהול משתנים בגין הpolloיסות המשתתפות ברוחים שונים שיוקו עד 2004²², וזאת הודות לכך שבסוף 2012 כולל כיסו את הפסדים הצبورים בתכניות אלה.

הרוווח הכלול רשמו חברות הביטוח ב-2013 הוביל לכך שההון העצמי המופר של汗 גדל יחסית לרמתו בתום 2012. הגידול הוביל לעלייה ביחס בין ההון המוכר להון הנדרש המצרי, מ-127% בשנת 2012 ל-130%-ב-2013 (חמש חברות הביטוח הגדולות²³, ראו אייר 14). במקביל לכך, היחס בין ההון הראשוני לסך הנכסים בתיק הנוטratio²⁴

²² בגין ניהול הנכסים בpolloיסות משתתפות ברוחים חברות הביטוח זכויות לדמי ניהול קבועים בשיעור המגיע עד 0.05% לחודש מהתכים הצבורים, וכן לדמי ניהול משתנים בשיעור שמגיע עד 15% מהתשואה הריאלית שהתקבלה לאחר ניכוי של דמי ניהול הקבועים. במקרה של הפסד חברת הביטוח אינה זכאית לדמי ניהול המשתנים, וזאת עד לכיסוי הפסד המctrber.

²³ מגדל, כלל, הראל, מנורה והפניקס.

²⁴ ללאpolloיסות המשתתפות ברוחים, תוכניות שהונן המבוצחים נושאים בסיכון ההשקעה.

המערכת הבנקאית חשופה לxicoon עלית הריבית וכן לxicoon בסיסי ההצמדה. הבנקים חשופים לעליית ריבית בכל מגורי ההצמדה, וההפסד הפטנציאלי כתוצאה מהעליה המרבית בשיעורי הריבית עמד על כ-1.8 מיליארדי ש"ח, אוחזו מהשווי ההוגן של ההון. תוכאות אלה מעידות כי רמת החשיפה עלתה השנה, אף כי רמות החשיפה נוכחות יחסית. גם החשיפה לxicoon בסיסי ההצמדה עלתה השנה במידה מסוימת, אם כי ההפסד הפטנציאלי כתוצאה מהשינוי המרבי בשער החליפין והאינפלציה עמד על 443 מיליון ש"ח בלבד.

מבחני קיצון

הפיקוח על הבנקים ערך השנה מבחן קיצון אחד במטרה לבחון את עמידותם של הבנקים, ושל המערכת הבנקאית בכללותה, בתרחיש של מיתון מקומי חמוץ בעל השכבות קשות על ענף הדיור והndl"n, כתוצאה מהידרדרות במצב הכלכלי-פוליטי. בתרחיש זה התוצר מתכווץ במשך שנה, המגזר העסקי נפגע קשה, מחירי הדיור יורדים, והבטלה והריבית עלות.

התממשותו של התרחיש צפואה להשפיע באופן ממשוני על המערכת הבנקאית אך לא נשקפת סכנה יציבותה. המיתון הכלכלי צפוי להקשות על הלוים העסקיים והפרטיטים לעמוד בחתיכותיהם, והבנקים ירשמו הפסדים גבוהים בתיק האשראי. הריכוזיות בשוק האשראי הישראלי אף צפואה להחריף הפסדים אלו. עלות חזרות בתשואות האג"ת, וירידות בשוק המניות, צפויות לגורם הפסדים ממשוניים בתיק ניירות הערך של הבנקים, ואלה מצדם יפגעו ברוחיותו ויישקו את ההון. מצב זה עלול להוביל לתוצאות לוואי: תושבי חוץ – ואולי אף תושבי ישראל – יMSCO את פיקדוניותיהם, אמון המשקיעים ייפגע, דירוגיהם של הבנקים הישראלים ירדו, ועוד. השפעותיהן של תוכאות הלואן לא נאמדו בבחן הקיצון הנידון.

תוכאות המבחן מדגישות את עמידותה של המערכת הבנקאית, אם כי צפואה פגיעה ממשונית ברווחיות הבנקים. הפגיעה ברוחיות עלולה להיות חמורה וمتמשכת: הפסד מצטרב של מעלה מ-3 מיליארדי ש"ח, ותשואה להון של -2.2% – בשנת 2014 ושל -1.8% – בשנת 2015. יחס ההון הליבר של המערכת הבנקאית בכללותה ירד במהלך התרחיש מ-9.3% בספטמבר 2013 (תחילת התרחיש) לרמה של 7.5% בתום התקופה (סוף 2015), ובבנקים הוא ינוע בין

מ-4.2% בסוף 2012 ל-5.5% ב-2013^{28,29}. השינוי באחוזי ההשקעה באפקטים השונים נבע בעיקר מהשינויים שחלו במדדיהם של ניירות הערך בשנת 2013. ראוי לציין כי חברות הביטוח ממשיכות להשקיע את הון העצמי עיקרי בארץ – בסוף 2013 הן הפנו רק 7.3% מההשקעות של תיק הנוסtro לחו"ל, לעומת 27.7% מההשקעות של התכניות המשתתפות.

חברות הביטוח מנוטות לפזר את הסיכוןם הכרוכים בחשיפתן לשוק ההון באמצעות חסיפה להשקעות חלופיות, כגון נדל"ן והלוואות יישירות, אבל אלה עדין מהוות חלק קטן יחסית מסך השקעותיהן. מ-2009 עד 2013 הגדלו חברות הביטוח בהדרגה את החלק שההשקעות היישרות בנדל"ן מהוות בסך ההשקעות של תיק הנוסtro – מ-2.2% בשנת 2009 ל-3.3% בסוף 2013. אחד ההסברים לכך הוא שזהו עוגן תשואה, השקעה שמניבה הכנסות קבועות ותזרימיות משכר דירה. יש לציין שמדובר רק בהשקעה הישירה בנדל"ן, ובפועל חברות הביטוח חשופות לענף גם דרך מכשירי הון וחוב: סך החסיפה של חמישה חברות הגדולות לענף הנדל"ן והיבני עלה מ-6.1% בשנת 2010 ל-7.6% בשנת 2013. לגודול זה התלווה גידול בשונות בין חברות מבחן אחו' החסיפה של הנוסtro לנדל"ן ובינוי. לאחר שמדד גיסא הבנקים אינט מגדילים בשנים האחרונות את היצע האשראי לענף הנדל"ן, ולאחר שמאידך גיסא הריכוזיות בענף מנסה על חלק מהחברות הגדולות להתרחב מטעמים של הגבלות רגולטוריות, צפוי שנמשיך לראות את חברות הביטוח מושיפות להגדיל את השקעותיהם בתחום זה.

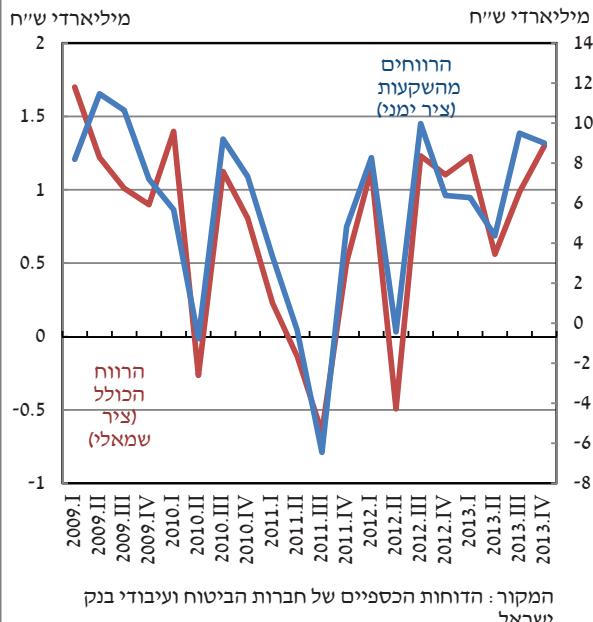
חלקן של הלוואות (למעט הלוואות לחברות מוחזקות) בתיק הנוסtro של חברות הביטוח עמד בסוף 2013 על 7.4%, עלייה של כ-14% יחסית לסוף 2012. לשם השוואה, בסוף 2013 הפנו חברות הביטוח 6.5% מתיק ההשקעות של הפליסות המשתתפות ברוחחים לממן הלוואות, בשעה שיתר הגופים המוסדיים (קופות גמל וקרן השתלמות

²⁸ זה שיעור דומה לשיעור המניות בתיק ההשקעות של חברות הביטוח הגדולות באירופה: השקעותיהם במניות מהוות כצת פחות מ-5% מסך השקעותיהם (לפי הסקרה של היציבות הפיננסית – ה-Financial Stability Review – שהבנק המרכזי האירופי פרסם בנובמבר 2013).

²⁹ השיעור לחברות הביטוח משקיעות במניות בארץ נموץ משמעותית משלו שיעור בקרבת הציבור.

בשנים קודמות, גם בשנת 2013 הייתה הרווח הכלול מההשקעות השפעה ניכרת על הרווח הכלול של חברות הביטוח.

איור 13 הרווח הכלול והרווחים מההשקעות נתוני רביעוניים, 2009 עד 2013



שלhn הגיע ב-2013 ל-11.7% (לעומת 11% בתום התקופה המקבילה אשתקד).

אחד הסיכון המשמעותיים הנשקפים לחברות הביטוח הוא סיכון השוק²⁵. הרווחיות ב-2013 משקפת כאמור את הרווחיות מההשקעות, וזה נבע בעיקר מהתנהלותם של שוקי ההון בארץ ובעולם. כשובחנים את הרכב תיק של השקעות הנוסtro של חברות הביטוח (איור 15), ניתן להיווכח כי מרבית השקעותיהם סולידיות, וכמחצית מהתיק מושקעת באג"ח ממשלטיות, בעיקר בארץ. יחד עם זאת יש להזכיר כי שיעור נכסיו הסיכון²⁶ בתיק הנוסtro הגיע לכ-43% – רמה גבוהה מבחינה היסטורית.علاיה המתוונה שחלה בשיעור זה בשנת 2013 (מכ-42% לכ-43%) נבעה בעיקר מעלייה בשיעור ההשקעה במניות²⁷,

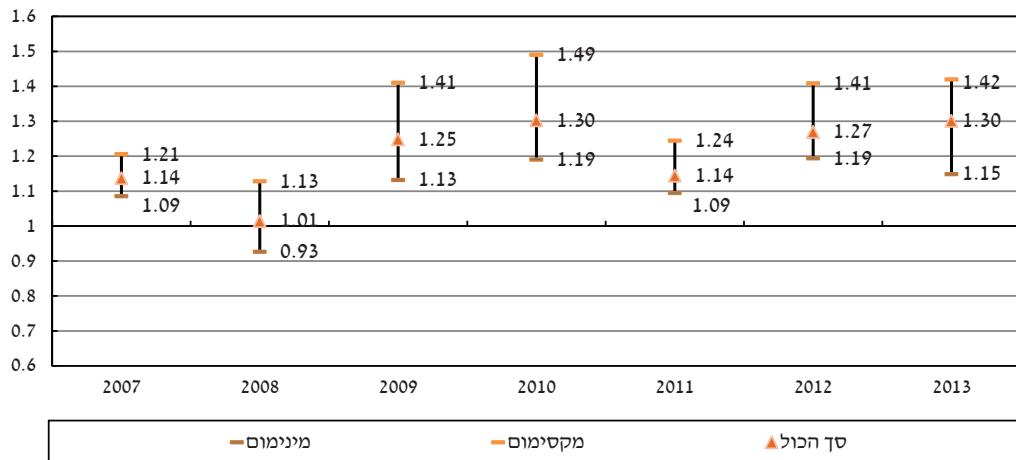
²⁵ מבטחי המשנה של חברות הביטוח אינם מעניקים כסוי ביטוחי לסיכון ההשקעה של החברות, אלא רק לסיכון הביטוחיים השונים. נרחיב על כך בהמשך.

²⁶ נכסיו הסיכון – כל הנכסים מלבד אג"ח ממשלטיות, מזומנים ושווים מזומנים, ופיקדונות בبنקים.

²⁷ השקעות ישירות במניות ובתעודות הסל המשקיעות במניות.

היחס בין ההון המוכר להון הנדרש המציג בחמש חברות הביטוח הגדולות עליה במעט ב-2013 יחסית ל-2012.

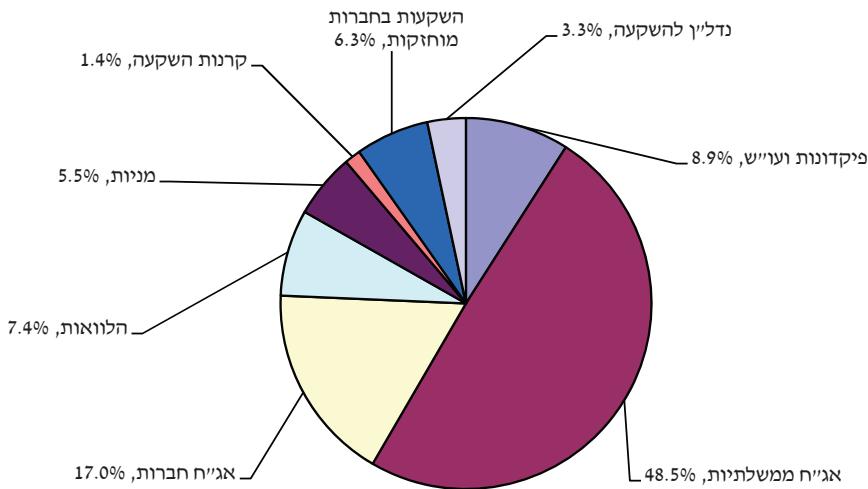
אייר 14
היחס בין ההון המוכר להון הנדרש: חמיש חברות הביטוח הגדולות¹, 2007 עד 2013



¹ מגדל, הראל, כלל, מנורה והפניקס.
המקור: דוחות הכספיים של החברות ועיבודי בנק ישראל.

ההשקעותן של חברות הביטוח סולידיות ברובן.

אייר 15
התפלגות תיק הנוסטרו של חברות הביטוח, הרביעון הרביעי של 2013



המקור: דוחות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

הכלליים. החשש של הרגולטור מהסיכון של אריכות ימים הוביל בשנתיים האחרונות לשינויים רגולטוריים משמעותיים בתחום הביטוח והחיסכון הפנסיוני, ביניהם (א) דרישת להגדיל את העתודות שחברות הביטוח נדרשות להחזיק כנגד התהווויות לנצח בפוליסות ביוטה חיים בעלות מוקדם קצבה מובטחת, ו-(ב) איסור על חברות הביטוח לשוק פוליסות ביוטה חיים בעלות מוקדם המרת מובטחת לחוסכים שגילם צער מ-60, וזאת החל ב-2013.

שינויים אלה צפויים לתרום ליציבות החברות, הן משום שהם מתמודדים עם העלייה בתוחלת החיים, והן משום שהאיסור לשוק פוליסות בעלות מוקדם המרת מובטחת מעביר את הסיכון לחברות הביטוח אל המבוטחים.

סיכום ביטוחיים אחרים עשויים להופיע במפתח, ואלה הם סיכון קטסטרופה. מדובר בחשיפה לסיכון שאירוע אחד ורב השפעה – אירוע קיצוני כגון רעידת אדמה, מגפה, מלחמה או טורו – יוביל לנזק מצטבר בהיקף גבוה. להתמסותו של סיכון קטסטרופה מצד הנכסים כתוצאה מאותו החברה עלולה להשפיע פגיעה מצד הנכסים כתוצאה מאותו אירוע קיצוני. חברות מתוגנות מפני הסיכון של אירוע קטסטרופה בעיקר באמצעות ביטוח משנה. בחמש החברות הגדולות מבטחי המשנה מכסים לעלgether 97% מהיקף הנזק לעסקי הביטוח הכללי שיגרום אירוע קטסטרופה, ומכאן שיש לחוש בעיקר אירוע קטסטרופה שמלווה באובדן יכולת של מבטחי המשנה לעמוד בהתהווויות הביטוחיות. לחמש החברות הגדולות שני מבטחי משנה עיקריים, Swiss Re ו-Munich Re, והחשיפה לשתייה יחד מהווה כ-36% מסך החשיפה של חמש החברות למטחי המשנה. אחו צחיפה זה נמצא ב大妈ת ירידת עוד מ-2009, שנה שבה הוא עמד על כ-50%, והדבר מפחית את הריכוזיות בתחום כמו גם רמת הסיכון הקבוצתי למטח משנה בוודד. כמו כן, החשיפה של כל חמש הגדלות למטחי משנה בעלי דירוג של A ומעלה גובהה מ-98%.

