



בנק ישראל

דוח יציבות פיננסית

ירושלים, תמוז התשע"ז • יוני 2017



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.
מס' קטלוגי 601971
דפוס העיר העתיקה בע"מ, ירושלים

תוכן העניינים

עיקרי הדברים	5
א. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה	7
ב. הסיכונים העיקריים המקומיים	13
ג. הסיכונים העיקריים – הסביבה העולמית	20
ד. המערכת הבנקאית	24
ה. חברות הביטוח	29
ו. המגזר העסקי הלא-פיננסי ומחירי הנכסים הפיננסיים	33
ז. תיבה 1 : היציבות הפיננסית של הפעילות בשוק הרכב ומימונה	39
ח. מגזר משקי הבית	41
ט. תיבה 2 : מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית	45
י. מערך התשלומים והסליקה	51
יא. לוח אינדיקטורים	55

בכתיבת הדוח השתתפו מיטל גראס, ברק אטינגר, מתן וינברג, לאה לוי-גולדשטיין, נועם מיכלסון, יוסי סעדון, נטליה פרסמן ועובדי היחידה הכלכלית בפקוח על הבנקים.

תודות לחטיבה למידע ולסטטיסטיקה על הנתונים ולסטודנטים של האגף הפיננסי בחטיבת המחקר על הסיוע בעיבודם; תודה על הערותיהם המועילות של הכלכלנים בחטיבת המחקר, בפקוח על הבנקים, בחטיבת השווקים, בחטיבה למידע ולסטטיסטיקה ובמחלקה לחשבות ולמערכות תשלומים וסליקה, וכן על הערותיהם המועילות של עובדי רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון; תודות לסימה נסים ולאלנה לוי על העיצוב.

עיקרי הדברים

המשק הישראלי צמח מהר בשנה האחרונה הודות לעלייה מהירה בצריכה הפרטית ועל רקע סביבת אבטלה נמוכה. בצד הפיננסי ניכרה התרחבות הן באשראי למגזר העסקי – בעיקר ממקורות חוץ-בנקאיים, תהליך שהושפע בין היתר מהירידה בתשואות על האג"ח התאגידיות – והן באשראי למשקי הבית. אף שהיחס בין החוב של משקי הבית לתוצר עלה קלות, היחס בין החוב הכולל לתוצר ירד בשנה האחרונה, בעיקר מפני שהיחס בין החוב הממשלתי לתוצר ירד. בשוק הדיור התמתנה הפעילות במידה מסוימת: מחירי הדיור התייצבו בחודשים האחרונים והדבר מיתן את קצב העלייה ב-12 החודשים האחרונים¹, היקף העסקאות בדירות למגורים ירד במידה מסוימת², קצב המכירות של דירות חדשות פחת, חלקם של המשקיעים התכווץ במידה משמעותית, ומספרן והיקפן של המשכנתאות שניתנות מדי חודש המשיכו להצטמצם. אולם יש להדגיש כי האשראי לדיור ולענף הבינוי והנדל"ן³ הוסיף בתקופה הנסקרת להגדיל את חלקו בסך האשראי המקומי למגזר הפרטי הלא-פיננסי.

על רקע ההתפתחויות הנזכרות המשיכה המערכת הפיננסית המקומית לשמור על יציבות. אולם ההערכות מעלות כי היא חשופה לסיכונים. בטווח הקצר קיים סיכון למוסדות הפיננסיים ולמשקי הבית עקב האפשרות שתחול ירידה חדה במחירי הדירות והנכסים הפיננסיים. מחירי הנכסים יכולים לרדת כתוצאה מכך שהמשקים המרכזיים בעולם יגלשו למיתון נוסף או יסבלו מהתערעור של יציבותם הפיננסית, מכך שמצבו הגיאוגרפי של המשק יחמיר ויוביל לעלייה בפרמיית הסיכון שלו ובעקבות זאת לעליית ריבית, ומכך שזעזועים יצמצמו במידה משמעותית את ההכנסה הפנויה של משקי הבית. בטווח הבינוני נשקף סיכון למשקי הבית עקב הגידול המתמשך באשראי שאינו לדיור, שכן הם עלולים להיקלע בגינו לחדלות פירעון אם תחול הרעה בתנאי המשק.

לוח 1 מסכם את ההערכות לגבי הסיכונים המערכתיים הנשקפים למשק לפי הטווח להתממשותם, והוא מציג את מקורותיהם, רמותיהם, תיאוריהם, השינויים שחלו בהם בחצי השנה האחרונה והגורמים העיקריים לשינויים.

¹ לשם המחשה, כאשר משווים את ספטמבר 2016 לספטמבר 2015 מוצאים כי שיעור העלייה עמד על 8.9%, וכאשר משווים את מרץ 2017 למרץ 2016 מוצאים כי השיעור עמד על 4.4%.

² דירות חדשות ודירות מיד שנייה.

³ האשראי לדיור ולענף הבינוי והנדל"ן כולל את האשראי הבנקאי המאזני לענף הבינוי והנדל"ן, יתרת האג"ח של ענף זה, והאשראי לדיור למשקי הבית. אומדן זה אינו כולל את ההלוואות הישירות מהמוסדיים ואת האג"ח הבלתי סחירות.

לוח 1: סיכום הסיכונים המערכתיים הנשקפים למשק

השינוי				רמת הסיכון		הטווח להתמששות הסיכון
בסיכון		בחצי השנה האחרונה	תיאור הסיכון	רמת הסיכון	מקור הסיכון	
הערות	הגורמים העיקריים לשינוי	–	ללא שינוי	גבוהה	שוק הדייר	הטווח הקצר
בחודשים האחרונים מסתמנת התמתנות קלה בפעילות ובקצב עלייתם של המחירים, ואם זו תמשך היא תפחית את הסיכון.			ירידות חדות במחירי הדיירות ישפיעו על המשק כולו אך בפרט על המערכת הפיננסית, היות שהיא חשופה לענף במידה רבה הן דרך משקי הבית והן דרך החברות מענף הבינוי והנדל"ן.			
תרחיש שיביא להיפוך המגמה במחירי האג"ח התאגידיות יפחית גם את מחירי המניות.	מרווחי התשואות ירדו עוד והגיעו לרמות שפל, חל גידול משמעותי בהיקף הנפקות האג"ח ובגיוס החוב נטו (התפקות בניכוי האומדן לפירעונות), וקרנות הנאמנות רשמו צברות משמעותיות והגדילו את הנתח שהן מחזיקות בשוק האג"ח.	עלה	מחירי האג"ח התאגידיות גבוהים – משום שהנזילות בשווקים גבוהה והמשקיעים מחפשים אחר תשואה – והדבר חושף את המערכת הפיננסית לסיכון הנשקף מהיפוך המגמה ומירידה חדה בהם. ירידה חדה עלולה לשחוק את היקפם של חסכונות הציבור וכך לצמצם את הצריכה הפרטית, וכן להקשות על החברות המגייסות באמצעות אג"ח למחזר את חובותיהן – התפתחות שעלולה לפגוע ביכולתן לפרוע את החובות לבנקים.	בינונית	שוק האג"ח התאגידיות	
ההלוואות למשקי הבית יוצרות לבנקים סיכון נמוך יחסית להלוואות למגורים אחרים עקב הפיזור המשמעותי של הללוים. כמו כן, הוועדה להגברת התחרות בשידורים בנקאיים ופיננסיים נפוצים החליטה שרשות שוק החון, הביטוח והחיסכון תפקח על האשראי החוץ-בנקאי, והדבר אמור להגביל את הסיכון.	אשראי זה הוסיף לצמוח מחד, ולפי ההערכות הוא עשוי לצמוח עוד מפני שהתחרות בענף צפויה להתגבר.	עלה	הגידול המתמשך באשראי הצרכני למשקי הבית חושף אותם לסיכון הנשקף מחזלות פירעון כתוצאה משינוי לרעה בתנאי המשק, והתממשותו תפגע במערכת הפיננסית במידה מסוימת. חלק גדול מאשראי זה ניתן בריבית משתנה, ואם הריבית תעלה ותגדיל את נטל החוב, משקי הבית עלולים לצמצם את הצריכה הפרטית ושעור האבטלה עלול לעלות.	בינונית	האשראי שאינו לדייר (האשראי הצרכני)	הטווח הבינוני

א. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה⁴

1. ההתפתחויות העיקריות

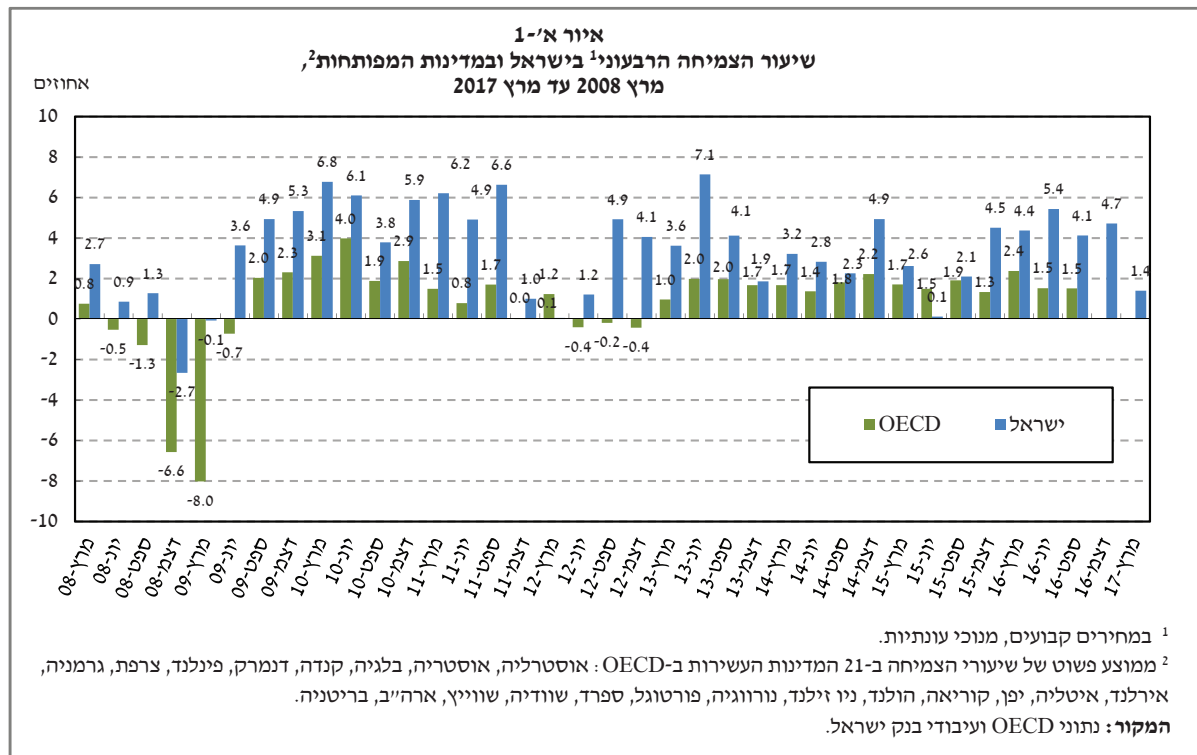
(א) המצב המקרו-כלכלי

ב-2016 צמח התוצר מהר (איור א'-1), הודות לעלייה מהירה בצריכה הפרטית וחרף גידול אטי ביצוא. המשק נהנה במהלך השנה מהוזלה של מוצרי הצריכה ביחס למחירי התוצר, והעלייה בכוח הקנייה של משקי הבית האיצה את קצב הגידול של הביקושים המקומיים. הביקוש לעובדים הוסיף לגדול, ההשקעה בענפי המשק התרחבה והשכר הריאלי עלה מהר מהגידול בפריזון לעובד, והתפתחויות אלה מאותתות שהמשק מתקרב למגבלת ההיצע שלו. אולם בשעה שהפעילות המקומית נהנתה מתנאי רקע משופרים, היצוא גדל רק במעט, בהשפעת הגידול המתון בסחר העולמי והייסוף המתמשך בשער החליפין הריאלי. על פי

התחזיות שגיבשה חטיבת המחקר, ב-2017 תשוב הצמיחה לקצב הממוצע בשנים האחרונות – בסביבות 3%. נתוני הצמיחה לרבעון הראשון של 2017 תומכים בהערכה זו: אמנם התמ"ג צמח בקצב נמוך, 1.4%, אך בניכוי הירידה ביבוא כלי רכב הוא צמח בקצב נאה. קצב האינפלציה עלה בחודשים האחרונים והוא נמצא כיום בקרבת הגבול התחתון של היעד. יתרות המט"ח גבוהות ובמאי 2017 הגיעו לכ-107 מיליארדי דולרים, 33% מהתוצר.

היחס בין החוב הציבורי לתוצר ירד ב-2016 ב-1.9% תוצר ל-62.2% תוצר – לאחר שמ-2003 הוא יורד באופן רצוף כמעט⁵ – והוא נמוך בהשוואה לשיעורים ששררו בישראל בעבר ולשיעורים השוררים במרבית המדינות המפותחות. גירעון הממשלה הצרה עמד ב-2016 על 2.1% תוצר, זהה לרמתו ב-2015 ונמוך מתקרת הגירעון (2.9% תוצר).

המשק הישראלי ממשיך לצמוח בקצב מהיר הודות לעלייה מהירה בצריכה הפרטית וחרף גידול אטי ביצוא.



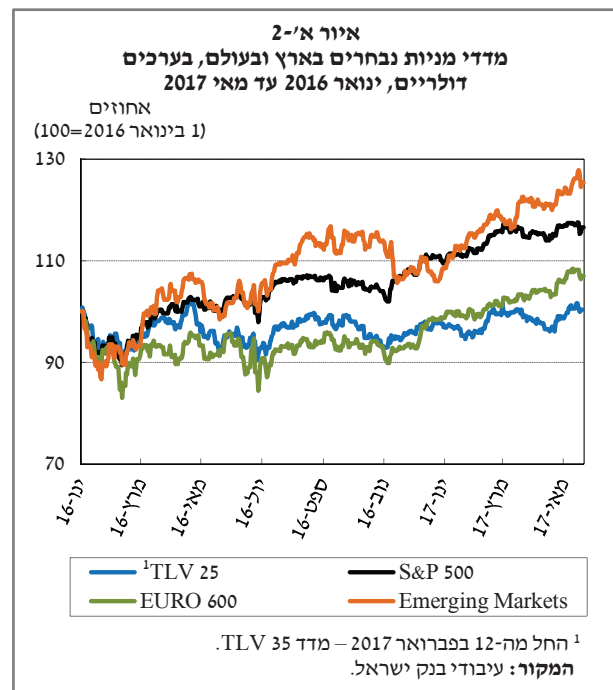
⁴ דוח זה סוקר את המחצית הראשונה של 2017. עדכניות הנתונים משתנה מדיון לדיון בהתאם לזמינותם במועד הפרסום.

⁵ למעט 2009.

(ב) המצב הפיננסי

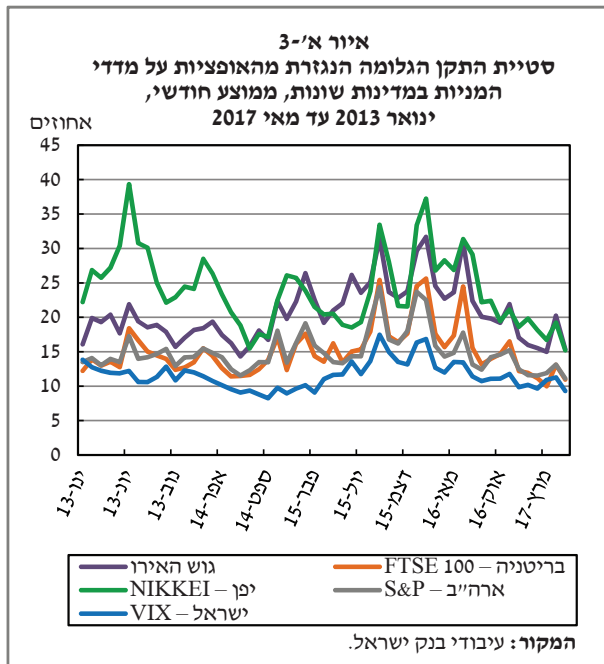
בחמשת החודשים הראשונים של השנה (עד ה-21 במאי) הציגו מדדי המניות של החברות הגדולות בישראל ביצועי חסר בהשוואה למדדי המניות המובילים בעולם (איור א'-2): הם עלו ב-3% בשעה שהעליות בעולם נעו בין 6% (S&P 500) ל-15% (מדד המניות של השווקים המתעוררים). שוקי ההון בעולם מוסיפים להציג את התעצמות המגמה החיובית שהתפתחה לאחר בחירת טראמפ, ואת העליות אפשר לייחס בין היתר לתוכניות הרבות להאצת הכלכלה האמריקאית ולשיפור במגמת הצמיחה בארה"ב, באירופה ובשווקים רבים אחרים. המדדים המובילים בישראל עלו בשיעורים נמוכים מהמדדים המובילים באירופה, בארה"ב ובשווקים המתעוררים, בעיקר עקב ביצועי חסר של החברות הגדולות, בפרט מענפי הכימיה והפארמה.⁶ במקביל לעליות במדדים נצפית בחודשים האחרונים מגמת ירידה בסטיות התקן הגלומות באופציות על מדדי המניות בישראל ובעולם (איור א'-3) – אינדיקציה לירידה בחוסר הוודאות בשוק המניות.

בחמשת החודשים הראשונים של השנה הציגו מדדי המניות של החברות הגדולות בישראל ביצועי חסר בהשוואה למדדי המניות המובילים בעולם.



⁶ לעומת זאת, החברות הקטנות והחברות מענפי הבינוי והנדל"ן, הבנקים והטכנולוגיה משכו את המדדים המובילים כלפי מעלה.

בחודשים האחרונים נצפית מגמת ירידה בסטיות התקן הגלומות באופציות על מדדי מניות בישראל ובעולם.

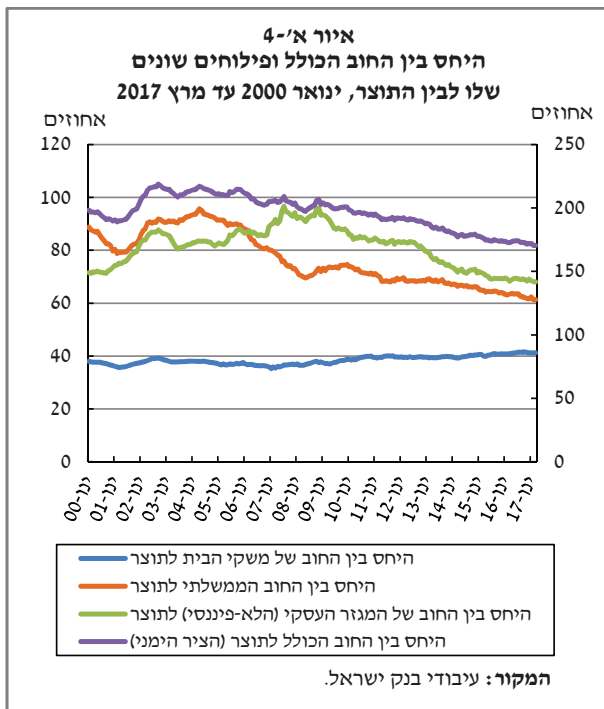


בחודשים האחרונים חלה התמתנות מסוימת בפעילות בשוק הדיר: מחירי הדירות התייצבו והדבר מיתן את קצב העלייה ב-12 החודשים האחרונים, היקף העסקאות בדירות למגורים ירד במידה מסוימת⁷, קצב המכירות של דירות חדשות ירד, חלקם של המשקיעים התכווץ במידה משמעותית, ומספרן והיקפן של המשכנתאות שניתנות מדי חודש הוסיפו להציג את מגמת הירידה המסתמנת מיוני 2015. עם הגורמים שכנראה צמצמו את הפעילות ניתן למנות, בין היתר, את העובדה שהריבית על המשכנתאות עלתה, בעקבות הצעדים הרגולטוריים שנקט הפיקוח על הבנקים, ואת צעדי המיסוי שנקטו כדי לרסן את המשקיעים – העלאת מס הרכישה ומיסוי דירה שלישית⁸. אולם כאשר בוחנים את 12 החודשים שקדמו למרץ 2017, מוצאים כי המחירים המשיכו לעלות – הם עלו ב-4.4% – וכי נרשמו ערכי שיא ביחס בין מחיר דירה לשכר הדירה וביחס בין מחיר דירה לשכר הממוצע למשרת שכיר. הפעילות בשוק הדיר המשיכה לתרום לכך שהאשראי

⁷ דירות חדשות ודירות מיד שנייה.

⁸ נכון למועד כתיבתו של דוח זה בג"ץ דן בעתירות שנוגעות להליך החקיקה של חוק מס ריבוי דירות.

חרף העלייה ביחס בין החוב של משקי הבית לתוצר, היחס בין החוב הכולל לתוצר ירד בשנה האחרונה בעיקר עקב ירידה ביחס בין החוב הממשלתי לתוצר.



איור א'-5 מציג את המצב הקיים – מבחינת המחירים, מאזני החברות, נתוני המקרו, ועוד – בתחומים שעלולים לסכן את המערכת הפיננסית¹⁶. 0.5 (הקו השחור המודגש) מייצג את הממוצע ארוך הטווח; הערכים שמתרחקים ממנו כלפי פנים מצביעים על מצב טוב מהממוצע, והערכים שמתרחקים כלפי חוץ – על מצב טוב פחות.

מרבית האינדיקטורים מעידים שהמצב הנוכחי טוב ביחס לעבר, ורק האינדיקטור למצב המקרו-כלכלי המקומי מצביע על מצב מעט פחות טוב: הוא משקף עלייה קלה בהסתברות לכך שקצב הצמיחה במשק ירד מהרמה הגבוהה שהוא נמצא בה בתקופה האחרונה. מצב המקרו

¹⁶ האינדיקטור לסיכון ליציבות המוסדות הפיננסיים המקומיים מעודכן לספטמבר 2016; האינדיקטור לסיכון המקרו העולמי מעודכן לדצמבר 2016; האינדיקטורים לסיכון המקרו המקומי ולסיכון האשראי מעודכנים לפברואר 2017; האינדיקטורים לסיכון השווקים המקומי והעולמי מעודכנים למרץ 2017. הניתוח כולו מבוסס על ממוצעים חודשיים. ראו זלקינדר ח' (2012), "מדידה של לחץ וסיכונים למערכת הפיננסית באמצעות דיאגרמת רדאר", בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון.

לדיוור ולענף הבינוי והנדל"ן⁹ הוסיף להגדיל את חלקו בסך האשראי המקומי למגזר הפרטי הלא-פיננסי והבנקים המשיכו להגדיל את חשיפתם אליו.

בשנה האחרונה גדלה יתרת האשראי למגזר הפרטי (הלא-פיננסי) ב-5.3%¹⁰ עקב התרחבות באשראי למשקי הבית¹¹ ובאשראי למגזר העסקי¹². האשראי למגזר העסקי גדל השנה בשיעורים גבוהים מהשיעורים בשנים הקודמות: יתרתו גדלה בכ-4.8% לאחר שב-2015 וב-2014 היא התרחבה ב-2.1% וב-1.0%, בהתאמה. אשראי זה גדל בעיקר מפני שהאשראי המקומי החוץ-בנקאי צמח מהר¹³, לאחר שההלוואות הישירות מהמוסדיים הוסיפו להתרחב במהירות¹⁴ והאשראי שגויס דרך אג"ח גדל במידה משמעותית. הגידול ביתרת האג"ח היווה כ-67% מהגידול שחל בשנה האחרונה באשראי למגזר העסקי, וזאת לאחר כמה שנים שבהן היתרה התכווצה. האשראי למשקי הבית צמח בעיקר הודות לאשראי לדיוור¹⁵, אולם האשראי שאינו לדיוור הוסיף לצמוח בקצב גבוה יותר – בדומה למצב בארבע השנים האחרונות – והשנה הוא צמח ב-7.1%. אף על פי שהאשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי עלה בשנה האחרונה, היחס בין החוב שלו לתוצר ירד קלות והוא עומד כעת על 68.0% (איור א'-4). לעומת זאת, היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר עלה בשנה האחרונה (מרץ לעומת מרץ אשתקד) מ-40.9% ל-41.3%, והחוב לדיוור והחוב שאינו לדיוור עלו בשיעור דומה. אולם שני היחסים הנידונים נמוכים יחסית לנתונים המקבילים בעולם. עם זאת יש לציין כי כאשר מחלקים את החוב של משקי הבית לרכיביו – החוב לדיוור והחוב שאינו לדיוור – מוצאים כי היחס בין הראשון לתוצר נמוך בהשוואה ליחסים המקבילים בעולם בשעה שהאחרון אינו נמוך.

⁹ ראו הערה 2 לעיל.

¹⁰ השינוי ביתרות האשראי משקף את הנתונים למרץ 2017 יחסית לנתונים למרץ 2016, אלא אם צוין אחרת.

¹¹ כ-37% מסך האשראי הפרטי הלא-פיננסי.

¹² כ-63% מסך האשראי הפרטי הלא-פיננסי.

¹³ לעומת זאת, האשראי הבנקאי עלה במתינות בתקופה זו. כאשר מחלקים את האשראי לענפים ומתמקדים באשראי המאזני בלבד, מוצאים כי בכולם הוא עלה במידה משמעותית וכי עיקר ההתמתנות נובע מהתעשייה, ענף שמהווה כ-10% מסך האשראי הבנקאי המאזני.

¹⁴ ההלוואות הישירות שמעניקים הגופים המוסדיים נידונות בתיבה 3 בדוח היציבות הפיננסית מיוני 2014.

¹⁵ כ-67% מסך האשראי למשקי הבית.

גבוהה ומפני שהמשקיעים מחפשים אחר תשואה על רקע הריבית האפסית – וייתכן כי הוא משקף תמחור חסר של סיכונים.

להערכת קרן המטבע הבין-לאומית¹⁷, הסיכונים ליציבות הפיננסית העולמית אמנם פחתו בתקופה הנסקרת אך נותרו גבוהים יחסית. הקרן הרחיבה את הדיון במינוף הגבוה של החברות בארה"ב, שכן רמתו הופכת חלקים מסוימים במגזר החברות לפגיעים במיוחד לעליית תשואות ולעליית מרווחים. נוסף לכך כללה הקרן בסיכונים המרכזיים את המשך העלייה בסיכון הפיננסי שעלול לנבוע מצד סין, את העובדה שהבנקאות האירופית עדיין סובלת מבעיות מבניות קשות, ואת חוסר הוודאות הפוליטית. זה האחרון קשור הן בצעדים שהממשל האמריקאי עשוי לנקוט – היות שחלקם עלולים לפגוע בקצבי הצמיחה של התוצר והסחר העולמיים ועל כן גם ביציבות הפיננסית העולמית – והן בתהליכים המתרחשים באירופה, שכן גם הם עלולים לפגוע באופן ניכר ביציבות העולמית. בהתאם לכך מציינת קרן המטבע שנדרש תמחיל צעדים נכון על מנת לשמר את מומנטום הצמיחה בלי לגרום לעלייה בסיכונים הנשקפים ליציבות הפיננסית העולמית¹⁸.

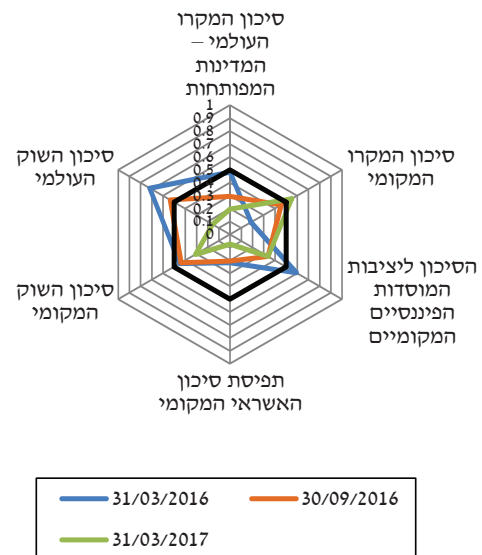
2. הערכת יציבותה של המערכת הפיננסית

בשנת 2016 הוסיפה **מערכת הבנקאות** בישראל לשמור על חוסנה ולחזק את יציבותה על רקע תנאי מקרו תומכים: המשק צמח בקצב מהיר, שיעור האבטלה ירד, הצריכה הפרטית התרחבה, וסביבת הריבית נותרה נמוכה. המערכת הבנקאית וצעדי הרגולציה שנקטו פעלו לצמצום החשיפה לסיכונים ותרמו להמשך מגמת הגידול של היקף ההון ואיכותו, שמירה על רמת מינוף נאותה ויחסי הון גבוהים, קידום מהלכי התייעלות, שיפור תיק האשראי, ושיפור פרופיל סיכון הנזילות בבנקים ובמערכת כולה.

בשנים האחרונות ניצבים בפני הבנקים אתגרים מקומיים וגלובליים, והם נובעים בין היתר מגידול בסיכון האשראי הקמעוני, בסיכונים התפעוליים ובסיכונים הנובעים מהשינויים בסביבה העסקית. עם האחרונים נמנים ההתפתחות הטכנולוגית המואצת והשלכותיה, חוסר הוודאות הרגולטורית על רקע שינויי החקיקה הרבים,

תפיסת סיכון האשראי המקומי הוסיפה לרדת, כתוצאה מיירידה במרווחי האג"ח התאגידיות ובמרווח בין האג"ח של ממשלת ישראל לאג"ח של ממשלת ארה"ב.

איור א'-5
הערכת הסיכונים הנשקפים למשק הישראלי
בעזרת דיאגרמת ודאר



המקור: עיבודי בנק ישראל.

במדינות המפותחות טוב יחסית, הודות לירידה באבטלה ולהמשך השיפור במדד לאמון הצרכנים ובמדד העסקים. האינדיקטורים למצב הפיננסי מעידים על תנודתיות נמוכה, ומאחר שהבורסה המקומית הציגה ביצועי חסר יחסית לבורסות בעולם, המצב הפיננסי המקומי טוב מעט פחות מהמצב בעולם.

אשר לתפיסת סיכון האשראי, אינדיקטור זה אינו מבטא את סיכון האשראי האובייקטיבי אלא את האופן שבו תופסים אותו הפעילים בשוקי האשראי השונים. התפיסה שסיכון האשראי נמוך מאוד נובעת מהפער הנמוך בין התשואה על האג"ח של ממשלת ישראל לתשואה על האג"ח של ממשלת ארה"ב ומהמרווח הנמוך של האג"ח התאגידיות בישראל, והיא כזו חרף העלייה הקלה בסיכון משקי הבית, ההתפתחות שמתבטאת בפער בין הריבית על המשכנתאות החדשות לריבית חסרת הסיכון. כאמור, הערך הנמדד נמוך מאוד – ככל הנראה מפני שהנזילות בשווקים הפיננסיים

¹⁷ Global Financial Stability Report, April 2017

¹⁸ הרחבה מופיעה בפרק ג'.

הן עקב חשיפתם של משקי הבית לענף זה והן עקב חשיפתו של המגזר העסקי²¹. החל משנת 2008 עלה שיעור המכוניות שרכשו לקוחות פרטיים על חשבון שיעור המכוניות שרכשו תאגידים וחברות השכרה, והדבר הסיט את מימון הפעילות הזו מהאשראי העסקי אל האשראי למשקי הבית. משקי הבית לעתים ממנפים עצמם דרך הלוואות בנקאיות או חוץ-בנקאיות (כולל מהחברות בענף) כדי לממן את הרכישה. אולם שווי הבטוחות להלוואות אלה נשחק משום שמחירי המכוניות מיד שנייה מציגים ירידה מתמשכת בשל עודף ההיצע בשוק המשומשות, ומשום שמחירי המכוניות החדשות יורדים בשל הירידה בשערי האירו והדולר. יתר על כן, אם רבים ממשקי הבית ומהפירות החוכרות כלי רכב ייקלעו לחדלות פירעון כתוצאה משינויים בתנאי המשק – למשל עליית הריבית או התרחבות האבטלה – יתקשו המלווים לממש במהירות ובמחיר סביר את כלי הרכב המשומשים המשמשים בטוחה כנגד החוב.

