



בנק ישראל

דוח היציבות הפיננסית

המחצית הראשונה של 2021

ירושלים, אלול התשפ"א • אוגוסט 2021



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

תוכן העניינים

1. מבוא ועיקרי הדברים.....	5
2. ערוצי החשיפה – הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית	9
2.1 הפעילות הכלכלית (מאקרו).....	9
2.1.1 הסביבה המקומית.....	9
2.1.2 הסביבה העולמית.....	11
2.2 שוק הנכסים.....	14
2.2.1 הנכסים הפיננסיים.....	14
2.2.2 שוק הנדל"ן.....	20
2.3 האשראי – היקפו ורמת הסיכון.....	22
2.3.1 המגזר העסקי.....	23
2.3.2 מגזר משקי הבית.....	30
3. עמידות המוסדות הפיננסיים הגדולים	33
3.1 המערכת הבנקאית.....	34
3.2 חברות הביטוח.....	37
4. תרחישי הסיכון למערכת הפיננסית.....	40
4.1 התאוששות איטית של חלקים במגזר העסקי והמשך תחלואה משמעותית	40
4.2 תיקון כלפי מטה במחירי נכסים פיננסיים.....	41
תיבה 1: ניתוח הפעילות של המגזר העסקי לפי גודל העסק, עם הסרת הגבלות התנועה שהוטלו בשל מגיפת הקורונה	42
תיבה 2: דפוסי הסליקה של תנועות תשלום במערכת זה"ב.....	46
תיבה 3: הסיכונים הטמונים בהשקעות הפסיביות.....	51

דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל מתפרסם פעמיים בשנה. בדוח זה מבטאים כלכלני הבנק את הערכתם בעניין החשיפות לסיכונים העיקריים הנשקפים למערכת הפיננסית, מנתחים את החשיפות העיקריות ומעריכים תרחישי סיכון פוטנציאליים. ההערכות והניתוחים מתבססים על סקירת ההתפתחויות בתקופה הנסקרת, בחינת השינויים המבניים, שימוש במודלים אנליטיים והערכה של תנאי הרקע בכלכלות העולמית והמקומית. הדוח מתאר את ההשפעה של התממשות תרחישי סיכון על המערכת הפיננסית בטווח הקצר והבינוני, במטרה להגביר את המודעות בקרב קובעי המדיניות ובציבור הרחב, ולאפשר היערכות מתאימה.

כתבו: שטיין רועי, ברודסקי-ססי אנה, הרן-רוזן מאיה, גורקוב מיכאל, זילברשטיין אסף, כהן עודד, שקיבאי מוטי, בן-זאב נעם
וכלכלני היחידה הכלכלית בפיקוח על הבנקים.

ריכזו נתונים: בריס דביר וסולומון עודד.

דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2021

1. מבוא ועיקרי הדברים

1.1 מבנה הדוח ומטרותיו

דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של השנה מעריך את יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית על פי ניתוח הסביבה שבה היא פועלת – הסביבה המקרו-כלכלית, שוקי הנכסים והאשראי למשקי הבית ולמגזר העסקי – וכן מנתח את עמידות המוסדות הפיננסיים, ובכך מספק אינדיקציה לחשיפותיו השונות של המשק לזעזועים שמקורם בארץ ובחו"ל. על סמך סקירת ההתפתחויות, המודלים האנליטיים, הממצאים מהמוניטור ליציבות הפיננסית וניתוח העמידות של המוסדות הפיננסיים אנו מתארים את ערוצי הפגיעות של המערכת הפיננסית, ועל בסיסם מגבשים את הערכותינו לגבי סיכונים הנשקפים מהם למשק. הדוח מציג גם תרחישי סיכון הנובעים מחשיפותיו הפיננסיות של המשק, תרחישים שהתממשותם עלולה לאיים על המשק הפעילות הכלכלית.

1.2 אתגרי המשק ביציאה ממשבר הקורונה

קובעי המדיניות הכלכלית מתמודדים עם שני אתגרים מרכזיים: (1) הצורך בתמיכה בפעילות הכלכלית, כלומר ניהול המדיניות הפיסקלית והמדיניות המוניטרית המרחיבות. (2) סיכוני יציבות מקרו-פיננסיים, העלולים להתפתח לעליית מחיריהם של נכסים מעבר לנגזר מהגורמים הכלכליים ארוכי הטווח.

חשוב להדגיש כי אי-הוודאות לגבי התפתחות נגיף הקורונה והשפעתו על הפעילות הכלכלית פחתו מאוד עם החיסון הנרחב של האוכלוסייה בישראל בחודשים הראשונים של 2021, בעוד שבמדינות רבות עדיין שוררת אי-ודאות גבוהה, בעיקר בשל התקדמות איטית יחסית בחיסון אוכלוסייתן. מצב זה מקנה למשק הישראלי יתרון ברור – יציאה מהירה יותר מהמשבר ועמה ירידה של הסיכונים הנשקפים למערכת הפיננסית בשל הפסדי אשראי. עם זאת עדיין קיים הסיכון מהתפשטות מוטציה חדשה, עמידה בפני החיסון. אחד המגזרים שבגלל הסיכון להדבקה מיובאת טרם חזר לפעילות נורמלית הוא מגזר תיירות החוץ.

עם הסרת המגבלות על הפעילות שבים הצרכנים ומגדילים את הביקוש – במיוחד בענפים שהיו סגורים, וכן עולים מחיריהן של הסחורות בעולם ומחירי ההובלה. גורמים אלה תרמו לעליית האינפלציה בישראל, והיא נכנסה לתחום היעד; עלו גם ציפיות האינפלציה לכל הטווחים והתקרבו לאמצע היעד.

על פי סקר הסיכונים ליציבות הפיננסית שערך ה-Fed ופרסם ב-6 במאי עלה הסיכון לעליית האינפלציה בארה"ב, ועמו עלתה ההסתברות להעלאת הריבית הקצרה או להקדמת מועד העלאתה. עקב ההשפעות ההדדיות בין הריבית במשק לבין החלטות הציבור לגבי החזקת נכסים פיננסיים, המדיניות המוניטרית הן בארה"ב והן בישראל משפיעה במישרין גם על התחום הפיננסי. בעקבות משבר הקורונה, שבמהלכו ננקטו במדינות רבות בעולם הרחבות מוניטריות ופיסקליות חסרות תקדים, נצברו חובות רבים, לצד עליית מחירי הנכסים. נקודת מוצא זו צפויה להשפיע על הפעילות הכלכלית בכלל ועל קובעי המדיניות בפרט בהמשך תהליך היציאה מהמשבר והנורמליזציה בשווקים הריאליים והפיננסיים. בסעיף 4.2 מנותח תרחיש המצביע על הסיכונים הנשקפים למערכת הפיננסית ומציג את אחד האתגרים של קובעי המדיניות הכלכלית בתהליך היציאה מהמשבר הנוכחי.

1.3 עיקרי הממצאים

רמת הסיכון בסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית ירדה במידה ניכרת במחצית הראשונה של 2021, אך הסיכון משוק הנכסים הפיננסיים נותר גבוה יחסית. לוח 1 מסכם את הסביבה שבה פעלה המערכת הפיננסית בתקופה הנסקרת בעזרת מפת חום, המציגה את עוצמת חשיפותיו של המשק על פני זמן. להלן עיקרי ההתפתחויות בתקופה זו.

- ישראל בולטת בין מדינות ה-OECD בקידום תהליך של התחסנות האוכלוסייה, המסייע ליציאה מהמשבר הכלכלי. מרבית המדינות האחרות עדיין מתמודדות עם המשבר הבריאותי והכלכלי, חלקן תוך השבתה נרחבת של הפעילות בגלל עליית התחלואה בהן. בסוף התקופה הנסקרת החלה רמת התחלואה לעלות מחדש כתוצאה מהתפשטות וריאנט הדלתא בעולם ובישראל, אך הממצאים לגבי עלייה משמעותית של שיעורי התחלואה הקשה עדיין אינם ברורים.
- הגירעון הממשלתי ירד במהלך המחצית הנסקרת, והגיע ל-10.5 אחוזי תוצר (נכון לחודש מאי), אך המדיניות הפיסקלית נשארה מרחיבה, לצד המדיניות המוניטרית המרחיבה, שהמשיכה להפעיל כלים נוספים ובפרט רכישות אג"ח-מדינה.
- הריביות על האשראי למגזר העסקי נשארו במחצית הנסקרת נמוכות יחסית. זאת תוך המשך הניצול של התוכנית המוניטרית לעידוד ההלוואות לעסקים הקטנים. במשכנתאות, שהביקוש להן הוסיף והתחזק בתחילת 2021, עלות האשראי המשוכללת ירדה במקצת.
- ההתפתחויות במחירי הנכסים מעידות על רמת סיכון בינונית-גבוהה:

1. מחירי המניות עלו במחצית הראשונה של 2021, ומרווחי אג"ח החברות הוסיפו לרדת והגיעו לרמתם טרם המשבר, תוך התגברות פעילות ההנפקה, במיוחד באמצעות מניות, על רקע תנאים פיננסיים נוחים במיוחד. אינדיקציות שונות מצביעות על עלייה בתיאבון של המשקיעים לסיכון, וייתכן שתמחור הנכסים אינו משקף בהכרח את מכלול הסיכונים.
2. ירידת ההשקעה בענף הבנייה בשנת 2020 וברביע הראשון של 2021 פגעה במידה מסוימת בהיצע הדירות, השפעה שתימשך בטווח הבינוני. על כן הביקוש לרכישת דירה, שהתגבר עם היציאה מהמשבר, והגידול של אחוז המשקיעים – על רקע הפחתת המס על המשקיעים ותנאי המימון הנוחים, מתבטא בהאצה של עליית מחירי הדירות.

- הסביבה העולמית:

הבנקים המרכזיים ברחבי העולם ממשיכים להפעיל מדיניות מוניטרית מרחיבה, ובכך הצליחו לצמצם את המשבר הכלכלי, שחולל המשבר הבריאותי, ולאפשר לציבור להתמודד עם המגבלות שהוטלו עליו בעטייה של המגיפה. על רקע תהליך היציאה מהמשבר עלתה סביבת האינפלציה במדינות רבות, ובראשן ארה"ב, ועמה עלו התשואות הנומינליות הארוכות. התפתחות זו מעוררת ביתר שאת את השאלה לגבי סיכונים האינפלציה: עלייתה, אם תתמשך, עלולה להכביד על הפעילות הכלכלית, וזאת בגלל היקף החובות, הכרוך בשיעורי המינוף הגבוהים של המגזר העסקי. העלייה בסביבת האינפלציה יכולה לנבוע מעצם תהליך סיום המשבר, אך גם מההרחבות הפיסקליות והמוניטריות המשמעותיות שננקטו בעולם; אלה עלולות להביא בהמשך לעלייה מתמשכת של האינפלציה, ובתגובה לכך – גם של הריבית הקצרה. עליית ריבית במצב של מינוף גבוה יכולה להביא לגידול משמעותי של עלות החוב, וכתוצאה מכך – לריבוי פשיטות רגל עקב גידול שיעורן של חברות ה'זומבי' בעולם.

הגופים הבין-לאומיים המשיכו לעדכן את תחזיות הצמיחה שלהם כלפי מעלה – בעיקר בהשפעת הצלחתו של מבצע החיסונים במספר מדינות מפותחות – בהובלת ארה"ב ובסיועה של תוכנית פיסקלית נוספת שאושרה בה. הגופים מדגישים כי יש אסימטריה בקצב ההתאוששות בעולם, וצופים כי ההתאוששות במדינות המפותחות תהיה מהירה יותר מאשר במתפתחות.

נמשכת העלייה של מחירי המניות ברחבי העולם, ומרווחי התשואות על האג"ח הקונצרניות המשיכו להצטמצם במחצית הנסקרת. מספר אומדנים של שווי המניות מצביעים על תמחור גבוה יחסית, וגובר החשש לנטילת סיכונים מוגברת על ידי הציבור.

• עמידות החברות הפיננסיות בישראל:

הסיוע הכספי של המדינה ומתן האפשרות לדחיית החזרי ההלוואות סייעו ללווים לצלוח את המשבר על ידי התאמת החזרי ההלוואות להתפתחויות בכושר החזר שלהם, ובכך תרמו לצמצום ההתממשות של הפסדי אשראי למערכת הפיננסית. צעדים אלו, לצד הפחתת דרישת יחס ההון של הבנקים, במקביל להתמדתם במדיניות של אי-חלוקת דיבידנדים, אפשרו למערכת הבנקאית להמשיך להעמיד אשראי ולתמוך בפעילות הכלכלית תוך שמירה על יחסי הון גבוהים מהדרישה הרגולטורית. התאוששות הפעילות הכלכלית במהלך הרבעון האחרון של 2020 והרבעון הראשון של 2021 השפיעה לחיוב על התוצאות העסקיות של המערכת הבנקאית. כך התשואה להון ברבעון הראשון של שנת 2021 עמדה על כ-14.5 אחוזים (לעומת כ-2.4 אחוזים ברבעון המקביל אשתקד), השיעור הגבוה ביותר מאז שנת 2007.

חמש חברות הביטוח הגדולות רשמו ברביע הראשון של 2021 רווחים של כ-1.5 מיליארד ש"ח, לאחר שבשנת 2020 הן רשמו רווחי שיא של כ-3 מיליארד ש"ח, למרות פגיעה מסוימת ברווחיותן ברביע השני של אותה שנה. ההתאוששות המהירה ממשבר הקורונה לקראת סוף 2020 הביאה את יחס כושר הפירעון החציוני – המדד העיקרי לבחינת יציבותן של החברות – ל-116 אחוזים (ללא ההקלות שניתנו על פי הוראות המעבר), 16 נקודות האחוז מעל לסף הרגולטורי.

לוח 1

רמת הפגיעות של הערוצים הנבחרים לפי המוניטור*

ערוצי החשיפה/ התקופה	2019:2	2020:1	2020:2	2021:1
המקרו	צהוב	כתום	כתום	צהוב
שוקי הנכסים	צהוב	כתום	צהוב	צהוב
האשראי	צהוב	כתום	כתום	צהוב
העמידות	ירוק	צהוב	צהוב	ירוק

* הבסיס להערכות אלו הוא תוצאות שנתקבלו מהמוניטור. המוניטור הוא מפת חום, המסכמת 51 אינדיקטורים לפגיעות אפשרית במערכת הפיננסית. (ראו דוח היציבות למחצית הראשונה של 2020).



1.4 תיבות הדוח

תיבה 1. ניתוח הפעילות של המגזר העסקי לפי גודל העסק, עם הסרת הגבלות התנועה שהוטלו בשל מגיפת הקורונה

בתיבה זו אנו מנתחים את דיווחי המעסיקים למוסד לביטוח לאומי על מצבת עובדיהם ובודקים אם ובאיזו מידה הייתה התאוששות בפעילות המגזר העסקי ברבעון הראשון של 2021, לאחר הסרת מרבית הגבלות התנועה שהוטלו בשל מגיפת הקורונה. הנתונים מצביעים על מגמת התאוששות בפעילות של המגזר העסקי במקביל לתהליך הדעיכה של המגיפה מתחילת 2021, ובמרץ 2021 שיעור העסקים שהפסיקו להעסיק עובדים (הן באמצעות הוצאה לחל"ת והן באמצעות פיטורין) עמד על כ-16 אחוזים, לעומת 20 אחוזים בדצמבר 2020 ו-35 אחוזים באפריל 2020. עיקר ההרעה שהתבטאה בדיווחי המעסיקים התרכזה אצל הקטנים שבהם.

תיבה 2. דפוסי הסליקה של תנועות תשלום במערכת זה"ב¹

בתיבה זו מוצגים צמד אינדיקטורים למערכת זה"ב לשנים 2013–2020. בעזרתם אנו אומדים את הסיכונים לפגיעה בפעילות החלקה והרציפה של מערכת זה"ב ביחס לדפוסי הפעילות של המשתתפים במערכת. מהניתוח עולה כי המשתתפים במערכת נהנים מרמה גבוהה של נזילות פנויה, המפחיתה בקרבם את הצורך במיחזור נזילות, וכתוצאה מכך – את הסיכון להתממשות כשלי נזילות בעת הסליקה של תנועות תשלום יזומות. המשתתפים במערכת מתאפיינים בביצוע סליקה של תנועות תשלום בעלות היקף כספי גבוה מוקדם במהלך יום העסקים, תופעה התורמת ליציבות המערכת.

תיבה 3. הסיכונים הטמונים בהשקעות הפסיביות

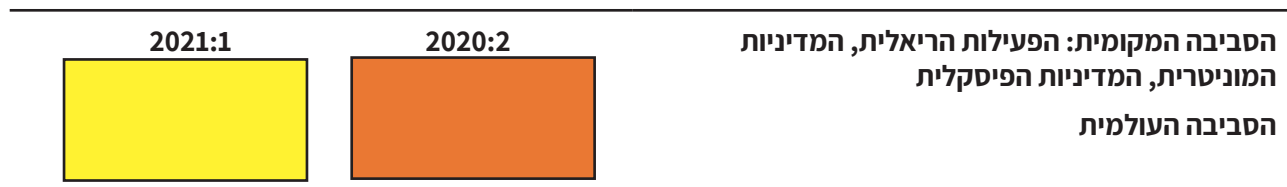
ההשקעות הפסיביות, המאופיינות בעלויות נמוכות, עשויות להיות בשורות טובות למשקיעים, אולם גידול הנפח של השקעות אלו מעורר תהיות באשר להשפעתן על תמחור הנכסים הפיננסיים. על פי הספרות האמפירית גידול נפח ההשקעות הפסיביות מגביר את התנודתיות המשותפת של מחירי הנכסים, ובכך מעלה את הסיכון המערכתי. עם זאת, המשקיעים הפסיביים מתאפיינים בשינויי החזקות קטנים יחסית למשקיעים האקטיביים. בתיבה זו אנו סוקרים את שוק קרנות הנאמנות בישראל, מפלחים אותו להשקעות פסיביות (מחקות מדדים) והשקעות אקטיביות (מנוהלות), ומבחינים בין כספים המושקעים בארץ לכספים המושקעים בחו"ל. אנו מוצאים שהעלייה בשיעור ההשקעות הפסיביות מתואמת הן עם עלייה בקשר (בטא) הממוצע בין תיק השוק למניות הבודדות והן עם ירידה בהיקפי הפדיונות והיצירות. על כן, שתי השפעות מנוגדות אלו מקזזות זו את זו לעת עתה, ולא מצאנו עדויות לעלייה של התנודתיות המשותפת.

¹ מערכת סליקה ל"זיכויים והעברות בזמן אמת", המאפשרת לסלק תנועות תשלום בזמן אמת ובאופן סופי.

2. ערוצי החשיפה – הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית

בפרק זה אנו מנתחים את הסביבה שהמערכת הפיננסית פועלת בה (המוניטור) על פי שלושה מקורות סיכון עיקריים: הפעילות הכלכלית, תוך הבחנה בין הסביבה המקומית שהמשק פועל בה לבין הסביבה העולמית; ההתפתחויות בשוקי הנכסים; והאשראי במשק.

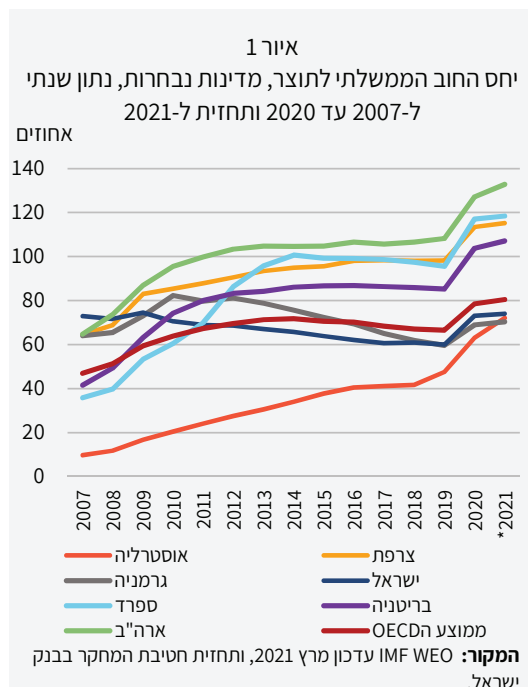
2.1 הפעילות הכלכלית (מאקרו)



אנו מעריכים כי סיכון המאקרו ירד בתקופה הנסקרת, שכן המשבר הבריאותי בישראל חדל להעיב על מרבית הפעילות הכלכלית, אשר התאוששה במידה ניכרת מאז סיום מדיניות הסגרים. גם בכלכלת ארה"ב החל תהליך התאוששות, וזה משפיע אף הוא לחיוב על המשק הישראלי. למרות השיפור בסביבה הגלובלית המדינות המתפתחות עדיין שרויות במשבר הבריאותי, וסיכויי המאקרו מתייחסים לחשש מזליגת הסיכונים מחו"ל לישראל בשעה ששיעור האבטלה כאן עדיין גבוה יחסית.

2.1.1 הסביבה המקומית

ישראל יצאה מהסגר השלישי במהלך חודש מרץ לאחר השבתה חלקית של הפעילות מאז סוף דצמבר 2020²; נכון לחודש אפריל המשק חזר ברובו לפעילות מלאה, וגברה האופטימיות לגבי צמיחתו בשנת 2021. הואיל ופירמות רבות כבר ערכו



התאמות המאפשרות להן להמשיך לתפקד גם כשעובדיהן עובדים מהבית, הרמה שאליה עלה שיעור האבטלה בתקופת הסגר השלישי נמוכה מאשר בסגר השני. מחמת הפגיעה בפעילותם של עסקים רבים – כולל מגבלות התווים הסגול והירוק עד סוף חודש מאי – ועמה האצה של תהליכי התייעלות ודיגיטציה, האבטלה נשארה גבוהה יחסית. העימות הצבאי והאזרחי שפרץ בחודש מאי הקשה על קיום שגרה תקינה, והפגיעה הכלכלית התמקדה באותם ענפים שמשבר הקורונה פגע בהם. ואכן, הסימנים האחרונים המתקבלים משוק העבודה מעידים על האטה של התאוששותו על רקע החיכוכים בו שהתגברו בעקבות המשבר. על פי תחזית החטיבה שפורסמה לאחרונה שיעור הצמיחה לשנת 2021 יהיה 5.5 אחוזים, אך זאת לצד שיעור אבטלה של 8 אחוזים ברביע האחרון של השנה.

הגירעון הממשלתי ירד במהלך המחצית הנסקרת והגיע ל-10.5 אחוזי תוצר (נכון לחודש מאי)³. יחס החוב לתוצר המשיך לעלות, והוא צפוי להגיע בסוף 2021 ל-74 אחוזים⁴, לעומת 60 אחוזים לפני המשבר. באיור 1 ניתן לראות את קפיצת המדרגה של יחס זה בשנת

² מרבית העסקים שפעילותם נאסרה בזמן הסגר חזרו לפעילות (מרכזי קניות, פנאי ותרבות), וכך גם חלק ממערכת החינוך (חזרה לפעילות מלאה במחצית השנייה של אפריל), אך תחומים אחרים, ובהם תיירות החוץ, ומופעי התרבות, הכרוכים בהתקהלויות, עדיין מוגבלים. עם זאת, בתחילת יוני בוטלו מגבלות נוספות הקשורות לכל סוגי ההתקהלויות.

³ הגירעון ירד בחודשים אפריל-מאי בשל האצה בגביית המסים, לצד ירידה מתונה של ההוצאות על תוכניות הקורונה ושיעור ביצוע נמוך יחסית של מכסת התקציב המשכּי.

⁴ על פי תחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל.

2020 במדינות נבחרות ובתוכן ישראל, וכן את המשך עלייתו בישראל בשנת 2021. עם זאת רמתו דומה לממוצע של מדינות ה-OECD.

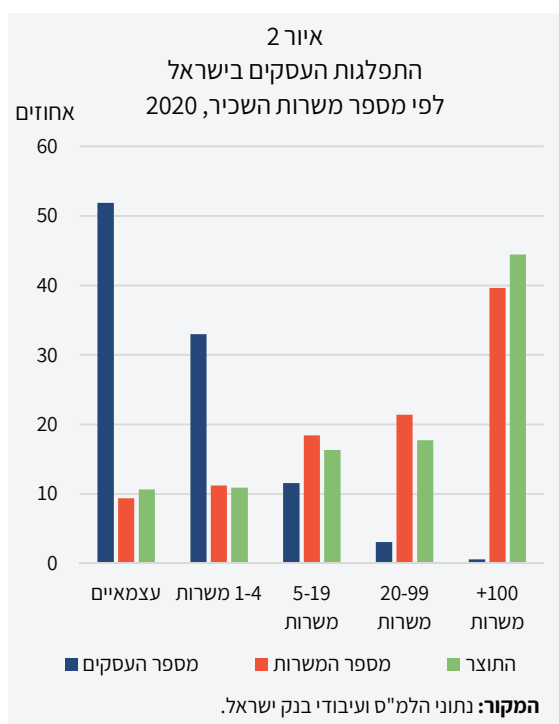
בנק ישראל הפעיל כלים מוניטריים חדשים בהתמודדות עם המשבר, והמשיך להפעיל את חלקם גם במחצית הראשונה של השנה. רכישות האג"ח הממשלתיות על ידי בנק ישראל, שהסתכמו בסוף חודש יוני 2021 ב-69 מיליארד ש"ח (שהם כ-10 אחוזים מסך ההון הכספי המונפק בארץ)⁵, מאפשרות סביבת ריבית נוחה לתמיכה בהמשך צורכי הגידול של הוצאות משקי הבית, העסקים והממשלה בשוק המקומי. היקף הנפקות האג"ח המקומיות הסחירות המשיך להיות גבוה גם במחצית הראשונה של 2021 – 64 מיליארד ש"ח, וזאת לאחר 126.4 מיליארדים בשנת 2020 כולה.

בעקבות העודף בחשבון השוטף וההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל, לצד מכירת מט"ח על ידי המשקיעים המוסדיים, נמשכו לחצי הייסוף במהלך המחצית הראשונה של השנה. במקביל רכש בנק ישראל מט"ח, רכישות שהסתכמו בתקופה הנסקרת (כולל יוני) ב-27 מיליארד דולרים⁶. התפתחות זו משקפת את מצבה הכלכלי של ישראל, שהשתפר בתקופה הנסקרת בעיקר הודות ליציאה המהירה יחסית מהמשבר הבריאותי.

סימן נוסף ליציאה מהמשבר הבריאותי הוא עלייתו של קצב האינפלציה השנתי לסביבה חיובית במהלך המחצית הראשונה של השנה, וזאת לאחר שנע בסביבה השלילית בתקופת המשבר. קצב האינפלציה במחצית הראשונה של השנה עלה לתוך תחום היעד, גבוה במקצת ביחס לתקופה שלפני המשבר. הציפיות לאינפלציה עלו אף הן במהלך המחצית הראשונה של 2021, נכנסו, לראשונה מאז תחילת המשבר, לתוך תחום יעד האינפלציה והגיעו לאמצעו. לפי ההערכות בשוק, היציאה מהמשבר משחררת את הביקוש הכבוש הן לצריכה והן להשקעה, שהצטבר בתקופת הסגרים, ולכן לוחצת לעלייה זמנית של מדד המחירים. אולם העלייה הניכרת בהכנסה הפנויה ותחושת העושר, לצד העלייה המשמעותית של מחירי הסחורות, עלולות ללווץ על המחירים מצד הביקוש ומצד ההיצע גם יחד, ולהביא לעלייתם מעבר להשפעה הצפויה של היציאה מהמשבר. חשוב להדגיש, שכל שהמינוף גבוה יותר, הרעה בתנאים הפיננסיים עלולה להגדיל יותר את עלות החוב.

הפער בין עקום התשואות הנומינלי לבין זה הריאלי, המשקף את הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים יותר, הכוללות פרמיית סיכון אינפלציונית, עלה, אך בשיעור מתון, אשר לפיו סביבת האינפלציה צפויה להישאר חיובית גם לאחר תקופת היציאה מהמשבר. נדגיש כי ציפיות אלו מתקבלות כאשר רובו של עקום התשואה הריאלי עדיין שלילי, מצב המשקף ציפיות להמשך ההרחבה המוניטרית בשנים הקרובות.

הפגיעה הכלכלית מתמקדת בעיקר בעסקים הקטנים (תיבה 1). גם הפגיעה הקשה בשוק העבודה לעומת הפגיעה בתוצר ובגביית המסים הישירים יכולה להעיד כי נפגעו בעיקר העסקים הקטנים. 50 אחוזים מהעסקים בישראל הם עצמאיים, ולמעלה מ-40 אחוזים הם עסקים קטנים וזעירים, המעסיקים עד 20 עובדים (איור 2). בהתאם לתמונת מצב זו המשיך בנק ישראל את תמיכתו במגזר זה באמצעות התוכניות למתן הלוואות למערכת הבנקאית לצורך הגדלת היצע האשראי לעסקים הקטנים והזעירים⁷. לאחר הסגר השלישי ועם יציאת המשק מהמשבר במהלך התקופה הנסקרת המשיך היקף ההלוואות לגדול, ובמצטבר מתחילת התוכנית הוא הגיע ל-37.2 מיליארד ש"ח (נכון לסוף יוני). למרות הערכתנו כי סיכון המאקרו ירד בתקופה הנסקרת, הנתונים על היקף סגירת העסקים ובעיקר אלו הקטנים עלולים להשתנות לרעה עם צמצום המענקים הממשלתיים.



⁵ סך ההון הכספי של אג"ח ממשלת ישראל בבורסה לניירות הערך עומד נכון לחודש יוני 2021 על כ-670 מיליארד ש"ח.

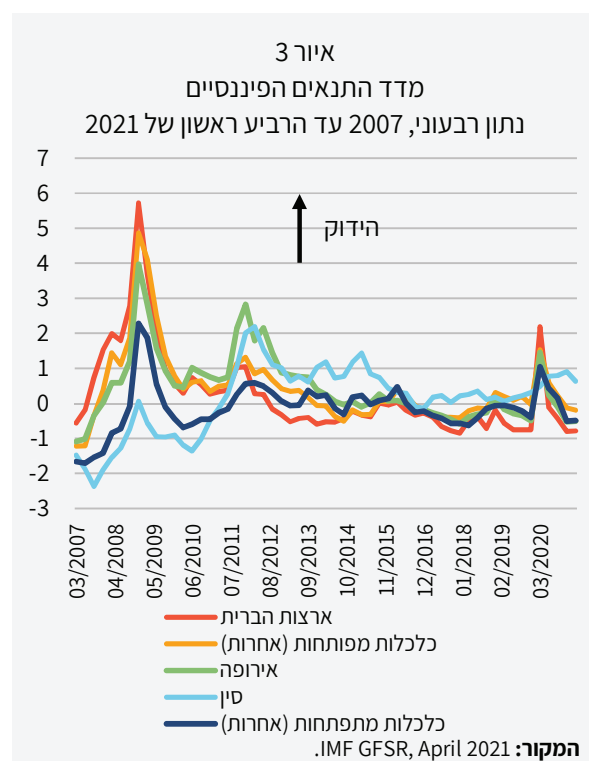
⁶ אף כי בעקבות הצהרתו של בנק ישראל על רכישת מט"ח בהיקף של 30 מיליארד ש"ח נרשם פיתוח מסוים.

⁷ על פי החלטת הוועדה המוניטרית מחודש אפריל 2020 סיפק בנק ישראל למערכת הבנקאית הלוואות במסגרת מיוחדת במטרה להגדיל את היצע האשראי הבנקאי לעסקים קטנים וזעירים. מסגרת זו הורחבה באוקטובר 2020, וההלוואות הן ל-4 שנים בריבית שלילית של 0.1- אחוז בתנאים מסוימים. נדבך זה הוגבל למוקדם שבין סכום של 10 מיליארד ש"ח לבין יוני 2021.

2.1.2 הסביבה העולמית

המדיניות הפיסקלית והמדיניות המוניטרית בעולם נותרו מרחיבות, והן הפחיתו את הסיכונים ליציבות הפיננסית הגלובלית בטווח הקצר. עם זאת יכולות להיות למדיניות המרחיבה מספר השפעות לא מתוכננות, שעלולות להעלות את הסיכון בטווח הבינוני – בעיקר תמחור גבוה של מחירי נכסים ועלייה של יחס המינוף במגזר העסקי. כמו כן עלה הסיכון לכשלי אשראי של משקים מתפתחים, במיוחד אלו הנשענים על גיוס חוב במט"ח בהיקף ניכר.

נמשכת מגמת ההתאוששות הגלובלית, עם פערים גדולים בין הגושים השונים: ברוב המדינות המפותחות ההתאוששות הכלכלית מהירה, ואילו ברוב המדינות המתפתחות (למעט סין) היא איטית. הסחר העולמי מתאושש, ובנובמבר 2020 חזר להצביע על התרחבות, לראשונה מאז תחילת משבר הקורונה. על פי נתוני הסחר של ה-CPB⁸ מגמת ההתרחבות נמשכה ברציפות גם במרץ 2021. גם תחזיות הצמיחה מצביעות על התאוששות נאה, אך לא אחידה. גופים בין-לאומיים רבים המשיכו לעדכן את תחזיות הצמיחה שלהם כלפי מעלה במהלך התקופה. זאת בהשפעת הצלחת מבצעי החיסונים, תוכנית פיסקלית נוספת בארצות הברית ונתוני מקרו טובים מהצפוי במדינות רבות. ה-IMF עדכן באפריל את תחזית הצמיחה העולמית לשנת 2021 להתרחבות של 6 אחוזים, לעומת 5.5 אחוזים בתחזית אוקטובר 2020. גם ה-OECD והבנק העולמי עדכנו את תחזיותיהם כלפי מעלה⁹. ככלל הגופים הבין-לאומיים מצביעים על התאוששות לא אחידה בין המדינות, ומעריכים כי המדינות המפותחות יתאוששו מהר יותר מאשר המדינות המתפתחות. הגופים הבין-לאומיים מדגישים כי התחזיות כרוכות באי-וודאות רבה, בשל הקשיים בחיזוי מגמות התפשטות התחלואה וההגבלות הממשלתיות שיוטלו כדי להפחיתן, וכן באשר למועד הפצתם הנרחבת של החיסונים, בטיחותם ויעילותם נגד זנים חדשים. תרחישי הבסיס של הגופים הבין-לאומיים מניחים שמדינות אשר בהן שיעור ההתחסנות גבוה אינן סובלות מהתפרצויות חדשות, אך לנוכח התפתחות זן הדלתא בשבועות האחרונים הנחה זו עלולה להתבדות.



אחת הסיבות לפערים בתהליך ההתאוששות היא ההבדלים בין מדינות ברמות התחלואה ובקצב חיסון האוכלוסייה. מבצע החיסונים ממשיך לצבור תאוצה, וכבר ניתן לראות את השפעותיו על רמות התחלואה הקשה במספר מדינות נוספות לישראל, ביניהן ארצות הברית ובריטניה¹⁰. במדינות רבות שבהן שיעור המחסונים נמוך הממשלות ממשיכות להטיל הגבלות על הפעילות הכלכלית במטרה להפחית את התחלואה, והגבלות אלו פוגעות בעיקר במגזר השירותים.

המדיניות הפיסקלית והמדיניות המוניטרית המרחיבות שמרו על תנאים פיננסיים נוחים (איור 3)¹¹. בתחילת התקופה עלו התשואות של האג"ח הממשלתיות, ולקראת סופה התהפכה המגמה, והתשואות החלו לרדת אך הן נשארו גבוהות ביחס לסוף שנת 2020. השפעתה של עלייה זו על התנאים הפיננסיים קווצה בחלקה לעת עתה על ידי ירידה של המרווחים הקונצרניים והמשך עלייה של מדדי המניות. הבנקים המרכזיים הבולטים המשיכו לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה תוך שימוש בכלים לא קונבנציונליים. מאזני המובילים שבהם המשיכו לגדול (איור 4) ותמכו בסביבת ריביות נמוכות הן על החובות הממשלתיים והן על

⁸ Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (מתורגם מהולנדית).

