

## פרק ד'

# הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים של המגזר הפרטי

- תיק הנכסים הפיננסיים של המגזר הפרטי צמח בקצב דומה לממוצע בשנים האחרונות, ודומה לקצב צמיחת התוצר. סביבת הריבית הנמוכה משפיעה על הרכב הנכסים בתיק: ב-2017, כמו בשנים האחרונות, גדל משקלם של המזומן, העו"ש והפיקדונות הקצרים בתיק הנכסים.
- ההתחייבויות של המגזר הפרטי הלא פיננסי צמחו השנה בקצב איטי בהשוואה לקודמתה, וזאת בעיקר עקב ירידה בשיעור צמיחת החוב של המגזר העסקי. התמתנה גם צמיחתו של חוב משקי הבית, בעיקר של חובם שלא לדיר.
- נטילת משכנתאות חדשות הייתה נמוכה מעט יחסית לאשתקד, על רקע ירידה בהיקף העסקאות בשוק הדיר. הריביות על משכנתאות ירדו במהלך השנה, על רקע ירידת הריבית על אג"ח ממשלתיות.
- הירידה בצמיחת החוב של המגזר העסקי היא תוצאה של ירידה בהתחייבויות לחו"ל, בין היתר בהשפעת השינוי בשער החליפין. ואולם החוב של המגזר העסקי למשקי הבית ולגופים המוסדיים צמח בשיעורים גבוהים, צמיחה שהתבססה על גיוסי אג"ח נטו בהיקף גבוה ועל המשך הגידול בהלוואות הישירות מהגופים המוסדיים.
- הבנקים ממשיכים להגדיל את האשראי לעסקים הקטנים והזעירים; משקלם של האחרונים ביתרת האשראי למגזר העסקי עולה והגיע ל-22%. כתוצאה מעלייה בסיכון עלתה הריבית על האשראי במגזר זה.
- השנה נמשכו הצעדים החקיקתיים להגברת התחרות והפיקוח בשוק החוץ-בנקאי, ואושר חוק המסדיר את פעילותן של פלטפורמות מקוונות למתן אשראי. היקף האשראי שניתן דרך פלטפורמות אלה בישראל ובעולם עד כה קטן מאוד. למתווכי אשראי מקוונים יתרון בעלותם התפעולית הנמוכה, אך כיוון שהם התפתחו רק בשנים האחרונות וטרם התמודדו עם מחזור עסקים שלם, עלייה בסביבות הריבית תציב לפעילותם אתגר משמעותי.
- הגופים המוסדיים בישראל, המנהלים קרוב למחצית מתיק הנכסים, משקיעים מעט מנכסיהם בהון סיכון, יחסית להשקעות המוסדיים בעולם. הפער נובע בין השאר מהרגולציה הייחודית בישראל.

## 1. מבוא

פרק זה עוסק בניתוח הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים של המגזר הפרטי (משקי הבית והמגזר העסקי) ושל המתווכים הפיננסיים במשק. המגזר העסקי זקוק, נוסף על מקורותיו הפנימיים (רווחים צבורים), למימון חיצוני לשם השקעות. אחת הדרכים העיקריות שבהן חיסכון של משקי הבית הופך להשקעה במגזר העסקי היא מתן אשראי. כך, לדוגמה, גיוס אג"ח על ידי חברה עסקית יוסיף להתחייבויות של המגזר העסקי, ואג"ח חדשות אלו יירשמו כנכסים של משקי הבית. באופן דומה, פיקדון בבנק יירשם כנכס של משק הבית והתחייבות של הבנק. הלוואה לחברה שנתן הבנק תירשם כהתחייבות של המגזר העסקי וכנכס של הבנק. במשק פתוח כדוגמת המשק הישראלי המגזר העסקי יכול להשתמש במקורות מימון מקומיים ומחוז"ל (יבוא הון). גם החיסכון יכול לשמש לצורך השקעה בחוז"ל (יצוא הון). עודף בחשבון השוטף, כפי שמתקיים בישראל בשנים האחרונות, יתבטא בגירעון בחשבון הפיננסי, שמשמעותו יצוא הון נטו.

השפעת סביבת הריבית  
הנמוכה ניכרת בהרכב  
ההתחייבויות והנכסים  
של הפרטים והפירמות.

מאז המשבר הפיננסי, לפני כמעט עשור, המשקים המפותחים מאופיינים ברמת ריבית נמוכה (ואף שלילית) של הבנק המרכזי ותשואות נמוכות של אג"ח ממשלתיות גם בטווחים הבינוניים והארוכים. השפעת סביבת הריבית הנמוכה ניכרת בהרכב ההתחייבויות והנכסים של הפרטים והפירמות. אחד המאפיינים הבולטים בהקשר זה בצד הנכסים בשנים האחרונות הוא השפעת המחיר החיובית על תיק הנכסים כתוצאה מעלייה במחירי המניות וירידת התשואות באג"ח, בישראל ובעולם. נוסף על כך, סביבת הריבית הנמוכה מקטינה את התמריץ לחסוך בפיקדונות לטווח ארוך, ולכן עלה משקל המזומן והעו"ש והייתה הסטה לפיקדונות לטווח קצר על חשבון הפיקדונות לטווח ארוך. שתי מגמות אלו נמשכו גם השנה.

בצד ההתחייבויות – בשנים האחרונות צמח בקצב מהיר החוב של משקי הבית, הן החוב לדירור והן החוב שלא לדירור. קצב צמיחת החוב של משקי הבית השנה היה איטי מעט יותר מאשר בקודמתה, בעיקר בחוב שלא לדירור, אך הוא נותר גבוה – 5%.

צמיחת החוב של המגזר העסקי<sup>1</sup> השנה הייתה איטית – 1.5% בלבד, ירידה משמעותית בהשוואה לשנה הקודמת. שנת 2016 הייתה יוצאת דופן והתאפיינה בקצב צמיחה גבוה – 5% – לאחר שבשנים הקודמות, מאז המשבר הפיננסי, החוב של המגזר העסקי צמח לאט מאוד. ואולם הסיבה לקצב הצמיחה הנמוך השנה שונה מאשר בשנים שקדמו לשנת 2016: היא נעוצה בירידת החוב של המגזר העסקי לחוז"ל, שחלק גדול ממנה הוא תוצאה של ייסוף השקל. השינוי בהתחייבויות ליתר המלווים השנה מלמד שהחוב של המגזר העסקי צומח בקצב דומה לזה של השנה הקודמת. בשוק ההון נרשם היקף גיוס גבוה נטו באג"ח (הנפקות בניכוי פירעונות), ואילו החוב של המגזר העסקי לבנקים אף צמח השנה מהר מהממוצע של השנים האחרונות.

בשנים האחרונות עלה משקל העסקים הקטנים והזעירים ביתרת האשראי של המגזר העסקי, כתוצאה מהסטה של אשראי בנקאי מהעסקים הגדולים למגזר זה. מגמה זו נמשכה גם השנה, למרות עלייה מסוימת בריבית על האשראי למגזר העסקים הקטנים והזעירים, על רקע עלייה בסיכון של מגזר זה.

מאז 2001 יש עודף בחשבון השוטף, שמשמעותו יצוא הון נטו. (ההשקעה של ישראלים בחוז"ל עולה על זו של משקיעים מחוז"ל בישראל). מגמה זו נמשכה גם השנה. בגלל המשך יצוא ההון מלאי הנכסים של ישראל בחוז"ל גדול ממלאי התחייבויותיה לחוז"ל ובפרט עלה מאוד עודף הנכסים על ההתחייבויות בשנתיים האחרונות.

<sup>1</sup> ללא בנקים וחברות ביטוח.

עלייה של סביבת הריבית העולמית צפויה להשפיע משמעותית על השווקים הפיננסיים העולמיים והמקומיים.

בשנת 2017 התרבו הסימנים שלפיהם סביבת הריבית העולמית עומדת להשתנות: בארה"ב החלו לאחרונה בהעלאה הדרגתית של הריבית, על רקע התאוששות הפעילות הכלכלית ועליית שיעור האינפלציה; בארה"ב גם עלתה הריבית לטווח בינוני וארוך ופער הריביות השלילי מול ישראל בטווח הבינוני התרחב; גם באנגליה ובקנדה היו העלאות ריבית; במדינות האירו עדיין שוררת ריבית שלילית, אולם הבנק המרכזי צפוי לצמצם את היקף רכישות האג"ח במסגרת תוכנית ההרחבה הכמותית. עלייה של סביבת הריבית צפויה להשפיע משמעותית על השווקים הפיננסיים העולמיים והמקומיים, הנהנים, לעת עתה, מנזילות גבוהה מאוד. עליית הריבית תשפיע גם על שוק האשראי, בהביאה לעליית הריביות על הפיקדונות ולהתייקרות ההלוואות.

## 2. הנכסים הפיננסיים של המגזר הפרטי<sup>2</sup>

תיק הנכסים הפיננסיים מכיל את ההחזקות הפיננסיות של משקי הבית והמגזר העסקי (חברות ריאליות ופיננסיות). הוא אינו כולל את נכסי הממשלה, בנק ישראל, תושבי חוץ והבנקים. תיק החיסכון מנוהל בחלקו בידי הגופים המוסדיים עבור הציבור (להלן התיק המנוהל<sup>3</sup>), והיתרה מוחזקת בידי הציבור במישרין<sup>4</sup>.

הגידול של תיק הנכסים השנה התאפיין בזינוק בצבירות לתיק החיסכון המנוהל בידי הגופים המוסדיים.

תיק הנכסים הפיננסיים צמח ב-2017 ב-5%, מעט מהר יותר מאשר בשנה הקודמת. מאז 2012 צמח תיק הנכסים הפיננסיים בשיעור ממוצע גבוה של 6%. הגידול של תיק הנכסים השנה התאפיין בזינוק בצבירות לתיק החיסכון המנוהל בידי הגופים המוסדיים בעוד שתיק הציבור במישרין, עלה אך מעט. משקל התיק המנוהל על ידי הגופים המוסדיים בתיק הנכסים עומד כיום על כ-42%. חוק פנסיית החובה לצד מערכת מס המעודדת שכבות נוספות של חיסכון בקופות הגמל ובקרנות ההשתלמות, יוצרים מצב שבו החיסכון המנוהל צומח מהר יותר מאשר החיסכון הישיר.

סביבת הריבית הנמוכה מקטינה את התמריץ לחסוך, ולכן עלה משקל המזומן והעו"ש בתיק הנכסים, והייתה הסטה לפיקדונות לטווח קצר.

סביבת הריבית הנמוכה משפיעה על הרכב תיק הנכסים: היא מקטינה את התמריץ להפקיד בתוכניות חיסכון ובפיקדונות ארוכים לטובת פיקדונות קצרים והחזקות מזומן ומעודדת השקעה מסוכנת יותר מתוך "חיפוש תשואה". אחד השינויים המשמעותיים בהרכב תיק הנכסים הפיננסי בשנים האחרונות הוא עלייה של משקל המזומן והעו"ש בתיק מ-3% לפני כעשור ל-10% כיום. זוהי בעיקר תוצאה של עליית משקל המזומן והעו"ש בתיק של הציבור במישרין, משקל שעומד כיום על 15%. הייתה גם הסטה לפיקדונות לטווח קצר וללא הצמדה על חשבון הפיקדונות הארוכים ופיקדונות המט"ח. לעומת זאת חלקו של רכיב המק"ם ירד בשלוש השנים האחרונות בחצי – מ-3% ל-1.5%. בסביבת הריבית הנמוכה השוררת כיום הנוחות של החזקה במזומן ועו"ש מקנה יתרון על פני החזקה במק"ם, שעליה חלות גם עמלות<sup>5</sup>.

סביבת הריבית הנמוכה, הנזילות הגבוהה והחיפוש אחר תשואות גם היוו קרקע תומכת לעליית מחירי המניות (איור ד'-1) וירידת התשואות באג"ח בשנים האחרונות. אלה התבטאו בהשפעת מחיר חיובית ומשמעותית על תיק הנכסים; כמחצית מהעלייה בשווי תיק הנכסים מאז 2012 ניתן לייחס לאומדן השפעת המחיר של ההחזקה במניות ובאג"ח (ממשליות ושל חברות) בתקופה זו.

<sup>2</sup> לבחינה נרחבת של השינויים שחלו בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור בשנת 2017 ראו מבט סטטיסטי 2017, שפרסמה לאחרונה החטיבה למידע ולסטטיסטיקה של בנק ישראל.

<sup>3</sup> תיק החיסכון המנוהל בידי הגופים המוסדיים כולל את ההשקעות של המשקיעים המוסדיים, שהם קופות הגמל והפיצויים, קרנות ההשתלמות, קרנות הפנסיה (הוותיקות והחדשות) וכן התוכניות לביטוח חיים המנוהלות על ידי חברות הביטוח (אינו כולל את תיק הנוסטרו של חברות אלה – התיק שהן מנהלות עבור עצמן).

<sup>4</sup> תיק הציבור במישרין כולל את מלאי הנכסים הפיננסיים, מזומן ופיקדונות, ניירות ערך סחירים ולא-סחירים ומוצרי מדדים, שהציבור (משקי בית והמגזר העסקי) מחזיק במישרין ובאמצעות מנהלי תיקים או קרנות נאמנות.

<sup>5</sup> כדי לעודד את התחרות על החיסכון של משקי הבית לטווח קצר ביטל הפיקוח על הבנקים בשנת 2012 את דמי ניהול ניירות הערך בגין מק"ם וקרנות כספיות.

**לוח ד'1 – תיק הנכסים הפיננסיים ברוטו של האצטור<sup>1</sup> – התפלגותו לפי סוגי הנכסים, 2007 עד 2017, נתוני סוף תקופה**

| השקעות של תושבי ישראל<br>בחו"ל <sup>4</sup> |       |      |          |                            |                            |                |        |      |          |               |         | סך התיק<br>במיליארדי<br>ש"ח | תקופה |
|---------------------------------------------|-------|------|----------|----------------------------|----------------------------|----------------|--------|------|----------|---------------|---------|-----------------------------|-------|
| אג"ח ממשלתיות                               |       |      |          |                            |                            | אג"ח ממשלתיות  |        |      |          |               |         |                             |       |
| אחר <sup>5</sup>                            | מניות | אג"ח | פיקדונות | אג"ח<br>חברות <sup>2</sup> | מניות <sup>3</sup><br>בארץ | בלתי<br>סחירות | סחירות | מק"ם | פיקדונות | מזומן<br>וע"ש |         |                             |       |
| ההתפלגות באחוזים                            |       |      |          |                            |                            |                |        |      |          |               |         |                             |       |
| 5.0                                         | 8.4   | 4.9  | 0.3      | 10.2                       | 14.2                       | 9.7            | 11.0   | 1.3  | 25.0     | 10.0          | 3,614.5 | 2017                        |       |
| 4.5                                         | 7.9   | 5.3  | 0.6      | 9.8                        | 14.5                       | 9.6            | 11.2   | 1.5  | 25.7     | 9.5           | 3,441.0 | 2016                        |       |
| 4.0                                         | 8.1   | 5.3  | 0.8      | 9.5                        | 14.8                       | 9.7            | 11.9   | 2.2  | 25.4     | 8.3           | 3,319.9 | 2015                        |       |
| 3.2                                         | 8.4   | 5.2  | 0.7      | 9.7                        | 15.5                       | 9.8            | 12.5   | 3.0  | 25.9     | 6.2           | 3,182.3 | 2014                        |       |
| 3.3                                         | 7.4   | 4.2  | 0.9      | 10.7                       | 16.7                       | 9.3            | 12.9   | 2.6  | 27.0     | 4.9           | 2,977.8 | 2013                        |       |
| 3.1                                         | 6.4   | 4.4  | 1.1      | 11.5                       | 14.9                       | 9.4            | 13.1   | 2.6  | 28.9     | 4.6           | 2,731.8 | 2012                        |       |
| 2.8                                         | 5.7   | 4.2  | 1.8      | 11.5                       | 15.4                       | 9.6            | 12.1   | 3.0  | 29.5     | 4.4           | 2,533.6 | 2011                        |       |
| 2.6                                         | 5.6   | 3.2  | 2.2      | 11.5                       | 21.4                       | 8.7            | 12.0   | 2.7  | 25.8     | 4.3           | 2,563.6 | 2010                        |       |
| 2.7                                         | 4.8   | 3.1  | 3.2      | 11.4                       | 18.5                       | 9.3            | 12.6   | 2.7  | 27.1     | 4.6           | 2,302.1 | 2009                        |       |
| 2.7                                         | 3.3   | 3.1  | 3.9      | 9.8                        | 11.6                       | 11.2           | 13.9   | 3.5  | 33.0     | 4.0           | 1,882.6 | 2008                        |       |
| 2.5                                         | 4.0   | 3.6  | 4.0      | 11.2                       | 24.0                       | 6.6            | 10.1   | 3.2  | 27.8     | 3.0           | 2,055.5 | 2007                        |       |

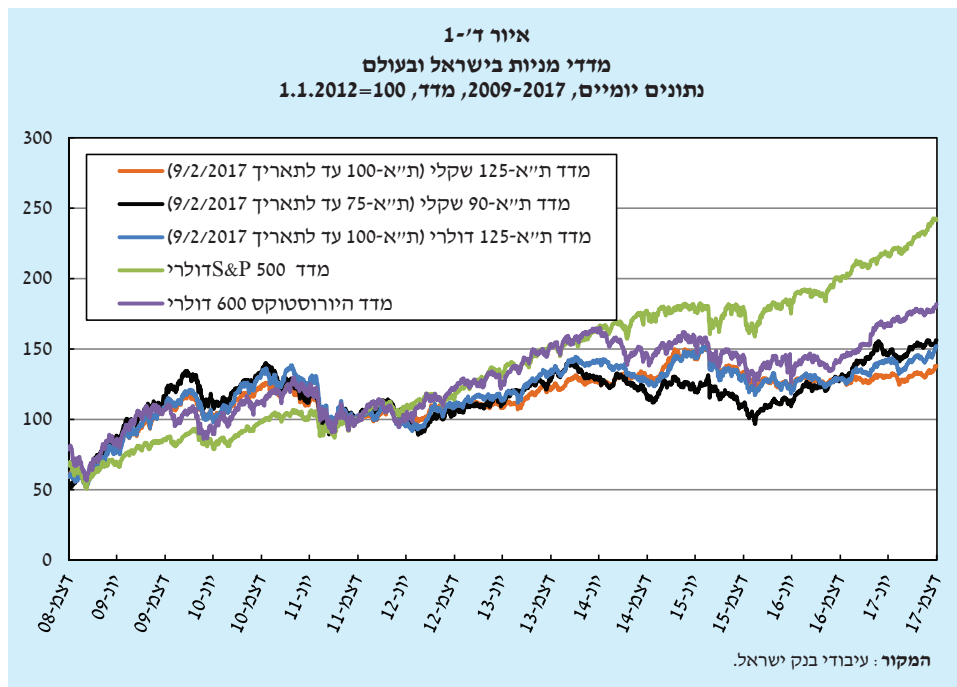
<sup>1</sup> הציבור אינו כולל את הממשלה, את בנק ישראל, את ההשקעות של תושבי חוץ ואת הנכסים המסחריים והבנקים למשכנתאות.  
<sup>2</sup> כולל אג"ח לחמרה.  
<sup>3</sup> כולל אופציות Warrant.  
<sup>4</sup> לרבות השקעה בני"ע ישראלים הנסחרים בחו"ל, ולמעט השקעה בתעודות-סל הנסחרות בחו"ל.  
<sup>5</sup> מ-2000 כולל אג"ח לחמרה.

