



בנק ישראל

דוח היציבות הפיננסית

המחצית השנייה של 2020

ירושלים, טבת התשפ"א • דצמבר 2020



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	
1.1 מבנה הדוח ומטרתו.....5	
1.2 האתגרים בצל משבר הקורונה.....5	
1.3 עיקרי הממצאים.....6	
1.4 תיבות הדוח.....9	
2. ערוצי החשיפה – הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית (המוניטור).....10	
2.1 הפעילות הכלכלית.....10	
2.1.1 הסביבה המקומית.....10	
2.1.2 הסביבה העולמית.....12	
2.2 שוק הנכסים.....15	
2.2.1 נכסים פיננסיים.....15	
2.2.2 נדל"ן.....21	
2.3 האשראי – היקפו ורמת הסיכון.....23	
2.3.1 מגזר העסקי.....24	
2.3.2 משקי הבית.....33	
3. עמידות המוסדות הפיננסיים.....39	
3.1 המערכת הבנקאית.....39	
3.2 חברות הביטוח.....43	
3.3 עמידות חברות האשראי החוץ-בנקאי על רקע משבר הקורונה.....46	
4. תרחישי סיכון לצל מגפת הקורונה.....48	
4.1 הטלת מגבלות על רקע הימשכות המגפה מעבר לחודשי החורף וההשפעה על יכולת החזרי החוב.....48	
4.2 תיקון חד בשוק המניות על רקע הפערים הגדולים שמסתמנים בין הכלכלה הריאלית לשווקי ההון.....49	

תיבה 1: גורמי הסיכון הפיסקליים המתומחרים באג"ח הממשלתי ודירוג האשראי של

ישראל על רקע משבר הקורונה.....51	
תיבה 2: ירידת השווי בחברות הנדל"ן המניב על רקע משבר הקורונה.....60	
תיבה 3: חשיפת המשקיעים המוסדיים לחוזים עתידיים על מדדי מניות חו"ל.....65	
תיבה 4: השפעת משבר הקורונה על חברות ביטוח האשראי.....71	

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 ואת ההסתברות להתרחשותם. 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.

השתתפו בכתיבה: שטיין רועי, קדמי איתי, פרסמן נטליה, כהן עודד, זילברשטיין אסף, בן-זאב נעם, גראם רוזן מיטל, קמל טלי, דננברג חנוך, וכלכלני היחידה הכלכלית בפיקוח על הבנקים.

דוח היציבות הפיננסית

למחצית השנייה של 2020

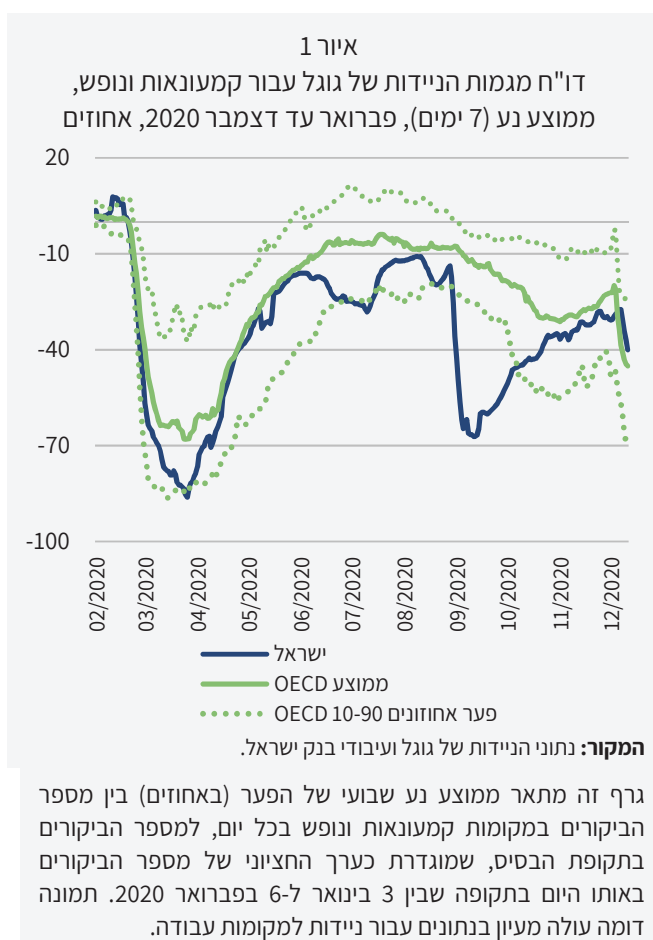
1. מבוא ועיקרי הדברים

1.1 מבנה הדוח ומטרותיו

דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של השנה מעריך את יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית על פי ניתוח של הסביבה שבה המערכת פועלת – המצב המקרו-כלכלי, שוקי הנכסים, האשראי למשקי הבית ולמגזר העסקי – וניתוח עמידותם של המוסדות הפיננסיים. כך הדוח 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, ולפיהם מגבשים את הערכותינו לסיכונים הניצבים בפני המשק. כן מוצגים בדוח תרחישי סיכון הנובעים מחשיפותיו הפיננסיות של המשק, אשר מאיימים על המשך הפעילות הכלכלית בו.

1.2 האתגרים בצל משבר הקורונה

המשבר הנוכחי החל במהלך הרביע הראשון של השנה, ובעטיו ישראל, כמו מדינות אחרות, השביתה באופן נרחב את המשק, צעד שפגע מהותית בפעילות הכלכלית במרבית ענפיו. המשבר מציב בפני קובעי המדיניות אתגרים שלא היו כמותם בעבר. רמת התחלואה הגבוהה הביאה להטלת מגבלות חסרות תקדים על האוכלוסייה כדי לצמצם את התחלואה. השבתה מורחבת של המשק, כתגובה על גלי התחלואה שהתחוללו עד כה גרמה נזקים כלכליים, אישיים וחברתיים. כמו מדינות רבות אחרות לא הצליחה מדינת ישראל לשמור על שיעורי תחלואה נמוכים לאורך זמן לאחר היציאה מהסגר. ישראל היא המדינה הראשונה מבין מדינות ה-OECD שהחליטה על השבתה נרחבת פעם שלישית, אף כי שיעורי התחלואה במדינות רבות עולים, וחלקן החלו לקרוא סוף השנה להשבתה בפעם השנייה חלקים מהפעילות (איור 1). ככל שהמשבר מתארך וככל שהמדינה מתקשה לשמור על רמות תחלואה נמוכות מחריפה הפגיעה בפעילות הכלכלית. הגידול המשמעותי של גירעון הממשלה, ובעקבותיו גידול החוב הממשלתי, הם אמנם צו השעה לצורך תמיכה בנפגעי המשבר הכלכלי, אך יכבידו על פעילות הממשלה בשנים הבאות, בהגדילים את הנטל הצפוי של תשלומי הריבית. לאור זאת, התמיכה הרחבה במגזר העסקי ובמשקי הבית עלולה להצטמצם, ובכך גלום חשש גם להתגלגלות המשבר הבריאותי אל המערכת הפיננסית. עם זאת, אישור החיסונים של חברות תרופות שונות על



ידי ה-FDA לקראת סוף התקופה הנסקרת והתחלת התחסנות האוכלוסייה מגדילים באופן משמעותי את ההסתברות לסיומו של המשבר הבריאותי במהלך המחצית הראשונה של 2021.

1.3 עיקרי הממצאים

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 הנסקרת.

- העולם מתמודד עם משבר בריאותי תוך הפעלת מדיניות פסקלית ומוניטרית חסרת תקדים בהיקפה ובזמן תגובה מהיר, שסייעו לשמור על זרימת האשראי למשק, ובכך מנעו השפעה שלילית חוזרת על הפעילות. גידול הוצאות הממשלה – בעיקר בתחום הבריאות ובמסגרת ההחלטות למתן פיצויים לעסקים ולעובדים – לצד ירידה משמעותית במסים הביאה מדינות רבות לגירעונות, ובגללם לגידול ניכר של החוב. בתיבה 1 אנו מתארים את ההשפעה של גידול החוב הממשלתי בישראל על עלות החוב דרך גורמי הסיכון הפיסקליים, ובתוך כך – את עליית ההסתברות להפחתת דירוג האשראי, במיוחד על רקע חוסר היציבות הפוליטית והכלכלית.
- המדיניות המוניטרית הפעילה כלים חדשים בהתמודדות עם המשבר, ונוסף על רכישות מט"ח ואג"ח ממשלתיות רכש בנק ישראל, לראשונה, אג"ח קונצרניות (סעיף 2.1). עם הסגר השני הגדיל הבנק את היקף הרכישות של האג"ח הממשלתיות עד לסכום של 85 מיליארד שקלים, שהם כ-14 אחוזים מסך ההון הרשום². כלים אלו ואחרים אפשרו לשוק ההון להתנהל ביציבות מדדי הנכסים הפיננסיים, יחסית לגורמי הסיכון הרבים, ולתמוך בפעילות הכלכלית במשק גם בתנאי אי-וודאות גבוהים.
- בניגוד להשפעה הגדולה של המשבר על היקפי החוב הממשלתי ביחס לתוצר, ההשפעות על סך החוב הפרטי לא היו גדולות, אך הרכבו והסיכון הגלום בו הושפעו מאוד (סעיף 2.3). הריביות על האשראי נשארו נמוכות יחסית בזכות צעדים רבים של קובעי המדיניות, ואלה העיקריים שבהם: קרנות אשראי לעסקים בערבות מדינה; הוראת הפיקוח על הבנקים בדבר הגדלת אפשרות המימון של הלוואות צרכניות בביטחון של דירה ובצעדי הוועדה המוניטרית וביניהן העמדת הלוואות מוניטריות בריבית שלילית של עשירית האחוז כנגד אשראי לעסקים קטנים.
- האפשרות של הבנקים לדחות את תשלומי הלוואות למגזר העסקי ולמשקי הבית בהליך פשוט ומהיר מנעה כניסה להסדרי חוב רבים על רקע שיעורי האבטלה הגבוהים ועצירת הפעילות העסקית בענפים רבים, בפרט בתקופות הסגר. היקף הדחיות עלה במהלך תקופות הסגרים, ויתרת האשראי שבגינן נדחו תשלומים³ הסתכמה בסוף חודש נובמבר ב-51.8 מיליארד שקלים, שהם כ-8.5 אחוז מסך תיק האשראי של משקי הבית, וב-14.3 מיליארד שקל למגזר העסקי, שהם כ-2.9 אחוזים מסך האשראי, עם אחוזים גבוהים יותר בקרב החברות הקטנות ונמוכים יותר בקרב החברות הגדולות⁴. בסוף נובמבר הודיע הפיקוח על הבנקים על גיבוש מתווה נוסף לדחיית תשלומי משכנתאות והלוואות צרכניות, שאומץ על ידי המערכת הבנקאית. המתווה החדש נועד לסייע ללקוחות שנפגעו משמעותית מהשלכות המשבר ושעומדים במספר תנאים מצטברים. מתווה זה מאפשר לסיכוני האשראי הגבוהים להתממש על פני זמן רב יותר, דבר שיכול להאט ואף להקטין את קצב הפסדי האשראי למערכת הבנקאית.
- את השפעת המשבר והמגבלות הממשלתיות ניתן לראות בבירור בשוק הנדל"ן למגורים בישראל, ובמיוחד במספר התחלות הבנייה והעסקאות. התפתחויות אלו פגעו במידה מסוימת בצד הביקוש לדירה בתקופת הסגרים, וכן פגעו בצד ההיצע, מה שיישפיע בטווח הבינוני על המחירים.
- הפגיעה הכלכלית הישירה של המשבר הנוכחי מתרכזת ברובה בחברות הקטנות במשק. אלה פגיעות יותר מן החברות הגדולות, הנהנות מיתר גמישות בניהול ההוצאות ומגישה לשוקי ההון בריביות נמוכות.

¹ הדו"ח מבוסס על נתונים שפורסמו עד לסוף שנת 2020.

² סך ההון הכספי של אג"ח ממשלת ישראל בבורסה לניירות הערך עומד, נכון לאוקטובר 2020, על כ-600 מיליארד שקלים.

³ היתרה שנותרה בסטטוס דחייה.

⁴ הרחבה ופירוט – בסעיף 2.3.

- היקף סגירת העסקים, על פי נתוני רשות המסים, ירד במידה ניכרת בתקופת המשבר, וכן לא ניתן לזהות עלייה של מספר פשיטות הרגל ביחס לתקופה שלפניו. ברם, נתונים אלו עלולים להשתנות לרעה עם צמצום המענקים הממשלתיים, הנשענים על ירידת מחזורי הפעילות ביחס לשנת 2019. שיעור העסקים שמחזור פעילותם ירד ב-80 אחוזים ויותר בחודשים יולי ואוגוסט, שבהם היו אך מעט מגבלות ממשלתיות, נותר גבוה – 12 אחוזים, לעומת 17 אחוזים בחודשי הסגר (מרץ ואפריל).
- עם החברות הגדולות במשק שספגו פגיעה משמעותית בשוויין נמנות חברות הנדל"ן המניב (שמשקלן בסך האשראי למשק מגיע ל-20 אחוזים), החברות הפיננסיות, ובעיקר הבנקים המסחריים. למרות ירידות השווי של החברות בענפים אלו, מרווחי האג"ח של החברות הפועלות בהם לא עלו ביחס לאלה של החברות ממגזרי המשק האחרים. צירוף זה של שינויים במחירי הנכסים הפיננסיים מלמד שהמשבר אמנם פגע ברווחי החברות באותם ענפים, אך השווקים לא שינו מהותית את הערכתם לגבי יציבותן.

הסביבה העולמית

מדינות העולם המשיכו במגמה של הגדלת החובות, במטרה לתמוך במאבק במשבר הבריאותי והכלכלי, לסייע למובטלים, ולאפשר למגזר העסקי המשך העסקה של עובדים. ננקטו פעולות לשם שמירה על התעסוקה ומניעת פשיטות הרגל רבות למרות הפגיעה הכלכלית. הבנקים המרכזיים ברחבי העולם הגבירו את המדיניות המוניטרית המרחיבה, ובפרט – ה-FED וה-ECB עדכנו את ההכוונה העתידית שלהם לציבור: לפי ההכוונה הנוכחית רמת הריבית צפויה להישאר נמוכה עוד זמן רב. ה-FED אף שינה את דרך הגדרתו של יעד האינפלציה, והבהיר כי כעת לא יעלה את הריבית גם אם האינפלציה הצפויה תהיה גבוהה מיעד האינפלציה, וכי מעתה העמידה ביעד נבחנת מול ממוצע האינפלציה בפועל. סביבת הריבית הנמוכה הקלה על ארה"ב ומדינות אירופה את הגדלת ההוצאות הממשלתיות על אף הפגיעה הרחבה בבסיס המס, שנבעה מן הפגיעה בפעילות הכלכלית.

גופים בין-לאומיים רבים עדכנו את תחזיות הצמיחה שלהם, והן מצביעות על התכווצות של הכלכלה העולמית במידה חריגה, היסטורית: תחזית הצמיחה של ה-IMF, כפי שפורסמה באוקטובר, היא להתכווצות עולמית של 4.4 אחוזים, וזאת בליוויי אי וודאות רבה לגביה, על רקע הקשיים לחזות את מגמות התחלואה ואת ההגבלות הממשלתיות שיוטלו במטרה להפחיתה.

עמידות החברות הפיננסיות בישראל

ההפרשות של ספקי האשראי להפסדי האשראי גדלו, ורווחיות חברות הביטוח נפגעה משמעותית במהלך המשבר, אך היכולת של החברות הפיננסיות לספוג הפסדים אלו נגזרת מיחסי הלימות ההון שלהן לפני המשבר. החברות הפיננסיות לא רשמו עד כה הפסדי אשראי משמעותיים, וזאת, בין השאר, בזכות הסיוע הכספי של המדינה ומתן האפשרות לדחות החזרי ההלוואות. צעדים אלו, לצד הפחתת דרישת יחס ההון במערכת הבנקאית, אפשרו למערכת הבנקאית להמשיך להעמיד אשראי ולתמוך בפעילות הכלכלית תוך שמירה על יחסי הון גבוהים מהדרישה הרגולטורית.

עמידות חברות הביטוח נמדדת בעיקר על פי יחס כושר הפירעון החיצוני, שעומד (נכון לדוחות האחרונים שפורסמו בדצמבר 2019) על 103 אחוזים, ללא ההקלות הניתנות על פי הוראת המעבר, גבוהה במקצת מהדרישות הרגולטוריות. זאת חרף הירידה ברווחיות של חברות הביטוח (הרחבה בסעיף 3.2).

חלקם של ספקי האשראי החוץ-בנקאיים בסך האשראי במשק קטן מאוד, ומשום כך הם אינם מסכנים את עמידותה של המערכת הפיננסית, אך הם מגדילים את נגישות האשראי לעסקים קטנים ובינוניים שנפגעו במשבר הנוכחי, ומכאן חשיבותם. יתרת האשראי מגופים אלו ירדה משמעותית וחלה עלייה בשיעור הפסדי האשראי אך עמידותן של חברות האשראי החוץ בנקאיות הנסחרות בבורסה לא נפגעה.

לוח 1

רמת הפגיעות של הערוצים הנבחרים

2020:2		2020:1		2019:2	ערוצי החשיפה/ התקופה
					המקרו
					שוקי הנכסים
					האשראי
					העמידות

* 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).

עוצמה גבוהה מאוד	עוצמה גבוהה	עוצמה בינונית	עוצמה בינונית גבוהה	עוצמה גבוהה	עוצמה נמוכה מאוד
------------------	-------------	---------------	---------------------	-------------	------------------

קובעי המדיניות הכלכלית בעולם מתמודדים בתקופה הנוכחית עם שני אתגרים מרכזיים – הצורך לתמוך בפעילות הכלכלית, הכרוך בהרחבות פסקליות ומוניטריות בהיקפים גדולים במיוחד, וסיכוני יציבות מקרו-פיננסיים, העלולים להתפתח בטווחים הבינוניים והארוך. על כן מטרתו של דוח היציבות הנוכחי היא לעקוב אחר ההשלכות הפוטנציאליות של מדיניות זו על המערכת הפיננסית. במגזר הפרטי – מדיניות זו עלולה לאפשר לחברות שהן כבר מוגדרות כחדלות פירעון להמשיך ולשרוד, ובכך להביא להקצאה לא נכונה של האשראי, אשר מקשה על פעילותן של החברות היעילות. בשוקי ההון – הקלות בתנאים הפיננסיים ורכישות הנכסים הפיננסיים על ידי הבנקים המרכזיים עשויות להמשיך ולתמוך ביתר שאת במחירי הנכסים הפיננסיים, ובכך להגדיל את הסיכון לפגיעה עתידית במערכת הפיננסית דרך תיקון חד של מחירי הנכסים. בבנקים – השימוש בכריות ההון עלול להביא לצמצום כריות ההון הזמינות לבלוימת זעזועים עתידיים. לבסוף חשוב לציין כי הגידול המשמעותי של החוב הממשלתי של מדינות בעולם עלול לצמצם את האפשרות להמשיך הסיוע הממשלתי הנרחב ולהגביל את המדיניות המיטבית בטווח הבינוני.

חשוב להדגיש כי אי-הוודאות לגבי התפתחות נגיף הקורונה והשפעתו על הפעילות הכלכלית עדיין גבוהה, מפני ריבוי האתגרים הניצבים בפני מדינות העולם בדרך לחיסון האוכלוסייה לשם סיום המשבר הבריאותי. מצב זה מחייב אותנו להתייחס, בניתוח יציבותה של המערכת הפיננסית, לשני תרחישים בריאותיים שונים, ובשניהם להניח כי השליטה בשיעור התחלואה נמוכה: סיום המשבר הבריאותי צפוי עם הפצת החיסון למדינות רבות, ובפרט לישראל, כבר בחודשי הקיץ של 2021 – או אם העולם, ובפרט ישראל, ימשיכו במחזורי תחלואה נוספים ובהטלת מגבלות וסגרים נוספים גם במחצית השנייה של 2021.

אם המשבר הבריאותי יסתיים בזכות הפצת החיסונים לכלל האוכלוסייה בחודשי הקיץ של 2021, אזי המקורות העיקריים לסיכוני המערכת הפיננסית הם, לדעתנו, גל פשיטות רגל תוך התפתחות מגבלת אשראי ועליית מרווחי סיכון, דבר שיעיב על הפעילות השוטפת גם של החברות הגדולות.

לעומת זאת, אם המשבר הבריאותי יתמשך גם למחצית השנייה של 2021 ואף מעבר לכך הנזק לפעילות הכלכלית ועמו המשך עליית החוב יעמידו בפני המדיניות הכלכלית אתגרים רבים יותר, שכן יכולת החזרי החובות מצטמצמת ככל שהמינוף עולה. בגיבוש הערכותינו לגבי מכלול הסיכונים שהמשבר הבריאותי מציב בפני המערכת הפיננסית אנו מתייחסים, בדוח זה, לשני התרחישים הבריאותיים. בסעיף 4.1 מתואר הסיכון למערכת הפיננסית בתרחיש המבוסס על הימשכות המשבר הבריאותי

לאורך כל שנת 2021 מעבר לכך תוך חוסר שליטה על שיעורי תחלואה נמוכים. בסעיף 4.2 אנו מסבירים את הפערים הגדולים המסתמנים בין הכלכלה הריאלית לשוקי ההון ובוחנים את מידת הסיכון לתיקון חד בשוק המניות.

1.4 תיבות הדוח

תיבה 1. גורמי הסיכון הפיסקליים המתומחרים באג"ח הממשלתי ודירוג האשראי של ישראל על רקע משבר הקורונה

הגידול של החוב הציבורי ושל הגירעון בגלל משבר הקורונה מעורר את השאלה באיזו מידה הדבר עלול להביא לעלייה בתשואות ולהורדת דירוג האשראי של ישראל, כביטוי לחשש של השווקים מהתגברות הסיכון לחדלות פירעון. הממצא העיקרי העולה מתיבה זו הוא שרמת החוב הציבורי של ישראל ב-2020 והתחזית ל-2021 אינן חריגות בהשוואה למדינות ה-OECD, אך ישראל נמצאת בחלק העליון של התפלגות המדינות מבחינת שיעור הגירעון. חברות הדירוג ציינו בסקירותיהן כי היעדרו של תקציב לשנת 2021, מידת היציבות הפוליטית והצורה בה תתמודד הממשלה לאחר משבר הקורונה עם הגירעון המבני משפיעים על סיכון החוב של מדינת ישראל.

תיבה 2. ירידת השווי בחברות הנדל"ן המניב על רקע משבר הקורונה

מהתיבה עולה כי ירידת שווי המניות משקפת בעיקר תיקון של התמחור בשוק למחירים הפונדמנטליים, ולא ירידת ערכם של הנכסים המניבים בספרים מעבר לשוויים ההוגן הנוכחי. כמו כן אין בשלב זה עלייה משמעותית של מינוף החברות ושל מרווחי התשואות. ממצאים אלו מעידים שהמשקיעים לא צופים פגיעה משמעותית בחברות אלו בטווח הארוך, אך כי ניתן לזהות הבדלים מסוימים בירידת השווי בין חברות הנדל"ן לפי תמהיל הנכסים שלהן (משרדים, מסחר או תעשייה), מה שעשוי להעיד על צפי של המשקיעים לשינוי מבני.

תיבה 3. חשיפת המשקיעים המוסדיים לחוזים עתידיים על מדדי מניות חו"ל

שיעור החשיפה של המוסדיים לחו"ל דרך החוזים העתידיים הוא כ-25 אחוזים מסך החשיפה לחו"ל, לעומת שיעור האפסי של חשיפתם בשנת 2008. חלק ניכר מהכספים המשמשים לניהול הביטחונות לחוזים אלו מושקעים באג"ח ממשלתיות, וכך נוצר קשר חזק מאוד בין שינויים במחירי הנכסים בחו"ל לבין שינויים בהחזקת האג"ח הממשלתיות. ההתפתחויות המהירות שהתרחשו בתחילת המשבר עם הירידות החדות בשווקים הבין-לאומיים השפיעו רבות על שוק המט"ח ועל שוק האג"ח הממשלתיות בישראל, ובנק ישראל פעל כדי לספק את הנזילות בשווקים אלו.

תיבה 4. השפעת משבר הקורונה על חברות ביטוח האשראי

ביטוח אשראי נועד לבטח יצואנים/ספקים מקומיים בעסקאות שבהן הלקוחות אינם משלמים תמורת הסחורה ברגע העברתה. בעקבות משבר הקורונה ועל רקע עליית הסיכון בחברות ביטוח האשראי הקטינו מכסות ואף סגרו באופן גורף כיסויים ביטוחיים בענפים מסוימים, שנפגעו קשות מהמשבר. במטרה לסייע ליצואנים ולספקים בשוק המקומי בהמשך הפעילות העמידה המדינה לחברות הביטוח ערבות של 750 מיליון דולרים, המאפשרת להן להגדיל בחזרה את ביטוחי האשראי. תיבה זו מתארת את הפגיעה בפעילות במשק דרך פעילותן של חברות ביטוח האשראי ומראה את ההשפעה של הסיוע הממשלתי לחברות אלו על פעילות המגזר העסקי.

2. הסביבה שהמערכת הפיננסית פועלת בה

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

2020:2	2020:1	הסביבה המקומית: הפעילות הריאלית, המדיניות המוניטרית, המדיניות הפיסקלית
		הסביבה העולמית

הפעילות הכלכלית המקומית והעולמית משפיעה באופן ישיר על המערכת הפיננסית, במיוחד בתקופת המשבר הנוכחי הפוקד את ישראל. משבר זה, הנובע מהקושי בהמשך הפעילות הכלכלית השוטפת, פוגע יותר מכל המשברים האחרים ישירות בסביבה הכלכלית, והחשש המתגבר בתקופה הנוכחית הוא לזליגת הסיכונים הרבים מהפעילות הכלכלית אל המערכת הפיננסית. בתרחיש הבסיסי המשבר הבריאותי מסתיים במהלך המחצית הראשונה של 2021, אך השליטה בשיעורי התחלואה ממשיכה להיות נמוכה. במצב זה המשבר מפסיק להעמיק, אך היציאה ממנו מציבה בפני קובעי המדיניות אתגרים משמעותיים. מצד אחד, החוב הגבוה שנוצר בתקופה זו והאפשרות כי עלותו תגדל יהוו נטל ההולך ומתגבר על המדיניות הפיסקלית המרחיבה, ומצד שני, הקשיים שהמגזר העסקי מתמודד עמם יגבירו את פשיטות הרגל אם הסיוע הממשלתי יצומצם. האבטלה תישאר גבוהה יחסית, המערכת הפיננסית תפריש כספים נוספים לחובות מסופקים, והיצע האשראי יקטן לצד עליית הריבית. **אנו מעריכים כי סיכון המקור בכללותו נשאר בתקופה הנסקרת גבוה, שכן המשבר הבריאותי ממשיך להעיב על הפעילות הכלכלית, והגידול הניכר של ההוצאות הפיסקליות, המסייעות למגזר העסקי ולמשקי הבית בהתמודדותם עם המגבלות הנלוות למשבר זה, מעלה את גורמי הסיכון הפיסקליים. יחד עם זאת, הדיווחים בדבר הפצתו של החיסון מגדילים את ההסתברות לסיום המשבר הבריאותי כבר בתחילת המחצית השנייה של 2021.**

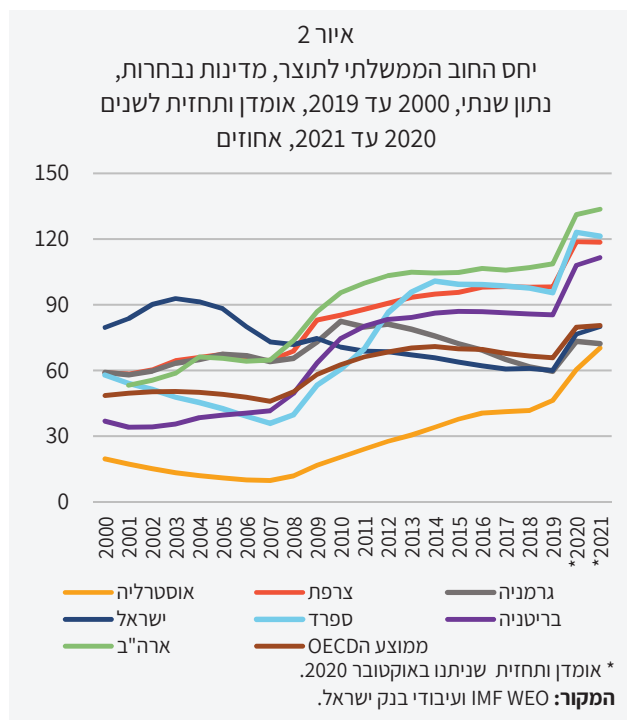
2.1.1 הסביבה המקומית

באמצע ספטמבר נכנסה ישראל לסגר שני והשבייתה את הפעילות הכלכלית למשך כשמונה שבועות; עד סוף נובמבר המשק היה בתהליך מתמשך של יציאה מסגר זה⁵. השבתה שנייה זו הביאה לפגיעה ישירה נוספת בפעילות, ובמקביל שב וגדל מספר דורשי העבודה, וכ-230 אלף דורשי עבודה חדשים הצטרפו לכחצי מיליון המובטלים הוותיקים יותר, בהגדרה הרחבה⁶. שיעור האבטלה אמנם נסק שוב בתקופת הסגר השני לרמה גבוהה, אך הוא נמוך במקצת ביחס לשיעורה בסגר הראשון, משום שפירמות רבות כבר ערכו התאמות, ולכן יכולות להמשיך לתפקד: עובדים רבים התייעלו ורכשו ציוד מתאים לעצמם ולילדיהם, ולכן יכולים להמשיך לעבוד מהבית⁷. על פי נתוני החשבונאות הלאומית התוצר העסקי ירד בשיעור חד ברביעי השני של השנה, וברביעי השלישי הוא עלה, אך בהסתכלות שנתית (רביעי שלישי לעומת רביעי שלישי אשתקד) התוצר העסקי התכווץ בכמעט 2 אחוזים, וזאת לעומת צמיחה של 3.5 עד 4 אחוזים בשנים 2018 ו-2019. על פי תחזית החטיבה, שפורסמה בתחילת ינואר, הצמיחה ב-2020 צפויה להסתכם בהתכווצות של 3.7 אחוזים, רמת פעילות נמוכה בכ-7 אחוזים ביחס למגמת התוצר טרם המשבר.

⁵ חלק מהעסקים שפעילותם נאסרה בזמן הסגר חזרו לפעילות (למשל חנויות רחוב), וכך גם חלק ממערכת החינוך. בתחילת חודש דצמבר חזרו לפעילות מספר קניונים ומערכת החינוך, אך חלקים אחרים – ובהם קניונים רבים ושוקים, מסעדות, מלונות, מקומות בילוי ותרבות – נשארו סגורים.

⁶ כדי להתמודד עם המאפיינים הייחודיים של משבר הקורונה, בנתה הלמ"ס מדד נוסף לחישוב שיעור האבטלה. מדד זה כולל את ההגדרה הישנה בתוספת היוצאים לחל"ת מסיבות הקשורות לקורונה והלא משתתפים בשוק העבודה בגלל הקורונה. (את ההגדרה המלאה ניתן למצוא באתר האינטרנט של הלמ"ס.)

⁷ ייתכן כי המשמעת הציבורית הייתה פחותה מאשר בסגר הראשון.



חשוב להדגיש כי המדיניות הפיסקלית והמדיניות המוניטרית פעלו בנחישות ובמהירות, והיקף ההרחבות היה חסר תקדים גם ביחס למשבר של 2008. מאז פרוץ המשבר גדל הגירעון הממשלתי בהיקפים חסרי תקדים, ועם הטלת הסגר השני בסוף חודש ספטמבר שיעור הגירעון המשיך לעלות. הגירעון צפוי להגיע בסוף 2020 ל-12 אחוזי תוצר, והחוב הממשלתי צפוי להתקרב ל-75 אחוזי תוצר, לעומת 60 אחוזים טרם המשבר. הגידול נובע מפגיעה חדה בצד ההוצאות ובצד ההכנסות, פגיעה שעיקרה הייתה בתקופות ההשבתה של המשק. העלייה בהוצאות הממשלה נבעה בעיקר מתשלומי דמי האבטלה, מהסיוע לעסקים ולעצמאיים ומחלוקת מענקים למשקי הבית. גם הירידה בהכנסות המדינה הייתה משמעותית כאמור בעיקר בתקופות הסגרים, אך בסגר השני היא הייתה קצת פחות חדה מאשר בסגר הראשון.

הגידול של החוב הממשלתי ביחס לתוצר בישראל גבוה אך אינו חריג ביחס למדינות רבות בעולם, ונקודת הפתיחה של ישראל עם פרוץ המשבר הייתה טובה ביחס למדינות רבות. באיור 2 ניתן לראות את קפיצת המדרגה של יחס החוב לתוצר במדינות נבחרות, ובתוכן ישראל. התפתחויות אלו

משפיעות רבות על הסיכון לפשיטת רגל של מדינות, ולכן – גם על עלות גיוס החוב שלהן. בתיבה 1 אנו מתארים בהרחבה את מכלול הסיכונים הנובעים ממדיניות זו, שננקטה בישראל ובמדינות רבות אחרות.

קצב האינפלציה השנתי הוא מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה זה מספר שנים. עם התפתחות המשבר ירדה האינפלציה לרמה שלילית, ובחודש נובמבר עמדה על מינוס 0.6 אחוזים. ירידות אלו הקיפו את כל סעיפי המדד למעט סעיף הדיור, שהמשיך לעלות, אמנם בשיעור מתון יותר מאשר לפני המשבר.⁸ עם תחילת הסגר השני, ירדו גם הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים לסביבה שלילית, אולם מאז תחילת נובמבר הן נמצאות שוב בטווח חיובי – אך עדיין מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה. קצב אינפלציה שלילי לצד הפגיעה בפעילות מאשש את ההערכה כי משבר בריאותי זה, הפוגע בהכנסות משקי הבית, מחולל זעזוע ביקושים שלילי, אשר ככל שהוא יתמשך יכולתו של המשק להתאושש אחרי המשבר תיפגע.

בנק ישראל הפעיל כלים מוניטריים חדשים בהתמודדות עם המשבר, ונוסף על רכישות המט"ח והאג"ח הממשלתיות רכש, לראשונה, אג"ח קונצרניות. רכישות האג"ח הממשלתיות הסתכמו בסוף חודש דצמבר ב-46.2 מיליארד שקלים (שהם 7.3 אחוזים מסך ההון הכספי), רכישות האג"ח הקונצרניות הסתכמו ב-3.5 מיליארד שקלים (כאחוז אחד מסך ההון הכספי), ורכישות המט"ח – ב-21 מיליארד דולרים.⁹

במחצית השנייה של השנה, לאחר תחילת הסגר השני, הודיע בנק ישראל על הרחבת תוכנית רכישות האג"ח הממשלתיות עד לסכום של 85 מיליארד שקלים, שהם כ-14 אחוזים מסך ההון הכספי. בכך איפשר בנק ישראל את המשך מימון ההוצאות הממשלתיות הרבות בשוק המקומי בסביבת הריבית הנמוכה. היקף הנפקות האג"ח המקומיות הסחירות נסק בשנת 2020 והגיע ל-131 מיליארד שקלים (ללא מרכזי החלף), וזאת לעומת 70 מיליארד בשנת 2019, שהייתה שנה חריגה¹⁰, וכ-45 מיליארד שקלים בממוצע בשנתיים קודם לכן.¹¹

⁸ הרחבה על ההתפתחויות בשוק הדיור ראו בסעיף 2.2.2.

⁹ סך ההון הכספי של אג"ח ממשלת ישראל והאג"ח הקונצרניות בבורסה לניירות הערך עומד, נכון לחודש דצמבר 2020, על כ-630 מיליארד שקלים ו-357 מיליארד שקלים, בהתאמה.

¹⁰ הגיוס בשנת 2019 היה גבוה מהגיוסים בשנים הקודמות עקב עליית הגירעון הממשלתי וירידת היקפי הגיוס בחו"ל באותה שנה.

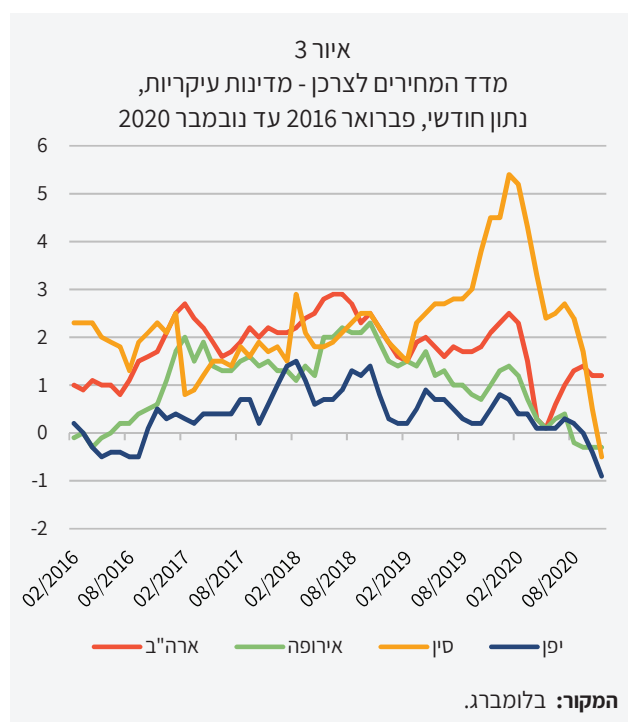
¹¹ יחד עם זאת, מימן משרד האוצר את הוצאותיו גם באמצעות גיוס חוב במגוון שווקים בין-לאומיים, כולל 3 מיליארד אירו במחצית השנייה של השנה, וזאת לאחר גיוסים של 10 מיליארד דולרים ו-1.6 מיליארד אירו באפריל ומאי. היקפים אלו מאפשרים לצמצם את היקף הגיוס בשוק המקומי ביחס לצורכי המימון.

הפגיעה בפעילות לא הקיפה את כל ענפי המשק. היא תלויה באופן ישיר במגבלות הממשלתיות למניעת התקהלויות, ובראשן המגבלות על פתיחת מסעדות וקניונים, על קיום אירועים ועל תיירות פנים וחוץ. ענפי תעשייה מסויימים כגון, המזון והתקשורת לא נפגעו באופן ישיר, וענף ההייטק אף המשיך לצמוח. בהתאם לכך התמקדה הפגיעה בענפים המאופיינים בפעילותן של חברות קטנות ועצמאיים, ופחות בחברות הגדולות במשק, בפרט אלו הרשומות למסחר. לאור תמונת מצב זו החליטה הוועדה המונית להשיק נדבך נוסף למתן אשראי לבנקים, במסגרתו יינתנו הלוואות בריבית שלילית של עשירית האחוז כנגד הלוואות שהם ייתנו לעסקים קטנים בריבית מקסימום של פריים פלוס 1.3 אחוזים. נוסף על כך, העמיד בנק ישראל לגופי האשראי החוץ-בנקאיים המפוקחים במהלך חודש דצמבר מימון במסלולים דומים לאלה שפתח לבנקים.

2.1.2 הסביבה העולמית

לאחר מיתון משמעותי ברבעון השני¹² התאוששה הכלכלה העולמית במחצית השנייה של השנה. רמות התוצר הנמוכות שאפיינו את שיא משבר הקורונה עלו, אך טרם חזרו לאלה של ערב המשבר – במידה רבה בגלל המשך התפשטות נגיף הקורונה והגבלות שהוטלו על הפעילות הכלכלית כדי להילחם בתחלואה. ההתאוששות המתונה ביותר הייתה במגזרים שנפגעו במידה המשמעותית ביותר, ובראשם התעופה, האירוח והתרבות.

קצב ההתאוששות הכלכלית שונה מאוד בין הגושים. סין נהנית מההתאוששות המהירה ביותר, ואף עברה את רמת הפעילות ששררה בה טרם המשבר¹³; בעולם המערבי בולטת ארה"ב לחיוב ביחס לאירופה, בעוד שיפן בולטת בחולשתה. בחלק מהמדינות המתפתחות שבהן התחלואה גבוהה צפויה פגיעה משמעותית יותר ביחס לעולם¹⁴. פגיעה משמעותית במיוחד מסתמנת במדינות המתפתחות – בין השאר בהשפעת הקצב הגבוה של התפשטות המגיפה ועל רקע יכולת מצומצמת של תגובה פיסקלית. נפחי הפעילות של הסחר העולמי, שנפגעו במידה משמעותית במהלך ההתפרצות הראשונית של המגיפה¹⁵, מצביעים על המשך ההתאוששות, אך הנתונים המקדימים, כדוגמת רכיב ההזמנות ליצוא במדד מנהלי הרכש הגלובלי, מצביעים על התמתנותה בחודשים האחרונים.



גופים בין-לאומיים רבים עדכנו את תחזיות הצמיחה שלהם כלפי מעלה במהלך התקופה, וזאת על רקע התבהרות היקף הפגיעה בכלכלה העולמית והתאוששות מהירה מהצפוי במשקים המפותחים. עם זאת, התחזיות עדיין מצביעות על התכווצות של הכלכלה העולמית במידה חריגה, היסטורית, ומעריכות שההתאוששות תהיה איטית. ה-IMF עדכן באוקטובר את תחזית הצמיחה העולמית שלו להתכווצות של 4.4% לעומת התכווצות של 4.9% בתחזית יוני, ועדכונים דומים כלפי מעלה פרסמו גם ה-OECD והבנק העולמי¹⁶. ואולם תחזיות אלה כרוכות באי-ודאות רבה, בגלל הקשיים בחיזוי של המגמות בהתפשטות התחלואה ושל ההגבלות הממשלתיות שיוטלו במטרה להפחית וכן באשר למועד הפצתו הנרחבת של החיסון, בטיחותו ויעילותו.

סביבת האינפלציה נותרה נמוכה ברחבי העולם, ובאירופה ירד מדד המחירים לצרכן במונחים שנתיים בחלק מהתקופה (איור 3). סביבה זו אפשרה לבנקים המרכזיים ברחבי העולם

¹² במהלך הרבעון השני של השנה נרשמה התכווצות בהיקף היסטורי ברוב כלכלות העולם, בין השאר: ארה"ב -9%, אירופה -14.7%, יפן -9.9% במונחי YOY%.

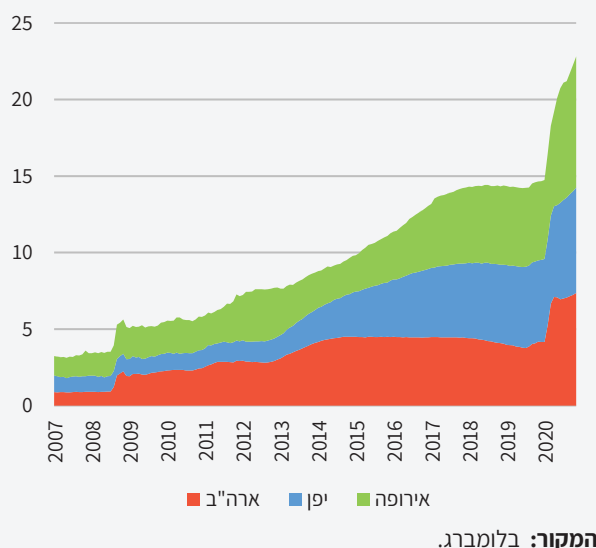
¹³ בין היתר בהשפעת מיזמי תשתיות משמעותיים בהובלת המדינה.

¹⁴ הודו, מקסיקו ודרום אפריקה. זאת בהתבסס על נתוני תוצר עדכניים ותחזיות הצמיחה של הגופים הבין-לאומיים.

¹⁵ במהלך אפריל התכווץ הסחר העולמי, על פי נתוני ה-CPB, בכ-14.2%. ההתכווצות החדה ביותר בעשור האחרון.

¹⁶ הבנק העולמי וה-OECD עדכנו בתאריכים ה-6.1.2021 ו-1.12.2020 את תחזיות הצמיחה שלהם כלפי מעלה ב-0.9 וב-1.8 נקודות האחוז להתכווצות של 4.3%-4.2% בשנת 2020, בהתאמה.

איור 4
מאזני הבנקים המרכזיים,
נתון חודשי, 2007 עד 2020, טריליוני דולרים



איור 5
שיעורי כשל עולמיים של אשראי וא"ח בדירוג ספקולטיבי,
12 חודשים קודמים,
נתון חודשי, אוקטובר 2001 עד אוקטובר 2020, אחוזים



להמשיך במדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד, אולם מגמת הורדות הריבית שאפיינה את המחצית הראשונה של השנה האטה¹⁷, והורדות ריבית נצפו בעיקר במדינות מתעוררות שבהן סביבת האינפלציה אפשרה זאת. הבנקים המרכזיים המשיכו לנקוט צעדים לא קונבנציונליים. מאזני המובילים שבהם המשיכו לגדול ותמכו בסביבת ריביות נמוכות הן על החובות הממשלתיים והן על אלה הקונצרניים (איור 4). בנקים מרכזיים רבים, ובראשם ה-FED וה-ECB, עדכנו את ההכוונה הצופה-פני-עתיד (forward guidance) שלהם לציבור, ולפיה הריבית צפויה להישאר נמוכה עוד זמן רב. כך, לדוגמה, מעריכים חברי הוועדה המוניטרית של ה-FED שהריבית בארה"ב לא תועלה לפני שנת 2023¹⁸.

ה-FED אף שינה את הדרך שבה הוא מגדיר את יעד האינפלציה, והבהיר כי מעתה לא יעלה את הריבית גם אם האינפלציה בפועל בטווח הקצר תהיה גבוהה מהיעד, וכי יבחן את העמידה ביעד מול ממוצע האינפלציה בפועל. מדובר בשינוי מהותי, כי לפני כן לא אחת העלה ה-FED את הריבית גם כשהעריך כי האינפלציה צפויה להגיע ליעד בטווח הבינוני¹⁹. בהמשך לכך הצהירה נשיאת ה-ECB כי ראוי לשקול שינוי דומה באירופה²⁰. צעדים אלו תומכים בהכוונה העתידית האמורה.