החברות העסקיות בתחום – חברות ההכרה והיבואניות – ייפגעו באופן טבעי אם תתפתח במשק האטה כלכלית שתשפיע לרעה על הפעילות, אולם מאחר שהן מעניקות מימון הן יספגו פגיעה נוספת במידה שרוכשים ממונפים ייקלעו לחדלות פירעון. זאת ועוד, הנכסים של חברות אלה כוללים בעיקר כלי רכב, ואם ערכם ירד מעבר לצפוי הדבר ירע את מצבן הפיננסי, יעלה את ההסתברות לקשיים בהחזר החוב לגופים המלווים להן וישחק את ערך הבטוחה המשועבדת להם.

החשיפה לענף זה ב-2016: לפחות 7% מיתרת האשראי הצרכני הבנקאי ניתנו כנגד שעבוד כלי רכב²², כ-6% מיתרת האשראי הבנקאי למגזר העסקי ניתנו לענף המסחר בכלי רכב, וכ-20% מיתרת האשראי של חברות כרטיסי האשראי ניתנו ללקוחות פרטיים כנגד שעבוד כלי רכב²³. גם הגופים המוסדיים חשופים במידה מסויימת, אך חשיפה זו אינה מהווה סיכון יציבותי: ההחזקות הישירות בניירות ערך של חברות מהתחום (חברות ההכרה ויבואניות) מסתכמות בכ-0.2% מסך הנכסים המנוהלים, וההלוואות הישירות

ושינוי בהעדפות הצרכנים. התפתחויות אלה מהוות אתגר למודל העסקי של הבנקים.

תרחיש הקיצון שהפיקוח על הבנקים ערך ב-2016 אמד את הפגיעה שהבנקים יספגו כתוצאה משני זעזועים מקבילים: הראשון נובע מאירופה בעקבות עלייה באי-הוודאות בנוגע להמשך קיומו של האיחוד האירופי, והשני נובע מירידת מחירים חריפה בשוק הדיור. המבחן מוצא כי אמנם המערכת הבנקאית תרשום הפסדי אשראי גבוהים, אולם היא תשמור על יציבותה. כשליש מההפסדים מקורם בתיק העסקי (ללא הבינוי והנדל"ן), כשליש – בענף הבינוי והנדל"ן ובאשראי לדיור, כ-20% – באשראי הצרכני, וכ-10% – בחשיפה לחו"ל.

חברות הביטוח ממשיכות לשמור על יציבותן. בדצמבר 2016 כל חמש החברות הגדולות עומדות בדרישות ההון לתקופת היישום של Solvency II (60% מההון הנדרש) ושלוש עומדות בדרישות המלאות (100% מההון הנדרש). רווחיהן של חמש החברות הגדולות הסתכמו ב-2016 בכ-1.2 מיליארד ש"ח, והרווחיות התאפיינה במרוצת השנה בתנודתיות גבוהה. זו נבעה מכך שהריבית חסרת הסיכון נמצאה ברמה נמוכה במחצית הראשונה של השנה ובסופה עלתה במהירות, וכן מתנודתיות ברווחיות שהציג תיק ההשקעות של החברות.

מדדי היציבות השונים מעידים שגם בשנת 2016 נותרו **מערכות התשלומים והסליקה** יציבות. בנק ישראל מפקח על מערכות התשלומים, ומתוקף תפקיד זה הוא ממשיך לקדם שורת צעדים לשיפור יעילותן תוך שמירה על יציבותן¹⁹.

המגזר העסקי הלא-פיננסי ממשיך לשמור על יציבות פיננסית: רמות המינוף סבירות יחסית לעבר ודומות לאלו שנצפו בשנה האחרונה, וההסתברויות לפשיטת רגל נמוכות. כמו כן הוא שומר על רמת פעילות גבוהה²⁰, כפי שמעיד גובהו של התוצר העסקי. האשראי העסקי התרחב, ובמסגרת זו עלה היקף ההנפקות של האג"ח התאגידיות היות שהמרווחים נמוכים והציבור מגדיל את הביקוש הן במישרין והן דרך קרנות הנאמנות.

היבוא והמכירה של כלי רכב חדשים צמחו במהירות, וסוגיית המימון של רכישתם משכה השנה תשומת לב רבה

²¹ הרחבה מופיעה בפרק ו'.

²² לפי הדוחות הכספיים שהבנקים פרסמו לרבעון השלישי של 2016. זוהי הערכת חסר שכן היא מתייחסת רק להלוואות שמשקי הבית נטלו כנגד שעבוד כלי רכב, אולם ייתכן שהם נטלו אשראי למטרות דומות במסגרת "אשראי לכל מטרה".

²³ שאינו בערבות הבנקים.

¹⁹ הרחבה מופיעה בפרק ח'.

²⁰ הרחבה מופיעה בפרק ו'.

לחברות אלה מסתכמות בכ-2% מסך ההלוואות הישירות שהעמידו הגופים המוסדיים. החשיפה הכוללת של המערכת הפיננסית לתחום הסתכמה ברבעון השלישי של 2016 ב-39 מיליארדי שקלים²⁴, אולם היא אינה יוצרת להערכתנו סיכון מערכתי: אם הסיכון יתממש, הוא ייצור במערכת רק השפעה מוגבלת. למרות זאת יש להמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בענף זה מחשש שהחשיפה תגדל.

²⁴ ראו לוח וי-1 בפרק ו'.

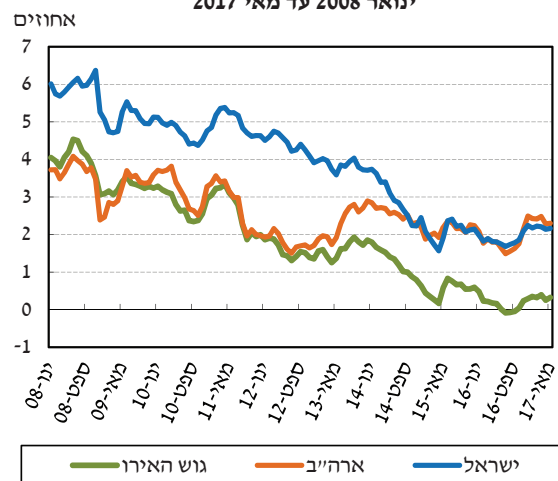
ב. הסיכונים המקומיים העיקריים

כאמור, המערכת הפיננסית חשופה לסיכון הנובע ממחיריהם הגבוהים של הנכסים. בדומה למשקים מפותחים אחרים, גם בישראל חלה עלייה חדה במחיריהם של הנכסים הפיננסיים והריאליים עקב הריבית הנמוכה השוררת במשק מאז המשבר של 2008 – מדיניות שנקטת לנוכח ההתפתחויות המקרו-כלכליות – והירידה בתשואות של האג"ח הממשלתיות הקצרות והארוכות. כתוצאה מכך פנו החוסכים במשק לחלופות השקעה שמניבות תשואה גבוהה יותר – מניות, אג"ח תאגידיות ודירות – ואלה מתאפיינות מטבע הדברים בסיכון גבוה יותר.

לאחר שהבנק המרכזי האמריקאי החל להעלות את הריבית, בדצמבר 2015, צפו המשקיעים שהריביות יעלו בכל העולם, והדבר הוליד לכך שהתשואות של האג"ח הממשלתיות עלו מיולי 2016 בישראל ובמשקים המפותחים (איור ב'-1). למרות עליית התשואות, הריביות עדיין נמוכות. במקביל הצטמצם הפער בין ישראל לארה"ב בתשואות על האג"ח הממשלתיות הארוכות הלא-צמודות, ובסוף 2016 הוא אף ירד לתחום השלילי. הדבר נובע בעיקר מכך שאת הפרשי הסיכון מכריעה העובדה שבין שני המשקים קיימים פערים

בדומה לתשואות הנומינליות במשקים מפותחים אחרים, גם התשואות בישראל עלו קלות מיולי. למרות זאת הריביות עדיין נמוכות.

איור ב'-1
הריבית הנומינלית ל-10 שנים – ישראל ("שחור"),
ארה"ב וגוש האירו,
ינואר 2008 עד מאי 2017



המקור: עיבודי בנק ישראל.

בציפיות לאינפלציה ובריביות המוניטריות, שכן פער הריביות הריאליות דווקא התרחב מדצמבר 2016.

כאמור, אף כי המערכת הפיננסית יציבה היא חשופה לסיכונים. בטווח הקצר היא חשופה לסיכון הנשקף משוק הדיור, וכן לסיכון הנשקף משוק האג"ח התאגידיות היות שקיים לגביהן חשש לתמחור חסר. בטווח הבינוני המערכת חשופה לסיכון הנשקף מהאשראי שאינו לדיור, במיוחד אם הוא ימשיך לצמוח בקצב גבוה לאורך זמן. סיכונים אלה מתוארים בהרחבה בשלושת הסעיפים הבאים.

1. הסיכונים העיקריים המקומיים בטווח הקצר: שוק הדיור

האשראי לדיור ולענף הבינוי והנדל"ן כולל כאמור את האשראי הבנקאי המאזני לענף הבינוי והנדל"ן¹, את יתרת האג"ח של ענף זה, ואת האשראי לדיור למשקי הבית, וחלקו בסך האשראי המקומי למגזר הפרטי הלא-פיננסי² עלה מכ-40% בשנת 2008 לכ-52% בשנת 2016 (איור ב'-2). בשנים 2015–2016 התמתן שיעור הגידול.

החשיפה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור עדיין מהווה סיכון עיקרי ומשמעותי. הבנקים בפרט חשופים מאוד למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן, ובשנה האחרונה אף חלה בחשיפה עלייה נוספת, לכ-45% אחוזים (איור ב'-3), בעיקר דרך האשראי לדיור. המשכנתאות נחשבות לאשראי בסיכון נמוך, בעיקר בשל הביטחונות ופיזור התיק, ולכן מגבלת ההון בתחום זה נמוכה מהמגבלה בתחום האשראי לחברות הבינוי והנדל"ן. בספטמבר 2016 שינה הפיקוח על הבנקים את אופן המדידה של מגבלת החבות בענף הבינוי והנדל"ן שכן הוא הכיר במכירת סיכון שהבנקים ביצעו: לאחרונה רכשו הבנקים ממבטחי משנה בחו"ל פוליסות ביטוח לשם הגנה מסיכון האשראי הנובע מערבויות חוק המכר, ופוליסות אלה כשירות לצורך חישוב הלימות ההון על פי המלצות באזל III; בעקבות זאת הוחלט לסווג את סיכון האשראי הזה בעיקרו בענף השירותים הפיננסיים במקום בענף הבינוי והנדל"ן. השינוי באופן המדידה

¹ הבנקים מעניקים לענף זה גם אשראי חוץ-מאזני והוא שקול בגודלו להיקף האשראי המאזני לענף.

² בניכוי האשראי מחו"ל.

³ אומדן זה אינו כולל את החשיפה לענף הבינוי והנדל"ן דרך ההלוואות הישירות שהמוסדיים מעניקים ואת יתרת האג"ח הבלתי סחירות של הענף.

מאפשר לבנקים להגדיל את היצע האשראי לענף הבינוי והנדל"ן.

הסיכון מתעצם לנוכח החשיפה הגדלה לאשראי שאינו לדיור⁴, מכיוון שיש מתאם גבוה בינו לבין סוגי האשראי הנידונים. אם זעזוע יוביל לעלייה חדה בריבית או לפגיעה משמעותית בהכנסות הלווים, הוא עלול לפגוע בבנקים החשופים אליהם. אם תרחיש כזה יוביל גם לירידה חדה במחירי הדירות, הוא עלול לפגוע בבנקים במידה משמעותית עוד יותר, עקב הפגיעה בביטחונות שבידיהם והקושי לממש נכסים רבים תוך זמן קצר.

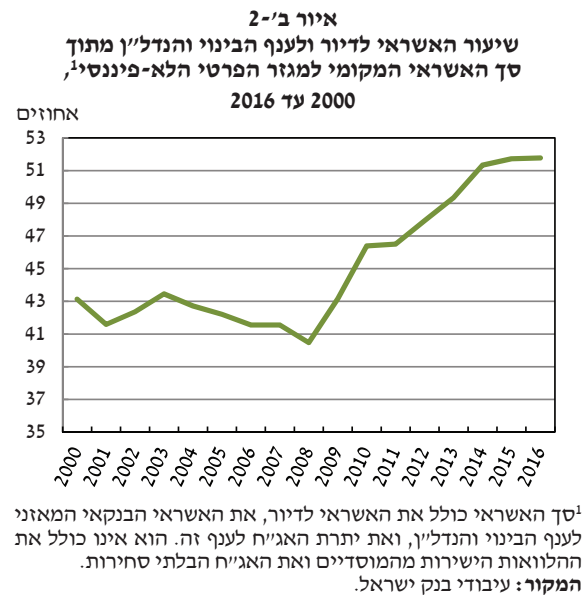
גם הגופים המוסדיים הגדילו את חשיפתם למשכנתאות, הן ישירות והן דרך רכישות של תיקי משכנתאות מהבנקים. חשיפתם לאשראי לדיור הגיעה במרץ 2017 ל-8.4 מיליארדי ש"ח, לאחר שבשנה הקודמת היא גדלה במידה משמעותית – כ-5.4 מיליארדי ש"ח. בתקופה האחרונה חתמו המוסדיים עם הבנקים על כמה הסכמים למכירת הלוואות לדיור ולשיתופי פעולה בהעמדתן (עסקאות סינדיקציה). עסקאות אלה מאפשרות לבנקים לפנות הון כדי להעמיד למשק אשראי נוסף, משלבות שחקנים חדשים בשוק ספקי האשראי, ומקנות לגופים המוסדיים תשואות גבוהות ביחס לסיכון וגיוון בתיק ההשקעות של החוסכים. מאחר שמדובר בפעילות חדשה, ובעקבות הלקחים שהופקו מהמשבר הפיננסי העולמי, שלח הפיקוח על הבנקים טיטוט הוראה המסדירה את שיתופי הפעולה האלה.

בינתיים המוסדיים אינם חשופים למשכנתאות במידה משמעותית יחסית להיקף הנכסים שהם מנהלים. זאת ועוד, כאשר אשראי לדיור עובר מהבנקים למוסדיים, הדבר מוביל ישירות לפיזור הסיכון בין הגופים. אולם אם בעתיד תגיע החשיפה לממדים משמעותיים תגבר הקישוריות בין הגופים הפיננסיים, והדבר יגדיל את ההסתברות שמשבר בחלק מהמערכת יהפוך למשבר כלל-מערכתי.

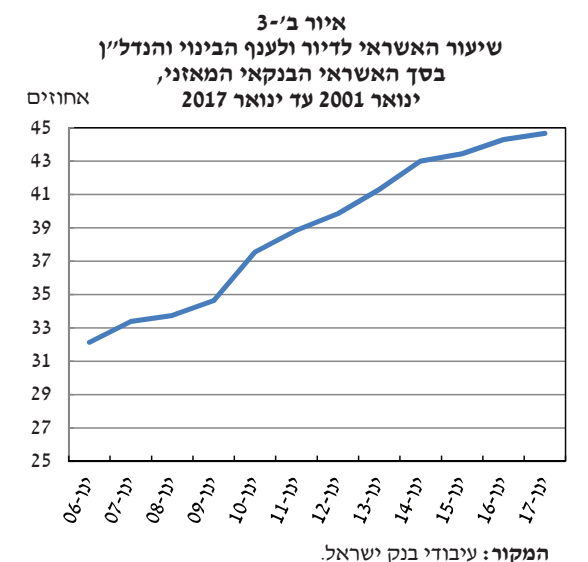
בהקשר זה יש להזכיר כי כ-47% ממלאי האג"ח התאגידיות (ללא האג"ח של המגזר פיננסי), וכ-37% מהאג"ח שהונפקו במהלך הרבעון הראשון של 2017, שייכות לענף הבינוי והנדל"ן⁵.

מקובל להעריך את התמחור בשוק הדיור באמצעות בחינה של המחירים ביחס לגורמי היסוד, ובפרט ביחס ל-(1)

האשראי לדיור ולענף הבינוי והנדל"ן הגדיל את חלקו בסך האשראי המקומי למגזר הפרטי הלא-פיננסי מ-40% ב-2008 ל-52% ב-2016. בשנים 2015–2016 התמתן שיעור הגידול.



החשיפה של הבנקים למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן עלתה עוד בשנה האחרונה והגיעה לכ-45%. רוב העלייה נובע מעלייה באשראי לדיור.



⁴ בהמשך נדון בו בהרחבה.

⁵ רובן לנדל"ן מניב.

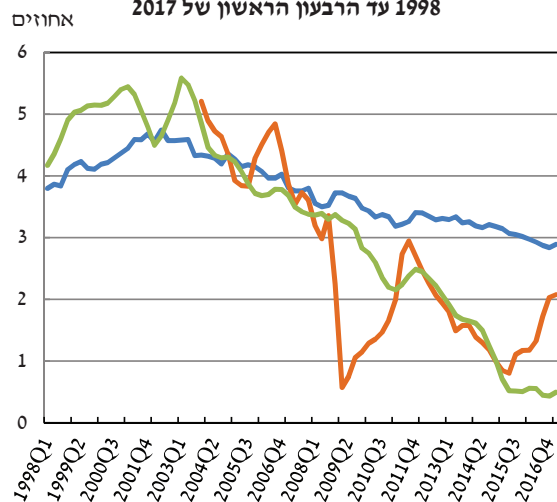
העלייה שחלה בשנים האחרונות במחירי הדירות התרחשה בד בבד עם הירידה בתשואות ארוכות הטווח (איור ב'-5). בהנחה שנדליין ונכסים פיננסיים משמשים אפיקי השקעה אלטרנטיביים, הרי שהתשואה מבעלות עליהם צריכה להיות דומה, בהתאם להבדלים בסיכון, בנזילות הנכס ובהוצאות העסקה הקשורות בהחזקתו. התשואה על דירה (שכר הדירה השנתי חלקי המחיר) ממשיכה לרדת, ובמקביל המשיכה התשואה על אג"ח ממשלתיות לרדת אך בקצב מהיר פחות. אמנם כתוצאה מכך הצטמצם במקצת הפער בין התשואה מהחזקת דירה לתשואה על אג"ח ממשלתיות, אך הפער ביניהן עדיין משמעותי (2.4 נקודות אחוז), דבר שעשוי להסביר מדוע ההשקעה בדירות עדיין אטרקטיבית. אולם כאמור, בתקופה הנסקרת ירד משמעותית חלקם של המשקיעים בסך הרוכשים – מכ-30% ביוני 2015 לכ-

שכר הדירה, נתון שמשקף את התקבולים הפוטנציאליים מהשקעה בדירה, ו-(2) השכר או ההכנסה, נתונים שמשקפים את כוח הקנייה של הפרטים במשק. בהשוואה לעבר, שני המדדים האלו נמצאים בשיא. עליית המחירים עלולה להעיד אף על תמחור יתר של הדירות⁶. עם זאת, בחודשים האחרונים חלה התמתנות בקצב עליית המחירים, וב-12 החודשים שקדמו למרץ 2017 הם עלו ב-4.4% (איור ב'-4)⁷. לכך הצטרפה התמתנות בפעילות בשוק הדיור: כאמור, היקף העסקאות בדירות למגורים ירד במידה מסוימת, קצב המכירות של דירות חדשות ירד, חלקם של המשקיעים התכווץ במידה משמעותית, ומספרן והיקפן של המשכנתאות שניתנות מדי חודש הוסיף להצטמצם. המשך ההתמתנות בפעילות ובקצב עליית המחירים יפחית בסופו של דבר את רמת הסיכון.

התשואה על דירות ממשיכה לרדת, ובמקביל הוסיפה לרדת גם התשואה על אג"ח ממשלתיות אם כי בקצב מתון יותר. אמנם כתוצאה מכך הצטמצם הפער ביניהן אך הוא עדיין משמעותי (2.4 נקודות אחוז), והדבר עשוי להסביר מדוע ההשקעה בדירות נותרה אטרקטיבית.

אמנם בחמשת החודשים האחרונים התמתן קצב עלייתם של מחירי הדירות, אך בשנים עשר החודשים שקדמו למרץ 2017 הם עלו ב-4.4%. לכן מחירי הדירות עדיין עלו בשנים עשר החודשים האלה יותר משכר הדירה, והיחס בין שני המשתנים שומר על רמות שיא.

איור ב'-5
התשואה על השכרת דירה בהשוואה לתשואה הריאלית מעקום האפס ל-10 שנים ולריבית המשוקללת על המשכנתאות¹, 1998 עד הרבעון הראשון של 2017



התשואה על דירת 3-4.5 חדרים, הממוצע האזורי (משוקלל)
הריבית הריאלית המשוקללת
התשואה הריאלית מעקום האפס ל-10 שנים (ממוצע נ, 4 רבעונים)
¹ הריבית המשוקללת חושבה בהנחה שהאינפלציה עומדת על 2%.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

איור ב'-4
מדד הדיור, סקר מחירי הדיור והיחס בין מחירי הדירות לשכר הדירה, ינואר 1999 עד מרץ 2017



המקור: עיבודי בנק ישראל.

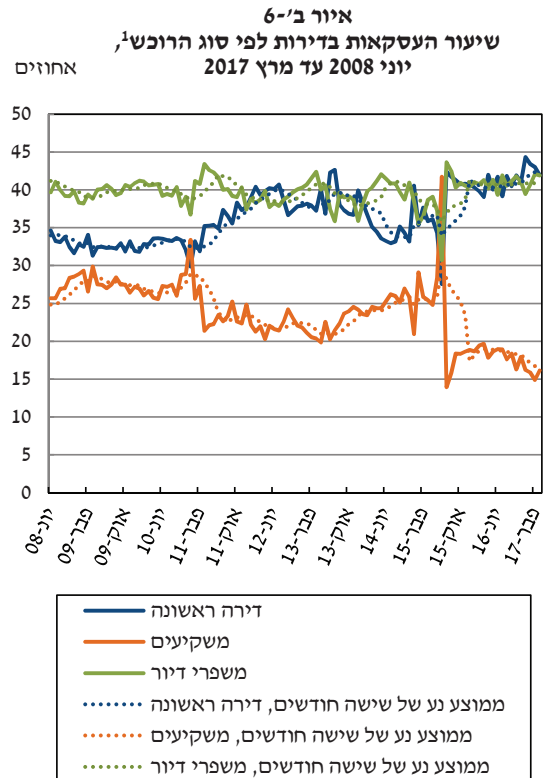
⁶ מבחן עדכני מוצא עדות לקיומה של התנהגות נפיצה ביחס שבין מחירי הדירות לשכר הדירה הן ברמה הארצית והן בחלק בלתי מבוטל מהאזורים בארץ (ראו כספי א' [2015] "בחינת קיומה של בועת נדליין ברמות הארצית והאזורית: המקרה הישראלי", מאמרים לדיון, בנק ישראל).

⁷ דירות חדשות ודירות מיד שנייה.

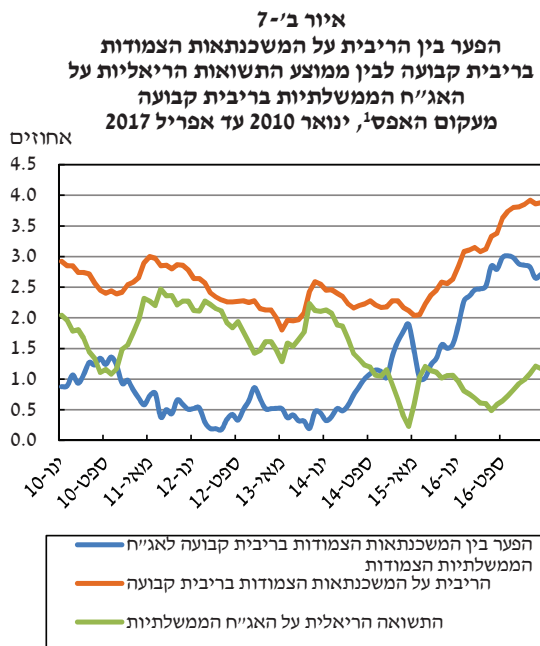
בגין תיק האשראי לדיור עד ראשית 2017 והדרישה להטמיע את המלצות באזל III בדבר יחס הון הליבה החל מ-2012. מאז 2013 עולה המרווח בין הריבית על המשכנתאות לבין התשואה על האג"ח הממשלתיות (איור ב'-7). מנובמבר 2016 הוא ירד במידה מסוימת.

בתקופה הנסקרת עלו במידה מסוימת הסיכונים הטמונים באשראי לדיור. הדבר בא לידי ביטוי בעלייה של גודל המשכנתה הממוצעת ובהתארכות התקופה הממוצעת לפירעון של המשכנתאות בריבית קבועה. היחס בין ההלוואה לערך הדירה (LTV) ושיעור ההחזר מההכנסה (PTI) כמעט לא השתנו בתקופה זו. נראה אפוא כי הריבית על המשכנתאות עלתה עקב הצעדים הרגולטוריים והתגברות הסיכונים הנשקפים מהאשראי לדיור. כדאי לציין שהעלייה בריבית על המשכנתאות מגדילה את פרמיית

בתקופה הנסקרת ירד משמעותית חלקם של המשקיעים בקרב כלל הרוכשים, מ-30% ביוני 2015 לכ-16% במרץ 2017, בין היתר עקב צעדי המיסוי שננקטו בשנים האחרונות.



הפער בין הריבית על המשכנתאות לתשואה על האג"ח הממשלתיות התרחב מאז 2013 – עוד לפני שהריבית על המשכנתאות החלה לעלות. מנובמבר 2016 הוא ירד במידה מסוימת.



16% במרץ 2017 (איור ב'-6) – בין היתר עקב צעדי המיסוי שננקטו בשנים האחרונות.

מיוני 2015 עד פברואר 2017 ניכרת מגמת עלייה בריבית על המשכנתאות בכל המסלולים. תיאורטית ריבית זו אמורה לשקף את העלות שהבנקים משלמים כדי לגייס מקורות (בעלי אופי דומה מבחינת המח"ם וההצמדה), את הסיכון הגלום בהלוואה, ואת כושר המיקוח של הלווים – פונקציה של מידת התחרות בשוק המשכנתאות. נוסף לכך היא משקפת את הערכת הסיכון שמגבש הרגולטור ואת דרישות ההון הנובעות מכך. בשנים האחרונות פרסם הפיקוח על הבנקים כמה הוראות שמטרתן לעודד את הבנקים להפנים את הסיכון הגובר בשוק הדיור, ושתיים מהן כנראה השפיעו על מחיר המשכנתאות: הדרישה להגדיל את הקצאת ההון

הפעילות במשק גבוהה, מינוף החברות נמוך, החברות משתמשות ברווחיהן הצבורים כדי לממן את פעילותן¹³, וההסתברות לפשיטת רגל נותרה ברמה נמוכה יחסית לעבר. אולם מאחר שהמרווחים הציגו ירידה נוספת בתקופה שלא חל בה שינוי מהותי בגורמים הנזכרים – דבר שמעיד כי הירידה בסיכונים אינה מסבירה את כל הירידה במרווחים – ייתכן כי ישנה הערכת חסר של הסיכונים, על רקע הריבית הנמוכה וחיפוש התשואה בקרב המשקיעים¹⁴. איתות נוסף מתקבל כאשר משווים בין מרווחי האג"ח התאגידיות בישראל ובארצ"ב: הפערים ביניהם יורדים בתלילות מאמצע 2016. הדבר נובע בחלקו מהדמיון בתשואות על האג"ח הממשלתיות. אולם הוא גם נובע מכך שהתשואות על האג"ח התאגידיות עצמן ירדו בישראל במידה רבה יותר מאשר בארצ"ב; התפתחות זו מעוררת חשש שבעת זעזוע יציגו המחירים תנודות גדולות, מכיוון שקרנות הנאמנות מחזיקות כאמור נתח גדול מהאג"ח התאגידיות. כדאי להוסיף שאם הריבית תעלה כתוצאה משיפור בפעילות הכלכלית, האג"ח הממשלתיות יספגו הפסדי הון גבוהים יותר מהאג"ח התאגידיות – ואם זהו התרחיש המרכזי הוא יכול גם כן להסביר חלק מירידת המרווחים שאינה נובעת מתמחור חסר.

בשנה האחרונה ניכרת התעוררות גם בשוק המניות: מדד המניות הקטנות – מדד שאינו כולל את חברות הפארמה הגדולות – עלה בחדות, שש חברות ביצעו בחמשת החודשים האחרונים הנפקות ראשוניות לאחר שבמשך שנה כמעט שרר קיפאון בתחום, וכספים זורמים לקרנות הנאמנות המתמחות במניות. אף על פי כן היחסים הפיננסיים, ביניהם מכפילי הרווח וההון, אינם מעידים שהמחירים סוטים מגורמי היסוד.

מאחר שהציבור והגופים המוסדיים הגדילו את הביקוש לאג"ח התאגידיות והן נסחרות בתשואות נמוכות, הגדילו החברות במשק את היקף ההנפקות החדשות. ההנפקות של האג"ח התאגידיות הלא-פיננסיות (ללא הנפקות של חברות זרות, סחירות ובלתי סחירות) הגיעו בשנת 2016 להיקף הגבוה ביותר שנרשם מאז המשבר של 2008, וענף

הסיכון שהבנקים גובים, ונוסף לכך היא מרסנת את צבירת הסיכונים במערכת משום שהיא ממתנת את הביקושים בשוק הדיור – וזאת אף על פי שהריבית המוניטרית לא השתנתה בתקופה הרלוונטית ונותרה נמוכה מאוד.

2. הסיכונים העיקריים המקומיים בטווח הקצר: שוק האג"ח התאגידיות⁸

הציבור נותר חשוף באופן משמעותי למחיריהן של האג"ח התאגידיות, נכסים רגישים לשינויים בריבית, והחשיפה אף התגברה מעט בשנת 2016 – הן עקב החזקת נכסים ישירה⁹ והן עקב החזקה עקיפה, באמצעות חסכוניות בגופים המוסדיים; החסכוניות צפויים להתרחב בשנים הקרובות, בין היתר עקב צעדים רגולטוריים שנקטו¹⁰. בפברואר 2017 היוו האג"ח התאגידיות 14.1% מסך התיק של המשקיעים המוסדיים¹¹. עלייה עתידית בריבית או זעזוע אחר¹² עשויים להוביל לירידה במחיריהן ולפגוע בחסכוניות הציבור.

סיכון נוסף נשקף ממגמת הגידול בהיקף האג"ח התאגידיות שמחזיקות קרנות הנאמנות. קרנות הנאמנות בדרך כלל משמשות את משקי הבית כדי לחסוך לטווחים הקצר והבינוני, וניסיון העבר מראה כי בעת משבר או ירידת מחירים משמעותית הן סובלות מפדיונות גדולים יחסית ולכן נוטות למכור נכסים רבים ולהעמיק את ירידות המחירים.