5. שוק ההון ומחירים הנכסיים

A. שוק המניות

בחמשת החודשים הראשונים של שנת 2014 עלו שערי המניות בארץ, בדומה לשערי המניות ברוב השוקים בעולם (איור 16) ובהמשך למגמה החובית שנרשמה במרוצת 2013. בגין ממד המחרירים לצרכן, מדד ת"א 25 וממד

ופנסיה) השקיעו באפיק זה רק 3% מתיק ההשקעות.³⁰ אפיקי ההשקעה החלופיים עשויים לשיער לחברות הביטוח לפחות את סיכון ההשקעה ולהפחית את התלות הישראלית (והמידית) בתוצאות שוק ההון, אך חשוב לציין שהם גם טוענים בחובם סיכוןים: הם בדרך כלל פחות נזילים מההשקעה באגי"ח ובמניות, ובניגוד למישרים הון וחוב סחרירים, הם אינם נסחרים בשוק ולכן משוערכיהם לפישוי הון באמצעות המודל המשמש גם לשערוך אגי"ח קונצנזיות בלתי סדירות.

נוסף על הסיכון הנשקל מפגיעה בערכו של תיק הנוסטרו עקב ירידות בשוקים, חברות הביטוח חשופות לסיכון הנשקל מפגיעה בנכסיהם של התכניות המשתתפות ברוחחים, פוליסות שנמכרו בשנים 1991–2003. בפוליסות ברוחחים נושאים בסיכון ההשקעה, אבל אלה המבוטחים נושאים בסיכון ההשקעה, כפי שאירוע דוגמה ברבעון התממשות הסיכון הלו, כמו שאירוע דוגמה לבגונות בגין השני של 2012, מונעת מחברות הביטוח לגבות בגני דמי ניהול משתנים. כ-72% מההשקעות של התכניות המשתתפות ברוחחים הופנו בתום 2013 לנכסים סיכון. התשואות החוביות שנראו בשוקים בסוף 2012 ובתחילת 2013 אפשרו לחברות הביטוח לכטוט את הפסדי ההשקעה של התכניות המשתתפות ברוחחים ולהזור לגבות בגין דמי ניהול משתנים.

סיכום הנזילות בחברות הביטוח קטן יחסית לסיכון בנקים, והדבר נבע מן העובדה שבניגוד לבנקים מה"מ ההתהווויות שלhn ארוך מה"מ הנכסים, והן מהעובדות שבניגוד לכיספים המופקדים בנק, את רוב כספי הנוסטרו שהחברות הביטוח המבוטחים אינם יכולים לקבל באופן מיידי, אלא רק בעקבות אירוע ביוטה או הגעה לגיל הפרישה. סיכון הנזילות של החברות נבע בעיקר מן הpolloיסות המבטיחות תשואה שאין כנגד אגי"ח מיעדות, אלה מהוות רק 8.6% מנכסיהם. חיפתן הישרה של החברות לסיכון אשראי מצומצמת גם היא לאחר שהן משקיעות כאמור רק כ-7% מנכסיו הנוסטרו במתן אשראי.

מצד ההתהווויות חברות הביטוח חשופות לסיכוןים ביטוחיים, לרבות הסיכון הנשקלים מאריכות ימים ומחלות (morbidity) ומחמות (longevity) בביטוחי החיים והבריאות, והסיכון הנשקלים מפגיעה ברכוש בביטוחים

³⁰ הרחבה על ההצלחות היירות מופיעה בתיבה 3.

– הן ברבעון הרביעי של 2013 והן ברבעון הראשון של 2014 – היות שהירידה מקטינה את התשואה הנדרשת על החזקות מניות.³³ בתקופה זו עלה מכפיל הרוחות נקי³⁴ והגיע לרמה גבוהה מההמוצע ארוך הטווח שלו (איור 17). מהתשואה בין-לאומית מתברר כי מכפיל הרוחות של מדד TIA 100 עלה במקביל לעלייה במכפילי הרוחות של מדדי המניות העיקריים במדינות המפותחות ולירידה במכפיל של מדד המדינות המתעוררות (MSCI Emerging Markets), והוא נמצא במרכז טווח המכילים של מדדי המדינות המפותחות.³⁵ לעומת זאת, העלייה במחירים המניות התרחשה אף על פי שברבעון הרביעי של 2013 חלה ירידת ברוחות המציגי (4 רבעונים) של החברות הנסחרות בבורסה (איור 17).

כאמור, על רקע עליותם של מחירים המניות ירדה ברבעון הראשון של 2014 התשואה על החזקות מניות; התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ירדה בתקופה זו בשיעור גבוה יותר, וכך התשואה העודפת על החזקות מניות עלתה מעט³⁶ (איור 18). לעומת זאת אג"ח ממשלתיות התשואה העודפת על מניות נמצאת במוגמת ירידת, ורמתה גבוההיחסית בעבר. אף אם היא משקפת את הבדלי התמהזר בין שני הנכסים, התמהזר בשוק המניותמושפע גם מהרמה הנוכחית של הריבית במשק.

³³ התשואה על החזקות מניות שווה ליחס בין הרוחות נקי לשווי השוק. הערך הכספי של המכפיל נoton אינדיקציה לגבי התשואה הנדרשת על מנת, שכן במצב העמיד – מצב שבו רווח החבורה קבועים – יחס זה מייצג את התשואה הריאלית, ארכות הטווח, על החזקות מניות

³⁴ כדי להסביר את מכפיל הרוחות נקי של חברת מחלקים את שווי השוק שלו ברווח נקי באביבת הרבעונים האחרונים. כדי לחשב את מכפיל הרוחות המצרי סוכמים את שווי השוק של החברות הנסחרות בבורסה ומחלקים ברווח נקי המצרי שלתן באביבת הרבעונים האחרונים. שווי השוק של החברות הנסחרות בבורסה והרווחים שלון מנורמלים לשווי של החזקות הציבור. המכפיל מבטא את כמות השקלים שהמשקיעים מוכנים לשלם עבור כל שקל רווח שהחברה מייצרת בשנה.

³⁵ ראו פרק ד' בדו"ח בנק ישראל לשנת 2013.

³⁶ התשואה העודפת שווה לפער בין התשואה הריאלית על החזקות מניות לבין התשואה הריאלית של אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים. ההפרש בין התשואה על מניות לבין התשואה על נכס חסר סיכון מייצג את פרמיית הסיכון הנדרשת על החזקות המניות. בתקופות שבהן מחררי המניות אינם מנותקים מהגורמים הכלכליים במשק, נצפה כי עודף התשואה בשוק זה יהיה חיובי וישקף את הסיכון שנובע מושקעה בו.

שער המניות בארץ עלו בחמשת החודשים הראשונים של 2014, בהמשך למגמה ב-2013 ובדומה לשערים ברוב השוקים בעולם.

איור 16
מדד המניות בישראל ובעולם, בדולרים, ינואר 2013 עד מאי 2014, ינואר 2013=100



המקור: נתונים בלומברג ועיבודי בנק ישראל.

המניות הכללי עלו בשליש הראשון של 2014 ב-4.8% וב-8.9%, בהתאם. המגמות החיוויות בשוקי המניות בארץ ובעולם נתמכו ברמת הריביות הנוכחית, והן מבטאות גם אופטימיות לגבי התאוששות הכלכלה בארץ ובחלוקת מדיניות אירופית.

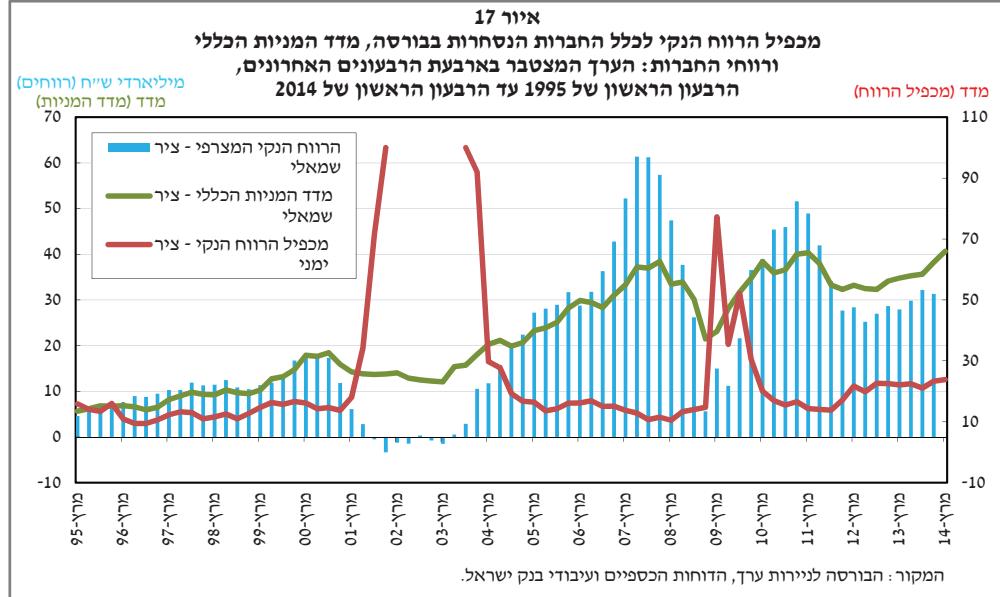
במקביל למחירים המניות עלו בתקופה זו מחזורי המשחר במניות, וזאת בהמשך להתאוששותם במחצית השנה של 2013.³¹ גם קצב ההנפקה של מניות בשוק הראשוני עלה בהשוואה לקצב שנראה בשנת 2013.³² מאחר שהMRI המניות עלו ב-2013 ובתחילת 2014, גדל משקלן של המניות בתיק הנכסים של הציבור בכלל ובתיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים בפרט.

העלייה במחירים המניות קיבלה תמיכה בעיקר מהירידה ברמת הריביות במשק (הארוכות, נומינליות וריאליות) –

³¹ הרחבה על מחזורי המשחר במניות מופיעה בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2013.

³² לפי נתונים הבורסה לנירות ערך.

מכפיל הרוחה הנקי נמצא מעל הממוצע ארוך הטווח שלו.



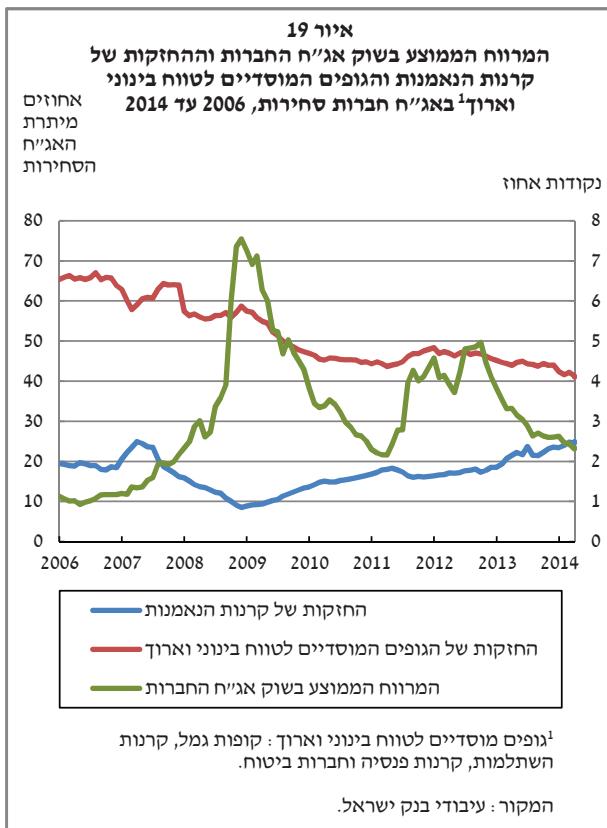
ב. שוק אג"ח החברות

שוק אג"ח החברות הוא החלופה העיקרית שיש למגורע העסקי בישראל למימון בנקי – התקין הסחריר מהווה כ-26% מסך האשראי למגורע זה (משקלו של האשראי הבנקאי למגורע עומד על כ-50%). בסוף Mai עמד היקפו של שוק אג"ח החברות (הלא-פיננסי) בישראל על כ-202 מיליארד ש"ח, לעומת 209 מיליארד ש"ח בתחילת 2013. נכון לסוף 2013 גייסו החברות חוב בהיקף של 36.4 מיליארד ש"ח ופרעו סדרות ישנות בסכום של 41 מיליארד ש"ח. מבין הענפים העיקריים רקע הנדל"ן רשם גiros הון נטו, ומماז ספטמבר 2013 היקף הגיסים בו, בהסתכבות על 12 החודשים האחרונים, הגיע מזה שבכל הענפים גם יחד. בגין הגיסים של המגורע הפיננסי ושל החברות הממשלתיות והזרות הסתכם הגיס באמצעות – אג"ח החברות בכ-27 מיליארד ש"ח במונחי ערך נקוב – עלייה משמעותית בהשוואה לשנים קודמות (ב-2012 לדוגמה הסתכם הגיס ב-18 מיליארד ש"ח). גם מתחילה 2014 נשמר קצב ההנפקות קרוב לממוצע החודשי של 2013, כ-2.5 מיליארדי ש"ח. אולם התוכניות המרוכחות

התושואה על החזקת מנויות ירידת ברבעון הראשון של 2014, על רקע העלייה במחירים, והתשואה הריאלית על אג"ח ממשלטיות 10-11 שנים יודהה במקביל בשיעור גבוה יותר; لكن התושואה העודפת על החזקת מנויות עלתה מעט.



³⁷ כ-90% מהאג"ח שהונפקו בתקופה הננסרת היו סחרירות.



החברות (ללא חברות הכספיות) לפרט כ-39 מיליארד ש"ח³⁹. אם הצבירה בקרנות האג"חיות תימשך ללא גידול מקביל במלאי האג"ח, הדבר צפוי לפעול להמשך הנטזות בתשואות.

6. מערכ התשלומים והסliquה

רקע

מערכות התשלומים והסliquה הן חלק חיוני מהתשתיות הכלכלית והפיננסית של משקים מודרניים. תפוקד בעל של מערכות אלה תורם להתפתחות המשקים וליציבותם הפיננסית. מערכות תשלוםים שאין אמינותן דין עלילות לחסוך את המשתמשים בהן לסייעים ואף להעביר סיכון משוק פיננסי אחד לאחר עד כדי התפתחות סיכון מערכתי. הכרחי אפוא להבטיח את ייעילותן ויציבותן של מערכות התשלומים והסliquה במשק, ולכן חוק בנק

³⁹ בשנת 2013 חלה עליה משמעותית בהיקף החובות שנכנסו להסדר חוב (11.4) מיליארד ש"ח לעומת 3.8 מיליארדים בשנת 2012. היקף זה נובע ממספר מצומצם של חברות (10) בעלות יתרת חוב גדולה.

לא השתקפה עד כה בגידול חד בהיקף ההנפקות, והיקף ההנפקות נטו אינו גבוה.

מחלקה מוגנית עולה כי המוסדות הכספיים והחברות מענף הנדלין והביוני הושפכו להיות הגורמים הדומיננטיים ביותר בתיקן של אג"ח החברות. אולם לכל אחד מגורמים אלה מגמה שונה: בשעה שמשכלה של הבanks נותר כמעט ללא שינוי³⁸, משקלו של ענף הנדלין עליה בשנים האחרונות נזקק של אג"ח במהירות והוא עומד על 30% מסך ההיקף של אג"ח החברות. כ-50% מסך הגirosים ב-2013 נעשו בידי חברות מתחום הנדלין. באשר למגמה הכלכלית נציג כי בשעה שבשנים עברו התאפיינו רוב הגirosים בדירוגים גבוהים ונעשה בידי חברות גדולות, ב-2013 נרשמה מגמה של גirosים אג"ח בידי חברות קטנות, סדרות בעלות דירוגים נמוכים או חסרות כל דירוג, וביחסנות באיכות פעולתה. אג"ח אלה הגדילו את חלקן בסך ההיקף של אג"ח החברות מ-4.1%-ב-2012 ל-15%-ב-2013, ובמיוחד הגדילו את חלקן אג"ח של חברות מענף הנדלין.