**המקור :** עיבודי בנק ישראל.

## פרק ד': הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים של המגזר הפרטי

בשנים האחרונות  
עלו מחירי הנכסים  
הפיננסיים בישראל  
ובחו"ל, והייתה  
לכך השפעה חיובית  
משמעותית על שווי תיק  
הנכסים.

גם השנה הייתה השפעת מחיר חיובית על תיק הנכסים, בעיקר על רקע עליית המחיר של מניות בחו"ל (ביצועי המניות בחו"ל היו טובים מאוד, אולם התחזקות השקל מול הדולר פעלה לרעתן) וירידת מרווחי אג"ח החברות והממשלה בישראל. בשנתיים האחרונות שוק המניות בישראל מפגר אחרי השווקים בחו"ל, והשפעתו על התיק הייתה שלילית ב-2016 וניטרלית ב-2017.<sup>6</sup>



בניכוי השפעות המחיר ב-2017 הציבור הגדיל את השקעותיו באג"ח חברות ובמניות בישראל, ובמידה פחותה גם באג"ח חברות ובמניות בחו"ל והקטין את ההשקעה באג"ח ממשלתיות ישראליות סחירות ובפיקדונות מט"ח.

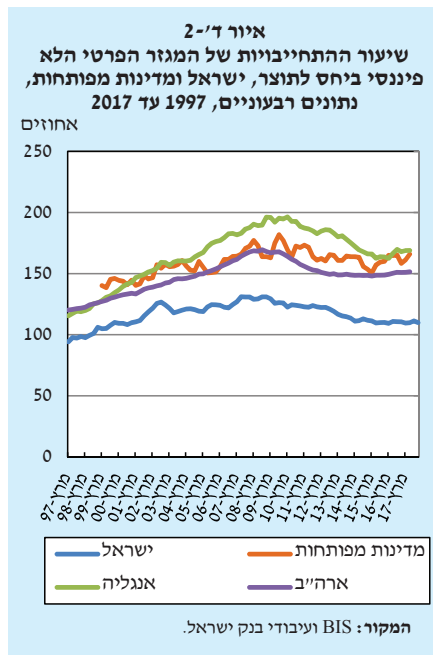
הגופים המוסדיים צמצמו  
את חשיפתם לאג"ח  
חברות, בעוד שבתיק  
המנוהל על ידי הציבור  
במישרין החשיפה לנכס זה  
עלתה פי שניים מאז 2007.

משקל החשיפה לאג"ח של חברות בישראל בתיק הנכסים הכולל לא השתנה בעשור האחרון, אך ברקע צמצמו הגופים המוסדיים את חשיפתם, בעוד שבתיק של הציבור במישרין החשיפה לנכס זה עלתה פי שניים מאז 2007. כיום קרוב ל-60% מיתרת האג"ח הסחירות מוחזקת בידי הציבור במישרין, מחצית מזה באמצעות קרנות הנאמנות. מפני המרווחים הנמוכים ועליית ההסתברות לירידת מחירי האג"ח על רקע העלאות ריבית בחו"ל, שיעור ההחזקות הגבוה של קרנות הנאמנות יכול להתבטא בירידת מחירים מהירה ומימושים גבוהים בעת התהפכות המגמה, בדומה למימושים הגבוהים של אג"ח חברות שהיו בקרנות הנאמנות ובקופות הגמל בשנים 2007–2008. יש לשים לב לכך, כי לפי הניתוח של דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2017 ישנם סימנים לתמחור יתר בשוק אג"ח החברות.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> מדדי המניות הגדולות בישראל הושפעו לרעה מירידות בשווי חברות מענף הפארמה. השפעה זו על תיק הנכסים מתוארת בהרחבה בסעיף 5 של פרק זה.

<sup>7</sup> להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2017.

### 3. ההתחייבויות הפיננסיות של המגזר הפרטי



בסעיף זה ננתח את השינויים שחלו בהתחייבויות של המגזר הפרטי הלא פיננסי, כלומר בהתחייבויות של המגזר העסקי (ללא בנקים וחברות ביטוח), ובאלה של משקי הבית. ההתחייבויות של המגזר הפרטי הלא פיננסי הסתכמו בסוף שנת 2017 ב-1.4 טריליון ש"ח. כ-60% מהחוב הפרטי הם חוב של המגזר העסקי, והיתר הוא חוב של משקי הבית. שיעור הצמיחה של החוב הפרטי היה השנה נמוך בהשוואה לשנת 2016 – 2.9% לעומת 5.5%– ודומה לשיעור צמיחתו בשנים 2014 ו-2015. הירידה בשיעור צמיחת החוב השנה היא תוצאה של האטה בצמיחת החוב של משקי הבית ושל המגזר העסקי, לעומת צמיחתם בשנה הקודמת, ירידה שבלטה יותר בחוב של המגזר העסקי. למרות ירידה זו, יתרת ההתחייבויות של המגזר הלא-פיננסי ביחס לתוצר בישראל (כ-110% בסוף 2017) יציבה בשלוש השנים האחרונות. יחס זה נמוך מן הממוצע בשווקים המפותחים (169%), תוצאת חוב נמוך של משקי הבית (ביחס לתוצר) וחוב נמוך של המגזר העסקי.

בשנים 2008 עד 2015 התאפיין החוב של המגזר הפרטי במגמת ירידה ביחס לתוצר (ירידה מ-130% תוצר ל-110% תוצר), ואילו בשלוש השנים האחרונות נשמרת בו יציבות. במשקים מפותחים אחרים יחס החוב של המגזר הפרטי לתוצר, שירד לאחר המשבר הפיננסי, מצוי במגמת עלייה מתונה בשנים האחרונות.

#### א. ההתחייבויות של משקי הבית

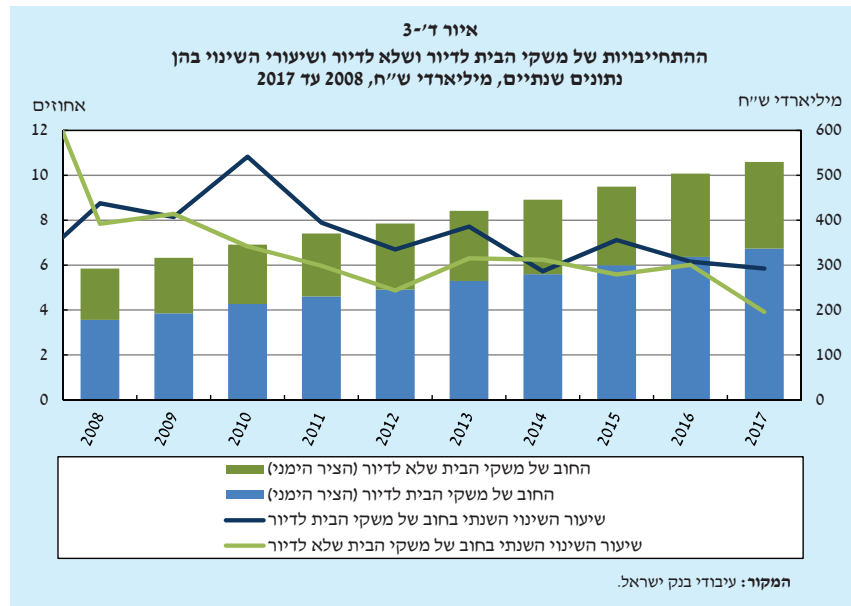
החוב של משקי הבית<sup>8</sup> צומח בשיעורים גבוהים זה כמה שנים ברציפות. גם השנה גדל החוב מהר יותר מאשר התוצר, אך שיעור גידולו היה נמוך ביחס לשנים הקודמות. סך החוב צמח ב-5.1%, החוב לדיור צמח ב-5.8% (לעומת 6.2% ב-2016), וצמיחת החוב שלא לדיור התמתנה ל-3.9% לעומת 6.0% ב-2016 (איור ד'-3). צמיחת החוב של משקי הבית מאז המשבר הפיננסי אמנם הייתה בשיעורים גבוהים, אך היא התמתנה בהדרגה: בין השנים 2008 ו-2011 הוא צמח מהר מאוד, בשיעור ממוצע של 8.5%; לאחר מכן, בין 2011 ל-2016, התייצב קצב צמיחתו סביב 6.4%, ונראה שהשנה הייתה ירידה נוספת. יתרת החוב ביחס לתוצר עומדת על 42% כיום. שיעור זה אמנם נחשב לנמוך בהשוואה בין-לאומית, אך הוא מוסבר ברמתו הנמוכה של האשראי לדיור, בעוד שהאשראי שלא לדיור גבוה מעט מהממוצע.

הרוב המוחלט של החוב לדיור של משקי הבית הוא לבנקים, והבנקים שומרים על הדומיננטיות בחוב זה. לעומת זאת חלקם בחוב שלא לדיור הולך וקטן בהדרגה בשנים האחרונות, כתוצאה מהאצה ניכרת בצמיחת החוב לחברות כרטיסי האשראי שלא באחריות הבנקים ולגופים

הירידה בשיעור צמיחת החוב של המגזר הפרטי השנה היא תוצאה של האטה בצמיחת החוב של משקי הבית ושל המגזר העסקי.

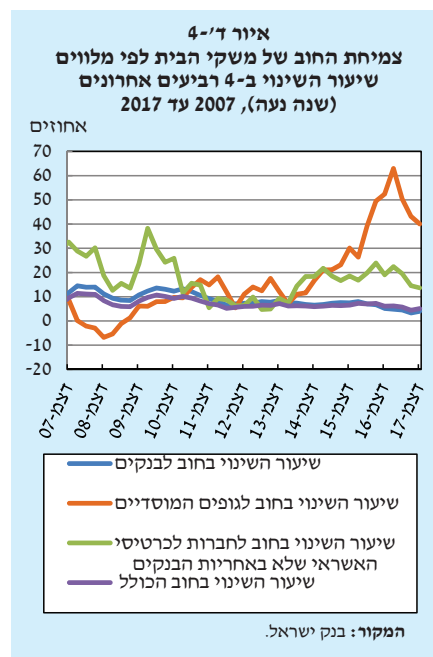
צמיחת החוב של משקי הבית שלא לדיור התמתנה משמעותית לעומת שנת 2016.

<sup>8</sup> סכום זה כולל חוב למערכת הבנקאית, לחברות כרטיסי האשראי, לגופים המוסדיים, לתושבי חוץ ולממשלה.



החוב של משקי הבית  
לגופים המוסדיים  
ולחברות כרטיסי  
האשראי שלא באחריות  
הבנקים הוסיף לצמוח  
בשיעורים גבוהים.

המוסדיים, ובמקביל האטה בצמיחת החוב לבנקים. מגמות אלו נמשכו גם השנה (איור ד'-4). יתרות ההתחייבויות של משקי הבית לחברות כרטיסי האשראי ולגופים המוסדיים עומדות על 18 ו-24 מיליארד ש"ח, בהתאמה, שיחד מהוות 7.9% מסך ההתחייבויות של משקי הבית. האשראי שנותנות חברות כרטיסי האשראי למשקי הבית הוא אשראי שלא לדיוור, ואילו ההתחייבויות לגופים המוסדיים, מחציתו למעשה חוב לדיוור, שניתן ישירות על ידי המוסדיים, או נמכר למוסדיים בדרך של מכירת תיק משכנתאות מהבנקים.



קיים חוב חוץ-בנקאי נוסף שלא לדיוור למשקי הבית, שטרם הובא בחשבון בנתונים, וזאת משום שרק השנה תחל רשות שוק ההון והפיקוח על הביטוח לפקח על נותני אשראי חוץ-מוסדיים, לרבות מתווכי אשראי מקוונים<sup>9</sup>. אף כי היקף האשראי ממקורות אלו עדיין קטן מאוד, יש חשיבות ליצירת אחידות רגולטורית בכל הנוגע להגנת הצרכן ולנושאים בתחום הציות. הקטנת משקל הבנקים באשראי למשקי בית שלא לדיוור יכולה להעיד על עלייה של התחרות באשראי זה, שעשויה להתגבר לכשיופרדו שתי חברות כרטיסי האשראי מהבנקים. מידת התחרות תלויה מאוד בעלות המקורות של ספקי האשראי, מפני שעלות זו משפיעה על עלות האשראי ללווה. ככל שהבנקים נהנים מעלות מקורות נמוכה משמעותית מאשר ליתר הגופים, הדבר יגביל את התחרות על מחיר האשראי.

<sup>9</sup> להרחבה ראו תיבה ד'-2 בפרק זה.

בשנת 2017 אושר חוק  
"אשראי הוגן". החוק  
קובע תקרת ריבית  
אחידה לבנקים ולמלווים  
החוץ-בנקאיים.

בשנת 2017 אושר בכנסת תיקון מספר 5 לחוק הסדרת הלוואות חוץ בנקאיות התשנ"ג 1993 (אשר שמו החדש "חוק אשראי הוגן"). החוק קובע תקרת ריבית אחידה לכל נותני האשראי ומבחין בין תקרה אזורית לבין תקרה פלילית. כיוון שהחוק חל רק על הלוואות עד לסכום של 1.2 מיליון ש"ח, הוא רלוונטי בעיקר לאשראי קמעוני. בשונה מהמצב הקודם, שבו הייתה רק תקרת ריבית אזורית שחלה רק על מלווים חוץ-בנקאיים והייתה נמוכה ממה שקובע המנגנון בחקיקה החדשה. החוק נועד להשוות את התנאים לכלל נותני האשראי. העלאת תקרת הריבית בחוק אמורה לאפשר לנותני אשראי חוץ-בנקאי להרחיב את פעילותם. מנגד, החוק הוסיף הגנות צרכניות ללווים.

במהלך השנה הנסקרת עלו ההפרשה להפסדי אשראי ושיעור החובות הבעייתיים בבנקים ובחברות כרטיסי האשראי, באשראי שגופים אלו העניקו למגזר משקי הבית<sup>10</sup>. (הדברים אמורים באשראי שלא לדיור; באשראי לדיור אין עלייה כזאת). אמנם לא מדובר בשיעורים גבוהים בראייה היסטורית, אך העלייה עשויה להצביע על התקרבות לסיום המחזור הפיננסי הנוכחי<sup>11</sup>. בהקשר זה נציין כי לאחרונה אושר בכנסת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי. חוק זה צפוי להוביל לשינויים משמעותיים בהליכי חדלות הפירעון בישראל. החוק ישפיע על קדימות הנושים השונים בגביית החוב וצפוי להוריד את שיעור ההחזר במקרה של חדלות פירעון עבור הנושים המובטחים, דהיינו הבנקים. נוסף על כך הוא צפוי לקצר את הליכי חדלות הפירעון, במיוחד בכל הנוגע לאנשים פרטיים. חקיקה זו מאמצת הנחיה של כונס הנכסים הראשי משנת 2013 שכבר הביאה בפועל לקיצור ההליכים, ובתגובה לכך עלה סביב 2013 היקף הבקשות לפתיחת הליכי פשיטת רגל של יחידים.

מחשש לעלייה של רמת הסיכון בשוק הרכב, על רקע היקף רכישות גבוה ב-2016 וצמיחה מהירה של האשראי בשעבוד כלי רכב<sup>12</sup>, פרסם הפיקוח על הבנקים במהלך השנה הנסקרת הנחיות<sup>13</sup> חדשות למתן אשראי בשעבוד כלי רכב. ברביע השלישי של 2017 הואט משמעותית קצב גידולו של האשראי הבנקאי בשעבוד כלי רכב, על רקע התייקרות אשראי זה מהבנקים הן לצרכנים והן לחברות בענף הרכב.

### (1) ההתפתחות במשכנתאות

שוק הדיור התאפיין השנה ברגיעה יחסית, שהתבטאה בירידת היקף העסקאות והתמתנות עליית המחירים כתוצאה מצעדי הממשלה להגדלת ההיצע<sup>14</sup>. קצב ביצועי המשכנתאות החדשות במהלך השנה שיקף רגיעה זו, והיה נמוך מעט מאשר בשנת 2016. מספר העסקאות וגודלה של משכנתה ממוצעת היו יציבים, וכך גם מאפייני הסיכון של נוטלי משכנתאות חדשות<sup>15</sup>. חלקם של המשקיעים במשכנתאות החדשות עמד בממוצע על 13% ומסמן התייצבות. זאת לאחר ירידה חדה מאז 2015, על רקע צעדי הממשלה שייקרו את ההשקעה בדירות ביחס לרכישת דירה למגורים.

קצב ביצועי המשכנתאות  
החדשות במהלך השנה  
שיקף את הרגיעה  
היחסית בשוק הדיור.

<sup>10</sup> ראו דוח יציבות פיננסית למחצית השנייה של 2017.

<sup>11</sup> הכוונה במחזור פיננסי היא להתנהגות המחזורית של משתנים פיננסיים מרכזיים במשק: תפיסת הסיכון, אשראי, שיעורי חדלות פירעון, מחירי דיור ומחירי מניות. להרחבה על מחזורים פיננסיים וחקשר בינם לבין מחזורים ריאליים ראו "מחזורים פיננסיים וריאליים בישראל על פי גישתם של Borio et al". מאת אנה דניאלי. סדרת מאמרים לדיון 2016.11, דצמבר 2016, בנק ישראל.

<sup>12</sup> יתרת האשראי של הבנקים בשעבוד כלי רכב ברביע השלישי של 2017 הייתה 11 מיליארד ש"ח, וזו של חברות כרטיסי האשראי - 2.2 מיליארד ש"ח.

