



בנק ישראל

דוח יציבות פיננסית

ירושלים, טבת התשע"ז • דצמבר 2016



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.
מס' קטלוגי 601967
דפוס העיר העתיקה בע"מ, ירושלים

תוכן העניינים

עיקרי הדברים	5
1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה	5
2. הסיכונים המרכזיים ליציבותה של המערכת הפיננסית	10
א. הסיכונים העיקריים המקומיים	10
ב. הסביבה העולמית	14
3. המערכת הבנקאית	18
4. חברות הביטוח	22
5. המגזר העסקי הלא-פיננסי	25
6. מחירי הנכסים הפיננסיים	30
7. מגזר משקי הבית	32
לוח אינדיקטורים	36

עיקרי הדברים

המערכת הפיננסית המקומית שמרה על יציבות בחודשים האחרונים, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה בארץ ובעולם, וחרף הטלטלות בשווקים הפיננסיים. מאחר שסביבת הריביות נמוכה מאוד כבר זמן רב – מדיניות נחוצה לנוכח ההתפתחויות המקרו-כלכליות – ומאחר שיש לה השפעה מתמשכת על מחירי הנכסים, המוסדות הפיננסיים ומשקי הבית חשופים לסיכון הנשקף מהאפשרות שתחול ירידה במחירי הדירות והנכסים הפיננסיים. ירידה כזו יכולה להתרחש כתוצאה מכך שהמשקים המרכזיים בעולם יגלשו למיתון נוסף או יסבלו מהתערעורת של יציבותם הפיננסית, בפרט אם הדבר ידביק את המשק הישראלי דרך פגיעה ביצוא ו/ או במחירי הנכסים הפיננסיים. כן היא יכולה לנבוע מעלייה בפרמיית הסיכון של המשק עקב החמרה במצבו הגיאו-פוליטי, ומזעזועים שיובילו לירידה משמעותית בהכנסה הפנויה של משקי הבית.

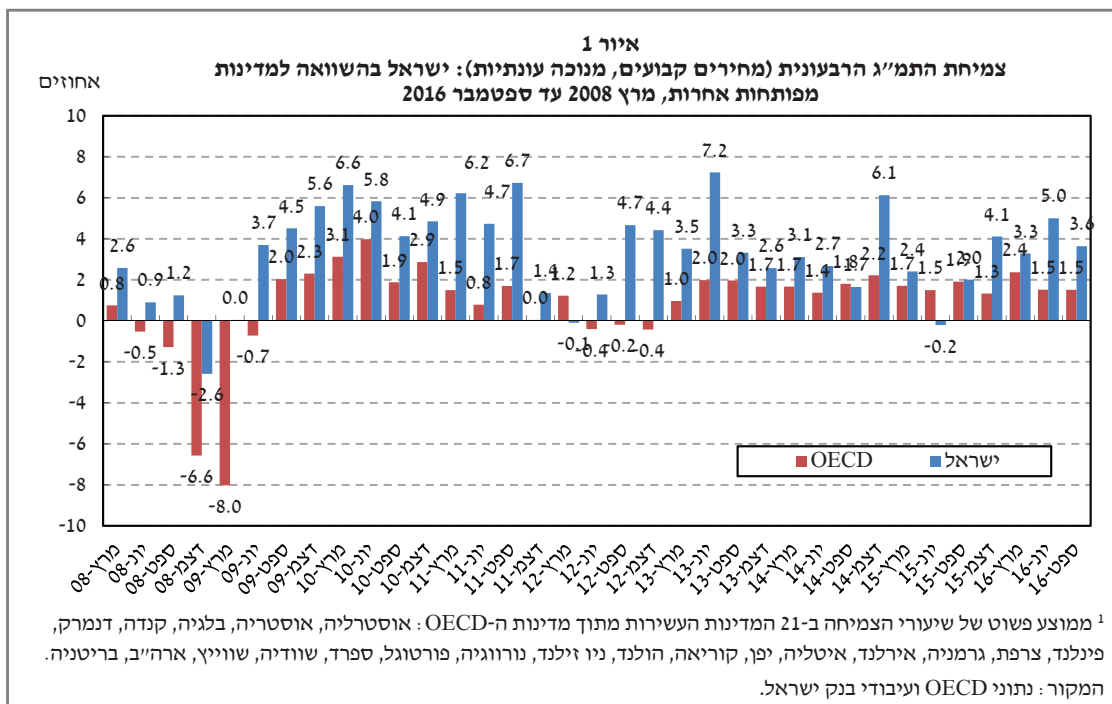
1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה¹

א. ההתפתחויות העיקריות

א.1. המצב המקרו-כלכלי

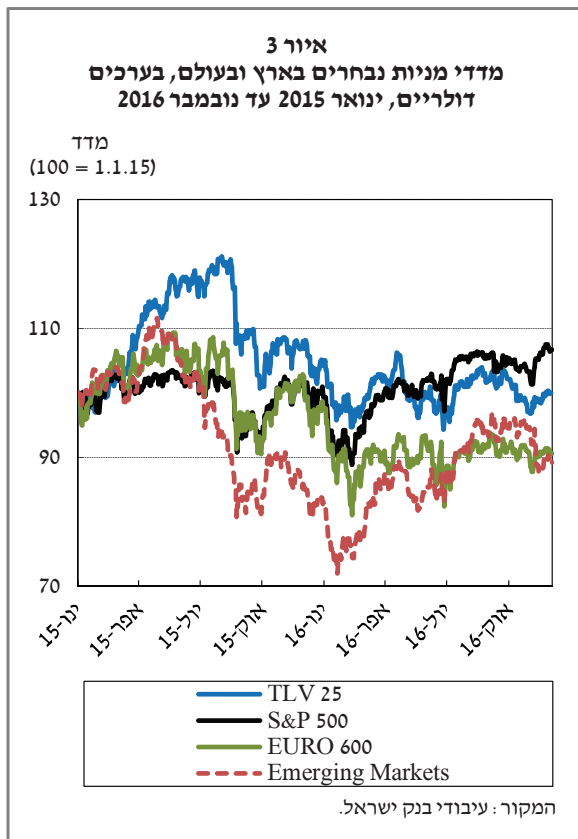
במחצית הראשונה של 2016 נוצר רושם שהנתונים העיקריים על הפעילות הריאלית סותרים זה את זה: הנתונים משוק העבודה הצביעו על ביצועים חזקים, לרבות אבטלה נמוכה, עלייה במספר המשרות הפנויות, עלייה בשכר הנומינלי ובשכר הריאלי, ותקבולים גבוהים ממס הבראות; לעומת זאת, האומדן הראשון לנתוני הצמיחה ברבעון הראשון עמד על ערך אפסי. אולם הנתונים שהצטברו בחודשים הבאים יישבו את הסתירה, היות שהם מעידים כי גם הצמיחה משמעותית: הצמיחה ברבעון הראשון עודכנה ל-3.2% במונחים שנתיים (איור 1), ובהמשך השנה נרשמה צמיחה משמעותית והאומדן לצמיחה השנתית ב-2016 הגיע ל-3.8%. הצמיחה מתבססת על ביקוש מקומי גבוה – כולל צריכה פרטית איתנה – וכן על השקעה בנכסים קבועים, למגורים ושלא למגורים.

מ-2008 הצמיחה בישראל משמעותית בהשוואה לצמיחה ב-OECD.

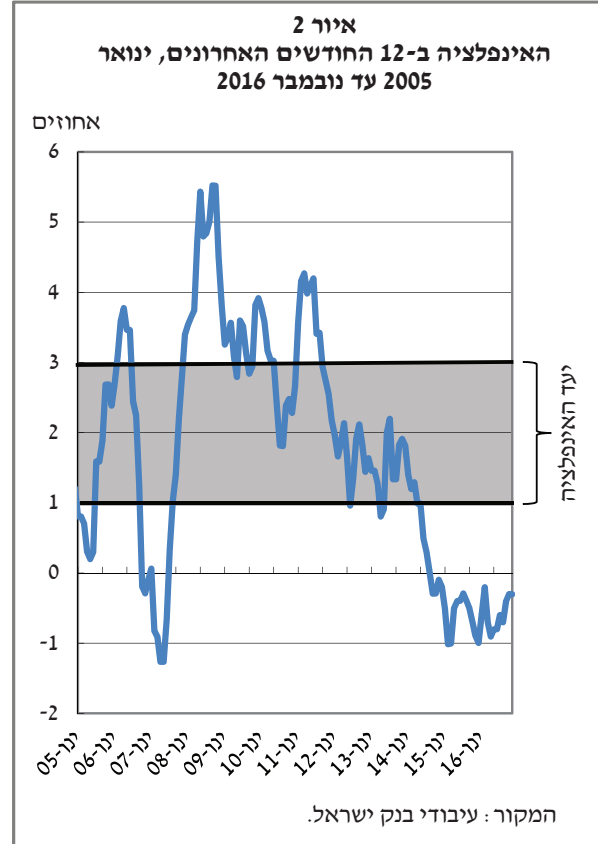


¹ דוח זה סוקר את המחצית השנייה של 2016. עדכניות הנתונים משתנה מדיון לדיון בהתאם לזמינותם במועד כתיבת הדוח.

ההתפתחויות שהתרחשו בחודשים האחרונים באו לידי ביטוי בתנועות דומות בשוקי המניות בישראל ובעולם.



בחודשים האחרונים ניכרת מגמת עלייה באינפלציה אולם רמתה עדיין נמוכה מאוד.



שמר על יציבות יחסית לאורך כל התקופה (איור 3). למרות הירידות במדדים, בחודשים האחרונים נצפית מגמת ירידה בסטיות התקן הגלומות באופציות על מדדי מניות בישראל ובעולם (איור 4) – אינדיקציה להתגברות הוודאות בשוק המניות.

מגמה זו נוצרת חרף העובדה שבריטניה החליטה לעזוב את גוש האירו – צעד שזכה לכינוי "ברקזיט". ההחלטה על הברקזיט התקבלה בהפתעה, והיא עוררה חששות לגבי היציבות בגוש האירו בכלל ובבריטניה בפרט. אולם אף על פי שמדדי המניות הציגו ירידה חדה בטווח המידי, מעט לאחר מכן הם שבו לרמה שאפיינה אותם בטרם ההחלטה. תוצאות הבחירות לנשיאות בארה"ב הביאו תוך זמן קצר להתחזקות הדולר ולעליות חדות בשערי המניות ובתשואות על האג"ח הממשלתיות בארה"ב ובעולם. אמנם מוקדם עדיין להתייחס לצעדים המרכזיים שהנשיא הנבחר הציע בעת מסע הבחירות ולהעריך את השפעתם על

ב-2016 נרשם גירעון של 25.9 מיליארדי ש"ח בפעילות הממשלה, וסכום זה שווה ל-2.1% תוצר.

באמצע 2016 החלה להסתמן באינפלציה מגמת עלייה – היא עלתה מ-0.9% באפריל 2016 ל-0.2% (איור 2) – ועלייה דומה נרשמה גם בציפיות לאינפלציה. מגמות מקבילות ניכרו גם ב-G4².

א.2. המצב הפיננסי

ההתפתחויות שהתרחשו בחודשים האחרונים באו לידי ביטוי בתנועות דומות בשוקי המניות בישראל ובעולם. מיולי עד ספטמבר התאפיינו המדדים בישראל בעלייה מתונה, לאחר מכן ניכרה בהם נטייה לירידות, ובדצמבר הם נמצאים ברמה דומה לרמתם בתחילת התקופה הנסקרת (יולי). מגמות דומות ניכרו גם במדדי המניות המובילים בעולם, למעט מדד המניות של השווקים המתעוררים – זה

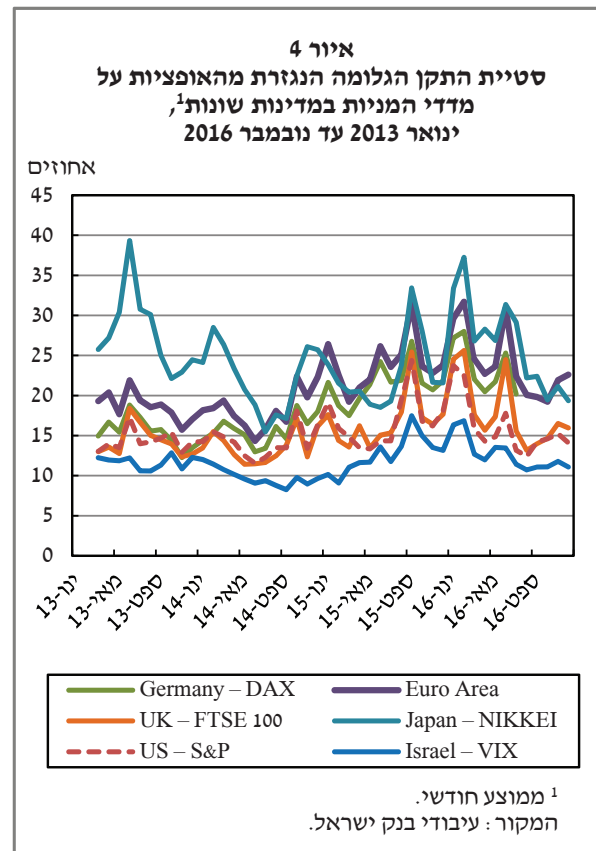
² ארה"ב, בריטניה, יפן וגוש האירו.

שוק האשראי התאפיין בחודשים האחרונים בשינוי מגמה: יתרת האשראי העסקי גדלה בכ-4.2% במונחים שנתיים, לאחר שב-2015 חל בה גידול מזערי – 2.8% לשנה בלבד – ולאחר שבשלוש השנים הקודמות היא אף הצטמצמה. האשראי הבנקאי למגזר העסקי הלא-פיננסי עלה ב-4.1%, והאשראי המקומי החוץ-בנקאי עלה בכ-5.5%³. במקביל נמשך הגידול המהיר באשראי למשקי הבית: האשראי לדיור גדל בכ-6.5%, והאשראי שאינו לדיור צמח בכ-5.8%. סך תשלומי השכר (על פי נתוני מס הבראות⁴) צמחו בשיעור דומה: בחודשים האחרונים הם עלו ב-6%–7% במונחים שנתיים ונומינליים.

בשנים האחרונות, לאחר ששיעורי הריבית במשק ירדו, חלה עלייה מסוימת ביחס בין החוב של משקי הבית לתוצר, והיא נבעה מעלייה מהירה הן של האשראי לדיור והן של האשראי הצרכני. משמעותן של עליות אלה מתחדדת לנוכח העובדה שברבעונים האחרונים הצריכה הפרטית מהווה את מנוע הצמיחה העיקרי של המשק כולו. אמנם הגידול בצריכה הפרטית נשען ברובו על גידול בהכנסות מעבודה, ורק מיעוט נובע מגידול באשראי. אולם אם תחול ירידה בקצב הגידול של האשראי למשקי הבית⁵, היא עלולה להתבטא גם בשיעורי הצמיחה. אך יש לציין כי בתקופה הנידונה חלה ירידה במינוף של המגזר העסקי הלא-פיננסי ושל המגזר הציבורי, ולכן היחס בין סך החוב לתוצר נמצא במגמת ירידה (איור 5א). זאת ועוד, גם בהשוואה לעולם המינוף בישראל אינו נמצא ברמה גבוהה (איור 5ב).

בדוח היציבות הפיננסית שקרן המטבע הבין-לאומית פרסמה לאחרונה⁶ היא הפרידה בין הסיכונים לטווח ארוך לסיכונים לטווח קצר. הראשונים הוסיפו לעלות להערכתה, בעיקר עקב העלייה בסיכון הפוליטי בעולם ועקב הדחייה הנוספת במועד החזרה לנורמליזציה מוניטרית. לעומת

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



כלכלת ארה"ב והעולם, מה עוד שאין זה ברור אילו מהם ייושמו ומתי. אולם מניתוח השלכותיהם הצפויות עולה כי ייתכן שחלק מהמשקים המתעוררים ייפגעו מהם, הן בשל הפגיעה בביקושים של ארה"ב ליצוא שלהן, והן משום שאם הדולר יתחזק הדבר עלול לפגוע ביכולתן של החברות שם למחזר את חובותיהן הדולריים, התפתחות שמהווה סיכון יציבותי מהותי.

שוק הדיור המשיך לשקף פעילות ערה, אם כי בחודשים האחרונים רמתה נמוכה מעט מהרמה בעבר. המחירים עלו בכ-8.1% ב-12 החודשים שקדמו לנובמבר 2016, היקף העסקאות שמר על רמה גבוהה, כ-8,500 בחודש, והיקף המשכנתאות שניתנות כל חודש ירד. אולם למרות הירידה בפעילות נרשמו ערכי שיא ביחס בין מחיר דירה לשכר הדירה וביחס בין מחיר דירה להכנסה הממוצעת. הפעילות הערה בשוק הדיור המשיכה לתרום לכך שהמוסדות הפיננסיים, ובעיקר הבנקים, הוסיפו להגדיל את החשיפה לשוק הדיור.

³ יתרות האשראי משקפות את הנתונים לאוקטובר 2016 יחסית לנתונים לאוקטובר 2015, אלא אם צוין אחרת.

⁴ מתבסס על שיעור השינוי בתקבולי מס הבראות, במונחים שנתיים.

⁵ כמה גורמים יכולים להוביל לירידה בקצב הגידול של אשראי זה, ביניהם עלייה בשיעורי הריבית, פגיעה אפשרית בהכנסותיהם של משקי הבית, פגיעה ביכולתם של המוסדות הפיננסיים להמשיך לתמוך בגידול האשראי לציבור עקב שינוי בתיאבון שלהם לסיכון, שינוי ביכולתם של המוסדות לגייס מקורות ושינוי בהעדפותיהם (הם עשויים להעדיף להעמיד אשראי למגזרים מסוימים במקום לאחרים).

⁶ Global Financial Stability Report, October 2016.

פיננסי – ובעיקר בין מצב שבו חובות אלו גדלים במשקים המתעוררים והמפותחים בו-זמנית, כפי שקורה כיום – לבין משברים פיננסיים. יתר על כן, לקובעי המדיניות יש כיום רק יכולת מוגבלת לטפל במשברים, משום שהצמיחה הנמוכה והאינפלציה האפסית בעולם מקשות מאוד על הפחתת המינוף, ומשום שהחובות הפיסקליים גבוהים והכלים המוניטריים קרובים למיצוי.

איור 6 מציג את המצב הקיים – מבחינת המחירים, מאזני החברות, נתוני המקרו, ועוד – בתחומי הכלכלה שעלולים ליצור סיכונים למערכת הפיננסית. 0.5 מייצג את הממוצע ארוך הטווח (הקו השחור המודגש באיור); הערכים שמתרחקים ממנו כלפי חוץ מצביעים על מצב חמור מהממוצע ארוך הטווח, והערכים שמתרחקים ממנו כלפי פנים מצביעים על מצב טוב מהממוצע⁸.

