

פרק ד'

ההתפתחויות בשוק האשראי של המגזר

העסקי ומשקי הבית

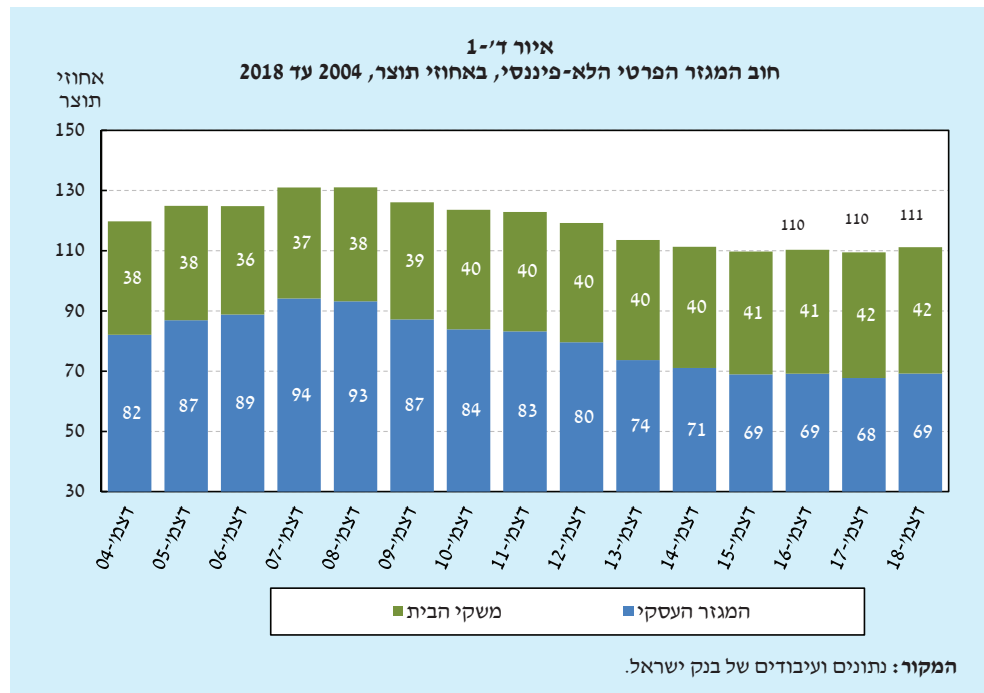
- בשנת 2018 עלה החוב הפרטי (החוב העסקי וחוב משקי בית) ביחס לתוצר בנקודת אחוז – תוצאת צמיחתו של החוב העסקי בקצב מהיר של 6.8%.
- גידול החוב העסקי נבע בעיקר מגידול משמעותי של האשראי הבנקאי לעסקים בענף הבינוי. הרקע לכך הוא הקלות רגולטוריות, שאפשרו את הרחבת האשראי הבנקאי לענף, במקביל לגידול הביקוש של החברות בו.
- סך החוב של משקי הבית גדל השנה בדומה לשיעור גידולו אשתקד (4.9%). עם זאת, קצב גידולו של החוב שלא לדויר הואט השנה, לאחר שנים של גידול מהיר; לעומת זאת צמח החוב לדויר בקצב גבוה, בעקבות הסרת מגבלות רגולטוריות, שהביאה להסטה של חוב משקי הבית אליו.
- מאז שנות ה-2000 מתחולל שינוי מבני בשוק האשראי – גידול חלקו של המימון החוץ-בנקאי יחסית למימון הבנקאי. חלק משמעותי מהשינוי הוא תוצאת הלוואות ישירות מהגופים המוסדיים.
- ההלוואות הישירות של הגופים המוסדיים בישראל ניתנות בדירוג אשראי גבוה ובעיקר לחברות פרטיות הקשורות לחברות הגדולות במשק – אשראי שגדל על חשבון השקעתן באג"ח. ההסטה להלוואות נובעת ככל הנראה גם ממאפייניהן – היותן לא סחירות ומותאמות לצורכי המימון של חברות הנדל"ן המניב והתשתיות.
- יש חשיבות להרחבת האשראי מהגופים המוסדיים לעסקים קטנים ובינוניים. לפיכך התירה המדינה למתווכי האשראי המוסדרים לגייס אג"ח, בעיקר מהגופים המוסדיים, וכן הקימה קרנות השקעה ייעודיות. מומלץ לקדם גם שוק איגוח מוסדר, שיתרום להנגשת האשראי.
- מגמת הירידה של יחס החוב העסקי לתוצר בעשור האחרון נובעת בין היתר מהשינוי במבנה הענפי של המשק – המעבר לשירותים ולתעשיות טכנולוגיה עילית – אך גם משינויים רגולטוריים, שהביאו להסטת האשראי הבנקאי אל משקי הבית וצמצמו את אפשרות הרחבתו של האשראי העסקי.
- בדיקה שערכנו מצאה קשר חיובי ומובהק בין החוב-לדויר לבין הצריכה הפרטית ללא בני קיימא: ככל שמתאפשר לרוכשי דירות להשתמש בחוב-לדויר גדול יותר, שהוא מקור המימון הזול ביותר לרכישת דירה, הכנסתם הפנויה עולה, ומאפשרת להם גם להגדיל את צריכתם השוטפת.
- ניתוח היענות הציבור לרגולציית "הר הכסף 2" והתרחבות האחריות המוטלת על הציבור בקבלת החלטות פיננסיות מצביעים על חשיבות הידע הפיננסי של הפרטים. חשוב אפוא שהרגולטורים הפיננסיים יפעלו להעלאת רמתו.

1. מבוא

פרק זה עוסק בניתוח מקורות המימון החיצוני של המגזר הפרטי (העסקים ומשקי הבית) בישראל, תוך פירוט מקורותיו לפי מתווכים פיננסיים. המימון של המגזר הפרטי משמש את המגזר העסקי¹ ואת משקי הבית לפעילות, צריכה והשקעה, ומכאן חשיבותו הרבה לצמיחת המשק. ככל שמתווכי האשראי יפעלו בשוק תחרותי יותר, תוך ניטור מכלול הסיכונים, כך תגדל תרומתם לצמיחת המשק. בשנת 2018 השתנו המגמות בחוב העסקי ובחוב של משקי הבית. לאחר שנים של ירידה בקצב הצמיחה של החוב למגזר העסקי וקצבי צמיחה גבוהים של חוב משקי בית שלא לדיור ניכרת השנה עלייה משמעותית של החוב למגזר העסקי וירידה משמעותית בקצב הצמיחה של חוב משקי הבית שלא לדיור. סך האשראי למגזר הפרטי (לעסקים ולמשקי הבית) צמח בשנה זו ב-6%, והיחס של סך האשראי הפרטי לתוצר עומד על 111 אחוזים (איור ד'-1).

החוב העסקי צמח מתחילת השנה בקצב גבוה של 6.8%, בעיקר תוצאת גידול משמעותי של האשראי הבנקאי לעסקים גדולים בענף הבינוי. צמיחה זו באה לאחר מגמת צמיחה איטית יחסית של האשראי הבנקאי העסקי, שניתן בעיקר לעסקים קטנים ובינוניים. גידול האשראי הבנקאי לעסקים השנה נבע משינויים רגולטוריים², המאפשרים את הגדלת האשראי לענף הבינוי, עם גידול הביקוש של החברות בענף בעקבות ירידה במקורותיהן הפנימיים. גידול החוב העסקי העלה בנקודת אחוז את היחס של חוב זה לתוצר, שאופיין במגמת ירידה מאז שנת 2008. בפרק מוצגות הסיבות לרמתו הנמוכה, יחסית לעולם, ולמגמת ירידתו. שתי התופעות נובעות מהמבנה הענפי של החברות בישראל, משימוש גובר במקורות פנימיים וגם ממגבלות על היצע האשראי.

בשנת 2018 השתנו המגמות בחוב העסקי ובחוב של משקי הבית: החוב של המגזר העסקי עלה, וקצב הצמיחה של חוב משקי הבית שלא לדיור הואט.



¹ ללא בנקים וחברות ביטוח.

² הרגולציה הקטינה את שווי סיכון האשראי של ענף הבינוי, שהאשראי הניתן לו התקרב למגבלות הענפיות, ולכן איפשרה להרחיב את האשראי לענף זה.

החוב של משקי הבית צמח מתחילת 2018 ב-4.9%, שיעור נמוך במעט בהשוואה לשנים הקודמות. מרבית צמיחתו השנה מקורה בחוב לדיר, שצמח בקצב גבוה בהשוואה לשנים הקודמות – 6.7% מתחילת השנה. החוב שלא לדיר, שצמח במהירות במשך שנים רבות, התמתן השנה משמעותית, וצמח ב-1.4% בלבד. הצמיחה של החוב לדיר השנה לא נבעה מהתגברות הפעילות בשוק הנדל"ן – שכן מספרן של עסקות הנדל"ן למגורים נותר יציב יחד עם ירידה קלה של מחירי הדיר – אלא מהקלה של מגבלות רגולטוריות, שהוזילה את העלות של משכנתאות גדולות והגדילה את היצע האשראי לדיר, וזאת בלוויית צעדים להחמרת הדרישות בשיווק האשראי שלא לדיר. הצירוף של ירידת החוב הבנקאי שלא לדיר ועליית החוב לדיר מעיד על תחליפיות בביקוש ביניהם ועל האטרקטיביות של החוב לדיר מבחינת משקי הבית. מחזקת ממצא זה בדיקה נוספת שנערכה השנה, המצביעה, יחד עם קשר חיובי של החוב שלא לדיר לצריכה הפרטית, על קשר חיובי חזק בין החוב לדיר לבין הצריכה הפרטית ללא בני קיימא.

בשנת 2018 הבשילו מספר רפורמות ומהלכים חשובים שנועדו להגביר את התחרות בשוק האשראי למשקי הבית ולעסקים הקטנים.

בשנת 2018 הבשילו מספר רפורמות ומהלכים משמעותיים שנועדו להגביר את התחרות בשוק האשראי למשקי הבית ולעסקים הקטנים. צעדים אלו החלו לתת את אותותיהם בהגדלת מספר השחקנים בשוק, והשפעתם צפויה להתגבר בשנים הבאות. הפרדת חברות כרטיסי האשראי מתקדמות; כך יצטרפו לשוק האשראי הקמעוני בקרוב שני שחקנים חדשים, ומספר גופים קיבלו השנה רישיונות סליקה מהפיקוח על הבנקים. מערכת נתוני האשראי שתושק באפריל 2019 תפחית את הא-סימטריה במידע ותאפשר למלווים השונים להתחרות על משקי הבית על ידי מתן הצעות אשראי המותאמות לרמת הסיכון של הלקוח על בסיס המידע המשותף. פרויקטים שמקדמים בנק ישראל ומשרד האוצר, כגון "בנקאות פתוחה", "מעבר מבנק לבנק" ו"לשכת שירותי מיחשוב" יוסיפו ויגבירו בשנים הקרובות את הלחץ התחרותי ויתמכו בכניסת שחקנים נוספים לשוק.

2. החוב של המגזר העסקי³

א. התפתחויות עיקריות

בשנת 2018 עלה משמעותית החוב של המגזר העסקי (לוח ד'-1). זוהי בעיקר תוצאת עלייה של היצע האשראי הבנקאי, המתבטאת גם בדיווחי החברות העסקיות בסקר המגמות. לפי תשובותיהן קל להן יותר להשיג אשראי בנקאי⁴ (איור ד'-2). כך צמח החוב מהבנקים בשנת 2018 (נכון לנובמבר) ב-6.7% – שיעור גבוה משמעותית ביחס לשנים הקודמות (לוח ד'-1). יחד עם זאת מחיר האשראי הבנקאי לא עלה, ויש אף אינדיקציות לירידתו⁵. גידולו של תיק האשראי הבנקאי בא על רקע אינדיקציות לרמת סיכון נמוכה היסטורית במגזר העסקי (על פי מדדים שונים של איכות תיק האשראי)⁶, שאף ירדה בשנת 2018. גידול האשראי הבנקאי לעסקים גדולים מבטא שינוי מגמה –

בשנת 2018 עלה החוב של המגזר העסקי. זוהי בעיקר תוצאת עלייה של היצע האשראי הבנקאי.

³ הניתוח בפרק מתייחס למגזר העסקי ללא בנקים וחברות ביטוח. הסקירה מתארת מגמות במימון המגזר העסקי מהגופים שיש לנו גישה לנתונים: הבנקים, הגופים המוסדיים, חברות כרטיסי האשראי 61 מתווכי אשראי מוסדרים ציבוריים מתוך 1,189 מתווכי אשראי מוסדרים (עסקי ולמשקי בית) שביקשו לקבל רישיון למתן אשראי מרשות שוק ההון הביטוח והחיסכון.

⁴ הירידה בקושי של החברות בהשגת מימון בנקאי בהשוואה למימון חוץ בנקאי נשמרת גם כאשר מחשבים ממוצע נע שנתי.

⁵ בזרם ההלוואות רואים שהשנה האומדן למרווח הריבית (הריבית בניכוי ריבית בנק ישראל) נשאר קבוע תוך ירידה בתקופה לפירעון. לא ניתן לאבחן בוודאות ירידה במחיר, אף שכמות האשראי גדלה משמעותית, משום שיש גם אינדיקציות לירידה ברמת הסיכון של התיק.

⁶ ניכרות מגמת ירידה ורמה נמוכה, היסטורית, של מחיקות אשראי ואשראי בעייתי ופגום בכלל המגזר העסקי.

לוח ד'-1
התפלגות החוב של המגזר העסקי¹ הלא פיננסי, 2016 עד 2018

שיעור השינוי ביחס לתקופה הקודמת (באחוזים) ²			היתרה לסופי תקופה (מיליארדי ש"ח)			
2018	2017	2016	*2018	2017	2016	
6.8	1.5	5.3	919	861	848	החוב של המגזר העסקי
6.7	3.6	1.8	437	410	396	החוב לבנקים ³
5.9	8.7	11.1	314	296	273	החוב החוץ בנקאי המקומי
7.7	9.6	12.9	204	190	173	מזה: אג"ח סחירות בישראל
2.7	7.0	8.2	110	107	100	מזה: אג"ח לא סחירות בישראל והלוואות לא בנקאיות ⁴
2.6	12.0	18.6	79	77	69	מזה: הלוואות מהמוסדיים
8.5	-13.9	5.1	168	155	180	החוב שגוייס בחו"ל ⁵
23.1	11.8		8.8	7.2	6.4	ההלוואות ממתווכי אשראי מוסדרים ⁶

¹ ללא בנקים וחברות ביטוח. הלוואות מהבנקים מוצגות לפני ההפרשה לחומ"ס (מבוסס על נתוני סולו, תושבי ישראל בלבד). יתרות האג"ח מוצגות על פי הערך הנקוב המותאם (ההון הרשום למסחר בתוספת הפרשי הצמדה).

² בשנה הנוכחית השינוי הוא מתחילת השנה.

³ החוב לבנקים הוא הלוואות בנקאיות בלבד.

⁴ אג"ח לא סחירות בישראל, הלוואות מהגופים המוסדיים, הלוואות מחברות כרטיסי אשראי שלא בערבות בנקאית ואשראי מוכוון מחמשה.

⁵ כולל החזקות באג"ח של חברות ישראליות בחו"ל והלוואות מחו"ל. היתרה המדווחת של האשראי מתושבי חוץ למגזר העסקי מתבססת על דיווחים של החברות העסקיות במשק הישראלי.

⁶ נתונים מדוחות כספיים של 6 מתווכי אשראי מוסדרים ציבוריים יחד עם ההלוואות מחברות כרטיסי האשראי שלא בערבות הבנקים. גיוס האשראי של מתווכי האשראי המוסדרים נכלל בהלוואות הבנקאיות ובאג"ח החברות, ולכן מתבטא בעקיפין בחוב של המגזר העסקי. ההלוואות מחברות כרטיסי האשראי נכללות גם בחוב החוץ בנקאי המקומי בסעיף "אג"ח לא סחירות בישראל והלוואות לא בנקאיות". הנתון נכון לסוף הרבעון השלישי של 2018. נתונים אלה נאספו רק החל מ-2016.

המקור: בנק ישראל.

התרחבות האשראי לעסקים קטנים ובינוניים, וזאת עם עליית שיעור סיכון האשראי של העסקים הגדולים בסך סיכון האשראי הבנקאי מ-41% בתחילת 2017 ל-42% בסוף 2018. התרחבות האשראי הבנקאי באה גם על רקע הגעה של הבנקים הגדולים לדרישות ההון הרגולטוריות. קצב הצמיחה של האשראי החוץ-בנקאי נשאר גבוה למרות דיווחים על ירידה בהיצעו לקראת סוף השנה, כפי שעולה מדיווחי החברות על התגברות הקושי בהשגת מימון לא בנקאי ב-2018⁷ (איור ד'-2). אחד הגורמים לקושי הוא כנראה זעזועים בשווקים לקראת סוף השנה, שהביאו לעלייה של המרווחים ושל עלות גיוס ההון באמצעות אג"ח. האשראי החוץ בנקאי המקומי גדל בשנת 2018 בשיעור של 5.9% – לאט יותר מאשר בשנים הקודמות. האשראי באמצעות אג"ח סחירות צמח בקצב של 7.7%, נמוך מעט מקצב צמיחתו בשנתיים הקודמות. ההלוואות הישירות מהגופים המוסדיים גדלו השנה ב-2.6%, שיעור נמוך משמעותית בהשוואה לשנים הקודמות, שנבע בעיקר מירידה ברביע הרביעי של השנה. האשראי ממתווכי אשראי מוסדרים (מתווכי אשראי שאינם בנקים או גופים מוסדיים – חברות כרטיסי אשראי ומתווכי אשראי אחרים) צמח ב-23% – מ-7.2 מיליארד ש"ח בסוף 2017 ל-8.8 מיליארדים ב-2018 (נכון לרביעי 3) (לוח ד'-1). הרקע להתרחבות

⁷ מגמת העלייה של הקושי בהשגת מימון חוץ בנקאי הקיפה לא רק את החברות הגדולות במשק, שכל הנראה מתבססות על הנפקות אג"ח במימון חוץ בנקאי, אלא גם את החברות הקטנות, שכנראה מתבססות על אשראי ממתווכים מוסדרים.

הוא עלייה בגיוס אג"ח של חברות אלו ב-54% מ-2017 לכ-3 מיליארד ש"ח השנה⁸.