⁹ ה-OECD עדכן במאי את תחזיות הצמיחה ל-2021 כלפי מעלה ב-0.2 נקודת אחוז ל-5.8 אחוזים. הבנק העולמי עדכן ביוני את תחזיות הצמיחה ל-2021 כלפי מעלה ב-1.4 נקודות אחוז ל-5.7 אחוזים.

¹⁰ שיעורי האוכלוסייה שהתחסנו במנה אחת לפחות הם: בארה"ב 54.02 אחוזים, בבריטניה 66.08 אחוזים, בישראל 64.69 אחוזים – נכון ליום 30.6.21. המקור: Our World in Data.

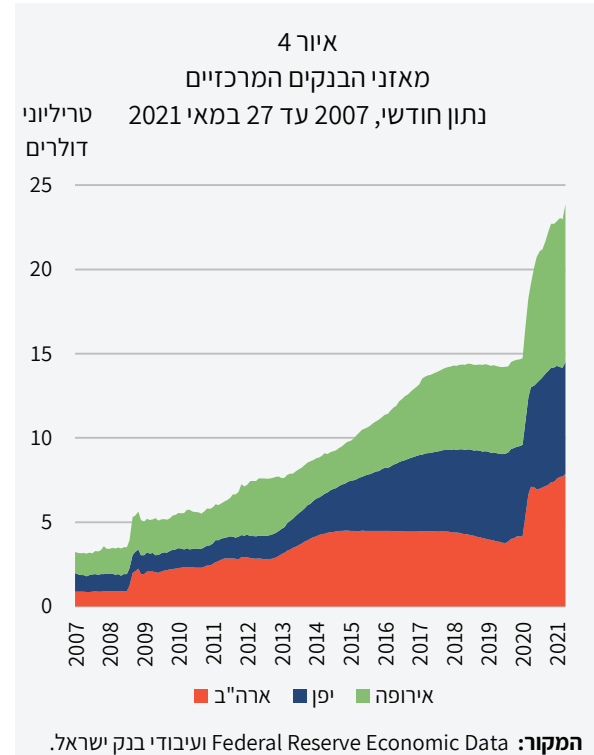
¹¹ להרחבה על המדד ראו: IMF GFSR April 17', Chapter 3, Annex 3.1.

אלה הקונצרניים. עם זאת ההכוונות הצופות-פני-עתיד (for-ward guidance) של מספר בנקים מרכזיים, החלו לבטא כוונות לצמצום המדיניות המרחיבה בעתיד. ה-Fed הודיע על מכירת תיק האג"ח הקונצרניות שרכש במהלך המשבר, עדכן את תחזיות העלאת הריבית שלו כך שהן מבשרות שתי העלאות ריבית עד סוף שנת 2023¹², והחל לדון במתווים אפשריים לצמצום התוכניות של רכישות אג"ח ממשלתיות. לעומת זאת הבנק המרכזי של אירופה לא שינה בשלב זה את ההכוונה הצופה-פני-עתיד (forward guidance) בדבר המשך מדיניות מרחיבה.

מדדי המחירים לצרכן ברחבי העולם עלו, ובראשם המדד בארצות הברית (איור 5). חלק מהעלויות נבעו מפתחה-מחדש של משקים ומבטיות בשרשרת הייצור וההובלה, וחלק נבעו משינויים במדידה, לרבות שינויים במשקלות והשפעות חד-פעמיות הקשורות למחירי המוצרים והשירותים בתקופת ההשוואה, ובראשם מחירי האנרגיה. בשלב זה בנקים מרכזיים וחזאים פרטיים רבים מעריכים שהעלויות של מדדי המחירים הן זמניות¹³. ככלל עלייה מתונה של סביבת האינפלציה יכולה להפחית את הסיכונים ליציבות הפיננסית באמצעות שחיקת חובות הן של המגזר הממשלתי והן של העסקי. לעומת זאת, עלייה חדה יותר של סביבת האינפלציה, שאינה זמנית, המאלצת את הבנקים המרכזיים לנקוט מדיניות מוניטרית מצמצמת, יכולה להוביל להידוק בתנאים הפיננסיים.

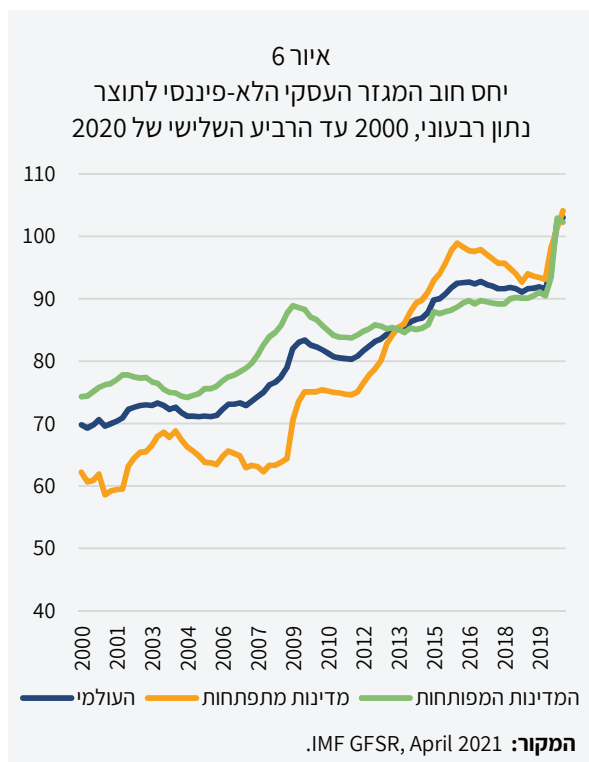
תשואות האג"ח הממשלתיות עלו ברחבי העולם, וזאת בהשפעת הציפיות להתאוששות כלכלית מהירה. חשוב לציין כי לעלייה זו של התשואות השפעה מינורית יחסית על החוב הקונצרני שבדירוג ספקולטיבי, וזאת משום שעלייתן קוזזה בחלקה על ידי צמצום המרווחים.

מרווחי האג"ח הממשלתיות של המשקים המתעוררים נותרו נמוכים. עם זאת, מספר גורמים מעלים חשש כי יורעו תנאי המימון של משקים אלו: צפי להתאוששות א-סימטרית בין המשקים המפותחים למתפתחים; ביקושים קשיחים למט"ח בשווקים מתעוררים; עליית התשואות של האג"ח של ממשלת ארצות הברית. שילוב הגורמים האלה עלול להעלות את הסיכון לכשל חוב במשקים המתעוררים.



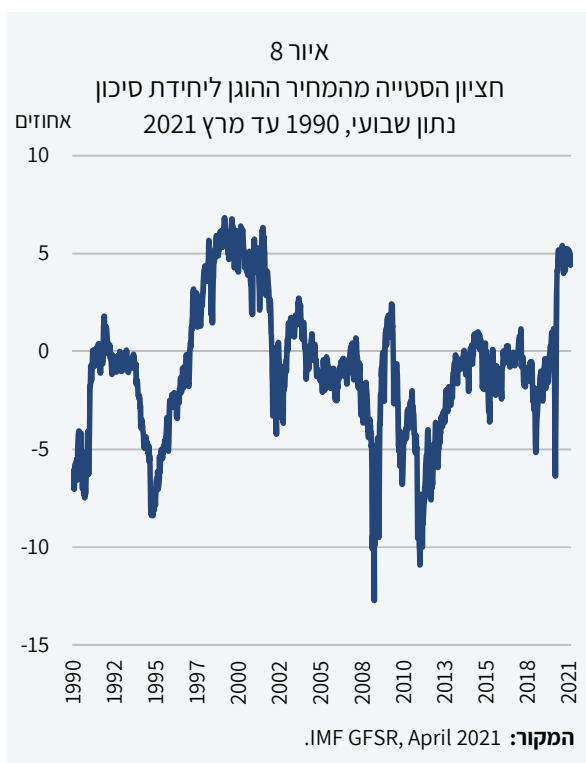
¹² תחזיות של חברי ה-Fed להעלאת הריבית בארצות הברית עודכנו מעלה הן לשנת 2023 והן לשנת 2022 וכעת חציין התחזיות שלהם מצביע על שתי העלאות ריבית בשנת 2023, בעוד בתחזיותיהן ממרץ לא צפו העלאת ריבית כלל בשנת 2023.

¹³ לרבות יושב ראש ה-FED ג'רום פאוול, שבחודשים האחרונים הדגיש במספר נאומים כי העלויות של מדד המחירים בחודשים האחרונים הן זמניות (Transitory).



התנאים הפיננסיים הנוחים, התכווצות התוצר וההגבלות על הפעילות מאז תחילת משבר הקורונה הביאו בעולם לעליית המינוף של המגזר העסקי ביחס לתוצר (איור 6). עלייה זו עלולה לצור בעולם סיכון בטווח הבינוני הן לכשל של חברות מנפיקות האג"ח והן לגידול של שיעור החברות שרווחיהן התפעוליים משמשים בעיקר לכיסוי עלויות המימון ולא להפקת רווח לבעלי המניות¹⁴. חשוב להדגיש כי בשלב זה שיעור הכשל של החברות בדירוג ספקולטיבי נותר נמוך ביחס למשברים קודמים (איור 7), וזאת בהשפעת המדיניות הפיסקלית והמדיניות המוניטרית המרחיבות.

בשוקי המניות ברחבי העולם נמשכו העלויות. הן נתמכו בציפיות לעלייה של רווחיות החברות בהשפעת ההתאוששות הכלכלית יחד עם המשך מדיניות פסקלית ומדיניות מוניטרית מרחיבות. ייתכן שהתנאים הפיננסיים הנוחים אשר נוצרו בזכות המדיניות האמורה הניעו משקיעים ליטול סיכונים. מדדים שונים מצביעים על תמחור גבוה של מחירי המניות, ביניהם מכפיל הרווח ומדד ה-IMF לסטייה מהשווי ההוגן ליחידת סיכון (איור 8)¹⁵. נוסף על כך הייתה במחצית הראשונה של השנה האצה בהיקף הנפקות ההון לעומת אשתקד.



¹⁴ בעגה המקובלת חברות "זומבי".

¹⁵ להרחבה ראו Annex 1.1. GFSR April 21.

מצבה הפיננסי של מערכת הבנקאות העולמית עם פרוץ המשבר היה טוב יותר מאשר במשבר 2008, הן מבחינת ההון והן מבחינת הנזילות. מצבם הטוב של הבנקים וההקלות הרגולטוריות שניתנו ברחבי העולם אפשרו להם להמשיך לספק אשראי בתקופת המשבר. במהלך התקופה סיים Fed את השימוש בחלק מהכלים שעמדו לרשותו להקלה על המערכת הבנקאית ולשמירה על יציבותה – בראשם התרת חלוקת דיבידנדים ורכישה חוזרת של מניות במערכת הבנקאית¹⁶ והסרת ההקלה ביחס הנזילות בעניין החזקת אג"ח ממשלתיות¹⁷. צעדים אלו מצביעים על אמון של Fed ביציבות המערכת. במקביל, בעקבות חששות מצמצום של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית בעת היציאה מהמשבר בנקים במדינות רבות מהדקים את תנאי החיתום שלהם לעסקים קטנים ובינוניים. פעולה זו תורמת ליציבות של המערכת הבנקאית, אך ייתכן שתכביד על העסקים הקטנים והבינוניים.

שווי השוק של מטבעות קריפטוגרפיים עלה פי חמישה בשנה האחרונה. עליות חדות של מחירי נכסים וירטואליים אלו מעלות את השאלה אם ירידות חדות של מחיריהם יסכנו את יציבותה של המערכת הפיננסית. היחס בין שווי השוק של סך המטבעות הדיגיטליים לבין מדד S&P 500 עומד היום על כ-3.6 אחוזים בלבד¹⁸. על אף העלייה החדה נראה כי לעת עתה שווי השוק הכולל שלהם נמוך, ולכן אם מחיריהם ירדו בחדות לא יהיה בכך כדי לסכן את היציבות הפיננסית.

2.2 שוק הנכסים



ההתפתחויות במחירי הנכסים מעידות על רמת סיכון בינונית-גבוהה בערוץ זה. במחצית הראשונה של השנה נרשמו עליות של מדדי המניות, לא גבוהות בהשוואה בין-לאומית אולם גבוהות בהשוואה היסטורית. מכפיל הרווח ארוך הטווח של המדדים אף הוא גבוה יחסית. שיעור האג"ח הקונצרניות המוחזקות בידי קרנות הנאמנות (שבעת המשבר התאפיינו בהיקף מכירות מהיר ומשמעותי) הגיע לשיא, לאחר עלייה מסוימת ביחס לשנת 2020. על רקע התנאים הפיננסיים הגלובליים הנוחים והריבית הנמוכה מתרחשות תופעות כהנפקות של שותפויות מו"פ וצמיחה של נכסים בעלי סיכון גבוה, שמשקפות עלייה בתיאבון-לסיכון של המשקיעים. התשואות-לפדיון בשוק האג"ח הממשלתיות עלו, ובשוק אג"ח החברות ירדו המרווחים בכל הדירוגים והענפים. בשוק המניות מתנהלת פעילות הנפקות ערה. באג"ח יש שיפור בהנפקות ביחס ל-2020 אך הקצב ב-2021 נמוך משנים קודמות. מחירי הנדל"ן למגורים המשיכו לעלות, כולל האצה מסוימת של עלייתם עם היציאה מהמשבר, ואילו מחירי הנדל"ן המסחרי (על פי הדוחות הכספיים של חברות הנדל"ן המניב), ירדו בשיעור נמוך, בניגוד לירידתם החדה בארה"ב ובאירופה בעקבות המשבר.

2.2.1 הנכסים הפיננסיים

מדד הלחץ, המורכב ממשתנים רבים שמקורם בשווקים הפיננסיים, נותן תמונה מצרפית של ההתרחשויות בשווקים הפיננסיים בתקופה הנסקרת. ניתן לראות כי רמתו של המדד נמוכה מאוד, ממצא המשקף לחץ נמוך והעדר סימנים לתנודתיות חריגה. עליית המחירים היציבה שנרשמה בשווקים אמנם מעודדת, אך גם טומנת בחובה סיכונים, וזאת על רקע תנאים פיננסיים נוחים – ריביות נמוכות וצעדי תמיכה ממשלתיים. תנאים פיננסיים נוחים מאפיינים את רוב השווקים העולמיים ובאים לידי ביטוי בתופעות כגל ההנפקות של חברות הספאק בארה"ב וצמיחה של נכסים "לא מסורתיים" כנכסי קריפטו, בקצב מהיר

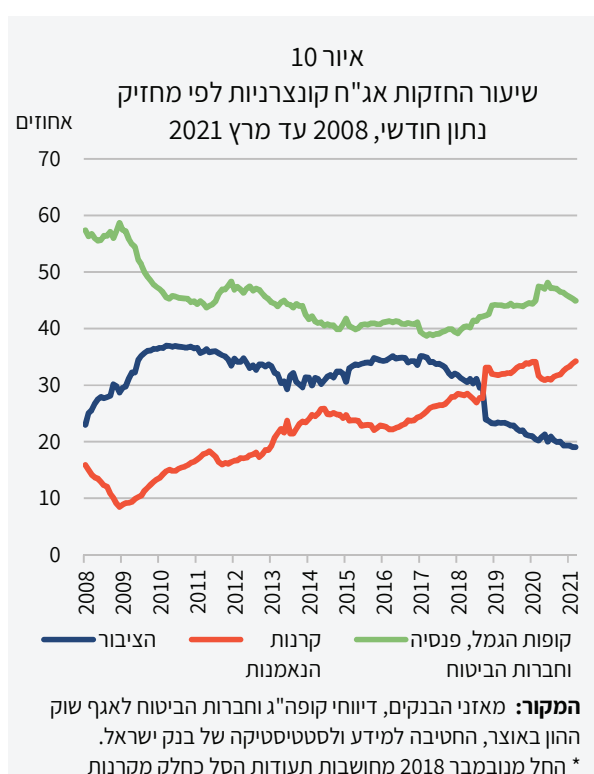
¹⁶ הודעת Fed מיום 25.3.21

¹⁷ הודעת Fed מיום 19.3.21

¹⁸ אומדנים לשווי השוק של המטבעות הקריפטוגרפיים מצביעים על שווי של כ-1.3 טריליון דולרים נכון ליום 20.6.21. בעוד ששווי השוק של מדד S&P 500 הוא 37.5 טריליון דולרים.

החל ממרץ 2020¹⁹, לצד חזרה של מחירי הנכסים המסורתיים (מניות ואג"ח) לרמות גבוהות. שינוי בתנאים הפיננסיים עלול לגרום לשינוי חד במחירי הנכסים, ובכך לסכן את הצמיחה העתידית. רמות המחירים הגבוהות והסיכון ל"תיקון" באו לידי ביטוי גם בדוחות היציבות הפיננסית של ה ECB וה- Fed כפי שמפורט בחלק המאקרו של הדוח הזה. ניתוח של הסיכונים במסגרת מודל של צמיחה בסיכון – GaR²⁰ (איור 9) מראה שהפגיעה בצמיחה החזויה לפי התרחיש השלילי עדיין חמורה יחסית במונחים היסטוריים, אך היא התמתנה אחרי משבר הקורונה.

כמו כן מראה בחינת החזקותיהן של קרנות הנאמנות ששיעור האג"ח הקונצרניות המוחזקות בידיהן הולך ועולה מאז 2012 והגיע לכ-34 אחוזים מסך ההון הרשום – רמת שיא בפרספקטיבה היסטורית²¹ (איור 10). שינוי בתנאי השוק וירידה בתיאבון-לסיכון של המשקיעים עלולים להביא למכירות משמעותיות ומהירות בקרנות הנאמנות (כמו במשבר הקורונה), ואלה עלולות לגרום לירידות מחירים חדות. בחודש מאי 2021 היו בישראל הסלמה ביטחונית, מבצע צבאי ("שומר החומות") וגל התפרעויות. מצב זה לא השפיע מהותית על מחירי הנכסים הפיננסיים.



האג"ח הממשלתיות

התשואה הנומינלית של אג"ח ממשלתית ל-10 שנים נמצאת במגמת עלייה החל מיולי 2020 ועלייה חדה יותר (מ 0.93 אחוז ביולי 2020 ל 1.36 אחוזים ביוני 2021) בנתוני הקצה. הדבר עשוי לאותת על ציפיות של המשקיעים לעלייה מסוימת של שיעור האינפלציה, אולם רמתה של התשואה-לפדיון נמוכה בהשוואה לשנים קודמות (1.47 אחוזים בממוצע בשלוש השנים הקודמות). התשואה-לפדיון של אג"ח ממשלתית צמודה לא עלתה – ממצא התומך בעליית הציפיות לאינפלציה. יש לציין כי העלייה בתשואות לפדיון התרחשה בדומה לעלייתן בארה"ב ועל רקע התאוששות המשק מהמשבר. תוכנית הרכישות של הבנק המרכזי, שהגיעה בהיקפה ל-69 מיליארד ש"ח (נכון ליוני 2021) מתוך תוכנית רכישה של 85 מיליארדים, מיתנה במקצת את עליית התשואות.

¹⁹ המסחר בנכסי הקריפטו מתאפיין בתנודתיות גבוהה, ובסביבה רגולטורית משתנה. ראו למשל הודעה של הבנק לסליקה בין-לאומית (BIS) על המלצה לטיפול בנכסי קריפטו על ידי הבנקים.
<https://www.bis.org/press/p210610.htm>

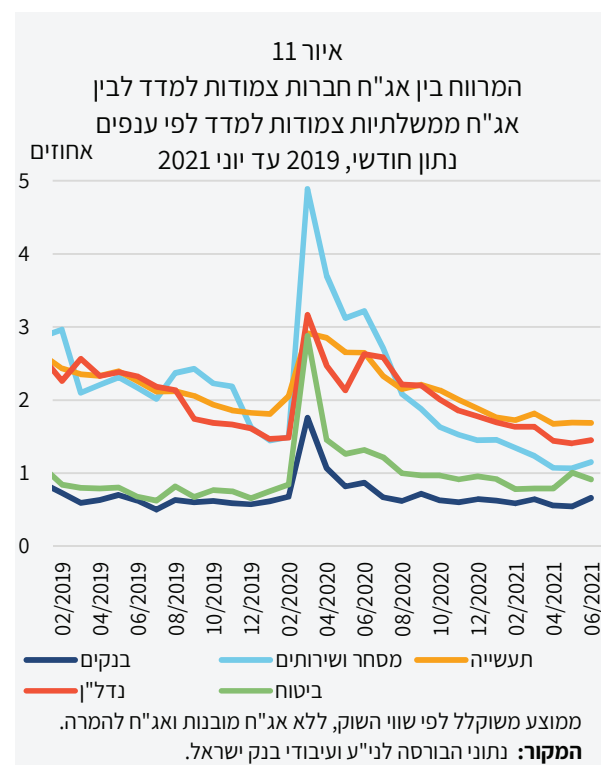
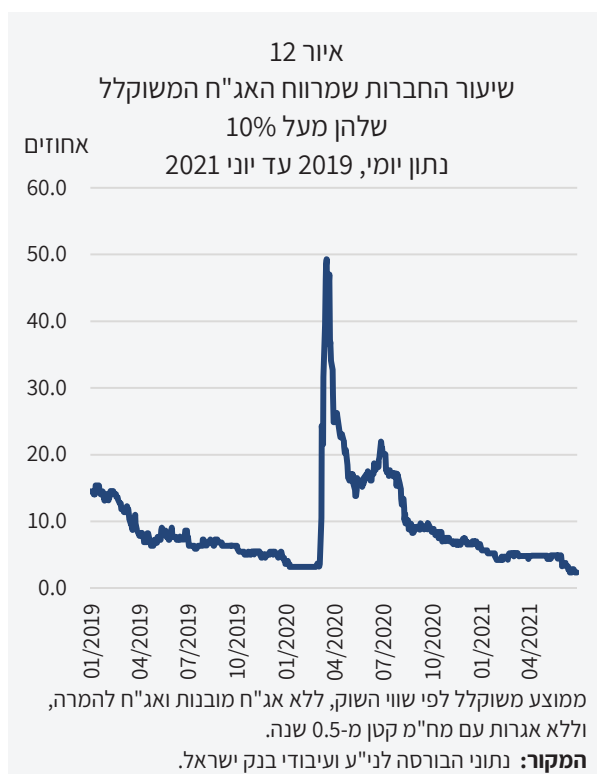
²⁰ Growth at Risk. במודל זה נאמד הקשר בין התנאים הפיננסיים הנוכחיים לבין התפלגות הצמיחה (השינוי בתוצר) העתידית.

²¹ החל מנובמבר 2018 מחושבות תעודות הסל כחלק מקרנות הנאמנות. השינוי גרם שבר מבני בסדרת הנתונים ובא לידי ביטוי בעלייה חדה של החזקות הקרנות בשנה זו (איור 10).

בהשוואה בין-לאומית רואים שתשואת האג"ח של ארה"ב נמצאת גם היא במגמת עלייה החל מיולי 2020, וזאת על רקע סימני התאוששות של כלכלת ארה"ב ועליית הציפיות לאינפלציה שם. תשואת האג"ח של ארה"ב גבוהה מתשואת אג"ח של ישראל והפער דומה לממוצע של שלוש שנים אחרונות.

אג"ח החברות

המרווחים באג"ח החברות נמצאים במגמת ירידה, שהחלה במחצית השנייה של 2020, וברוב הענפים הם הגיעו לרמות שבהן האג"ח נסחרו לפני משבר הקורונה (איור 11). בחינה של המרווח לפי הדירוגים מציגה תמונה דומה. כן נמשכת מגמת הירידה בשיעור החברות שהאג"ח שלהן נסחרות במרווח משוקלל שמעל 10 אחוזים (איור 12). מדד סיכון זה, שעלה בחדות בתקופת המשבר (לרמה של כ-50 אחוזים בשיא), החל לרדת לאחר מכן, ורמתו היום דומה לזו שלפני המשבר ונמוכה מאשר בתחילת 2019. נציין שבניגוד לשוק האג"ח הממשלתיות בישראל ההתערבות של הבנק המרכזי בשוק אג"ח החברות הייתה בהיקפים קטנים יחסית.

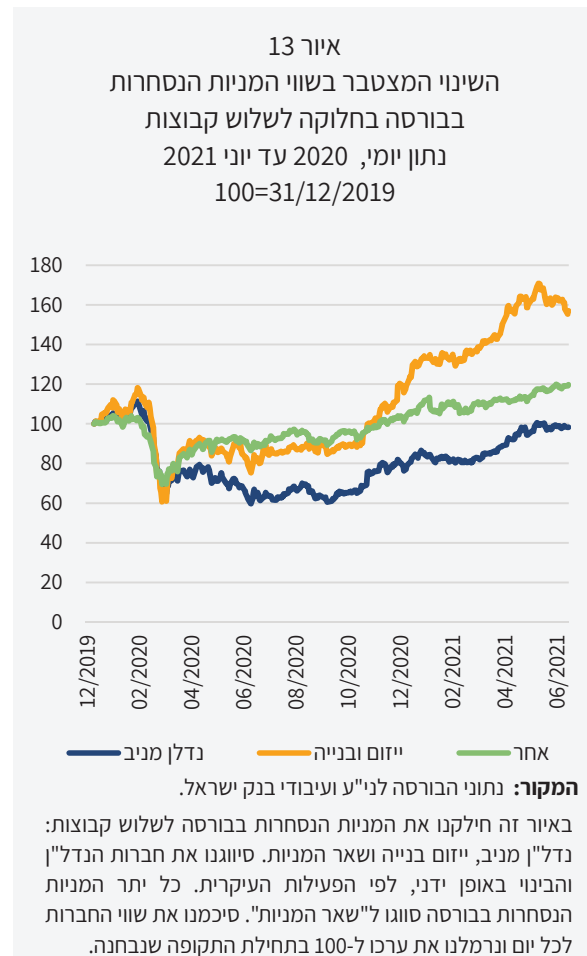
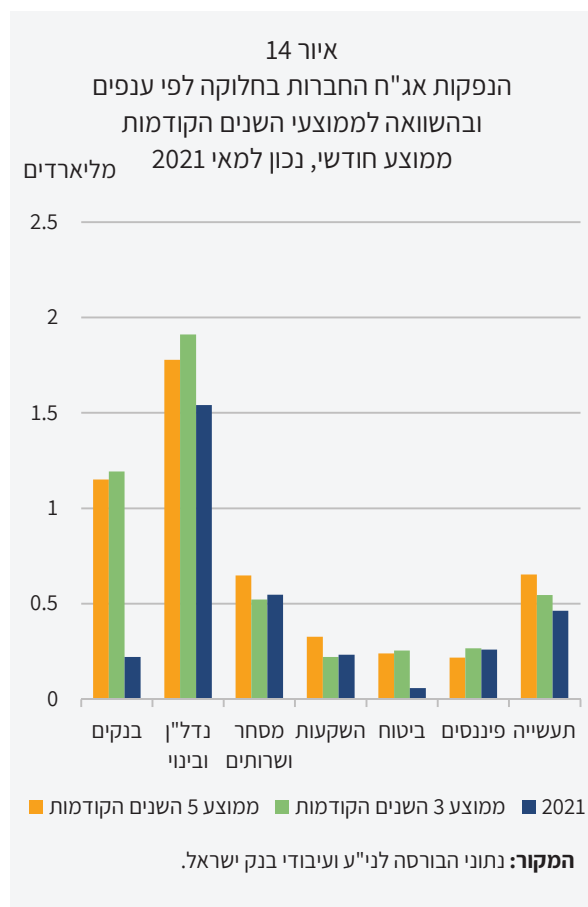


כדי להעריך אם תמחור אג"ח החברות משקף את גורמי היסוד הכלכליים והפיננסיים, נאמוד את מרווח התשואות (בין תשואות אג"ח החברות לאלה של האג"ח הממשלתיות) החזוי לפי מודל ה-EBP²². ההפרש בין המרווח בפועל המתקבל ממחירי השוק לבין המרווח החזוי המתקבל מהמודל משמש אינדיקציה לתמחור יתר או תמחור חסר של הסיכונים ביחס להערכה לפי גורמי היסוד הכלכליים והפיננסיים: אם ההפרש שלילי, הסיכונים מתומחרים בחסר, ואם הוא חיובי הם מתומחרים ביתר. תוצאות בדיקה זו מלמדות כי נכון לסוף התקופה הנסקרת אין אינדיקציה מובהקת לתמחור חסר של סיכונים, ובענף הנדל"ן המניב ישנה אינדיקציה לתמחור יתר של סיכונים. ייתכן אפוא שהמשקיעים בשוק ההון פסימיים במידה מסוימת לגבי עתידו של ענף זה ככל הנראה על רקע אי-הוודאות לגבי שוק המשרדים והקניונים בתקופה שלאחר הקורונה.

חברות הנדל"ן המניב, שמשקלן באשראי למשק מגיע ל-20 אחוזים, ספגו ירידת שווי ביחס לתקופה של טרם המשבר, אך התאוששו לאחר מכן וחזרו לרמה שנצפתה לפניו. גם מרווחי האג"ח של החברות הפועלות בענף זה לא עלו ביחס לאלה של החברות במגזרי המשק האחרים. עם זאת השוואה של התנהגות מחירי מניות בענף הנדל"ן המניב לאלה בענף הייזום והבנייה ולשאר המניות מראה שהעליות בענף הנדל"ן המניב היו נמוכות יותר, ולכן אפשר שהמשבר יפגע ברווחיהן העתידיים (איור 13).

²² Excess Bond Premium, להרחבה ראו:

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

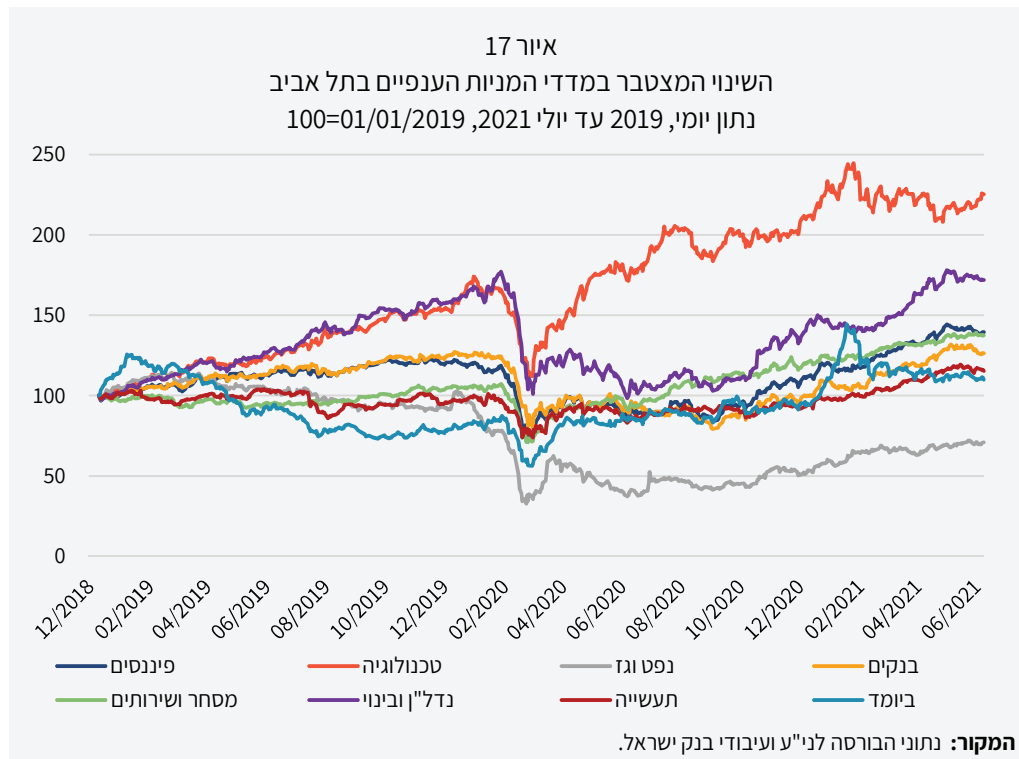
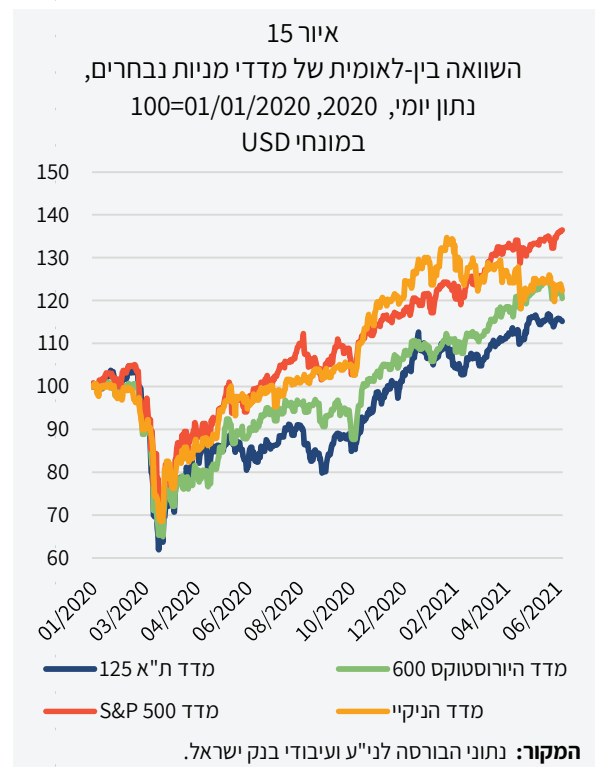


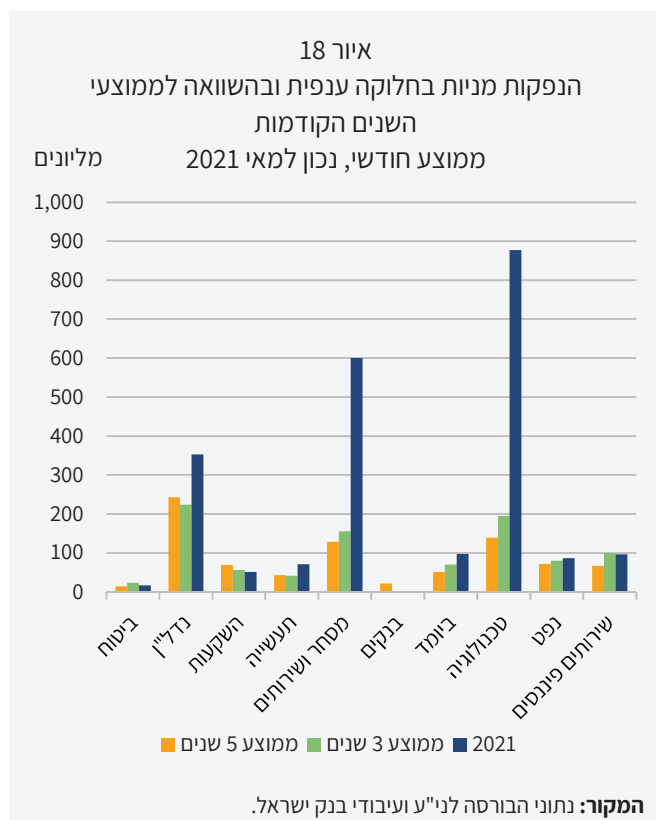
בשוק אג"ח החברות נמשכה בתחילת 2021 פעילות הנפקות ערה (לאחר האטה במשבר הקורונה). ענף המסחר והשירותים וענף הנדל"ן והבינוי בלטו בהיקף הנפקות ממוצע גבוה ביחס לממוצע של שלוש השנים הקודמות (איור 14).