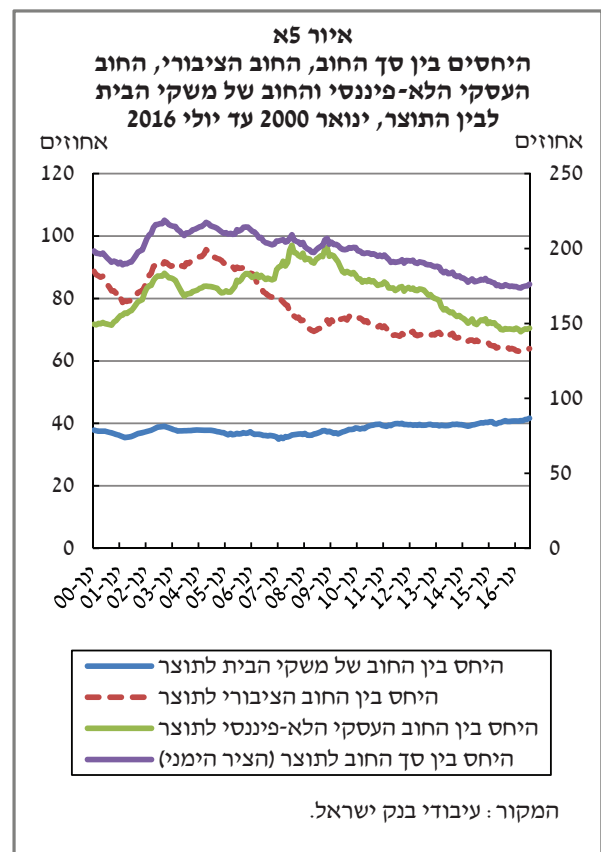
האינדיקטור לסיכון השוק המקומי נותר ברמה גבוהה מעט מהממוצע, בעיקר מפני שמדדי התנודתיות גבוהים. לעומת זאת, מצב המקרו במדינות המפותחות השתפר בחצי השנה האחרונה, בזכות עלייה במדדים לאמון הצרכנים והעסקים ושיפור מסוים בסחר; סיכון המקרו בישראל נותר נמוך מהממוצע בטווח הארוך. אשר לתפיסת סיכון האשראי, אינדיקטור זה אינו מבטא את סיכון האשראי האובייקטיבי אלא את האופן שבו תופסים אותו הפעילים בשוקי האשראי השונים. סיכון האשראי נתפס כנמוך הן משום שנוצר פער נמוך בין התשואה על האג"ח של ממשלת ישראל לתשואה על האג"ח של ארה"ב, והן משום שהאג"ח התאגידיות התאפיינו במרווח נמוך. אולם את הירידה בפער התשואות קיזזה עלייה קלה בסיכון משקי הבית, התפתחות שמתבטאת בפער בין הריבית על המשכנתאות החדשות לריבית חסרת הסיכון.

ב. הערכת יציבותה של המערכת

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016 הוסיפה המערכת הבנקאית לשמור על חוסנה ולחזק את יציבותה, על רקע הצמיחה המתונה בעולם, חוסר הבהירות בנוגע למצבן של כלכלות אירופה, והריבית הנמוכה במשק. המערכת צמצמה את החשיפה להתממשות הסיכונים הנשקפים לה, והדבר בא לידי ביטוי בהמשך המגמה של צבירת ההון וחיזוקו, ברמת מינוף נאותה, בשמירה על רמת

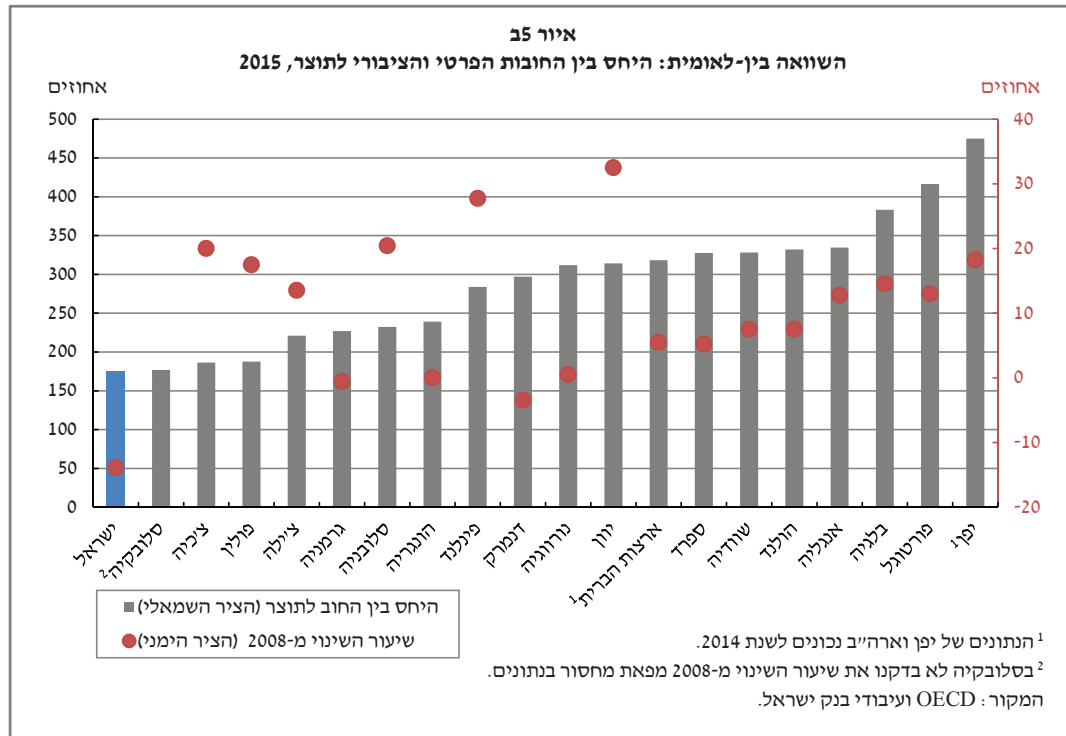
זאת, הסיכונים המיידיים פחתו, לראשונה זה זמן רב, כתוצאה מירידה בסיכונים הנשקפים מכלכלת סין ומכך שהמגזר הפיננסי בעולם הפגין איתנות: הוא הצליח להתגבר על הזעזועים שאירעו השנה, בהם התנודתיות הגבוהה בשווקים הפיננסיים של סין, העלאת הריבית בארה"ב והברקזיט. אולם כלכלני הקרן הדגישו כי בכל המקרים ההתמודדות עם האתגר נדחתה למועד מאוחר יותר. בדוח הפיסקלי⁷ שהקרן פרסמה היא מזכירה עוד גורם סיכון מהותי: החוב העולמי עלה לרמות שיא. הדוח מתעכב בעיקר על הצמיחה המהירה של חוב החברות במשקים המתעוררים, סין בראשם, ועל הגידול ברמות החוב הפיסקלי במשקים המפותחים. מחברי הדוח סבורים שקיים מתאם בין חובות גבוהים במגזר הפרטי הלא-

בשנים האחרונות ניכרת עלייה מסוימת ביחס בין החוב של משקי הבית לתוצר, והיא נבעה מהתרחבות מהירה הן באשראי לדיור והן באשראי הצרכני. אולם במקביל ירד החוב במגזר הציבורי ובמגזר העסקי הלא-פיננסי, ובסיכומו של חשבון היחס בין סך החוב לתוצר נמצא במגמת ירידה.



⁸ ראו זלקינדר ח' (2012), "מדדה של לחץ וסיכונים למערכת הפיננסית באמצעות דיאגרמת רדאר", בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון.

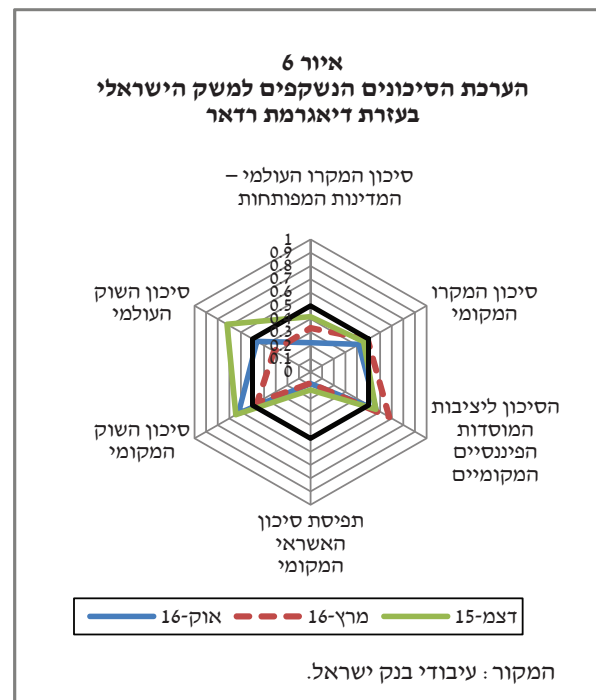
היחס בין החובות הפרטי והציבורי לתוצר בישראל נמוך בהשוואה בין-לאומית, והוא הדין בקצב הגידול שלו.



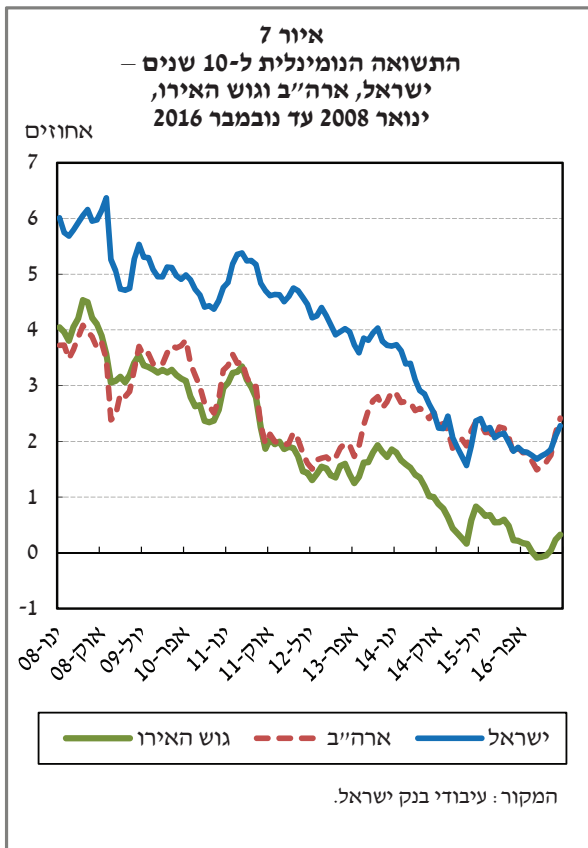
רווחיות נאותה, בהמשכה של מגמת הירידה בריכוזיות תיק האשראי ובחשיפה ללווים הגדולים, בשיעור הנמוך של החובות הפגומים, ובשיפור הנזילות בבנקים ובמערכת כולה. במהלך התקופה הנסקרת הוסיפו הבנקים להרחיב את האשראי למגזר משקי הבית (האשראי לדירה והאשראי שאינו לדירה) ולמגזר העסקים הקטנים והבינוניים, ובמקביל צמצמו את האשראי לעסקים הגדולים. הגידול המתמשך בחשיפה של הבנקים לאשראי לדירה ולאשראי לענף הבינוני והנדל"ן, המתאמים הקיימים בין סוגי אשראי אלה, והנתח הגדול שהם מהווים בסך תיק האשראי הבנקאי (44%) – כל אלה ממשיכים להוות מוקד סיכון מרכזי ללווים ולמערכת הבנקאית.

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016 רשמו חמש חברות הביטוח הגדולות רווח כולל מצרפי זניח, 87 מיליוני ש"ח. הרווח הכולל המצרפי מבטא תשואה אפסית על ההון העצמי, וזו מהווה המשך לתשואה הנמוכה ברבעונים המקבילים אשתקד (2.3%) וניגוד לתשואה הממוצעת ב-2009–2015 (כמעט 14%). התוצאות החלשות נבעו מרווחים מתונים מהשקעות, וכן מהפרשה משמעותית

סיכון השוק המקומי נותר גבוה, ותפיסת סיכון האשראי המקומי נותרה נמוכה.



התשואות בישראל עלו קלות בחודשים האחרונים, בדומה לתשואות במשקים מפותחים אחרים.



אם כתוצאה מעליית ריבית ואם עקב זעזועים אחרים. אף כי משקי הבית והמגזר העסקי בישראל מתאפיינים במינוף נמוך יחסית, ואף כי הוטלו מגבלות על המשכנתאות, ירידה במחירי הנכסים עלולה לגרום הפסדים למשקיעים הפרטיים, לבנקים, ולציבור שחוסך דרך המשקיעים המוסדיים. ירידה חדה במחירים עלולה להפחית את שווי הנכסים במשק ולהתגלגל לצמצום הפעילות והצריכה, תהליך שעלול לפגוע בכלכלת ישראל כולה. פגיעה כזו עלולה להקשות על לזוי המשכנתאות לעמוד בהחזרי המשכנתה או למכור את הנכסים כדי להתגבר על קושי בהחזר.

א.1. הסיכונים העיקריים המקומיים: שוק הדיור

החשיפה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור עדיין מהווה את הסיכון העיקרי והמשמעותי ביותר, מפני שהבנקים חשופים מאוד למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן, אולם בחודשים האחרונים חלה התמתנות בחשיפה (איור 8). הסיכון מתעצם לנוכח החשיפה לאשראי הצרכני שאינו

לעתודות ביטוחיות – בעיקר עקב הירידה שהציג עקום התשואות חסרות הסיכון במשק.

ביוני 2016 הודיע הפיקוח על הבנקים שיאפשר לגופים המוסדיים להגדיל ל-7.5% את שיעור החזקותיהם במניות הבנקים⁹. ההחלטה התקבלה במטרה לשפר את סחירותן של מניות הבנקים, ולאחר בחינה של רגולציה מקבילה במדינות נוספות.

אף כי המערכת הפיננסית יציבה, היא חשופה לסיכון הנשקף מכך שמחירי הדירות גבוהים ולסיכון הנשקף מירידה חדה במחירי הנכסים הפיננסיים. שוק הדירות מהווה סיכון יציבתי למערכת הפיננסית משום שהיא חשופה אליו במידה רבה, דרך המשכנתאות והאשראי העסקי לענף הבינוי והנדל"ן. זאת ועוד, העלייה המתמשכת והחדה במחירי הדירות מגדילה את הסיכון הגלום בהיפוך חד של המגמה, יהיו אשר יהיו סיבותיו; סיכון זה יגדל במידה שהמחירים יוסיפו להאמיר. ירידה חדה במחיריהם של הנכסים הפיננסיים עלולה להשפיע לרעה על המחזיקים בהם; אלה כוללים בעיקר את חברות הביטוח, דרך השקעות הנוסטרו שלהן, וכן מלווים שקיבלו נכסים פיננסיים כעירבון.

2. הסיכונים המרכזיים ליציבותה של המערכת הפיננסית

א. הסיכונים העיקריים המקומיים

המערכת הפיננסית חשופה לסיכון הנובע ממחיריהם הגבוהים של הנכסים. בדומה למשקים מפותחים אחרים, גם בישראל שוררת בשנים האחרונות ריבית נמוכה – מדיניות נחוצה לנוכח ההתפתחויות המקרו-כלכליות – וחלה ירידה בתשואות של האג"ח הממשלתיות הקצרות והארוכות (איור 7). כתוצאה מכך פנו החוסכים במשק לחלופות השקעה שמניבות תשואה גבוהה יותר – מניות, אג"ח תאגידיות ודירות – ואלה מתאפיינות מטבע הדברים בסיכון גבוה יותר. התפתחות זו מצדה הובילה לכך שבשנים האחרונות חלה בישראל עלייה מהירה במחירי הדירות והנכסים הפיננסיים.

העלייה המתמדת במחירי הדירות ורמתם הגבוהה, לצד רמתם הגבוהה של מחירי הנכסים, חושפות את המערכת הפיננסית לסיכון של היפוך מגמה וירידה חדה במחיריהם,

⁹ הגדלת ההחזקה מותנית באישור פרטני מנגידת בנק ישראל.

בספטמבר 2016 ל-5.6 מיליארדי ש"ח, תוך גידול בעל שיעור משמעותי – 45% (כ-2.5 מיליארדי ש"ח) – בחצי השנה שקדמה לכך. בינתיים חשיפה זו אינה משמעותית יחסית להיקף הנכסים שהמוסדיים מנהלים. זאת ועוד, כאשר אשראי לדיור עובר מהבנקים למוסדיים, הדבר מוביל ישירות לפיזור הסיכון בין הגופים. אולם אם החשיפה תגיע לממדים משמעותיים תגבר הקישוריות בין הגופים הפיננסיים, והדבר יגדיל את ההסתברות שמשבר בחלק מהמערכת יהפוך למשבר כלל-מערכתי. יתר על כן, מכירת תיקי המשכנתאות מהבנקים למוסדיים אמנם משפרת את יכולת הבנקים להמשיך להעמיד לציבור משכנתאות חדשות, אולם בכך היא מגדילה עוד את החשיפה לשוק הדיור – של כלל המוסדות הפיננסיים. בהקשר זה יש להזכיר כי כ-31% ממלאי האג"ח התאגידיות, וכ-28% מהאג"ח שהונפקו במהלך 2016, משתייכות לענף הבינוי והנדל"ן.

מחירי הדירות בישראל ממשיכים לעלות (איור 9), וב-12 החודשים שחלפו עד נובמבר 2016 הם עלו ב-8.1%. מקובל להעריך את התמחור בשוק הדיור באמצעות בחינה של המחירים ביחס לגורמי היסוד, ובפרט ביחס ל-1) 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.

העלייה שחלה בשנים האחרונות במחירי הדירות התרחשה בד בבד עם הירידה בתשואות ארוכות הטווח ובריבית על המשכנתאות (איור 10). בהנחה שנדל"ן ונכס פיננסי משמשים אפיקי השקעה אלטרנטיביים, הרי שהתשואה מבעלות עליהם צריכה להיות דומה, בהתאם להבדלים בסיכון ובנזילות הנכס. התשואה על דירה (שכר הדירה השנתי חלקי המחיר) ממשיכה לרדת, ולראשונה היא ירדה אל מתחת ל-3%; במקביל המשיכה התשואה על אג"ח ממשלתיות לרדת בקצב מהיר יותר. כתוצאה מכך גדל הפער בין התשואה מהחזקת דירה לתשואה מאג"ח ממשלתיות, והדבר מבליט את הכדאיות הגלומה בהשקעה בדירות. דברים אלה תקפים אף על פי שהריבית על המשכנתאות עלתה, משום שהיא נותרה נמוכה משמעותית מהתשואה על דירה.

לדיור, מכיוון שיש מתאם גבוה בין הסיכונים הנובעים מסוגי 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 להשפיע על יציבות הבנקים, בשל הפגיעה בביטחונות שבידיהם ובשל הקושי לממש נכסים רבים תוך זמן קצר.

בהקשר זה יש להזכיר כי תרחיש הקיצון שהפיקוח על הבנקים ערך ב-2015 אמד את הפגיעה שהבנקים יספגו כתוצאה מהתדרדרות חמורה במצבה הגיאוגרפית של ישראל. המבחן מוצא כי הדבר צפוי לגרום לבנקים הפסדים גבוהים, אך אין חשש ליציבותם. 40% מההפסדים מקורם באשראי לדיור ובאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, עקב הפגיעה בשוק העבודה, הירידה במחירי הדירות, והתייקרות חומרי הגלם המשמשים לבנייה¹⁰.