בתחום הפיסקלי המשיכו מדינות העולם במגמה של הגדלת הגירעונות, במטרה לתמוך במאבק במשבר הכלכלי והרפואי, לרבות תמיכה במובטלים ובהמשך העסקת עובדים ותמיכה במגזר העסקי בהדגשת מגזרים הסובלים מפגיעה ניכרת²¹. פעולות אלו השפיעו לחיוב על התאוששות התעסוקה ועל שיעור חדלות הפירעון. שיעור חדלות הפירעון של החברות בדירוג הספקולטיבי²² עלה פחות מאשר במשברים קודמים (איור 5).

השווקים הגלובליים

שוקי המניות ברחבי העולם המשיכו להתאושש, והמדדים העיקריים בארה"ב אף השיגו בשנת 2020 תשואה חיובית, בהובלת ביצועי יתר של חברות הטכנולוגיה הגדולות, וזאת בהשפעת הצעדים המוניטריים והפיסקליים שנקטו הממשלות והבנקים המרכזיים במהירות ובהיקף משמעותי.

¹⁷ בין היתר בשל הקושי להוריד את הריבית לתחום השלילי והשלילי העמוק.

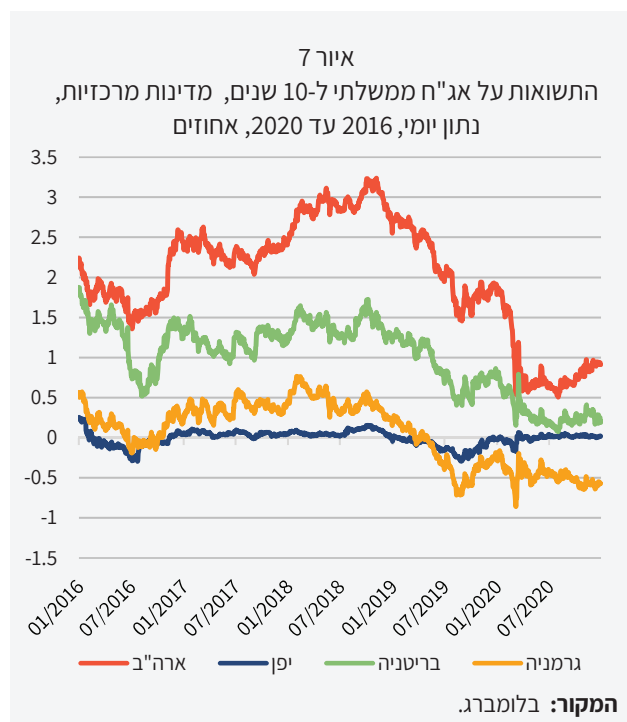
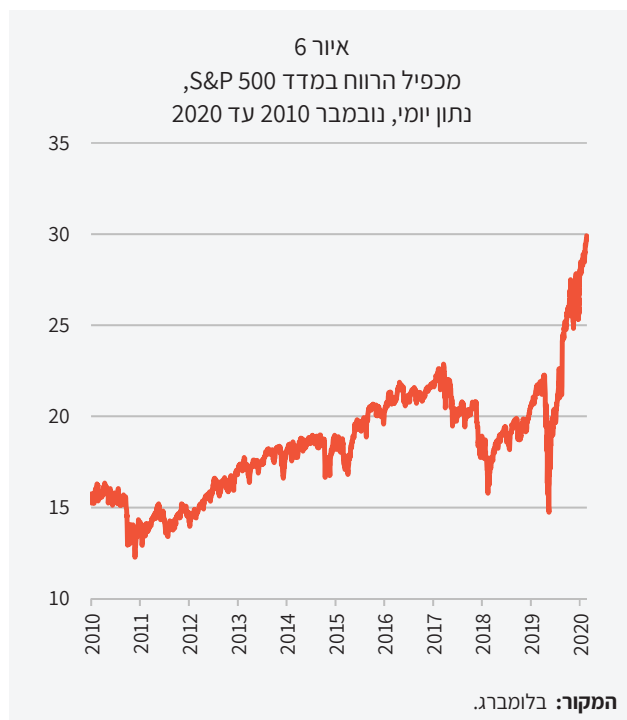
¹⁸ על פי תחזיות חברי הוועדה המוניטרית של ה-FED, שהתפרסמו בתאריכים 16.9.20 ו-16.12.20.

¹⁹ כך לדוגמה בתחילת שנת 2016 החל ה-FED במתווה העלאת הריבית אף על פי שמדדי הליבה של המחירים לצרכן (CPI ו-PCE) לא עלו מעל יעד הבנק המרכזי. וזאת בהתבסס על הערכתיו כי האינפלציה צפויה להגיע ליעד בטווח הבינוני.

²⁰ כריסטין לגארד, יו"ר ה-ECB, פרנקפורט 30.9.20.

²¹ כדוגמת חברות התעופה.

²² דירוג הנמוך מ-Ba1 כולל.



הניתוק לכאורה שנוצר בין הכלכלה הריאלית לשווקים הפיננסיים מעלה את החשש כי מחירי הנכסים הפיננסיים מנותקים מהפעילות הכלכלית, מצב המתבטא, בין השאר, במכפילי הרווח של המדדים, שנמצאים ברמות שיא²³ (איור 6). עם זאת יש לציין כי תשואות האג"ח הממשלתיות, שהן נכס אלטרנטיבי בעל סיכון נמוך, ירדו לרמות נמוכות, ובפרט תשואות האג"ח הממשלתיות של ארה"ב: אלה ירדו לשפל היסטורי (איור 7). העלייה החדה של מחירי המניות בהשפעת מדיניות הריבית המרחיבה-מאוד הניעה בכירים בבנקים מרכזיים בעולם להתייחס לצורך לאזן בין מדיניות מוניטרית מרחיבה לחשש מיצירת בועות פיננסיות²⁴.

התמיכה הפיסקלית המשמעותית המוזכרת לעיל הביאה לעליית יחסי החוב-תוצר של מדינות ברחבי העולם. זו כשלעצמה הייתה אמורה להגביר את הסיכון הטמון בחובות אלו, אך תוכניות ההקלות הכמותיות של בנקים מרכזיים ברחבי העולם הובילו לירידת התשואות של החובות הממשלתיים, והפחיתו את הסיכון הכרוך בחובות אלה. יחד עם זאת, בטווח הבינוני הגדלת החובות עלולה להעיב על יכולות ההחזר, ולכן מדיניות העולם יצטרכו לנווט בין הצורך להפחית את היקף החוב לאי פגיעה בקצב ההתאוששות.

היקף החובות במגזר העסקי הלא-פיננסי עלה השנה בחדות, על אף הירידה הקלה ברבעון ה-3 של השנה (איור 8), וזאת בניגוד למשברים קודמים, שבדרך כלל התאפיינו במחנק אשראי נקודתי, הנובע מאי-וודאות רבה בשילוב עם גידול ההפסדים של המערכת הבנקאית, המקטינים את היקף ההון העודף שלהם. הסיבה לכך נעוצה בפעולות המהירות של הבנקים המרכזיים והממשלות, שהביאו להמשך הזרמת האשראי ולשמירה על מרווחי אשראי נוחים. מרווחי האשראי הן לחברות בדירוג השקעה והן לחברות מתחת לדירוג השקעה שומרים על יציבות ברמות גבוהות מעט יותר מאלה ששררו לפני המשבר, וזאת על אף אי-הוודאות הגבוהה במהלך התקופה. רמת הסיכון לחובות בטווח הבינוני תלויה בקצב פיתוחו והפצתו של חיסון בהיקף נרחב או של טיפול אפקטיבי בתחלואה, שכן השבתת הפעילות וגיוסי חוב נוספים בעטיה עלולים להעיב על יכולת ההחזר, או להגדיל את מספר החברות שרווחיותן נמוכה ועיקר הכנסתן התפעולית משמשת לשירות חוב.

²³ מאמידת מכפיל המדד בנטרול חברות הטכנולוגיה הגדולות המכפיל עומד על כ-22, רמה פחות חריגה מבחינה היסטורית.

²⁴ בין השאר התבטאות נשיא ה-FED, Eric Rosgren, President of The Boston FED, ב-17.10.20.

המערכת הבנקאית העולמית נכנסה למשבר במצב פיננסי טוב יותר מאשר במשבר 2008, הן מבחינת ההון והן מבחינת הנזילות. מצבם הטוב של הבנקים והקלות רגולטוריות שניתנו ברחבי העולם אפשרו להם להמשיך לספק אשראי במהלך המשבר. על פי ניתוח יציבות המערכת הפיננסית העולמית שערכה ה-IMF, רוב הבנקים יוכלו לספוג את ההפסדים מכשלי האשראי, ולהמשיך להחזיק ברמות הון נאותות, מעל לרמות המינימום הנדרשות²⁵. ואכן נראה כי ברבעון השלישי של השנה החלה מגמה של ירידה בהיקף ההפרשות של הבנקים בעולם להפסדי אשראי, במיוחד בארה"ב ובאירופה.

מכלול ההיבטים המוזכרים לעיל, ובמיוחד פעילות הבנקים המרכזיים והסנטימנט החיובי בשווי המניות, הביאו להמשך השיפור במדדי התנאים הפיננסיים ברחבי העולם, אך להערכת ה-IMF, השפעות שליליות של החוב החיצוני הרעו את התנאים הפיננסיים בשווקים המתעוררים ביחס לשווקים המפותחים.



2.2 שוק הנכסים

2020:2	2020:1	הנכסים הפיננסיים: מניות, אג"ח ממשלתיות ותאגידיות נדל"ן

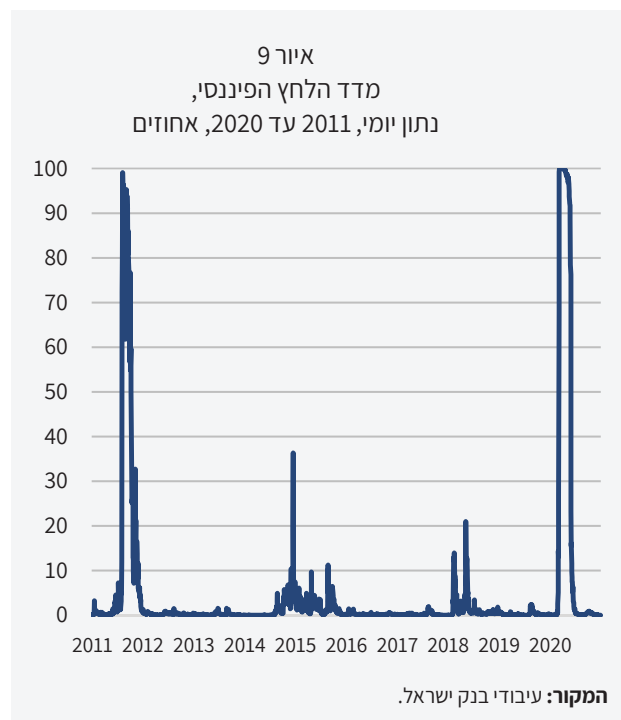
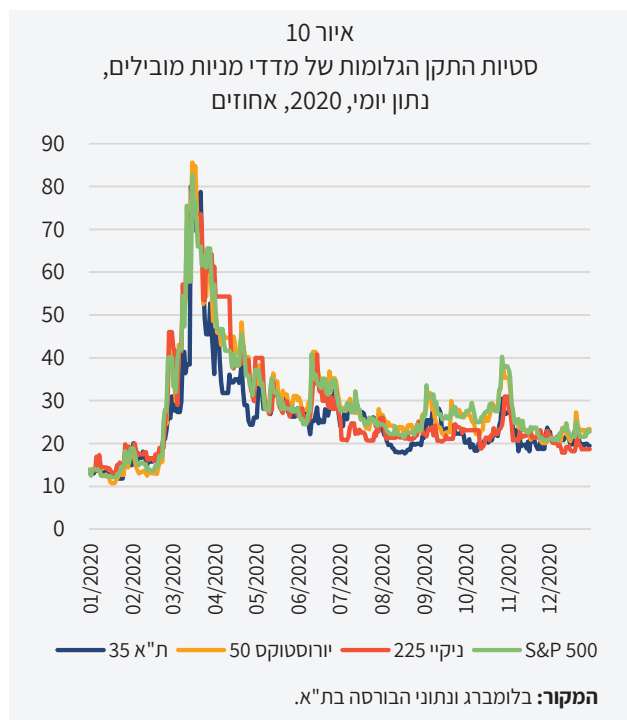
במחצית השנייה של 2020 התייצבו מחירי הנכסים הפיננסיים תוך ירידת תנודתיותם, על רקע רכישות נכסים על ידי הבנקים המרכזיים בישראל ובעולם. מחירי הנדל"ן למגורים המשיכו לעלות גם בתקופת המשבר, ואילו מחירי הנדל"ן המסחרי ירדו. אנו מעריכים כי הסיכון משווקי הנכסים למערכת הפיננסית ירד במקצת לאורך המחצית השנייה, אך עדיין נשאר ברמת עוצמה בינונית גבוהה, שכן הפגיעה הישירה של המשבר הבריאותי על מחירי הנכסים מצומצמת והפצתו של החיסון מגדילים את ההסתברות לסיום המשבר הבריאותי כבר בתחילת המחצית השנייה של 2021.

2.2.1 הנכסים הפיננסיים

במהלך המחצית השנייה של 2020 מדדי הסיכון בשווקים הפיננסיים נותרו יציבים, ברמה נמוכה ביחס לשיא שהגיעו אליו במהלך החודשים מרץ-אפריל. מדד הלחץ²⁶ בשווקים הפיננסיים חזר לרמות האפסיות ששררו טרם המשבר, כפי שמראה איור 9. כאשר בוחנים את הסיכון של שוק המניות ניתן לראות, באיור 10, כי מדד הפחד (מדד המבוסס על מחירי האופציות על מדד המניות) נותר במחצית השנייה של השנה יציב ברמה נמוכה מזו של שיא המשבר, אך גבוהה מעט מזו ששררה לפני המשבר. מחירי הנכסים הפיננסיים הולכים ומתאוששים משיא המשבר, בעיקר מחירי האג"ח, אולם מחירי המניות טרם חזרו לרמות שהיו לפני המשבר בניגוד למגמה העולמית.

²⁵ GFSR, Chapter 4, October 2020

²⁶ ראו 'סעידון ומ' גראם (2013), "מדד משולב למעקב אחר השווקים הפיננסיים בישראל", סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר בבנק ישראל.



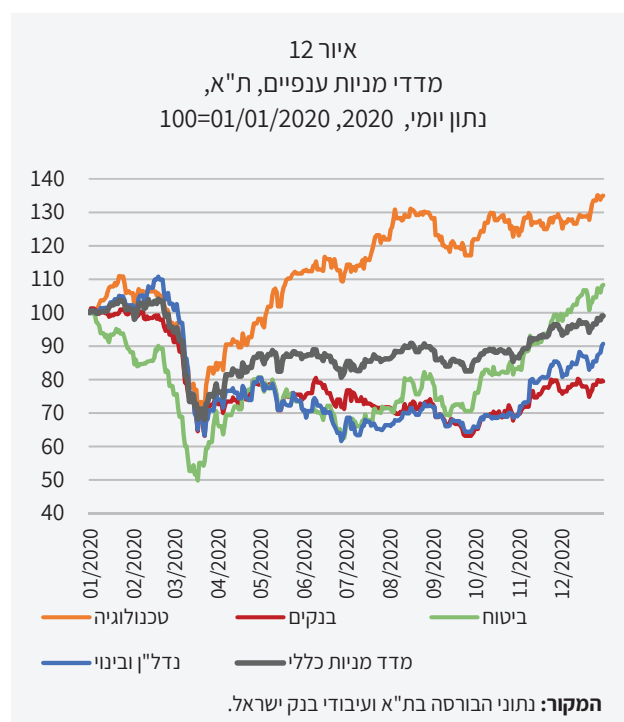
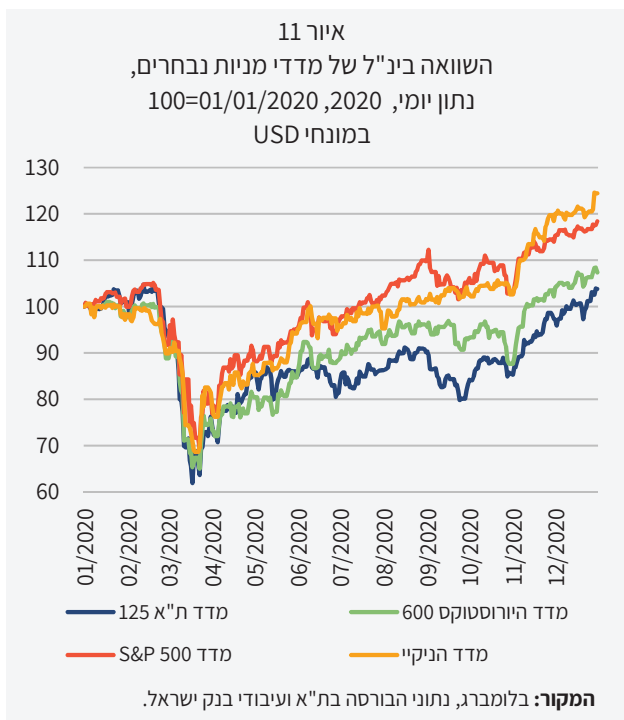
שוק המניות ספג בתחילת המשבר פגיעה משמעותית: מדד המניות הכללי ירד מתחילת שנת 2020 עד 22.3 ב-32 אחוזים, אך מאז התקזזו הירידות והסתכמו בכאחוז. ירידתם של מחירי המניות קלה ביחס לירידות במשברים קודמים וביחס לפגיעה בפעילות הכלכלית.

הפער המסתמן בארץ ובעולם בין מדדי המניות לבין שיעור הצמיחה של התוצר מעלה שאלות רבות לגבי הקשר ארוך הטווח בין ביצועי מדד המניות לשיעור הצמיחה. קשר זה מתקיים משום שהרווחים המצרפיים של החברות משפיעים על קצב הצמיחה הכלכלית²⁷. כיוון שמחירי המניות מגלמים בתוכם את ציפיותיהן של החברות לגבי הרווחים העתידיים, ככל שהחברות הרשומות למסחר מייצגות חלק גדול יותר מהפעילות הכלכלית כך מדד המניות הכללי מיטיב יותר לייצג את הציפיות למצב המשק ולשמש מדד מוביל לפעילות הכלכלית ולצמיחת התוצר, בהתאמה. אلدור ומלניק²⁸ בחנו שאלה זו במשוואת סיבתיות (Granger Causality) על בסיס נתוני המדד המשולב למצב המשק, המשמשים אומדן לתוצר, בתדירות חודשית, ומדד המניות הכללי משנת 1995 ועד 2004, ומצאו קשר מקדים מובהק של מדד המניות למדד המשולב בטווח של חמישה חודשים במוצא. יחד עם זאת, מסתמן בתקופה הנוכחית פער משמעותי בין הפעילות הכלכלית לביצועי המניות והסיבות לכך קשורות במאפייני המשבר הנוכחי שפגע בעיקר בעסקים הקטנים, אלה פגיעים יותר מן החברות הגדולות, הנהנות מיתר גמישות בניהול ההוצאות ומגישה לשוקי ההון בריביות נמוכות. סיבה מרכזית נוספת לקיומו של הפער נעוץ תחילה בהערכות הציבור בדבר מציאת חיסון יעיל שימנע את הצורך במגבלות ממשלתיות, שהתחזקו מאוד לקראת סוף שנת 2020, אז החלה האוכלוסייה להתחסן. כאשר ישנן הערכות כאלה סביר שמחירי המניות יישארו ברמה גבוהה יחסית, כי הם נשענים על תזרים המזומנים העתידי, וזה צפוי לחזור לרמות ששררו לפני המשבר. קרן המטבע הבין-לאומית²⁹ התייחסה גם היא לפער המסתמן בין מדדי המניות לפעילות הכלכלית, וטענה כי השפעת ירידת הרווחיות של החברות הרשומות למסחר, זו בפועל וזו הצפויה, קוזזה בזכות הריבית הבסיסית הנמוכה וירידת המחיר ליחידת סיכון (עליית התיאבון לסיכון). גם מרווחי התשואות של האג"ח התאגידיות ירדו מעבר לגורמים הכלכליים המתיישבים עם תמחור הסיכון הגלום בהן.

²⁷ רווחי החברות משפיעים גם על ביקוש החברות לעבודה, המקטין את שיעורי האבטלה ו/או מגדיל את השכר הממוצע, ולכן מגדיל את הוצאות משקי הבית, ורווחי החברות משפיעים על ההשקעות החדשות של אותן החברות. מכאן הקשר, לפחות בטווח הארוך, בין ביצועי מדדי המניות לשיעור הצמיחה.

²⁸ רפי אדור ורפי מלניק (2006), "שוק המניות כאינדיקטור מוביל של כלכלת ישראל", הרבעון לכלכלה.

²⁹ אוקטובר 2020.



ההרחבות הפיסקליות והמוניטריות נמנות זה שנים עם הכלים לתמיכה בפעילות הכלכלית ושמירה על יציבותה של סביבת האינפלציה. מדיניות זו, ובמיוחד רכישות אג"ח על ידי הבנקים המרכזיים, מאפשרת לריביות במשק להישאר נמוכות, ובכך להגביר את הצריכה וההשקעה. אמנם המדיניות המוניטרית מסייעת לפעילות הכלכלית, אבל ההשפעה של הריביות הנמוכות על מדדי המניות רבה יותר. אלה פועלות לא רק לעליית הפעילות והרווחים, אלא גם לירידת ריבית ההיוון על זרם התקבולים העתידי. בנוסף, מדיניות ההרחבה מגדילה את התיאבון לסיכון ולהשקעה במוצרים ונכסים הטומנים בחובם סיכון, אך, מטבע הדברים, גם תוחלת תשואות גבוהות מהריביות האפסיות, למשל באג"ח חברות ובמניות. כל עוד מדיניות זו נשמרת הלחץ לעליות מחיריהם של הנכסים הפיננסיים ימשך.

בהשוואה בין-לאומית ניתן לראות שמדדי המניות המרכזיים בעולם הגיבו על מגיפת הקורונה באופן אחיד למדי – ירדו ירידה תלולה בחודשים מרץ-אפריל ולאחר מכן התאוששו. אולם באיור 11 בולטת העובדה שהבורסה הישראלית ירדה קצת יותר מאשר הבורסות במדינות הנסקרות האחרות ועלתה פחות לאחר מכן. חלקים גדולים מפער זה מוסברים בהבדלי ההרכב הענפי בין המדדים: בעוד שהחברות הפיננסיות³⁰ וחברות הנדל"ן, אשר להן משקל גבוה במדד המניות בישראל, משכו את מדד המניות כלפי מטה, חברות הטכנולוגיה, אשר להן משקל נמוך במדד המניות בישראל, משכו אותו כלפי מעלה, כפי שעולה מאיור 12 ולוח 2. הבדלים אלו במשקלות הענפיים משפיעים לרעה על מדד ת"א 125 ביחס למדד S&P500. כך, למשל, בשני המדדים תשואות שליליות דומות בענף האנרגיה, אולם במדד הישראלי משקלו של ענף זה כמעט כפול מאשר ב-S&P500. בענפי הטכנולוגיה ובשירותי התקשורת התשואות חיוביות ומשמעותיות בשני המדדים, והתשואות על מניות הטכנולוגיה בת"א 125 אף גדולות בהרבה משל הענפים המקבילים ב-S&P500, אך שיעורן במדד התל אביבי נמוך בהרבה משיעורן במדד האמריקאי; זאת לעומת ענף הפיננסים, שתשואתו שלילית בשני השווקים, אך שיעורו במדד התל אביבי משמעותי הרבה יותר מאשר במדד האמריקאי. באיור 13 ניתן לראות את התפתחות שני המדדים הללו, וכן מוצג מדד ת"א 125 כשמיוחסים לו המשקלות הענפיים שבמדד S&P500. האיור מלמד שההרכב הענפי מסביר חלק גדול מהפרש התשואות בין המדדים.

³⁰ בהשוואה בין"ל, מניות הבנקים והביטוח הישראליות ירדו בשיעור דומה למקבילותיהן בעולם.

לוח 2

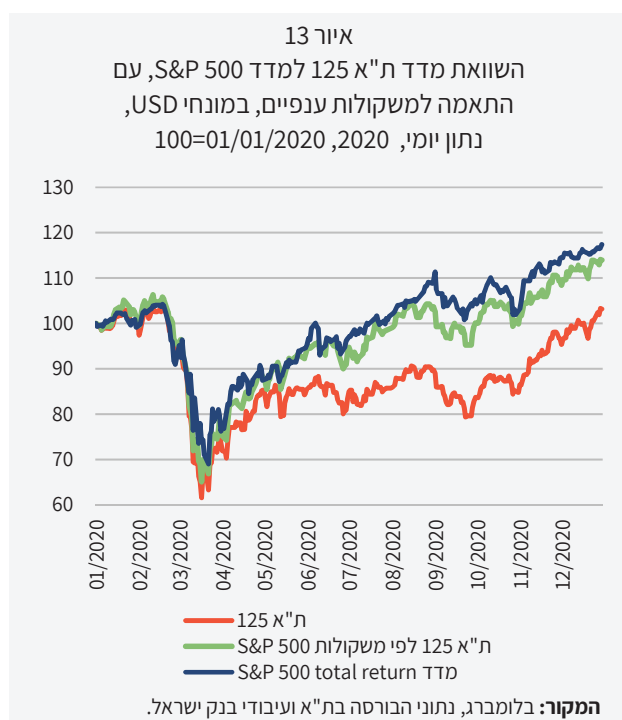
הרכב ענפי של מדדי ת"א 125 ו-S&P 500 ותשואות ענפיות מצטברות לשנת 2020, אחוזים

תשואה מצטברת 2020		משקל ענפי במדד				ענף (לפי סיווג GICS)
S&P 500	ת"א 125	דצמבר 2020		ינואר 2020		
		S&P 500	ת"א 125	S&P 500	ת"א 125	
-35.3	-33.9	2.5	4.7	4.4	7.1	אנרגיה
21.6	54.6	27.4	19.8	23.3	12.9	טכנולוגיה
40.9	40.0	11.2	2.4	10.5	1.7	שירותי תקשורת
-3.3	-6.9	10.5	20.5	12.9	22.2	חברות פיננסיות
-1.8	-6.9	2.5	18.8	2.9	20.3	נדל"ן
המקור: בלומברג, נתוני הבורסה ועיבודי בנק ישראל						

המקור: בלומברג, נתוני הבורסה ועיבודי בנק ישראל

סיבה אפשרית נוספת לפער התשואות בין שני המדדים הללו היא התערבות הפדרל ריזרב בשווקים הפיננסיים. כאשר החל משבר הקורונה הגדיל הפד את הנזילות בשווקים הפיננסיים בהיקף רחב והתערב באופן ישיר בשוקי האג"ח הממשלתית והקונצרניות. ניתן להניח שהתערבות זו השפיעה לחיוב לא רק על מחירי האג"ח ושמירה על הריבית הנמוכה אלא גם על מחירי המניות³¹ (ראו סעיף 2.1.2).

באזור 14 ניתן לראות שמכפיל ההון של מדד ת"א 125, המשקף את סך שווי השוק של החברות הכלולות בו ביחס לסך ההון בספריהן, ירד ברביע הראשון של השנה בדומה למכפילים במדינות הייחוס, אולם בניגוד למכפילים של אותם המדדים, שעלו בצורה ניכרת במחצית השנייה של השנה, נותר ברמה נמוכה ביחס לתחילת 2020. הירידה של מכפיל זה מלמדת שהירידה בשווי השוק של החברות הייתה גדולה יותר מהשחיקה של ההון העצמי שלהן, כפי שמשתקף בדוחות הכספיים לרביע השלישי של 2020. חשוב לזכור כי ישנם פערי זמנים בין שני המשתנים המרכיבים את מכפיל ההון: בעוד שמחירי המניות נשענים על המידע הכלכלי הזמין ביום המסחר עצמו, נתון ההון העצמי נכון לסוף הרביע השלישי, ספטמבר 2020, כך שהוא אינו מבטא את השפעת ההתפתחויות שהיו במהלך הרביע הרביעי של השנה, ובפרט בימי הסגר השני. מבט על רווחיות החברות במדד ת"א 125 ומדד S&P 500 (איור 15) מלמד שבשתי המדינות ירדה הרווחיות בשלושת הרבעים הראשונים של 2020 ביחס לרבעים המקבילים אשתקד, אולם הפגיעה ברווחיות החברות בישראל משמעותית יותר מאשר בארה"ב.



³¹ ייתכן שהתערבות זו של הפד הייתה השפעה גם על מחירי הנכסים הפיננסיים במדינות נוספות.



נתוני בלומברג לגבי ההסתברות לחדלות פירעון של החברות הציבוריות (איור 16), המחוברים תוך הסתמכות רבה על מחירי המניות של החברות, מראים שמשבר הקורונה גרם לנסיקה של מדד סיכון זה, המשקף את הסיכון לפשיטת רגל של החברות. הרמה נותרה גבוהה מאז תחילתו של המשבר, כאשר עלייה נוספת נרשמה עם תחילתו של הסגר השני וברביע הרביעי של השנה חלה ירידה משמעותית. בהשוואה היסטורית ניתן לציין כי העלייה בהסתברות לחדלות פירעון במשבר הנוכחי קטנה הרבה יותר מהעלייה שנצפתה במשבר הפיננסי של 2008-2009, אז המדד הגיע לרמה גבוהה יותר מפי שלושה מרמתו היום.

במחצית השנייה של השנה חלה ירידה קלה בתשואות לפדיון על אגרות החוב הממשלתיות, לצד עליה קלה בתשואות על אגרות החוב הקונצרניות, וזאת לאחר התנודתיות הגבוהה שאפיינה את תקופת תחילת המשבר. באיור 17 ניתן לראות חלק מן הצעדים המשמעותיים שנקטו רשות שוק ההון הביטוח והחיסכון, משרד האוצר ובנק ישראל בתגובה על מגפת הקורונה, ואת תשואות האג"ח הממשלתיות והקונצרניות. באשר להשפעה על תשואות האג"ח הקונצרניות, המשפיעות על יכולתן של חברות לגייס חוב ולממן את פעילותן במהלך המשבר, ניתן לציין שני צעדים משמעותיים: הקלה בהתניות חודק, שהוכרזה על ידי רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון ב-22.03.2020, וההכרזה על תוכנית רכישות של בנק ישראל בשוק האג"ח הקונצרניות בהיקף של 15 מיליארד שקלים ב-06.07.2020.

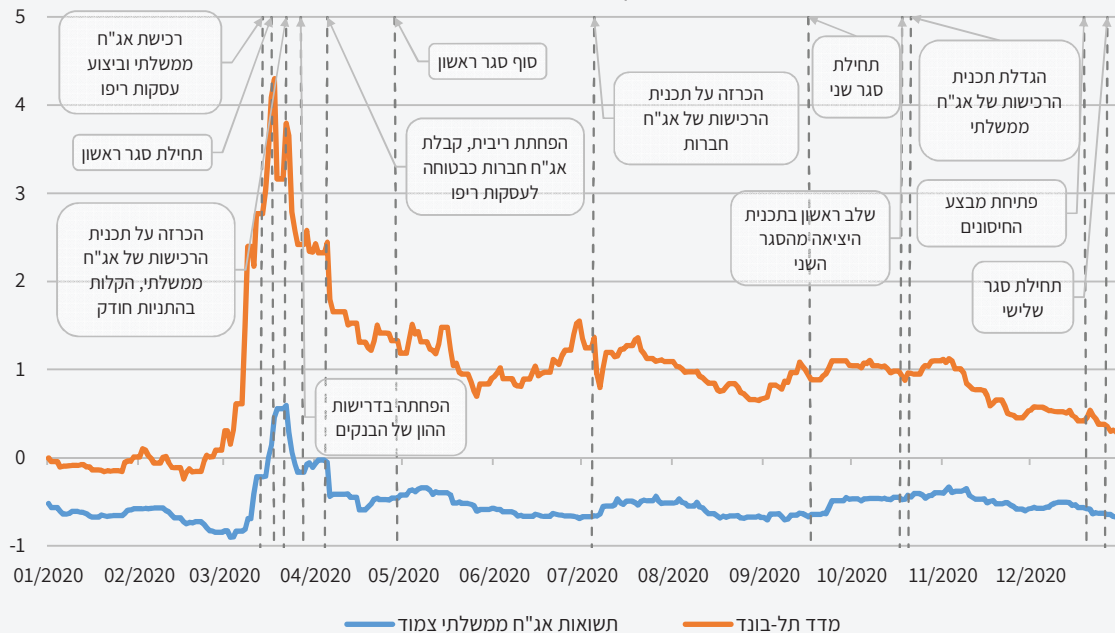
כפי שנכתב בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של שנת 2020, עקב פדיונות גבוהים של הציבור בחודש מרץ נאלצו קרנות הנאמנות למכור נכסים רבים, מה שגרם לעודף היצע בשוק האג"ח הקונצרני. ולירידה של מחירן. בגלל מגבלות רגולטוריות שהוטלו על הגופים המוסדיים לפי המלצת ועדת חודק³², (להלן: "התניות חודק"), לא יכלו גופים אלו לקלוט את ההיצע הזה ולרכוש אג"ח ללא מגבלות – מה שהגדיל את הפער בין הביקוש להיצע והגביר את המגמה השלילית בשיא תקופת המשבר. ההקלות שעליהן הכריזה רשות שוק ההון אפשרו למוסדיים לרכוש באופן זמני גם את האגרות הללו, שבמצב רגיל הן אינן מורשות לרכוש, וכך, למעשה, לנצל את מחירי השוק הנמוכים לטובת החוסכים. באיור 18³³ ניתן לראות את ההשפעה החיובית של צעד זה על שלושה מדדי נזילות תוך-יומיים של שלושים יום סביב ההקלה בהתניות חודק.

³² ועדת חודק הטילה על הגופים המוסדיים מגבלות בעניין רכישת אג"ח קונצרניות, ובין היתר, חייבה אותם לערוך אנליזת חוב של כל סדרת אג"ח בטרם הרכישה. הסרת מגבלה זו אפשרה למוסדיים לרכוש מייד סדרות אג"ח בדירוג השקעה.

³³ מדדי הנזילות המחוברים עבור תל-בונד 20 הם אומדן חסר של ההשפעה, כי אלו סדרות גדולות ונזילות וניתן להעריך שלמוסדיים כבר יש אנליזת חוב לגביהן.

איור 17

תשואות לפדיון, אג"ח ממשלתי צמוד (10 שנים) ומדד תל-בונד 60,
על רקע פעולות הממשלה ובנק ישראל,
נתון יומי, 2020, אחוזים

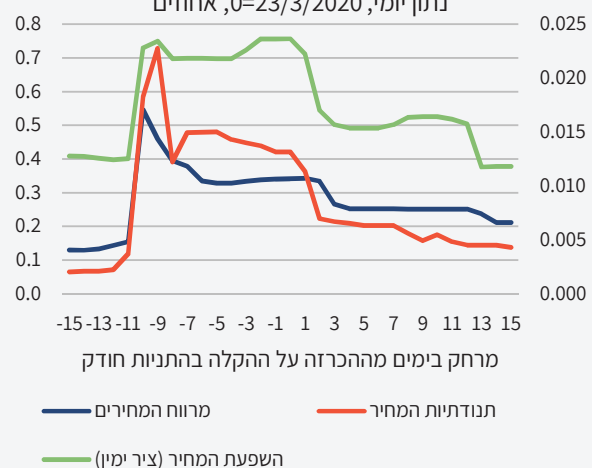


המקור: נתוני הבורסה ועיבודי בנק ישראל.

תמונה דומה מאוד לאיור 17 מתקבלת גם כשבוחנים את שוק אגרות החוב הלא-צמודות, וגם כשמסתכלים על אג"ח עם מח"ם שונים.

איור 18

מדדי נזילות תוך-יומיים שמחושבים על אג"ח שכולל
במדד תל-בונד 20 סביב ההכרזה על ההקלה
בהתניות חודק,
נתון יומי, 23/3/2020, אחוזים



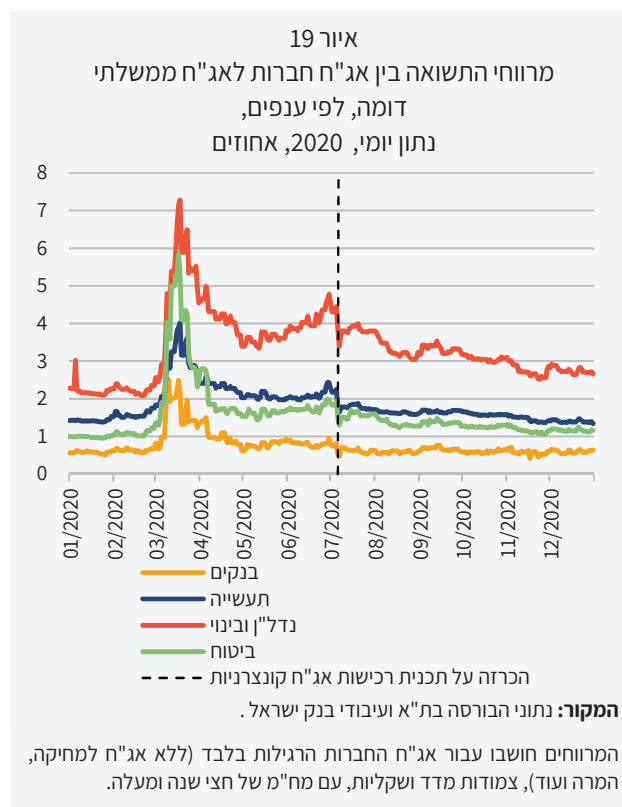
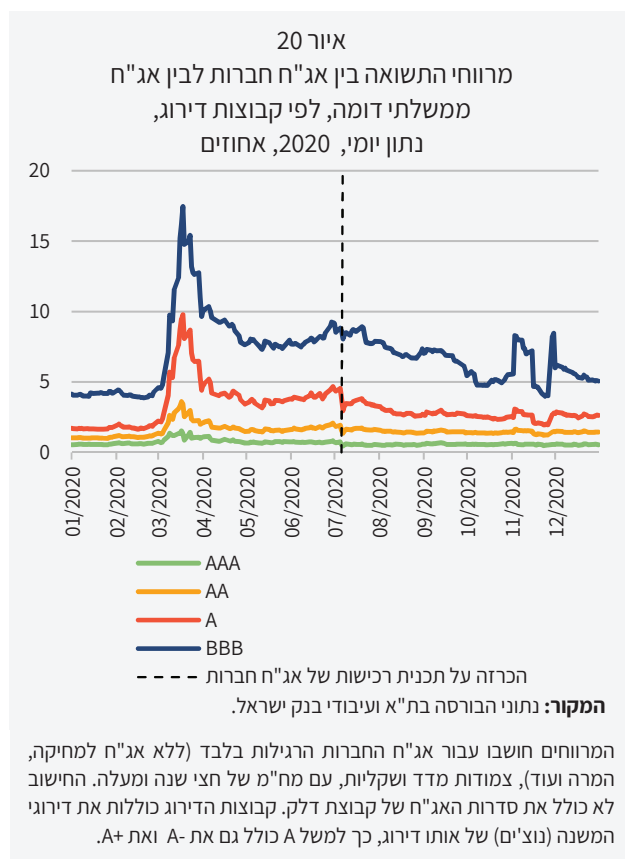
המקור: נתוני הבורסה ועיבודי בנק ישראל.

תנודתיות המחיר היא התנודתיות הממוצעת (בפועל) של מחיר העסקה בנייר ערך במהלך יום המסחר. המדד מחושב כסטיית התקן של הפער בין המחיר הגבוה ביותר לבין המחיר הנמוך ביותר בחלונות זמן של חצי שעה. יום המסחר של נייר מחולק למקטעים של חצאי שעה עגולה ומבין העסקאות שבוצעו במסחר הפתיחה או במסחר הרציף, מחושב שיעור השינוי בין מחיר העסקה המרבי והמזערי. התנודתיות היומית של נייר ערך, היא סטיית התקן של שיעורי השינוי.

מרווח המחירים מחשב את הפער שבין מחירי הקנייה והמכירה הטובים ביותר ביחס למחיר ה-mid בממוצע לאורך יום המסחר הרציף. המרווח היומי הוא המרווח הממוצע של הציטוטים מהמסחר הרציף.

השפעת המחיר - Price Impact (PI) מתארת את הקשר שבין היקף הפעילות לבין השינוי במחיר האג"ח. המדד מחושב באמצעות רגרסיה לינארית, שבה המשתנה המוסבר הוא לוג השינוי במחיר האג"ח בחלון של חמש דקות והמשתנה המסביר הוא מספר העסקאות נטו - סך העסקאות שבהן היוזם הוא הקונה, פחות סך העסקאות שבהן היוזם הוא המוכר. מקדם הרגרסיה מבטא להלכה את העלות למשקיע שמבצע את העסקה, כפי שהיא באה לידי ביטוי בשינוי המחיר ומקדם נמוך מבטא שוק יותר נזיל.

איורים 19 ו-20 מראים שההכרזה על תוכנית הרכישות של בנק ישראל גרמה ככל הנראה לירידה במרווחים בכל המגזרים ובכל הדירוגים לפחות בטווח הקצר, וזאת אף על פי שהבנק לא רוכש באופן ישיר אג"ח המדורגות מתחת ל-A-. משמעותה של ירידת המרווחים היא שחברות יכולות כעת למחזר חוב ולקבל מימון בתנאים נוחים יותר (להרחבה בנושא הנפקות, ראו סעיף 2.3 – האשראי). עד סוף השנה מימש בנק ישראל כ-3.5 מיליארד ש"ח בלבד מהרכישות שתוכננו, ומכאן שנותרה עוד יכולת גבוהה להתערב בשוק זה בהמשך, בהתאם לצורך, עד למימוש התוכנית במלואה.



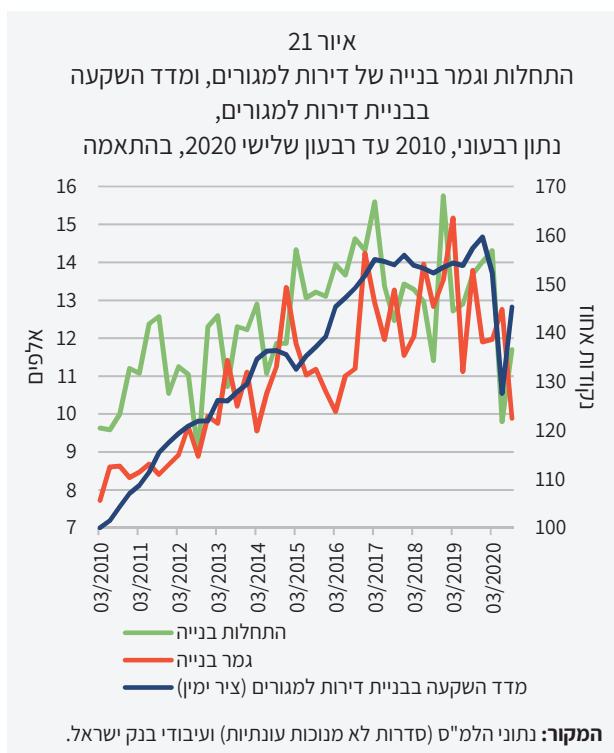
2.2.2 נדל"ן

למחירי הנדל"ן למגורים השפעה רבה על הסיכונים הפיננסיים של משקי הבית, ולמחירי הנדל"ן המסחרי השפעה על סיכוני הפעילות של המגזר העסקי, שכן שינויים חדים במחירים אלו מגבירים את אי-הוודאות לגבי פעילותם השוטפת של העסקים. כיוון שהבעלות על הנכסים מלווה בשיעורי מינוף גבוהים, לירידת מחירים חדה יש השלכות על יציבותה של המערכת הפיננסית.

שוק הדיור

נתוני החשבונאות הלאומית (שהתפרסמו בדצמבר) מעלים כי ההשקעה בבנייה למגורים עלתה ברביע השלישי ב-14 אחוזים אך זאת לאחר ירידה ברביע השני ב-15.7 אחוזים וירידה של 5 אחוזים ברביע הראשון (איור 21). ירידות אלו בהשקעה, המסתכמות בארבעת הרביעים האחרונים ב-7.6 אחוזים, משתקפות היטב בהתחלות הבנייה: אלה ירדו בשיעור ניכר בשל משבר הקורונה. אף שענף הבנייה הוחרג בתקופת הסגר, המגבלות על העסקת עובדים באו לידי ביטוי בירידה משמעותית של מספר המועסקים בבנייה. נתוני העסקאות מעידים על ההשפעה של משבר הקורונה: מספר העסקאות ירד בעיקר בתקופת הסגר הראשון, אך במידה מסוימת גם בחודשים מאי עד אוגוסט, במרבית קבוצות הרוכשים (רוכשי דירה ראשונה ומשפרי דיור)³⁴. ממכלול נתונים

³⁴ על פי סקרי הבזק של הלמ"ס (גל 7) כ-40 אחוזים מהחברות הנסקרות בענף הבנייה ציינו את מגבלת הביקוש כמגבלה לפעילותן. חשוב לזכור כי הסגר גם צמצם את האפשרות לחפש דירה, וייתכן שירידת הביקוש שהחברות חוו במהלך הרביע השני היא נקודתית, ואינה מעידה על שינויים ארוכי טווח בביקוש. יחד עם זאת, נתוני העסקאות מלמדים כי השפעת הסגר השני, שהחל באמצע ספטמבר, הייתה פחות חזקה מזו של הסגר הראשון.



אלו ניתן להסיק כי משבר הקורונה פוגע בצד הביקוש לדירות בתקופת המשבר, במיוחד בסגרים, אך גם בצד ההיצע, אשר ישפיע בטווח הבינוני.