ב. החוב לענף הבינוי

החוב שצמח בשיעור החד ביותר בשלושת הרבעים הראשונים של השנה הוא החוב של ענף הבינוי. מרבית עלייתו הייתה לצורך בנייה למגורים על ידי חברות פרטיות, שהגדילו את מינופן. שיעור נכבד מהאשראי ניתן לחברות לצורך רכישת קרקעות.

החוב שצמח בשיעור החד ביותר בשלושת הרבעים הראשונים של השנה הוא החוב של ענף הבינוי – עלייה של-11%, מרביתה באשראי שהבנקים מעמידים⁹ לענף הבינוי. הבנקים מספקים 80% מהחוב לענף, שצמח מסוף 2017 בקצב של 14%. הגדלת האשראי התאפשרה בזכות הקלה במגבלות החשיפה של בנקים לענף הבינוי מסוף 2016, שעד לרביע השלישי של 2018 שחררה כ-20 מיליארד ש"ח מהאשראי לענף הזה¹⁰, והקלה נוספת בנובמבר 2018, ששחררה עוד כ-5 מיליארד¹¹. כ-9 מיליארד ש"ח מסך העלייה של 24 מיליארד ש"ח בחוב לבנקים השנה נבעו מהעלייה בחוב של ענף הבינוי. מבדיקת הדוחות הכספיים של שלושה מתוך ארבעת הבנקים הגדולים נמצא שמרבית העלייה בחוב

הייתה לצורך בנייה למגורים, ובשיעור קטן יותר עלה החוב לצורך בנייה למסחר ושירותים. בבנקים אלו עלה החוב לענף הבינוי למגורים בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה ב-7 מיליארד ש"ח, עלייה המסבירה את מרבית הגידול של סך החוב לענף הבינוי בתקופה זו.

השנה ירדו ההשקעות בבנייה למגורים, כפי שמתואר בפרק ב', התפתחות שאינה עולה בקנה אחד עם העלייה המשמעותית בחוב של הענף. הסבר אחד לפער הוא שהרקע לעליית החוב של מגזר הבינוי הוא ירידה במקורות הפנימיים של החברות בגלל יציבות של מספר העסקאות בתחום הדיור ובגלל התארכות תהליך המכירה, כפי שמתואר בפרק ט'. כאשר מחלקים את מכירת הדירות בין חברות ציבוריות לפרטיות רואים שהירידה במכירות ובמקורות הפנימיים השנה כולה בחברות הפרטיות (איור ד'-3). בהתאם לכך לא עלו המינוף והחוב של החברות הציבוריות; אנו מניחים אפוא שגידול האשראי הבנקאי הופנה לחברות פרטיות, ואלה הגדילו את מינופן¹². כך עלה השנה, מצד אחד, היצע האשראי הבנקאי, אך מהצד השני עלה הביקוש של החברות לאשראי, ולכן גדלו כמויות החוב ללא שינוי משמעותי במחירו. בעקבות ההרחבה תיתכן, להערכתנו, עלייה עתידית



⁸ גיוסי ענף השירותים הפיננסיים, השייך למגזר העסקי ואינו כולל בנקים או חברות ביטוח. אג"ח בסך 2.7 מיליארד ש"ח מתוך 3 מיליארדים הונפקו ומוחזקות ישירות בידי הגופים המוסדיים.

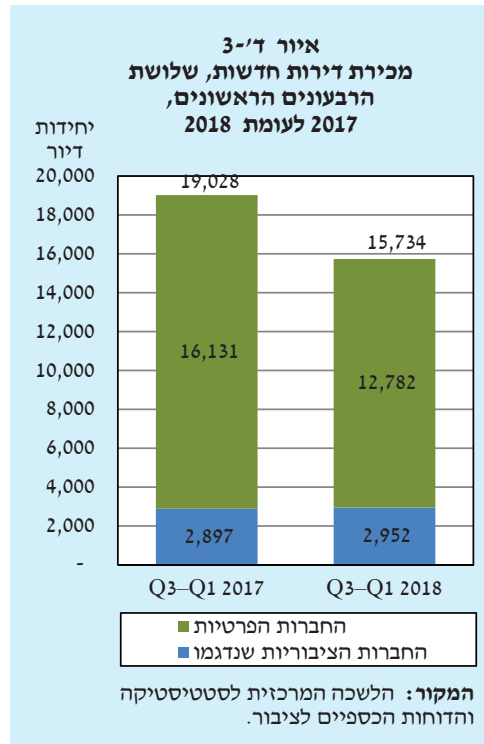
⁹ החוב מבנקים ובכרטיסי אשראי, אך החלק של כרטיסי האשראי בחוב זניח.

¹⁰ החוב של חברות הבינוי לבנקים עלה החל מסוף 2016 בעקבות שינוי רגולטורי מספטמבר 2016, המקל את המגבלות על החשיפה הענפית של הבנקים ומאפשר לסווג את סיכון האשראי הנובע מערבויות חוק המכר (שבנקים ביצעו כנגדו ביטוח באמצעות חברות ביטוח בחו"ל) בענף השירותים הפיננסיים במקום בענף הבינוי והנדל"ן. היקף ההקלה היה בספטמבר 2018 כ-20 מיליארד ש"ח.

¹¹ הקלה זו מאפשרת להקטין את משקל הסיכון הנובע מערבויות חוק המכר מ-50% ל-30%. אומדן של השינוי בספטמבר 2018 מצביע על הקטנה של כ-5 מיליארד ש"ח בסיכון האשראי של ענף הבינוי.

¹² מאחר שמדובר בחברות פרטיות, אין לנו גישה לדוחותיהן הכספיים לצורך המשך בחינת פעילותן.

בסיכון של האשראי הבנקאי, בגלל העלייה במינוף החברות. הסבר נוסף לפער האמור מצביעים הדוחות הכספיים של הבנקים: מהם ניתן ללמוד כי שיעור נכבד (רבע עד מחצית)¹³ מהאשראי ניתן לחברות לצורך רכישת קרקעות, שאינן נחשבות כהשקעה בענף הבינוי (פרק ב'). ההשקעה בקרקעות מתאימה גם למגמה (המתוארת בפרק ט') של מכירת קרקעות במסגרת "מחיר למשתכן". עליית החוב ללא עלייה מקבילה של ההכנסות או ההשקעות מסבירה גם את העלייה של יחס החוב לתוצר השנה.



ג. ניתוח הסיבות ליחס הנמוך של החוב העסקי לתוצר

יחס החוב העסקי לתוצר עלה בנקודת אחוז; זאת על רקע רמה נמוכה היסטורית ורמה נמוכה בהשוואה בין-לאומית של יחס החוב העסקי לתוצר¹⁴ (איור ד'-4). רמה נמוכה של יחס החוב לתוצר מעידה על שימוש נמוך בחוב למימון פעילותן של החברות. נציין שהבדלים גדולים בין המדינות ביחס זה עשויים להעיד כי אין יחס אופטימלי, וכי יחס גבוה אינו בהכרח טוב מיחס נמוך. ואולם ישראל חריגה לא רק ברמה הנמוכה של יחס החוב לתוצר אלא גם במגמת ירידתה החל משנת 2008. להלן הסברים אפשריים לשתי התופעות.

1) ביקוש החברות לחוב

המבנה הענפי של החברות בישראל. בשנים 1995–2015¹⁵ חלקה הממוצע של פעילות הענפים תעשייה, כרייה, חשמל ומים וחקלאות בתוצר היה 19.6%, בהשוואה לממוצע של 25.5% במדינות ה-OECD. לעומת זאת שיעור הפעילות הממוצע של ענף המידע והתקשורת בתוצר גבוה בישראל מהממוצע של OECD – 7.9% לעומת 4.5%; זה של ענף הנדל"ן עומד על 13.4%, לעומת 9.3%; ושל ענף השירותים הציבוריים – על 20.1%, לעומת 17.4% במדינות אלו. ענף המידע והתקשורת

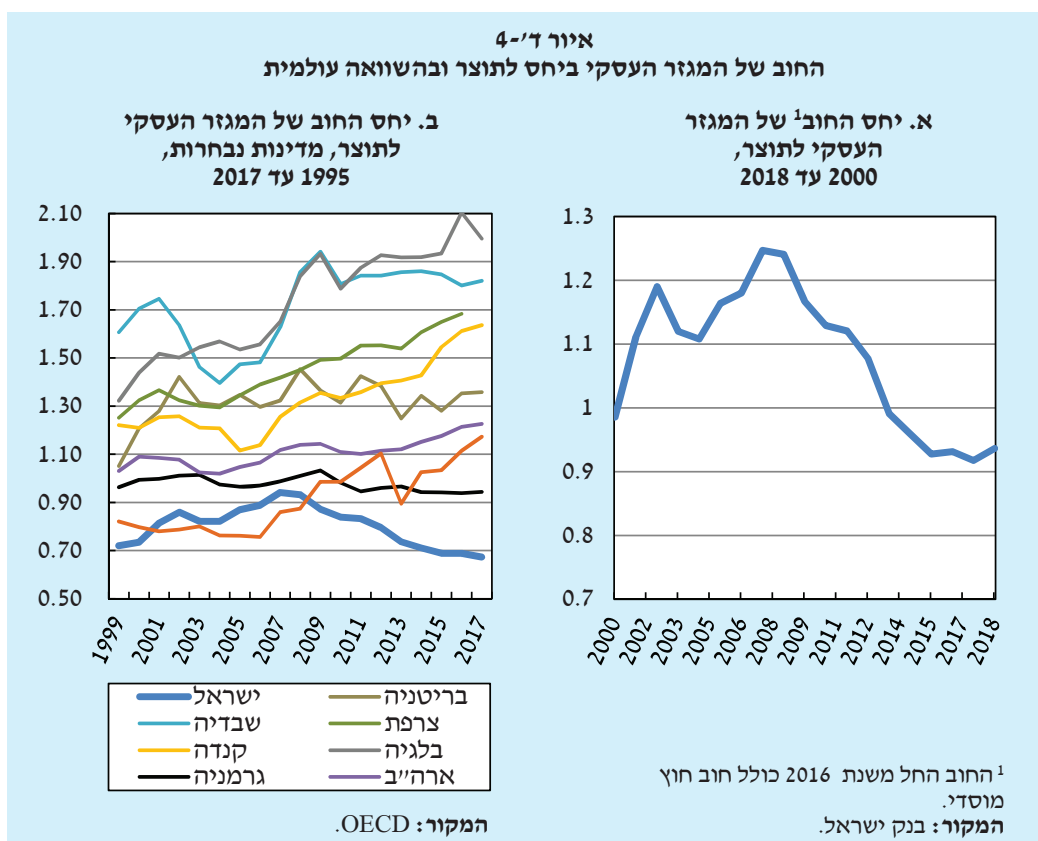
ישראל חריגה ברמה הנמוכה של יחס החוב של המגזר העסקי לתוצר, וכן במגמת ירידתה משנת 2008.

שינוי במבנה הענפי – מעבר לשירותים ולתעשיות טכנולוגיות עילית – הוא אחד ההסברים למגמת הנמוכה של חוב המגזר העסקי לתוצר בישראל בהשוואה בין-לאומית.

¹³ אומדן זה נתמך בנתונים מדוחות כספיים של הבנקים. בבנק אחד שיעור הגידול של סך החוב לרכישת קרקעות הוא 26% מהעלייה בחוב למגורים ולקרקעות בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה, בבנק שני ניתן למצוא תקרה מקסימלית לשווי החוב לרכישת קרקעות, משום שאין הפרדה בין הנתונים. בנתוני בנק זה, אם מניחים שכל החוב לרכישת קרקעות הוא למגורים, גידולו הוא כ-48.5% מסך הגידול של החוב למגורים בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה.

¹⁴ ב"מבט סטטיסטי" ל-2018 מובאת השוואה בין-לאומית, הכוללת נתונים מה-OECD ומדינות השוואה נוספות. התמונה נשאר בעינה בשני הניתוחים.

¹⁵ הניתוח מתבסס על נתוני הלמ"ס ונתוני ה-OECD, שהוצגו גם בסקירה כלכלית של הכלכלן הראשי במשרד האוצר מיום 02 ביולי 2017 במסגרת המיקוד השבועי: הרכב התוצר וריכוזיות הערך המוסף.



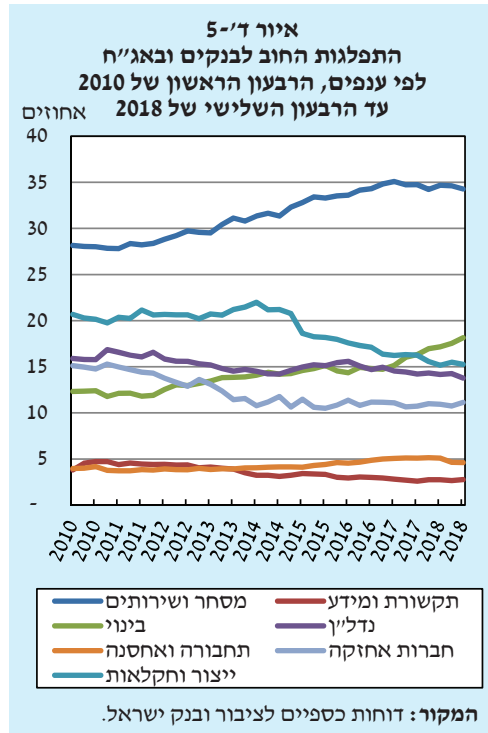
בישראל כולל בתוכו את ענף הטכנולוגיה העילית, הממומן בעיקר בהון-סיכון, והחברות בו עושות שימוש נמוך בחוב למימון פעילותן. בשנת 2018 עמדו גיוסי הון-הסיכון על יותר מ-4 מיליארדי ש"ח לרביע¹⁶. כן נמצא (בדוח היציבות הפיננסית, 2018) כי רמת החוב של ענף הנדל"ן בישראל נמוכה בהשוואה בין-לאומית. ענף השירותים הציבוריים ממומן ברובו מתקציב הממשלה, ולכן לא יקבל ביטוי בחוב העסקי (אבל יגדיל את התוצר). סיכומו של דבר – המבנה הענפי בישראל גורר רמת חוב נמוכה ביחס לתוצר בהשוואה בין-לאומית.

מגמת הירידה של יחס החוב לתוצר החל משנת 2008 מושפעת כנראה גם משינויים ענפיים. לוח ב'-8 בפרק ב' מראה שבישראל התוצר של ענף המסחר והשירותים העסקיים גדל בשנים האחרונות יותר מאשר תוצר הענפים האחרים, ובפרט תוצר ענפי התעשייה, הייצור והחקלאות. השינוי הענפי מתבטא גם בחוב העסקי (איור ד'-5). מלוח ד'-2, המציג את הקשר בין ענף הפעילות לבין כמות החוב של החברות הציבוריות בישראל, ניתן לראות שלענף המסחר והשירותים כמות חוב נמוכה באופן מובהק מאשר לענפי הייצור והחקלאות. על כן גידול חלקו של ענף המסחר והשירותים במשק תורם להסבר מגמת הירידה של יחס החוב העסקי לתוצר בשנים האחרונות. לוח ב'-8 בפרק ב' מראה גם את העלייה בחשיבות של ענף המידע התקשורת, שכאמור לעיל תורמת לירידתו של יחס החוב לתוצר. נוסף על כך פשיטות הרגל של חברות החזקה¹⁷ בשנים 2008–2015, ובעיקר כניסתו-לתוקף של חוק הריכוזיות בשנת 2013, צמצמו את אפשרויות ההתרחבות של

¹⁶ נתוני IVC Research Center.

¹⁷ ניתוח של ברודסקי (2017), שבחן את הסדרי החוב בשוק האג"ח בשנים 2008–2015 מעיד על חדלויות פירעון בשיעור של 2%–4% מסך החוב הנקוב הסחיר בתקופה זו.

חברות החזקה במבנה פירמידלי וכן את ביקושן של חברות אלה לחוב, התפתחות המתבטאת בירידת החוב של ענף זה (איור ד'-5). מלוח 2 ניתן גם לראות שהשימוש של חברות ההחזקה הציבוריות בחוב גבוה באופן מובהק מזה של ענפי הייצור והחקלאות, ועל כן ירידת הביקוש של חברות אלו מביאה גם היא לירידתו של יחס החוב לתוצר. ייתכנו הבדלים במגמות החוב בין החברות הציבוריות לפרטיות, אשר אינם מקבלים ביטוי בניתוח של החברות הציבוריות בלוח ד'-2. נציין גם שחלקן של החברות הציבוריות בסך האשראי למגזר העסקי ירד מ-44% ב-2010 ל-37% ברביע השלישי של 2018.



לוח ד'-2	
החוב של החברות הציבוריות (בש"ח) בחלוקה לפי ענפים ובהשוואה לגובה החוב בענפי התעשייה והחקלאות, 2008 עד 2017	
מסחר ושירותים (ללא נדל"ן)	-681,605***
תקשורת ומידע	45,285
בינוי	217,543
נדל"ן	833,764***
חברות החזקה	1,158,641***
p.value=0.1*,0.05**,0.01***	
הלוח מציג תוצאות רגרסיית OLS על נתוני פאנל של החברות הציבוריות בישראל לשנים 2008–2017, שנים שנבחרו בגלל כניסתה לתוקף של תקינה חשבונאית משמעותית בשנת 2008. הרגרסיה היא ליתרת החוב של החברות על משתני דמי של ענפי המשק. הענפים שהושמטו מהרגרסיה הם ענפי התעשייה והחקלאות. על כן מקדם הרגרסיה של הענף מציג את גובה החוב הממוצע בענף ביחס לענפי התעשייה והחקלאות. ברגרסיה יש בקרה על ההשפעות של השנים ושל החברות הספציפיות.	
המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.	

שימוש גובר של החברות במקורות פנימיים למימון הפעילות. יש קשר חיובי ומובהק בין תזרים ההשקעה השנתי של חברות ציבוריות למקורות המימון השונים – מימון חיצוני באמצעות חוב ומקורות פנימיים (עודפים והון מניות) (לוח ד'-3). המסקנה מהלוח היא שהחברות אכן מממנות את השקעותיהן מכל מקורות המימון, כולל מקורות הון פנימיים. משנת 2008 ניכרת מגמת עלייה במקורות הפנימיים של החברות הציבוריות, כפי שניתן לראות מהעלייה של הרווח התפעולי, של העודפים מסך המאזן ושל ההון העצמי (בנטרול קרנות ההון) מסך המאזן בשנים האחרונות (איור ד'-6)¹⁸. גם השנה גדלו המקורות הפנימיים של החברות

החברות הציבוריות בישראל משתמשות במקורות פנימיים למימון פעילות השקעה. מקורות אלו הולכים וגדלים בשנים האחרונות, ולכן יכולים להביא לירידה של ביקוש החברות לאשראי.