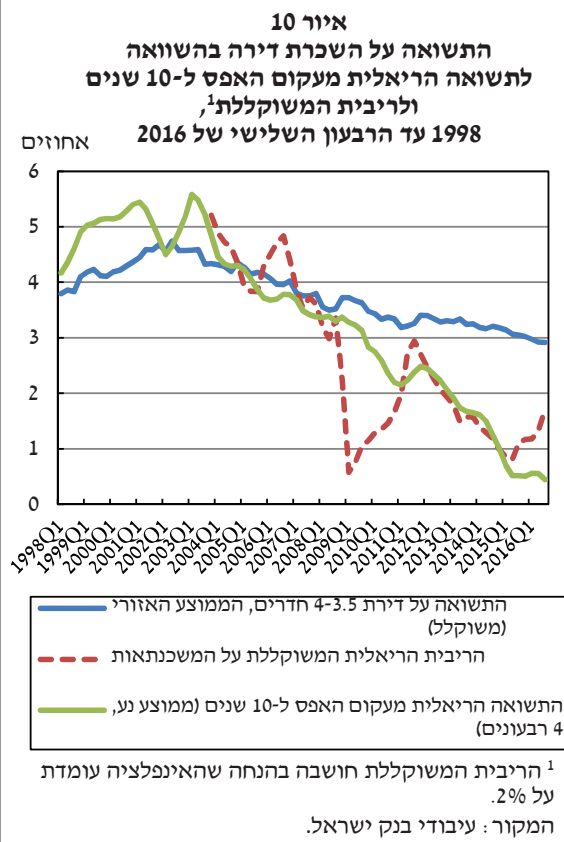
במקביל לבנקים הגדילו גם המוסדיים את חשיפתם למשכנתאות, הן ישירות והן דרך רכישות של תיקי משכנתאות מהבנקים. חשיפתם לאשראי לדיור הגיעה

שוק הדיור מוסיף להוות את הסיכון המשמעותי ביותר למערכת הפיננסית, משום שהבנקים מתאפיינים בחשיפה גבוהה למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן.

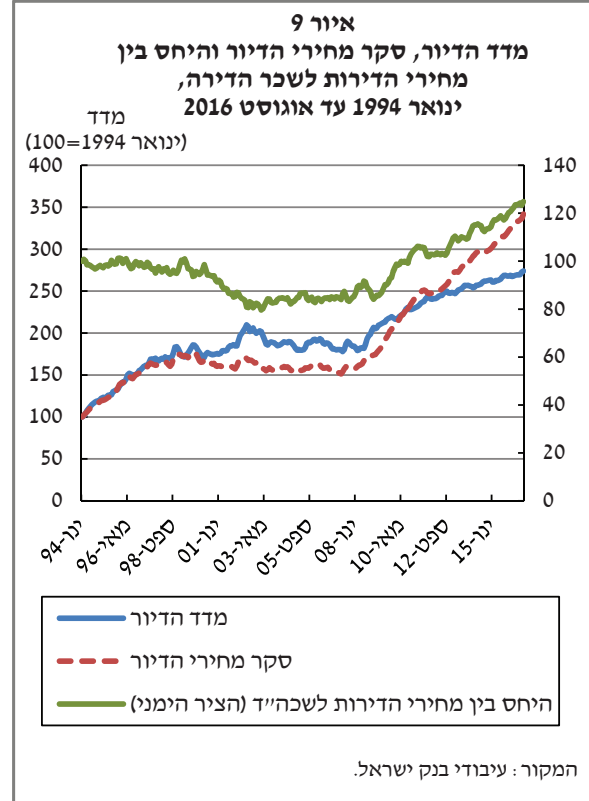


¹⁰ פירוט מופיע בסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים לשנת 2015.

העלייה שחלה בשנים האחרונות במחירי הדירות התרחשה בד בבד עם הירידה בתשואות ארוכות הטווח ובריבית המשוקללת על המשכנתאות.



מחירי הדירות עלו מהר משכר הדירה, והיחס בין מחיר דירה לשכר הדירה הגיע לשיא.



הבנקאיות התרחב עוד לפני שהיא החלה לעלות, אולם הירידה בתשואות על האג"ח הבנקאיות קיזזה חלקית את הפער עד אמצע 2015 (איור 11).

איור 11 מראה גם כי אף שריבית בנק ישראל ירדה לשפל ממרץ 2015, בחודשים האחרונים עלתה עלות המקורות שהבנקים מגייסים בשוק ההון. במקביל עלו הסיכונים הטמונים באשראי לדירור – מפני שמחירי הדירות הוסיפו להאמיר – והדבר השתקף בעלייה במשכנתה הממוצעת ובתקופה לפירעון (לא לה תלוותה ירידה קלה בשיעורי ההחזר החודשיים)¹¹. אף על פי כן, מאחר ששוק המשכנתאות התאפיין בתחרות גבוהה, נוצרו מרווחי ריבית נמוכים ביותר על המשכנתאות.

¹¹ מדדי הסיכון הקלסיים – היינו רמותיהם הממוצעות של היחס בין ההלוואה לערך הדירה (LTV) ושיעור ההחזר מההכנסה (PTI) – אינם משקפים עלייה משמעותית בסיכון.

זה כשנה ניכרת מגמת עלייה בריבית על המשכנתאות (איור 10). בדרך כלל ריבית זו משקפת את העלות שהבנקים משלמים כדי לגייס מקורות (בעלי אופי דומה מבחינת מח"ם והצמדה), את הסיכון הגלום בהלוואה, ואת כושר המיקוח של הלווים – פונקציה של מידת התחרות בשוק הבנקים. אולם בשנים האחרונות פעל הפיקוח על הבנקים לכך שהבנקים יפנימו את סיכוני המשכנתאות, והוא עשה כן באמצעות שורה של צעדים מקרו-יציבותיים: הפיקוח קבע בין השאר כי יהיה על הבנקים להגדיל את ההפרשה להפסדי אשראי, וכי נוסף לעמידה ביעדים ליחס ההון העצמי רובד 1 יהיה עליהם להגדיל את יעד ההון העצמי רובד 1 בשיעור שמבטא 1% מיתרת תיק האשראי לדירור, וזאת בהדרגה עד ה-1.1.2017. נראה שהצעדים הרגולטוריים עשויים להסביר חלק מהעלייה בריבית על המשכנתאות: הפער בין ריבית זו לבין התשואה על האג"ח

מכיוון שקרנות הנאמנות בדרך כלל משמשות את משקי הבית כדי לחסוך לטווחים הקצר והבינוני, סביר לשער כי בעת משבר או ירידת מחירים משמעותית הן יסבלו מפדיונות גדולים יחסית, ולכן ייטו למכור נכסים רבים ויעמיקו את ירידות המחירים. קרנות הנאמנות מחזיקות ב-22.9% מיתרת האג"ח התאגידיות הסחירות – דומה לשיעור בשנים האחרונות אך גבוה מהשיעור בשנים 2008–2012. מאחר שמדובר בשיעור החזקה משמעותי, אם קרנות הנאמנות ימכרו אג"ח רבות בתנאי לחץ, הן עשויות להשפיע על מחיריהן באופן משמעותי, להפחית את שוים של תיקי החיסכון לטווח ארוך שמנהלים המוסדיים האחרים, ועל כן להוביל לירידה בשווי התיק כולו.

המרווח הממוצע של האג"ח התאגידיות שב לרדת במחצית השנייה של השנה. המרווחים נמצאים כיום מתחת לממוצע בשלוש השנים האחרונות אך בסביבותיו, וקיימת שונות בין הענפים והדירוגים השונים. אמנם חלק מהמרווחים הנמוכים נובעים מכך שרמת הפעילות במשק גבוהה, מינוף החברות נמוך והן משתמשות ברווחיהן הצבורים כדי לממן את פעילותן¹⁵, מכפילי הרווח של החברות נמוכים מהממוצע בשנים האחרונות, וההסתברות לפשיטת רגל נותרה ברמה נמוכה יחסית. אולם מאחר שהמרווחים הציגו ירידה נוספת בתקופה שלא חל בה שינוי מהותי בגורמים הנזכרים, נראה כי תמחור הסיכונים המחודש נמשך, על רקע הריבית הנמוכה וחיפוש התשואה בקרב המשקיעים. נוסף לכך, מכיוון שקרנות הנאמנות מחזיקות כאמור נתח גדול מהאג"ח התאגידיות, מתעורר חשש שהמחירים יציגו תנודות גדולות בעת זעזוע.

בספטמבר הגיע סך ההנפקות של אג"ח תאגידיות לא-פיננסיות (סחירות ובלתי סחירות) לשיא של שנתיים – 5.7 מיליארדי ש"ח – ומראשית השנה הסתכמו ההנפקות במגזר זה ב-38.69 מיליארד ש"ח. גיוס ההון נטו נמצא ברמות גבוהות במהלך 2016, ובחודשים האחרונים אף חלה בו עלייה נוספת. כ-48% מההנפקות שנערכו בחודשים אלה במגזר הלא-פיננסי שייכות לחברות מענף הנדל"ן, והאומדן להון נטו שהחברות מהענף גייסו מראשית השנה – 3.98 מיליארדי ש"ח – גבוה יחסית לאומדן בענפים האחרים. האג"ח (ללא הנפקות של חברות זרות) בדירוג BBB או פחות היוו בממוצע 19.8% מסך ההנפקות שנערכו

הפער בין הריבית על המשכנתאות לתשואה על האג"ח הבנקאיות התרחב עוד לפני שהריבית על המשכנתאות החלה לעלות, אולם הירידה בתשואות על האג"ח הבנקאיות הסוותה את הפער באופן חלקי.



2.א. הסיכונים העיקריים המקומיים: מחירי הנכסים הפיננסיים¹²

הציבור נותר חשוף באופן משמעותי למחיריהם של הנכסים הפיננסיים הרגילים לשינויים בריבית, והחשיפה אף התגברה מעט – הן עקב החזקת נכסים ישירה¹³ והן עקב החזקה עקיפה, באמצעות חסכוניות בגופים המוסדיים. ביולי 2016 היוו האג"ח התאגידיות 13.5% מסך התיק של המשקיעים המוסדיים, והמניות היוו 7.6% מתיק זה¹⁴. עלייה עתידית בריבית עשויה להוביל לירידה במחיריהם של הנכסים הפיננסיים וכך לפגוע בחסכוניות הציבור.

¹² ניתוח נרחב של מחירי הנכסים מופיע בפרק 6.

¹³ כ-14% מתיק הנכסים של הציבור מושקעים באופן ישיר במניות, וכ-20% מושקעים באג"ח.

¹⁴ עוד 2.8% מושקעים בתעודות סל שמתחקות אחרי מניות ואג"ח.

¹⁵ ראו בנק ישראל (2016), דוח בנק ישראל לשנת 2015, פרק ד', בפרט תיבה ד-2.

ב. הסביבה העולמית

בדוח היציבות הפיננסית שקרן המטבע פרסמה לאחרונה¹⁶ היא הפרידה בין הסיכונים לטווח ארוך לסיכונים לטווח קצר. הראשונים הוסיפו לעלות להערכתה, בעיקר עקב העלייה בסיכון הפוליטי בעולם ועקב הדחייה הנוספת במועד החזרה לנורמליזציה מוניטרית. לעומת זאת, הסיכונים המידיים פחתו כתוצאה מירידה בסיכונים הנשקפים מסין ומכך שהמגזר הפיננסי בעולם הפגין איתנות: הוא הצליח להתגבר על הזעזועים שאירעו השנה, בהם המשבר בשווקים הפיננסיים של סין, העלאת הריבית בארה"ב והברקזיט. אולם כלכלני הקרן הדגישו כי בכל המקרים לא נמצא פתרון לבעיות, והטיפול בהן רק נדחה למועד מאוחר יותר. בדוח הפיסקלי¹⁷ שהקרן פרסמה היא מזכירה עוד גורם סיכון מהותי: החוב העולמי עלה לרמות גבוהות מאוד. הדוח מתמקד בעיקר בצמיחה המהירה של חוב החברות במשקים המתעוררים, סין בראשם, ובגידול ברמות החוב הפיסקלי במשקים המפותחים. מחברי הדוח סבורים שקיים מתאם בין חובות גבוהים במגזר הפרטי הלא-פיננסי – ובעיקר בין מצב שבו חובות אלו גדלים במשקים המתעוררים והמפותחים בו-זמנית, כפי שקורה כיום – לבין משברים פיננסיים. יתר על כן, לקובעי המדיניות יש כיום רק יכולת מוגבלת לטפל במשברים, משום שהצמיחה הנמוכה והאינפלציה האפסית בעולם מקשות מאוד על הפחתת המינוף, ומשום שהחובות הפיסקליים גבוהים והכלים המוניטריים קרובים למיצוי. אין זה מפתיע אפוא שהקרן בחרה לדוח את הכותרת: "חוב: השתמשו בו בתבונה" ("Debt: use it wisely").

לפי הערכת הקרן, זהו מצב הסיכונים הנוכחי:

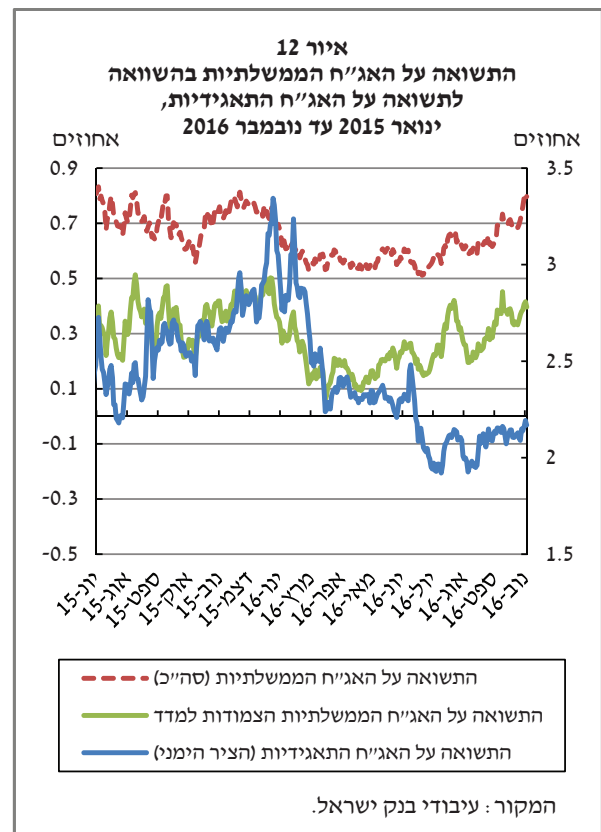
- סיכוני האשראי הוסיפו לעלות משום שהבנקים באירופה ובסין נקלעו למצב בעייתי, ומשום שחברות הביטוח, קרנות הפנסיה והבנקים מתקשים לשמר את מודל הרווח שלהם כאשר הצמיחה הנומינלית נמוכה. לסיכון זה תורמים במידה רבה חוסר הוודאות בנוגע למצבו של Deutsche Bank והסערה שהתחוללה עקב מצבם של הבנקים האיטלקיים. נוסף לכך עלה גם הסיכון הנוגע למינוף של המגזר התאגידי. החברות במשקים המתעוררים מתאפיינות ברמות מינוף גבוהות

מראשית 2016, לעומת 18% ב-2015. עם זאת, מרווחי האג"ח שדירוגן נמוך ירדו משמעותית מתחילת השנה, ובתחילת ספטמבר הם עמדו על 4.5%. חלקן של החברות הזרות בהנפקות נמצא בירידה, ומתחילת 2016 הן הנפיקו כ-3.7 מיליארדי ש"ח.

התפתחות בועתית במחירי הנכסים מלווה לרוב בגידול האשראי, ואילו העלייה שחלה בשנים האחרונות במחירי האג"ח התאגידיות לא לוותה בגידול האשראי למגזר העסקי. יתר על כן, חברות רבות 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, למשל כתוצאה מעלייה בפרמיית הסיכון של המשק.

מאז שפורסמו תוצאות הבחירות לנשיאות ארה"ב חלה עלייה משמעותית בתשואות על האג"ח הממשלתיות והתאגידיות, והתפתחויות דומות נראו בעולם. עדיין מוקדם לראות את ההשפעות הנובעות מכך.

מאז שפורסמו תוצאות הבחירות בארה"ב חלה בישראל עלייה משמעותית בתשואות על האג"ח הממשלתיות והתאגידיות, והתפתחויות דומות נראו בעולם.



¹⁶ Global Financial Stability Report, October 2016

¹⁷ Fiscal Monitor, October 2016

המתאם הגבוה בין ההתנהגויות של הנכסים הפיננסיים השונים תורם לסיכון, אולם ירידה בתנודתיות מיתנה אותו.

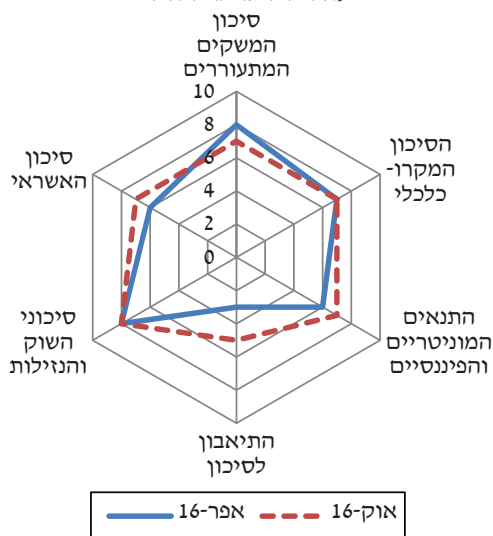
כתוצאה מכל האמור לעיל עלה התיאבון לנטילת סיכונים. הדבר סייע לכך שהשווקים הגיבו במתינות יחסית להחלטה של בריטניה לפרוש מהאיחוד האירופי, ותרם לכך שסיכון המשקים המתעוררים ירד חרף אי-הוודאות הגבוהה בכלכלה העולמית ובשווקים הפיננסיים.

דיאגרמת הרדאר המצורפת לדוח מסכמת את הסיכונים ליציבות הפיננסית העולמית.

דיאגרמת הרדאר אינה משקפת את אחד הסיכונים החשובים – הסיכון הנובע מכך שבמקומות רבים בעולם אין לציבור אמון בקובעי המדיניות. חוסר אמון זה תורם להתחזקותם של כוחות פופוליסטיים במדינות רבות, הוא כבר הביא לברקזיט ולכך שמפלגות אירו-סקפטיות זכו בבחירות המקומיות במדינות שונות באירופה, והוא עלול

הסיכונים היציבותיים נותרו גבוהים יחסית, אך הנכונות ליטול סיכונים פיננסיים עלתה.

איור 13
הערכת הסיכונים ליציבות הפיננסית העולמית
בעזרת דיאגרמת רדאר



האיור מחולק לשניים. חלקו העליון מציג את הסיכונים, והתחתון – את התנאים הכלכליים (המשפיעים על הסיכונים). ככל שהנקודה מתרחקת מהמרכז כך גדלים הסיכונים (בחלק העליון), התיאבון לסיכון (בחלק התחתון) וההקלה המוניטרית (בחלק התחתון). לשם השוואה, בדוח מאפריל 2009 (שיא המשבר) נמצאו כל קדקודי הסיכון על הקו המרוחק ביותר מהמרכז או על זה שתחתיו, ואילו התיאבון לסיכון נמצא במרכז (כלומר עמד על ערך אפסי). המקור: קרן המטבע הבין-לאומית.

במיוחד, משום שבשנים האחרונות שררו תנאי אשראי נוחים ושירות החוב כרוך בעלות אפסית. אולם מצב זה אינו בר קיימא, ומעידה על כך העלייה בשיעור חדלות הפירעון של החברות במשקים המתעוררים. יש אפוא הכרח להפחית את המינוף, והתהליך עתיד להיות סבך. מאידך גיסא, סיכון האשראי של משקי הבית הוסיף לרדת מפני שרמת המינוף במגזר המשיכה לרדת.