לאחר שמחירי הדירות (על פי סקר מחירי הדירות בבעלות) ירדו מעט במהלך 2017 ו-2018, הם שבו ועלו במהלך 2019 ו-2020, גם בתקופה שבה העסקאות פחתו בהשפעת הסגר. שיעור העלייה השנתי של מדד מחירי הדירור, מדד המתבסס ברובו על שכר הדירה, נטה לעלויות במהלך 2019 ותחילת 2020, אולם מאז חודש מרץ השנה קצב העלייה הואט (איור 22), על רקע שיעורי האבטלה הגבוהים. כדי להתמודד עם הקשיים בשוק הדירור הפחיתה הממשלה את מס הרכישה של דירה לרוכשי דירה שנייה ומעלה (המוגדרים כמשקיעים) החל מחודש יולי, ובכך הגבירה בקרבם את הביקוש לרכישת דירות. למגמה זו תרמה גם ירידת הריבית על המשכנתאות (סעיף 2.3.2), בעיקר במסלולים הלא צמודים, שבהם הריביות ירדו לרמות נמוכות אף מאלה ששררו לפני המשבר.

בטווח הקצר, בעיקר לנוכח שיעורי האבטלה הגבוהים, ייתכן שמגמת ההאטה בקצב העלויות של מחירי שירותי הדירור, המשבר, תימשך זמן מה, ותתבטא בעיקר במדד מחירי הדירור – שכר הדירה. בטווח הארוך יותר – לנוכח ירידת ההשקעה בבנייה למגורים בתקופת המשבר אנו מעריכים שהגידול בעודף הביקוש יגבר עקב הקושי שבהתאמת ההיצע לשינויים בביקוש.

בחודש דצמבר פרסם הפיקוח על הבנקים הוראה בדבר ביטול ההגבלה של שיעור רכיב ריבית הפריים בתמהיל המשכנתה והסתפקות בהגבלת הריבית המשתנה, שעל פיה לפחות שליש מסך המשכנתה יינתן בריבית קבועה, ושני השלישים הנותרים ייבחרו על ידי הלווים ללא כל הגבלה. יישום ההוראה, שתחל בהדרגה בינואר 2021, צפוי להוזיל בשיעור מסוים את עלות המשכנתה, ולכן להביא לגידול של היקף מיחזורי המשכנתאות וכן של הביקוש לרכישת דירות.

כשבוחנים את קצב הבנייה ארוך הטווח נראה כי היצע הדירות אינו מצליח לעמוד בקצב עליית הביקוש בטווח הארוך, המביא בחשבון את גידול האוכלוסייה. כאשר מחשבים את היחס בין הבנייה הפעילה למגורים במונחי שטח לבין האוכלוסייה³⁵ מוצאים כי מאז תחילת 2017 הוא החל לרדת, כי ירידתו התעצמה במהלך משבר הקורונה, והוא הגיע לרמות נמוכות מאוד (איור 23). התפתחויות אלו מעידות כי לחצי הביקוש –

ימשיכו להיות הגורם הדומיננטי בשוק הדירור ואף עלולים להתגבר.

³⁵ יחס זה מודד את התחלות הבנייה לפי השטח ולא לפי יחידות דיור. על רקע גידולם של שטחי הדירות שנבנו בשנים האחרונות, מדידה לפי יחידות דיור צפויה להניב תוצאה נמוכה אף יותר מזו המוצגת באיור.

שוק הנדל"ן המסחרי (שלא למגורים)

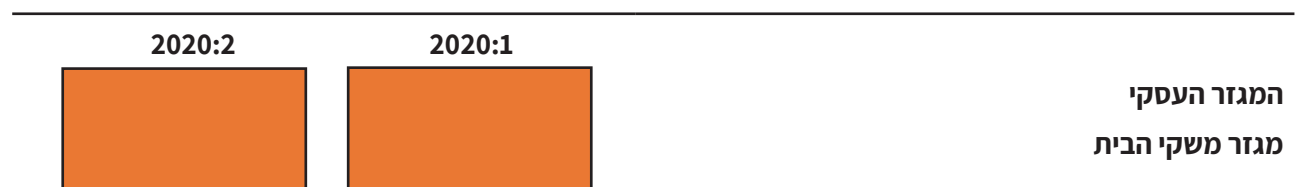


כיוון שאין בישראל סטטיסטיקה מסודרת של מחירי הנכסים המסחריים, הכוללים בעיקר משרדים, מסחר ותעשייה – בניגוד למדינות מפותחות רבות, הכוללות בקטגוריה זו גם מחירי נכסים למלונאות – יש קושי במעקב ובניתוח שוטף של ההתפתחויות בשוק זה. בעקבות המשבר, שפגע ברבים מענפי המגזר העסקי, חשוב מאוד לעקוב אחר השינויים בשוק זה, בייחוד בדמי השכירות.

גורמי הסיכון העיקריים לעמידותה של המערכת הפיננסית נובעים משילוב של הבעלות על נכסים אלו, המאופיינת בשיעורי מינוף גבוהים, ושל התנודות החדות במחירי הנדל"ן המסחרי, המשפיעות באופן ישיר על הפעילות הכלכלית. בתיבה 2 נבחן את ההתפתחויות בשוק זה על בסיס מחירי הנכסים הפיננסיים של חברות הנדל"ן המניב והדוחות הכספיים שהן מפרסמות. מתיבה זו עולה כי שיעור ההפסדים משיעור הנכסים של חברות הנדל"ן המניב בשלושת הרבעונים הראשונים הוא אחוז אחד בלבד, וניתן לזהות הבדלים מסוימים לפי סוג הנכס (משרדים, מסחר או תעשייה)³⁶. אם הירידה ברווחיות ובתזרימי המזומנים שהחברות סופגות במהלך המשבר³⁷

תתמשך מעבר לציפיות, או ישתנו הטעמים של השוכרים, או שכוח המיקוח שלהם יעלה (בעקבות יציאת שוכרים משטחי נדל"ן), אנו מעריכים כי ההפסדים משיעור הנכסים של חברות הנדל"ן המניב יגדלו.

2.3. פרק האשראי למגזר הפרטי



התפתחות האשראי בצל משבר הקורונה לא הייתה אחידה על פני המגזרים השונים. השפיעו עליה מאוד הסיוע הממשלתי, ובפרט הקמת קרנות אשראי בערבות המדינה ומתווה הפיקוח על הבנקים לדחיית תשלומי הלוואות.

מתחילת השנה, ובפרט מפרוץ המשבר באמצע חודש מרץ 2020, עד סוף אוקטובר האשראי הפרטי גדל בשיעור זניח (0.2%), אך המגמות במגזרים השונים לא היו דומות: במגזר העסקי צמח האשראי הבנקאי, ואילו האשראי החוץ-בנקאי הצטמצם וקיזז את גידולו של החוב הבנקאי. במגזר משקי הבית האשראי התרחב בשל העלייה הניכרת באשראי לדיור ועל רקע התכווצות האשראי שלא לדיור.

האינדיקטורים השונים מצביעים על עלייה בסיכון של הלוואות, והבולט בהם הוא היקף הדחיות של החזרי הלוואות לבנקים. יתרת האשראי שבגינה נדחו תשלומים הסתכמה בכ-161 מיליארדי ש"ח, שהם כ-16% מיתרת האשראי הבנקאי, ו-41% מסכום זה נותר, נכון ל-30/11/2020, בדחייה. נתוני הדחיות במגזר העסקי מעידים שפגיעת המשבר גדולה יותר ככל שהעסק קטן יותר,

³⁶ נציין כי הנכסים המניבים משוערכים לרוב על-פי גישת היוון תזרימי המזומנים העתידיים (DCF). גישה זו מביאה בחשבון שהנכסים מניבים תזרימי מזומנים לטווח אינסופי של תקופות.

³⁷ בין היתר כתוצאה מהקלות שניתנו לשוכרים. להרחבה ראו תיבה 2.

ממצא החובר אל אינדיקטורים נוספים המצביעים על פגיעותם של העסקים הקטנים. במגזר משקי הבית חזרו לשלם למעלה ממחצית המשכנתאות וההלוואות הצרכניות שהיו בסטטוס דחייה, אך היקף המשכנתאות שבדחיית תשלומים עדיין גבוה.

למרות העלייה בסיכון ופגיעה בעמידות של חלק מהלווים המשבר לא הוביל, עד כה, להתממשות סיכוני אשראי רבים. התמיכה של הממשלה ושל בנק ישראל הקלה על העסקים ומשקי בית, אך היא אינה יכולה להימשך תקופה בלתי מוגבלת; אם המשבר יחמיר וימשך מעבר למצופה, סביר שסיכוני אשראי רבים יותר יתממשו.

2.3.1. האשראי למגזר העסקי (הלא-פיננסי)

המגמות באשראי

בעשרת החודשים מתחילת השנה יתרת האשראי למגזר העסקי גדלה במקצת (כ-0.3%) ובחודשי המשבר, מרץ עד אוקטובר, ניכר הבדל מגמות בין האשראי הבנקאי לחוץ-בנקאי (איור 24). **החוב הבנקאי** צמח מתחילת השנה בכ-2.5%, למרות ירידה מצטברת של כ-10 מיליארד ש"ח ברבעונים השני והשלישי. עיקר הגידול היה בחודש מרץ, עם תחילת המשבר. לעומת זאת **בחוב החוץ-בנקאי** הייתה צמיחה שלילית, שנמשכה לאורך מרבית התקופה עד סוף חודש יוני. זו נבעה בעיקרה מירידת ההלוואות מתושבי חוץ³⁸ ובחלקה מירידת ההלוואות מהמוסדיים. מסוף חודש זה ועד סוף אוקטובר השתנתה המגמה בחוב החוץ-בנקאי, תוצאת גידול באג"ח הסחירות בארץ ובחו"ל. עם היציאה מהסגר הראשון עלה יחס החוב העסקי לתוצר העסקי בכ-2.5% נקודות האחוז, לרמה של 94.5%, בגלל ירידתה של הפעילות העסקית במהלך הסגר ועמה גידול החוב. בהמשך, עם צמצום החוב בחודש יוני, ירד יחס זה במקצת, אך בסוף אוקטובר הוא התייצב ברמה של 95%, גבוהה יותר מאשר ערב המשבר.

אשר לעלות החוב – בבנקים רמתה הממוצעת של הריבית על האשראי³⁹ לעסקים גדולים ובינוניים נותרה בחודשים אפריל עד ספטמבר דומה לרמה הממוצעת של שנים עשר החודשים שלפני המשבר

(2% ו-2.7%, בהתאמה). את אי השינוי ניתן להסביר בעובדה שהעסקים הגדולים נהנים מאפשרויות נוספות לגיוס חוב, ואלה לא צומצמו עם ירידת התשואות בשוק. לעומת זאת ירידה הריבית במגזר העסקים הזעירים והקטנים בכ-40 נקודות בסיס (0.4% נקודת האחוז), לשיעור של כ-3.5%. ירידה זו אינה מעידה על ירידה בסיכון, אלא מוסברת בתוכניות הממשלה ובנק ישראל, שעודדו העמדת אשראי בריבית נמוכה (עד כ-3%). גם בגופי האשראי החוץ-בנקאיים (חברות כרטיסי האשראי והחברות הבורסאיות), אשר מספקים אשראי בעיקר לעסקים קטנים וזעירים, נרשמה מגמה של ירידה⁴⁰, בעיקר ברבעון השני, אף שמרביתם אינם משתתפים בתוכניות הממשלה – אך זו התקדזה ברבעון השלישי.

³⁸ משקלם של תושבי חוץ בסך האשראי העסקי היה בסוף ספטמבר כ-14%, ירידה של כ-11% לעומת משקלם לפני המשבר. הירידה נבעה הן מההלוואות ממוסדות פיננסיים זרים והן מאשראי הספקים, בשיעורים דומים.

³⁹ מגזר לא צמוד.

⁴⁰ ייתכן שזו תוצאה של ירידה בביקוש לאשראי מגופים אלו, משום שתנאי האשראי בקרנות נוחים יותר, אך גם תוצאה של מתן אשראי לעסקים פחות מסוכנים, כתוצאה מטיוב הלקוחות, אשר עליו דיווחו חלק מהחברות.

האשראי הבנקאי

בין העסקים הגדולים לעסקים הקטנים והבינוניים ניכר בחודשי המשבר הבדל במגמות⁴¹. האשראי למגזר העסקים הגדולים גדל בסיכומם של שלושת הרבעונים הראשונים של 2020 בכ-6.4%: בסוף הרבעון הראשון, עם תחילת המשבר, הוא צמח בכ-11% והיה המקור העיקרי לצמיחת האשראי הבנקאי, ואילו לקראת סוף הרביעי השני הצטמצמה יתרתו בכ-6%. הסבר אפשרי להתפתחות זו הוא שעם תחילת המשבר, כאשר מחירי החוב בשוק ההון היו גבוהים (כפי שמפורט בפרק הנכסים הפיננסיים), ניצלו העסקים הגדולים את מסגרות האשראי⁴², מחשש לעלייה של מחיר החוב הבנקאי וצמצום היצע האשראי, ובמהלך הרבעון השני, עם העלייה בוודאות וירידת התשואות בשוק ההון, הם פרעו את החוב. ברבעון השלישי יתרת האשראי חזרה לצמוח בהתאם לשיעור הגידול הרבעוני הממוצע (כ-2%)⁴³.

במגזרי העסקים הקטנים והבינוניים נרשמה צמיחה בעיקר ברבעון השני – במידה רבה בזכות הקמת קרנות האשראי בערבות המדינה⁴⁴, אך בסוף הרבעון השלישי יתרת האשראי הצטמצמה. כך הסתכם שיעור הגידול מתחילת השנה בכ-1.4%. כפי שיתואר בהמשך, באמצעות קרנות אלה ניתן אשראי בסכום של כ-21 מיליארד ש"ח לעסקים קטנים ובינוניים, בעוד שיתרת האשראי גדלה רק בכחמישית מסכום זה (4 מיליארד ש"ח), מה שעשוי להעיד כי חלק לא מבוטל מההלוואות שניתנו באמצעות הקרן איפשרו לעסקים הקטנים והבינוניים למחזר את החוב⁴⁵.

בבחינה ענפית בולטים ענפי הבינו והנדל"ן, שלקחו חלק מרכזי (כ-90%) בגידול האשראי העסקי במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של השנה. יתרת האשראי לענפים אלו היא כשליש מהאשראי העסקי המאזני של הבנקים. (ראו בהמשך לוח 5). בענף **הבינוני** צמחה יתרת האשראי בכ-8%, ובענף **הפעילות בנדל"ן** (שעיקרה בנדל"ן מניב) צמחה היתרה בכ-7%. במונחים שנתיים אלו שיעורים חריגים יחסית⁴⁶ (11% ו-9%, בהתאמה). כפי שמתואר בתיבה 2 החברות בענף הנדל"ן המניב ספגו ירידה ברווחיותן ובתזרימי המזומנים שלהן⁴⁷, ולפיכך אפשר שגידול מקורות המימון והגדלת המינוף נועדו להקל עליהן באמצעות הפחתת קשיים התזרימיים. ענף נוסף שנפגע במשבר הוא ענף **האירוח והאוכל**⁴⁸. יתרת האשראי שלו גדלה בכ-17% (כ-2.5 מיליארד ש"ח) – עלייה חריגה במיוחד, שכן מאז 2016 שיעור השינוי הממוצע של האשראי לענף זה היה זניח. סביר כי בתקופת המשבר האשראי לענף ניתן כדי למתן את הפגיעה בפעילותן של החברות בו, פגיעה שיצרה אצלן קשיי נזילות. אם כך ניתן להסיק שצמיחת האשראי העסקי בחלק מהענפים במהלך חודשי המשבר הופנתה להתמודדות עם קושי נזילות ופחות לצמיחה בת-קיימא, ולכן ייתכן שאם המשבר יחמיר שיעור גדול יחסית של האשראי עלול להפוך להפסדים.

מגמה הפוכה נצפתה בענף **השירותים הפיננסיים** (ללא האשראי לגופים המוסדיים ולחברות ההחזקה). יתרת האשראי בענף פחתה בכ-8% (כ-4 מיליארד ש"ח), וזאת בגלל האטה בפעילות של חברות כרטיסי האשראי וספקי האשראי החוץ-בנקאיים. (מניתוח העמידות, בהמשך הדוח, עולה כי מקורות המימון של ספקי אשראי אלו – בעיקר המקורות הבנקאיים – הצטמצמו בגלל המשבר). כן אפשר שגם בחברות הליסינג, המסווגות לענף זה, פחת האשראי הבנקאי, על רקע ירידה בפעילותן.

⁴¹ בהתבסס על האשראי למגזר העסקי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות, ללא "בנק אגוד".

⁴² מניתוח ענפי משק אנו למדים שתופעה זו – הרחבת האשראי ברבעון הראשון ואז צמצומו ברבעון השני – בולטת במיוחד בענפי התעשייה, המידע והתקשורת, אספקת החשמל ובמידה מסוימת גם בענף המסחר. יתרת האשראי של ענפים אלו צמחה עם תחילת המשבר ב-12 מיליארד ש"ח, אך הצטמצמה ב-7.5 מיליארד לאחר מכן. נציין כי האפשרות של עסקים קטנים ובינוניים לניצול מסגרות אשראי מצומצמת הרבה יותר משל הגדולים, ולכן אנו רואים תופעה זו בעיקר בעסקים הגדולים.

⁴³ שיעור הגידול הרבעוני של האשראי לעסקים גדולים ועסקים קטנים עומד בשנתיים האחרונות על כ-2% וכ-1%, בהתאמה.

⁴⁴ בתחילת המשבר עסקים קטנים ובינוניים דיווחו על עלייה בחומרת מגבלת האשראי (קשיי מימון), וזו התמתנה לאחר מכן עם הקמת הקרנות. האשראי שניתן לעסקים קטנים במסגרת קרנות אלו שיעורו כמחצית מהאשראי החדש (מעל שנה) שהבנקים נתנו לעסקים קטנים בתקופת זו.

⁴⁵ בהנחה סבירה שההלוואות בקרנות לא נפדו, משום שהן ניתנו לתקופה שמעל שנה.

⁴⁶ בענף הבינוני ממוצע הגידול השנתי בשנים 2018 ו-2019 היה כ-11% (אף כי רוב הגידול ב-2018 מוסבר בשינוי רגולטורי, ולכן גם ממוצע זה חריג יחסית), ואילו בענף הפעילות בנדל"ן הצמיחה הממוצעת בשנים אלו עמדה על כ-7%.

⁴⁷ בעקבות הקלות שניתנו לשוכרים בנכסים שלהן כתוצאה מהמשבר.

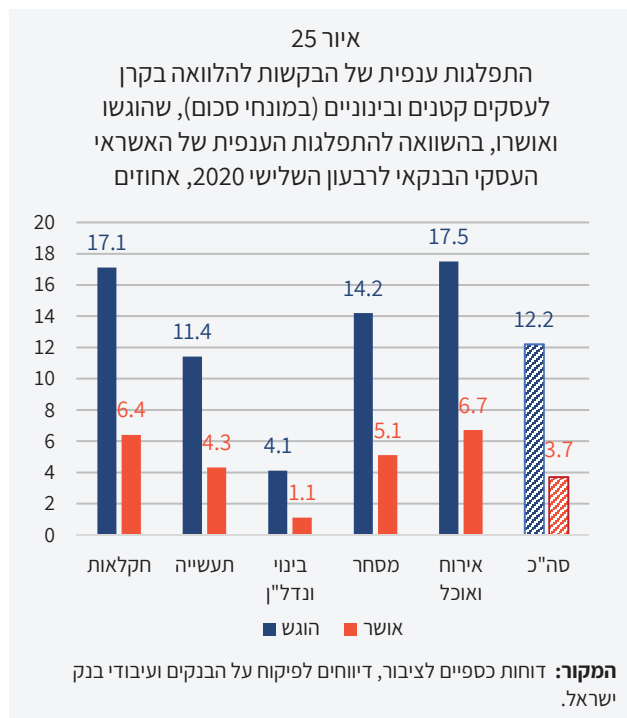
⁴⁸ החשיפה של המערכת הבנקאית לענף זה אינה גבוהה – כ-3.5%.

קרנות האשראי בערבות המדינה

בעקבות משבר הקורונה הקימה המדינה קרנות הלוואה בערבות בהיקף של כ-46 מיליארד ש"ח (לוח 3)⁴⁹, שהם כ-5% מסך האשראי למגזר העסקי. ספקי האשראי העיקריים של קרנות אלה הם שבעת הבנקים הגדולים. הקרן הגדולה ביותר במסגרת זו – **הקרן לעסקים קטנים ובינוניים במסלול רגיל** – הגיעה בסוף ספטמבר לניצול מקסימלי (18 מיליארד ש"ח), ולכן היא הורחבה בתחילת אוקטובר בסכום זהה; אך מסוף אוגוסט הלך ופחת מספר בקשות האשראי שהוגשו לה – אולי משום שמרבית העסקים הפוטנציאליים לקבלת הלוואה (לפי תנאי הקרן) כבר ניצלו עד אז את זכותם לעשות זאת⁵⁰. בסוף חודש יוני הוקמו **הקרן לעסקים קטנים בסיכון מוגבר** בהיקף של כ-4 מיליארד ש"ח, ושיעור הניצול שלה נמוך יותר – אולי בשל קריטריונים נוקשים יותר מאשר במסלול הרגיל (עסקים חדשים ועסקים שנפגעו משמעותית במשבר) – וכן **הקרן לעסקים גדולים**, שבה שיעורי הניצול נמוכים אף יותר, מספר הבקשות להעמדת אשראי נמוך וקצב הגידול זניח. מסבירה זאת, כנראה, העובדה שהעסקים הגדולים נהנים ממקורות מימון טובים יותר, שכן עם ירידת התשואות בשוק ההון התאפשר להם לגייס חוב גם ממקורות חוץ-בנקאיים. (ראו ניתוח הנפקות האג"ח בהמשך הפרק).

לוח 3						
סיכום פעילות בקרנות האשראי בערבות המדינה, נכון ל-22/11/2020						
שיעור הבקשות שאושרו		שיעור ניצול	אשר עד כה (מיליארדים)	מסגרת כוללת בקרן (מיליארדים)	גובה הערבות בקרן	סוג מסלול הקרן
במונחי כמות	במונחי סכום					(בסוגריים – מספר הבקשות שהוגשו)
32%	58%	54%	19.3	36	15%	קרן לעסקים קטנים ובינוניים
48%	82%	43%	1.7	4	60%	מסלול רגיל (97,123) עסקים בסיכון (3,922)
48%	51%	23%	1.4	6	12%	קרן לעסקים גדולים (73)
33%	58.60%	49%	22.4	46		סה"כ

מקור: דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.



בקרן לעסקים קטנים ובינוניים במסלול הרגיל היחס בין הבקשות שהוגשו (במונחי סכום) ליתרת החוב הבנקאי גבוה מ-12%, אך מתוכן (במונחי סכום) אושרו פחות משליש, ומשקלן ביתרת החוב הבנקאי 3.7% (איור 25). בענפי האירוח והאוכל ובענף החקלאות היחס בין סכומי הבקשות שאושרו והוגשו לבין החוב הבנקאי לענפים אלו גבוה בהשוואה ליתר הענפים; משמע שהם קיבלו אשראי מעבר לחלקם בהתפלגות החוב הבנקאי. הדבר מעיד כי גידול האשראי אצלם נועד בעיקרו להתמודדות עם ההרעה בפעילות ולא למיחזור חוב. כך גם בענף המסחר, אך בשיעורים נמוכים יותר. לעומת זאת בענפי הבינוי והנדל"ן משקל ההלוואות בקרן בסך החוב הענפי קטן יותר. ייתכן שההסבר לכך הוא שחלק מרכזי בחוב הבנקאי לענפים אלו הוא של עסקים גדולים, ולכן ההשוואה להתפלגות הענפית של סך החוב הענפי מוטה.

⁴⁹ במהלך חודש דצמבר 2020 החליט החשב הכללי על שורה של שינויים בפעילות הקרנות כדי להרחיב את הסיוע לעסקים. בין היתר שונו תנאי הסף הנדרשים במסגרת המסלול המוגבר, והיקף ההלוואה לעסקים הורחב.

⁵⁰ ככלל, לאחר שבקשה אושרה לא ניתן להגיש בקשה נוספת. יחד עם זאת, אם העסק קיבל רק חלק מהסכום שהוא זכאי לו (לפי תנאי הקרן), יש באפשרותו להגיש בקשה להלוואה משלימה, כך שבמסגרת הקרן ניתן לקבל הלוואה מעד שני גופים מממנים לכל יותר. (את ההגשה להלוואה משלימה ניתן להגיש מייד עם קבלת ההלוואה המקורית.) כמו כן, אם הבקשה נדחתה, ניתן להגיש בקשה נוספת לגוף מממן אחר (גם לקרן לעסקים בסיכון מוגבר).

תוכנית ההלוואות המוניטריות של בנק ישראל

במטרה לעודד את היצע האשראי הבנקאי לעסקים קטנים וזעירים החל בנק ישראל בחודש אפריל להקצות למערכת הבנקאית הלוואות לטווח של 3 שנים בריבית קבועה של 0.1%. במסגרת התוכנית הקצה הבנק 19.6 מיליארד ש"ח עד סוף דצמבר 2020, וכנגד הקצאה זו הבנקים דיווחו על מתן אשראי לעסקים קטנים וזעירים בסך 34 מיליארד ש"ח. האשראי שניתן במסגרת תוכנית זו אינו תחליפי לאשראי מקרנות האשראי שבערבות המדינה (ייתכן אפוא שהוא ניתן במקביל), וזאת כדי לעודד את היצע האשראי וגם לתמוך במדיניות המוניטרית המרחיבה. ואולם מאחר שהאשראי לעסקים הקטנים והבינוניים צמח בשלושת הרבעונים של 2020 רק ב-4 מיליארד ש"ח, אנו מסיקים כי חלק מרכזי מתוכנית זו וכן מהאשראי בקרנות איפשר את מיחזור החוב. לקראת סוף אוקטובר 2020 החליטה הוועדה המוניטרית על השקת נדבך חדש בתוכנית להקלת האשראי לעסקים קטנים וזעירים בהיקף של עד 10 מיליארד ש"ח, נדבך אשר יופעל עד סוף חודש יוני 2021. במסגרת הנדבך יספק בנק ישראל למערכת הבנקאית הלוואות לטווח של ארבע שנים בריבית קבועה של מינוס 0.1%.

נוסף על כך, כחלק מהרחבת סט הכלים המוניטריים, הודיע בנק ישראל במהלך חודש דצמבר 2020 כי הוא יחל לבצע עסקות ריפו עם נותני אשראי חוץ-בנקאיים המפוקחים על ידו (חברות כרטיסי אשראי) או על ידי רשות שוק ההון, בכפיפות להעמדת אשראי לעסקים קטנים וזעירים⁵¹.

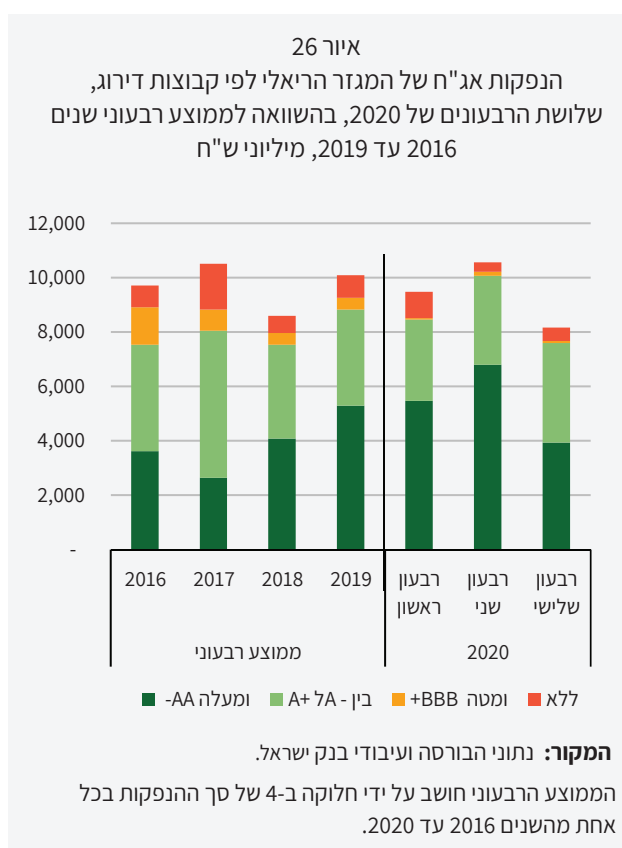
האשראי-החוץ בנקאי

האשראי העסקי החוץ-בנקאי עמד באוקטובר 2020 על כ-493 מיליארד ש"ח, והוא מחולק למספר סגמנטים, שהעיקריים ביניהם (ללא תושבי חוץ) הם אג"ח החברות וההלוואות מהגופים המוסדיים. בשנים שלפני המשבר החל להתפתח ערוץ נוסף של ספקי אשראי חוץ-בנקאי, אשר הגדיל את נגישות האשראי לעסקים קטנים ובינוניים.

האשראי שניתן על-ידי **הגופים המוסדיים** עמד באוקטובר על כ-82 מיליארד ש"ח – ירידה של כ-5% לעומת תחילת השנה. בחודשים שקדמו למשבר צמח ערוץ זה של אשראי, שניתן בעיקרו לעסקים גדולים, בשיעורים גבוהים – שיעור צמיחה שנתי של כ-6% בממוצע בשנתיים האחרונות.

האג"ח התאגידיות⁵² של **המגזר הריאלי** – ברביע הראשון של השנה הסתמנה ירידה בהנפקות האג"ח בבורסה ביחס לממוצע הרבעוני של השנים האחרונות, תוצאת עצירה כמעט מוחלטת שלהן בחודש מרץ, עם תחילתו של המשבר, אך כבר במהלך חודש אפריל נרשמה עלייה בחזרה לממוצע ההנפקות החודשי. זו נמשכה גם בחודשים שלאחר מכן ובלטה ברבעון השני של השנה (איור 26). לעומת זאת ברבעון השלישי, על אף השקת תוכנית רכישות האג"ח הקונצרניות של בנק ישראל⁵³, הייתה האטה מסוימת בהנפקות, והן הסתכמו בהיקף נמוך מהממוצע הרבעוני של השנים האחרונות. נתוני תחילת הרביע הרביעי (חודש אוקטובר) מצביעים על עלייה, שוב, של ממוצע ההנפקות החודשי (מעט יותר מ-3 מיליארד ש"ח).

בשני הרבעונים שלאחר פרוץ המשבר (השני והשלישי של השנה) מרבית ההנפקות (כ-94%) היו בדירוג A- ומעלה,



⁵¹ להרחבה ראו: <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/13-12-20.aspx>

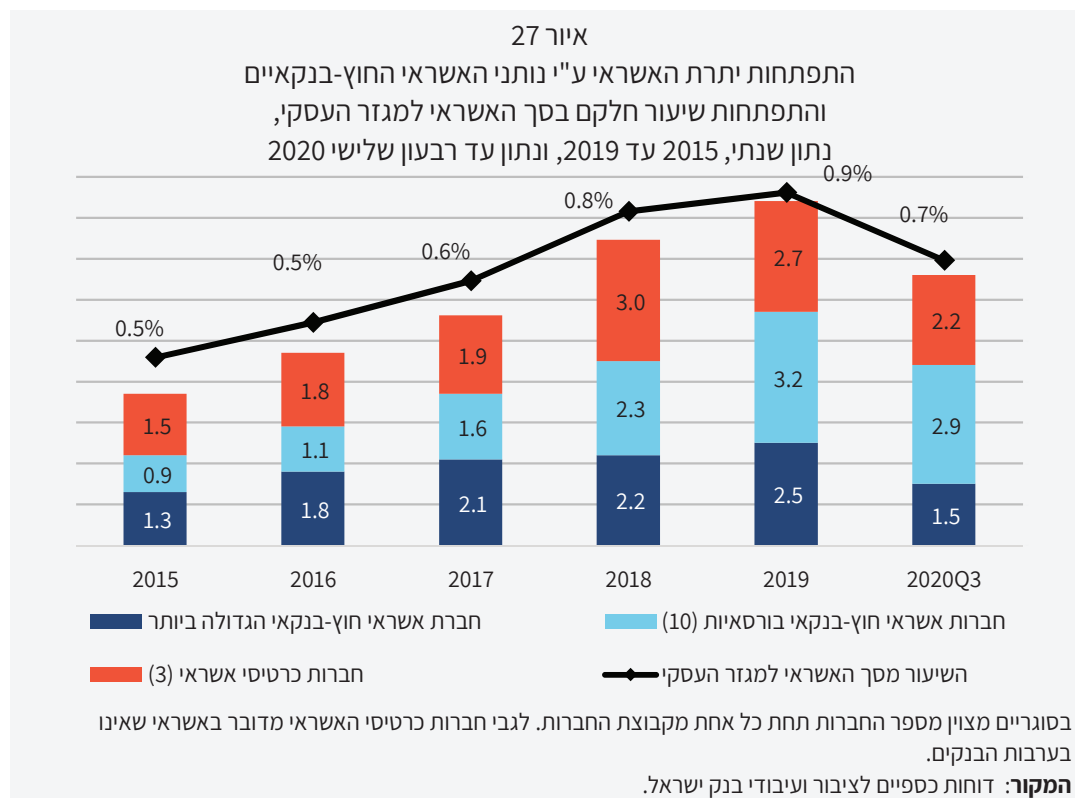
⁵² בניתוח הנפקות האג"ח לא כללנו אג"ח מובנות, זרות, בנקים, ביטוח וחברות ממשלתיות.

⁵³ תוכנית שהושקה בתחילת חודש יולי השנה בהיקף של כ-15 מיליארד ש"ח. עד כה התערבות בנק ישראל בשוק האג"ח המשני הסתכמה בהיקף של כ-3.5 מיליארד ש"ח. התערבותו באג"ח הקונצרניות הייתה בהיקפים זניחים בהשוואה להתערבותו באג"ח הממשלתיות. ולכן ההתערבות באג"ח הממשלתיות בתחילת המשבר תרמה יותר להורדת התשואות ולגידול ההנפקות.

מעל לממוצע בשנים 2015 עד 2019 (כ-84%). ההסבר לכך הוא שמרווחי התשואות של קבוצות הדירוג הגבוהות חזרו לרמתם טרם המשבר, ולא כן אלה של קבוצות הדירוג הנמוכות יותר. בבחינה **ענפית** בולט ענף הבינוי והנדל"ן (ובפרט חברות הנדל"ן המניב) שאחראי לכשני שלישים מההנפקות במהלך תשעת החודשים הראשונים של השנה. זאת הן כתוצאה מצפי גבוה של פדיונות ב-2021 והן בעקבות ירידה בפעילות, שהביאה לעלייה מסוימת במינוף של החברות. (ראו גם תיבה 2). הרקע לשמירה על רמה ממוצעת גבוהה יחסית של הנפקות בכלל (כ-29 מיליארד ש"ח) במהלך התקופה הזאת הוא צפי לפדיונות גבוהים, כ-34 מיליארד ש"ח, במגזר הריאלי ב-2021 לעומת 31 מיליארד ש"ח ו-29 מיליארד ב-2020 ו-2019, בהתאמה.

ספקי האשראי החוץ-בנקאי לעסקים הקטנים והבינוניים⁵⁴ – בניגוד לצמיחה החיובית והמהירה שאפיינה את השנים שלפני המשבר, הייתה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2020 ירידה של למעלה מחמישית (כ-1.7 מיליארד ש"ח) ביתרת האשראי שמספקים גופים אלו. מאיור 27 עולה שעיקר הירידה בתקופה זו היה בחברה בורסאית אחת (הגדולה שבהן), יותר משליש, דהיינו כמיליארד ש"ח, וכחצי מיליארד ש"ח נוספים ירדו בחברות כרטיסי האשראי (כ-20%). ביתר החברות הבורסאיות ירדה היתרה ב-8% (ירידה שנבעה בעיקר מהחברה שהחזיקה את תיק האשראי השני בגודלו). תוצאה זו ניתן להסביר בתהליכים מקבילים של ירידת הביקוש לאשראי חוץ-בנקאי וקיצוב אשראי ("טיוב תיק הלקוחות") ללקוחות מסוכנים יחסית⁵⁵.

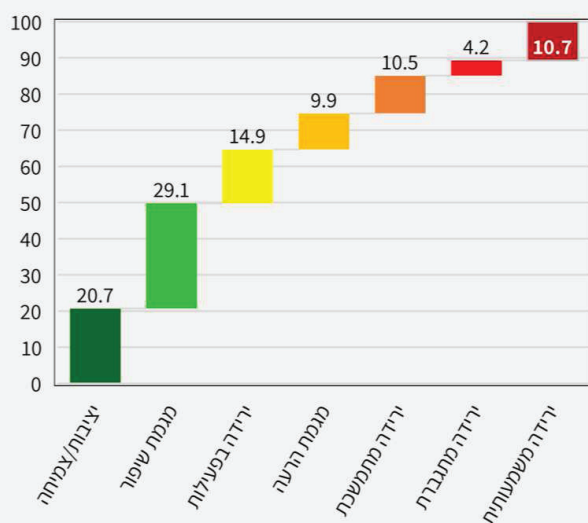
בחברות כרטיסי האשראי ובחברה הבורסאית הגדולה מאפייני הסיכון של הלווים דומים ונחשבים למסוכנים פחות מאלה של הלווים מחברות האשראי החוץ-בנקאי האחרות. (האינדיקציה שיש לנו לכך היא הריביות שהחברות גובות). ייתכן שחלק מהלווים הפחות מסוכנים קיבלו מענה במסגרת קרנות האשראי בערבות המדינה והתוכנית האמורה של בנק ישראל, אשר עודדו את העמדת האשראי לעסקים קטנים ובינוניים בתנאים שעשויים להיות טובים מאלו שמציעות חברות האשראי החוץ-בנקאי; לוויים מסוכנים יותר, או כאלה שהסיכון שלהם עלה בעקבות המשבר, סביר שלא קיבלו מענה במסגרת אותן תוכניות, וגם לא מחברות כרטיסי האשראי ומהחברות הבורסאיות הגדולות יותר, בשל טיוב תיקי לקוחותיהן, ולכן פנו לחברות האחרות, המאופיינות בלוויים מסוכנים יותר.



⁵⁴ ישנם שני נותני אשראי עיקריים המספקים לציבור מידע זמין – חברות כרטיסי האשראי והחברות הפועלות בעיקר בניכיון צ'קים שנסחרות בבורסה.

⁵⁵ ייתכן שגם מגבלת מקורות המימון לנותני האשראי החוץ-בנקאיים, על רקע המח"ם הקצר של התחייבויותיהם והקושי למחזר אותן בתקופת משבר (לניתוח מקורות המימון, ראו בהמשך פרק העמידות של חברות האשראי החוץ-בנקאי) גרמה לירידה בהיצע האשראי שהם מספקים, לפחות בראשיתו של המשבר, כאשר התשואות על האג"ח היו גבוהות והגיעו לשיעורים דו-ספרתיים.

איור 28
שיעור העסקים שחוו ירידה במחזורי העסקות בחודשים
מרץ עד אוגוסט, אחוזים



המקור: רשות המיסים ועיבודי בנק ישראל.

איור זה מבוסס על ניתוח נתוני המע"מ שבוצע על-ידי רשות המיסים (פורסם ב-18.11.2020) על-סמך דיווחי העוסקים לשלוש תקופות דו-חודשיות: מרץ-אפריל; מאי-יוני; יולי-אוגוסט. העסקים חולקו ל-4 קטגוריות (ירידה חזקה, ירידה מתונה, יציבות ועליה חזקה), בכל אחת מהתקופות הדו-חודשיות, לפי שיעור השינוי של מחזור העסקאות ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. בהתאם לכך ריכזנו את הקטגוריות המוצגות באיור, כדלהלן:

ירידה משמעותית: מתייחסת לירידה פעילות חזקה (מעל 50%) לאורך שלוש התקופות. **ירידה מתגברת:** מתייחסת לירידת פעילות במרץ-אפריל ומאי-יוני (מתונה או חזקה) וירידה חזקה (מעל 50%) ביולי-אוגוסט. **ירידה מתמשכת:** מתייחסת לירידת פעילות במרץ-אפריל ומאי-יוני (מתונה או חזקה), אך ביולי-אוגוסט ירידה מתונה. **מגמת הרעה:** מתייחסת לירידה פעילות חזקה (מעל 50%) ביולי-אוגוסט או שתי תקופות רצופות של ירידה בפעילות (לאחר תקופת יציבות/צמיחה). **ירידה בפעילות:** מתייחסת לעסקים שחוו ירידה בפעילות (מתונה או חזקה) – אך לא רציפה או במגמה ברורה. **מגמת שיפור:** מתייחסת ליציבות/צמיחה במחזור לאחר תקופה או שתיים של ירידה בפעילות. **יציבות/צמיחה:** מתייחסת למצב של ירידת מחזורים קטנה (עד 15%) או צמיחה במחזורים.

האינדיקטורים לפעילות המגזר העסקי ואיכות האשראי

מתחילת המשבר, בששת החודשים מרץ עד אוגוסט, כמחצית מהעסקים חוו פגיעה כלשהי בפעילות ביחס לתקופה המקבילה אשתקד (איור 28). הפגיעה חזקה יותר ככל שהעסק קטן יותר, וככל שהוא משתייך לענף שבו הוטלו מגבלות מחמירות יותר⁵⁶. מתוך העסקים שנפגעו, בכ-10.7% ירדו המחזורים ירידה משמעותית (גדולה מ-50%) בששת החודשים מרץ עד אוגוסט ו-4.2% נוספים חוו ירידה מתגברת בפעילות. חשוב להתייחס גם לעסקים שסבלו ממגמת ירידה חדה בפעילות רק בחודשים יולי-אוגוסט (כ-10% מכלל העסקים), אף שבהם מגבלות הממשלה היו זעירות, והפעילות בישראל הייתה גבוהה ביחס לחודשים הקודמים של המשבר.

הסתכלות ממוקדת בחודשים יולי-אוגוסט בלבד מעלה כי בכ-22% מהעסקים הייתה ירידה משמעותית (של מעל ל-50%) בפעילות, וביניהם כ-12% מהעסקים – ירידה המשקפת חוסר פעילות (80% ומעלה)⁵⁷. מדובר בכ-65 אלף עסקים פעילים מתוך אלה שהגישו לרשות המסים דיווח⁵⁸ לחודשים יולי-אוגוסט, ולגביהם יש הסתברות גבוהה שהעסק ייסגר, אך הם טרם הגישו בקשת סגירה⁵⁹.

היקפי דחיות התשלומים⁶⁰ – נתונים שעשויים ללמד על

עליית הסיכון של הלווים במגזר העסקי הם היקפי דחיות התשלומים במערכת הבנקאית, שמהם בולטת במיוחד הפגיעות של העסקים הקטנים. מספר ההלוואות שתשלומיהן נמצאות בדחייה, נכון לסוף נובמבר 2020, עומד על כ-49 אלף, מרביתן (כ-46 אלף) של עסקים זעירים⁶¹. חשוב לציין שנכון למועד האמור, לגבי 104 אלף הלוואות נוספות הסתיימה תקופת הדחייה, ושיעור קטן של 0.9% מהחוב שנדחה ותשלומיו התחדשו נמצא עדיין בפיגור.

יתרת האשראי למגזר העסקי שבדחייה, נכון ל-30/11/2020, היא כ-14 מיליארד ש"ח. סכום זה הוא כ-3% מסך החוב הבנקאי של המגזר העסקי, וניכר כי ככל שהעסק קטן יותר משקל האשראי שבדחייה מסך יתרת האשראי גדול יותר והוא נדחה לזמן רב יותר. שני האספקטים בולטים במיוחד בעסקים הזעירים (איור 29 ואיור 3.1). חשוב להבהיר כי הדחיות אינן באות

⁵⁶ לשם ההמחשה – בששת החודשים מרץ-אוגוסט, בממוצע, כ-43% מהעסקים שהמחזור שלהם עד 300 אלף ש"ח רשמו ירידה במחזור של למעלה מ-40%, כ-32% מהעסקים שהמחזור שלהם 300 אלף ש"ח עד 20 מיליון ש"ח רשמו ירידה זו; ורק כ-18% מהעסקים שמחזורם מעל 20 מיליון ש"ח רשמו ירידה של למעלה מ-40%. הענפים הבולטים הם אמנות ובידור, אירוח ואוכל ותחבורה ואחסון.

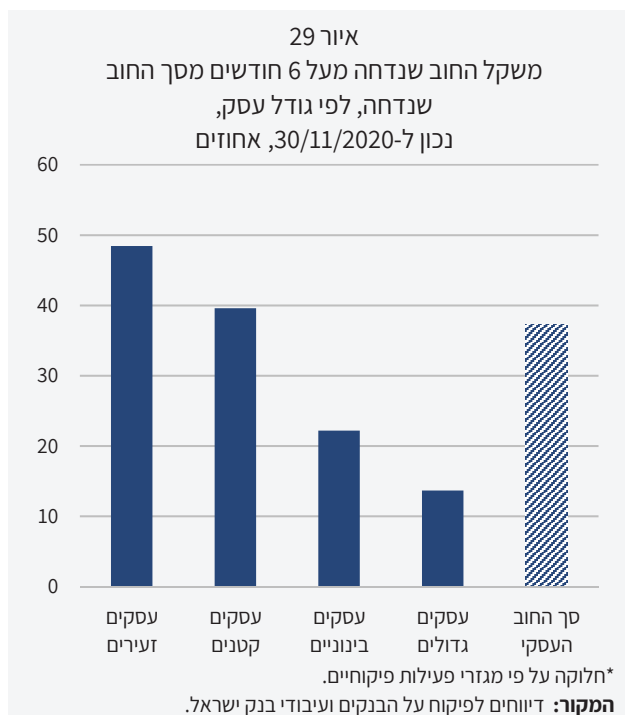
⁵⁷ משמע שב-10% מהעסקים אשר נסקרו הירדה הפעילות ביותר מ-50%, אך בפחות מ-80%, וב-12% מהעסקים הייתה ירידה גדולה מ-80%. יחד מדובר ב-22% מהעסקים.

⁵⁸ ניתוח זה מבוסס על סקירה של רשות המסים לחודשים יולי-אוגוסט. מתוך 635 אלף עוסקים מורשים, כ-541 אלף עסקים הגישו דיווחים ליולי-אוגוסט. הסקירה והניתוח התבססו על כ-447 אלף עסקים (שלגביהם הנתונים בני-השוואה).