המרווח הממוצע של האג"ח התאגידיות המשיך להציג בשליש הראשון של 2017 את מגמת הירידה שהחלה בראשית 2016, במיוחד בדירוגים הנמוכים, והוא אף הגיע לשפל שנראה לאחרונה רק בסוף 2007. המרווח ירד מפני שהתשואות על האג"ח הממשלתיות הצמודות למדד עלו באותה תקופה, אך בעיקר מפני שהתשואות על האג"ח התאגידיות ירדו. המרווחים נמוכים בין השאר מפני שרמת

⁸ ניתוח נרחב של מחירי הנכסים מופיע בפרק ו'.

⁹ כ-20% מתיק הנכסים של הציבור מושקעים באופן ישיר באג"ח בארץ.

¹⁰ למשל פנסיית חובה לעצמאים, חיסכון לכל ילד וכו'. הרחבה מופיעה בתוך בנק ישראל (2017), דוח בנק ישראל לשנת 2016, פרק ד'.

¹¹ עוד 0.8% מושקעות בתעודות סל שמתחקות אחרי אג"ח.

¹² הזעזועים שיכולים להוביל לירידה במחירי הנכסים מפורטים בסעיף "עיקרי הדברים".

¹³ ראו בנק ישראל (2016), דוח בנק ישראל לשנת 2015, פרק ד', בפרט תיבה ד'-2.

¹⁴ משום שלמרות ירידת המרווחים האג"ח התאגידיות עדיין מקנות תשואה עודפת.

בהפטר מחובותיהם. אולם צעדים אלה מגדילים את ההסתברות שלקוחות לא יחזירו אשראי צרכני.

בתחילת השנה נכנס לתוקף החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל (תיקוני חקיקה), התשע"ז-2017, והוא מיישם את המלצות הוועדה להגברת התחרות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים (ועדת שטרס). ועדה זו מצאה שבתחום האשראי אין למגזרים הקמעוניים אלטרנטיבות ראויות לבנקים והמליצה על שורת צעדים. ההמלצה המרכזית – להפריד מהבנקים הגדולים את חברות כרטיסי האשראי ולהפוך אותן לגופים שמתחרים בהם על מתן שירותים פיננסיים¹⁶ – עשויה להגדיל עוד את היצע האשראי וכך להגדיל את היקף האשראי למשקי הבית ולעסקים הקטנים¹⁷. בהקשר זה יש לציין כי ב-12 החודשים האחרונים גדל האשראי מחברות כרטיסי האשראי (שאינו באחריות הבנקים) ב-17.7%, ורוב הגידול התרחש ברבעון השלישי של 2016. התרחבות זו נובעת ככל הנראה מירידה מתמשכת בריביות, מכך שההתקדמות הטכנולוגית מקלה על נטילת הלוואות, ומכך שהבנקים הגדילו את האשראי של משקי הבית דרך כרטיסי האשראי.

שיעור המינוף של משקי הבית (סך התחייבויות ביחס לסך הנכסים, הן הפיננסיים והן הריאליים) עלה במתינות בין 2013 ל-2015, בין השאר מפני שהאשראי למשקי הבית צמח בשיעורים גבוהים מעט מסך תשלומי השכר (על פי נתוני מס הבראות¹⁸). אף שנראה כי יחס המינוף של משקי

הבינוי והנדל"ן ממשיך למלא תפקיד מרכזי הן בהנפקות והן ביתרה. גם קצב ההנפקות של החברות הזרות עולה בחודשים האחרונים, ובניגוד לעבר המרווחים של אג"ח אלה גבוהים מהמרווחים של אג"ח מקומיות דומות בעלות אותו דירוג. ייתכן כי תופעה זו מעידה שהשוק הפנים במידה מסוימת את הסיכונים הייחודיים הקיימים בהן.

העלייה שחלה בשנים האחרונות במחירי האג"ח התאגידיות לא לוותה בגידול האשראי למגזר העסקי, אם כי לאחרונה התהפכה המגמה והיקף האשראי העסקי עלה, בין היתר עקב קצב ההנפקות הגבוה. אם קצב זה יימשך, הוא עשוי להעלות בהמשך את רמות המינוף של החברות. עם זאת, לפחות חלק מהחברות ניצלו את הריביות הנמוכות בשווקים על מנת למחזר את חובותיהן בריבית נמוכה מזו שבה הונפק החוב מלכתחילה, וכך פחת החשש לפגיעה ביציבות החברות עקב עלייה מהירה בתשואות.

3. הסיכונים העיקריים המקומיים בטווח הבינוני: האשראי שאינו לדיור

כפי שעולה מהנתונים, מצבם הפיננסי של משקי הבית נותר יציב. אולם ראוי לשים לב לצמיחה המהירה שהאשראי הצרכני מציג בארבע השנים האחרונות¹⁵. צמיחה זו חושפת את המוסדות הפיננסיים לסיכון הנשקף מהאפשרות שמשקי הבית ייקלעו לחדלות פירעון. חלק גדול מחוב זה ניתן בריבית משתנה, ולכן עליית ריבית שתעלה את נטל החוב עלולה להתגלגל לצמצום הצריכה הפרטית ולעלייה בשיעור האבטלה. ההתרחבות הניכרת בהיקף האשראי הצרכני והסיכון הגלום בו מחייבים את הבנקים וחברות כרטיסי האשראי להגדיל באופן משמעותי את ההוצאה להפסדי אשראי בתחום זה.

תהליך פשיטת רגל בתחום האשראי הצרכני מתנהל אחרת מהתהליך בתחום האשראי לדיור, שכן חלקו הגדול ניתן ללא ביטחונות (להוציא הלוואות למימון רכישת כלי רכב, אשראי ששיעורו בסך האשראי הצרכני שמעניקות חברות כרטיסי האשראי הולך ויורד לאחרונה), והוא מחייב התדיינות ארוכה בבתי המשפט ועיקול נכסים וחשבונות בנק. בשנים האחרונות נערכה בתהליך רפורמה שנועדה לפשטו ולקצרו. יתר על כן, שיתוף פעולה מלא מצד החייבים, כולל גילוי כל המידע והרכוש, יכול לזכותם

¹⁶ הרחבה מופיעה בתוך בנק ישראל (2017), *דין וחשבון לשנת 2016*, תיבה ד'1.

¹⁷ הסיכונים הכרוכים בצעדים להגברת התחרות בתחום האשראי הצרכני נידונים בתיבה ד'1 בתוך בנק ישראל (2016), *דין וחשבון לשנת 2015*.

¹⁸ מתבסס על שיעור השינוי בתקבולי מס הבראות, במונחים שנתיים.

¹⁵ הרחבה מופיעה בפרק ז'.

הבית אינו יוצר סיכון¹⁹, העובדה שהשכר צומח בשיעור מעט נמוך מהחוב עלולה להציב בפני משקי הבית קשיים במידה שמגמה זו תימשך ותגבר, כיוון שלרוב השכר מהווה את המקור המרכזי לשירות חוב. יתר על כן, אמנם העלייה באשראי תמכה בשיעורי הצמיחה דרך הצריכה הפרטית – מנוע הצמיחה העיקרי של המשק בתקופה האחרונה – אולם היא חושפת את משקי הבית לסיכון שעלול להתממש אם מצבם הכלכלי יחמיר. היות שהמשק נמצא כנראה בתעסוקה מלאה, ההסתברות להרעה במצב גבוהה מההסתברות לשיפור (down side risk).

¹⁹ לאחרונה פורסם מחקר אמפירי שמוצא קשר בין התרחבות מהירה בחוב של משקי הבית (מצב שבו היחס בין חוב זה לתוצר עולה במצטבר ביותר מ-5 נקודות בסיס במשך שלוש שנים) לבין תרומה לצמיחת התוצר בתקופת ההתרחבות, אך גם בינה לבין היפוך המגמה בהמשך ולפגיעה בצמיחה במידה שחורגת מהתרומה בתקופה הראשונה. הדינמיקה שתועדה במאמר התקיימה במדגם גם לפני שנות ה-90 (תקופה שבה היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר עמד על רמות נמוכות משמעותית מהרמות בעשור האחרון) וגם במשקים מתפתחים, מדינות שבהן רמות החוב נמוכות מהרמות במשקים מפותחים. ראו Mian A., A. Sufi and E. Verner, "Household debt and business cycles worldwide", No. w21581. National Bureau of Economic Research, 2015

ג. הסיכונים העיקריים – הסביבה העולמית

להערכת קרן המטבע הבין-לאומית¹, הסיכונים ליציבות הפיננסית פחתו בתקופה הנסקרת, הגם שהם נותרו גבוהים יחסית. הקרן הרחיבה את הדיון במינוף הגבוה של החברות בארה"ב, שכן רמתו הופכת חלקים מסוימים במגזר החברות לפגיעים במיוחד לעליית תשואות ולעליית מרווחים. נוסף לכך כללה הקרן בסיכונים המרכזיים את המשך העלייה בסיכון הפיננסי שעלול לנבוע מצד סין, את העובדה שהבנקאות האירופית עדיין סובלת מבעיות מבניות קשות, ואת חוסר הוודאות הפוליטית. זה האחרון קשור הן לצעדים שנקוט הממשל האמריקאי – היות שחלקם עלולים לפגוע בקצבי הצמיחה של התוצר והסחר העולמיים ועל כן גם ביציבות הפיננסית העולמית – והן לתהליכים המתרחשים באירופה, שכן גם הם עלולים לפגוע ביציבות העולמית במידה ניכרת.

בהתאם לכך מציינת קרן המטבע שנחוצה תמהיל צעדים נכון על מנת לשמר את מומנטום הצמיחה בלי לגרום לעלייה בסיכונים הנשקפים ליציבות הפיננסית העולמית.

להערכת הקרן, זהו מצב הסיכונים הנוכחי:

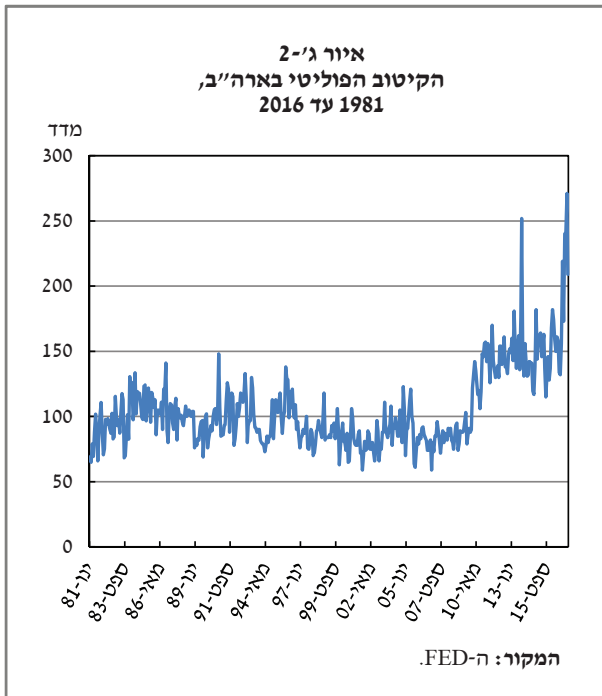
- הסיכון המקרו-כלכלי לטווח הקצר ירד משום שהצמיחה במדינות המפותחות צוברת תנופה והאינפלציה בהן עולה, והתפתחויות אלה מקטינות את ההסתברות למיתון ולדפלציה. ההתפתחויות הנידונות תרמו גם לעלייה בתחזיות השווקים לגבי קצבי הצמיחה ולגבי האינפלציה, הריביות והתשואות בשנים הקרובות. בהקשר זה יש לציין כי חלק מההתאוששות נבע משתי התפתחויות אחרות – (א) תוצאות הבחירות בארה"ב והתקווה שהממשל החדש ינקוט צעדים שיאיצו את קצב הצמיחה שם ובעולם, ו-(ב) הזרמת ההון הניכרת בסין – אולם שתיהן עלולות להכזיב. בפירוט, עדיין אין כל ודאות שהציפיות מהממשל האמריקאי יתממשו, מה עוד שחלק ניכר מהצעדים שהוא מתכנן צפויים דווקא לפגוע בצמיחה ובסחר העולמיים. יתר על כן, לאחרונה נרשמו בארה"ב הרעה בנתוני המקרו והתמתנות בציפיות – זו מתבטאת בין השאר בירידת תשואות. גם הזרמת האשראי בסין איננה יכולה להתמיד לאורך זמן עקב שיעורי המינוף הגבוהים השוררים במדינה והסיכונים הפיננסיים הניכרים הנובעים מכך, סיכונים שגם קרן

המטבע התריעה מפניהם. הדגישו זאת דבריו של נשיא סין: הוא אמר כי ב-2017 תתמקד המדינה ביציבות יותר מאשר ביעד הצמיחה.

- סיכוני השוק והנזילות המגולמים בשווקים הפיננסיים ירדו מהרמות הגבוהות שהם עמדו עליהן, משום שמחירי הנכסים עלו, התנודתיות נותרה נמוכה מאוד, ומרווחי האשראי הצטמצמו. אולם ייתכן שהשווקים הפיננסיים אינם מתמחרים את הסיכונים האלה במלואם, שכן קיימים בהם עודפי נזילות וסביבת הריביות עדיין נמוכה מאוד. באופן כללי ניתן לומר שהעלייה בציפיות להתאוששות הכלכלה העולמית לא לוותה עד כה בעלייה חדה בתשואות ובריביות, והתחזית צופה שהתנאים המוניטריים והפיננסיים יישארו מרחיבים מאוד. אולם יש לציין כי העלויות שניכרו לאחרונה בשווקים בארה"ב נבעו בעיקר מהמשקיעים הקמעונאיים, ואילו המשקיעים המתוחכמים – ביניהם גופים מוסדיים, קרנות גידור ובעלי עניין – צמצמו את חשיפותיהם לשוק האמריקאי.
- סיכוני האשראי ירדו משום שהעקומים היתללו ושערי המניות עלו, והתפתחויות אלה שיפרו את הרווחיות של חברות הביטוח והבנקים וממילא הפחיתו את סיכון האשראי שלהם. הציפיות שרווחי החברות יוסיפו להשתפר – אלה נוצרו בעיקר על יסוד הציפייה שארה"ב תערוך רפורמה במס החברות – הביאו לצמצום במרווחי האג"ח. צמצום זה והעלייה בשערי המניות הקלו על החברות לגייס הון ועל כן הפחיתו גם את סיכון האשראי של החברות הלא-פיננסיות. למרות זאת מצבן של חברות רבות בארה"ב, בסין ובשאר העולם נותר מאתגר, וקרן המטבע מתארת זאת בפירוט. נוסף לכך יש לציין כי סיכון האשראי של משקי הבית עלה מעט.
- סיכון המשקים המתעוררים נותר כמעט ללא שינוי וברמה גבוהה. אמנם חלה ירידה (א) בסיכון הנשקף מיצואניות של סחורות ואנרגיה (בעיקר ברזיל ורוסיה) בשל העלייה במחיריהן ו-(ב) בסיכון הנשקף מהצורך לממן מחדש את החוב החיצוני של חלק מהמשקים המתעוררים, משום שהמשקיעים במשקים המפותחים חשים אופטימיות, בעיקר בעקבות הבחירות בארה"ב, והדבר צפוי להביא לנטילת סיכונים. אולם את הירידה קיזז המשך העלייה בסיכונים הנשקפים ממגזרי החברות והבנקים בסין, מפני שהם סובלים ממינוף גבוה במיוחד – חלק ניכר ממנו מורכב מאשראי צללים – וכן מקשיי מימון לחוב במט"ח.

¹ Global Financial Stability Report, April 2017

הקיטוב הפוליטי בארה"ב עלה לרמת שיא, והדבר מוסיף לחוסר הוודאות הפוליטית וצפוי להגביל את יכולת הפעולה של הממשל.

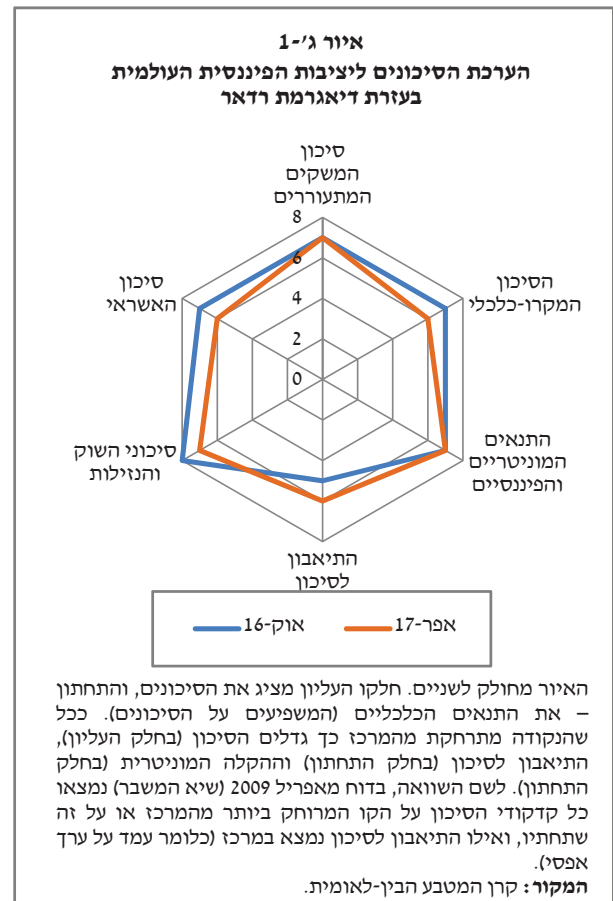


החדש בנוגע לרפורמת המס ולהשקעה בתשתיות צפוי להיתקל בקשיים מרובים מכיוון שהקיטוב הפוליטי עלה לרמות גבוהות (איור ג'-2). יתר על כן, השווקים התעלמו לחלוטין מההבטחות הבעייתיות שניתנו במהלך הבחירות. באירופה התקבלו אמנם תוצאות שהפחיתו את אי-הוודאות לגבי עתיד האיחוד האירופי: בהולנד הפסיד המועמד האירו-סקפטי, ובצרפת זכה המועמד הפרו-אירופי העצמאי עמנואל מקרון (Emmanuel Macron). ואולם בשני המקרים, אך בעיקר בצרפת, ראוי להביט גם על התחזקות המרשימה של הכוחות האירו-סקפטיים ועל היעלמות המפלגות המסורתיות, מפני שהדבר יקשה להקים קואליציות יציבות ומפני שהוא מדגיש כי במקומות רבים בעולם אין לציבור אמון בקובעי המדיניות.

כתוצאה מכל האמור עלה התיאבון לנטילת סיכונים, והדבר בא לידי ביטוי הן בסקרי המשקיעים והן בפוזיציות שהם נוטלים.

דיאגרמת הרדאר המצורפת לדוח מסכמת את הסיכונים ליציבות הפיננסית העולמית:

להערכת קרן המטבע, הסיכון הכולל ליציבות הפיננסית העולמית ירד אך נותר גבוה. כמו כן נוספו סיכונים שאינם משתקפים בדיאגרמת הרדאר.



כפי שציינו כבר בדוח הקודם, דיאגרמת הרדאר אינה מציגה – ואינה יכולה להציג – את הסיכונים החדשים המאיימים על היציבות הפיננסית, היות שאופיים שונה. בהקשר זה הקרן מתמקדת בסיכונים הפוליטיים ובכך שאי-הוודאות הפוליטית גבוהה. בארה"ב תמחרו השווקים לאחר הבחירות מימוש מלא של ההבטחות שתורמות לצמיחה וליציבות², אולם מימוש תוכניותיו של הממשל

² הכוונה כמובן להבטחות שניתנו במהלך מסע הבחירות.

הרחבת הדיון בסיכונים שעלולים להשפיע על המשק הישראלי^{3,4}

1) אי-הוודאות באשר לצעדי המדיניות ממשיכה להערכתנו להוות את הסיכון המרכזי ליציבות הפיננסית העולמית. אמנם באירופה פחתה משמעותית הדאגה מהתחזקות הפופוליזם והאירו-סקפטיות לאחר שמרק רוטה (Mark Rutte) ועמנואל מקרון זכו בבחירות בהולנד ובצרפת, בהתאמה. אולם יש לשים לב שבשני המקרים נחלשו המפלגות הממסדיות והתחזקו הכוחות האירו-סקפטיים, ופחתו הסיכונים להקים קואליציות יציבות. יתר על כן, השפעות ה-Brexit עדיין לפנינו: בבריטניה הכריזה ראשת הממשלה תרזה מיי (Theresa May) על בחירות בזק במטרה לזכות באמון הציבור כדי לנהל את התהליכים הקשים שהמדינה ניצבת בפניהם, בחירות שתוצאותיהן עלולות גם להקשות על התהליכים, ומקרון הצהיר בעבר שהוא תומך בעמדה נוקשה במשא ומתן על פרישתה מהאיחוד. אשר לארה"ב, השווקים צפו כאמור כי ההבטחות שתורמות לכלכלה וליציבות הפיננסית העולמית יתממשו במלואן במהירות וכי התוכניות האחרות לא יתממשו, אולם אין סיכוי רב שציפיות אלה יתגשמו במלואן. יתר על כן, הממשל החדש מנסה לקדם דווקא חלק מהצעדים שצפויים להוות מכשול לצמיחת הסחר והכלכלה העולמית ועלולים להביא לפרוטקציוניזם ולמלחמות סחר⁵ – תופעות שקרן המטבע הזהירה מפניהן בדוח האחרון. התמחר הגבוה של נכסים רבים, והעובדה שהמשקיעים המתוחכמים מדירים עתה את רגליהם מהשווקים בארה"ב בציפייה למימושים, עלולים לשמש זרז לירידות חדות, ואלה מצדן עלולות להפוך לסיכון יציבותי כשהסיכונים הפוליטיים יופנמו.

2) סיכון היציאה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה ביותר עלה בתקופה הנסקרת. אמנם תהליך העלאת הריבית שארה"ב מנהלת זה למעלה משנה מתרחש עד כה ללא פגיעה בשווקים הפיננסיים, אך נראה כי הדבר נובע בעיקר

³ כל הסיכונים שנתאר צפויים להשפיע על ישראל בעיקר דרך ערוץ השווקים הפיננסיים וירידה ברצון ליטול סיכונים פיננסיים. המשק הישראלי והמוסדות הפיננסיים הישראליים חשופים ישירות למוקדי הסיכון במידה נמוכה מאוד. אולם אם תחול הרעה כלכלית ניכרת במדינות היעד ליצוא הישראלי, היא צפויה להביא לירידה בביקוש לו ולפגיעה במשק הישראלי.

⁴ הסיכונים מסודרים לפי מידת חומרתם להערכתנו, ושני הראשונים הם המרכזיים שבהם.

⁵ לאחרונה החליטה ארה"ב להשית היטל בגובה 20% על העץ המיובא מקנדה, והיא דנה רבות במכסים שיוטלו על הפלדה המיובאת מסין.

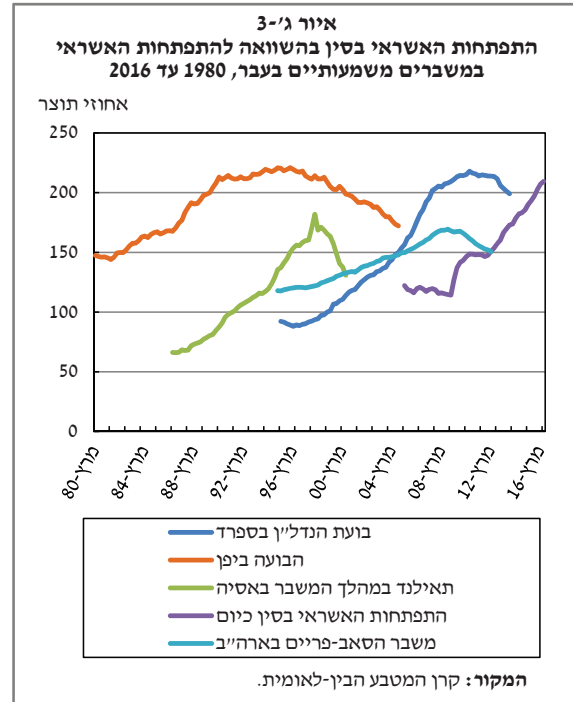
מכך שהבנקים המרכזיים של אירופה ויפן (ה-ECB וה-BOJ) המשיכו בכל אותה תקופה לרכוש נכסים פיננסיים ואף האיצו את קצב הרכישות. מדיניות זו הביאה לכך שב-2016 רכשו הבנקים המרכזיים יותר נכסים פיננסיים מאשר בכל שנה אחרת מאז המשבר, ולכן ההרחבה המוניטרית הגלובלית התעצמה למעשה למרות ההידוק שנקט ה-Fed. ואולם בעקבות תוצאות הבחירות בצרפת, המשקיעים צופים כי הנורמליזציה של הריביות באירופה תחל כבר ב-2018 (וכי המסר בהודעות ה-ECB ישתנה כבר ביוני השנה). אם שני הבנקים המרכזיים הגדולים – ה-Fed וה-ECB – ינקטו הידוק מוניטרי בו-זמנית, הדבר כנראה יקשה על השווקים הפיננסיים, והוא אף עלול להתלוות בהתרחבות המרווחים. דבר זה מצדו יקשה על מגזר החברות במשקים המפותחים – ועל המשק המתעוררים ככלל – למחזר את חובם. יצוין כי כבר עתה עלו עלויות שירות החוב של החברות בארה"ב ויחסי הכיסוי מתדרדרים (בעיקר בקרב החברות הקטנות) – תהליכים שקרן המטבע תיארה בהרחבה. מאידך גיסא, גם הותרת הריביות ברמות נמוכות עלולה ליצור סיכון יציבותי, כפי שהסברנו בדוחות הקודמים.

3) הסיכון הנשקף מצד סין למשק העולמי וליציבותו הוסיף לעלות בתקופה הנסקרת, והוא מהווה סיכון מרכזי. שוק החוב הבעייתי של סין מוסיף לגדול במהירות, והוא עלה לרמות שעלולות ליצור סיכון יציבותי. המאזן המצרפי של הבנקים הסיניים גדל לרמות מסוכנות והוא חשוף מאוד לחוב זה. יתר על כן, הבנקים הסיניים מממנים את עצמם בחוב קצר טווח, ועל כן הם חשופים מאוד לעליית תשואה פתאומית כמו זו שאירעה לקראת סוף 2016. הבעייתיות מתרכזת בשני סוגים של בנקים: (א) הבנקים הבינוניים – היחס בין האשראי לפיקדונות בהם עלה לרמות שנחשבות לבעייתיות מבחינה יציבותית והם מגשרים על בעיית המקורות באמצעות הנפקת CD, אך התשואה שחלקם משלמים עליו עולה עתה על התשואה שמניבות השקעותיהם; (ב) הבנקים הקטנים – אלה מהווים את המקור העיקרי לאשראי שניתן לבנקאות הצללים. בחודשים הקרובים צפוי ל-CD הבנקאי עקום פירעונות מאתגר במיוחד, והדבר צפוי להכביד עוד על המגזר הבנקאי. באופן כללי הוזרם בסין ברבעון האחרון אשראי בהיקף ניכר (לאחר שגם בתחילת 2016 הוזרם אשראי בהיקף גדול מאוד). הזרמה רחבת ממדים זו נמנתה עם הגורמים העיקריים להתאוששותם של מחירי הסחורות ושל הסחר והייצור העולמיים, והקטנתה ההכרחית צפויה

בשיעורים ניכרים, והדבר מקל עליהם לגייס הון. היתללות עקום התשואה תורמת אף היא לשיפור ברווחיות הבנקים. במדינות רבות באירופה נקטו צעדים מקיפים במטרה לייצב את המערכת: הבנקים הגדילו את ההון שלהם, חלק מהממשלות הזרימו הון לבנקים החלשים, ונקטו צעדים רגולטוריים ופיקוחיים רבים שתורמים לאיתנות המערכת. עם זאת לא נמצא פתרון לבעיות הבסיסיות של הבנקים האירופיים, בראשן רווחיות נמוכה של כשליש מהמערכת ושיעורים גבוהים מאוד של חובות רעים בחלק מהמדינות. לבנקים החלשים אין יכולת ממשית לגייס הון, הם אינם יכולים לייצר כריות הון שיספיקו לעת משבר, והם מתקשים להגדיל את היקף פעילותם. כפי שציינו, הסיכון הפוליטי של אירופה לא נעלם והשפעות ה-Brexit עדיין לפנינו, ולכן חולשתה של המערכת הבנקאית באירופה עדיין יוצרת איום יציבותי ועתידה להקשות על התאוששותה הכלכלית של היבשת.

(5) הסיכון הגיאו-פוליטי לא השתנה מהותית בתקופה הנסקרת. התשואות ומדדי ה-CDS של ישראל נותרו נמוכים יחסית, והאיום הישיר הנשקף לישראל מזליגת העימותים באזור ומהטרור הפלסטיני נותר מתון.

קצב הצמיחה של האשראי בסין והיקפו הכולל מתאפיינים בערכים גבוהים יחסית לערכיהם במשברים משמעותיים בעבר.



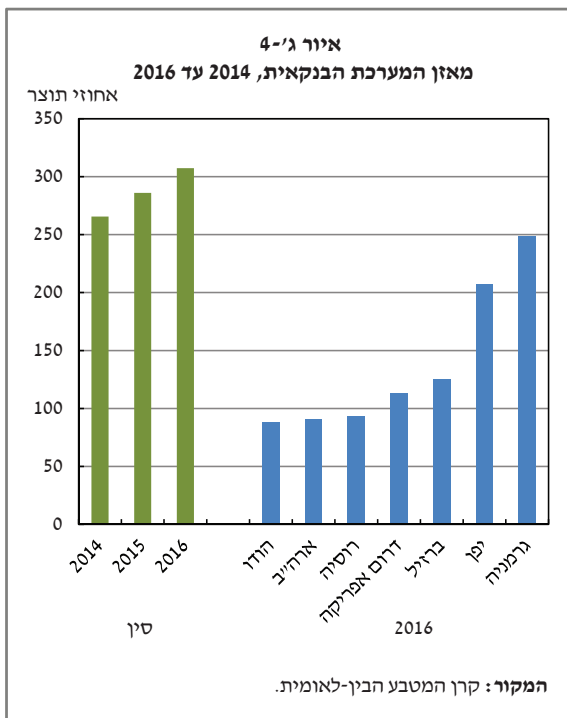
להביא להאטה בסחר ובייצור וללחץ מחודש על מחירי הסחורות.

את גודל האתגר ממחישים כמה דברים: נשיא סין אמר כזכור שב-2017 תעדיף ארצו יציבות על פני עמידה ביעדי צמיחה; בסוף 2016 נעשו ניסיונות להתחיל בהידוק מוניטרי, והם הביאו ללחצים ממשיים בשוק ה-repo; נמשכות הציפיות להידוק מוניטרי במשקים המפותחים, ואלה עלולות להביא להתחדשות יציאות ההון מסין ולהיחלשות היואן.

אמנם אין קישוריות גבוהה בין המערכת הפיננסית של סין לבין המערכת הפיננסית בעולם, אך גודלה של המערכת הסינית מוביל לכך שבעיות בה צפויות להשפיע במידה רבה על המערכת העולמית.

(4) הסיכון הנובע מחולשתה של מערכת הבנקאות האירופית ירד בתקופה הנסקרת, בעיקר לאחר הבחירות בצרפת שכן תוצאותיהן הרגיעו מאוד את חששות השווקים. מדד הבנקים האירופיים עלה בכ-50% – אם כי הוא עדיין נמוך בכ-70% מרמת השיא שנרשמה ב-2006 – והמרווחים הצטמצמו. גם שערי המניות של הבנקים האיטלקיים ושל בנק ההשקעות Deutsche Bank, מוסדות שעמדו בעין הסערה שהתחוללה אשתקד בשווקים הפיננסיים, עלו

היקף המאזן של מערכת הבנקאות הסינית גבוה מאוד בהשוואה גלובלית, והדבר מעצים את החששות מבעיית האשראי שם.