- הסיכון המיידי הנשקף מהמשקים המתעוררים ירד למרות הרעה קלה בנתוני המקרו שלהם. השיפור נבע בעיקר מכך שמחירי הסחורות והאנרגיה עלו והיטיבו את מצבן של רוסיה וברזיל, משקים שנקלעו למשברים קשים. כן הוא נבע מכך שההון הוסיף לזרום למשקים המתעוררים חרף המשברים שפרצו במהלך השנה, בניגוד למצב שנוצר במשברים קודמים. ירידה חלה גם בסיכון המיידי הנשקף מהמגזר התאגידי בסין, אולם הדבר אינו מעיד כאמור על פתרון הבעיות אלא רק על דחייה במועד הטיפול בהן.

- התנאים המקרו-כלכליים במשקים המפותחים נותרו כמעט ללא שינוי, ואת ההרעה הקלה בהם ובאי-הוודאות הכלכלית קיזזה ירידה בתשואות על החוב הממשלתי.
- התנאים המוניטריים והפיננסיים השתפרו, בעיקר מפני שהבנקים המרכזיים נקטו הקלות מוניטריות נוספות בתגובה להאטה בקצב הצמיחה ולירידה באינפלציה. באירופה וביפן הגדילו הבנקים המרכזיים את השימוש בצעדים מוניטריים בלתי שגרתיים, לרבות ריביות שליליות¹⁸, רכישת נכסים פיננסיים מגוונים, והלוואות נוחות מאוד למערכת הבנקאית. הבנקים המרכזיים בחלק מהמשקים המתעוררים המשיכו להפחית את הריבית, וה-Fed דחה את המועדים הצפויים להעלאת הריבית והאט את הקצב החזוי להמשך ההעלאות, וזאת חרף ההעלאה בדצמבר וההצהרה הניצית יחסית שליוותה אותה.

- גם סיכוני השוק והנזילות לא השתנו כמעט ונותרו גבוהים מאוד, בעיקר עקב העלייה בחשיפות הפיננסיות של הפעילים בשוק ועקב מחיריהם הגבוהים של הנכסים, מחירים שאף הובילו חלק מהחברות לצמצם את התכניות לרכישה חוזרת של מניותיהן (buy back).

¹⁸ אף כי התשואות עלו בחודש האחרון, אג"ח ממשלתיות ששווין עולה על עשרה טריליוני דולרים עדיין נסחרות בתשואות שליליות.

המשאל סתרה את ההערכות: שוקי המניות בעולם התחזקו, והוא הדין במטבע האירו. הקמתה של ממשלת טכנוקרטס באיטליה הרגיעה את השווקים עוד. ואולם קיים סיכון מוחשי שיתקיימו בחירות מוקדמות ותנצח בהן Five Stars, מפלגה אירו-סקפטית שתומכת במשאל עם על פרישה מגוש האירו.

הרחבת הדיון בסיכונים שעלולים להשפיע על המשק הישראלי^{19, 20}:

(1) הסיכונים הנובעים מאי-הוודאות באשר לצעדי המדיניות הפכו להערכתנו לסיכון המרכזי ליציבות הפיננסית העולמית. במהלך החודשים האחרונים עלתה אי-הוודאות הפוליטית בעולם, וקיים סיכון גבוה שהכוחות הפופוליסטיים יוסיפו להתחזק, בעיקר באירופה אך לא רק בה. באנגליה התקבלה החלטה מפתיעה – לפרוש מהאיחוד האירופי – והדבר הביא לתנודתיות גבוהה בשווקים בעולם ולמכירת נכסי סיכון. אמנם רבים סבורים כי ההתאוששות המהירה של השווקים מהווה איתות מוחשי לאיתנותם. יתר על כן, רבים סבורים גם כי אפשר לשאוב עידוד מהעובדה שכלכלת בריטניה אינה מפגינה עד כה סימני פגיעה ממשיים (למעט הפיחות הניכר בשער הלירה שטרלינג, אך דבר זה גם עשוי לסייע ליצוא הבריטי להתחרות). אולם אף על פי כן נראה שהרגיעה מוקדמת מדי, והדיונים על פרישת בריטניה מהאיחוד – תהליך שיחל בחודשים הקרובים – צפויים ליצור זעזועים ניכרים בכלכלות של בריטניה, אירופה והעולם כולו, בין השאר משום שהם יתאפיינו כנראה בנוקשות. מאידך גיסא, הסכם מרוכז אמנם ימתן את הפגיעה הישירה בכלכלה, אך הוא יסלול את הדרך לעוד מדינות שהקולות האירו-סקפטיים מתחזקים בהן – בראשן איטליה – לדרוש הקלות רבות בחוב ואולי אף לפרוש מגוש האירו, והתפתחות כזו עלולה להביא בסופו של דבר לפירוק הגוש כולו. גם בארה"ב קיימים קיטוב פוליטי רב מאוד וחוסר ודאות מהותי לגבי צעדי המדיניות הצפויים ולגבי מועדיהם, ועל כן האופטימיות בשווקים

להביא לעוד הפתעות פוליטיות שיגדילו את חוסר היציבות הכלכלית ברבות מהמדינות המפותחות. המשקל שמייחסים לתהליכים אלו עולה: קרן המטבע ציינה שחוסר הוודאות באשר לצעדי מדיניות מהווה סיכון מרכזי, וסקר מנהלי הקרנות האחרון ש-Bank of America פרסם בנובמבר הציב בראש רשימת תרחישים שני סיכונים פוליטיים – פירוק גוש האירו והאפשרות שהמועמד הרפובליקני יזכה בבחירות בארה"ב.

התממשותו של התרחיש השני הביאה אמנם לירידות חדות יחסית בשוקי המניות בעולם ובתשואות על האג"ח הממשלתיות של ארה"ב, ותגובה זו תאמה את הערכת החזאים. אולם הירידות התחלפו במהירות בעליות חדות במניות ובתשואות על האג"ח הממשלתיות בארה"ב ובעולם, ולכך התלוותה התחזקות של הדולר – במילים אחרות, השווקים הפגינו התעלמות מוחלטת מהסיכונים שכולם הציבוע עליהם עד לאותו רגע. אמנם אפשר לספק הסברים כלכליים-ריאליים להתנהגות זו, שכן המדיניות התקציבית המרחיבה (ובפרט הפחתות המסים) שהנשיא הנבחר הכריז עליה צפויה להיטיב עם החברות ולפגוע במחירי האג"ח הממשלתיות. אולם נראה כי היא נובעת במידה רבה גם מכך שכתוצאה מההקלה הכמותית, עודף הנזילות בשווקים הולך וגדל מדי חודש, התפתחות שעלולה לעוות את הקצאת המקורות ואת תפיסת הסיכון של המשקיעים. באופן כללי יותר אפשר לומר כי אמנם מוקדם עדיין להתייחס לצעדים המרכזיים שהנשיא הנבחר הציג בעת מסע הבחירות ולהעריך את השפעתם על כלכלת ארה"ב והעולם, מה עוד שאין זה ברור אילו מהם ייושמו ומתי. אולם קיים חשש שבכל תסריט סביר ייפגעו המשקיס המתעוררים, הן בשל הפגיעה בסחר הבין-לאומי ובביקוש של ארה"ב ליצוא שלהן והן משום שהתחזקות הדולר תפגע ביכולתן של החברות שם למחזר את חובותיהן הדולריים, דבר שמהווה סיכון יציבותי.

מאז שהתבררו תוצאות הבחירות בארה"ב התגבר גם הסיכון הנשקף מהכוחות האירו-סקפטיים, ובחודשים הקרובים הם צפויים לאתגר הרבה מדינות חשובות באירופה. בפירוט, גרמניה, צרפת והולנד יקיימו מערכות בחירות, ולמפלגות החוץ-ממסדיות יש סיכוי גבוה יחסית לנצח בהן. באיטליה התקיים משאל עם על סמכויות הסנאט, ותוצאותיו הביאו להתפטרות ראש הממשלה מתאיו רנצי (Matteo Renzi). תגובת השווקים לתוצאות

¹⁹ 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.

²⁰ הסיכונים מסודרים לפי מידת חומרתם להערכתנו, ושני הראשונים הם המרכזיים שביניהם.

א. הלימות ההון נמוכה וקיים שיעור גבוה של חובות בעייתיים. מערכת הבנקאות באיטליה נמצאת כאמור במוקד תשומת הלב, אך קיימות בעיות קשות גם במדינות נוספות. הבנקים בפורטוגל ויוון למשל כלל לא נבדקו במבחני הקיצון אך מצבם רעוע עוד יותר, וגם לבנקים בספרד יש שיעור גבוה של חובות בעייתיים.

ב. הרווחיות נמוכה ביותר בשל הריביות השליליות השוררות באירופה.

ג. הקנסות הגבוהים שהטילו הרשויות בארה"ב מסכנים את יציבות הבנקים.

ד. הרגולטורים דורשים לרתק הון ולמכור חובות בעייתיים (שקשה למצוא להם קונה).

פתרון אפשרי יחייב להזרים הון לבנקים ביבשת ולסגור אחדים מהם, כפי שעשתה ארה"ב במהלך המשבר הפיננסי העולמי. אולם באירופה מסרבים לדון בפתרונות שיטילו על משלם המסים את עלויות החילוץ של מערכת הבנקאות, והדבר מוסיף ללחץ עליה.

הבנקים הסיניים נמצאים ברמת מינוף גבוהה מאוד (היא מוסיפה לגדול בקצב גבוה מקצב צמיחת התוצר שם), ואף כי חשיפתם לעולם נמוכה יחסית, גם הם מהווים סיכון מערכתי. זאת משום שחלק גדול מהאשראי בסין ניתן באמצעות בנקאות צללים – מערכת שהפיקוח עליה אינו הדוק דיו – והוקצה לישויות ממשלתיות בעלות רווחיות אפסית, ומשום שקיימת קישוריות גבוהה בין הבנקים הסיניים, גודלם עצום, ולסין יש חשיבות רבה בכלכלה העולמית.

נפילה של בנק גדול באירופה או בסין, או אפילו התגברות החשש לכך, עלולות לשתק כליל את שוקי הכסף, לפגוע בהתאוששות השברירית, ואף לגרום למשבר פיננסי עמוק. (4) הסיכון הנשקף למשק העולמי וליציבותו מסין – ומהמשקים המתעוררים בכלל – אמנם פחת בתקופה הנסקרת, אך הוא נותר גבוה. הירידה בסיכון המידי נבעה בעיקר מכך שהעלייה במחירי הסחורות והאנרגיה הרגיעה את החששות הקשורים לרוסיה וברזיל, מההאטה בקצב יציאת ההון מסין²², ומכך שהתפרסמו שם נתונים כלכליים טובים יותר. ברבעון השני התחדשה זרימת ההון

עלולה להתחלף במהירות בחששות מחודשים ובירידות חדות. העלייה החדה יחסית שניכרה בשבועות האחרונים בתשואות מהווה אף היא משקולת על הכלכלה ועל השווקים הפיננסיים. ההשפעות על ישראל נידונות בפרק העוסק בסיכונים המקומיים העיקריים.

(2) החשש שהמדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד תיכשל, ותוביל לאובדן האמון בבנקים המרכזיים, מהווה סיכון מרכזי בשל התוצאות הקשות שעלולות לנבוע מכך. אף שננקטו הרבה צעדים בלתי שגרתיים מאז שפרץ המשבר העולמי, הכלכלה העולמית נמצאת במצב עדין גם שמונה שנים לאחר מכן: קצב הצמיחה מתון, וחלקים גדולים בציבור חשים שהם לא נהנו מפירותיה. אלה היוו את העילה המרכזית לאובדן האמון באליטות הישנות ולהתחזקות הכוחות הפופוליסטיים בעולם, אולם אובדן האמון בבנקים המרכזיים ובאמינותם עלול ליצור סיכון חמור אף יותר. אמנם להערכתנו אין לו הסתברות גבוהה להתממש, בשל מגוון הכלים העומדים לרשות הבנקים המרכזיים. אולם מאחר שהתממשותו עלולה לערער את השווקים הפיננסיים ואת שוקי הכסף, ומאחר שדי בחששות הגוברים כדי להביא לעליית התנודתיות והסיכונים בשווקים, עלינו לצרפו לסיכונים המרכזיים. ערוצי התמסורת לישראל נידונים בפרק העוסק בסיכונים המקומיים העיקריים.

(3) הסיכון הטמון בחולשתה של מערכת הבנקאות החרף בתקופה הנסקרת. הסיכון נובע ממצבה הרעוע של מערכת הבנקאות העולמית, ובעיקר ממצב הבנקים בסין וממצבה של מערכת הבנקאות באירופה, היות שהיא כמעט לא התאוששה מאז המשבר הפיננסי העולמי.

ביולי פורסמו תוצאותיהם של מבחני הקיצון שנערכו באירופה, והן (שוב) לא הצליחו להרגיע את השווקים. הדאגה נובעת משני מקורות עיקריים: (1) הבנקים האיטלקיים, משום שיש להם שיעור גבוה במיוחד של חובות בעייתיים ומבנה הון רעוע, ו-(2) חלק מהבנקים הגרמניים, בראשם Deutsche Bank, משום שהלימות ההון שלהם אינה מספקת, ומשום שקיימת קישוריות גבוהה בינם לבין המערכת הבנקאית העולמית והדבר מהווה סיכון מערכתי²¹. באופן כללי, מערכת הבנקאות באירופה סובלת מבעיות רבות:

²² אם כי נשמעו טענות שיציאת ההון לא פסקה אלא רק שינתה פנים: עתה אין מדובר רק ביציאת מט"ח (שאותה ניתן לכמת דרך גודלן של יתרות המט"ח ומאזן הסחר וההשקעות), אלא גם ביציאת הון בדרכים נוספות, כגון יציאת יואן להונג קונג ומשם למקלטי מס.

²¹ דוח שקרן המטבע פרסמה ביוני מצא כי Deutsche Bank הוא הבנק המשמעותי ביותר מבחינת תרומתו לסיכון המערכתי בעולם, בשל הקישוריות הרבה שלו.

הביטוח, וגירעונות אקטואריים מאמירים – וקשים מאוד לפתרון – בקרנות הפנסיה.

3. המערכת הבנקאית

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016 הוסיפה המערכת הבנקאית לשמור על חוסנה ולחזק את יציבותה, על רקע הצמיחה המתונה בארץ ובעולם, חוסר הבהירות בנוגע למצבן של כלכלות אירופה, והריבית הנמוכה במשק. המערכת צמצמה את החשיפה להתממשות הסיכונים הנשקפים לה, והדבר בא לידי ביטוי בהמשך המגמה של צבירת ההון וחיזוק, ברמת מינוף נאותה, בשמירה על רמת רווחיות נאותה, בהמשכה של מגמת הירידה בריכוזיות תיק האשראי ובחשיפה ללוויים הגדולים, בשיעור הנמוך של החובות הפגומים, ובשיפור הנוזליות בבנקים ובמערכת כולה. במהלך התקופה הנסקרת הוסיפו הבנקים להרחיב את האשראי למגזר משקי הבית (האשראי לדירור והאשראי שאינו לדירור) ולמגזר העסקים הקטנים והבינוניים, ובמקביל צמצמו את האשראי לעסקים הגדולים. הגידול המתמשך בחשיפה של הבנקים לאשראי לדירור ולאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, המתאמים הקיימים בין סוגי אשראי אלה, והנתח הגדול שהם מהווים בסך תיק האשראי הבנקאי (44%) – כל אלה ממשיכים להוות מוקד סיכון מרכזי ללוויים ולמערכת הבנקאית.

המערכת הבנקאית הישראלית צמצמה מאז 2008 באופן משמעותי את החשיפה למדינות ולמוסדות פיננסיים זרים, לנוכח התנודתיות הגוברת בשווקים הבין-לאומיים וההתפתחויות במערכת הבנקאות האירופית. אמנם חשיפה זו אינה זניחה, אך היא גם אינה מסכנת את יציבות המערכת. בשנה האחרונה נערכו הבנקים לתרחישים שליליים בשווקים ולכך שבכלכלה העולמית תחול הרעה מלווה בעלייה בתנודתיות בשווקים העולמיים. המערכת הבנקאית נערכת להתגברות הסיכונים הקיברנטיים בישראל ובעולם וממשיכה לפעול לצמצום החשיפה לסיכון הציות ולסיכון ההתנהלות (conduct) בפעילות בנקאית חוצת-גבולות. אלו מציבים אתגר בפני המערכת הבנקאית, בפרט לנוכח הגברת הפיקוח והאכיפה על גופים פיננסיים בארץ ובעולם.

בחודש אוגוסט השנה אישרה הממשלה את הצעת החוק להגברת התחרות במערכת הבנקאית. הצעה זו מבוססת על המלצות הוועדה להגברת התחרות בשירותים בנקאיים

למשקים המתעוררים – מפני שהמשקיעים חיפשו תשואה בעקבות הריביות השליליות השוררות באירופה – וזרימה זו התגברה, באופן מפתיע, לאחר שבריטניה החליטה לפרוש מהאיחוד האירופי; התפתחויות אלה הקלו מאוד על החברות במשקים המתעוררים למחזר את חובן, אולם הדבר אינו משקף כאמור פתרון לבעיות היסוד – שוק החוב הבעייתי בסין ורמת המינוף הגבוהה של המגזר התאגידי במשקים המתעוררים בכלל. הוכחה לדבר ניתן למצוא בכך ששיעור חדלות הפירעון של אג"ח מסוכנות במשקים המתעוררים עלה ב-2015 לרמה הגבוהה ביותר מאז המשבר הפיננסי העולמי ובמרצת 2016 ניכרה בו עלייה נוספת, וכן בכך שמתחילת 2016 נרשם שיעור גבוה מאוד של הורדות דירוג.

היקף החוב התאגידי במשקים המתעוררים הגיע בשנים האחרונות לשיעורים גבוהים ביחס לעבר, וחלק ניכר ממנו שייך למשקיעים זרים. מאחר שעלויות המימון נמוכות, עקב הריביות האפסיות השוררות בעולם, חלה עלייה מהירה וממושכת בשיעור המינוף במשקים המתעוררים – זה הגיע לכ-75% תוצר, רמה גבוהה מאוד למשקים מתעוררים – ובחשיפה שלהם למט"ח. המינוף אמנם צפוי לרדת השנה, לראשונה זה שנים אחדות, אולם הוא מוסיף להיות גבוה. העובדה שהדולר שב להתחזק לאחרונה – לצד העלאת הריבית בארה"ב, הגבהת התחזית של ההעלאות ב-2017, ועליית התשואות שנבעה מכך – עלולות להקשות על החברות המקומיות לעמוד בתשלומי החוב. ערוצי ההשפעה המרכזיים על ישראל נידונים בפרק העוסק בסיכונים המקומיים העיקריים.

(5) הסיכון הגיאוגרפי 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.

(6) סיכון הריביות הנמוכות מתגבר ככל שמתארכת התקופה שבה הן נותרות ברמות אפסיות. התשואות בעולם אמנם עלו לאחרונה – בעקבות העלאת הריבית בארה"ב, הגבהת התחזית של ההעלאות ב-2017 וניצחון הרפובליקנים בבחירות לנשיאות – אולם רמותיהן עדיין קרובות לרמות שפל היסטוריות בכל המשקים כמעט, והן צפויות להיות בהן לאורך זמן. כתוצאה מכך מתהווים בשווקים הפיננסיים סיכונים גוברים, עקב תמחור לקוי של הסיכונים, שחיקה במודל הרווחיות של הבנקים וחברות

איור 14
מדד תל אביב 100, מדד מניות הבנקים בישראל, מדד מניות הבנקים באירופה
ומדד מניות הבנקים בארה"ב, 01/01/08 עד 17/11/2016¹

1 בימים שבהם לא התקיים מסחר נגרר הנתון הקודם.
המקור: הבורסה לניירות ערך בתל אביב.