בחינות ההנפקות לפי דירוגים מראה שעיקרן בדירוגים גבוהים (A- עד A+), אך בתמהיל הדירוגים היקף ההנפקות בקטגוריה A- עד A+ עולה על ממוצע השנים הקודמות, ואילו בקטגוריה AA- ומעלה היקפן נמוך ביחס לאותן שנים. שיעור האג"ח שמנפיקות החברות הזרות ממשיך להצטמצם (על רקע קשיים פיננסיים באחדות מהן בתקופות קודמות), ההיקף החודשי הממוצע של ההנפקות מתחילת שנת 2021 נמוך מזה של השנים הקודמות, וכל ההנפקות החדשות היו בדירוג גבוה: AA- ומעלה. הרשות לניירות ערך פרסמה טיוטת הוראה להתייחסות הציבור, אשר מנחה את קרנות הנאמנות לבחון את מדיניות השקעותיהן באג"ח של חברות זרות לפי דירוג האשראי הבין-לאומי ולא רק לפי הדירוג המקומי. זאת כדי להתאים את הרכב נכסי הקרנות לסיכון הפוטנציאלי של אג"ח שהנפיקו חברות ללא זיקה לישראל, בהתבסס על סולם הדירוג הגלובלי, כמקובל בהשקעה באג"ח הנסחרות בחו"ל.

מניות

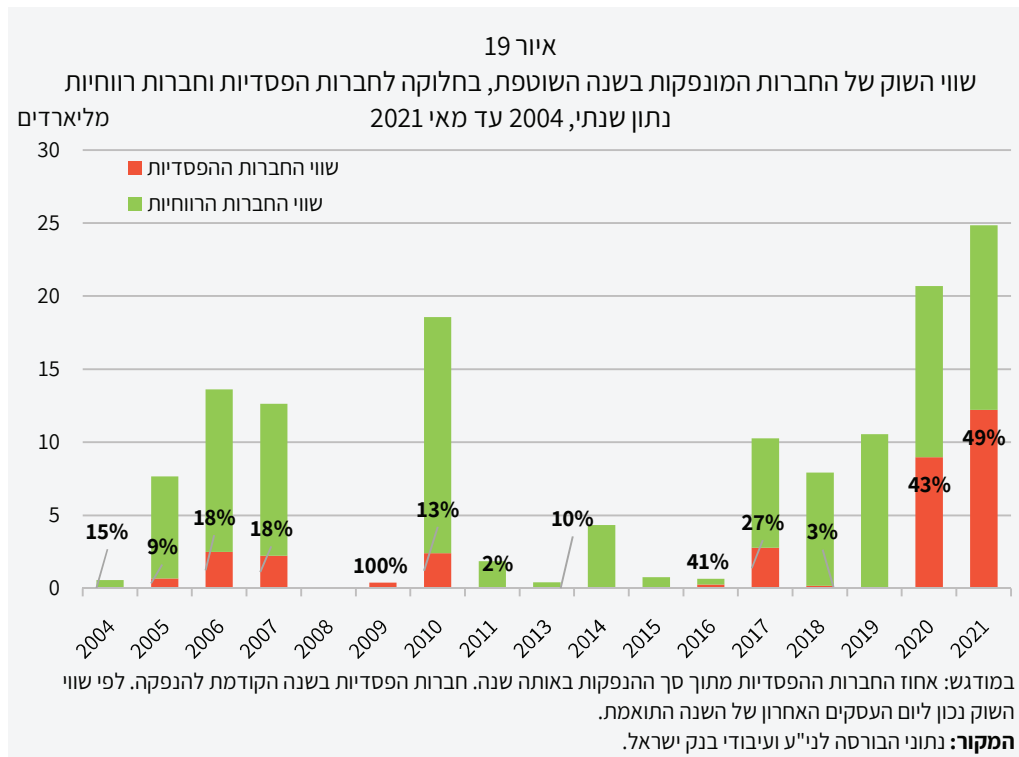
מדדי המניות בישראל נמצאים במגמת עלייה מתחילת שנת 2021, ומדד ת"א 125 השלים עלייה של כ-11 אחוזים נכון ליוני 2021. לאחר צניחה במהלך משבר הקורונה התאוששו רוב המדדים, ואף עלו מעבר לרמותיהם שלפני המשבר. יחד עם זאת מראה השוואה בין-לאומית שהעליות בישראל מתחילת משבר הקורונה היו נמוכות ביחס לעליות במדדים מרכזיים של ארה"ב ואירופה (איור 15). יש לציין שחלק מהפער בין המדדים נובע מהבדל בהרכבם (בישראל חלקם של ענפי הנדל"ן והפיננסים במדד גדול יותר מאשר בארה"ב, ואילו ענף הטכנולוגיה מיוצג במדד הישראלי פחות מאשר בזה של ארה"ב), ובהתחשב בהבדל בין המדדים העליות מתחילת משבר הקורונה היו דומות. על רקע עליית מחירי המניות עלה גם מכפיל הרווח ארוך הטווח (איור 16). עליית מכפיל הרווח מראה כי עלייתם של מחירי המניות הייתה מהירה מזו של הרווחים שנרשמו עד כה. רמה גבוהה של המדד עשויה לאותת על התנתקות מסוימת בין מחירי הנכסים הפיננסיים לפעילות הריאלית. בחינה ענפית של מדדי המניות מראה שהעלייה הקיפה את רוב הענפים, בהובלת ענף הטכנולוגיה (איור 17).





על רקע הריביות הנמוכות והתנאים הפיננסיים הנוחים נמשך ואף התגבר גל ההנפקות שהחל ב- 2020 (איור 18). נכון לחודש מאי 2021 הונפקו מניות בהיקף גבוה וחרוג של כ-9 מיליארד ש"ח²³. כ-4.5 מיליארד גויסו בידי 46 מנפיקות חדשות, מרביתן חברות טכנולוגיה²⁴.

בחינת שווי השוק של החברות המנפיקות מראה ש-49 אחוזים מתוכן הן חברות "הפסדיות" (חברות שבשנה הקודמת לשנת ההנפקה הציגו רווח נקי שלילי). שיעור זה גבוה מממוצע השנים הקודמות (ממוצע של כ-24 אחוזים בחמש השנים האחרונות), דבר שעלול לאותת על תיאבון גדל של המשקיעים לסיכון (איור 19).



²³ כ-1.5 מיליארד גויסו בחו"ל על ידי חברות דואליות שנסחרות בבורסה הישראלית.

²⁴ הונפקו גם יחידות השתתפות בשותפויות מחקר ופיתוח. מדובר במסלול חדש שהציגה הבורסה בשנת 2019. בשנת 2020 הונפקו יחידות בשווי של 300 מיליון ש"ח (כ-1.8 אחוזים מסך ההון המונפק) על ידי 5 חברות מענפי הטכנולוגיה והביומד. בשנת 2021 (נכון לחודש אפריל) הונפקו 262.4 מיליון ש"ח (כ-1.8 אחוזים על ידי 6 חברות מענפי הטכנולוגיה והביומד).

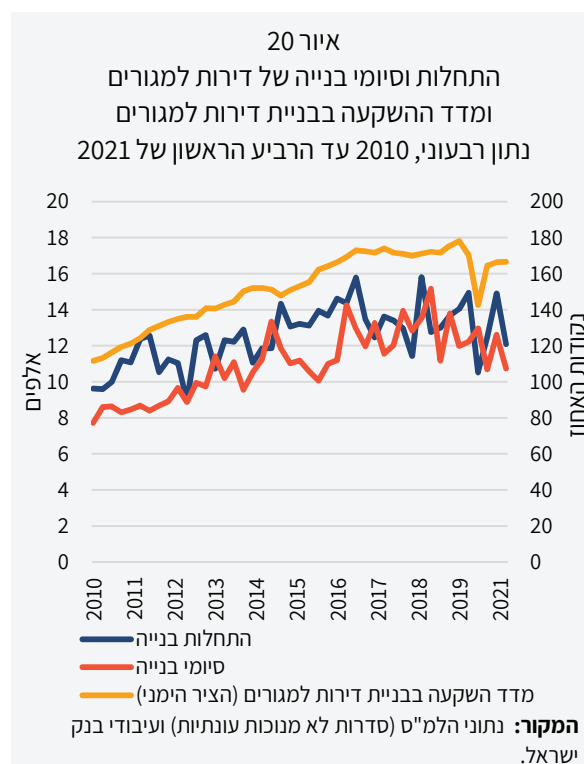
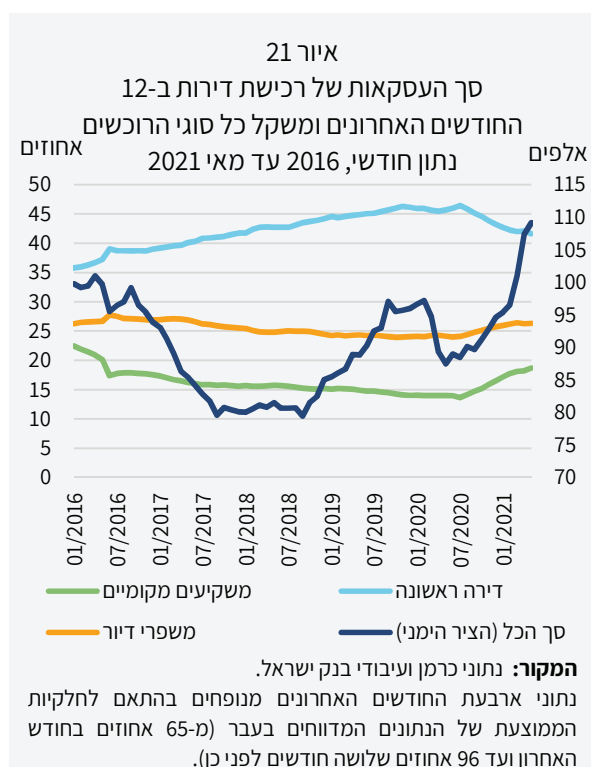
2.2.2 שוק הנדל"ן

למחירי הנדל"ן יכולה להיות השפעה רבה על סיכונים פיננסיים, בעיקר במקרים של ירידת מחירים חדה, משום שהבעלות על הנכסים כרוכה בשיעורי מינוף גבוהים, יחסית לנכסים אחרים אשר משמשים כבטוחות להלוואות²⁵.

שוק הדיור

נתוני החשבונאות הלאומית מראים כי ההשקעה בבנייה למגורים ירדה בשנת 2020 בשיעור של 6.6 אחוזים, וברביע הראשון של השנה היא נשארה ברמה נמוכה – ירידה של 2.2 אחוזים לעומת הרביע המקביל אשתקד (איור 20). ירידת ההשקעה משתקפת היטב בסיומי הבנייה, אשר פחתו בשיעור ניכר, וגם בהתחלות הבנייה. ייתכן שהירידות בהתחלות ובסיומים של הבנייה נבעו מהקשיים שהתעוררו מאז תחילת משבר הקורונה והתבטאו בין היתר בצמצום הפעילות של הוועדות המקומיות לתכנון ובנייה ומהגבלות שהושטו על האוכלוסייה, ובפרט על העסקת עובדים.

בחודשים האחרונים של 2020, עם הצפי ליציאה ממשבר הקורונה, גדל מספר העסקאות לרכישת דירה, אך היה זה בעיקר תיקון של הצטמצמותו בחודשי הסגר שהיו במהלך השנה, שכן מספר העסקאות בשנת 2020 כולה נמוך במקצת ממספרן ב-2019 (איור 21). בחודשים הראשונים של 2021 (עד מאי) המשיך מספר העסקאות לעלות, ועבר את רמתו ערב המשבר. ברקע לכך עלייה ברכישות המשקיעים והמשך ההתעוררות של הביקוש, כתיקון למיעוט העסקאות בחודשי הסגר ובתקופת המשבר בכלכלה.

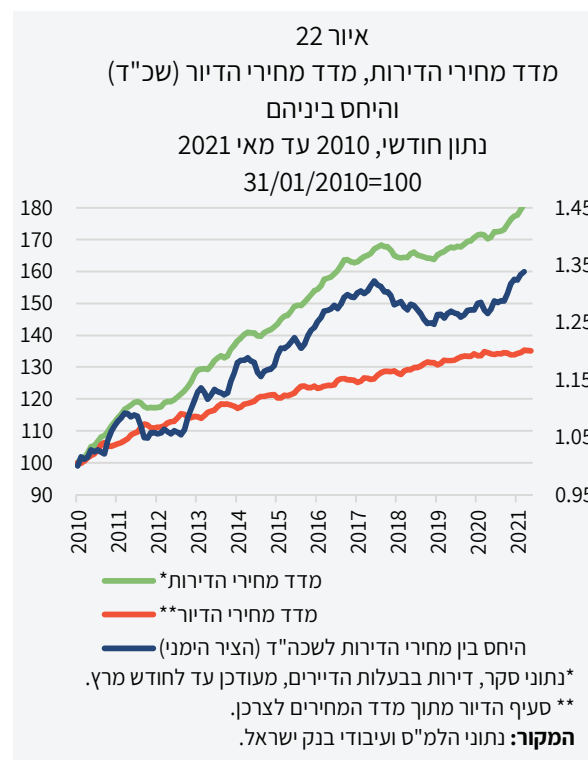


העלייה של מחירי הדירות (על פי סקר מחירי הדירות בבעלות), במהלך 2019 ו-2020 וכן בתקופת מיעוט העסקאות בגלל הסגרים, גברה, והגיעה (עד מרץ-אפריל 2021) לקצב שנתי של 5.6 אחוזים. בשנת 2021 חברו אל הלחץ לעלייתם של מחירי הדירות גם גורמי היצע: מדד תשומות הבנייה למגורים, המבטא חלק מעליית מחיריהם של חומרי הגלם וההובלה, עלה מדצמבר 2020 עד אפריל 2021 ב-2.5 אחוזים, לאחר שבשנת 2019 כולה הוא עלה באחוז אחד וב-2020 נשאר ללא שינוי. שיעור העלייה השנתי של מדד מחירי הדיור, מדד המתבסס ברובו על שכר הדירה, עלה במקצת, ובחודשים הראשונים של 2021 קצב עלייתו אף הואט (איור 22). אחת הסיבות להאצת עלייתם של מחירי הדירות לצד התמתנות העלייה של מחירי השכירות נעוצה במיסוי:

²⁵ שיעורי המינוף בישראל נמוכים משמעותית מהשיעורים הנהוגים במרבית מדינות ה-OECD.

מס הרכישה על דירה להשקעה הופחת החל מחודש יולי 2020, צעד שהגביר את הביקוש לרכישת דירות על חשבון שכירתן. תרמה למגמה זו גם ירידת הריבית על המשכנתאות, בעיקר במסלולים צמודים, אל מתחת לרמות ששררו לפני המשבר. זאת נוסף על צעדי הקלה²⁶ במגבלה שנקט הפיקוח על הבנקים, אשר הפחיתו את עלות המשכנתה הממוצעת. נציין גם את מיעוט העסקאות שהתבצעו במסגרת "מחיר למשתכן". לאחר שהחלק של עסקאות אלו בסך העסקאות בדירות חדשות הגיע בחודשי הקיץ של 2020 לכ-44 אחוזים, ירד חלקן ל-25 אחוזים (ינואר-מרץ 2021)²⁷. ירידת חלקן של הדירות שנרכשו במסגרת "מחיר למשתכן", שמחירן נמוך יחסית, מעלה את המחיר הממוצע של הדירות החדשות הנמכרות.

כשבוחנים את קצב הבנייה ארוך הטווח מתברר כי היצע הדירות אינו מצליח לעמוד בקצב העלייה של הביקוש, המביא בחשבון את גידול האוכלוסייה. היחס בין הבנייה הפעילה למגורים במונחי שטח לבין האוכלוסייה²⁸ ירד מאז תחילת 2017; ירידתו התעצמה במהלך משבר הקורונה, והוא הגיע לרמות נמוכות בראייה ארוכת טווח (איור 23). ירידה בשיווקי הקרקעות לבנייה למגורים, שהחלה ב-2019 ונמשכה ב-2020, עלולה להוסיף ולפעול להפחתת ההיצע. התפתחויות אלו מעידות כי לחצי הביקוש ימשיכו לעמוד במרכז ההתפתחויות בשוק הדיור. כנגד זאת אישורה של התוכנית "דיור במחיר מופחת" בסוף שנת 2020, הכוללת מספר שיטות שיווק נוספות על אלה ששימשו ב"מחיר למשתכן", הגבירה את שיווקי הקרקע, וייתכן שתגדיל את היקף התחלות הבנייה כעבור שנתיים-שלוש, ובכך אולי תביא לצמצום לחצי הביקוש.

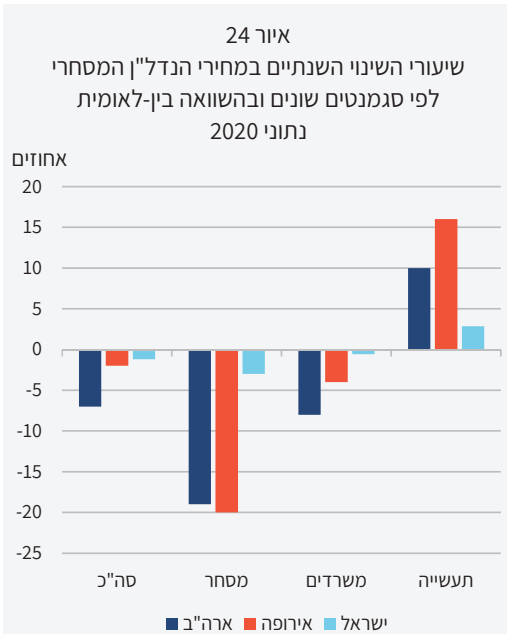


²⁶ בתחילת 2021 בוטלה ההגבלה של שיעור רכיב ריבית הפריים בתמהיל המשכנתה, והושארה רק הגבלת הרכיב שברביית המשתנה. מעתה לפחות שליש מסך המשכנתה יינתן בריבית קבועה, ושני השלישים הנוותרים ייבחרו על ידי הלווים ללא כל הגבלה.

²⁷ התוכנית "מחיר למשתכן" אמנם הסתיימה, אולם עדיין ישנם כארבעים אלף זוכים שטרם מימשו את זכיותם.

²⁸ יחס זה מודד את התחלות הבנייה לפי השטח ולא לפי יחידות הדיור. על רקע הגידול בשטחי הדירות שנבנו בשנים האחרונות, מדידה לפי יחידות דיור צפויה להניב תוצאה נמוכה אף יותר מזו המוצגת באיור.

שוק הנדל"ן המסחרי



המקור: IMF, דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

באיור זה מוצגים שיעורי השינוי השנתיים של מחירי הנדל"ן המסחרי. בישראל, היות שאין סטטיסטיקה מסודרת של מחירי הנכסים, חישבנו את רווחי/הפסדי השערור של הנכסים המניבים בשנת 2020 ביחס לשוויים ההוגן בסוף 2019 לפי כל אחד מהסגמנטים, בהתבסס על הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות העוסקות בנדל"ן מניב. לגבי אירופה וארה"ב שיעורי השינוי של מחירי הנכסים נלקחו מתוך סקירה שפורסמה על ידי ה- IMF בנושא הנדל"ן המסחרי. שיעורי שינוי אלו באירופה נכונים לינואר 2021 ובארה"ב לפברואר 2021.

במדינות רבות פגע משבר הקורונה בענף הנדל"ן המסחרי פגיעה משמעותית, והגביר את אי-הוודאות בחלק מהסגמנטים של הענף בשל שינויים מבניים אפשריים בביקוש ובהרגלי הצריכה²⁹. בישראל גרמה אי-הוודאות, שאפיינה את ענף הנדל"ן המניב במהלך המשבר, לירידה חדה של מספר התחלות הבנייה, במיוחד של שטחי מסחר. זאת בד בבד עם שינויים בדמי השכירות למ"ר – כפי שמלמד ניתוח הדוחות הכספיים של מעל 50 חברות נדל"ן שבבעלותן נדל"ן מניב בישראל³⁰ – בעיקר ירידתם בנכסים המניבים למסחר (איור 24). ירידה זו, אם תתמיד, עשויה להעיד על שינוי תמהיל ההעדפות בהרגלי המסחר.

בחינה של השינויים במחירי הנדל"ן המניב לפי סוג הנכס בהשוואה לאירופה ולארה"ב (איור 24) מלמדת כי הפגיעה בענף הנדל"ן המניב בישראל הייתה קטנה מאשר באירופה ובארה"ב.

2.3 האשראי - היקפו ורמת הסיכון³¹

2021:1



2020:2



המגזר העסקי

מגזר משקי הבית

כמה התפתחויות מצביעות על ירידה של הסיכון להפסדים משמעותיים באשראי הפרטי: שיעור החוב הבנקאי שהתשלומים בגינו נדחו במגזר העסקי ובמגזר משקי הבית ירד משמעותית, ושיעור הפיגורים בחוב שתשלומיו חודשו נמוך; מרבית הגידול של שיעור החובות הפגומים במערכת הבנקאית התרחש בתחילת משבר הקורונה; מאז לא הייתה החמרה, ומתחילת 2021 – אפילו ירידה; שיעור החוב הפגום עלה בענפי המשק שספגו פגיעה משמעותית במשבר, אולם אשראי זה אינו חלק גדול מהאשראי של הבנקים למגזר העסקי. ניתוח מצבן של החברות הציבוריות מעלה כי שיעור הנזילות בכל הענפים גבוה, לרבות ענפים שנפגעו במיוחד במשבר הקורונה, אך במקביל עלה שיעור המינוף בקרב חברות אלה.

²⁹ להרחבה ראו: Chapter 3: Commercial Real Estate: Financial Stability Risks During the COVID-19 Crisis and Beyond, Global Financial Stability Report (April 2021), IMF.

³⁰ כיוון שבישראל (שלא כמו במדינות רבות) אין סטטיסטיקה מסודרת של מחירי הנכסים המסחריים, קשה לעקוב אחר התפתחותם ולנתח אותה באופן שוטף. לפיכך אנו עושים שימוש במידע הניתן בדוחות הכספיים השנתיים של החברות הציבוריות העוסקות בנדל"ן מניב. על פי ההערכות שלנו (תיבה 2 בדוח הציבוריות הפיננסיות למחצית השנייה של 2018) חברות אלו מחזיקות בבעלותן כ-65 אחוזים מהשטחים המניבים בישראל, מרביתם באזורי ביקוש גבוה. מידע זה אינו מבוסס על השוק כולו, כי אינו מתייחס לשטחים באזורי ביקוש נמוך, למשל בשולי הערים, ולכן עלולות להיות הטיות בנתונים המחושבים.

³¹ הפרק מתבסס על הנתונים העדכניים ביותר הזמינים בעת פרסום דוח הציבוריות. ככלל, נתונים יומיים זמינים עד סוף חודש יוני 2021, נתונים חודשיים זמינים עד סוף חודש מאי 2021, ונתונים רבעוניים עד לרביע ראשון של שנת 2021. עם זאת, כיוון שבמקרים מסויימים מתקבלים נתונים ממספר רב של מקומות ואלו דורשים עבודת טיוב ייתכן כי בחלק מהמקרים יופיעו נתונים בעיבוד.

אשר למגזר משקי הבית – האשראי למשקי הבית שאינו לדיור מהמערכת הבנקאית פחת משמעותית במהלך משבר הקורונה – כנראה על רקע ירידה בביקוש. ההפרשות להפסדי אשראי, הן של חברות כרטיסי האשראי והן של הבנקים, במגזר משקי הבית שלא לדיור עלו בתחילת משבר הקורונה, ובדומה למצב במגזר העסקי, לא ניכרת החמרה מאז. במרבית החוב שהיה בדחייה חודשו התשלומים זה מכבר, ושיעור הפיגור בתשלומים של קבוצה זו נמוך.

כנגד זאת נמשכה העלייה של מאפייני הסיכון באשראי חדש לדיור; מאמצע 2020 היקף המשכנתאות החדשות צומח בקצב יציב וגבוה, על רקע עלייה בהיקף העסקאות (להרחבה ראו פרק הנדל"ן). במקביל עלה גודל המשכנתה הממוצעת, על רקע ירידת הריביות במסלולים הצמודים וגידול החלק הנלקח בריבית פריים. עלה גם חלקן של המשכנתאות הנלקחות בשיעור מימון גבוה, ובפרט בשיעור מימון שמעל 60 אחוזים. כמו כן עלה חלקן של המשכנתאות שהחזר החודשי שלהן גבוה מ-30 אחוזים מההכנסה של משק הבית.

2.3.1 המגזר העסקי (הלא-פיננסי)

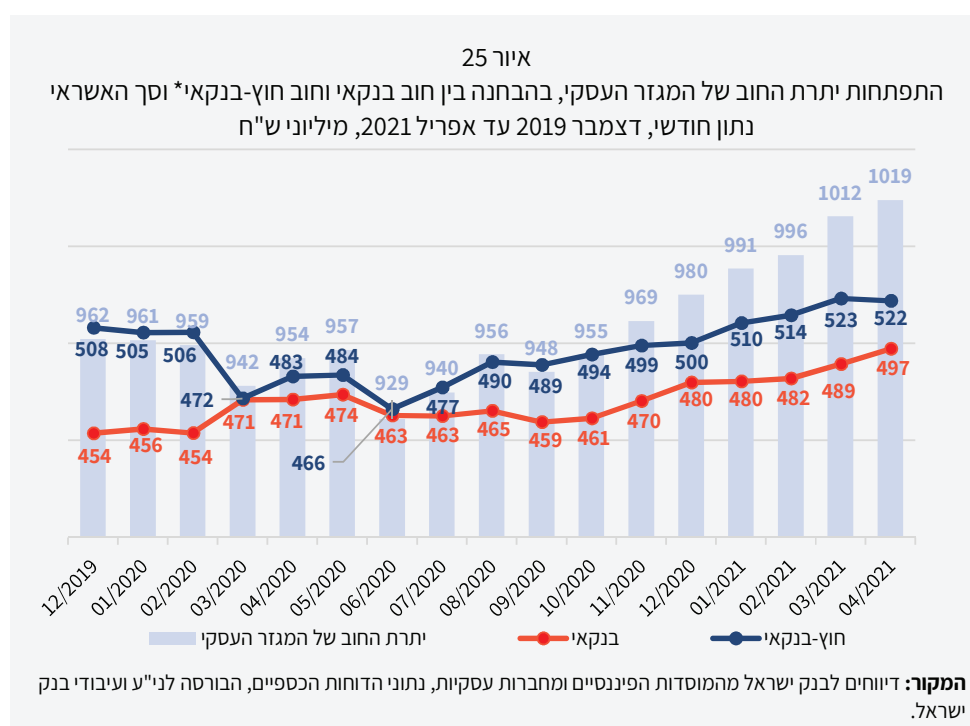
השפעת הסגר השלישי, שהחל בסוף 2020 ונמשך בחודשיים הראשונים של 2021, הייתה מתונה מזו של שני הסגרים הקודמים, אשר הוטלו במהלך שנת 2020. כמו כן תוואי היציאה מהסגר השלישי מאז פברואר מהיר, בזכות ירידה תלולה של התחלואה הקשה על רקע התחסנות האוכלוסייה.

לאחר היציאה מהסגר החל שיפור בפעילות הכלכלית של כלל הענפים, תוצאת עלייה של הצריכה הפרטית. נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של השנה (אומדן שני) מצביעים על התכווצות התוצר, אולם בחינה של הרכב השימושים מעלה תמונה חיובית של מצב המשק וציפייה לצמיחה גבוהה ברביע השני.

במהלך החודשים האחרונים גם גדל הביקוש לעובדים. לפי נתוני מרץ צפוי גידול משמעותי של מספר המשרות הפנויות ושל המגבלה בגיוס עובדים. תחלופה בין תיירות חוץ לפנים צפויה למתן את הפגיעה בענף התיירות, הנמשכת בשל המשך המגבלות הבריאותיות על כניסת תיירים לישראל.

המגמות באשראי

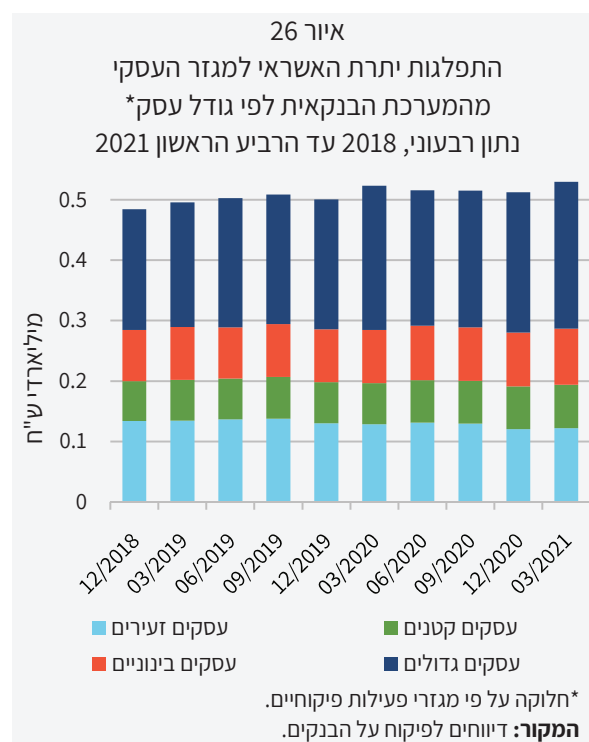
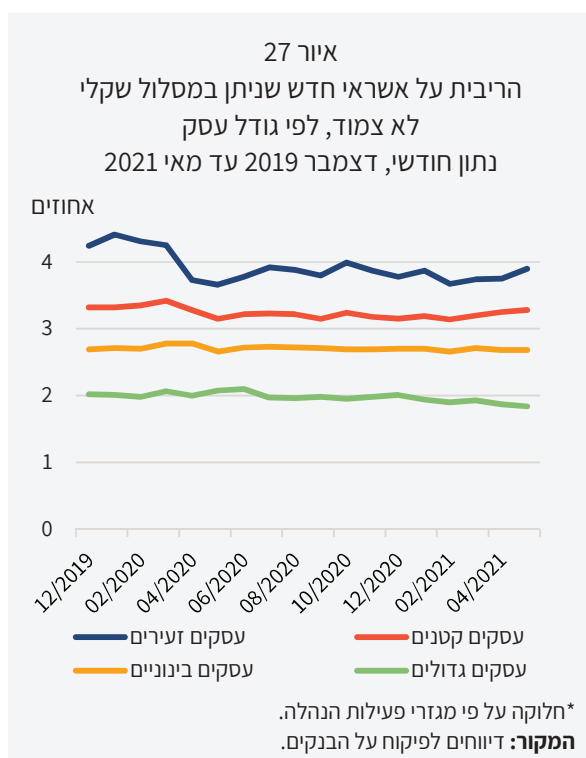
יתרת האשראי למגזר העסקי צמחה בקצב יציב מאז הסגר השני. בפרט, ניכרת האצה של צמיחת האשראי ממקורות חוץ-בנקאיים, ובייחוד של הלוואות מתושבי חוץ ומהגופים המוסדיים – שני מקורות מימון שבתחילת משבר הקורונה הגיבו בהקטנה חריפה של האשראי (איור 25). הבקשות לאשראי מהקרנות בערבות המדינה הולכות ופוחות, אולם צמיחת האשראי הבנקאי נמשכת.



האצת גידולו של האשראי למגזר העסקי מתבטאת, לפי דיווחי החברות בסקר המגמות, גם בהקלת הקושי לקבל מימון מאז סיומו של הסגר השלישי. החברות, למעט אלה בענף המלונאות, מדווחות על קושי דומה לזה ששרר לפני משבר הקורונה.

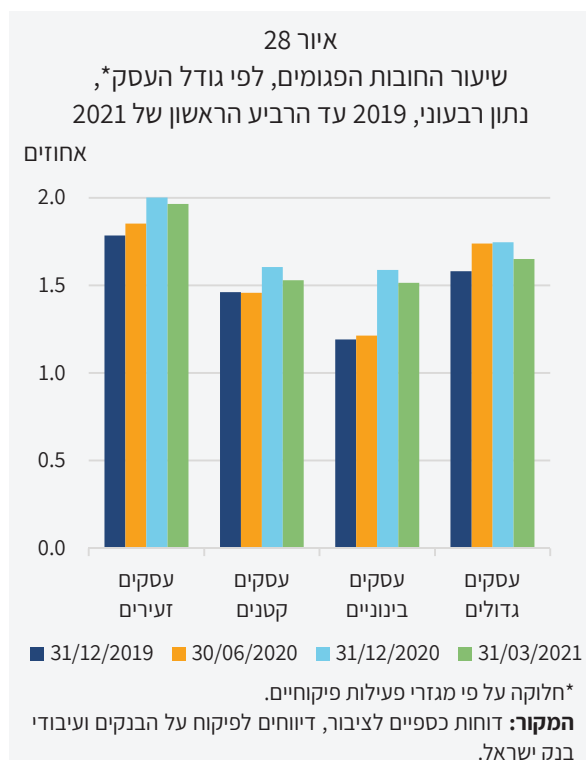
האשראי מהמערכת הבנקאית

האשראי למגזר העסקי מהמערכת הבנקאית התאפיין במהלך שנת 2020 בעלייה של האשראי החדש בתחילת משבר הקורונה, על רקע ניצול קווי אשראי קיימים על ידי עסקים, בפרט בתקופת הסגר הראשון. לאחר מכן פחת אשראי זה, ולקראת סוף שנת 2020 הוא שב ועלה. התפתחות זו אפיינה את כל מגזרי הפעילות העסקיים. מכאן שהאשראי הבנקאי, שחלקו ניתן בערבות ממשלתית באמצעות הקרנות הייעודיות, נתן מענה לצורך של עסקים באשראי דווקא בתקופות הסגרים, שבהם הפעילות הצטמצמה, ואיפשר להם להחליק את עומק הפגיעה. בחודשים מרץ ואפריל של 2021 ניכרה עלייה באשראי החדש למגזר העסקי, אשר התבטאה בעלייה של יתרת האשראי, בעיקר לעסקים גדולים, בעוד יתרת האשראי למגזר העסקים הקטנים והבינוניים נותרה יציבה (איור 26). הריבית הממוצעת על הלוואות חדשות לעסקים הגדולים והבינוניים במחצית הראשונה של שנת 2021 דומה לזו שלפני משבר הקורונה, וכך היא נשמרה גם במהלכו. לעומת זאת לעסקים הקטנים והזעירים הריבית הממוצעת במהלך המשבר הייתה נמוכה מאשר לפניו, ושיקפה את השפעת ערבות המדינה בקרנות ואת תוכנית בנק ישראל של הלוואות לבנקים לשם העמדת אשראי לעסקים קטנים³². הריבית על אשראי חדש לעסקים קטנים וזעירים עודנה נמוכה מאשר לפני המשבר, אך בחודשים האחרונים היא עלתה (איור 27). עלייה זו מעידה על גידול של חלק האשראי הניתן שלא במסגרת ערבות המדינה, ומכאן שאשראי זה אינו נלקח על ידי עסקים שנפגעו, אלא לצורך הרחבת הפעילות. עם זאת נציין שהבנקים ממשיכים לנצל את תוכנית בנק ישראל להעמדת אשראי למגזר העסקי; יתרת האשראי שהם קיבלו במסגרת תוכנית זו גדלה במחצית הראשונה של 2021 ב-17.6 מיליארדי ש"ח, לסך של 37.2 מיליארד ש"ח.



³² נדבך א' של התוכנית העניק לבנקים הלוואות בריבית של 0.1 אחוז לטווח של שלוש שנים. בדצמבר 2020 החל בנק ישראל להפעיל את נדבך ב' של התוכנית, אשר במסגרתו מוענקות לבנקים הלוואות לטווח של ארבע שנים בריבית קבועה של מינוס 0.1 אחוז, ובתנאי שהריבית על ההלוואות לעסקים קטנים לא תעלה על פריים פלוס 1.3 אחוזים. תוכנית ההלוואות למערכת הבנקאית תסתיים ב-01/10/2021, או כאשר היקף ההלוואות שנתן הבנק יגיע ל-40 מיליארד ש"ח.