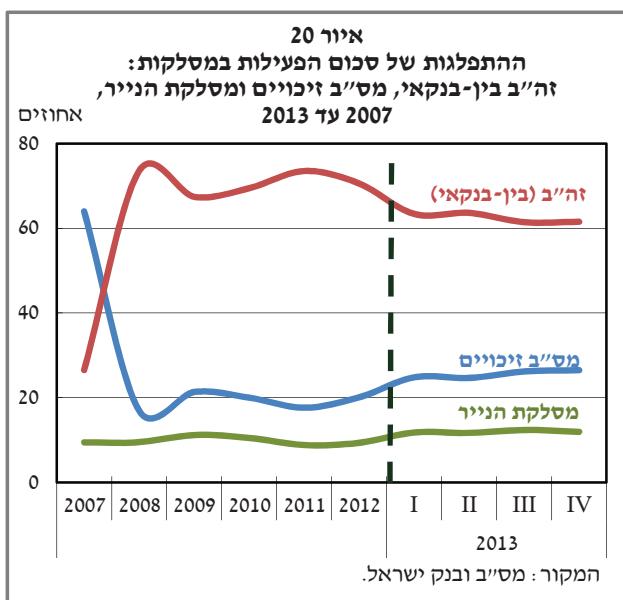
לצד השינוי בתמיהיל של ההיקף בשוק אג"ח החברות (הפועל לעלייה בסיכון) והמצטטן במרקורי התשואה, נמשך גישת ערך של קרנות נאמנות (איור 19). אלה – יחד עם הציבור הרחב – נמנעות עם כוחות הביקוש של הטוחה הקצר אשר תומכים באפיק אג"ח החברות, והדבר עשוי להפוך אותו לתנודתי מאוד. מנגד, לפעילותם של הגirosים המתמקדים בהשקעה לטוחה ארוך יש מתאם נמוך יחסית עם מדדי האג"ח המוביילים. העלייה בביטחון של קרנות הנאמנות לאג"ח חברות הביאה לעלייה נוספת במשקל ההחזקות של גופים אלה בשוק האג"ח, והוא הגיע לרמה של כ-21.5% ב-2009. זאת על חשבון גופי החיסכון לטוחה 13.3% ב-2012. שיעור ההשקעה שלהם ירד מ-15.7% בשנת 2012 ארוך: שיעור ההשקעה שלהם ירד מ-13.5% בסוף 2013. מתחילת 2014 אפוא גויסו (נטו) 70% מסכום זה הופנו לאג"ח החברות – בדומה לכך שהגiros ב-2013, שנה שהגיסות נטו בה הסתכמו בכ-30 מיליארדים ש"ח, נוסף על כך, נתוני הפדיון מראים כי בהסתכבות על 12 חודשים הקרובים עומדות לפירעון אג"ח חברות בסך של 54 מיליארד ש"ח (במועדוי ערך נקוב), ומתוכם צפויות

³⁸ היקפיהם של הגirosים ירדו בתקופה הנסקרת על רקע שינויים גגולטוריים, וייתכן שגם על רקע צמיחה נמוכה של האשראי.

הפעולות לשנת 2013

סך הפעולות הבין-בנקאיות במערכת זה"ב – שיעירה העברות בין-בנקאיות – הציגו כ-27% אחוזים, וכלל הפעולות הכספיות במערכת זה"ב פחות עקבי כ-10% אחוזים.

כאשר בוחנים כיצד סכום הפעולות מתפלג בין המסלכות, מוצאים כי שיעור הסliquה הבין-בנקאית זה"ב עמד ב-2013 על כ-61.5%; הזיכויים במס'ב הסתכמו בכ- 26.4%; והציקים – בכ-12.1% (אייר 20).



maiur 20 עולה כי חלה ירידת בחלוקת של מערכת זה"ב בסכומי הפעולות. הירידה נובעת מירידת בהיקף ההעברות הבין-בנקאיות, וכן מירידת של כ-29% בסכוםן של עסקות ההמרה בנק CLS (עסקות שמטבע השקל צד להן). ככל שיגדל שיעור הסliquה הבין-בנקאית זה"ב על חשבון סliquת הזיכויים במס'ב, וככל שייצטמכו הסכומים הנשלקים במסliquת הציקים, כך יפחתו הסיכוןים במערכות אלו.

בשנת 2013 המשיך בנק ישראל לפעול לשיפור ייעולו של מערכות התשלומים. הבנק נקט פעולות לעידוד השימוש באמצעות תשלום אלקטרוני מתקדמים ומופחת סיוכנים, לרבות פעולות לצמצום הסliquה הידנית והטמעה של מסliquת ציקים מתקדמת, מושתתת על טכנולוגיה חדשה, במטרה להפחית את הסיכון במסliquת הציקים

ישראל, התש"ע-2010, קובע כי אחד מתקדייו של הבנק הוא לאסדר את מערכות התשלומים והסliquה במשק.

גם בעולם מכירים בכך הצורך ייעולו ויציבותו של מערכות התשלומים והסliquה. ההכרה הגלובלית בעוצמת הסיכון הנשקפים למערכות אלה הובילה את הבנק-הסדרי סliquה בין-לאומיים (BIS⁴⁰) ואת הארגון הבינלאומי להסמכת הביטחונות (IOSCO⁴¹) לבש לאחרונה עשרים וארבעה עקרונות בין-לאומיים לכל התשתיות הפעולות בשוק הפיננסי⁴².

בישראל פועלות שערכות של תשלוםם וסliquה: (א) מערכת זה"ב (זיכויים והעברות בזמן אמיתי, מערכת מסווג RTGS⁴³). מערכת זו משמשת סולק סופי לכל מערכות התשלומים והסliquה בישראל; (ב) מסliquת הנייר (מסלולת החיקים). זו מטפלת בצדדים ובשוררים ידניים; (ג) מס'ב (מרכז סliquה בין-לאומי). זהוי מערכת אלקטטרונית שמעבירה תנועות בין-בנקאיות בשקלים שאין סופיות בזמן אמיתי, כגון הרשות לחוב חשבון, תשלום משכורות, תשלום מסים, ועוד; (ד) שב"א (שירותי בנק אוטומטיים). חברה זו עוסקת באיסוף של העסקות המתבצעות בישראל בऋגי חיוב, באישור ובבעודז, וכן בMITOG הרשות של מכשורי הבנק האוטומטיים למשך מזומנים; (ה) מסliquות הבורסה (מסלולת ניירות הערך ומסלול מעו"ף). אלה סולקו את תוכנות המשחר בבורסה; (ו-י) המסliquה הבין-לאומית לעסקות המרה (CLS⁴⁴). השקל הentral של(CLSS) המהה ב-2008, והוזהות לכך גורמים פיננסיים בישראל יכולים לבצע בביטחון עסקות המהה עם גופים פיננסיים זרים.

.Bank for International Settlements⁴⁰

.International Organization for Securities Commissions⁴¹

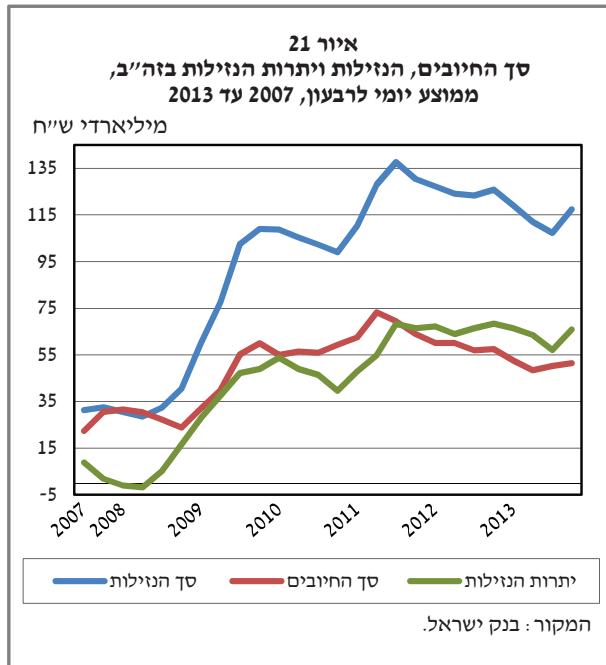
.PMFI, Principles for Financial Market Infrastructure⁴²

המסמך התפרסם ב-2012 והוא מופיע בכתובת : <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>odontratim ודרישות בתחוםים שונים, ובין היתר מתייחסים לקשרים ולתלות ההדדיות בין מערכות התשלומים, היוות שאלו יכולים להוביל להתרפשות נרחבת של הסיכון. נוסף על כך המסמן מריחיב את תחומי האחריות של הגוף המפקחים (הבנק המרכזי), המפקחים על השוק הפיננסי ורשות פיקוח אחריות בפועל לישם את העקרונות הנוגעים לרגולציה, פיקוח ולבראה על התשתיות הפיננסיות.

.Real Time Gross Settlement⁴³

.Continuous Linked Settlement⁴⁴

מהותה. מוגמה זו החלה באמצע 2008, עם פרוץ המשבר הכלכלי העולמי (איור 21).



זמןונתה של מערכת זה"ב נשמרה ברמה גבוהה מאז תחילת פעילותה. רמה גבוהה זו מעידה על יציבות ועל יכולת קיימם המשכיות עסקית. בשנת 2013 עמדה זמניות המערכת על 99.92%, בדומה לזמןונת -ב-2012 ולשיעוריהם המקבילים בעולם במערכות RTGS.

רמת הריכוזיות של המשתתפים בזיה"ב מעניקה אומדן מסוון למערכת הקיימת בה. רמת הריכוזיות משקפת את היקפי הפעולות הבין-בנקאית (במונחי סכומים) של חמישת המשתתפים העיקריים ביוטר⁴⁷, וככל שהוא כך עולה רמת הסיכון המערכתתי. יחס הריכוזיות במערכת זה"ב עומד על 82.7%, גידול של 1.4% לעומת השנה הקודמת (ЛОח 4). רמת הריכוזיות בישראל גבוהה יחסית לעולם (איור 22).

⁴⁷ יודגש כי אין בהכרח הקבלה בין גודלים של הבנקים לבין היקף פעילותם במערכות זה"ב.

כמו גם במערכות שסולקית את תנעות הנטו שלה – זה"ב. כן פועל בנק ישראל להפחיתה סכום התשלומים שמס'ב מעבירה בעולה בודדת, במטרה לצמצם את סיכון הsslיקה וסיכון הנזילות הנקודות הנקודות במס'ב והן בזיה"ב.

במקביל לפועלות שבנק ישראלי נקט השנה לשיפוריעילותן של מערכות התשלומים הוא המשיך לפעול להגברת יציבותן. יציבותה של התשתיות הפיננסית בישראל תוסף להתחזק ככל שמערכות התשלומים הקיימות יתקדמו וישפרו את עמידתן בעקרונות הבין-לאומיים להפחיתה הסיכוןים. בהתאם לכך הגיר בנק מתקופת על מערכות התשלומים במשק: מתקופת חוק מערכות התשלומים, התשס"ח-2008, הכריז נגד – ביולי 2013 – על מס'ב ושב"א על מערכות תשלום מבוקרות. אלה מערכות קמעניות חשובות במרקם התשלומים בישראל שכן כמתואר לעיל, הן מספקות שירותים חיוניים לציבור הרחב. פעולות ההכרזה מכפיפה אותן לסטטוס הפקוח⁴⁵, ופעולות הפקוח משתנות מマーינת המערכת בהתאם למאפייניה ולסיכון שזויה בעולות. ההכרזה גם מעניקה למערכות הגנות שונות, ואלה תורמות ליציבותן ולבטיחותן, מאפשרות להשתמש בהן בטחה גם כאשר אחד המשתתפים נקלע למשבר או לכשל, וממצמאות את הסיכון המערכתתי.

בדיקות יציבותה של מערכת זה"ב

mpsאת חשיבותה המשקנית של מערכת זה"ב, בנק ישראל מבצע הركة יציבותה באמצעות מדדים שונים, ביניהם יתרות הנזילות במערכת⁴⁶, רמת הזמיןות שלה ורמת הריכוזיות בה.

יתרונות נזילות בזיה"ב משקפות מצב שבו יש עודף נזילות בחשבו העו"ש ובכו האשראי שבנק ישראלי מעמיד לרשות המשתתפים נגד ביטחונות. עודף זה מאפשר למשתתפים לבצע תשלוםים גם אם לא יוכלו בחשבונם, וכך יתרות נזילות גבוחות מפחיתות את סיכון הנזילות במערכת. יתרות הנזילות בזיה"ב גבוהה ומתאפיינות במוגנות עליה

⁴⁵ שב"א ומס'ב מפוקחות גם בהתאם להוראות של חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981.

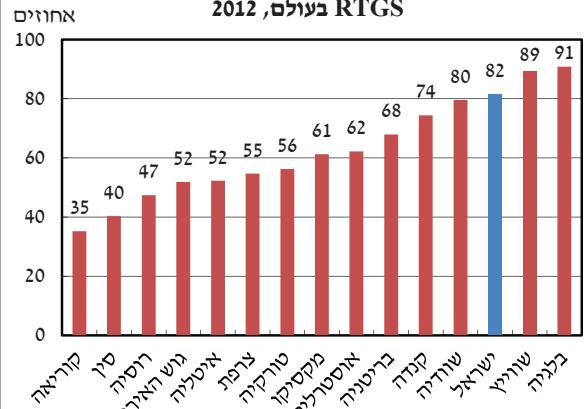
⁴⁶ יתרות הנזילות מחושבות על פי ממוצעים יומיים: סך הנזילות במערכות זה"ב בניכוי סך החיובים הבין-בנקאים.

לוח 4
יחס הריביזיות (במוני סכומים)
במערכת זה"ב, 2008 עד 2012
(אחוזים)

	יחס הריביזיות	השינוי השנתי
-	79.2	2008
-3.3	76.6	2009
1.2	77.6	2010
4.1	80.8	2011
1.0	81.6	2012
1.4	82.7	2013

המקור: בנק ישראל.

איור 22
יחס הריביזיות (במוני סכומים) במערכות
2012 RTGS בעולם



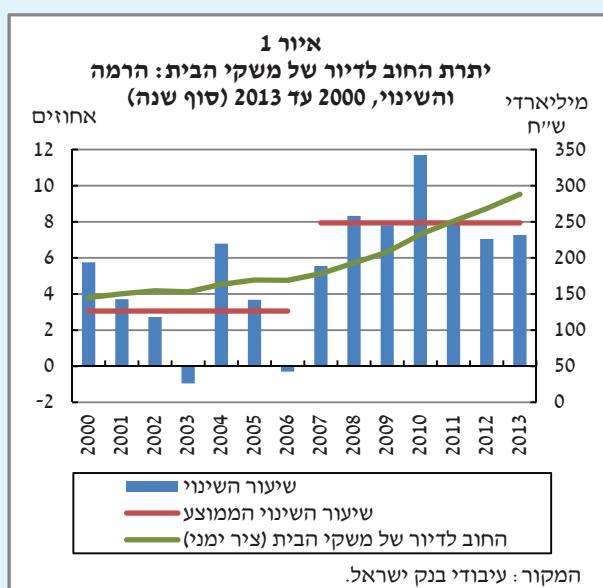
המקור: הבנק להסדרי סliquה בין-לאומיים (BIS).

תיבה 1: מגורר משקי הבית

פרק: התפתחות החוב של משקי הבית

בשנים האחרונות עלה מאוד קצב התרחבותו של החוב של משקי הבית, ובמרס 2014 הגיעו יתרתו ל- 412 מיליארדי ש"ח, גידול של כ- 55% יחסית לסוף 2007. אף על פי כן, מאז 2007 היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר עלה אך כמעט ואילו היחס בין החוב להכנסה הפנויה כמעט לא השתנה – עקב גידול בתוצר ובהכנסה הפנויה – ושניהם נמוכים משמעותית מהנתונים המקבילים ברוב המדינות המפותחות¹.

מאז המשבר עלה קצב הצמיחה של החוב לדירור של משקי הבית.



עיקר הגידול ביתרת החוב נבע מהאשראי לדירור (אייר 1), המהווה בתום 2013 כ- 70% מיתרת החוב של משקי הבית בישראל. במקביל לעלייה המהירה באשראי לדירור עלו גם מחירי הדירות בישראל – מ- 2008 הם האmerico ריאלית ביותר מ- 60% (הרחבת מופיעה בסעיף העוסק בסיכון הנשקף לשוק הדירור)². התפתחות זו חושפת את הבנקים המלווים לסיכון מכיוונו של מגורר משקי הבית – לסיכון שתחול תפנית חזקה ומהירה בשוק הדירור ומחירי הדירור יתחלו לרדת, בפרט אם התפנית תלולה בעליית ריבית ו/או במיתון ופגיעה בהכנסות הלווים.

הבנקים הם ספקי האשראי היחידים כמעט של משקי הבית (הם מספקים כ- 90% מסך האשראי ו- 92% מהאשראי לדירור); אך בשנים האחרונות אנו עדים גם להתרחבות מהירה של תיק האשראי לדירור בחלוקת מהגופים המוסדיים (לוט 1), וזה צמח ב- 3 השנים האחרונות ב- 22% לשנה בממוצע. במקביל לכך צלה ב- 2013 עלייה של כ- 7% באשראי שאינו לדירור³, מהבנקים ומהמוסדיים.

מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית

בשנים האחרונות גוברת בעולם ההכרה בכך שגישת המאזן ונתוני המאזן הלאומי חשובים לניטורה של היציבות הפיננסית, היות שניתוח לפי גישת המאזן יכול לספק נתונים מעניינים לגבי משברים פיננסיים וסיכון מערכתיים⁴.

¹ הנתונים על ישראל הם עיבודים של בנק ישראל, והנתונים על המדינות המפותחות לקוחים מה-OECD. אשר נתונים על יחס החוב לתוצר, ראו אייר 1בי בסעיף העוסק בהתפתחויות העיקריות.

² המקור: מדד מחירי הדירות של הלמ"ס.

³ בוגוד ל-2013, ברביעון הראשון של 2014 כמעט לא חל שינוי באשראי למשקי בית שאינו לדירור.

⁴ הכרה זו מתבטאת בפרסומים רבים, ובראשם עבודה מרכזית ומיפוי שנכתבה בקרון המטבע הבין-לאומית: Allen, Mark, Christoph Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser, and Nouriel Roubini (2002). "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis", IMF WP/02/210

ЛОЧ 1

יתרונות החוב של מקרקעי הבית, 2010 עד 03/2014

03/2014	2013	2012	2011	2010	סך החוב של מקרקעי הבית ¹	לפי המקורות:
411.9	409.7	382.7	363.2	339.5		ה גופים המוסדיים
369.2	369	340.5	317.6	291.1		בנקים
266.2	264.3	242.7	221.2	200		מזהה: לדירות ²
103.1	104.7	97.9	96.4	91.1		מזהה: לא לדירות
7.4	7.3	6.5	5.9	5.1		החברות לכרטיסי אשראי³
2.8	2.8	2.5	2.1	1.6		מזהה: לדירות
4.6	4.5	4.1	3.8	3.6		מזהה: לא לדירות
10.4	10.4	9.5	9	8.5		סה"כ מהחברות לכרטיסי אשראי⁴
31.1	31.1	29.3	27.9	27.5		הממשלה – אשראי מכון⁵
22.2	23	26.1	30.8	34.7		
						לפי השימושים:
288.8	287.8	268.6	250.9	232.6		סך החוב לדירות
120.3	121.9	114.1	112.4	106.8		סך החוב שלא לדירות

¹ לא כולל אשראי מותשי חוץ עקב היעדר נתונים.² כולל הלואות שלא נועד לרכישת דירה אך ניתנו כנדג' משכון דירה. נכון לمارس 2014 – כ-23 מיליארד ש"ח.³ אשראי באחריות החברות לכרטיסי אשראי.⁴ כל האשראי למשכנתאות של מקרקעי הבית לכרטיסי אשראי, כולל זה שבאחריות ובבעלות הבנקים.⁵ אשראי מכון לזכאי משכנתאות מהווה את עיקר הסכום, והיתר הוא אשראי לסטודנטים.

המקור: עיבודו של בנק ישראל.

הamazon של מקרקעי הבית בישראל לשנת 2012 (ЛОЧ 2) מראה כי מקרקעי הבית נהנים מעודף גדול של נכסים על התחריריות.⁵

מהשווה בין-לאומית עולה כי היחס בין התחריריות לנכסים בקרב מקרקעי הבית בישראל נמוך ממקבילו במדינות מפותחות אחרות. היחס בין סך התחריריות לסך הנכסים של מקרקעי הבית בישראל עומד ב-2012 על כ-8%, בשעה שבאנגליה ובארצות הברית הוא עומד על 16%.⁶ יודגש כי סך הנכסים כולל רכיב משמעותי של נדלין, המהווה יותר ממחצית השווי של סך הנכסים של מקרקעי הבית. בסעיף זה מוגלים סיכון הנובע מכך שה�ជירות האמירות המשמעותית בשנים האחרונות, וכיום מקרקעי הבית – בעיקר אלה שרכשו דירה בשנים האחרונות – חשופים לירידה בערך נכסיהם.

היחס בין סך התחריריות לנכסים הפיננסיים נמצא לאחרונות במוגמת עלייה, אך הוא נמוך משמעותית ממקבילו במדינות מפותחות אחרות. בסוף 2012 עומד היחס בישראל על 17%, (לעומת 13.8% בשנת 2006), באנגליה – על 33%, בארצות הברית – על 23% (ועל 41.3% בשנת 2006, לפני המשבר הפיננסי⁷). אם נבחן רק את חוב המשכנתה ביחס לנכסים הנדלין שברשות מקרקעי הבית בישראל, היחס ב-2012 עומד על 10.5% (לעומת 22% באנגליה ו-48% בארצות הברית).

⁵ הנתונים על התחריריות של מקרקעי הבית, ועל שוויים של נכסים הנדלין וכל הרכב, הם עיבודים של בנק ישראל. הנתונים על הנכסים הפיננסיים לקוחם מהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מתוךamazon הלאומי.

⁶amazon של מקרקעי הבית בארצות הברית לקוח מהאתר של הבנק המركזי האמריקאי, והנתונים על amazon של מקרקעי הבית באנגליה – מהדוח על היצבות הפיננסית שפרסם הבנק המركזי באנגליה.

⁷ Flow of Funds Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 2006

כלומר משקי הבית אמנים ממוניים ב-2012 יותר מאשר ב-2006, אך המינוף נמוך בהשוואה למדיניות מפותחות אחרות.⁸ גם כאשר בוחנים את היחס בין סך ההתחייבויות לסך הנכסים הנזילים⁹ של משקי הבית (כ-30% מסך הנכסים שלהם), מוצאים כי, במשמעותו, משקי הבית נהנים גם מעודף גדול של נכסים נזילים על התחייבויות: יחס זה עמד בסוף 2012 על 35.5%.

ЛОח 2
מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית בישראל, 2012
מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים, סופי חודשים

אחוז מסך ההתחייבויות והשווי נתו של משקי הבית	אחוז מסך הנכסים הריאליים	אחוז מסך הנכסים הפיננסיים	הנכסים הריאליים		
			מיליארדי שקלים	אחוז מסך הנכסים	מיליארדי שקלים
5%	269	משכנתאות	52%	2,550	נדין
2%	114	אשראי צרכני	2%	80	כלי רכב
8%	383	סך ההתחייבויות	54%	2,630	סך הנכסים הריאליים
92%	4,506	שווי נטו	46%	2,258	סך הנכסים הפיננסיים
100%	4,888	התחייבויות ושווי נטו	100%	4,888	סך הנכסים

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

ניתוח של משקי הבית ברמת משק הבית הבודד

מהחר בישראל קיימים אי-שוויון גדול בחלוקת ההכנסות, אין די בהסתכלות על משק הבית הממוצע כדי לבחון את יציבותו של מגזר משקי הבית. יש לבחון גם את עשירוני ההכנסה השונים, ובפרט את אלו שהשופים במידה רבה יותר לסייעו של מיתון וابتלה. אין ברשותנו נתונים על משקי הבית ברמת הפרט, אולם סקר ההכנסות וההוצאות של משקי הבית, סקר שהלמ"ס עורכת, מספק מידע על חוב המשכנתה של משקי הבית בעשירונים השונים. אחד המדדים המרכזיים לכושר הפירעון של הלוויים הוא שיעור החזר מההכנסה (PTI, Payment to Income). אם בוחנים יחס זה בחלוקת לעשירוני ההכנסה, ניתן לראות כי יחס ה-PTI¹⁰ (הממוצע בשנים 2007 עד 2012) בשלוש העשירות

⁸ כאשר עורכים השוואת בין-לאומית של היחס בין החוב של משקי הבית לשווי מנויותיהם (חזקה ישירה ועקביה), על סמך הנתונים המתפרסמים באתר של OECD, מוצאים כי הערך בישראל נמוך משמעותית ממקביליו במדינות אחרות שנבדקו, לרבות דנמרק, פינלנד, גרמניה, ספרד, אנגליה וארה"ב.

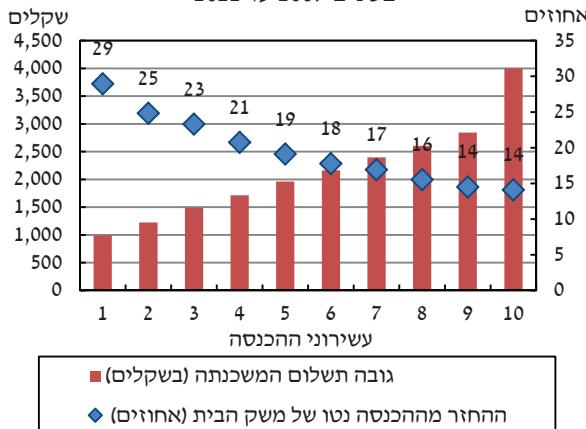
⁹ הנכסים הנזילים שבידי משקי הבית כוללים: מזומנים ופיקדונות עד שנה, מנויות וניריות ערך אחרים, וקרנות אمانות.

¹⁰ ההכנסה בכל עשירון שווה להכנסה הממוצעת של כלל לווי המשכנתאות באותו עשירון. כמו כן, התייחסנו רק ליחס PTI נמוך מ-1.

בקerb משקי בית מעסיקוני ההכנסה התחתונים שייערו של החזר המשכנתה מההכנסה נטו גבוהה מהמומוצע.

התחתונים גבוהים מהמומוצע¹¹ (איור 2). עשירונים אלה חשובים יותר לאבטלה וכן לסיכון גבוה יותר שלא יכולים לפרק את המשכנתה.

איור 2
גובה תשלום המשכנתה ושיעור ההחזר מההכנסה נטו של משק הבית (בעלי
משכנתאות)¹, לפי עירוני הכנסה, הממוצע
בשנים 2007 עד 2012



המקור: נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבוד בנק ישראל.

¹ הנתונים עליחס החזר באירוע 2 שווים מהנתונים באירוע 7 שבטייש העסק ביכולון הדיר, שכן פה מדובר בממוצע של כל מלאי המשכנתאות (חולון כבר נפרען), ואילו בסעיף העסק בדיור מדובר על זרם המשכנתאות החדשות בלבד.

הסיכום הנשקף למערכת הפיננסית מ מגזר
משקי הבית

החשיפה של הבנקים למגזר משקי הבית עלתה ביחס לעבר, בעיקר מפני שהיקף החבות של משקי הבית גדול והולך במקביל לעלייה במשקל של האשראי למשקי הבית בתיק האשראי הבנקאי.

מחקרדים מראים כי למיתון בעילות הריאלית יש השפעה משמעותית על הסיכון הנשקף ממשקי הבית, וכי עלייה באבטלה היא אחד הגורמים המרכזיים להגדלת הסיכון לחדרות פירעון במגזר זה, בפרט כאשר משקי הבית מקצים שיעור גבוה מההכנסות לחזר המשכנתה¹².

גורם סיכון נוסף בשוק המשכנתאות נועז בחלוקת הגובה יחסית של המשכנתאות בריבית משתנה, בפרט המשכנתאות הלא-צמודות, הויאל ובחון שניינו הריבית הקשור בקשר הדוק לשינויים בריבית בנק ישראל¹³. בתחילת 2014 הגיע חלון של המשכנתאות הלא-צמודות בריבית משתנה ל-36% מסך היתריה של המשכנתאות שהעמידו הבנקים. כדי לבחון את החשיפה של משקי

הבית לריבית משתנה, אמדנו את העלייה בחזרי הריבית בכמה תרחישים. בתרחיש שבו הריבית עלה ב-2.5 נקודות אחוז, החזרי הריבית על המשכנתאות הלא-צמודות בריבית משתנה יעלו בכ-2 מיליארדי ש"ח בשנה. עלייה זו מתמקדת במשקי בית שנטלו משכנתאות בריבית משתנה ועל כן היא עלולה להגדיל את הסיכון של לוויים אלו.

¹¹ אף כי לפי הספרות המקבוצית, יחס המינוף מסוון כאשר הוא עולה על 40%. ראו: European Central Bank, Financial Stability Review, November 2013.

Campbell, T. and J. Dietrich, (1983), "The Determinants of Default on Conventional Residential Mortgage", Journal of Finance, 38(5), 1569-1581

¹³ נאור, ז' וגי בניטה (2013), "סיכון הלוומים בשוק המשכנתאות: התפתחותו ההיסטורית והערכתו במספר תרחישים", בנק ישראל. במחקר נמצא כי חלק שהמשכנתאות בסיכון גבוהה בסיכון גובה המשכנתאות צפוי לעלות ב-11 נקודות האחוז בתרחיש של מיתון בעילות הריאלית במשק (ירידה ברמת השכר ועלייה בשיעור האבטלה).

¹⁴ ניתוח מקיף, של מגוון מדינות בעולם, בוחן את השפעתה של עלייה חדה בריבית על היחס בין החוב להכנסה נטו של משקי בית. מהניתוח עולה כי ההשפעה של צעוזה בריבית על יחס זה נוטה להיות גדולה יותר במדינות עם שיעור גובה של משכנתאות בריבית משתנה, כמו למשל פורטוגל וספרד, מדינות שבהן המשכנתאות בריבית משתנה מהוות 90% מהמשכנתאות החדשות. מדינות שבהן שיעור המשכנתאות בריבית משתנה דומה לשיעור בישראל, כמו יוון או איטליה, לא נפגעו משמעותית מזעוזה כתוצאה מעלייה בריבית. ראו:

Statistics Paper Series, NO 2, ECB, April 2013 "The Eurosystem household finance and consumption survey – result from the first wave"

אשר לנקודת מבטו של משק הבית האינדיויזואלי, בהנחה שהוא נטל משכנתה ממוצעת – הינו 600 אלף ש"ח – עלית ריבית כזו תוביל לעלייה של כ-5,000 ש"ח לשנה בהזרי הריבית על החלק השקליל הלא-צמוד בריבית משתנה של המשכנתה אם חלק זה עמד על 35% מהמשכנתה, או לעלייה של כ-11,000 ש"ח אם אותו חלק עמד על 75%. עלייה בסדר גודל כזו מראה בין 5% ל-11% מהשכר הממוצע במשק והוא ממחישה את הרגישות הגבוהה של המשכנתאות הלא-צמודות בריבית משתנה לעלייה בשיעורי הריבית. בהתחשב בכך לשיעור ההזרה הממוצע על משכנתאות חדשות עומדת ביום על כ-27% מההכנסה נטו, וזה עלייה משמעותית.¹⁵

על פי הדוחות הכספיים של הבנקים, היחס בין יתרת ההפרש להפסדי אשראי על משכנתאות לבין סך המשכנתאות עומד בסוף 2013 על פחות מ-1%. אולם לפי תרחיש הקיצון שערך הפיקוח על הבנקים, ההסתברות שנותלי המשכנתאות ייקלעו לכשל במקרה של התממשות תרחיש הקיצון מגיעה ל-5%. יודגש כי לפי הממצאים, האוכלוסייה הרגישה ביותר לשינויים בשיעורי הריבית ולירידה בהכנסה מושקי הבית שמקצים לעלה מ-40% מהכנסותם להזרה החוב (הרחבת מופעה בעסיף העוסק בשוק הדיור).

תרומת הצעדים שנקט המפקח על הבנקים להקטנת הסיכון בשוק הדיור

בשנים האחרונות נקט המפקח על הבנקים צעדים במטרה להקטין את הסיכון הנשקף לבנקים מגזר משקי הבית ולחזק את יציבותה (הרחבת מופעה בעסיף העוסק בדיור וכן בסקרה השנתית של הפיקוח על הבנקים ל-2013). צעדים אלו הפחיתו את סיכון הריבית ואת רמת המינוף בקרב נוטלי משכנתאות חדשות (לוח 3).

ЛОח 3

השינוי ברמת המינוף ובסיכום הריבית של מושקי הבית, 2011 ו-04/2014

04/2014	1 ²⁰¹¹	המוצע של סך המשכנתאות החדשות (באחוזים)
26	33	שיעור ההזרה מההכנסה ²
52	56	חוב המשכנתה ביחס למחיר הדיירה ³
57	88	שיעור המשכנתאות בריבית משתנה
		שיעור המשכנתאות המסוכנות בסך המשכנתאות החדשות (באחוזים)
4	26	שיעור ההזרה מההכנסה גדול מ-40%
2	10	חוב המשכנתה ביחס למחיר הדיירה גדול מ-75% ⁴

¹ שיעור המקסימלי באותה שנה.

² Payment to Income Ratio.

³ Loan to Value.