⁵⁹ על פי נתוני רשות המסים, במהלך החודשים ינואר-ספטמבר 2020 נסגרו כ-14 אלף עסקים בלבד, ירידה של 33% בהשוואה לתשעת החודשים המקבילים ב-2019. יחד עם 65 האלף האמורים מדובר על כ-80 אלף עסקים, לעומת כ-43 אלף עסקים שנסגרו בממוצע בשנה.

⁶⁰ ב-7 למאי 2020 הודיע הפיקוח על הבנקים על מתווה מקיף לדחיית תשלומי הלוואות לתקופה של שישה חודשים כסיוע ללקוחות הבנקים בהתמודדות עם השלכות משבר הקורונה, והמערכת הבנקאית אימצה את המתווה. המועד האחרון להגשת הבקשה לדחיית תשלומי הלוואות היה 31/12/2020.

⁶¹ עסק מוגדר כזעיר אם מחזור פעילותו נמוך מ-10 מיליון ש"ח.



לידי ביטוי באופן מלא במדדי איכות האשראי של המערכת הבנקאית. (לשם ההמחשה: בעסקים הזעירים והקטנים משקל האשראי שבדחייה הוא כ-5% מיתרת האשראי, בעוד ששיעור ההוצאה להפסדי אשראי מיתרת האשראי עבור מגזר עסקים זה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2020 הוא כ-1% בלבד).

נתוני **החזרות הצ'קים**⁶² מעידים גם הם על עלייה בסיכון וירידה בפעילות של המגזר העסקי, בפרט בקרב העסקים הקטנים. במהלך שבעת החודשים מתחילת המשבר פחת מספר הצ'קים שהוצגו בכ-25% לעומת תקופה מקבילה באורכה ב-2019, עדות לירידה בפעילות⁶³. שיעור הצ'קים שהוחזרו ביחס לצ'קים שהוצגו מאמצע מרץ עד אמצע אוקטובר עמד על 3.54%, לעומת 2.63% ב-2019 כולה. בתחילת המשבר, עם הודעת הפיקוח על הבנקים, בסוף חודש מרץ, כי הבנקים המסחריים ובנק הדואר ישהו הגבלות על לקוחות ועל חשבונות הבנק שלהם בשל צ'קים שחזרו מסיבת העדר כיסוי, היה שיעורם של אלה גבוה (בממוצע יותר מ-5%), אך בהמשך פרסם הפיקוח על

הבנקים הבהרות לגבי הסנקציות והמחיר הכלכלי של אי-פירעון צ'קים, ועם היציאה מהסגר הראשון מספר הצ'קים החוזרים ירד והתייצב בשיעור הגבוה רק במקצת מזה של 2019 (ממוצע של כ-3% בחודשים מאי עד אוקטובר).

בבחינה של סיבת ההחזרה ובהשוואה לאותו מספר חודשים ב-2019 עולה כי יותר מפי שניים מהצ'קים בוטלו (לוח 4), מה שעשוי להעיד הן על ירידה בפעילות העסקים (למשל, ביטול צ'קים לספקים בשל צפי לירידת הביקוש לסחורות) והן על חשש של יחידים ועסקים לאי כיסוי של הצ'ק. בבחינת הצ'קים שהוחזרו ללא כיסוי בולטות עלייה בעסקים הקטנים והגדולים וירידה אצל היחידים והעוסקים, ממצא המעיד על גידול הסיכון של עסקים.

לוח 4							
מספר הצ'קים שחוזרים (באלפים), לפי סיבת החזרה							
צ'קים שהוחזרו ללא כיסוי				צ'קים שבוטלו			
סה"כ	עסקים גדולים	עסקים קטנים	יחיד ועוסק	סה"כ	עסקים גדולים	עסקים קטנים	יחיד ועוסק
508	52	28	428	145	32	17	96
חלק יחסי של 7 חודשים ב-2019							
511	74	43	394	310	89	48	173
1 ^{מרץ עד אוקטובר 2020}							
1%	42%	55%	-8%	114%	175%	187%	81%
שיעור הגידול בהשוואה לחלק היחסי							

¹ בהנחה שהצ'קים שחוזרים מתפלגים באופן אחיד על פני השנה.
מקור: דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

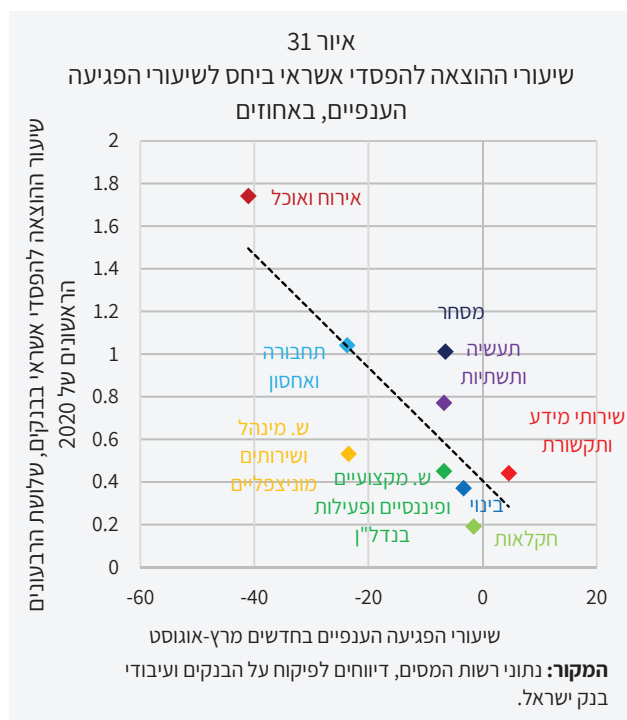
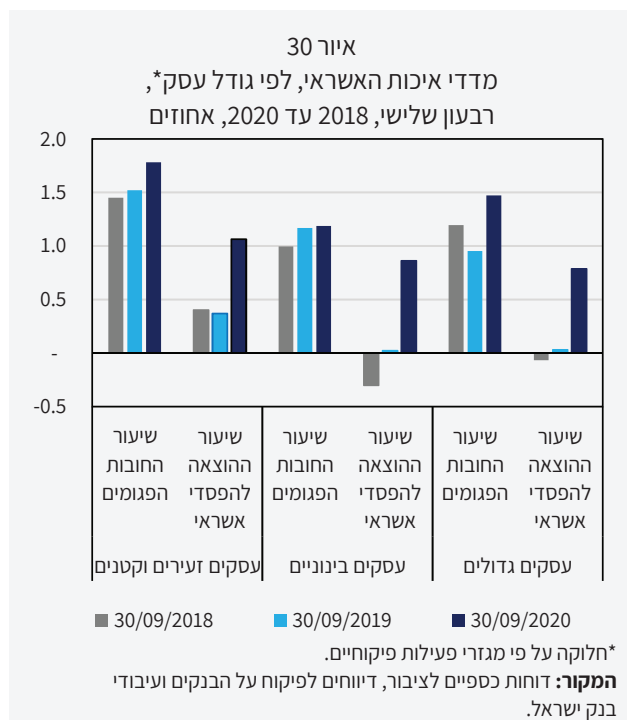
מדדי איכות האשראי – הירידה בפעילות העסקים והעלייה בפגיעותם הגבירה במידה מסוימת את ההסתברות לכשלי אשראי, כפי שמראים מדדי איכות האשראי. בכל מגזרי הפעילות גדלה ההוצאה להפסדי אשראי בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד⁶⁴ (איור 30). שיעור החובות הפגומים ושיעור ההוצאה להפסדי אשראי הגבוהים ביותר הם בעסקים הקטנים, אך הפער לעומת מגזרי העסקים האחרים קטן, וזאת אף על פי שבמגזר העסקים הקטנים נרשמו דחיות רבות יותר, ושיעור האשראי אשר בגינו נדחו תשלומים ביחס לתיק האשראי גבוה יותר מאשר במגזרי העסקים האחרים. את הירידה של מדדי איכות האשראי בעסקים הגדולים ניתן לייחס לעלייה בסיכון של ענף הכרייה והחציבה.

⁶² ניתוח זה נעשה בחלק האשראי למגזר העסקי, משום שמרבית הצ'קים, גם אלו שרושמים יחידים, מופנים לעסקים. מתוך כל הצ'קים המוצגים לבנקים יש שחוזרים לכותבם, והסיבות לכך הן ביטול על ידי כותב הצ'ק, העדר כיסוי מספיק, אי-תקינות של הצ'ק ועוד.

⁶³ עם זאת ייתכן שחלק מהירידה נבע מגידול השימוש במזומן ומ"כלכלת צל" (shadow economy).

⁶⁴ בחלק זה מנותחים נתונים רבעוניים בשנים מקבילות, בשונה מהניתוח שמוא בחלק המערכת הבנקאית.

מדדים לאיכות האשראי המאזני למגזר העסקי, לפי ענפי משק, חמשת הבנקים הגדולים, ספטמבר 2018 עד ספטמבר 2020									
לוח 5									
ענף	שיעור ההפרשה להפסדי אשראי			שיעור החוב הפגום			שיעור החוב הבעייתי		
	30/09/2020	30/09/2019	30/09/2018	30/09/2020	30/09/2019	30/09/2018	30/09/2020	30/09/2019	30/09/2018
משקל האשראי לענף מסך האשראי למגזר העסקי									
תקלאות	1.69	1.30	1.25	1.33	1.34	1.12	3.48	3.62	3.73
כרייה וחציבה	26.86	0.72	0.75	42.06	0.27	0.46	44.06	0.49	0.46
תעשייה וזרועות	2.61	2.12	2.10	2.45	2.65	2.37	5.89	5.96	5.59
אספקת חשמל ומים	1.50	0.81	1.04	2.04	0.28	1.73	7.43	7.94	8.84
בינוי	1.22	1.01	1.07	1.04	1.34	1.80	2.14	2.48	3.65
פעילויות בנדל"ן	1.64	1.18	1.15	1.05	1.49	1.82	3.49	3.60	2.81
מסחר	2.85	2.07	1.97	1.74	1.59	1.36	4.14	3.32	3.20
חברות ואחסנה	2.60	1.20	1.00	2.51	1.10	1.19	8.01	3.15	3.00
אירוח ואכל	2.98	1.16	1.26	1.77	2.41	2.62	6.30	3.67	5.08
מידע ותקשורת	4.47	4.32	2.88	4.63	4.31	4.34	5.38	5.96	5.26
חברות אחזקה	1.58	1.00	1.36	0.02	0.09	0.10	2.08	0.10	2.24
גופים מוסדיים	0.59	0.45	0.60	3.78	4.17	3.34	3.80	4.25	5.02
שירותים פיננסיים - אחר	1.33	0.87	0.90	0.14	0.06	0.11	0.52	0.14	0.23
שירותים עסקיים ואחרים	3.12	1.53	1.44	1.63	1.07	0.87	4.13	2.14	1.97
שירותים ציבוריים וקהילתיים	1.09	0.78	0.75	0.46	0.47	0.54	1.48	1.13	1.32
סך הכל מגזר עסקי	2.15	1.42	1.41	1.71	1.45	1.58	3.91	3.15	3.35
מקור: דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.									



עוד נציין כי גם אצל **ספקי האשראי החוץ-בנקאי** עלה שיעור ההוצאה להפסדי אשראי פי שניים, ושיעור ההוצאה הזאת דומה לשיעורה בבנקים בגין מגזר העסקים הזעירים והקטנים. זאת אף על פי שהלווים מחברות האשראי החוץ-בנקאיות נחשבים למסוכנים יותר (על פי ההבדלים בריביות⁶⁵). יתכן כי חברות אלו דחו תשלומים לעסקים שנקלעו לקשיים, כך שהדחיות באו לידי ביטוי באופן חלקי במדדי איכות האשראי.

בבחינה ענפית ניכר כי כל מדדי איכות האשראי של המגזר העסקי במערכת הבנקאית כמעט בכל הענפים ירדו בשלושת הרבעונים הראשונים של 2020 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד (לוח 5). הענף הבולט ביותר מבחינה זו הוא הכרייה והחציבה. נציין כי בגין רוב הענפים ההפרשה להפסדי אשראי היא **קבוצתית**. הסבר אפשרי לכך הוא שבבנקים התממשות הסיכונים של לוויים ספציפיים עדיין אינם בהירים, בין היתר על רקע ההקלות שניתנו לעסקים לגבי דחיית תשלומי ההלוואות. ניתן ללמוד זאת גם מבחינת שיעורי המחיקות (שבשלב זה לא גדלו במידה חריגה), וגם מניתוח המדדים השונים לאיכות האשראי. כך בענפים מסוימים עלתה ההפרשה להפסדי אשראי, אך לא הייתה עלייה דומה בשיעור החוב הבעייתי והפגום. (מבחינה זו בולטים ענפי הבינוי והנדל"ן וענף התעשייה, שחלקם, יחד, באשראי העסקי הבנקאי כ-44%).

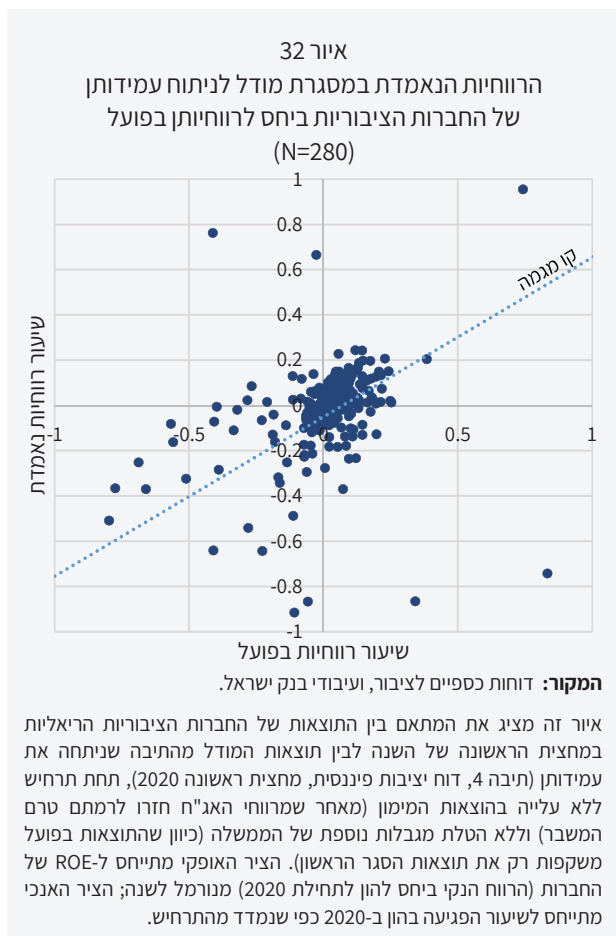
ענפים שבולטת בהם הרעה של כל מדדי איכות האשראי הם המסחר, התחבורה והאחסנה והאירוח והאוכל – ענפים שנפגעו מאוד במהלך המשבר. מבחינת המשקל בסך האשראי הבנקאי למגזר העסקי, המהותי ביותר שבהם הוא ענף המסחר (כ-17% מאשראי זה). מאיור 31 ניתן ללמוד כי הפגיעה בפעילות הריאלית משתקפת בהפסדי האשראי של המערכת הבנקאית (מתאם שלילי של -0.8), אך הואיל ומרבית ההפרשה היא, כאמור, קבוצתית, לא ניתן לייחס אותה להתממשות של סיכונים, וכמובן לא לנאותות ההפרשה.

אינדיקטורים לעמידות החברות הציבוריות

מניתוח ענפי⁶⁶ עולה כי הענפים הבולטים שבהם ירדו הרווחיות וכוח הפירעון הם הייזום והבנייה והתיירות והתעופה. לעומת זאת בחברות מענף המסחר (כולל מענף ההלבשה וההנעלה) לא ירדו הרווחיות וכוח הפירעון, על אף המגבלות שהוטלו על הענף. במרבית החברות המינוף והנזילות המצרפיים לא נפגעו, ובחלקן אף השתפרו. זאת למעט ענף חברות התיירות והתעופה, שבהן פגיעתו של המשבר הייתה החזקה ביותר.

⁶⁵ שנאמדו במספר דו-ספרתי בחברות האשראי החוץ-בנקאיות, בהשוואה לממוצע נמוך מ-4% בבנקים.

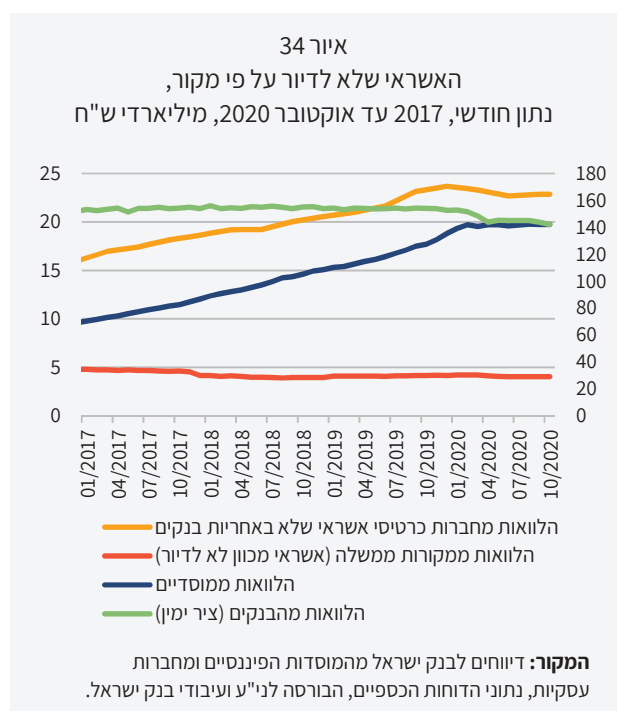
⁶⁶ בניתוח זה השמטנו את ענף הנדל"ן המניב, המנותח בנפרד בתיבה 2, וכן את ענף השירותים הפיננסיים, מפני שניתחנו בנפרד את חברות האשראי החוץ-בנקאיות בחלק העוסק בעמידות.



במסגרת תיבה 4 בדוח היציבות הפיננסית הקודם⁶⁷ חזינו את יכולת האיתנות הפיננסית ואת יכולת הנזילות של החברות הריאליות הנסחרות בבורסה לשנת 2020. אותה תחזית מתואמת באופן חיובי וגבוה (מקדם המתאם – 0.54) עם תוצאות המחצית הראשונה של השנה (איור 32). משמע שתוצאות החברות בפועל תומכות בתוצאות שקיבלנו מן הניתוח בתיבה (גם בהיבט הענפי⁶⁸), ולכן הן מאפשרות לנו להסתמך על התחזית האמורה בהערכת העמידות של החברות הנסחרות בבורסה, בתרחישים שונים. נציין כי גם בתרחיש המחמיר שהוצג בתיבה קיבלנו כי 70% מהחברות אינן צפויות להיקלע לקושי בהון או למצוקת נזילות. וכנגד זאת, 8% מהחברות, שלהן 3% מסך החוב הפיננסי של החברות המנותחות בתיבה, צפויות להיפגע משמעותית בהון ובנזילות.

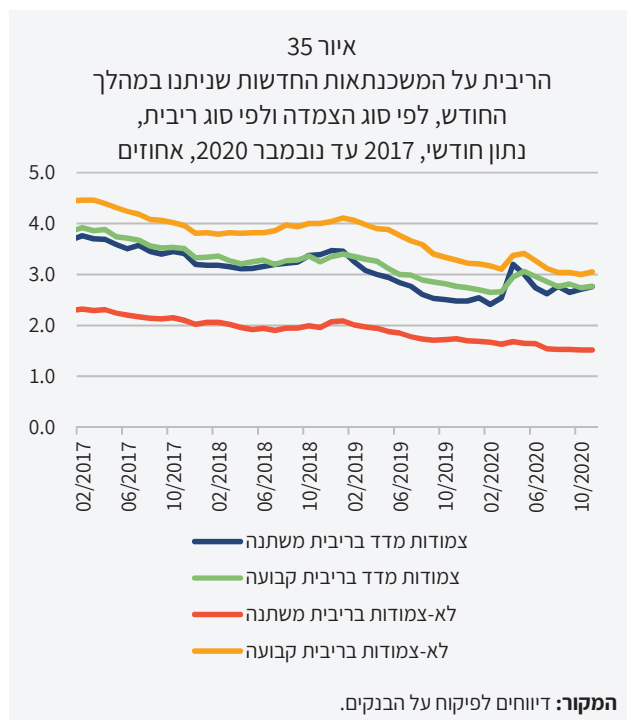
2.3.2 האשראי למגזר משקי הבית

מאז פרוץ משבר הקורונה בארץ, בחודשים מרץ עד אוקטובר, צמח האשראי למגזר משקי הבית ב-1.95%; זאת בהובלת האשראי לדיר, שגדל ב-5.4%, בעוד שהאשראי שלא לדיר התכווץ ב-4.8% (איורים 33 ו-34). מספר המשכנתאות החדשות מהבנקים והיקפן עלו בחדות בחודש מרץ, מתוך חשש לעליית הריביות עקב המשבר, ואלה אכן עלו בכל המסלולים (איור 35). הקדמת נטילת משכנתאות וירידה של מספר העסקאות בדירות בחודשים מרץ-מאי הביאו לירידה



⁶⁷ ראו: <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/11-8-20.aspx>

⁶⁸ בהיבט הענפי קיבלנו במודל כי חברות מענפי הבינו והנדל"ן צפויות לקושי בנזילות, אך לא לפגיעה משמעותית בהון. לעומתן חברות מענף התיירות והתעופה צפויות להיקלע לקושי בהון ובנזילות - ממצא התואם את התוצאות בפועל שתוארו לעיל.



זמנית של ביצועי משכנתאות חדשות, אך כבר בחודש יוני, עם ירידה ניכרת בתחלואה וחזרתם של רוכשי הדירות לשוק, היקף המשכנתאות החדשות בבנקים עלה על 6 מיליארדי שקלים. גם הריביות על המשכנתאות שבו וירדו, בהתאם לירידת התשואות של אג"ח הבנקים, וגם בזכות הורדת הריבית של בנק ישראל, ובמסלולים הלא צמודים הן אף הגיעו לרמות נמוכות מאלה ששררו לפני המשבר. האשראי שלא לדויר ירד אצל כל סוגי המלווים – הבנקים, חברות כרטיסי האשראי והמוסדיים.

האשראי לדויר

ירידה בתחלואה ופתיחת המשק, שהחלה בחודש מאי, הפיחו אופטימיות, אף שמספר המובטלים והנעדרים מעבודתם נותר גבוה. ההתעוררות המהירה של שוק הדויר לאחר תקופת הסגר הראשון יכולה אולי לרמוז כי הרוכשים ניצלו הזדמנויות שנוצרות בעת משבר – אבל יציבות מדד מחירי הדירות לאורך התקופה מאז פרוץ המשבר (למרות תנודות חודשיות) מחלישה השערה זו. הסבר אחר הוא שרוכשי הדירות הפוטנציאליים הם אלה שלא נפגעו בסגר הראשון.

השפעת המשבר על ענפי המשק הייתה לא אחידה, ועובדים חלשים יותר, המרוכזים בענפים שהשכר בהם נמוך יחסית, ספגו את מרבית הפגיעה, ואילו מצבם הכלכלי של העובדים החזקים לא הורע. עובדה זו היא המסבירה, ככל הנראה, את הביקוש הגבוה לדירות ולמשכנתאות. מעידה על כך בחינת היקפי המשכנתאות שניתלו על פי מחירי הדירות שנרכשו בעזרתן: התמהיל אמנם לא השתנה באופן מהותי, אך ניתן לזהות עלייה של שיעור הנכסים ששוויים מעל שני מיליוני ש"ח וירידה של שיעור הנכסים, ששוויים נמוך משני מיליונים, בחודשים מרץ עד נובמבר 2020 ביחס לתקופה לפני פרוץ המשבר⁶⁹.

סך ביצועי המשכנתאות בחודשים מרץ עד נובמבר 2020 היה גבוה בכ-14.6% מאשר בתקופה המקבילה אשתקד, לעומת גידול של כ-2.8% בלבד של מספר עסקות המשכנתה, ומכאן שחלק מהעלייה של סך ביצועי המשכנתאות מאז תחילת המשבר מוסבר בעליית גודל המשכנתה הממוצע. זאת בין היתר תוצאה מעליית חלקן של המשכנתאות שבהן שיעור המימון הוא בין 60% ל-75% בסך המשכנתאות בחודשים אלה. העלייה של ביצועי המשכנתאות התרחשה על רקע ירידה ניכרת של מספר העסקאות בשוק הדויר (ירידה של כ-7.4% בחודשים ינואר עד אוקטובר בהשוואה לחודשים המקבילים אשתקד). חלק מהניגוד מוסבר בעובדה שכ-35% מהתוספת בביצועי המשכנתאות נבעה מאלה שנועדו לרכישת דירות במסגרת התוכנית "מחיר למשתכן". אמנם רוכשי דירות בתוכנית "מחיר למשתכן" (בדומה לשאר רוכשי הדירות הנמצאות בשלבי בנייה) יכולים לשלם ליזמים לפי קצב התקדמות הבנייה, וגם בקרב משפרי דיור, ובמיוחד משפרי דיור בהמתנה (אלה שעדיין לא מכרו את דירתם הישנה), מקובל לדחות תשלומים – אולם ייתכן שלאחרונה רבים הקדימו את נטילת המשכנתאות לאחר ששיעורי הריבית ירדו והתייצבו ברמה הנמוכה.

כשבוחנים את היקפי המשכנתאות החדשות לפי המטרה – רכישת דירות להשקעה, רכישת דירות במסגרת התוכנית "מחיר למשתכן", מיחזור משכנתה מכספי בנק אחר וכל השאר – ניתן לזהות מגמה אחידה: תגובת יתר (overshooting) בחודש מרץ, המתבטאת בעלייה חדה של היקף המשכנתאות שניתנו בחודש זה, וירידה חדה באפריל ומאי (איור 36). בחודשים יוני עד נובמבר 2020 גדל היקף סך הביצועים בכ-13.2% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. גידול זה נבע מעלייה של כ-33% בביצועי המשכנתאות במסגרת התוכנית "מחיר למשתכן" (תופעה צפויה ככל שהתוכנית התקדמה והבשילה), עלייה של 7% בשאר המשכנתאות ועלייה של כ-108% בביצועי המיחזורים מבנק אחר⁷⁰ (כנראה בגלל הירידה בריביות בעקבות הורדת ריבית

⁶⁹ מגבלות התנועה במרחב הציבורי ומעבר לעבודה מהבית ככל הנראה הגדילו את הביקוש לדירות גדולות, מרווחות ומיוחדות (למשל דירות גן). סביר להניח שמשקל הדירות היקרות יותר יגדל גם משום שכאמור, כוח הקנייה של עובדים חזקים יותר נפגע הרבה פחות מזה של העובדים בשכר נמוך יותר.

⁷⁰ במקביל, היקף המיחזורים באותו בנק (אשר אינו נכלל בביצועי משכנתאות חדשות) ביוני-נובמבר 2020 היה גבוה בכ-43% בלבד מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. ייתכן שהעדפת מיחזור המשכנתאות מכספי בנק אחר נובעת מפעילותו של מאגר נתוני האשראי, שמטרתו לשפר את הגישה לאשראי ולהזיל על ידי שיתוף מידע בין נותני האשראי במשק.

בנק ישראל והשפעתה על עלות גיוס מקורות מימון לטווח ארוך), זאת על רקע ירידה של 2.7% בביצועי המשכנתאות לדירות להשקעה.

נתוני העסקאות בשוק הדיור מלמדים כי לסגר השני, שהחל באמצע ספטמבר, לא הייתה השפעה דומה לזו של הסגר הראשון: מספר הדירות שנמכרו בחודש ספטמבר 2020 דמה לזה בספטמבר 2019. סביר שהאופטימיות בעקבות הצלחת החיסונים עשויה להביא להתאוששות מהירה של המשק, לגידול מספרן של העסקאות בדירות ולהמשך ההתרחבות של האשראי לדיור. מכירת דירות שהוגרלו במסגרת התוכנית "מחיר למשתכן" תימשך ככל שישלילו היתרי הבנייה. אף שהתוכנית הסתיימה באופן רשמי קיים צבר לא מבוטל של פרויקטים ששווקו בשנים קודמות וימשיכו להיבנות ולהימכר. זכות הרכישה של זוכים בדירות שאיבדו את היכולת הכלכלית לממן אותה עוברת למשקי בית שהיו רשומים בהגרלה אך לא זכו. הביקוש לדירות המוזלות עלה כתוצאה מסיום התוכנית ואי-וודאות לגבי היתכנות החלופית, בהעדר תקציב לסבסוד קרקעות⁷¹. נוסף על כך, בחודשים האחרונים נמכרו דירות רבות מתוך מלאי הדירות המוצעות למכירה ללא הגרלה לזכאי התוכנית, וככל הנראה מרבית רוכשי הדירות האלה היו משפרי דיור⁷². הורדת שיעור המס על רכישת דירה להשקעה, סביבת הריבית הנמוכה והצפי להמשך הביקוש לשירותי דיור מצד משקי בית שנפגעו ממשבר הקורונה עשויים לתמרץ עלייה בביקוש לדירות להשקעה ולפיכך לאשראי לדיור.

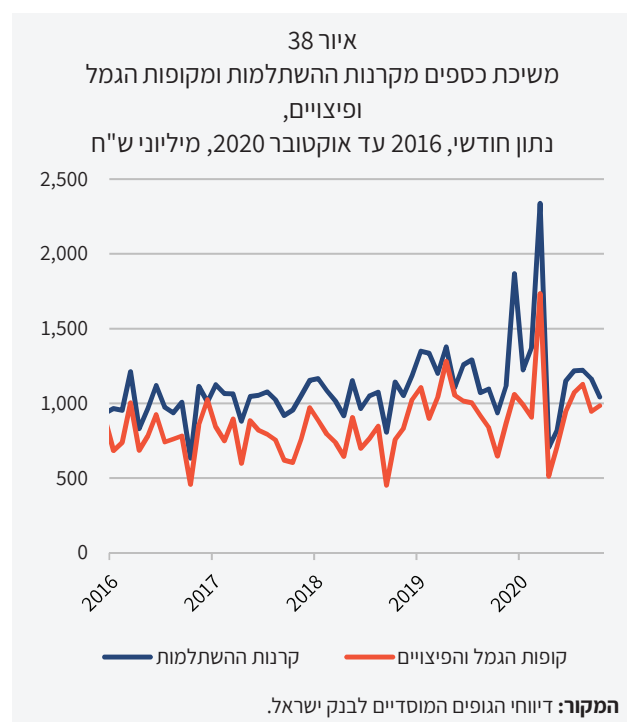
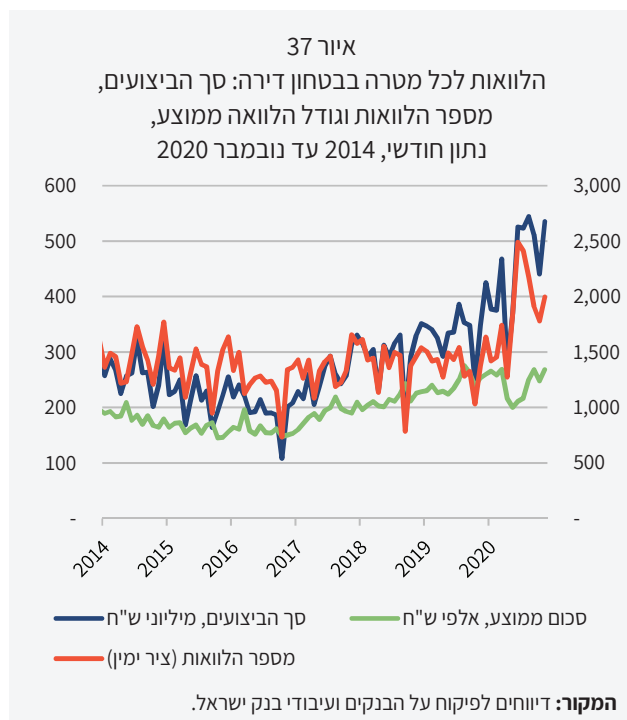
האשראי שלא לדיור

בשונה מאשראי לדיור, יתרת האשראי שלא לדיור מכל סוגי המלווים, למעט המוסדיים, הצטמצמה מאז פרוץ המשבר (איור 36). זאת ככל הנראה עקב ירידה בביקוש לאשראי צרכני. פגיעת המשבר בתעסוקה ובשכר של עצמאיים ושכירים רבים אילצה אותם לצמצם הוצאות שוטפות ולדחות רכישות גדולות; "שמיים סגורים" גרמו לרבים לוותר על חופשה בחו"ל; ואיסור על הפעלת אולמות האירועים ומגבלה על מספר המשתתפים הביאו לדחייה או ביטול של אירועים משפחתיים גדולים. במחצית הראשונה של השנה ירדה הצריכה הפרטית ב-22.5% בחישוב שנתי בהשוואה למחצית השנייה של 2019. הירידה של יתרת האשראי שלא לדיור לא נבעה מהתייקרות: אמנם בתחילת המשבר הריביות בבנקים ובחברות כרטיסי האשראי עלו, אך הן ירדו לאחר מכן והתייצבו ברמה נמוכה מאשר בתקופה שלפני המשבר, וכך גם המרווח מפעילות אשראי ביחס ליתרה הממוצעת של האשראי בבנקים. שלא כמו האשראי מהבנקים ומחברות כרטיסי האשראי, האשראי מגורמים חוץ-בנקאיים ירד במקביל לעליית הריביות בהשוואה לתקופה שלפני המשבר. ייתכן כי העלייה של הריביות בגופים החוץ-בנקאיים נבעה מעליית עלויות הגיוס שלהם.

בטענה כי הירידה של יתרת האשראי שלא לדיור מונעת על ידי הירידה של סך הביקוש לאשראי צרכני תומכת גם העובדה שבהלוואות זולות יחסית כגון הלוואות מהמוסדיים (קרנות השתלמות ופנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח) לא נרשמה עלייה. בסוג אחר של הלוואות זולות יחסית – הלוואות לכל מטרה בביטחון דירה – נרשמה עלייה מאז פרוץ המשבר, במיוחד מאז חודש יוני (איור 37). באמצע מרץ התיר הפיקוח על הבנקים לציבור ליטול הלוואות כאלה עם שיעור מימון של עד 70% (בתנאי שהן לא ישמשו לרכישת דירה להשקעה), במקום המגבלה של 50% שהייתה בתוקף לפני המשבר. כתוצאה מכך גדל שיעור ההלוואות עם שיעור מימון גבוה יחסית, אך הדבר לא השפיע במידה ניכרת על הגודל הממוצע של ההלוואה, והוא נותר דומה לזה שלפני המשבר. סך הביצועים גדל בעקבות גידול מספר ההלוואות, אך מדובר על סכומים קטנים יחסית: סך הביצועים החודשיים הממוצעים בחודשים מרץ עד נובמבר גבוהים בכ-136 מיליון ש"ח בלבד מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. תרומתן של הלוואות אלה לסך האשראי היא אפוא קטנה ואינה בת השוואה לירידה החדה של סך האשראי הבנקאי שלא לדיור. נוסף

⁷¹ כך, לדוגמה, באמצע אוגוסט נרשמו כ-17 אלף משקי בית להגרלת המשך ל-790 דירות שלא היה להן ביקוש בהגרלות הראשונות.

⁷² אלה דירות שהיזמים התקשו למכור אותן לזוכים בהגרלות בגלל מיקומן בפריפריה או בגלל מחיריהן הגבוהים של דירות גדולות ומיוחדות. מלאי זה ירד מ-1,404 בחודש מאי 2020 ל-601 נכון ל-24.12.2020 (ירידה של 803 דירות). במקביל עלה מספר משפרי הדיור המוגדרים כזוכים בדירה במחיר מוזל מכ-2,200 ל-2,749 (עלייה של 549 זוכים).



בקרב המפוטרים ואלה שהוצאו לחל"ת, אך גם בקרב שאר האוכלוסייה). כעשירית מהמשיבים לקחו הלוואה מגוף פיננסי כלשהו, ושיעור דומה נכנסו למשיכת יתר; 14% מהמשיבים קיבלו עזרה כספית מבני משפחה או חברים. רבע מאלה שלוו מגוף פיננסי נזקקו גם לסיוע מבני משפחה או חברים.

מרבית השכירים המפוטרים והשוהים בחל"ת ככל הנראה פחות זקוקים לאשראי כדי לממן את הוצאותיהם השוטפות, מפני שהם מקבלים דמי אבטלה, שמובטחים עד יוני 2021.⁷⁴ זאת על רקע צמצום הוצאות, כולל בתחומי החינוך, התרבות והפנאי, התיירות

על כך לא ניתן לשלול את ההשערה שחלק מהמשכנתאות שתשלומיהן נדחו שימשו תחליף בריבית נמוכה להלוואות צרכניות; ההקפאה לא נבעה אפוא בהכרח מחוסר יכולת של משקי בית להמשיך לשרת את החוב לדיו, אך לא נוכל להעריך את ממדי התופעה. הנתון היחיד שניתן להסתייע בו הוא שביותר ממחצית מהמשכנתאות שהתשלומים בגין נדחו הלווים חזרו לשלם תשלומים חודשיים רגילים אף על פי שהמשבר עדיין בעיצומו.

סביר להניח שירידה בהכנסות של משקי הבית תגרום להם להימנע מנטילת אשראי חדש ולהשתמש בחסכונות העבר – כספים נזילים בקרנות ההשתלמות, קופות גמל, פיקדונות וכד'. כדי להקל על הציבור איפשר משרד האוצר אף למשוך כספים לא נזילים מקרנות ההשתלמות ללא תשלום מס רווחי הון, אך הגביל את סכום המשיכה ל-7.5 אלף ש"ח למשך שישה חודשים. איור 38 מלמד כי עם פרוץ המשבר נסקו סכומי המשיכות מקרנות ההשתלמות וקופות הגמל והפיצויים, אך בחודשיים הבאים הם ירדו בחדות, ולאחר מכן התייצבו ברמות ששררו לפני המשבר. ייתכן שמשיכת הכספים בתחילת המשבר נבעה בעיקר מחששות הציבור להפסדים בגלל הירידות בבורסה. סכומי המשיכה החודשיים הממוצעים בשני אפיקי החיסכון בשנת 2020 דומים לממוצע החודשי של 2019. ממצא זה אינו מפתיע, משום שמכשירי חיסכון אלה מאפיינים משקי בית השייכים לעשירוני הכנסה גבוהים, כלומר למועסקים שלא נפגעו מהמשבר או נפגעו רק מעט, ולכן לא נזקקו למציאת מקורות הכנסה נוספים. אפיק חיסכון יחיד שבו נרשמו פדיונות נטו בתקופה שמאז פרוץ המשבר ולא התאושש עדיין הוא קרנות הנאמנות, אך זאת, ככל הנראה, תוצאה מעליית הסיכונים בשוק ההון; ייתכן שכספים אלה זרמו גם לשוק הדיו, וכן ליתרות העו"ש והפיקדונות בבנקים, כפי שמעידה עלייתם. כל הנתונים האלה תומכים בהערכה כי ירידת האשראי שלא לדיו מובלת על ידי הירידה בביקוש.

סקר משותף של בנק ישראל ומכון ברוקדייל⁷³ העלה כי כמחצית מהמשיבים שינו את התנהגותם הפיננסית. שליש מהמשיבים צמצמו את ההפקדות לחיסכון, וחמישית מהמשיבים משכו מחסכונותיהם (בשיעורים גבוהים יותר

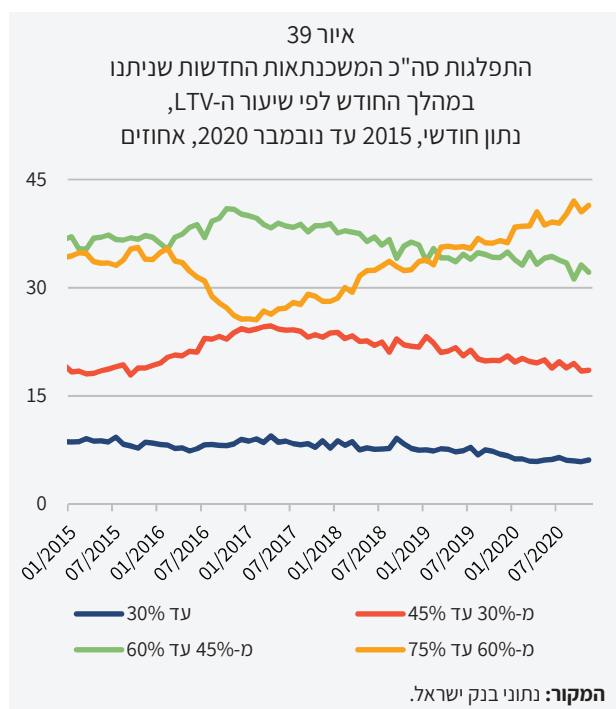
⁷³ לאופר, ס., הרן רוזן, מ. וסומך, ס. (2021), "שימוש משקי הבית בישראל במשאבים פיננסיים ובעזרה הממשלתית בזמן מגפת הקורונה", מכון מאיר-ס-ג'וינט-ברוקדייל (פורסם בקרוב).

⁷⁴ בניגוד למה שמקובל בשגרה – קיצוץ הדרגתי ככל שתקופת האבטלה מתארכת – הממשלה החליטה לבטל קיצוץ זה.

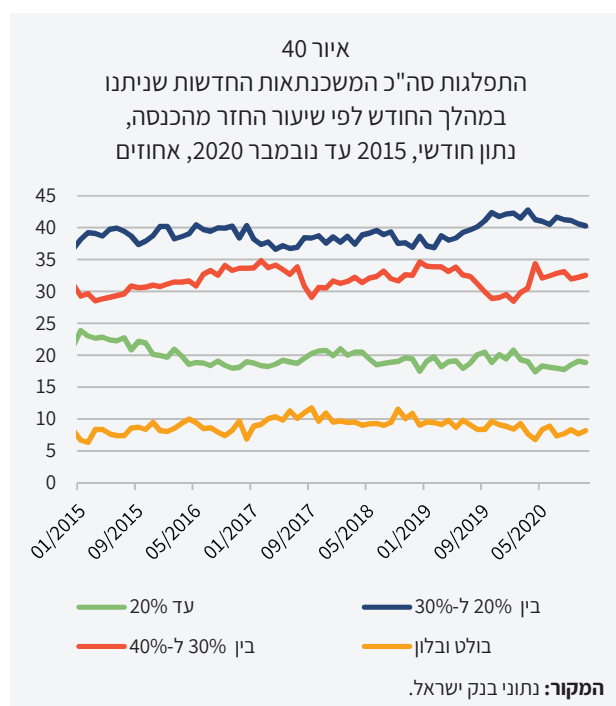
והנופש, המסעדות וכד'. עצמאיים ובעלי עסקים נתמכים על ידי מענקים (אף שהפיצוי הניתן להם על הפגיעה בהכנסתם חלקי בלבד) ויכולים לקבל הלוואות מקרנות סיוע לעסקים קטנים ובינוניים בערבות המדינה בריבית נוחה. עם זאת ייתכן שאוכלוסיות מסוימות נדרשות לשלם על האשראי ריביות גבוהות, ולא מן הנמנע שחלק ממבקשי האשראי אינם מקבלים אותו. כתוצאה מכך יצא משרד האוצר לאחרונה במכרז לבנקים להקמת קרן ייעודית לשם הלוואות ל"מודרי אשראי" (פרטים בעלי דירוג אשראי נמוך בגלל חובות עבר).

הסיכונים באשראי למשקי הבית

כשבוחנים את מדדי הסיכון במשכנתאות החדשות רואים כי במרבית המדדים (הממוצעים) הסיכון לא עלה, למעט האומדן

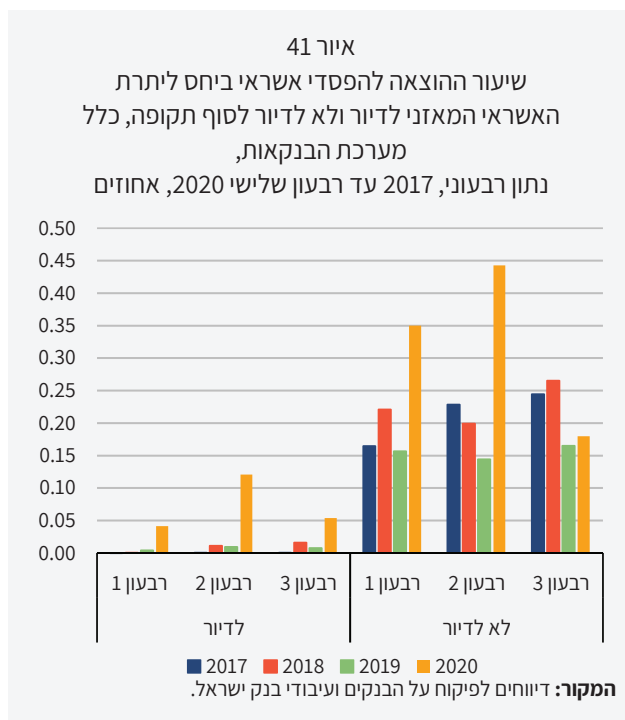


לגודל המשכנתה הממוצע, שנסק מכ-700 אלף ש"ח בסוף שנת 2019 לכ-800 אלף ש"ח במחצית השנייה של 2020; זאת ככל הנראה מפני גידול חלקן של המשכנתאות המיועדות למימון רכישת דירה ראשונה. הסתכלות על ההתפלגויות (במקום על הממוצעים) מגלה גם במדדי סיכון אחרים הרעה על פני זמן. כך שיעור המשכנתאות שבהן שיעור המימון (יחס ה-LTV) בין 60% ל-75% עלה עלייה רצופה מכרבע מסך המשכנתאות בסוף 2016 ותחילת 2017 לכ-40% בשנת 2020 על חשבון שיעור המשכנתאות שבהן שיעור המימון נמוך מ-60% (איור 39), אשר ירד. גם זאת תוצאה מגידול חלקם של רוכשי דירה ראשונה בין נוטלי המשכנתאות. בהתפלגות שיעור ההחזר החודשי מההכנסה ניכרת עלייה של שיעור משקי הבית שאצלם שיעור ההחזר החודשי של המשכנתה הוא בין 30% ל-40% מהכנסתם; שיעור זה עלה בתקופה שלאחר פרוץ המשבר, לאחר ירידה בשנת 2019 (איור 40), וייתכן כי עלייתו בחודשים האחרונים מבטאת ירידה בהכנסות של משקי הבית בעטיו של המשבר.