דחיית תשלומים בהלוואות למגזר העסקי – באפריל 2020 הודיע בנק ישראל על מתווה מקיף של דחיית תשלומי הלוואות לתקופה של עד שישה חודשים כסיוע ללקוחות הבנקים בהתמודדות עם השלכות משבר הקורונה, והמערכת הבנקאית אימצה את המתווה. למעשה, עוד טרם ההודעה החלו הבנקים לאפשר דחייה של החזרי הלוואות. לנוכח התאוששות הפעילות הכלכלית, שיעור האשראי העסקי שהחזירו בדחייה הולך ופוחת במהירות. ברוב המוחלט של ההלוואות שלגביהן הסתיימה תקופת הדחייה חודשו התשלומים. הבנקים מדווחים על שיעור קטן של הלוואות שמועד דחייתן עבר ותשלומיהן בפיגור; המתקשים לחזור ולשלם את חובותיהם עיקרם עסקים זעירים, ובקרבם שיעור זה עומד על 1.84 אחוזים. שיעור אי ההחזר במגזר זה גבוה יחסית גם בעתות שגרה.



שיעור החוב הפגום עלה כבר ברבעון הראשון של שנת 2020 ונשאר קרוב לרמה שהגיע אליה במהלך השנה (איור 28). ברבעון הראשון של שנת 2021 הקטינו הבנקים את שיעור החוב הפגום, בפרט במגזרי העסקים הזעירים עד הבינוניים. הדבר משתקף גם בהפרשות הבנקים להפסדי אשראי (ראו פרק המערכת הבנקאית). משמע שאת עיקר הגדלתן של ההפרשות ביצעו הבנקים עוד בתחילת המשבר הבריאותי. שיעור החוב הפגום גדל במהלך שנת 2020 בקרב העסקים באותם ענפים שבפעילותם התמקדה פגיעתו של משבר הקורונה – ענפי השירותים העסקיים, התחבורה והאחסנה והאירוח והאוכל. ניכרת עלייה משמעותית בסיכון של ענפים אלה, אך האשראי לכולם יחד מסתכם בכ-14 אחוזים בלבד מיתרת האשראי הבנקאי למגזר העסקי. לעומת זאת ירד במהלך שנת 2020 שיעור החוב הפגום בענפי הבינוני והנדל"ן, המסחר, התעשייה והשירותים הפיננסיים – ככל הנראה על רקע אפשרויות זולות למיחזור חוב, תמיכה ממשלתית וציפייה לשיפור בפעילות ב-2021.

מאז תחילת ההגבלות, שנועדו לעצור את התפשטות הקורונה, היה חלק מהמגזר העסקי שרוי בהקפאה; חלק מההוצאות השוטפות ומהחזרי החובות הוקפאו, חלקן מתוקף הנחיות ממשלתיות וחלקן באופן מוסכם על פעילים במגזר העסקי

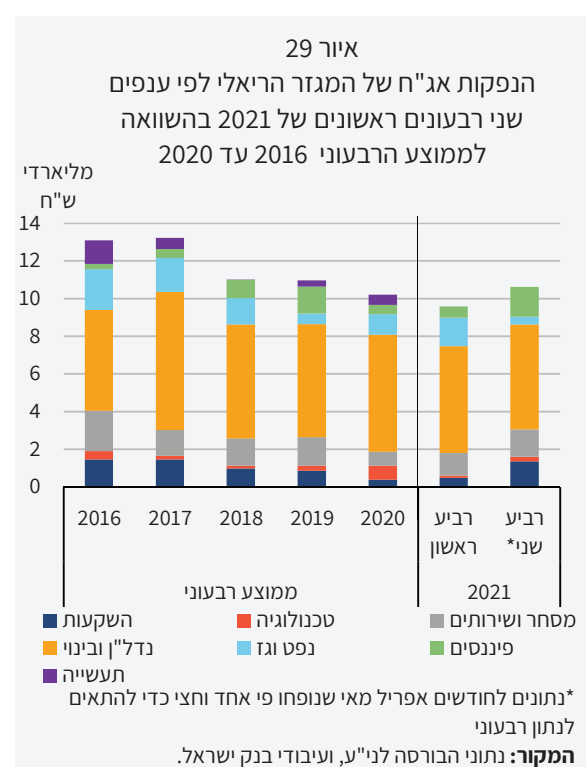
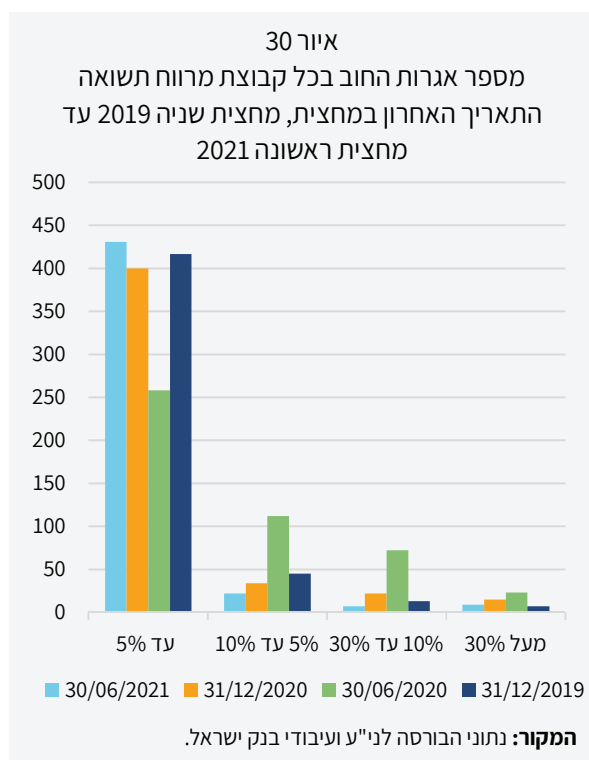
בינם לבין עצמם או בין עסקים לבין ספקי אשראי, כדוגמת דחיות של החזרי ההלוואות שאפשרו הבנקים. אולם כעת, משרוב ההגבלות הוסרו, והחשש לגל תחלואה נוסף פחת משמעותית, התבטל גם הטעם באותה הקפאה רחבה. עסקים שלא יראו שיפור ניכר במצבם לאחר שהוסרו ההגבלות ובוטלו מרבית ההטבות הממשלתיות, נמצאים בסיכון גבוה להגיע לחדלות פירעון.

האשראי החוץ-בנקאי

האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי מורכב מאשראי מהגופים המוסדיים בשיעור של כ-41 אחוזים, 34 אחוזים מאשראי מתושבי חוץ, ו-25 אחוזים מאשראי ממשקי הבית בצורה של אג"ח חברות, המוחזקות במישרין ובעקיפין. בתחילת משבר הקורונה פחת מאוד האשראי מהגופים המוסדיים, אך עוד במחצית השנייה של שנת 2020 אשראי זה החל להתאושש, בעיקר דרך רכישות אג"ח חברות שביצעו הגופים המוסדיים. סביר ששייעו לכך ההקלות הרגולטוריות שנתנה רשות שוק ההון עם פרוץ המשבר, ובפרט ויתור על החובה לערוך, לפני רכישת אג"ח, אנליזה לפי כללי "רגולציית חודק". בסוף שנת 2020 ניכרת התאוששות גם בהלוואות שהגופים המוסדיים מעמידים ישירות לעסקים. ההעדפה של הגופים המוסדיים לרכוש חוב סחיר בתקופת אי-הוודאות מתיישבת עם התיאוריה המימונית, הגורסת כי חברות טובות ובטוחות יותר יעדיפו הנפקת חוב סחיר על הנפקת חוב פרטי. נוסף על כך, המסחר המתקיים בשוק האג"ח מאפשר לקבל אינפורמציה אמינה על הערכת השוק לגבי הסיכון לחדלות פירעון יותר מאשר בהנפקת חוב פרטי, ואינפורמציה כזאת חשובה במיוחד בתקופות אי-וודאות.

ההלוואות מתושבי חוץ הפסיקו להתכווץ והתייצבו רק ברבעון האחרון של שנת 2020. לעומת זאת הצליחו חברות רבות להנפיק אג"ח בחו"ל, כך שבסך הכול יתרת האשראי למגזר העסקי במכשיר זה גדלה במהלך שנת 2020 ב-36 אחוזים. הגידול של היקף האג"ח שחברות ישראליות הנפיקו בחו"ל מנוגד למגמה בשוק האג"ח המקומי; כאן היה היקף ההנפקות במהלך שנת 2020 נמוך מאשר בשנים הקודמות, וגם הנתונים מתחילת שנת 2021 מצביעים על קצב נמוך ביחס לשנים קודמות של הנפקות (איור 29). עיקר ההנפקות היו – בדומה לשנים הקודמות – של חברות מתחום הנדל"ן והנפט וגז. חברות טכנולוגיה הנפיקו בשנת 2020 בהיקפים גבוהים יחסית לשנים הקודמות. ייתכן שהנפקות אלה נועדו, במידה מסוימת, להחליף חוב לחו"ל.

מרווחי התשואה באג"ח חברות ירדו משמעותית מאז שיא המשבר במרץ 2020, וברוב הענפים הגיעו המרווחים לרמות שבהן נסחרו האג"ח טרם פרץ משבר הקורונה. הרוב המוחלט של האג"ח בשוק נסחרות בתשואות נמוכות (איור 30). מאפייני ההנפקות במהלך שנת 2020 ותחילת 2021 מראים שעליית המרווחים לא השפיעה על איכות ההנפקות: התפלגות הדירוגים, השימוש בביטחונות והטווח לפירעון נותרו בממוצע דומים לאלה של שנת 2019. משמע שהחברות המנפיקות לא שיפרו את איכות ההגנות למשקיעים.



המגזר העסקי – ניתוח על בסיס החברות הציבוריות

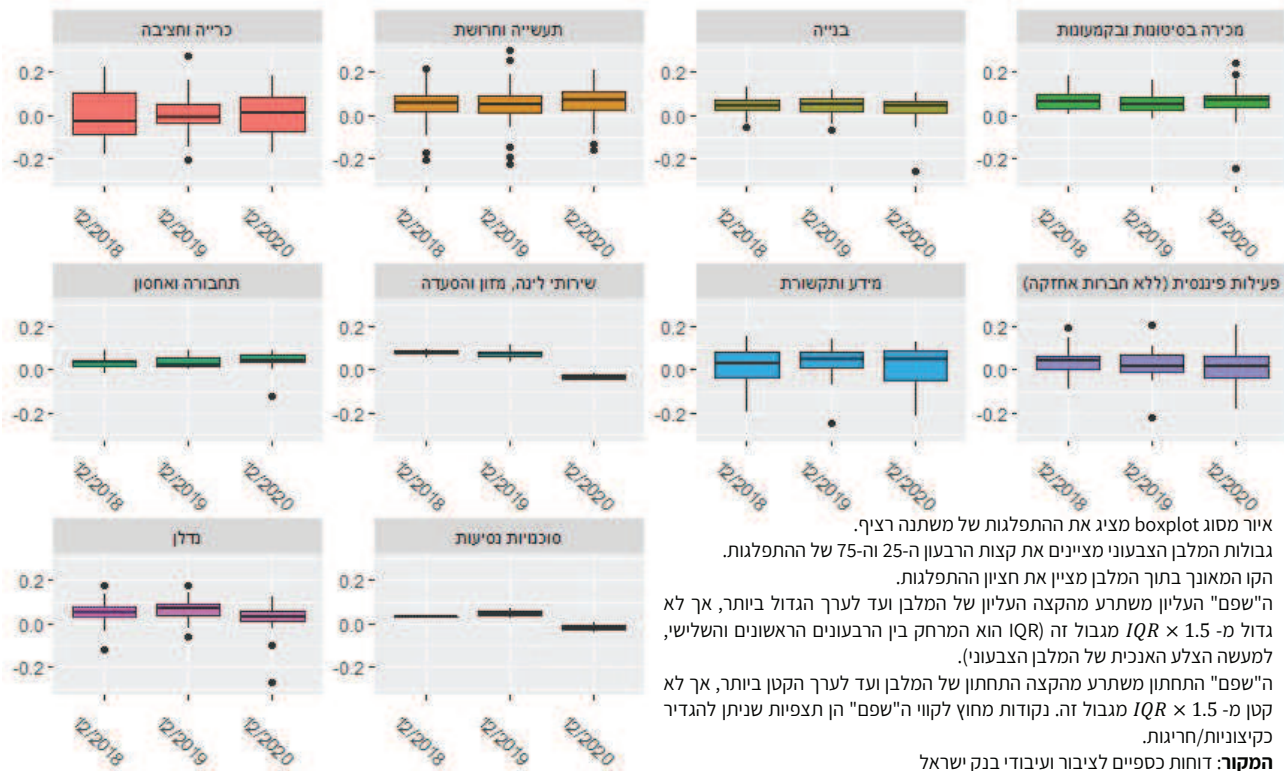
בקרב החברות הציבוריות יש ייצוג למרבית הענפים במשק. על כן ניתוח החברות הציבוריות, שהמידע עליהן רב ושקוף, יכול לשפר את הבנתנו לגבי המצב העסקי של חברות אלה. יחד עם זאת, החברות הציבוריות אינן מייצגות את המגזר העסקי באופן מלא; מדובר בחברות גדולות מן העסק הממוצע. גם התפלגות הענפית אינה מייצגת את ההתפלגות הענפית של כלל המגזר העסקי; מבחינת התרומה לתעסוקה אין בקרב החברות הציבוריות ייצוג לחברות בתחומי השירותים הממשלתיים (חינוך ורפואה) והמינהל המקומי, שהחברות בו הן מעסיקות מרכזיות במשק. לעומת זאת יש בקרבן ייצוג יתר לענף הנדל"ן.

בחינת הרווחיות של החברות הציבוריות, הנמדדת לפי הרווח התפעולי לסך הנכסים, מראה כי רבים מהענפים – ובעיקר התעשייה, המסחר והמידע והתקשורת – לא חוו כלל פגיעה ברווחיות במהלך שנת 2020 (איור 31). לעומתם בלטו בירידה של רווחיות החברות בתחום האירוח וסוכנויות הנסיעות, ובמידה מועטה נפגעו חברות הנדל"ן והחברות הפיננסיות.

בחברות בתחום התיירות גדל שיעור המינוף בהיקף המשמעותי ביותר, וזה עלה גם בחברות בתחום חיפושי הנפט והגז (איור 32). המינוף לצורך הבדיקה הוגדר כיחס החוב הפיננסי (הלוואות ואג"ח) לסך הנכסים.

איור 31

שיעור הרווח התפעולי של חברות ציבוריות, לפי ענפים, נתונים שנתיים, 2018 עד 2020



השימוש במקורות חוב היה שונה בין הענפים. בנדל"ן ובחברות הגז ההסתמכות על אשראי בנקאי נמוכה, ואילו העסקים בתחומי התעשייה והמסחר נשענים על אשראי זה במידה משמעותית. במהלך משבר הקורונה גדל שיעור המימון באמצעות אג"ח של חברות בתחומי התקשורת והטכנולוגיה. לעומת זאת בקרב חברות פיננסיות כגון נותני אשראי חוץ-בנקאי גדל שיעור המימון באמצעות אשראי בנקאי.

הדבר הבא שנבחן הוא הנזילות של החברות. בדיקה זו מראה שבמרבית הענפים השתפרה הנזילות בהשוואה לשנה שעברה, וזאת לרבות חברות בענפים שחוו פגיעה משמעותית (איור 33). מכאן שההעלאה של שיעור המינוף בענפי האירוח וחברות הנסיעות שימשה, במידה מסוימת, אמצעי זהירות, ולא נבעה ממחסור בנזילות.

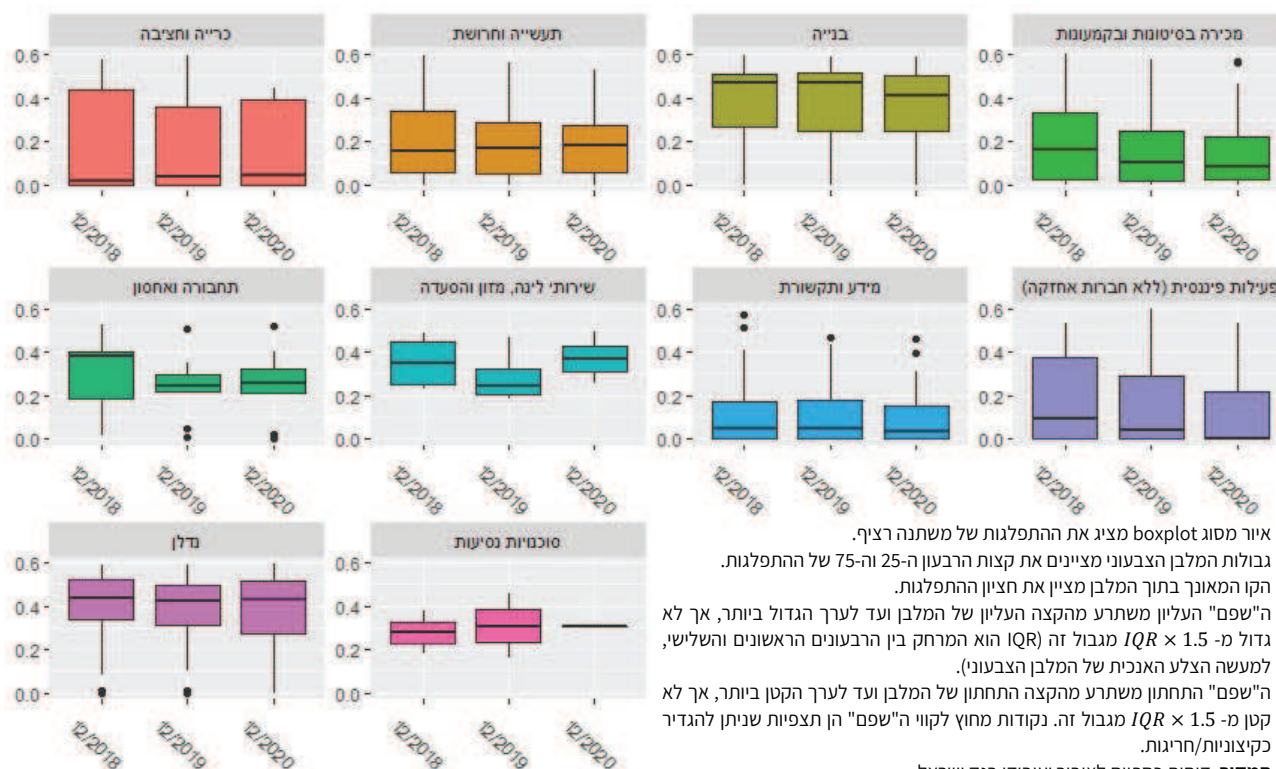
אף שנתוני הרווחיות והנזילות מציגים תמונה יציבה למדי, הרי מול הירידה של תשואות האג"ח משיא המשבר ניצבים ביצועים פחות מרשימים בשוק המניות. רק בנובמבר 2020 החלו מדדי המניות לעלות, וזאת בפיגור ניכר אחרי שוקי מניות אחרים בעולם. שקלול שווי השוק של החברות הציבוריות עם נתונים נוספים עליהן, לרבות המינוף, וביצועי מנייה היסטוריים בעזרת מודל מבני להערכת סיכון חדלות הפירעון (Merton 1974)³³ מלמד שהסיכון לחדלות פירעון בקרב חברות ציבוריות, לפי הערכת השוק, פחת במידה ניכרת מתחילת שנת 2021 (איור 34).

חברות אשראי חוץ-בנקאי בורסאיות (ללא חברות כרטיסי אשראי) – כ-13 חברות עוסקות בתחום האשראי למגזר העסקי, בדרך כלל לעסקים קטנים, ונסחרות בבורסה. האשראי שחברות אלה מספקות למגזר העסקי קטן מאוד יחסית לסך האשראי למגזר העסקי במשק, אולם הן משרתות פלח עסקים מסוים, שוודאי אין לו גישה לשוק ההון, וייתכן שחלקו עסקים מסוכנים יותר מאלה המקבלים אשראי בנקאי. נותני אשראי אלו טענו כי התקשו לקבל מימון לפעילותם במהלך המשבר, ומשום כך גם הקטינו את תיק האשראי שלהם. (להרחבה ראו עמוד 28 בדוח היציבות למחצית השנייה של 2020). היקף הנכסים של חברות האשראי החוץ-מוסדיות פחת בקרוב ב-3 אחוזים בין סוף 2019 לרביע הראשון של 2021. הקושי של חברות אלה להתממן היה ככל הנראה דווקא באג"ח, שכן החוב הבנקאי שלהן גדל משמעותית במהלך שנת 2020, על חשבון החוב החוץ-בנקאי.

³³ מודל זה מחושב בבנק ישראל, והוא מבוסס על מאמרו של Merton משנת 1974: "On the pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates". Journal of Finance 29:449-70. הרחבה על ההתאמות שנעשו בבנק ישראל במודל ניתן למצוא במאמר-לדיון של הבנק: אנה ברודסקי, מודל מבני להערכת הסיכון לחדלות פירעון 2013.

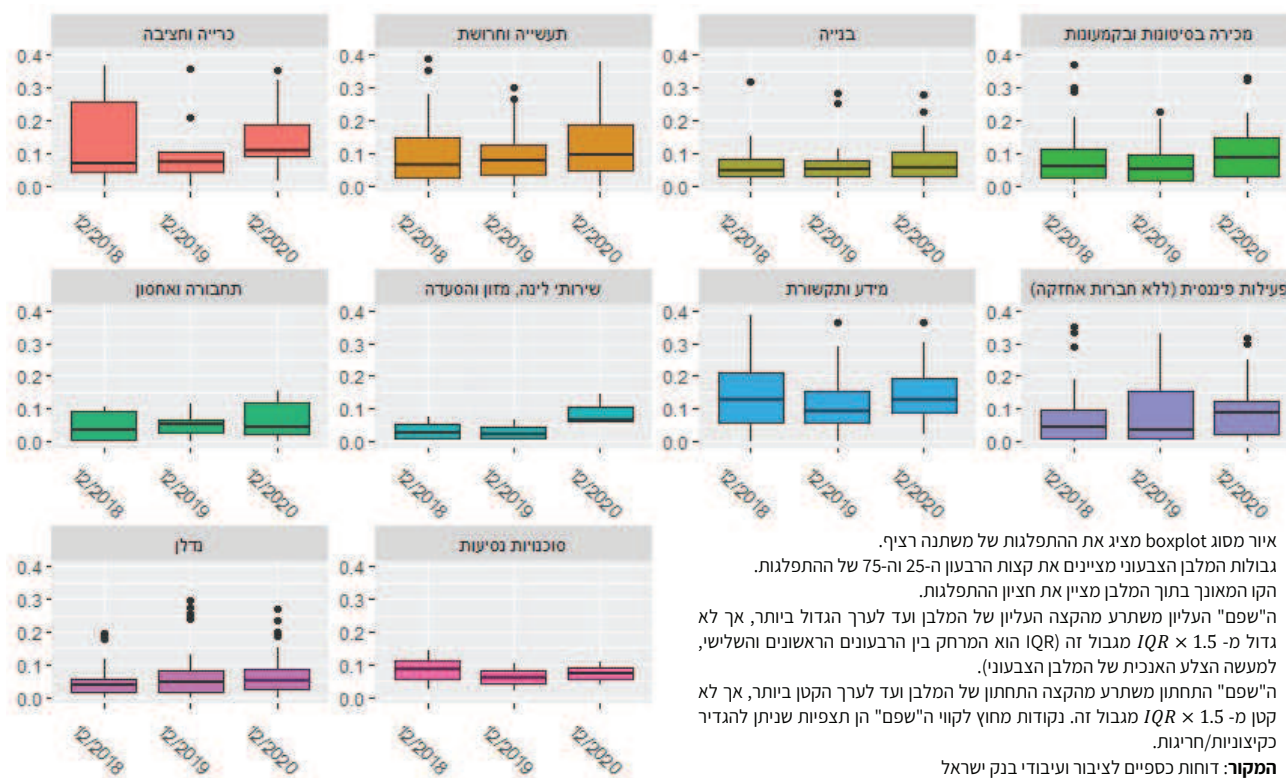
איור 32

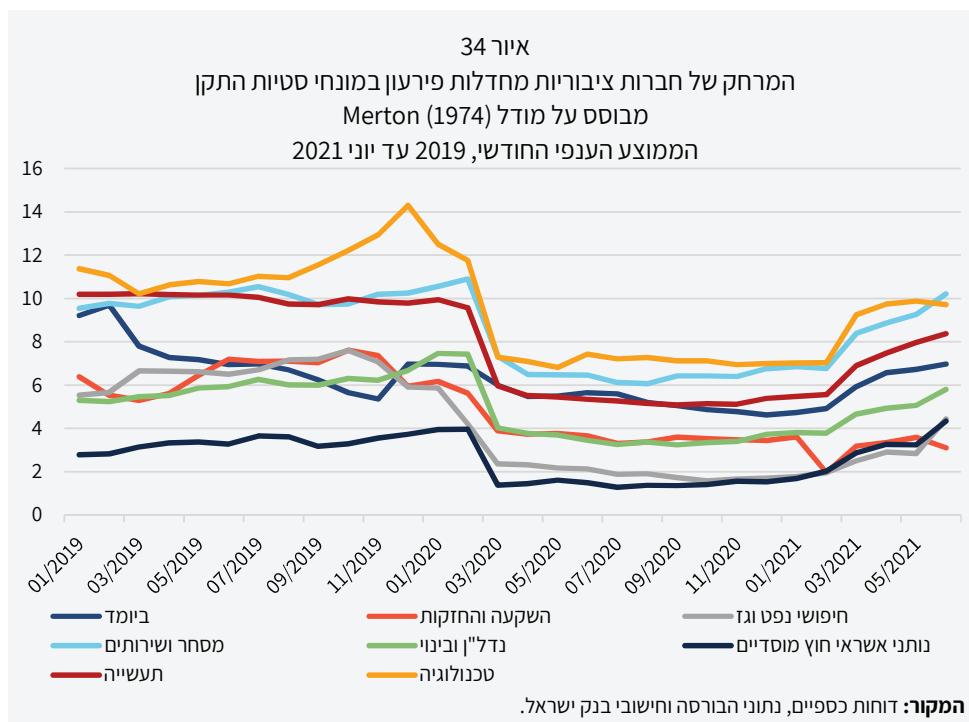
שיעור המינוף של חברות ציבוריות, לפי ענפים, נתונים שנתיים, 2018 עד 2020



איור 33

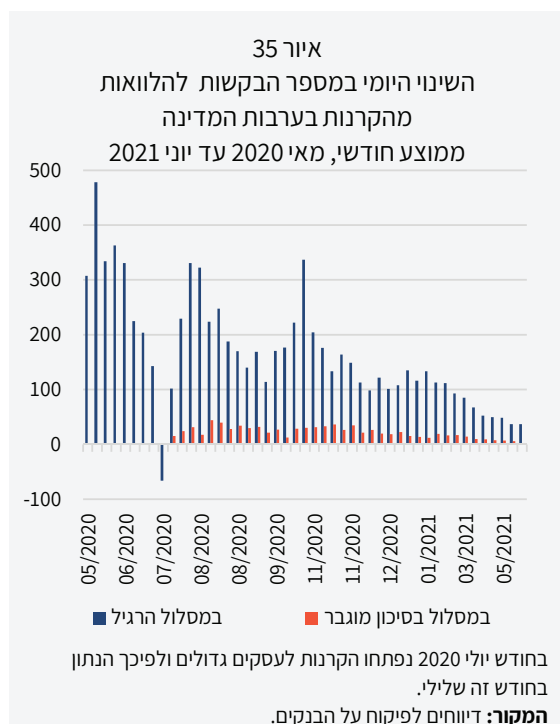
שיעור הנכסים הנזילים של חברות ציבוריות, לפי ענפים, נתונים שנתיים, 2018 עד 2020





כחלק מהרחבת מערך הכלים המוניטריים הודיע בנק ישראל במהלך חודש דצמבר 2020 שהוא יאפשר ביצוע של עסקות ריפו עם ספקי אשראי חוץ-בנקאיים מפוקחים, בתנאי שהם יעמידו אשראי לעסקים קטנים וזעירים³⁴, אולם אף עסקה כזאת טרם הבשילה.

הקרנות למגזר העסקי בערבות המדינה

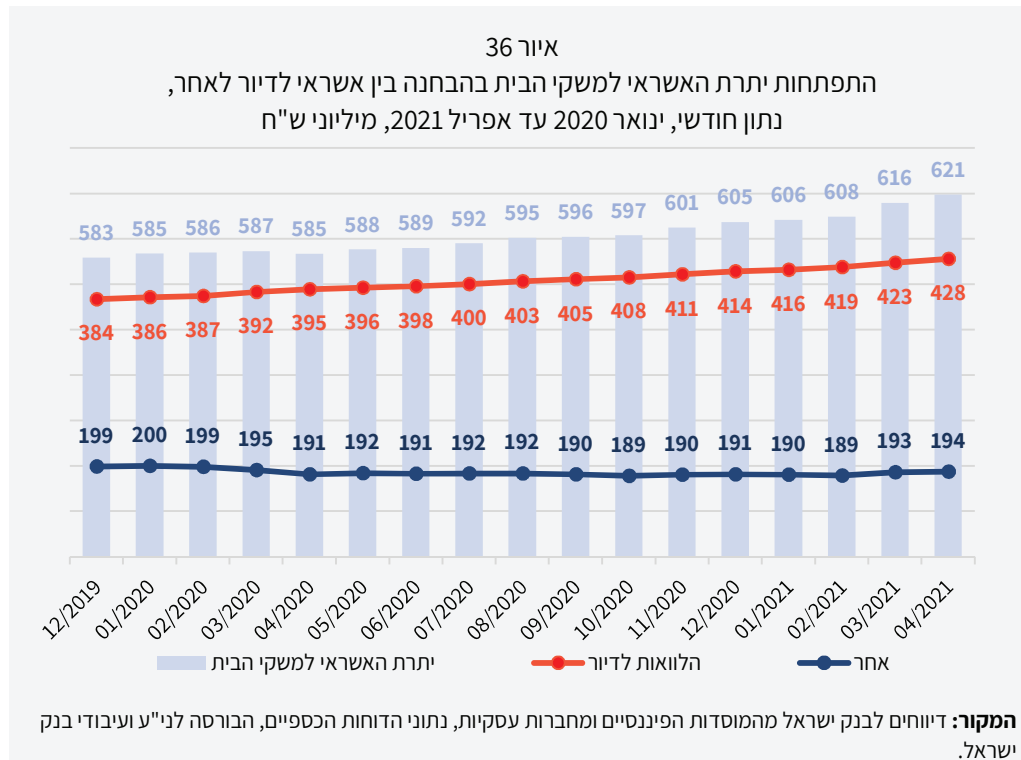


בעקבות משבר הקורונה הקימה המדינה קרנות הלוואה בערבות בהיקף של כ-46 מיליארד ש"ח, שהם כ-5 אחוזים מסך האשראי למגזר העסקי. ספקי האשראי העיקריים של קרנות אלה הם המערכת הבנקאית. הקרן הגדולה ביותר במסגרת זו – הקרן לעסקים קטנים ובינוניים במסלול רגיל – הגיעה בסוף ספטמבר לניצול מרבי (18 מיליארד ש"ח), ולכן היא הורחבה בתחילת אוקטובר בסכום זהה. בסוף חודש יוני הוקמו הקרן לעסקים קטנים בסיכון מוגבר, בהיקף של כ-4 מיליארד ש"ח, המיועדת גם היא לעסקים קטנים אך עם ערבות מדינה גבוהה יותר, והקרן לעסקים גדולים, בהיקף של 6 מיליארד ש"ח. שיעורי הניצול בקרנות עומדים על קצת מעל מחצית בשתי הקרנות המיועדות לעסקים הקטנים (במסלול הרגיל ובמסלול המוגבר) ועל שיעור נמוך של פחות משליש בקרן לעסקים גדולים. השיעור הגבוה ביותר של בקשות להלוואה שאושרו, 80 אחוזים, הוא בקרן לעסקים בסיכון מוגבר. בשתי הקרנות האחרות שיעור אישור הבקשות נמוך יותר, כ-60 אחוזים. קצב הפנייה לקרנות אלה הולך ופוחת בחודשים האחרונים (איור 35), ומכאן שרוב הביקוש לאשראי של העסקים העומדים בקריטריונים כבר נענה.

³⁴ במסגרת עסקות הריפו הריבית תיקבע בשיעור של 0.1 אחוז, ובכפיפות להעמדת אשראי לעסקים קטנים וזעירים בריבית של עד פריים + 1.3 אחוזים הריבית תעמוד על שיעור קבוע של 0.1 אחוז.

2.3.2 מגזר משקי הבית

במהלך תקופת הקורונה צמח האשראי-לדיור למשקי הבית, ואילו האשראי שלא לדיור ירד ירידה ניכרת של כ-5 אחוזים (איור 36).



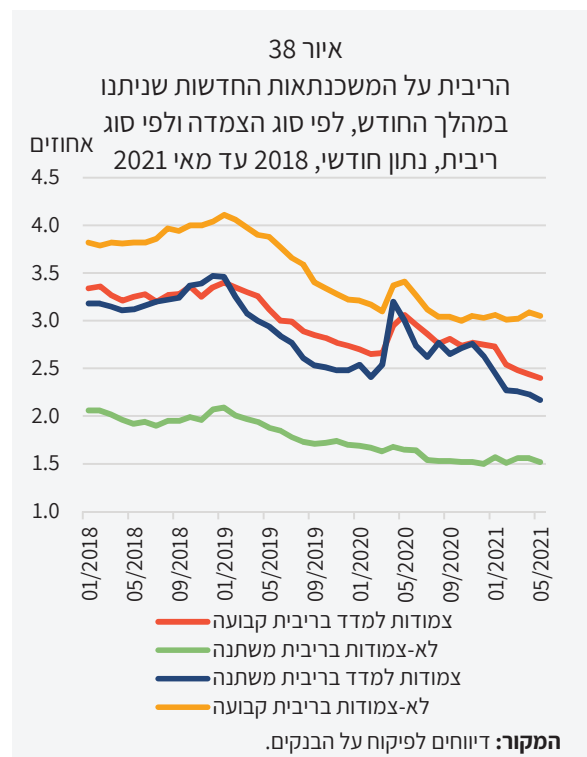
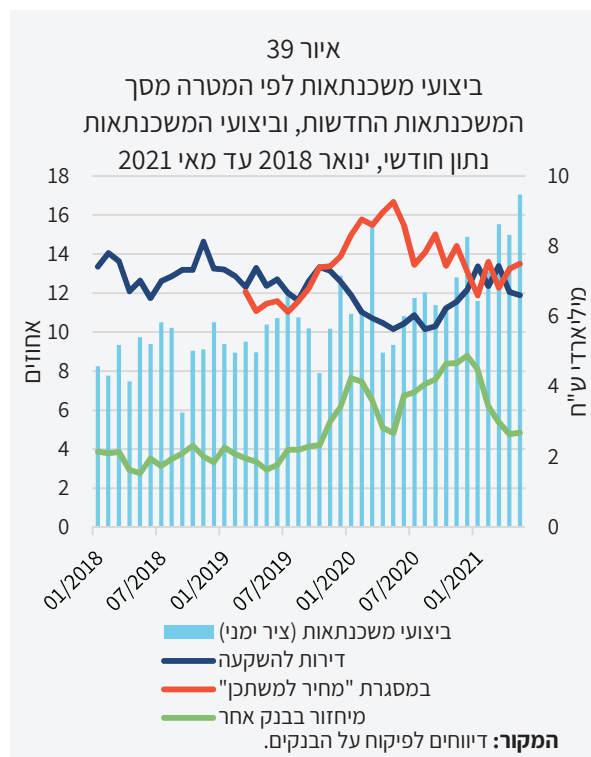
במגזר משקי הבית, כמו במגזר העסקי, ניתנה ללווים אפשרות לדחות את תשלומי ההלוואות. בענף הדיור נדחה שיעור גבוה של החזרים, לעומת שיעור נמוך יותר של אשראי שלא לדיור. גם כאן פחת מאוד שיעור ההלוואות בדחייה בתקופה האחרונה (איור 37). נתונים מתוך שני סקרים מקוונים, שנערכו באוגוסט ובדצמבר 2020³⁵, מלמדים שאוכלוסיית הלווים אשר ניצלה את האפשרות לדחות החזרי ההלוואות התאפיינה במדדי סיכון גבוהים יחסית עוד לפני תקופת המשבר הבריאותי. זאת אומרת שאוכלוסיית הסיכון לא התרחבה, אלא שהסיכון בה התממש במידה מסוימת. הִרְשׁוּת לדחות את החזרים אפשרה לאוכלוסייה שהכנסותיה נפגעו במשבר "להחליק" את הפגיעה בצריכה. שיעור החוב שלגביו תקופת הדחייה הסתיימה אך לאחר מכן נוצר פיגור בתשלומיו הוא 0.31 אחוז באשראי לדיור ו-0.11 אחוז באשראי שלא לדיור. בדרך כלל אשראי שלא לדיור נחשב מסוכן יותר מאשראי לדיור. ייתכן שמשקי בית העדיפו להחזיר את החוב שלא לדיור אשר נטלו ולבקש דחייה בחוב לדיור, שכן דחייה של חוב ארוך, הניתן, בזכות הבטוחה (הדירה), בריביות נמוכות יחסית, משתלמת יותר.