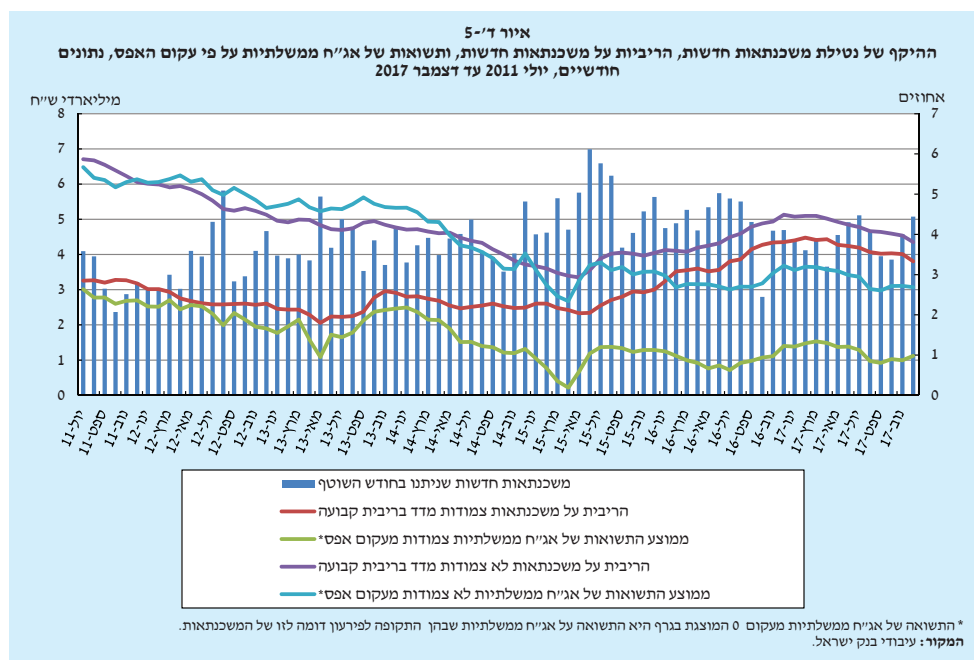
<sup>13</sup> הפיקוח המליץ להגביל את ה-LTV המקסימלי בשעבוד כלי רכב ל-60%, ולא לקבל רכב בן מעל 5 שנים כבטוחה.

<sup>14</sup> להרחבה ראו פרק ט' בדוח זה.

<sup>15</sup> להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2017.

במהלך שנת 2017 ירדו הריביות על משכנתאות חדשות.

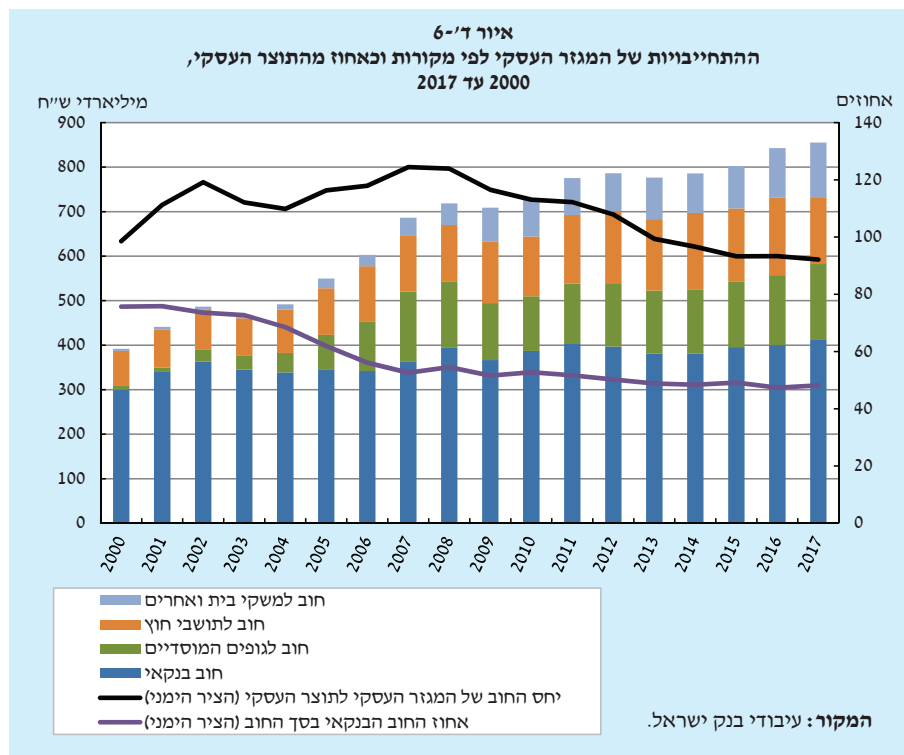
הירידה בביקוש למשכנתאות חדשות ועמה ירידה בתשואה של אג"ח ממשלתיות, שהוזילה את המקורות למערכת הבנקאית, הביאו לירידה של הריביות על משכנתאות חדשות במהלך שנת 2017. זאת בניגוד למגמת עלייתן של ריביות אלו בין אמצע 2015 לסוף 2016. באותה תקופה חויבו הבנקים בשתי דרישות הון רלוונטיות – הגדלת כרית ההון בשיעור של 1% מיתרת תיק האשראי לדיור ודרישה משני הבנקים הגדולים להגיע ליחס הון ליבה של 10% עד תחילת 2017. השפעת הצעדים הרגולטוריים הסתיימה במהלך 2016, לאחר שהבנקים הגיעו ליעדי ההון הנדרשים. נוסף על השפעת דרישות ההון עלו במחצית השנייה של 2016 הריביות הריאלית והנומינלית על אג"ח ממשלתיות, התפתחות שהוסיפה למגמת העלייה של ריבית המשכנתאות. הפער שנפתח ב-2015 בין ריבית המשכנתאות לתשואת האג"ח הממשלתיות נשאר יציב מאז אמצע 2016; הוא מבטא את ההשפעה הפרמנטית של ההחמרה בדרישת ההון, ורמת הריביות כיום גבוהה מרמתן באמצע 2015 (איור ד-5). חלק מההתמודדות של נוטלי המשכנתאות עם עליית הריבית על משכנתאות במהלך 2015 ו-2016 התבטא בעליית הטווח הממוצע לפירעון. התהפכות המגמה של הריבית השנה התבטאה גם בירידת הטווח הממוצע לפירעון.



## ב. ההתחייבויות של המגזר העסקי

החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי (ללא בנקים וחברות ביטוח) עלה בשנת 2017 ב-1.5% בלבד בשנה החולפת, על רקע ירידה חדה למדי בהתחייבויות לחו"ל. יותר ממחצית מהירידה בהתחייבויות לחו"ל מיוחסת להשפעת מחיר כתוצאה מהתחזקות השקל, והשאר הוא תוצאה של פירעון התחייבויות ישירות לחו"ל. בניגוד לירידה בהתחייבויות לחו"ל, החוב של המגזר העסקי למשקי הבית ולגופים המוסדיים הוסיף לצמוח בשיעורים גבוהים – 8% ו-10%, בהתאמה. החוב של המגזר העסקי הלא פיננסי צמח בשנת 2016 בשיעור גבוה של 5.1%, כתוצאה מעלייה ניכרת בהיקף גיוסי האג"ח נטו, שהיו אפסיים בשנים קודמות. בשנת 2017 נשאר היקף גיוסי האג"ח נטו גבוה, אך הדבר לא התבטא בשיעור הצמיחה הכולל של החוב בגלל ירידה בהתחייבויות לחו"ל. החוב לבנקים צמח בשנת 2017 ב-3%, לעומת 1% בקודמתה.

המגמה שאפיינה את החוב של המגזר העסקי הלא פיננסי מאז המשבר ב-2008 הייתה שיעור צמיחה מתון מאוד, למעט שנתיים שהיו יוצאות דופן (2011 ו-2016). מגמה זו הביאה לירידה בשיעור החוב של המגזר העסקי ביחס לתוצר העסקי עד שנת 2015 והתייצבות בשלוש השנים האחרונות. שיעור החוב של המגזר העסקי לתוצר בישראל נמוך מעט ביחס לשיעורו במדינות המפותחות. גם בהן שיעור זה ירד בין 2008 ל-2015, אך הירידה בישראל הייתה חדה יותר. מאז 2015 שיעור החוב של המגזר העסקי לתוצר במדינות המפותחות שב לעלות. לפני 2008 צמח החוב של המגזר העסקי מהר מאוד, בעיקר החוב החוץ-בנקאי; הדבר הביא לעלייה ניכרת בשיעור המינוף של חברות ציבוריות לפני 2008. הצמיחה הממותנת בחוב של המגזר העסקי מאז היא בין היתר צורך של חברות אלו להוריד את המינוף, מצב שהתבטא בביקוש מתון לאשראי מצד החברות הגדולות. ירידת המינוף התבטאה גם בהסדרי חוב שעשו חברות ציבוריות רבות לאחר שנקלעו לקשיים.



בשנים האחרונות חל שינוי בהרכבו, של החוב של המגזר העסקי: החוב של מגזר העסקים הזעירים והקטנים צמח על חשבון החוב של החברות הגדולות. (הרחבה על כך ראו בהמשך בסעיף העוסק בחוב של המגזר העסקי לבנקים).

בשנים האחרונות התפתחו מקורות מימון נוספים למגזר העסקי בשוק החוץ-מוסדי. האשראי ממקורות אלו צומח בשיעורים גבוהים<sup>16</sup>, אך יתרתו עדיין נמוכה מאוד ביחס לחוב הכולל. עם הגורמים התומכים בהתרחבותו נמנים הריבית הנמוכה והמצב הכלכלי הטוב במשק: הריבית הנמוכה מעודדת משקיעים לחפש אלטרנטיבות השקעה המקנות תשואה גבוהה, מגדילה את

בשנים האחרונות, השתנה הרכבו של החוב של המגזר העסקי: החוב של מגזר העסקים הזעירים והקטנים צמח על חשבון החוב של החברות הגדולות.

<sup>16</sup> תיק האשראי של החברות הציבוריות לאשראי חוץ-בנקאי צמח בין 2016 ל-2017 בכ-32%. להרחבה בעניין זה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2017.

התיאבון לסיכון ומקילה על עלויות המימון של חברות האשראי החוץ-בנקאי, והמצב הכלכלי הטוב מגדיל את הביקוש לאשראי. מדיניות הממשלה בשנים האחרונות פועלת גם היא לחיזוק שוק האשראי החוץ-מוסדי. זאת באמצעות הרחבת יכולתן של חברות ציבוריות חוץ-בנקאיות לגייס הון באמצעות אג"ח; הכפפתם של נותני אשראי חוץ-בנקאי לפיקוח של רשות שוק ההון במסגרת חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), התשע"ו-2016, אשר תאפשר להחיל על גופים אלה רגולציה; והחוק להלוואות באמצעות מערכות לתיווך אשראי שאושר השנה, אשר יאפשר גם לעסקים קטנים ללוות דרך פלטפורמות מקוונות ללא צורך בפרסום תשקיף. צעדים אלו צפויים להמשיך ולפתח את השוק החוץ-מוסדי. גם בשווקים רבים אחרים, מפותחים ומתפתחים, האשראי החוץ-בנקאי צומח מאז המשבר הפיננסי מהר יותר מאשר האשראי הבנקאי, וזאת כתוצאה מגורמי רקע נוספים המשותפים לישראל ולעולם – התגברות הרגולציה על המערכת הבנקאית על רקע לקחי המשבר הפיננסי ושיפורים טכנולוגיים פיננסיים המאתגרים חלק מהפונקציות שהיו עד כה בלעדיות למערכת הבנקאית.

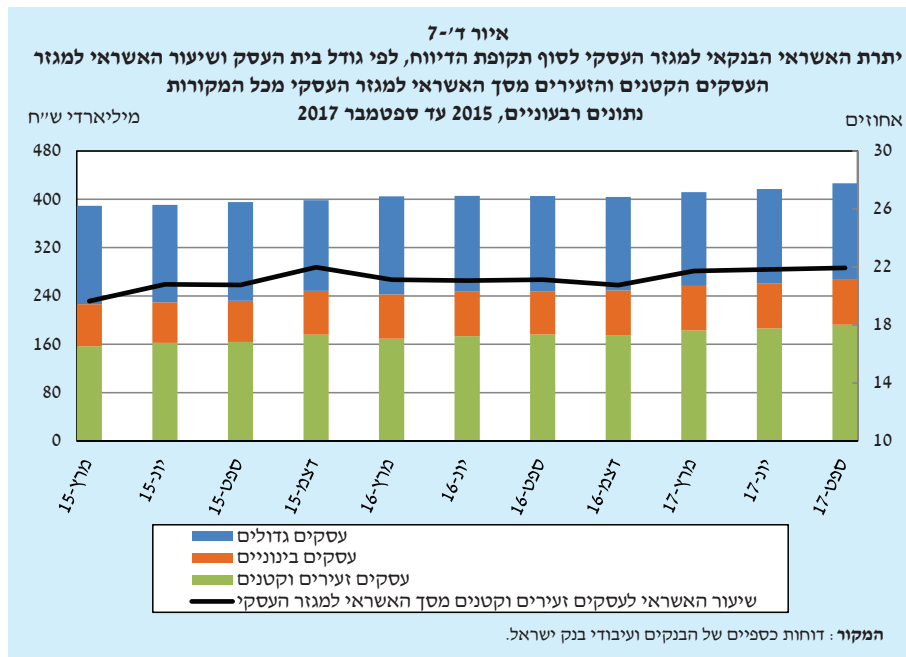
תמונת החוב של המגזר העסקי לפי ענפים מלמדת כי חמשת הענפים הגדולים מבחינת יתרת החוב במשק הם התעשייה, השירותים הפיננסיים, המסחר, הנדל"ן והבינוי. על רקע תנופת הבנייה למגורים והנדל"ן העסקי משקלם של ענפי הבינוי והנדל"ן ביתרת החוב גדל בשנתיים האחרונות ביחס לשאר הענפים. בעוד שבחוב של המגזר העסקי לבנקים משקלות כל הענפים שצוינו דומים, באג"ח חברות ניכרת הטיה לענפים מסוימים: הן הגופים המוסדיים והן משקי הבית מחזיקים משקל גבוה יחסית של אג"ח חברות החזקה, והגופים המוסדיים גם מחזיקים משקל גבוה של אג"ח חברות מתחום הנדל"ן.

### (1) התחייבויות המגזר העסקי לבנקים

האשראי הבנקאי למגזר העסקי צמח בקצב מתון בשנים האחרונות תוך שינוי בהרכבו: גדל משמעותית היקף האשראי הבנקאי למגזר העסקים הקטנים והזעירים, תופעה שהקיפה את כל הבנקים במערכת; כנגד זאת היה קצב הצמיחה של האשראי לעסקים הבינוניים נמוך יותר, והאשראי לעסקים גדולים הצטמצם. חברות גדולות במשק יכולות לגייס מימון באמצעות אג"ח ומניות בשוק ההון, יש להן גישה לשוקי הון בחו"ל וגישה לאשראי מהגופים המוסדיים. לא כן יתר החברות במשק, ובמיוחד העסקים הקטנים והזעירים, הנאלצים להיסמך אך ורק על המערכת הבנקאית לצורכי המימון שלהם. הבנקים הסיטו בשנים האחרונות את האשראי למגזר העסקי לעבר עסקים קטנים וזעירים (איור ד'-7); זאת על רקע תחרות גבוהה באשראי לעסקים גדולים מצד השוק החוץ-בנקאי, שמתאפיין בשנים האחרונות בירווחי אג"ח נמוכים, שאף הוסיפו וירדו בשנה האחרונה; ביקוש ממותן לאשראי מצד מגזר העסקים הגדולים; וגם תמריצים רגולטוריים, המניעים את הבנקים להעדיף אשראי למגזר העסקים הקטנים על פני אשראי לגדולים: האשראי לעסקים קטנים משוקלל בנכסי הסיכון של הבנקים במשקל נמוך מזה של האשראי לעסקים הגדולים, והאשראי לעסקים גדולים מוגבל עקב מגבלת החשיפה ללווה בודד ולקבוצת לוויים. שיעור האשראי למגזר העסקים הזעירים, הקטנים והבינוניים מתוך כלל האשראי הבנקאי למגזר העסקי הוא מעל 50%, שיעור הנחשב גבוה בהשוואה בין-לאומית<sup>17</sup>.

הריבית על אשראי בנקאי חדש שניתן במהלך 2017 עלתה במגזר העסקים הקטנים והזעירים, בעוד שביתר המגזר העסקי היא נותרה בעינה או אף ירדה מעט. הרקע לעליית הריבית במגזר העסקים הקטנים והזעירים היה עלייה של סיכון האשראי במגזר זה: הפרשות הבנקים להפסדי אשראי גדלו בו, בניגוד ליתר המגזר העסקי. בצד הביקוש לאשראי, קשיי המימון המדווחים על ידי

<sup>17</sup> במדינות OECD, נכון לשנת 2015, הממוצע של שיעור ההלוואות לעסקים בינוניים וקטנים מסך ההלוואות למגזר העסקי עמד על 46%.



המגזר העסקי בסקר החברות מצביעים על הקלה לעומת שנת 2016 גם במגזר העסקים הקטנים והבינוניים, המסתמכים כמעט אך ורק על אשראי בנקאי למימון פעילותם. בעבר התקיים פער בין החברות הקטנות והבינוניות לחברות הגדולות: הראשונות נהגו לדווח על קשיי מימון גדולים יותר מאשר האחרונות. בשלוש השנים האחרונות פער זה הלך ונסגר, תוצאת הקלה מתמשכת בקשיי המימון לפי דיווחי החברות הבינוניות והקטנות.

האשראי הבנקאי למגזר העסקי בחלוקה לפי גודל העסק מתאפיין ברמות שונות של הריבית וגם בתקופות-לפירעון שונות. בממוצע, ככל שמדובר בעסקים קטנים יותר, הריבית על האשראי גבוהה יותר – בשל סיכון גבוה יותר (הוצאות להפסדי אשראי), אך בעיקר עקב הוצאות תפעוליות גבוהות יותר.

## (2) התחייבויות חוץ-בנקאיות וחברות ציבוריות

החוב החוץ-בנקאי של המגזר העסקי מתחלק כמעט באופן אחיד בין הגופים המוסדיים ותושבי חוץ, וחלק קטן מעט יותר מוחזק בידי משקי בית. מאז המשבר הפיננסי ב-2008 עלה באופן עקבי משקל החוב למשקי הבית, מ-15% מהחוב החוץ-בנקאי ב-2009 לכ-30% כיום. העלייה של משקל החוב למשקי הבית הייתה מהירה במיוחד בשנתיים האחרונות, במקביל לגידול היקפן של הנפקות האג"ח בתקופה זו. למעט הנפקות האג"ח נטו, שגברו כאמור בשנתיים האחרונות, הרכיב הצומח העיקרי בחוב של המגזר העסקי בשנים האחרונות הוא ההלוואות הישירות מהמוסדיים. רכיב זה צמח מסכום אפסי ב-2008 ל-74 מיליארד ש"ח כיום. ואולם עלייתו באה במקביל להקטנת ההחזקות של המוסדיים באג"ח, בעיקר לא סחירות אך גם סחירות, כך שהיקף החוב של המגזר העסקי לגופים המוסדיים אינו גבוה משמעותית משהיה לפני עשור. (מכאן שמשקל החוב בתיק הנכסים של הגופים המוסדיים פחת במידה ניכרת.)