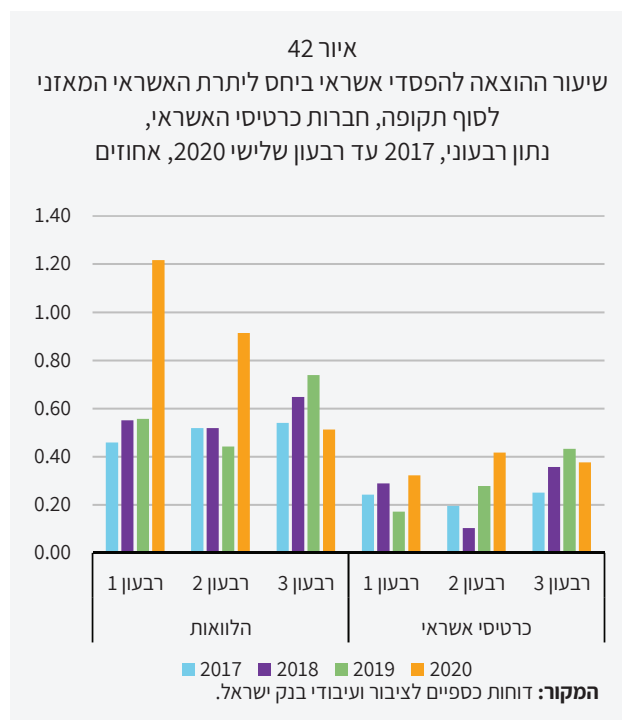
אמנם במשכנתאות החדשות המצב חזר, לכאורה, לשגרה, אולם היקף המשכנתאות שהתשלומים בגינן נדחו עדיין גבוה. בשיא המשבר, בחודשים אפריל-מאי, היקף החוב לדירור שבהסדר דחייה הגיע לכרבע מכלל החוב לדירור, אבל לאחר מכן התחילה הפשרה של תשלומים, ובחודש יולי שיעור יתרת החוב לדירור בדחייה ("גרייס") הצטמצם לכ-11.5% (לעומת 3.4% לפני המשבר). תחילת הגל השני הביאה לחידוש הדחייה, אך בהיקף מצומצם, ובנובמבר שיעור המשכנתאות ב"גרייס" היה 13.3%. על פי הנתונים המעודכנים לסוף נובמבר, בכ-56% מההלוואות לדירור שהתשלומים בגינן נדחו אלה חודשו, וכך גם בכ-52% מההלוואות שלא לדירור. היתרה של האשראי לדירור בדחייה בעקבות המשבר היא כ-10.8% של האשראי שלא לדירור היא כ-4.1%. בעקבות הסגר השני הורה הפיקוח על הבנקים על המשך מתווה הדחייה: התקופה שבה ניתן להגיש בקשה לדחיית התשלומים הוארכה עד סוף שנת 2020, ותקופת הדחייה לבקשות חדשות היא חצי שנה. מי שהקפיא את התשלומים בתחילת המשבר יכול להמשיך את תקופת הדחייה עד סוף השנה (עד 9 חודשים במצטבר)⁷⁵.

⁷⁵ בהלוואות לדירור הבנקים מחייבים להקפיא את תשלומי הקרן והן את תשלומי הריבית; בהלוואות שלא לדירור הקפאת תשלומי הקרן אינה נתונה לשיקול דעת הבנק, אך הקפאת תשלומי הריבית היא וולונטרית.



הסדר דחיית התשלומים מנע מלקוחות רבים לפגור בתשלומים, ומהבנקים – לסווג הלוואות אלה כחוב בעייתי או חוב בפיגור. עם זאת, עם פרוץ המשבר הגדילו הבנקים במידה ניכרת את ההוצאות להפסדי אשראי בגלל עליית רמת הסיכון במשק ומתוך ציפיות להתממשות הפסדים לאחר סיום תקופת הדחייה. איור 41 מראה עלייה חדה של שיעור ההוצאה להפסדי אשראי ביחס ליתרת האשראי, הן לדיוור והן לא לדיוור, כבר ברבעון הראשון של השנה, עלייה חדה עוד יותר ברבעון השני ביחס לתקופות המקבילות בשנים קודמות והתמתנות ברבעון השלישי⁷⁶. תופעה דומה מאפיינת גם את התנהגותן של חברות כרטיסי האשראי בעניין הלוואות למשקי הבית וחובותיהם בכרטיסי אשראי (איור 42); אך בשונה מהבנקים עוצמת תגובתן של חברות אלה הייתה חזקה כבר ברבעון הראשון והתמתנה לאחר מכן, במיוחד לגבי ההפרשות להפסדי אשראי בהלוואות. חברות כרטיסי האשראי לא היו כפופות להסדר דחיית החזרי הלוואות של הפיקוח על הבנקים, ורק באמצע אוקטובר הן אימצו מתווה דומה לזה של הבנקים לגבי הלוואות צרכניות עד 100 אלף ש"ח שלא היו בהן פיגורים בתשלום. ניתן יהיה לדחות תשלומי הלוואות אלה לתקופה של שלושה חודשים

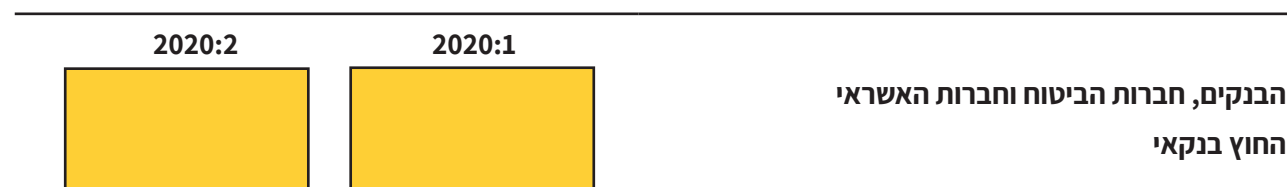
ללא שיקול דעת של החברה ולעוד שלושה חודשים בהסכמתה. הדברים אמורים בתשלומי הקרן; דחיית תשלומי הריבית על ההלוואה נתונה לשיקול דעת החברה גם בשלושת החודשים הראשונים. כיוון שחברות כרטיסי האשראי לא דחו את תשלומי הלוואות עד כה ניתן ללמוד מנתוני שיעור החוב שבפיגור על מידת הקשיים של הלווים בהחזרי הלוואות. כפי שניתן להתרשם



⁷⁶ בחלק זה מנותחים נתונים רבעוניים בשנים מקבילות, בשונה מהניתוח בחלק המערכת הבנקאית.

מאיו 43, דווקא בהחזרי ההלוואות הצרכניות שיעור החובות בפיגור במחצית הראשונה של 2020 דומה לממוצע של השנים 2017–2019. לעומת זאת בתשלומים בכרטיסי אשראי ניתן לזהות עלייה מסויימת בפיגורים מאז פרוץ המשבר. בהמשך השנה פחת שיעור הפיגורים, מה שכנראה מסביר את הירידה של שיעור ההפרשות להפסדי אשראי.

3. עמידות המוסדות הפיננסיים



משבר הקורונה הוביל להתממשות מסוימת של סיכוני אשראי בקרב שחקנים במערכת הפיננסית, וכך גדלו שיעורי ההוצאה להפסדי אשראי בבנקים ובחברות האשראי החוץ-בנקאיות ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. (להרחבה ראו סעיפים 3.1 ו-3.3 בהתאמה.) יכולתם של שחקנים במערכת הפיננסית לספוג את הגידול האמור של הפסדי האשראי ולשמור על יציבותם נגזרת מיחסי הלימות ההון שלהם. ביחס ההון העצמי רובד 1 בסך המערכת הבנקאית נרשמה ברביע השלישי התאוששות חלקית, והוא עמד על -11.02% לעומת 10.6% במרץ ו-11.2% בסוף שנת 2019. כל הבנקים במערכת החזיקו רמת הון גבוהה מדרישות ההון הרגולטוריות המקוריות למרות הפחתת דרישות ההון עם פרוץ המשבר. (להרחבה ראו סעיף הלימות ההון והמינוף.) בחברות הביטוח עמד יחס כושר הפירעון החציוני בסוף שנת 2019 על 103%. ניתוח נתוני המרווחים על האג"ח מלמד כי על פי הערכת המשקיעים בשוק, הסיכון היציבותי של חברות הביטוח לא גדל בעקבות המשבר. בחברות האשראי החוץ-בנקאיות המינוף המצרפי הוא 0.65 – נמוך מאשר לפני טרם המשבר, אז הוא עמד על 0.8⁷⁷.

3.1 המערכת הבנקאית

פרק זה יתאר את עמידותה של המערכת הבנקאית הישראלית על בסיס תוצאות הדוחות הכספיים בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020.

עוצמת המשבר התבטאה עד כה במספר ערוצים שונים, בין היתר, בירידה חדה יחסית במחירי מניות הבנקים, ומבטאת את הפגיעה שמייחס הציבור לרווחים הצפויים של הבנקים לנוכח המשבר – אף כי המרווחים של האג"ח הבנקאיות, המשמשים אינדיקטור לסיכונים שהשוק מייחס למערכת הבנקאית, נותרו לאורך כל התקופה נמוכים ביחס לענפים אחרים. (סעיף ב' – מחירי הנכסים הפיננסיים), כך שבמהלך חודש דצמבר מרווחי האג"ח קרובים לרמות ששררו לפני המשבר. כמו כן, על רקע התנודות בשווקים עם פרוץ המשבר הוסטו כספים משוק ההון לפיקדונות במערכת הבנקאית בהיקפים חסרי תקדים (הרחבה בסעיף הפעילות המאזנית) – נדבך נוסף לאמון הציבור ביציבות המערכת הבנקאית.

מערכת הבנקאות הישראלית נכנסה למשבר הקורונה בעמדת פתיחה טובה, המאופיינת ביחסי הון ונזילות נאותים ובתיק אשראי איכותי ומבוזר. תנאים אלו איפשרו לבנק ישראל לנקוט צעדים רבים וחשובים כדי לנסות להקטין את הפגיעה בציבור, סייעו לבנקים הישראליים באמצעות כלים רגולטוריים שונים, להמשיך ולתמוך בפעילות הכלכלית, להרחיב את היצע האשראי הבנקאי למשקי הבית ולעסקים ולמזער ככל הניתן את הפגיעה בלקוחות המערכת הבנקאית. (להרחבה על הצעדים שננקטו בחודשים הראשונים של המשבר ראו תיבה ג-1 בסקירת הפיקוח על הבנקים לשנת 2019, ועל צעדי הפיקוח בהמשך המשבר ראו תיבה 1 בסקירה החצי שנתית של הפיקוח על הבנקים לשנת 2020).

⁷⁷ יחסי הלימות ההון בקבוצות השונות מחושבים לפי דירקטיבות שונות: בבנקים לפי הוראות באזל 3, בחברות הביטוח לפי הוראות סולבנסי ובחברות האשראי החוץ בנקאיות כיחס שבין סך ההתחייבויות לסך הנכסים על פי הדוחות הכספיים שנערכו לפי כללי חשבונאות מקובלים.

בשלב זה השפעת המצב המקרו כלכלי על מאזני הבנקים ודוחותיהם מתבטאת בשני ערוצים מרכזיים: הבנקים הגדילו במידה ניכרת את הפרשותיהם להפסדי אשראי (בעיקר ההפרשות הקבוצתיות) דבר המבטא צפי להפסדי אשראי בעתיד; ומתווה דחיית החזרי ההלוואות משפיע על מבנה ההכנסות ותזרים המזומנים של הבנקים.

במבט לעתיד, אי-וודאות רבה אופפת את השפעת התפשטותו של הנגיף על המשק, ותלויה בדרכי ההתמודדות עמה. ניתן לחשוב על תרחישים רבים, שונים זה מזה מבחינת עוצמתו של ריסון הכלכלה ואורכו. לצורך ההערכות של מערכת הבנקאות לבאות בדק הפיקוח על הבנקים בחודשים האחרונים את השפעותיו של תרחיש קיצון על המערכת. המבחן מבוסס על תרחיש אחיד, הכולל החמרה של התחלואה בישראל, ועמה החמרה בהגבלות על הפעילות הכלכלית. תוצאות המבחן מלמדות כי עם התגברות המשבר המערכת הבנקאית צפויה לספוג הפסדים ניכרים, בעיקר בגין תיקי האשראי הצרכני והאשראי העסקי, אך הפסדים אלו לא אמורים לפגוע ביכולתה להמשיך ולתמוך בפעילות הכלכלית במהלך המשבר ואחריו. תוצאות אלו ממחישות את איתנותה ויציבותה של המערכת הבנקאית הישראלית בכללה ושל כל אחד מהבנקים במערכת בפני עצמו. (להרחבה ראו תיבה 2 בסקירה החצי-שנתית של הפיקוח על הבנקים לשנת 2020 וכן בתיבה 5 בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של שנת 2020).

התוצאות העסקיות

הרווח הנקי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות ירד משמעותית בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד (כ-61%) בגלל השפעות משבר הקורונה, ועמד על כ-4,708 מיליוני ש"ח. התשואה להון עמדה על כ-5.5% (במונחים שנתיים)⁷⁸ - הנתון הנמוך ביותר מאז שנת 2008 - לעומת כ-9.6% בתקופה המקבילה אשתקד וכ-7.8% בשנת 2019. הרווח הנקי בתקופה הנסקרת הושפע לשלילה מהגדלה משמעותית של ההוצאה להפסדי אשראי (כ-466% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד), והיה רכיב עיקרי של הפגיעה ברווח. כמו כן הצטמצמו הכנסות הריבית נטו (בכ-3%) והכנסות המימון שאינן מריבית (בכ-4%), ואילו ההכנסות מעמלות נותרו ללא שינוי. את הפגיעה ברווח הנקי קיזזה מעט ירידה בהוצאות התפעוליות (כ-5%), תוצאה של ירידת ההוצאות בגין משכורות והוצאות נלוות (כ-11%), בין היתר עקב צמצום המענקים, על רקע ירידת התוצאות הכספיות במערכת.

היעילות התפעולית - במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2020 התפתחה מגמת שיפור במדדי היעילות של המערכת הבנקאית. יחס היעילות התפעולית⁷⁹ ירד מעט בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה (58%) בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד (59%), והעלות ליחידת תפוקה ירדה (1.61%) במידה משמעותית יותר בהשוואה לספטמבר 2019 (1.82%). השיפור החלקי ביחס היעילות הושג כתוצאה מירידה בהוצאות התפעוליות.

סיכון האשראי

בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2020 גדלה יתרת האשראי של חמש הקבוצות הבנקאיות ב-3.6% (במונחים שנתיים). האשראי לדיוור (8.9%) נשאר מקור הצמיחה העיקרי של תיק האשראי, בעוד שתיק האשראי הצרכני הצטמצם בכ-9.4% במהלך השנה, וקצב צמיחתו של תיק האשראי העסקי הואט (לקצב צמיחה של כ-2.9% במונחים שנתיים). משבר הקורונה, שפגע בפעילות הכלכלית ובהכנסותם של משקי הבית והעסקים, הביא להרעה במדדי איכות תיק האשראי. זו משתקפת, בין היתר, בשיעור האשראי שבגינו נדחו תשלומים (כ-7% מסך תיק האשראי) - מוקד סיכון מרכזי בתיק האשראי הבנקאי. התפתחות זו השפיעה לרעה גם על מדדי איכות תיק האשראי. (להרחבה נוספת בנושא האשראי המסחרי והאשראי הצרכני ראו פרקי האשראי למגזר העסקי והאשראי למשקי הבית, בהתאמה.)

ההפרשות להפסדי אשראי

ההרעה של המצב המקרו-כלכלי ושל מצב משקי הבית והעסקים הביאה לעלייה חדה של שיעורי ההוצאה להפסדי אשראי במהלך השנה. כך, ברבעון השלישי של 2020 עמד שיעור ההוצאה להפסדי אשראי על כ-0.89% ביחס ליתרת האשראי - אמנם נמוך מאשר במחצית הראשונה (1.07%), אך עדיין גבוה ביחס לרמתו בשנתיים לפני המשבר (0.25% במוצא). בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה הפרישו חמש הקבוצות הבנקאיות להפסדי אשראי כ-7.2 מיליארדי ש"ח, שכ-86% מהם מקורם בהפרשה הקבוצתית, על רקע אי הוודאות במשק ופגיעתה בכוח החדר של הלווים. ההרעה באיכות תיק האשראי ניכרת גם ביחס המחיקות ובמשקל האשראי הבעייתי, ששיעוריהם בסוף הרבעון השלישי של השנה עמדו על כ-0.19% ו-2.79%, בהתאמה (לעומת 0.16% ו-2.33% בשנת 2019).

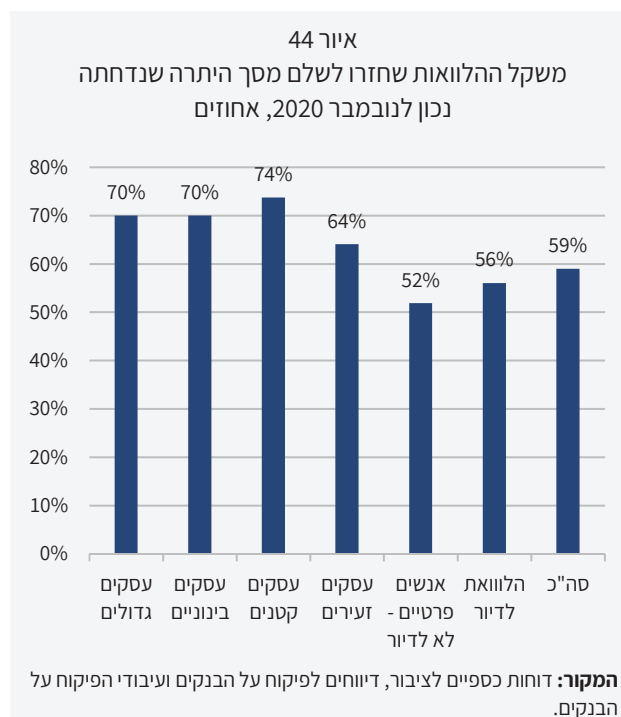
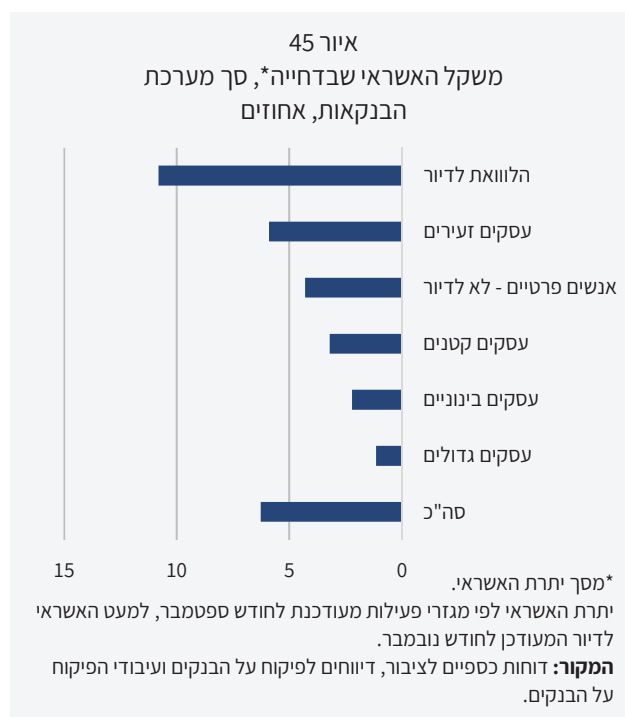
⁷⁸ כל שיעורי השינוי בחלק זה הם במונחים שנתיים.

⁷⁹ היחס בין סך ההוצאות התפעוליות והאחרות לסך ההכנסות מריבית נטו וההכנסות שאינן מריבית (cost to income).

השפעות התפשטות נגיף הקורונה טרם באו לידי ביטוי במלואן, וזאת על רקע הצעדים שאפשרו ללווים לדחות את תשלומי הלוואותיהם וכן הצעדים שנקטה הממשלה לתמיכה בציבור המובטלים ובעסקים שהכנסתם נפגעה בעקבות המשבר. עם התארכות המשבר מעבר למשך תוכניות הסיוע השפעותיו עלולות להביא להרעה נוספת במדדי איכות התיק.

דחיות תשלומי הלוואות

בחודש מאי אימצה המערכת הבנקאית מתווה מקיף לדחיית תשלומי הלוואות כסיוע ללקוחות הבנקים בהתמודדות עם השלכות משבר הקורונה⁸⁰. לפי נתוני חודש נובמבר נדחו מתחילת המשבר הלוואות בסך של כ-175 מיליארדי ש"ח בכלל המגזרים, וכ-41% מאשראי זה הוא עדיין בדחייה. שיעור יתרת האשראי שבדחייה במגזר משקי הבית מסך האשראי שבדחייה עומד על כ-71% (עיקרם אשראי לדיור – כ-61% מסך האשראי שבדחייה). נכון ל-11.12.2020 נדחו תשלומים בגובה של כ-10.8 מיליארדי ש"ח, שהם כ-1% מתיק האשראי וכ-38% מסך צמיחת האשראי במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2020. כמנ כן, כ-87% מיתרת האשראי שבדחייה צפויה להגיע לסיום משך הדחייה הנוכחי (דצמבר עד מרץ).



הלימות ההון והמינוף

בעקבות לקחי המשבר הגלובלי של 2008 פעל בנק ישראל לאורך העשור האחרון לחיזוק יציבותם של הבנקים על ידי שיפור איכות הוןם והיקפם. זאת במטרה להקטין ככל הניתן את ההסתברות כי התממשות של סיכונים לא צפויים תסכן את פיקדונות הציבור ולהבטיח שהמערכת הבנקאית תהיה עמידה דיה לשם המשך התמיכה במשק גם בתקופות משבר. ואכן, ערב משבר הקורונה היקף ההון של הבנקים ואיכותו הציבו את הבנקים בנקודת פתיחה טובה להתמודדות עם משברים בכלל ועם משבר הקורונה בפרט.

עם תחילת משבר הקורונה נרשמו זעזועים בשווקים, שהתבטאו בין היתר בעלייה חדה של תשואות האג"ח וירידה של מחירי המניות. זעזועים אלו הביאו לשחיקה מהירה בהון הבנקאי הכולל, בעיקר דרך ירידת ערך של האג"ח הזמינות למכירה.

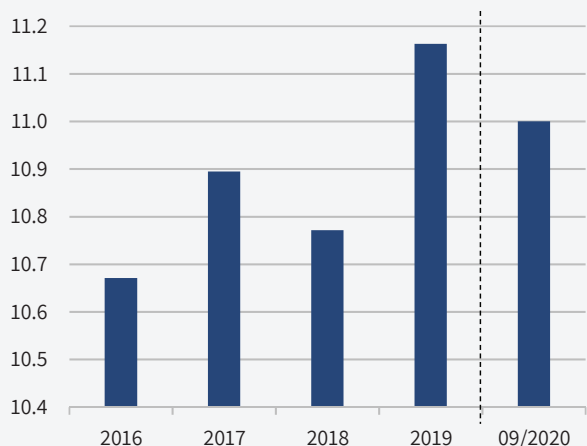
⁸⁰ "הפיקוח על הבנקים מודיע על מתווה מקיף, שאומץ על ידי המערכת הבנקאית, לדחיית תשלומי הלוואות כסיוע ללקוחות הבנקים בהתמודדות עם השלכות משבר הקורונה", מאי 2020.

<https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/30-11-2020a.aspx>

"הפיקוח על הבנקים מודיע כי המערכת הבנקאית מבצעת הארכה נוספת של המתווה המקיף לדחיית תשלומי הלוואות בנקאיות." <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/29-9-20.aspx>

איור 46

יחס ההון העצמי רובד 1*, חמש הקבוצות הבנקאיות, נתון שנתי, 2016 עד 2019 ורבעון שלישי לשנת 2020, אחוזים



במונחי באדל III
המקור: דוחות כספיים לציבור, דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי הפיקוח על הבנקים.

במקביל גדל האשראי העסקי במהירות עקב ניצול חד של מסגרות האשראי, בעיקר בקרב העסקים הגדולים, מה שהביא לעלייה מהירה של נכסי הסיכון במערכת הבנקאית. (להרחבה, ראו סעיף האשראי העסקי.) בגלל הגידול של האשראי העסקי ושל נכסי הסיכון נשחקו במהרה יחסי ההון של הבנקים. בתגובה לזעזועים אלה, ומתוך ראייה ארוכת טווח של התפתחות המשבר הכלכלי וצורכי האשראי של המשק, קרא הפיקוח על הבנקים למערכת הבנקאית כבר בימים הראשונים של המשבר לשימוש בכריות ההון, ובהמשך אף החליט להפחית את דרישות ההון הפיקוחיות⁸¹. יישום של כלי זה נעשה גם בזכות צבירת הון במערכת הבנקאית, יחד עם הקשחת הדרישות המזעריות והדרישה לריתוק הון נוסף כנגד המאפיינים הייחודיים של ענף הבנקאות והמשק המקומי בעשור שלאחר המשבר הפיננסי, זאת כדי להבטיח שהמערכת הבנקאית תוכל להמשיך ולהעמיד אשראי לציבור ולתמוך בפעילות המשק. יחס ההון העצמי רובד 1 בסך המערכת, שירד ברביע הראשון של השנה בשיעור חד יחסית, התאושש מעט בשני הרבעים העוקבים, והוא עומד על כ-11%, לעומת 10.6% במרץ וכ-11.2% בסוף

שנת 2019. השיפור ביחס הלימות ההון במהלך הרבעון השני והשלישי של 2020 מקורו הן בגידול קל של ההון העצמי רובד 1 והן בהתמתנות גידולם של נכסי הסיכון ביחס לצמיחה הניכרת של האשראי לציבור ברבעון הראשון של השנה.

יחס המינוף נשחק בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020, והגיע ל-6.3%, לעומת 6.9% בדצמבר 2019, בגלל עלייה חדה של סך החשיפות במערכת. עם תחילת משבר הקורונה נרשם גידול חד של פיקדונות הציבור, אשר הביא בצד השימושים לגידול היקף המזומנים והפיקדונות בבנק ישראל. חשיפה זו אמנם לא הביאה לגידול נכסי הסיכון (משום שאינה מלווה בסיכון למערכת הבנקאית, ולכן היא משוקללת במשקל סיכון של 0%), אולם הגדילה את סך החשיפה של הבנקים. עם המשך הירידה של יחס המינוף הודיע הפיקוח על הבנקים על הפחתת הדרישות לגבי מהמערכת הבנקאית. כהוראת שעה הופחתה הדרישה לשיעור מזערי של 5.5% בבנקים הגדולים (לעומת 6% כיום) ול-4.5% בבנקים הבינוניים והקטנים (לעומת 5% כיום)⁸².

בחינת חוסן המערכת הבנקאית⁸³ מלמדת שהתממשות התרחיש הפסימי⁸⁴, שכלל התפרצות מחודשת של הנגיף ברביע האחרון של 2020 והשבתה חוזרת של המשק, תשפיע משמעותית על המערכת הבנקאית. עם זאת, המערכת הבנקאית צפויה להמשיך ולשמור על חוסנה ויציבותה, ויחס הלימות ההון של אף אחד מהבנקים אינו צפוי לרדת מתחת לרמת המינימום שהפיקוח דורש בתרחיש הקיצון – יחס הון עצמי רובד 1 בגובה 6.5%. זאת על אף ההפסדים הגבוהים שצפויה המערכת הבנקאית לספוג, בין היתר על רקע עליית הפסדי האשראי. תוצאה זו מדגישה את חשיבות תהליך חיזוק ההון (עלייה של כ-3 נקודות אחוז ביחס ההון העצמי רובד 1 לאורך העשור האחרון) שהוביל הפיקוח על הבנקים בשנים האחרונות.

⁸¹ להרחבה ראו הודעות לתקשורת בנושא הפחתת דרישות ההון ממערכת הבנקאות: (1) "הפיקוח על הבנקים מודיע על הפחתת דרישות ההון מהבנקים ומנחה אותם לבחון את חלוקת הדיבידנדים כדי להגדיל את היצע האשראי למשק", הודעה מיום ה-29 למרץ 2020 ו-(2) הודעה בנושא "הקלות במתן הלוואות לדיור נוכח משבר הקורונה", הודעה מיום ה-21 באפריל 2020.

⁸² ראו הודעה לעיתונות בנושא מיום ה-1 לנובמבר 2020.

⁸³ סיכום בחינת חוסן המערכת הבנקאית התבטאה על סמך כלים סטטיסטיים לניתוח מבחני קיצון, בהתבסס על תרחישי התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, מאי 2020.

⁸⁴ תחזית שנערכה בחודש מאי 2020.

עיקר ההפסדים הצפויים בתרחיש הקיצון הם בתיק האשראי. הפגיעה בעסקים והאבטלה הגואה מקשות על משקי הבית והמגזר העסקי לעמוד בהתחייבויותיהם, ובכך גורמות לבנקים הפסדים משמעותיים בתיק האשראי ופגיעה מהותית בהון. האשראי הצרכני הוא שמגיע לשיעורי ההפסד הגבוהים ביותר בתרחיש (שיעור הפסד שנתי ממוצע בשיעור של כ-2.1%), הנובעים בעיקר מהעלייה החדה בשיעור האבטלה. לפירוט הבדיקה שנערכה ראו סקירת המפקח על הבנקים למחצית הראשונה של שנת 2020.

סיכון הנזילות

יחס כיסוי הנזילות (LCR, Liquidity Coverage Ratio)⁸⁵ בתאגידים הבנקאיים הוסיף לגדול לאורך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2020, וכך הוא נותר גבוה מהדרישה המזערית שקבע הפיקוח על הבנקים (100%); ערכו נאמד בחודש אוקטובר בכ-144%, מעל לרמה ששררה לפני משבר הקורונה (126% בדצמבר 2019).

העלייה החדה של יחס זה לאורך השנה נבעה בעיקר מעלייה חדה של מלאי הנכסים הנזילים באיכות גבוהה (HQLA); עלייה של כ-40% במונחים שנתיים מתחילת השנה). זו ביטאה עלייה חדה של פיקדונות הציבור במערכת הבנקאית, שחלקה תורגמה לעלייה ביתרת המזומנים והפיקדונות בבנק ישראל, שהם עיקרה של כרית הנזילות במערכת הבנקאית.

הפעילות המאזנית

המאזן המצרפי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות גדל במהלך תשעת החודשים הראשונים של השנה בשיעור גבוה במיוחד של כ-19%⁸⁶ (במונחים שנתיים) והסתכם בכ-1,836 מיליארד ש"ח. הגידול במאזן התרחש על רקע גידול משמעותי בפיקדונות הציבור (כ-22.5%). הגידול המהיר בפיקדונות הציבור החל עם תחילת משבר הקורונה על רקע התנודות החדות בשוק ההון. תנודות אלו, הניעו את הציבור להסיט נכסים משוק ההון אל הבנקים, שנתפסים בעיני הציבור כערוץ חיסכון בטוח. התפתחות המאזן כמעט לא הושפעה מהייסוס בשער החליפין של השקל מול הדולר (כ-0.4%), כך שגם בניכוי השפעת שער החליפין גידול המאזן של חמש הקבוצות נותר כמעט ללא שינוי.

3.2 חברות הביטוח⁸⁷

בפרק זה ננתח את יציבותן של חברות הביטוח. תחילה ננתח את ההשפעות של משבר הקורונה על רווחיותן של החברות האלה – הן מהשקעות והן מהפעילות החיתומית – ונתאר את השפעת המשבר על שווי השוק שלהן. ההשפעה השלילית על יציבותן עשויה להתמתן ככל שברשותן הון נרחב יותר, ובמידה שהן דאגו להעביר חלק מהסיכון אל מבטחי משנה יציבים. לפיכך נסקור בהמשך את יחס כושר הפירעון של החברות ערב המשבר ואת חוסנם של מבטחי המשנה שעמם הן התקשרו. לסיום ננסה ללמוד על הסיכון היציבותי שהשוק מייחס לחברות מהתפתחות המרווחים על האג"ח שהן הנפיקו.

במהלך המחצית הראשונה של 2020 רשמו חברות הביטוח הפסד כולל מצרפי של 600 מיליוני ש"ח. זאת, על רקע ההתאוששות בשווקים ברבעון השני של 2020 והיווצרות רווחים מהשקעות⁸⁸ שקיזזו כמחצית מההפסדים מהשקעות שנרשמו ברבעון הראשון⁸⁹ (איור 47).

⁸⁵ 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 רכיבים: 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% ממלאי הנכסים הנזילים האיכותיים. (רמה זו מחולקת לשתי רמות משנה: 2א ו-2ב; היקף החזקתם של נכסים ברמה האחרונה מוגבל ל-15%). 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 חייבים חוזיים (contractual receivables) בשיעורי קבלתן הצפויים בתרחיש, עד לרף מצטבר של 75% מסך תזרים המזומנים היוצא הצפוי.

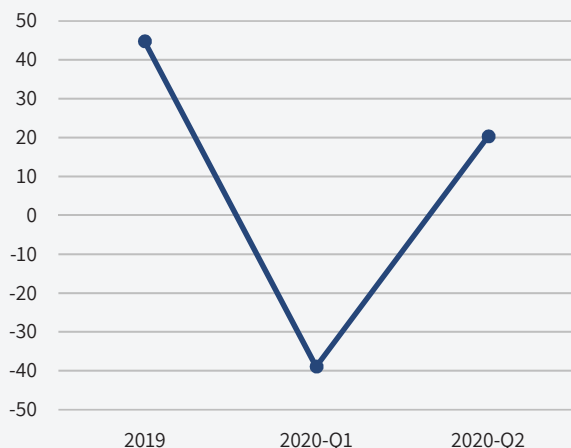
⁸⁶ מיזוג "בנק אגוד" בקבוצת "מזרחי טפחות" מסביר כ-20% מסך הגידול במאזן של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות.

⁸⁷ הנתונים והניתוחים בפרק מתייחסים לחמש חברות הביטוח הגדולות במשק.

⁸⁸ חישוב הרווחים מהשקעות בוצע על בסיס סעיף "רווחים מהשקעות נטו והכנסות מימון" בדוח הרווח וההפסד של החברות. רווחים אלו כוללים רווחי השקעות מנכסים המוחזקים כנגד התחייבויות תלויות תשואה, ולא כוללים רווחים המוצגים במסגרת הרווח הכולל האחר, כגון "ניירות ערך זמינים למכירה".

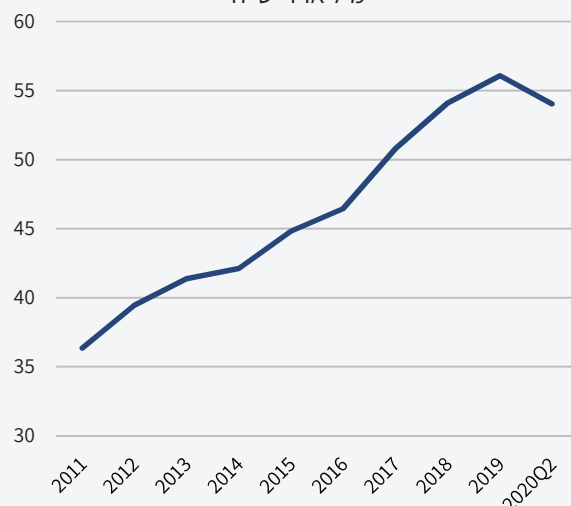
⁸⁹ על פי דיווחי החברות, בתקופה שמיוני 2020 ועד לפרסום הדוח לרבעון השני של 2020 נרשמו בשוקי ההון עליות נוספות, שקיזזו חלק ניכר מההפסדים מהשקעות שנצברו ברבעון הראשון.

איור 47
רווחים מהשקעות של חברות הביטוח,
נתון שנתי 2019, רבעון ראשון ושני 2020 (במונחים
שנתיים), מיליארדי ש"ח



המקור: הדו"חות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

איור 48
התפתחות ההכנסות מפרמיות ברוטו של חברות הביטוח,
נתון שנתי, 2011 עד 2019 ורבעון שני 2020 (במונחים שנתיים),
מיליארדי ש"ח



המקור: הדו"חות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

העובדה שהפסדי ההשקעות מהרבעון הראשון לא כוסו במלואם הגבילה את יכולתן של חברות הביטוח לגבות דמי ניהול משתנים בפוליסות המשתתפות בתשואה⁹⁰ והביאה לירידה של כ-35 אחוזים בהכנסותיהן מדמי ניהול, יחסית לתקופה המקבילה אשתקד⁹¹.

היקף ההפסדים מהשקעות שרושמות החברות בתקופת משבר כדוגמת המשבר הנוכחי מושפע מהרכב תיק נכסי הנוסטרו שלהן: ככל שהשיעור של נכסי הסיכון בתיק הנוסטרו גבוה יותר ההפסדים מהשקעות בתקופת משבר צפויים להיות גבוהים יותר. ניתוח משקלותיהם של סוגי הנכסים השונים בתיק הנוסטרו של החברות, מלמד כי מרבית השקעותיהן היא בנכסים בעלי סיכון נמוך יחסית (מזומנים ואג"ח ממשלתיות).

נוסף על ההפסדים של החברות מהשקעות ומדמי ניהול השפיע משבר הקורונה לרעה גם על ההכנסות מפעילותן החיתומית. כך, לאחר תקופה ארוכה של צמיחה, קטנו ההכנסות מפרמיות של חברות הביטוח במחצית הראשונה של שנת 2020 ועמדו על כ-54 מיליארדי ש"ח (במונחים שנתיים), לעומת 56 מיליארדים בשנת 2019 (איור 48).

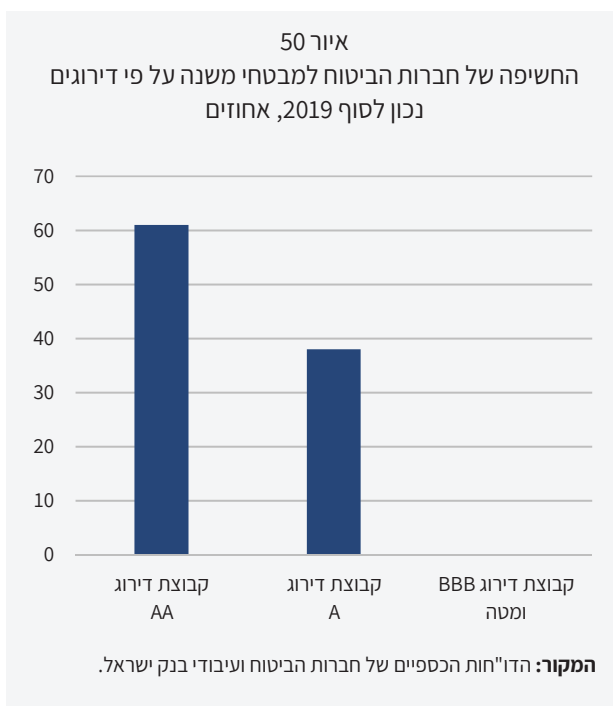
נציין כי בהנחה שההכנסות מפרמיות היו צומחות על פי קצב הצמיחה ארוך הטווח שלהן, 5 אחוזים, הן היו עומדות ביוני 2020 על כ-59 מיליארדי ש"ח (במונחים שנתיים) – גבוהות ב-5 מיליארדי ש"ח מההכנסות מפרמיות שנרשמו בפועל. הרקע לירידתן הוא הירידה בתעסוקה ויציאה של עובדים רבים לחל"ת בעקבות המשבר הנוכחי – תופעות שהשתקפו בהצטמצמות הפרמיות במגזר החיסכון ארוך הטווח. מלבד זאת קטנו הפרמיות מביטוחי נסיעות לחו"ל, וזאת על רקע המגבלות שהוטלו בשל מגיפת הקורונה. בראייה צופה פני עתיד מעריכות חלק מהחברות כי על רקע האטה בקצב הפתיחות של עסקים חדשים והגדלת ההסתברות של העסקים הקיימים להיקלע לקשיים פיננסיים צפויה ירידה של ההכנסות מפעילות ביטוחית בתחום בתי העסק.

כנגד זאת, התבטא צמצום הפעילות בעקבות משבר הקורונה גם בירידת ההוצאות של חברות הביטוח בגין תביעות בתחום ביטוחי הבריאות והרכב. בהתאם לכך עמד יחס ההפסד⁹² הממוצע של חברות הביטוח בענף הרכב-

⁹⁰ חברות הביטוח עוסקות במגזרי פעילותן השונים בניהול נכסים עבור העמיתים, 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. הרווחים מהשקעות ברבעון השני של שנת 2020 לא הספיקו כדי לכסות את ההפסדים שנגרמו ברבעון הראשון של השנה, ולכן בתקופה זו חברות הביטוח לא היו רשאיות לגבות דמי ניהול משתנים, והכנסותיהן פחתו.

⁹¹ בתקופה שמיוני 2020 ועד לפרסום הדוח לרבעון השני של 2020 נרשמו בשוקי ההון עליות, שקיזזו את דמי הניהול שאינם ניתנים לגבייה, כך שהם עמדו על כ-300 מיליוני ש"ח.

⁹² יחס ההפסד שווה ליחס שבין התשלומים והשינוי בהתחייבויות בגין חוזי ביטוח לבין ההכנסות מפרמיות ברוטו.



רכוש במחצית הראשונה של 2020 על 62 אחוזים, לעומת 66 אחוזים במחצית הראשונה של 2019. זאת ועוד, ההשפעות השליליות של משבר הקורונה על התוצאות העסקיות הניעו את החברות לנקוט צעדי התייעלות ולהגיע להסכמות עם ועדי עובדים על שינויים בהסכמים קיבוציים וצמצום הוצאות השכר.

בשנים האחרונות שווי השוק של חברות הביטוח נמוך מההון העצמי שלהן⁹³. תופעה זו גברה על רקע ההשפעה השלילית של משבר הקורונה עליהן: החל ממרץ 2020 (מועד פרסום הדוחות הכספיים לשנת 2019) היחס שבין שווי השוק של החברות לבין הון העצמי הוסיף וירד (איור 49). ייתכן שירידה זו משקפת הערכות של המשקיעים כי האפקט השלילי של משבר הקורונה יסב לחברות הפסדים עתידיים, אשר יפגעו בהון⁹⁴.

יכולתן של החברות לעמוד בשוק שלילי כמו בתקופת המשבר הנוכחי נגזרת ממידת האיתנות הפיננסית שלהן ערב המשבר. בחינה של יחס כושר הפירעון שלהן, המחושב על פי דירקטיבת Solvency II⁹⁵, מעלה כי נכון לדצמבר 2019: יחס כושר הפירעון החציוני בישראל הוא 103 אחוזים; כל החברות עומדות ביחס כושר הפירעון הנדרש לאחר התחשבות בהוראות המעבר⁹⁶; שלוש מהן עומדות בו אף ללא התחשבות בהוראות המעבר. נציין כי יחס כושר הפירעון לדצמבר 2020 צפוי להתפרסם בחודש מאי 2021.

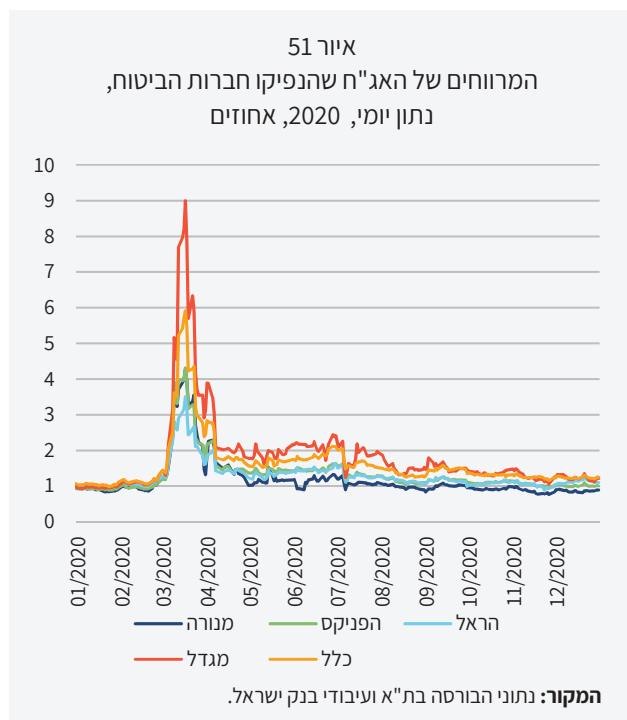
בחודשים האחרונים פועל הממונה על שוק ההון להתאמת משטר כושר הפירעון הכלכלי בישראל לדירקטיבה האירופית. השינוי כולל התאמות בחישוב דרישות ההון בגין רכיבים שונים של סיכוני השוק, וכן מתן אפשרות לחברה להאריך את תקופת המעבר שבסופה היא תידרש לעמוד ביחס כושר הפירעון הסופי עד לסוף שנת 2032 (במקום סוף 2024) בהתאם למשטר כושר הפירעון הכלכלי על התחייבויות לטווח ארוך. העדכון צפוי להשתקף בשיפור של יחסי כושר הפירעון בחברות הביטוח.

⁹³ דיון נרחב בנושא מובא בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2016.

⁹⁴ את ירידת שווי השוק ניתן להסביר גם באתגרי ממשל תאגידי שנצבו בפני חלק מהחברות.

⁹⁵ דיון נרחב בדירקטיבת Solvency II מופיע בדוחות היציבות מיוני ומדצמבר 2015.