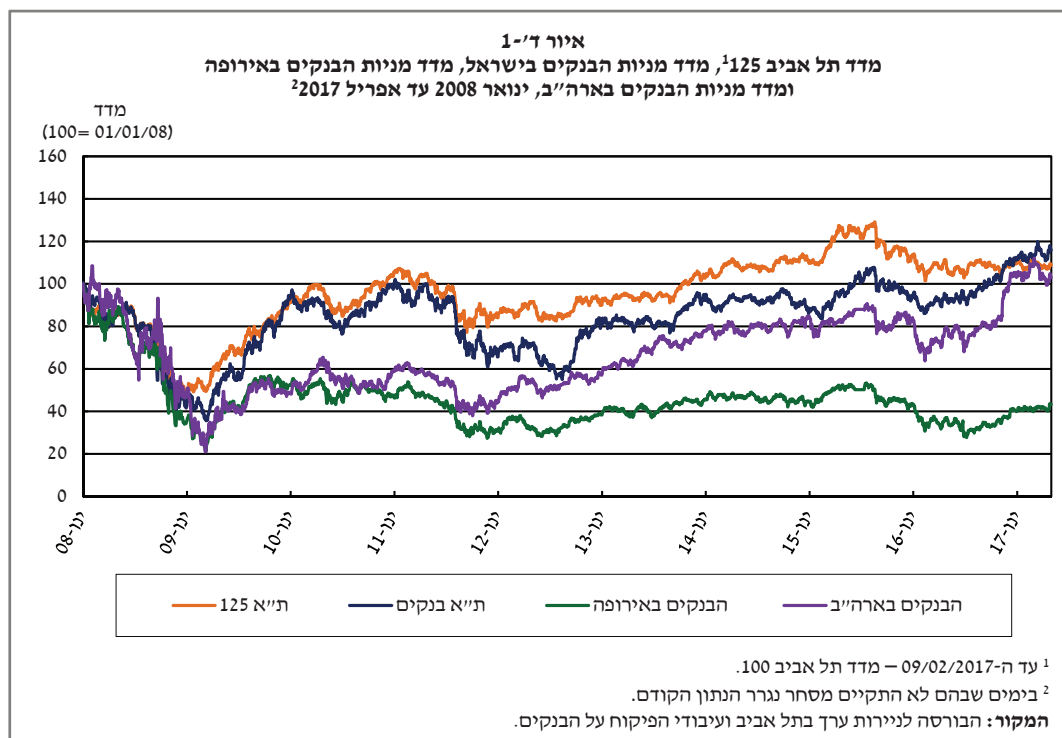
ד. המערכת הבנקאית

בשנת 2016 הוסיפה מערכת הבנקאות בישראל לשמור על חוסנה ולחזק את יציבותה על רקע סביבת הריבית הנמוכה ותנאים מקרו-כלכליים תומכים: המשק צמח בקצב מהיר, שיעור האבטלה נותר נמוך והצריכה הפרטית התרחבה. המערכת הבנקאית, הפיקוח על הבנקים וצעדי הרגולציה שננקטו בשנים האחרונות פעלו לצמצום החשיפה של הבנקים לסיכונים, ותרמו להמשכה של מגמת הגידול בהיקף ההון ובאיכותו, לשמירה על רמת מינוף נאותה ויחסי הון גבוהים, ולקידום מהלכי התייעלות. נוסף לכך נמשך השיפור במדדים לאיכות תיק האשראי, בריכוזיות התיק לפי גודל הלווה, ובפרופיל סיכון הנזילות. אלה סייעו לבנקים להגדיל את הדיווידנדים לבעלי המניות.

בשנים האחרונות ניצבים בפני הבנקים אתגרים מקומיים וגלובליים, בין היתר עקב גידול בסיכון האשראי הקמעוני, בסיכונים הנובעים מהשינויים בסביבה העסקית ובסיכונים התפעוליים. במהלך התקופה הנסקרת הוסיפו הבנקים להרחיב את האשראי למגזר משקי הבית (האשראי לדירה והאשראי שאינו לדירה) ולמגזר העסקים הקטנים והזעירים, ובמקביל צמצמו את האשראי לעסקים הגדולים ואת החשיפה ללווים גדולים. הודות לגידול בהיקפי האשראי

שניתן לציבור, ואף על פי שסביבת הריבית הנמוכה בישראל ובעולם שוחקת את מקורות הרווח הבסיסיים של הבנקים, גדלו הכנסות הריבית נטו לראשונה זה כמה שנים.

עם הסיכונים הנובעים מהשינויים בסביבה העסקית ניתן למנות את ההתפתחות הטכנולוגית המהירה והשלכותיה, אי-הוודאות הרגולטורית כתוצאה משינויי חקיקה רבים, ושינוי בהעדפות הצרכנים תוך הגברת כוחם הצרכני, שכן תהליכים אלה מהווים אתגר למודל העסקי של הבנקים. צמיחתה של הבנקאות הדיגיטלית בישראל ובעולם טומנת בחובה סיכונים מובנים, בכללם הסיכון הקיברנטי (סייבר). סיכון זה גדל כתוצאה מעלייה בתחכום ההתקפות ובקושי לזהותן, ובמטרה למזער את החשיפה אליו הוקם בתחילת 2017 מרכז סייבר בנקאי במסגרת המרכז הלאומי לסיוע בהתמודדות עם איומי סייבר (CERT, Cyber Emergency Response Team). המרכז החדש נועד לסייע לגופים הרלוונטיים לשתף מידע ומודיעין על התרעות ואירועי סייבר ולסייע להם לטפל באירועי הסייבר הפוקדים תאגידים בנקאיים. נוסף על אלו התאגידים הבנקאיים בישראל נוקטים צעדים שונים לשיפור היערכותם להתממשות של סיכונים אחרים, בכללם סיכוני המשכיות העסקית.



ב. סיכון האשראי

בשנת 2016 גדל תיק האשראי המאזני של הבנקים ב-3% והסתכם ב-935 מיליארדי ש"ח. בהמשך למגמה שנוצרה בשנים האחרונות הרחיבו הבנקים את האשראי למגזר משקי הבית ולמגזר העסקים הקטנים והזעירים וצמצמו את האשראי ללווים העסקיים הגדולים. הדבר נובע מגורמים אחדים ובהם: (1) חתירת הבנקים לעמוד ביעדי ההון הרגולטוריים באמצעות הקטנת חלקו של האשראי ללווים העסקיים הגדולים והגדלת חלקם של האשראי הקמעוני והאשראי לעסקים הקטנים, משום שהראשון מקבל בדרישות ההון משקל של 100% בשעה שהאחרונים מקבלים משקלות סיכון נמוכים יותר; (2) הפיקוח על הבנקים הטיל מגבלות וכיוון את הבנקים לצמצם את ריכוזיות הלווים בתיק האשראי הבנקאי; (3) למגזר העסקים הגדולים יש מקורות מימון חוץ-בנקאיים, בפרט הגופים המוסדיים ושוק ההון. כתוצאה מגורמים אלה גדל בשנים האחרונות חלקו של האשראי למשקי הבית לכמחצית מתיק האשראי הבנקאי, וחלקו של האשראי לעסקים הקטנים והזעירים הגיע ל-43% מתיק האשראי העסקי.

השנה נמשך השיפור במדדים לאיכות תיק האשראי הבנקאי, והם מציגים איכות טובה בהשוואה למדדים במרבית המדינות המפותחות בעולם. זאת ועוד, ריכוזיות התיק לפי גודל הלווה הוסיפה לרדת, והצטמצמה החשיפה לקבוצות לוויים גדולות. האשראי הצרכני מפוזר בין לוויים רבים, חלקו בתיק האשראי הבנקאי עומד על 16% בלבד, והיחס בין החוב של משקי הבית לתוצר נמוך בהשוואה בין-לאומית. עם זאת הסיכון הגלום בתיק זה גדל השנה, והדבר משתקף בעלייה של שיעור המחיקות ובעלייה של שיעור ההוצאה להפסדי אשראי; האחרון הגיע השנה ל-0.8% מתיק האשראי הצרכני.

בתקופה האחרונה ניכרים בשוק המשכנתאות סימני האטה, והם באים לידי ביטוי בהתמתנות בקצב צמיחתו של האשראי לדיור, בירידה בהיקף המשכנתאות החדשות ובעליית הריבית עליהן. חלק ממאפייני הסיכון של ההלוואות לדיור השתפרו בעקבות צעדים שהפיקוח על הבנקים נקט בשנים האחרונות, והדבר השתקף בכך ששיעור ההפסד באשראי לדיור ירד במידה מסוימת במבחן הקיצון שנערך השנה.

בתחילת 2017 חוקקה הכנסת את החוק להגברת התחרות במערכת הבנקאית, אשר מאזן בין הצורך לקדם את התחרות במגזרי הפעילות הקמעונאיים לבין הצורך לשמור על יציבותה של המערכת הפיננסית. החוק מציב אתגרים בפני שני הבנקים הגדולים משום שהוא קובע כי יש להפריד מהם את חברות כרטיסי האשראי, והוא מציב אתגרים בפני המערכת הבנקאית בכללותה מפני שהוא מעודד שחקנים חדשים להיכנס לענף באמצעות הסרת חסמי כניסה וחסמים רגולטוריים אחרים.

א. הלימות ההון והרווחיות

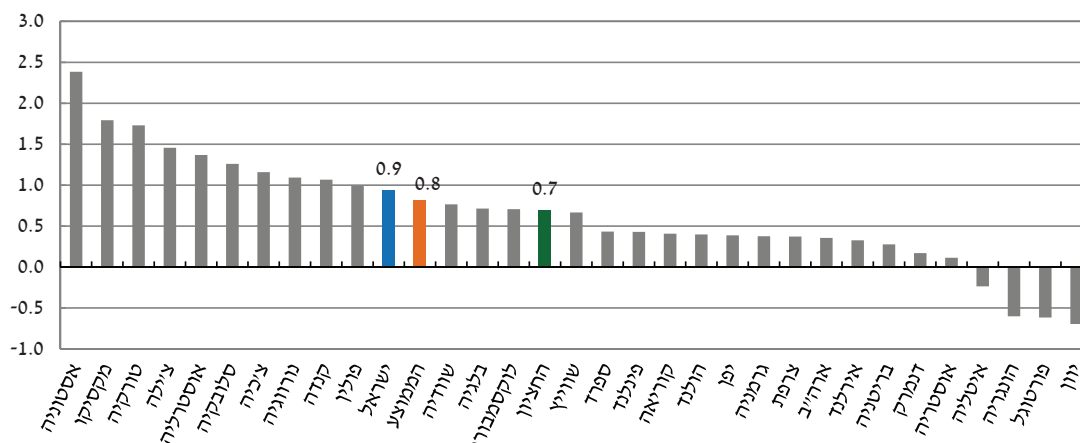
במהלך 2016 המשיכו הבנקים לפעול להשגת יעדי ההון, ויחסי ההון גדלו: יחס ההון העצמי רובד 1 של סך חמש הקבוצות הבנקאיות עלה ב-1.1 נקודת אחוז, ל-10.7%, וכולן עומדות ביעדי ההון הרגולטוריים (9% לבנקים הקטנים והבינוניים ו-10% לשני הבנקים הגדולים, ונוסף לכך כרית הון בגין הלוואות לדירור). הבנקים השיגו את העלייה ביחס ההון העצמי רובד 1 תוך המשך התמיכה בצמיחת האשראי למשקי הבית ולעסקים הקטנים והזעירים, האטה בקצב הגידול של האשראי העסקי¹, ויישום תוכניות התייעלות. יחס המינוף של סך חמש הקבוצות הגיע ל-6.6%, וכל הבנקים נמצאים מעבר לדרישת הסף שהפיקוח על הבנקים קבע בהתאם לעקרונות באזל III.

יחסי ההון עלו הודות לרווחים שהבנקים צברו ולמהלכים שהם נקטו כדי לצמצם את נכסי סיכון האשראי. רווחיותן של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות ירדה מעט בשנת 2016 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, אך נותרה דומה לרווחיות הממוצעת במדינות OECD (ראו איור ד'-2). התשואה להון עמדה על כ-8.3% (לעומת כ-9.1% בשנת 2015 ובדומה לממוצע בשנים האחרונות) – רמה נאותה, בפרט על רקע סביבת הריבית הנמוכה במשך והגידול ביחסי ההון של הבנקים. עם המהלכים שנקטו הבנקים לצמצום נכסי סיכון האשראי נמנים צמצום האשראי ללווים העסקיים הגדולים, מכירת תיקי משכנתאות, עסקאות סינדיקציה, ורכישת ביטוח לתיק הערבויות לרוכשי דירות מכוח חוק המכר.

¹ הדבר תקף בעיקר לגבי שני הבנקים הגדולים, שכן הם נדרשים לעמוד ביעדי הון גבוהים יותר.

רמת רווחיותן של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות דומה לרמה הממוצעת במדינות ה-OECD.

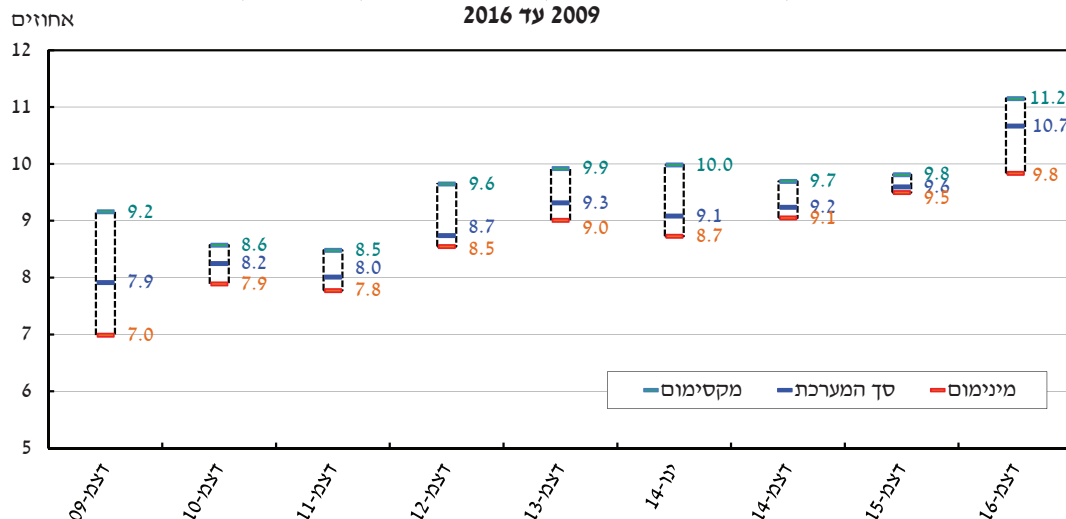
איור ד'-2
התשואה לנכסים (ROA) לפני מס במדינות OECD¹, הממוצע ב-2013 עד 2015²



¹ איסלנד ויוון לא נכללו בהשוואה בשל היעדר נתונים. סלובניה הושמטה מההשוואה בשל נתון חריג.
² בישראל – הממוצע ב-2014–2016. חישובי הממוצע וההציון אינם כוללים מדינות שהתשואה בהן עמדה על ערך שלילי.
המקור: הנתונים על המדינות הזרות – קרן המטבע הבין-לאומית; הנתונים על ישראל – דוחות כספיים לציבור ועיבודי הפיקוח על הבנקים.

הבנקים המשיכו לחזק את ההון ועברו את היעדים הרגולטוריים.

איור ד'-3
יחס ההון העצמי רובד 1/ יחס הון הליבה¹, חמש הקבוצות הבנקאיות, 2009 עד 2016



¹ הנתונים עד דצמבר 2013 הם במונחי באזל II (יחס הון הליבה), והנתונים החל מינואר 2014 הם במונחי באזל III בהתאם להוראות המעבר (יחס ההון העצמי רובד 1).
המקור: דוחות כספיים לציבור, דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי הפיקוח על הבנקים.

ג. סיכון הנזילות

במהלך השנה החולפת המשיכה הנזילות של הבנקים בישראל לעמוד על רמה נאותה: ערכו של יחס כיסוי הנזילות (סך הפעילות, על בסיס מאוחד) עלה על 100% בכל אחת מהקבוצות (איור ד'-5) – המינימום ליישום מלא של הוראת הפיקוח על הבנקים שנכנסה לתוקף בינואר 2017. השיפור בנזילות הבנקים היתרגם לשיפור בנזילותה של המערכת כולה, וערכו המצרפי של יחס הכיסוי עמד בסוף השנה על כ-135% (על בסיס מאוחד, לעומת 111% בדצמבר 2015). כמו כן חל שיפור בפרופיל סיכון הנזילות של הבנקים, והוא בא לידי ביטוי בכך ששיעור הנכסים הנזילים בסך הנכסים גדל בכ-20% בשעה ששיעור התזרים היוצא נטו בסך ההתחייבויות גדל בשיעור מתון יותר. באשר למבנה המקורות של הבנקים, זה נותר יציב ומוסיף להישען יותר על פיקדונות קמעוניים (58%) ופחות על פיקדונות סיטונאיים פיננסיים (22%) ופיקדונות סיטונאיים שאינם פיננסיים (20%).

ד. מבחני הקיצון

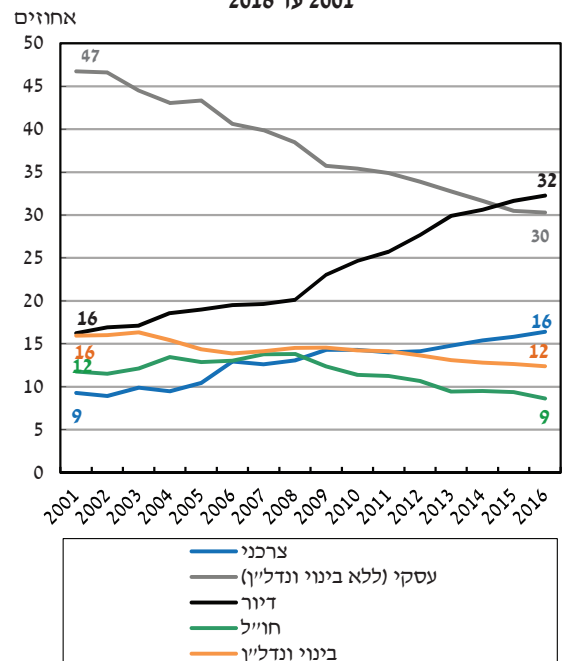
הפיקוח על הבנקים ערך גם השנה מבחן קיצון על יסוד תרחיש אחיד במטרה לבחון את עמידותה של המערכת הבנקאית בפני זעזועים. התרחיש כלל זעזוע שמקורו באירופה והוא נובע מעלייה באי-הוודאות בנוגע להמשך קיומו של האיחוד האירופי, במקביל לזעזוע בשוק הדיור המקומי שמביא לירידת מחירים חריפה. בתרחיש זה חלה ירידה חדה בפעילות הכלכלית המקומית, וזו מתבטאת בירידה חדה ביצוא ובהשקעה ובעלייה חדה באבטלה. כתוצאה מכך מדד המחירים לצרכן יורד, ריבית בנק ישראל נותרת ברמתה הנוכחית, ובשקל חל פחות ביחס למטבעות מרכזיים למעט האירו. נוסף לירידה בפעילות הריאלית הזעזועים נותנים את אותותיהם גם במחירי הנכסים הפיננסיים.

בהתממשות של תרחיש הקיצון המערכת הבנקאית צפויה לשמור על יציבותה, ויחסי ההון של הבנקים אינם צפויים לרדת אל מתחת למינימום הנדרש. עם זאת, רווחיות הבנקים תיפגע באופן חמור ומתמשך, והם צפויים לספוג הפסדי אשראי גבוהים. יחס ההון העצמי רובד 1 של המערכת הבנקאית ירד במהלך התרחיש מ-10.4% בספטמבר 2016 למינימום של 9.6%. בין הבנקים קיימת שונות גבוהה בחומרת הפגיעה, ובבנק שיספוג את הפגיעה

נוסף לכך ניכר בשנים האחרונות שיפור באיכותו של תיק האשראי הבנקאי לענף הבינוי והנדל"ן: שיעור האשראי הבעייתי התכווץ במידה ניכרת, ושיעורי ההפסד שנרשמו בתיק עמדו על ערכים אפסיים ואף שליליים. ואולם מאחר שהבנקים חשופים לענף במידה רבה, ומאחר שמחירי הדירות עולים בשנים האחרונות, האשראי לענף זה טומן בחובו סיכון משמעותי הן ללווים והן למערכת הבנקאית: זעזועים אפשריים לכלכלה – כגון פגיעה משמעותית בהכנסות הלווים בעקבות עלייה באבטלה, עלייה חדה של שיעורי הריבית וירידה ניכרת ומהירה של מחירי הדירות – צפויים להקשות על הלווים להחזיר את המשכנתה ולפגוע גם בבנקים. חשיפתם של הבנקים לאשראי הצרכני, לאשראי לדיור ולאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, והמתאמים בין סוגי אשראי אלו, מוסיפים להיות הסיכון העיקרי בתיק האשראי של המערכת הבנקאית.

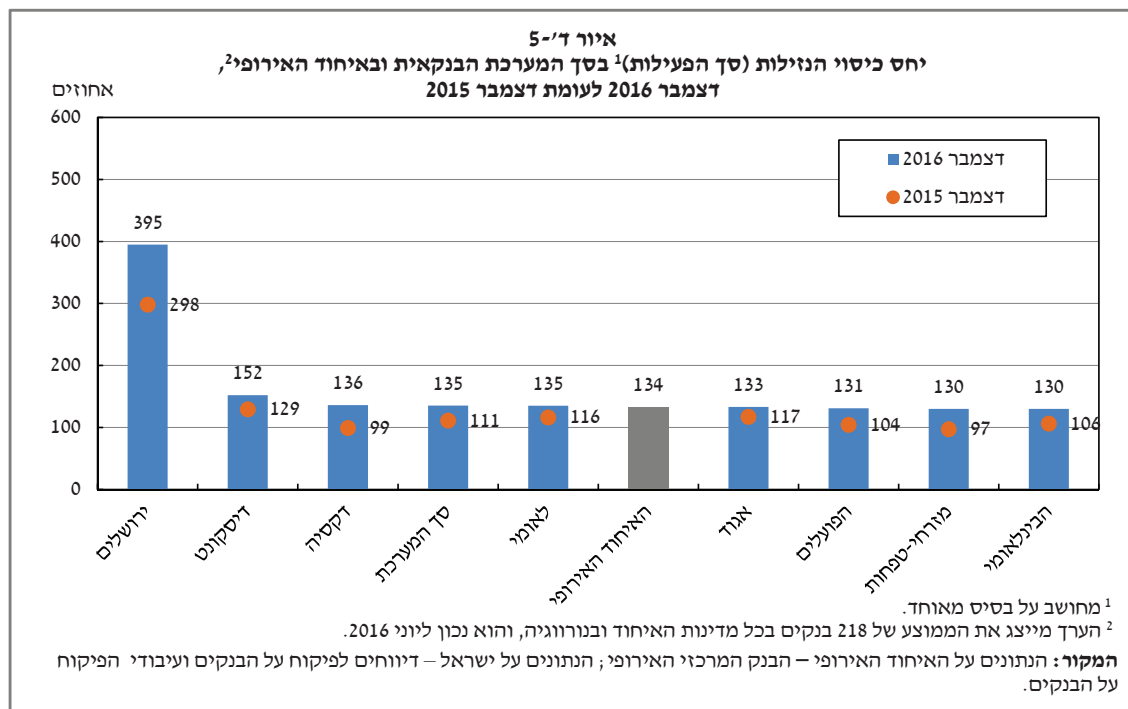
חלקו של האשראי למשקי הבית בסך תיק האשראי גדל משמעותית בשנים האחרונות, ואילו חלקו של האשראי העסקי קטן.

איור ד'-4
ההתפלגות של יתרת האשראי המאזני לפי ענפי המשק, חמש הקבוצות הבנקאיות, 2001 עד 2016



המקור: דוחות כספיים לציבור ודיווחים לפיקוח על הבנקים.

הבנקים הוסיפו לשפר את יחס כיסוי הנזילות, וכולם נמצאים מעבר לסף לעמידה מלאה בדרישה שהציב הפיקוח על הבנקים (100%).



הקשה ביותר ירד יחס ההון למינימום של 6.6%. המערכת תספוג הפסדים שסכומם המצטבר מגיע לכ-6.6 מיליארדי ש"ח, תשואה להון אפסית בשנת 2017, ותשואה להון שלילית בשנים 2018 ו-2019 (-2.9% ו-1.3%, בהתאמה). תוצאות אלה משקפות את הפגיעה הישירה במערכת כתוצאה מסיכונים האשראי והשוק אך אינן מביאות בחשבון השפעות אפשריות נוספות, כגון פגיעה בנזילות, פגיעה במוניטין והיזונים חוזרים. מנגד חשוב לציין כי התוצאות אינן מביאות בחשבון את הפעולות שההנהלות ינקטו בתגובה למשבר. פירוט לגבי מבחן הקיצון מופיע בתוך בנק ישראל (2017), סקירת הפיקוח על הבנקים לשנת 2016.

ה. חברות הביטוח

בדצמבר 2016 עמדו כל חברות הביטוח בדרישת ההון לכושר פירעון בתקופת הפריסה (60% מההון הנדרש לכושר פירעון לפי Solvency II). רווחיות החברות התאפיינה במרוצת השנה בתנודתיות גבוהה, וזו נבעה מכך שהריבית חסרת הסיכון נמצאה ברמה נמוכה במחצית הראשונה של השנה ובסופה עלתה במהירות, מתנודתיות ברווחיות שהציג תיק ההשקעות של החברות, וכן מהפרשות בעקבות מסקנותיה של ועדת וינוגרד.

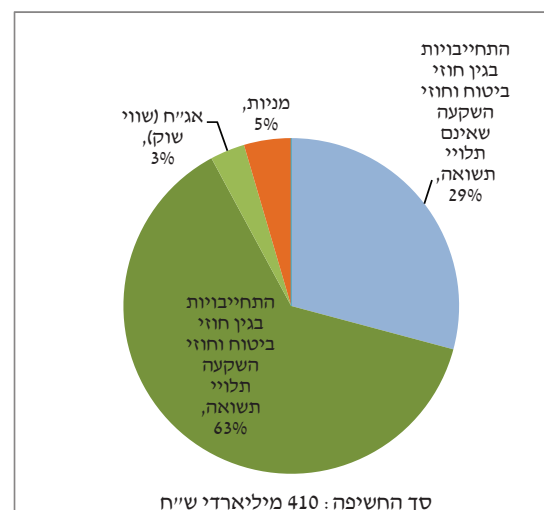
1. חוסנן של חברות הביטוח

יציבותן של חברות הביטוח חשובה ליציבותם של המערכת הפיננסית והמשק בכללותו. השפעתן עוברת דרך כמה ערוצים, חלקם משמעותיים וחלקם מינוריים, ולהלן נסקור שלושה מהם:

- היכולת לפרוע את ההתחייבויות לעמיתים ולמבוטחים: התחייבויותיהן של חמש חברות הביטוח הגדולות בגין חוזי ביטוח, ובגין חוזי השקעה תלויי תשואה וחוזים

חברות הביטוח יוצרות לכלל המגזרים במשק חשיפה שהיקפה 410 מיליארדי ש"ח, והיא מורכבת מהתחייבויותיהן הביטוחיות ומניירות הערך שהן מנפיקות למסחר בבורסה.

איור ה'-1
החשיפה של כלל המגזרים לחברות הביטוח, 2016



המקור: הדוחות הכספיים של חברות הביטוח, מאגר "פרדיקטה", הפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

שאינם תלויי תשואה, עמדו בסוף 2016 על 378 מיליארדי ש"ח (איור ה'-1).

- האג"ח והמניות הנסחרות בשוק ההון: האג"ח של חברות ההחזקה של חברות הביטוח הגיעו לשווי שוק שגובהו 13.7 מיליארדי ש"ח (כ-4.5% משוק האג"ח), והמניות הנסחרות בבורסה בת"א – לשווי שוק שגובהו 18.6 מיליארדי ש"ח (כ-3.3% משוק המניות).

- הקישוריות בתוך המערכת הפיננסית – החשיפה הישירה של הבנקים¹ לחברות הביטוח: מדיווחי הבנקים עולה כי ההלוואות הישירות הסתכמו בסוף 2016 בסכום זניח – 14.4 מיליון ש"ח (ההלוואות שנתנו הבנקים לחברות ההחזקה של חברות הביטוח עמדו על 681.5 מיליון ש"ח), ולכן ניתן להעריך כי המערכת הבנקאית חשופה אליהן במידה זניחה. סך ניירות הערך בתיק הנוסטרו של הבנקים עומד על 227 מיליארד ש"ח, מתוכם כ-1.8 מיליארד ש"ח שייכים למסדות פיננסיות בישראל, לרבות חברות הביטוח. ניתן אפוא להעריך כי החשיפה של הבנקים לניירות הערך שהנפיקו חברות הביטוח נמוכה ביחס לתיק ניירות הערך שלהם.

אשר לחשיפה הישירה של חברות הביטוח לבנקים, זו באה לידי ביטוי בפקדונות, במזומן ובניירות ערך של הבנקים, והיא הגיעה ל-43.5 מיליארדי ש"ח (איור ה'-2).

חוסנן של חברות הביטוח משפיע על מידת הביטחון שיש לציבור ביכולתן לעמוד בהתחייבויותיהן כאשר מתרחש אירוע ביטוחי. ביטחון זה חשוב כדי למתן את ההשפעות השליליות שאירועים ביטוחיים ואירועי קטסטרופה (כדוגמת רעידת אדמה) יוצרים במשק².

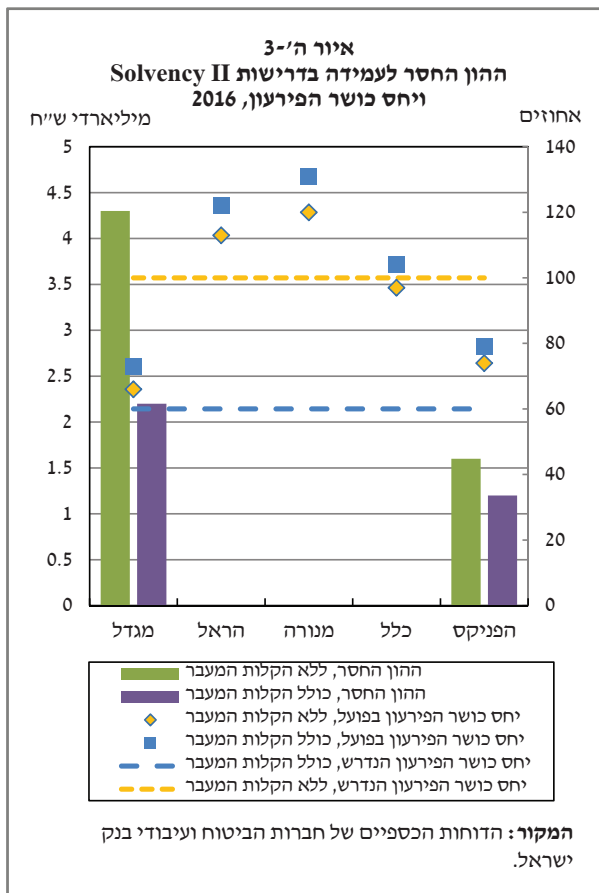
מאחר שישראל חותרת לחזק את חוסנן של חברות הביטוח ולהשתמש באמות מידה בין-לאומיות אחידות, היא אימצה את משטר Solvency II – דירקטיבה שהפרלמנט האירופי אישר ב-2009. מסמך זה כולל בחינה מקיפה של הסיכונים שחברות הביטוח חשופות אליהם, וכן הוראות בנוגע לאופן שבו יש לנהל ולמדוד אותם. הוראות אלה קובעות בעיקר כי ההון של חברות הביטוח יימדד על בסיס כלכלי משום שהוא משקף טוב יותר את שווי, והן כוללות שלושה

¹ ערוץ זה מתייחס לבנקים בלבד, ואילו שני הערוצים הקודמים מתייחסים לכלל המגזרים.