א. הלימות ההון והרווחיות

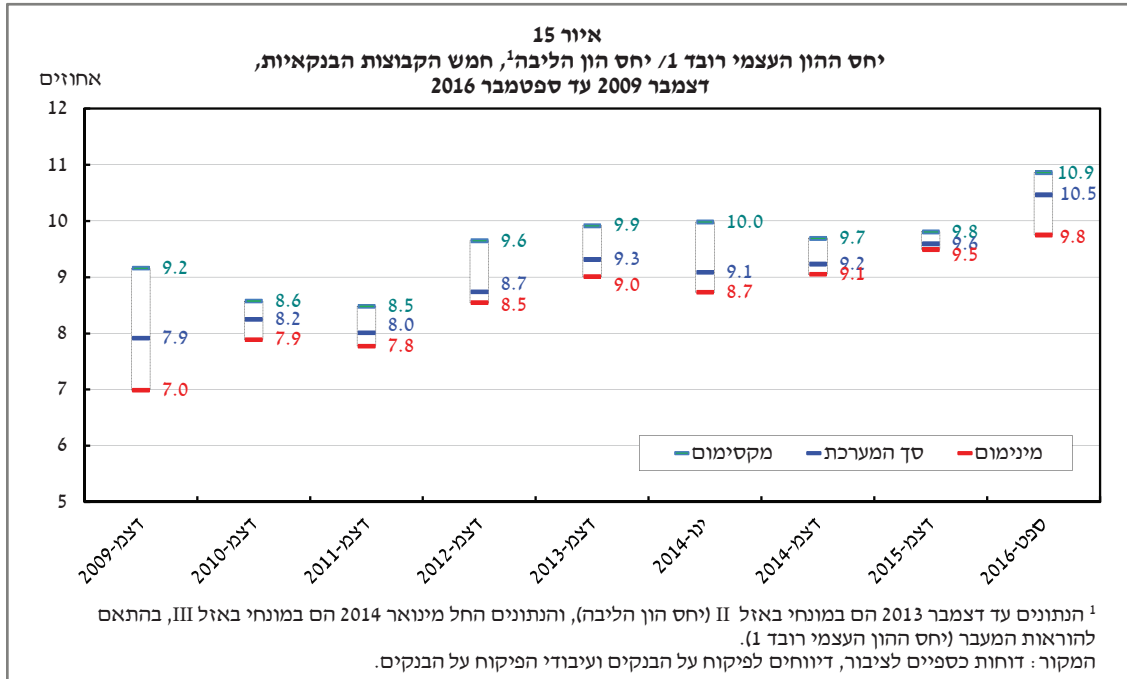
הבנקים הגיעו ליעדי ההון הרגולטוריים והם ממשיכים לפעול להגדלת ההון; תהליך זה מתרחש תוך שהמערכת הבנקאית ממשיכה לתמוך בצמיחת המשק, והוא צפוי להימשך תוך שהבנקים מיישמים את תכניות ההתייעלות שהם נדרשו להגיש לפיקוח על הבנקים. רמת המינוף (בהתאם לבאזל III) של המערכת הבנקאית נאותה וגבוהה בהשוואה בין-לאומית.

יחס ההון העצמי רובד 1 של סך חמש הקבוצות הבנקאיות עלה בתקופה זו בכ-0.9 נקודת אחוז, והגיע לרמה של 10.5%. הבנקים השיגו את יעד ההון הרגולטורי שקבע הפיקוח על הבנקים (9% לבנקים קטנים ובינוניים ו-10% לשני הבנקים הגדולים, נוסף לכרית הון בגין משכנתאות). העלייה ביחס ההון התרחשה הודות לרווחים שהבנקים צברו והודות למהלכים שהם נקטו לצמצום נכסי סיכון האשראי (ראו בהמשך). חלק מהבנקים חילקו דיווידנדים. הבנקים שמרו על רמת רווחיות נאותה והתשואה להון עמדה על כ-9.8% במונחים שנתיים, בעיקר עקב השפעת גורמים חד-פעמיים ובהם מכירת חברת "ויזה אירופה" (Visa Europe LTD). סביבתה הנמוכה של הריבית בישראל ובעולם שוחקת את מקורות הרווח הבסיסיים של הבנקים, והדבר מתבטא בכך שהמרווח הפיננסי נמוך בשנים האחרונות. מתוך ניסיון

ופיננסיים נפוצים²³ (ועדת שטרס), והיא מהווה נדבך נוסף בשורה של צעדים צרכניים ומבניים שמקדמים בנק ישראל והפיקוח על הבנקים. ההצעה מאזנת בין הצורך לקדם את התחרות במגזרי הפעילות הקמעונאיים לבין הצורך לשמור על יציבותה של המערכת הפיננסית בישראל, ועיקרה כוללים: הפרדת שתי חברות לכרטיסי אשראי משני הבנקים הגדולים תוך מתן הגנות ינוקא לחברות המופרדות; הפחתת החסמים לגישה של שחקנים חדשים למערכות התשלומים; עידוד המוסדיים לקיים פעילות באשראי מול לקוחות קמעונאיים; שיפור הגישה של הלקוחות למידע הפיננסי הנוגע להם ומתן אפשרות לקבל הצעות ערך מגופים נוספים; הסרת חסמים טכנולוגיים כדי לאפשר לבנקים חדשים להיכנס לשוק; הגברת התחרות בתחום האשראי (לדוגמה מתן אפשרות ליצור שיעבוד שני על נכס).

²³ בראש הוועדה עמד מר דרור שטרס, ועם חבריה נמנו משרד האוצר, בנק ישראל, משרד המשפטים, הרשות להגבלים עסקיים ונציגי ציבור. כתב המינוי של הוועדה הגדיר את המנדט שניתן לפעילותה: בחינת האפשרות להכניס שחקנים חדשים לתחרות על אספקת שירותים בנקאיים נפוצים, לרבות האפשרות להפריד את החברות לכרטיסי אשראי מהבנקים, ובחינה של צעדים משלימים להסרת חסמים ולקידום התחרות.

הבנקים הגיעו ליעדי ההון הרגולטוריים והם ממשיכים לפעול להגדלת ההון.



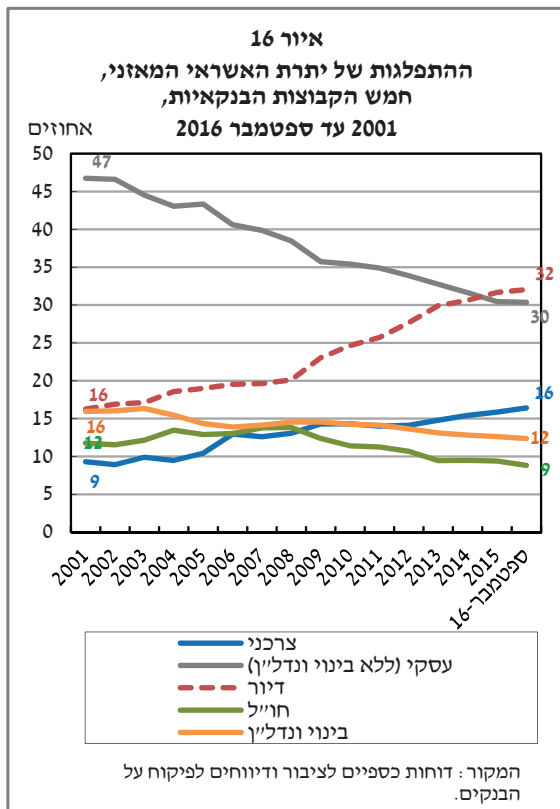
הבנקים הוסיפו להרחיב את האשראי למשקי הבית (האשראי הצרכני והאשראי לדירה), וחלקו בסך תיק האשראי גדל משמעותית בעשור האחרון.

להתמודד עם האתגר שהשחיקה מציבה מימשו הבנקים נכסים, בעיקר אג"ח ומניות בתיק הזמין למכירה. היציבות בנכסי הסיכון נשמרה במקביל לכך שהבנקים הגדילו את האשראי למשקי הבית ולעסקים הקטנים והבינוניים, והיא הושפעה ממהלכים שהבנקים נקטו לצמצום נכסי סיכון האשראי. אלה כללו: צמצום האשראי ללווים העסקיים הגדולים, מכירת תיקי משכנתאות, ביצוע עסקאות סינדיקציה, ורכישת ביטוח לתיק ערבויות לרוכשי דירות מכוח חוק המכר. יחס המינוף של סך חמש הקבוצות הבנקאיות הגיע ל-6.6%, וכל הבנקים במערכת כבר עומדים ביעדים של יחס המינוף שקבע הפיקוח על הבנקים בהתאם לעקרונות באזל III. במהלך התקופה הנסקרת הנפיקו כמה בנקים אג"ח מסוג CoCo (Contingent Convertibles), מכשירי הון שעקרונות באזל מתירים לכלול בהון רובד ²⁴.

ב. סיכון האשראי

יתרת האשראי המאזני של חמש הקבוצות הבנקאיות התרחבה ב-4% – גבוהה במקצת מקצב הגידול של התוצר – והסתכמה ב-940 מיליארד ש"ח. התרחבות זו מקורה באשראי לדירה (6%) ובאשראי הצרכני שאינו לדירה (9%):

²⁴ הרחבה מופיעה בתיבה ב'-1 בסקירה של מערכת הבנקאות בישראל לשנת 2015.



ביטוח לתיק ערבויות המכר. הפיקוח על הבנקים פעל לכך שרכישת הפוליסות תוכר כהגנת אשראי המצמצמת את החשיפה לענף הבינוי והנדל"ן, ובכך אפשר לבנקים להוסיף ולהגדיל את היצע האשראי לענף זה ולממן פרויקטים חשובים מבלי להגדיל את החשיפה לסיכון.

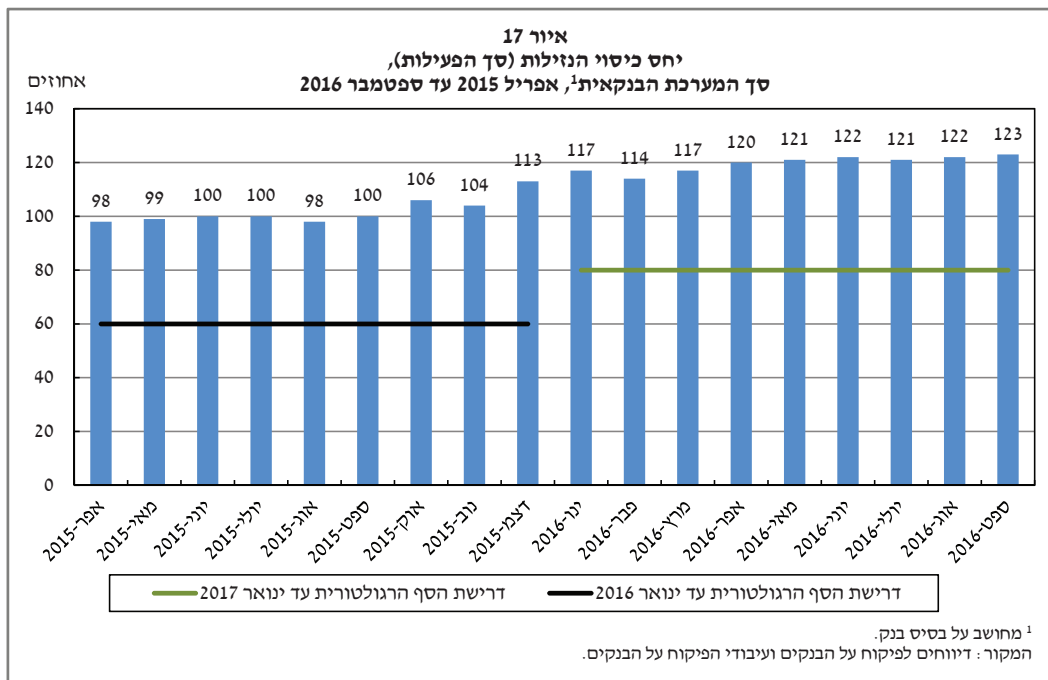
במהלך תשעת החודשים הראשונים של השנה נמשכה הפעילות הערה בשוק הדירות, וזו באה לידי ביטוי בכך שנטילת המשכנתאות עמדה על היקף גבוה – כ-5.1 מיליארדי ש"ח לחודש בממוצע. מאפייני הסיכון המשתקפים בשיעור המימון ובשיעור ההחזר מההכנסה נותרו ללא שינוי מהותי, אולם בכל מגזרי הריבית וההצמדה נרשם גידול בריבית הממוצעת על המשכנתאות, בגובה ההלוואה הממוצעת למטרת מגורים, ובתקופה הממוצעת לפירעון.

ג. סיכון הנזילות

נזילות הבנקים המשיכה לגדול בהתאם למתווה שקבעו הפיקוח על הבנקים ובנק ישראל, ומגמת השיפור בערכו של יחס כיסוי הנזילות (LCR, Liquidity Coverage Ratio) נמשכה גם השנה²⁵. ערכו של יחס כיסוי הנזילות (סך הפעילות, על בסיס בנק) עלה בכל אחד מהבנקים על 100%, דרישת המינימום ליישום המלא של הוראת הפיקוח,

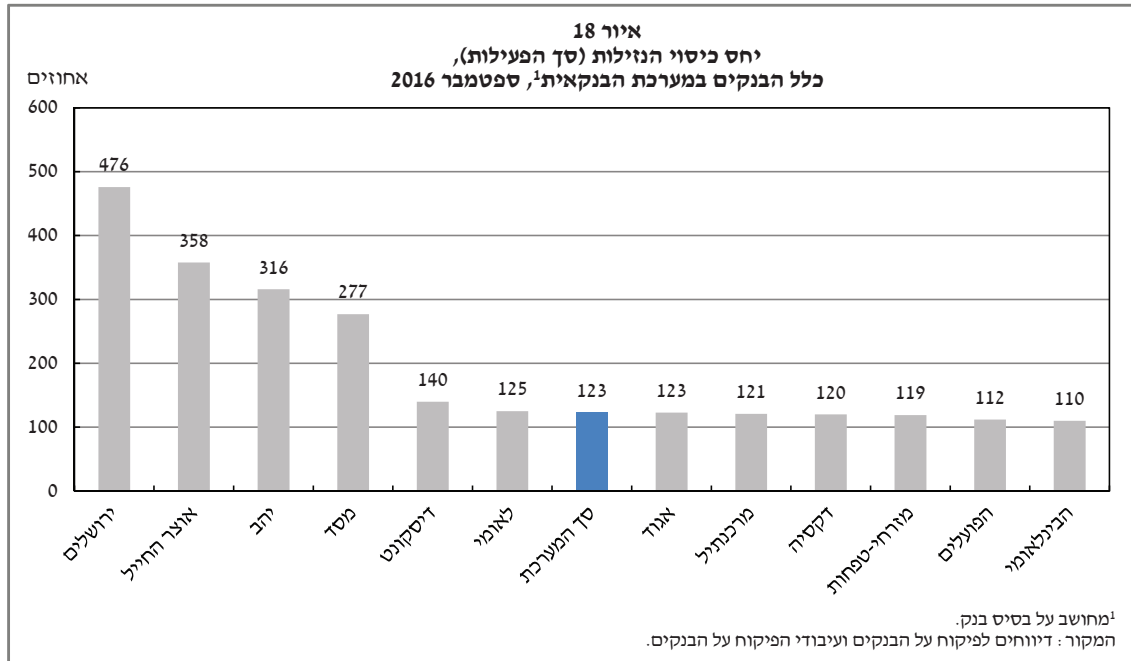
שניהם המשיכו לגדול, אם כי האשראי לדיור גדל בקצב מתון בהשוואה לקצב בשנים הקודמות. נוסף לכך הגדילו הבנקים את האשראי העסקי (3%), לאחר ארבע שנים של האטה. תיק האשראי העסקי הושפע מהמשך מגמת ההתרחבות באשראי למגזר העסקים הקטנים ולמגזר העסקים הבינוניים, ומהמשך מגמת ההצטמצמות ביתרות האשראי ללווים הגדולים. יתרה מכך, נמשך השיפור במדדים לאיכות תיק האשראי, וניכר כי הבנקים הוסיפו לצמצם את ריכוזיות הלווים בתיק האשראי לפי גודל לווי. היקף האשראי לענף הבינוי והנדל"ן עלה במתינות – כ-1% במונחים שנתיים – משום שסעיף הבינוי התרחב (6%) בשעה שסעיף הנדל"ן התכווץ. חלקו של אשראי זה, יחד עם האשראי לדיור, הגיע ל-44% מתיק האשראי הבנקאי. חשיפתם של הבנקים לאשראי לדיור ולאשראי לענף הבינוי והנדל"ן ממשיכה להוות מוקד סיכון מרכזי ללווים ולמערכת הבנקאית, על רקע ההתפתחויות בשוק הדיור וגודלו של תיק זה במאזן הבנקים. על מנת לצמצם את הסיכון הוסיפו הבנקים לנקוט צעדים לצמצום החשיפה לאשראים אלה: הם מכרו חלק מתיקי האשראי לדיור לגופים פיננסיים אחרים ורכשו ממבטחי משנה פוליסות

בדומה לשנה וחצי האחרונה, גם השנה שיפרו רוב הבנקים את הנזילות והגדילו את יחס כיסוי הנזילות, בדרכם ליישום מלא של הוראות הפיקוח בנושא.



²⁵ על בסיס בנק.

ערכו של יחס כיסוי הנזילות עלה בכל אחד מהבנקים על 100% – דרישת המינימום ליישום המלא של הוראת הפיקוח, יישום שמועדו נקבע לינואר 2017.



הביטוח הגדולות²⁸, גדל בעשור האחרון ביותר מפי שניים. זאת ועוד, חברות הביטוח הגדולות עלולות לתרום לסיכון המערכתי, בין השאר משום שקיימות החזקות צולבות בין לבין הבנקים²⁹, ומשום שקיימת חפיפה גדולה בין הנכסים שמחזיקים הגופים המוסדיים השונים – בראשם חברות הביטוח הגדולות – וכן בין הנכסים שמחזיקים המוסדיים והנכסים שמחזיקים הבנקים^{30,31}.

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016 רשמו חמש חברות הביטוח הגדולות רווח כולל מצרפי זניח, 87 מיליוני ש"ח, בשעה שבתקופה המקבילה אשתקד עמד הרווח על

יישום שמועדו נקבע לינואר 2017. השיפור בנזילות הבנקים היתרגם לשיפור בנזילותה של המערכת כולה, וערכו המצרפי של יחס הכיסוי עמד בסוף הרבעון השלישי על כ-123% (113% בדצמבר 2015). מבנה המקורות נפגם מעט במהלך התקופה הנסקרת עקב העלייה בשיעורם של הפיקדונות המיידים לפי דרישה, אך עם זאת הוא מוסיף להיות יציב ולהתבסס בעיקר על פיקדונות קמעונאיים ופחות על מימון סיטונאי פיננסי ומימון סיטונאי אחר.