על רקע מרווחי התשואה הנמוכים בשוק אג"ח החברות, היקף ההנפקות של חברות ישראליות לא פיננסיות היה השנה גבוה – 48 מיליארד ש"ח, דומה להיקפן בשנה הקודמת. ההיקף הגבוה של הנפקות האג"ח התבטא בעיקר בעליית שיעור ההחזקה של הציבור – הישירה ודרך קרנות

על רקע מרווחי התשואה הנמוכים בשוק אג"ח החברות היקף ההנפקות של חברות ישראליות לא פיננסיות היה גבוה. בין המנפיקות בלטו חברות מענף הנדל"ן והבינוי.

הנאמנות – ביתרת אג"ח החברות. מרווחי האג"ח קרובים היום לרמה הנמוכה שנצפתה בסוף שנת 2007. תופעה זו היא כלל-ענפית, ואף בדירוגים הנמוכים שוררים מרווחים נמוכים. חברות מענף הנדל"ן והבינוי המשיכו לנצל את המרווחים הנמוכים, ובלטו בין המנפיקות: הנפקותיהן הסתכמו ב-20 מיליארד ש"ח. בולטות גם חברות מענף הנפט והגז, שגייסו 10 מיליארד ש"ח, היקף גיוס שלא נראה כמותו בענף זה בעבר.

בהנפקות האג"ח בשוק המקומי בולטת הנוכחות הגבוהה של חברות זרות.

השנה בולטת במיוחד הנוכחות הגבוהה של חברות זרות בהנפקות אג"ח בשוק המקומי. היקף ההנפקות של חברות זרות עמד השנה על 10 מיליארד ש"ח, כפול מהממוצע בשלוש השנים הקודמות. מרבית החברות הזרות המגייסות בישראל משתייכות לענף הבינוי והנדל"ן<sup>18</sup>. חברות אלה מתאפיינות בפרופיל סיכון גבוה מזה של החברות המקומיות: בהתפלגות הדירוגים של חברות הנדל"ן הזרות שגייסו בישראל משקלן של בעלות הדירוג הנמוך גבוה יותר מאשר בהנפקות של חברות נדל"ן מקומיות, והוא אף עלה השנה.

מלבד חוב, המגזר העסקי יכול להשתמש בשני מקורות מימון נוספים – מקורות פנימיים (הרווחים שהחברה צברה) והנפקת מניות<sup>19</sup>. על השימוש במקורות הפנימיים ובהנפקת מניות ניתן ללמוד מנתוני החברות הציבוריות. יש לציין כי החברות הציבוריות בישראל מייצגות רק חלקית את המגזר העסקי: משקלן<sup>20</sup> של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות במגזר העסקי הלא-פיננסי הוא כ-38% (נכון לשנת 2015). בחינה של השנים האחרונות מצביעה על ירידה הדרגתית ביחס של המזומנים לסך הנכסים, כלומר על שחיקה של זמינות המקורות הפנימיים ותלות גדלה של החברות במימון ממקור חיצוני.

השנה עלה היקפה של הנפקת המניות, בפרט של חברות שביצעו הנפקת מניות ראשונית.

הבורסה מתמודדת זה כמה שנים עם תופעה של מחיקת חברות בורסאיות, מיעוט הנפקות של חברות חדשות וירידה של מחזורי המסחר. שנת 2017 הייתה שונה מקודמותיה: קצב ההנפקות של מניות עלה משמעותית. השנה הנפיקו חברות מקומיות לא פיננסיות מניות בהיקף של 10 מיליארד ש"ח, כפול מהסכום השנתי ב-2014–2016. עיקר הגידול מקורו בשש עשרה חברות מקומיות שביצעו הנפקה ראשונית לציבור – יותר ממספר החברות החדשות בארבע השנים האחרונות יחד. להוציא הנפקות ראשוניות, הסכום שגויס בהנפקות של חברות נסחרות ובהקצאות פרטיות היה דומה לזה של השנה הקודמת. גם בהנפקת המניות בולטות חברות הבינוי והנדל"ן, אף כי חלקן בהנפקות מניות (40%) קטן מעט מחלקן בהנפקות האג"ח. גם חברות תעשייה גייסו בהנפקת מניות, וזאת בהיקף קרוב ל-4 מיליארד ש"ח. נוסף על אלה גייסו חברות ישראליות 1.1 מיליארד ש"ח בהנפקת מניות בחו"ל. מספר החברות הבורסאיות עלה מעט, וגם מחזורי המסחר היומי עלו. תופעת מחיקת החברות אינה ייחודית לישראל; אנו עדים לה בבורסות נוספות בשווקים המפותחים בשנים האחרונות<sup>21</sup>, אולם לפחות מאז המשבר הפיננסי צמצום מספר החברות בבורסה בתל אביב היה חד יותר מאשר במדינות OECD, במדינות גוש האירו ובארה"ב. סביר כי צמצום מספר החברות הציבוריות הוא במידה רבה תוצאה של שינוי מבני, משום שהוא התרחש על רקע גאות בשוק ההון ושיעורי צמיחה גבוהים של התוצר. לכן קשה להעריך אם השנה היה מפנה במגמה זו – התייצבות, או עלייה, הקשורה למצבו הטוב של המשק על פני מחזור העסקים.

גם השנה, בדומה לשנה הקודמת, התאפיין שוק המניות המקומי במגמות מנוגדות בין החברות הגדולות ליתר החברות – ביצועים שליליים בחלק מהחברות הגדולות ביותר הנסחרות בשוק,

<sup>18</sup> במהלך 2017 ובתחילת 2018 הנפיקו אג"ח גם שתי חברות זרות מתחום האשראי החוץ-בנקאי. דיון במאפייני הנפקות אג"ח זרות מופיע בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2014.

<sup>19</sup> להרחבה על השימוש בכלים אלו, יתרונות וחסרונות, ראו דוח בנק ישראל 2015, תיבה ד'-2.

<sup>20</sup> לפי משקל החברות הציבוריות בפדיון של סך המגזר העסקי הלא-פיננסי.

<sup>21</sup> להרחבה ראו ניתוח בנושא זה שהתפרסם בסקירה הפיסקלית התקופתית ולקט ניתוחים מחקריים של בנק ישראל, אוגוסט 2016.

בעיקר באלה המשתייכות לענפי הפארמה<sup>22</sup> והתקשורת, וביצועים חיוביים במרבית החברות האחרות. כך בעוד שמדד ת"א 35 נשאר ב-2017 כמעט ללא שינוי, מדד ת"א 90, שאינו כולל את 35 החברות הגדולות בבורסה, עלה בתקופה זו בכמעט 20%. מדדי המניות בישראל פיגרו השנה אחר מדדי מניות בחו"ל: במונחי דולרים מדד ת"א 35 עלה ב-7%, בדומה ל-Eurostoxx600, ובפיגור אחרי מדד S&P500, ופיגר במידה ניכרת אחר מדד השווקים המתעוררים. במהלך פברואר 2017 הוחלה בבורסה הרפורמה במדדי המניות, אשר הגדילה את כמות המניות במדדים המובילים. השינוי במדדים תרם להתאוששות מחזורי המסחר במניות, שאופיינו במגמת ירידה בשנים האחרונות. בפרט השתפרו מחזורי המניות הבינוניות. שינויים אלה תרמו ככל הנראה גם להתאוששות בהנפקות המניות.

#### 4. החשבון הפיננסי במאזן התשלומים

מאזן התשלומים מציג סיכום תקופתי של העסקאות הבין-לאומיות של המשק. מאזן התשלומים מורכב משלושה חלקים: החשבון השוטף (התנועות של סחורות, שירותים, גורמי ייצור והעברות), חשבון ההון (העברות ההון בין תושבי ישראל לתושבי חו"ל) והחשבון הפיננסי. בחשבון השוטף עוסקים פרקי ז' של דוח בנק ישראל בשנים קודמות. הסעיף הנוכחי עוסק בחשבון הפיננסי<sup>23</sup>, כלומר בעסקאות הקשורות לנכסים והתחייבויות פיננסיים של תושבי ישראל מול תושבי חו"ל. החשבון מחולק לארבעה תת-סעיפים: ההשקעות הישירות<sup>24</sup>, ההשקעות הפיננסיות<sup>25</sup>, ההשקעות האחרות ונכסי הרזרבה (שמנהל בנק ישראל). התנועות בחשבון הפיננסי מבטאות את מקורות המימון המקומיים שהופנו להשקעות בנכסים זרים מחד גיסא, ואת מקורות המימון מחו"ל שהמשק המקומי נהנה מהם מאידך.

החשבון הפיננסי נטו של המשק הישראלי הוא שלילי (יצוא הון נטו של השקעות) ברציפות מאז שנת 2001, מצב המתבטא בגידול עקבי של עודף הנכסים על פני ההתחייבויות. ההשקעות נטו של תושבי ישראל בחו"ל בשנת 2017 הסתכמו ב-24 מיליארד דולרים (איור ד'-8), ולעומתן ההשקעות נטו של משקיעים זרים במשק המקומי בתקופה זו הסתכמו ב-19 מיליארד דולרים (איור ד'-9). משמע שגם השנה היה יצוא הון נטו של השקעות. היקף ההשקעות מחו"ל עלה ביחס לשנה הקודמת, ואילו בהיקף ההשקעות של ישראלים בחו"ל נשמרה יציבות. בתוך אלה פחת היקף ההשקעות הישירות, ואילו ההשקעות הפיננסיות עלו ביחס לאשתקד. ההשקעות הישירות בהון מניות זרות בשנים האחרונות התרכזו בענף התרופות, ואילו ב-2017 הביא המצב הבעייתי של חברת "טבע" להיקף נמוך של השקעות באפיק זה, והוא צפוי להשפיע, ככל הנראה, גם בשנים הבאות.

ההשקעות נטו של תושבי ישראל בחו"ל בשנת 2017 הסתכמו ב-24 מיליארד דולרים.

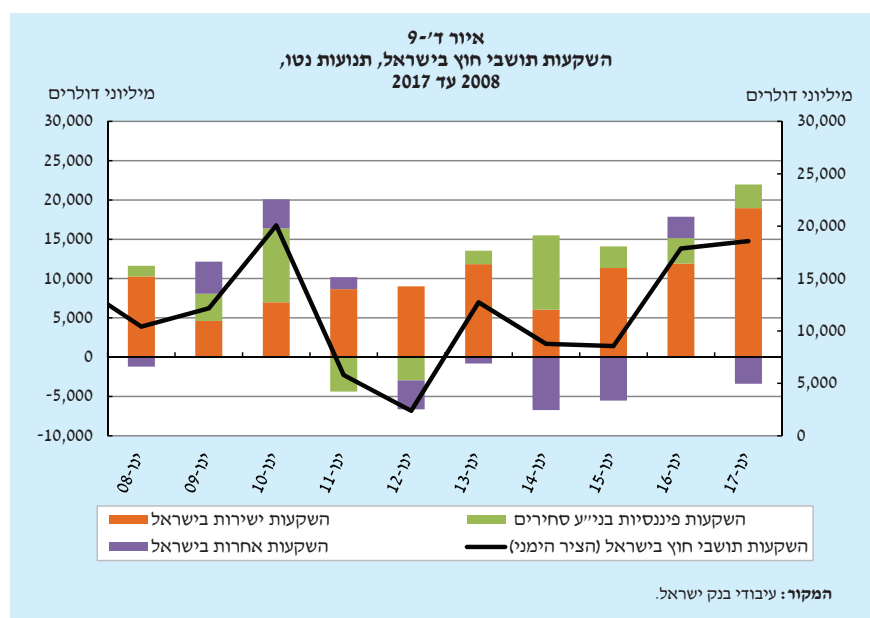
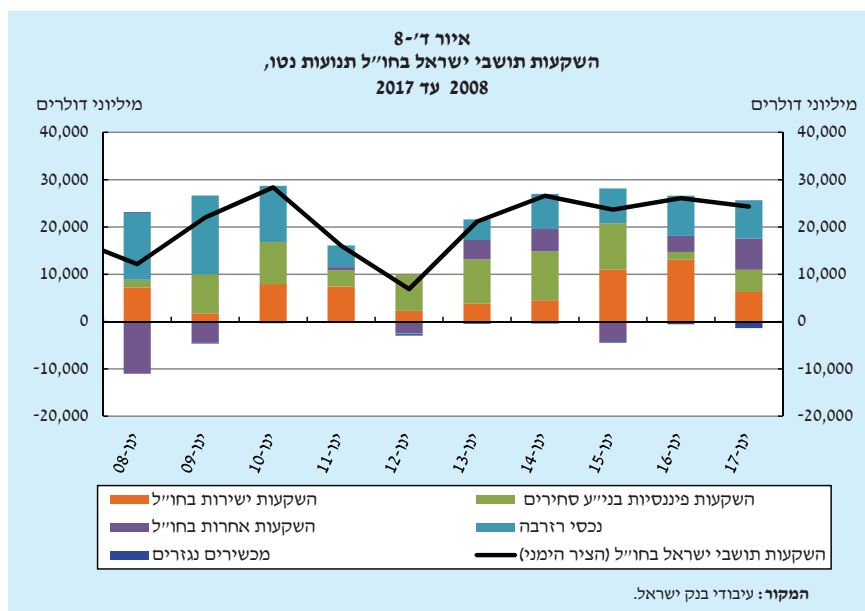
<sup>22</sup> מאז תחילת 2016 היו ירידות חדות בשווי השוק של שלוש חברות הפארמה הגדולות שנסחרות בת"א – "טבע" (ירידה של 75.1% עד אמצע דצמבר 2017), מיילן (31.4%) ופריגו (46.4%). שווי השוק של שלוש חברות אלו היה בסוף 2016 32% משווי של שוק המניות כולו. (משקלה של "טבע" בלבד היה 18%). הירידות החדות בשווי החברות הורידו את משקלן ל-20% משוק המניות בסוף 2017.

<sup>23</sup> להרחבה על החשבון הפיננסי במאזן תשלומים בשנת 2017 ראו מבט סטטיסטי 2017, שפרסמה לאחרונה החטיבה למידע ולסטטיסטיקה של בנק ישראל.

<sup>24</sup> השקעה ישירה בחברה מוגדרת כהחזקה של מעל 10% מהון מניות החברה. היא מורכבת מרכישת מניות, הלוואות בעלים וסוגי הלוואות אחרים והשקעה במקרקעין.

<sup>25</sup> כל ההשקעות בניירות ערך סחירים שאינן מוגדרות כהשקעות ישירות.

## פרק ד': הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים של המגזר הפרטי



בשנתיים האחרונות פחת היקף ההשקעות הפיננסיות של תושבי ישראל בניירות ערך סחירים בחו"ל.

היקף ההשקעות הפיננסיות של תושבי ישראל בניירות ערך סחירים בחו"ל בשנתיים האחרונות נמוך מאשר בארבע השנים שקדמו להן. גם משקי הבית וגם הגופים המוסדיים הקטינו במידה ניכרת את היקף ההשקעה מסוג זה בשנתיים האחרונות, בעוד שהבנקים המשיכו להשקיע בחו"ל. ביטוי לכך רואים בתיק הנכסים של הגופים המוסדיים, שבו נעצרה בשנתיים האחרונות מגמת העלייה של משקל החשיפה לנכסים זרים.

בצד הנכסים של המשק בחו"ל (ללא נכסי רזרבה) עלה בשנים האחרונות משקל ההשקעות הפיננסיות, ואילו בצד ההתחייבויות של המשק לחו"ל עלה מאוד משקל ההשקעות הישירות. ניתן להניח שהשקעות ישירות הן פחות תנודתיות. גידול עודף הנכסים על ההתחייבויות התבסס גם

השנה, בדומה לאשתקד, על עלייה של מחיר המניות בחו"ל וירידה של מחירי המניות המקומיות (בעיקר של חברות מתחום הפארמה, שמשקלן בתיק המשקיעים הזרים גבוה). השפעת זרם ההשקעות נטו על עודף הנכסים הייתה השנה קטנה, אף זאת בדומה להשפעתו בשנה הקודמת.

## 5. המתווכים הפיננסיים

תיווך פיננסי הוא שם כולל למגוון של גופים ואמצעים שמתרגמים את החיסכון של הציבור לאשראי למגזר הפרטי (עסקים ומשקי בית). התפקידים שממלאים המתווכים הפיננסיים בכל העולם מתרכזים בעיקר בפונקציות הבאות: תשתית ואמצעים להעברת תשלומים; ריכוז (pooling) של מקורות למימון פרויקטים גדולים; ניהול וגידור של סיכונים; תיווך בבעיות של א-סימטריה במידע ובבעיות סוכן. בעוד שמבנה התיווך הפיננסי שונה ממדינה למדינה, וכן משתנה על פני זמן וכתוצאה מרגולציה ורפורמות, התפקידים שממלאים המתווכים הפיננסיים השונים נשארים דומים. אם קצב הפיתוחים הטכנולוגיים גובר, ניתן לצפות שגם מבנה התיווך הפיננסי ישתנה בקצב מהיר יותר. בעיקר, טכנולוגיה חדשה מאפשרת כיום ללווים ומלווים להיפגש באופן ישיר, ללא צורך במתווכים, וגם מסייעת באיסוף אינפורמציה ובהפצתה.