² דיון נוסף בחשיבות יציבותן של חברות הביטוח למערכת הפיננסית מופיע בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2016 ובמקורות המובאים שם.

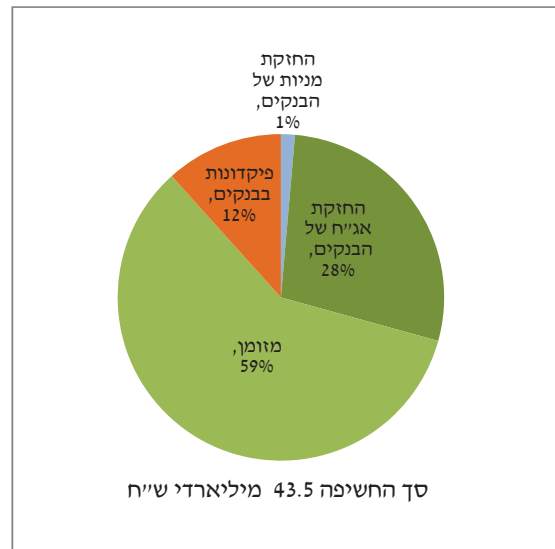
הדוחות הכספיים שחמש חברות הביטוח הגדולות פרסמו בסוף 2016 מעידים כי בדצמבר 2016 עמדו כל חברות הביטוח בדרישת ההון לכושר פירעון בתקופת הפריסה של אימוץ Solvency II (60% מהדרישה המלאה במסמך) – ראו איור ה'3. לשלוש מהן יש 100% מההון הנדרש (המחסור ב"כלל" אינו מהותי), ולשתיים ("מגדל" ו"הפניקס") חסרים יחד 3.4 מיליארדי ש"ח. אולם "הפניקס" פרסמה בדוחות ל-2016 כי לאחר ההתאמות והגיוסים אין לה גירעון משמעותי. חמש חברות הביטוח הגדולות גייסו ב-2016 כ-1.7 מיליארד ש"ח כהון מורכב כדי לעמוד בדרישות ההון במגבלות המוטלות על השיעור המרבי של ההון המשני.

כל חמש החברות הגדולות עומדות בדרישות ההון הכוללות את ההקלות שניתנו לתקופת המעבר ל-Solvency II, ושלוש מהן כבר עומדות בדרישות המלאות.



הבנקים יוצרים לחברות הביטוח חשיפה שהיקפה 43.5 מיליארדי ש"ח, והיא מורכבת מהמזומן והפיקדונות שחברות הביטוח מפקידות בבנקים ומניירות הערך שהבנקים מנפיקים וחברות הביטוח מחזיקות.

איור ה'2- החשיפה של חברות הביטוח לבנקים, 2016



המקור: הדוחות הכספיים של חברות הביטוח, מאגר "פרדיקטה", הפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

נדבכים: נדבך כמותני שמתבסס על יחס כושר הפירעון; נדבך איכותני שעוסק בנוהלי בקרה פנימיים לניהול סיכונים, לממשל תאגידי ולתהליך ההערכה של הסיכונים ושל כושר הפירעון; ונדבך שנוגע לגילוי ולמשמעת השוק. אמנם יישום משטר ההון של Solvency II, בהתאם למגמה העולמית, מקשה על חלק מחברות הביטוח לחלק דיווידנד, אולם הוא נחוץ לחיזוק יציבותן ויציבותה של המערכת הפיננסית המקומית. כדי לאזן בין צורכי החברות לצורך המערכתי פורסמו בפברואר 2017 הוראות יישום מקלות יחסית לטייטה, ואלה הועברו לוועדת הכספים של הכנסת. בדיון שהועדה קיימה במאי 2017 סוכם שהחברות יקבלו הקלה נוספת בפריסה, ובעקבות כך עליהן לעמוד בדרישות ההון המלאות עד דצמבר 2024. למעשה, במהלך היישום – ויותר מכך בסיומו – יזכו המבוטחים בפוליסות בטוחות יותר.

2. הדוחות הכספיים לשנת 2016³

הרווח הכולל של חמש החברות הגדולות ב-2016 כולה עמד על כ-1.2 מיליארדי ש"ח, בהשוואה ל-958 מיליוני ש"ח בשנת 2015 ולכ-1.8 מיליארד ב-2014. התשואה המצרפית על ההון הגיעה ל-6.8% (7.3% אם מחשבים את הממוצע הפשוט של החברות).

הרווחים הציגו תנודתיות בולטת במרוצת השנה: ברבעון האחרון הם הסתכמו בכ-1.4 מיליארד ש"ח, בשעה שבשלושת הרבעונים הראשונים הצטבר הפסד שהיקפו כ-200 מיליוני ש"ח. לשונות ברווחיות גרמו בעיקר יישום החלטות רגולטוריות, ביניהן החלטותיה של וועדת וינוגרד, השינויים בריבית חסרת הסיכון, ושינויים ביתר תנאי השוק (איור ה'-4). הריבית חסרת הסיכון ירדה ברבעונים

רווחיותן של חברות הביטוח הציגה במרוצת השנה שונות רבה עקב השינויים בריבית חסרת הסיכון ובמחירי המניות והאג"ח שהן מחזיקות. גורמים אלה השתפרו ברבעון הרביעי והרווחים בו הסתכמו בכ-1.4 מיליארד ש"ח, בשעה שבשלושת הרבעונים הראשונים הצטבר הפסד שהיקפו כ-200 מיליוני ש"ח.

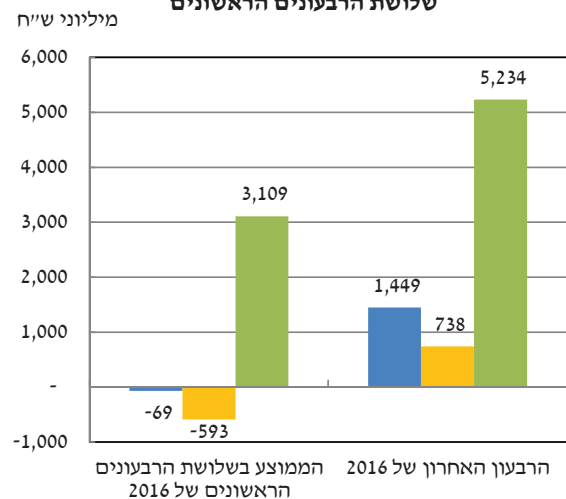
הראשונים והגדילה את ערכן הנוכחי של ההתחייבויות, אך היא העלתה במידה פחותה את ערכם של נכסי חברות הביטוח, משום שעל פי רוב יש להם מח"ם קצר יותר ולפיכך הם נוטים להיות רגישים פחות לריבית חסרת הסיכון. לכן הירידה אילצה את החברות לבצע הפרשות גבוהות, ואלה צמצמו את רווחיהן. אולם ברבעון הרביעי עלתה הריבית חסרת הסיכון, החברות ביצעו פעולה הפוכה, וזו השפיעה לחיוב על הרווח הכולל הן ברבעון זה והן בשנת 2016 כולה. לכך התווספו ברבעון הרביעי הרווחים מהשקעות שנבעו מהעלויות בשווקים. למעשה, ברבעון הרביעי נהנו חברות הביטוח ממצב אופטימלי ונדיר יחסית – עלייה בריבית חסרת הסיכון במקביל לעלייה במחירי המניות והאג"ח שהן מחזיקות. היות שהשונות הגבוהה ברווחיותן של חברות הביטוח נבעה, בין היתר, משינויים בריבית חסרת הסיכון במקביל לשינויים ביתר תנאי השוק, היא מבליטה את תלותן בתנאי השוק. הקשר בין תנאי השוק לתנודתיות ברווחיות המוחלטת של חברות הביטוח צפוי להתחזק ככל שידרש מהן יותר הון.

3. ביצועי המניות של חברות ההחזקה של חברות הביטוח כאינדיקטור למצבן

הריבית חסרת הסיכון השפיעה כאמור על רווחיותן של חברות הביטוח, וכפי שמראה איור ה'-5, הדבר השתקף בביצועי המניות של החברות. בין אוקטובר 2015 לסוף יוני 2016 ירד המדד של חברות הביטוח ב-19% בשעה שמדד ת"א 125 ירד בכ-7%. התשואה הריאלית הנגזרת מעקום האפס ל-10 שנים⁴ ירדה מכ-1% ביולי 2015 לשפל של 0.14% ביולי 2016. החל מיולי 2016 עלתה התשואה הנגזרת מעקום האפס, ובמקביל – היינו מתחילת יולי 2016 עד תחילת אפריל 2017 – עלה מדד חברות הביטוח בכ-42% בשעה שמדד ת"א 125 עלה ב-3.4%. ניתן להעריך כי גם שינוי המגמה בשוק המניות של ת"א השפיע על מחירי המניות של חברות הביטוח, משום שהן שייכות לשוק זה ומשום שרווחיהן תלויים בביצועי הבורסה בת"א. כמו כן, השינויים שחלו בתהליך היישום של Solvency II, וכן שינויים רגולטוריים אחרים, תרמו אף הם לתנודות החדות במחירי המניות של חברות הביטוח.

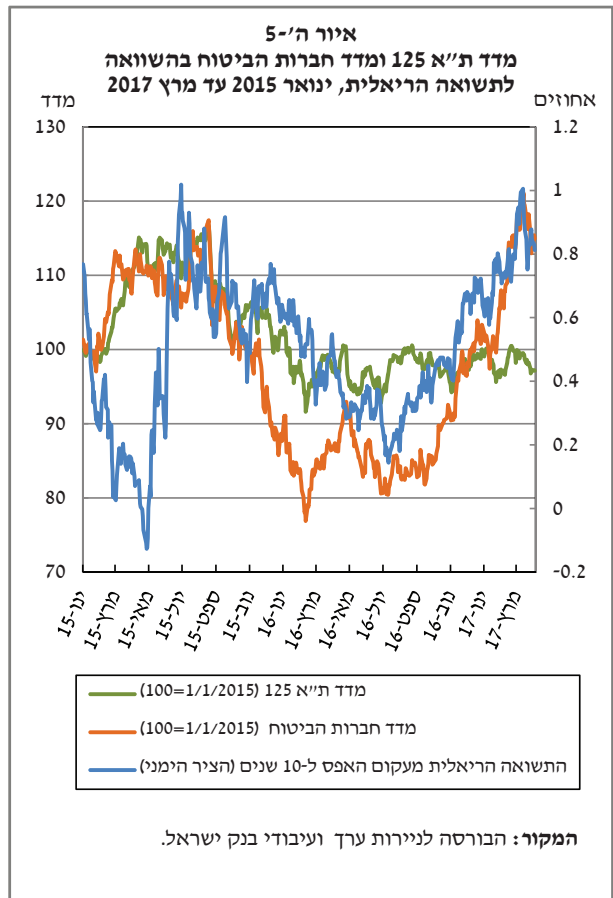
⁴ כדי להוות את הזרמים הצפויים חברות הביטוח משתמשות בריביות חסרות הסיכון מעקומי האפס המתאימים לעיתוי התזרים. ניתוח זה מציג את עקום האפס הריאלי ל-10 שנים (התנהגות דומה להתנהגותם של עקומי האפס לתקופות ארוכות יותר).

איור ה'-4
השפעתם של הריבית חסרת הסיכון ויתר תנאי השוק על רווחיותן של חברות הביטוח, הרבעון האחרון של 2016 לעומת שלושת הרבעונים הראשונים

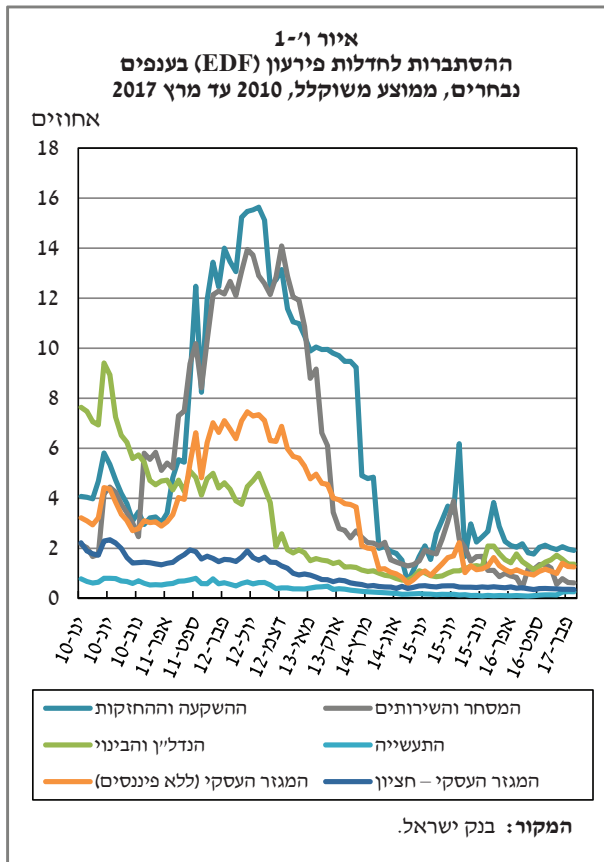


המקור: הדוחות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

מחירי המניות של חברות הביטוח תאמו מאוד את השינויים בריבית חסרת הסיכון.



ההסתברות לפשיטת רגל נותרה נמוכה בכל הענפים.



בנקאי המקומי והוא צמח ב-2.3% (9.3% במונחים שנתיים). עיקר ההתרחבות נוצר בהלוואות מהמוסדיים, אולם בדומה למצב בשנה האחרונה, גם ברבעון האחרון של 2016 ובחודשים הראשונים של 2017 חלה האצה בגיוסי אשראי דרך הנפקות אג"ח, על רקע הריביות הנמוכות בשווקים. היקף האשראי למגזר העסקי עלה, בין היתר מפני שהחברות מעוניינות לגייס הון כל עוד הריבית נמוכה, והן משתמשות בו בין השאר למטרות השקעה – כך לפחות עולה מנתוני החברות הציבוריות (הרחבה מופיעה בדוח בנק ישראל לשנת 2016, פרק ד').

בחודשים דצמבר-אפריל גייס המגזר העסקי הלא-פיננסי (כלומר ללא בנקים וחברות ביטוח) אג"ח שהיקפן 24.4 מיליארדי ש"ח, והאומדן לגיוס נטו (הגיוסים בניכוי האומדן לפירעונות) בתקופה זו הגיע לכ-11.6 מיליארדי ש"ח. את עיקר הסכום גייסו חברות מענף הבינוי והנדל"ן – חלקן ביתרות האג"ח למגזר העסקי הלא-פיננסי קרוב כיום

ו. המגזר העסקי ומחירי הנכסים

1. הערכה כללית

התוצר העסקי צמח במהלך 2016 ב-4.3%, ומגמת הצמיחה המהירה נמשכה גם ברבעון הראשון של 2017¹. האשראי למגזר העסקי צמח ב-2016 ב-5.1%, ל-846 מיליארד ש"ח, והיחס בין החוב של המגזר העסקי לתוצר שלו נשאר דומה ליחס בשנה הקודמת – 95%.

האינדיקטורים הכלליים מעידים על יציבות פיננסית במגזר העסקי: ההסתברות לחדלות פירעון בחברות הציבוריות – לפי אינדיקטור ה-EDF² – נותרה נמוכה בכל הענפים (איור ו-1), ומדד הלחץ³ בשווקים אינו משקף אירועים חריגים. כפי שמעיד הרבעון האחרון של 2016, גם היחסים הפיננסיים של החברות הציבוריות נותרו ללא שינוי ניכר והם מצביעים על יציבות יחסית. עם זאת יש לשים לב לענף הבינוי והנדל"ן, ובמיוחד לחברות הבנייה⁴ (איור ו-2). חברות אלה בדרך כלל מתאפיינות במינוף גבוה, ואם תחול ירידה בביקוש בשוק הדיור והנדל"ן המסחרי, הן עלולות להתקשות לשרת את החוב. בשל הדרישה החשבונאית לשערך נכסים לפי שוויים ההוגן, ירידה במחירי הנכסים בשוק הדיור והנדל"ן המסחרי תתגלגל אוטומטית לעלייה במינוף. ראוי לציין כי חברות אלה פועלות, לפחות חלקית, מחוץ לישראל ועל כן חשופות פחות לנעשה בשוק המקומי.

2. מקורות הפעילות

ברבעון הראשון של 2017 גדל האשראי הבנקאי בשיעור קל, ובמקביל נמשכה מגמת ההתרחבות באשראי החוץ-

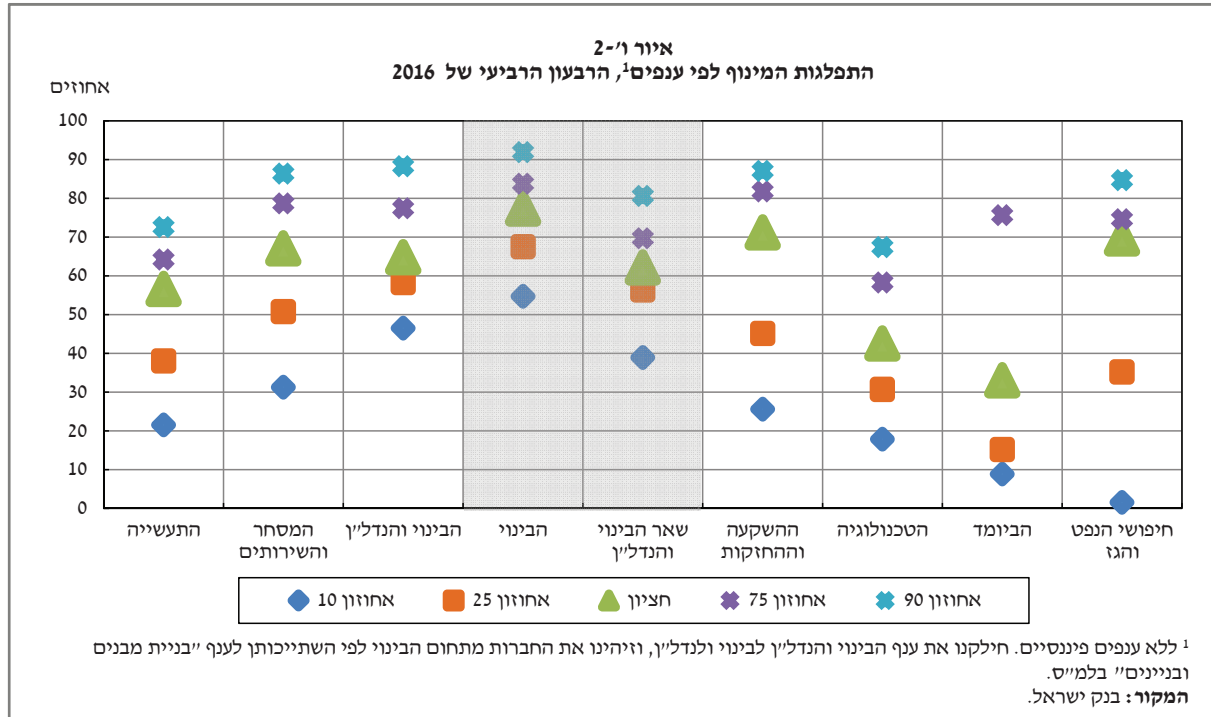
¹ אמנם הנתון הרשמי עומד על 0.6% בלבד, אולם הדבר נובע מכך שרכישות כלי רכב הוסטו לסוף 2016 עקב עדכון בנוסחת המיסוי הירוק. הנתון המנוחה מהירידה ברכישות כלי רכב אף מצביע על האצה ברבעון הראשון של 2017.

² Expected Default Frequency. חברת Moody's-KMV מחשבת את ה-EDF באמצעות מודל מבני לתמחור אג"ח. עם המרכיבים המרכזיים במודל נמנים: מינוף החברה לטווח הבינוני, רווחיה בעבר, וביטחונם של המשקיעים ברווחיה בעתיד – משתנים שבאים לידי ביטוי בתנודתיות המניה.

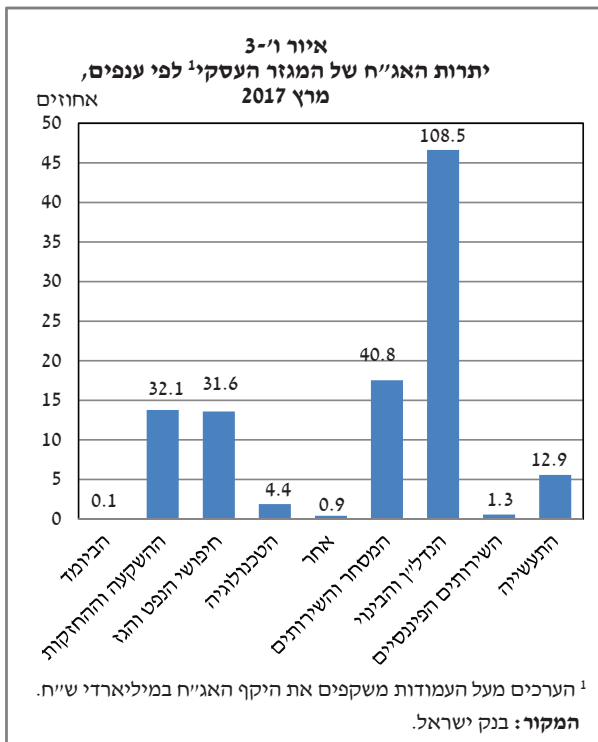
³ ראו סעדון י' ומ' גראם (2013), "מדד משולב למעקב אחר השווקים הפיננסיים בישראל", סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר בבנק ישראל, וכן פרק 6 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2016.

⁴ זיהינו את חברות הבנייה על פי השתייכותן לענף "בניית מבנים ובניינים" בסיווג הלמ"ס מ-2011. חברות אלה בונות הן נדל"ן למגורים והן נדל"ן מסחרי.

רמת המינוף בענף הבינוי גבוהה יחסית לרמה בשאר הענפים.



השיעור הגבוה ביותר בירת האג"ח שייך לענף הבינוי והנדל"ן.



ל-50%⁵ – ואילו ענף התעשייה צמצם את חלקו בירת האג"ח ל-5.5% בלבד (איור ו-3) וכך המשיך את המגמה שניכרת בו כבר שנים אחדות. רובו הגדול של החוב גויס ללא שעבוד כלשהו ודורג A- ומעלה. יתרת החוב בדירוג גבוה (AA- ומעלה) עלתה בשלושת החודשים האחרונים מ-39% ל-43% (איור ו-4).

לאחר קיפאון ממושך בשוק ההנפקות הראשוניות בבורסה של תל אביב – משנת 2015 עד נובמבר 2016 נערכו ארבע בלבד – ניכרה בדצמבר-אפריל התעוררות: הונפקו מניות של שש חברות, חמש מתוכן ישראליות. ההון שגויס בכולן עמד על כ-752 מיליון שקלים, כ-22% מסך ההון שגויס בחודשים הנ"ל. נראה כי בהתאם לעדויות בספרות, אחת הסיבות להתעוררות נעוצה בכך שהמניות של החברות הקטנות הגיעו למחיר גבוה יחסית (פירוט בסעיף 5 להלן). סיבה אפשרית נוספת נעוצה בכך שבפברואר 2017 נתנה הרשות לניירות ערך הקלה רגולטורית לחברות קטנות ואפשרה להן לפרסם דוחות רק פעמיים בשנה. מהלך זה מפחית את העלויות לחברות קטנות שמניותיהן

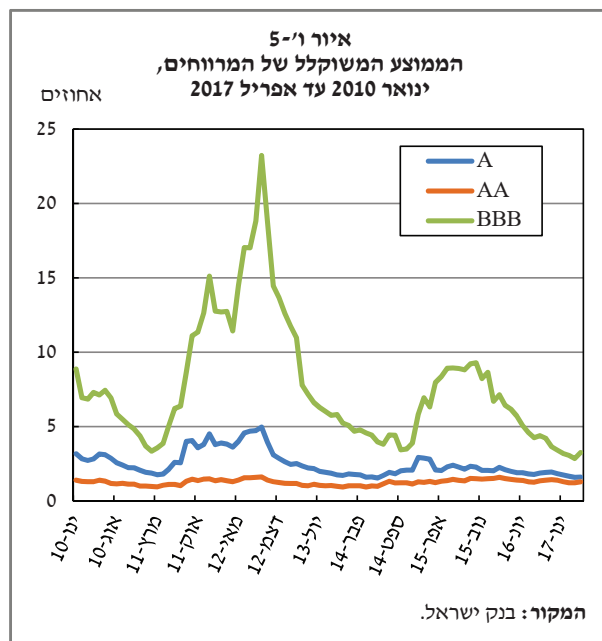
⁵ מעודכן לסוף הרבעון הראשון של השנה.

3. מחירי האג"ח התאגידיות

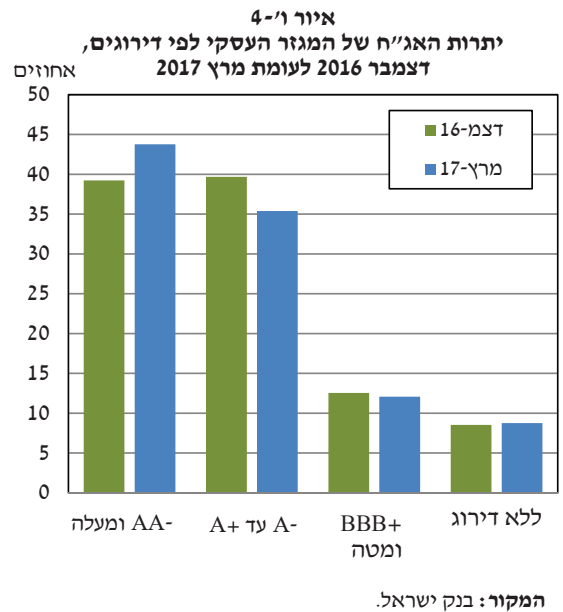
במקביל להתעוררות בשוק האג"ח ירדו המרווחים בין תשואות האג"ח התאגידיות לתשואות האג"ח הממשלתיות, והם הגיעו לרמה נמוכה מאוד ודומה לזו שנצפתה בסוף 2007 (איור ו'-5). הירידה חוצה ענפים ודירוגים אך ראוי להתעכב על מרווח האג"ח בדירוג BBB, שכן במרץ הוא הגיע (בממוצע) לרמה הנמוכה ביותר שנרשמה מאז שקיימות אג"ח בדירוג זה (איור ו'-6). גם הפער בין מרווח זה למרווח האג"ח בדירוג A נמצא ברמה נמוכה מאוד, והוא הדין בפער בין מרווח האג"ח בדירוג A למרווח האג"ח בדירוג AA. כלומר המרווחים מבטאים באופן חלקי ביותר את ההפרדה בין רמות הסיכון שמבטאים הדירוגים השונים. עקב המרווחים הנמוכים מרבית החוב שעתיד להיפרע בשנה הקרובה וניתן לחשב לו תשואה – 31.1 מיליארד ש"ח מתוך 32.7 מיליארד – נסחר בתשואה שמגיעה עד 8%.

ההתעוררות שניכרת בשוק האג"ח התאגידיות במקביל לירידת המרווחים מעידה כי המשקיעים הגדילו את הביקוש להן, ושיעור האג"ח התאגידיות שהציבור מחזיק עלה בתקופה הנידונה: מאמצע 2016 ועד פברואר 2017 עלה שיעור האג"ח התאגידיות שהציבור מחזיק במישרין או דרך קרנות הנאמנות מ-57.4% ל-60.3%, על חשבון חלקם של

מרווחי האג"ח התאגידיות נמצאים סביב הרמה הנמוכה ביותר שהם הציגו אי פעם.



ניכרת עלייה ביתרת האג"ח המדורגות AA- ומעלה.



כבר נסחרות בבורסה, והוא אף עשוי לעודד חברות נוספות להירשם למסחר. אולם מאידך גיסא ההקלה כרוכה בפגיעה מסוימת באינפורמציה הזמינה למשקיעים.

במהלך התקופה הנסקרת אושר חוק מוסר התשלומים, וזה קובע כי המדינה ומוסדותיה ישלמו לספקים תוך 45 יום מקבלת חשבונית ולא יאוחר משוטף פלוס 30. החוק נועד לתת מענה לאחת הבעיות שעמן מתמודדים עסקים קטנים ובינוניים – מספרם הגדול של ימי האשראי בישראל⁶. דחיית התשלומים מקשה על עסקים אלו היות שחסרים להם היכולת והחוסן הפיננסיים להתגבר במשך זמן רב. לכן הם נאלצים לחפש מקורות מימון חלופיים עד לקבלת התמורה, וזאת במציאות שבה האשראי הבנקאי לעסקים קטנים ובינוניים יקר מהאשראי לעסקים גדולים. אולם מאחר שהממשלה היא הקניינית הגדולה ביותר במשק, החוק ישפיע ישירות על המגזר העסקי כולו.

⁶ לפי דוח של מרכז המחקר והמידע של הכנסת ("תיאור וניתוח תקופת ימי אשראי בישראל ובמדינות אירופה"), ברבעון הראשון של 2016 עמד מספר ימי האשראי בפועל על 92, 99 מתוכם בהסכמה ו-7 בפיגור. מספר הימים בהסכמה בישראל גבוה ממספרם בכל שאר המדינות באיחוד האירופי.

הציבור וקרנות הנאמנות הגדילו לאחרונה את שיעורי ההחזקה באג"ח התאגידיות.

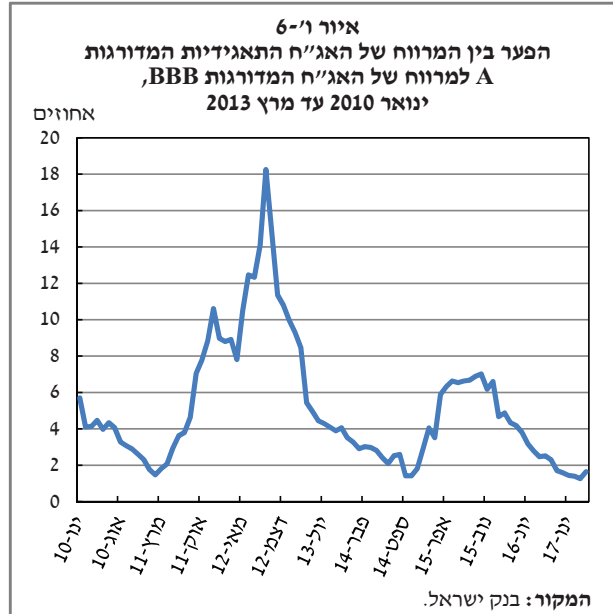


בתחום זה הם הגיעו במרץ לרמה הנמוכה ביותר שנצפתה אי פעם. למרווחים הנמוכים תורמת הנזילות הגבוהה שקיימת בשווקים בשנים האחרונות כתוצאה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה, ואם היא תתייבש במהירות (למשל, בשל עלייה בתפיסת הסיכון או הרעה בתנאים הכלכליים), הדבר עלול להתגלגל לעלייה מהירה במרווחים ולקשיים פיננסיים בחברות. הסיכון הגלום בהיפוך חד של המגמה מתעצם לנוכח העובדה שקרנות הנאמנות מגדילות את חלקן ביתרת האג"ח התאגידיות, שכן בעתות משבר משקי הבית החוסכים דרכן נוטים לפדות במהירות את חסכונותיהם וכך להגדיל את התנודתיות בשוק באופן שעלול להעצים את הזעזוע.