⁹⁶ ביום 1 ביוני 2017 פרסמה הממונה על שוק ההון דאז חוזר, ובו הוראות המחילות על חברות הביטוח משטר של כושר פירעון כלכלי המבוסס על דירקטיבת סולבנסי 2. החוזר כולל הוראות מעבר לעניין יישום הוראות הדירקטיבה, שלפיהן על החברות להגדיל בשנים הבאות, בהדרגה, ועל פי אבני דרך, את היחס בין ההון המוכר ובין ההון הנדרש. על פי החוזר, החל מיום 31 בדצמבר 2024 תחויבנה החברות לעמוד ביחס הון מוכר להון נדרש של 100 אחוזים לפחות. כאמור בהמשך הפרק, לאחרונה פועל הממונה על שוק ההון להתאים את הוראות תקופת המעבר לכללים הנהוגים באירופה. לפיכך, שונה אופן החישוב של הוראות המעבר, וחברות אשר מיישמות את השיטה האירופית תידרשנה לעמוד ביחס כושר פירעון של 100 אחוזים עד לסוף שנת 2032.



על פי דיווחי החברות, האפשרות שמבטחי המשנה של חברות הביטוח יספגו הפסדים בעטיו של משבר הקורונה הביאה לשינויים לרעה בדירוגים ובתחזיות הדירוג של חלק מהם. עם זאת, נכון לדצמבר 2019, מרבית החשיפה של חברות הביטוח בישראל, כ-61 אחוזים, מבטחת על ידי מבטחי משנה בדירוג AA ומעלה (איור 50).

מרווחי האג"ח של החברות, שעלו לרמות גבוהות בחודש מרץ ירדו בחדות החל מחודש אפריל, ורמתם דומה לממוצע ארוך הטווח שלהם (איור 51).

לסיכום – נראה כי חרף ההשפעה של המשבר על פעילותן של חברות הביטוח, המשקיעים בשוק מעריכים כי הסיכון היציבותי שלהן לא גדל.

הרבעון השלישי של 2020

הרווח הכולל המצטבר של חברות הביטוח עמד בסוף הרבעון השלישי של 2020 על 0.6 מיליארד ש"ח, לעומת 1.6 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. הרווחים מהשקעות ברבעון השלישי, שיחד עם אלו שנרשמו ברבעון השני, הסתכמו ב-14 מיליארדי ש"ח, כיסו את מרבית הפסדי

ההשקעות שנרשמו עם פרוץ הגל הראשון של מגיפת הקורונה, וכך ההפסד המצטבר מהשקעות, נכון לסוף ספטמבר 2020, הוא כ-4 מיליארדי ש"ח בלבד. ההפסדים מהשקעות הביאו לירידת ההכנסות מדמי ניהול, ואלה עמדו בסוף הרבעון השלישי על 3 מיליארדי ש"ח, לעומת 4.5 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. היקף ההכנסות מפרמיות ברוטו עומד בסוף הרבעון השלישי על כ-40 מיליארדי ש"ח – נמוך בכ-2 מיליארדים מהנתון המקביל אשתקד.

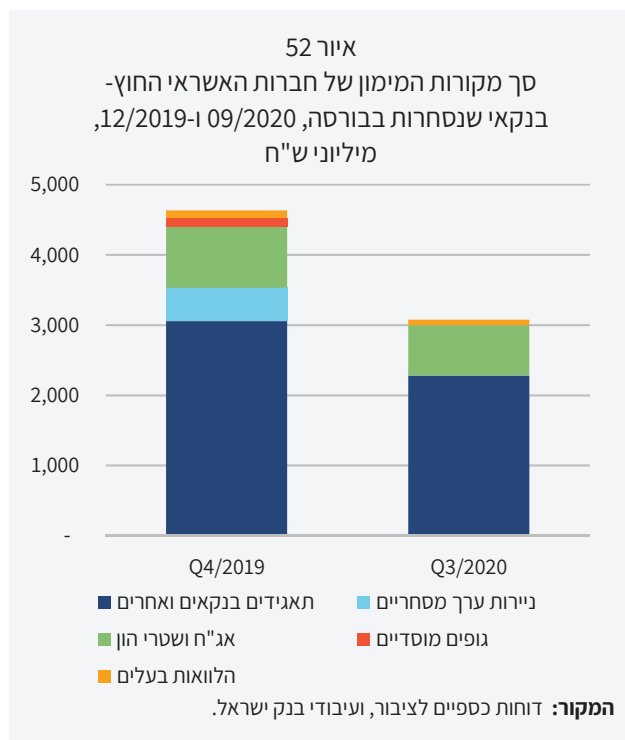
3.3 עמידות חברות האשראי החוץ-בנקאי על רקע משבר הקורונה

ספקי האשראי החוץ-בנקאיים אינם מסכנים את עמידותה של המערכת הפיננסית, משום שחלקם בסך האשראי למגזר העסקי זניח (כפי שמפורט בפרק האשראי למגזר העסקי), והחשיפה של המערכת הבנקאית ושוק האג"ח התאגידיות לחברות האשראי החוץ-בנקאיות קטנה – פחות מאחוז אחד. עם זאת חשוב לנתח את המגמות באשראי החוץ-בנקאי ואת עמידות החברות, כי נותני אשראי אלו מגדילים את נגישות האשראי לעסקים קטנים ובינוניים, ואלה זקוקים לו במיוחד בעת המשבר. לשם בחינת העמידות נבחן מספר יחסים פיננסיים ואת איכות תיק האשראי של חברות האשראי החוץ-בנקאי הנסחרות בבורסה⁹⁷.

מקורות המימון והמינוף – בהשוואה לסוף 2019 מקורות המימון של חברות האשראי החוץ-בנקאי הצטמצמו בשליש (איור 52). הירידה עיקרה במימון שמספקים התאגידים הבנקאיים והגופים המוסדיים (גם באמצעות ניירות ערך מסחריים). באג"ח ושטרי ההון הירידה קטנה יותר, משום שמרביתם טרם הגיעו לפירעון, וכמעט לא היו גיוסי חוב. ייתכן שיש בכך כדי להעיד כי במהלך חודשי המשבר חברות האשראי החוץ-בנקאיות נתקלו בקושי למחזר את החוב⁹⁸ בטווח הקצר ולא יכלו לגייס חוב בבורסה, מפני שהתשואות על האג"ח שלהן היו גבוהות. (ראו הפרק על הנכסים הפיננסיים).

⁹⁷ שעיקר פעילותן הוא ניכיון צ'קים. הניתוח מבוסס על 11 החברות המדווחות לבורסה, ששתיים מהן, בהיותן חברות קטנות, אינן מדווחות ברבעון השלישי, ולכן לגביהן הניתוח מבוסס על דוחות הרבעון השני. ביתר הוא מבוסס על הרבעון השלישי.

⁹⁸ ייתכן שהייתה ירידה בביקוש לאשראי מגופים אלו, או שהם החליטו לצמצם את העמדת האשראי, ולכן לא נדרשו למקורות מימון. ואולם הואיל והפעילות מממנת כעת מההון העצמי יותר מאשר ערב המשבר, סביר להניח שלפחות חלק מהירידה באשראי נבע מקושי בגיוס מקורות מימון.



מאחר ששיעור הירידה במקורות המימון היה גבוה משיעור הירידה באשראי שהן מספקות (כפי שמתואר בפרק האשראי למגזר העסקי), השתפר המינוף שלהן, כך שברמה האגרגטיבית הוא ירד מ-0.8 בסוף 2019 ל-0.65 נכון לספטמבר 2020. (בחינה פרטנית מלמדת שהשיפור במינוף הקיף את כל החברות בענף.) נוסף על כך, חלק מן החברות חיזקו את ההון העצמי שלהן באמצעות הנפקת מניות, כולל הקצאות פרטיות, במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של השנה (אף כי לא בהכרח בחודשי המשבר).

נזילות – חברות האשראי החוץ-בנקאיות הנסחרות בבורסה פועלות במח"ם קצר מאוד. (בממוצע, מרבית האשראי נפרע בתוך 120 יום.) לכן הן מממנות את פעילותן באמצעות התחייבויות לטווח קצר: בממוצע כ-90 אחוזים מההתחייבויות שלהן הן שוטפות. בדרך כלל החברות שומרות על יחס שוטף (נכסים שוטפים להתחייבויות שוטפות) גבוה מ-1, אך נכסיהן השוטפים עיקרם אשראי לקוחות. יתרות המזומנים במאזן נמוכות מאוד: ערב המשבר יחס המזומנים להתחייבויות השוטפות במרבית החברות היה קרוב לאפס (במצרף החברות – 4 אחוזים). משמע ששיעורי הנזילות (המיידית) בנכסים השוטפים שלהן נמוכים מאוד, ובשעת משבר, כאשר הפסדי האשראי עלולים להיות גבוהים, חלק מן החברות יתקשו בכיסוי ההתחייבויות שנפרעות בטווח הקצר (בשל

ריכוזיות ענפית או ריכוזיות לגופים בודדים). על רקע המשבר ניכר כי רוב החברות שיפרו את היחס השוטף שלהן וגם חיזקו את בסיס המזומנים שלהן: בחישוב מצרפי היחסים השתפרו מ-1.26 ל-1.52 ומ-0.04 ל-0.12, בהתאמה.

איכות תיק האשראי – שיעורי הפסדי האשראי ערב המשבר היו נמוכים (גם בהשוואה לספקי אשראי חוץ-בנקאיים נוספים, כגון חברות כרטיסי האשראי)⁹⁹. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2020 ניכר כי הפסדי האשראי גדלו פי שניים על רקע המשבר: שיעורם מהיתרה היה כ-0.84 אחוז, בהשוואה ל-0.42 אחוז בתקופה המקבילה אשתקד (בחישוב מצרפי). ההפרשה לחובות מסופקים עלתה מ-2.4 אחוזים בסוף 2019 ל-3.7 אחוזים בספטמבר 2020¹⁰⁰. יתכן כי חברות אלו דחו תשלומים לעסקים שנקלעו לקשיים, כך שהדחיות באו לידי ביטוי באופן חלקי במדדי איכות האשראי.

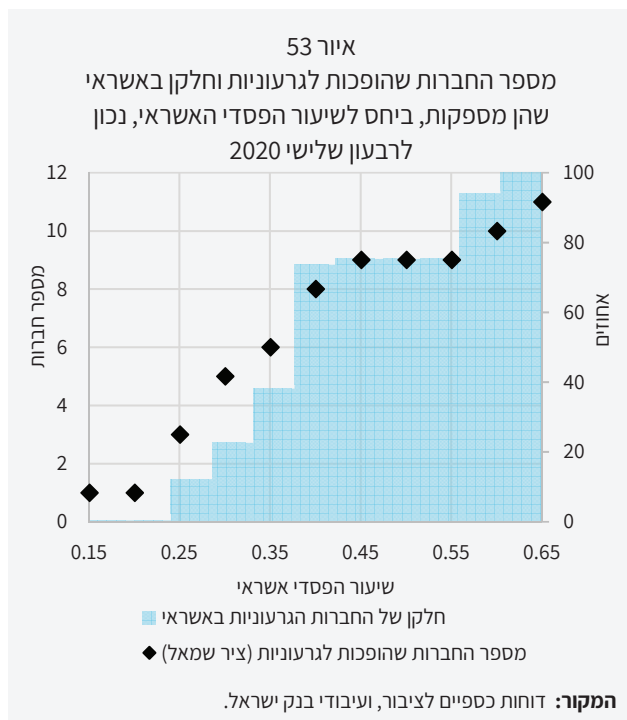
הרווחיות – בחינה של הרווח לפני מס מלמדת כי מרבית החברות המשיכו להציג רווחיות דומה לזו ששררה לפני המשבר¹⁰¹ (בהתייחס לממוצע הרבעוני בשנתיים שקדמו לו) – הן כשיעור מסך ההכנסות הרבעוניות ברמה המצרפית (כמחצית) והן התשואה על ממוצע הנכסים ברבעון (בגרמול שנתי) – כ-6 אחוזים. לעומת זאת התשואה על ההון נמוכה מן הממוצע הרבעוני בשנתיים האחרונות (כ-17 אחוזים לעומת 25 אחוזים), וזאת בעיקר עקב התרחבותו של בסיס ההון, כמתואר לעיל.

בחינת העמידות – ניתוח היחסים הפיננסיים לעיל מלמד כי בעקבות המשבר השתפרו יכולת הנזילות והמינוף של חברות האשראי החוץ-בנקאי. כמו כן ניכר שרווחיות החברות לא נפגעה בשלב זה על אף העלייה של שיעור הפסדי האשראי. יחד עם זאת ייתכן שצפויה הרעה נוספת בפעילות החברות (לנוכח התפשטות התחלואה והמגבלות הנוספות שהממשלה הטילה), ואף ייתכן שחלק מהאשראי הבעייתי טרם דווח, כפי שצוין לעיל.

⁹⁹ הממוצע השנתי של הפסדי האשראי מהיתרה ב-3 השנים האחרונות עמד על פחות מאחוז אחד.

¹⁰⁰ בחישוב מצרפי. בחישוב ממוצע פשוט היחס עלה מ-2.3 ל-3.6. חישוב זה מבוסס על 7 מתוך 11 החברות, שלגביהן מידע זה זמין לרבעון השני או השלישי, ותיק הלקוחות שלהן מהווה כ-88% מסך תיק האשראי של כולן.

¹⁰¹ ההסבר לכך הוא שמצד אחד הפעילות ירדה במקביל לעלייה בהפסדי אשראי, אך מהצד השני מקורות המימון הצטמצמו יותר, וכתוצאה מכך הוצאות המימון ירדו.



בחנו, לגבי 11 החברות הנסחרות בבורסה, מהו שיעור המחיקה שממנו ואילך החברה הופכת לגרעונית (כלומר, ההון של החברה הופך להיות שלילי). מאיור 53 עולה כי בשיעורי מחיקה של 35 אחוזים מעל מחצית מהחברות (6 במספר) הופכות לגרעוניות, וחלקן של אלה ביתרת האשראי הוא כ-38 אחוזים. כשיעור המחיקה הוא 45 אחוזים מספר החברות שהופכות לגרעוניות עולה ל-9, וחלקן באשראי גדל פי שניים, לכ-75%. נציין כי בשלב זה אין אינדיקציה לשיעורי מחיקה בסדר גודל זה, וממבחי רגישות שערכנו שיעורי המחיקה היו נמוכים יותר. על כן אנו מסיקים כי בשלב זה למרביתן יש כריות הון שיכולות לספוג הפסדי אשראי גבוהים מאלה שהן ספגו, וכי הנזילות של החברות (להוציא שתיים מהקטנות) עמידה למחיקות אשראי; רק משיעור מחיקת אשראי העולה על 20 אחוזים חברות יחלו להיקלע לבעיית נזילות.

4. תרחישי סיכון בצל מגפת הקורונה

אי-הוודאות לגבי התפתחות נגיף הקורונה והשפעתו על הפעילות הכלכלית עדיין גבוהה, ולא ברור מתי המשבר הבריאותי יסתיים. בתרחיש אחד המשבר הבריאותי יסתיים עם הפצת החיסון למדינות רבות, ובפרט לישראל, כבר בחודשי הקיץ של 2021, אך בתרחיש חמור, של שיבוש ביעילות תהליך החיסון, יימשכו במדינות העולם, ובפרט בישראל, מחזורי תחלואה נוספים, ועמם הטלת מגבלות וסגרים נוספים גם במחצית השנייה של 2021 ואף מעבר לכך.

4.1 הטלת מגבלות על רקע הימשכות המגפה מעבר לחודשי החורף וההשפעה על יכולת החזרי החוב

מחודש מרץ ועד סוף השנה חווה המשק שלושה גלי תחלואה גדולים. בעקבותיהם השביתה המדינה את הפעילות הכלכלית, ובכך פגעה בפעילות המגזר העסקי במשק, ובמיוחד בחברות הקטנות. במקביל היא הגדילה את ההוצאות, והגירעון האמיר. הפגיעה החמורה ביותר בפעילות הכלכלית נגרמה בתקופת הסגר הראשון. גם התוצר נפגע פגיעה משמעותית. זו נאמדה ב-5.4 מיליארד שקלים לכל שבוע של השביתה¹⁰². בתקופת הסגר השני היקף המגבלות היה אומנם מצומצם ביחס לסגר הראשון ורמת המוכנות של חברות רבות ומשקי בית רבים לעבודה מרחוק השתפרה לאין ארוך והן הובילו לפגיעה כלכלית נמוכה יותר – כ-3.2 מיליארד שקלים לכל שבוע השביתה. לקראת סוף השנה הוחל סגר שלישי בהיקף מגבלות מצומצם אף יותר ועלותו נאמדת על ידי חטיבת המחקר ב-2.5 עד 3.5 מיליארד שקלים לשבוע. שילוב ההתפתחויות זה מביא לנטל גבוה של חוב ממשלתי, תופעה נפוצה בעולם במשבר הנוכחי.

על בסיס הממצאים העולים מניתוח סיכוני האשראי הן של המדינה (סעיף 2.1.1 והרחבה בתיבה 1) והן של המגזר הפרטי – משקי בית והמגזר העסקי (סעיף 2.3) – ניתן להניח כי הסיכונים לפשיטות רגל אכן עלו, אף שהיום קשה לזהות מגמה כזאת, על רקע מענקי הממשלה שהובטחו עד אמצע 2021 לחברות ולעוסקים הפטורים¹⁰³. אינדיקטור מרכזי המשקף את עליית הסיכונים של המגזר העסקי, בעיקר בקרב החברות הקטנות, הוא ההיקף הנרחב של הפגיעה במחזורי הפעילות גם בחודשי הקיץ, שבהם

¹⁰² העלות מעבר לפגיעה בתוצר במצב של קורונה ללא סגר.

¹⁰³ בגין פגיעה במחזור הפעילות ביחס לנתוני 2019.

לא היו בישראל מגבלות ממשלתיות על פתיחת בתי עסק (סעיף 2.3.1). אינדיקטור נוסף המשקף יותר מכול את רמת הפגיעות של הסביבה הכלכלית הוא היקף הדחיות של ההלוואות הבנקאיות הן למשקי הבית והן למגזר העסקי, ובמיוחד לחברות הקטנות במשק. בסוף חודש נובמבר, יתרת האשראי הבנקאי שבגינו נדחו תשלומים¹⁰⁴ עבור משקי הבית היא 51.8 מיליארד שקלים, שהם כ-8.5 אחוזים מסך תיק האשראי של משקי הבית, ולמגזר העסקי – 14.3 מיליארד שקלים, שהם כ-2.9 אחוזים מסך האשראי הבנקאי. השיעור בחברות הקטנות גבוה יותר מאשר בגדולות¹⁰⁵.

במידה והשבתות המשק יימשכו לגלים נוספים במחצית הראשונה של 2021, יגיע היקף החובות הממשלתיות, על פי תחזית חטיבת המחקר, לרמה של 82 אחוזי תוצר, והגירעון יישאר גבוה – כ-11 אחוזים. אם תרחיש הסיכון יתממש והמשבר הבריאותי יתמשך גם במחצית השנייה של 2021, ואף מעבר לזה היקף החובות הממשלתיות עלול, על פי אומדנים אמפיריים, להתקרב ל-90 אחוזי תוצר, והגירעון יישאר גבוה בשיעור של כ-6 אחוזי תוצר. בשל עליית גורמי הסיכון הפיסקליים עלות החוב תגדל ב-1.5 נקודות האחוז ביחס לתקופת שלפני המשבר¹⁰⁶. במצב כזה תתקשה המדינה להמשיך את מדיניות הסיוע למגזר העסקי ולמשקי הבית, האבטלה הגבוהה עלולה להישאר בעינה, ופשיטות הרגל ירבו. פשיטות רגל אלו, יחד עם שיעורי האבטלה הגבוהים, יתורגמו להפסדי אשראי נרחבים, שירשמו הגופים הפיננסיים, ועלולה להתפתח מגבלת אשראי בכלל המערכת הפיננסית.

4.2 תיקון חד בשוק המניות על רקע הפערים הגדולים המסתמנים בין הכלכלה הריאלית לשוקי ההון

בניגוד למשברים קודמים, שבהם מדדי המניות ירדו חדות, במשבר הנוכחי הם ירדו בימים מסוימים בתחילת המשבר בשיעורים חדים, אך הירידות המצטברות במהלך המשבר הסתכמו בשיעור נמוך. לעומת זאת שיעורי הצמיחה צנחו במשבר הנוכחי בחדות ביחס למשברים קודמים. הגופים הבין-לאומיים התייחסו לפערים המסתמנים, והם טוענים כי מחירי המניות גבוהים יחסית ומרווחי האג"ח הקונצרניות נמוכים יחסית בזכות הריבית הבסיסית הנמוכה ועליית התיאבון לסיכון. ההרחבות הפיסקליות והמוניטריות משמשות זה שנים כאחד הכלים לתמיכה בפעילות הכלכלית ובסביבת האינפלציה. מדיניות זו, שהתגברה מאוד בחודשי המשבר הנוכחי, מאפשרת לריביות במשק להישאר נמוכות, ובכך להגביר את הצריכה וההשקעה – אך גם את כדאיות ההשקעה במוצרים ונכסים הטומנים בחובם סיכון. על כן, האשראי שניתל כיום בעלות נמוכה מגביר גם את חיפוש אחר תשואה בקרב המשקיעים (ירידת המחיר ליחידת סיכון), ובכך תיק הנכסים נוטה לנכסים מסוכנים יותר, כגון אג"ח חברות ומניות. כל עוד מדיניות זו נשמרת הלחץ לעליות מחירים במניות יימשך.

אם המשקיעים יתאכזבו מההשפעה הצפויה של החיסון על שיעורי התחלואה, והמגבלות הממשלתיות על הפעילות הכלכלית יימשכו, המדיניות הפיסקלית המרחיבה תצומצם מחמת הקושי להמשיך ולהגדיל את החוב. גם אם פעילותן של החברות הגדולות לא תיפגע, ייפגעו הביקוש של הצרכנים ורמת הביטחון של החברות להשקעות חדשות, ושני הדברים ישפיעו לרעה על הרווחיות ועל הציפיות להמשך הצמיחה. במצב כזה מחירי המניות יירדו חדות, מרמתם הגבוהה כיום. התיקון החד במחירי המניות על רקע המצב הכלכלי עלול להשליך על היציבות של המערכת הפיננסית, ובפרט על חברות הביטוח (סעיף 3.2), משום שחלק מהון מושקע בנכסים פיננסיים. גם משקי הבית ייפגעו מירידות אלו, יצמצמו את צריכתם השוטפת, ובכך יעמיקו יותר את התכווצות הפעילות הכלכלית.

¹⁰⁴היתרה שנותרה בסטטוס דחיה.

¹⁰⁵הרחבה ופירוט בסעיף 2.3.

¹⁰⁶ 0.9 נקודת האחוז תוספת לעלות החוב בגין עלייה של יחס החוב לתוצר ב-30 נקודות אחוז ותוספת נוספת של 0.45 נקודת האחוז בגין ירידה של יחס המסים לתוצר ב-3 נקודות בסיס. ראו תיבה 1.

תיבה 1

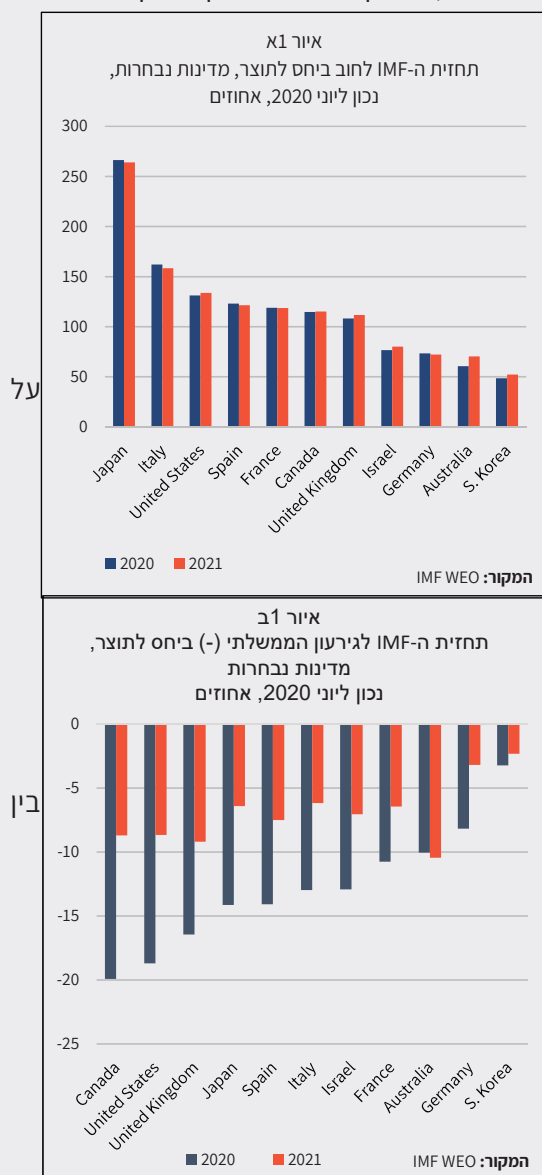
גורמי הסיכון הפיסקליים המתומחרים באג"ח הממשלתי ודירוג האשראי של ישראל על רקע משבר הקורונה

- רמת החוב הציבורי של ישראל ב-2020 והתחזית ל-2021 אינן חריגות בהשוואה למדינות ה-OECD, אך ישראל נמצאת בחלק העליון של התפלגות המדינות מבחינת שיעור הגירעון. חברות הדירוג ציינו בסקירותיהן כי היעדרו של תקציב לשנת 2021, מידת היציבות הפוליטית והצורה בה תתמודד הממשלה לאחר משבר הקורונה עם הגירעון המבני משפיעים על סיכון החוב של מדינת ישראל.
- ב-27 באוקטובר אשררה חברת הדירוג מודי's את דירוג האשראי של ישראל ברמה A1 ואת התחזית היציבה של המדינה. ב-13 בנובמבר אשררה גם חברת S&P את דירוג האשראי של ישראל, וזאת ברמה AA- עם תחזית יציבה¹.
- הקשר, שנמצא במחקרים, בין שינויים ביחס החוב ובגירעון לבין שינויים בתשואות על החוב ובדירוג האשראי מלמד שהעלייה הנוכחית בחוב ובגירעון של ישראל מגדילה את הסיכון לעליית התשואות ולירידת דירוג האשראי. עם זאת, השינויים בתשואות ובדירוגים מושפעים מגורמים רבים נוספים, שחלקם פועלים בכיוון ההפוך.

הקדמה והממצאים העיקריים

גידול החוב הציבורי והגירעון לנוכח משבר הקורונה במדינות רבות וביניהן ישראל (איור 1) מעורר את השאלה באיזו מידה הדבר עלול להביא לעלייה של התשואות ולהורדת דירוג האשראי של ישראל, כביטוי לחשש של השווקים מעליית הסיכון לחדלות פירעון.

חשוב להתייחס הן לתשואות והן לדירוגים, משום שחרף הדמיון הרב בין הגורמים המשפיעים שניהם, משמעויות השינויים בהם אינן זהות. שינוי בדירוג האשראי של מדינה הוא אירוע לא רציף ונדיר יחסית, המתרחש לאחר שכל המידע כבר ידוע ומגולם בשווקים. עם זאת, שינוי הדירוג, בהיותו נשען על שיקול הדעת של החברות לדירוג אשראי, מסמן בעיני משקיעים רבים חצייה של סף סיכון, והם מגיבים על שינוי כזה בהתאם לכללי הרגולציה (אפקט ההסמכה)². שינוי התשואה על אג"ח ממשלתי, שהוא שינוי רציף, המתרחש עם פרסום המידע החדש, יכול לבבוע לא רק משינויים בסיכון לחדלות פירעון אלא גם משינויים מבניים ומחזוריים שונים, וחשוב להפריד גורמים אלו לבין הגורמים המשפיעים על התשואות דרך ערוץ הסיכון. מתברר כי הקשר החזק בין התשואה לפדיון באג"ח של הממשלה (עלות החוב) לבין דירוג האשראי עובר דרך גורמי הסיכון הפיסקליים. גורמי סיכון אלו משפיעים באופן ישיר ורציף על התשואה לפדיון, ואילו על דירוג האשראי הם משפיעים בפיגור מסוים ולא באופן רציף. ואולם חשוב להדגיש כי שינויים אלו בדירוג משפיעים אף הם על התשואות – אפקט משני, הנובע מאפקט ההסמכה.



¹ ב-13.1.2021 גם חברת Fitch אישרה את הדירוג.

² אפקט ההסמכה: ההשפעה של מחויבות המשקיעים לכללי הרגולציה הפיננסית לגבי דירוגי האשראי של החברות על עלות החוב.

הממצאים העולים מהתיבה:

1. עלייה של יחס החוב לתוצר מעלה את התשואות הארוכות באופן מובהק³. מספר מחקרים מוצאים כי ההשפעה של החוב על התשואות או על הסיכון לחדלות פירעון אינה ליניארית, אלא גוברת ככל שרמת החוב עולה. מעבר לכך, עליית החוב מתואמת עם ירידה עתידית בקצב הצמיחה של המשק, בייחוד אם החוב עולה מעל סף הנאמד בכ-80-90 אחוזי תוצר, ועל כן עלייה של יחס החוב לתוצר מגדילה את ההסתברות להורדה של דירוג האשראי. ההסתברות לשינוי הדירוג בעקבות שינוי ביחס זה אינה אחידה במדינות השונות⁴. כך, למשל, יפן וישראל נמצאות באותו דירוג אך שיחס החוב לתוצר ביפן גבוה הרבה יותר מאשר בישראל.
 2. עלייה בגירעון מעלה אך היא את התשואות הארוכות. מספר עבודות בחנו את השפעתם של שינויים ביחס המסים לתוצר על התשואות הארוכות ומצאו כי ההשפעה דומה במהותה לזו של שינויים בגירעון.
 3. הגורמים העיקריים המשפיעים על התשואות מעבר למדיניות הפיסקלית הם הצמיחה, האבטלה, הדמוגרפיה, החשבון השוטף, האינפלציה ורכישות האג"ח על ידי הבנקים המרכזיים.
 4. שינויים בדירוג האשראי משפיעים על התשואות: לשינויי דירוג יש השפעה עודפת על התשואות (כלומר מעבר להשפעת גורמי היסוד עליהן). ההשפעה אינה ליניארית ואינה סימטרית: היא מתבטאת בעיקר כאשר מדובר בהורדות דירוג, ובפרט בהורדה אל מתחת לדירוג השקעה.
- אף שהממצאים המחקריים מלמדים על קשר סיבתי חזק בין שינויים בחוב ובגירעון לבין שינויים בתשואות ובדירוג, יש להביא בחשבון את מורכבות התמונה ואת מגבלות הניתוח בכמה היבטים הקשורים לישראל:
- העובדה שעליית החוב והגירעון בישראל מתרחשת במקביל לתופעה דומה בעולם כולו עשויה להשפיע על האופן שבו השווקים וחברות הדירוג תופסים את העלייה בישראל – אך לא ברור לאיזה כיוון. מחד גיסא, עליית החוב בישראל במקביל לעלייתו בעולם עשויה לסמן לשווקים כי מדובר בהתנהגות נורמלית בהינתן הנסיבות העולמיות; מאידך, עליית החוב ועמה עליית הביקוש להלוואות בכל העולם עלולה להעלות את הריבית ולהקשות על גיוס חוב ועל מיחזורו בכל המדינות, ובכללן בישראל.
 - עליית חוב בעידן של הרחבה כמותית מעוררת בכל העולם את השאלה אם פעילות הבנק המרכזי להורדת התשואות הארוכות מקטינה את הסיכון הגלום בחוב הציבורי או רק ממסכת אותו. שאלה זו עשויה להתעורר גם בישראל לגבי הרכישות הגדולות של אג"ח ממשלתיות בידי בנק ישראל בשוק המשני.
 - היעדרו של תקציב לשנת 2021 תוך התבססות על תקציב המשכי, משפיעה גם על הפעילות הכלכלית ארוכת הטווח ובכך מידת הציבות הפוליטית עלולה להשפיע גם על סיכון החוב של מדינת ישראל.

מבנה הדין דלהלן:

1. תיאור האינדיקטורים המובילים להתפתחות משברי חוב והורדות דירוג אשראי על פי סקירת הספרות.
2. סקירת השפעתו של משבר הקורונה על פרופיל האשראי של ישראל ושל מדינות אחרות, על פי המדידה של חברות הדירוג.
3. השפעת גורמי סיכון פיסקליים על עלות החוב הממשלתית, המשתקפת בתשואות האג"ח הארוכות.

³ עלייה של נקודת אחוז ביחס חוב-תוצר מעלה את הריבית הארוכה ב-2-10 נקודות בסיס, ולפי המחקר החדש היא מעלה אותה בכ-3 נקודות בסיס. (ראו סעיף 3 בתיבה 12.)

⁴ הרכב החוב ולא רק היקף החוב משפיע על הדירוג: עלייה של משקל החוב הקצר ושל משקל החוב החיצוני (בעיקר במדינות מתפתחות) מגדילה את ההסתברות להורדת דירוג.

1. אינדיקטורים מובילים להתפתחות משברי חוב ולהורדות של דירוג האשראי

העשור האחרון התאפיין ברמת ריבית נמוכה וצבירת חובות נרחבת ומהירה ביחס לחמישים השנים הקודמות (Kose et al. 2020). משבר הקורונה הקצין את המגמות האלה, והחשש ליציבות הכלכלית העולמית עולה הן בגלל ההשפעות הישירות של המשבר והן בגלל הסיכונים הפיננסיים הנגרמים מההתמודדות עמו. בעשורים האחרונים התחוללו כמה גלים של צבירת חובות, שחלקם גרמו למשברים במדינות מפותחות ומתפתחות שונות. הגלים של צבירת חובות החלו כולם על רקע רמה נמוכה של ריבית ריאלית, ושינויים בלתי צפויים בשווקים הפיננסיים ליבו את הסיכון בשוק האשראי וגרמו למשברים פיננסיים, למשברי מטבע ולמשברי חוב במדינות רבות. כעת העולם מתמודד עם משבר ריאלי, שנגרם בגלל התפשטות נגיף הקורונה ומעצים את גל צבירת החובות.

הספרות על משברי חוב וזו האומדת את פרמיית הסיכון לחדלות פירעון של מדינה מצביעה על כמה משתנים עיקריים: צמיחת התוצר, יחס החוב לתוצר, הוצאות הריבית כאחוז מסך ההוצאות, הגירעון או הגירעון מנוכה המחזור, יחס המסים לתוצר, לוג התוצר לנפש (המצביע על רמת החיים במדינה) תפיסת השחיתות במדינה, היסטוריית חדלות הפירעון והיציבות הפוליטית. בספרות מדווחים על משתנים רבים נוספים – בהם האינפלציה, שער החליפין והגירעון בחשבון השוטף.

Augustin et al. (2020) בדקו את ההשפעה של מגבלות פיסקליות על הקשר בין השינוי היומי במספר מקרי הקורונה לשינוי היומי במרווחי ה-CDS בין אוקטובר 2019 ל-7 באפריל 2020. הם מצאו קשר בין שיעור מקרי הקורונה ל-CDS, אך כאשר מוסיפים מגבלות פיסקליות, נמצא שהקשר נובע מאינטראקציה של מגבלות אלו עם השינוי בשיעור מקרי הקורונה. השינויים במרווחי ה-CDS של המדינות מתואמים באופן חיובי ומובהק עם השינויים במדד למגבלות הפיסקליות, בהינתן אותו אחוז גידול בשיעור מקרי הקורונה. המדד למגבלות הפיסקליות נבנה ל-30 מדינות מפותחות בשנת 2018. המדד מדרג את המדינות לפי 6 פרמטרים: הוצאות הממשלה, החוב הציבורי ברוטו והוצאות הריבית (כולם ביחס לתוצר), האבטלה, צמיחת התוצר ודירוג האשראי. נציין כי (Arellano et al. (2020 מצאו שבמדינות מתפתחות ככל שהיחס חוב-תוצר גבוה יותר, יכולתן של הממשלות להפעיל סגרים וצעדי מנע/התמודדות עם הקורונה נמוכה יותר.

החוב הציבורי

אחד הנושאים המרכזיים בספרות בתחום זה הוא השפעת החוב הציבורי על הצמיחה. עם הסוגיות העיקריות בספרות זו נמנית השאלה אם יש רמת יחס חוב-תוצר שמעבר לה החוב מעיב על הצמיחה הכלכלית, ואם כן – מהי רמה זו. אחד המאמרים המשפיעים ביותר בתחום, (Reinhart & Rogoff (2010, מראה שגידול של יחס החוב לתוצר מעבר לרף מסוים מתואם עם ירידת תוצר עתידית. סוגיה זו נבחנה במאמרים רבים, ומשקלול של ממצאיהם עולה שהטווח של רף זה הוא בין 80 ל-90 אחוזים. כן נמצא שעלייה של אחוז תוצר מעבר לרף האמור מתואמת עם ירידה משמעותית בגידול השנתי של התוצר.

נמצאו גם קשרים ישירים בין היחס חוב-תוצר לבין שינוי דירוג. (Hadzi-Vaskov (2019 בדק את הקשר בין החוב הציבורי לדירוג האשראי על מדגם של 106 מדינות. הוא מצא שגידול של היחס חוב-תוצר מעלה את ההסתברות להורדת הדירוג. כך, לדוגמה, גידול של יחס החוב לתוצר ב-10 נקודות אחוז מתואם עם ירידת דירוג של חצי מדרגה. קשר שלילי זה אינו ליניארי אלא תלוי במקומו של הדירוג הקיים בסולם הדירוגים.

הגירעון

כיוון שהערץ העיקרי לשינוי יחס החוב לתוצר הוא הגירעון, צפוי שגם לשינויים בגירעון יהיו השפעות על התשואות ועל דירוג המדינה. העדויות מהספרות נסבות על מתאמים דומים לאלו של החוב: המתאם בין הגירעון לצמיחה הוא שלילי, והמתאם בין הגירעון לתשואות הוא חיובי. (Baldacci & Kumar (2010 מצאו שעליית הגירעון בנקודת אחוז מעלה את התשואות בכ-20 נקודות בסיס. (Laubach (2009 מצא מתאם בין הגירעון הממשלתי הצפוי לריבית הפורוורד לטווח ארוך: עלייה של נקודת אחוז ביחס הגירעון הצפוי לתוצר מעלה את ריבית הפורוורד ל-5 ו-10 שנים ב-20 ו-29 נקודות אחוז, בהתאמה.

יחס המסים לתוצר מתואם מאוד עם הגירעון, אך הם אינם זהים. ההבדלים המהותיים ביניהם הוא שיחס המסים לתוצר מבטא רק את צד ההכנסות הציבוריות ולא את צד ההוצאות. כמו כן יחס המסים לתוצר משקף במישור את השינויים בפעילות הכלכלית ואת היכולת של המדינה להישען על הכנסותיה יותר מאשר על מקורות המימון שלה, ואילו הגירעון מושפע מהמסים וההוצאות גם יחד.

הפוליטיקה וחוסר יציבות פיסקלית

הספרות דנה בהשפעות של היציבות הפיסקלית, המוסדית והפוליטית, המוגדרים כמשתנים איכותניים, על שינויי דירוג. המשתנים העיקריים בתחום זה הם: תפיסת השחיתות במדינה (מדד של Transparency International), קיומה של היסטוריית חדלות פירעון והיציבות הפוליטית (מדד של הבנק העולמי). (Amstad & Packer (2015) מצאו שתפיסת שחיתות גבוהה והיסטוריית חדלות פירעון משפיעים שלילית על דירוג האשראי של מדינה. (Teixeira et al. (2018 קיבלו תוצאות דומות לגבי שני המשתנים הללו, וכן מצאו שיציבות פוליטית גבוהה משפיעה לחיוב על דירוג האשראי. An-dreasen et al. (2019) הראו מודל תיאורטי, שבו המגבלות הפוליטיות (התמיכה הציבורית או הפרלמנטרית-ייצוגית) יכולות לחייב ממשלה לחדול מפירעון (ברמת חוב נתונה) אפילו במקרים שהיא הייתה מוכנה לקצץ בהוצאות ולשלם את חובותיה. המגבלות הללו משפיעות יותר ככל שאי-השוויון גדול יותר ומערכת המס רגריסבית יותר.

הרזרבות והגירעון בחשבון השוטף

הספרות בחנה גם את השפעת ההתבססות הכלכלית על תנועות הון זרות למימון הפעילות השוטפת בחשבון השוטף ואת כמות רזרבות המט"ח כמשתנים המשפיעים על ההסתברות של מדינות להיקלע למיתון. Lane and Milesi-Ferretti (2011) מצאו כי המדינות שנפגעו יותר מהמשבר של 2008 היו אלה שסבלו מגירעון גדול יותר בחשבון השוטף, מדינות פתוחות יותר למסחר בין-לאומי ואלה שהתאפיינו ערב המשבר בקצב גידול גבוה של יחס האשראי הפרטי לתוצר. (Dominguez et al. (2011 בחנו את השונות בין מדינות מבחינת רזרבות המט"ח ערב המשבר של 2008 ואת מדיניות שערי החליפין והרזרבות במהלכו והצביעו על מתאם חיובי בין כמות גדולה יחסית של רזרבות לבין קצב מהיר יחסית של צמיחת התוצר לאחר המשבר. ממצאים דומים עולים מהמאמר של Llaudes et al. (2011), שמצאו מתאם לא ליניארי בין כמות הרזרבות ערב המשבר לפגיעה בתוצר במהלכו.

החוב החיצוני

התלות של המדינה בהלוואות זרות, בעיקר בקרב המדינות המתפתחות, מתואמת אף היא עם האטה בצמיחה. הדבר נובע, בין השאר, מהיכולת של המלווים לדרוש תשלומי ריבית וקרן מהמדינה המנפיקה ולתבוע את הלווים בבתי משפט של מדינה אחרת. יחס החוב החיצוני לתוצר הוא אחד המשתנים העיקריים המסבירים חדלות פירעון של מדינות, במיוחד מדינות מתפתחות. (Reinhart & Rogoff (2010 מצאו לגבי מדינות מתפתחות, שכאשר יחס החוב החיצוני (הציבורי והפרטי) לתוצר חוצה את הרף של 60 אחוזי תמ"ג, צמיחת התוצר יורדת ב-2 נקודות אחוז בממוצע, וכאשר החוב החיצוני עובר את הרף של 90 אחוזי תוצר, הצמיחה נחתכת בחצי. מאמרים נוספים מוצאים מתאמים דומים בין יחס החוב החיצוני לתמ"ג לצמיחת התוצר ולהורדת דירוג האשראי (Frankel & Saravelo 2012, Karadam 2018, Manasse et al. (2009.

2. סקירת השפעתו של משבר הקורונה על פרופיל האשראי של ישראל ומדינות אחרות⁵ כפי שזה

נמדד בידי חברות הדירוג

2.1 התייחסות חברות הדירוג לאיכות האשראי של מדינות בעולם

התכווצות כלכלית בעקבות משבר הקורונה פגעה בהכנסות הממשלות והעלתה את ההוצאות, מפני התמיכה הנרחבת שמדינות מספקות לעסקים ולציבור. לכן הגירעונות התקציביים והחובות התרחבו השנה במידה משמעותית, ואף צפויה התרחבות נוספת. התרחבות הגירעונות בשילוב עם צמיחה נמוכה גורמים לנטל חוב גבוה ולעלייה של יחסי החוב לתוצר בעולם. עם זאת, ההתייחסות של שלוש חברות הדירוג העיקריות (Fitch ו-S&P, Moody's) לשינויים במשתנים אלו אינה אחידה⁶.

⁵ הסקירה מתייחסת בעיקר למדינות המפותחות ולמדינות המתפתחות שהדירוג ההשקעתי שלהן גבוה, בהיותן בנות השוואה לישראל.

⁶ שינויי הדירוג במחצית השנייה של השנה מופיעים בנספח.

בעקבות מגפת הקורונה שינתה חברת Moody's דירוגים ותחזיות למספר מדינות מתפתחות, אך לא למדינות מפותחות (למעט איטליה ובריטניה). על פי החברה, על אף הצפי לעלייה ביחסי החוב לתוצר של כל המדינות, הערכת דירוג האשראי, בהיותה צופה פני עתיד (forward looking), היא פחות רגישה לעלייה חד-פעמית של החוב בגלל המשבר. שני גורמים צפויים להשפיע על פרופיל האשראי של המדינות – קצב ההתאוששות הכלכלית והאפקטיביות של המדיניות להקטנת החוב על פני הזמן.

על פי Moody's, במשקים המפותחים יכולת גבוהה של שירות החוב מקטינה את ההשלכות של חוב גבוה על דירוגי האשראי. זאת בהינתן סביבת אינפלציה נמוכה וריביות נמוכות. ואולם יכולת שירות החוב (Debt affordability) עלולה להיפגע אם הכנסות המדינה תתאוששנה בקצב איטי מהצפוי.

מאז תחילת המשבר שינתה חברת S&P את הדירוג למעל 20 מדינות ושינתה את התחזית למעל 40 מדינות. בדומה ל-Moody's, פגיעתה בדירוגי המדינות היא, לעת עתה, בעיקר במדינות מתפתחות המסתמכות על תעשייה אחת מרכזית. במדינות אלו האפשרות להוציא לפועל מדיניות פיסקלית לא מחזורית בדרך כלל פחותה הרבה יותר מאשר במדינות המפותחות. ככל שהצורך בתמריצים פיסקליים לתמיכה בתוצר יימשך, ייווצר לחץ על הדירוג של מדינות נוספות. חברת S&P מאמינה כי היכולת לשרת את החובות תלויה בגמישות המוניטרית, במעמד המדיני-החיצוני וביציבות הכלכלית לא פחות מאשר ביחס החוב לתוצר. על פי החברה מוקדם מדי להעריך את ההשלכות של המשבר על יכולת הייצור של המשקים ועל הנכונות של הממשלות לחולל רפורמות בתחום הצמיחה. אם המדינות יצליחו להתאושש מאיבוד הצמיחה בשנה הנוכחית נראה את מרבית הדירוגים ברמה הנוכחית גם ב-2020-2021. כנגד זאת, אם המגיפה תימשך, ושיעורי הצמיחה יישארו נמוכים או אף יירדו, יהיה לחץ על הדירוגים.