³⁵ הרן רוזן ולאופר, מאפייני לווים שדחו החזרי ההלוואות בנקאיות בעקבות משבר מגפת הקורונה, טרם פורסם.

האשראי לדיור

העלייה של מספר העסקאות בשוק הדיור מתבטאת בעלייה משמעותית בקצב נטילתן של משכנתאות חדשות בחודשים האחרונים; העלייה בהיקף העסקאות בתקופה האחרונה מורכבת מעלייה ברכישת דירות בידי משפרי דיור ומשקיעים וירידה בעסקאות של רוכשי דירה ראשונה. התפתחויות אלה תואמות את ניתוח הפגיעה בשוק העבודה, המצביע על פגיעה גבוהה יותר בשכבות גיל צעירות, את הפסקתה של התוכנית "מחיר למשתכן", וכן את ההקלה במס שניתנה למשקיעים.

עם תחילת משבר הקורונה עלה מספר עסקאות המשכנתה ומספרן פחת בחדות במהלך הסגר הראשון, כנראה בגלל המגבלות הפיזיות על הפעילות בשוק הדיור. היקף עסקאות המשכנתה התאושש בקיץ 2020, וחזר לרמה ששררה לפני משבר הקורונה. מסוף 2020 ניכרת עלייה: ב-12 החודשים האחרונים (נכון למאי 2021) ניטלו משכנתאות חדשות בהיקף של 87 מיליארד ש"ח, 20 אחוזים מעל היקף נטילת המשכנתאות ב-12 החודשים האחרונים אשתקד, במאי 2020. הגודל הממוצע של משכנתה עלה בזמן הסגר הראשון, נשאר גבוה, ואף הוסיף לעלות בחודשים האחרונים. בסך הכול, משכנתה ממוצעת גדלה מסוף 2019 ועד מאי 2021 ב-24 אחוזים. במקביל לכך עלו מאפייני הסיכון של נוטלי המשכנתאות: המשיך לעלות שיעורם של לווים שנטלו משכנתה בשיעור מימון גבוה; מגמה זו נמשכת מאז 2017, ובמסגרתה עלה חלקם של לווים ששיעור המימון שלהם גדול מ-60 אחוזים, שיעור מימון שנחשב גבוה. לצד זאת יצוין כי המגבלה הקיימת על שיעור המימון המרבי לרוכשי דירה ראשונה³⁶ (75 אחוזים) בישראל מחמירה יותר מאשר ברבות מהמדינות המפותחות, וכן כי רמת החוב לדיור במשק ביחס לתוצר נמוכה בהשוואה בין-לאומית. כמו כן עלה בתקופה האחרונה הטווח-לפדיון של משכנתאות לא צמודות בריבית קבועה. לנוכח העלייה בגודל המשכנתה הממוצעת, משקלן של המשכנתאות ששיעור החזרן מההכנסה מעל 30 אחוזים עלה במהלך 2020 ונשאר יציב מתחילת שנת 2021. זאת ככל הנראה על רקע ירידת הריביות במסלולים הצמודים למדד (איור 38) וביטול המגבלה בדבר תקרה של שליש מהמשכנתה בריבית הקשורה לפריים; אלה אפשרו ללווים ליטול משכנתאות גדולות יותר מאשר לפני כן בלי להגדיל את ההחזר.



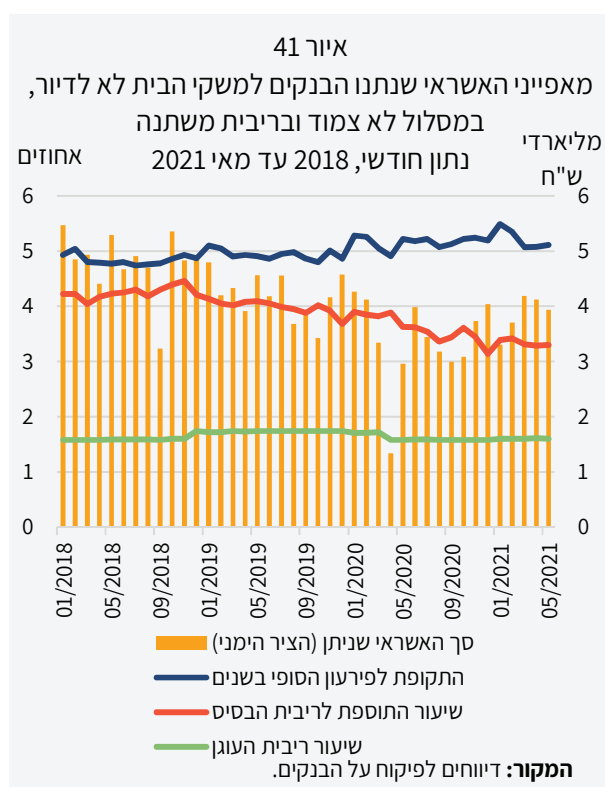
³⁶ לרוכשי דירה ראשונה במסגרת תוכנית "מחיר למשתכן" ניתנת האפשרות להקלה במגבלה זו כאשר חישוב שיעור המימון מתבסס על שווי השוק של הדירה ולא על המחיר בפועל עד למחיר דירה מקסימלי.

בשל עליית הריבית על משכנתאות בתקופת הסגר הראשון נאלצו רוכשי הדירות להאריך את התקופה לפירעון במשכנתאות שנטלו, מה שניכר בהלוואות בריבית קבועה לא צמודה, אשר בהן המספר הממוצע של השנים לפירעון עלה ביותר משנה. ואולם הזמן הממוצע לפירעון נותר ארוך גם בהמשך השנה. בתחילה נבעה העלייה בגודל המשכנתה הממוצעת משינוי בהרכב הלווים – ובפרט יציאתם של משקיעים מהשוק, אשר נוטים לקנות דירות זולות יותר (איור 39). המשך העלייה של גודל המשכנתה במחצית השנייה של 2020 ולתוך 2021 נתמך הן בצמצום המגבלה הפיקוחית על חלק המשכנתה המעוגן בריבית הפריים – הגדלתו משליש לשני שלישים, המאפשרת ליטול משכנתה גדולה יותר בלי להגדיל את ההחזר החודשי – והן בירידת ריביות המשכנתה במסלולים הצמודים על רקע ירידת הריבית הצמודה על אג"ח שהונפקו על ידי בנקים.

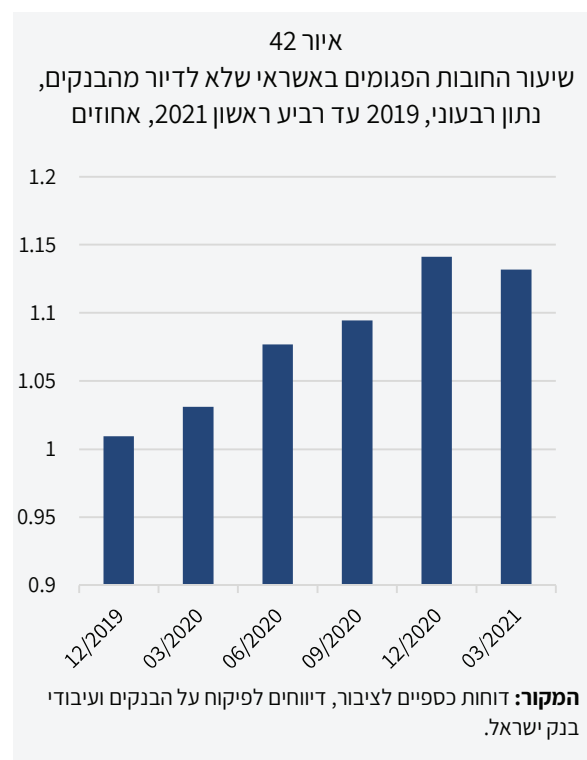
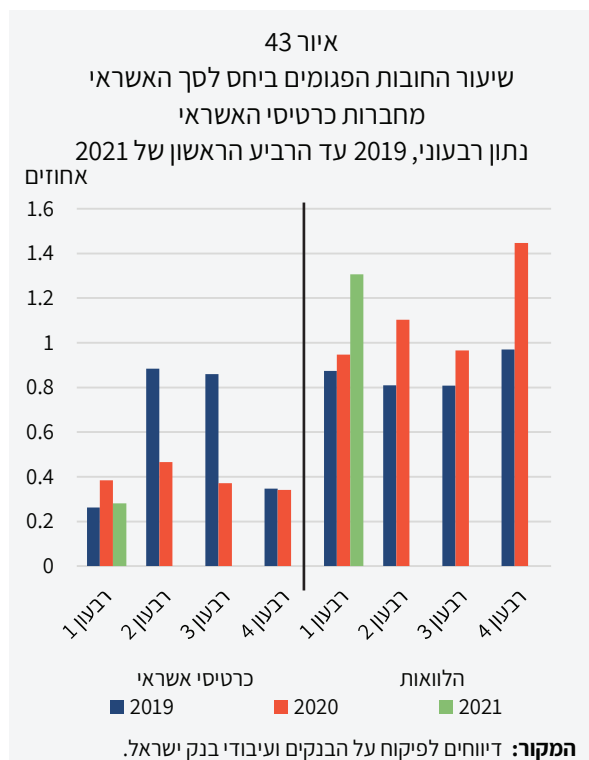
האשראי שלא לדויר

בניגוד לאשראי לדויר, האשראי שלא לדויר, במיוחד הבנקאי, ירד ב-7 אחוזים במהלך שנת 2020. האשראי ממקורות חוץ-בנקאיים נותר יציב, אך משקלו בסך האשראי נמוך (איור 40).

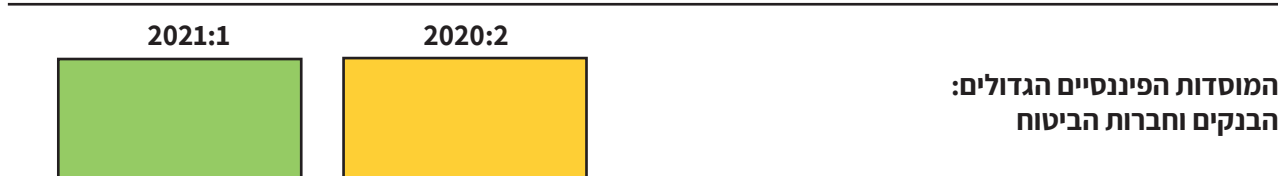
יתרת האשראי הבנקאי פחתה על רקע ירידה משמעותית באשראי החדש שניתן למשקי הבית. הטווח לפירעון באשראי עלה לצד ירידה של הריבית המתווספת לריבית העוגן, שנותרה יציבה (איור 41). במגמות אלה יש כדי ללמד כי ייתכן ופחת הביקוש לאשראי זה.



שיעור החובות הפגומים באשראי למשקי הבית (שלא לדויר) עלה הן באשראי הבנקאי והן באשראי מחברות כרטיסי האשראי במהלך שנת 2020 (איור 42 ואיור 43). בפרט עלה שיעור החובות הפגומים בהלוואות מכרטיסי אשראי ברבעון האחרון של שנת 2020. שיעור החוב הפגום בכרטיסי אשראי גבוה יחסית גם בשגרה ומצביע על הסיכון הגבוה יותר של לוויים בערוץ זה, שההלוואות בו הן כשני שלישים מהאשראי שחברות כרטיסי האשראי נותנות למשקי הבית. חלה ירידה בשיעור החוב הפגום הן באשראי למשקי בית מהבנקים והן באשראי מחברות כרטיסי אשראי ברבעון הראשון של שנת 2021. מגמה זו תואמת את המגמה שנצפתה בהפרשות להפסדי אשראי של הבנקים ושל חברות כרטיסי אשראי (להרחבה ראה פרק עמידות המוסדות הפיננסיים הגדולים - המערכת הבנקאית).



3. עמידות המוסדות הפיננסיים הגדולים



אף שמשבר הקורונה פגע בפעילות הכלכלית של הגופים הפיננסיים בישראל, עמידותם של גופים אלה נותרה גבוהה, ואחרי המכה שספגו בתחילת המשבר, הרי לקראת סוף שנת 2020 הם שבו להרוויח, וצמיחתם נתחדשה. נראה אפוא כי אף על פי שהסיכויים לפגיעה ברווחיות גבוהים יותר מאשר לפני משבר הקורונה, אי-הוודאות פחתה משמעותית, ועמה החשש לפגיעה ביציבותם של המוסדות הפיננסיים. על כן הסיכון חזר לרמתו שלפני תקופת הקורונה למרות האפשרות הגבוהה יותר לפגיעה ברווחיות הגופים.

מצבה הטוב של המערכת הבנקאית עם פרוץ המשבר התבטא ביחסי הון ונזילות נאותים, וכן בתיק אשראי איכותי ומבוזר. השכלול והשיפור של השירותים והמוצרים הניתנים בשנים האחרונות בערוצים דיגיטליים, על רקע התאמת המודל העסקי להתפתחויות הטכנולוגיות בשווקים, איפשרו למערכת הבנקאית לשמור על חוסנה ועמידותה ולהמשיך לתפקד כמתווך פיננסי עיקרי במהלך המשבר. מערכת הבנקאות המשיכה להרחיב את היצע האשראי הבנקאי למשקי הבית ולמגזר העסקי; לנוכח הגבלות התנועה שנבעו מהמשבר הבריאותי המשיכו הבנקים במהלך המשבר לספק שירותי בנקאות באמצעות הערוצים הדיגיטליים והמקוונים למיניהם.

השלכותיו הכלכליות של משבר הקורונה אמנם כבר אינן בבחינת סיכון מערכתי, אבל הן טרם התבררו עד תום, מצב המתבטא בהיבטים רבים: חלק מההלוואות שהיו בדחייה טרם חזרו להיפרע (כמתואר בהרחבה בסקירת הפיקוח על הבנקים לשנת 2020, תיבה א'-1), נמשכים הביצועים בקרנות בערבות המדינה, אף כי קצבם הולך ופוחת, ורוב ההוצאות להפסדי אשראי במהלך המשבר הן קבוצתיות, דבר המבטא את החשש של הבנקים מכשל של לווים אשר זהותם המדויקת עדיין אינה ידועה. עלייה

משמעותית בפעילות הכלכלית לצד ירידת אי-הוודאות במשק הודות להתחסנות האוכלוסייה והירידה בתחלואה השפיעו לחיוב על הפעילות ועל התוצאות העסקיות של המערכת הבנקאית בישראל בשנת 2021. כך התשוואה להון ברבעון הראשון של שנת 2021 עמדה על כ-14.5 אחוזים (בהשוואה לכ-2.4 אחוזים ברבעון המקביל אשתקד), השיעור הגבוה ביותר מאז שנת 2007. בהתאם לכך השתפר גם יחס ההון העצמי רובד 1, ונאמד ברביעי הראשון של השנה ב-11.2 אחוזים. גם ביחס כיסוי הנזילות נרשם שיפור, והוא נאמד בכ-139 אחוזים.

לקראת סוף שנת 2020, עם היציאה מהמשבר, נהנו מרבית חברות הביטוח מרווחים גבוהים בהשוואה לשנים קודמות, וכך גם ברבעון הראשון 2021. אלה נבעו גם משיפור בביצועי החברות עם היציאה מהמשבר. יחס כושר הפירעון החציוני, שהוא המדד העיקרי לבחינת יציבותן של חברות הביטוח ללא ההקלות שניתנו על פי הוראות המעבר, עמד בסוף 2020 על 116 אחוזים, מעל לסף הרגולטורי.

משבר הקורונה הביא להאצת השימוש בתשתיות דיגיטליות ברבות מהפעילויות. מעבר זה מביא לשיפור בביצועי החברות ולירידה של עלויות התפעול, אך הוא טומן בחובו גם אתגרים. ראשית, המעבר לדיגיטל הוא חלק משינוי רחב יותר, הכולל כניסה של שחקנים דיגיטליים חדשים לשוק, ואלה יכולים להביא לערעור השוק הקיים ולשינוי אופן צריכתם של שירותים פיננסיים על ידי הציבור. את השינוי בשוק הבנקאות רואים כבר היום: לראשונה ניתן בישראל בדצמבר 2019 רישיון לבנק דיגיטלי; בעולם הביטוח פועלות זה מכבר מספר חברות דיגיטליות, אך לראשונה בשנת 2020 אחת החברות דיווחה על רווחיות. (עד אז פעלו החברות ללא רווחים ואפילו עם הפסדים.) חברה ישראלית אחת אף ביצעה הנפקה בבורסה בתחילת 2021. כרגע נראה שהחברות הפיננסיות הגדולות מודעות לסיכונים ופועלות לשמירת הרלוונטיות שלהן גם בעתיד, אך יש להמשיך ולבחון את תוצאותיהן העסקיות לאורך זמן, עם התפתחות התחרות מול השחקנים הדיגיטליים.

עם המעבר לעולם דיגיטלי גדלים גם סיכונים סייבר, ובסוף 2020 אחת מחברות הביטוח בישראל חוותה התקפת סייבר משמעותית. התקפה זו אמנם לא פגעה ביציבות, לא של החברה ולא של השוק, אך היא מעידה על התגברות סיכון זה.

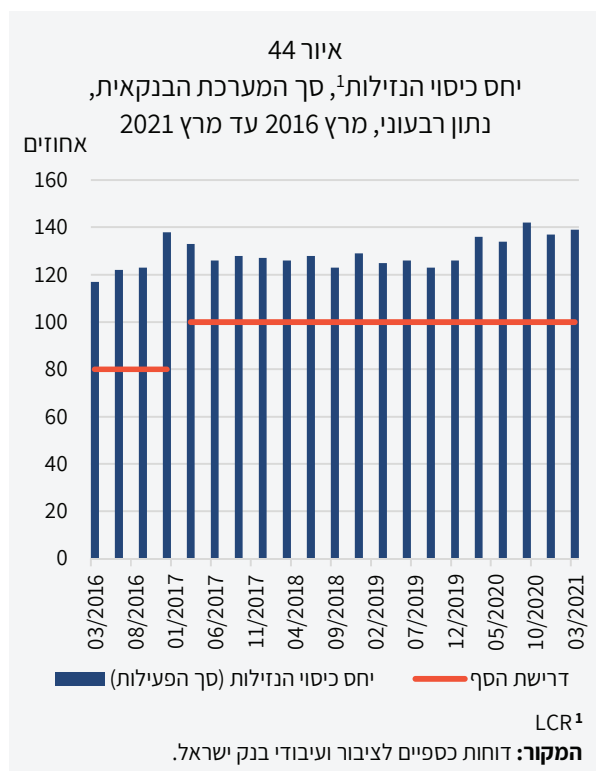
3.1 המערכת הבנקאית

שנת 2020 הייתה למערכת הבנקאות שנה מאתגרת במיוחד, בגלל ההשפעות הכלכליות של התפרצות וירוס הקורונה בישראל (כמו ברחבי העולם). אף על פי כן הצליחה מערכת הבנקאות לשמור על חוסנה ויציבותה. בסוף הרביעי הראשון של שנת 2021 נצפתה ירידה בשיעורי התחלואה, ועמה עלייה משמעותית בפעילות הכלכלית. לפיכך פחתה אי-הוודאות במשק, וגם התוצאות העסקיות של מערכת הבנקאות לרבעון זה הושפעו לטובה.

עם הגורמים המרכזיים לאיתנות המערכת הבנקאית במהלך משבר הקורונה נמנית נקודת הפתיחה הטובה שבה הבנקים עמדו בתחילת המשבר. זאת, בין השאר, בזכות שורה ארוכה של צעדים שהוביל בנק ישראל לאורך השנים, ביניהם יישום תובנות שנלמדו על רקע המשבר הפיננסי מ-2008, וכן הצעדים שנקטו בנק ישראל ובו הפיקוח על הבנקים לאורך משבר הקורונה. אלה איפשרו למערכת הבנקאית לסייע לציבור הרחב ולהפחית את הפגיעה במשקי הבית ובעסקים, ובכך למנוע החמרה של המשבר המקרו-כלכלי³⁷. הם נועדו, בין היתר, לתמוך בהיצע האשראי במשק בעת המשבר, ואלה המרכזיים שבהם: (1) הקלה בדרישות ההון במהלכו; זו איפשרה לבנקים להמשיך להרחיב את היצע האשראי גם ברבעון שבו הם נדרשו להתמודד עם ירידה ביחסי ההון על רקע הפסדים משמעותיים, שנבעו מהגדלת ההפרשה להפסדי אשראי ומירידות בשוק ההון. מהלך אנטי מחזורי זה, כאמור נועד לאפשר לבנקים להמשיך להעמיד אשראי בד בבד עם הפגיעה ברווחיות. (2) תיקון הוראות הדיווח לציבור בעניין הטיפול החשבונאי בחובות בעייתיים שאורגנו מחדש. (3) מתווים לדחיית החזרי הלוואות למשקי בית ולעסקים קטנים; אלה איפשרו לבנקים להקל על לווים שנפגעו במשבר³⁸. (4) הלוואות מוניטריות שבנק ישראל נתן לבנקים כנגד העמדת אשראי לעסקים קטנים וזעירים. במקביל הקים משרד האוצר קרנות אשראי בערבות המדינה למען עסקים ועסקים בסיכון גבוה. אלה איפשרו לבנקים להעמיד אשראי גם לעסקים שנפגעו מהמשבר, והסיכון בגין האשראי להם היה גבוה מזה שנגזר מהתיאבון-לסיכון של הבנקים; הדבר הגדיל עוד את היצע האשראי וכיוון אותו ללקוחות שנפגעו מהמשבר. (5) התערבות בנק ישראל בשוק המט"ח - עקב מצוקת הנזילות הדולרית בימים הראשונים של המשבר - באמצעות קשירת עסקות החלף עם הבנקים הישראליים כדי לספק להם את הנזילות הדולרית שהם נדרשו לה.

³⁷ להרחבה על הצעדים גם בראייה בין-לאומית ראו סקירת מערכת הבנקאות לשנת 2020 - תיבה ג'4.

³⁸ להרחבה ראו סקירת מערכת הבנקאות לשנת 2020 - תיבה א'1.



המשבר, שבתחילתו שררה אי-ודאות לגבי עומק פגיעתו הכלכלית הצפויה, השפיע מייד ובמידה ניכרת על התנהגות לקוחות הבנקים בכל המגזרים ועל הבנקים עצמם. בשלב הראשון ניכרה העדפה של השחקנים הפעילים בישראל ובעולם לנכסים בטוחים, נזילים ויציבים. זו התבטאה בהסטת כספים מהשקעות ישירות ועקיפות בניירות ערך אל פיקדונות בבנקים. כמו כן, לקוחות עסקיים ניצלו קווי אשראי שהועמדו לרשותם לפני המשבר והפקידו כספים אלה בפיקדונות בנקאיים. כל אלה תרמו להגדלת הנזילות בבנקים. כך יחס כיסוי הנזילות (בדצמבר 2019) נאמד בכ-125 אחוזים, עלה כבר במרץ 2020 ל-133 אחוזים, ובהמשך אף הוסיף לעלות (איור 44).

המגמות האלה, ובפרט הזעזועים בשווקים וניצול מסגרות האשראי, לצד ההפרשות הגבוהות להפסדי אשראי שביצעו הבנקים עם פרוץ המשבר, הביאו לשחיקה מהירה של יחסי ההון בבנקים. לאחר הפגיעה החדה ביחס ההון ברבעון הראשון של שנת 2020 החלה מגמת התאוששות ביחס זה כבר ברביעי השני של שנת 2020, ובסוף שנת 2020 יחס ההון העצמי רובד 1 במערכת דמה לזה של סוף שנת 2019, טרם המשבר. עיקר

התרומה לעלייה בהון העצמי לאורך השנה מקורה בצבירת הרווחים שרשמה המערכת הבנקאית; אלו עלו בהדרגה מהרביעי השני של השנה. לצבירת ההון תרמה גם מדיניות של אי חלוקת דיבידנדים⁴⁰. יחס ההון העצמי רובד 1 לא ירד באף בנק אל מתחת לדרישת המינימום, וזאת גם לפני שניתנה ההקלה לגביו.

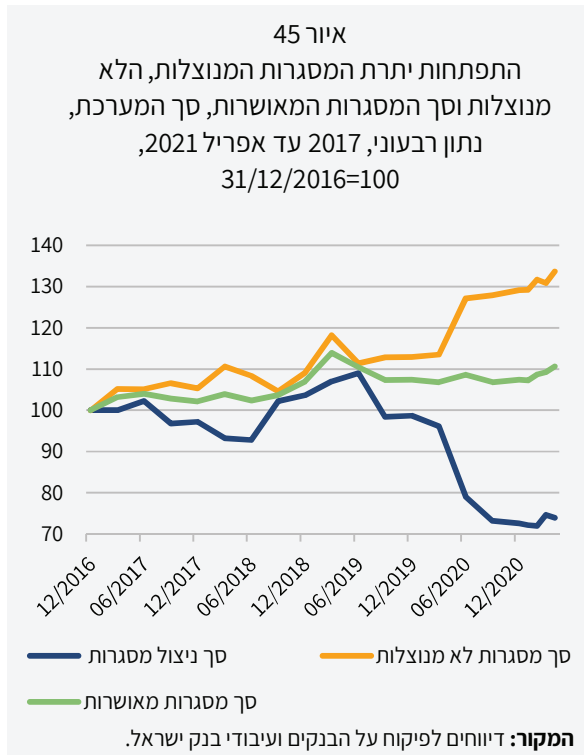
לאורך שנת 2020, ועל רקע משבר הקורונה, נרשמו מספר התפתחויות חריגות במאזני הבנקים. בצד ההתחייבויות נרשם גידול חד של פיקדונות הציבור בשיעור של כ-18 אחוזים (כ-230 מיליארד ש"ח), לעומת גידול שנתי ממוצע של 4 אחוזים בשלוש השנים שלפני המשבר. בצד הנכסים – הבנקים המשיכו להעמיד אשראי, בעיקר בתיק האשראי לדיור (המאופיין בשיעורי הפסד נמוכים), לצד צמצום תיק האשראי הצרכני (המאופיין בשיעורי הפסד גבוהים), מגמה אשר פעלה לשיפור איכות תיק האשראי הבנקאי למשקי הבית.

הירידה באשראי הצרכני לאורך שנת 2020 התבטאה גם בסעיפים החוץ-מאזניים. כך ניכר כי לאורך השנה מסגרות הח"ד ומסגרות האשראי הלא מנוצלות צמחו בכ-11.6 אחוזים (כ-9.3 מיליארדי ש"ח), שהם כ-23.3 אחוזים מסך הגידול בהתחייבויות החוץ-מאזניות, התפתחות המוסברת בצמצום יתרת המסגרות המנוצלות בהיקף דומה (כ-9.4 מיליארדי ש"ח; איור 45). צמצומה נבע, בין היתר, מהגורמים הבאים: (1) הגידול החד בפיקדונות הציבור, כאמור; (2) ככל הנראה, עלייה במודעות של הציבור לחלופות המימון הזולות והכדאיות יותר מניצול המסגרות. עם זאת, כ-48 אחוזים מהצמצום בניצול המסגרות לפי קטגוריות הכנסה הם בקטגוריית⁴¹ ההכנסה הגבוהה ביותר.

³⁹ המדד יחס כיסוי הנזילות פותח בידי ועדת באזל במטרה לקדם את העמידות קצרת הטווח של פרופיל הנזילות בתאגידים הבנקאיים. היחס מראה מהי כמות הנכסים הנזילים האיכותיים שתאגידים צריכים להחזיק כדי לשרוד בתרחיש קיצון משמעותי שנמשך 30 ימים קלנדריים. יחס כיסוי הנזילות מורכב משני חלקים: במונה – מלאי הנכסים הנזילים האיכותיים (HQLA, High Quality Liquid Assets). מלאי זה בנוי משתי רמות של נכסים: רמה 1 – נכסים איכותיים שהיקף החזקתם אינו מוגבל; ורמה 2 – נכסים שהיקף החזקתם מוגבל ל-40 אחוזים ממלאי הנכסים הנזילים האיכותיים. (רמה זו מחולקת לשתי רמות משנה: 2 ו-1; היקף החזקתם של נכסים ברמה האחרונה מוגבל ל-15 אחוזים). במכנה – סך תזרים המזומנים היוצא נטו, דהיינו סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי בתרחיש הקיצון בניכוי סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי באותו תרחיש. את סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של קטגוריות או סוגים שונים של התחייבויות מאזניות וחץ-מאזניות בשיעורי משיכתן הצפויים (drawn down או run off). את סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של החייבים החוזיים (contractual receivables) בשיעורי קבלתן הצפויים בתרחיש, עד לרף מצטבר של 75 אחוזים מסך תזרים המזומנים היוצא הצפוי.

⁴⁰ שכן מלבד דיבידנדים שאושרו לחלוקה לפני תחילת המשבר לא חולקו דיבידנדים נוספים לאורך השנה.

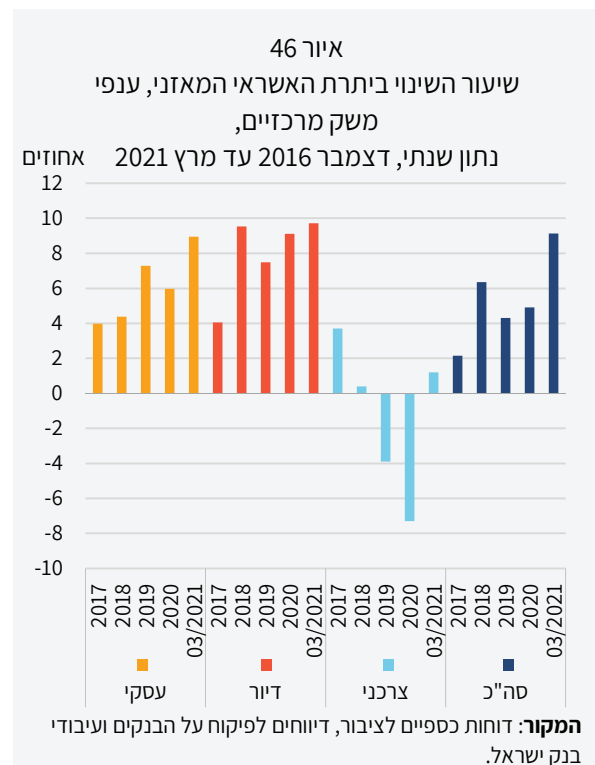
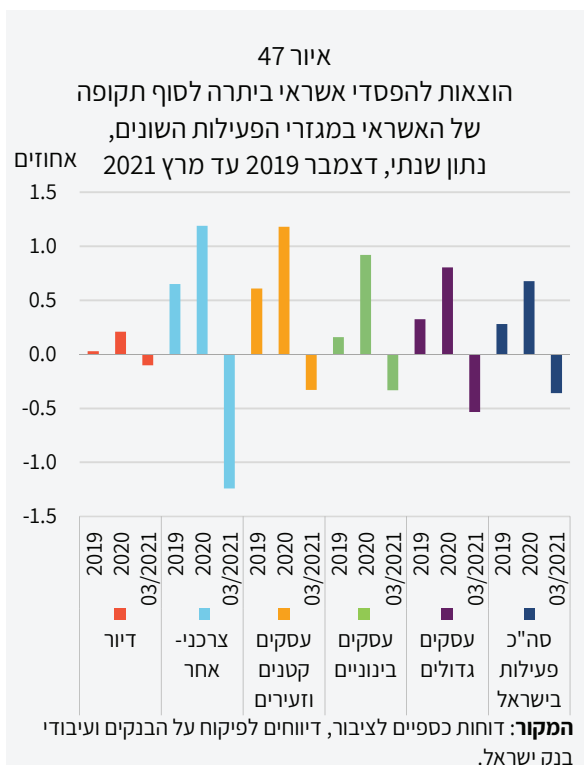
⁴¹ רמות ההכנסה מסווגות, על פי הוראת הדיווח לפיקוח 836, לחמש קטגוריות, א' עד ה'; קטגוריה א' היא הקבוצה בעלת ההכנסות הגבוהות ביותר, וקטגוריה ה' – בעלת ההכנסות הנמוכות ביותר. לפירוט נוסף ראו ההוראה האמורה.



תוצאות הבנקים לרבעון הראשון לשנת 2021 משקפות אופטימיות מצד מערכת הבנקאות לגבי התאוששות המשק. האופטימיות מתבטאת גם בהקטנת יתרת ההפרשה הקבוצתית, לנוכח ההתפתחויות החיוביות בסביבה המקרו-כלכלית. עם זאת, יחס יתרת ההפרשה להפסדי אשראי בסך האשראי לציבור גבוה במקצת מאשר בתקופה שלפני משבר הקורונה (1.4 אחוזים במרץ 2021 לעומת 1.23 אחוזים בדצמבר 2019), שכן עדיין קיימים ערוצים שבהם השפעות המשבר טרם הסתיימו במלואן.

התאוששות המשק ברביע הראשון של השנה התבטאה גם בשיעור צמיחה גבוה של האשראי לציבור (9.1 אחוזים, לעומת שיעור צמיחה שנתי ממוצע של כ-5.2 אחוזים בשנים 2018-2020). האשראי המסחרי (שצמח ב-9 אחוזים), ובפרט האשראי לבינוי ונדל"ן והאשראי לדיור (9.7 אחוזים) המשיכו להוביל את צמיחת תיק האשראי לציבור, ותרמו כ-82 אחוזים מסך הגידול של יתרת האשראי (איור 46). כך גדל משקלם של האשראי לדיור והאשראי לבינוי, ויחד הם הגיעו במרץ 2021 למעל מחצית מסך תיק האשראי הבנקאי לציבור (כ-52.5 אחוזים). הסיכון הנשקף מחשיפה לענף הבינוי והנדל"ן נותר אפוא משמעותי, והוא

נגזר בראש ובראשונה מהיקפו של האשראי לענף, ממשקלו הגבוה בסך תיק האשראי וכן מהמתאם הגבוה בינו לבין האשראי לדיור, שהיקפו בסך תיק האשראי גדל גם הוא. עם כל זאת התאוששות המשק ממשבר הקורונה השפיעה לטובה על איכות תיק האשראי הבנקאי, כפי שעולה משיעורן ההולך וקטן של ההלוואות בדחיית תשלומים ומירידת ההוצאה להפסדי אשראי (איור 47). על אף השיפור באיכות התיק, מדדי איכות האשראי טרם חזרו לרמתם ערב המשבר, שכן עדיין שוררת אי-וודאות לגבי השלכותיו ארוכות הטווח של המשבר על העסקים ומשקי הבית.