כדי לקבל הערכה נוספת לגבי סבירות המרווחים השוויוני בין מרווחי האג"ח התאגידיות בישראל ובארה"ב בדירוג דומה⁸ (איור ו'-8).

⁸ אמנם סולם הדירוג המקומי שונה מסולם הדירוג בארה"ב, אולם ההבדל מתבטל כאשר מחשבים את מרווח התשואות תוך שימוש בתשואה על האג"ח הממשלתיות של אותה מדינה כסמן לריבית חסרת הסיכון.

גם הפער בין המרווח של האג"ח התאגידיות המדרגות A למרווח של האג"ח המדרגות BBB קרוב לרמה הנמוכה ביותר שהוא הציג אי פעם.



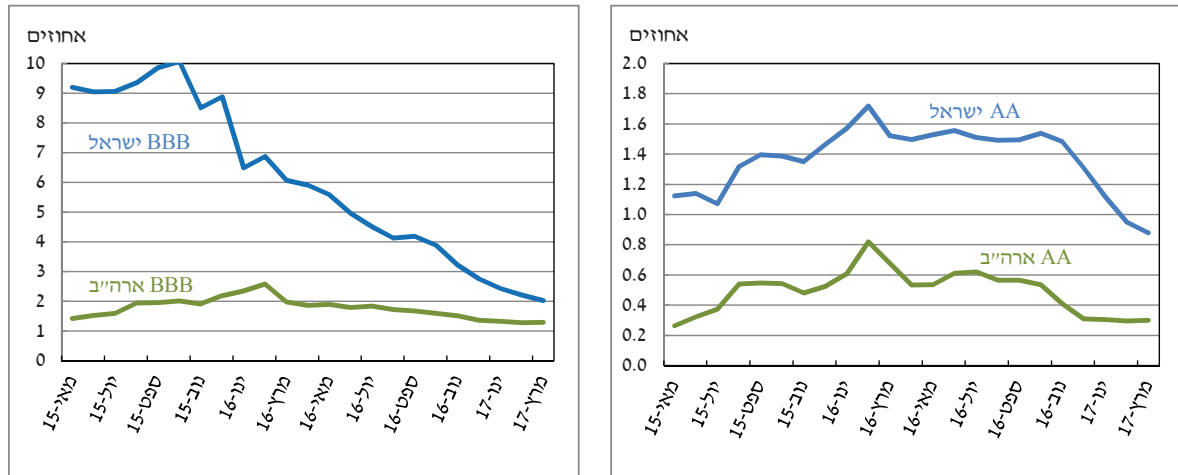
המשקיעים המוסדיים – זה ירד מ-41.2% ל-38.7% (איור ו'-7). חלקן של תעודות הסל המשקיעות⁷ באג"ח תאגידיות הגיע בפברואר 2017 ל-21.3% מכלל התעודות שהציבור מחזיק, ונתון זה עולה בהתמדה מסוף 2014, תקופה שבה הוא עמד על 13.3% בלבד.

המרווחים הנמוכים בשוק האג"ח התאגידיות מעלים את השאלה אם מדובר בתמחור חסר של הסיכונים הגלומים בפעילותן של החברות המנפיקות. מחד גיסא נראה כי יש להם הצדקה, שכן המגזר העסקי מתאפיין ברווחיות וברמת פעילות גבוהה, החברות נהנות מיציבות פיננסית (כך עולה מרמת היחסים הפיננסיים), ההסתברות לחדלות פירעון נמוכה (כך מעידים נתוני ה-EDF), והנזילות בשווקים גבוהה ומאפשרת למחזר חובות ביתר קלות. אולם מאידך גיסא קיימות עדויות שקוראות תיגר על קביעה זו. ראשית, המרווחים ירדו עוד והגיעו לרמות שפל במקביל להתרחבות משמעותית בהיקף הנפקות האג"ח ובגיוס החוב נטו, ובקרנות הנאמנות נרשמו צבירות משמעותיות ועלייה בנתח שהן מחזיקות בשוק האג"ח. שנית, המרווחים הגיעו לשפל בעיקר בדירוגים הנמוכים:

⁷ רובו המוחלט של הסכום מושקע בפורציות long. פוזיציות short מהוות חלק זעום (כ-0.25%), וחלקן נותר ללא שינוי כבר תקופה ארוכה.

המרווח של האג"ח התאגידיות בדירוגים AA ו-BBB בישראל ירד משמעותית בהשוואה למרווח של האג"ח המקבילות בארה"ב.

איור 8-1
המרווח של האג"ח התאגידיות בישראל ובארה"ב בדירוגים AA ו-BBB,
מאי 2015 עד מרץ 2017



המקור: בנק ישראל.

הבינוי והנדל"ן הנפיק באותה תקופה. יתרת האג"ח של החברות הזרות עומדת בסוף הרבעון הראשון של השנה על 22 מיליארד ש"ח, כ-10% מיתרת האג"ח של המגזר העסקי (ללא חברות הביטוח והבנקים). במשך תקופה

מרווחי האג"ח בחברות הנדל"ן הזרות גבוהים ממקביליהם המקומיים, והדבר עשוי להעיד כי השוק הפנים את העובדה שהן מסוכנות יותר.

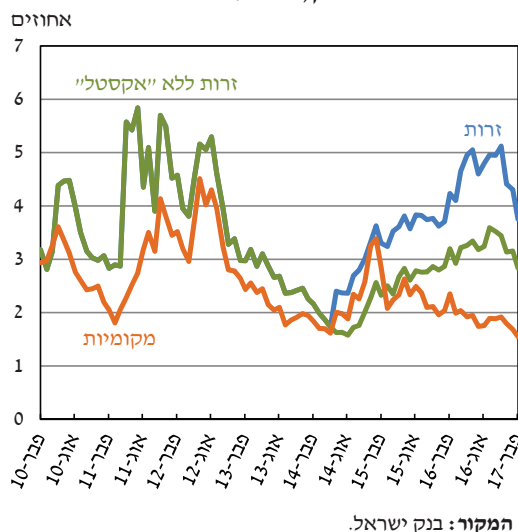
מהאיורים עולה כי רמת המרווחים בארץ אמנם גבוהה יותר בשני הדירוגים⁹, אולם המרווחים של האג"ח התאגידיות בישראל, במיוחד בדירוג BBB, ירדו בחודשים האחרונים בחדות בשעה שבארה"ב לא נצפתה ירידה כה חדה. דינמיקה זו מתווספת לאמור לעיל ומעלה במידה מסוימת את החשש שתפיסת סיכון האשראי בקרב המשקיעים בשוק האג"ח התאגידיות בישראל נמוכה מהסיכונים הגלומים בהן.

4. האג"ח של חברות זרות

היקף האג"ח שחברות זרות הנפיקו בארץ התמתן בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016, אך בשבעת החודשים האחרונים (ספטמבר 2016 עד אפריל 2017) הן גייסו 6.2 מיליארדי ש"ח, 2.2 מתוכם בשלושת החודשים האחרונים של 2016 והיתר בשלושת החודשים הראשונים של 2017. ל-30% מהסכום שגויס ב-2017 אחראיות שתי חברות שמעולם שלא גייסו בישראל. האג"ח שהחברות הזרות הנפיקו ב-2017 מהוות כעשירית מהאג"ח שהמגזר העסקי הנפיק ברבעון הראשון של 2017 וכרבע מהאג"ח שענף

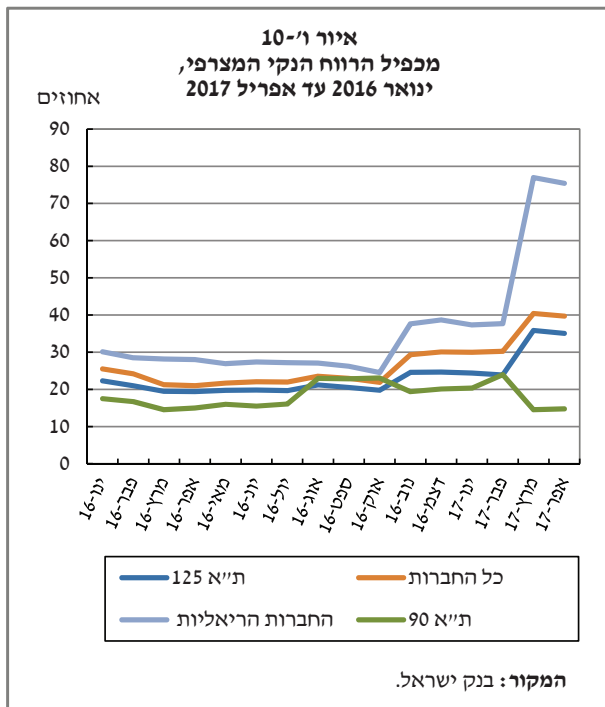
⁹ נוסף להבדלים בתפיסת הסיכון ההבדלים במרווחים יכולים לנבוע גם מגורמים נוספים, כגון מח"ם, נזילות, עומק השוק ומבנה השווקים. אולם מאחר שאלה אינם צפויים להשתנות על פני זמן ולהשפיע על המרווחים, אנו מניחים שהשינויים במרווחים נובעים מהשינויים בתפיסת הסיכון של המשקיעים.

איור 9-1
מרווחי האג"ח בדירוג A- ומעלה, החברות בענף
הבינוי והנדל"ן, 2010 עד פברואר 2017



המקור: בנק ישראל.

מכפיל הרווח הנקי עלה עקב הפסדים שרשמו כמה חברות גדולות.



תיבה 1: היציבות הפיננסית של הפעילות בשוק הרכב ומימון

בשנים האחרונות ניכרת עלייה מתמדת במכירת כלי רכב חדשים בישראל. לפי איגוד יבואני הרכב, בשנת 2016 נמכרו 286,728 מכוניות פרטיות חדשות, מספר גבוה ביותר מ-12% מהנתון המקביל לשנת 2015. הפעילות הענפה בשוק כלי הרכב – והחשש שההיצע הגדול יזזיל אותם משמעותית שכן לרוב הם משמשים ביטחונות כנגד האשראי לחברות הפועלות בשוק – הובילו לתשומת לב גוברת למינוף ולמקורות האשראי של חברות אלה ולמידה שבה המערכת הפיננסית חשופה אליהן.

בענף הרכב בישראל פועלים בעיקר שני סוגי שחקנים: חברות היבוא, רובן בבעלות פרטית, וחברות ההשכרה וההחכרה (ליסינג), רובן ציבוריות. יבואני הרכב משווקים כלי רכב חדשים הן למשקי הבית והן לחברות ההחכרה, ומספקים אשראי צרכני בעיקר באמצעות פריסת התשלומים על רכב חדש. חלקן עושות זאת באמצעות captive financing arms (חברות בנות שמציעות שירותי מימון לרכישת רכב מהחברה האם). חברות ההחכרה מעמידות ציי רכב למגזר העסקי, מעניקות שירותי החכרה פרטיים ושירותי השכרה בארץ ובחו"ל, ומוכרות את כלי הרכב בתום תקופת השימוש בציי ההשכרה וההחכרה. בשנים האחרונות החברות מרחיבות את תחום העסקאות המוכרות בשם "אפס קילומטר": הן רוכשות מהיבואנים כלי רכב בסיטונאות, ולאחר מכן מוכרות אותם כרכב מיד ראשונה במחיר מוזל ובשיעור מימון גבוה, הן באמצעות מימון "רגיל" (פריסת תשלומים) והן באמצעות החכרה מימונית¹. על רקע סביבת הריבית הנמוכה משווקי הרכב מאפשרים לפרוס תשלומים לתקופה ארוכה ולזכות באשראי נוסף, מעבר למסגרת האשראי שמעניקים הבנקים ו/או חברות כרטיסי האשראי.

מאחר שיבואניות הרכב הגדולות מצויות ברובן בבעלות פרטית ואינן מפרסמות דוחות כספיים לציבור, קשה לאמוד את היקף המינוף שלהן ולתאר את מקורותיהן למימון הפעילות. אולם אפשר לקבל סדרי גודל מהתבוננות בשתי היבואניות הציבוריות, מכיוון שהן שתיים מתוך חמש החברות הגדולות בתחום. בסוף הרבעון השלישי של 2016 עמד סך הנכסים של שתיהן בלבד על כ-5.9 מיליארדי ש"ח, ואילו סך ההתחייבויות עמד על כ-4.1 מיליארדי ש"ח, כלומר שיעור המינוף הגיע לכ-70%. בארבע חברות ההחכרה הציבוריות הגדולות עמד סך הנכסים על כ-17.5 מיליארדי ש"ח, ואילו סך ההתחייבויות שלהן עמד על כ-15.2 מיליארדי ש"ח², כלומר שיעור המינוף הגיע ל-87%³. בשעה שבחברות הציבוריות של המגזר העסקי (ללא בנקים וחברות ביטוח) הוא עמד על 63%. עם זאת, יש לציין כי בענף השירותים הפיננסיים, ענף דומה לחברות ההחכרה מבחינת הפעילות, המינוף עומד על 94%.

סיכון ייחודי לחשיפה לענף המסחר בכלי רכב נובע מהאפשרות שתחול ירידה בשווי כלי הרכב המשועבדים כבטוחות לטובת הגורמים המממנים את החברות הפועלות בענף, והירידה תחרוג מהאומדנים החזויים מראש. כלי רכב מהווים את עיקר הנכסים המשועבדים של החברות, ואם תתרחש הצפה בשוק הרכב המשומש, מרבית הבטוחות שלהן עלולות לאבד מערכן מעבר לחזוי. גם חברות המסחר בכלי רכב חשופות באופן ישיר לסיכון הכרוך בירידת שווי הבטוחות, וזאת דרך החשיפה למשקי הבית ולחברות החוכרות. תרחיש כזה עשוי להביא לכך שהלווים יחזירו למשווקים את כלי הרכב המשמשים בטוחות כשערכם בפועל נמוך בהרבה, וכך יגרמו הפסדים גדולים ליבואנים ולחברות ההחכרה. אמנם החברות רושמות את כלי הרכב המשועבדים בשווי מופחת (נמוך מעלותם לפי המחירון), והן מפחיתות את שוויים גם כאשר הן משעבדות אותם לגורם המממן. אולם הסיכון נשקף מכך ששווי כלי הרכב יפחת מעבר לחזוי.

נוסף לסיכון זה חשופה המערכת הפיננסית באופן ישיר גם לסיכון הנשקף מחדלות פירעון של חברות המסחר בכלי רכב. אם מיתון ואבטלה קיצוניים יפגעו במשק, הפירמות ומשקי הבית החוכרים עלולים להיקלע לחדלות פירעון וכך לגרום הפסדים כבדים לחברות ההחכרה וליבואניות. זאת ועוד, אם שיעור הריבית במשק יעלה ויפגע ביכולת ההחזר של משקי הבית⁴, הם עלולים להיקלע לחדלות פירעון ולגרום הפסדים כבדים ליבואניות.

¹ בעסקאות חכירה אלה הלקוח משלם תמורת הרכב תשלום חודשי קבוע מראש. בתקופת החכירה הרכב נותר בבעלות החברה המחכירה היות שהוא משמש בטוחה לתשלומים החודשיים. בתום התקופה הלקוח רשאי (א) לרכוש את הרכב תמורת סכום שנקבע מראש, (ב) להחזירו לחברה, או (ג) להמשיך את ההתקשרות עמה ולהחליף את הרכב הנוכחי בחדש.

² כ-28% מסך ההתחייבויות הם אג"ח לטווח ארוך וכ-22% – הלוואות מתאגידים בנקאיים.

³ והשונות נמוכה: שיעור המינוף נע בין 85.6% ל-88.2%.

⁴ אנו מניחים שלפחות חלק מהאשראי ניתן בריבית משתנה.

המערכת הפיננסית חשופה לשוק הרכב דרך כמה ערוצים. ראשית, הבנקים חשופים לשוק זה דרך האשראי הצרכני שהם מעניקים למשקי הבית. יתרת האשראי המאזני שהעמידו הבנקים כנגד רכב משועבד הגיעה ברבעון השלישי של 2016 לכ-9.5 מיליארד ש"ח, 7.1% מיתרת האשראי הצרכני שהם העמידו למשקי הבית. היתרה המקבילה שהעמידו חברות כרטיסי האשראי הגיעה ל-1.9 מיליארד ש"ח, כ-20% מיתרת האשראי הצרכני שהן העמידו⁵. נוסף על כך הבנקים חשופים ליבואניות ולחברות ההחכרה וההשכרה דרך הלוואות, והאשראי המאזני לענף המסחר בכלי רכב התקרב ל-25 מיליארד ש"ח, 6.3% מיתרת האשראי למגזר העסקי⁶.

לוח 1
חשיפת המערכת הפיננסית לענף הרכב¹

סוג החשיפה	2015Q3	2016Q3
הבנקים	22,924	24,855
	5.86%	6.16%
חברות כרטיסי האשראי	1,637	9,542
	22%	7.12%
הגופים המוסדיים	507	1,932
	0.2%	0.26%
סך החשיפה של המערכת הפיננסית	-	39,705

¹ הסכומים – במיליוני ש"ח.

² נכסי הסיכון – הנכסים המנוהלים פחות תיק האג"ח הממשלתיים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

גם הגופים המוסדיים חשופים לענף הרכב – דרך החזקה ישירה בניירות ערך של החברות הפעילות בתחום והלוואות ישירות שהם מעמידים להן. סך החזקותיהם הישירות בחברות ההחכרה הגדולות וביבואניות עמד בסוף הרבעון השלישי של 2016 על כ-1.5 מיליארד ש"ח ועל כ-700 מיליוני ש"ח, בהתאמה; סכומים אלה מהווים יחדיו כ-0.17% מסך החזקותיהם של המוסדיים, בשעה שהסכומים בתקופה המקבילה ב-2015 היוו 0.14% מסך החזקותיהם. היקף ההלוואות שהמוסדיים העניקו לחברות מענף הרכב עמד על 1.2 מיליארד ש"ח, כ-1.8% מסך הלוואותיהם, בשעה שבתקופה המקבילה ב-2015 הוא עמד על 674 מיליוני ש"ח, כ-1.3% מסך ההלוואות⁷.

מהסקירה לעיל עולה כי המערכת הפיננסית חשופה לענף הרכב על נגזרותיו במידה הולכת וגדלה, וכיום החשיפה אינה זניחה מבחינת היקפה (כ-40 מיליארד ש"ח). אולם מאחר שהיא מהווה חלק קטן בסך נכסי המערכת, הסיכון איננו גדול. עם זאת יש להעיר כי החשיפה מהווה חלק קטן בסך הנכסים של המערכת הבנקאית ושל הגופים המוסדיים אך חלק משמעותי ביתרת האשראי של חברות כרטיסי האשראי.

⁵ אמנם ייתכן שחלק מן האשראי לרכישת רכב ניתן במסגרת "אשראי לכל מטרה" ולא כנגד שעבוד הרכב, אולם במקרה זה הסיכונים לאשראי הנידון זהים לשאר סיכוני האשראי למשקי הבית ואינם כוללים את הסיכון הנוסף הנשקף מירידה בערך הבטוחות.

⁶ זוהי הערכת חסר של החשיפה הבנקאית לחברות בתחום: האשראי לחברות ההחכרה המימונית נכלל בענף "שירותים פיננסיים", ומאחר שענף זה כולל מן הסתם גם חברות מתחומים פיננסיים אחרים, אי-אפשר לכלול אותו בחשיפה לענף הרכב.

⁷ כדי לחשב זאת סכמנו את ההלוואות הישירות שניתנו בשעבוד כלי רכב ואת ההלוואות ששמן מעיד עליהן כי הן ניתנו לחברות בתחום. גם כאן מדובר בהערכת חסר כיוון שלחלק מההלוואות יש שם גנרי שאינו מעיד דבר על זהות הלווה.

ז. מגזר משקי הבית

1. התפתחות החוב של משקי הבית

יתרת החוב של משקי הבית עמדה במרץ 2017 על כ-510.6 מיליארדי ש"ח, לאחר שב-12 החודשים האחרונים היא עלתה בכ-5.8%, בדומה לעלייה בשנים הקודמות (לוח ז'-1). היחס בינה לתוצר עמד בסוף 2015 על 40.7% – ערך נמוך בהשוואה לערכים במדינות מפותחות אחרות (איור ז'-1), אך הוא נמצא במגמת עלייה (לוח ז'-1). יתרה זו מורכבת מיתרת החוב לדירור ומיתרת החוב שאינו לדירור, וכשמפרידים אותה לרכיבים אלה מוצאים כי היחס בין הראשונה לתוצר נמוך בהשוואה בין-לאומית בשעה שהיחס בין האחרונה לתוצר אינו נמוך. לאורך זמן היחס בין החוב לדירור לתוצר מציג מגמת עלייה מתונה החל משנת 2008, בעקבות העלייה במחירי הדירות, ואילו היחס בין החוב שאינו לדירור לתוצר התחיל להתרחב רק בשנת 2013, לאחר שבתחילת העשור הוא ירד (איור ז'-2). יש לציין כי להבדיל מתחום המשכנתאות, על תחום האשראי הבנקאי שאינו לדירור הוטלו מעט הגבלות מקרו-יציבותיות (הן מסתכמות בהוראות לגבי הפרשות להפסדי אשראי), והוא מתנהל בעיקר בהתאם למדיניות התיאבון לסיכון והמודלים להערכת סיכונים של הבנקים עצמם.

האשראי שאינו לדירור¹ הוסיף להתרחב בקצב מהיר (לוח ז'-1). במרץ 2017 עמדה יתרתו על כ-165 מיליארדי ש"ח והיוותה כ-32.6% מסך האשראי למשקי הבית². הבנקים מספקים את מרביתו – במרץ 2017 הם סיפקו 81% ממנו – אף על פי שבשנים האחרונות גם המוסדיים וחברות כרטיסי האשראי מרחיבים אותו במהירות (איור ז'-3).

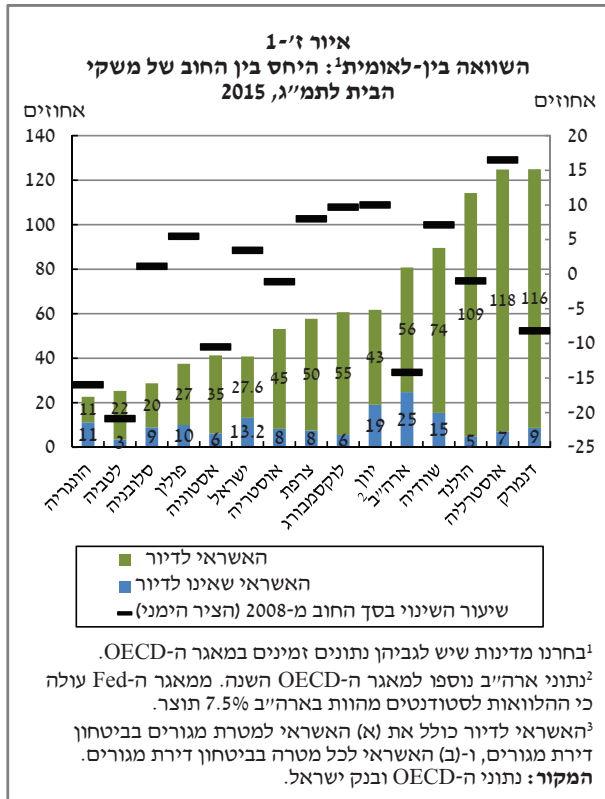
להתרחבות האשראי מחברות כרטיסי האשראי מסייעת הירידה המתמשכת בריביות³ והעובדה שההתקדמות

¹ יתרת האשראי שווה ליתרת החוב בניכוי ההפרשה לחובות מסופקים בבנקים; הנתונים בלוח ז'-1 כוללים את ההפרשה לחובות מסופקים.

² נוסף לכך התפתחו בשנים האחרונות גופים חוץ-בנקאיים בלתי מפקחים שמעניקים אשראי, אך הם אינם חייבים לדווח על היקפו.

³ הריבית הממוצעת בחברות כרטיסי האשראי ירדה מכ-11% ב-2010 לכ-8% ב-2016, אולם השונויות ביניהן גבוהה: בשנת 2016 נעו הריביות הממוצעות של שלוש החברות (לאומי קארד, ישראלכרט וכאל) בין 6.3% ל-11.1%. כדאי להעיר שהריבית הממוצעת מושפעת מהרכב ההלוואות. לשם המחשה, היא פוחתת כאשר הלוואות לרכישת כלי רכב תופסות נתח גדול, שכן אלה ניתנות כנגד שיעבוד ונושאות ריבית נמוכה יחסית.

אף כי בהשוואה לעולם יש בישראל יחס נמוך בין החוב של משקי הבית לתוצר, היחס בין החוב שאינו לדירור לתוצר אינו נמוך.



הטכנולוגית מקלה על תהליך נטילת ההלוואה⁴. רוב האשראי מהן אינו מגובה בביטחונות, ולמעשה יש גיבוי רק להלוואות לרכישת כלי רכב שמובטחות בשעבוד שלהם⁵. איור ז'-4 מתאר את ההתפתחות של סך ההלוואות ושל ההלוואות למימון רכישת כלי רכב שהן העניקו למשקי הבית.

בהקשר זה חשוב לציין כי חברות כרטיסי האשראי מעניקות אשראי "מתגלגל" (revolving; איור ז'-5). כרטיס האשראי המתגלגל⁶ מאפשר למשתמשים מעין שליטה על גובה ההחזר החודשי: הם מקבלים מסגרת אשראי וקובעים

⁴ לשם המחשה, קרוב למחצית מההלוואות הצרכניות שחברת כאל העניקה בשנת 2016 ניטלו באמצעות האפליקציה הסלולרית.

⁵ חברת לאומי קארד מדווחת כי הלוואות אלה מהוות כשליש מהאשראי לאנשים פרטיים (משקי בית). בשאר החברות חלקן נמוך בהרבה, בסביבות 10% בלבד.

⁶ עם הכרטיסים הנפוצים בישראל נמנים Multi של לאומי קארד, More של ישראלכרט ו-CalChoice של כאל.

לוח ז'-1

ההתפתחויות ביתרות החוב של משקי הבית, 2013 עד 2017

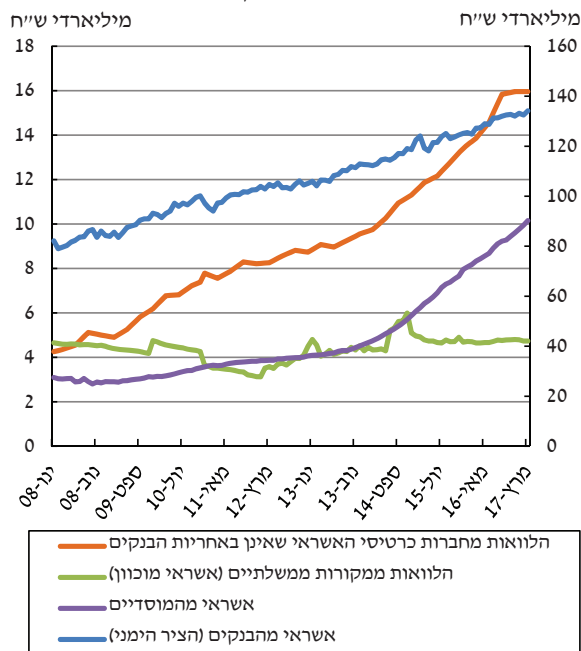
מיליארדי ש"ח	שיעורי השינוי				
מרץ-17	2016	2015	2014	2013	
510.6	6.2%	6.5%	5.9%	7.2%	סך החוב של משקי הבית
					לפי מקורות:
457.5	5.3%	7.6%	6.5%	8.6%	הבנקים
323.3	5.2%	8.5%	7.1%	9.1%	מזה: לדיור
134.1	5.6%	5.5%	5.0%	7.4%	מזה: לא לדיור
18.6	53.2%	30.6%	14.9%	13.8%	הגופים המוסדיים
8.4	131.3%	18.5%	-3.6%	12.0%	מזה: לדיור
10.1	21.5%	36.2%	26.1%	15.0%	מזה: לא לדיור
16.0	19.4%	18.6%	18.9%	9.2%	חברות כרטיסי האשראי
14.2	-10.9%	-26.0%	-11.2%	-10.0%	הממשלה – אשראי מוכוון
					לפי שימושים:
343.0	5.5%	6.3%	5.1%	7.2%	החוב לדיור
167.6	7.6%	7.2%	7.5%	7.2%	החוב שאינו לדיור
					יחס החוב של משקי הבית
41.3	0.4	0.5	0.6	0.2	לתוצר, השינוי בנקודות אחוז

המקור: בנק ישראל.

הבנקים ממשיכים לספק למשקי הבית את מרבית האשראי שאינו לדיור, אף על פי שבשנים האחרונות גם המוסדיים וחברות כרטיסי האשראי מרחיבים אותו במהירות.

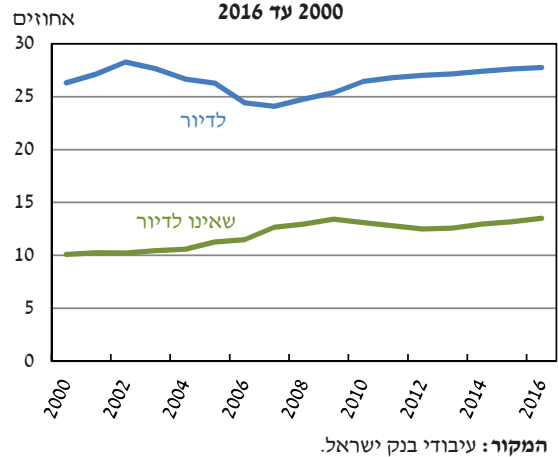
היחס בין החוב לדיור לתוצר עולה משנת 2008, בעקבות העלייה במחירי הדירות. היחס בין החוב שאינו לדיור לתוצר עולה בארבע השנים האחרונות.

איור ז'-3
התפתחות האשראי שאינו לדיור לפי מקורותיו השונים, ינואר 2008 עד מרץ 2017

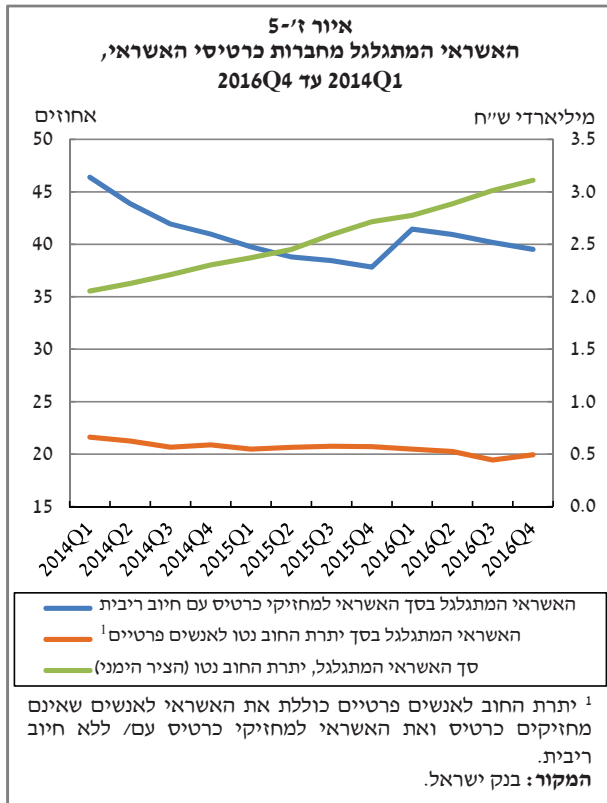


המקור: בנק ישראל.