4. חברות הביטוח²⁶

בשנים האחרונות גוברת ההכרה בכך שבמסגרת השמירה על יציבותה של המערכת הפיננסית יש חשיבות לשמירה על יציבותן של חברות הביטוח. במקביל חלה עלייה בחשיבותו המערכתית של מגזר ביטוח החיים במדינות המפותחות²⁷, וישראל אינה יוצאת מכלל זה: היקף הנכסים שמנהלים המשקיעים המוסדיים, בראשם חברות

²⁸ בסקירה זו נתמקד בחמש חברות הביטוח הגדולות (לפי שווי הנכסים): "הראל", "מגדל", "הפניקס", "כלל" ו"מנורה". כל החברות האלה מקיימות פעילות בכל תחומי הביטוח המרכזיים.

²⁹ נציין כי ההחזקות הצולבות מוגבלות בחקיקה, בהוראות של הפיקוח על הבנקים ובתקנות של הרשות לשוק ההון, הביטוח והחיסכון.

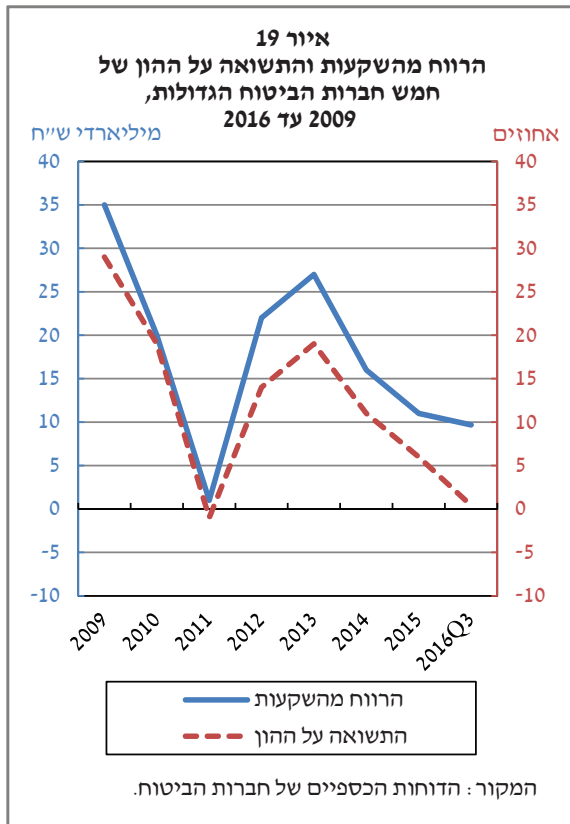
³⁰ ראו פרק ד' בתוך בנק ישראל (2013), *דין וחשבון לשנת 2012*.

³¹ דיון בסיכון המערכתי הנשקף מחברות הביטוח הגדולות מופיע גם אצל: Acharya, V (2015) "Are insurance firms systemically important?" Presentation at Stockholm Institute for Financial Research, 15 August; Bank of England (2015) "Insurance and financial stability", *Quarterly Bulletin*, 55(3): 242-58.

²⁶ הנתונים והניתוחים בפרק נכונים לסוף נובמבר 2016 אלא אם נכתב אחרת.

²⁷ ראו IMF (2016) "The insurance sector: Trends and systemic risk implications", in *Global Financial Stability Report* (April).

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016 נמשכה מגמת הירידה בתשואה על ההון של חמש חברות הביטוח הגדולות.



של כושר פירעון³⁴. משטר זה מבוסס על Solvency II, והוא קובע כי ההון של חברות הביטוח יימדד על בסיס כלכלי שמשקף טוב יותר את ההון הזמין לספיגת הפסדים בלתי צפויים, וכי דרישת ההון תתבסס על מכלול הסיכונים הידועים שהחברות חשופות להם³⁵. ישראל תחיל את דרישות הגילוי של המשטר החדש במרוצת 2017, לפי הוראות הממונה על שוק ההון. אמנם כל החברות הגדולות נהנות כעת, לפני החלת המשטר החדש, מעודף הון משמעותי ביחס להון הנדרש, אולם שתיים מהן – "מגדל" ו"הפניקס" – פרסמו אינדיקציות לכך שכאשר Solvency II תיכנס לתוקף, הן יסבלו מחוסר הון שמגיע, בהתאמה, לכ-2.2

כ-373 מיליוני ש"ח. הרווח הכולל המצרפי מבטא תשואה אפסית על ההון העצמי³², וזו מהווה המשך לתשואה הנמוכה ברבעונים המקבילים אשתקד (2.3%) וניגוד לתשואה הממוצעת ב-2009–2015 – 14% כמעט (ראו איור 19). התוצאות החלשות נבעו מרווחים מתונים מהשקעות, וכן מהפרשה משמעותית לעתודות ביטוחיות – ערכה המצרפי מתקרב ל-2 מיליארדי ש"ח – בעיקר עקב הירידה שהציג עקום התשואות חסרות הסיכון במשק. ירידת התשואות מובילה לעלייה בשווי המהוון של התחייבויותיהן העתידיות של החברות, ולכן הן נדרשות לרשום כנגדה הפסד. רישום זה תומך ביציבותן מאחר שהוא משפר את ההתאמה בין שווי נכסיהן – נתון שמושפע לטובה מירידת התשואות – לבין שווי התחייבויותיהן³³. נציין כי עקום התשואות חסרות הסיכון עלה ברבעון השלישי של 2016, ועלייתו קיזזה באופן חלקי את ההפרשות לעתודות הביטוחיות שנערכו בשני הרבעונים הראשונים של השנה. לאחר הבחירות בארה"ב חלה עלייה נוספת בתשואות על האג"ח הממשלתיות בישראל, ואם זו תיוותר על כנה היא צפויה לשחרר עוד חלק מהסכום שהופרש לעתודות ברבעון הרביעי של השנה. במקביל נדרשו החברות להגדיל את העתודות בענפים "רכב חובה" ו"חבויות", היות שבעקבות המלצותיה של ועדת וינוגרד נערך שינוי בתקנות הביטוח הלאומי בנוגע לשיעור הריבית לצורך היוון קצבה שנתית.

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016 הכירה חברת ביטוח אחת ברווחי שיערוך משמעותיים כתוצאה משיערוך נדלין לשימוש עצמי, וזאת בהמשך לכך ששתי חברות אחרות הכירו ברווחים מסוג זה במחצית השנייה של 2015. יצוין כי בשעה שרווחי שיערוך כאלה אינם צפויים להתממש בעתיד הנראה לעין, הם משפיעים על ההון העצמי של החברות ומופצים לצורך חלוקת דיווידנד. אם מחלקים רווחים בלתי ממומשים מסוג זה לבעלי המניות, הדבר עלול להגדיל את הסיכון הנשקף לחברות הביטוח.

כל חברות הביטוח הגדולות גייסו הון משני והון שלישוני בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016 – ערכו המצרפי גבוה מ-1.5 מיליארד ש"ח – על מנת לעמוד במשטר חדש

³⁴ ארבע מהחברות הגדולות גם חילקו במקביל דיווידנד, אך סכומן המצרפי עומד על כ-182 מיליוני ש"ח בלבד.

³⁵ דיון נרחב ב-Solvency II מופיע בדוחות היציבות מיוני ומדצמבר 2015.

³² התשואה על ההון שווה ליחס בין הרווח הכולל של החברות לבין ההון העצמי שלהן.

³³ הגדלת העתודות על רקע הריבית הנמוכה במשק נידונה בהרחבה בדוח היציבות הפיננסית מיוני 2015.

משמעותית מהמוצע בשוק הפנסיה – כ-1.31% וכ-1.49% מההפקדות השוטפות, תלוי בקרן, ובסביבות 0% מהצבירה. זאת בשעה שדמי הניהול הממוצעים בקרנות הקיימות עמדו בסוף 2015 על 3.17% מההפקדות ועל 0.28% מהצבירה. הרפורמה הנוגעת לקרן ברירת המחדל, לצד תיקון שנערך בסוף 2015 וקובע כי החשבונות הבלתי פעילים של העמיתים בקרנות הפנסיה יאוחדו בקרן הפנסיה הפעילה שלהם, צפויים להגביר את התחרות בין קרנות הפנסיה. דבר זה מצדו צפוי לפגוע ברווחיות של חברות הביטוח הגדולות, היות שהן מחזיקות בחלק הארי (מעל 95%) של שוק זה.

דמי הניהול שהרוויחו חמש החברות הגדולות מקרנות הפנסיה שבבעלותן הגיעו במחצית הראשונה של 2016 לכ-750 מיליוני ש"ח, ועל יסוד זאת אפשר להסיק כי לולא השינוי היו דמי הניהול בשנה זו עומדים על כ-1.5 מיליארד ש"ח. דמי הניהול מפנסיה במחצית הראשונה היו בממוצע כ-5.2% מההפקדות בחמש החברות הגדולות – כמעט פי 4 מדמי הניהול בקרן ברירת המחדל שמציעה את דמי הניהול הנמוכים ביותר (1.31%). חישוב פשוט מראה כי ירידה של נקודת אחוז בדמי הניהול מההפקדות³⁹ צפויה להקטין בכ-300 מיליוני ש"ח את דמי הניהול המצרפיים שמקבלות חברות הביטוח הגדולות מעמיתיה הפנסיה⁴⁰. ירידה שכזו תגרע כמעט 1.1% מההון העצמי המוכר שלהן (כמעט 1.4% מההון העצמי לפי כללי החשבונאות). אם יתממש תרחיש קיצון שבו דמי הניהול בקרנות הפנסיה הגדולות יורדים ל-1.31%, הדבר יגרע כ-1.1 מיליארד ש"ח מרווחיהן של החברות הגדולות וכמעט 4% מההון העצמי המוכר שלהן (כ-5% מההון העצמי לפי כללי החשבונאות). אולם חשוב לזכור שבדיקות הרגישות הללו אינן מביאות בחשבון את יכולתן של החברות להתאים את הוצאותיהן, ובפרט את הוצאות המכירה, לקיטון בדמי הניהול.

התוצאות החלשות יחסית שהציגו חברות הביטוח, לצד החששות מהשפעותיהם של הצעדים הרגולטוריים בענפי הביטוח והחיסכון לטווח ארוך, הובילו בשנה האחרונה לירידה חדה בשווי השוק של חברות הביטוח. שווי השוק המצרפי של חמש החברות הגדולות ירד ב-29% מסוף אוגוסט 2015 ועד סוף אוגוסט 2016, והירידה נעה בין 12%

מיליארדי ש"ח ולכמיליארד ש"ח³⁶; הפרסום מתבסס על תרגיל IQIS5 שהוגש למפקחת על הביטוח באוגוסט 2016 ועל ההתאמה להון המשני שגויס בשנת 2016³⁷. ההחלטה להחיל על חברות הביטוח משטר הון מבוסס סיכונים, בהתאם למגמה הרווחת בעולם, נושאת חשיבות רבה וצפויה לתרום להבטחת יציבותן, אך התאמות ההון הנדרשות עשויות להכביד על חלק מהחברות הגדולות בטווח הקצר-בינוני.

חברות הביטוח חשופות בפעילות ההשקעה לסיכון שוק שנובע ממאפייניהם הספציפיים של הנכסים. בפוליסות משתתפות ברווחים שהונפקו החל מ-1991 הרווחים והסיכון עוברים ישירות למבוטחים, וחברות הביטוח נהנות מדמי ניהול בגין ניהול ההשקעה. עם דמי הניהול הללו נמנים דמי ניהול משתנים שהחברות זכאיות להם בגין פוליסות משתתפות ברווחים שהונפקו בין 1991 ל-2003. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016 נהנו חמש החברות הגדולות מדמי ניהול משתנים שסכומם המצטבר הגיע ל-391 מיליוני ש"ח. אשר לתיק הנוסטרו של החברות, זה מורכב מהנכסים שאינם עומדים כנגד הפוליסות המשתתפות ברווחים, בכללן פוליסות מבטיחות תשואה שהונפקו עד 1991, והחברות שומרות בו על רמת סיכון נמוכה יחסית. אמנם בשנים האחרונות עלה בהדרגה משקלם של נכסי הסיכון בתיק הנוסטרו, אבל בסוף אוקטובר 2016 עדיין הושקעו 56% מהתיק המצרפי באג"ח ממשלתיות בישראל, פיקדונות, מזומנים ושווי מזומנים, וזאת בהשוואה ל-29% מנכסי הפוליסות המשתתפות ברווחים. כמעט שליש מתיק הנוסטרו של חברות הביטוח מושקע באג"ח מיועדות מסוג ח"ץ – אג"ח בלתי סחירות שהממשלה הנפיקה לטובת התכניות מבטיחות התשואה, והריבית שהן נושאות גבוהה מהריבית המובטחת בתכניות אלה³⁸.

באחד באוגוסט 2016 נבחרו שתי קרנות פנסיה קטנות וחדשות לשמש קרנות ברירת מחדל לעובדים שלא בחרו קרן פנסיה אחרת. קרנות אלה מציעות, הן לעובדים הללו והן לעובדים שיבחרו לעבור אליהן, דמי ניהול נמוכים

³⁶ בהתחשב בהוראת המעבר לתרחיש מניית; ללא התחשבות בה החוסר בהון של שתי החברות גבוה אף יותר.

³⁷ לפי הטיוטה שפרסמה הממונה על שוק ההון, התאמת ההון הנדרש מחברות הביטוח תיפרס על פני תקופה, וההון שנדרש בדצמבר 2016 מהווה 60% מההון הנדרש לכושר פירעון.

³⁸ דיון נרחב בתיק הנכסים של חברות הביטוח ובסיכונים ההשקעה שלהן מופיע בדוח היציבות הפיננסית מיוני 2015.

³⁹ ירידה זו שוות ערך לירידה של כ-0.1 נקודת אחוז בדמי הניהול מהצבירה.

⁴⁰ החישובים כאן ובהמשך נערכו בהנחה המפשטת שלא צפוי שינוי בהפקדות נטו בקרנות הפנסיה.

5. המגזר העסקי הלא-פיננסי

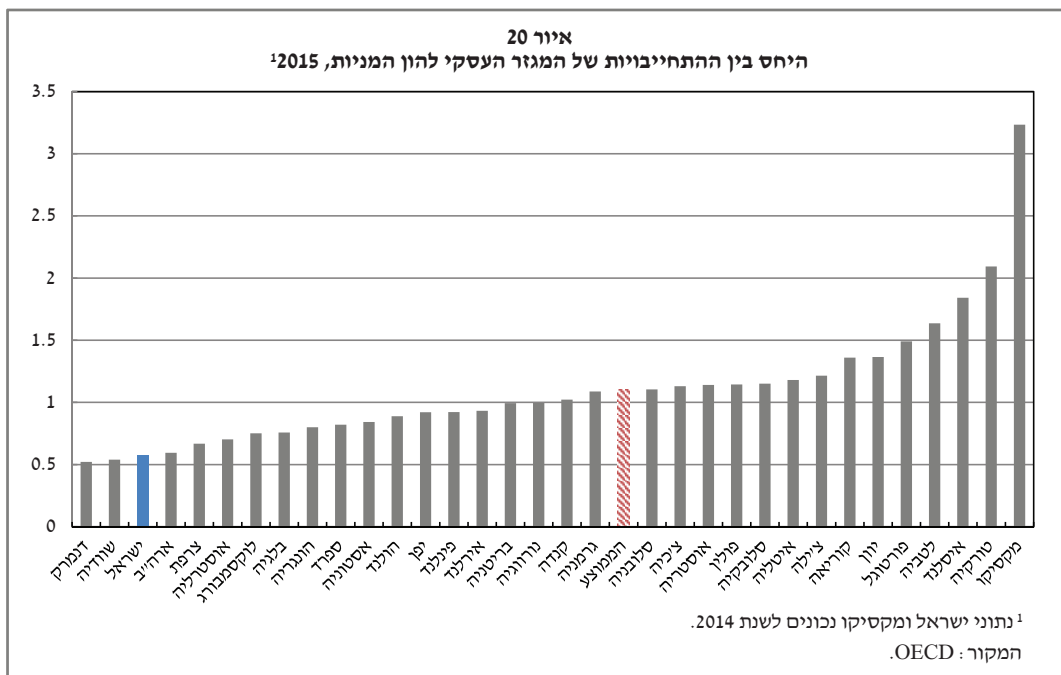
א. חוסנו של המגזר העסקי

הנתונים על הפעילות הריאלית בדרך כלל העידו שהצמיחה נמשכה במחצית הנסקרת. חטיבת המחקר מעריכה כי התוצר צמח ב-2016 ב-3.5%, וכי בשנים הבאות ימשיך המשק לצמוח בקצב של כ-3% לשנה או מעט למעלה מכך. סקר החברות לרבעון השלישי של 2016 הצביע על מאזן חיובי ומובהק בסך המגזר העסקי, ועל סמך נתונים ראשוניים מסקר החברות לרבעון הרביעי ניתן להעריך שגם ברבעון זה צמח התוצר העסקי בקצב דומה לזה של הרבעונים הקודמים. לפי ההערכות, ההיבט הריאלי צפוי ליצור השפעות חיוביות על חוסנו הפיננסי של המגזר העסקי.

אשר להיבטים הפיננסיים של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות, כאשר בוחנים את יחס המינוף על פי היחס בין ההתחייבויות לנכסים⁴², מוצאים כי החציון והמוצע שלו הגיעו לרמות נמוכות מבחינה היסטורית: הם עמדו על

("הפניקסי") ל-42% ("מגדלי"). בעקבות הירידה בשווי השוק של החברות ירד היחס בין שווי השוק המצרפי להון העצמי החשבונאי שלהן, ובסוף אוגוסט 2016 הוא הגיע לרמת שפל – 56%. בספטמבר-נובמבר התאוששו מניותיהן של חברות הביטוח, שווי השוק המצרפי של חמש החברות הגדולות עלה בכ-20%, ובסוף נובמבר הוא היווה כ-65% מההון העצמי החשבונאי שלהן. לעומת הירידה החדה שחלה מאז אוגוסט 2015 בשוויין של חברות הביטוח, הקמתן של קרנות ברירת המחדל עוררה בשוק תגובה מתונה יחסית: ירידה של 2.1% במדד ביטוח מניות והמירים (לעומת ירידה של 0.1% במדד ת"א 100) בשלושת הימים שלאחר ההכרזה על הזוכות במכרז (2–4 באוגוסט 2016)⁴¹. המניות של כל חברות הביטוח הגדולות ירדו בימים הללו; הירידה במניה של "מנורה", חברה שקרן הפנסיה שבבעלותה מהווה שיעור גדול יחסית מהכנסותיה, הייתה חדה יחסית, אבל מעבר לכך אי-אפשר לזהות קשר ברור בין עוצמת התגובה של מניות החברות למידה שבה קרנות הפנסיה שבבעלותן תרומות להכנסות או לרווחיות.

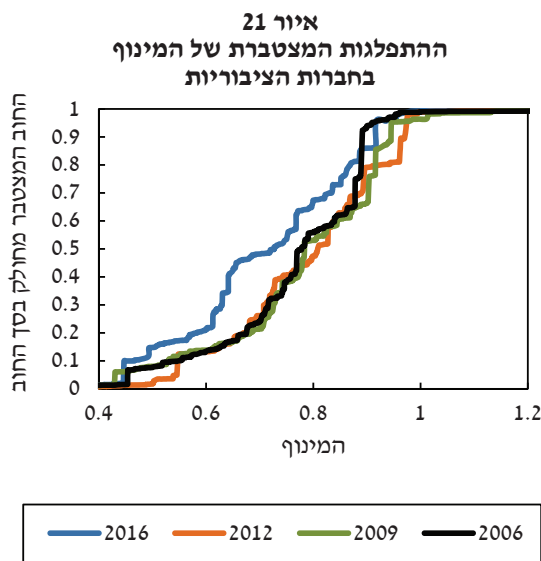
בהשוואה לעולם יש בישראל יחס נמוך בין סך ההתחייבויות של המגזר העסקי הלא-פיננסי לבין הון המניות.