חברת Fitch הורידה את הדירוג מתחילת המשבר למעל ל-20 מדינות, ושינתה את התחזית לשלילית למעל 30 מדינות. בניגוד לחברות S&P ו-Moody's, שינתה Fitch דירוגים ותחזיות גם למדינות מפותחות. על פי Fitch ריביות נמוכות וגישה לשווקים הפיננסיים מספקות תמיכה מסוימת לדירוג בטווח הקצר, אך אלו מיוחסות ליכולת ניהול הנזילות של המדינה יותר מאשר לכוח הפירעון שלה, ואינן אמורות להשפיע על גורמים אחרים בקביעת הדירוג. הגורמים המשותפים לשינויים בהערכת סיכון האשראי של המדינות המפותחות הם רמת חוב גבוהה ביחס לקבוצת הדירוג עוד לפני המשבר.

השוואת המתודולוגיות שמאחורי קביעת דירוגי האשראי של המדינות מלמדת כי חברות הדירוג מייחסות לחוסן הכלכלי והמוסדי (הצמיחה, יציבות מוסדות המדינה והאפקטיביות של המדיניות) משקל גבוה יותר מאשר לחוסן הפיסקלי (נתוני החוב).

2.2 ישראל בעיני חברות הדירוג

ישראל מדורגת על ידי שלוש חברות הדירוג העיקריות בטווח שבין A+ (Moody's ו-Fitch) ו-AA- (S&P) עם תחזית יציבה, ומתחילת המשבר אשררו שלושתן את הדירוג של ישראל. בחודש אפריל שינתה מודי'ס את תחזית הדירוג מחיובית ליציבה על רקע תחזית חלשה בתחום הפיסקלי בצל המשבר והיחלשות האפקטיביות של ההחלטות הפיסקליות, בשל סביבה פוליטית לא יציבה. באוקטובר אשררה מודי'ס שנית את הדירוג של ישראל ואת התחזית היציבה.

פרופיל האשראי של ישראל מציג עמידות כלכלית משמעותית לזעזועים, הבאה לידי ביטוי ביציבות של שיעור הצמיחה בטווח הבינוני, וזאת בזכות מגזר ההייטק ורזרבות הגז הטבעי. גמישות מוניטרית, רמת חיסכון גבוהה של משקי הבית, עודף בחשבון השוטף, היקף יתרות המט"ח ופוטנציאל הצמיחה בטווח הבינוני גם הם נקודות חוזק של ישראל. על אלה נוספים מבנה טוב של החוב והעובדה שמרביתו נקוב במטבע מקומי.

בחודש נובמבר חברת הדירוג S&P אף ציינה לטובה את הגמישות המוניטרית של בנק ישראל ואת הפעולות שנקט בשנה האחרונה למזעור הפגיעה הכלכלית במשק עקב משבר הקורונה.

אי יציבות במערכת הפוליטית, ניהול התקציב, הקשיים הדמוגרפיים הקשורים לשוק העבודה והמתיחות במזרח התיכון הם גורמי סיכון לדירוג האשראי של ישראל. הורדת התחזית תיתכן אם המיתון הכלכלי יימשך יותר מהצפוי. גם העדר תקציב ועלייה בנתוני החוב מעבר לצפוי עלולים להשפיע לרעה על דירוג האשראי. עם זאת, הפגיעה הנמוכה בצמיחה בישראל לאור האחוז הגבוה של צעירים והרכב היצוא פועלת למיתון העלייה של יחס החוב לתוצר.

יחס החוב-לתוצר של ישראל גבוה יחסית למדינות אחרות באותה קבוצת דירוג, עם זאת, כפי שעולה מהתיבה, משתנה זה אינו המשתנה המשמעותי היחיד בקביעת דירוג האשראי של המדינה. (לוח 1).

לוח 1: יחס החוב לתוצר החזוי ל-2020 למדינות בדירוג השקעתי (מדירוג BBB- ומעלה) וחלוקה לדירוגים (לפי דירוג מודי'ס)*

Baa3	Baa2	Baa1	A3	A2	A1	Aa3	Aa2	Aa1	Aaa
Russia 19	Indonesia 38	Bulgaria 24	Peru 39	Botswana 21	Estonia 19	Hong Kong 0	United Arab Emirates 37	Finland 68	Luxembourg 27
Kazakhstan 23	Philippines 49	Thailand 50	Latvia 44	Iceland 52	Kuwait 19	Czech Republic 39	South Korea 48	Austria 85	Denmark 35
Romania 45	Colombia 68	Panama 55	Lithuania 48	Malta 57	Saudi Arabia 33	Qatar 68	France 119		Norway 40
Hungary 77	Uruguay 69	Mexico 66	Malaysia 68	Poland 60	Chile 33	United Kingdom 108			Sweden 42
India 89		Mauritius 86	Slovenia 81	Slovak Republic 62	China 62	Belgium 118			New Zealand 48
Portugal 137		Spain 123		Ireland 64	Israel 77				Switzerland 49
Italy 162					Japan 266				Netherlands 59
									Australia 60
									Germany 73
									Canada 115
									Singapore 131
									United States 131

*המקור: IMF October update לגבי נתוני החוב וחברת מודי'ס לגבי הדירוגים.

3. ממצאים עיקריים מעבודה מחקרית חדשה⁷: "הגורמים המסבירים את תשואות האג"ח הארו" כות הממשלתיות בישראל ובמדינות דומות לה"

במחקר חדש המתנהל בחטיבת המחקר של בנק ישראל נאמדת ההשפעה של גורמי הסיכון הפיסקליים, וכן של משתנים נוספים, על עלות החוב הממשלתי⁸. גורמי הסיכון הפיסקליים, אלו המשפיעים על הסיכון לחדלות פירעון, מיוצגים על ידי שני משתנים – יחס החוב לתוצר ויחס המסים לתוצר. המחקר מביא בחשבון את ההשפעה של גורמים כלכליים רבים, שאינם משפיעים בהכרח על הסיכון לחדלות פירעון אך משפיעים על התשואות עצמן, כגון גורמים מבניים ארוכי טווח וגורמים מחזוריים. על ידי כך מצליחים החוקרים לבודד את יתר ההשפעות ולבחון את ההשפעה של גורמי הסיכון הפיסקליים על אומדן העלות של החוב הממשלתי.

המסקנות העיקריות מתוצאות המחקר:

1. החוב לתוצר משפיע באופן מובהק על עלות החוב: עלייה של נקודת אחוז בחוב לתוצר תייקר את עלות החוב ב-3.8 נקודות בסיס.
2. ירידה של יחס המסים לתוצר מייקרת אף היא את עלות החוב, וזאת במידת רגישות גבוהה אף יותר: ירידה של נקודת אחוז ביחס המסים לתוצר תייקר את עלות החוב בכ-15 נקודות בסיס.

⁷ המחקר (של נועם מיכלסון ורועי שטיין) מתקרב לסיומו ופורסם בסדרת הניירות לדיון של חטיבת המחקר.

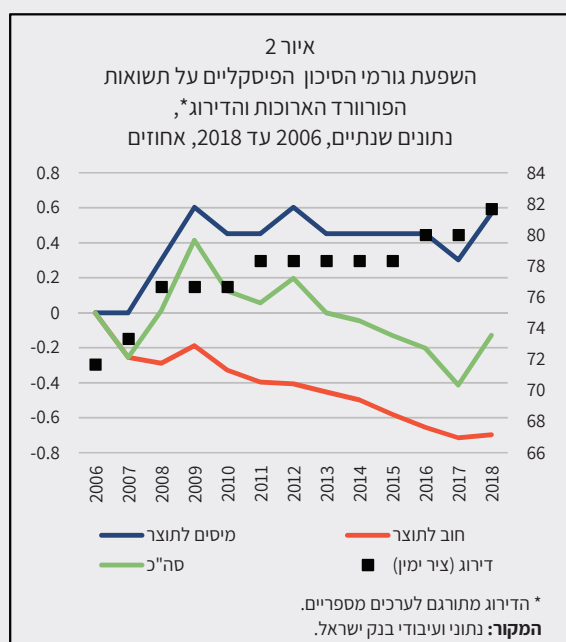
⁸ אומדן לעלות החוב הממשלתי מחושב על ידי ריבית הפורוורד הנומינלית לטווח שבין חמש לעשר שנים, המחושבת מתשואות האג"ח הממשלתיות הלא צמודות לטווחים אלו (שמתפרסמות לציבור).

3. השינויים בדירוגי האשראי מתואמים מאוד עם החוב לתוצר, אך נראה כי מתאם זה נוצר רק לאחר שהחוב לתוצר, שהוא אחד האומדנים המרכזיים לסיכון הפיסקלי, בא לידי ביטוי בתמחור האג"ח בקרב המשקיעים.⁹

בחנו את ההתפתחויות בגורמי הסיכון הפיסקליים בישראל משנת 2006, תקופה שבה העלו חברות דירוג האשראי את הדירוג של ישראל חמש פעמים. להלן נתוני החוב והמסים של ישראל לאותן שנים.

1. יחס החוב לתוצר ירד מאז 2006 ועד 2017 בכ-20 נקודות אחוז.

2. בשנים 2007 ועד 2009 ירד יחס המסים לתוצר בשלוש נקודות אחוז (מ-29 אחוזים ל-26 אחוזים) ונשאר ברמה זו תוך תנודתיות מסוימת עד 2017. בשנת 2018 ירד יחס זה בשתי נקודות האחוז.



ניתן לראות באיור 2 כי ירידתו של יחס החוב לתוצר הפחיתה את הריביות על החוב בישראל בכ-80 נקודות בסיס, אך ירידתו של יחס המסים לתוצר הביאה לעליית עלות החוב בשנים 2007 ו-2008 בכ-40 נקודות בסיס, ובכך קיזזה מחצית מההשפעה החיובית של ירידתו של יחס החוב לתוצר. בשנת 2018 ירד שוב יחס המסים לתוצר, ולכן עלו הריביות ב-20 נקודות בסיס נוספות.

על בסיס הערכה של חטיבת המחקר ישראל עלולה להגיע בסוף 2021 לחוב של כ-82 אחוזי תוצר ולגירעון של 11 אחוזי תוצר (השקול למסים של 0.22 אחוז תוצר). אם שני האומדנים יתממשו, ההשפעה של גורמי סיכון פיסקליים אלו על עלות החוב תגדל ב-1.3 נקודות אחוז ביחס להשפעתם לפני המשבר (חוב של 60 אחוזי תוצר ומסים של 0.25 אחוזי תוצר).

⁹ במשוואת האמידה אנו מסבירים את ההשפעות של הגורמים השונים על התשואות (ולא את ההשפעות על דירוגי האשראי). בהתייחס לדירוגי האשראי אנו בוחנים אם יש ערך מוסף במידע הגלום בהם מעבר לגורמים הכלכליים, ומוצאים שאין ערך כזה - למעט המידע הגלום בהפחתות הדירוג ובמיוחד הפחתות מדירוג השקעה לדירוג ספקולטיבי. תוצאה זו תומכת בממצאים בספרות מהשנים האחרונות, המצביעים על השפעת ההסמכה הגלומה בדירוגי האשראי - ההשפעה על עלות החוב הנובעת מהישענות של הרגולציה הפיננסית על הדירוגים של חברות דירוג האשראי.

נספח

שינויי דירוג או תחזית למדינות מפותחות מובחרות במהלך המחצית השנייה של 2020

המדינה	תאריך	חברת דירוג	הפעולה	המניעים
איטליה	23.10	S&P	שיפור בתחזית משלילית ליציבה, הדירוג נותר BBB	- הפגיעה של וירוס הקורונה בכלכלה קשה מאוד, ותוצר המדינה לא יחזור לרמות של 2019 לפני 2023. - כפועל יוצא הממשלה הציגה תוכנית תמריצים פיסקלית בסך 6.1% מהתוצר. - ה-ECB הרחיב את תוכנית רכישת הנכסים, המאפשרת מחירי מימון נמוכים לחוב. ה-EU השיק תוכנית התאוששות, הצפויה לספק לאיטליה הלוואות ומענקים בגובה 12.5 אחוזים מהתוצר, בכפיפות לקידום רפורמות מעודדות צמיחה. - לכן, על אף חוסר הוודאות הכלכלית הצעדים נותנים לממשלה הזדמנות לאתחול הכלכלה.
בריטניה	16.10	Moody's	הורדת הדירוג מ-Aa3 ל-Aa2	- הצמיחה של בריטניה נחלשה משמעותית מאז הורדת הדירוג הקודמת בספטמבר 2017 וצפויה להישאר חלשה. מגמה מבנית שלילית הוחמרה עוד על ידי ההחלטה לעזוב את האיחוד האירופי וחוסר היכולת להגיע להסכמות על אופן העזיבה. הצמיחה תיפגע גם מהשלכות מגפת הקורונה, שכבר פגעה בה קשות. - החוסן הפיסקלי נשחק. החוב הממשלתי, שכבר היה גבוה קודם למשבר, הוסיף ועלה בעטיו. אמנם הסיכון שבחוב גבוה פוחת בזכות העובדה שהשטרלינג משמש כמטבע רזרבה בעולם, אך עלות החוב עלולה להתייקר בהעדר תוכניות להפחתתו. מודי'ס מעריכה שהממשלה לא תפעל בהצלחה להקטנת החוב בשנים הקרובות, בשל המצב הפוליטי והצמיחה נמוכה. - בשנים האחרונות נצפית היחלשות של המדיניות הציבורית ושל החוזק המוסדי (institutional strength). המדיניות הפכה פחות צפויה ופחות אפקטיבית. - השילוב בין שלושת הגורמים השונים שנמנו יקשה על בריטניה לשפר את מצבה הכלכלי בעתיד הנראה לעין.

ספרד	18.09	S&P	תחזית שלילית הדירוג נותר A	• הפגיעה של וירוס הקורונה בכלכלה קשה מאוד, ותוצר המדינה לא יחזור לרמות של 2019 לפני 2022. • תקציב חדש לא הועבר אחרי 2018, דבר הפוגע ברפורמות הכלכליות. • כנגד זאת ספרד מרוויחה מהחברות בגוש האירו ומתוכנית הרכישות של הבנק המרכזי בגוש.
ארצות הברית	31.7	Fitch	תחזית שלילית הדירוג נותר AAA	• שינוי התחזית בגלל הדרדרות במימון ציבורי, והעדר תוכנית אמינה של קונסולידציה פיסקלית: • גירעון תקציבי וחוב במגמת עלייה עוד לפני המשבר הנוכחי. • סיכון שהמשלה לא תבצע קונסולידציה פיסקלית כדי לייצב את החוב אחרי המגפה. • רמת חוב גבוהה יותר מאשר בכל מדינות ה-AAA שצפויה לעלות ל-130 אחוזי תוצר. ההערכה היא שארצות הברית תחזור לרמת החוב תוצר שררה לפני המשברית ב-2023, בהינתן סביבת ריביות נמוכה.
יפן	28.7	Fitch	תחזית שלילית דירוג נותר A	• התרחבות הגירעון התקציבי בעקבות התמיכה הכלכלית שניתנה תורמת לעלייה של החוב ביחס לתוצר, וזאת מרמה גבוהה טרם המשבר – אבסולוטית וביחס לקבוצת הדירוג. • עלייה בתחלואה מגדילה את הסיכון לצעדים מניעתיים, שיגרמו להתכווצות נוספת של התוצר. • רמות חוב גבוהות יקשו על הורדת החוב. ירידה בכוח העבודה והזדקנות האוכלוסייה יקשו על פוטנציאל הצמיחה.
קנדה	24.6	Fitch	הורדת הדירוג ל- AA+ . התחזית יציבה	• הדרדרות במימון ציבורי בעקבות המשבר: עלייה חדה בגירעון הממשלתי כתוצאה מהתמודדות עם מגפת הקורונה. הגירעון הממשלתי צפוי לעלות ל-16 אחוזי תוצר לעומת עודף של כאחוז אחד ב-2019. • צפי ליציאה מהמיתון עם יחסי חוב גבוהים משמעותית מאשר ב-2019 - יחס החוב הממשלתי לתוצר זינק השנה ל-115 אחוזים בהשוואה ל-88 אחוזים ב-2019. החוב הממשלתי בקנדה הוא בין הגבוהים במדינות בקבוצת AA. לקנדה יש ניסיון של התאמה פיסקלית משנות ה-90. ואולם המערכת הפיסקלית בקנדה מבוזרת, מה שמקשה על התאמה כזאת.

תיבה 2

ירידת השווי בחברות הנדל"ן המניב על רקע משבר הקורונה¹

עיקרי הדברים

- בשיאו של משבר הקורונה שווין המצרפי של חברות הנדל"ן המניב ירד בכ-40% ביחס לסוף 2019, והוא לא התאושש מירידה חדה זו עד סוף חודש ספטמבר.
- טרם המשבר התמחר של הנכסים המניבים בשוק היה גבוה יותר מערכם בספרים – אולי בשל תחזיות צמיחה אופטימיות שהיו לפני המשבר – וירידת השווי במהלך המשבר מבטאת בעיקר תיקון של תמחור הנכסים המניבים בשוק ביחס לערכם בספרים, אך לא ירידה מעבר לכך.
- מכלול האינדיקטורים מלמד שירידת השווי בחברות הנדל"ן המניב אינה מעידה על עלייה בסיכון למערכת הפיננסית מצד חברות אלו.
- עם ההודעה על תוצאות חיוביות בניסויים לחיסון נגד הקורונה השתנתה המגמה באופן חיובי, ונכון לסוף דצמבר ירידת השווי מתחילת השנה הסתכמה בשיעור נמוך יותר של 20%.

בחינה ענפית של מדדי המניות המרכזיים מעלה כי מדד הנדל"ן והבינוי, שלא כיתר המדדים הענפיים הריאליים, לא התאושש עד סוף ספטמבר מהירידה החדה שפקדה את השווקים הפיננסיים בשיאו של משבר הקורונה בחודשים מרץ-אפריל. (ראו פרק הנכסים הפיננסיים). חלוקה של המניות הנסחרות בבורסה לשלוש קבוצות – חברות נדל"ן מניב, חברות ייזום ובנייה וכל יתר החברות – מחדדת את ההבחנה כי המניות של חברות הנדל"ן המניב הן שמשכו את מדד הנדל"ן והבינוי כלפי מטה (איור 1), וברמה האגרגטיבית ניתן לראות כי שווין ירד בכ-40 אחוזים (נכון לסוף ספטמבר), ביחס לסוף 2019. עם ההודעה על תוצאות חיוביות בניסויים לחיסון נגד נגיף הקורונה השתנתה המגמה לטובה, ונכון לסוף דצמבר ירידת השווי הסתכמה בכ-20%.

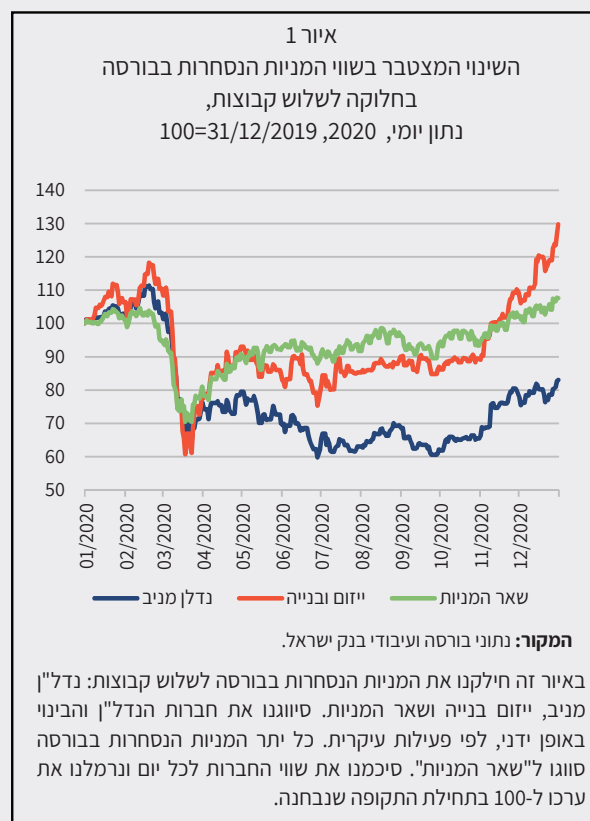
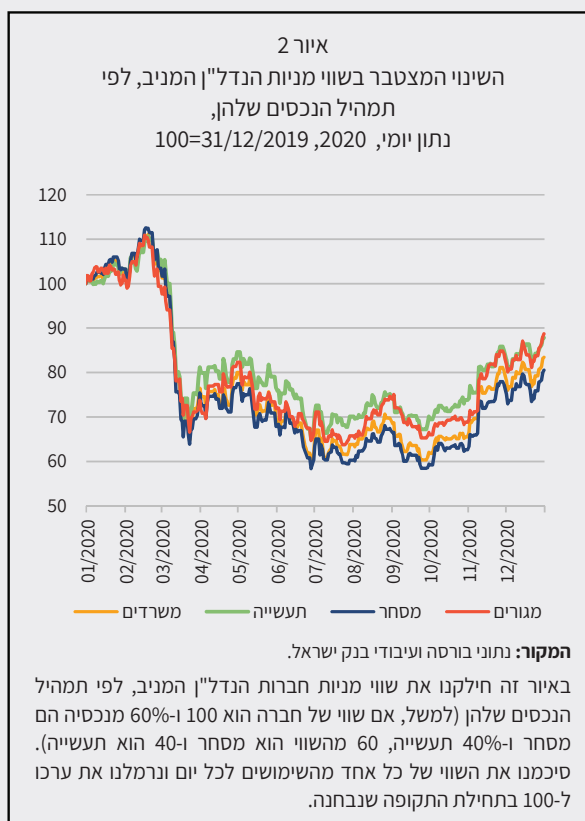
הסתכלות ממוקדת יותר בחברות הנדל"ן המניב לפי אופי פעילותן (במונחי תמהיל הנכסים) מלמדת שהשוק מתמחר את הנדל"ן המניב למסחר ולמשרדים באופן שלילי יותר מאשר את שימושי הנדל"ן האחרים (מגורים ותעשייה)² (איור 2). גם בחינה של חברות הנדל"ן המניב לפי ההשקעה העיקרית שלהן מלמדת שהשוק מעריך כי השווי של החברות המוטות לענף המסחר נמוך מזה של חברות שבהן פיזור הנכסים רחב יותר. אף כי תוצאות אלו אינן חד-משמעיות וניכר כי חוסר ההתאוששות של החברות בענף היא רוחבית.

לחברות הנדל"ן המניב הנסחרות בבורסה חוב פיננסי בהיקף של כ-160 מיליארד ש"ח (נכון לרבעון השלישי של 2020) – כ-17 אחוזים מהחוב של המגזר העסקי הלא פיננסי. לפי הספרות בעולם ענף זה הוא גורם משמעותי להאצה של משברים פיננסיים³, ועל כן עולה השאלה: **האם ירידת השווי של חברות הנדל"ן המניב מסכנת את יציבות המערכת הפיננסית?** התשובה שעולה מהניתוח היא שלא.

¹ הנתונים היומיים (של מחירי המניות ומרווחי התשואות) בתיבה זו מעודכנים לתאריך ה-31/12/2020.

² ממצא זה עשוי ללמד כי השוק מתמחר שינוי מבני עתידי שהמשבר חולל, שבו הרגלי הצריכה משתנים לשימוש גבוה יותר במסחר מקוון, ושוק העבודה עובר לעבודה מרחוק ופחות שימוש במשרדים.

³ תואר בהרחבה בתיבה "הנדל"ן המניב בישראל", דוח היציבות הפיננסית, דצמבר 2018. שם גם מתוארים השימושים השונים בנכסים המניבים למסחר, לתעשייה, למשרדים ולמגורים.



ברמה המצרפית נרשמו בשלושת הרבעונים הראשונים של 2020 הפסדי שיערוך בהיקף של כ-3 מיליארד ש"ח, שהם כאחוז אחד מסך הנכסים המניבים הרשומים במאזן (שבהתאם לתקינה החשבונאית נרשמים בשווי ההוגן)⁴. לפיכך מינוף החברות המצרפי, המחושב באמצעות חלוקת סך החוב הפיננסי בשווי ההוגן של הנדל"ן המניב, עומד על כ-0.64, והוא עלה מעט ביחס למינוף ערב המשבר (0.62, נכון לדצמבר 2019). פרמטר נוסף של המינוף, המחושב על ידי חלוקת החוב הפיננסי ב-CAP (החוב פיננסי והון הבעלים), מלמד גם הוא כי המינוף עלה אך מעט⁵ (0.59 בספטמבר 2020 לעומת 0.57 בדצמבר 2019). אשר לתמחור בשוק האג"ח – כפי שהמרווחים מלמדים (איור 3), השוק אינו מתמחר מינוף או סיכון גבוה יותר ביחס לתקופה שלפני.

מירידת שווי החברות ניתן ללמוד כי שוק ההון מתמחר את הנכסים שלהן בשווי נמוך יותר מאשר ערב המשבר, ונשאלת השאלה אם יש במגמה זו כדי להעיד על ירידה זהה בשוויים של הנכסים במאזני החברות, שתביא לעלייה מסוכנת במינוף החברות. כדי להשיב על שאלה זו ניתחנו את המינוף של החברות, כפי ששוק ההון מתמחר אותן. עשינו זאת לשתי נקודות זמן (ערב המשבר – הרבעון הרביעי של 2019, והרבעון השלישי של 2020) ובשתי דרכים שונות:

1. המינוף שנגזר מהשוק $\frac{FV - MV}{FV}$; כאשר ה-MV הוא שווי השוק של ההון העצמי לסופי הרבעונים (דהיינו, 31/12/2019 ו-30/09/2020) וה-FV הוא השווי ההוגן של הנכסים המניבים במאזן.
2. החוב הפיננסי ל-CAP שנגזר מהשוק: $\frac{D}{MV + D}$; כאשר ה-MV הוא שווי השוק של ההון העצמי לסופי הרבעונים (דהיינו, 31/12/2019 ו-30/09/2020) וה-D הוא החוב הפיננסי במאזן.

⁴ גם בגופים המוסדיים שבבעלותם נדל"ן מניב נרשמה ירידה ערך זעומה בשיעור של כ-0.5 אחוז. עם זאת נציין כי ירידות ערך אלו אינן משקפות את השווי של כל היבטי הנדל"ן המסחרי, למשל של חנויות הרחוב, שלרוב אינן בבעלותן של חברות ציבוריות וגופים מוסדיים, אשר בתקופת המשבר ערכן עלול לרדת בשיעורים גבוהים יותר. כמו כן אפשר שבהמשך, עם התפתחות המשבר והשפעתו הצפויה על הנדל"ן המניב, יירשמו הפסדי שיערוך גבוהים יותר בחברות הציבוריות ובגופים המוסדיים.

⁵ ברמה המצרפית גדל החוב הפיננסי של חברות הנדל"ן המניב (בשיעור של כ-7 אחוזים), ואילו שווי הנדל"ן המניב לא השתנה משמעותית.

נציין שאם מביאים בחשבון שהנכסים המניבים רשומים במאזן לפי השווי ההוגן (FV)⁶, ונהוג לשערך את השווי ההוגן של הנכסים בשיטת תזרימי המזומנים העתידיים (DCF), הרי למעשה היינו מצפים כי חישוב המינוף בשתי הדרכים האלה יביא לשוויון, ותתקיים המשוואה⁷:

$$\frac{FV - MV}{FV} = \frac{D}{MV + D}$$

לוח 1 מרכז את יחסי המינוף שחושבו בדרכים אלו ולשתי נקודות זמן. מלוח זה עולה שבמונחי הספרים (ה-BV), כפי שתואר לעיל, המינוף עלה מעט על רקע עליית החוב הפיננסי של החברות בענף, אך הרמה נותרה ללא שינוי מהותי. כנגד זאת, במונחי שווי השוק (MV) ניכרת עלייה במינוף שנגזר מהתמחור בשוק ההון. שני ממצאים מרכזיים עולים מלוח זה: הראשון – ברבעון השלישי של 2020 המינוף שנגזר מהשוק דומה למינוף המחושב מהספרים (BV), ואילו ברבעון הרביעי של 2019 היה פער די גדול בין שני חישובים אלו. השני – בשתי הדרכים לחישוב המינוף מהשוק מגיעים לאותה תוצאה, ובמשוואה שהוזכרה לעיל מתקבל שוויון.



לוח 1

יחסי מינוף המחושבים לפי שווי הספרים (BV) ושווי השוק (MV), 30/09/2020 ו-31/12/2019

Q3/2020	Q4/2019	יחס המינוף	
0.64	0.62	חוב פיננסי לשווי הוגן של נכסים	BV
0.59	0.57	חוב פיננסי ל-CAP	
0.64	0.4	המינוף שנגזר מהשוק	MV
0.64	0.5	חוב פיננסי ל-CAP (כפי שנגזר מהשוק)	

מקור: נתוני בורסה, דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

ניתן אפוא להסיק שתמחור השוק של חברות הנדל"ן המניב תיקן את עצמו לנוכח המשבר (בקירוב) לרמה של הנכסים המשוערכים בספרים, כך שהמינוף בספרים יהיה שווה למינוף המתמחר בשוק. ממצא זה מעיד ששווי חברות הנדל"ן המניב לא ירד אל מתחת לשווי הנכסים שלהן בספרים – מסר מרגיע מבחינת המערכת הפיננסית – וכאמור, ייתכן כי מדובר בתיקון של תמחור חברות הנדל"ן המניב. כדי לבחון השערה זו (אם אכן מדובר בתיקון), בדקנו את היחס שבין שווי השוק של ההון העצמי והחוב בספרים (כאינדיקציה לתמחור הנכסים בשוק) לבין השווי ההוגן של הנכסים, כלומר:

$$\frac{MV + D}{FV}$$

מאחר שחלק הארי של הנכסים המניבים⁸ הוא בשווי ההוגן, והחוב הפיננסי גם הוא בקירוב בשווי ההוגן, יחס זה צריך להיות שווה בקירוב ל-1. בדקנו את המונה והמכנה של מנה זו ברמה המצרפית לכל רבעון משנת 2010 ואילך (איור 4). נמצא שבאופן כללי התמחור בשוק של ההון העצמי יחד עם החוב בספרים היו שווים לשווי ההוגן של הנכסים (משמע שהיחס היה שווה בקירוב ל-1) עד סוף שנת 2016. בשנת 2016 ירד השווי ההוגן של הנכסים עקב מכירת נכסים ויציאה

⁶ ולא במונחי העלות ההיסטורית (כמו נכסים מוחשיים אחרים במאזנים של חברות ריאליות, כגון המלאי או הרכוש הקבוע).

⁷ מפיתוח של משוואה זו אנו מגיעים לשוויון $MV + D = FV$ שבהמשך משמש אותו בבחינת תמחור הנכסים בשוק. נציין כי בחישוב זה אנו מניחים שהחוב הפיננסי במאזן הוא בקירוב בשווי הוגן (הנחה סבירה).

⁸ למעט נכסים בהקמה או קרקעות שבדרך כלל אינם בהיקפים משמעותיים.



מאיחוד שהתרחשה בחברה גדולה אחת, שלא באה לידי ביטוי מיידי במונה (כלומר ב-MV+D). הפער שנוצר בין המונה למכנה נסגר בהדרגה עד סוף שנת 2018, ומאז התמחר בשוק "התנתק" מהשווי ההון של הנכסים עד סוף 2019, ערב המשבר. במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2020, בעקבות משבר הקורונה, ניכרת התכנסות חזרה לתמחור שבו $MV+D=FV$. ייתכן כי התנתקות זו של מחירי השוק ממחירי הנכסים ב-2018 מעידה על תחזיות צמיחה אופטימיות יותר (או צפי לרווחיות ותקבולי דיבידנד גבוהים יותר) מאשר לפי ההנחות שבבסיס הערכות השווי בדוחות הכספיים, אשר התבדו אחרי כן.

התנתקות של מחירי נכסים פיננסיים מהנתונים הפונדמנטליים של הנכסים הריאליים ("תמחור יתר") יכולה להגביר את הסיכונים של המערכת הפיננסית. לכן התכנסות מחיריהם של הנכסים הפיננסיים בחזרה לתמחור הפונדמנטלי היא ממצא חיובי, המעיד שהסיכון לתמחור יתר בשוק זעיר (עד אפס). התפתחות זו, ועמה העובדה שהשוק גם לא מתמחר את החברות בשווי נמוך יותר מהשווי בספרים על רקע המשבר, מעידות שמינוף החברות המוערך על ידי בעלי המניות בשוק אינו גבוה מהמינוף שבעלי החוב רואים בדוחות הכספיים, ומכאן שירידת השווי אינה מסכנת את המערכת הפיננסית.

ניתוח פרטני של ענף הנדל"ן המניב במסגרת ניתוח העמידות של החברות הציבוריות על רקע משבר הקורונה⁹ – שבו הנחנו עלייה של שיעורי ההיוון, המביאה לירידה של 10 עד 15 אחוזים מהשווי בספרים (הרבה מעבר להפסדי השערך שנרשמו בשלושת הרבעונים הראשונים של 2020) – הראה כי לחברות בענף יש הון איתן לספוג הפסדים ניכרים, וגם ירידות שווי משמעותיות. תיבה שפורסמה בדוח היציבות הפיננסית לדצמבר 2018 ועסקה בנדל"ן המניב בישראל¹⁰ וביציבותו הפיננסית הצביעה גם היא על איתנות פיננסית של החברות בענף, שבאה לידי ביטוי בירידה מתמשכת של מינוף ובעלייה של נזילותן ושל יכולת הפירעון שלהן. המסקנה העיקרית מניתוח היציבות היא שהחברות בענף צברו בשנות הגאות הון המספיק גם כדי להתמודד עם השלכות משבר כזה שהן חוות כעת.

בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה הרווחיות של חברות הנדל"ן המניב אכן נפגעה, וניכר כי הדבר פגע גם בתזרימי המזומנים, אך לא בכוש הפירעון או בנזילות (לוח 2). ההון שהן צברו, המבוסס על הנכסים המניבים שבעלותן (שנכון לסוף ספטמבר 2020 תומחרו בשוק, כאמור, כמו בספרים), מאפשר להן לגייס חוב נוסף ולהתמנף באופן שהן יוכלו לשרת את ההתחייבויות השוטפות גם בעת מחסור של מזומנים. הואיל ושווי נכסיהן המניבים לא נפגע משמעותית, והוא מאפשר להן בעת הזאת לגייס מקורות מימון נוספים, חברות הנדל"ן המניב לא עלולות להיקלע למצוקת נזילות, שתביא לפגיעה ביציבותן וביציבות המערכת הפיננסית. במסקנה זו תומכים הן תמחור הסיכונים בשוק האג"ח, כפי שניתן לראות מהתפתחות מרווחי האג"ח במהלך 2020 (איור 3), והן מדדי איכות האשראי במערכת הבנקאית¹¹.

⁹ הניתוח תואר בתיבה 4 בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2020, אך ההיבט הענפי לא פורסם לציבור. להרחבה: <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/28-7-2020.aspx>

¹⁰ להרחבה: <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/19-12-2018.aspx>

¹¹ שיעור החובות הבעייתיים והפגומים בענף הפעילות בנדל"ן של חמשת הבנקים הגדולים, נכון ל-30/09/2020, עומד על 3.5 אחוזים ואחוז אחד, בהתאמה, לעומת 3.6 אחוזים ו-1.5 אחוזים ב-30/09/2019. שיעור ההפרשה הפרטנית להפסדי אשראי זניח, ועומד, נכון ל-30/09/2020, על 0.06 אחוז, בדומה לשיעור ב-30/09/2019.

לוח 2

יחסים פיננסיים נבחרים של חברות הנדל"ן המניב, 30/09/2019 ו-30/09/2020

הנזילות המיידית		כושר הפירעון		תזרים שוטף לנכסים		NOI לנכסים		
Q3/2019	Q3/2020	Q3/2019	Q3/2020	Q3/2019	Q3/2020	Q3/2019	Q3/2020	
0.65	(43%) 0.69	3.06	(48%) 1.95	3.54	(76%) 2.46	4.32	(65%) 3.91	חישוב מצרפי
1.38	1.62	2.52	2.59	1.75	1.31	3.95	3.63	ממוצע פשוט
0.49	0.59	1.6	2.1	2.7	1.91	4.21	3.41	חציון

מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

הלוח מציג יחסים פיננסיים נבחרים של חברות הנדל"ן המניב שנסחרות בבורסה ל-30/09/2020 ולתקופה מקבילה שנה קודם לכן. ה-NOI לנכסים חושב כחלוקה של הרווח מפעילות ללא רווחי/הפסדי שערך במהלך התקופה בערך הנכסים המניבים לתחילת התקופה. התזרים השוטף לנכסים חושב כחלוקה של תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת במהלך התקופה בערך הנכסים המניבים לתחילת התקופה. כושר הפירעון חושב כחלוקה של תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת בהוצאות המימון במהלך התקופה. הנזילות המיידית חושבה כחלוקה של המזומנים וההשקעות לטווח קצר בהתחייבויות השוטפות. תחת החישוב המצרפי צוין שיעור החברות שהיחס ב-2020 קטן מזה שב-2019.

תיבה 3

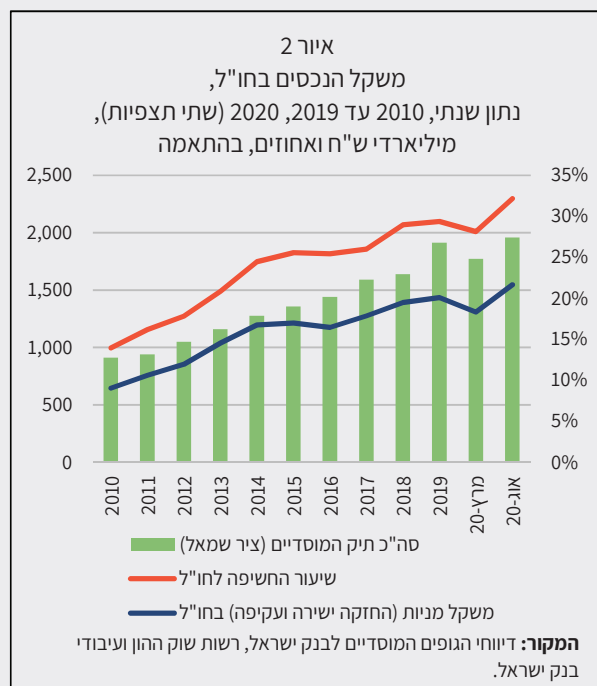
חשיפת המשקיעים המוסדיים לחוזים עתידיים על מדדי מניות חו"ל

מטרת התיבה היא לתאר את השפעת פעילות המשקיעים המוסדיים על שוקי האג"ח הממשלתיות והמט"ח המקומיים בעת משבר הקורונה, שפרץ בחודש מרץ¹. הטענה המרכזית בתיבה זו היא שמאפייני החשיפה של המוסדיים לחוזים עתידיים על מניות בחו"ל, אשר עיקרה שימוש באג"ח ממשלתיות מקומיות² כבטוחה להשקעה בחוזים אלו, העצימה את התגובה המקומית ביחס לעולם. הדבר הביא לסיכון נזילותי ומטבעי משמעותי: הואיל והחשיפה המטבעית היא דולרית, ואילו מקור המימון העיקרי שלה הוא שקלי. כתוצאה מכך, הדרישה להשלמת ביטחונות בעקבות הירידות החדות במדדי המניות בעולם ובחוזים העוקבים אחר מדדים אלו יצרה אצל המוסדיים מחסור משמעותי בנזילות במט"ח, וזה אילץ אותם למכור אג"ח ממשלתיות בהיקפים משמעותיים³ לשם מימון רכישות מט"ח ניכרות בשוק. פעולות אלו העצימו את עליית התשואות באפיק הממשלתי, את הפיחות בשער השקל ואת מצוקת הנזילות בשוק ההחלף הדולרי.

התפתחות תיק הנכסים של המוסדיים⁴

תיק המוסדיים גדל פי שניים בעשור האחרון – מרמה של כ-900 מיליארדי ש"ח ב-2010 לכמעט 2 טריליון ש"ח כיום – ומשקלו מתקרב ל-50 אחוזים מסך תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור (איור 1). מדובר בקצב גידול מהיר, הבולט ביחס לקצב הגידול המתון יותר של תיק הציבור. ניתן להסביר זאת ברגולציה ארוכת טווח, כגון פנסיית החובה, אשר חלה החל משנת 2008 על כלל אוכלוסיית השכירים, והחל משנת 2017 הוחלה גם על אוכלוסיית העצמאיים. זאת לצד מגמות דמוגרפיות ומקרו-כלכליות שעיקרן גידול של האוכלוסייה ושל מספר המועסקים ועלייה בשכר הנומינלי ובשיעור ההפרשות הפנסיוניות.

זוית נוספת הממחישה את גידולו של תיק המוסדיים היא יכולתו כיום להכיל, במונחי שווי, את כלל הנכסים הסחירים בשוק המקומי; זאת שלא כמו בשנת 2010, אז גודלו עמד על כמחצית משווי הנכסים המקומיים⁵.



¹ הגורם המשפיע העיקרי הוא הזעזוע הפיננסי הגלובלי בעטיה של מגיפת הקורונה. גם לפדיונות מקרנות הנאמנות הייתה השפעה משמעותית.

² נוסף על אלה נעשה שימוש במק"מ ובנזילות קיימת, שקלית ומט"חית.

³ שווי החזקות המוסדיים מתוך סך מלאי החוב הממשלתי ירד בכ-9 אחוזים בין חודש פברואר לחודש מרץ, וניתן לייחס את רוב הירידה למכירות אג"ח ממשלתיות לשם מימון רכישת מט"ח בהיקפים משמעותיים.

⁴ תיק המוסדיים = כל גופי החיסכון לטווח בינוני-ארוך. תיק הציבור = החזקות הציבור במישרין + קרנות הנאמנות. תיק הנכסים הכללי מורכב משניהם.

⁵ הכוונה לחוב הממשלתי הסחיר, מק"מ, מניות ואג"ח חברות.



גידול שווים של הנכסים המנוהלים על ידי המוסדיים הביא, בין היתר, לעלייה מהירה של שיעור החשיפה לנכסים בחו"ל, לכ-32 אחוזים מסך התיק. במונחים נומינליים מדובר בשינוי של כ-500 מיליארד ש"ח, כמחצית מכלל הגידול בתיק המוסדיים לאורך העשור (איור 2). הואיל והנכס העיקרי בתיק הנכסים בחו"ל הוא מניות, משקלן של אלה בסך התיק עלה, וכתוצאה מכך גדלה ההשפעה של ערוץ זה על ביצועי התיק ועל תנועות ההון בשוק המקומי, בשקל ובמט"ח.

חשיפת המוסדיים למניות בחו"ל

החשיפה למניות בחו"ל היא בעיקרה דרך החזקה ישירה של מניות, קרנות סל וחוזים עתידיים על מדדי מניות. תמהיל החשיפה למניות בחו"ל השתנה, והנטייה בשנים האחרונות היא להגדיל את משקל החוזים העתידיים על חשבון החשיפות האחרות (איור 3). הסיבות לכך מוצגות בלוח 1, והן קשורות בעיקר לסחירות גבוהה יותר ועלות נמוכה יותר ביחס לחלופות.

לוח-1: סיכום ההבדלים העיקריים בין השקעה בחוזים לבין השקעה ישירה במניות ובקרנות סל⁶.

הנכס	סחירות	נזילות	עלות אחזקה	סיכון: שע"ח, תפועל, נזילות	חשיפת מט"ח
חוזה עתידי	לאורך כל היום	גבוהה	נמוכה – ריבית Libor	בינוני עד גבוה	חשיפה ראשונית נמוכה אולם קיים סיכון MTM * יומי
קרן סל	בשעות המסחר בלבד	גבוהה	+ Spot + FX Basis דמי ניהול	נמוך	חשיפה מלאה
מניה	בשעות המסחר בלבד	גבוהה – תלוי במניה	Spot + FX Basis	נמוך	חשיפה מלאה

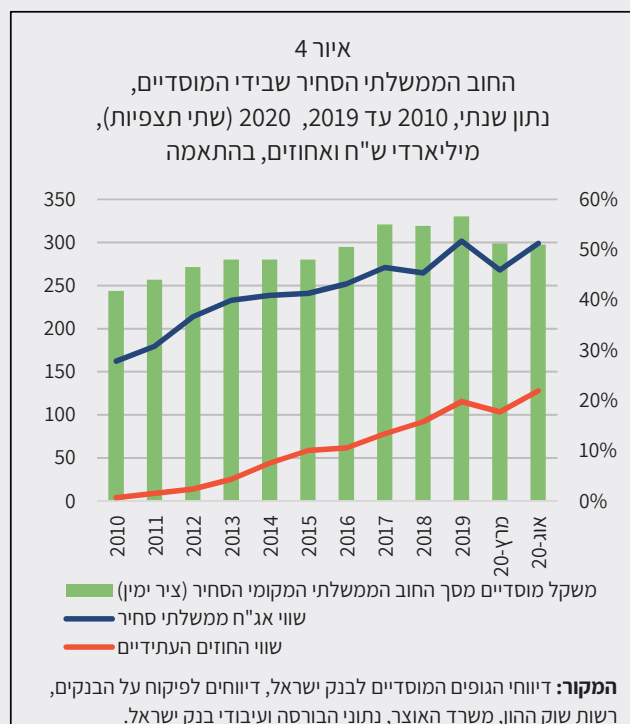
* Mark To Market הוא מנגנון שיערוך יומי לנכס, שנועד לשקף לו מחיר שוק ריאלי. לפי התוצאה נקבע אם המשקיע מקבל או מזרים ביטחונות.