¹⁸ האיורים מוצגים בניכוי "טבע" ב-2017 שאילו נכללה, היתה מורידה את האינדיקטורים, בגלל הטלתה שעברה בשנה זו. קרנות הון מקורן בפעולות הוניות הנרשמות ישירות כנגד ההון העצמי של החברה (כגון קרן משערוך של רכוש קבוע או קרן הון בגין עסקאות עם בעל שליטה). כלכלית, קרנות ההון לעיתים אינן מייצגות מקורות פנימיים של חברה, משום שהן אינן נוצרות מרווחים שהחברה הציגה במהלך פעילותה השוטפת או מהשקעות הוניות. לכן ההון העצמי מנוכה קרנות ההון מייצג בעיקר מקורות פנימיים של החברה, המורכבים משני גורמים עיקריים: עודפים – יתרת הרווחים שהחברה צברה במהלך פעילותה השוטפת או כתוצאה מהשקעות הוניות; והון מניות ופרמיה על מניות – הנרשמת בגין הנפקת מניות לבעל שליטה ולציבור כנגד הזרמה של מזומן לחברה. להרחבה על המקורות הפנימיים של חברות בתחום הנדל"ן המניב ראו דוח היציבות הפיננסית לשנת 2018.

פרק ד': ההתפתחויות בשוק האשראי של המגזר העסקי ומשקי הבית

הציבוריות. (עם זאת נראה שאלה של חברות הבנייה פרטיות פחתו השנה, כפי שמפורט לעיל). ירידה זו מעידה על היכולת של החברות להתבסס יותר על מקורות אלו לצורך מימון פעילותן, ובפרט פעילות ההשקעה.

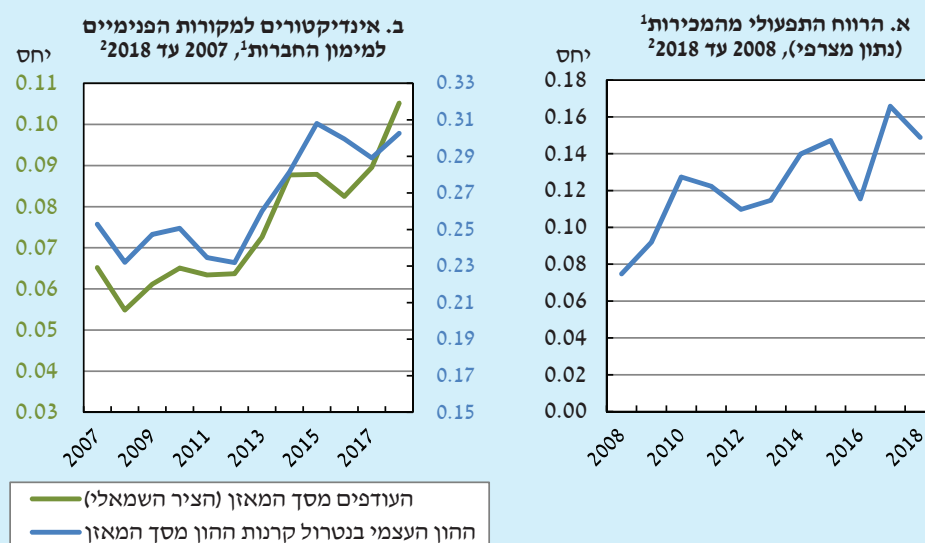
לוח ד'-3
השפעת השינוי במקורות המימון על תזרים ההשקעה השנתי, החברות הציבוריות, 2000 עד 2017

0.04***	השינוי השנתי בחוב הפיננסי	המקורות החיצוניים
0.17***	השינוי השנתי בעודפים	המקורות הפנימיים
0.39***	השינוי השנתי בהון המניות	

p.value=0.1*,0.05**,0.01***

הלוח מציג תוצאות של רגרסיית OLS על נתוני פאנל של החברות הציבוריות בישראל לשנים 2008–2017, אשר נבחרו בגלל כניסתה-לתוקף של תקינה חשבונאית משמעותית בשנת 2008. הרגרסיה היא לשיעור השינוי השנתי של תזרים ההשקעה על השינוי השנתי במקורות המימון השונים: השינוי השנתי ביתרת החוב הפיננסי, השינוי השנתי בעודפי החברות והשינוי השנתי בהון המניות. ברגרסיה יש בקרה על ההשפעות של השנים ושל החברות הספציפיות. כל המקדמים הם ברמת מובהקות של 99% ומעלה.
המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

איור ד'-6
המקורות הפנימיים למימון החברות



¹ בניכוי הנתונים של חברת "טבע" ב-2017.
² נתוני 2018 מבוססים על שלושת הרבעים הראשונים של השנה.
המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

¹ בניכוי הנתונים של חברת "טבע" ב-2017.
² נתוני 2018 מבוססים על שלושת הרבעים הראשונים של השנה.
המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

(2) היצע האשראי

מגבלות חשיפה של האשראי הבנקאי. משנת 2009 נדרשים הבנקים להגדיל את יעדי ההון שלהם, והם הגיעו לרמה הנדרשת בשנת 2017. תהליך זה הגביל את יכולתם לתת אשראי בשנים האחרונות. כן הטיל הפיקוח על הבנקים בעשור האחרון מגבלות על החשיפה של הבנקים ללווה בודד ולקבוצת לוויים, מה שהקטין את חשיפתם ללוויים גדולים. בהתאם לכך ירד ממוצע האשראי ללווה גדול בחמשת הבנקים הגדולים מכ-17% מהון הבנק ב-2008 לכ-11% ב-2017. (לפירוט ראו תיבה ג'-3 ב"מערכת הבנקאות בישראל" 2017). הרחבת האשראי לעסקים קטנים ובינוניים איטית יותר, בגלל העלות הגדלה של הסיכון ושל מערך התפעול והגבייה. מגמה זו עשויה להיות גם אחד ההסברים לירידתו של היצע האשראי הבנקאי לעסקים בשנים האחרונות.

הסטת מקורות האשראי הבנקאיים אל משקי בית. עליית מחירי הדיור והעובדה שהחל מ-2010, ובפרט אחרי 2012 ולקראת באזל 3, הבנקים נדרשים לרתק פחות הון בגין מתן משכנתאות – בעיקר בגין משכנתאות עם LTV (Loan to Value) נמוך – הסיטו את נכסי הבנקים אל אשראי לדיור ופעלו להקטנת היצע האשראי למגזר העסקי (איור ד'-7). הסטה זו של החוב הבנקאי היא חלק ממגמה בין-לאומית (Jorda et al. 2016). מעניין לראות שהחל מסביבת שנת 2008 עלתה הריבית הבנקאית (הנאמדת), עלייה שמעידה אף היא על ירידה של היצע האשראי הבנקאי (איור ד'-8).

היצע מוגבל מצד הגופים המוסדיים. מטבע הדברים, הגופים המוסדיים מספקים אשראי באופן ישיר (גם באמצעות אג"ח וגם באמצעות הלוואות) כמעט אך ורק לחברות גדולות, ואינם מספקים אשראי בהיקף נרחב לחברות בינוניות וקטנות. זאת ועוד, מאחר שבישראל אין שוק איגוח מפותח, הגופים המוסדיים אינם יכולים לרכוש באופן שוטף תיקי אשראי מהבנקים, שלהם יכולות תפעול מתאימות למתן אשראי לעסקים קטנים ובינוניים. איגוח היה מִפְנֵה לבנקים

בעשור האחרון הביאו שינויים רגולטוריים להסטת אשראי בנקאי אל משקי הבית, ויחד עם מגבלות על היצע האשראי מהגופים המוסדיים צמצמו את אפשרות הרחבתו של האשראי העסקי.



מקורות להגדלת האשראי ומאפשר להם להרחיב את מתן האשראי לעסקים הקטנים והבינוניים¹⁹. מצב זה מעלה חשש שאף כי היקף הכספים הזורמים לגופים המוסדיים הולך וגדל, היכולת של הגופים האלה להגדיל את האשראי לחברות בישראל מוגבלת. (הרחבה בסוגיה זו מובאת בהמשך הפרק.) מגמה זו מתאימה לתמונה העולה מאיור ד'-8, שלפיה פעילות הגופים המוסדיים תרמה להגדלת היצע האשראי לעסקים הגדולים, לתחרות מול הבנקים ולירידת הריבית הבנקאית עד שנת 2008 בערך, ואילו בשנים האחרונות היצע האשראי מהגופים המוסדיים לא בהכרח מוביל לירידת הריבית²⁰.

היצע מוגבל של ספקי חוב שאינם בנקים או גופים מוסדיים. אין בישראל פעילות נרחבת של מתווכי אשראי מוסדרים, המעמידים אשראי לחברות קטנות ובינוניות. כמו כן אין בישראל, כאמור, איגוח, המאפשר את הרחבת האשראי הבנקאי והעברתו לשחקנים נוספים מישראל ומחו"ל.

לסיכום, סעיף זה, בישראל רמתו הנמוכה של יחס החוב לתוצר ומגמת ירידתו משנת 2008 נובעות ככל הנראה משילוב של גורמי ביקוש והיצע. חלק מהשינויים הם תהליכים ארוכי טווח, אך חלק מהם יכולים להסביר את מגמת הירידה החל משנת 2008 וכן את שינוי המגמה של השנה הנוכחית – עליית יחס החוב לתוצר, הנובעת בעיקרה מעליית היצע האשראי הבנקאי לענף הבינוני יחד עם ירידה במקורות הפנימיים של החברות הפרטיות בענף זה. הרקע לשינויים בהיצע האשראי הבנקאי הוא שינויים רגולטוריים, שהקלו על מתן אשראי למגזר העסקי, ובפרט לחברות בענף הבינוני.

3. החוב של משקי הבית²¹

א. התפתחויות עיקריות

החוב של משקי הבית עלה בשנת 2018 ב-4.9% (לוח ד'-4), שיעור נמוך במקצת מאשר בשנים הקודמות. יחס החוב של משקי בית לתוצר עלה מ-40% בשנת 2010 ל-42% בסוף 2018. בהשוואה בין-לאומית שיעור הצמיחה גבוה, אך היחס של חוב משקי הבית לתוצר נמוך. נוסף על כך, בהשוואה בין-לאומית שיעור החוב לדיר נמוך, אך שיעור החוב שלא לדיר אינו נמוך. (להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית לשנת 2018 ו"מבט סטטיסטי" לשנת 2018.)

לאחר מספר שנים של שיעורי צמיחה גבוהים, 4%-6% בשנה, הואטה הצמיחה של האשראי שלא לדיר בשנת 2018, והוא צמח בקצב איטי של 1.4% (לוח ד'-4). זוהי תוצאה מירידה של האשראי הבנקאי שלא לדיר. האשראי החוץ בנקאי מהגופים המוסדיים ובכרטיסי אשראי המשיך לצמוח השנה בקצב מהיר, אמנם נמוך מאשר בשנים הקודמות.

הירידה באשראי הבנקאי שלא לדיר נובעת ככל הנראה גם מהסטה אל אשראי לדיר, שהיצעו הבנקאי גדל השנה בזכות שינויים רגולטוריים. מעניין שבדומה למגזר העסקי, למרות היציבות בשוק הנדל"ן החוב הפיננסי של מגזר הנדל"ן בכללותו (עסקים ומשקי בית) ממשיך לצמוח.

¹⁹ הגופים המוסדיים יכולים לרכוש תיקי אשראי ישירות מהבנקים, אך מדובר בעסקאות חד-פעמיות לא סחירות, השונות מאיגוח. כיום הגופים המוסדיים רוכשים תיקי אשראי של נדל"ן לדיר ולא של עסקים.

²⁰ אין אפשרות לנתח את מחיר האשראי מהגופים המוסדיים משום שחסר מידע על זרם ההלוואות הישירות, ומחיר האג"ח לאורך השנים מושפע גם מהיצע האשראי המתקבל ממשקי הבית ומקרנות הנאמנות.

²¹ הסקירה מתארת מגמות במימון משקי הבית מהגורמים שיש לנו עליהם נתונים: הבנקים, הגופים המוסדיים, חברות כרטיסי האשראי ושני מתווכי אשראי מוסדרים ציבוריים. האשראי מהאחרונים מהווה כנראה שיעור קטן יחסית מסך האשראי שמתווכי האשראי המוסדרים נותנים למשקי הבית, אשר צומח בשנים האחרונות.

קצב גידולו של החוב
שלא לדיר הואט השנה,
לאחר שנים של גידול
מהיר. לעומת זאת צמח
החוב לדיר בקצב גבוה,
בעקבות הסרת מגבלות
רגולטוריות, שהביאה
להסטה של חוב משקי
הבית אליו.

לוח ד'-4 יתרות החוב של משקי הבית (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים, סוף תקופה)						
שיעור השינוי ביחס לתקופה קודמת (באחוזים)			היתרות (מיליארדי ש"ח)			
2018	2017	2016	2018	2017	2016	
4.9	5.2	6.1	557	531	505	סך כל החוב של משקי הבית ¹
						לפי המקורות:
						מהבנקים
4.3	4.0	5.2	496	476	457	
6.9	5.3	5.7	339	317	301	מזה: לדיוור
-0.9	1.6	4.2	158	159	156	מזה: לא לדיוור ²
20.3	40.0	52.4	29	24	17	מהגופים המוסדיים
15.3	58.8	131.7	14	12	7	מזה: לדיוור
25.1	25.6	20.7	15	12	10	מזה: לא לדיוור
7.5	16.9	19.1	20	19	16	מהחברות לכרטיסי אשראי ³
-7.9	-12.3	-11.5	12	13	15	מהממשלה (אשראי מוכוון) ⁵
						לפי השימושים:
6.8	6.0	6.2	360	337	318	סך החוב לדיוור
1.4	3.8	6.0	197	194	187	סך החוב שלא לדיוור
6.0	14.2	84.5	1.6	1.5	1.4	חוב ממתווכי אשראי מוסדרים ⁴

¹ לא כולל אשראי מתושבי חוץ – עקב חוסר בנתונים.

² כולל הלוואות שלא למטרת מגורים שניתנו בביטחון דירת מגורים.

³ החוב לחברות כרטיסי האשראי והאשראי באחריות/בערבות הבנקים נכלל בנתוני הבנקים.

⁴ ההלוואות מהממשלה ללווים עוברות לרוב דרך מערכת הבנקאות, המשמשת צינור להעברת תשלומים. החלק העיקרי הוא הלוואות מהממשלה, אך הסעיפים כוללים גם הלוואות לעובדים ממעסיקים (שאינם חלק מהממשלה והרשויות המקומיות) שאין באפשרותנו להפריד.

⁵ החוב ממתווכי אשראי מוסדרים כולל את יתרת האשראי של חברת "ביטוח ישיר" ושל חברת "אלבר". הנתון נכון לסוף הרבעון השלישי של 2018. נתונים אלו נאספו רק החל מ-2016.

המקור: בנק ישראל.

החוב-לדיוור של משקי הבית גדל בשיעור של-6.8% לעומת היקפו ב-2017 – קצב גבוה במקצת מאשר בשנים הקודמות (לוח ד'-4). גידול החוב לדיוור, למרות ירידה קלה של מחירי הדיוור (פרק ט'), מושפע מהקלה בדרישות ההון של הפיקוח על הבנקים לגבי משכנתאות עם LTV (Loan to Value, שווי ההלוואה ביחס לנכס) גבוה של 60%–75%, שנכנסה לתוקף במארכ 2018. שיעור המשכנתאות עם LTV של 60%–75% מתוך סך המשכנתאות עלה ממארכ 2018 ב-14%, והוא עומד על 34%. העלייה במשכנתאות עם LTV של 60%–75% לוותה בירידת שיעור המשכנתאות עם LTV נמוך יותר – מה שמעיד כי השינוי הושפע ישירות מהרגולציה. בחישוב גובה סך המשכנתאות ל-2018 כמכפלה של מספרן ממארכ ועד דצמבר 2018 בגובה המשכנתה הממוצעת לשנת 2017²² מתקבל סך של 3.1 מיליארד ש"ח. אם כל 3.1 מיליארדי הש"ח מבטאים הסטה מהחוב שלא לדיוור (בעקבות שינויים רגולטוריים), חוב זה צמח השנה ב-3%, והחוב לדיוור צמח ב-5.9%. מתקבלת

²² סכום של הפער החודשי ממארכ ועד דצמבר בין גובה המשכנתאות החודשיות למספר המשכנתאות החודשי כפול המשכנתה הממוצעת בשנת 2017, שעמדה על 660 אלף ש"ח.

אפוא מגמת ירידה בגידולו של החוב שלא לדיור וקצב גידול דומה לזה של השנים הקודמות בחוב לדיור. את ההשערה בדבר עלייתו של היצע האשראי לדיור מחזקת מגמת יציבות או ירידה (תלוי בסוג הריבית) של מרווחי הריביות על המשכנתאות השנה²³.

הירידה בחוב שלא לדיור התרחשה על רקע רמה גבוהה היסטורית של מדדי הסיכון²⁴ בתיקי האשראי שלא לדיור מהבנקים ובכרטיסי אשראי, שאף עלתה השנה, ובלוויית שינויים בסביבה המשפטית הנוגעים לדיני פשיטת רגל. (להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית מדצמבר 2018). גם מדדי סיכון האשראי של האשראי לדיור הם ברמה גבוהה היסטורית, אך נמוכה בעשרות אחוזים מאשר באשראי שלא לדיור. כנגד זאת לא נצפתה עלייה של מרווח הריבית על האשראי שלא לדיור מהבנקים, ומכאן עולה שחלק משמעותי מהירידה באשראי שלא לדיור נובע ככל הנראה מצד הביקוש – ההסטה לחוב לדיור. עם זאת, יתכן שגם צעדי הפיקוח להחמרת המגבלות על שיווק אשראי שלא לדיור פועלים לצמצומו של אשראי זה.