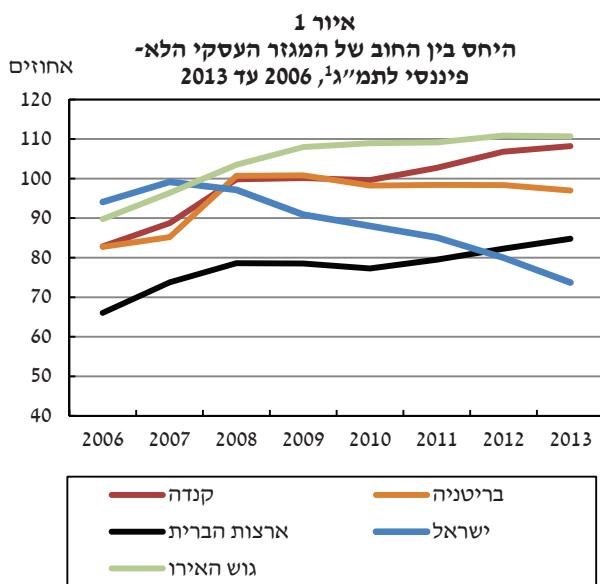
⁴ או משכנתאות ללא בטוחה.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

¹⁵ נוסף על כך תחול עלייה בהזרי הריבית גם על המשכנתאות הצמודות לממד ריבית משתנה, אך השפעה זו לא נמדדה כאן.

תיבה 2: המגורע העסקי הלא-פיננסי¹

היחס בין החוב של המגורע העסקי הלא-פיננסי לתוצר בישראל יורד מאז המשבר, והוא נמוך ביחס לשוקים מפותחים אחרים.



¹ בישראל נתוני החוב של המלכריים הפרטיטים כוללים במגורע העסקי בשעה שבמדינות אחרות הם כוללים בחוב של משקי הבית. המוקור: הנתונים על התמ"ג – קרן המטבע הבינ-לאומיות; הנתונים על החוב של המגורע העסקי – הבנק לטילוקות בין-לאומיות (BIS); הנתונים על ישראל – בנק ישראל.

החוב של המגורע העסקי הלא-פיננסי ירד בשנת 2013 והגיע ל-779 מיליארדים ש"ח². היחס בין החוב לתוצר של המגורע העסקי נמצא במעט ירידה, משיא של 131% בשנת 2007 עד לרמה של 100% בסוף 2013, והוא נמוך יחסית למוצע ארוך הטווח – 120%. היחס בין החוב של המגורע העסקי לסך התוצר במשק מצוי במעט ירידה מתמשכת, וב-2013 הוא עמד על 69%, נמוך במידה ניכרת מהרמות מרבית המדינות המפותחות (איור 1). הירידה שחלה ביחס זה מאז המשבר נובעת מכך שהחוב של המגורע העסקי בישראל גדל באיטיות במשך שבע שנים שהתווך הוסיף בקצב מהיר יחסית לקצב במדינות המפותחות. מאידיקטורים שונים עולה כי הגידול האיטי בחוב של המגורע העסקי מקורה בעיקר בגידול איטי בפיתוח של חברות לאשראי (הרחבת מופיעת בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2013).

המיןון³ של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות ירד קלות בשנת 2013 והוא נמוך יחסית למוצע ארוך הטווח שלן. יחס הנזילות של החברות עלה בשנת 2013, אולם רמתם עדין נמוכה יחסית למוצע ארוך הטווח שלהם. יחס הכספי של החברות גבוהים מעט מהממוצע ארוך הטווח שלהם.

במקביל לכך ירדו ב-2013 המרווחים בין התשואה על האג"ח הממשלתי, והם נמצאים ברמה נמוכה מבחינה היסטורית (הרחבת מופיעת בסעיפים 2.2 ו-5.ב.).

הענפים הלא-פיננסיים במשק עלולים לעורר את יציבותה של המערכת הפיננסית בשני ערווצים, ישיר ועקב: הם עלולים להשפיע על המוסדות הפיננסיים ישירות, או דרך השפעה על הפעולות הריאליות. הסיכון הישיר מתממש כאשר קשיים פיננסיים או ריאליים בענף מובילים את החברות הכללות בו לחדרות פירעון, וזוו מעוררת את יציבותם של הגוף הפיננסאי שהעמידו להן אשראי. הסיכון העקיף מתממש כאשר מיתון בענף מרכזוי במשק משפיע לרעה על היקף הפעולות בענפים אחרים, וכך על היקף הפעולות הריאלית במשק כולם, וכך על המערכת הפיננסית.

¹ הדיוון בסעיף זה מתמקד בחברות לא-פיננסיות, ללא חברות החזקה והשקעות. חברות הפיננסיות אינן נידונות כאן מאחר שהן נוטנות האשראי במשק ועל כן נידונות בפירוט בסעיפים העוסקים בביטוח ובבנקים, וכן מאחר שהן כפופה לרגולציה שונה – לרוב קפדיית יותר – מהחברות הלא-פיננסיות. חברות החזקה וההשקעות אינן נידונות כאן כי היו שבדרכם כלל אין להן פעילות משמעותית مثل עצמן ודוחותיהן הפיננסיים כוללים גם את תוכאות הפעולות של חברותיהן שנן מחזיקות; אלה האחראות נידונות בנפרד, והתייחסות לדוחות של חברות החזקה וההשקעות עלולה להוביל לסתירה כפולה של חברות המוחזקות.

² לא כולל אשראי בנקאי חזץ-מאזני.

³ המינון – היחס בין סך ההתחייבויות של החברה לסך נכסיה.

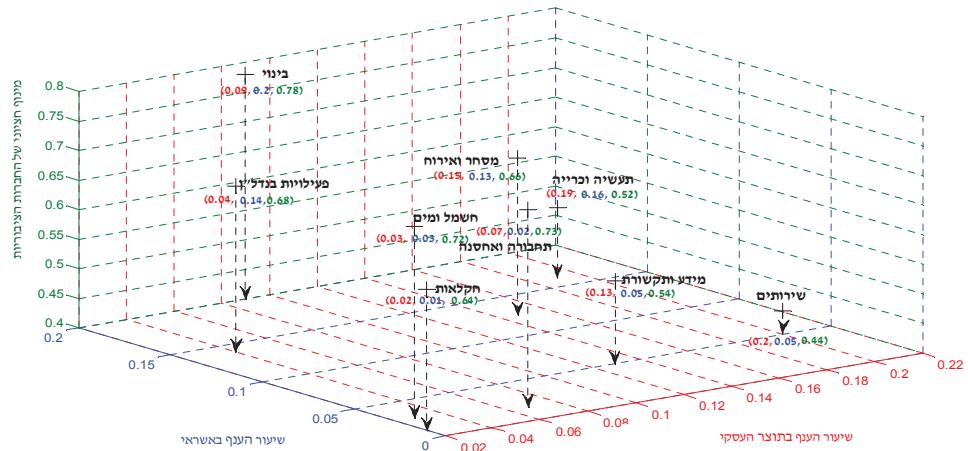
ההשפעה השילילית שיש לחדרות פירעון בענף על יציבותם של המוסדות הכספיים נגורת משקלו באשראי במשק; ההשפעה השילילית על היקף הפעולות הריאלית במשק נגורת משקל הענף בתוצר העסקי, כמו גם מידת הקישוריות של הענף – היינו איזה נתח מהתוצר שלו (במונחים כספיים) נובע מתשומות מענפים אחרים. סכום זה מבטא את סך הפגיעה שפוגעה בביטחון הענף עלולה לגרום לענפים המספקים לו תשומות.

סבירויהן של החברות הנכללות בענף להיקלע לחדרות פירעון, ולגרום להתמשות הסיכון הישיר ו/או היקף, נגוררים בין היתר ממאפייניהם הפיננסיים של חברות אלה, כגון רמת המינוף שלהן.

בהתאם לכך אנו מסוגים באירור 2 את הענפים במשק על פי משקלם בסך האשראי (אשראי בנקאי + אג"ח סחר), משקלם בתוצר העסקי, והמינוף החיצוני שלהם. באירור 3 להלן אנו מתראים את רמות הקישוריות של הענפים במשק.

ענף הבינוי וענף המסחר והאירות מטאפיקים במינוף גבוה לצד פוטנציאלי גבוה להשפעה על המערכות הפיננסית והריאלית.

איור 2
המינוף החיצוני של ענפי המשק ומשקלם בתוצר העסקי ובאשראי

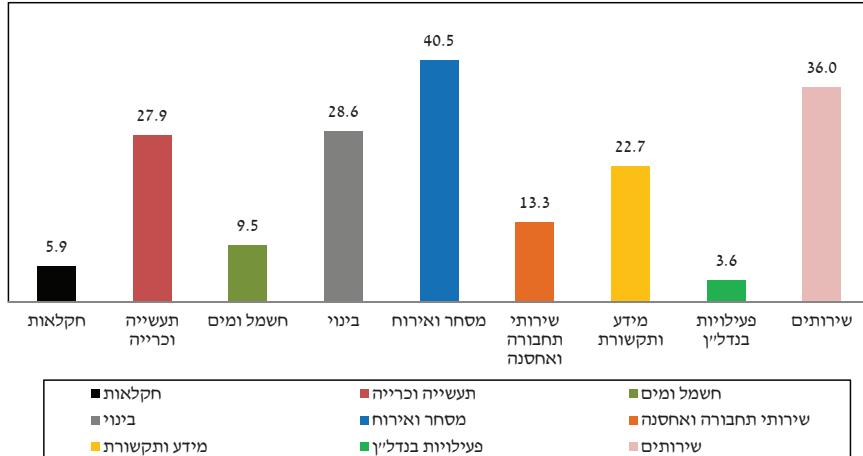


מקור: משקל הענף בתוצר העסקי ובאשראי – הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודו בנק ישראל; המינוף החיצוני בענף – דוחות כספיים של חברות ציבוריות לשנת 2013.

maioryim 2 ו-3 עולה כי לענף החקלאות ולענף החשמל והמים יש חלק קטן באשראי ובתוצר העסקי, כמו גם רמות נמוכות של קישוריות ומינוף, ולכן הם אינם מהווים סיכון מערכתי.まいור 2 עולה כי ענף השירותים וענף המידע והתקשורת מתאפיינים במשקל גבוה בתוצר העסקי, אך מאידך גיסא הם מטאפיקים במשקל נמוך בסך האשראי במשק וברמת מינוף נמוכה. ענפים אלה מטאפיקים גם בKİשוריות גבוהה ולאחר יש להם פוטנציאלי לפחות אחד בענפים אחרים, במידה שהייקלו לקשיים. רמות המינוף של החברות אינה מחייבת אפסוא על סיכון גבוה להתמשות הסיכון היישר/היקף בענפים אלו, אך במידה שהסיכון יתמשכו, צפואה להם השפעה משמעותית על הכלכלת הריאלית (הן בשל משקלם הגבוה בתוצר העסקי והן בשל השפעתם על הענפים הקשורים אליו), ודרך צפואה להם השפעה על המערכת הפיננסית. מנגד, ענף הבינוי מטאפיק במשקל בלתי מבוטל בתוצר העסקי, בKİשוריות גבוהה יחסית, ובמשקל גבוה בסך האשראי במשק, וזאת לצד מינוף גבוה, המגדיל את הסיכון להתמשות הסיכון היישר והעקיפים. בדומה לענף הבינוי, גם ענף הפעולות בנדלין מטאפיק ברמות גבוהות של מינוף ומשקל באשראי, אולם משקלו בתוצר העסקי ורמת הקישוריות שלו נמוכים יחסית. בתווך מקומיים ענף המסחר והאירות וענפי התעשייה

ענף המסחר והאירות מטאפיין בקשריות הגבוהה ביותר במונחי תשומות.

איור 3
קשריות הענפים במונחי תשומות – רכישות ישרות ועקיפות מענפים אחרים,
אומדן לסוף 2013



¹ אומדן הקשורות מבוסט על נתונים מלוחות תשומה ותפקה לשנת 2006, מוגננים על חלקם של הענפים השונים בתוצר הכלכלי לשנת 2011, ומוגננים על התוצר הכלכלי לשנת 2013. לוחות תשומה ותפקה אינם צפויים להשתנות באופן מהותי במשך כמה שנים כאשר אין שינויים טכנולוגיים משמעותיים.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודו בנק ישראל.

והכרייה, היו שهما מטאפיינים במשקל גבוה בתוצר הכספי, קשריות גבוהה (בעיקר בענף המסחר והאירות) ומשקל גבוה באשראי, אך המינוח שלהם אינו גבוה; מכאן שקיים סיכון ביוני להסתמשות הסיכון (הישיר או העקיף) הנשקפים מהם, אך להסתמשות הסיכון הטמון באחד הענפים הללו צפואה להתרלות השפעה שלילית ממשמעותית הן על יציבותם של המוסדות הפיננסיים והן על הכלכלת הריאלית בכללותה. לפיכך נטמקד להלן בניתוח המטאפיינים הפיננסיים המשפיעים על הסיכון להסתמשות סיכון ישיר או עקי בחברות הכלולות בענפי התעשייה והכרייה, הבינוי, הפעילות בנדליין, המסחר והאירות, המידע והתקשורת, והשירותים.

לוח 1 מתייחס לכל ענף מהענפים הנבדקים, והוא מציג – נכון לחץ המינוח החצינו, את יחס המינוח החצינו, את יחס הנזילות (חצינו של החץ השוטף והחצינו של החץ המהיר), ואת יחס הכספי (חצינו של יחס כיסוי צבירה ויחס כיסוי מזומן)⁴. כן מציג הלוח את המוגמות של היחסים החשבונאים בענף⁵, את ה-EDF החצינו ואת מרווה התשואה החצינו⁶ של הענף. הלוח כולל גם את הנתונים שהוצגו לעיל בדבר משקל הענפים השונים בתוצר הכספי

⁴ היחס השוטף – היחס בין הנכסים השוטפים של החברה להתחייבויות השוטפות; היחס המהיר – היחס בין הנכסים השוטפים של החברה, בניכוי המלא, להתחייבויות השוטפות; יחס כיסוי צבירה – היחס בין הרוח הפעולי של החברה להוצאות המימון שלה; יחס כיסוי מזומן – היחס בין התזרים מפעילות השוטפת של החברה להוצאות המימון שלה.

⁵ המוגמות ההיסטוריים, כמו גם תיאור המוגמות, מtabסים על חברות הצייבוריות שנכללו בענפים השונים, נכון לשוף שנת 2013. לפיכך יתכן שאם החישוב יתבסס על חברות הצייבוריות שנכללו בפועל בענפים השונים בכל שנה, הוא יניב תוצאות שונות, מאחר שלאורך השנים נמחקו חלק מהחברות וסיווגן לאחרות השתנה. היתרון בחישוב המזומן כאן נזע בכך שהוא מבטא את רמת הסיכון היחסית של חברות הכלולות ביום אחד מן הענפים הנבחנים ומנטרל את השפעתן של חברות שנמחקו ממסחר בבורסה.

⁶ EDF, expected default frequency – ההסתברות להיקלע לפשיטה רגל תוך שנה, כפי שהיא מתקבלת מהחלה של מודל להערכת ההסתברות לכשל של חברת והסתמכו לאיורים של פשיטת רגל בעבר. מרווה התשואה – המרווח בין התשואה על אג'יך קונצראנית לבין התשואה על אג'יך ממשלתית בעלת מח'ם דומה.

דוח יציבות פיננסית, יוני 2014

¹ כולם אשראי בנקאי וחואן-מאזני. המקרוֹ: משקל הענף בתוצר העס

- ישאל.

ובאשראי במשק ומידת הקישוריות שלהם, כמו גם אמידה של החלק שהחברות הציבוריות בענף מהוות בסך התוצר העסקי שלו. לבסוף, שתי העמודות האחרונות מסכמות את הערכתנו בנוגע לsiccoן הנשקף מהענף ולהשפעה שתיהיה להתמסחותו על יציבותם של המוסדות הפיננסיים.