איור ז'-2
החוב לדיור והחוב שאינו לדיור ביחס לתוצר, 2000 עד 2016



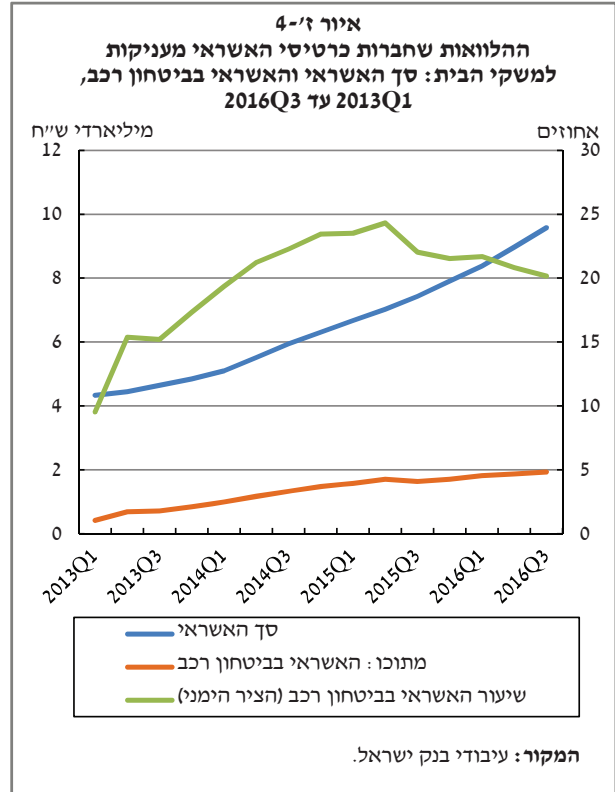
היקף האשראי המתגלגל עלה בכ-36% בין 2014 ל-2016.



העובדה שהבנקים צמצמו את היצע המשכנתאות מילאה בהתמנות הנדונה תפקיד דומיננטי יותר מהשינויים בביקוש להן.

כאשר בוחנים את הגורמים שבכוחם להסביר את השינויים בהיצע המשכנתאות, מוצאים כי הן התייקרו בעיקר מפני שהפיקוח על הבנקים שינה את הדרישות הרגולטוריות במטרה לגרום לבנקים להפנים את הסיכונים הגדלים שנוצרו בשוקי הדיור והמשכנתאות וכתוצאה מכך שענף הבינוי והנדל"ן הגדיל את משקלו בתיקי האשראי של הבנקים. ההוראה הרלוונטית פורסמה בספטמבר 2014 וקבעה כי על התאגידים הבנקאיים להגדיל את יחס הון הליבה בשיעור שמבטא 1% מיתרת תיק האשראי לדיור עד לתחילת 2017. נוסף לכך נדרשו כל הבנקים להגיע ליחס הון ליבה שגובהו 9% עד תחילת 2015, ושני הגדולים – לאומי והפועלים – נדרשו גם להגיע ליחס שגובהו 10% עד לתחילת 2017, בהתאם להמלצות באזל III. הדרישות הנדונות הקשו על הבנקים להוסיף להגדיל את תיקי המשכנתאות, ודברים אלה תקפים במיוחד לגבי שני הבנקים הגדולים – משום שהם נדרשו להגיע ליחס הון ליבה מחמיר יותר –

רוב האשראי מחברות כרטיסי האשראי אינו מגובה בביטחונות, ולאחרונה הולך ויורד שיעור ההלוואות לרכישת רכב (הלוואות שניתנות בביטחון הרכב) בסך האשראי הצרכני שהן מעניקות.



את גובהו המקסימלי של הפירעון החודשי, ושאר החוב מתגלגל לחודשים הבאים ונושא ריבית. בדרך כלל מדובר בריבית גבוהה יחסית, והיא עלולה גם על הריבית שנגבית על הלוואות מהבנקים או על הלוואות אחרות מחברות כרטיסי האשראי. יש להעיר כי שיטה זו עלולה לגרום למשקי בית לצבור חובות (עד לגובה מסגרת האשראי), בדומה למשיכות יתר בבנקים. היקף האשראי המתגלגל עלה בכ-36% בין 2014 ל-2016; אף שהוא עדיין קטן יחסית לסך האשראי שאינו לדיור – כ-2% בלבד – הוא מהווה שיעור גדול יחסית – 20% – מסך החוב שמשקי הבית חייבים לחברות כרטיסי האשראי (ואינו מצוי באחריות הבנקים).

האשראי לדיור המשיך להתרחב, אך בקצב מתמתן (לוח ז'-1). מגמת ההתמתנות בהיקפן החודשי הממוצע של המשכנתאות החדשות ניכרת מאמצע 2015, והיא גברה מאמצע 2016 ונמשכת גם ב-2017. במקביל עלו הריביות על המשכנתאות בכל המסלולים (אמנם במרץ-אפריל 2017 הן ירדו בחלקם במידת מה). מכאן ניתן להסיק כי

לוח ז'-2
מאפייניהן של המשכנתאות החדשות, ממוצעים חודשיים

12 החודשים האחרונים ¹	2016	2015	
4.66	4.89	5.40	היקף המשכנתאות החדשות, מיליארדי ש"ח
1.77	1.49	0.97	הריבית הריאלית המשוקללת, אחוזים
			הריביות במסלולי המשכנתאות השונים:
3.34	3.00	2.08	צמודת מדד בריבית משתנה, אחוזים
3.62	3.34	2.31	צמודת מדד בריבית קבועה, אחוזים
2.09	1.87	1.39	לא-צמודה בריבית משתנה, אחוזים
4.21	3.93	3.28	לא-צמודה בריבית קבועה, אחוזים
667	661	583	גודל המשכנתה הממוצעת, אלפי ש"ח
21.6	21.5	20.1	הממוצע המשוקלל של התקופה לפירעון, שנים
13.7	13.9	15.7	שיעור המשכנתאות לדירות להשקעה, אחוזים
50.5	51.2	52.4	האומדן ליחס ה-LTV הממוצע, אחוזים
25.7	25.6	25.1	האומדן ליחס ה-PTI הממוצע, אחוזים

¹ ממאי 2016 עד אפריל 2017, למעט הנתונים על גודל המשכנתה הממוצעת ושיעור המשכנתאות לדירות להשקעה — אלה מתייחסים לאפריל 2016 עד מרץ 2017.
המקור: בנק ישראל.

לרכוש מהבנקים משכנתאות ששיעור המימון שלהן עולה על 60%, כדי לצמצם את הסיכונים, והמפקחת על הבנקים הגבילה מאותו נימוק את נתח תיק המשכנתאות שהבנקים יכולים למכור למוסדיים⁸, והבנקים והמוסדיים מיצו כמחצית מהפוטנציאל לשתף פעולה שמגבלות אלה יוצרות. שיתוף פעולה זה משפיע על הסיכונים. בפירוט, מכירת תיקי המשכנתאות מקטינה את הסיכון שהבנקים חשופים אליו, במידה שהם אינם מפנים שוב את הכספים המתפנים לתחום המשכנתאות (תומכת בכך העובדה שקצב גידולו של היקף המשכנתאות החודשי התמתן לאחרונה). השתתפות המוסדיים באשראי למשקי הבית מפזרת טוב יותר את הסיכונים בין השחקנים – הבנקים והמוסדיים. זאת ועוד, הפניית הכספים המתפנים למגזרים שאינם מקבלים מימון מהגופים המוסדיים – כגון העסקים הקטנים והבינוניים – עשויה להגדיל את מקורות המימון לפעילותם ולתרום לצמיחה.

ולגבי בנק מזרחי-טפחות, משום שחלקו בשוק המשכנתאות הגיע בסוף 2016 ל-38.4%. יש להדגיש כי הסיכונים בשוק המשכנתאות נובעים בעיקר מגודלו המצרפי של האשראי המופנה לענף הבינוי והנדל"ן, הן דרך ההלוואות לקבלנים והן דרך המשכנתאות למשקי הבית; שיעור החשיפה הכולל של הבנקים לענף ולאשראי לדיוור למשקי הבית ממשיך לעלות, אם כי שיעור עלייתו התמתן בשלוש השנים האחרונות, ובינואר 2017 הוא הגיע לכ-44.7%. לעומת זאת לא חל גידול בסיכונים הפרטניים הנובעים ממאפייניהם של משקי הבית הנוטלים משכנתאות (ראו דיון בהמשך). כמו כן, אין מגמת עלייה בעלויות ההון שהבנקים מגייסים באמצעות פיקדונות ואג"ח.

הקושי של הבנקים להגדיל את המשכנתאות השתקף בין השאר בכך שהם שיתפו פעולה עם המוסדיים בתחום זה: הם מכרו להם תיקי משכנתאות או העמידו הלוואות בשותפות עמם⁷. הממונה על שוק ההון אסרה על המוסדיים

⁷ בנק מזרחי-טפחות מכר ל"מנורה מבטחים" ול"מגדל" משכנתאות קיימות שהיקפן כ-770 מיליון ש"ח וכ-1.85 מיליארד ש"ח, בהתאמה; בנק הפועלים מכר משכנתאות קיימות שהיקפן כ-700 מיליון ש"ח ל"ביטוח הראלי"; ובנק לאומי מכר משכנתאות קיימות שהיקפן כ-1.6 מיליארד ש"ח ל"מנורה מבטחים". נוסף על כך חתמו בנק לאומי ו"ביטוח הראלי" על הסכם לשתף פעולה בהעמדת משכנתאות חדשות ב-2016–2017: היקפו עומד על כ-4 מיליארדי ש"ח וחלקו כבר יצא אל הפועל.

⁸ המפקחת על הבנקים קבעה כי הבנקים יכולים למכור למוסדיים רק 6% מיתרת תיקי המשכנתאות שה-LTV שלהן מוגבל ל-60% ו-10% מהתיקים שה-LTV שלהם אינו מוגבל.

תיבה 2: מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית

בשנים האחרונות צמח האשראי למשקי הבית מהר מהתוצר ומהשכר, ועובדה זו מעוררת שאלות בנוגע ליציבותם הפיננסית של משקי הבית ולסיכונים המערכתיים הנשקפים ממגזר זה במידה שהתפתחות זו תימשך. כדי להשיב עליהן נהוג בין השאר לעקוב אחר מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית ולבחון את מידת המינוף שלהם, שכן המאזן מציג את הנכסים הריאליים והפיננסיים שבאמצעותם משקי הבית אמורים לכסות את התחייבויותיהם¹.

לוח 1

מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית בישראל, 2015 (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים, סופי חודשים)

הנכסים הריאליים			מיליארדי ש"ח (בסוגריים – השיעור מסך הנכסים)	שיעור השינוי השנתי	ההתחייבויות והשווי נטו של משקי הבית	מיליארדי ש"ח (בסוגריים – השיעור מסך ההתחייבויות והשווי נטו)	שיעור השינוי השנתי				
נדל"ן ¹			3,189	(52%)	8%	המשכנתאות	321	(5%)	6%		
כלי רכב			109	(2%)	5%	האשראי הצרכני	153	(3%)	7%		
סך הנכסים הריאליים			3,298	(54%)	8%	סך ההתחייבויות	475	(8%)	7%		
הנכסים הפיננסיים											
			מיליארדי ש"ח (בסוגריים – השיעור מסך הנכסים)		שיעור השינוי השנתי						
			מזומנים ופיקדונות		559					(9%)	11%
			ניירות ערך, למעט מניות		250					(4%)	1%
			מניות		399					(7%)	-4%
			קרנות נאמנות		216					(4%)	-15%
			עתודות ביטוח ²		1,243					(20%)	7%
			חייבים/ זכאים שונים		136					(2%)	-0%
סך הנכסים הפיננסיים			2,803	(46%)	3%	ההון העצמי ³	5,626	(92%)	6%		
סך הנכסים			6,100	(100%)	6%	ההתחייבויות וההון העצמי	6,100	(100%)	6%		
¹ מצבת הנדל"ן נכונה ליוני 2016.											
² כולל ביטוח חיים, קופות גמל וקרנות פנסיה.											
³ השווי נטו – סך הנכסים פחות סך ההתחייבויות.											
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.											

¹ מצבת הנדל"ן נכונה ליוני 2016.

² כולל ביטוח חיים, קופות גמל וקרנות פנסיה.

³ השווי נטו – סך הנכסים פחות סך ההתחייבויות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

¹ הנתונים על שווי הנכסים הפיננסיים לקוחים מהמאזן הלאומי שעורכת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; מאזן זה כולל נתונים עד שנת 2015 ולפיכך המאזן כאן מעודכן לשנה זו. הנתונים על התחייבויותיהם של משקי הבית ועל שווי הנדל"ן הם עיבודים של בנק ישראל לנתונים מהפיקוח על הבנקים ומהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; הנתונים על שווי כלי הרכב לקוחים מהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

מנתוני המאזן עולה כי שווי הנדל"ן של משקי הבית מהווה למעלה ממחצית משווי סך הנכסים. מצב זה נוצר לאחר כעשור שבו מחירי הנדל"ן עולים בהתמדה, ולכן שווי הנדל"ן של משקי הבית משקף שני תהליכים: (א) משקי בית שהחזיקו דירה לפני האמרת המחירים צברו רווחים "על הנייר", ו-(ב) משקי בית שרכשו דירות בשנים האחרונות, לאחר עיקר ההאמרה, נחשפו לסיכון הנשקף מירידה במחירי הדירות. יתרת חוב המשכנתה מהווה למעלה משני שלישים מסך החוב של משקי הבית, והחזר המשכנתה מהווה חלק משמעותי מהכנסתם – רבע בממוצע (לוח ז'1). אם מיתון או עלייה באבטלה יפגעו בהכנסותיהם, הדבר עלול לגרום לכך שחלקם יצטרכו לצמצם את הצריכה כדי לעמוד בהחזרי החוב, ותהליך זה ישפיע על המשק כולו (ראו תיבה ד'1 בדוח בנק ישראל לשנת 2015).

בשנת 2015 עלה שווי הנכסים הריאליים של משקי הבית בכ-8%, בשעה ששווי הנכסים הפיננסיים עלה בכ-3% בלבד. שווי הנכסים הפיננסיים עלה בעיקר כתוצאה מעלייה בשוויים של המזומנים והפיקדונות ושל עתודות הביטוח על רקע ירידה בשווי המניות וקרנות הנאמנות. שווי ההתחייבויות עלה בשיעור נמוך במקצת משווי סך הנכסים, והיחס בין ההתחייבויות לנכסים גדל קמעה – מ-7.7% ב-2014 ל-7.8% ב-2015 – אך הוא עדיין נמוך משמעותית מהנתון המקביל במשקים אחרים. לשם המחשה, בשנת 2016 עמד היחס על 14% בארה"ב, על כ-13% בגוש האירו, כ-12.5% בניו זילנד ו-16.1% בסינגפור. יש לציין כי היחס בארה"ב, גוש האירו וניו זילנד ירד בין 2014 ל-2016. רמתו הנמוכה של היחס בישראל משקפת בין היתר את העלייה שחלה בשנים האחרונות במחירי הנדל"ן, אולם יש לזכור כי אם שווי ירד למשל ב-20%, היחס בין ההתחייבויות לנכסים יעלה ל-8.7% בלבד. **היחס בין החוב לנכסים הפיננסיים** עלה מ-16.4% ב-2014 ל-16.9% ב-2015, וגם הוא נמוך בהשוואה לנתון המקביל במדינות אחרות (ב-2016 עמד היחס על 20% בארה"ב, 31.3% בגוש האירו, 27.2% בניו זילנד ו-29.2% בסינגפור)². **היחס בין חוב המשכנתה לשווי הנדל"ן** ירד במקצת – מ-10.3% בשנת 2014 ל-10.1% ב-2015 – מפני שמחירי הדירות הוסיפו להאמיר גם השנה (לשם השוואה, ב-2016 עמד היחס על 42.2% בארה"ב, 24% בבריטניה, 16% בגוש האירו, 18.9% בניו זילנד ו-27.1% בסינגפור). אך גם במקרה זה ירידה של 20% בשווי הנדל"ן שבידי משקי הבית תעלה את היחס ל-12.6% בלבד.

כפי שמלמדות ההשוואות הבין-לאומיות, מצבו הפיננסי של מגזר משקי הבית בישראל איתן בהרבה ממצבו במדינות מפותחות אחרות. אולם חשוב לזכור כי כל המדדים שנסקרו לעיל מתייחסים למגזר משקי הבית בכללותו, ומאחר שהעושר והחוב אינם מתפלגים בין הפרטים באופן שוויוני, מצבו הטוב של המגזר כולו אינו מעיד בהכרח שכל שכבות האוכלוסייה נהנות מיציבות פיננסית.

² כל השוואה בין-לאומית עלולה לסבול מחוסר דיוק בגלל הבדלים בהגדרות ובמאפיינים של כל משק. לשם המחשה, לסעיף "עתודות ביטוח" – הסעיף הכולל את קרנות הפנסיה שאינה תקציבית – יש בישראל משקל רב בנכסים הפיננסיים, ואילו במדינות אירופיות רבות נהוגה עדיין פנסיה תקציבית במימון הממשלה.

יכול ליצור הטיות כאשר מספר העסקאות משתנה על פני זמן¹⁰.

כאמור, **שיעור המשכנתאות למימון דירה להשקעה** פחת החל מהמחצית השנייה של 2015, לאחר שמשרד האוצר נקט צעדים שייקרו את הרכישות להשקעה. אך מבחינת הסיכונים המשקיעים מהווים דווקא קבוצת לווים מועדפת, שכן המשכנתאות הניתנות להם מתאפיינות ביחס מימון (LTV) נמוך יותר הן כתוצאה מהמגבלות שהטיל הפיקוח על הבנקים והן מפני שבמוצע מדובר באוכלוסייה מבוגרת ואמידה יחסית לרוכשי הדירות למגורים, בפרט הזוגות הצעירים שבהם¹¹.

הממוצע המשוקלל של התקופה לפירעון נמצא במגמת עלייה בשנים האחרונות, ככל הנראה כתוצאה מהמגבלות שהפיקוח על הבנקים הטיל על היחס בין ההחזר החודשי להכנסה (PTI) וכתוצאה מהעלייה בגודל המשכנתה הממוצע. התקופה לפירעון עלתה בכל מסלולי הריבית – קבועה ומשתנה וצמודה ולא-צמודה.

ירידה מסוימת במידת הסיכונים הגלומים במשכנתאות משתקפת בשיעור יתרת המשכנתאות בריבית משתנה¹², שכן מדד זה הולך ויורד בשנים האחרונות בשל המגבלה

¹⁰ כאשר משכנתה ניתנת בכמה תשלומים העסקה נרשמת רק בעת התשלום הראשון, לצד סכומי; עם שאר התשלומים נרשמים רק סכומים. לכן בחודשים שחל בהם גידול (קיטון) ניכר במספר העסקאות התוצאות מוטות כלפי מטה (מעלה). מספר העסקאות אכן עלה בחדות בין אמצע 2014 לאמצע 2015, והדבר אמור להטות כלפי מטה את אומדן המשכנתה הממוצעת. לעומת זאת, מאמצע 2015 יש ירידה משמעותית במספר העסקאות, ולכן ייתכן כי העלייה באומדן המשכנתה הממוצעת נובעת בחלקה הן מהטיה כלפי מעלה והן מתיקון ההטיה מהתקופה הקודמת.

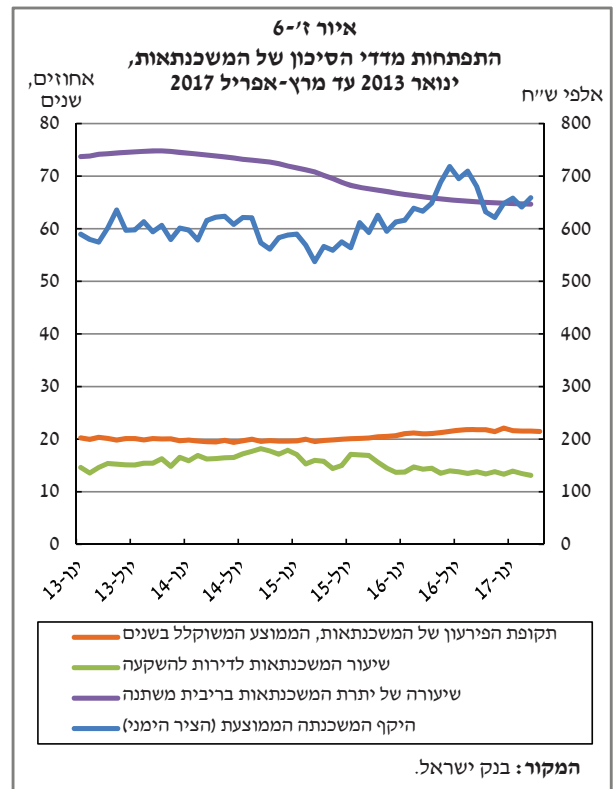
¹¹ בשנת 2015 עמד גילם הממוצע של המשקיעים על 51.8 שנים, בשעה שבכלל האוכלוסייה עמד גילו הממוצע של ראש משק בית שכיר על 41.2 שנים; בשנת 2014 הגיעה ההכנסה החודשית הממוצעת מעבודה ל-28.9 אלף ש"ח ברוטו למשק בית בקרב המשקיעים השכירים ול-12.4 אלף ש"ח בכלל האוכלוסייה. יתר על כן, ישנה עדות לכך שגם היציבות התעסוקתית גבוהה יותר בקרב המשקיעים: נמצא כי שיעור הפרטים שלא שינו את מקום עבודתם בין 2006 ל-2014 עמד על 27% בקרב המשקיעים השכירים ועל 18% בלבד בקרב כלל משקי הבית השכירים (בן נעים ג' [2017], "רוכשי דירות להשקעה בשנים 2015–2016 – מאפיינים ומגמות", משרד האוצר).

¹² יתרת המשכנתאות בריבית משתנה כוללת (א) משכנתאות בריבית צמודה לפריים שבהן הריבית יכולה להשתנות בכל חודש ו-(ב) משכנתאות בריבית שמשתנה פעם ב-5 שנים. לכן שינויים בריבית במסלולים אלה כרוכים במידת סיכון שונה.

2. התפתחות מדדי הסיכון לחוב של משקי הבית

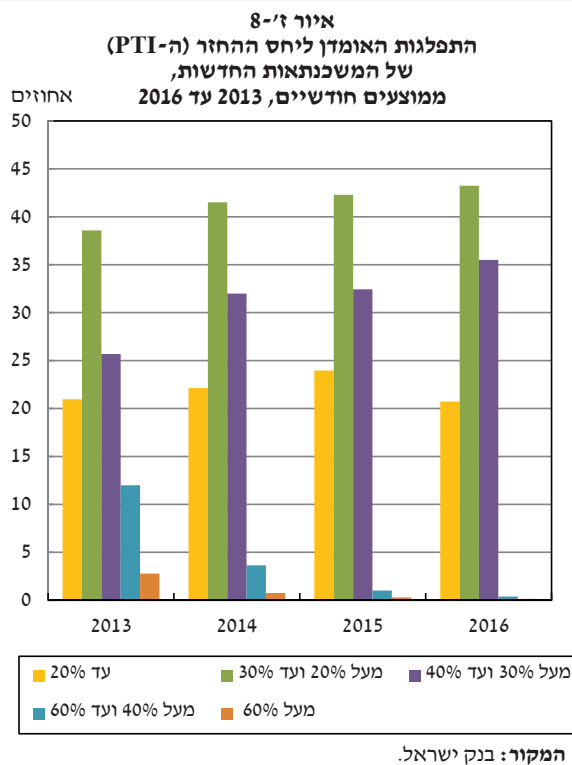
אף שמחירי הדירות עולים זה כעשור, ועיקר הגידול החל במחצית השנייה של 2015 (איור ז'-6). סביר להניח כי היא גדלה בקצב מתון בעקבות צעדי המדיניות המקרו-יציבותית, שכן אלה הגבילו את שיעורי המימון ל-75% בקרב הזוגות הצעירים, ל-70% בקרב משפרי הדור, ול-50% בלבד בקרב המשקיעים⁹. נראה כי לעלייה בגודל המשכנתה הממוצע תרמה הירידה בשיעור המשכנתאות לרכישת דירות להשקעה – תהליך שהחל גם הוא במחצית השנייה של 2015 – שכן משכנתאות אלה מתאפיינות לרוב בשיעורי מינוף נמוכים יחסית ולכן גם בגודל ממוצע קטן יחסית. בהקשר זה יש לציין כי גודל המשכנתה הממוצע אינו משקף נאמנה את המשכנתה הממוצעת שנטלו הלווים, אלא את האומדן המתקבל מחלוקת סך המשכנתאות שניתנו במהלך החודש במספר עסקאות המשכנתה שנרשמו באותו חודש. אופן חישוב זה

במחצית השנה האחרונה לא השתנתה רמת הסיכונים הנשקפים למשק מהאשראי לדירור למשקי הבית.



⁹ הוראת המפקח על הבנקים מאוקטובר 2012.

מאז 2013 ירד שיעור משקי הבית שבהם היחס בין החזר המשכנתה להכנסה (PTI) גבוה מ-30%.



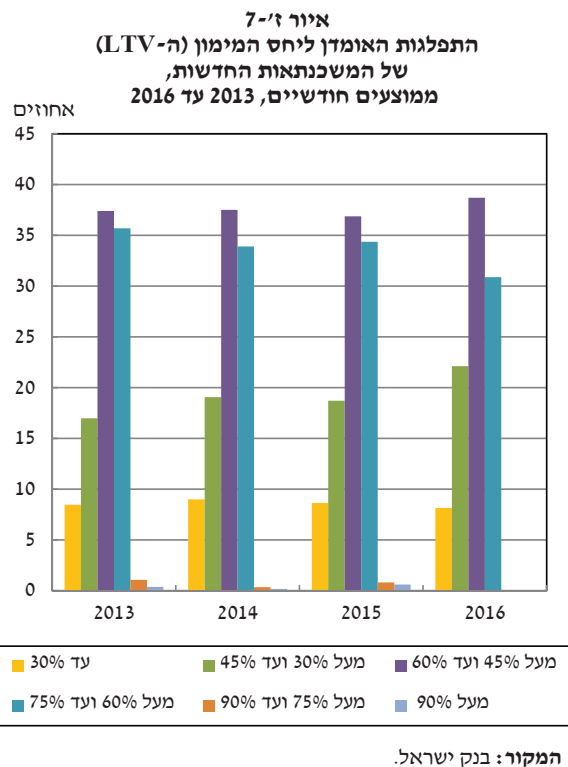
נמוכה מאוד ובגידול מתמיד במספר המועסקים במשק וברמת השכר. הבנקים – המקור העיקרי למימון רכישת נדל"ן בקרב משקי הבית – מדווחים על ירידה ביתרת **החובות הבעייתיים** ובשיעורם בתחום ההלוואות לדיר. אך המצב הפוך בתחום האשראי שאינו לדיר (איור ז'-10). גם בחברות כרטיסי האשראי מצטייר מצב שכזה: בעקבות התרחבות האשראי למשקי הבית עלה שיעור החובות הבעייתיים מתוך החובות שאינם בערבות הבנקים – מכ-2.9% בממוצע בשנת 2013 לכ-3.6% בממוצע בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016¹³ (איור ז'-11). כתוצאה מכך עלתה ההוצאה להפסדי אשראי (איור ז'-12), וב-2016 העלייה חדה ומשותפת לכל החברות.

¹³ סביר להניח שהתרחבותו המהירה של האשראי מחברות כרטיסי האשראי התלוותה בעלייה ברמת הסיכון עקב הצטרפות לווים מסוכנים יותר, למשל לווים בעלי הכנסה נמוכה יותר בהשוואה לעבר.

שהפיקוח על הבנקים הטיל על שיעור ההלוואות בריבית משתנה. אולם ההחזר החודשי של הלוואות אלה עלול לגדול מכיוון שהריבית במשק נמצאת בשפל היסטורי ולכן סביר להניח שהיא תעלה בעתיד. סיכון זה גלום גם במשכנתאות בריבית קבועה שניתנו במסלול הצמוד למדד: הריבית והאינפלציה בדרך כלל משתנות בכיוון זהה, ולכן ייתכן כי החזר המשכנתה יגדל בקרב לווים בריבית משתנה ובמקביל – בקרב לווים בריבית קבועה צמודה למדד. אולם הפתעה אינפלציונית שתשחק את השכר הריאלי עלולה לפגוע בלווים בריבית צמודה במידה משמעותית יותר. האופן שבו **האומדנים ל-LTV ול-PTI** מתפלגים בשנים האחרונות אינו מצביע על עלייה בסיכוני הלווים (איורים ז'-7 וז'-8). מאז 2013 ירד משמעותית שיעור המשכנתאות שה-LTV שלהן עולה על 60%, ובמקביל ירד שיעור משקי הבית שבהם ה-PTI גבוה מ-30%.

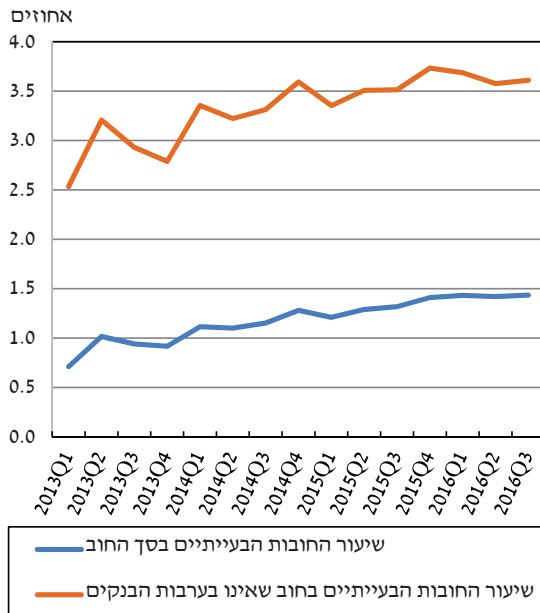
מעט מאוד משקי בית מתקשים להחזיר את המשכנתה (איור ז'-9), הודות לשילוב בין סביבת ריבית נמוכה לתקופת צמיחה ארוכה יחסית שמתאפיינת באבטלה

מאז 2013 ירד במידה ניכרת שיעור המשכנתאות שיחס המימון (ה-LTV) שלהן גבוה מ-60%.



התרחבות האשראי הצרכני בחברות כרטיסי האשראי התלוותה בעלייה בשיעור החובות הבעייתיים.

איור 11-ז'
שיעור החובות הבעייתיים בחברות כרטיסי האשראי,
2013Q1 עד 2016Q3



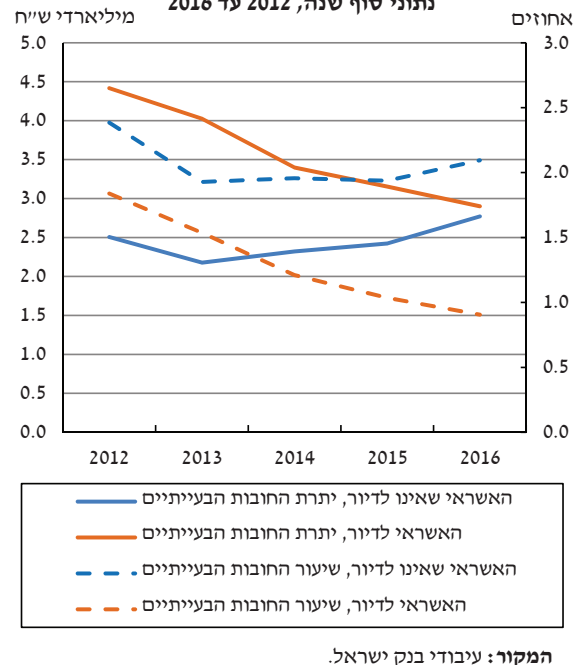
שיעור משקי הבית המתקשים בהחזרי משכנתה פחת בשנים האחרונות, והוא נמוך מאוד.