מבנה התיווך הפיננסי בישראל כיום הוא תוצאה של רפורמות משמעותיות בתחילת שנות האלפיים, רפורמות אשר שינו את מאפייני החיסכון המנוהל של הציבור לטווחים בינוניים וארוך, במקביל להקטנת המעורבות של הממשלה בשוק האשראי. הרפורמות הביאו להקטנת חלקם של הבנקים בשוק האשראי העסקי ולהתפתחות שוק אג"ח; כיום יותר ממחצית החוב של המגזר העסקי מוחזקת מחוץ למערכת הבנקאית. היווצרות השוק החוץ-בנקאי הגבירה את התחרות על האשראי לעסקים הגדולים והבינוניים והורידה את מחירו. חלק ניכר מהחיסכון של הציבור מופנה לצבירת נכסים בתיק החיסכון המנוהל בידי הגופים המוסדיים. צמיחתו המהירה של תיק הנכסים המנוהל נמשכת, וצפויה להימשך גם בשנים הבאות.<sup>26</sup>

מתווכים פיננסיים חדשים בשוק החוץ-מוסדי, שפעילותם התרחבה בשנים האחרונות בתמיכת הקלות רגולטוריות ופיתוחים טכנולוגיים, מגבירים את התחרות באשראי ומגדילים את נגישות האשראי. ואולם, משום שהפיקוח עליהם והשקיפות בפעילותם נמוכים והם אינם כפופים לרגולציה יציבותית כמו הבנקים וחברות הביטוח, הם עשויים להגביר תופעות של נטילת עודף אשראי, בעיקר על ידי משקי הבית.

הצעדים החקיקתיים להגברת התחרות והפיקוח בשוק החוץ-בנקאי נמשכו גם השנה. במסגרת זו אישרה הכנסת את "חוק ההלוואות החברתיות", המסדיר ומחיל פיקוח על פלטפורמות P2P למתן אשראי<sup>27</sup>. הגופים הפועלים בענף ייהנו מהגנות ינוקא, ובנקים ותאגידי עזר לא יוכלו לפעול בתחום בשלוש השנים שלאחר כניסת החוק לתוקף. ואולם בנק שיקבל רישיון לפי חוק הבנקאות (רישוי) לאחר מועד תחילתו של החוק האמור וכן חברות כרטיסי האשראי שיופרדו מהבנקים יוכלו להשתתף בפעילות. לא הוטלו הגבלות דומות על הגופים המוסדיים, וישנם גופים מוסדיים שכבר קנו באופן חלקי או מלא פעילות של חברות P2P. החוק פותח אף את האפשרות להגדיל את הגישה של עסקים קטנים לאשראי שאינו בנקאי דרך פלטפורמות אלו בתנאים אשר נקבעו בו. על פי החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל (תיקוני חקיקה), התשע"ז-2017 (להלן "חוק שטרומ"), שנכנס לתוקף בתחילת 2017, הוקמה "הוועדה לבחינת

המתווכים הפיננסיים  
החדשים בשוק החוץ-  
מוסדי, שפעילותם  
התרחבה בשנים  
האחרונות בתמיכת  
הקלות רגולטוריות  
ופיתוחים טכנולוגיים,  
מגבירים את התחרות  
באשראי ומגדילים את  
נגישותו.

<sup>26</sup> בהשוואה למדינות OECD תיק החיסכון הפנסיוני של הציבור גדול מעט מהממוצע. לכך יש להוסיף את החיסכון בקופות הגמל ובחברות הביטוח, שמנהלות נכסים בהיקף דומה לזה של קרנות הפנסיה.

<sup>27</sup> הרחבה על פלטפורמות P2P ראו בתיבה ד-2 בדוח זה.

התחרות בשוק האשראי<sup>28</sup>, שתפקידה העיקריים הם מעקב אחר יישום הוראות החוק, עריכת בדיקות תקופתיות של מצב התחרותיות בשוק האשראי ואיתור חסמים בהתפתחות התחרות בשוק זה. באוקטובר 2017 פרסמה הוועדה רשימת תבחינים מדידים לבחינת ההצלחה בהגברת התחרות בשוק הבנקאות, בהתאם לחוק. על בסיס התבחינים שנקבעו תפרסם הוועדה דוחות חצי-שנתיים.

בנק ישראל נוקט בשנים האחרונות מדיניות מוניטרית מרחיבה, דהיינו שומר על ריבית נמוכה. הריבית נותרה ללא שינוי ברמה נמוכה היסטורית בשלוש השנים האחרונות - 0.1%. רמה נמוכה זו נועדה להחזיר את האינפלציה הנמוכה (ואף השלילית) לתחום היעד. אחת הדרכים שבהן אמורה ריבית בנק ישראל להשפיע על הפעילות במשק ועל האינפלציה היא באמצעות השפעתה על מערך הריביות קצרות הטווח, במשק, הקובעות בין השאר את ריבית הבסיס על האשראי קצר הטווח. הערכות לגבי התפתחותה של ריבית בנק ישראל בעתיד משפיעות גם על הריביות בטווחים ארוכים יותר. התמסורת תלויה, בין היתר, במבנה הענף הפיננסי: ככל שיש יותר תחרות בין המתווכים הפיננסיים התמסורת יעילה יותר, משום שירידת הריבית תיתרגם לירידת הריביות בשוק. המדיניות המוניטרית המרחיבה פועלת להגדלת ההשקעה והצריכה הפרטית הן ישירות והן דרך הרחבת הגישה של המגזר הפרטי לאשראי והוזלתו, וכן מעודדת את הגדלתה של הצריכה על ידי הקטנת התמריץ להפקדה בפקדונות. מדיניות זו אכן אפשרה את צמיחת האשראי בשנים האחרונות, שבהן צמיחתו הייתה מהירה מאוד במגזר משקי הבית (מהירה מצמיחת התוצר), ואיטית יותר במגזר העסקי (ואיטית מצמיחת התוצר). ואולם לריבית נמוכה לאורך זמן יש גם השפעה שלילית, מפני שמגזרים מסוימים עלולים ללוות יתר על המידה, ובכך לסכן את יציבותה של המערכת הפיננסית<sup>28</sup>. לכן הפיקוח על הבנקים נקט לאורך השנים האחרונות שורה של צעדים שנועדו לצמצם את הסיכון באשראי למשקי הבית, בעיקר באשראי לדיור, על רקע צמיחתו המהירה. ריבית נמוכה גם מעודדת השקעה בפרויקטים בעלי רווחיות נמוכה.

#### א. המערכת הבנקאית (נתונים מעודכנים לרבעון השלישי של 2017)

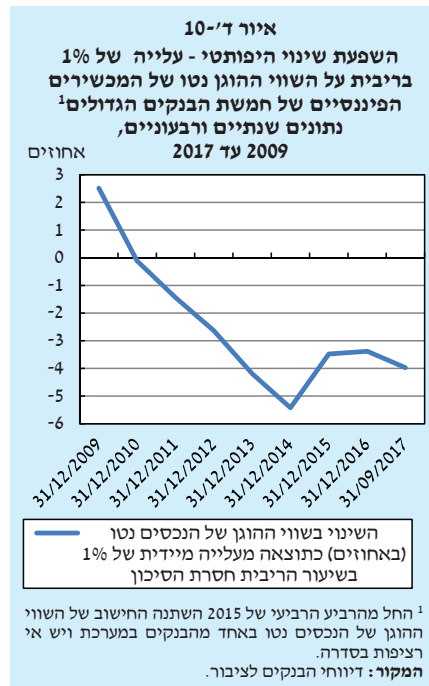
בשנים האחרונות  
התקצר המח"ם של  
ההתחייבויות במאזני  
הבנקים.

הבנקים משתמשים במקורות הזמינים להם – בעיקר פיקדונות הציבור וגיוסי אג"ח – להעמדת אשראי למגזר העסקי ולמשקי הבית. רובם המוחלט של מקורותיהם נובעים מפיקדונות הציבור (שהם 85% מסך ההתחייבויותיהם), וכ-7% – מאג"ח וכתבי ההתחייבויות. היקף פיקדונות הציבור בבנקים ממשיך לגדול בקצב יציב למדי – 6% בשנה האחרונה ו-7% בשנה בממוצע בשלוש השנים האחרונות. כנגד זאת הולך ופוחת משקל האג"ח וכתבי ההתחייבויות בסך ההתחייבויות של הבנקים. מגמה זו נמשכה השנה: אומדן הגיוס נטו של אג"ח (הנפקות בניכוי פירעונות) במהלך 2017 מצביע על גיוס שלילי של 8 מיליארד ש"ח במערכת הבנקאית. הקטנת משקל האג"ח בסך ההתחייבויות של הבנקים נובעת בין היתר מהצמיחה המהירה בהיקף הפיקדונות, שמספיקים לצורכי המימון בבנקים, וכנגד זאת – מהפגיעה ביכולתם של הבנקים להשתמש באג"ח לצורכי הון כתוצאה משינויים בהנחיות הרגולטוריות. השינויים בהרכב הנכסים וההתחייבויות של הבנקים הביאו בשנים האחרונות לקיצור המח"ם בצד ההתחייבויות ולגידול פער המח"ם מול הנכסים (שהמח"ם שלהם ארוך יותר<sup>29</sup>). בצד ההתחייבויות, הגידול של פיקדונות הציבור התאפיין בשנים האחרונות בעליית שיעורם של הפיקדונות לטווח קצר על חשבון הפיקדונות לטווח ארוך יותר. הירידה היחסית של משקל האג"ח, שמתאפיינת בטווח ארוך מזה של הפיקדונות, תורמת עוד

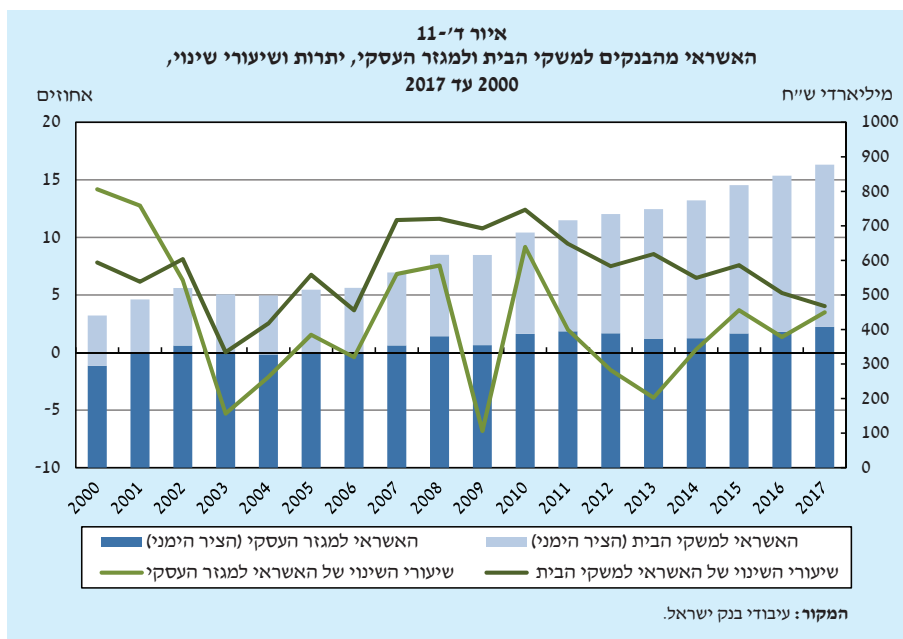
<sup>28</sup> ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2017.

<sup>29</sup> ההשוואה של המח"ם מבוססת על המח"ם האפקטיבי של סך כל הנכסים הפיננסיים וסך כל ההתחייבויות הפיננסיות, הנמדדים על פי השווי ההוגן.

למגמת ירידת המח"ם בצד ההתחייבויות. בצד הנכסים של הבנקים עלה משקל המשכנתאות בתיק האשראי בשנים האחרונות. במקביל עלה משקל המזומנים והפיקדונות בסך הנכסים בהתמדה בארבע השנים האחרונות, והוא גבוה בראייה היסטורית (17.2%). לשתי מגמות אלה השפעה מנוגדת על המח"ם בצד הנכסים, ולכן זה נותר יציב. פער מח"ם חושף את הבנקים להפסדים כתוצאה מהסיכון של תמחור מחדש. סיכון זה גדל כאשר הריבית במשק עולה. תוצאת גידולו של פער המח"ם היא שהשפעת עלייה חזויה בריבית על הנכסים נטו (הנכסים בניכוי ההתחייבויות) הפכה בשנים האחרונות מחיובית לשלילית וערכה ירד (עלה בערך מוחלט; ראו איור ד'-10). כדי לגדר את סיכון הריבית הבנקים משתמשים בנגזרים. ככל שהכיסוי בנגזרים אינו מלא<sup>30</sup>, וממילא אינו מגן מפני עלייה בעלות גיוס המקורות כתוצאה מעלייה בפרמיית הסיכון של הבנק, פגיעה עתידית בשווי הנכסים נטו עשויה לפגוע בהיצע האשראי הבנקאי.



ההאטה בצמיחת תיק האשראי למשקי הבית, לעומת ההאצה בצמיחת תיק האשראי למגזר העסקי הביאו את קצב הצמיחה של האשראי הבנקאי למגזר הפרטי בשנת 2017 ל-3.8%, מעט גבוה מאשר אשתקד (איור ד'-11). על רקע קצב צמיחה גבוה באשראי למשקי בית וקצב צמיחה



<sup>30</sup> השוואה של המח"ם האפקטיבי בצד הנכסים וההתחייבויות בחמשת הבנקים הגדולים מלמדת שפער המח"ם מתקיים גם כאשר מביאים בחשבון נגזרים ואופציות.

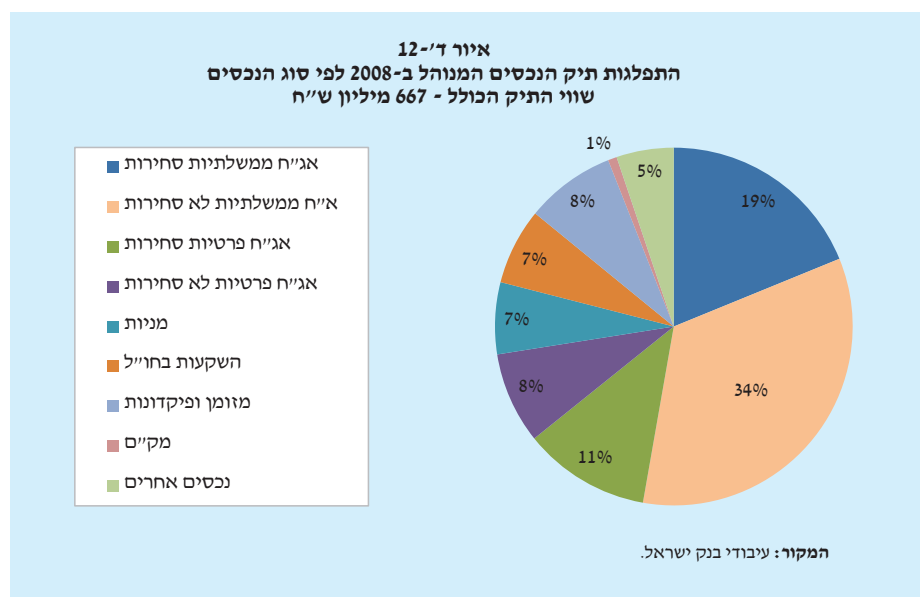
ממותן באשראי למגזר העסקי בשנים קודמות, משקל האשראי למשקי בית בתיק האשראי הכולל הלך וגדל, ומהווה כיום מעל מחצית מהאשראי למגזר הפרטי. במובן זה הבנקים הישראליים דומים כיום לבנקים במדינות המפותחות, אשר חוו צמיחה מהירה באשראי למשקי בית ועלייה של משקלו בתיק האשראי כבר בעשורים קודמים.

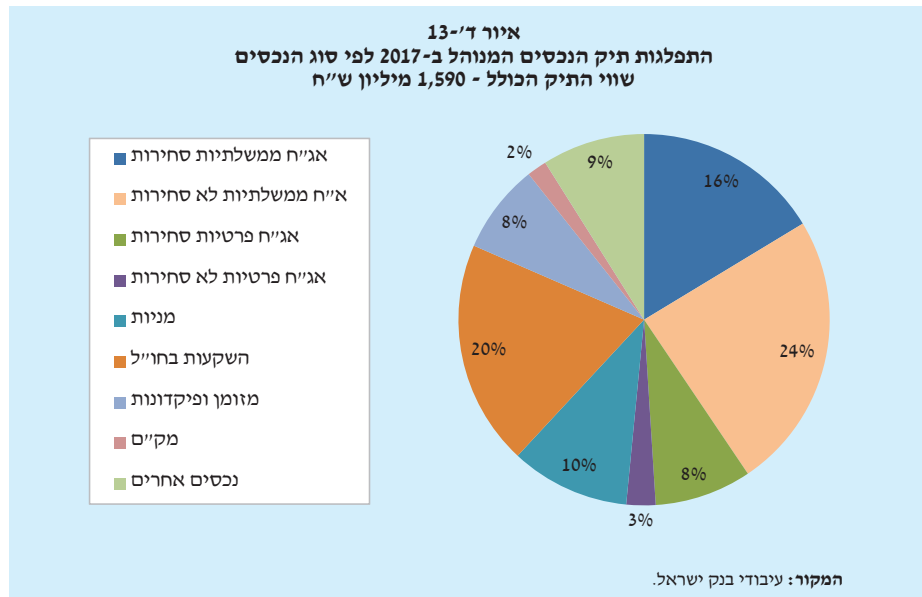
עליית הריבית על משכנתאות במהלך 2015-2016, התבטאה בגידול הפער בין ריבית המשכנתאות לתשואה על אג"ח ממשלתיות. פער זה נותר בעינו גם אחרי ירידת הריבית על משכנתאות במהלך 2017 והתבטא בעלייה ניכרת במרווח הפיננסי של הבנקים (ההכנסות מריבית ביחס לסך הנכסים וההתחייבויות) במגזר המשכנתאות בשנה זו. גם במגזר העסקי עלה המרווח הפיננסי, וזאת כתוצאה משינוי מתמשך בהרכב האשראי למגזר זה – עליית חלקם של העסקים הקטנים והזעירים, המשלמים על ההלוואות ריבית גבוהה יותר מאשר העסקים הגדולים. בצד הפיקדונות לא חל שינוי, והריבית המשוקללת על פיקדונות עד שלושה חודשים במגזרים השונים נותרה יציבה ברמה נמוכה מאוד.

## ב. המשקיעים המוסדיים

קצב הגידול של תיק  
הנכסים המנוהל  
גבוה ויציב בשנים  
האחרונות.