ב. הקשר בין חוב משקי הבית לבין הצריכה הפרטית

לנוכח הצמיחה של החוב לדיור ולא לדיור למשקי בית בשנים האחרונות עולה השאלה לגבי הקשר שבין סוגי החוב השונים לבין הצריכה הפרטית. הרצנו רגרסיה של שיעור השינוי הרבעוני בצריכה הפרטית על שיעורי השינוי הרבעוניים של החוב לדיור ושלא לדיור, עם בקרה על משתנים דומים לאלו שנמצאו במחקר של ברק (2017) כמשפיעים על הצריכה הפרטית בטווח הקצר²⁵ – וביניהם הריבית, ההכנסה הנקייה, מחירי הדיור ומספר עסקות הנדל"ן. מצאנו קשר מובהק וחיובי בין החוב שלא לדיור והחוב לדיור לבין הצריכה הפרטית, והקשרים שבין שני סוגי החוב לצריכה הפרטית דומים, חזקים ומובהקים (לוח ד'-5). כן נמצא שהקשר של החוב לדיור עם הצריכה הפרטית נובע מהצריכה הפרטית ללא בני קיימא²⁶ (לוח ד'-5), ואילו הקשר של החוב שלא לדיור עם הצריכה הפרטית נובע גם מסעיפים נוספים של הצריכה הפרטית. מאחר שברגרסיה ננקטה בקרה על מחירי הדירות לא נראה שהקשר נובע מאפקט ההכנסה (Wealth effects)²⁷.

מכאן ניתן ללמוד שלחוב לדיור יש קשר חיובי עם הצריכה השוטפת. סיבה אפשרית לכך היא שכאשר ניתנת למשקי הבית אפשרות ליטול יותר אשראי לדיור (כפי שקרה השנה), שהוא החוב הזול ביותר עבורם, הם רוכשים דירות בהסתמכות נמוכה יותר על מקורות אחרים, יקרים יותר (חוב שלא לדיור או הון עצמי), ולכן גדלה הכנסתם, ועמה הצריכה. הסבר זה מצביע גם על תחליפיות בין החוב לדיור לבין החוב שלא לדיור ומתאים גם לאפשרות, הנראית השנה, בדבר הסטה מן החוב שלא לדיור אל החוב לדיור. על פי ממצאי הרגרסיה, קצב הצמיחה של החוב לדיור וקצב הירידה בחוב שלא לדיור אמורים לשמר השנה צריכה שוטפת גבוהה.

²³ הריבית הצמודה או הלא צמודה בניכוי התשואה של אג"ח ממשלתית או בנקאית ל-10 שנים, צמודה או לא צמודה, בהתאמה.

²⁴ עלייה במדדים: שיעור ההוצאות בגין הפסדי אשראי, מחיקות, חוב בעייתי וחוב פגום.

²⁵ ברק (2017) הראה שהצריכה הפרטית בשנים 1995–2015 מושפעת בטווח הקצר ממספר גורמים: ההכנסה (בפרט תשלומי ההעברה), הנכסים הפיננסיים נטו בפיגור (תיק הנכסים בניכוי החוב), שווי נכסי הדיור, מדד הסחר העולמי בפיגור והריבית לשנה.

²⁶ הקשר החיובי בין החוב לדיור לבין הצריכה הפרטית נובע מהקשר החיובי עם הצריכה הפרטית ללא בני קיימא, ונמצא קשר דומה גם בין החוב לדיור לבין הצריכה השוטפת. לפי רגרסיה זו אין לחוב לדיור קשר חיובי עם הצריכה של בני קיימא או בני קיימא למחצה.

²⁷ ריבון וקחן (2013) מצאו שמחירי הדיור משפיעים חיובית על הצריכה.

ככל שמתאפשר לרוכשי דירות להשתמש בחוב לדיור גדול יותר, שהוא מקור המימון הזול ביותר לרכישת דירה, הכנסתם הפנויה עולה, ומאפשרת להם גם להגדיל את צריכתם השוטפת.

לוח ד' 5 רגרסיית OLS של הצריכה פרטית והצריכה השוטפת על החוב לדיור ושלא לדיור		
הצריכה הפרטית	הצריכה הפרטית ללא בני קיימא	
0.26*** (0.09)	0.3*** (0.07)	החוב לדיור
0.28*** (0.07)	0.24*** (0.05)	החוב שלא לדיור
Y	Y	בקרה על משתנים נוספים
0.43	0.5	R-squared
69	69	מספר התצפיות

p.value=0.1*,0.05**,0.01***

רגרסיית OLS של החוב, שיעורי השינוי הרבעוני של הצריכה הפרטית והצריכה הפרטית ללא בני קיימא על שיעור השינוי הרבעוני של החוב לדיור ושלא לדיור. הרביע הרביעי של 2000 עד סוף 2017. משתני בקרה: ריבית בנק ישראל (הרמה), ההכנסה הנקייה (שיעור השינוי הרבעוני), תיק הנכסים של הציבור (שיעור השינוי הרבעוני בפיגור), מדד יבוא הסחורות ממדינות מפותחות (שיעור שינוי רבעוני בפיגור), מחירי הדיור (שיעור השינוי הרבעוני) ומספר עסקות הנדל"ן (שיעור השינוי הרבעוני). המקור: בנק ישראל, הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

4. סוגיה: מעבר של המגזר העסקי מחוב בנקאי לחוב מהגופים המוסדיים: נגישות האשראי לחברות

א. מבוא

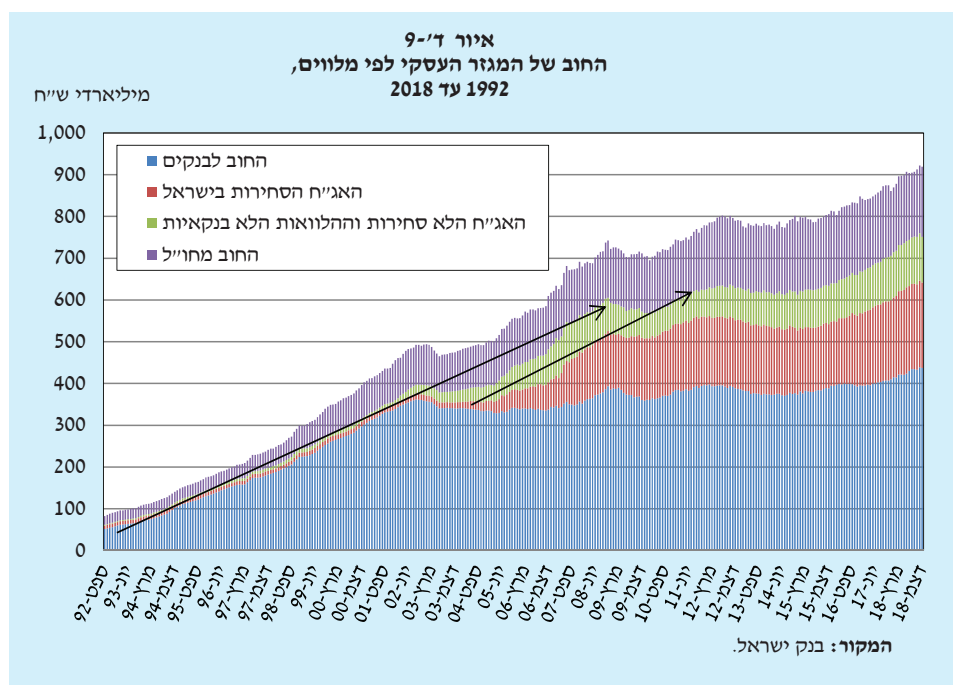
כתוצאה מהרפורמות של שני העשורים האחרונים חסכוניות הציבור מופקדים בשיעור הולך וגדל בגופים המוסדיים, ולפיכך שיעור הנכסים של הגופים המוסדיים בתיק הנכסים של הציבור עלה מ-31% בשנת 2000 ל-43% בשנת 2018. בתקופה זו עלה משמעותית גם שיעור הכספים של הגופים המוסדיים שניתן להשקעה במגזר העסקי בישראל²⁸. בהתאם לכך השתנה הרכב מקורות המימון של המגזר העסקי ממקורות מימון בנקאיים בעיקרם ליותר מימון מהגופים המוסדיים ומשוק ההון הישראלי. בתחילת שנות ה-2000 עמד החוב הבנקאי על 75% מסך מימון של המגזר העסקי, והחוב החוץ-בנקאי המקומי (לגופים המוסדיים ולמחזיקי אג"ח אחרים) עמד על כ-5% בלבד²⁹. לעומת זאת בסוף 2018 כ-50% מהמימון של המגזר העסקי הם חוב לבנקים, ו-35% הם מימון חוץ בנקאי מקומי, מתוכם כ-73% באמצעות אג"ח (איור ד' 9). מלבד העלייה בשיעור האשראי החוץ בנקאי, עולה בשנים האחרונות מגמה נוספת – עלייה בשיעור ההלוואות שהגופים המוסדיים נותנים באופן ישיר. בתחילת 2010 ההלוואות מהגופים המוסדיים היוו 2% מהחוב למגזר העסקי, והן עלו ל-9% בסוף 2018. נראה כי מגמות אלו – הסטת המימון של המגזר העסקי אל מקורות חוץ בנקאיים מקומיים – טרם הגיעו למיצוי, והן צפויות להוסיף ולהתגבר בשנים הקרובות, עם המשך הגידול של היצע הכספים מהגופים המוסדיים. להסטת מקורות המימון יכולה להיות השפעה משמעותית על המצב המקרו כלכלי של המשק – בין היתר על התחרות בהיצע ההון, על

בעשור האחרון מתחולל שינוי מבני בשוק האשראי – גידול חלקו של המימון החוץ-בנקאי יחסית למימון הבנקאי. חלק מהשינוי מקורו בהלוואות ישירות מהגופים המוסדיים.

²⁸ יחד עם זאת בוטלה החובה של הגופים המוסדיים להשקיע בממשלה באמצעות אג"ח מיועדות, ולכן גדל לא רק היקף הכספים שבידי גופים אלו אלא גם היקף הכספים המושקעים בשוק ההון. (הרחבה ראו בהמשך.)

²⁹ השארת הגיעה מחו"ל.

פרק ד': ההתפתחויות בשוק האשראי של המגזר העסקי ומשקי הבית



אופי הזעזועים במחזור הפיננסי, על האפשרות לגבות חובות במצבים של פשיטת רגל ועל התמסורת מהמדיניות המוניטרית (Laeven 2014).

הניתוח הנוכחי מתמקד בשאלה אם התפתחויות אלה – המעבר ממימון בנקאי לחוץ בנקאי, ובתוך המימון החוץ בנקאי ההסטה ממימון באמצעות אג"ח למימון באמצעות הלוואות ישירות מהגופים המוסדיים – תורמות לנגישות האשראי לחברות בישראל. סעיף ב' מציג סקירת ספרות, סעיף ג' מתאר את התנאים בישראל שעומדים ברקע המעבר למימון חוץ בנקאי, סעיף ד' מציג השוואה בין-לאומית של מגמות המימון, סעיף ה' מתאר את מאפייני החברות הנוטלות את סוגי החוב השונים, סעיף ו' מציג את מגמות המימון של החברות הציבוריות, סעיף ז' מתאר את ההסטה בהשקעות הגופים המוסדיים מאג"ח להלוואות ישירות, וסעיף ח' מסכם.

ב. סקירת ספרות

(1) זהות ספק האשראי ומכשירי החוב השונים

בספרות נמצא שהתרחבות של היצע מתווכי האשראי, ללא תלות בזהות המתווך, מובילה לצמיחה (Levine 2002, Chakraborty and Ray 2006). בשנים האחרונות התפרסמו מחקרים המעידים שהרחבה של אשראי באמצעות מימון חוץ בנקאי משפיעה חיובית על הצמיחה בזכות גישת החברות למימון בתקופות של משבר כלכלי פיננסי, כשהבנקים מצמצמים את האשראי (Langfield and Allen et al. 2012, Pagano 2016).

לבנקים, כמתווכי אשראי, יש יכולת ותמריץ לנהל בקרה ולאסוף מידע על החברות, וכך להתמודד עם האסימטריה במידע מולן; זאת בזכות מערכות יחסים ארוכות טווח, גישה למידע פרטי ויכולת לנהל משא ומתן יעיל עם חברה הפושטת רגל (Diamond 1984, Fama 1985, Gertner and Scharfstein 1991, Booth et al. 2000). לעומת זאת טוען Rajan (1992) שלהלוואות פרטיות יש השפעות שליליות, כי יכולתם של הגופים המלווים לגבות רנטה עלולה לפגוע בתמריצי מנהליהם.

הרחבה של אשראי
באמצעות מימון
חוץ בנקאי מאפשרת
התאוששות מהירה
יחסית של המשק לאחר
משברים.

במימון באמצעות אג"ח בשוק ההון המידע על ההשקעה ציבורי וזמין, המימון נזיל וסחיר, ועל כן הוא כרוך בפחות עלויות למלווים; אך ההתבססות על מידע ציבורי ולא פרטי מצמצמת את היכולת לנהל בקרה על החברות, ולכן עלולה לפגוע בהחזר החוב. לפיכך ילוו בשוק ההון רק לחברות שלגביהן האסימטריה במידע פחותה, והתמריץ שלהן לא לפשוט רגל חזק יותר – לרוב חברות בדירוג גבוה, המעוניינות לשמור על דירוגן (Diamond 1991). ההחלטה להנפיק נוגעת גם לסיבות של חברות להנפיק חוב לצורך מימון פעילותן. בהקשר זה נזכיר את תיאוריית ה-pecking order (Myers Majluf 1984), שלפיה יש להנפקה עלות (גם ברמת המידע הנגלה), ולכן רק חברות גדולות, היכולות לשלם את העלות, והצורך שלהן בחוב גדול, יבחרו להנפיק בשוק ההון. להלוואות פרטיות מהגופים המוסדיים מאפיינים דומים לאלה של הלוואות מהבנקים, אך לגופים המוסדיים בישראל פחות ניסיון ויותר אסימטריה במידע מאשר לבנקים (בהעדר גישה לעו"ש). עם ההתמקצעות של הגופים המוסדיים במתן הלוואות הבדלים אלו עשויים להצטמצם. צפוי שלחוב בנקאי ולחוב מהגופים המוסדיים יהיו מאפיינים שונים, בהתאם ליתרונותיהם היחסיים השונים; אלה נובעים מהבדל ביכולתם לבצע חיתום אשראי, וכן ממבני התחייבויות שונים – התחייבויות קצרות-ברובן של הבנקים וארוכות של הגופים המוסדיים. מאפיינים אלו צפויים להשפיע על הביקוש של החברות לסוגי החוב השונים.

2) התפלגות סוגי החוב בין סוגי חברות

באשר להתפלגות החברות בין סוגי החוב השונים עולה השאלה של איכות החברות. Beck et al. (2008), Denis and Mihov (2003) ו-Gomes and Phillips (2012) מציגים עדויות אמפיריות המלמדות שבארה"ב חברות קטנות ובינוניות וחברות בעלות דירוג אשראי בינוני מממנות את פעילותן באמצעות הבנקים, החברות הגדולות והחזקות מממנות את פעילותן באמצעות שוק ההון, והחברות בעלות הדירוג הנמוך ביותר מממנות את פעילותן באמצעות הלוואות מגופים חוץ בנקאיים. בישראל מראה מחקר של Benzion et al. (2015) שבשנים 1999–2009 לחברות הציבוריות הגדולות והטובות הייתה הסתברות גבוהה יחסית להנפיק אג"ח, אך חברות כאלה אשר פשטו רגל בסוף התקופה הנפיקו אג"ח בשיעור גדול יחסית מסך החוב שלהן. Rauh and Sufi (2010) מציגים שחברות יכולות לגייס מימון ממספר מקורות, ומראים שלרוב החברות יש לפחות רובד אחד של חוב בנקאי; לחברות עם דירוג נמוך מקורות מימון מגוונים, והן מחזיקות לפחות ברובד אחד של חוב עם ביטחונות מהבנקים וחוב משני עם ביטחונות חלשים – אג"ח והלוואות חוץ בנקאיות.

לסיכום, על פי הספרות יש לכל החברות גישה למימון בנקאי, אך רק החברות ה"טובות" והגדולות נהנות גם מאפשרות לגייס מימון מהגופים המוסדיים באמצעות שוק ההון, חברות "בינוניות" מממנות את פעילותן באמצעות הלוואות מהבנקים, והחברות ה"חלשות" ביותר מגייסות גם הן באמצעות גופים חוץ בנקאיים. להלן נבדוק אם מגמת הצמיחה של המימון החוץ בנקאי בישראל דומה למגמה בעולם, ומהם ההבדלים במאפייני החוב השונים (חוב בנקאי, אג"ח והלוואות הגופים המוסדיים).

ג. סקירת השינויים המבניים בשוק האשראי

מאז תחילת שנות ה-2000 התחוללו בישראל מספר שינויים מרכזיים, שהיוו את התנאים להרחבה של החוב החוץ בנקאי, על רקע צמצום החוב הבנקאי ושינויים בביקוש של החברות לאשראי, שהוזכרו בתחילת הפרק. ניתן לחלק את השינויים המרכזיים לפיתוח שוק ההון הישראלי ולהיצע מצד הגופים המוסדיים.

חברות קטנות ובינוניות
וחברות בעלות דירוג
אשראי בינוני מממנות
את פעילותן באמצעות
הבנקים, וחברות גדולות
וחזקות – באמצעות שוק
ההון.

(1) פיתוח שוק ההון הישראלי

עד שנת 2004 שוק האג"ח הישראלי היה מצומצם מאוד: בתחילת 2004 המימון של המגזר העסקי באמצעות אג"ח עמד על 3% בלבד, ואילו בין השנים 2004 ו-2009 צמח ההיצע (והביקוש) של אג"ח סחירות ולא סחירות בישראל והגיע ל-22% מהמימון של המגזר העסקי (איור ד'-9). תנאי הרקע, המפורטים להלן, היו הבסיס לפתיחת שוק ההון ולמעבר אל מימון חוץ בנקאי.

ירידה בצורכי המימון הממשלתיים ושחרור השקעות הגופים המוסדיים. הירידה בצורכי המימון הממשלתיים נבעה מירידה מתמשכת של החוב הממשלתי ומהורדת שיעור האג"ח המיועדות³⁰ לגופים המוסדיים, ובפרט לקרנות הפנסיה החדשות והוותיקות, ל-30%, בתהליך הדרגתי החל מ-2004. Graham et al. (2013) מראים מתאם בין ירידה בחוב הממשלתי לבין עלייה במינוף של החברות. הקטנת הקצאת האג"ח המיועדות אפשרה לגופים המוסדיים להשתמש בכספי החיסכון להשקעה שאינה בעיקרה בממשלת ישראל.

העברת קופות הגמל מהבנקים אל הגופים המוסדיים. בשנת 2005 אושרו בכנסת מסקנות ועדת בכר, שמטרתן הייתה למנוע ניגודי אינטרסים במתן האשראי במערכת הבנקאות ולהקטין את הריכוזיות בשוק האשראי. הצעד המרכזי ברפורמת בכר היה מכירת קופות הגמל שהיו בשליטת הבנקים לחברות ביטוח ופנסיה או לבתי השקעות. צעד זה העביר מקורות אשראי מניהול הבנקים לניהול גופים המוסדיים.