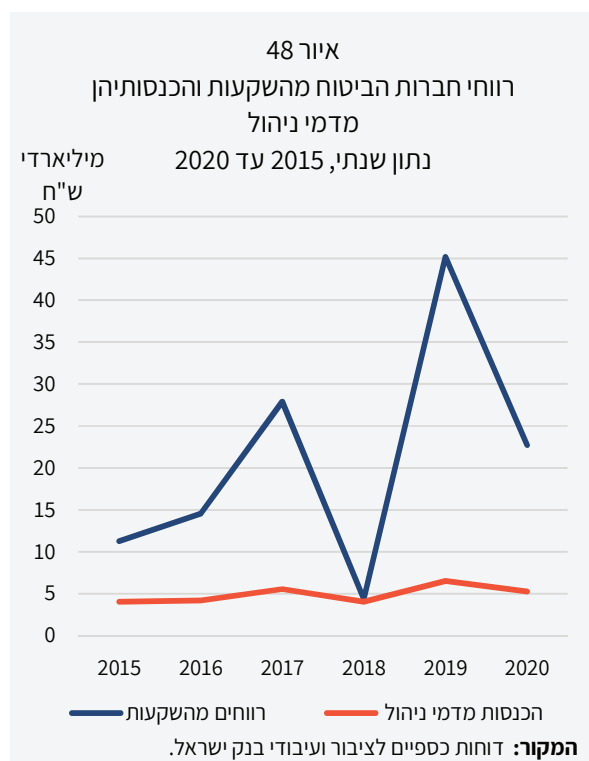


על אף השיפור במדדים הכלכליים השונים ברבעון הראשון של השנה עדיין מעיבה על המשק אי-וודאות בתחומים שונים, וזו מייצרת סיכונים למערכת הבנקאית. עדיין אי אפשר להעריך אם ובאיזו עוצמה ישפיעו ההפסקה של תשלומי דמי האבטלה ושל מתווה דחיות התשלומים על יכולתם של הלווים לעמוד בהתחייבויותיהם, ויש חשש לכשלי אשראי. משום כך הבנקים שומרים, כאמור, על יתרה גבוהה של הפרשה להפסדי אשראי ביחס לרמתה בימי שגרה, ומה עוד שבמקרה של ירידה של מחירי הנכסים, בישראל או בחו"ל (אפשרות הנדונה בפרק 4.2 של הדוח הנוכחי), ייגרמו למערכת הבנקאות הפסדים.

3.2 חברות הביטוח

בפרק זה ננתח את יציבותן של חברות הביטוח⁴². תחילה נדון בהשפעות של היציאה ממשבר הקורונה על רווחיות החברות. נתמקד בהשפעה על תשואות השוק, הריביות, גביית הפרמיות וההפקדות. אחר מכן נסקור את יחס כושר הפירעון של החברות בסוף 2020, שהוא המדד העיקרי ליציבותן של חברות הביטוח. לבסוף ננתח את החשיפה של חברות הביטוח לחו"ל ולמט"ח, תופעה שאפיינה בשנים האחרונות את כלל הגופים המוסדיים, וכפי שתואר בדוח היציבות האחרון, גלומים בה סיכונים לשווקים ולחברות הביטוח.

במהלך 2020 רשמו חמש החברות הגדולות רווחי שיא של כ-3 מיליארד ש"ח, גידול משמעותי לעומת 2019 (שבה הרווחיות הייתה נמוכה בגלל ירידה של הריביות ועלייה בהנחות לגבי תוחלת החיים⁴³). רווחי השיא הושגו למרות משבר הקורונה. לפי הדוחות הלא מבוקרים של החברות, מגמת הגידול ברווחים נמשכה ברבעון הראשון של 2021, וסך הרווחים של החברות עמד ברבעון זה על כ-1.5 מיליארד ש"ח.



ברבעון הראשון של 2020 היו בשווקים ירידות, שהביאו לירידת הרווחיות של חברות הביטוח מהשקעות ושל יכולתן לגבות דמי ניהול⁴⁴. אך במחצית השנייה של 2020 הייתה בשווקים התאוששות, שהעלתה את הרווחיות מהשקעות, החברות חזרו לגבות דמי ניהול, והרווחים עלו (איור 48). נציין כי בעקבות משבר הקורונה הפחיתו חברות הביטוח את דמי הניהול שהן גובות מפוליסות חיסכון שבהן הופסקו התשלומים בתקופת הקורונה⁴⁵. הרווחים מהשקעות ומהכנסות מדמי ניהול בשנת 2020 נמוכים מאשר בשנת 2019, אך אינם נמוכים היסטורית. 2021 תהיה כנראה שנה של רווחים גבוהים, שכן ברבעון הראשון שלה הרווחים מהשקעות מסתכמים ב-17 מיליארד ש"ח.

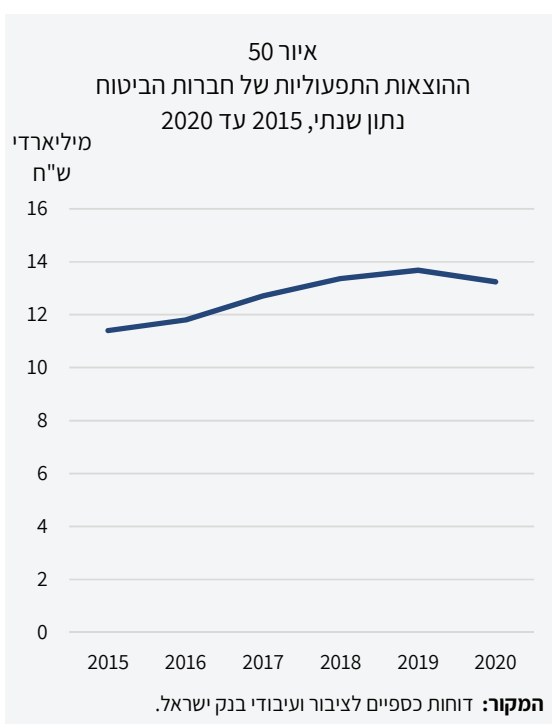
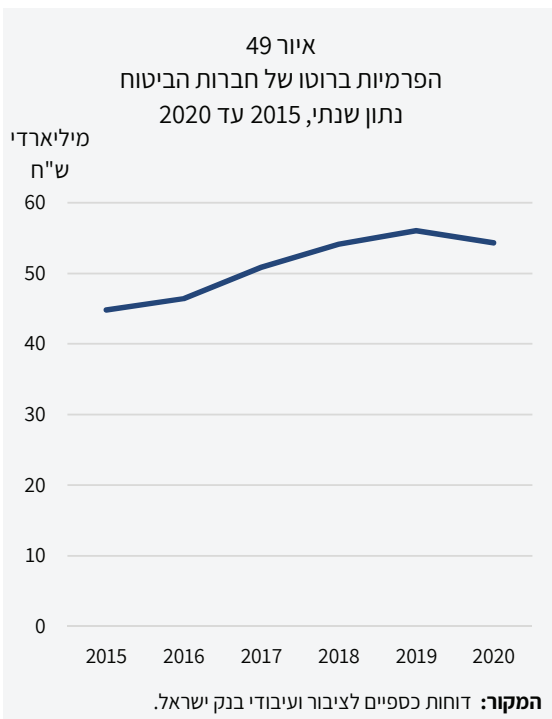
במהלך שנת 2020 פחתה גביית הפרמיות בחברות הביטוח (איור 49). בפרט – גביית הפרמיות בתחום ביטוח החיים ירדה ב-5 אחוזים בגלל יציאה של חוסכים משוק העבודה בעטיו של משבר הקורונה (שכן בתקופת חל"ת אין הפרשה אוטומטית לחיסכון פנסיוני). גביית הפרמיות בביטוח הכללי ובתחום הבריאות נותרה בשנת 2020 ללא שינוי על רקע הצמצמות הפעילות הכלכלית ולמרות ירידה תלולה במכירה של פוליסות ביטוח נסיעות לחו"ל. החברות מדווחות על התמתנות הירידה

⁴² בניתוחים נתמקד בחמש חברות הביטוח הגדולות, להוציא את נושא ההשקעות, שלגביו אנו בוחנים את כל חברות הביטוח במשק ללא קרנות.

⁴³ להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2020.

⁴⁴ חברות הביטוח עוסקות במגזרי פעילותן השונים בניהול נכסים בנאמנות עבור חוסכים, ובתמורה הן גובות דמי ניהול. בגין ניהול הנכסים בפוליסות המשתתפות ברווחים שנמכרו משנת 2004 חברה זכאית לדמי ניהול קבועים בשיעור חודשי שמגיע עד 0.05 אחוז מהנכסים הצבורים. בגין ניהול הנכסים בפוליסות המשתתפות ברווחים שנמכרו בין 1992 ל-2003 חברה זכאית לדמי ניהול קבועים כאמור וכן לדמי ניהול משתנים בשיעור שמגיע עד 15 אחוזים מהתשואה הריאלית לאחר ניכוי דמי הניהול הקבועים. במקרה של הפסד חברה אינה זכאית לדמי הניהול המשתנים עד לכיסוי ההפסד המצטבר. עם ההתאוששות בשווקים, במחצית השנייה של השנה, חזרו החברות לגבות דמי ניהול.

⁴⁵ הגופים המוסדיים לא מעלים את דמי הניהול הנגבים מחסכים שההפקדות בגינם לחיסכון הפנסיוני הופסקו החל מיום 1 במרץ 20 ועד חודש יוני 2021 ליותר מממוצע דמי הניהול שנגבים בקרן; זאת לעומת דמי הניהול המרביים, שהגופים המוסדיים רשאים לגבות במקרים אלו בימים כתיקונם.



בגביית הפרמיות לקראת הרבעון האחרון של 2020, עם היציאה מהמשבר. ברבעון הראשון של 2021 הסתכמו הפרמיות שנגבו ב-13 מיליארד ש"ח, בדומה לרמתן ברבעון המקביל ב-2020.

על רקע משבר הקורונה ירדו העלויות התפעוליות⁴⁶ בעקבות צעדי התייעלות שנקטו החברות (איור 50) – ביניהם צמצום כוח האדם ומעבר נרחב למתן שירותים דיגיטליים. לכן גם העלויות ברבעון הראשון של 2021 נמוכות במקצת מאשר ברבעון המקביל של 2020.

במרבית החברות ירדה הרווחיות בתחומי הפנסיה, הגמל והביטוח הכללי בעקבות הצטמצמות הפעילות והתעסוקה ובגלל הירידה של רווחי ההשקעה בעטיו של משבר הקורונה, אך עלתה משמעותית הרווחיות של ביטוחי החיים והבריאות. זו הושפעה לא רק מהתהליכים שתוארו לעיל (השקעות, גביית פרמיות והתייעלות) אלא גם משינוי חשבונאי⁴⁷ שננקט בתקופת משבר הקורונה, אשר מקטין את שווי התחייבויותיהן של החברות, וכן בעיקר מאי ירידה של ריבית ההיוון והעדר עלייה של תוחלת החיים – מצב שונה מאשר בשנים קודמות. הודות לשינוי החשבונאי חברות הביטוח יכולות לחשב את העתודות הביטוחיות תוך קיבוץ מוצרים שונים (פוליסות) יחדיו באופן המאפשר קיזוז בין מוצרים ומקטין את העתודות. שינוי זה הביא לירידות של כ-2.9 מיליארד ש"ח ו-0.9 מיליארד ש"ח בשווי ההתחייבויות ב-2019 וב-2018, בהתאמה, בהשוואה לחישוב הקודם. בתחילת שנת 2021 ירדו הריביות קצרות הטווח והארוכות מאוד (על התחייבויות בעלות מח"ם של 25 שנה), ובהתאם לכך עלה שווי ההתחייבויות הביטוחיות בכל התחומים. אך מדובר בשינוי קטן, שלא פגע ברווחיות הגדולה של החברות מהפעילות העסקית ומהגאות בשווקים באותה תקופה.

יכולתן של החברות לעמוד בזעזוע שלילי כמו בתקופת המשבר הנוכחי נגזרת ממידת האיתנות הפיננסית שלהן ערב המשבר. בחינה של יחס כושר הפירעון שלהן, המחושב על פי דירקטיבת Solvency II⁴⁸, מעלה כי נכון לדצמבר 2020: יחס כושר הפירעון החציוני בישראל הוא 116 אחוזים ו-170 אחוזים אם מתחשבים בהוראות המעבר; כל החברות עומדות ביחס כושר הפירעון הנדרש לאחר התחשבות בהוראות המעבר⁴⁹, ושלוש מהן עומדות בו אף ללא התחשבות בהן.

⁴⁶ הוצאות הנהלה וכלליות, עמלות, הוצאות שיווק והוצאות רכישה אחרות.

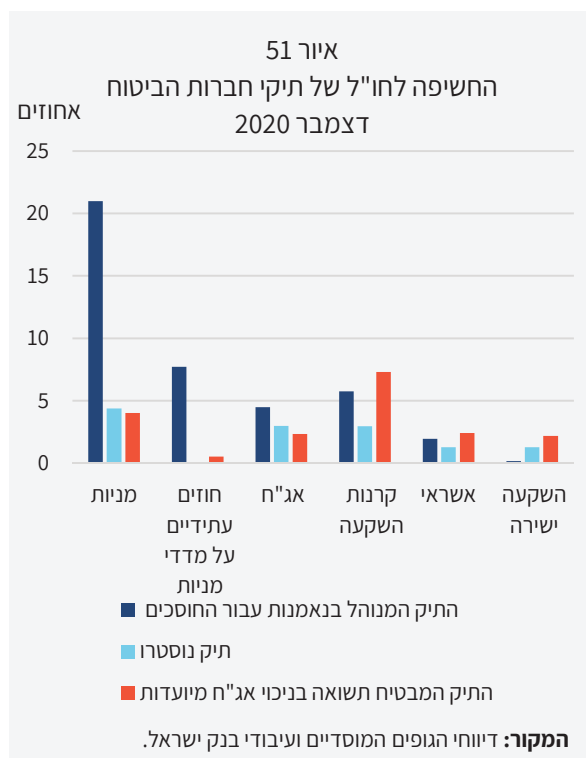
⁴⁷ במרץ 2020 פורסם חוזר ביטוח 5-2020, שעניינו תיקון הוראות החוזר המאוחד לעניין מדידת התחייבויות – בדיקת נאותות העתודה (LAT). בהתאם לחוזר שונה רמת ההקבעה כך שה-LAT מחושב לכל מגזר ביטוח החיים יחד וכן לכל מגזר הסיעוד יחד.

⁴⁸ דיון נרחב בדירקטיבת Solvency II מובא בדוחות היציבות מיוני ומדצמבר 2015.

⁴⁹ החל מיום 1 ביוני 2017 חלות על חברות הביטוח הוראות משטר של כושר פירעון כלכלי המבוסס על דירקטיבת Solvency II, על פי חוזר שפורסם בעניין זה. החוזר כלל הוראות מעבר בדבר יישום הדרגתי, המחייבות את החברות להגדיל את היחס בין ההון המוכר ובין ההון הנדרש בשנים הבאות על פי אבני דרך. בחודש אוקטובר 2020 תיקן הממונה על שוק ההון את הוראות משטר כושר הפירעון הכלכלי. התיקון כלל, בין היתר, התאמה של הוראות תקופת המעבר לכללים הנהוגים באירופה. לפיכך שונה אופן החישוב של הוראות המעבר, וחברות המיישמות את השיטה האירופית תידרשנה להגיע עד סוף שנת 2032 ליחס כושר פירעון של 100 אחוזים.

נכסי הנוסטרו והחשיפה למט"ח

שלא כשאר הגופים המוסדיים שמנהלים כספי חוסכים בנאמנות, חברות הביטוח מנהלות במקביל תיק של הון העצמי (נוסטרו), שבאמצעותו הן משלמות את התחייבויותיהן למבוטחים⁵⁰. על כן, השקעת כספי הנוסטרו יכולה ליצור סיכון יציבותי לחברות הביטוח, והם מנוהלים בהתחשב ברגולציית סולבנסי II, המתייחסת גם לאופן ניהול ההון העצמי (נוסטרו). על רקע מגמת העלייה בחשיפה של נכסי הגופים המוסדיים לחו"ל ולמט"ח נבדוק אם אכן יש חשש מחשיפות אלו בתיק הנוסטרו של חברות הביטוח. לשם השוואה נבחן גם את החזקות התיק המנוהל בנאמנות בחברות הביטוח עבור החוסכים (פוליסות מנהלים – התיק המשתתף ברווחים).



החשיפה של חברות הביטוח לחו"ל⁵¹ עמדה בסוף 2020 על 45 אחוזים משווי התיק המנוהל עבור חוסכים ועל 12 אחוזים מתיק הנוסטרו. איור 51 מציג את רכיבי ההשקעה העיקריים של חברות הביטוח בחו"ל. שלא כמו התיק שמנוהל עבור חוסכים, שבו מרבית החשיפה היא למניות בחו"ל (באופן ישיר ועקיף באמצעות חוזים עתידיים), בתיק הנוסטרו החשיפה מבוצרת יותר. תיבה בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2020 הציגה את הזעזוע שהתחולל בשוק המקומי בגלל החשיפה של המשקיעים המוסדיים לחוזים עתידיים במדדי מניות בחו"ל. שלא כמו התיק שהן מנהלות בנאמנות עבור החוסכים תיק הנוסטרו של חברות הביטוח אינו חשוף כלל לחוזים עתידיים אלו. מעניין שגם בתיק המנוהל עבור החוסכים בתיק הנוסטרו – תיק של פוליסות ישנות המבטיחות תשואה (בהיותו מספק תשואה מובטחת הוא מנוהל בתיק הנוסטרו) – החשיפה למניות נמוכה, אין חשיפה לחוזים עתידיים על מדדי מניות, והחברות מעדיפות חשיפה באמצעות נכסים לא סחירים וקרנות השקעה (איור 51). החשיפה למניות בתיק הנוסטרו נשארת קבועה יחסית לאורך זמן, ורוב הגידול בהחזקת נכסים בחו"ל בעשור האחרון הוא בהשקעות הלא נזילות שתוארו לעיל. בתיק המשתתף ברווחים עליית ההחזקה בנכסים בחו"ל בעשור האחרון נובעת משלל מוצרי ההשקעה

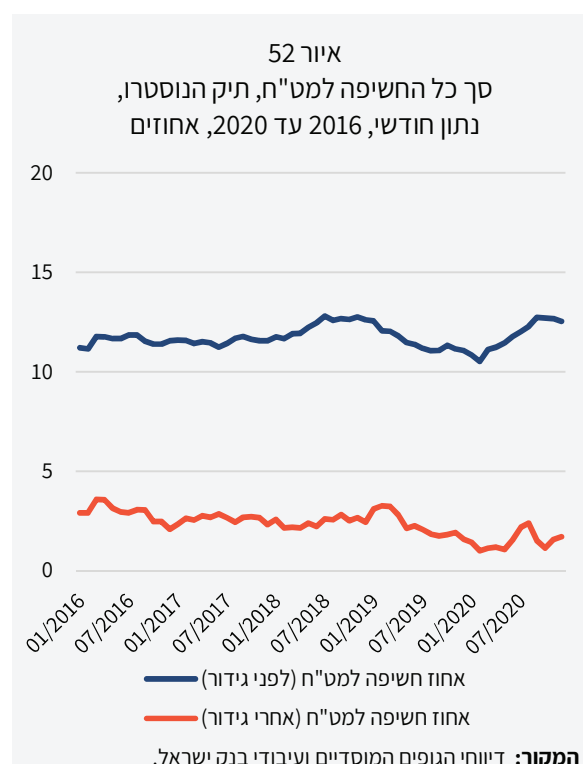
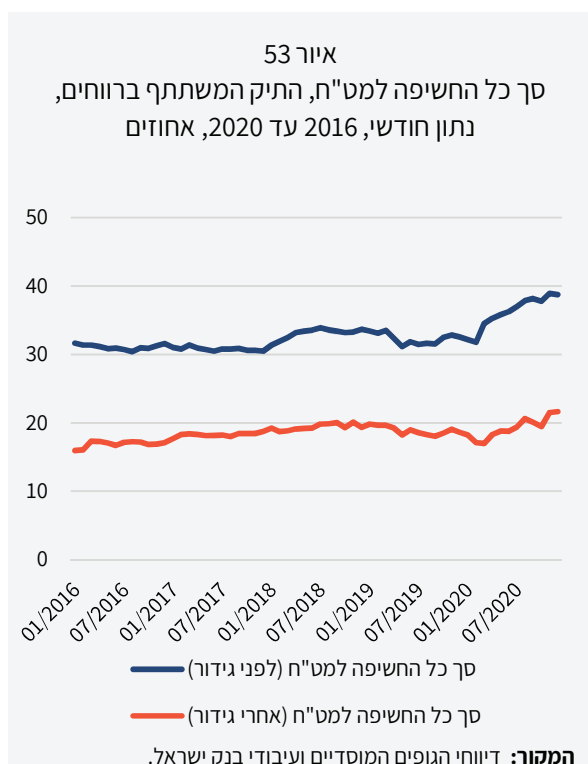
(כולל מניות). ייתכן שהואיל ומדובר בתיק השקעה שאינו נזיל מצד החוסכים (פוליסות ישנות עם תנאים מיטיבים) החברות יכולות להשקיע השקעות ארוכות טווח, הכוללות פרמיית חוסר נזילות. להרחבה על גידול החשיפה לחו"ל בתיק המשתתף ברווחים ובשאר הגופים המוסדיים ראו מבט סטטיסטי לשנת 2020.

לא רק החשיפה לחו"ל נמוכה בתיק הנוסטרו, גם החשיפה למט"ח בו נמוכה משמעותית מאשר בתיק המנוהל בנאמנות עבור ציבור החוסכים (איורים 52 ו-53). בפועל החשיפה של תיק זה למט"ח נמוכה מ-2 אחוזים מסך תיק הנוסטרו, לעומת שיעור חשיפה של כ-20 אחוזים בתיק של החוסכים. מעניין לראות שלאורך כל התקופה החשיפה למט"ח בתיק הנוסטרו ובתיק המשתתף ברווחים יציבה (גם בתקופת משבר הקורונה, כשהיו זעזועים בשערי החליפין). שלא כמו בתיק המנוהל עבור החוסכים, החשיפה הנמוכה למט"ח בתיק הנוסטרו כנראה מושפעת מהעובדה שנכסי הנוסטרו מנוהלים בהתחשב ברגולציית סולבנסי II ומשיקולים של ניהול ההון העצמי – מה שהופך את ההשקעה במט"ח לפחות משתלמת. האיורים מראים את העלייה המשמעותית בחשיפה של החזקות החברות בחו"ל למט"ח בתקופה האחרונה. בין סוף 2019 לסוף 2020 היו עליות של 5 ו-1 נקודות אחוז בתיק המנוהל בנאמנות עבור חוסכים ובתיק הנוסטרו, בהתאמה. מהאיורים ניתן לראות שמרבית העלייה לוותה בגידול החשיפה למט"ח, אך שעלית החשיפה בתיק הנוסטרו ברובה מגודרת.

⁵⁰ תיק הנוסטרו הוא כרית ההון של החברות. בחברות הביטוח הוא כולל את רווחי החברה, ההון העומד כנגד התחייבויות ביטוח כללי וביטוח בריאות וההון העומד כנגד פוליסות המבטיחות תשואה. לשאר הגופים המוסדיים יש הון עצמי קטן יותר של רווחים בלבד, וכמעט לא חלות עליו דרישות רגולטוריות.

⁵¹ כולל נכסים שמייצרים חשיפה לחו"ל ללא יתרה שם, כגון נגזרים והשקעה בתעודות סל בישראל המושקעות בחו"ל.

צמצום החשיפה למט"ח נעשה בעיקר באמצעות חוזים עתידיים על מט"ח. שלא כחוזים עתידיים על נכסים אחרים, חוזה זה אינו כרוך בסיכון משמעותי, משום שהבטוחות המוחזקות כנגד העסקה הן שקליות, מגדרות את החברות ולכן לא יביאו לתופעות של הנזלת נכסים מהירה לצורך שימוש בהם כבטוחות לחוזה. בסיכום – להערכתנו, השקעת כספי הנוסטרו של חברות הביטוח בחו"ל אינה טומנת בחובה סיכון יציבותי⁵².



4. תרחישי סיכון למערכת הפיננסית

יציאת המשק מהמשבר הבריאותי מציבה בפני קובעי המדיניות שני אתגרים משמעותיים. האתגר הראשון מקורו בהתאוששות לא אחידה של המגזר העסקי, המשך הפגיעה בענפי האירוח, התחבורה והמסחר בגלל היעדרה של תיירות חוץ ועלייה בשיעור חדלות הפירעון. האתגר השני קשור להתגברות סיכון מקרו-יציבותי – היפוך חד במגמה של מחירי הנכסים הפיננסיים. פרק זה מצביע על שני תרחישי סיכון אפשריים, על רקע ההתפתחויות האחרונות, ובוחן את מידת השפעתם על יציבותה של המערכת הפיננסית.

4.1 התאוששות איטית של חלקים במגזר העסקי והמשך תחלואה משמעותית

היציאה מהמשבר הבריאותי מציבה אתגרים משמעותיים לקובעי המדיניות: מצד אחד, החוב הגדול של הממשלה עלול ללחוץ לצמצום המדיניות הפיסקלית המרחיבה⁵³; מצד שני הקשיים שאיתם מתמודדים עדיין חלקים מהמגזר העסקי עלולים להביא לעלייה בפשיטות הרגל. אמנם ניכרת התאוששות בפעילות הכלכלית, אך שיעור התעסוקה עדיין נמוך ב-4.5 נקודות

⁵² לעומת זאת כספי הנוסטרו של חברות הביטוח חשופים בעקיפין לסיכון בגלל השקעת כספי החוסכים בחוזים עתידיים על מדדי מניות, כפי שפורט בתיבה בדוח היציבות למחצית השנייה של 2020.

⁵³ השלכה של מבצע "שומר החומות", שנמשך 11 יום והסתיים זה מכבר, היא גידול צפוי של הגירעון התקציבי, עקב הדרישות הצפויות של מערכת הביטחון להגדלת התקציב לשם מימון המבצע. מימון נוסף זה, על רקע הגירעון המבני ששרר לפני משבר הקורונה, עלול לצמצם עוד את המרחב הפיסקלי של הממשלה.

אחוז מרמתו ב-2019. הן ה-ECB⁵⁴ והן ה-BIS⁵⁵ מצביעים על סיכון של עלייה בפשיטות הרגל בכל המשקים שפעילותם נפגעה בעקבות הקורונה ככל שצעדי התמיכה במדינות השונות ילכו ויפחתו. בפרט, ה-ECB מזוהר מהתאוששות לא אחידה של המגזר העסקי, שכן מצב העסקים הקטנים והבינוניים קשה ממצבם של האחרים. מרבית העסקים בישראל הם עסקים קטנים וזעירים (עד 20 עובדים), המעסיקים 40 אחוזים מהמועסקים במשק. בדומה ליתר העולם, עסקים קטנים גם נפגעו יותר מהאחרים במשבר הבריאותי (פרק המאקרו, איור 2).

המגבלות הבריאותיות העיקריות שנותרו הן על כניסת תיירים. במדינות רבות בעולם עדיין שוררת תחלואה גבוהה, ושיעורי ההתחסנות עולים לאט. נראה אפוא שתיירות החוץ תמשיך להיות בהיקף זניח. תיירות הפנים בשלב זה אינה מספיקה כדי לפצות את ענפי האירוח על היעדרה של תיירות החוץ. בסוף יוני הרכישות בענף המסעדות היו נמוכות בכ-30 אחוזים מהמגמה הצפויה, בעוד שהרכישות בענף התיירות נמוכות בכ-46 אחוזים מהמגמה הצפויה. סביר כי מהיעדרה של תיירות החוץ נפגעים גם עסקים בתחומי התחבורה, המסחר והתרבות.

4.2 תיקון כלפי מטה במחירי נכסים פיננסיים

מחירי הנכסים הפיננסיים והדיור עלו בישראל בתקופה הנסקרת, כמו במדינות רבות (חלק 2.2 בדוח – שוק הנכסים), וזאת על רקע מדיניות פיסקלית ומוניטרית מרחיבה בישראל ובחו"ל והתערבות של בנקים מרכזיים בשווקים. מדיניות מוניטרית מרחיבה משמשת זה שנים אחד הכלים לתמיכה בפעילות הכלכלית ובסביבת האינפלציה, ומידת ההרחבה גברה במהלך משבר הקורונה בישראל ובחו"ל. העלויות של מחירי הנכסים הפיננסיים החלו לפני ההתאוששות בנתוני הכלכלה הריאלית, שחלקם עדיין מצביעים על מצב משברי, והן כנראה נשענות על ציפיות להתאוששות, וכאמור, גם על סביבה פיסקלית ומוניטרית מרחיבה. בחודשים האחרונים אנו עדים למגמה ברורה של עליות בתשואות הנומינליות הארוכות בחו"ל (חלק 2.1.2 – "הסביבה העולמית"). הפער בין לבין התשואות הריאליות גדל, מה שמיתרגם לעלייה בציפיות לאינפלציה, הכוללות את פרמיית הסיכון האינפלציונית. מוקדם עדיין לקבוע אם העלייה של האינפלציה בעולם, ובפרט בארה"ב, נשענת על גורמים מתמשכים או מתבססת על גורמי היצע חולפים. אם יתגלה כי כוחות אלה מתמשכים, הם עשויים להביא למפנה במדיניות המוניטרית המרחיבה בחו"ל: סביבת הריביות הקצרה תתחיל לעלות. אנו סבורים כי במצב זה ייפגעו בראש ובראשונה מחירי המניות בחו"ל, אך גם מחיריהן של האג"ח, כולל אג"ח החברות. מלבד זאת, מדינות רבות מתמודדות עם שיעורי חוב ממשלתי ופרטי גבוהים, אשר הוסיפו ועלו בגלל המשבר הבריאותי, כך שגם הסיכון לתיקון בשוק החוב הממשלתי הבין-לאומי גבר, מה שעלול להשפיע על מחירי הנכסים הפיננסיים העולמיים. פגיעות זו של שוק ההון העולמי עלולה לזלוג במהירות למערכת הפיננסית המקומית, ולהשפיע באופן משמעותי על הפעילות הכלכלית ועל המוסדות הפיננסיים. ענף התקשורת והטכנולוגיה העילית – תחום פעילות מרכזי לתוצר ולתעסוקה בישראל, שנהנה בחודשים האחרונים מגאות עולמית ומקומית – נשען על חו"ל במיוחד, הן מבחינת הביקוש למוצרים והן מבחינת מקורות המימון.

⁵⁴ <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202105~757f727fe4.en.html>

⁵⁵ <https://www.bis.org/publ/bisbull40.htm>

תיבה 1

ניתוח הפעילות של המגזר העסקי לפי גודל העסק, עם הסרת הגבלות התנועה שהוטלו בשל מגיפת הקורונה¹

- במסגרת התיבה אנו מנתחים את דיווחי המעסיקים למוסד לביטוח לאומי על מצבת עובדיהם ובאיזו מידה הייתה התאוששות בפעילות המגזר העסקי ברבעון הראשון של 2021, לאחר הסרת מרבית הגבלות התנועה שהוטלו בגלל מגיפת הקורונה.
- הנתונים מצביעים על מגמת התאוששות בפעילות המגזר העסקי: שיעור המעסיקים שהפסיקו להעסיק עובדים עמד בדצמבר 2020 על כ-20 אחוזים מכלל המעסיקים שדווחו למוסד לביטוח לאומי, שיעור זה החל לרדת במקביל להסרת הגבלות התנועה שהוטלו בשל המגיפה, כך שבמרץ 2021 הוא עמד על כ-16 אחוזים.
- חרף מגמת ההתאוששות, שיעור המעסיקים שלא העסיקו עובדים במרץ 2021 היה עדיין גבוה ב-3 נקודות אחוז מאשר ערב המגיפה. הגידול נובע בעיקרו ממעסיקים קטנים שעברו למצב של אי-העסקה בעקבות הסגר הראשון ונותרו במצב זה ברצף עד מרץ 2021; לכן הוא לא משתקף באופן משרות חריג ביחס לנתון ערב המגיפה.
- לפחות כ-35 אלף מעסיקים החזיקו במרץ 2021 מצבת עובדים הנמוכה בשיעור משמעותי (לפחות 80 אחוזים) מאשר לפני המשבר. הנתון משקף עלייה של עשרת אלפים מעסיקים ביחס למספר ה"טבעי" (כלומר, זה ללא השפעת המגיפה) של עסקים המצמצמים את מצבת עובדיהם בשיעור משמעותי. העלייה ביחס למספר ה"טבעי" נובעת בעיקרה מהמעסיקים הקטנים.
- בקרב המעסיקים הבינוניים-גדולים נראה כי שיעורי המעסיקים שצמצמו את מצבת השכירים שלהם בשיעור חד יחסית לשנת 2019, גבוהים במיוחד בענף האירוח והאוכל ובענף האמנות, הבידור והפנאי. לעומת זאת, העסקים הקטנים שצמצמו את מצבת עובדיהם בשיעור חד מפוזרים על פני כלל הענפים.

משבר הקורונה, שפרץ בשנת 2020, ומגבלות התנועה שגלוו אליו השפיעו לרעה על הפעילות הכלכלית במשק, ובפרט על פעילותו של המגזר העסקי. להלן נבדוק אם ובאיזו מידה התאושש המגזר העסקי בישראל עם הסרת מגבלות התנועה שהוטלו בגלל המגיפה.

המוסד לביטוח לאומי מרכז בשגרה נתונים מנהליים על מספר משרות השכיר (וסך תשלומי השכר) אצל כל המעסיקים, לרבות דיווח על אי-העסקה, אשר במסגרתו מעסיק שבעבר העסיק שכירים מזהיר כי בחודש הנוכחי לא העסיק כאלה². רוזנברג ושות' (2021)³ התבססו על דיווחים של כ-290 אלף מעסיקים למוסד לביטוח לאומי ואמדו את עוצמת הפגיעה בפעילותם הכלכלית בתקופת הקורונה באמצעות חישוב שיעורי הירידה במצבת עובדיהם. במסגרת התיבה הנוכחית נתבסס על מתודולוגיה דומה כדי לבדוק אם ובאיזו מידה הייתה התאוששות בפעילות המגזר העסקי במהלך הרבעון הראשון של 2021 לאחר הסרת מרבית הגבלות התנועה שגלוו למגיפה. כדי לעמוד על השפעת ההאטה הכלכלית בפעילות העסקים בתקופת הקורונה על שוק העבודה נציג את תוצאות הניתוח להלן הן במונחי מספר העסקים שנראה כי פעילותם הואטה והן במונחי המספר המצרפי של משרות השכיר שהיו שנתיים קודם לכן⁴ אצל אותם מעסיקים.