הבדל עיקרי נוסף הוא שהשקעה בחוזים היא ממונפת; משמע שרק חלק קטן מושקע בחוזה, ורק חלק זה חשוף לשינויים בשער חליפין. יתרת הסכום מושקעת ברובה באג"ח ממשלתיות שקליות סחירות, המשמשות בטוחה להשקעה בחוזים. זהו יתרון מבחינת המוסדיים: הוא מאפשר להם להיחשף לנכסים בחו"ל בלי ליצור חשיפה מלאה למט"ח, שלעיתים אינה רצויה מבחינתם. ואולם חוזה עתידי הוא נכס תנודתי, התלוי בהתפתחויות בשווקים, ולכן יתרון זה עלול להישחק במהירות ולחשוף את המוסדיים לסיכונים מט"ח ונזילות כתוצאה מדרישת ביטחונות במקרה של ירידות נמשכות בשווקים⁷. במקרה כזה, עקב החשיפה הגדולה לחוזים עתידיים על מניות וחוסר המתאם המטבעי, המוסדיים עלולים להידרש לנזילות בהיקפים משמעותיים, בשקל ובמט"ח, ולכך עלולה להיות השפעה חזקה על שוקי ההון והמט"ח המקומיים, כפי שאירע במשבר הקורונה בחודש מרץ. בקרנות סל ומניות (בהנחה שגם המניה מגיבה באותו אופן) עלייה של התנודתיות בשווקים גורמת לסטייה משיעורי החשיפה הרצויים בתיק המוסדיים, ולכן יש צורך בהתאמות – מכירות וקניות של מט"ח, לעיתים גם בהיקף משמעותי. אולם, בניגוד לחוזים, ההשקעה בנכסים אלו אינה ממונפת ואינה מצריכה ביטחונות. מכאן שגם בתקופות של תנודתיות גבוהה בשווקים הפיננסיים הרכישות והמכירות של מט"ח בגין החזקת קרנות סל ומניות לא חייבות להיות מיידיות, ולכן ההשפעה של פעילות המוסדיים על שוקי ההון והמט"ח המקומיים כתוצאה מחשיפה זו היא לרוב מתונה יחסית.

⁶ ההשוואה היא לחוזה E-mini על מדד S&P 500. החזקת מניות אינה חלופה מלאה לחוזים. יש גם פער מיסוי קטן לטובת החוזה.

⁷ התנודתיות קיימת גם במקרה של עליות שערים, אולם הואיל ובמקרה זה אין דרישת ביטחונות, הסיכון הוא בעיקר של שער החליפין, שגם הוא יכול להיות מהותי לשוק ולמוסדיים, כי הוא פועל במידה ניכרת לייסוף השקל.

השקעה בחוזה עתידי



השקעה בחוזה עתידי נעשית על בסיס רעיוני (Notional Amount). משמע שבמועד קשירת החוזה מופקד אצל הברוקר רק אחוז מסוים מערך ההשקעה, שנקרא Initial margin (בטוחה ראשונית-IM)⁸. עיקר הסכום מוחזק בנכס אחר, המשמש בטוחה להשקעה בחוזים, והוא לרוב חסר סיכון, נזיל ולטווח קצר, וזאת מפני הצורך בזמינות ושמירה על הערך הכספי במקרה של דרישת ביטחונות. נכס זה יכול להיות אג"ח של ממשלת ארה"ב, פיקדונות נזילים בדולר ובשקל ואג"ח ממשלתיות שקליות. מטעמי נוחות השקעית ורצון להימנע מחשיפה לא רצויה למט"ח ומהעלות הנוספת המתלווה לכך, גופים מוסדיים נוהגים להשתמש בעיקר באג"ח ממשלתיות סחירות מקומיות. נטייה זו מסבירה חלק משמעותי מהעלייה של שיעור ההחזקה בנכס זה בעשור האחרון (איור 4). כאשר ההפסד המצטבר מגיע לרמה מסוימת, נדרש לשלם, נוסף על IM, גם Variation Margin (בטוחה משתנה - VM). הפעלת ה-VM נקראת Margin call (קריאה להשלמת בטוחה), והיא מתבצעת באופן שוטף כתוצאה מהתנודתיות הבסיסית בשוק,

לשני הכיוונים⁹. ה-VM כתוצאה מירידות שערים הוא גורם הסיכון המרכזי בהשקעה זו, בשל אי הוודאות לגבי היקפו, מועד התממשותו ומיידיותו. במקרה האמור, סיכון זה הועצם עקב חוסר המתאם המטבעי שנוצר בין החשיפה לחוזים, שהיא דולרית, לבין הבטוחה, שהיא שקלית. מלבד זאת ה-IM אינו קבוע, ובתקופות של עליית הסיכון בשווקים הוא יכול לעלות בחדות (מעבר למה שנגזר מהירידות בשווקים), כתוצאה מהצורך של הצדדים הנגדיים לעסוק בצמצם סיכונים. נושא זה עלה בפרסום של ה-BIS, שסקר את השפעות המשבר של חודש מרץ על השווקים ואת העלייה החדה של שיעור ה-IM באירופה ובארה"ב¹⁰.

האירועים בשוק המקומי בחודש מרץ

להלן נתאר את ההשלכות שהיו לחשיפת המוסדיים לחוזים עתידיים על שוק ההון המקומי במהלך המשבר, וזאת דרך שלושה ערוצים – שוק האג"ח הממשלתי, שוק המט"ח ושוק ההחלף הדולרי. ההתמקדות תהיה סביב שיא המשבר, באמצע חודש מרץ. ערב המשבר היקף החשיפה לחוזים עתידיים בתיק המוסדיים עמד על כ-110 מיליארדי ש"ח, שהם כ-31 מיליארדי דולרים (איור 5), והנכס העיקרי שהוחזק כנגד חשיפה זו היה אג"ח ממשלתיות סחירות שקליות¹¹.

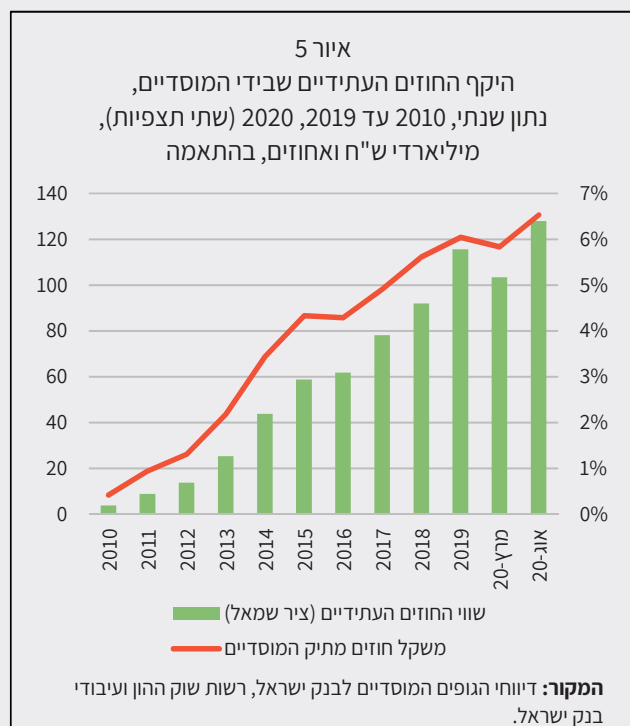
התפשטות הקורונה בעולם במהלך חודש פברואר והגדרתה כמגפה עולמית חוללה זעזוע פיננסי בשווקים העולמיים, שבא לידי ביטוי בירידות חדות של מדדי המניות ובעליית התשואות של האג"ח הממשלתיות. בשוק המט"ח המטבעות העיקריים פוחתו כנגד הדולר, והריביות המקומיות בשוק ההחלף הדולרי, בשווקים לא דולריים, ירדו בחדות (עקב ייקור הריבית הדולרית).

⁸ במקרה של חוזה E-Mini על מדד S&P 500, המקובל על מוסדיים, לדוגמה: בנובמבר 2020 initial Margin עמד על כ-13,200 אלף דולרים - כ-8 אחוזים מהערך הרעיוני של החוזה. הערך הרעיוני = Notional Amount = Contract Size * Underlying Asset. אם שווי המדד הוא 3,500, ומעוניינים בכ-50 חוזים (המספר המינימלי), אזי סך כל הסכום הרעיוני הוא 50 * 3,500 = 175,000.

⁹ VM קיים גם במקרה של עליית שערים, ויכולה להיות לו השפעה משמעותית על שער השקל בכיוון של ייסוף, כפי שאירע בעבר. יחד עם זאת, במקרה זה המוסדיים אינם מחויבים למכור מייד את המט"ח המתקבל.

¹⁰ ראו התייחסות לנושא ברמה הבין-לאומית: Bis Bulletin No 13 The CCP-bank nexus in the time of Covid-19.

¹¹ הנכס הנגדי הוחזק גם במכשירים אחרים, נזילות במט"ח ומק"מ, אך המכשיר העיקרי היה אג"ח ממשלתית סחירה מקומית.



הירידות של מדדי המניות התעצמו במהלך חודש מרץ ובסיומו התקופה מדד ה-S&P 500 ירד בכ-30%¹². באותה תקופה היו ימים שבהם נרשם רצף ירידות חריג ביותר, שלא היה כדוגמתו גם בזמן משבר ה-GFC ב-2008¹³, ולכן נדרשו המוסדיים להגדיל את הביטחונות בהיקפים מצטברים של מיליארדי דולרים במהלך חודש מרץ. כפי שצוין לעיל, הגופים המוסדיים לא מנהלים נזילות (דולרית או שקלית) בהיקפים שנדרשו, וכדי לממן זאת הם נאלצו להנזיל אג"ח ממשלתיות המוחזקות כבטוחה כנגד החשיפה לחוזים. איור 6 מציג את השינוי בשווי החזקות המוסדיים בנכסים שונים ובתאריכים נבחרים שבהם נרשמו שינויים משמעותיים. ירידת ההחזקות באג"ח ממשלתיות בחודש מרץ בולטת ביחס לירידה בנכסים אחרים, מסוכנים יותר, וגם ביחס לאירועי עבר. במהלך ה-GFC, הירידה בהחזקות אג"ח ממשלתיות הייתה שולית, ועיקר הירידות היו בנכסים מסוכנים, כמצופה. הסיבה העיקרית לכך היא שיעור חשיפה אפסי לחוזים עתידיים, אז. מכירות בהיקפים כאלה של הנכס הבטוח ביותר בשוק המקומי בשיא המשבר על ידי שחקן שמוגדר כ"ידיים יציבות" הן תופעה חריגה, במיוחד כאשר נכס זה אמור להניב רווח בזמן משבר. ההסבר לכך הוא השימוש באג"ח הממשלתיות המקומיות כבטוחה כנגד ההחזקות בחוזים עתידיים, וזאת בהעדר נזילות מט"חית מספקת ועל רקע חריגותו של משבר הקורונה. שימוש בנכס אחר עם מתאם מטבעי לחשיפה בחוזים היה כנראה מצמצם את הצורך במכירות האג"ח הממשלתיות, וכך עליית התשואות בישראל, שבלטה ביחס לעולם, הייתה מתונה יותר (איור 7). חשוב לציין שעליית התשואות נתמכה גם בפדיונות ענק מקרנות הנאמנות, שחלק גדול מהם היה אג"ח ממשלתיות.

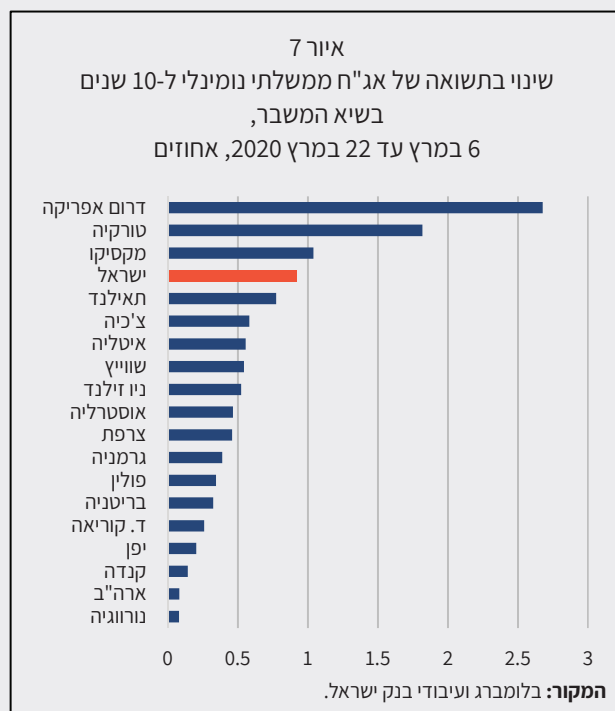
התמורה השקלית ממכירות האג"ח שימשה לרכישות מט"ח בהיקף של יותר מ-10 מיליארדי דולרים (איור 8). סכום זה די תואם את דרישת ה-VM לאותה תקופה-ירידה של כ-30 אחוזים במדד S&P כפול החשיפה לחוזים בהיקף של 31 מיליארדי דולרים, בקירוב¹⁴. איור 8 גם מצביע על הקשר שבין השינויים במדד S&P 500

לרכישות המט"ח המצטברות של המוסדיים, ההולך ומתחזק ככל שמשבר הקורונה מחריף, והוא מתואם עם הפיחות הניכר בשער השקל באותה התקופה. תופעה זו משקפת קשר, הנבנה זה מספר שנים, בין שינויים במדד המניות בארה"ב לבין פעילות המוסדיים בשוק המט"ח. כל זאת על רקע הגידול בחשיפה של תיק המוסדיים לחו"ל, ובעיקר לחוזים. קשר זה

¹² תקופת ההשוואה שנבחרה היא מ-20/2 עד 20/3.

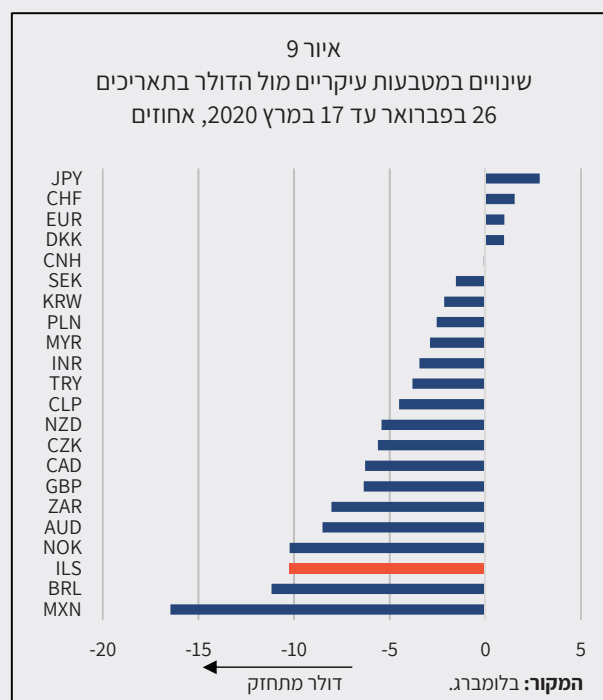
¹³ Global Financial Crisis.

¹⁴ סכום זה לא כולל נזילות מט"חית שהושגה דרך שוק ההחלף הדולרי - שוק ה-Swap.



הוא דו-כיווני, והוא פועל גם בעליות שערים של מדד ה-S&P, הגורמות ל-VM חיובי ולמכירות מט"ח, שתומכות בהתחזקות השקל. דוגמה לכך היא הירידה ברכישות המט"ח המצטברות החל מחודש אפריל, שמצביעה על מעבר למכירות מט"ח, התואמות את ההתאוששות במדד ה-S&P-500 באותה תקופה.

הקשר שתואר עד כה בין החשיפה לחוזים להתפתחויות בשוק האג"ח ולרכישות המט"ח ברור וישיר יחסית. במקרה של שערי החליפין וההחלף הקשר מורכב יותר, משום שמדובר בשוק בעל השפעה גלובלית, וזו מתעצמת, במדינות רבות, בתקופות משבר. זאת, לרוב, עקב צמצום המקורות הדולריים במערכת הבנקאית העולמית, אשר משפיע בעיקר על משקים קטנים, שאין להם מקורות מימון דולריים טבעיים¹⁵. איור 9 מציג את ביצועי המטבעות העיקריים ביחס לדולר סביב שיא המשבר, וניתן לראות שרוב המטבעות הגיבו בפיחות. עוצמת הפיחות בשקל, כ-10 אחוזים, שבלטה ביחס לעולם, מעידה על ההשפעה הרבה של רכישות המט"ח של המוסדיים על שער השקל באותה עת. בשוק ההחלף הדולרי נרשמו קשיי נזילות משמעותיים, וכתוצאה מכך הריבית השקלית הגלומה בעסקה לשבוע ירדה בחדות (איור 10). ריבית זו משקפת את הסטייה מהריבית שאמורה לשרור "במצב רגיל" לפי חוק שקילות הריביות והמשמעות היא שבמהלך המשבר לווה הדולרים נאלץ לספוג, למשך תקופת העסקה, הפסד של כ-6 אחוזים במונחים שנתיים ביחס לשער ה-Forward. אף שהגורם הגלובלי הוא כאמור ההסבר המרכזי, העובדה שבישראל, נוסף על הפיחות, הריבית הגלומה בעסקת החלף דולרית בלטה לרעה סביב שיא המשבר ביחס לעולם מצביעה על גורם מקומי משמעותי, שניתן לייחס אותו להיקפי הפעילות החריגים של המוסדיים בשוק, על רקע צורכי הנזילות הגדולים שלהם במט"ח. הפעלת תוכנית ה-Swap של בנק ישראל, שהזרים לשוק ההחלף נזילות בהיקף של כ-7.5 מיליארדי דולרים, הצליחה להחזיר את שוק ההחלף לפעילות תקינה: הריבית השקלית הגלומה בשוק זה עלתה והתקרבה לרמת שיווי המשקל, והשקל התחזק.



סיכום

החשיפה של משקיעים מוסדיים לחוזים עתידיים והשימוש בנכס שקלי – אג"ח ממשלתית מקומית – כבטוחה העיקרית לעסקה זו, יצרו סיכון מטבעי ישיר ולא טבעי בין שוק המניות בארה"ב לשוק החוב הממשלתי והמט"ח, וזו העצימה את האירועים בשוק המקומי בתחילת משבר הקורונה ביחס לעולם. עוצמתו של הזעזוע והשלכותיו על השוק המקומי היו בין הגורמים שהניעו את בנק ישראל לנקוט צעדי מדיניות שונים לייצוב השווקים.

במבט רחב יותר, התממשות הסיכון בעוצמה שנצפתה בשוק מעידה כנראה על הערכת חסר שלו, בפרט בהתייחס למצב של הדרדרות מהירה בשווקים, אך גם על ההשפעה ההולכת וגוברת שיש למשקיעים המוסדיים על שוקי ההון והמט"ח המקומיים. אמנם ניתן להסביר את הערכת החסר בעובדה שמשבר הקורונה הוא גלובלי, חריג בהיקפו ובעוצמתו; אף על פי כן שימוש בנכס דולרי כבטוחה לחוזים היה כנראה ממתן את צורכי הנזילות במט"ח, ומכאן את הצורך במכירות אג"ח ממשלתיות, וכתוצאה מכך – גם את התגובה המקומית החריגה בשוק המט"ח וההחלף הדולרי.

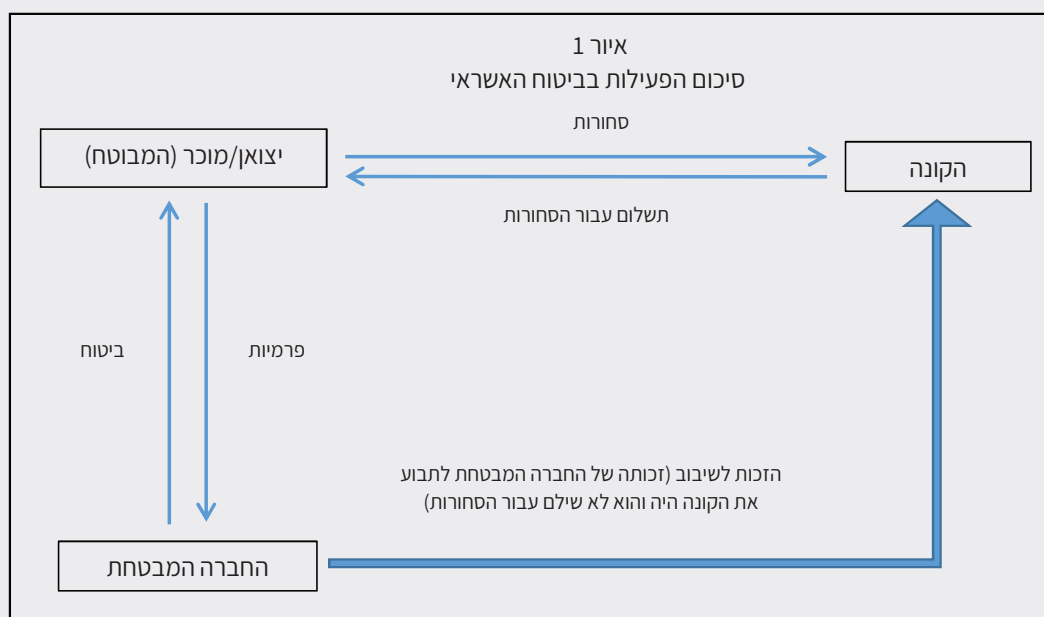
מהבחינה הזאת החלטתם של חלק מהגופים המוסדיים, בעקבות המשבר, להחזיק כרית נזילות דולרית כנגד החשיפה לחוזים היא צעד חשוב, שיכול להשתלב במדיניות ההשקעה שלהם, אשר מבוססת על תוחלת התשואה ארוכת הטווח, המותאמת לסיכון. צעד זה יכול לסייע להם להתמודד עם Margin call משמעותי, וגם למתן, אף כי לא למנוע לחלוטין, את ההשפעה שיש לגופים אלה על התנודתיות בשוקי ההון והמט"ח המקומיים בעיקר בזמן משברים פיננסיים.

תיבה 4

השפעת משבר הקורונה על החברות לביטוח אשראי¹

- ביטוח אשראי נועד לבטח יצואנים/ספקים מקומיים בעסקאות שבהן הלקוחות אינם משלמים תמורת הסחורה לאחר קבלתה.
- בעקבות משבר הקורונה ועל רקע עליית הסיכון הקטינו החברות לביטוח אשראי את הכיסוי הביטוחי שהן מספקות בגין עסקאות, ואף הפסיקו באופן גורף לספק כיסוי ביטוחי בענפים מסוימים שנפגעו קשות מהמשבר, כגון ענפי התעופה והמלונאות.
- במטרה לסייע ליצואנים ולספקים בשוק המקומי בהמשך הפעילות החליטה המדינה להעמיד ערבות בגובה של 750 מיליון דולרים כדי להגדיל בחזרה את ביטוחי האשראי.
- אחוז הערבות יהיה עד 100 אחוזים מהכיסוי הראשוני שחברת הביטוח מספקת, עם השתתפות עצמית של 10 אחוזים לחברות מייצאות ו-15 אחוזים לחברות שפעילותן מקומית.
- מנתוני חברת "בססח" עולה כי הירידה של שיעור המענה, שהוא שיעורו של סכום הביטוח שהחברה נותנת מתוך היקף הביטוח שהלקוח מבקש, בשל משבר הקורונה תוקנה כלפי מעלה בזכות הערבות, אך הכיסוי טרם חזר לשיעורים שנרשמו לפני המשבר. ממרץ עד יוני עלה משמעותית מספר העסקאות שבהן הקונה פיגר בתשלום, ובכ-70 אחוזים מאותן עסקאות עדיין דווח על פיגור גם בסוף חודש אוקטובר.
- ערבות זו היא דוגמה לסיוע ממשלתי, שנועד להתגבר על כשל שוק בזמן המשבר, ויש לו השפעה משמעותית מאוד על המשך הפעילות במשק.

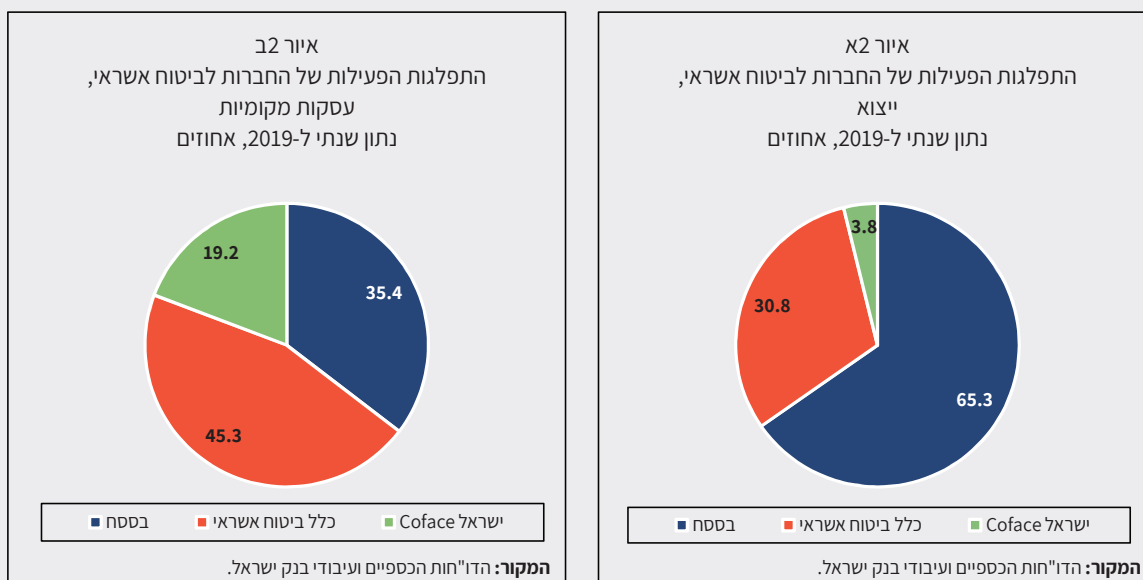
ביטוח אשראי נועד לבטח את הספקים בעסקאות שבהן הלקוחות אינם משלמים תמורת הסחורה לאחר קבלתה. אל החברות לביטוח אשראי פונים הן יצואנים והן ספקים מקומיים. במקרה הראשון מדובר בביטוח אשראי לסחר חוץ; הלקוחות יכולים לבטח את עצמם מפני סיכונים מסחריים ו/או פוליטיים, ומחקרים מראים שהביטוח מעודד יצוא, בעיקר במדינות



¹ תודה רבה לחברת "בססח" על מסד הנתונים ועל שיתוף הפעולה.

קטנות² (Auboin and Engemann, 2014; van der Veer, 2015). במקרה של ספקים מקומיים מדובר באשראי ספקים; הלקוחות יכולים לבטח את עצמם מפני סיכונים מסחריים, וזוהי דרך נפוצה לממן את פעילותם. סיכון מסחרי מתממש כאשר לקוח נקלע לחדלות פירעון או לקושי כלכלי ואינו משלם את התמורה במשך תקופה שהוגדרה מראש מיום הפירעון המוסכם; סיכון פוליטי מתממש כאשר לקוח אינו משלם את התמורה משום שבארצו התרחש אירוע פוליטי – הפיכה, הטלת איסור על הוצאת מט"ח, הלאמה, ביטול רישיונות יבוא ועוד.

בישראל פועלות שלוש חברות פרטיות לביטוח אשראי: "בססח", החברה הישראלית לביטוח אשראי, "כלל ביטוח אשראי" ו"קופאס ישראל". "בססח" הוקמה ב-1957 כחברה ממשלתית, ובשנת 2000 פוצלה לשתיים: פעילות הביטוח לטווחים הבינוניים והארוך נותרה בבעלות ממשלתית ומתנהלת בחברת "אשראי"³, ופעילות הביטוח לטווח הקצר (עד שנה) הופרטה ומתנהלת בחברה "בססח". ב-2019 ביטחה "בססח" עסקאות שהיקפן כ-20 מיליארדי דולרים – כ-40 אחוזים מתוכן עם חו"ל, והשאר (כ-12 מיליארדי דולרים) בשוק המקומי. בעסקאות יצוא לטווח קצר (עד שנה) "בססח" היא מבטחת האשראי הגדולה ביותר: היא מבטחת כ-65 אחוזים מיצוא הסחורות המבוטח (אשר מגיע ל-50 אחוזים מסך היצוא הישראלי)⁴ (איור 2). בעסקאות מקומיות "כלל ביטוח אשראי" היא חברת הביטוח הגדולה ביותר, והיא מבטחת כ-45 אחוזים מהשוק (כ-79 אחוזים מכלל המבוטחים שלה), "בססח" מחזיקה כ-35 אחוזים⁵, ו"קופאס ישראל", אשר נכנסה לשוק המקומי בשנת 2015, מבטחת את השאר (כ-20 אחוזים).



פעילותן של החברות לביטוח אשראי במחצית השנה האחרונה יכולה לתת אינדיקציה להשלכות הכלכליות של משבר הקורונה. מאיור 3 עולה כי במחצית הראשונה של שנת 2020 נרשם זינוק של למעלה משבעים אחוזים בסעיף "תשלומים ושינוי בהתחייבויות"⁶ (מתוך סך ההתחייבויות בגין חוזי ביטוח) – התביעות בפועל פלוס הפרשות של החברות לביטוח אשראי לתביעות עתידיות – ביחס למחציות הראשונות של חמש השנים האחרונות. זינוק זה מלמד כי החברות לביטוח אשראי צופות גידול משמעותי של תשלומי התביעות למבוטחים שלא יקבלו את התשלומים מלקוחות שנקלעו לקשיים. עוד עולה מן האיור כי לאחר מספר שנים של עלייה ביחס בין הפרמיות לתביעות ירד יחס זה במחצית הראשונה של 2020 ירידה משמעותית. הערכות אלו מקבלות חיזוק גם מדיווחיהן של חברות בין-לאומיות לביטוח אשראי. Euler Hermes,

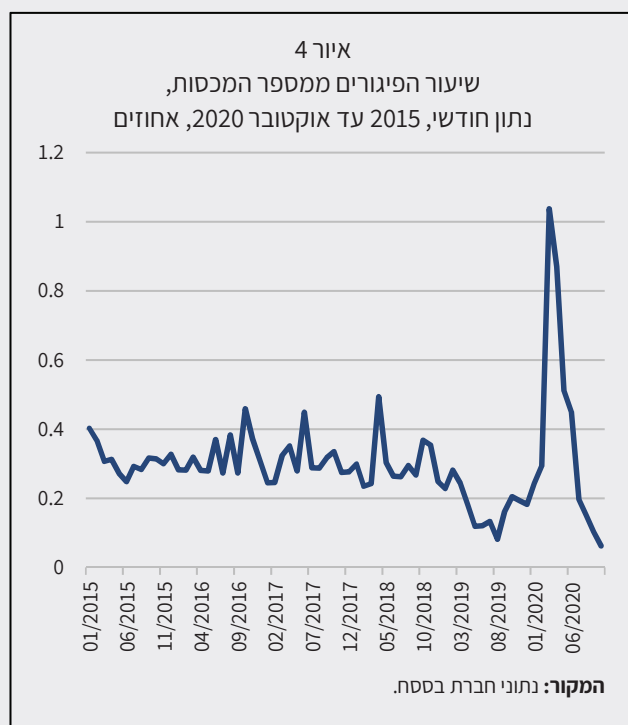
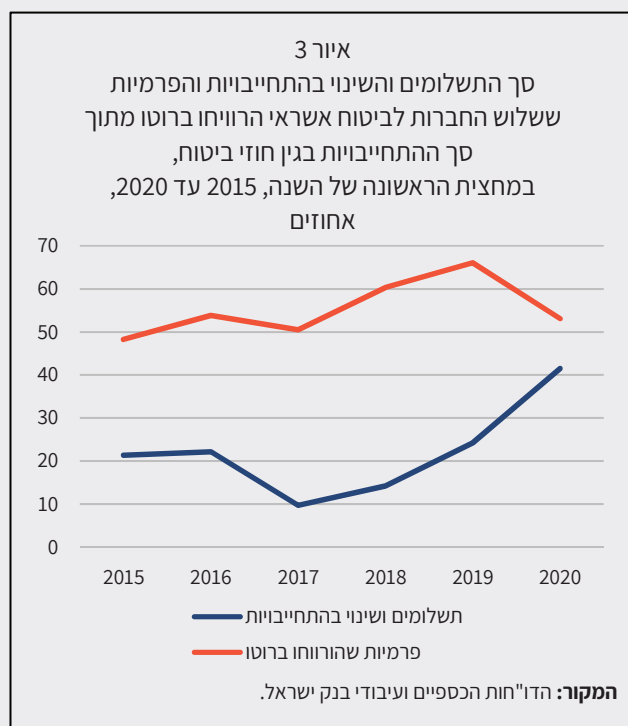
² מדינות שבהן האוכלוסייה מונה פחות ממיליון תושבים.

³ חברה זו מבטחת אשראי והשקעות בעסקאות יצוא לטווחים הבינוניים והארוך (משנה עד 15 שנים) בעיקר כנגד סיכונים פוליטיים.

⁴ "כלל ביטוח אשראי" מבטחת כשלושים אחוזים ו"קופאס ישראל" – כארבעה אחוזים בלבד.

⁵ נכון לאוקטובר 2020 היו ל"בססח" מאות מבוטחים שמוכרים ליותר מ-15,000 קונים בישראל, והיקפן של העסקאות המקומיות שביטחה הסתכם במחצית הראשונה של השנה בכ-7.5 מיליארדי דולרים.

⁶ בדוח הרווח וההפסד.



אחת מהחברות המובילות בעולם בתחום זה, דיווחה בחודש יולי כי ברבעון השני של שנת 2020 גדל מספר החברות הגדולות (חברות שהמחזור הכספי שלהן 50 מיליון אירו ומעלה) אשר נקלעו לחדלות פירעון ב-99 אחוזים ביחס לרבעון השני של 2019 (147 חברות בהשוואה ל-74 חברות). בהשוואה לרבעון הראשון של השנה נרשם גידול של 91 אחוזים. לפי דיווחה של Euler Hermes, גם המחזור הכספי הממוצע של החברות שהפכו לחדלות פירעון ברבעון השני של השנה עלה הן בהשוואה לרבעון השני של אשתקד והן בהשוואה לרבעון הראשון של השנה הנוכחית – ב-21 אחוזים וב-34 אחוזים, בהתאמה. עוד עולה מאותו דיווח כי הענפים שבהם העלייה של מספר פשיטות הרגל ברבעון השני הייתה הגבוהה ביותר הם הקמעונאות, השירותים, האנרגיה והרכב.

אחת מתוך שלוש החברות לביטוח אשראי – חברת "בססח" – העבירה לנו נתונים על הכיסויים הביטוחיים שהיא מספקת, כך שהייתה בידינו דרך נוספת ללמוד על השינוי בפעילות החברות האלה בתקופה זו. "בססח" מחייבת את מבטחיה לדווח לה כאשר קונה מפגר בתשלום ב-30 יום. פיגור עשוי להסתיים או בתשלום של הקונה או בהגשת תביעה של המבטוח ל"בססח". (Graham-Rozen and Michelson (2020) מצאו התאמה בין התקופות שהצטברו בהן פיגורים רבים לבין אירועי משבר ידועים (מלחמת לבנון השנייה, המשבר של 2008, משבר החובות באירופה וכו'). עוד עולה ממחקרם כי סדרת הפיגורים היא אינדיקטור מקדים לקשיי המימון של החברות ברבעון הבא (מקדם המתאם 0.62), וכן אינדיקטור מקדים למצב המשק שני רבעונים קדימה, לפי המדד המשולב לבחינת מצבו (-0.5). איור 4 מציג את שיעור הפיגורים מתוך מספר הביטוחים הפעילים בשוק המקומי (בחודש נתון) מתחילת 2015. ניתן לראות שבחודשים מרץ עד יוני עלה משמעותית מספר הפיגורים שדווחו, ואילו בחודשים האחרונים לא נרשמה תוספת משמעותית לעסקאות-בפיגור כתוצאה מהסגר השני. עם זאת נדגיש כי נכון לאוקטובר 2020 רק כ-30 אחוזים מן העסקאות שדווחו כפיגורים מחודש מרץ הסתיימו בתשלום של הלקוחות. במילים אחרות: 70 אחוזים מאותן עסקאות שהוגדרו כעסקאות-בפיגור מחודש מרץ עדיין מוגדרות ככאלה גם בסוף אוקטובר. עוד ניתן ללמוד כי אחוז העסקאות בפיגורים הגיע במקסימום (סביב אמצע מרץ) לאחוז אחד בלבד.

⁷ Meital Graham-Rozen and Noam Michelson, "Credit Insurance in Israel: An Initial Overview and Analysis of Considerations Affecting the Acceptance Rate", *Israel Economic Review*, Vol. 18 No. 1.

שיעור המענה של חברה לביטוח אשראי הוא שיעורו של סכום הביטוח שהחברה נותנת מתוך היקף הביטוח שהלקוח מבקש. מאחר שמחיר הביטוח לרוב קבוע ושווה לשיעור מסוים מהסכום המוצהר של המשלוחים, היקף הסיכון הנשקף מלקוחותיו של המבוטח בעיני "בססח" מתבטא בעיקר בשיעור המענה. (Graham-Rozen and Michelson (2020) מוצאים כי שיעור המענה בעסקאות מקומיות מושפע בעיקר מגודל המבוטח ומסיכון הקונים שהוא פועל מולם. וכך, החל מחודש מרץ, בעקבות משבר הקורונה, אנו עדים לירידה של שיעור המענה – משיעור ממוצע של 83 אחוזים מתחילת 2019 עד פברואר 2020 לשיעור של 77 אחוזים בחודשים מרץ עד מאי. שיעור מענה נמוך יותר מקטין, מבחינת המבוטח, את תוחלת הרווח הצפוי בעסקה מול לקוח ועלול להשפיע על המכירות לאותו לקוח, ובכך לפגוע בפעילות הכלכלית.

על רקע עליית הסיכון, המתבטאת בעיקר בהקטנת הכיסוי הביטוחי לספקים מקומיים וליצואנים כנגד הסיכון לשלום מצד הקונים, ובמטרה לסייע ליצואנים ולספקים בשוק המקומי בהמשך הפעילות, הוחלט במהלך חודש מאי על העמדת ערבות מדינה כדי להגדיל את ביטוחי האשראי הן בעסקאות היצוא והן בעסקאות בשוק המקומי.⁸ כך החברות לביטוח אשראי תוכלנה להכניס את המדינה לעסקאות שבהן הן הפחיתו את המכסה בעקבות המשבר. נדגיש כי ההחלטה להכניס את המדינה לעסקה כזאת או אחרת היא החלטתה של החברה לביטוח אשראי, ובעסקאות שבהן, לדעתה, ההסתברות של חדלות פירעון גבוהה, היא תבטל את הביטוח לחלוטין במקום להשתמש בערבות המדינה. זאת ועוד, אחד התנאים בהסכם הוא שהערבות תינתן רק ליצואנים ש-30 אחוזים מתוצרתם מיוצרת בישראל. כך המדינה רוצה להימנע מסיוע לחברות/עסקים שאינם מייצרים בישראל. סכום הערבות שניתן לשלוש החברות הפרטיות לביטוח אשראי הפועלות בישראל] הוא 750 מיליוני דולרים, והסכום מחולק ביניהן שווה בשווה.⁹ ערבות זו ניתנת בצורת כיסוי עילי (Top up Cover¹⁰), שלפיו על כל שקל שחברת הביטוח מכסה בפוליסה מסוימת בהתאם לכללי החיתום המקובלים אצלה, המדינה נותנת תוספת, המשלימה את הכיסוי ל-100 אחוזים.¹¹ התחייבות המדינה תחול רק על פוליסות ביטוח אשראי לטווח קצר – כאלה שבהן מספר ימי האשראי אינו עולה על 365 – וכן רק לתוספת כיסוי עילי שהוצאה מיום 1.4.20 ועד 31.3.21. כמו כן תוכל המדינה להקדים את תפוגתו של תוקף כתב הערבות על פי שיקול דעתה.

דוגמה לשם המחשה: אם לפני משבר הקורונה חברה לביטוח אשראי נתנה לספק מסוים כיסוי של מיליון שקלים, וכעת, בגלל המשבר, הסיכון מבחינתה עלה, והיא מחליטה לתת כיסוי רק של חצי מיליון שקלים – הדבר עלול להניע את אותו הספק למכור רק מחצית מהסחורה שהיה רגיל למכור. על פי ההסכם המדינה מספקת, במקרה כזה, ערבות עבור חצי מיליון שקלים נוספים, וכך הספק המקומי חוזר כמעט למצבו המקורי.¹² במקרה של כשל ביטוחי, המבוטח יתבע תחילה את החברה לביטוח אשראי בגין הכיסוי הראשוני, ורק לאחר מכן – את המדינה (עבור הכיסוי העילי). כן נדגיש כי הפרמיה עוברת מחברת הביטוח אל המדינה, וזאת בניכוי דמי התפעול, שנשארים אצל החברה. נציין כי הסכם כזה היה קיים בין השנים 2008 ו-2014 בעקבות המשבר הפיננסי, אך אז המדינה ייחדה את התוכנית ליצואנים בלבד.¹³

מן הנתונים עולה כי בעקבות הסיוע המענה הממוצע בחברת "בססח" חזר לשיעורים גבוהים: בחודשים יוני עד אוקטובר שיעור המענה הממוצע הגיע לשמונים אחוזים, אף כי הוא עדיין נמוך (ב-3 נקודות האחוז) מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. בחלוקה לפי דירוג סיכון הקונה¹⁴ ניתן להיווכח כי עלייה זו נרשמה לגבי קונים בכל הדירוגים, פרט לאלה בשני הדירוגים המסוכנים ביותר (שהם של כ-2 אחוזים מכלל הקונים); לגבי אלה שיעור המענה המשיך לרדת גם לאחר קבלת הערבות. גם כשמסתכלים על שיעור העסקאות שבהן שיעור המענה הוא אפס רואים כי שיעור זה ירד במקצת לאחר

⁸ סיוע מסוג זה ניתן גם במדינות נוספות בעולם, ביניהן בריטניה, צרפת, הולנד, איטליה, פורטוגל וקנדה.

⁹ נכון לחודש דצמבר 2020 ניצלו החברות 2.1 מיליארדי שקלים מסכום הערבות. האפשרות להרחיב את הסכום נבחנת כל העת על ידי משרד האוצר בהתאם לצורכי חברות ביטוח האשראי.

¹⁰ ישנה אפשרות לתוכנית אחרת של ערבות מדינה לביטוחי אשראי: בגרמניה, למשל, החברות לביטוח אשראי מתחייבות לא להוריד את שיעור המכסות, והמדינה מתחייבת לתת ערבות מלאה עבור אותו הסכום בתוספת אחוז מסוים שנקבע מראש. נדגיש כי מרבית החברות לביטוח אשראי מגבות את הכיסויים שהן מספקות באמצעות מבטחי משנה.

¹¹ יש לציין כי בעת כשל ביטוחי, המבוטח בעסקאות יצוא ישלם לרוב 10 אחוזים מההשתתפות העצמית, ובפעילות מקומית - 15 אחוזים.

¹² לא לגמרי למצב המקורי, משום שכעת הלקוח ישלם קצת יותר משיעור הפרמיה עבור אותו כיסוי שהמדינה מעניקה.

¹³ מתוך מגמה לסייע גם לספקים בשוק המקומי בהשגת כיסוי ביטוחי גבוה יותר רתמה "בססח" (לדוגמה) לתוכנית זו מבטחי משנה מובילים בעולם, אשר היו מוכנים לקחת על עצמם את סיכויי האשראי בתנאים זהים לאלו של הממשלה.

¹⁴ דירוג פנימי של החברה.

קבלת ערבות המדינה (מ-14.3 אחוזים בחודשים מרץ עד מאי ל-13 אחוזים בחודשים יוני עד אוקטובר), אף כי הוא לא חזר לרמות של אשתקד (11.8 אחוזים בממוצע). זאת ככל הנראה על רקע עליית הסיכון בתקופה זו וההנחה שלמרות קבלת הערבות חברת "בססח" לא תבטח עסקאות אשר הפכו למסוכנות מדי, שבהן, לדעתה, הסיכוי שאותם לקוחות ישלמו למבוטח שלה קטן מאוד.

בתחילת אפריל פרסמה חברת דירוגי החוב העולמית מודי'ס בחינה שערכה לדירוגי החברות לביטוח אשראי הפועלות ישירות בישראל, בצל משבר הקורונה. על סמך הבדיקה החליטה מודי'ס להותיר את הדירוג בעינו, אך לשנות את אופק הדירוג של שתיים מהחברות ("כלל ביטוח אשראי", אשר בדירוג A3 ו"קופאס", אשר בדירוג A2) מחיובי לשלילי. לעומתן הושאר דירוג A3 של "בססח" באופק היציב. מודי'ס נימקה את שינוי האופק. אופק הדירוג עבר מחיובי לשלילי בדירוג של "כלל ביטוח אשראי" ו"קופאס" בהערכתה שחברות אלה יושפעו באופן קשה יותר מאשר "בססח" בהתממש תרחיש קיצון חמור במיוחד, הקשור למשבר הקורונה, שיכלול פגיעה ממושכת בעסקים ובשווקים הפיננסיים, וכן שיעור תביעות גבוה – יותר מאשר במשבר 2008–2009. "בססח" אמנם תושפע מלחצים אלה באופן דומה, אך היא נהנית מיתרון: בהיותה נתמכת על ידי חברת האם שלה (Euler Hermes), זו תמתן את ההשפעות של התממשות סיכון האשראי שלה.

יש לציין כי החברות לביטוח אשראי לא מממנות את עצמן באמצעות איגרות חוב, וכי עצם מתן הדירוג הוא לטובת המבוטחים הקיימים והמבוטחים הפוטנציאליים של אותן חברות. מעבר לכך, דירוג בין-לאומי בקבוצת A מאפשר עסקות מימון עם הבנקים. שיתופי הפעולה האלה בין הבנקים לחברות לביטוח אשראי בנויים על הכרה של הבנק המממן בפוליסת הביטוח של החברה כבטוחה הולמת לאשראי שהוא מעמיד, וזו, בשילוב עם הדירוג הגבוה של החברה, יכולה לאפשר הפחתה של ההון שאותו הבנק מחזיק (הפחתה של 50 אחוזים מריתוק ההון). בכך גם מתאפשר למבוטחי החברה למנף את ביטוח האשראי של החברה לשם השגת מימון נוסף¹⁵.

¹⁵ ואף במקרים מסוימים לשפר את היחסים הפיננסיים במאזן – בדרך של הפחתת סעיף החייבים והגדלת המזומנים במאזן (ניכיון חייבים).