המשקיעים המוסדיים מנהלים עבור הציבור את תיק החיסכון לטווחים בינוני וארוך. רובו של החיסכון מצטבר בתיק המנוהל מתוקף חוק פנסיית חובה, וישנו גם רובד חיסכון שאינו חובה, אך מדיניות המס של הממשלה מעודדת את הציבור להשתמש בו (קרנות השתלמות, קופות גמל להשקעה, החלק שמוסיפים ההורים במסגרת "חיסכון לכל ילד"). היקף תיק החיסכון המנוהל בישראל עמד בסוף 2017 על 1.6 טריליון ש"ח, לאחר שצמח ב-10% במהלך השנה. קצב הגידול של תיק הנכסים המנוהל גבוה ויציב בשנים האחרונות – שילוב השפעות של עלייה בשיעורי ההפרשה על פי חוק בשנים קודמות, מצבו האיתן של המשק בכלל ושל שוק העבודה בפרט, שתורמים לגידול הצבירות בתיק, ועלויות מחירים בשווקים הפיננסיים, שהגדילו את שווי הנכסים. לצמיחה הגבוהה של התיק המנוהל השנה תרמו הוספת אפיק חיסכון לכל ילד, אפיק "גמל להשקעה" והחלת פנסיית חובה לעצמאיים במהלך 2017. אלו באו לידי ביטוי בהפקדות גבוהות במידה יוצאת דופן בקופות הגמל, אשר לראשונה מזה שנים רבות עלו על הפדיונות.





רצוי כי על רקע הגידול המהיר של תיק הנכסים המנוהל יגדל הגיוון בהשקעות, לטובת פיזור הסיכון, וכן גם מנקודת המבט של צורכי המימון במשק. קידום חוק האיגוח היה מאפשר לבנקים לשחרר מקורות על ידי מכירת תיקי הלוואות, ולגוון את ההשקעה של הגופים המוסדיים, שכיום חשופים רק במידה מועטה למגזר משקי הבית והעסקים הקטנים. חשיפה למשכנתאות גם תאריך את טווח ההשקעה בתיק של המוסדיים, ולכן היא מתאימה לתיק המאופיין בטווח התחייבויות ארוך. בפועל נעשות עסקאות למכירת תיקי הלוואות בין הבנקים לבין הגופים המוסדיים כעסקאות לא סחירות ופחות שקופות, ולפיכך המפקחים הפיננסיים הטילו מגבלות על עסקאות אלה. היקף עסקות הסינדיקציה בישראל עדיין נמוך בהשוואה בין-לאומית.

בעשור האחרון עלה משמעותית משקל ההשקעה בנכסים זרים<sup>31</sup> ביחס לסך תיק החיסכון המנוהל, משיעור של כ-11% בסוף 2007 ל-25% בסוף 2015, מה שתורם לפיזור הסיכונים בתיק. בשנתיים האחרונות נעצרה העלייה בשיעור החשיפה לנכסים זרים בתיק. בתוכניות הביטוח המשתתפות ברווחים החשיפה לנכסים זרים היא הגבוהה ביותר, 35% מסך הנכסים, ואילו בקרנות הפנסיה הוותיקות החשיפה היא הנמוכה ביותר, 14% מהנכסים. יתר סוגי המנהלים נמצאים באמצע. בהשוואה למדינות רבות בחו"ל, שיעור החשיפה של תיק החיסכון המנוהל בישראל לנכסים זרים אינו גבוה, ממצא המתקיים גם כאשר מחריגים מההשוואה מדינות המשתמשות במטבע האירו ואת ארה"ב. (להרחבה ראו תיבה ד'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2016). זאת אף על פי שהיקף הנכסים בקרנות הפנסיה בישראל ביחס לתמ"ג גבוה יחסית למדינות המפותחות. חשיפה לנכסים זרים אמנם תורמת לפיזור הסיכונים של התיק, אך חושפת את המשקיעים המוסדיים לא רק להתפתחויות המקרו-כלכליות בשווקים בחו"ל אלא גם לתנודות שער החליפין, ולכן הם רוכשים נגזרים על שערי חליפין. הגידור של החשיפה למט"ח אינו מלא: בעוד ששיעור

העלות הגדלה של הגידור לשער החליפין הייתה ככל הנראה אחת הסיבות לעצירת מגמת העלייה בחשיפה לנכסים במט"ח ובחשיפה לנכסים זרים בתיק המנוהל בשנתיים האחרונות.

<sup>31</sup> נכסים זרים: מניות זרות בחו"ל לרבות קרנות נאמנות ותעודות סל על מניות שנסחרות בחו"ל; אג"ח זרות בחו"ל; קרנות השקעה בחו"ל; השקעה ישירה בחו"ל; פיקדונות ועו"ש בחו"ל; הלוואות שניתנו לתושבי חוץ; השווי נטו של חוזים עתידיים ואופציות ש"ח/מט"ח. האמור מתייחס לנכסים של קופות הגמל וההשתלמות, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח המשתתפות ברווחים.

הנכסים במט"ח<sup>32</sup> בסך הנכסים של הגופים המוסדיים עומד על 24%, הגידור מצמצם את החשיפה למט"ח ל-16%. עלות הגידור נגזרת מפער הריביות בשוקי המטבע השונים, ומאז 2014 שורר פער שלילי בין הריבית הנומינלית השקלית לחמש שנים לבין הריבית הנומינלית הדולרית לטווח זה (כפי שמתקבל מעקומי התשואה על אג"ח ממשלתיות). בשנת 2017 גדל פער זה במידה ניכרת, והתפשט גם לקצה הארוך יותר של עקום התשואות. משמע שעלות הגידור של חשיפה לדולר ביחס לשקל הלכה ועלתה בתקופה האחרונה, ועל רקע זה, החשיפה למט"ח בתיק הנכסים בשנתיים האחרונות הוסיפה לעלות, אף על פי שכאמור, משקל הנכסים הזרים כמעט לא השתנה. סביר שהעלות הגדלה של הגידור הייתה אחת הסיבות לעצירת מגמת העלייה בחשיפה לנכסים במט"ח ובחשיפה לנכסים זרים.

סביר כי בעתיד ייאלצו הגופים המוסדיים להגדיל עוד את משקל ההחזקות בנכסים זרים משום שהשוק המקומי פשוט יהיה קטן מדי עבורם. שוויו של שוק המניות וההמירים בישראל נאמד ב-477 מיליארד ש"ח, ושווי שוק אג"ח החברות – ב-375 מיליארד ש"ח נוספים<sup>33</sup>. השוק אינו אחיד מבחינת הגודל: מספר מצומצם של חברות גדולות מרכזות את עיקר המסחר, מה שמצמצם את האפשרויות של הגופים המוסדיים להשקיע בשוק המקומי.

את שוק המניות הישראלי פקדה בשנים האחרונות ירידה חדה של שווי חברות מענף הפארמה: מאז תחילת 2016 נרשמו ירידות חדות בשווי השוק של שלוש חברות הפארמה הגדולות הנסחרות בת"א – "טבע", "מיילך" ו"פריגו". בהתחשב בשיעור החשיפה, הנמוך מלכתחילה, של המוסדיים למניות אלה, שיעור ההפסד מירידת השווי של מניות הפארמה בין דצמבר 2015 לספטמבר 2017 מוערך ב-1.3% מסך הנכסים של הגופים המוסדיים.

## תיבה ד'-1: השקעת המוסדיים בישראל בקרנות הון פרטי והון סיכון

קרן השקעה היא גוף המאגד הון השייך למספר מצומצם של משקיעים ומשמש לרכישה קולקטיבית של נכסים על פי אסטרטגיית ההשקעה שקובעת הקרן. בקטגוריה מסווגות קרנות הון פרטי, קרנות הון-סיכון, קרנות גידור, השקעה ישירה בתשתיות וקרנות נדל"ן. מתוך סך ההשקעה בקרנות השקעה כ-70% מושקעים בקרנות הון פרטי והון-סיכון. כאן נתמקד בהקצאת המוסדיים בקרנות הון פרטי, קטגוריה שבעולם כוללים בה, לרוב, את קרנות הון-הסיכון. מדובר באפיקי השקעה חדשים וייחודיים בהרכב הנכסים של המוסדיים בישראל, שההון המושקע בהם יכול לשמש למימון טכנולוגיות חדשות, להרחבת פעילותן של חברות או לשיקומן – אך ההון שהמוסדיים מקצים להם עדיין מועט יחסית, גם בהשוואה למשקיעים המוסדיים הגדולים בעולם.

מנהלי קרנות ההון הפרטי נוקטים מספר אסטרטגיות השקעה נפוצות: 1. רכישת חברות ממונפות (Leverage buyout) – נטילת הלוואה לצורך רכישת חברה המאופיינת בביצועים נמוכים, תוך הפעלת תוכנית הבראה שמטרתה להפוך אותה לרווחית; מונח זה מגדיר גם תהליך של רכישת חברה ציבורית כושלת, מחיקתה מהמסחר וביצוע תוכנית להבראתה. 2. מימון לצמיחת חברות (Growth capital) השקעות בחברות מבוססות יחסית, המחפשות הון כדי להרחיב את פעילותן. 3. מימון ביניים (Mezzanine Capital) – אסטרטגיית השקעה המשלבת חוב והון. חברה ממונפת, בדרך כלל צעירה, המחפשת הלוואה גדולה יותר מזו שתוצע לה במימון בנקאי יכולה לפנות לקרנות ההון הפרטי לקבלת המימון. אם החברה תגיע לחדלות פירעון תוכל הקרן להשתלט על שארית החברה, לשמור את הבעלות עליה או למכור אותה; 4. הון סיכון (Venture

<sup>32</sup> נכסים במט"ח: מניות, אג"ח, קרנות השקעה בחו"ל, תעודות סל ונכסים זרים שנסחרים בארץ, פיקדונות ועו"ש בחו"ל, אשראי לתושבי חוץ, השקעה ישירה, פיקדונות ועו"ש בארץ (נקוב), חוזים עתידיים ואופציות, נכסים בש"ח שהונפקו ע"י זרים בחו"ל (-), פיקדונות בארץ (צמודים למט"ח), אג"ח צמודות מט"ח בארץ.

<sup>33</sup> נכון לסוף נובמבר 2017. נתונים מהבורסה לניירות ערך.

(Capital) – השקעות בחברות הזנק (סטארט-אפ), שבדרך כלל מפתחות טכנולוגיות חדשות. קרנות הון פרטי נוקטות, בדרך כלל, את שלוש האסטרטגיות הראשונות, וקרנות הון-סיכון – את האסטרטגיה הרביעית. הגופים המשקיעים בקרנות הון הפרטי מכונים שותפים מוגבלים – (Limited Partners) LPs. משקיעים אלו אינם מעורבים בניהול ההשקעות וחשופים לסיכון גבוה, תוך ציפייה לתשואה גבוהה, פרי מיומנות הניהול של מנהלי הקרנות. השותפים המוגבלים יכולים להיות גופים מוסדיים כגון חברות ביטוח ופנסיה, בנקים, חברות השקעות בבעלות פרטית או ממשלתית ואנשים פרטיים. כל ההון המנוהל בקרן הוא ההון שהושקע על ידי שותפים מוגבלים אלה. קרנות הון הפרטי מנוהלות בפועל על ידי חברת שותפות כללית, ה-(General Partners) GPs, המרוויחה דמי ניהול וכן דמי הצלחה בדמות רווחים מההון.

אחד הסיכונים בהחזקת נכס כזה הוא פועל יוצא של אי הנזילות, המקשה על קביעת שווי ההחזקה בכל נקודת זמן ועל הערכת הסיכון הכרוך בה. מעבר לכך, השקעות אלה הן השקעות ארוכות טווח עם שוק שניוני מצומצם. מרגע שהשותף המוגבל השקיע את כספו בקרן לא עומדת לרשותו אפשרות חוקית למשוך את ההשקעה לפני תום פרק הזמן שנקבע לקרן (בדרך כלל 10 שנים מיום כינון השותפות). משקיע כזה יוכל רק לחפש משקיע אחר שיסכים לקנות את חלקו בקרן.

### סקירת ספרות

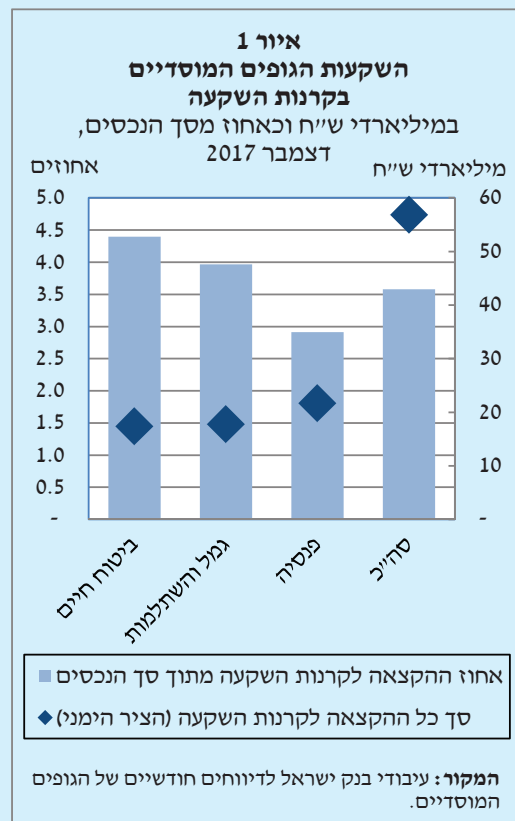
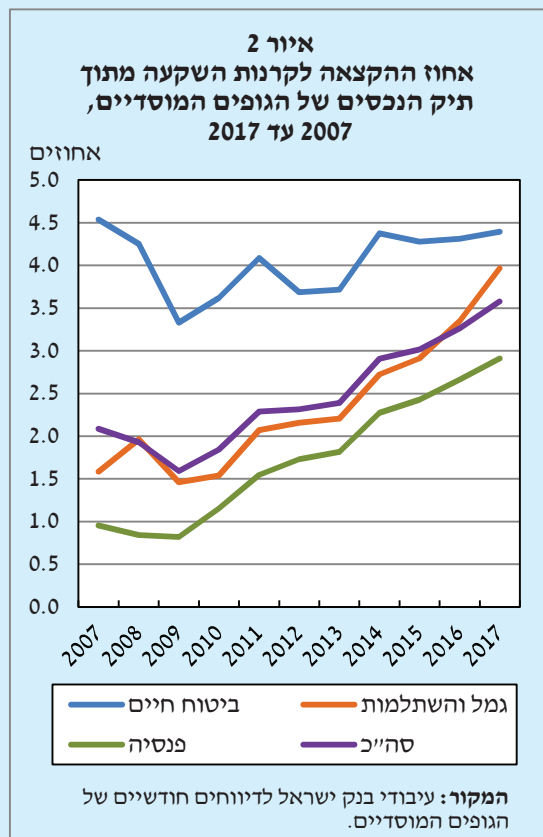
הספרות המצויה בכתבי עת אקדמיים שחוקרת את המאפיינים של ביצועי קרנות ההשקעה בהשוואה לביצועי השוק מדווחת על קשיים מרובים הגלומים במאגרי הנתונים. קרנות הון פרטי אינן סחירות, ומנהליהן אינם מדווחים לציבור אלא אך ורק למשקיעים בהן (השותפים המוגבלים), ואלה, בהיותם מחויבים לשמירת סודיות, אינם יכולים להעביר דוחות לגופים אחרים. על כן הספרות האמפירית מוגבלת מבחינת זמינות הנתונים ואיכותם ומתקשה מאוד להעריך את ביצועי הקרנות בהשוואה לביצועי השוק. Harris et al., במאמר שפורסם בשנת 2014, הודו כי מחקר הקודם דיווח על ממצאים שגויים בשל בעיות בנתונים. מאמרם החדש הסתמך על מאגר נתונים ייחודי, הנשען על דיווחי המשקיעים המוסדיים בארה"ב. על בסיס מעקב אחר 1,400 קרנות השקעה המוחזקות בידי כ-200 גופים מוסדיים הם מצאו כי אמנם בשנות ה-80 וה-90 היו לקרנות ההשקעה ביצועים עדיפים באופן בולט על ביצועי השוק, אך בשנות האלפיים, ובמיוחד לאחר 2005, ביצועי קרנות אלו נחלשו והפכו דומים לביצועי השוק. עם זאת הם ציינו שחלק מהקרנות לא נפדו במלואן, ולפיכך ייתכן כי בעתיד ההשקעה בהן תניב תשואות טובות יותר. הם מצאו עוד כי קרנות שהניבו שאפיינו בביצועים עדיפים בעבר לא בהכרח יגלו ביצועים טובים גם בעתיד; משמע שמבחינת עקביות הביצועים אין לקרנות ההשקעה עדיפות על אפיקי השקעה אחרים. יחד עם זאת, גם נתונים אלו עלולים ללקות בהטיה, שכן הבחירה של המשקיעים המוסדיים באיזון קרן להשקיע מסתמכת בין היתר על ביצועי העבר. גם Braun et al., במאמר שפורסם בשנת 2017, טוענים כי ההתמדה של ביצועי מנהלי ההשקעות בהון פרטי ירדה עם התבגרות שוק זה והתגברות התחרות, אולם ההשקעה בקרנות הון-סיכון עדיין עדיפה על ביצועי השוק באפיקים השונים. הם הסתמכו על דיווחי השקעות של (Fund of Funds) FOF – קרנות המשקיעות בקרנות ולא ישירות בחברות, שגם הם עלולים ללקות בהטיות בגין הסלקציה שבבחירת הקרנות להשקעה. סיבה נוספת וחשובה המקשה על אמידת התשואות של קרנות ההשקעה, ובמיוחד על מדידת ההתמדה בביצועיהן, נעוצה במבנה עקום הרווחיות של השקעות אלו, המתואר בספרות בצורת האות J: השנים הראשונות מתאפיינות בתשואות נמוכות ואף שליליות, ולאחר מכן התשואות חיוביות וטובות מתשואות השוק. צורה זו של עקום הרווחיות משקפת את הערך המוסף שמקנים מנהלי קרנות ההשקעה, הבא לידי ביטוי בטווח הארוך, כשהיתרונות הניהוליים יושמו בחברות המוחזקות. כותבי המאמרים שצוטטו מוצאים גם שהשקעה בהון-סיכון מסוכנת יותר מן ההשקעה בהון פרטי, וזאת, ככל הנראה, בלי שתקנה תשואה עודפת.

### השקעות המוסדיים בישראל בקרנות השקעה

המוסדיים, בדוחותיהם, כוללים את קרנות ההון הפרטי, הון הסיכון, קרנות הגידור וקרנות הנדל"ן בקטגוריה "קרנות השקעה". המשותף לכל הקרנות הללו הוא שההון המנוהל בידיהן מגיע ממספר משקיעים קטן יחסית. נתוני ההשקעה מדווחים לפי שוויים הנקי של הנכסים (Net asset value), אולם כיוון שנכסים אלה אינם סחירים, מדובר בחישוב שהמוסדיים עורכים על פי הדוחות שמספקות להם הקרנות.