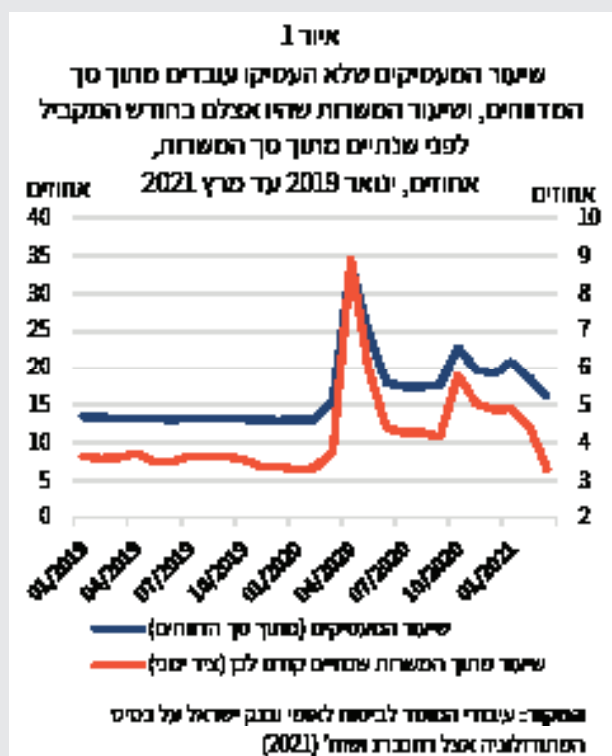
¹ תודות למרק רוזנברג מהמוסד לביטוח לאומי על אספקת הנתונים ולאיל ארגוב מחטיבת המחקר של בנק ישראל על תרומה משמעותית לעיבודם. הניתוח בתיבה מבוצע על בסיס הנתונים הזמינים לנו במועד כתיבתה ומשך הוא יתייחס לתקופה המסתיימת במרץ 2021. מנתונים ראשוניים לחודש אפריל 2021 עולה כי לא חל שינוי משמעותי ברמת הפעילות של המגזר העסקי ביחס לחודש מרץ.

² הנתונים אינם כוללים עצמאיים שאינם מעסיקים שכירים. מכלל העוסקים הפעילים במשק בשנת 2014 (המדווחים למע"מ) כ-50 אחוזים לא העסיקו שכירים על פי הפרסום של הלמ"ס: עוסקים ופדיון בענפי הכלכלה 2012-2014.

³ רוזנברג, מרק, איל ארגוב, קובי בריידא, אדית זנד ועודד כהן (2021). ניתוח היקף העסקים שצמצמו את מצבת עובדיהם בתקופת הקורונה. נייר עבודה, הביטוח הלאומי - מנהל המחקר והתכנון (יוני 2021):

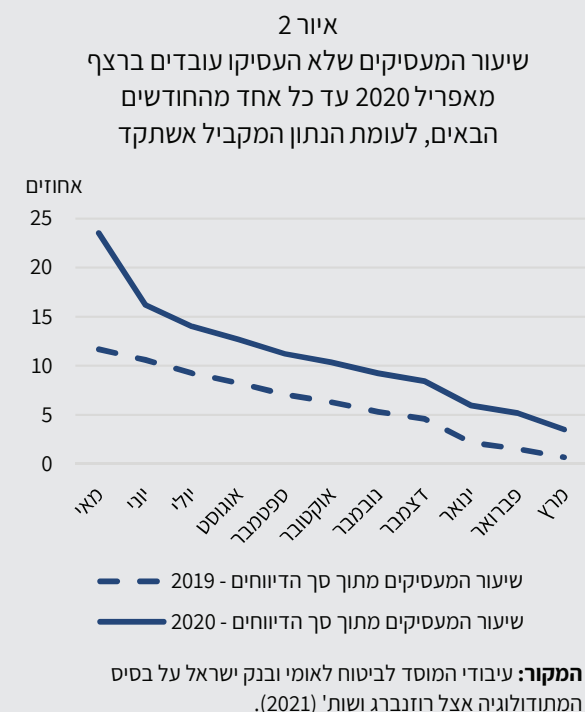
<https://www.btl.gov.il/Publications/corona/Pages/Hekef-asakim.aspx>

⁴ שלא כמו בשיטה המקורית של רוזנברג ושות' (2021), שבה נקודת הייחוס במספר המשרות הייתה תמיד החודש המקביל בשנה הקודמת, כאן חישוב השינוי במספר משרות השכיר הוא על בסיס הנתון בחודש המקביל שנתיים קודם לכן. זאת כדי לנטרל את ההשפעה של הקורונה על מספרי ההשוואה עם חלוף שנה מהמשבר.



באזור 1 אנו מציגים את שיעור המעסיקים שלא העסיקו עובדים מתוך כלל המעסיקים שדיווחו למוסד לביטוח לאומי בחודשים ינואר 2019 עד מרץ 2021 הן במונחי מספר העסקים והן במונחי משרות השכיר⁵ (על בסיס מספר משרות השכיר בחודש המקביל לפני שנתיים).

מהאזור עולה כי שיעור המעסיקים שהפסיקו להעסיק עובדים היה בדצמבר 2020 כ-20 אחוזים מכלל המעסיקים שדיווחו למוסד לביטוח לאומי (כ-56 אלף עסקים), וכי הוא החל לרדת במקביל להסרת מגבלות התנועה שהוטלו בעקבות המגיפה מתחילת 2021, כך שבמרץ 2021 הוא עמד על כ-16 אחוזים, שהם כ-44 אלפי עסקים. רמה זו עדיין גבוהה מהנתון שדווח בתקופה שקדמה לקורונה – כ-13 אחוזים מהעסקים המדווחים. עם זאת, העובדה שסך כל משרות השכיר שהיו בשנת 2019 בעסקים אשר במרץ 2021 לא העסיקו עובדים חזר לרמתו ערב המשבר – 3 אחוזים מהמשרות – מלמדת כי ההשפעה המתמשכת של המשבר במרץ 2021 ממוקדת בעיקרה בעסקים קטנים, המרכזים יחד מספר קטן יחסית של עובדים.



העלייה של שיעור העסקים שלא העסיקו עובדים במרץ 2021 יחסית לשיעורם ערב המשבר עשויה לשקף קשיי התאוששות מתמשכים מהפגיעה בפעילות בתקופת הקורונה⁶. אם כך נצפה לראות עלייה משמעותית של שיעור המעסיקים שהפסיקו להעסיק עובדים סביב תקופת הסגר הראשון ונותרו באותו מצב ברצף עד מרץ 2021. באזור 2 אנו בודקים מהו שיעור המעסיקים שלא העסיקו עובדים ברצף מחודש אפריל 2020, מועד הסגר הראשון, ועד כל אחד מהחודשים שממאי 2020 עד מרץ 2021. כאמת מידה לניתוח משמשים נתוני 2019, המייצגים את ההיקף ה"טבעי" של מעסיקים שאינם מעסיקים עובדים ברצף בזמן שגרה.

מהאזור נראה כי 4 אחוזים מהעסקים המדווחים הפסיקו להעסיק עובדים סביב תקופת הסגר הראשון ונותרו באותו מצב ברצף עד מרץ 2021. הנתון בתקופה המקבילה בשנת 2019, המשקף את השיעור ה"טבעי", כלומר ללא השפעת הקורונה, הוא אחוז אחד בלבד. ההפרש בין הנתון של מרץ 2021 למקבילו בשנת 2019 עשוי לנבוע, בין היתר,

⁵ בניתוח זה נכללים גם מעסיקים שלא היו קיימים בשנה הקודמת או לא העסיקו עובדים גם בשנה הקודמת. לא נכללים בו מעסיקים שהשלימו רצף של 12 חודשי אי העסקה, אשר בגינו יוצאים מהמאגר.

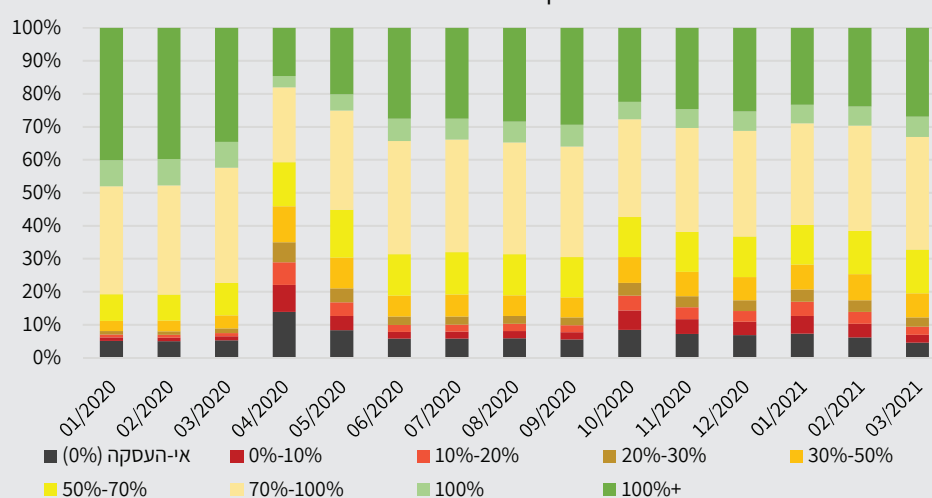
⁶ לדוגמה, מעסיק ששיעור ההוצאות הקבועות בסך הוצאותיו גבוהה עלול לספוג הפסד משמעותי בתקופות הסגרים. אם האיתנות הפיננסית והנזילות של אותו מעסיק אינם מספיקים כדי לכסות על ההפסד האמור, הוא עלול להיקלע לקשיים פיננסיים, ואלה עלולים לגרום לו להפסיק את פעילותו. עם זאת ייתכנו סיבות נוספות למעבר של מעסיק למצב של אי-העסקה, ובהן ירידה של הביקוש למוצרים ולשירותים שהעסק מוכר בגלל השפעה שלילית של הסגר על הצרכנים.

מההשפעה המתמשכת של המגבלות שהוטלו בתקופת הקורונה על פעילות העסקים⁷. הפרש זה העומד על שלוש נקודות אחוז, זהה לעלייה הכוללת שתוארה באיור 1 בשיעור העסקים שלא העסיקו עובדים במרץ 2021 יחסית לנתון ערב המגיפה.

האפקט השלילי של הקורונה על עסק עשוי להשתקף גם בצמצום מצבת השכירים (יחסית לחודש המקביל שנתיים קודם לכן) בשיעורים קטנים מ-100 אחוזים. באיור 3.1 אנו מציגים את התפלגות השינויים במצבת השכירים בקרב מעסיקים בינוניים-גדולים (למעלה מ-10 עובדים שנתיים קודם לכן) בכל אחד מהחודשים ינואר 2020 עד מרץ 2021. באיור 3.2 אנו חוזרים על הניתוח לגבי מעסיקים קטנים (עד 10 עובדים שנתיים קודם לכן). בניתוח זה נכללים, בהגדרה, רק מעסיקים בעלי ותק של שנתיים לפחות.

איור 3.1

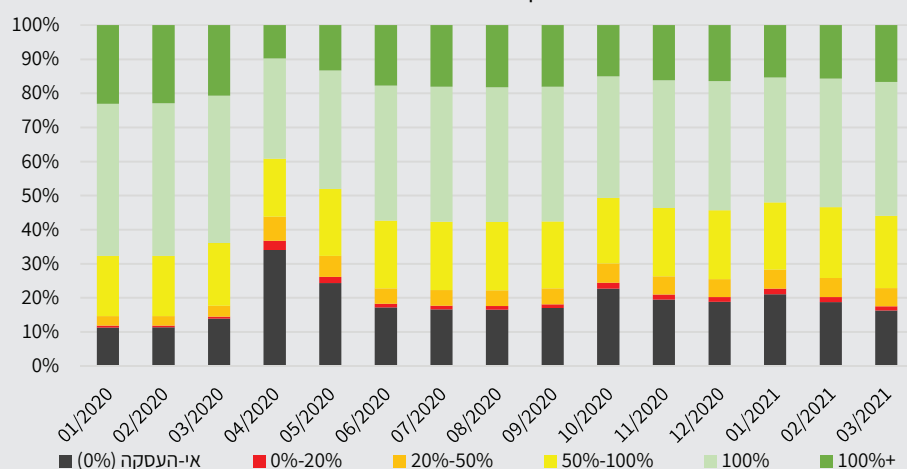
ההתפלגות של השינויים במצבת השכירים* בקרב המעסיקים הבינוניים-גדולים והמעסיקים הקטנים בתקופה שמינואר 2020 עד מרץ 2021 יחסית לתקופה המקבילה לפני שנתיים



* היחס בין מספר המשרות בחודש השוטף לבין מספר המשרות בחודש המקביל שנתיים קודם לכן.
המקור: עיבודי המוסד לביטוח לאומי ובנק ישראל על בסיס המתודולוגיה אצל רוזנברג ושות' (2021).

איור 3.2

ההתפלגות של השינויים במצבת השכירים* בקרב המעסיקים הבינוניים-גדולים והמעסיקים הקטנים בתקופה שמינואר 2020 עד מרץ 2021 יחסית לתקופה המקבילה לפני שנתיים



* היחס בין מספר המשרות בחודש השוטף לבין מספר המשרות בחודש המקביל שנתיים קודם לכן.
המקור: עיבודי המוסד לביטוח לאומי ובנק ישראל על בסיס המתודולוגיה אצל רוזנברג ושות' (2021).

⁷ גורמים נוספים שעשויים להסביר את ההפרש האמור הם המגבלות שנותרו בעינן בישראל במרץ 2021 וכן מצב המגיפה בעולם, המשפיע על ענפים מסוימים בשוק המקומי, למשל על ענפי התיירות והתעופה.

מהנתונים עולה כי בקרב 16 אחוזים מהעסקים המדווחים – כ-35 אלף עסקים – מצבת העובדים במרץ 2021 הצטמצמה בשיעור משמעותי של לפחות 80 אחוזים ביחס לתקופה המקבילה בשנת 2019. הנתון של מרץ 2019, המשקף את המצב ללא השפעת הקורונה, היה 11 אחוזים, שהם כ-25 אלף עסקים. מכאן נראה כי שבעקבות משבר הקורונה עלה מספר העסקים שצמצמו את מצבת עובדיהם ביותר מ-80 אחוזים, והוא גבוה ב-10 אלפים עסקים מהנתון ה"טבעי" בעתות שגרה⁸. במונחי מספר העסקים – הרוב המוחלט של העסקים הנוספים שצמצמו את מצבת עובדיהם בשיעור משמעותי הם עסקים קטנים (עד 10 משרות). עם זאת, משרות השכיר שהיו בשנת 2019 בעסקים שצמצמו במידה משמעותית את מצבת עובדיהם במרץ 2021 – כ-70 אלף משרות – מרוכזות בעיקרן בעסקים הבינוניים-גדולים. לסיכום ניתן לומר כי בקרב מעסיקים קטנים השרויים בקשיים התופעה הבולטת היא מעבר לאי-העסקה, בעוד שבקרב המעסיקים הגדולים-בינוניים השרויים בקשיים, התופעה הבולטת יותר היא צמצום משמעותי, אך לא מלא, של מצבת השכירים.

בקרב המעסיקים הבינוניים-גדולים נראה כי שיעורי המעסיקים שצמצמו את מצבת עובדיהם בשיעור חד, יחסית לשנת 2019, גבוהים במיוחד בענף האירוח והאוכל ובענף האמנות, הבידור והפנאי. בקרב העסקים הקטנים ההתפלגות הבין-ענפית של שיעורי המעסיקים שלא העסיקו עובדים מפוזרת יותר.

⁸ הפגיעה עלולה לנבוע, כאמור, הן מהשפעה מתמשכת של ההגבלות שהוטלו בשיאו של משבר הקורונה, הן מההגבלות שנותרו בעינן במרץ 2021 והן מההשפעה של מצב המגיפה העולמי על פעילותם של חלק מהענפים המקומיים.

תיבה 2

דפוסי הסליקה של תנועות תשלום במערכת זה"ב

באמצעות מעקב אחר דפוסי הסליקה במערכות התשלומים וניתוחם ניתן לזהות את המגמות המאפיינות את פעילות משתתפי מערכות התשלומים ואת ההשפעות האפשריות שלהן על פעילותן של מערכות אלו ועל תקינותן.

בדומה לבנקים מרכזיים בעולם המפעילים מערכות תשלומים הסולקות תשלומים בערך גבוה, בנק ישראל מפעיל את מערכת זה"ב¹, מערכת מסוג RTGS² לסליקת תנועות תשלום בזמן אמת ובאופן סופי³. מערכת זו משמשת לסליקה הסופית של התחייבויות בין המוסדות הפיננסיים, ועל כן נודעת לה חשיבות מערכתית רבה להבטחת הפעילות הכלכלית החלקה והרצופה במשק הישראלי.

בתיבה זו מנותחים דפוסי הפעילות של המשתתפים במערכת זה"ב בשנים 2013–2020: הניתוח הראשון מתייחס להתפלגות התוך-יומית של תנועות התשלום, והשני – למיחזור הנזילות⁴.

תזמון התנועות

הקדמת סליקתן של תנועות תשלום במערכות מסוג RTGS מעניקה מרווח זמן גבוה יותר לפתרון אירועי כשל ומעלה את הסיכוי לסליקת ההתחייבות של משתתף כושל עד לסוף יום הערך. עיכובים בשליחת תנועות תשלום על ידי משתתפי המערכת בגלל כשלים תפעוליים⁵ מגדילים את רגישותה של המערכת לכשלי נזילות. זאת משום שכשל תפעולי עלול למנוע ממשותף לשלוח תשלומים, ובכך לא לספק תזרים נזילות ששאר המשתתפים זקוקים לו להמשך פעילותם. מידת ההשפעה של הכשל התפעולי על הפעילות הרצופה במערכת תלויה בהיקף תזרים הנזילות שנמנע ממשותפי המערכת בעטיו של אותו כשל ובתלות של המשתתפים באותו תזרים צפוי. התבוננות בהיקפי הפעילות לפי טווחי זמנים שבהם נסלקו תנועות התשלום במערכת זה"ב והשוואתם בין תקופות שונות, משמשות לבחינת דפוסי הסליקה במהלך יום עסקים במערכת⁶.

איור 1.א⁷ מציג את התפלגות הסך הכספי היומי של התנועות במערכת זה"ב לפי טווחי זמנים בשנת 2013 ובשנת 2020. מהאיור ניתן ללמוד כי שנת 2020 מאופיינת בהיקף כספי גבוה בטווח הזמנים 9:00–9:15⁸. עוד ניתן ללמוד כי בהשוואה בין השנים, דפוסי הסליקה של המשתתפים במערכת דומים בעיתוי הסליקה של תנועות התשלום, ובכל נקודת זמן לפני השעה 15:00 ההיקף הכספי גבוה יותר בשנת 2020, עלייה המבטאת את גידול הפעילות במערכת לאורך השנים.

כדי ללמוד יותר על דפוס הסליקה של תנועות התשלום במערכת זה"ב, איורים 1.ב ו-1.ג מציגים את התפלגות הסך הכספי של התנועות היזומות והתפלגות מספר התנועות היזומות שנסלקו במערכת זה"ב בשנת 2020 בחלוקה לתנועות של לקוחות ותנועות בין-בנקאיות. האיורים מראים ריכוז גבוה של תנועות בין-בנקאיות בטווח הזמנים 9:00–9:15⁹, וכן שהמספר והסך הכספי של התנועות הבין-בנקאיות ותנועות הלקוחות יחדיו גבוהים בטווח הזמנים 10:00–10:45. היקפי הפעילות הגבוהים

¹ זיכויים והעברות בזמן אמת.

² Real Time Gross Settlement

³ תנועת תשלום שהושלמה במערכת היא סופית ולא ניתנת להחזרה. מקבל התשלום יכול לעשות שימוש מיידי בכספי התשלום.

⁴ תנועות של לקוחות המשתתפים ותנועות בין-בנקאיות (תנועות יזומות). ללא הלוואות בין המשתתפים. הרכב המשתתפים בניתוח כולל את כל המשתתפים בסליקה במערכת ללא בנק ישראל ו-CLS. בסיס הנתונים כולל ימי עסקים ארוכים בלבד מהשעה 7:45 עד השעה 18:45 (ללא ימי שישי וערבי חג).

⁵ כשל תפעולי הוא אירוע שבו משותף לא יכול לשלוח הוראות תשלום במערכת.

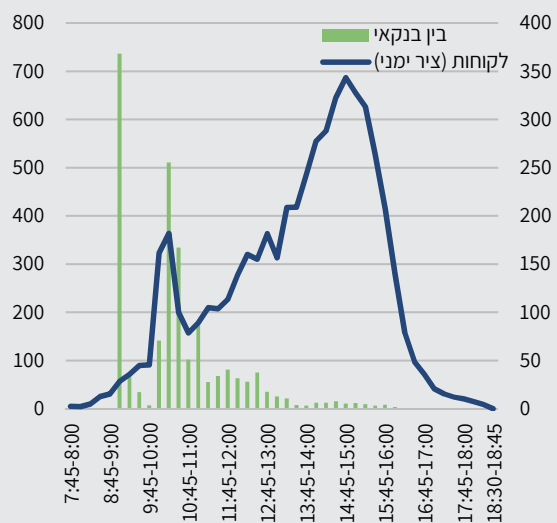
⁶ עיתוי פעילותם של המשתתפים חושב באמצעות חלוקת יום העסקים בזה"ב ל-44 טווחי זמנים עם הפרשים קבועים של 15 דקות ביניהם.

⁷ בכל האיורים המופיעים בחלק זה ערך כל טווח זמנים חושב באמצעות חציון על פני כ-250 ימי עסקים.

⁸ פעילות זו החלה להתפתח בשנת 2015.

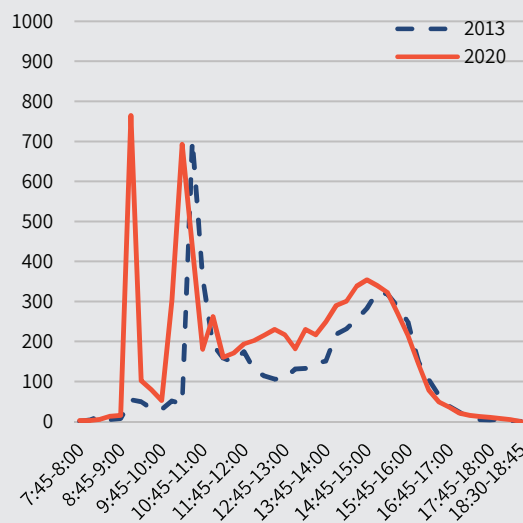
⁹ תנועות בין-בנקאיות בדרך כלל גבוהות בערכן הכספי מתנועות הלקוחות.

איור 1.ב.
סך כספי של תנועות לקוחות ובין-בנקאי בשנת 2020
מליוני ש"ח



המקור: מערכת זיכויים והעברות בזמן אמת (זה"ב) ועיבודי בנק ישראל.

איור 1.א.
סך כספי של תנועות יזומות 2013 מול 2020
מליוני ש"ח

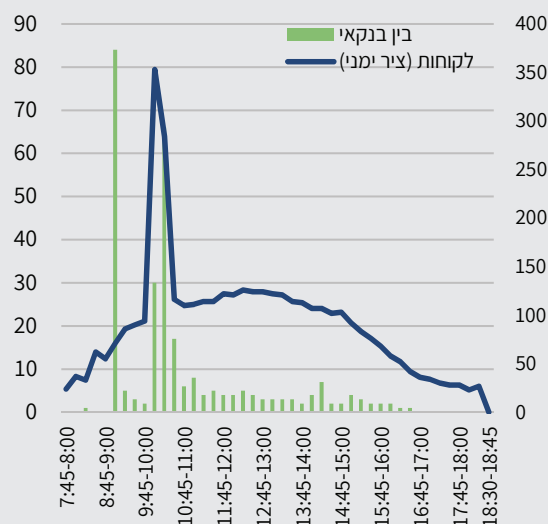


המקור: מערכת זיכויים והעברות בזמן אמת (זה"ב) ועיבודי בנק ישראל.

בטווחי הזמנים האמורים חופפים לחלונות הסליקה של המסלקות שבהן היקפי הפעילות ביום העסקים הארוך בזה"ב הם הגבוהים ביותר. ייתכן שמשותפי המערכת מעדיפים לרכז פעילות בכמות גבוהה וערך כספי גבוה לאחר קבלת תזרימי הנזילות הגבוהים המגיעים ממסלקות אלו. מספרן של תנועות הלקוחות גדל בקצב מתון עד שעות הצהריים (12:30-12:15), ולאחר מכן הוא יורד בקצב מתון עד לסגירת יום העסקים במערכת. לעומת זאת הסך הכספי של תנועות הלקוחות גדל בקצב גבוה החל משעות הצהריים עד לשיא בטווח השעות 15:00-14:45. משמע שתנועות לקוחות שערכן הכספי גבוה נסלקות בחלק המאוחר של יום העסקים¹⁰. מספר התנועות הבין-בנקאיות קטן משמעותית ממספרן של תנועות הלקוחות¹¹, אך ערכן הכספי של התנועות הבין-בנקאיות גבוה מזה של תנועות הלקוחות. משותפי המערכת ממעטים לשלוח תנועות בין-בנקאיות בעלות ערך כספי גבוה בשעות הפעילות המאוחרות של המערכת (כפי שמראים איורים 1.א ו-1.ב) – בטווח השעות 16:00-13:30. מכאן שהמשתתפים מרכזים תנועות תשלום בעלות ערך כספי גבוה בשעות המוקדמות.

מניתוח ההתפלגות של סליקת תנועות התשלום היזומות במערכת זה"ב ניתן ללמוד כי חלק הארי של הסך הכספי שמרוכז בשעות הפעילות המוקדמות במערכת זו, מקורו בתנועות הבין-בנקאיות. דפוס זה מראה כי משותפי המערכת שולחים

איור 1.ג.
מספר תנועות לקוחות ובין-בנקאי בשנת 2020



המקור: מערכת זיכויים והעברות בזמן אמת (זה"ב) ועיבודי בנק ישראל.

¹⁰ הנחה סבירה היא כי עיתוי הסליקה של תנועות הלקוחות נובע מהחלטות ביצוע תשלום של הלקוחות של המשתתפים, ועל כן דפוס הסליקה בשאר הזמנים ביום העסקים מבטא הוראות תשלום בכלכלה המקומית שיוזמים לקוחותיהם של המשתתפים (ופחות על ידי המשתתפים במערכת).

¹¹ מספרן של תנועות הלקוחות הוא כ-90 אחוזים מכלל התנועות בבסיס הנתונים.

תנועות בעלות ערך כספי גבוה בשעות המוקדמות. דפוס סליקה זה תורם לצמצום הסיכונים שעלולים להתממש במערכת בעקבות כשל תפעולי של משתתף בה.

מיחזור הנזילות במערכת¹²

מערכות מסוג RTGS זקוקות בדרך כלל לכמות גדולה של נזילות כדי לתמוך בסליקה של תנועות שלום על בסיס ברוטו. כדי שתנועות שלום ייסלקו על בסיס ברוטו (כל תנועה בנפרד, זו אחר זו), המשתתפים במערכת צריכים להחזיק נזילות מספקת בחשבון הסליקה שהם מנהלים בה. בד בבד, סליקה על בסיס ברוטו תורמת ליציבות של מערכת התשלומים בהפחיתה את סיכון האשראי (הסיכון שמשתתף במערכת לא יוכל לפרוע את התחייבויותיו במועד הסליקה). הפחתה של סיכון האשראי במערכת תשלומים תפחית את הסיכון לאירוע כשל מערכתי, שבו משתתף אשר כשל בהשלמת התחייבויותיו הכספיות יגרום לכשלי נזילות של משתתפים נוספים במערכת. כמות הנזילות שמשתתפים הפועלים במערכת תשלומים מסוג RTGS צורכים לביצוע תשלומיהם ניתנת לייעול באמצעות ניהול אקטיבי של הנזילות התוך-יומית או באמצעות מיחזור נזילות המגיעה מתנועות תשלום המתקבלות משאר המשתתפים (להלן: תקבולים)¹³. שימוש בתקבולים לביצוע תשלומים הוא דרך זולה להשגת נזילות, אולם יש בו סיכון לפעילות הרצופה של מערכת התשלומים, משום שהוא עלול לעודד דחייה של ביצוע פעולות למועד מאוחר במהלך היום, וגם מגדיל את התלות בין תנועות; כך כשל של משתתף בדפוס סליקה זה מעלה את הסיכון לכשל של משתתפים שאופי פעילותם במערכת תלוי בתזרימי הנזילות של המשתתף שכשל¹⁴.

מיחזור ("Turnover") הינו אינדיקטור לבחינת השימוש בנזילות במערכת תשלומים. האינדיקטור מודד עד כמה המשתתפים במערכת זה"ב ממחזרים את תזרימי הנזילות שמקורו בתקבולים. האינדיקטור מחושב באמצעות היחס שבין הסך הכספי של תנועות התשלום ביום (התשלומים), לבין סך החיוב נטו המקסימלי המצטבר ביום (השימוש בנזילות)¹⁵.

איור 2. א. מציג את האינדיקטור ואיור 2. ב. מציג את המונה והמכנה של האינדיקטור במערכת זה"ב בשנים 2013–2020. מאיור 2. א. עולה כי ערכי האינדיקטור בשנים אלו נעים בין 1.1 ל-2.3¹⁶.

נתוני האינדיקטור על דפוסי פעילותם של המשתתפים במערכת מראים כי המשתתפים אינם נוהגים להשוות תשלומים לתקבולים, ובכך למחזר תנועות תשלום ביניהם. מספר גורמים יכולים להשפיע על תוצאות מיחזור הנזילות במערכת תשלומים מסוג RTGS:

- האופן שבו המשתתפים מנהלים את הנזילות התוך-יומית שלהם.
- מנגנונים טכנולוגיים שתפקידם לייעל את ניהול הנזילות של המשתתפים במערכת.

¹² הניתוח המופיע בחלק זה מבוסס על שיטות שיושמו במקורות הבאים:

"Liquidity usage in TARGET2", Loana Duca-Radu and Sara Testi, ECB Economic Bulletin, European Central Bank, 03/2021, - available free of charge on the ECB's website, Copyright © for the entire content of the ECB's website: European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany.

"Bank behaviour and risks in CHAPS following the collapse of Lehman Brothers", Evangelos Benos, Rodney Garratt and Peter-Zimmerman, Working Paper series No.451, Bank Of England, June 2012, Contains public sector information licensed under the Open Government Licence v3.0, Open Government Licence (nationalarchives.gov.uk)

¹³ למשתתף במערכת מספר מקורות למימון תנועות תשלום:

א. תנועות תשלום המתקבלות משאר המשתתפים (תקבולים).
ב. שימוש בנזילות השייכת לחשבון הסליקה של המשתתף במערכת זה"ב.
ג. אשראי תוך-יומי (אינו כלול בניתוח זה).

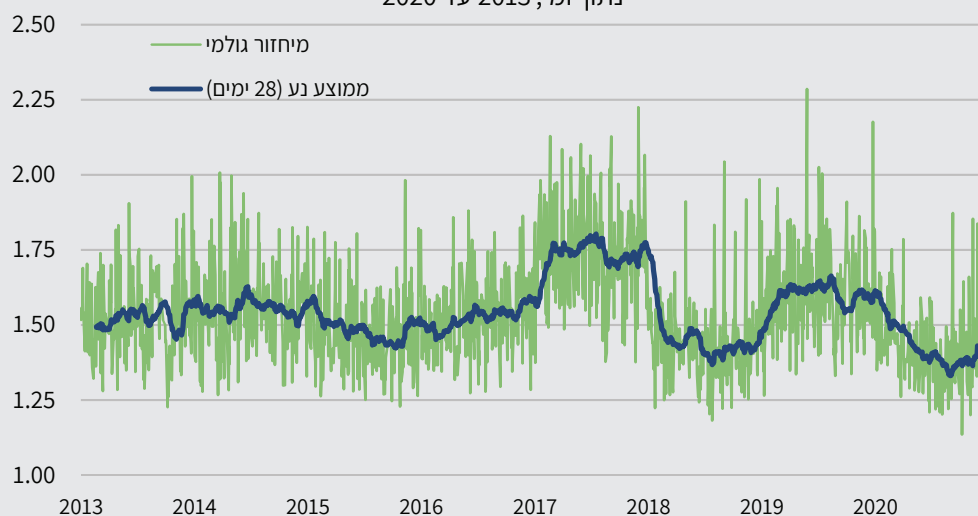
¹⁴ במערכת Fedwire הפועלת בארצות הברית זיהו חוקרים בשנת 2000 ריכוז גבוה של תשלומים בשעות המאוחרות בהן המערכת פעילה. החוקרים הסבירו זאת כתיאום בין תשלומים לתקבולים ("coordination game") בין משתתפי המערכת במטרה למזער את עלות מימון ביצוע התחייבויותיהם. במהלך אירועי 11 בספטמבר 2001 נשבר התיאום בין המשתתפים ומחסור נזילות נרחב התפתח בקרב המשתתפים שפעלו באותה העת במערכת.

¹⁵
$$Turnover_s = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^{44} \text{תשלומים}_{i,s,t}}{\sum_{i=1}^N \max \{ \max_t [\sum_{t=1}^T (\text{תקבולים}_{i,s,t} - \text{תשלומים}_{i,s,t})], 0 \}}$$

כאשר: s הוא יום העסקים, i משתתף, t טווח זמנים (15 דקות).

¹⁶ האינדיקטור מציין את מספר הפעמים הממוצע שכל יחידת נזילות שימשה את המשתתפים לביצוע תשלומים במהלך יום עסקים במערכת. לדוגמה: תוצאת אינדיקטור 2 - כל יחידת נזילות שימשה את המשתתפים לביצוע תשלומים פעמיים ביום בממוצע.

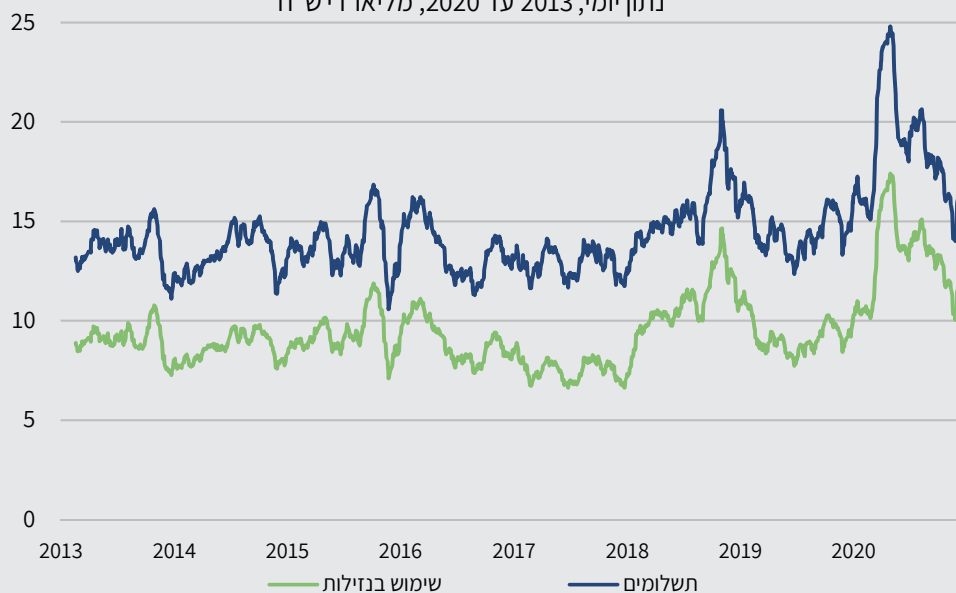
איור 2.א
מיחזור תנועות יזומות במערכת זה"ב,
נתון יומי, 2013 עד 2020



האינדיקטור מציין את מספר הפעמים הממוצע שכל יחידת נזילות שימשה את המשתתפים לביצוע תשלומים במהלך יום עסקים במערכת. לדוגמה: תוצאת אינדיקטור 2 - כל יחידת נזילות שימשה את המשתתפים לביצוע תשלומים פעמיים ביום בממוצע.