(2) היצע הגופים המוסדיים

הרחבת החיסכון של הציבור (איור ד'-10). החל מ-2004 גדלו נכסי הגופים המוסדיים, עקב סגירת הפנסיה התקציבית הממשלתית והצבאית למצטרפים חדשים ב-2004, כניסתה-לתוקף של פנסיה חובה לשכירים ב-2008, העלאת שיעור ההפרשה לפנסיה בהדרגה עד 2017 והחלת פנסיה חובה לעצמאיים ב-2017. אל אלה חברו מגמות נוספות, בממדים קטנים יותר, המגדילות את כספי הגופים המוסדיים: החל משנת 2016 התרחבו נכסי הגופים המוסדיים גם כתוצאה מחיסכון לא פנסיוני של הציבור באמצעות קופות גמל להשקעה, בזכות מתן אפשרות לחסוך בגופים אלה עם הטבות מס מסוימות עד לתקרת הפקדה של 70,000 ש"ח בשנה. נכסי קופות הגמל להשקעה גדלו בשנת 2017 גם בעקבות התוכנית הממשלתית של "חיסכון לכל ילד"³¹. נוסף על אלה הועלה בהדרגה, החל משנת 2012, שיעור המס על רווחי הון³², התפתחות שהגדילה את שווי ההטבה שבהשארת כספים נזילים³³ בגופים המוסדיים. בסך הכול גדלו נכסי הגופים המוסדיים ב-22% בין השנים 2013 ו-2017 – תקופה שבה התוצר העסקי גדל ב-19% בלבד, והפיקדונות והמזומן בבנקים הצטמצמו ב-2%. היצע הגופים המוסדיים צפוי להמשיך לגדול בשנים הקרובות עם הצמיחה של נכסי החיסכון הפנסיוני, שבו צפויות הפקדות נטו חיוביות עד 2050³⁴, וגידולם של נכסי קופות הגמל.

³⁰ לפני שנת 2000 חלק גדול משוק ההון ונכסי הגופים המוסדיים הושקע באג"ח ממשלתיים, בעיקר באג"ח ממשלתיים לא סחירות בצורה של אג"ח מיועדות, שהמדינה הנפיקה לגופים המוסדיים בתשואה קבועה לצורך מימון החוב הממשלתי. הגופים המוסדיים היו מחויבים להחזיק באג"ח אלו.

³¹ התוכנית הממשלתית של "חיסכון לכל ילד" משקיעה 50 ש"ח בחודש עבור כל ילד בישראל עם אפשרות להרחבת הסכום ל-100 ש"ח בחודש על ידי ההורים. להורים יש אפשרות לבחור להשקיע את הכספים בקופות גמל להשקעה או בבנקים, ועבור ילדים מתחת לגיל 15 ברירת המחדל היא בקופות גמל להשקעה.

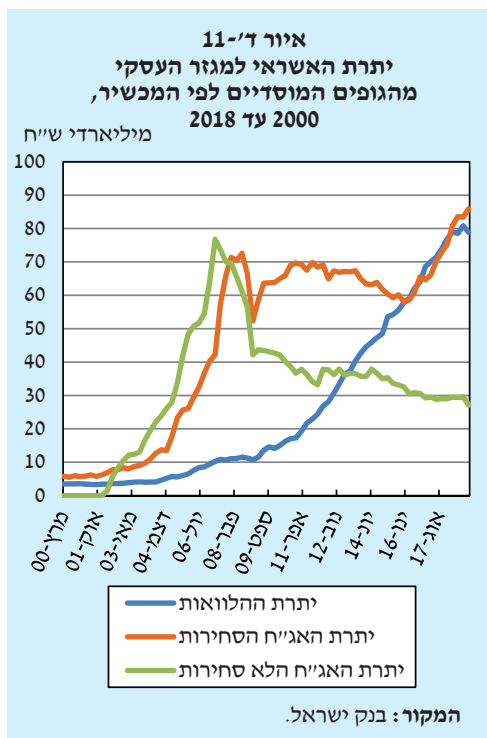
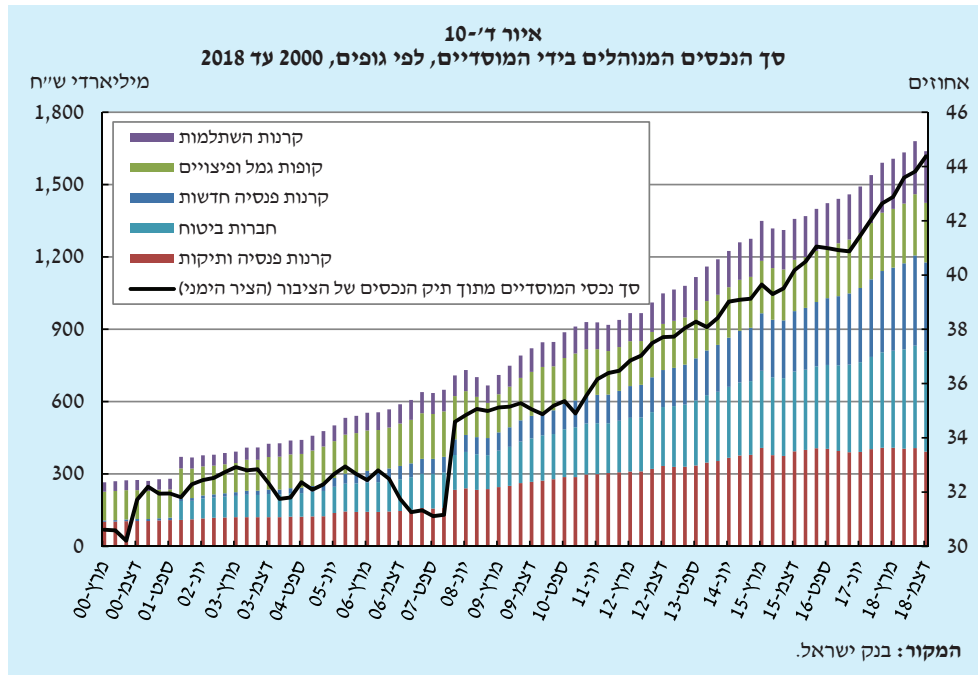
³² שיעור המס על רווח הון עלה מ-20% בשנת 2012 ל-25% בתחילת 2016.

³³ כספים שנחסכים לתקופה של מעל 6 שנים בקרנות השתלמות וכספים שנחסכו לפני 2008 בקופות הגמל לתקופה של מעל 15 שנה.

³⁴ המסמך "חיסכון פנסיוני הולם – דוח הצוות להגברת החיסכון הפנסיוני" משנת 2015.

תנאי הרקע העיקריים לפיתוח שוק ההון הישראלי הם ירידה מתמשכת של החוב הממשלתי והורדת שיעור האג"ח המיועדות לגופים המוסדיים.

תנאי הרקע העיקריים להגדלת היצע האשראי מהגופים המוסדיים הם הרחבת החיסכון הפנסיוני של הציבור ורפורמות שתפקידן להביא לשיפור איכות ההשקעות של גופים אלה.



ועדות חודק וגולדשמידט³⁵. עם הרחבת

המימון של הגופים המוסדיים עבור החברות ולאחר המשבר הכלכלי של שנת 2008 עלו מספר חששות לגבי אופן ההשקעות של הגופים המוסדיים. חששות אלו הביאו להקמתן של שתי ועדות, שנועדו לשפר את איכות השקעותיהם. ועדת חודק, שמסקנותיה יושמו ב-2010, התייחסה לצורך לערוך ניתוח לפני רכישת אג"ח ולקבוע התניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות ברכישת אג"ח חברות. אחרי כניסתן-לתוקף של המסקנות פחתו ההנפקות של אג"ח החברות, ובשלוש השנים הראשונות החברות לא הנפיקו אג"ח חדשות, אלא בעיקר הרחיבו סדרות קיימות. (איור ד'-11; להרחבה ראו תיבה בנושא מימון חברות בדוח היציבות הפיננסית ל-2016). לאחר יישום מסקנותיה של ועדת חודק גדלו ההלוואות הישירות שמעמידים הגופים המוסדיים. השינויים במאפייני ההשקעה של הגופים המוסדיים התרחשו גם על רקע דיון ציבורי ותקשורתי

³⁵ המסמכים: "דוח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות – ועדת חודק"; "דוח הוועדה לבחינת אופן השקעות הגופים המוסדיים בהלוואות מתואמות" – "ועדת גולדשמידט".

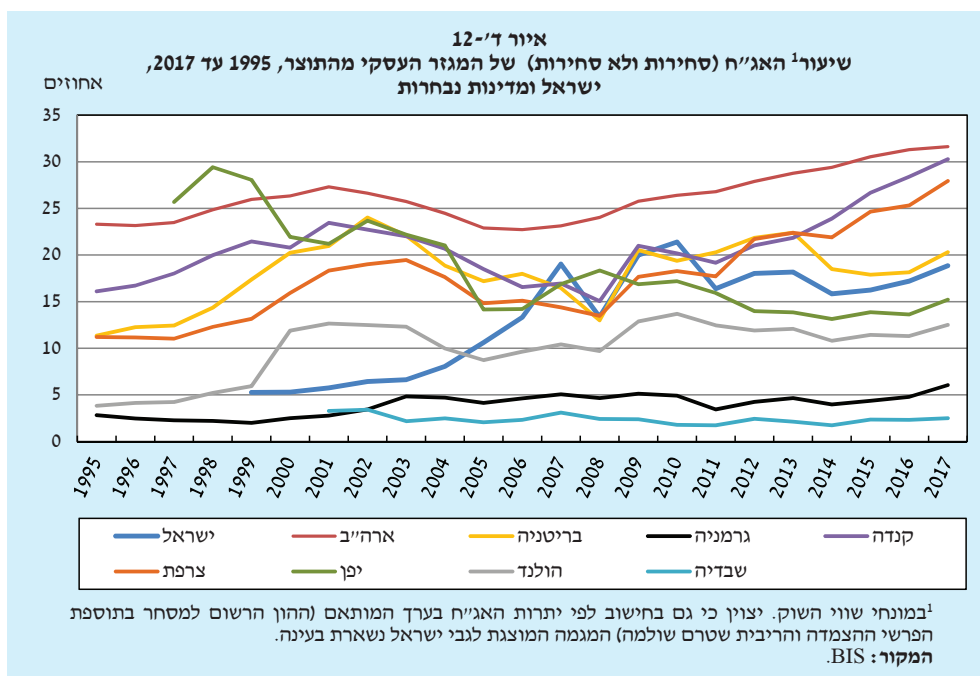
פרק ד': ההתפתחויות בשוק האשראי של המגזר העסקי ומשקי הבית

על הסדרי החוב באג"ח, ולפיכך לא ניתן להפריד בין השפעת רצון של החברות להימנע מסיקור תקשורתי שלילי לבין השפעות מסקנותיה של ועדת חודק. ועדת גולדשמידט, שמסקנותיה יושמו בשנת 2015, התייחסה להתנהלות בהלוואות קונסורציום³⁶ ובהלוואות ישירות, והמליצה, בין השאר, לחייב את הגופים המוסדיים לקבוע דירוג להלוואות הישירות שהם נותנים (דירוג פנימי) ולדווח עליו. קביעת כללים והגבלות רגולטוריות להשקעות הגופים המוסדיים משפיעה על ערוצי היצע האשראי שלהם.

ד. השוואה בין-לאומית

שיעור המימון באמצעות אג"ח מסך החוב אינו חריג בהשוואה בין-לאומית, אך שיעור ההלוואות הישירות גבוה בהשוואה כזאת.

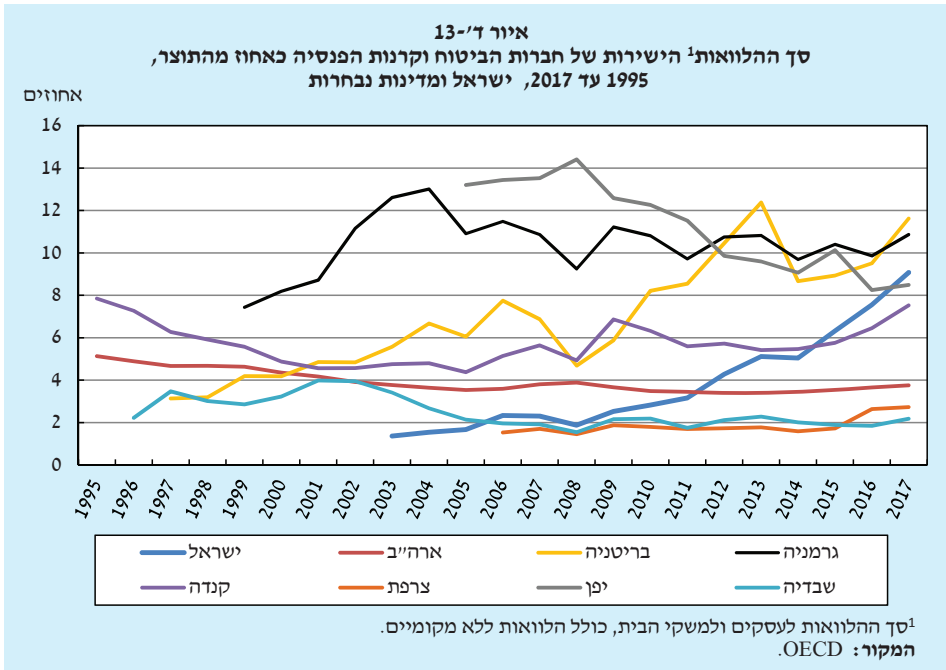
תנאי הרקע בישראל והשינוי המבני הביאו לשינוי בתמהיל החוב של החברות העסקיות בארץ, ובולט השוני מהמגמות ששררו באותן שנים במדינות אחרות. משנת 2000 ועד 2007 צמח בישראל שיעור המימון של החברות באמצעות אג"ח³⁷ צמיחה חדה בהשוואה עולמית (איור ד'-12). צמיחה זו באה יחד עם ירידה של הריבית הבנקאית, שאותה על עלייה בהיצע האשראי לעסקים (איור ד'-8). לעומת זאת באירופה גדלו בשנים אלו שיעוריהם של נכסי הבנקים באחוזי תוצר, ושווי האג"ח של המגזר העסקי עלה רק במידה מתונה (Langfield and Pagano (2016)). לאחר 2010 הואט בישראל קצב הצמיחה של שיעור המימון באמצעות אג"ח מסך האשראי למגזר העסקי, ולפיכך שיעור זה בקנדה, בצרפת ובאנגליה גבוה מאשר בישראל.



³⁶ שיתוף פעולה של מספר מתווכי אשראי במתן הלוואות, לרוב באמצעות בנק מארגן.

³⁷ במדינות רבות חלק נכבד מאג"ח החברות מוחזק בידי הבנקים, בישראל שיעור החזקת האג"ח בידי הבנקים זניח.

בחינת ההתפתחות במתן הלוואות ישירות מהגופים המוסדיים³⁸ – למגזר העסקי ולמשקי הבית (איור ד'-13) – מלמדת כי שיעורו של מימון זה כאחוז מהתוצר בישראל גבוה בהשוואה בין-לאומית, ובשנים האחרונות הוא עלה עלייה חדה. כאשר מביאים בחשבון שבישראל מרבית ההלוואות ניתנות למגזר העסקי, ולא בהכרח זה המצב בעולם, הייחוד בישראל אף מתחדד.



ה. מאפייני החוב

על רקע השינויים בהיצע המימון במשק ייתכנו הבדלים בין החברות המממנות את פעילותן באמצעות המקורות השונים – הלוואות בנקאיות, אג"ח מהגופים המוסדיים והלוואות מהגופים המוסדיים. להלן נבדוק מה ניתן להסיק מההבדלים במאפייני החברות לגבי היצע אשראי העומד בפניהן.

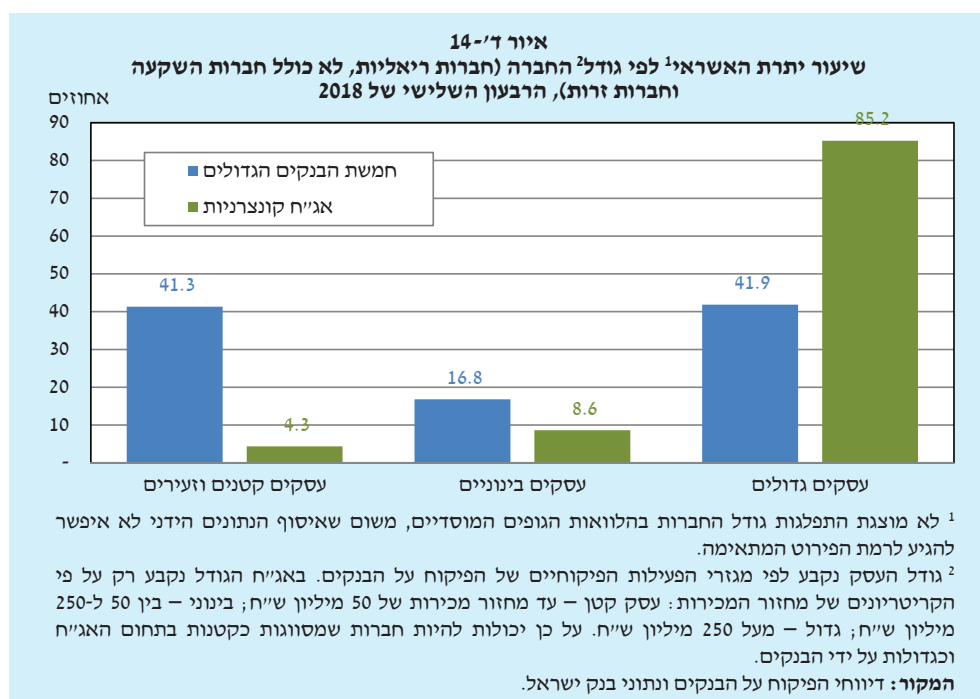
הגישה לאשראי בנקאי
מתאפשרת לחברות
בגדלים שונים.

(1) מאפייני החוב הבנקאי

התפלגות האשראי הבנקאי של חמשת הבנקים הגדולים לפי גודל הלווה ברביע השלישי של 2018 מראה שכיום 58% ממנו ניתן לעסקים בינוניים, קטנים וזעירים; כלומר למגוון חברות (איור ד'-14)³⁹. ההתפלגות לפי גודל העסקים מתכתבת עם הספרות, ומראה שהגישה לאשראי בנקאי מתאפשרת לחברות בגדלים שונים.