שווי ההחזקות של הגופים המוסדיים בקרנות השקעה, נכון לדצמבר 2017, הגיע ל-56.9 מיליארדי שקלים – כ-3.6% מסך תיק הנכסים של המוסדיים בישראל (איור 1). חברות הביטוח מאופיינות בשיעור הקצאה גבוה יותר, המגיע עד כ-4.4%, בעוד שקרנות הפנסיה מקצות רק 2.9%. ממצאים אלו תומכים במסקנות המחקר של חמדני ושות' (2016), שטענו כי המוסדיים הגובים עמלות מבוססות-ביצועים והכספים בהם פחות נזילים (חברות הביטוח) נהנים מתשואה עודפת, שכנראה נובעת מהתמריץ לניהול השקעות איכותי ומהיכולת להשקיע לטווח ארוך.

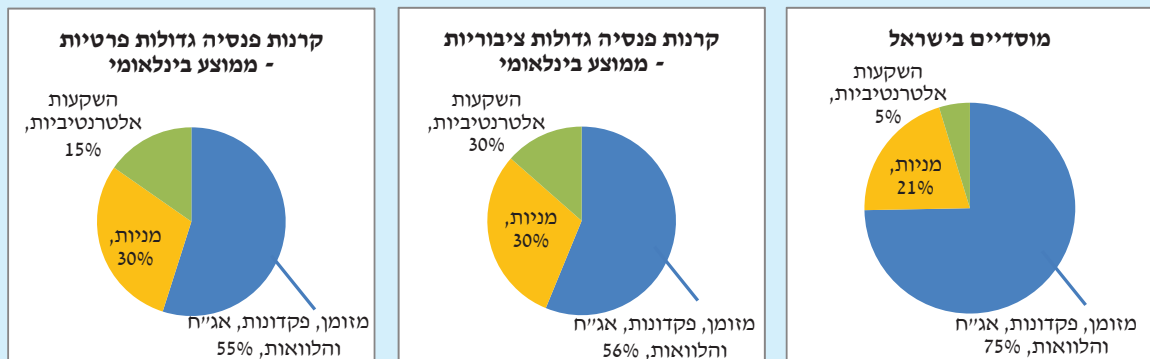
בהסתכלות על פני זמן ניתן לראות באיור 2 כי אחוז ההשקעה בהון פרטי מתוך סך הכספים המנוהלים בקופות הפנסיה והגמל עלה בעשור האחרון, ואילו אחוז ההשקעה מתוך הכספים המנוהלים בחברות הביטוח היה גבוה יחסית כבר ב-2007. הפערים בהיקפי ההשקעה הצטמצמו אפוא בעשור האחרון, אך הם עדיין לא מבטלים. בעקבות המשבר הפיננסי העולמי של השנים 2008–2009 צמצמו חברות הביטוח את ההשקעה בקרנות אלו למספר שנים.



## השוואה בין-לאומית

כדי לעמוד על היקף השקעות המוסדיים בארץ בהשוואה לנהוג בעולם ניתן להיעזר בסקר ההשקעות ארוכות הטווח שעורכות חברות הפנסיה של ארגון OECD. בשנת 2015 הקיף הסקר 99 קופות פנסיה גדולות מ-36 מדינות, בחלוקה לקרנות פרטיות וציבוריות<sup>1</sup>. על פי סקר זה – הנוקט הגדרה רחבה יותר של השקעות אלטרנטיביות, אך הרכיב העיקרי בהן הוא קרנות השקעה – קרנות הפנסיה הפרטיות בעולם הקצו בשנת 2014 (נכון לדצמבר) כ-15.3% מסך נכסיהן להשקעות אלטרנטיביות<sup>2</sup>. לעומתן הגופים המוסדיים בישראל<sup>3</sup> הקצו באותה שנה להשקעות אלטרנטיביות<sup>4</sup> כ-4.7% בלבד בממוצע מסך נכסיהן (איור 3), שיעור הנמוך גם מהקצאת קרנות הפנסיה הציבוריות, שעמד אז על 13.5%. תמונת ההקצאה לנכסים אלטרנטיביים בדצמבר 2017 אינה שונה משמעותית: שיעור ההקצאה של המוסדיים בישראל עדיין נמוך – 5.5%.

איור 3  
הקצאת נכסים בישראל בהשוואה בין-לאומית, דצמבר 2014



המקור: עיבודי בנק ישראל.

## רגולציה

בחירת המוסדיים באסטרטגיית ההשקעה יכולה להיות לא רק תוצר של שיקולי סיכון ותשואה אלא גם פועל יוצא של רגולציה. מגמת הגידול המשמעותית של נכסי הגופים המוסדיים יצרה צורך להשקיע שיעורים הולכים וגדלים מהחיסכון הפיננסי מחוץ לישראל. כיוון שלגופים המוסדיים אין מומחיות מספקת בניהול השקעות בחו"ל, הם נעזרים לצורך זה בגורמים חיצוניים, אשר גובים מהם דמי ניהול תמורת שירותיהם. בעשור שקדם לכך התחילו המוסדיים להרחיב משמעותית את חשיפתם לקרנות הון פרטי לא מקומיות, ודרך ההשקעה הראשונית באלה הייתה באמצעות קרנות של קרנות (FoF). המשמעות לחוסכים הייתה שלושה גופים מהם דמי ניהול – קרן הפנסיה, קרן ההון הפרטי המתווכת וקרן ההון הפרטי השנייה, המשקיעה במישרין בנכסים. ב-2015 נכנסה לתוקף בישראל הוראת שעה המגבילה

<sup>1</sup> קרנות פנסיה פרטיות הן קרנות מחסוגים DB ו-DC; קרנות פנסיה ציבוריות כוללות גם קרנות המנוהלות לשם תשלום פנסיות תקציביות (קרנות של המוסד לביטוח לאומי).

<sup>2</sup> בסקר זה ההגדרה של "השקעות אלטרנטיביות" (Alternative investments) היא השקעה בקרנות גידור, קרנות הון פרטי, נדל"ן, סחורות, השקעה ישירה בתשתיות ו"השקעות אחרות".

<sup>3</sup> הגופים המוסדיים בישראל הם קרנות הפנסיה החדשות והוותיקות, קופות הגמל, קרנות ההשתלמות וחברות הביטוח. אם מסתכלים על קרנות הפנסיה בלבד שיעור ההקצאה להשקעות אלטרנטיביות נמוך אף יותר. שלא כמו קרנות בעולם, קרנות הפנסיה בישראל מקצות 30% מנכסיהן להשקעה באג"ח מיועדות, המקנות תשואה ממשלתית מובטחת.

<sup>4</sup> לגבי הגופים הישראליים ההגדרה של השקעות אלטרנטיביות שונה מעט, אך קרנות ההשקעה הן חלק הארי בסיווגים אלו.

את ההוצאות הישירות המושתות על החוסכים נוסף על דמי הניהול ל-0.25% מנכסי כל קופה. הוצאות ישירות אלו, היוצרות "כפל דמי ניהול", נובעות מדמי הניהול שהגוף המוסדי מעביר וגורם חיכוני המנהל את נכסיו בחו"ל (כגון קרנות נאמנות, קרנות השקעה ותעודות סל, בהתאם לתנאים שנקבעו בתקנות).

עם חקיקת התקנות ב-2014 הצהירה הממונה על שוק ההון בדיון בכנסת ששיעור ההוצאה הממוצע של הגופים המוסדיים על העמלות המוגבלות רחוק מהמגבלה הקבועה בתקנות. אמנם הממוצע היה רחוק מהמגבלה אך קרן אחת גדולה חרגה ממנה ומספר קרנות היו קרובות אליה. מלבד מגבלה זו על היקף השקעתם של המוסדיים בקרנות אלו, ייתכן שהדיווח של הגופים לעמיתי הקופות על היקף העמלות מקטין את המוטיבציה שלהם להשקיע בהן, מתוך חשש לדווח על עמלות גבוהות יחסית.

בעקבות הטלת המגבלה הייתה הסטה מסוימת מקרנות הגובות דמי ניהול לקרנות הגובות דמי הצלחה. כיוון שמגבלת דמי הניהול אינה נהוגה בחו"ל שינוי האסטרטגיה היה רק בארץ. ואכן, דמי הניהול המשולמים לקרנות ישראליות קטנים משמעותית מאשר לקרנות חו"ל. כך, למשל, קרן הפנסיה של "הראל" משקיעה בחו"ל רק פי שלושה מאשר בארץ, ואילו הוצאותיה על דמי ניהול בחו"ל גבוהות פי עשרה מאשר בארץ (המקור: נתוני "פרדיקטה").

המיסוי שחל על משקיעים זרים שונה מזה שחל על משקיעים מקומיים, והוא משפיע גם על המיסוי של מנהל הקרן. משקיעים זרים נהנים מפטור ממס רווח הון ומע"מ על השקעות בקרנות הון-סיכון, ואילו כספי הנוסטרו (ההון העצמי) של הגופים המוסדיים חייבים במס. תשלום המס של מנהל הקרן (GP) על רווחים מדמי הצלחה תלוי בחבות המס על רווחי ההון של המשקיעים בו (LP): הוא ישלם פחות מס ככל שהמשקיעים (LP) משלמים פחות מס רווח הון. הגופים המוסדיים, להבדיל ממשקיעים זרים, משלמים מע"מ מלא, ככל משקיע ישראלי אחר, על דמי הניהול השנתיים. כיוון שאלה יכולים להגיע לכדי 2.5% מגובה ההשקעה, תשלומי המע"מ השנתיים יכולים להגיע לסכומים משמעותיים. מצב המיסוי יכול אפוא להשפיע על נגישותן של קרנות הן סיכון אטרקטיביות למוסדיים הישראליים, כי קרנות הון סיכון יעדיפו על פניהם את המשקיעים הזרים.

בישראל לא נהוגה שיטת רישום ומעקב אחר קרנות ההון הפרטי, וזאת בניגוד לנהוג בארה"ב. במסגרת חוקי דוד-פרנק של 2010, הרגולטור בארה"ב (SEC) החל לחייב מנהלי קרנות הון פרטי המנהלים מעל 100 מיליון דולרים, בדיווח הכולל בין היתר אינפורמציה אדמיניסטרטיבית על הקרן ועל חברת הניהול, כגון: אופי הרישום המשפטי, באילו חברות ייעוץ נעשה שימוש ומהם מקורות הכסף. כתוצאה מהרישום התגלו בבדיקות מדגמיות בקרנות אי-סדרים רבים. בישראל, בהעדר תקנות, קשה לנהל מעקב אחר סוגי הייעוץ שהקרנות מקבלות, אחר ניגודי עניינים שעלולים להיווצר ואחר סוגי העמלות הנגבות.

אמנם במסגרת חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, שנשען על המלצות "צוות בריס", נקבע כי כל נותן אשראי יחויב לרתק הון כנגד הלוואות, להגיש דוחות כספיים וכן לשאת בהוצאת רישיון לפעילות ולמסור דיווחים לרשויות נוספות – אולם רק קרנות הון פרטי הפועלות באסטרטגיה של מימון ביניים (Mezzanine), וכן חלק מקרנות הנדל"ן, הפועלות באסטרטגיה דומה למימון עסקאות, נכללות תחת חוק זה<sup>5</sup>. מכל מקום, קרנות אלו אינן נפוצות בישראל, ולכן החוק החדש אינו יכול להוות פתרון עבור שוק קרנות ההון הפרטי בישראל.

## סיכום

למרות מגמת הגידול של ההקצאה לקרנות ההשקעה בשנים האחרונות המוסדיים בישראל עדיין משקיעים בהן רק מעט מנכסיהם, יחסית להשקעות המוסדיים בעולם. הדבר מתבלט בהשוואה בין-לאומית, המראה שהגופים המוסדיים בישראל מקצים להשקעות אלטרנטיביות כ-5% מנכסיהם, לעומת שיעור הקצאה כפול ויותר בקרנות פנסיה גדולות בעולם. פער ההקצאה של המוסדיים בין ישראל לעולם יכול לנבוע מהרגולציה הייחודית הנהוגה בישראל לגבי כפל דמי ניהול, אך גם מרתיעה של המוסדיים בארץ מהשקעות שאמנם מניבות תשואה בטווח הארוך אך עלולות להפסיד בטווח הקצר. תורמים לרתיעה גם הדיווחים השוטפים לציבור לגבי התשואות והעמלות לצד היכולת של אותם חוסכים לנייד כספים בקרנות

<sup>5</sup> במתכונתו הנוכחית של החוק, קרנות אלו קיבלו פטור בהוראת שעה.

הפנסיה החדשות ובקופות הגמל<sup>6</sup>. ייתכן שישנן סיבות נוספות, הנעוצות בצד ההיצע העומד בפני המוסדיים בישראל, כגון הגישה המוגבלת לאפשרויות השקעה טובות בקרנות, הן בחו"ל והן בישראל, המעדיפות משקיעים עולמיים גדולים. זאת בפרט בגישה לקרנות בתחום ההון הפרטי, שבישראל הוא פחות מפותח מתחום קרנות הון הסיכון. ואולם קרנות הון סיכון מאופיינות בסיכונים השקעה גבוהים יותר, שגם בהם יש כדי להרתיע. הנגישות אל הקרנות בישראל מושפעת, בין השאר, גם משיקולי המיסוי של מנהליהן.

כדי לעודד את הגופים המוסדיים בישראל, המנהלים את קרנות הפנסיה והגמל, להשקיע בחברות טכנולוגיות עוד בשלבי הפיתוח המוקדמים (הון-סיכון) גיבשו משרד האוצר והרשות לניירות ערך השנה תוכנית להקמת קרנות פרטיות חדשות, הכוללת מנגנון הגנה של המדינה מפני חלק מההפסדים, אם יתממשו, באמצעות ערבויות מדינה להשקעותיהם של המוסדיים בקרנות. כדי להתחיל לפעול הקרנות צריכות לגייס מהציבור ומהגופים המוסדיים 400 מיליון ש"ח לקרן. בחודשים האחרונים הקרנות לא מצליחות לגייס את הסכום הראשוני, דבר המחזק את הטענה שהמשקיעים המוסדיים בישראל נמנעים מלהשקיע בתחום זה בגלל החסמים, שפורטו לעיל ואינם מטופלים בהצעה הממשלתית.

<sup>6</sup> בניגוד לרגולציה בישראל הדורשת מהקופות לספק מידע שוטף לחוסכים בהן, ברוב קרנות הפנסיה בעולם אין לחוסכים מידע נגיש על תשואה קצרה מזו השנתית, וישנן מדינות וסוגי קרנות שבהן גם התשואה השנתית לא נגישה.

## תיבה ד'-2 : מהו אשראי בלתי אמצעי (Marketplace Lending), ומה בינו לבין אשראי בנקאי?

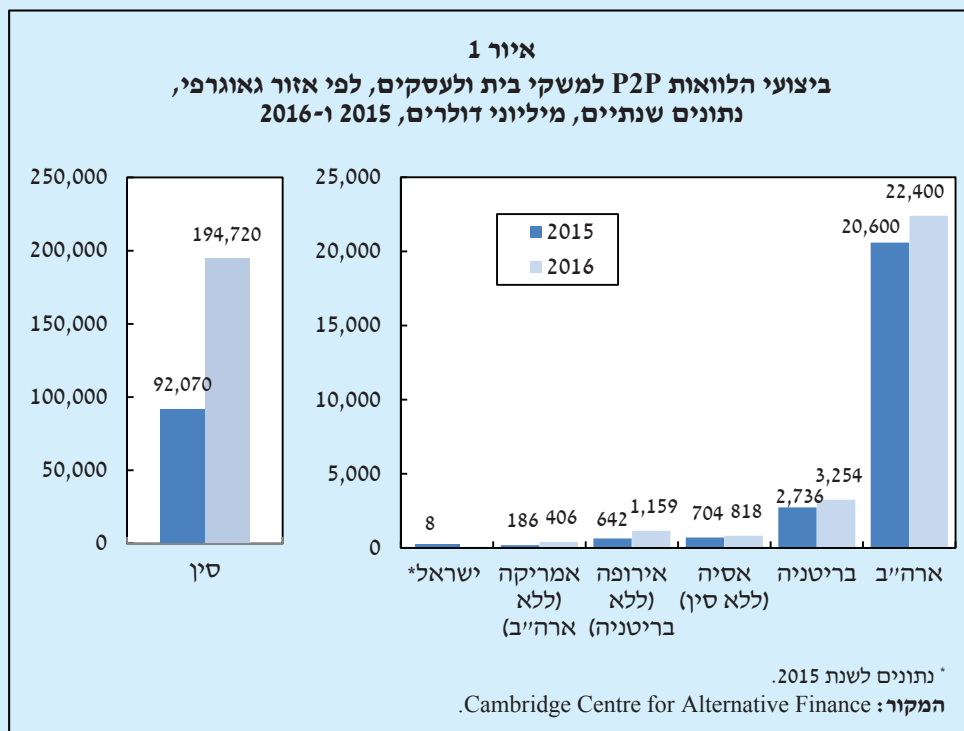
מאז המשבר הפיננסי ב-2008 התפתחו בעולם מתווכי אשראי מסוג חדש, כאלטרנטיבה למערכת הבנקאות המסורתית<sup>1</sup>. מתווכי אשראי אלה פועלים דרך פלטפורמות מקוונות, המפגישות ישירות מלווים ולווים. פעילות זו, השייכת לתעשיית ה-FinTech, היא חלק מחידושים רבים, המתפתחים בתחום הפיננסי בשנים האחרונות. ישראל בולטת לחיוב במספר היזמים והחברות שקמו בשוק המקומי בתחום זה, יחסית לגודל האוכלוסייה. לעומת זאת, השימוש וההטמעה של חידושים פיננסיים בישראל היו עד כה איטיים בהשוואה לעולם. מדובר בתחום המקיף שירותים פיננסיים מסוגים שונים: תשלומים, תשתיות פיננסיות, ביטוח, ייעוץ השקעות, גיוס הון ומתן אשראי. תיבה זו תתמקד רק בפיתוחים בקטגוריה האחרונה – במתן אשראי.

יתרת האשראי דרך פלטפורמות מימון מקוונות בעולם זניחה ביחס לשוק האשראי הכולל, ולעת עתה אינה מהווה איום על המערכת הבנקאית המסורתית, אולם שיעורי הצמיחה של האשראי ממקור זה גבוהים מאוד: בכל אחת מהשנים 2013 עד 2015 עמד קצב הגידול של ההלוואות החדשות על שיעורים תלת-ספרתיים, וזאת בשווקים גדולים וקטנים כאחד. בשנתיים האחרונות הייתה התייצבות מסוימת בשיעורי הצמיחה של האשראי המקוון בעולם המפותח: ב-2016 צמח אשראי זה ב-22% בארה"ב, ב-43% באנגליה וב-41% באירופה (ללא אנגליה)<sup>2</sup>.