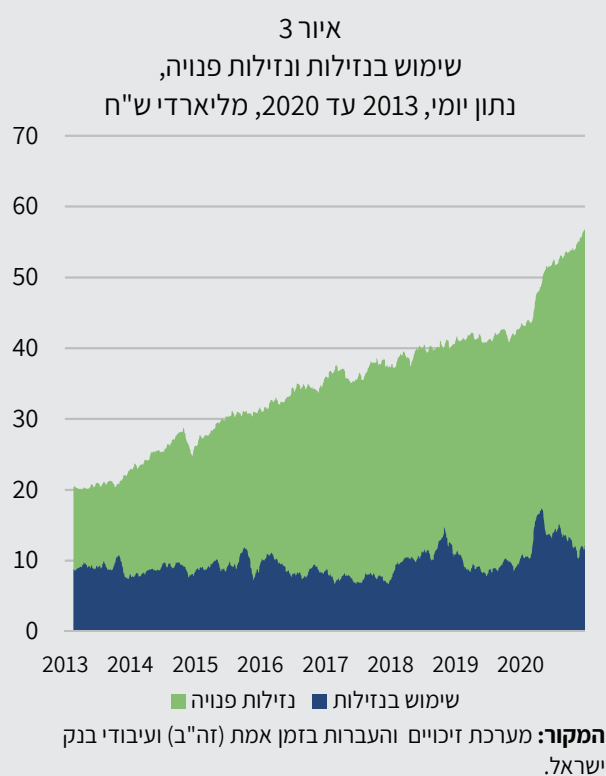
המקור: מערכת זיכויים והעברות בזמן אמת (זה"ב) ועיבודי בנק ישראל.

איור 2.ב
תשלומים ושימוש בנזילות,
נתון יומי, 2013 עד 2020, מיליארדי ש"ח



המקור: מערכת זיכויים והעברות בזמן אמת (זה"ב) ועיבודי בנק ישראל.

- גובה יתרות הנזילות בחשבונות הסליקה של המשתתפים (הנזילות הפנויה).



איור 3 מציג את השימוש בנזילות ואת הנזילות הפנויה¹⁷ במערכת זה"ב משנת 2013 עד סוף שנת 2020. מהאיור ניתן ללמוד כי השימוש המרבי של משתתפי המערכת בנזילות לצורך סליקת תנועות יזומות ביום עסקים נמוך במידה ניכרת מהנזילות הפנויה שעומדת לרשותם לצורך ביצוע תשלומים. תוצאות האינדיקטור עולות בקנה אחד עם ההנחה שרמת השימוש בנזילות תלויה בניהול הנזילות התוך-יומית של כל משתתף – דהיינו המידה שבה המשתתף משווה בין תקבולים לתשלומים. ככל שהנזילות הפנויה של המשתתף במערכת גבוהה יותר, הצורך של המשתתף להשוות תשלומים לתקבולים קטן. מצב זה אף עשוי לעודד את המשתתפים להקדים את הסליקה של תנועות התשלום, ובכך לתרום לעמידותה של המערכת נגד השפעות כשל.

¹⁷ יתרות הנזילות בסוף יום העסקים. ללא רכיבי האשראי התוך-יומי.

תיבה 3

הסיכונים הטמונים בהשקעות הפסיביות

- בתיבה זו נסקור את שוק קרנות הנאמנות, ונתמקד בבחינת ההשפעה של העלייה בשיעור ההשקעות הפסיביות על שוק המניות הישראלי על רקע משבר הקורונה.
- בשנים האחרונות גדל משמעותית נתח ההשקעות הפסיביות בקרנות הנאמנות. מגמה זו התעצמה בזמן משבר הקורונה, בעיקר עקב פדיונות גדולים בקרנות האקטיביות. ספרות ענפה מתעדת את ההשפעה השלילית של גידול ההשקעות מסוג זה: עלייה בתנודתיות המשותפת של תשואות המניות, המפחיתה את היכולת לפזר סיכונים, ובכך מעלה את הסיכון המערכתי בשוק.
- בבחינה של השוק הישראלי לא נמצאו עדויות להתממשות הסיכון המתואר בספרות, ובפרט להתגברות התנודתיות המשותפת והתכנסות הבטאות של המניות. לפיכך אנו סבורים כי ההשקעות הפסיביות לא הגבירו את שברירותו של השוק במהלך משבר הקורונה.

בשנים האחרונות גוברת הפופולריות של השקעות מחקות מדד (השקעות פסיביות), הנחשבות להשקעות זולות ויעילות מנקודת המבט של המשקיע. עם זאת, ככל שהשקעות אלו מתגברות, ומשקלן בסך ההשקעות גדל, עולה החשש שהן יגבירו את התנודתיות המשותפת של נכסי המדד, ובכך יקטינו את האפשרות לפיזור סיכונים ויעלו את הסיכון הסיסטמי (שאינו ניתן לפיזור). קרנות הנאמנות הן מכשיר השקעה עיקרי למשקיעים המעוניינים לחקות מדדי שוק באופן פסיבי. תיבה זו תסקור את השקעות משקי הבית באמצעות קרנות הנאמנות המחקות (פסיביות) והמנוהלות (אקטיביות), את הסיכונים הכרוכים בהן ואת ההבדלים ביניהן, כפי שנצפו בשנתיים האחרונות, ובפרט במהלך משבר הקורונה.

בסוף 2018 נערכה רפורמה בשוק המכשירים מחקי המדדים: הופסק השימוש בתעודות סל (ETN), אשר היו למעשה התחייבויות של המנפיק לשלם תשואה הצמודה למדד שהתעודה מחקה, ובמקומן נפתחו קרנות סל (ETF), שהן קרנות נאמנות סגורות¹, המחזיקות בנכסי הבסיס ומתחייבות להניב למשקיעים תשואה דומה ככל הניתן לזו של המדד שהן מחקות. נוסף עליהן ישנן קרנות פתוחות המחקות מדדים (קרנות מחקות). אלה, שלא כמו הקרנות הסגורות, אינן נסחרות באופן רציף, אלא אחת ליום לפי שווי ההחזקות שלהן, והפעולות בנכסי הבסיס שהן מחזיקות נגזרות מהמסחר בקרנות, בדומה לקרנות אקטיביות. הקרנות הסגורות, שנסחרות כאמור באופן רציף, לא מייצרות בהכרח פעולות בנכס הבסיס, משום שבמקרים בהם יחידת קרן נסחרת בין שני משקיעים באופן ישיר, מנהל הקרן לא צריך לרכוש/לממש את נכסי הבסיס לצורך יצירה או פדיון. תיבה זו תתבסס על נתוני הבורסה לניירות ערך החל מתום הרפורמה, כלומר מחודש ינואר 2019 ועד סוף אפריל 2021.

הצמיחה בהשקעות הפסיביות מחקות המדדים מתועדת היטב בספרות. Sullivan & Xiong (2012) טוענים שהעלייה בהשקעות הפסיביות מביאה לגידול התנודתיות המשותפת של מחירי המניות בארה"ב, ומראים מתאם בין צמיחת ההשקעות הפסיביות להתכנסות של תשואות נכסי הבסיס. זהו אפקט שלילי של ההשקעה הפסיבית – העלאת הסיכון הסיסטמי והקטנת היתרון של פיזור ההשקעות.

Wurgler (2010) מוצא שהשקעה במדדים מעוותת את המחירים, ובפרט גורמת לתמחור חסר של הסיכון. לטענתו מדדי מניות רחבים ופופולריים לא רק מספקים מידע על פעולת השוק, אלא גם מחוללים השפעה כלכלית על אותו השוק שהמדדים אמורים לייצג. כך, למשל, סביב אירוע של הכללת מניה חדשה במדד S&P500, מחירה עולה בממוצע בכ-9%, אף על פי שלא השתנה שום דבר מהותי-כלכלי, ואין מידע חדש לגביה מלבד הכללתה במדד. עלייה זו גדולה משמעותית

¹ קרן פתוחה מציעה לציבור יחידות על פי תשקיף שפרסמה, חוץ מאשר בעת סגירה זמנית. קרן סגורה מציעה מספר מוגבל של יחידות, ומחיר יחידת השתתפות נקבע על פי הביקוש וההיצע לקרן.

מהעלייה שניתנת להסבר בשיפור הנזילות של אותה המניה, כפי שהוא נמדד על ידי המחזור היומי ומרווחי הציטוט; לגבי מניות שנגרעו מהמדד האפקט השלילי אפילו גדול עוד יותר. כמו כן מוצא Wurgler שהכללתה של מניה במדד גורמת לעלייה בתנודתיות המשותפת של התשואות בינה לבין שאר המניות הכלולות במדד. (Greenwood and Sosner (2007) מוצאים אפקט דומה גם במדד היפני (Bhattacharya and Glavin (2011) Nikkei 225 מראים שגידול ההשקעות הפסיביות הוא תופעה עולמית, התופסת תאוצה גם בשווקים המתפתחים.

(Claessens and Yafeh (2013) בחנו את ההשפעה של כניסת מניה חדשה למדד רחב ב-40 מדינות שונות, ומצאו שאירוע זה מעלה את התנודתיות המשותפת של תשואות אותה המניה עם תשואות המדד.

בסקירה של ה-BIS טוענים (Turner and Sushko, 2018) כי הואיל וחלקן של ההשקעות הפסיביות בשווקים הפיננסיים (על פי הערכות של בלומברג משנת 2019 כ-18% משוק המניות האמריקאי וכ-6.4% משוק המניות העולמי) עדיין קטן ביחס להשקעות האקטיביות, ההשפעות השליליות של ההשקעות מחקות המדד עדיין לא גדולות, אולם הן צפויות לגדול ככל שהשקעות אלו יגדלו. הכותבים מזכירים מעלייה במתאם בין התשואות של מניות הכלולות באותו מדד, שתגדיל את הסיכון המערכתי של השוק ותקטין את המידה שבה מידע על חברה ספציפית ישפיע על מחירה – מצב שמשמעותו עיוות בתמחור הנכסים הפיננסיים.

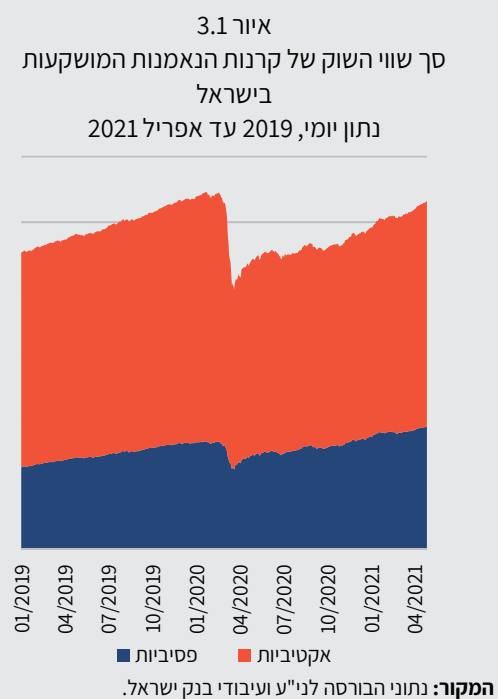
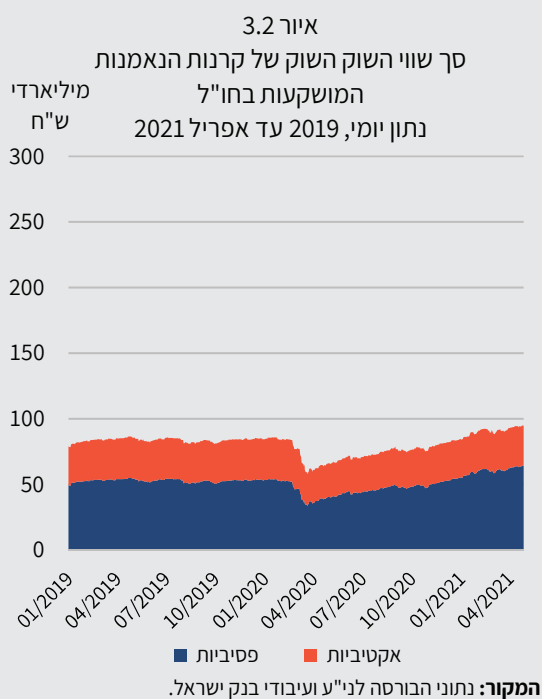
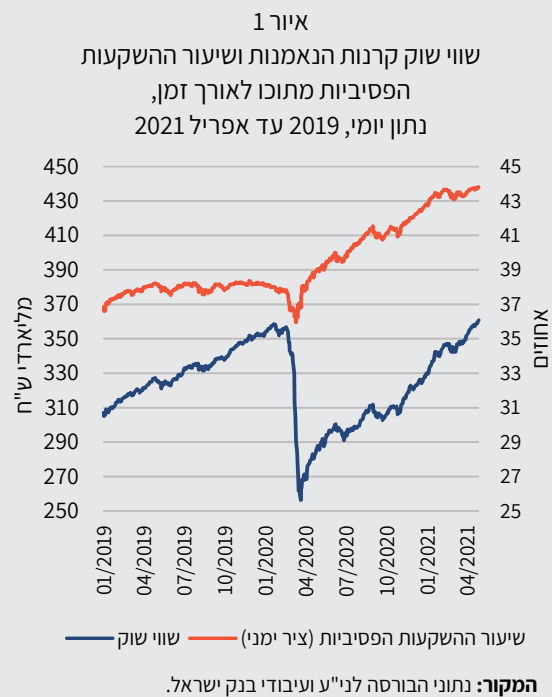
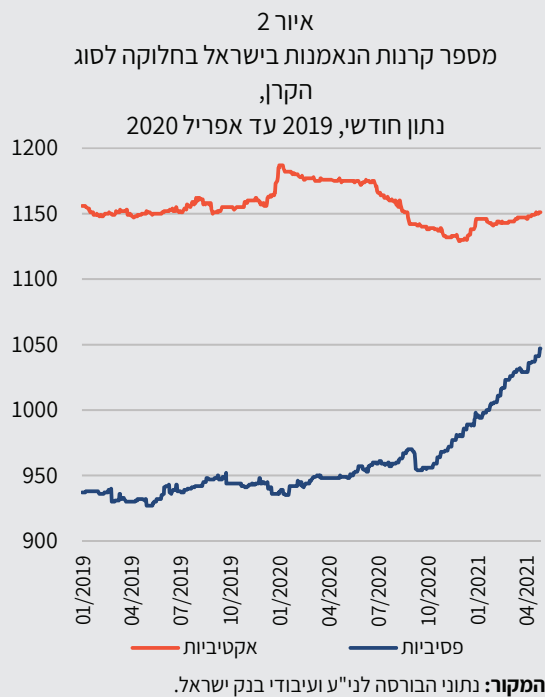
לשם המחשת הסיכון התיאורטי ערכנו סימולציה של שני תיקים המפוזרים באופן שווה על פני 200 מניות. בתיק הראשון התנודתיות המשותפת של כל אחת מהמניות עם תיק השוק (בטא לפי מודל ה-CAPM) נדגמה מהתפלגויות שונות, כך שהממוצע של כלל הבטאות בתיק הוא 1. בתיק השני הבטא של כל אחת ואחת מהמניות שווה לאחת – מצב קיצוני, המשקף חוסר יכולת לפזר סיכונים בשל תנודתיות משותפת מלאה. במסגרת הסימולציה מוזן שוק אקסוגני בצורת ירידה של 10% במחיר אחת המניות. בתיק שבו כל הבטאות שוות לאחת כל מניה ירדה באופן זהה כך שתשואת התיק גם היא שווה 10%-. לעומת זאת תשואת התיק בשוק הלא מתואם אמנם השתנתה באופן מקרי בכל איטרציה, אך היקף השינוי קטן ביחס לתיק השני, וברוב המוחלט של המקרים מתרכז בתחום של [2%, -2%]².

כפי שעולה מאיור 1, הקרנות הפסיביות מהוות חלק משמעותי משוק קרנות הנאמנות, וחלקן עולה במהירות – מכ-36% מסך שווי הקרנות בתחילת 2019, לכ-44%. מגמה זו אינה ייחודית לישראל ונצפית בכל העולם. בארה"ב הקרנות הפסיביות מהוות כמחצית מסך שווי השוק של קרנות הנאמנות. בשנה האחרונה אנו עדים למגמה של פתיחת קרנות פסיביות חדשות רבות בישראל (הן המחקות מדדים ישראליים והן המחקות מדדי חו"ל), כפי שעולה מאיור 2.

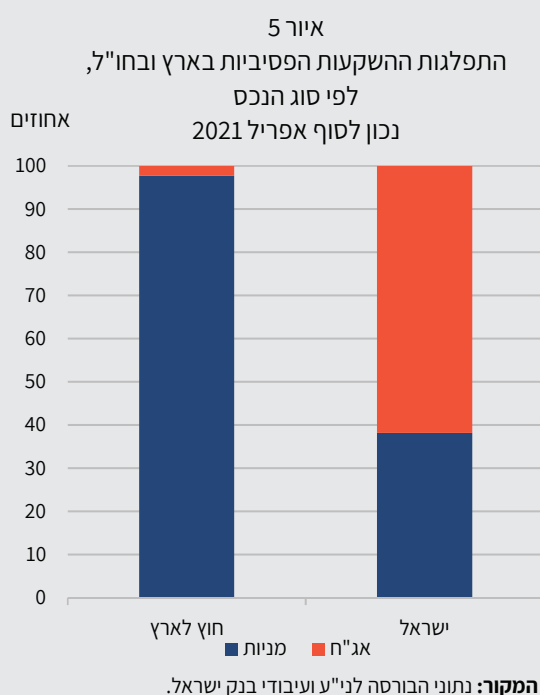
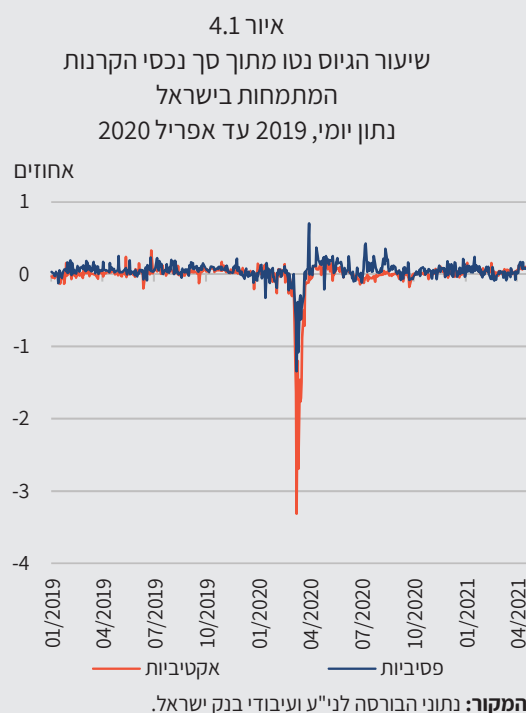
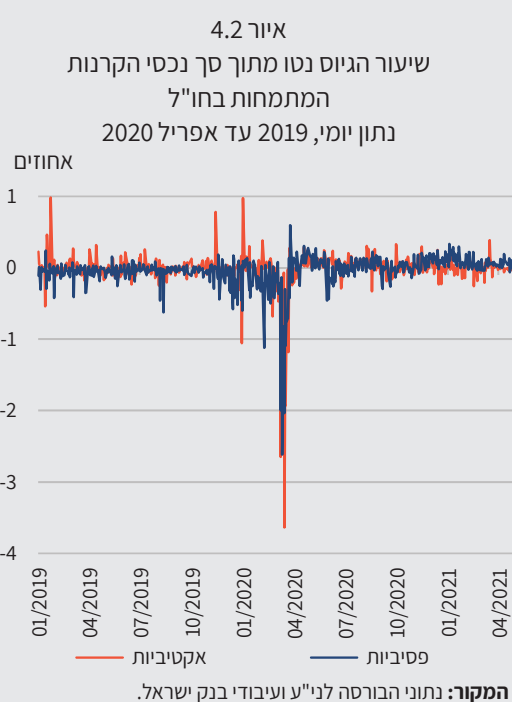
עם זאת, כאשר מבחינים בין קרנות המשקיעות בישראל לקרנות המשקיעות בחו"ל, עולה תמונה שונה: רוב ההשקעה בחו"ל באמצעות קרנות נאמנות היא בקרנות פסיביות, ובקרנות המשקיעות בישראל רוב ההשקעה היא בקרנות אקטיביות (איור 3). תופעה זו עשויה להיות מוסברת בחלקה באמונה של המשקיעים ביתרון היחסי של מנהלי הקרנות בבחירת השקעות מקומיות.

אנו מוצאים כי גידול ההשקעות הפסיביות בקרנות המשקיעות בישראל היה בתקופה הנבדקת מהיר בהרבה מגידולן של השקעות אלו בקרנות המשקיעות בחו"ל: בעוד ששווי הקרנות האקטיביות כמעט לא השתנה, שווי הקרנות הפסיביות המשקיעות בחו"ל עלה ב-28%, ושל אלה המשקיעות בישראל – ב-49%. יש לזכור ששווי השוק של הקרנות מושפע הן מהגיוסים והפדיונות של הקרנות, הן מתשואות נכסי הבסיס שהן מחזיקות והן משינויים בשערי החליפין (בקרנות שאינן מגודרות מט"ח), במקרה של קרנות המשקיעות בחו"ל. אולם בחינה של הגיוסים והפדיונות בקרנות אלו מעלה מסקנה דומה: ישנו גידול מתמיד של היקף כספים המוזרמים לקרנות המחקות, הן מדדים בישראל והן מדדים בחו"ל.

² ערכנו מספר סימולציות דומות, תחת הנחות שונות לגבי התפלגות הבטאות.



כפי שעולה מאיור 4, המשקיעים בקרנות האקטיביות פדו, בשיא משבר הקורונה, יותר כספים מאשר המשקיעים בקרנות הפסיביות, ונטו יותר לנסות לתזמן את השוק. כמו כן מתברר שעיקר הגיוסים (ביחס לגודל) בתקופה שלאחר שיא המשבר הוא בקרנות הפסיביות. ממצא זה תקף גם עבור קרנות המשקיעות בישראל וגם עבור קרנות המשקיעות בחו"ל, ועשוי להעיד על אופי ההשקעה הפסיבית עצמה, שבהגדרה אינה מנסה "להכות את השוק" אלא להשיג את תשואת "תיק השוק". כאשר בוחנים את התנודתיות של הגיוסים והפדיונות בקרנות הנאמנות המשקיעות בישראל לאורך התקופה רואים שסטיית התקן בקרנות האקטיביות גדולה כמעט פי שניים מאשר בקרנות הפסיביות: 25% לעומת 13%.

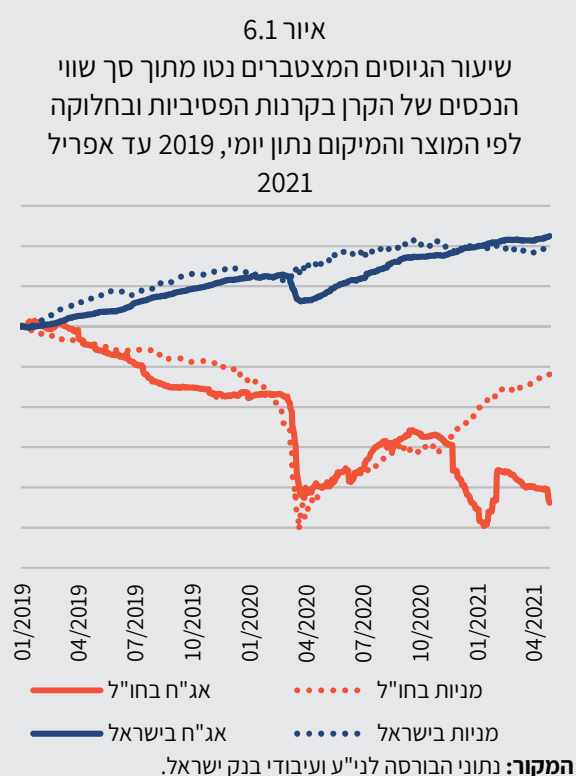
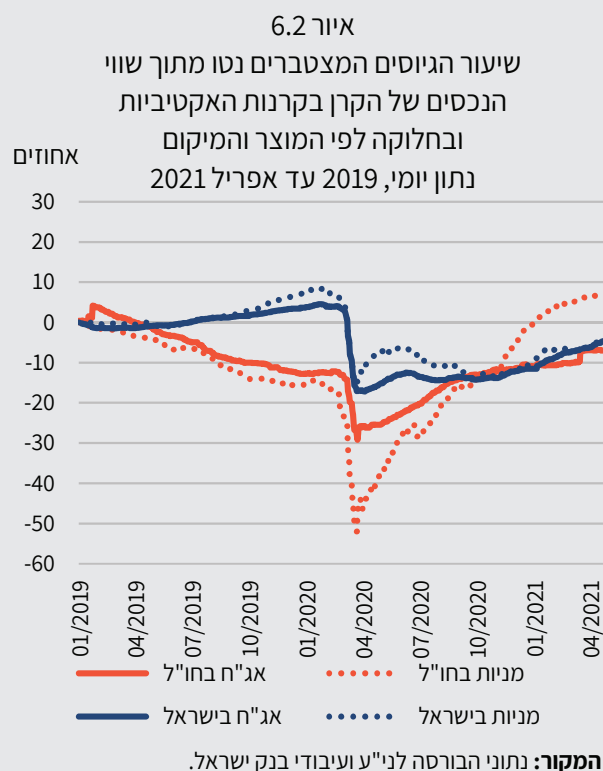


בפילוח ההשקעות בקרנות הסגורות (קרנות הסל), ניתן לראות הבדל בהקצאת הנכסים של המשקיעים בין הקרנות המשקיעות בארץ לאלה המשקיעות בחו"ל: בעוד שבקרנות חו"ל הרוב המוחלט של הכסף (כ-97%) מושקע במניות, בארץ החלוקה היא 50% במניות ו-50% באג"ח. כאשר בוחנים את כלל ההשקעות הפסיביות, הן בקרנות הפתוחות והן בקרנות הסגורות, מתקבלת תמונה דומה בחו"ל (איור 5), אך תמונה מעט שונה בארץ: כאן רוב ההשקעות הן בשוק האג"ח, בעיקר באמצעות הקרנות הפתוחות.

כאשר בוחנים את הגיוסים והפדיונות בקרנות הנאמנות³ (איור 6) ניתן לראות שעיקר התנודתיות בתקופת המשבר הייתה בקרנות המתמחות באג"ח בישראל, כפי שתואר בהרחבה בדוחות היציבות לשנת 2020. בולטת העובדה שבתקופה הנבדקת סך הגיוסים בישראל חיובי, הן באג"ח והן במניות, ואילו בקרנות חו"ל הפדיונות המצטברים עדיין גדולים מהגיוסים המצטברים. במהלך המחצית הראשונה

³ ניתוח זה מתייחס אך ורק לקרנות המתמחות במניות או באג"ח, ומשמיט קרנות מעורבות כגון 10-90 או 20-80, הנפוצות בעיקר בקרנות אקטיביות.

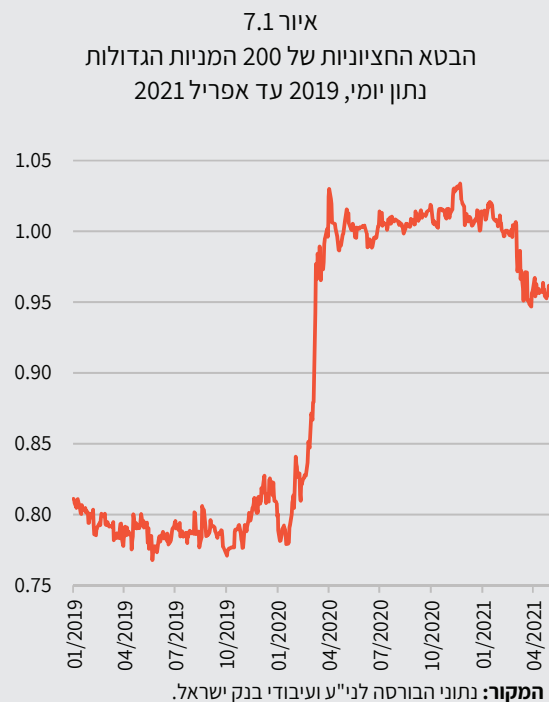
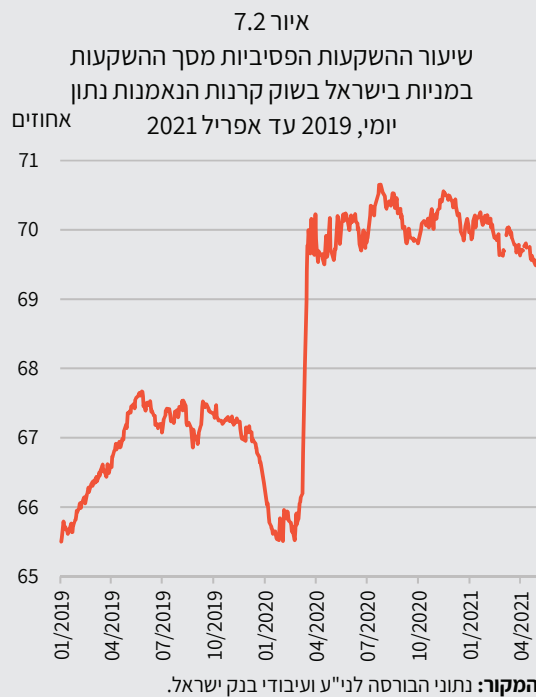
של השנה ניתן לראות גידול משמעותי של הגיוסים נטו המצטברים בשני אפיקים: אג"ח בישראל ומניות בחו"ל – אפיק שבו ההשקעה הפסיבית, כאמור, דומיננטית. גם כאן ניכר בגיוסים והפדיונות הבדל גדול בין הקרנות המחקות לקרנות המנוהלות: הרוב המוחלט של הפדיונות בקרנות האג"ח הישראליות הוא בקרנות האקטיביות. הגיוסים והפדיונות במניות חו"ל נובעים כמעט כולם מהקרנות הפסיביות. במניות בישראל הגיוסים נטו בתקופה הנבדקת שליליים בקרנות האקטיביות וחיוביים בקרנות הפסיביות.



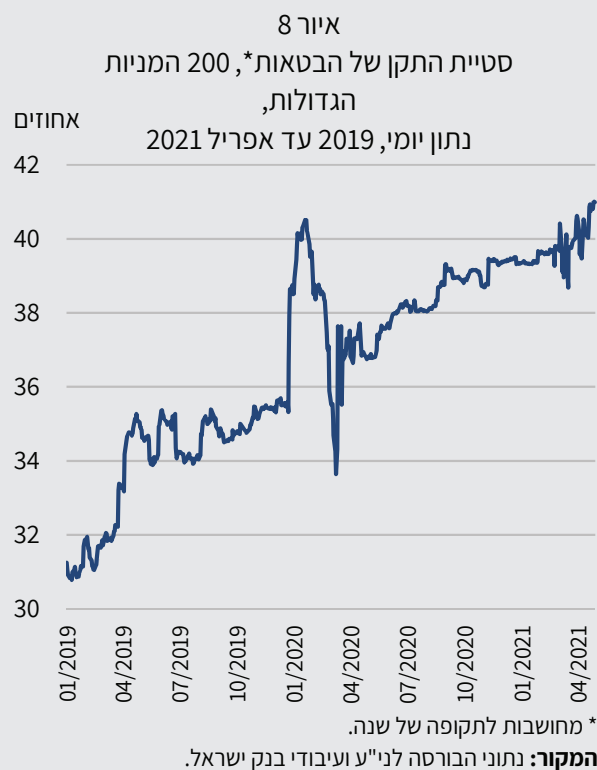
במבט על שוק המניות הישראלי ניתן לראות כי שיעור ההשקעות הפסיביות עלה במהלך משבר הקורונה, בעיקר כתוצאה מהפדיונות המשמעותיים בקרנות האקטיביות. איור 7 מציג את העלייה בתנודתיות המשותפת של תשואות המניות עם תשואות תיק השוק, על רקע העלייה בשיעור ההשקעות הפסיביות: הבטאות של המניות מתקרבות ל-1, כפי שחזזה הספרות. בימי העלייה בבטאות גם פחתה השונות בין המניות (התכנסות), כפי שניתן לראות באיור 8. הקשר בין העלייה של שיעור ההשקעות הפסיביות לבין עליית הבטאות נמצא מובהק סטטיסטית ברמה של 1% הן ברגרסיה ליניארית והן במבחן סיבתי גרינג'ר⁴ (בכיוון זה בלבד), הבודק אם המשתנה הראשון קדם למשתנה השני.

ניתן למדוד את התנודתיות המשותפת באמצעות סטיית התקן של בטאות המניות: ככל שהתנודתיות המשותפת גדלה, סטיית התקן קטנה. לנוכח העלייה בהשקעות הפסיביות היה ניתן לצפות להתכנסות של הבטאות לאחת, שתתבטא בירידה של סטיית התקן לאורך זמן, אולם בניגוד למתואר בספרות, ואף שהבטאות החציונית והממוצעת מתקרבות לאחת, כמתואר באיור 7, אנו לא מוצאים עדות להתכנסות. איור 8 מראה שהתנודתיות המשותפת יורדת עם הזמן.

⁴ מבחן גרינג'ר הוא מבחן סטטיסטי הבודק את כוחה של סדרה עתית אחת לגרור סדרה עתית אחרת. תנאי הכרחי כדי שגורם אחד יגרור את השני הוא שהוא יתרחש לפניו – השערה שנבדקת באמצעות מבחן זה.



הבטא מחושבת על-פי מודל ה-CAPM כיחס בין השונות המשותפת בין תשואות המניה והמדד לתשואת המדד (ת"א 125) לתקופה של שנה. באיור מופיעה הבטא החציונית המחושבת על 200 המניות הגדולות ביותר נכון ל-01/01/2019.



לסיכום, אנו מוצאים עלייה של ההשקעות הפסיביות באמצעות קרנות הנאמנות בכל פלחי ההשקעה שבדקנו – מניות ואג"ח, בארץ ובחו"ל. שיעורן של ההשקעות בישראל מסך ההשקעות הפסיביות בקרנות הנאמנות עלה בהתמדה במתינות, והוא עומד על כ-60%. נוסף על קרנות הנאמנות, גם בגופים המוסדיים נפתחים מסלולים מחקי מדד חדשים רבים, כך שהיום ניתן להשקיע את כספי חסכונות הגמל והפנסיה במסלולים פסיביים. לא מצאנו עדויות להתממשות סיכון זה בתקופה הנסקרת, משום שלא נמצא שהתנודתיות המשותפת של תשואות המניות בין לבין עצמן עולה. עם זאת, ככל שהיקף ההשקעות הללו ימשיך לעלות, עלול להתגבר הסיכון המתואר בספרות לחוסר יציבות של השוק במקרה של זעזוע, בגלל תנודתיות משותפת ותמחור שאינו נובע מגורמי היסוד של נכסי הבסיס המוחזקים בידי קרנות אלו.

ביבליוגרפיה:

Sullivan, Rodney N. and James X. Xiong (2012). "How Index Trading Increases Market Vulnerability", *Financial Analysts Journal*, 68:2, 70–84, DOI: 10.2469/faj.v68.n2.7

Wurgler, Jeffery (2010). Working Paper 16376 <http://www.nber.org/papers/w16376>

Greenwood, Robin M. and Nathan Sosner (2007). "Trading Patterns and Excess Comovement of Stock Returns", *Financial Analysts Journal*, 63:5, 69–81, DOI: 10.2469/faj.v63.n5.4841

Bhattacharya, U. and N. Galpin (2011). "The Global Rise of the Value-Weighted Portfolio", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(3), 737–756. doi:10.1017/S0022109011000044

Claessens, Stijn and Yishay Yafeh (2013). "Comovement of Newly Added Stocks with National Market Indices: Evidence from Around the World", *Review of Finance*, 17, Issue 1(January), 203–227, <https://doi.org/10.1093/rof/rfs001>

<https://doi.org/10.17016/FEDS.2018.060>.

Sushko, Vladyslav and Turner Grant (2018). "The Implications of Passive Investing for Securities Markets", (March) 11 *BIS Quarterly Review*, (March).