ניתוח הנתונים שנאספו ברמת הענף מעלה כי ענף התעשייה והכריה מהוות אmens חלק מהוות מהפעולות הכלכלית ומס' האשראי במשק, אבל החברות הנכילות בו נחות מיחסים פיננסיים חזקים.⁷ בדומה לכך, ענף המידע והתקשורת מהוות אmens חלק מהוות מהפעולות הכלכלית במשק, אף הוא מתאפיין ביחסים פיננסיים חזקים, כמו גם במרקוח תשואה חיוני נמוך וב-EDF חיוני נמוך. התוצר העסקי של החברות הציבוריות מהוות חלק קטן מאוד מכלל התוצר העסקי של ענף השירותים. לכן לא ניתן להחיל על כל החברות בענף את המסקנות בדבר רמת siccoן לייציבותו, העולות מניתוח היחסים הפיננסיים של החברות הציבוריות הפועלות בו. יחד עם זאת ניתן לומר כי במקרה של משבר בענף, צפואה להשפעה משמעותית על הפעולות הריאלית, על רקע משקלו הגובה בתוצר העסקי; לעומת זאת צפואה לו להשפעה ישירה נמוכה על המערכת הפיננסית, בשל משקלו הנמוך באשראי במשק. ענף המסחר והאירוח סובל מרמת מינוף גבוהה יחסית ומהחולשות ביחסי הנזילות. לאור משקלו הניכר בתוצר העסקי ובאשראי, ובעיקר לאור הקישוריות הגבוהה שלו, פגעה בענף זה עלולה לפגוע בצורה מהותית בפעולות במשק. עם זאת, ענף זה מתאפיין בהטרוגניות גבוהה ולפיכך יתכן שפגיעה בענף תتمקד רק בחלק מהחברות בו, והדבר ימתן את המידה שבה הפגיעה תשפייע (ישירות ו/או בעקיפין) על המערכת הפיננסית. ענף הפעולות בנדלין סובל מיחסים פיננסיים חלשים יחסית (למעט יחסי הכיסוי על בסיס צבירה). משקלו של ענף זה בתוצר נמוך וכן גם המידה שבה הוא קשור לענפים אחרים, אבל במקרה של משבר בענף הוא עלול להוות Siccoן לייציבותה של המערכת הפיננסית, בשל משקלו הגבוה באשראי במשק.

ענף הבינוי בולט לרעה ביחסים הפיננסיים וביחסים התמוחור שלו. החברות הציבוריות בענף סובלות ממינוף גבוה ומנזילות חלה ביחס לענפים אחרים, ואלה משתקפים גם במרקוח התשואה הגבוהים יחסית ובהסתברות גבוהה מזו של ענפים אחרים לפשיטות רgel, הסתברות הנגררת מנתוני השוק של החברות בענף. לנוכח גודלו של הענף, קישוריותו הגובה ומשקלו הגובה בתוצר העסקי, חולשתו הפיננסית של חלק מהחברות בו מהוות Siccoן. זאת ועוד, פגעה בחברות הבנייה למגורים עלולה להוביל לפגיעה גם במשקי בית שרכשו דירות למגורים ובבנייה טרם הושלמה; פגעה שכוzo עלולה להשפייע גם על המערכת הפיננסית המספקת אשראי לדירור למשקי הבית (הרחה מופיעה בתיבה 1). לנוכח Siccoן הפטונצייאלי הנשקף מענף הבינוי לייציבותה של המערכת הפיננסית, חשוב לזכור את תקופת הגיבוש והחקיקה של הצעות הממשלה בתחום הדיור, במטרה לצמצם ככל הניתן את חוסר הוודאות שהחברות בענף זה מתחזקות עמו.

לsiccos, היחס בין החוב של המgor העסקי לתוצר נמצא בישראל במוגמת ירידה מתמשכת, ובשנת 2013 הוא הגיע לרמה של 69%, נמוך בהרבה מהיחס בין החוב של המgor העסקי לתוצר במדינות המפותחות. המינוף של החברות העסקיות הלא-פיננסיות במשק נמוך כמעט ממהמוצע ארוך הטווח שלו, ויחסי הכספי גובהים כמעט ממהמוצע ארוך הטווח שלהם; זאת בשעה שייחסים הנזילים של החברות נמוכים מהמוצע ארוך הטווח. מניתוח הנתונים הענפיים עולה כי בענף הבינוי גלים הפטונצייאלי הגובה ביותר ביוטר להתמסחות של Siccoן מערכתי, ככלומר Siccoן שמשפייע על יציבותה של המערכת הפיננסית.

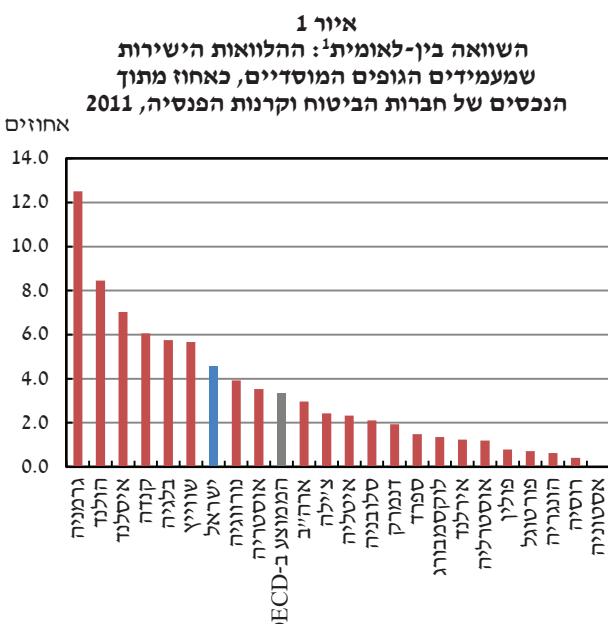
⁷ נציין כי בענף התעשייה קיימת הטרוגניות רבה, והיא מתבטאת גם בכך שמענפי המשנה השונים נשקפות רמות Siccoן שונות. לשם המכחשה, החברות מתחום הכימיקלים וזיקוק הנפט מהוות 6% מהתוצר העסקי, והן מתאפיינות במינוף חיוני גבוה ובמוגמת ירידה ניכרת ביחסים הנזילים; מכאן ששסiccоן הנשקף מהן גבוה. מנגד, החברות העסוקות בייצור מזון ומשקאות מהוות 2% מהתוצר העסקי והן מתאפיינות במינוף נמוך ובמוגמת עלייה ניכרת ביחסים הנזילים; מכאן ששסiccоן הנשקף מהן נמוך יחסית.

תיבת 3: הלוואות היישרות שמעניקים הגוף המוסדיים

1. הרקע וההתקפות המרכזיות

הגוף המוסדי – חברות הביטוח, קופות הגלם וקרן הנסניה – מהווים כיום שחקנים מרכזיים בתחום של מתן אשראי, והם מתחרים במערכות הבנקאיות על מנת אשראי עסקי. תוך עשור הכספי המוסדיים את חלקם בסך האשראי העסקי הלא-פיננסי הנitan במשק – מכ- 9% ב- 19% בשנת 2004 לכ- 19% בינואר 2014 – וזאת דרך גידול בשיעור האשראי הנitan באמצעות אג"ח סחריות ובلت"י סחריות ודריך הלוואות ישירות.

החלק שהחלוות היישרות מוחות בתיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים בישראל גבוה מה ממוצע OECD-ב-



¹ הנחותים על קופות הגלם אינס מופעימים בנסיבות OECD-ה. ועל כן אינם נכללים בהשוואה. מסcour : OECD .

היקף ההלוואות היחסורות שהמוסדיים מעמידים
למגזר העסקי עליה בחודות, מכ-5 מיליארדי ש"ח (כ-
1% מתיק ההש��ות) בשנת 2004 לכ-45 מיליארדי
ש"ח (כ-4% מהתיק) בינוואר 2014. מהשוואה בין-
לאומית (של חברות הביטוח וקרנות הפנסיה בלבד)
עליה כי החל משנת 2011 שייעור ההלוואות מהתיק
עליה על הממוצע בע-OCED אירע (1).²

התפתחויות אלה הוליכו להקמתה של הוועדה לבחינת האופן שבו גופים מוסדיים משקיעים בהלוואות מתאימות ("וועדת גולדשטייט"), ובדוח שועודה זו הגיעה באפריל 2014 היא המליצהBIN היתר על אסדרת המבנה וה血脉 של התאגידי הרואים לגוף מוסדי שמעניק הלוואות, אסדרת השתפותם של גופים מוסדיים בעסקאות סינדייקציה³, שיפוריהם בධיווח לממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון על פרטיה הלוואות, דיווח לציבור על היקף הלוואות שנקלעו לקשיים, ועוד.

תיבה זו סוקרת את ההתפתחויות המרכזיות בערוץ ההלוואות הנידון ומציגה מאפיינים כמותיים של תיק הלוואות הקיטים.

הלוואות יסירות בערז אשראי חלופי

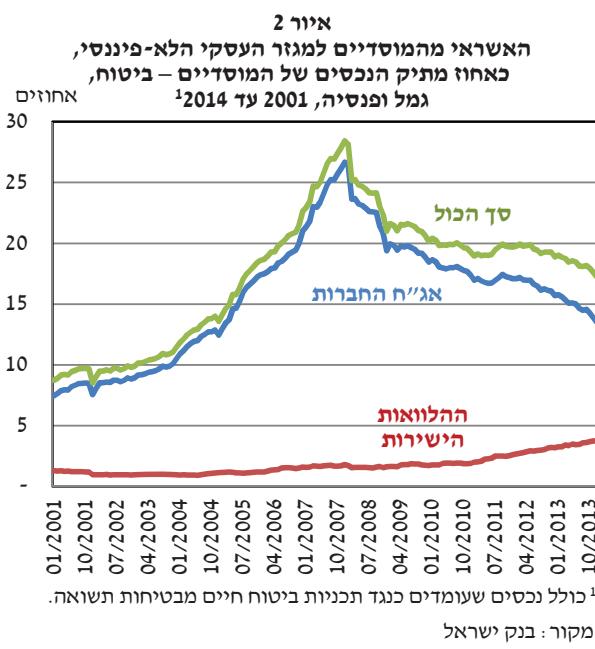
הגידול בהלוואות מוגדים נבע בעיקר מגידול מהיר מאוד בהיקף הנכסים. זה גדל מ-667 מיליארדי ש"ח בסוף 2008 ל-1,158 מיליארדי ש"ח בתחילת 2014, והדבר אילץ את המוגדים לחפש עוד חלופות השקעה בעלות מח"מ (משכ חיים ממוצע) ארוך, בהתאם לאופי הטווח של התכתיויותיהם, וכן הניע אותם להגדיל את ביזור הסיכון בתיק שלהם.

¹ ללא האשראי הניתן למוסדות פיננסיים.

² ראוי לציין כי קיימת הערצת חסר לגבי השיעור שההלוואות מהוות בתיק הנכסים של הגוף המוסדיים בחו"ל, לפני שחלק מההלוואות ניתנות דרך קרנות מיוחדות לכך ועל כן נכללות בסעיף ההשוואה.

³ עסקה שבה גופ פיננסי יוזם ומארגן אשראי, וכמה גופים ממוננים חלק מההלךואה.

החלק שההלוואות היישירות מהוות בתיק הנכסיים של המשקיעים המוסדיים גדול בד בבד עם הירידה בחילוק של אג"ח החברות.



במקביל לעלייה המהירה בערזץ ההלוואות היישירות נרשמה ירידה בשיעור שאג"ח החברות מהוות בתיק הנכסיים – מ-26.5% מהתקיך בינוואר 2008 ל-13.5% בינואר 2014 (איור 2).⁴

שאלת אפוא השאלה מדוע מגדלים המוסדיים את שיעור ההלוואות שהם נתונים ובקביל מקטינים את החזקותיהם באג"ח החברות. נראה כי המלויים, ככלומר הגוף המוסדיים, מוצאים בהלוואות כמה יתרונות יחסית להשקעה באג"ח חברות: העמדת הלואה כוללת מוו"מ ישיר בין הלואה לגוף המוסדי, ובמסגרתו יכול המלווה להשיג תנאים שמתאימים לו באופן ספציפי (כגון בטוחות, אמות מידת פיננסיות, ריבית וכו'). תנאי האג"ח לעומת זאת נקבעים בעת ההנפקה ואינם מתאימים בהכרח לצרכיו של הגוף המוסדי; בשלב של ניהול החוב המלווה יכול לקבל החלטות עצמאיות, בהתאם לאינטרס הכלכלי שלו, ואילו ניהול של אג"ח נעשה באופן קולקטיבי ולמחזיקם עשויים להיות אינטרסים שונים; המלווה אינו חייב לדוחן לצורך על מקבלי ההלוואה, בשעה שתפקיד האג"ח שהוא מחזיק עליו לפרנס. לדיסקרטיות משמעותית רבה כאשר חברה מתנסה לפ्रוע את חובה, שכן כך המלווה אינו נאלץ לחושף את הפסדיינו ומנע מפגיעה במוניטין שלו; השיקעותיהם של גופים מוסדיים באג"ח חברות כפופות לאסדרה הדזקה יותר מאשר שהתפרסמו המלצותיה של הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעריכים אשראי באמצעות רכישת אג"ח לא ממשתירות ("יעדת חודק"). יכול להיות אם כן שלמוסדיים יש מוטיבציה לשימוש בערזץ ההלוואות היישירות כדי להנות מריביתראז' רגולטורית. עם זאת ראוי לציין כי משרד האוצר פרסם בשנים האחרונות כמה חוות שמשדיים את ההלוואות, ואם יישמו את המלצותיה של ועדת גולדשטיידת תפחית המוטיבציה הנובעת מהיבט זה.

בדומה למלוויים, גם ללויים יש נימוקים להעדיף את ההלוואות היישירות על פני הנפקת אג"ח, ואלה הם השניים המרכזיים: ראשית, קבלת ההלוואה אינה כרוכה בפרסום תשקיפים, בניגוד להנפקה. שנית, הלויים יודעים כי בגיןו לאג"ח סחרירות, החוב שנטלו בדרך כלל לא יחלף ידיים במהלך חייו של החוב, והדבר מקנה להם יותר ודאות לגבי הצפי במקרה שייתקשו לפrou את חובם. לעומת זאת יש יתרונות גם יחסית לאשראי הבנקאי. בפרIROUT, היצע המקורות בגופים המוסדיים גדול, כתוצאה הגידול המהיר בנכסיים, בשעה שבבנקים הוא גדול במידה פחותה, בעקבות תהליכי ההגדלה של הון הליבה; לפיכך ניתן ששיעור האשראי בערזץ ההלוואות היישירות נמוך יחסית למחירו של האשראי הבנקאי. יתר על כן, ניתן כי חלק מהלוויים אינם יכולים עוד ללוות מהמערכת הבנקאית בגלל המוגבלות על לווח בודד וקבוצת לוויים, והם זוקקים למקורות אשראי אחרים.

⁴ יש להזכיר כי השינויים כוללים השפעות כמות ומחיר.

גם מנקודת המבט של המשק בכלל, ושל היציבות הפיננסית בפרט, יש יתרונות להנפקת ההלוואות הירושה. ראשית, היקף הנכסים של הגופים המוסדיים צומח במהלך השנים, ואופיין ארוך הטוחן של ההתחייבות של גופים אלה מאפשר להם להשאיר פועלות ארוכות טווח, כגון בניית תשתיות. שנית, כאשר האשראי ניתן בהלוואה ישירה, הגוף המוסדי קובע את מחיר ההלוואה, בהתאם למידת הסיכון שלה. לעומת זאת, בשוק האג"ח הגוף המוסדי רואה את מחיר ההלוואה כנתון. במקרה שבharga יש חשש שתמחור האג"ח אינו מתאים לסיכון הכלום בהן, יש חשיבות רבה לעורך חלופי שהמחיר בו אינו קבוע רק באמצעות כוחות השוק. יתרון זה יגדל ככל שה גופים המוסדיים יצברו ניסיון במהלך האשראי.

מאידך גיסא ישנים כמה היבטים שעולמים להוות מקורות סיכון במידה שהעורך הנידון ימשיך להנפקה בקצב הנוכחי ויהפוך למקור אשראי יותר: בשעה שהבנקים בדרך כלל מספקים ללוהו קשת רחבה של שירותים, נמצאים עמו בקשר שוטף, ומחזיקים במידה רב ועכני על מצבו הפיננסי, הגוף המוסדי בדרך כלל פועל עם הלואה רק בעורך ההלוואות ולכן עלול ללמידה באיחור על הרעה במצבו. כמו כן, במקרה שהגוף המוסדי רוכש הלואה שבנק העמיד, הדבר עלול ליצור לו סיכונים חמויים, משום שבין הבנקים והמוסדיים קיימת א-סימטריה מבחינת המידע על טיב ההלוואות והלוויים, ומשום שההמקרה עלולה לפגוע בתמראץ של הבנקים לנטר את ההלוואות CIAOT. כל אלה – יחד עם חוסר השקיפות והדיסקרטיות היחסיים בערך הנידון – מבהירים כי יש להמשיך להתאים את הרגולציה ולישם במהירות את מסקנותיה של ועדת גולדשטיידט.