³⁸ בהשוואה הבין-לאומית מוצגים נתונים רק מחברות הביטוח וקרנות הפנסיה.

³⁹ הנתון מדווח רק החל מהרביע הראשון ב-2015 ולא מתעדכן אחורנית, אך הוא יציב לאורך כל התקופה.



(2) מאפייני האג"ח⁴⁰

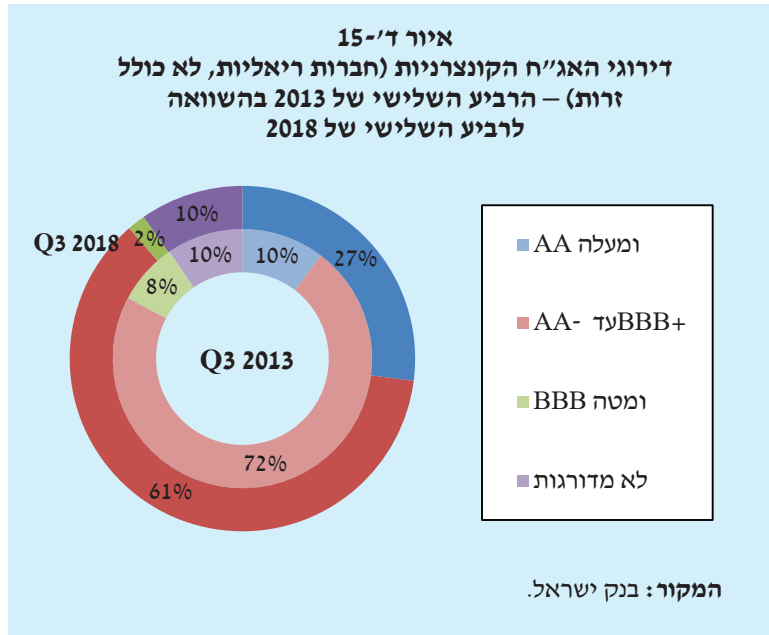
המימון באמצעות אג"ח נגיש בעיקר לחברות גדולות בעלות דירוג גבוה, ונראה שאיכות האג"ח עלתה בשנים האחרונות.

נכון לרביע השלישי של 2018 האג"ח הסחירות של חברות ישראליות במגזר העסקי בישראל שייכות ברובן לעסקים גדולים (איור ד'-14). השיעור הגבוה של עסקים גדולים המנפיקים אג"ח לאורך התקופה מחזק את הטענה, שנמצא בספרות, כי רק חברות גדולות וחזקות מגייסות חוב באמצעות שוק ההון (בגלל היצע הגופים המוסדיים או בגלל ביקוש החברות). ההנחה שהמימון באמצעות אג"ח נגיש בעיקר לחברות חזקות מתאימה לניתוח דירוגי האג"ח המקומיות⁴¹: שיעור האג"ח בדירוג השקעה ומעלה היה ברביע השלישי של 2018 88% (איור ד'-15), ודירוגי החברות עלו ביחס לרביע השלישי של 2013⁴², עלייה שעיקרה בשיעור האג"ח בדירוג AA ומעלה. התמונה והמגמה נשארות דומות גם לאחר ניכוי חברות השקעה והחזקות. העלייה בדירוג התרחשה כחמש שנים לאחר המשבר הכלכלי הגדול ולאחר פשיטות רגל של מספר לוויים, שאולי הביאו להורדה של דירוגי החברות באופן גורף. מכאן שעליית הדירוגים מעידה ככל הנראה על עלייה באיכות אג"ח החברות המוחזקות בידי הגופים המוסדיים. כמו כן עלה שיעור האג"ח עם בטוחות בתקופה זו ועמד בסוף הרביע השלישי של 2018 על 26% (28% בניכוי חברות השקעה והחזקה).

⁴⁰ סך החוב כולל בתוכו גם אג"ח להמרה, שנחשבות למכשיר פיננסי שאינו בר השוואה במונחי תחליפיות לאיגרות חוב רגילות או הלוואות ישירות. עם זאת שיעורו זניח (בממוצע כ-1%), ולכן אינו משנה מהותית את המגמה המשתקפת בניתוח ואת המסקנות העולות ממנו.

⁴¹ האג"ח בישראל מדורגות לפי הדירוג הישראלי ולא לפי הדירוג הבין-לאומי, ועל כן התוצאה מוטת כלפי מעלה.

⁴² נתון בר השוואה לנתוני הלוואות הגופים המוסדיים, שעליהם יש לנו נתונים רק לשתי נקודות זמן – לרביע השלישי של 2013 ולזה של 2018. 2013 רלוונטית גם לבחינת תיק האג"ח לפני ועדת חוק. זאת משום שידוע כי מיצוי מלוא ההשפעה של המלצותיה על יתרות האג"ח ארך מספר שנים, ובשנים הראשונות החברות לא שינו את מאפייני האג"ח והמשיכו להנפיק סדרות ישנות (תיבה בדוח היציבות הפיננסית 2016).



(3) המאפיינים של הלוואות הגופים המוסדיים⁴³

בניתוח תיק הלוואות של הגופים המוסדיים נמצא כי מתוך 62 מיליארדי ש"ח של הלוואות מגופים אלה ברביע השלישי של 2018, 87% ניתנו בדירוג השקעה ומעלה, בדומה לתמהיל האג"ח באותה תקופה (איור ד'-16). תמהיל דירוג הלוואות לאורך זמן הוא ללא שינוי. 47% מהלוואות הגופים המוסדיים ניתנו כחלק מקונסורציום, ועל כן תהליך חיתום הלוואה בדרך כלל לא התנהל ישירות על ידי הגוף המוסדי אלא לרוב על ידי בנק, המחזיק גם הוא חלק מההלוואה. 95% מההלוואות בקונסורציום הן בדירוג השקעה ומעלה.

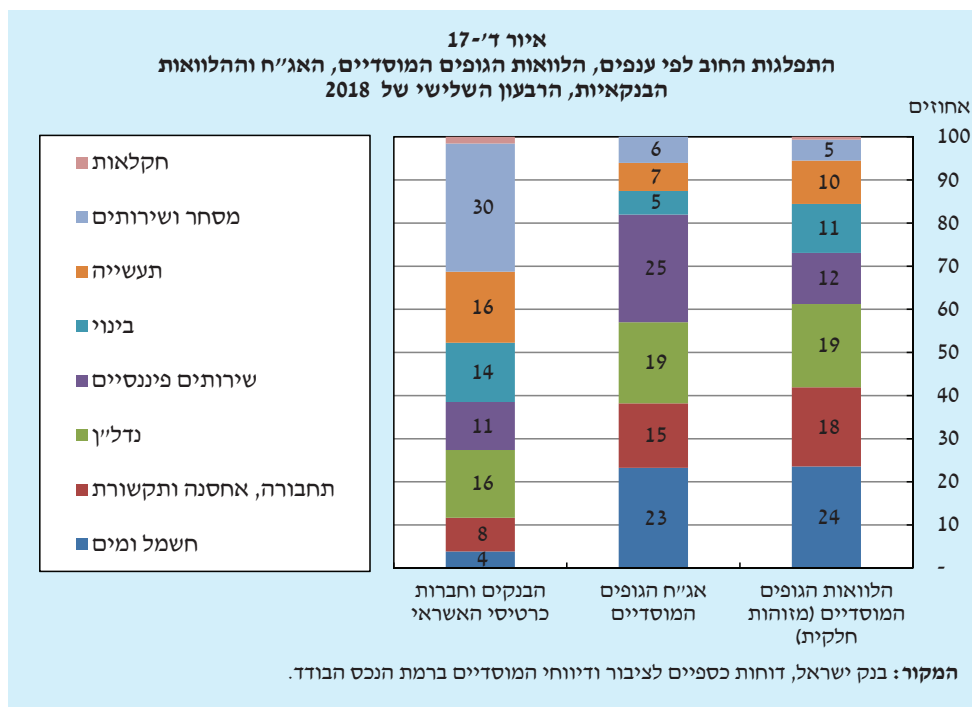
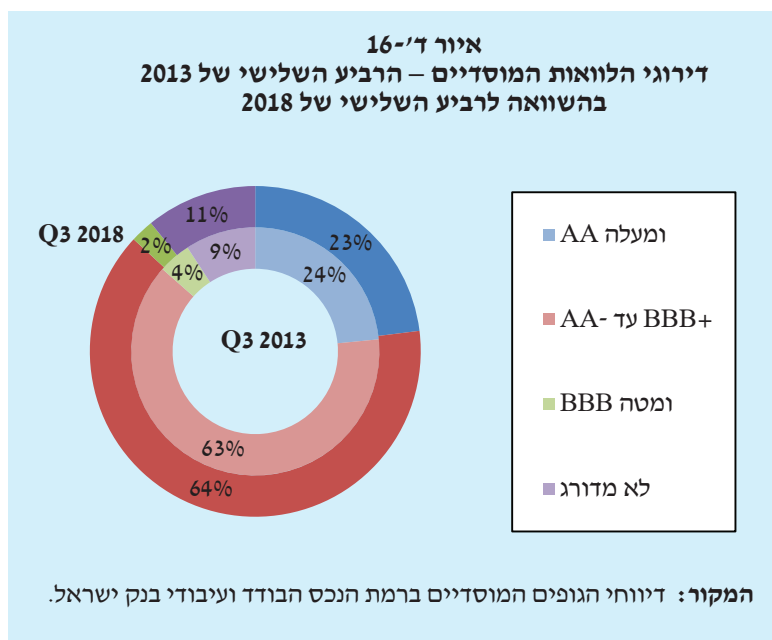
שיעור הלוואות עם בטוחות גבוה מאוד, והוא עלה מ-89% בשנת 2013 ל-94% בשנת 2018. שיעור הלוואות עם בטוחות גבוה משמעותית משיעור האג"ח עם בטוחות לאורך כל התקופה. המידע המפורסם על הלוואות הגופים המוסדיים ניתן לרוב ללא יכולת זיהוי של החברה הלווה. לגבי הרביע השלישי של 2018 יש לנו מידע מפורט⁴⁴ על הלוואות בשווי 22 מיליארד ש"ח. מתוך הלוואות שעליהן יש לנו מידע 56% לא ניתנו כחלק מקונסורציום, ומתוכן 62% ניתנו לחברות פרטיות שלא הנפיקו מניות או אג"ח. כאשר בוחנים את החברות הפרטיות שקיבלו את הלוואות הישירות שלא כחלק מקונסורציום מזהים כרבע מהחברות ושליש משווי הלוואות מתוך רשימה של כ-885 החברות הגדולות במשק לפי D&B לשנת 2016. לגבי החברות הלא מזוהות לפי D&B – ניתן לראות משמעותית כי מרבית הלוואות ניתנות לחברות בתחום התשתיות, ובפרט בתחום

ההלוואות מהגופים המוסדיים ניתנו השנה בדירוג השקעה ומעלה, בדומה לאג"ח בשנה זו. תמהיל זה של הלוואות יציב זה כמה שנים.

ההלוואות הישירות של הגופים המוסדיים ניתנות בעיקר לחברות פרטיות, אך מרבית החברות האלה קשורות לחברות גדולות ו/או ציבוריות.

⁴³ הלוואות הגופים המוסדיים נותחו באמצעות איסוף ידני של פרטי הלוואות שהם העמידו ברביע השלישי של 2013 ובוה של 2018. הובאו בחשבון הלוואות ישירות לישראלים שלא ניתנו לעמיתים, לא ניתנו כמשכנתה, ולא ניתנו עם בטוחה של רכב. מדובר ב-64.4% מסך תיק הלוואות של הגופים המוסדיים. הנתונים של שנת 2018 נלקחו מעשרת תאגידי הגופים המוסדיים הגדולים בשוק, שבידיהם 95% מסך הלוואות של הגופים המוסדיים.

⁴⁴ כמה גופים מוסדיים מסרו, לגבי כל הלוואה, את מספר התאגיד ואף את שם החברה הלווה, דבר שאיפשר לנו לקבל מידע עליהן. מתוך עשרת תאגידי הגופים המוסדיים שבדקנו הצלחנו לקבל מידע על 4%-95%, המתייחס לקרנות/קופות/פוליסות ביטוח ספציפיות. לגבי חמישה תאגידיים יש לנו מידע על 60%-93% מסך הלוואות של התאגיד, ולגבי תאגיד שיש – על 72% מההלוואות. משמע שאחוז הזיהוי לגבי הקרנות/הקופות/פוליסות הביטוח שזוהו גבוה.



האנרגיה המתחדשת, כי רבות מהן ניתנות לחברות בנות או לחברות צינור של חברות ציבוריות, וכי ניתנות הלוואות לחברות או פרויקטים ציבוריים (כולל עיריות) וכן לענף הנדל"ן.⁴⁵ כאשר בוחנים את התפלגותן של הלוואות הגופים המוסדיים המזוהות (18 מיליארד ש"ח)⁴⁶ לפי ענפים בהשוואה להתפלגות הענפית של חוב האג"ח והחוב הבנקאי נראה כי ההתפלגות הענפית של הלוואות דומה יותר לזו של האג"ח – אך עם שיעור חשיפה גבוה יחסית לענפי חשמל ומים, תחבורה, אחסנה ותקשורת ובינוי, המקושרים לרוב עם תשתיות (איור ד'-17). השיעור הגבוה של הלוואות לתחום התשתיות יכול להסביר את התופעה של רמת השקעה גבוהה בתשתיות במשק בשנים האחרונות יחד עם העדר עלייה מקבילה בחוב של ענפים המקושרים לתשתיות לבנקים ובאג"ח: נראה אפוא שההשקעה בתשתיות ממומנת במידה משמעותית באמצעות הלוואות מהגופים המוסדיים.

חלק גדול מההלוואות הישירות של הגופים המוסדיים ניתן לצורך מימון פרויקטים של תשתיות.

1. חברות ציבוריות

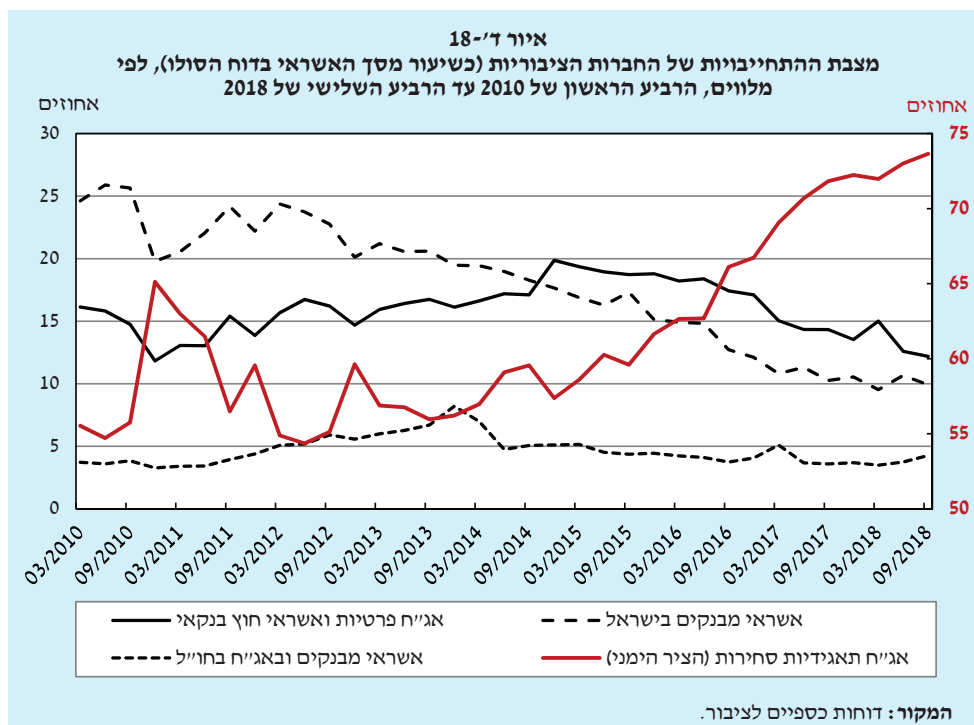
חברות ציבוריות (המנפיקות מניות, אג"ח או שניהם) הן החברות היחידות הנהנות מגישה לכל סוגי החוב – הלוואות בנקאיות, אג"ח והלוואות מהגופים המוסדיים. ניתוח הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות מראה מגמה שונה מזו של חוב המגזר העסקי בכללו: משנת 2010 השימוש של כלל המגזר באג"ח למימון הפעילות התמתן (איור ד'-12), בעוד שניתוח מצבת ההתחייבויות של החברות הציבוריות, על פי דוחותיהן הכספיים⁴⁶, מצביע על מגמת עלייה של שיעור המימון באמצעות אג"ח סחירות (איור ד'-18). מעניין במיוחד לראות ירידה של שיעור המימון באמצעות אג"ח פרטיות ואשראי חוץ בנקאי מ-2014 במקביל לעליית ההיצע של הלוואות הגופים המוסדיים בתקופה זו (איור ד'-13).

עליית שיעור המימון באמצעות אג"ח לאורך התקופה מעידה אף היא שמרבית הלוואות הגופים המוסדיים אינן ניתנות לחברות ציבוריות אלא לחברות פרטיות (או חברות בת/צינור פרטיות). עליית המימון באמצעות אג"ח יכולה להעיד גם על יתרונות של חוב זה עבור חברות ציבוריות. יתרונות אלו הם, ככל הנראה, עלות נמוכה יותר של הנפקת אג"ח עבור חברות שהנפיקו בעבר וכבר חלה עליהן חובת דיווח; נזילות, שנובעת מהסחירות; ותמחור נמוך של החוב, שנקבע גם על ידי הביקוש של קרנות הנאמנות והציבור באופן ישיר.

⁴⁵ מתוך 22 המיליארד שהגופים הללו רק ב-18 מיליארד ניתן לזהות לפי ענפי הלמ"ס.

⁴⁶ דוח מצבת ההתחייבויות לפי מועדי פירעון מתפרסם על ידי החברות יחד עם הדיווח הכספי הרבעוני. במאזן ההתחייבויות מוצגות לרוב על בסיס העלות המותאמת לפי שיטת הריבית האפקטיבית (בהתאם לשיעור הריבית שנקבע ביום ההנפקה), ואילו הערכים במצבת ההתחייבויות מוצגים על בסיס הערך הנקוב, ללא התחשבות בערך הזמן של הכסף. בהגדרה יש פער בין שתי ההצגות האלה, אך הוא אינו מהותי לצורך הבנת המגמות ופילוח ההתחייבויות לפי מלווים. השווינו את סך הערך המותאם של האג"ח הסחירות לסך האג"ח המוחזקות בידי הציבור (בניכוי תשלום הריבית ברוטו) לפי דוח מצבת ההתחייבויות. ההפרש ביניהם שיעורו כ-3%, וסביר להניח שהוא נובע בעיקר מצבירת הריבית לערך המותאם. עוד ייתכן כי גורמים קשורים (חברות אם, בעל שליטה או חברות בנות) מחזיקים שיעור מסוים של אג"ח סחירות, שאינן נחשבות לאג"ח המוחזקות בידי הציבור, אך ככל הנראה מדובר בשיעור זניח מאוד.