המתווכים פועלים לפי מודלים שונים. הנפוץ ביותר שבהם מבחינת היקף הפעילות הוא תיווך במתן אשראי – P2P (Person to Person): פרטים או משקיעים מוסדיים מלווים ישירות למשקי בית או לעסקים קטנים. נתח ההשקעה של הגופים המוסדיים בפלטפורמות אלו הולך וגדל, וישנם גם שיתופי פעולה עם בנקים. פלטפורמות ה-P2P הראשונות הוקמו באנגליה (2005) ובארה"ב (2006). כיום פלטפורמות אלה נפוצות הן במדינות מפותחות והן במדינות מתפתחות. מבחינת היקף הפעילות השוק הגדול ביותר נמצא בסין, ואחריו, בפרט ניכר, ארה"ב ושאר העולם (איור 1).

<sup>1</sup> השם המקובל לתחום פעילות זה אינו אחיד, ורווחים מספר כינויים – marketplace, P2B (Person to Business), P2P (Person to Person) lending ועוד.

<sup>2</sup> נתוני הצמיחה מבוססים על סקירות באתר Cambridge Centre for Alternative Finance.



- מבחינת המודל העסקי יש לפלטפורמות ה-P2P כמה מאפיינים משותפים, שגם מבדילים אותן מהמערכת הבנקאית:
  - מרבית הפלטפורמות אינן נושאות בסיכון האשראי בעצמן, ומשמשות רק כמתווך. הן אינן מרוויחות מפערי הריבית אלא מהעמלות שהן גובות מהלווים ומהמלווים. המלווים הם שנושאים בסיכון האשראי.
  - פעילות התיווך אינה כרוכה בהמרת מח"ם (maturity transformation). משמע שלא כבפיקדון בנקאי, הפלטפורמות אינן מתחייבות לאפשר פידיון מוקדם למלווה, טרם פירעון ההלוואות בהן השקיע. קיימת אפשרות לנסות ולמכור את ההלוואות בשוק משני.
  - הפלטפורמות עושות שימוש רב בטכנולוגיה להערכת סיכון הלווה ולבניית תיק השקעות מפורז עבור המלווה. דבר זה מצמצם מאוד את הצורך בעובדים (ולכן מקטין מאוד את ההוצאות התפעוליות) ומקצר את הליך אישור ההלוואה.
  - "חווית המשתמש" נוחה.

בארץ מתווכי אשראי מקוונים החלו להתפתח רק בשלוש-ארבע השנים האחרונות, וכיום פועלות בתחום מספר מצומצם של חברות. היקף יתרת האשראי דרך פלטפורמות אלה מוערך ב-500 מיליון ש"ח, שהם כ-0.3% מיתרת האשראי שלא לדוור במערכת הבנקאית, בכרטיסי אשראי ובגופים המוסדיים. מספר גופים מוסדיים נכנסו לאחרונה לתחום הפעילות. עד כה כל חברה לתיווך באשראי הייתה מחליטה בעצמה איזה מידע לפרסם, אולם, לגבי כולן יהיה נכון לומר שהמידע הנחשף לעיני המשקיע על סיכון ההשקעה מצומצם יותר מאשר בשוק האג"ח, למשל, שגם שם הוא נושא בסיכון חדלות הפירעון: המשקיע באמצעות חברה לתיווך אשראי אינו יודע את מצבם הפיננסי הנוכחי והקודם של הלווים, וזאת בשונה מהמשקיע בחברות ציבוריות, המפרסמות תשקיף לפני ההנפקה ודוחות תקופתיים לאחר מכן. גם אם הפלטפורמה מספקת דירוג אשראי להלוואות, זהו מודל דירוג פנימי, שהקשר בינו לבין סיכון חדלות הפירעון אינו שקוף. זאת בשונה מחברה שהנפיקה אג"ח וזוכה פעמים רבות לדירוג מחברת דירוג גדולה בעלת מודל דירוג מקובל. החקיקה החדשה שאושרה השנה תחייב את הפלטפורמות בפרסום רחב יותר של נתונים. (ראו בהמשך).

על פי רוב, הרגולציה רואה את האשראי דרך מתווכים מקוונים באור חיובי. במרבית המדינות לא התקבלה חקיקה ספציפית לאשראי מקוון, והמתווכים בערוץ זה כפופים לרגולציה השוררת בתחום התיווך הפיננסי. מדינות שהעבירו חקיקה ספציפית התמקדו בתחומי הרישוי, הגנה על המשקיעים ומקצועיות בניהול הסיכונים. לצד אלה העניקו אותן מדינות הטבות מס לפעילות זו.

לפיקוח על מתווכי אשראי יש חשיבות רבה. כדאי לציין כי כבר היו בעולם כמה פלטפורמות שהתגלו כהונאה<sup>3</sup>. בישראל אושר השנה בכנסת תיקון לחוק שהכפיף את פלטפורמות ה-P2P לפיקוחה של רשות שוק ההון הביטוח והחיסכון<sup>4</sup>. החוק קבע שעל מתווכי אשראי מקוונים לקבל רישיון כדי לעסוק בפעילות זו, וניתן לקבל רישיון "בסיסי" או "מורחב" – רישיון בסיסי למתווך שתיק האשראי הכולל בתיווכו אינו עולה על 25 מיליון ש"ח ורישיון מורחב למתווך שתיק האשראי הכולל בתיווכו עולה על הסכום האמור. במסגרת החוק הוכנסו דרישות לגבי ההון העצמי של המתווך, הוטלו מגבלות על היקף ההתחייבויות של לווה בודד ועל היקף האשראי ממלווה בודד. החוק מחייב את המתווכים לפרסם את שיעור האשראי שלא נפרע בכל רמת דירוג (אם יש כזה). כן מסדיר החוק מתן הלוואות לעסקים ולא רק לאנשים פרטיים. עד כה, חברה שרצתה לקבל אשראי מיותר מ-35 אנשים חויבה בפרסום תשקיף ובדיווח, כדין חברה שרוצה להנפיק אג"ח בבורסה. מדובר בדרישות המטילות עלויות גבוהות יחסית ומתאימות לחברות גדולות. על פי התיקון לחוק יורשו פלטפורמות מקוונות לתווך בהלוואות לעסקים בלי לעמוד בדרישות מתאגיד מדווח לפי חוק ניירות ערך, כל עוד היקף ההלוואות הכולל של התאגיד הלווה דרכן נמוך מ-1 מיליון ש"ח. סביר כי השינוי הזה יגדיל במידה ניכרת את ההלוואות לעסקים זעירים. בעולם, הלוואות דרך פלטפורמות מקוונות לעסקים מתפתחות בדרך כלל יד ביד עם הלוואות למשקי בית. במסגרת הרגולציה אשר תחול על פלטפורמות ה-P2P נדרש להוציא גם צו איסור הלבנת הון, אשר יוכל להקל על פתיחת חשבון בנקאי למתווכי אשראי מקוונים. החקיקה החדשה בישראל אוסרת על בנקים להקים פלטפורמות P2P משלהם בשלוש השנים שלאחר כניסת החוק לתוקף, אך מאפשרת לחברות כרטיסי האשראי שיופרדו מהבנקים במסגרת "חוק שטרום" לעשות כן.

התפתחותן של פלטפורמות האשראי התאפשרה הודות לשילוב של כמה גורמים: (1) חידושים טכנולוגיים והרחבת הנגישות של האינטרנט בכל מקום ובכל זמן; אלה מאפשרים למתווכים המקוונים לפעול במודל "רזה" מאוד של עלויות עם מצבת כוח אדם מצומצמת, להרחיב במהירות וללא השקעה ניכרת את בסיס לקוחותיהם (מלווים ולווים), להציע "חוויית משתמש" נוחה ולפתח מודלים ממוכנים להערכת סיכון שמתעדכנים בתדירות גבוהה ומתבססים על מקורות מידע חדשים. (2) שוק אשראי מסורתי, הנשלט בעיקר על ידי הבנקים, במגזרי משקי הבית והעסקים הקטנים. לבנקים עלויות קבועות גבוהות, הנובעות ממצבת עובדים גדולה ותשתיות שחלקן מיושן. הם גם כפופים לרגולציה יציבותית שמערימה עלויות נוספות. העלויות הנוספות של הבנקים, לצד תחרות לא מלאה, מאפשרות לפלטפורמות האשראי להציע הלוואות במחיר (ריבית) נמוך יותר ו/או לפנות למגזרי אוכלוסייה שאין להם גישה לאשראי בנקאי: בהקשר זה נמצא באנגליה כי הפלטפורמה Zopa מציעה ריביות נמוכות יותר מאשר הבנקים על הלוואות קטנות (Fin Tech Credit, BIS, 2017); בגרמניה נמצא כי אמנם כשמיביאים בחשבון את פרופיל הסיכון של הלווים הריביות של המערכת הבנקאית ושל פלטפורמות האשראי דומות, אך הפלטפורמות מעניקות אשראי ללווים מסוכנים הרבה יותר מאלה של המערכת הבנקאית, לווים אשר למעשה מודרים מהמערכת הזאת (De Roure et al. 2016).<sup>5</sup> (3) גורם משמעותי נוסף התומך במודל העסקי של הפלטפורמות הוא סביבת הריבית הנמוכה. מכשירי חיסכון סטנדרטיים כגון אג"ח ממשלתי ופיקדונות בנקאיים

<sup>3</sup> בסוף 2015 התגלה ש-Ezubau הסינית, אשר הציגה את עצמה כפלטפורמה למתן אשראי, והייתה לא יותר מתרמית פונוי ביצעה הונאה בהיקף של 7.6 מיליארד דולרים. גם ב-TrustBuddy השבדית התגלו אי סדרים רבים, שהביאו לפשיטת רגל של החברה. בשבדיה הדבר הוביל לפגיעה משמעותית בצמיחת הענף כולו.

<sup>4</sup> חקיקה זו היא המשך לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, שהתקבל ב-2016. לפרטים ראו תיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2016.

<sup>5</sup> מאתר האינטרנט של אחת הפלטפורמות בישראל ניתן ללמוד כי הלוואות חדשות מבוקשות דרך הפלטפורמה בסכום ממוצע של 18 אלף ש"ח, לתקופה ממוצעת של 3.3 שנים, קצרה יותר מאשר במערכת הבנקאית, המעניקה הלוואות למשקי בית שלא לדויר ל-4.8 שנים במוצע. היסטוריית ההלוואות שניטלו באמצעות הפלטפורמות המקוונות מלמדת שכמחצית מהלווים ציינו כי ההלוואה שהם מבקשים מיועדת לכיסוי משיכת יתר ולסילוק חוב.

מציעים ריבית אפסית זה שנים רבות. במצב זה משקיעים רבים תרים אחר תשואה, ולשם כך מוכנים ליטול יותר סיכון. בסביבת ריבית נמוכה יש גם יותר הזדמנויות השקעה רווחיות (פרויקטים בעלי NPV חיובי), מה שמגדיל את הביקוש לאשראי. על רקע המצב הטוב של המשק והאבטלה הנמוכה, שיעור חדלות הפירעון נמוך. יתר על כן, בהלוואות בריבית נמוכה הסיכון לחדלות פירעון (Incentive effect) נמוך יותר<sup>6</sup>. (4) פלטפורמות מקוונות נתפסות בעיני הציבור כמיזמים התורמים ל"צדק חברתי" לעומת התדמית השלילית שדבקה במערכת הבנקאית בעולם לאחר המשבר הפיננסי. משמע שהמשקיעים יכולים ליהנות במישרין מהריביות המשולמות על ההלוואות, בלי שהבנק "נוגס" ברווח.

בניסיון להעריך מה צופן העתיד לפלטפורמות האשראי המקוונות סוגיית הריבית ללווים ולמלווים היא הסוגיה המרכזית. העלות הסופית של הלוואה מורכבת מכמה רכיבים:

1. בבנקים עלות זו היא תוצאה של עלויות תפעוליות, עלויות רגולטוריות, עלויות מימון (הכוונה לעלות גיוס מקורות) ועלות הסיכון של אי החזר ההלוואה (סיכון אשראי). מהעלויות השונות הבנקים יכולים לנכות הכנסות שאינן מריבית הודות לשירותים אחרים, נוסף על האשראי שהם מספקים.

2. בפלטפורמות המקוונות עיקר העלות הוא עלויות מימון (הכוונה לעלות גיוס הלוואות), משום שהעלויות התפעוליות והרגולטוריות שלהן נמוכות מאוד<sup>7</sup>. בחלק מהפלטפורמות מתווספת עלות בגין סיכון אשראי אם קיים מנגנון ביטוח. ההיתכנות הכלכלית של הפלטפורמות נגזרת מההשוואה של עלויות גיוס המקורות עבורם ועבור בנקים. הבנק מממן את פעילותו מהון מניות, הנפקות אג"ח ופיקדונות. הוא הנושא בסיכון האשראי, שמתבטא בעלות הגיוס של האג"ח והמניות. כנגד זאת מערכת הבנקאות נהנית בדרך כלל מביטוח פיקדונות, רשמי או משתמע, ולכן עלות הגיוס של פיקדונות נמוכה. הפלטפורמות למתן אשראי אינן נהנות מביטוח בחסות המדינה. חלקן מציעות או מחייבות שימוש במנגנון ביטוחי למקרים של פיגור או אי-החזר תשום ועלותו מושתת על הלווים והמלווים. ואולם, ביטוח זה חלקי והוא מכסה הפסדי אשראי רק עד לסכום שהופרש מראש על-ידי הלווים והמלווים. הפלטפורמות אינן נושאות בסיכון האשראי בעצמן, והמלווים אמורים להביא סיכון זה בחשבון ולדרוש תשואה בהתאם לו על ההלוואה שהם מעמידים. לכן ניתן להניח כי עלות גיוס המקורות של הבנקים נמוכה מעלות גיוס ההלוואות של הפלטפורמות, וכי עלות גיוס ההלוואות של הפלטפורמות רגישה יותר לשינויים בסביבת הריבית<sup>8</sup>.

בסביבת ריבית גבוהה יותר היתרון היחסי של הבנקים בעלות גיוס המקורות יהפוך למשמעותי יותר: הואיל ואנשים, בדרך כלל, שונאי סיכון – הרי בסביבת ריבית גבוהה יותר משקיעים עשויים להעדיף פיקדון בנקאי המשלם ריבית סבירה ללא סיכון חדלות פירעון על פני מימון הלוואות מסוכנות. נוסף על כך, אם אחוזי אי הפירעון בהלוואות דרך הפלטפורמות המקוונות יעלו, החשש מהשקעה בהן יגבר, והמלווים ידרשו ריבית גבוהה עוד יותר. ככלל, הפלטפורמות רגישות יותר לשינויי מוניטין, של כל חברה בנפרד ושל הענף כולו. מפקידים בבנקים אינם רגישים לשינויים המחזוריים בהפסדי האשראי של הבנקים בזכות כרית ההון שהם משמרים והאמון בפיקוח היציבות. האתגר הגדול בפני פלטפורמות האשראי הוא להמשיך ולפעול כשהריבית במשק תעלה, ועמה גם שיעור חדלות הפירעון, והצלחתן בכך תהיה תלויה בהצלחת המודלים להערכת סיכון שפיתחו. הפלטפורמות מסתמכות על פיזור הלוואות כדי להקטין את הסיכון. הדבר אמנם מקטין את הסיכון האידיאוסטיקטי של כל הלוואה, אך אינו מגן מפני עלייה בסיכון הסיסטמי של כלל המשק. כך גם לגבי מנגנון הביטוח שהן מציעות – במידה והעלייה בשיעורי חדלות הפירעון תהיה משמעותית, הפסדי האשראי עלולים לעלות על הסכום הצבור בקרן ההגנה. יוזכר כי הפלטפורמות עדיין לא נאלצו להתמודד עם משבר פיננסי.

לעומת שני התרחישים הקיצוניים – היעלמות מוחלטת של הבנקים לטובת המתווכים המקוונים והיעלמות מוחלטת של האשראי הבלתי אמצעי בסביבת ריבית גבוהה יותר – התרחיש הסביר הוא זה שבו גם בנקים וגם אשראי בלתי אמצעי פועלים בשוק, כמתחרים או כמשלימים. ניתן לומר בוודאות די רבה כי חוויית המשתמש והטכנולוגיה שפיתחו המתווכים

<sup>6</sup> Stiglitz and Weiss (1981)

<sup>7</sup> כך למשל נמצא לגבי ארה"ב: Autonomous Research (2016): Digital lending – the 100 billion dollar question, February

<sup>8</sup> למשל ראו ניתוח לגבי שוק האשראי באנגליה שבוצע על ידי Deloitte ב-2016.

המקוונים ישתלבו במערכת הפיננסית. התפתחותן של הפלטפורמות מחייבת את הבנקים להתייעלות ולהשקעה בשיפורים טכנולוגיים, כפי שאכן קורה בשנים האחרונות, תוצאה מבורכת של התגברות האיום התחרותי. מכל מקום, נכון לעכשיו, בין אם הפלטפורמות מתחרות בבנקים על אותם הלקוחות במחיר אטרקטיבי יותר ובין אם הן משלימות את פעילותם במתן שירות למגזרים מודרים או בהעמדת הלוואות שהבנקים נמנעים מהן, אזי ככל שהיקף הפעילות שלהן יגדל הן יתרמו לתמסורת המוניטרית, בהרחיבן את היצע האשראי בתקופה זו של ריבית נמוכה.

#### ביבליוגרפיה:

BIS, Financial Stability Board (2017). "FinTech Credit, Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications".

Cambridge Centre for Alternative Finance (2018). "Expanding Horizons: the third European Alternative Finance Industry Report".

Cambridge Centre for Alternative Finance (2017). "Entrenching Innovation: the 4th UK Alternative Finance Industry Report".

Cambridge Centre for Alternative Finance and Australian Center for Financial Studies (2017). "Cultivating Growth - The 2nd Asia Pacific Region Alternative Finance Industry Report".

Cambridge Centre for Alternative Finance and Chicago-Booth Polsky Center (2017). "The Americas Alternative Finance Industry Report – Hitting Stride".

Cambridge Centre for Alternative Finance and Energy4Impact (2017). "The Africa and Middle East Alternative Finance Benchmarking Report".

Deloitte, (2016) "A temporary phenomenon? Marketplace lending – an analysis of the UK market".

De Roure, C, L. Pelizzon and P. Tasca (2016). "How does P2P Lending Fit into the Consumer Credit Market?", Deutsche Bundesbank Discussion Papers, no 30/2016.

Stiglitz, Joseph E. and Andrew Weiss(1981) . "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." The American Economic Review 71.3: 393-410.

UBS (2016). "Global banks: is FinTech a threat or an opportunity?".