2. מאפיינים כמותיים של תיק ההלוואות הירושה

המדובר שברשותנו כולל 36.1 מיליארדי ש"ח, ואלה מהווים 97.3% מיתרת ההלוואות הירושה של הגופים המוסדיים (לא הנוסטרו) ברבעון השלישי של 2013. מקור הנתונים על ההלוואות בדוח הרכב הנכס בرمת הנכס הבודד של חברות שמנחות כספי פנסיה, גמלותכניות ביטוח חיים משתפות ברוחחים של 13 גופים מוסדיים גדולים.⁵ ההלוואות מהוות 4.3% מסך הנכסים של עצמם גופים, והמלואה הגדול ביניהם מלווה 6.8 מיליארדי ש"ח, 9% מסך נכסיו (לא הנוסטרו). הלוים בדרך כלל גדולים יחסית – מעל 85% מההלוואות גדולות מ-40 מיליון ש"ח. לשם השוואה, חלוקם של הלוים הגדולים בחמת הבנקים הגיעו עד לשנת 2012 על כ-40% בלבד⁶.

רוב ההלוואות (9.9 מיליארדי ש"ח 96.7%) ניתן עבור פעילות הלואה בישראל ורק מיעוטן (3.3%, 1.2 מיליארדי ש"ח) ניתן עבור פעילות בחו"ל. המידע על האחרונות לוקה בחסר ועל כן נתרכו בהלוואות שניתנו עבור פעילות בארץ.

ההלוואות מדוחות לפי סוג הביטחונות (איור 3), ורק 6.3% מהן אין מבוטחות. 9.3% מההלוואות ניתנו למשקי הבית החוסכים דרך הגופים המלויים, והbijthon להלוואות אלה הן תכניות הפנסיה, הgemäß או ביטוח החיים של העמיטים. ההלוואות המבוחחות במשכנתה הן ברובן⁷ יתרות⁸ של משכנתאות למשקי בית, והשאר ניתנו למזרע העסקי. מרבית ההלוואות מבוחחות בביטוחנות המשתייכים לקטגוריה "אחרים" (לגבי כל הלואה מחייב הגוף המוסדי על סוג הביטחונות, בהתאם לנכס הלווה – למשל, מנויות, מבנים, וכו'). מעטה ואילך נשתמש בצירוף "הלוואות למזרע העסקי" כדי לציין את סכוםן של כל ההלוואות למעט אלו שניתנו נגד חיסכון עמייתיים ומבוטחים ואלו שמבוחחות במשכנתה.

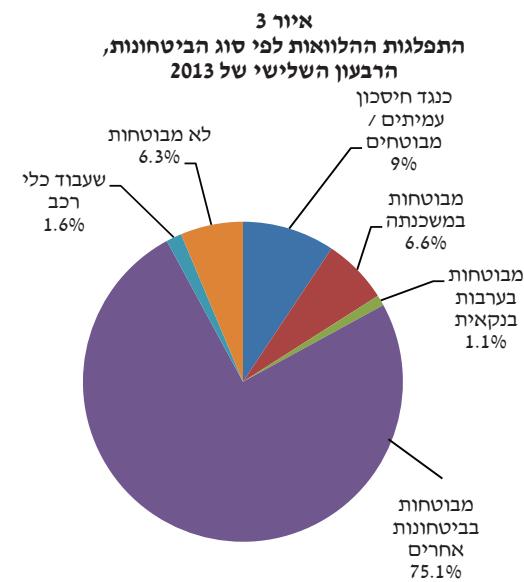
⁵ הדוח מפורסם באתר האינטרנט של כל חברת ניהול או תאגיד שלט וככל את מאפייני ההלוואה הבאים: סוג הביטחונות, הדירוג, המדרג, המכ"מ, סוג המטבח, שיעור הריבית הממוצע, התשואה לפדיון, הערך הנוכחי והשווי ההוגן. כל תאגיד מקדים את זהות הלואה ומשיק לך זו את כל הלואותיו.

⁶ אחת הנסיבות העיקריות לכך היא שלבנקים מערך טנפים רחב, כוח אדם וניסיון רב בעיסוק באשראי.

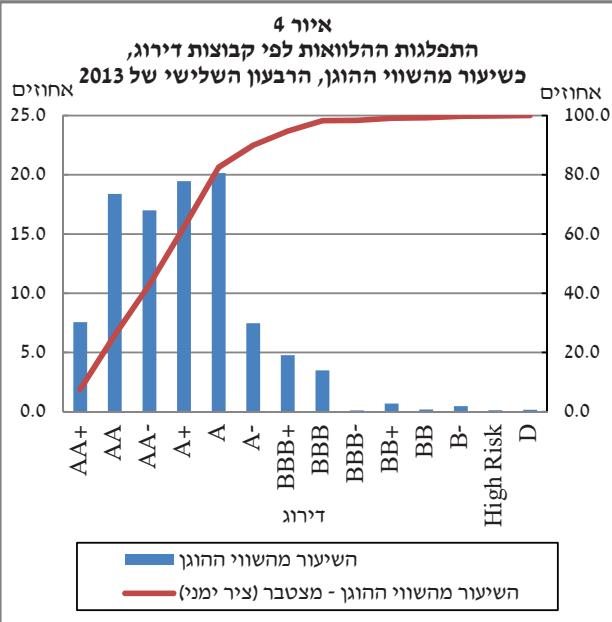
⁷ בדיקה שנערכה בנק ישראל העלתה שכ- 90% מההלוואות בסעיף זה ניתנו למשקי בית.

⁸ רק גוף מוסדי אחד נותן משכנתאות חדשות.

לרוב ההצלאות מהמוסדיים יש בביטוחנות, אולם טיבם אינו ידוע.



ליותר מ-80% מההצלאות המדורגות שהעמידה המוסדיים יש דירוג של A ומעלה.



החוור שפרסם הממונה על שוק ההון, הביטוח והחינוך באוגוסט 2013 ("כללי ההשקעה החלים על הגוף המוסדיים") קובע כי גוף מוסדי ראשי להענק הלוואה ובלבד שהיא מדורגת בדירוג השקעה על ידי מודל דירוג פנימי או חיצוני. ניתן להעמיד הצלאות בלתי מדורגות כלל, אך זאת בשיעור המגיע עד 3% מנכסיו של הגוף המוסדי ובתנאי שתיהה בטוחה מספקת כנגד הלוואה. במקרים שברשותנו 91% מההצלאות למגזר העסקי מדורגות, אולם רק 47.9% מתוכן מדורגות בידי אחת משתי חברות הדירוג בישראל, "מעלות" ו"מדרוג", ואילו היתר מדורוג בידי מודלים פנימיים של הגוף המוסדיים. כפי שניתן לראות באיור 4, ליותר מ-80% (22 מיליארד ש"ח) מההצלאות המדורגות יש דירוג של A ומעלה. בדירוגים הנמוכים (BBB- ומטה) נמצאים רק 1.6% (0.46 מיליארד ש"ח) מההצלאות.

כאמור לעיל, אחד היתרונות המרכזיים של המשקיעים המוסדיים נועד ביכולתם להעמיד הצלאות לטוחה ארוך, הודות לאופי ארוך הטוחה של התחייבויותיהם. היבט זה בולט כאשר בוחנים את התפלגות ההצלאות לפי המבחן'ם – משך החכים הממושך – שלහן. כפי שראינו באיור 5, למרבית הצלאות אכן יש מח'ם ארוך יחסית – ל-53.7% מהשווי ההוגן של הצלאות יש מח'ם גובה מ-5 שנים, והמח'ם הממושך של כל הצלאות עומד על 5.4 שנים. מבחינה זו אין שונות רבה בין הגוף. לשם השוואה, המבחן'ם בשוק האג"ח הסחרות עמד באותה תקופה על 3.7.

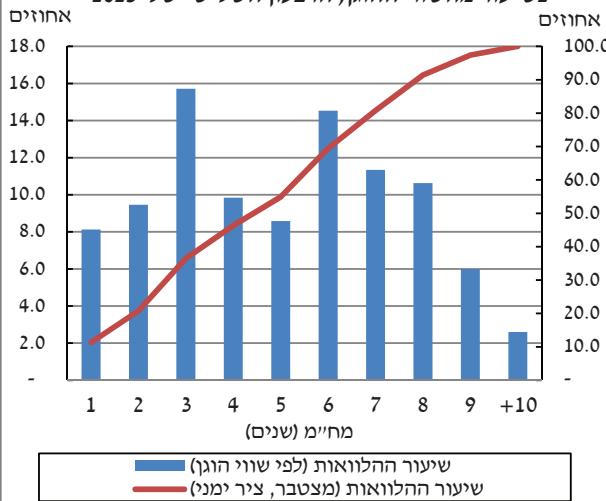
התשואה לפידון הריאלי⁹ של תיק ההצלאות משקפת את מידת הסיכון הגלום בתיק, והיא נגזרת ממאפייני הלוואה, כגון המבחן'ם, הביטוחנות, וכיו"ב.

איור 6 מציג נתון זה עבור כל אחד מארגוני המוסדיים, ונראה כי שלושה גופים מתאפיינים בערך גובה יחסית לאחרים. כאשר משתמשים

⁹ אף על פי שאין פירוט באשר לשאלת אם מדובר בהצלאות צמודות או בלתי צמודות למדד, מבדיקה שערכו עולה כי רובן ככלון צמודות למדד ועל כן התשואה לפידון ריאלית.

המוסדיים העמידו הלוואות לטווח ארוך יחסית – המ痴'ם של חן
גובה מ-5 שנים

איור 5
התפלגות הלוואות לפי מ痴'ם,
בשיעור מהשווי ההוגן, הרביעון השלישי של 2013

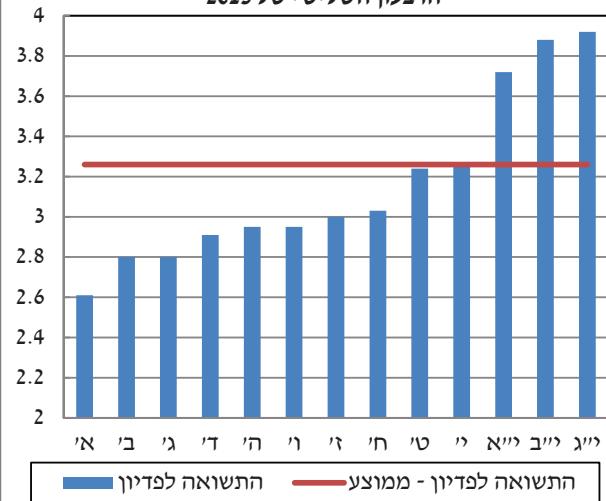


התשואה לפדיון של תיק הלוואות משקפת את מידת הסיכון הכללי בו, ושלושה גופים מתאימים בערך גובה.

ברגרסיה כדי לפרק את התשואה לפדיון למאפייני הלוואות שעשוים להשפיע עליה¹⁰, מוצאים בכך כי התשואה גבוהה יחסית של אותן גופים נובעת מתחילה הלוואות בעל מאפיינים מסוימים יותר.

לsicום, מכלל הממצאים לעיל עולה כי, בכלל,תיק הלוואות היישרות של הגופים המוסדיים מכון להלוואות גדולות, לטוח ביןוני-ארוך, בדירוגים אינטלקטואליים ועם ביטחונות. הרגולציה הקיימת, ועמה הרגולציה שועדת גולדשטייט המלצה עליה, אכן ממתנת את מידת הסיכון בתיק הוצאות להgelות על הדירוגים והרכזיות והודאות לשיפור משמעותו של המשל התאגידי. אף על פי כן, לאחר שערוץ הייחודיים, יש להגברת השקיפות של העroz על ידי כך שהרגולטור ידרוש לכלול בדיכוי התקופתיים מידע נוסף על מאפייני הלוואה. כן יש לשקלול להגברת את השקיפות כלפי הציבור. זאת בתנאי שהגברת השקיפות לא תפגע בתועלות הטמונה בעroz, תועלת שנובעת בין השאר מהדיסקרטיות שלו.

איור 6
התשואה לפדיון הריאלית של תיק הלוואות,
כל אחד מה גופים המוסדיים,
הרביעון השלישי של 2013

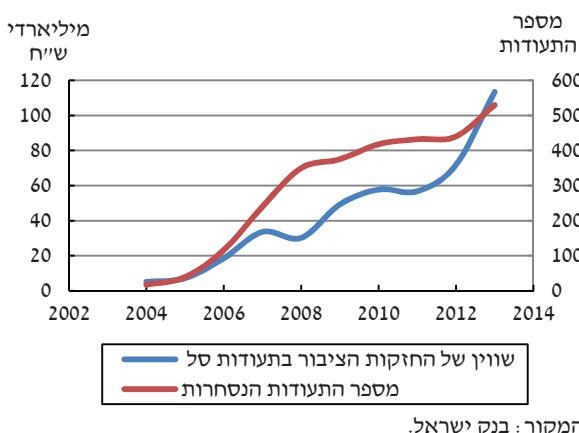


¹⁰ המשתנה התלוי ברגרסיה הוא התשואה לפדיון והמשתנים המסבירים הם המ痴'ם ומשתני דמי לסוג הביטחונות ולדירוגים.

תיבה 4: תעוזות סל

שוק תעוזות הסל בישראל מתחפתח בקצב מהיר מאוד הן מבחינת מספר התעוזות והן מבחינת שוויון של החזקות הציבור בהן.

איור 1
מספרן של תעוזות הסל הנsectorות ושוויון של החזקות הציבור בהן, 2004 עד 2013

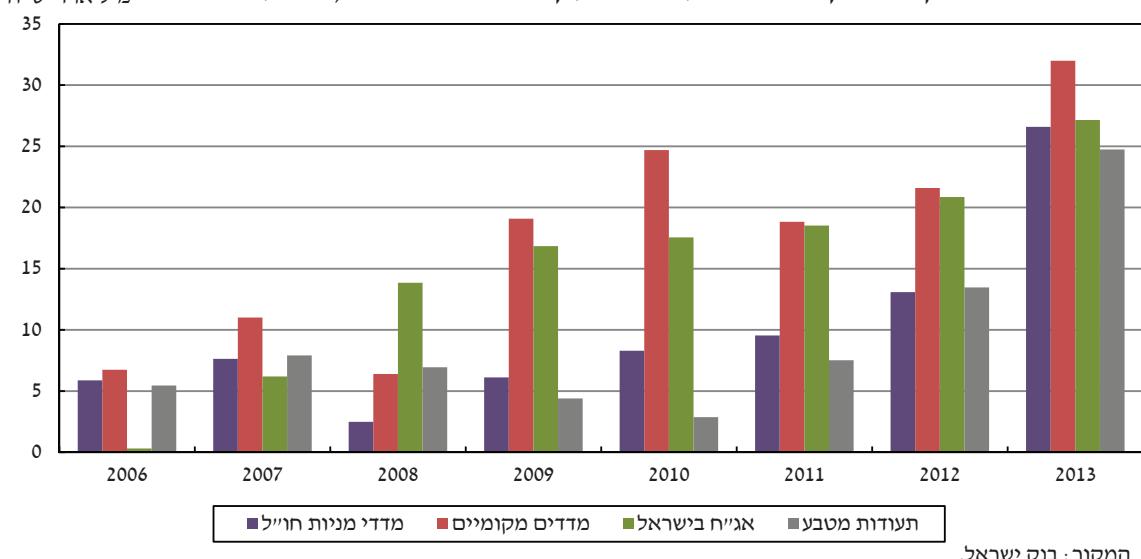


תעוזת סל (exchange traded note, ETN) היא נייר ערך שיעקב אחר תשואהוטי של נכס או תיק נכסים, כגון מדדי מניות, בהתאם למפורטים בתשקיף שלו. תעוזות הסל כמה יתרונאות. ראשית, כאשר תעודה עוקבת אחר מדדי מסוימים, היא מאפשרת לחוסכים להשקיע במספר רב של נכסים וכך לגוון את תיק ההשקעות ולפזר סיכון, וזאת ללא עלות הכרוכה ברכישה נפרדת של כל נכס ובעודכו שוטף של משקלות הנכסים בהתאם לשינויים בהרכב המדד. שנית, תעוזת סל היא נייר ערך סחר. לבסוף, תעוזות הסל מאופיינות בניהול פסיבי – המנהל מסתפק ברכישת הנכסים המרכזיים את המדד – והדבר מאפשר לו לגבות מהמשקיעים דמי ניהול נמוכים יחסית לאלו הנגבים במכשוריהם המאופיינים בניהול אקטיבי.

שוק התעוזות בישראל התפתח בשנים האחרונות בקצב מהיר מאוד הן מבחינת מספר התעוזות והן מבחינת שוויון של החזקות הציבור בהן: המספר עלה מ-17 בסוף 2004 ל-530 בסוף 2013, והשווי – מ-1.4-

בשנים האחרונות ניכרת מגמת עלייה במשקל השווי של החזקות הציבור בתעוזות הסל העוקבות אחר מדדי מנויות בחו"ל ולאחר מטבעות.