כאשר עושים את החישוב בניכוי חברות שעברו הסדרי חוב מתקבלות מגמות זהות. הנתון לא כולל את החוב של חברות מאוחדות פרטיות.



ז. החזקות הגופים המוסדיים

הגופים המוסדיים
רואים אג"ח והלוואות
כתחליפים, באופן חלקי.

כאשר בוחנים את החברות המקבלות מימון באמצעות אג"ח מול חברות המקבלות מימון באמצעות הלוואות ישירות רואים קווי דמיון רבים בין שתי הקבוצות (בעיקר בגודל ובדירוג), אך גם הבדלים: חברות ציבוריות לוות באמצעות אג"ח, ופרטיות – באמצעות הלוואות ישירות. כמו כן יש הבדלים בחלוקה הענפית. עולה השאלה אם הגופים המוסדיים רואים את שני סוגי החוב – הלוואות ואג"ח – כתחליפים. בחינת תיק ההשקעות של הגופים המוסדיים לאורך השנים מראה מקדם גרסיה שלילי ומובהק⁴⁷ של כ-0.35 בין שיעור ההלוואות בתיק ההשקעות של הקרן לבין שיעור ההשקעה באג"ח ישראליות באותה הקרן. המקדם נשאר באותו סדר גודל גם אם מוסיפים משתני בקרה לשנים (2009–2017) ולקרן הספציפית. מכאן שהגופים המוסדיים אכן רואים את שני סוגי חוב, לפחות באופן חלקי, כתחליפים. על כן, עם גידולן של ההשקעות בהלוואות, הגופים המוסדיים מסיטים את השקעתם מאג"ח להלוואות ישירות.

אחד ההסברים להסטה הוא ששני סוגי החוב דומים, והמעבר להלוואות נובע מהרצון של חברות להימנע מהעלויות של הנפקת אג"ח, שהן גבוהות מאלה של הלוואות ישירות. לפיכך חברות ציבוריות, שיכלו להשיג מימון באמצעות אג"ח, מקימות חברות צינור פרטיות כדי ליהנות מהיתרונות הגלומים בהלוואות תוך הפחתת העלויות הכרוכות בדרישות שעל חברות ציבוריות לעמוד בהן. ייתכן שגם הירידה של מספר החברות הציבוריות בשנים האחרונות נובעת ממניע זה. ואולם מתוך ההלוואות שעליהן יש לנו מידע מפורט זיהינו 61 חברות ציבוריות, בעבר או בהווה, שקיבלו הלוואות מהגופים המוסדיים, ומתוכם רק 8 חברות הפסיקו להנפיק אג"ח לאחר 2010, ואפשר שהפכו לחברות פרטיות. נוסף על כך נרשמה עלייה במימון החברות הציבוריות

⁴⁷ רמת מובהקות של 1%.

באמצעות אג"ח, המצביעה דווקא על יתרון של מימון זה עבורן. לא נראה אפוא שזהו ההסבר למלוא היקפה של התופעה.

סיבה שנייה להסטה היא שהגופים המוסדיים מקטינים את חשיפתם לאג"ח חברות בהעדיפם לתת הלוואות. זאת אולי משום שההלוואות ניתנות כנראה בעיקר לפרויקטים ארוכי טווח בתחום התשתיות או בגלל תשואה עודפת הנובעת מהיותו של החוב לא נוזל (illiquidity premium). ירידת שיעור ההשקעה באג"ח, המתלווה לעליית שיעור ההשקעה בהלוואות, יכולה לנבוע מרצון כללי של הגופים המוסדיים להשקיע פחות באג"ח⁴⁸. זאת מפני שיתכן כי הרחבה של ההשקעה באג"ח תביא לעלייה במינוף החברות או לפנייה אל חברות מסוכנות יחסית, מה שאינו תואם את שנאת הסיכון של הגופים המוסדיים (בעיקר אחרי פשיטות הרגל והחד התקשורת של 2009 וועדת חודק). יש לציין שמדובר בירידת שיעור האג"ח מסך הנכסים של הגופים המוסדיים, שכן עם צמיחת נכסי הגופים המוסדיים גדלה גם ההשקעה הכספית. ייתכן גם כי הרחבה גדולה יותר של האשראי אינה אפשרית על רקע מגבלה כללית של ביקוש החברות הגדולות בישראל לחוב בהתאם למבנה הענפי של החברות, שתואר בתחילת הדיון בפרק; הירידה באג"ח יכולה לנבוע גם מירידת הביקוש-לחוב של חברות ציבוריות שעברו למימון פעילותן באמצעות הקמת חברות פרטיות.

ח. סיכום

הרחבת המימון החוץ בנקאי בישראל מאז שנות ה-2000 מעידה על שינוי מבני משמעותי, שהוא גדול גם בהשוואה למגמה העולמית. כן ניכרת עלייה חדה בהלוואות הישירות של הגופים המוסדיים לחברות.

נמצא שבדומה למתואר בסקירת הספרות, המימון הבנקאי מופנה אל מגוון חברות, ואילו המימון החוץ בנקאי באמצעות אג"ח ניתן כיום בעיקר לחברות גדולות בעלות דירוג גבוה. החברות הציבוריות, הנהנות מגישה לכל סוגי החוב, בוחרות ללוות באמצעות אג"ח. בחירתן זו מעידה על יתרון של חוב זה עבורן, שנובע כנראה מהתמחר והסחירות של אג"ח.

בשונה ממה שנמצא בעבר בארה"ב, ההלוואות הישירות של הגופים המוסדיים בישראל הן בדירוג גבוה, וניתנות בעיקר לחברות פרטיות. עם זאת נראה שחלק גדול מהחברות המקבלות מימון מהגופים המוסדיים קשורות לחברות הגדולות במשק ולחברות ציבוריות, שיעור גבוה מהן לשם מימון פרויקטים של תשתיות. המעבר של הגופים המוסדיים למתן הלוואות ישירות מרחיב את סוג החברות והפרויקטים המקבלים מימון מגופים אלו. נמצא קשר שלילי חזק ומובהק של 0.35 בין החזקות הגופים המוסדיים בהלוואות ישירות לבין ההשקעות באג"ח חברות בישראל, קשר המעיד על הסטה בין שני סוגי החוב. ההסטה להלוואות נובעת ככל הנראה מהיתרון של השקעה בהלוואות ישירות יחד עם חוסר רצון של הגופים המוסדיים להרחיב את חשיפתם לאג"ח וביקוש מוגבל לאשראי של החברות הגדולות בישראל.

הכניסה של הגופים המוסדיים לשוק אג"ח החברות הביאה להרחבת היצע האשראי ונגישות האשראי לחברות הגדולות במשק, ומשתמע מהספרות המקצועית שהרחבה זו תוביל להתאוששות מהירה יחסית של המשק לאחר תקופות של משברים כלכליים. לעומת זאת לא נראה שהמעבר של הגופים המוסדיים להשקעה בחברות באמצעות הלוואות ישירות הביא לעלייה בנגישות האשראי לחברות, משום שהוא ניתן בעיקר לחברות הגדולות במשק או לחברות הקשורות לחברות הגדולות והציבוריות. האתגר של הגדלת נגישות האשראי לעסקים קטנים ובינוניים עומד אפוא בעינו. היכולת של הגופים המוסדיים לתת אשראי לעסקים קטנים ובינוניים באופן ישיר מוגבלת, בגלל

ההסטה להלוואות
נובעת ככל הנראה
מהיתרון של השקעה
בהלוואות ישירות יחד
עם חוסר רצון של הגופים
המוסדיים להרחיב
את חשיפתם לאג"ח
וביקוש מוגבל לאשראי
מצד החברות הגדולות
בישראל.

⁴⁸ יחד עם מעבר להשקעה בנכסים בחו"ל. שיעור ההשקעה בנכסים בחו"ל הוא במגמת עלייה בשנים האחרונות ובסוף 2018 הוא עמד על כ-19% מהנכסים של הגופים המוסדיים.

עלויות תפעול וגבייה משמעותיות, וגם בגלל העדר שוק איגוח מפותח, שהיה תורם להרחבת האשראי תוך המשך תפעולו על ידי בנקים. עם זאת, התרת גיוס אג"ח בשוק ההון למתווכי אשראי מוסדרים, החל משנת 2015, מאפשרת לגופים המוסדיים להשקיע באשראי לעסקים קטנים ובינוניים גם באופן עקיף: המתווכים המוסדרים מגייסים מהם אג"ח ומלווים לעסקים אלה. ואכן רואים בשנים האחרונות, ובפרט השנה, עלייה גם בהיקף הגיוסים של מתווכי האשראי המוסדרים (שמרביתם הונפקו ישירות לגופים המוסדיים) וגם בהיקף מתן האשראי של מתווכי האשראי המוסדרים למגזר העסקי⁴⁹. העלייה במתן האשראי של מתווכי האשראי המוסדרים גם מעידה על הביקוש של חברות קטנות ובינוניות לאשראי. הממשלה גם פועלת להנגיש את האשראי מהגופים המוסדיים לעסקים קטנים ובינוניים, וזאת באמצעות שתי קרנות השקעה שהוקמו ב-2016. המדינה משקיעה בקרנות אלו 25% מסך ההשקעה בהן. זאת במעמד של "משקיע נחות" באופן שמעלה את התשואה לגופים המוסדיים ומצמצם את הפסדיהם. קרנות אלו גייסו כ-900 מיליון ש"ח ומתוכם הושקעו בעסקים קטנים ובינוניים כ-350 מיליון ש"ח. נוסף על כך הכריזה המדינה על מתן מענק למתווכי אשראי מוסדרים שהיקף האשראי אשר ייתנו לעסקים קטנים ובינוניים יגיע ל-500 מיליון ש"ח.

ביבליוגרפיה

ברודסקי, א' (2017). "שיעורי ההחזר בשוק איגרות החוב בישראל 2008-2015", סדרת מאמרים לדיון של בנק ישראל 2017.07.

ברק, א' (2017), "פונקציית הצריכה הפרטית בישראל", סדרת מאמרים לדיון של בנק ישראל 2017.04.

ריבון, ס' ומ' קהן (2013). "השפעת מחירי הדירות והשכירות על הצריכה הפרטית בישראל – בחינה באמצעות נתונים מיקרו-כלכליים". סדרת מאמרים לדיון של בנק ישראל 2013.06.

Allen, F, X. Gu and O. Kowalewski (2012). "Financial crisis, structure and reform", *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 2960–2973.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt and V. Maksimovic (2008). "Financing patterns around the world: Are small firms different", *Journal of Financial Economics*, 89(3), 467–487.

Benzion, U., E. Lahav, and K. Galil (2015). "Debt composition and lax screening in the Israel corporate bond market", Manuscript.

Booth, L., V. Aivazian, A. Demirguc-Kunt, and V. Maksimovic (2001). "Capital structures in developing countries" *The Journal of Finance* 56, no. 1: 87-130.

Chakraborty, S. and T. Ray (2006). "Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis", *Journal of Monetary Economics*, 53(2), 329-350.

Denis, D. J., and V. T. Mihov (2003). "The choice among bank debt, non-bank private debt and public debt: evidence from new corporate borrowings". *Journal of financial Economics*, 70(1), 3–28.

⁴⁹ יש לזכור שאנו רואים היום רק תמונה חלקית של האשראי ממתווכי האשראי המוסדרים.

- Diamond, D. W. (1984). "Financial intermediation and delegated monitoring", *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393–414.
- Diamond, D. W. (1991). "Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt", *Journal of Political Economy*, 99(4), 689–721.
- Fama, E. F. (1985). "What's different about banks?", *Journal of Monetary Economics*, 15(1), 29–39.
- Gertner, R. and D. Scharfstein (1991). "A theory of workouts and the effects of reorganization law", *The Journal of Finance*, 46(4), 1189–1222.
- Gomes, A., and G. Phillips (2012). "Why do public firms issue private and public securities?", *Journal of Financial Intermediation*, 21(4), 619–658.
- Graham, J. R., M. T. Leary and M. R. Roberts (2015). "A century of capital structure: The everaging of corporate America", *Journal of Financial Economics*, 118(3), 658–683.
- Jordà, Ò., M. Schularick and A. M. Taylor (2016). "The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles", *Economic Policy*, 31(85), 107–152.
- Laeven, M. L. (2014). "The development of local capital markets: rationale and challenges", *International Monetary Fund* (No. 14–234).
- Langfield, S. and M. Pagano (2016). "Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth", *Economic Policy*, 31(85), 51–106.
- Levine, R. (2002). "Bank-based or market-based financial systems: which is better?", *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 398–428.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Rauh, J. D. and A. Sufi (2010). "Capital structure and debt structure", *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4242–4280.

תיבה ד'-1

אוריינות פיננסית וממשקים דיגיטליים במערכת הבנקאות

משקי הבית נדרשים לקבל החלטות בתחומים פיננסיים רבים – בהם ניהול חשבונות בנקאיים, נטילת הלוואות, רכישת ביטוחים, ניהול חסכונות וולונטריים וניהול חסכונות פנסיוניים. בכל תחום כזה עליהם לבחור את המתווך הפיננסי שיספק את השירות, את המוצר המתאים להם, את מסלול הסיכון ואת מידת הנזילות. כניסתם של מתווכי אשראי מוסדרים¹ הופכת את תהליך קבלת ההחלטות של משקי הבית למורכב יותר: ראשית, הם צריכים לבחור מוצר מתוך מגוון רחב יותר של מתווכים ומוצרים; שנית, המתווכים פונים אליהם ישירות ומעודדים אותם לנקוט יותר פעילויות פיננסיות. היכולת של משקי הבית לנצל לטובה את גידולו של מגוון המתווכים הפיננסיים ואת היתרונות שבתחרות תלויה בנגישות התחום עבורם ובהבנתם בו, כלומר באוריינות הפיננסית שלהם. בשנים האחרונות אנו עדים להעברת אחריות מהממשלה והמעסיקים אל משקי הבית בנושאי החיסכון, ובפרט בבחירת החיסכון הפנסיוני. העברת האחריות מעלה את חשיבות הבחירות הפיננסיות של משקי הבית, משום שהן יכולות להשפיע השפעה דרמטית על הכנסתם לאורך מחזור החיים, ובעיקר לאחר הפרישה משוק העבודה.

אוריינות פיננסית אובייקטיבית – כלומר רמת הידע הפיננסי של אנשים כהווייתה – קשורה לקבלת החלטות פיננסיות. אוריינות פיננסית אובייקטיבית נמצאה בספרות כמשפיעה על קבלת החלטות נכונות בתחומי התכנון והחיסכון לפנסיה, ניהול חובות אישיים, פעילות בשוק ההון, בחירת קרנות נאמנות הגובות עמלות ניהול מופחתות ואף צבירה וניהול של הון. כן נמצא בספרות שאוריינות פיננסית אובייקטיבית מתואמת עם מאפיינים של מעמד סוציו-אקונומי, המתבטא בהשכלה ובעושר, וכן עם ההשתייכות האתנית והמגדרית².

ההבדלים ברמת האוריינות הפיננסית של הציבור יחד עם המתאם עם מאפיינים סוציו-דמוגרפיים יוצרים הבדלים בקבלת ההחלטות של הציבור, שיכולים להרחיב את אי השוויון. הרגולציה יכולה לסייע למשקי הבית בהחלטות הפיננסיות המורכבות באמצעות נקיטת פעולות על הציר שבין: 1. פטרנליזם, מצב שבו המדינה לוקחת על עצמה את מלוא קבלת ההחלטות, ולכן לרמת האוריינות הפיננסית האובייקטיבית לא אמורה להיות השפעה. כך, לדוגמה, הרגולציה הצרכנית יכולה לקבוע ברירות מחדל אוטומטיות, כדוגמת חובת החיסכון הפנסיוני וקביעת מסלול עמלות מוזל בבנקים. 2. הגדלת האוריינות הפיננסית של הציבור, ובפרט של אוכלוסיות מוחלשות, כדי לאפשר קבלת החלטות פיננסיות נכונות ללא התערבות בנקודת קבלת ההחלטות. מאמרים רבים מוצאים כי קבלת ההחלטות הפיננסיות של אנשים משתפרת אם הם השתתפו בתוכניות לימודים פיננסיות במקום העבודה, במוסדות החינוך או במסגרות אחרות³. בשנים האחרונות נקט הפיקוח על הבנקים מהלכים להגדלת האוריינות הפיננסית של הציבור. המהלכים העיקריים היו במערכת החינוך (כיתה ט'), למשקי הבית בסניפי הבנקים והטמעת לומדה בנושא חינוך פיננסי בנקאי בקרב חיילי המודיעין.

החשיבות של אוריינות פיננסית מתעצמת עם המעבר של קבלת ההחלטות הפיננסיות וקבלת המידע הפיננסי לתשתית דיגיטלית. בשימוש בתשתית דיגיטלית, כדוגמת אתר אינטרנטי או אפליקציה, אין מתווכים או יועצים, ועל המשתמש להיות פעיל ולהבין את המידע בעצמו.

על ציר פעולות הרגולציה יש אפשרות לניהול קמפיינים רגולטוריים, שמטרתם לעודד את הציבור לנקוט פעולות פשוטות וברורות. המחשבה היא שאם הפעולה פשוטה דיה, רמת האוריינות הפיננסית אינה אמורה להשפיע. זוהי רגולציה פטרנליסטית ש"עיקלה" את המידע עבור הציבור ומנחה אותו כיצד לפעול באופן ישיר. עצם נקיטת הפעולה היא עדיין בידי הפרט.

¹ מתווכים פיננסיים שאינם בנקים או גופים מוסדיים. לדוגמה, מתווכים פיננסיים המספקים הלוואות למשקי בית או חברות לאשראי בלתי אמצעי כגון חברות P2P. להרחבה ראו תיבה ד'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2017.

² לסקירה ראו (Lusardi and Mitchell 2015).

³ לסקירה ראו (Lusardi and Mitchell 2015).