⁴² הנתון כולל את סך ההתחייבויות – לבנקים, למחזיקי האג"ח, לספקים וכד'; אלה לקוחות מהדוחות הכספיים שכלל החברות הציבוריות הלא-פיננסיות פרסמו במחצית הראשונה של 2016, אלא אם נכתב אחרת.

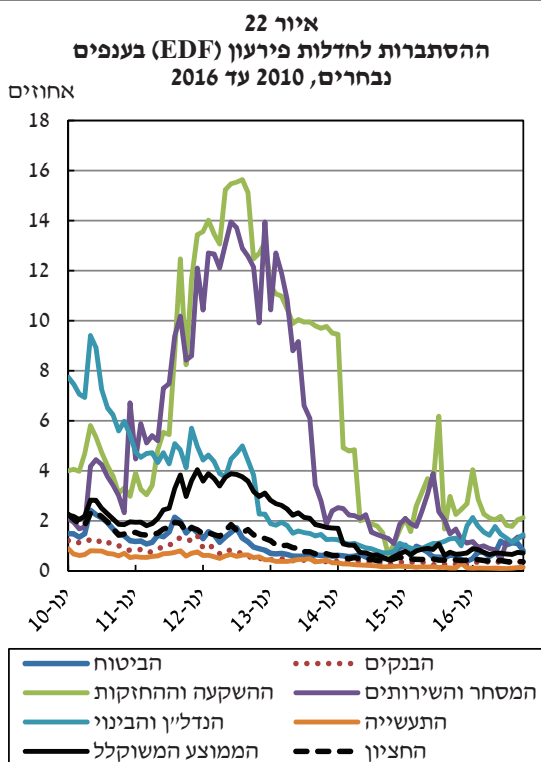
⁴¹ התשובה העודפת השלילית של מדד הביטוח, יחסית למדד תל אביב 100, עמדה בתקופה זו על כסטיית תקן אחת. לפיכך היא אינה שונה באופן מובהק מאפס, בהנחה שההתפלגות נורמלית ואין מתאם סדרתי בשאריות.

לרוב המינוף ירד בכל ההתפלגות במשך השנים.



המקור: בנק ישראל.

ההסתברות לחדלות פירעון בחברות הציבוריות נותרה נמוכה מבחינה היסטורית.



המקור: בנק ישראל.

60.2%-57.8%⁴³, בהתאמה, בשעה שערכיהם הממוצעים ב-2006—2015 עמדו על 64.4%-61.4% (איור 23). כאשר בוחנים את יחס המינוף על פי היחס בין סך ההתחייבויות להון המניות (על סמך נתוני החשבונאות הלאומית), מוצאים כי הוא נמוך בהשוואה בין-לאומית⁴⁴ (איור 20). אולם התמקדות במדדי מרכז עשויה לעתים לטשטש סיכונים בצדו, ולכן בדקנו את התפלגות המינוף כולה – כלומר את הטווח שלה ואת קצותיה. לשם כך מיינו את החברות הציבוריות הלא-פיננסיות בישראל לפי רמת המינוף (מהנמוכה לגבוהה), ובחנו את המינוף המצטבר ביחס לחוב הכולל בענף⁴⁵. איור 21 מציג את התוצאות בשנים נבחרות. התפלגותם של שיעורי המינוף מלמדת כי בצדה הימני, המשקף סיכון גבוה יותר, אין תופעות חריגות משמעותיות. כמו כן, השיפור ברמת המינוף – כלומר הירידה בחציון ובממוצע – נצפה באופן כללי בכל ההתפלגות: על פי רוב היא זזה שמאלה במרוצת השנים. ההסתברות לחדלות פירעון בחברות הציבוריות, לפי אינדיקטור ה-EDF, נותרה נמוכה מבחינה היסטורית וללא שינויים משמעותיים⁴⁶ (איור 22). ערכו הממוצע של האינדיקטור נע במחצית הנסקרת בין 0.1% בענף התעשייה ל-1.8% בענף ההשקעה וההחזקות. ממוצע מכפילי הרווח של החברות הציבוריות הנכללות במדד ת"א 100 שמר על יציבות במחצית השנייה (כ-17, בדומה לממוצע בארבע השנים האחרונות).

⁴³ ממוצע משוקלל לפי גובה ההתחייבויות.

⁴⁴ ה-OECD מתבסס בחישוביו על נתוני החשבונאות הלאומית ולכן כולל את כל החברות במשק, ולא רק את החברות הציבוריות (מאחר שהעסקים הקטנים ממונפים פחות מהחברות הציבוריות, חישוב זה מניב ערכים נמוכים יותר). כמו כן הארגון מתבסס על נכסים והתחייבויות פיננסיים בלבד.

⁴⁵ התקרבות מהירה ל-1 מעידה בדרך כלל על פיזור נמוך סביב מדדי המרכז, כלומר במקרה כזה הם מספרים את עיקר הסיפור, ולהפך.

⁴⁶ Expected Default Frequency. סוכנות 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 העתידיים של החברה – רווחים שבאים לידי ביטוי בתנודתיות המניה. האיור הנידון כולל יותר חברות מהאזורים שפורסמו בעבר, ולכן יש הבדלים מסוימים בין הפרסומים השונים.

מהחוב לבנקים (לעומת, בהתאמה, 25%-ו-15% בשנת 2010), ומאחר שהוא נהנה בשנים האחרונות מעלויות מחירים מהירות, הוא חשוף מאוד לשינוי במגמת המחירים. החציון של שיעור המינוף בענף זה⁴⁹ הוסיף לרדת והגיע ל-66% (הרמה הנמוכה ביותר בעשור האחרון⁵⁰). כאשר בוחנים את המשתנים המזינים את נוסחת המינוף – ההתחייבויות וסך הנכסים – מוצאים כי בחברות הציבוריות מתחום הנדל"ן ערכיהם החציוניים גבוהים, בהתאמה, ב-175% וב-179% מהערכים ב-2007⁵¹. זאת בהשוואה ל-57%-ו-72%, בהתאמה, בכל החברות הציבוריות, כולל חברות הנדל"ן (איור 23). מאחר שהמדד למחירי הדירות כמעט הכפיל את עצמו בעשור האחרון, ולנוכח המעבר לכללי IFRS – שיטה שמחזקת את הקשר בין שווי הנכסים בדוחות הכספיים לשינויים במחיריהם בשוק – ניתן להעריך כי העלייה בהתחייבויות נבעה ברובה מגידול בהיקף ההתחייבויות שניטלו (אלה אינן צפויות להשתנות בעקבות ירידה במחירי הדירות), ואילו העלייה במחירי הנדל"ן השפיעה על שווי הנכסים בענף⁵², לצד הגידול הממשי בנכסים. הגידול בהתחייבויות מהווה אינדיקציה מסוימת לגידול הממשי

לוח⁴⁷ מציג יחסים פיננסיים שונים בענפים נבחרים, וכן את הקשרים הריאליים בין החברות הציבוריות הכלולות בהם. כאשר היחסים הפיננסיים השתפרו (הידרדרו) בהשוואה לממוצע בעשור האחרון, צבענו את התא בירוק (ורוד). ענף התעשייה והכרייה אחראי לכ-10% מהתוצר העסקי ול-16% מהאשראי במשק, והוא מציג שיפור בהשוואה לעשור האחרון. הבינוי והפעילות בנדל"ן בדרך כלל מציגים תמונה משופרת בהשוואה לעבר. בענף המידע והתקשורת בדרך כלל ניכרת הידרדרות בהשוואה לעבר, אולם הענף מהווה חלק קטן באשראי אף שהוא מהווה חלק גדול יחסית מהפעילות הכלכלית במשק. במקומות שבהם ירד היחס השוטף ב-2015 לערך נמוך מהממוצע ארוך הטווח, היחס עדיין גבוה מ-1. היחס המהיר ב-2015 בדרך כלל נמוך מהממוצע ארוך הטווח, אך בכל הענפים לבד מענפי הנדל"ן הוא מצוי קרוב ל-1 או מעליו. בנדל"ן היחס המהיר נמוך, והוא מאפיין את הענף שכן המלאי בו אינו נזיל⁴⁸. ענף הנדל"ן דורש מטבע הדברים תשומת לב נוספת. ענף זה אחראי לכשליש משוק האג"ח התאגידיות ולכ-15%

לוח 1																				
יחסים פיננסיים בענפים נבחרים במשק (חציונים) וחלקם במערכות הפיננסית והריאלית, סוף 2015																				
הענף	משקל הענף בתוצר העסקי	משקל החברות הציבוריות בתוצר העסקי של הענף	משקל הענף באשראי	הקישוריות (מיליארדי ש"ח)	יחס המינוף			יחס השוטף			יחס המהיר			יחס כיסוי המזומן			מרווח (נקודות אחוז)	EDF		
					סוף 2015	4 של שנים	10 של שנים	סוף 2015	4 של שנים	10 של שנים	סוף 2015	4 של שנים	10 של שנים	סוף 2015	4 של שנים	10 של שנים				
תעשייה וכרייה	19%	51%	16%	28	0.48	0.50	0.51	1.90	1.87	1.88	1.33	1.31	1.32	3.35	2.37	1.90	3.46	2.65	1.92	2.86
בינוי	8%	8%	24%	29	0.78	0.80	0.80	1.19	1.16	1.16	0.41	0.42	0.45	2.70	2.46	1.99	0.81	0.89	0.37	2.65
פעילויות בנדל"ן	4%	51%	10%	4	0.66	0.68	0.70	0.90	0.82	0.84	0.56	0.54	0.59	2.66	2.38	1.97	1.41	1.05	0.70	2.39
מסחר ואיורח	16%	12%	17%	40	0.65	0.65	0.66	1.32	1.30	1.40	0.98	0.93	1.02	1.85	1.83	2.11	2.85	2.06	1.68	2.09
מידע ותקשורת	14%	34%	3%	23	0.55	0.57	0.54	1.35	1.41	1.74	1.29	1.36	1.69	1.17	2.44	2.65	2.72	3.00	2.25	1.70
שירותים	21%	4%	5%	36	0.50	0.52	0.53	1.73	1.88	2.01	1.71	1.76	1.90	0.16	0.55	0.63	0.01	0.40	0.65	1.88

⁴⁹ ענף זה מורכב בעיקר משני סוגי פעילות: בינוי ופעילות בנדל"ן (נדל"ן מניב). לכל אחד מסוגי הפעילות מאפיינים שונים, אך הם נכללים באותה קטגוריה.

⁵⁰ הירידה ברמות המינוף אפיינה את כל ההתפלגות (ההתפלגות כולה זזה שמאלה, בדומה לתמונה המצטיירת מאיור 21), ובחינת קצותיה לא חשפה ממצאים חריגים הן בחברות הנדל"ן והן בכלל החברות הציבוריות.

⁵¹ חציון ההתחייבויות וחציון הנכסים בענף הבינוי צמחו ב-121% וב-155%, בהתאמה, ובענף הפעילות בנדל"ן הם צמחו ב-241%-ו-284%.

⁵² ראו למשל את הניתוח בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2015.

⁴⁷ הסברים נוספים על הלוח מופיעים בדוח היציבות הפיננסית מיוני 2014, עמ' 42. חשוב לציין כי הלוח בדוח זה מתבסס על סיווג הענפים שערכה הלמ"ס.

⁴⁸ היחס השוטף והיחס המהיר נותנים אינדיקציה ליכולת החברה לפרוע את התחייבויותיה קצרות הטווח באמצעות נכסיה הנזילים. יחסים אלו מתקבלים לאחר שנוטלים, בהתאמה, את שווי הנכסים השוטפים ואת שווי הנכסים השוטפים בניכוי שווי המלאי, ומחלקים אותו בהתחייבויות. יחס גדול מ-1 מעיד על יכולת כזאת, אך רצוי שתיוותר שארית מסוימת למקרה של הפסדים וכיו"ב.

כי ענף הפעילות בנדל"ן ממונף פחות מענף הבינוי – המינוף החציוני עומד, בהתאמה, על 62.3% ועל 80%⁵³.

ב. האשראי למגזר העסקי ואיכות

החוב הכולל של המגזר העסקי עלה ברבעון השלישי ב-11 מיליארד ש"ח, ל-841 מיליארד בספטמבר. עלייה זו נבעה ברובה מגיוסים נטו באג"ח הסחירות בישראל.

האג"ח התאגידיות שהמגזר העסקי הנפיק (כולל זרות, סחירות ובלתי סחירות) הסתכמו בין יולי לנובמבר בכ-24 מיליארדי ש"ח⁵⁴. הרכב ההנפקות לפי דירוגים מתחילת השנה ועד נובמבר דומה להרכב בשנת 2015. פילוח לפי ענפים מעלה כי 46% מהאג"ח שהמגזר העסקי הנפיק ב-2016 (עד נובמבר) שייכים לענפי הנדל"ן, לעומת 58% בשנת 2015. בתקופה זו הנפיקו חברות זרות אג"ח סחירות ובלתי סחירות בסכום כולל של 4 מיליארדי ש"ח (3.2 מיליארדים מתוכם שייכים לאג"ח סחירות מתחום הנדל"ן, לעומת כ-5.5 מיליארדים ב-2015 כולה).

בשנת 2016 נכנסו שתי חברות להסדר חוב ראשון (איור 24). בין דצמבר 2016 לאוקטובר 2017 צפויים פירעונות של אג"ח תאגידיות בסכום כולל של כ-51 מיליארד ש"ח. מתוכן אג"ח בכ-39 מיליארד ש"ח נסחרות בתשואה נמוכה מ-8% ואג"ח בכ-11 מיליארד אינן מסווגות בקבוצות תשואה מסיבות טכניות.

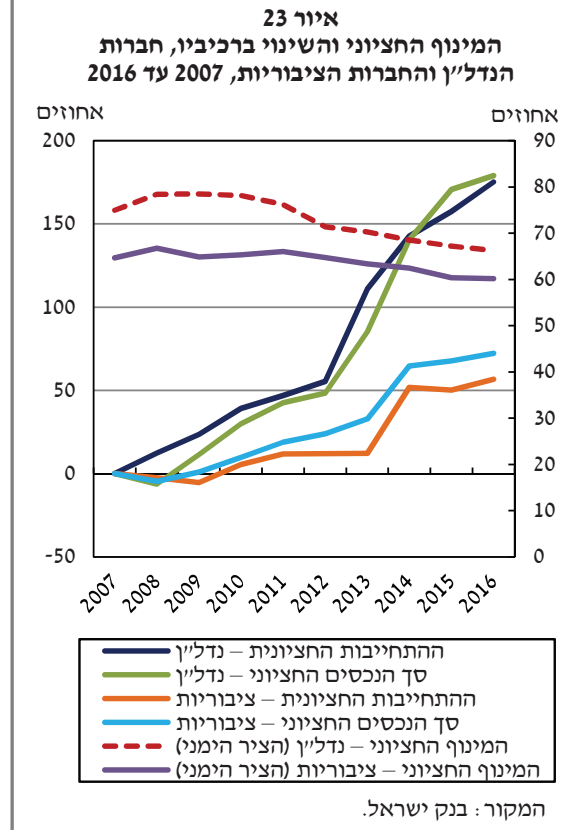
כלל האג"ח (כולל הפיננסיות) הנסחרות בתשואה נמוכה מ-8% הגדילו את חלקן במחצית השנייה בכ-3 נקודות האחוז, ל-96%. זאת כאשר בהרכב לפי קבוצות דירוג נרשמה יציבות, ו-97% מהאג"ח התאגידיות מדורגות A- ומעלה. בהרכב הענפי לא חלו שינויים משמעותיים, והנדל"ן והבנקים נותרו אחראים לחלק העיקרי של החוב באג"ח התאגידיות.

ממוצע התשואות והמרווחים של האג"ח התאגידיות, הן בהסתכלות לפי קבוצות דירוג והן בהסתכלות לפי ענפים, עמד במחצית השנייה של 2016 על ערך נמוך מהערך הממוצע במחצית הראשונה ובשלוש השנים האחרונות

⁵³ הערכים החציוניים של ההתחייבויות והנכסים בחברות הבנייה עלו בעשור האחרון פי 3.5 ופי 4.8, בהתאמה, והערכים המקבילים בחברות הפעילות בנדל"ן עלו פי 3.6 ופי 4.8, בהתאמה.

⁵⁴ היקף ההנפקות של כלל המגזרים (כולל בנקים וחברות ביטוח) עמד ב-11 החודשים הראשונים של 2016 על 57.5 מיליארדי ש"ח בשעה שב-2015 כולה הוא עמד על 51.6 מיליארד – וזהו גם הסכום הגבוה ביותר מאז 2007.

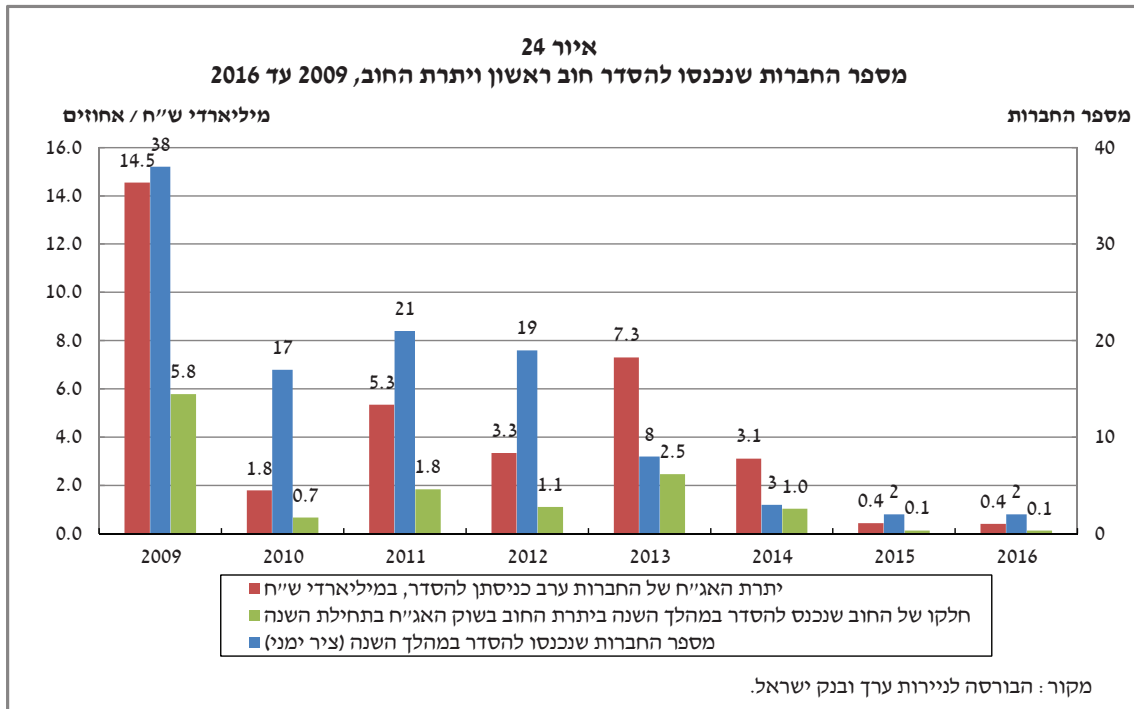
ההתחייבויות והנכסים בחברות הציבוריות מתחום הנדל"ן הגיעו לערכים חציוניים גבוהים ב-175% וב-179%, בהתאמה, מערכיהם ב-2007. העליות המקבילות בכלל החברות הציבוריות עמדו על 57%-1 ו-72%.