איור 2
שוויון של החזקות הציבור בתעוזות סל שעוקבות אחר נכסים שונים, 2006 עד 2013



מיליארד ש"ח (0.09% מתיק הנכסים של הציבור) ל-113 מיליארד ש"ח¹ (4% מהתיק; ראו איור 1). שוק זה מתאפיין בהיקף משמעותי גם בהשוואה בעולם: מספר התעוזות ל-100,000 נפש עומד בישראל על 6.52, והוא גבוה מהנתון המקביל במרבית השוקים.

כאשר מנתחים את שוק התעוזות על פי נכסים המרכיבים, מוצאים כי בשנים האחרונות יורדת משקלו של שווי ההחזקות בתעוזות העוקבות אחר מדדי מנויות בחו"ל ולאחר מכן (איור 2). מוגמה זו עקביות עם מגמת הגידול בחלק שהשקעותיהם של תושבי ישראל בחו"ל מוחות בтик הנכסים הפיננסיים של הציבור.

הסיכום הנשכח מtauודות סל ליציבותה של המערכת הפיננסית

tauודות הסל משתייכות לבכורה רחבה של ניירות משפחת "מוסרי המדדים". מאפייני ההסכם בין מנפיק הנieur למחזיק משתנים על פי סוג הנieur. שם המשחה, המוצרים הקרובים ביוטר בעולם לתעוזות סל – קרנות סל (exchange traded fund, ETF) – הם ניירות ערך סחרים המקיימים למחזיק בהם זכות קניינית בנכס הקרן (או נגזרת מחלוקת היחסית של היחידות שביבדו), אך אינם מתחייבים להעמיד לרשותו את תשואתו של נכס המענק אלא רק להשתדל לעקוב אחריה. לעומת זאת, tauודות סל הן tauודות התchiaיות שאינן מעניקות למחזיק כל זכות קניינית בנכסיםtauודה, אך מנקות לו התchiaיות שמנפיק tauודה יעמיד לרשותו את תשואתו המדוקפת של נכס המענק או לחופין את נכס המענק עצמו.

המוחזיק בתעוזת סל חשוב אפוא לסיכון אשראי (להלן "סיכון אשראי למחזיק"). סיכון זה עשוי להתמשם במידה שתיממשו סיכונים שונים למןפיק tauודה (להלן "הסיכונים למןפיק"), לרבות (א) התכשות בלתי מלאה של מנפיק tauודה בנכס המענק יחד עם היוצרות פער בין מחירי הפדיון של tauודה (אלה הם למעשה התchiaיות tauודה) לשווי הנכסים הנקי שלה (פער זה יכול להיות בין "מחיר פדיון שלילי" והתרחש הnidon – "סיכון אשראי למןפיק"), ו-(ב) ירידה בשווי הנכסים הנקי של tauודה כתוצאה מחדרות פירעון של צד שלישי (להלן "סיכון אשראי למןפיק"). תרחיש זה עשוי להתמשם בין היתר כאשר tauודה משקיעה את נכסה אצל צד שלישי שנקלע לחדרות פירעון, ובפרט כאשר tauודה מתחסנה בגין ריסוסים של נכס המענק (ולא בנכס המענק עצמו), והגורם שהעסקה נעשתה עמו נקלע לחדרות פירעון.

התממשות הסיכונים למןפיק של tauודה עלולה להוביל לכך שהוא לא יוכל לעמוד בתchiaיותיו כלפי המחזיקים באותו tauודה – ככלומר להוביל להתמשותו של סיכון אשראי למחזיק, וזה מצד אחד עלולה לגרום לכך שהמשקיעים יאבדו אמון במקשיר ויעמידו לפדיון tauודות רובות תוך פרק זמן קצר. הדרישת של המשקיעים לפדות את tauודות במחראות עלולה להשפיע לרעה על יציבותם של בתיה ההש侃ות המנהלים tauודות סל וכן תוביל לכך שהמנפיקים ימשחו היקף נרחב של נכסים המענק, ודבר זה מצד שני עלול להשפיע על שערי הנכסים בשוק כולם. רמת הריכוזיות הגבוהה בשוק tauודות הסל עלולה להגדיל את ההשפעה השילית של התממשות סיכון אשראי למחזיק.² הסיכוןnidon רלוונטי במיוחד לשוק הישראלי, היה שайн בו תשתיות חוקית לפעלויות של קרנות סל, וכן מוצר המדד הנפוץ בו – בגין שוקים בעולם – הוא דוקא tauודות סל.

¹ כולל 25 tauודות מטבח ששויה של החזקת הציבור בהן עמד, נכון לסיוף 2013, על 25 מיליארדי ש"ח.

² מספר הגופים הפעילים בשוק עומד על ארבעה בלבד, נתח השוק של שלושת הגופים הגדולים בשוק (מדד CR₃) עומד על 0.89, וממד הרפינדל-הירשמן עומד על 0.28.

ЛОח 1

**בתום 2013 נרשם יחס שווי שוק גבוה בתעדות הסל העוקבות אחר מدد ת"א בנקים
ויחס מחזוץ מסחר גבוה בתעדות הסל העוקבות אחר מدد ת"א בנקים ואחר
מדד ת"א 25**

חברות	ת"א בנקים	ת"א מקומי	מניות		
			והMRI		
			כללי	ת"א 100 בנקים	ת"א 25
יחס שווי השוק	12%	4%	5%	5%	8%
יחס מחזוץ המסחר	15%	5%	17%	17%	26%

¹ המונה ביחס שווי השוק של מدد (בחירה זו – מدد החישוב) מחושב על בסיסו הנכסים של התעדות העוקבות אחר מدد החישוב, בתוספת החלק משווי הנכסים של התעדות העוקבות אחרי מدد אחר שככל מנויות שנכליות בממד החישוב. לדוגמה, המונה ביחס שווי השוק של ממד מנויות הבנקים מחושב על בסיסו שווי התעדות העוקבות אחר מدد ת"א בנקים, בתוספת חלקים משווי התעדות העוקבות אחר (1) (2) (3) ממד ת"א, 25, (2) ממד ת"א 100 ו-(3) ממד ת"א פיננסים שימושיים למנויות הבנקים (על פי משקלן של מנויות הבנקים במדדיהם בלבד).

המקור: עיבודי בנק ישראל.

היקפה של ההשפעה השילית שיוצרת בשוק העמدة של תעוזות רבות לפדיון מהיר נגזר בין היתר מיחס שווי השוק – היחס בין שווין של החזקות הציבור בתעדות הסל העוקבות אחר ממד מסוים לבין שווי השוק של אותו ממד³ – ומיחס מחזוץ המסחר – החלק שמחזוץ המסחר בתעדות הסל העוקבות אחר ממד מסוים מהווה בכלל מחזוץ המסחר בנכסים הנכליים באותו ממד.

ЛОח 1 מפרט את יחס שווי השוק ומחזוץ המסחר של תעוזות הסל העוקבות אחר ממדיהם ומיניות והMRI ואג"ח חברות, וכן יחסים דומים לגבי מדדים ספציפיים, נכון לסוף 2013.

תחת הcotורת "מיניות והMRI" כללוי ניטן לראות כי היחס בין שווין של תעוזות הסל העוקבות אחר ממדיהם והMRIים לבין שווי השוק של ממד מנויות והMRIים בישראל עומד על 8%, נכון לסוף 2013⁴. אולם התעדות שפדיון מהיר צפוי להשפיע ישירות על השערם בבורסה הן אלו העוקבות אחר ממדים בבורסה המקומית. היחס בין שווין של תעוזות אלו לשווי של ממד מנויות והMRIים בישראל מופיע תחת הcotורת "מיניות והMRIים מקומי" והוא עומד על 5% בלבד. כאשר בוחנים את יחס שווי השוק של התעדות העוקבות אחר ממדים ענפים, בולט היחס של התעדות העוקבות אחר ממד ת"א בנקים: בשנים האחרונות עלה יחס זה ברציפות, מ-6% ב-2009 ל-12% ב-2013. אם יתמשש סיכון האשראי למוחזק בתעודה שעוקבת אחרי ממד זה, הדבר עלול להוביל לכך שככל התעדות הדומות יועמדו לפדיון תוך מימוש נכסים המרכיב (במקרה זה מנויות הבנקים), ותרחיש זה מצדיע להוביל לירידה חריפה בשעריה.

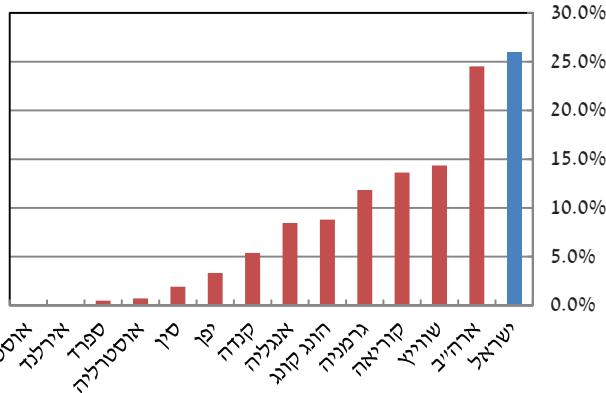
יחס מחזוץ המסחר של התעדות העוקבות אחר ממדיהם והMRIים עומד בישראל על 26%, והוא גבוה מאוד בהשוואה בין-לאומית (איור 3). יחס מחזוץ המסחר של התעדות העוקבות אחר ממדיהם והMRIים בבורסה המקומית, ושל התעדות העוקבות אחר ממד ת"א 25, עומד על 17%. יחס מחזוץ המסחר של התעדות העוקבות אחר ממד ת"א בנקים עומד על 15%, והוא גבוה במידה ניכרת מהיחסים המוחושבים על מדדים ענפים אחרים.

³ יחס מחזוץ מסחר גובה משקף מצב שבו המנהלים של תעוזות הסל הם השחקנים המרכזיים בשוק שנכסי המרכיב נסחרים בו. במקרה זה קיים חשש שאם כל המנהלים יעמידו את נכסים המרכיב למימוש מהיר, לא יהיה די בביטחון של השחקנים הנוטרים כדי לקלוט את הנכסים המוצעים, והדבר יוביל לירידה נוספת בשעריהם.

⁴ לשם השוואה: בארה"ב – שוק שהמסחר במוצרים מודדי נפוץ בו מאוד – היחס עומד על 7%, ובקנדה הוא עומד על 3% בלבד.

בבשואה לעולם נרשם בישראל בתום 2013 יחס גבוה מאוד בין מחוזר המשחר בגורמים המושחר לבין גורמים העוקבים אחר מדדי מנויות למחוזר המשחר במניות עצמן.

איור 3
השוואה בין-לאומיות: היחס בין מחוזר המשחר בגורמים העוקבים אחר מדדי מנויות לבין מחוזר המשחר במניות עצמן¹, סוף 2013



¹ בישראל (במדינות האחרות) מוצר המัดד הנפוץ הוא תעודות של קרנות סל, והיחס מוחשב בין מחוזר המשחר בתעודות הסל (קרנות הסל) העוקבות אחר מדדי מנויות לבין מחוזר המשחר במניות עצמן.

המקור : אתר האינטרנט של World federation of exchanges ועיבודי בנק ישראל.

הצעת חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 21) (תעודות סל וקרנות סל), התשע"ב-2012

במצב החוקי השורר כיום בישראל, פעילותן של תעודות הסל מוסדרת באמצעות צו ניירות ערך, וזה מחייב על הגופים המנהליים בעיקר חובת גילוי, ללא מאפיינים משמעותיים של פיקוח. זאת בשעה שפעולותם של מ Crushersים בעלי מחות כלכלית דומה, כגון קרנות נאמנות, מוסדרת בחוק השקעות משותפות בנאמנות, חוק שכולל גם מאפיינים רבים של פיקוח. פער זה מוביל לארביטראז' רגולטורי שכן הוא מתמרץ מנהלים להנפיק תעודות סל ולהעדיף על פני קרנות נאמנות בעלות מחות כלכלית דומה.

ນצין כי בפועל הגופים המנהליים את תעודות הסל מקיימים מגנוני פיקוח ובקרה שכוללים בין היתר בדיקות שוטפות במטרה לאטור סימנים לקיומו של סיכון שוק למגנטיך ופעולות לצמצום סיכון האשראי למגנטיך. אולם עצם קיומם של המנגנונים והיקפם פועלותם הם וולונטריים בעיקרם.

ב奏י 2012 פרסמה הרשות לנירות ערך הצעה לתיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות. הצעה זו נועדה להבהיר את הפעולות בתעודות הסל בישראל ממשטר של גילוי למשטר של פיקוח וכן ליצור תשתיית חוקית לפחותות של קרנות סל. ההצעה כוללת גם הוראות הנוגעות לצמצום הסיכון המערכתי הנשקף מהתעוזות סל, לרבות (א) כל יחידה של תעודות סל תקנה למחזיק זכות בנכסי התעודה, וכן יצטמץ הרכיב התחביבתי של מנפיק התעודה להפרש בין מחיר הפדיון של היחידות שהנפיק לשווי החלק שיש למחזיקם באופן ייחודי בנכסי התעודה, (ב) מנהל תעודות סל יחזק חשבון

מגבה ככנית ביטחון להתחייבויות התעודה, ואחת לתקופה יפקיד בו סכום בגין מחיר הפדיון השלילי (במידה שקיים כזה). עוד כוללת החזעה הוראות בנושא ניהול הסיכוןים של תעודה, חיזוק ההיבט של חוסר התלות והכשרות של הנאמן והוראות בנושא ממשל תאגידי.

הצדדים בהצעת התקיקון תורמים באופן משמעותי לצמצום הסיכוןים למנפיק וממיela להקטנת הסיכון היציבותי. בנוסף על כך קיימת אפשרות סבירה שאם הרשות יסגורו את הפער הרגולטורי בין תעוזות של מכשירים חולפיים וייצרו תשתיית פעילותן של קרנות סל, הדבר יקטין את נפח הפעולות בשוק תעוזות הסל ואת הסיכון היציבותי הנשקל משוק זה. יש לציין עם זאת כי הצעת התקיקון אינה כוללת הוראה שمبرטלת כליל את הריכוב התחביבתי של תעוזות הסל (והופכת אותו למעשה לקרנות סל) או לחלופין הוראה המחייבת את מנהל התעודה להתכסות, בכל תעודה שהוא מנפיק, בנכסי המעקב עצם ולא בנגזריהם.⁵ פירוש הדבר שהסיכון היציבותי הנשקל מתעדות הסל אינו מתבטל.

לsicום, השוק של מוצרי המדדים מפותח בעולם בקצב מהיר מאוד, וזהבר בא לידי ביטוי בעיקר בצמיחה השוק של קרנות הסל.⁶ בישראל ניכרת צמיחה משמעותית של שוק תעוזות הסל, והוא באה לידי ביטוי במספר התעוזות, בשוויון של החזקות הציבור בהן, וביחסיו שווי שוק ומהJOR מסחר גבויים יחסית.

מבחינת היציבות הפיננסית קיים חשש שם יתמש סיכון האשראי למחזיק בתעוזות סל, הדבר עלול להשлик על הפעולות בשוק, ובמרקם קיצוניים – על חלקים נוספים של המערכת הפיננסית. החשש מתypress בעיקר לתעוזות הסל העוקבות אחר מדדים בשוק המקומי ופחות לעוקבות אחרות לאחר מדדים בבורסות בחו"ל.

בהתאם לכך נכוןקדם את התקיקון לחוק השקעות מסווגות בナンנות ולאשרו בהקדם. אולם במידה שגם לאחר אישור החוק ימשיך שוק התעוזות העוקבות אחר מדדים בשוק המקומי להתפתח בקצב מהיר, בדומה למצב בהווה, ניתן כי יהיה צורך לגבות הוראות מחייבות יותר במטרה להפחית את הסיכון היציבותי הנשקל משוק זה.

⁵ יש לציין כי סביר שהוראה המחייבת את מנפיקי התעוזות להתכסות בנכסי המעקב עצם הייתה פוגעת בפעולות התעוזות באופן משמעותי – במיוחד בפעולות התעוזות הנ帨חות על מדדים בחו"ל, על סחרות, תעוזות מורכבות וכדומה – הייתה שבסקרים אלה התכסות בנכסי המעקב עצם נשאה עלות גבוהה ולעתים בלתי אפשרית.

⁶ שווים העולמי של הנכסים שמנהל קרנות הסל הגיע בסוף 2013 לשיא והסתכם ב-2.2 טריליאוני דולרים. נתון זה מבטא צמיחה שנתנית של 28%.