התיבה תבחן את הקשר בין אוריינות פיננסית לבין היענות של משקי הבית לרגולציית "הר הכסף 2" של הפיקוח על הבנקים, כמקרה בוחן לרגולציה דיגיטלית שמטרתה פשוטה – הנעת הציבור להיכנס לאתר אינטרנט כדי לחפש חשבונות בנקאיים לא פעילים. רגולציית "הר הכסף 2" מספקת למשקי הבית גישה לאתר אינטרנטי לצורך חיפוש של חשבונות לא פעילים במערכת הבנקאות, והיא פורסמה במסע שיווקי ברדיו וברשתות החברתיות עם עליית האתר "הר הכסף 2" לאוויר בספטמבר 2016.⁴ נושא הקמפיין פשוט מאוד – עצם קיומם של חשבונות בנקאיים (שלך או של קרובים, כולל קרובים שנפטרו). גם הפעולה פשוטה: כניסה לאתר אינטרנט והמשך בירור מול הבנק. הגישה אף היא פשוטה – אתר אינטרנטי ייעודי. הרגולציה רלוונטית לכל מי שייתכן כי נפתח לו בעבר חשבון בנק או פיקדון או שלמישהו מבני משפחתו (בעיקר שנפטרו) יש חשבונות אבודים. בהתאם לזאת לא היינו מצפים שתהיה לאוריינות הפיננסית האובייקטיבית השפעה על הצלחת הקמפיין. בעקבות קמפיין "הר הכסף 2" לאוויר הייתה ירידה של כ-3.8 מיליארד ש"ח מתוך יתרות של 9 מיליארדים שהיו בחשבונות והפיקדונות הלא פעילים במערכת הבנקאות. באותה שנה נכנסו לאתר "הר הכסף 2" 2.5 מיליון איש, ומתוכם 600,000 קיבלו תוצאות חיוביות המעידות כי יש ברשותם חשבונות לא פעילים.⁵

שיטת המחקר: סקר אינטרנטי

בינואר 2018 נערך סקר אינטרנטי⁶ אצל 1,500 נשאלים, המייצגים את אוכלוסיית ישראל בחתך לפי מחוזות, מגדר ומצב משפחתי. נבחר כי יש במדגם הטיה, הנובעת מהיות הסקר אינטרנטי: האוכלוסייה שנדגמה צעירה מהאוכלוסייה הכללית ובעלת הכנסה ממוצעת גבוהה יותר. מאפייני אוכלוסיית המדגם מטים את האומדנים המוצגים כלפי מעלה, וככל הנראה בפועל האוריינות הפיננסית של כלל משקי הבית וההיענות שלהם לרגולציה נמוכות יותר. למרות זאת חשוב לבחון את התנהגותם של אוכלוסייה זו, בעלת האוריינות הדיגיטלית הגבוהה יחסית, משום שהיא האוכלוסייה שאלה מיועדת התשתית הדיגיטלית הפיננסית.

אוריינות פיננסית

מהספרות עולה שלא רק **האוריינות הפיננסית האובייקטיבית** – רמת הידע הפיננסי האובייקטיבי של אנשים כהווייתה – משפיעה על התנהגות פיננסית; גם **לאוריינות הפיננסית הסובייקטיבית**, כלומר לרמת הביטחון שאדם חש לגבי הידע שלו בסוגיות פיננסיות, יש השפעה על התנהלותו הפיננסית. בספרות נמצא שהאוריינות הפיננסית הסובייקטיבית מתואמת עם מאפיינים סוציו-דמוגרפיים, בדומה לאוריינות הפיננסית האובייקטיבית⁷. אך בשונה מאוריינות פיננסית אובייקטיבית, אוריינות פיננסית סובייקטיבית שאינה מתבססת על ידע אמיתי עלולה להביא לקבלת החלטות לקויה⁸. יחד עם זאת נשאלת השאלה אם יש לאוריינות הפיננסית הסובייקטיבית גם השפעה חיובית על היענות לרגולציה הפשוטה יחסית של "הר הכסף 2".

⁴ אתר "הר הכסף 2" מוצג באתר "הר הכסף 1", שהוצע כשירות לציבור ב-2013 ומאפשר חיפוש של חשבונות לא פעילים פנסיוניים בקופות הגמל, קרנות הפנסיה ופוליסות הביטוח.

⁵ ממידע שנמסר מהפיקוח על הבנקים.

⁶ את הסקר ערכה חברת "רושניק".

⁷ אוריינות פיננסית סובייקטיבית, כפי שהיא מוגדרת פה, נמצאה כמשפיעה בין השאר גם בסקירה של Lusardi and Mitchell (2015). בעיקר נמצא בספרות שלנשים יש אוריינות פיננסית סובייקטיבית נמוכה ביחס לאוריינות הפיננסית האובייקטיבית שלהן ואילו האוריינות הפיננסית הסובייקטיבית של גברים גבוהה מהאוריינות האובייקטיבית שלהם.

⁸ Barber and Odean (2001).

לפי ממצאי הסקר שערכנו לצורך תיבה זו 37% מהנשאלים ידעו את התשובה לשלוש השאלות הכלליות – על ריבית, אינפלציה ופיזור סיכונים⁹ – 45% ידעו את התשובה לשתי השאלות בנושא חשבוניות ועמלות בבנקים¹⁰. ל-78% מהנשאלים יש אוריינות פיננסית סובייקטיבית כללית ול-70% יש אוריינות פיננסית סובייקטיבית בנקאית¹¹. המתאם בין משתני האוריינות הפיננסית האובייקטיבית לסובייקטיבית הוא 0.21, המתאם בין האוריינות הפיננסית האובייקטיבית הכללית לבנקאית הוא 0.29, והמתאם בין שני סוגי האוריינות הפיננסית הסובייקטיבית הוא 0.56.

בשנת 2012 פרסמה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה בישראל (להלן הלמ"ס) סקר בנושא אוריינות פיננסית, שנשם על מדגם מייצג של 1,200 אנשים בני למעלה מ-20¹². על פי אותו סקר האוריינות הפיננסית של האוכלוסייה בישראל נמוכה מן הממוצע הבין-לאומי. בסקר של הלמ"ס 59% מאוכלוסיית ישראל מבינים כיצד מחשבים ריבית לתשלום על הלוואה (לעומת 76% בסקר שערכנו הנוכחי), 65% יודעים את ההגדרה של המונח "אינפלציה" (לעומת 50% במדגם שלנו) ו-48% מבינים את המונח "פיזור סיכונים" (לעומת 45% במדגם הנוכחי).

ההיענות של משקי הבית לרגולציית "הר הכסף 2"

מתוך הנשאלים 32% היו מודעים לקמפיין, כלומר שמעו עליו, 38% נכנסו לאתר¹³, ו-7% פנו כתוצאה ממנו אל הבנק לצורך בירור נוסף על החשבוניות הלא פעילים שלהם. מתוך אלו ששמעו על הקמפיין 76% נכנסו לאתר, ומתוך אלו שנכנסו לאתר 10% מצאו חשבון לא פעיל בנקאי, 32% מצאו חשבון לא פעיל פנסיוני ו-17% פנו אל הבנק לצורך בירור נוסף.

כדי לבחון את הקשר בין אוריינות פיננסית לחשיפה והיענות של משקי הבית לרגולציית "הר הכסף 2" מוצגות רגרסיות logit¹⁴ (לוח 1), הבוחנות כיצד מדדי אוריינות פיננסית אובייקטיבית¹⁵ ואוריינות פיננסית סובייקטיבית מסבירים את ההסתברות שהפרט נחשף לרגולציית "הר הכסף" או נקט פעולה בהקשר של רגולציה זו. לשם בקרה נכללו ברגרסיות

⁹ השאלות הן:

1. ניח שיש לך חיסכון בבנק של 100 ש"ח, שנותן לך תשואה (רווח) של 2% בשנה. ונניח שבמשך 5 שנים אתה לא מוציא כסף מהחיסכון הזה. לפי מה שידוע לך, כמה כסף יהיה לך אחרי 5 שנים?
יותר מ-102 ש"ח, בדיוק 102 ש"ח, פחות מ-102 ש"ח, לא יודע/לא בטוח/תלוי.

2. ניח שיש לך חיסכון בבנק, שנותן לך 1% תשואה (רווח) לשנה. ונניח שהאינפלציה היא 2%. כמה תוכל לקנות בעוד שנה, עם הכסף שבחיסכון? בעוד שנה אוכל לקנות יותר, בעוד שנה אוכל לקנות בדיוק כמו היום, בעוד שנה אוכל לקנות פחות, לא יודע/לא בטוח/תלוי.

3. האם המשפט הבא נכון/לא נכון לדעתך? קנייה של מניה של חברה אחת נותנת תשואה (רווח) בטוחה יותר מקנייה של קרן נאמנות שמשקיעה במניות (נכון/לא נכון/לא יודע)

הוכח כי שאלות אלו מאפשרות הבחנה ברורה בין משיבים נאיביים לבין משיבים מתוחכמים, וכי יש מתאם גבוה בין לבין מדדי אוריינות פיננסית אחרים.

¹⁰ השאלות הן:

1. האם המשפט הבא נכון/לא נכון לדעתך: למשוך/להפקיד כסף בכספומט, זה זול יותר מלמשוך/להפקיד כסף אצל הפקיד בבנק. (נכון/לא נכון/לא יודע).

2. האם המשפט הבא נכון/לא נכון לדעתך: כיום אפשר להשקיע במניות ישירות דרך הבנק. (נכון/לא נכון/לא יודע).

¹¹ נשאלים עם אוריינות פיננסית סובייקטיבית ענו שיש להם ביטחון בידע הפיננסי שלהם במידה רבה או רבה מאוד (ציונים 4,5 ממדד שנה בין 1 ל-5).

¹² סקר אוריינות פיננסית: ידע, דעות והתנהלות בנושאים פיננסיים, נובמבר 2012, הלמ"ס. השאלות בסקר של הלמ"ס אינן זהות לנוסח השאלות בסקר הנוכחי.

¹³ נראה שהשיעור הגבוה כולל גם על אנשים שנכנסו לאתר עקבות "הר הכסף 1".

¹⁴ הממצאים דומים גם בשימוש ברגרסיית probit או OLS, וגם כאשר מריצים את הרגרסיות עם אינטראקציה בין המשתנה של אוריינות אובייקטיבית עם זה של אוריינות סובייקטיבית. כאשר מריצים רגרסיה של פנייה לבנק להמשך בירור רק על האוכלוסייה ששמעה על הקמפיין התוצאות דומות למוצג בלוח 1; אך כאשר מריצים רגרסיה של כניסה לאתר רק על האוכלוסייה ששמעה על הקמפיין, רק האוריינות הפיננסית הסובייקטיבית מובהקת ברגרסיה בעמודה (3), וברגרסיה בעמודה (4) אף משתנה אינו מובהק. כדי להתמודד עם אנדוגניות השאלות על הביטחון של הנשאלים בנושאים פיננסיים הופיעו בתחילת השאלון ולפני השאלות האחרות. בסקר של הרן ושדה (2017) השאלות על הביטחון נשאלו לקראת סיום השאלון, וכפי שמפורט בהמשך, ההשפעות של אוריינות פיננסית סובייקטיבית בשני הסקרים דומות.

¹⁵ מדד המחושב (בדומה לאופן חישובו בספרות) כך שכל שאלת אוריינות פיננסית אובייקטיבית שנענתה נכונה מעניקה למשיב את הציון 1, והמדד נע בין 0 ל-3.

משתנים אישיים של הנשאלים¹⁶. ברגרסיות ננקטה גם בקרה על שימוש באמצעים דיגיטליים לביצוע פעולות בנקאיות ובקרה על חשבון הבנק. החשיבות של מודעות לקמפיין היא, שגם אם מניחים שאדם יודע בוודאות כי אין לו חשבון לא פעיל, ולכן אינו נכנס לאתר (אף שלכניסה כמעט אין עלות), צריכה להיות לו מודעות לקמפיין. שני המשתנים התלויים האחרים נוגעים ישירות לאקטיביות של הפרטים ולהצלחה של הקמפיין: כניסה דיגיטלית לאתר או פנייה לבנק לצורך בירור נוסף על החשבונות הלא פעילים (של מי שאוריינותו הדיגיטלית נמוכה או לאחר שנמצאו חשבונות לא פעילים באתר). למרות פשטות הרגולציה תוצאות האמידה מראות שיש חשיבות לאוריינות הפיננסית האובייקטיבית במודעות לקמפיין ובכניסה לאתר "הר הכסף 2" (עמודות 1,3), אך לאוריינות בתחום הבנקאות מתאם חזק יותר עם ההסתברות להיחשף ולהיענות למדיניות. האוריינות הפיננסית הסובייקטיבית בתחום הבנקאות חשובה בעיקר להסתברות של פנייה לבנק לצורך המשך בירור (עמודות 5,6), כאשר לא נמצא מתאם אפרורי בין רמת האוריינות לקיומו של חשבון לא פעיל¹⁷. תוצאות אלו מחזקות ממצאים קודמים, שלפיהם אוריינות כלכלית אובייקטיבית וסובייקטיבית משפיעות לחיוב על המודעות ועל ההיענות האקטיבית לקמפיין "הר הכסף 1"¹⁸. חוסר ההתייחסות לאוריינות פיננסית סובייקטיבית עשוי

לוח 1
תוצאות רגרסיית logit הבוחנת את השפעת האוריינות הפיננסית על היענות
הציבור לקמפיין "הר הכסף 2"

פנו אל הבנק לצורך בירור נוסף על החשבונות הלא פעילים כתוצאה מ"הר הכסף"		נכנסו לאתר "הר הכסף 2"		שמעו על "הר הכסף 2"		
		(4)	(3)	(2)	(1)	
0.15	0.18	0.09	0.14**	0.07	0.12*	אוריינות פיננסית אובייקטיבית כללית
(0.12)	(0.12)	(0.06)	(0.06)	(0.06)	(0.06)	
0.13	0.65***	0.53***	0.81***	0.34*	0.67***	אוריינות פיננסית סובייקטיבית כללית
(0.28)	(0.24)	(0.17)	(0.14)	(0.17)	(0.15)	
0.13		0.16*		0.23**		אוריינות פיננסית אובייקטיבית בנקאית
(0.18)		(0.09)		(0.09)		
0.83***		0.45***		0.52***		אוריינות פיננסית סובייקטיבית בנקאית
(0.27)		(0.16)		(0.16)		
+	+	+	+	+	+	משתני בקרה נוספים
0.2	0.19	0.22	0.21	0.2	0.19	McFadden Pseudo R ²
1,367	1,367	1,367	1,367	1,367	1,367	מספר התצפיות

p.value=0.1*,0.05**,0.01***

המקור: נתוני הסקר של חברת רושניק ועיבודי בנק ישראל.

¹⁶ המגדר, המצב המשפחתי, ההכנסה, ההשכלה, אזור המגורים, חרדי, ערבי, עולה מברה"מ והגיל.

¹⁷ המטרה בהסתכלות על כל האוכלוסייה היא בחינת האקטיביות של כלל האוכלוסייה בפנייה ישירה לבנק, כולל אנשים שלא נכנסו לאתר ופנו ישר לבירור מול הבנק. כאשר מריצים את הרגרסיה רק על מי שמצא חשבון לא פעיל בכניסה לאתר – נמצא שרק האוריינות הפיננסית הסובייקטיבית הבנקאית מובהקת, ויש חשש שהירידה במובהקות נובעת מגודל המדגם. נוסף על כך, המתאמים בין האוריינות השונות לבין מציאת חשבונות לא פעילים באתר הם פחות מ-0.1 ואין מתאם אפרורי בין רמת האוריינות לקיום של חשבון לא פעיל.

¹⁸ הרן רוזן ושדה (2017).

גם להסביר חלק מהתוצאות הסותרות בספרות לגבי ההשפעות של תוכניות להעלאת האוריינות הפיננסית על התנהגויות כלכליות¹⁹. הדגשת האוריינות הפיננסית האובייקטיבית חשובה, אך כנראה אינה מספקת, ונדרש ללוותה בהעלאת האוריינות הפיננסית הסובייקטיבית.

חוץ מאשר בנקודת קצה פטרנליסטית, שבה לציבור אין יכולת או צורך לקבל החלטות, על הרגולטורים להתחשב באוריינות הפיננסית בכל רגולציה צרכנית. תוצאות הניתוח מראות שגם ברגולציה שכביכול לא אמורה להיות תלויה ברמת האוריינות הפיננסית של הציבור יש לאוריינות הפיננסית האובייקטיבית השפעה. אם הרגולציה הצרכנית פועלת בעיקר במטרה להגדיל את השקיפות וגילוי המידע הפיננסי, היא תשפיע רק על בעלי האוריינות הגבוהה, לא תייצר אקטיביות אצל כלל הציבור, ועלולה לתרום לאי השוויון. על כן על הרגולטורים לפעול – במערכות החינוך השונות ובמסגרות העשרה נוספות – להגדלת האוריינות בתחומים הספציפיים שבהם האחריות על קבלת ההחלטות מוטלת על משקי הבית (בנקאות, פנסיה, הלוואות וכו'). הרגולציה צריכה להתמקד גם בקמפיינים רגולטוריים שפועלים להעלאת תחושת המסוגלות של הפרטים (למשל באמצעות העברת מידע על ידי גורם אנושי)²⁰.

ביבליוגרפיה

הרן רוזן, מ' וא' שדה (2017). "האם הרגולציה הפיננסית מתעלמת שלא בכוונה מאוכלוסיות מוחלשות? בחינה של הקשר בין הטמעת רגולציה בעזרת כלים דיגיטליים לבין אוריינות אובייקטיבית וסובייקטיבית", סדרת מאמרים לדיון של בנק ישראל 2017.10.

Barber, B. M. and T. Odean (2001). "Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment", *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.

Haran Rosen, M. and O. Sade (2018). "When implementing fintech advancement, does financial regulation unintentionally ignore less privileged populations? The investigation of regulatory change, objective and subjective financial literacy", Manuscript.

Fernandes, D., J. G. Lynch and R. G. Netemeyer (2014). "Financial literacy, financial education and downstream financial behaviors", *Management Science*, 60(8), 1861–1883.

Lusardi, A. and O. S. Mitchell (2015). "Financial literacy and economic outcomes: Evidence and policy implications", *The Journal of Retirement*, 3(1), 107.

¹⁹ ייתכן שזה ההסבר גם לתוצאות מעורבות שנמצאו במחקרים לגבי השפעת תוכניות להעלאת האוריינות הפיננסית בעיקר במוסדות חינוך, לדוגמה 2014. Fernandes et al.

²⁰ Haran Rosen and Sade (2018).