איור 9-ז'
ההלוואות למטרת מגורים: שיעור ההחזרים בפיגור
של 90 יום ומעלה, מאי 2012 עד מרץ 2017



בבנקים מסתמנות ירידה בחובות הבעייתיים לדירור ועלייה בחובות הבעייתיים שאינם לדירור.

איור 10-ז'
החובות הבעייתיים בתחומי האשראי לדירור והאשראי
שאינו לדירור, מגזר משקי הבית בבנקים,
נתוני סוף שנה, 2012 עד 2016



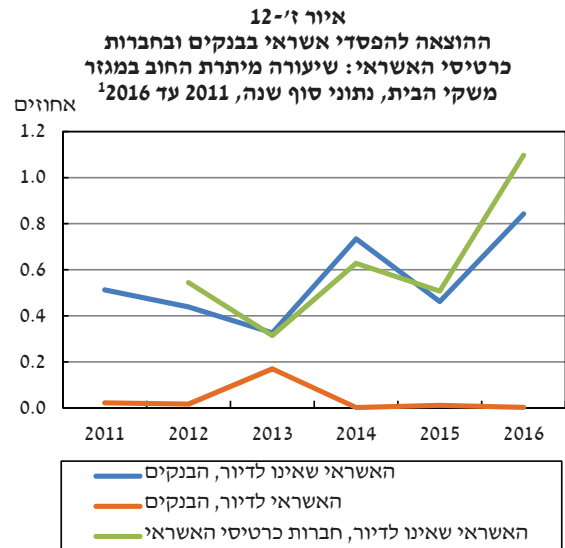
הביקורות שערך הפיקוח על הבנקים מעלות כי גדל הסיכון הגלום בתיק האשראי הצרכני של הבנקים. הגידול נובע בעיקר משתי התפתחויות שהתרחשו לאחרונה: ראשית, עלה חלקן של ההלוואות החדשות המשמשות לצריכה שוטפת; שנית, התקופה לפירעון של ההלוואות הצרכניות התארכה מעבר לחמש שנים – כ-60% מההלוואות החדשות ב-2015 ניתנו לחמש שנים ומעלה¹⁴.

בעקבות ההתרחבות הניכרת בהיקף האשראי שאינו לדירור ולנוכח הסיכון הגלום בו, הגדילו הבנקים וחברות כרטיסי האשראי באופן משמעותי את ההוצאה להפסדי אשראי בתחום זה (איור 12-ז'). נוסף לכך ערכו הבנקים התאמה בדוחות לשנת 2014, לאחר שהמפקח על הבנקים פרסם הוראה הדורשת להגדיל את ההפרשה הקבוצתית בגין האשראי שאינו לדירור לשיעור שמגיע לפחות ל-0.75%.

¹⁴ הרחבה מופיעה בתוך בנק ישראל (2017), סקירת הפיקוח על הבנקים לשנת 2016, תיבה אי-1.

האחרונות נערכת רפורמה שנועדה לפשט ולקצר את תהליך פשיטת הרגל. הרפורמה מגבילה אותו ל-4.5 שנים ובמקרים מסוימים אף ל-3; יתר על כן, שיתוף פעולה מלא מצד החייבים, כולל גילוי כל המידע והרכוש, יכול לזכותם בהפטר מחובותיהם. הרפורמה צפויה לקבל עיגון חוקי בחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי¹⁷.

היקף האשראי שאינו לדיור התרחב במידה ניכרת, ומאחר שגלום בו סיכון כי הוא אינו מגובה בביטחונות, הבנקים וחברות כרטיסי האשראי הגדילו משמעותית את ההוצאה להפסדי אשראי בתחום זה.



¹ ההוצאה להפסדי אשראי בתחום האשראי לדיור עלתה ב-2013 באופן חד-פעמי מפני שהפיקוח על הבנקים (א) דרש להעלות את יתרת ההפרשה הקבוצתית להפסדי אשראי המוחזקת בגין הלוואות לדיור ל-0.35% מיתרת הלוואות האלה, (ב) עדכן כלפי מעלה את משקל הסיכון המועדף להלוואות המובטחות על ידי משכנתה על נכס למגורים, ו-(ג) הוציא משקלול מועדף את הלוואות ששיעור המימון שלהן גבוה מ-60% והשווה את משקל הסיכון בהן לזה המוחל על התיק הקמעונאי הפיקוחי.

המקור: בנק ישראל.

מהיתרה שנוצרה באותו מועד באשראי לאנשים פרטיים שאינו בעייתי¹⁵.

ההוצאות להפסדי האשראי שאינו לדיור עולות על רקע התרחבות של מספר הלווים ומשום שספקי האשראי מעריכים כי קשיי הגבייה רבים יותר. האשראי שאינו לדיור ניתן ברובו ללא ביטחונות¹⁶ ולכן פשיטת רגל של יחידים בתחום זה מתנהלת אחרת מהתהליך המקביל בתחום האשראי לדיור, והיא כרוכה לעתים בהתדיינויות ממושכות בפני ערכאות שיפוטיות וכוללת הליכים לעיקול נכסים וחשבוניות בנק. בהקשר זה חשוב לציין כי בשנים

¹⁵ הוראה זו השפיעה על הבנקים בעיקר בשנת 2014, ובשנים 2015–2016 היא השפיעה במידה שולית בלבד.

¹⁶ להוציא כאמור הלוואות למימון רכישת כלי רכב, אשראי ששיעורו בסך האשראי הצרכני מחברות כרטיסי האשראי הולך ויורד לאחרונה (ראו איור ז'-4). את המגמה בבנקים לא ניתן לבחון משום שעד 2016 אין בנתונייהם מידע על הלוואות אלה.

¹⁷ הצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי אושרה בקריאה ראשונה בשנת 2016, ובימים אלה ועדת החוקה חוק ומשפט של הכנסת דנה בה לצורך הכנתה לקריאה שנייה-שלישית.

ח. מערך התשלומים והסליקה

1. רקע

במערכת התשלומים בישראל פועלות כמה מערכות תשלומים וסליקה: (א) מערכת זה"ב (זיכויים והעברות בזמן אמת, מערכת מסוג RTGS¹), המופעלת בידי בנק ישראל. מערכת זו משמשת סולקת סופית ויחידה לכל מערכות התשלומים והסליקה בישראל; (ב) מסלקת הנייר (מסלקת הצ'קים), המופעלת גם כן בידי בנק ישראל. מסלקה זו מטפלת בצ'קים, בממסרי סליקה ידניים ובשוברי גבייה; (ג) מערכת "זיכויים, חיובים והעברות תשלומים", המופעלת בידי מס"ב (מרכז סליקה בנקאי). זוהי מערכת אלקטרונית שמעבירה תנועות בין-בנקאיות בשקלים, כגון הרשאות לחיוב חשבון, תשלומי משכורות, תשלומי מסים ועוד; (ד) מערכת "שירותים בכרטיסי חיוב", המופעלת בידי חברת שב"א (שירותי בנק אוטומטיים). מערכת זו מטפלת באישור, איסוף ועיבוד העסקאות המתבצעות בכרטיסי חיוב בישראל; (ה) מערכת "מכשירי בנק אוטומטיים", המופעלת אף היא בידי חברת שב"א. מערכת זו עוסקת במיתוג הרשתות של מכשירי הבנק האוטומטיים למשיכת מזומנים; (ו) מסלקות הבורסה (מסלקת ניירות הערך ומסלקת מעו"ף). אלה סולקות את תוצאות המסחר בבורסה; ו-ז) המסלקה הבין-לאומית לעסקאות המרה (CLS²). מערכת זו מספקת שירות סליקה רב-מטבעי במנגנון המבטיח תשלום במטבע אחד כנגד תשלום במטבע אחר. השקל הצטרף אליה בשנת 2008, וכיום היא סולקת 18 מטבעות.

2. הפעולות להפחתת הסיכונים לתשתיות השוק הפיננסי ולקידום התחרות במערך התשלומים

להלן נתאר את הפעולות העיקריות שבנק ישראל נקט, מתוקף תפקידו כבנק מרכזי וכמפקח על מערכות התשלומים והסליקה, כדי לצמצם את הסיכונים הנשקפים למערכות התשלומים ולקדם את התחרות במערך התשלומים בישראל:

❖ פרסום הוראות הפיקוח על מערכות התשלומים המבוקרות והמבוקרות-מיועדות

במסגרת תפקידו כמפקח על מערכות התשלומים מפרסם בנק ישראל הוראות למערכות התשלומים המבוקרות

והמבוקרות-מיועדות בישראל. הוראות אלו קובעות סטנדרטים, דרישות וכללים שמטרתם להבטיח את יציבות המערכות ואת יעילותן ותפקודן התקין. ההוראות מבוססות בין היתר על העקרונות לתשתיות השוק הפיננסי (PFMI – Principles for Financial Market Infrastructure – Bank) שגיבש הבנק להסדרי סליקה בין-לאומיים (BIS – Bank for International Settlements).

בדצמבר 2016 פורסמו חמש ההוראות הראשונות³, ואלה מתמקדות בנושאים הבאים: אימוץ עקרונות ה-PFMI, מידע ודיווח, מידע ודיווח במצב חירום, הבסיס המשפטי למערכות וסופיות הסליקה.

❖ טיפול בסיכונים הקיברנטיים

האיומים הקיברנטיים שונים מסיכונים אחרים מבחינת הזיהוי, ההערכות וההתאוששות. מאחר שאירועים קיברנטיים עלולים להשפיע על מערכות התשלומים במהירות, מפעילי המערכות נדרשים להיערך אליהם ולנקוט את הפעולות הנחוצות לשמירה על המשכיות העסקית. האיומים הקיברנטיים מתאפיינים בין השאר בפוטנציאל לגרום נזק כבד ובתחכום הולך וגובר, דבר שמקשה לזהותן. התממשותם עלולה לשבש את פעילותה התקינה והמאובטחת של מערכת תשלומים, ולגרום בין היתר לחשיפת מידע, למחיקת נתונים ולשיבושם, לפגיעה באמון הציבור ולפגיעה ביציבות המערכת.

ביוני 2016 פרסם ה-BIS מדריך להגנה קיברנטית על תשתיות השוק הפיננסי⁴. המדריך נועד להתוות למערכות תשלומים קווים מנחים להתמודדות עם הסיכונים הקיברנטיים ולשפר את יכולתן להתאושש מהתממשותם. הפיקוח על מערכות התשלומים בוחן לעומק את המדריך ואת התאמתו לישראל.

❖ מעקב אחר יציבותה של מערכת זה"ב

זה"ב נושאת חשיבות מערכתית במשק הישראלי, ולכן חשוב להבטיח את יציבותה באמצעות ניטור הסיכונים הטמונים בה – לרבות סיכונים הנזילות, סיכונים האשראי, והסיכונים המשפטיים, המערכתיים והתפעוליים. בנק ישראל מעריך את יציבותה באמצעות מדדים שונים,

³ http://www.boi.org.il/he/PaymentSystem/Pages/oversight_matash.aspx

⁴ Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures

¹ Real Time Gross Settlement
² Continuous Linked Settlement

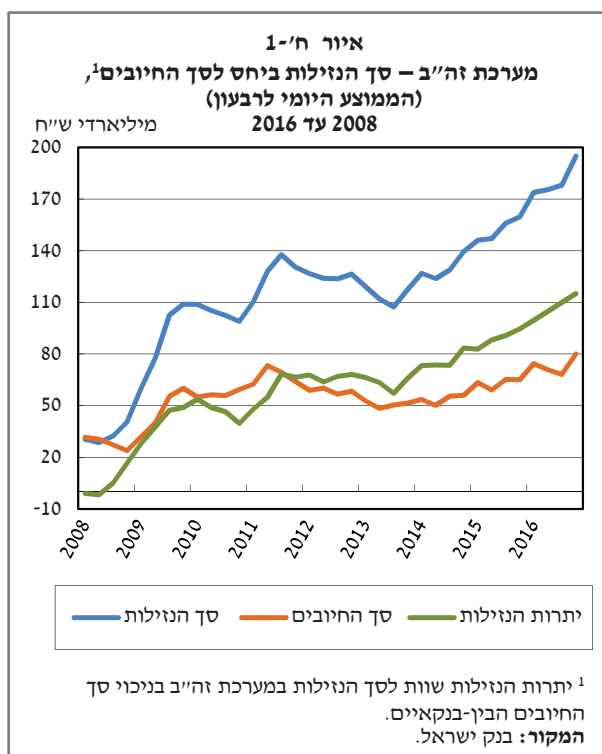
זמינותה של זה"ב⁶ נמצאת ברמה גבוהה מאז תחילת פעילותה. רמה גבוהה זו מעידה בין היתר על יציבות המערכת ועל יכולתה להבטיח המשכיות עסקית. זמינות המערכת בשנת 2016 עמדה על 99.97%, דומה לזמינות בשנה הקודמת (99.98%). שיעורי הזמינות המקובלים במערכות RTGS במדינות מפותחות נעים בין 99.7% ל-99.9%.

רמת הריכוזיות של המשתתפים בזה"ב משקפת את היקפי הפעילות הבין-בנקאית של חמשת המשתתפים הפעילים ביותר, ועם עלייתה עולה הסיכון המערכתי הגלום בזה"ב. יחס הריכוזיות הכספי במערכת זה"ב עמד בשנת 2016 על 80.9% – גידול של 0.8%⁷ לעומת השנה הקודמת (לוח ח'-1). רמת הריכוזיות בישראל גבוהה יחסית לרמה בעולם (איור ח'-2).

לוח ח'-1 יחס הריכוזיות במערכת זה"ב במונחי סכומים, 2008 עד 2016		
יחס הריכוזיות (אחוזים)	השינוי השנתי (אחוזים)	
79.2	-	2008
76.6	-3.3	2009
77.6	1.2	2010
80.8	4.1	2011
81.6	1	2012
82.7	1.4	2013
83.1	0.4	2014
80.2	-3.5	2015
80.9	0.8	2016

ביניהם יתרות הנזילות במערכת, זמינותה והריכוזיות בה. יתרות נזילות בזה"ב⁵ משקפות מצב שבו יש עודף נזילות בחשבון העו"ש ובקו האשראי שבנק ישראל מעמיד לרשות המשתתפים כנגד ביטחונות. עודף זה מאפשר למשתתפים להעביר תשלומים בלא תלות בזיכויים שיועברו לחשבונם, ולכן יתרות נזילות גבוהות מפחיתות את סיכון הנזילות במערכת. יתרות הנזילות בזה"ב גבוהות ומתאפיינות במגמת עלייה. מגמה זו החלה באמצע 2008, עם המעבר מהלוואות מוניטריות לפיקדונות מוניטריים (איור ח'-1).

במערכת זה"ב יש יתרות נזילות גבוהות, והן מציגות מגמת עלייה.



⁶ כדי לאמוד את רמת הזמינות נוטלים את מספר השעות שהמערכת הייתה זמינה בהן בשנה הנסקרת ומחלקים בסך שעות פעילותה באותה שנה.

⁷ יחס הריכוזיות ב-2016 הושפע מכך שבסוף 2015 מוזגו בנק פאג'יי ויובנק עם הבנק הבינלאומי, ובנק ערבי-ישראל מוזג עם בנק לאומי.

⁵ את יתרת הנזילות – סך הנזילות במערכת זה"ב בניכוי סך החיובים הבין-בנקאיים – מחשבים על פי ממוצעים יומיים.

ותחת זאת לשלוח לבנק הנמשך קובצי תצלומים⁹.

חוק הסליקה האלקטרונית הופך את תהליך הסליקה ליעיל ובטוח יותר, משום שהוא ממיר תהליכים ידניים בתהליכים אלקטרוניים, מיתר את הצורך להגיע פיזית לסניפים באמצעות הרחבת השימוש בשירותים אלקטרוניים מתקדמים (אפליקציות בנקאיות להפקדת הצ'קים), ומפחית את עלויות ההפקדה.

2. פרסום כללי הסליקה האלקטרונית של שיקים (שמירת שיקים), התשע"ו-2016

ב-9 באוגוסט 2016 פורסמו כללי הסליקה האלקטרונית של שיקים (שמירת שיקים), התשע"ו-2016¹⁰. את הכללים קבעה נגידת בנק ישראל, ד"ר קרנית פלוג, בהסכמת השר לביטחון הפנים, לאחר התייעצות עם שרת המשפטים, ובאישור ועדת הכלכלה של הכנסת. הכללים קובעים כיצד ולמשך כמה זמן יש לשמור צ'קים, בהתחשב בין השאר בסכומיהם.

3. ביטול מושב הסליקה הידנית

במהלך 2016 הוחלט ליישם שני פתרונות לצמצום הסיכונים הכרוכים בסליקה של ממסרים ידניים באמצעות מעבר לסליקה אלקטרונית:

החל מינואר 2017 מערכת זה"ב סולקת הנפקת ניירות ערך תאגידיים רק באופן אלקטרוני. תהליך זה מפחית את הסיכונים בסליקה ומאפשר את סופיות הסליקה הכספית לפני שמפקידים את ניירות הערך בבורסה.

במהלך חודש מאי 2017 עברו הפעולות שנשלקו ידנית במסלקת הצ'קים לסליקה אלקטרונית במס"ב. פעולות אלו כוללות החזרת צ'קים, בקשת שיפוי במקרה של מסמך חסר, וסליקת שוברים אופטיים ושטרות חוב.

בעקבות פתרונות אלה בוטל מושב הסליקה הידנית.

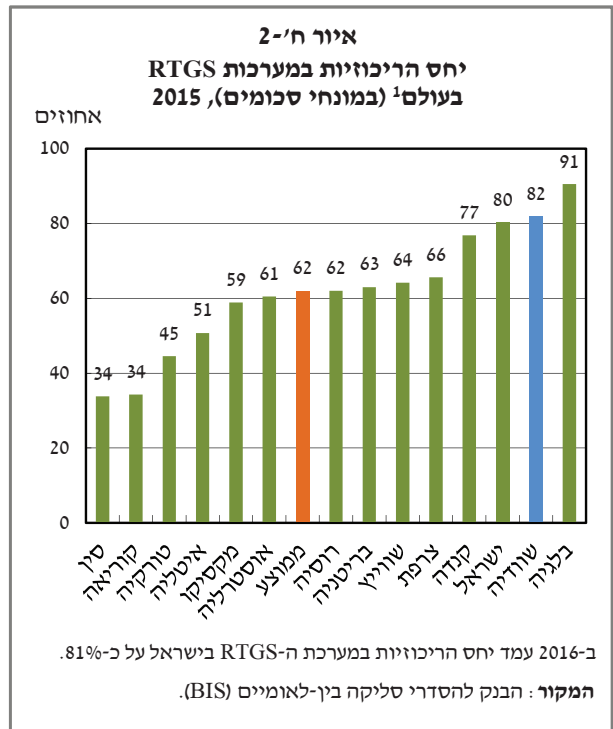
❖ רפורמות בתחום מערך התשלומים

בנק ישראל מופקד על הבטחת יציבותן ויעילותן של מערכות התשלומים, ולכן לקח חלק בקידום שורת צעדים

⁹ המעבר נערך בשני שלבים. הראשון החל ב-08 בנובמבר 2016 והוא אפשר סליקה בין-בנקאית של צ'קים שהופקדו באמצעות הטלפון הסלולרי; השלב השני יחל ברבעון השלישי של 2017, והוא יאפשר לסלק באופן אלקטרוני הפקדות צ'קים מכל הסוגים.

¹⁰ <http://www.boi.org.il/he/PaymentSystem/PressReleases/Pages/Default.aspx>

מערכת ה-RTGS בישראל מתאפיינת בריכוזיות גבוהה יחסית למערכות מקבילות בעולם.



❖ חיזוק יציבותה של מס"ב

בשנת 2016 החליטה ועדת מסלקת הבנקים להקים ועדת משנה קבועה למערכת מס"ב, מתוך מטרה ליצור למפעיל המערכת ולנציגי המשתתפים בה פלטפורמה שתאפשר להעניק מענה מיטבי לסוגיות הנוגעות לפעילותה. פעילות הוועדה תבטיח כי פתרונות טכנולוגיים ייושמו באופן מיטבי ולטובת כלל המשתתפים, וכך תחזק את יעילות המערכת ויציבותה.

❖ חיזוק וייעול הפעילות במסלקת הנייר

1. פרסום חוק סליקה אלקטרונית של שיקים, התשע"ו-2016⁸

חוק סליקה אלקטרונית של שיקים, התשע"ו-2016, פורסם ברשומות הכנסת ב-10 בפברואר 2016, בעקבות העשייה שבנק ישראל הוביל בשנים האחרונות. החוק מאפשר לעבור מסליקה פיזית של צ'קים לסליקה אלקטרונית: הוא מאפשר לעצור את הצ'קים בבנק שבו הם מוצגים לפירעון,

⁸ <http://www.boi.org.il/he/PaymentSystem/PressReleases/Pages/Default.aspx>

3. פרסום עקרונות וצעדים נלווים לפיתוח פרוטוקול לביצוע עסקה בכרטיס חיוב ולשימוש בו

ב-18 ביולי 2016 פרסם בנק ישראל את העקרונות והצעדים הנלווים לפיתוח פרוטוקול לביצוע עסקה בכרטיס חיוב ולשימוש בו¹⁴. מסמך זה גובש במסגרת דיוני הוועדה לכרטיסי חיוב שהוקמה בעקבות המלצות הדוח על שרשרת ביצוע עסקה בכרטיס חיוב. עקרונות אלו מסדירים את האינטרסים של השחקנים השונים בשוק, ומאפשרים להם לפעול במקטעים שונים של שוק כרטיסי החיוב תוך איזון בין צורכיהם העסקיים לשיקולים מערכתיים שמטרתם לשמור על יציבות המערכת ובטיחותה (כגון המשכיות עסקית, צמצום סיכוני הונאה ואבטחת מידע וכד').

4. שינוי הבעלות בחברת שב"א

בינואר 2017 התקבל בכנסת החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל (תיקוני חקיקה), התשע"ז-2017 (להלן: "חוק שטרומ"). חוק שטרומ מבוסס על עבודת הוועדה להגברת התחרות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים, ועדה שמשרד האוצר ובנק ישראל הקימו ביוני 2015 ובראשה עמד דרור שטרומ.

בספטמבר 2016 פרסמה הוועדה דוח מסכם ובו שורת המלצות, והמרכזית שבהן – לחייב את הבנקים הגדולים למכור את חברות כרטיסי האשראי תוך שלוש שנים – אושרה ונחקקה בחוק שטרומ. עוד כולל החוק שינוי במבנה הבעלות בשב"א (כיום היא נמצאת בבעלותם של חמשת הבנקים הגדולים); שינוי בהגדרת המושג "מערכת תשלומים"; ושינוי בסעיף 23 לחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, המאפשר לחברת שירותים משותפת שהיא מערכת תשלומים מבוקרת לספק שירותים לכל אדם.

חוק שטרומ צפוי לשנות את מבנה השוק בצורה משמעותית משום שהוא מאפשר לשחקנים חדשים להיכנס אליו ולהגביר את התחרות תוך שמירה על יציבותן ובטיחותן של מערכות התשלומים.

שנועדו לפתוח את שוק שירותי התשלום לתחרות. צעדים אלו ננקטו תוך שמירה על יציבותן של מערכות התשלומים. להלן הרפורמות העיקריות שנערכו בשנת 2016:

1. פרסום תנאי הגישה למערכות תשלומים מבוקרות

ב-31 ביולי 2016 פרסם בנק ישראל את תנאי הגישה למערכות תשלומים מבוקרות¹¹. התנאים נקבעו באופן שיבטיח את יציבות המערכות וימנע מצב שבו הן ומשתתפיהן חשופים לסיכון במידה בלתי קבילה. תנאי הגישה אובייקטיביים, מבוססי סיכון ושקופים לציבור, והם מאפשרים גישה הוגנת ופתוחה להשתתפות במערכות התשלומים מבלי לפגוע ביציבותן.

צעד זה מהווה מהלך משמעותי בדרך לפתיחת מערכות התשלומים למשתתפים חדשים ולקידום התחרות במערך התשלומים בישראל, ובעיקר הוא מאפשר לגופים חוץ-בנקאיים להשתתף במערכות התשלומים באופן ישיר או עקיף תוך שמירה על יציבות המערכות ובטיחותן.

2. פרסום "אסדרת שירותי התשלום (מסמך עקרונות)"

ב-5 באוקטובר 2016 פרסמה הוועדה לקידום השימוש באמצעי תשלום מתקדמים את מסמך העקרונות לאסדרת שירותי התשלום¹². מסמך העקרונות גובש בוועדת המשנה לאסדרת שירותי התשלום, בהתבסס על הדירקטיבה האירופית לשירותי תשלום (PSD) ותוך ההתאמות הנדרשות לשוק המקומי. המסמך ישמש בסיס לתזכיר חוק בנושא.

תהליך אסדרתם של שירותי התשלום מהווה חלק משמעותי בקידום התחרות בשוק זה, שכן הוא יאפשר לגופים חוץ-בנקאיים להיכנס אליו, לנהל עבור לקוחותיהם חשבונות, ולספק להם שירותי תשלום – לרבות הנפקת אמצעי תשלום, סליקה של עסקאות תשלום וביצוע העברות תשלומים. האסדרה גם תקבע הגנות צרכניות אחידות¹³, תחזק את אמון הציבור בספקיהם של שירותי התשלום ובאמצעי התשלום המתקדמים, ותעודד חדשנות טכנולוגית ועסקית תוך שמירה על יציבותן ופעילותן התקינה של מערכות התשלומים.

¹¹ <http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/31-07-2016.aspx>

¹² <http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/5-10-16.aspx>

¹³ כלומר הגנות שיחולו על כל שירותי התשלום ועל כל ספקיהם.

¹⁴ <http://www.boi.org.il/he/PaymentSystem/LawsAndRegulations/Pages/Default.aspx>. הפרוטוקול מבטא את ההיגיון העסקי והטכני הניצב מאחורי עסקאות בכרטיסי חיוב.

האינדיקטורים העיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2013 עד מאי 2017
(אחוזים)

מערך	2017	2016	2015	2014	2013	
א. הסביבה העולמית						
31/12/2016		3.1	3.4	3.5	3.4	שיעור הצמיחה הריאלי של התמ"ג העולמי
31/12/2016		2.2	2.7	3.7	3.7	שיעור הגידול של הסחר העולמי
31/05/2017	3.3	4.1	4.2	3.3	3.2	מרווח האג"ח של המשקיס המתעוררים ¹ (ממוצע תקופתי)
31/05/2017	11.8	15.8	16.7	14.2	14.2	מדד VIX של Chicago Board Options Exchange (ממוצע תקופתי)
ב. הסביבה המקומית						
31/03/2017	60.2	60.5	62.6	64.8	65.7	היחס בין החוב הממשלתי לתמ"ג (סוף תקופה)
31/12/2016		-40.6	-39.7	-35.0	-26.8	היחס בין החוב החיצוני נטו לתמ"ג (סוף תקופה)
31/03/2017	110.4	111.2	111.1	112.5	113.5	היחס בין סך האשראי למגזר הפרטי לתמ"ג (סוף תקופה)
31/03/2017	93.4	94.7	94.9	97.6	99.0	היחס בין האשראי למגזר העסקי לתוצר של המגזר העסקי (סוף תקופה)
31/12/2016		60.8	60.7	59.4	58.8	היחס בין האשראי למשקי הבית להכנסה הפרטית הפנויה (סוף תקופה)
		0.79	0.73	0.88	1.2	פרמיית הסיכון של ישראל (מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ממוצע תקופתי)
31/05/2017	-0.21	0.0	-0.1	0.4	1.5	הפער בין התשואה על אג"ח ממשלתית שקלית לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב ל-10 שנים (ממוצע תקופתי)
30/09/2016	2.4	3.5	4.0	3.2	4.4	המרווח בשוק האג"ח התאגידיות — סך האג"ח ללא אג"ח של חברות פיננסיות (ממוצע תקופתי)
ג. הנכסים הפיננסיים						
מדדי סיכון (ממוצע תקופתי)						
21/03/2017	6.7	6.5	10.3	10.8	11.5	סטיית התקן הגלומה:
09/02/2017	17.3	21.2	20.0	15.7	17.5	של שער החליפין
						של מדד ת"א 35 ²
31/05/2017	5.4	5.8	8.1	5.3	6.2	סטיית התקן בפועל:
31/05/2017	9.6	12.8	13.1	9.1	8.9	של שער החליפין
						של מדד המניות הכללי
מחירים ותשואות						
31/05/2017	-7.4	-1.5	0.3	12.0	-7.0	שיעור השינוי של השקל לעומת הדולר (במהלך התקופה)
31/05/2017	-4.5	-4.8	-7.3	3.3	-7.6	שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך התקופה)
31/05/2017	0.3	-11.1	6.8	11.5	15.3	שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך התקופה)
31/05/2017	1.1	0.9	1.0	1.7	2.5	התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-5 שנים (ממוצע תקופתי)
ד. עמידות המערכת הפיננסית						
						מערכת הבנקאות ³ (סוף תקופה)
31/12/2016		14.7	13.9	14.2	14.7	היחס בין ההון הכולל לרכיבי הסיכון ⁴
31/12/2016		10.9	9.9	9.6	9.7	היחס בין הון רובד 1 לרכיבי הסיכון ⁴
31/03/2017	0.19	0.10	0.12	0.15	0.25	היחס בין ההוצאה השנתית להפסדי אשראי לסך האשראי המאזני לציבור (מוכפל ב-100)
חברות הביטוח (סוף תקופה)						
30/09/2016		4.5	5.4	5.6	5.7	חלקו של ההון הראשוני בסך הנכסים
31/10/2016		43.9	45.4	44.0	42.6	משקל נכסי הסיכון בסך נכסי הנוסטר
קופות גמל ⁵ (סוף תקופה)						
31/12/2016		72.6	69.6	70.0	68.6	משקל החשבונו הנזילים בסך ההתחייבויות
31/12/2016		35.1	38.2	38.1	33.8	היחס בין הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
ה. נזילות השווקים						
31/05/2017	4.4	4.2	4.7	4.7	4.7	מחזור המסחר הכולל בשווקים ⁶ (ממוצע תקופתי, מיליארדי ש"ח)
31/05/2017	0.39	0.44	0.66	0.36	0.32	המרווח בין שער ציטוט שקל-דולר לגבוה לנמוך (ממוצע תקופתי)

¹ Emerging Markets Bond Index, המרווח בין התשואה על האג"ח הממשלתיות של השווקים המתעוררים לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב.

² בעקבות השינויים שנערכו במדדי הבורסה הנתון עד ה-1 בפברואר 2017 מחושב לפי ת"א 25 והנתון מתאריך זה ואילך — לפי ת"א 35.

³ חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות.

⁴ עד 2009 — לפי הגדרות באול I; מ-2009 — לפי הגדרות באול II; מ-2014 — לפי הגדרות באול III.

⁵ כולל קופות גמל מרכזיות לפיצויים וקרנות השתלמות.

⁶ כולל מחזורי המסחר של מק"ם, אג"ח ממשלתיות, אג"ח תאגידיות ומניות.

המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, אגף שוק ההון במשרד האוצר, הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.