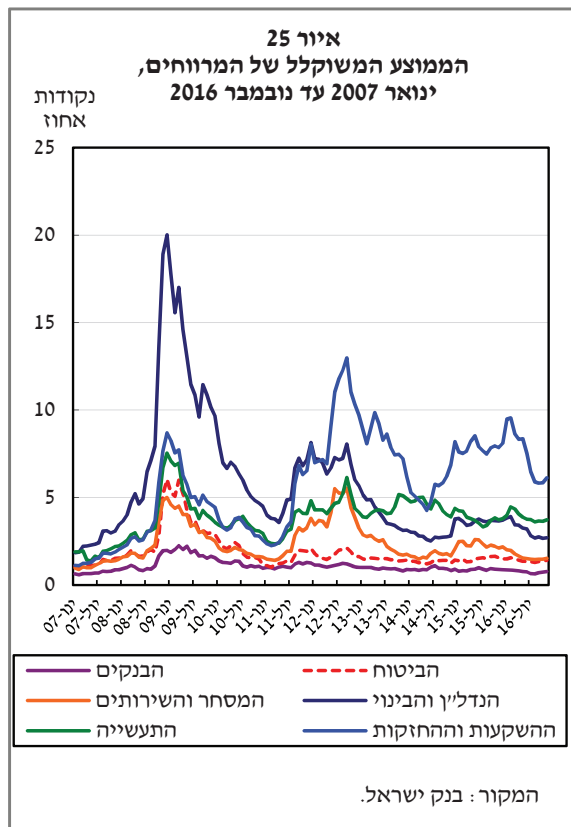
בנכסים, והשיערוך המצטבר נובע מהעלייה במחירי הנדל"ן (צבירת השיערוך החציוני בעשור האחרון עומדת על ערך חיובי, כ-45 מיליון ש"ח, והצבירה הממוצעת עומדת על 167 מיליון ש"ח לחברה). עובדה זו מבליטה עוד יותר את החשיפה של ענף הנדל"ן לשינוי מגמה במחירי הדירות. צפוי כי לשינוי במגמה תתלווה ירידה בהיקפי הפעילות, ולכן נראה במקרה כזה עלייה ברמות המינוף כתוצאה מירידה בשווי הנכסים (המכנה) ללא ירידה מקבילה בהתחייבויות; כן נראה הרעות ביחסים פיננסיים אחרים של חברות הנדל"ן.

כאשר מפרקים את הנדל"ן לפעילות בנדל"ן (ענף שסך התחייבויותיו עומד על כ-280 מיליארדי ש"ח) ולבינוי (ענף שסך התחייבויותיו עומד על כ-80 מיליארדי ש"ח), מוצאים

בשנת 2016 נכנסו שתי חברות להסדר חוב ראשון.



ממוצע התשואות והמרווחים של האג"ח התאגידיות בכל הענפים עמד במחצית השנייה של 2016 על ערך נמוך מערכו במחצית הראשונה.



(נכון לסוף נובמבר; איור 25). בהסתכלות יומית היו המרווחים בדרך כלל בתוך הטווח שאפיין אותם בשלוש השנים האחרונות. לעומתם, המרווחים של אג"ח הבנקים הגיעו לסביבת הרמה הנמוכה ששררה לפני המשבר הפיננסי. אולם המרווחים בענפים האחרים עדיין גבוהים מהערכים הנמוכים שנרשמו בעשור האחרון, בעיקר לפני המשבר הפיננסי. זהו המקום לציין כי המרווחים ירדו גם בשוקי האג"ח בארה"ב. כפי שהערנו בדוח היציבות למחצית הראשונה של 2016, אפשר להסביר את המרווחים הנמוכים באמצעות רמת הפעילות במשק – זו מוסיפה להיות חיובית – ההסתברות הנמוכה לחדלות פירעון, רמתם הנמוכה של המכפילים, ועוד. שיפורים אלה אמנם תומכים בירידה במרווחים, אך נראה כי הירידה מושפעת גם מהעובדה שסביבת הריביות והתשואות בארץ ובעולם נמוכה לאורך זמן, וזאת דרך תמחור סיכונים נמוך יותר. מאז הבחירות בארה"ב ועד לנעילת הדוח עלו התשואות בשוק האג"ח הממשלתיות בארה"ב ובישראל, והריבית בארה"ב הועלתה (לצד צפי שבשנה הבאה היא תועלה עוד פעמיים לפחות). התמונה שהוצגה בפסקה הקודמת מתאימה לסביבת התשואות הנמוכה מאוד בעולם ובישראל, אך במידה שהשינויים בה יימשכו, הם עשויים

מחירי האג"ח הממשלתיות ירדו, ובתי השקעות מעריכים כי הדבר נובע מחוסר ודאות בנוגע למדיניות הצפויה של הנשיא הנבחר. השפעתו של שוק האג"ח האמריקאי ניכרת גם בשוק האג"ח המקומי – חלו בו ירידות.

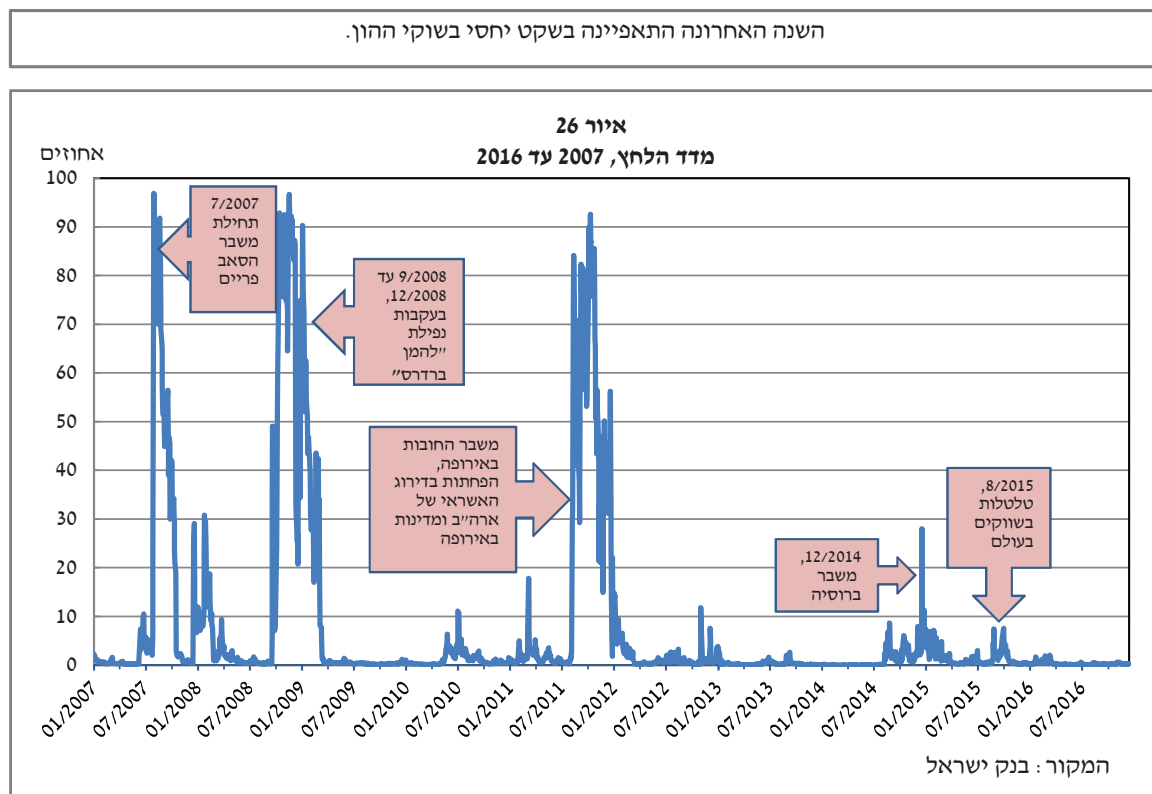
מדד הלחץ מעיד כי השנה האחרונה התאפיינה בשקט יחסי בשוקי ההון (איור 26; המדד עודכן לאחרונה ב-12 בדצמבר 2016)⁵⁵. גם הברקזיט והבחירות בארה"ב, אירועים שהתרחשו בסוף המחצית הקודמת, כמעט לא השתקפו במדד (ערכו נע סביב חצי אחוז).

להשפיע על תמחור הסיכונים ועל התשואות הנדרשות מהאג"ח ומהמניות.

6. מחירי הנכסים הפיננסיים

א. ההתפתחות במחירי הנכסים

הניתוח שלהלן מתייחס לתקופה המשתרעת בין ה-1 ביוני 2016 ל-30 בנובמבר 2016. בתקופה זו לא התרחשו אירועים חריגים בשוק המניות המקומי, ובסך הכול נרשמו בו עליות וירידה במדדי הסיכון. מדד ת"א 100 עלה ב-4.3%, S&P



⁵⁵ ראו סעדון י' ומ' גראם (2013), "מדד משולב למעקב אחר השווקים הפיננסיים בישראל", סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר בבנק ישראל. מדד זה מתבסס על סדרות רבות משוקי ההון, הוא מעריך את ההסתברות ששוקי ההון עוברים משבר זה בעוצמתו למשברים של 1998 ו-2002, ומוזד את עוצמת הזעזועים שהתרחשו בעבר. במדד המוצג כאן החלפנו שלוש מהסדרות הכלולות במדד המקורי – את שתי הסדרות של סטיית התקן באג"ח ואת סדרת הנזילות באג"ח. כאן הסדרות הללו מתבססות על מדדי האג"ח הרלוונטיים, ולא על חישוב עצמאי שעושה שימוש בכל סדרות האג"ח.

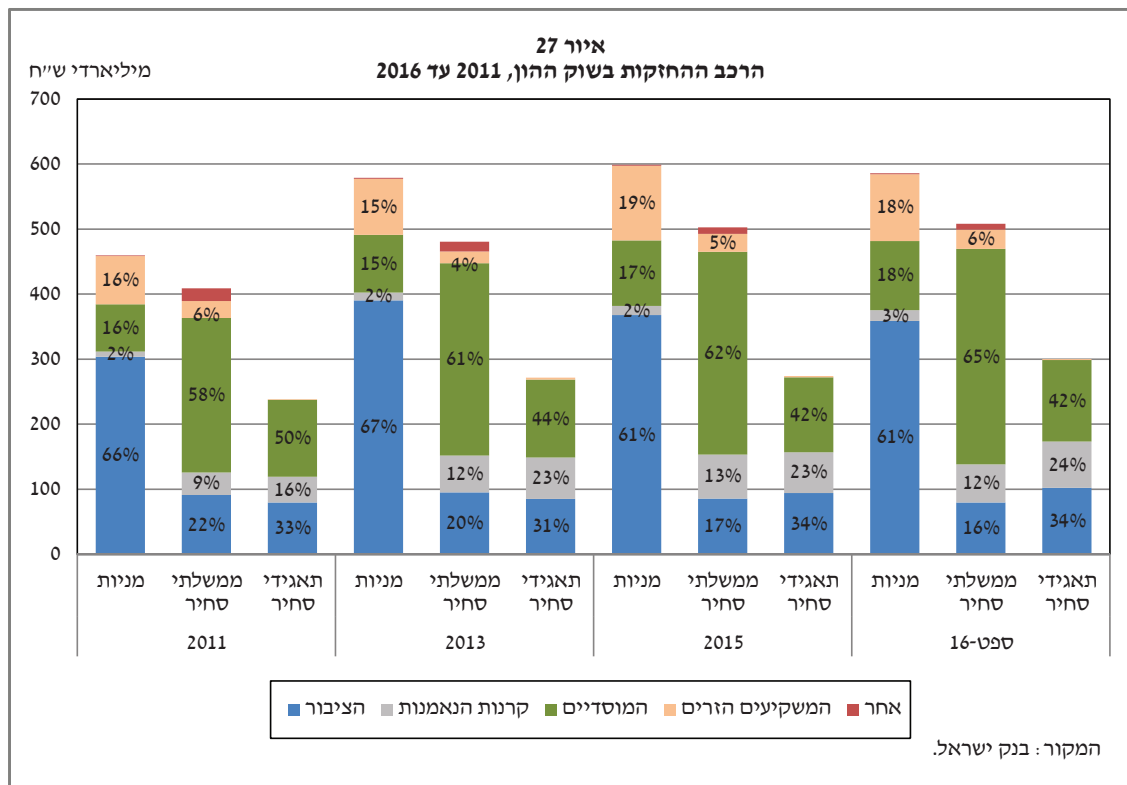
500 עלה ב-4.8%, ו-STOXX Europe 600 – ב-3.7%. מדד ת"א 75 בלט לעומתם היות שהוא עלה ב-14%. מדד ה-VIX המקומי ירד ממוצע של 13.5 ביוני למוצע של 11.7 בנובמבר. מדדי הסיכון ב-S&P 500 ירדו מ-17.8 ל-15.2, וב-STOXX Europe 600 הם ירדו מ-30.9 ל-21.9. מדד ה-VIX הישראלי בדרך כלל נמוך בהשוואות בין-לאומיות. בסביבות הבחירות לנשיאות ארה"ב ירדו שם מחירי המניות, אולם הירידות התחלפו בעליות תוך זמן קצר; שוק המניות המקומי שמר על יציבות יחסית. מנגד,

ב. החשיפות למחירי הנכסים

שבו ההחזקות מתחלקות בין המוסדיים, הציבור, קרנות הנאמנות ואחרים (איור 27). עם זאת נראה כי גדל הביקוש לנכסים שיש להם פוטנציאל להניב תשואה גבוהה יותר: הציבור הגדיל את הביקוש לקרנות נאמנות שמתמחות בשוק המניות המקומי⁵⁶. מינואר 2015 עד אוקטובר 2016 הגדילו קרנות הנאמנות את שיעור ההחזקה באג"ח תאגידיות ובמניות מ-23.9% ו-4.4% ל-33.4% ול-7.8%, בהתאמה (איור 28).

סביבת הריבית והתשואות בארץ ובעולם נותרו נמוכות מאוד גם במחצית הנסקרת. התשואות הנמוכות של הנכסים הסולידיים – אג"ח ממשלתיות ואחרים – מתמרצות את החיפוש אחר תשואה גבוהה יותר. אולם אף על פי שסביבת הריבית נמוכה כבר תקופה ארוכה, במחצית הנסקרת – כמו בקודמת – ניכרה יציבות יחסית באופן

קיימת יציבות יחסית באופן שבו ההחזקות מתחלקות בין המוסדיים, הציבור, קרנות הנאמנות ואחרים.



⁵⁶ והקטין את חשיפתו לתעודות סל שמתחזקות אחר מדדי מניות בחו"ל.

החוב לדיור של משקי הבית בישראל המשיך לצמוח בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016 בשיעור שנתי של 5.8% (לעומת 6.3% ב-2015 ו-5.3% ב-2014), ובספטמבר הוא עמד על 337 מיליארד ש"ח. הבנקים ממשיכים לשמש מקור בלעדי כמעט לאשראי לדיור ומספקים כ-95% ממנו. אמנם האשראי לדיור מהגופים המוסדיים צומח במהירות בשנים האחרונות, אולם עדיין מדובר בסכום נמוך (כ-5.6 מיליארדי ש"ח בספטמבר)⁵⁸.

מקיץ 2015 ניכרת ירידה בהיקפי המשכנתאות שניתנו (נתון מנוכה עונתיות), עקב עלייה בריבית על המשכנתאות (פירוט בהמשך) ובמס על דירות להשקעה⁵⁹, אולם היקף המשכנתאות עדיין גבוה (איור 30). ב-12 החודשים האחרונים ירד גם שיעור המשכנתאות שניתנו לרכישת דירות להשקעה. במקביל עלו בחודשים האחרונים החלק שרכישות דירה ראשונה מהוות בכלל העסקאות החדשות וחלקן של המשכנתאות לרכישת דירה ראשונה (איור 31). המשקיעים נחשבים לציבור לווי מסוכן פחות מרוכשי דירה ראשונה שכן שיעור המימון (LTV, loan to value) בקרבם נמוך משמעותית מהשיעור הממוצע: האומדן לשיעור המימון הממוצע בעת נטילת המשכנתה עמד ב-12 החודשים האחרונים על 52.1%, ואילו האומדן המקביל בקרב המשקיעים עמד באותה תקופה על 43.7%⁶⁰.

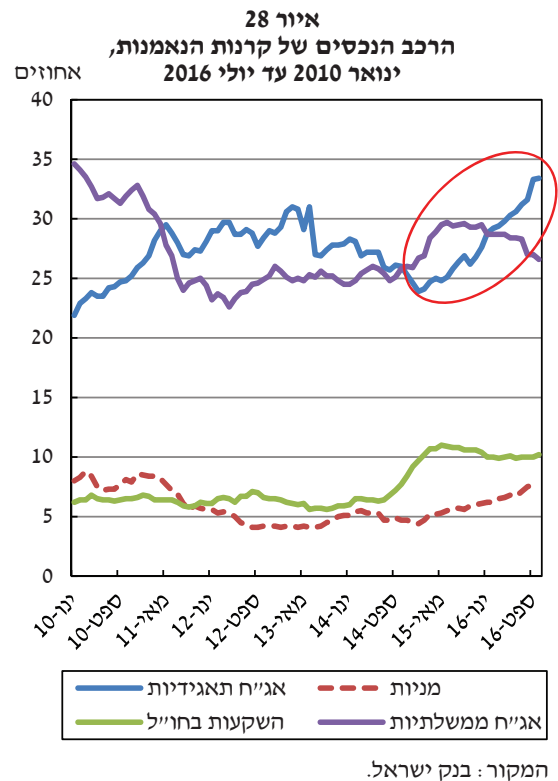
ב-12 החודשים האחרונים חלה עלייה משמעותית בריבית על המשכנתאות בכל המסלולים (לוח 2). המשכנתאות במסלולים הצמודים למדד התייקרו יותר מהמשכנתאות בשאר המסלולים: הריבית הקבועה (המשתנה) במסלול זה עלתה ב-1.2 (1.1) נקודת האחוז תוך שנה. את העלייה בריבית על המשכנתאות יכולות להסביר בין השאר העלייה בעלות המקורות שהבנקים מגייסים בשוק ההון

⁵⁸ כ-90% מאשראי זה ניתנו מ-5 גופים מוסדיים עיקריים. בחודשים האחרונים הולכים הבנקים ומרחיבים את מכירת המשכנתאות לגופים המוסדיים. יוני 2016 בולט במיוחד, היות ששני גופים מוסדיים רכשו במהלכו תיקי משכנתאות בהיקף נרחב, ועסקאות אלה תרמו לעלייה שחלה בו ביתרת ההלוואות לדיור מהמוסדיים. פירוט מופיע בפרק העוסק בסיכונים המרכזיים.

⁵⁹ לקראת ההעלאה, ביוני 2015, חלה עלייה חדה בשיעור המשקיעים מסך רוכשי הדירות. פירוט מופיע בפרק העוסק במשקי הבית בתוך דוח היציבות הפיננסית מדצמבר 2015.

⁶⁰ אמנם ההלוואה של המשקיע הבודד פחות מסוכנת מזו של רוכש דירה ראשונה, אולם באוכלוסיית המשקיעים יש הסתברות גבוהה יותר למכור את הדירה תוך זמן קצר במקרה של ירידה במחירי הדירות.

קרנות הנאמנות הגדילו את שיעור ההחזקה באג"ח תאגידיות ובמניות.



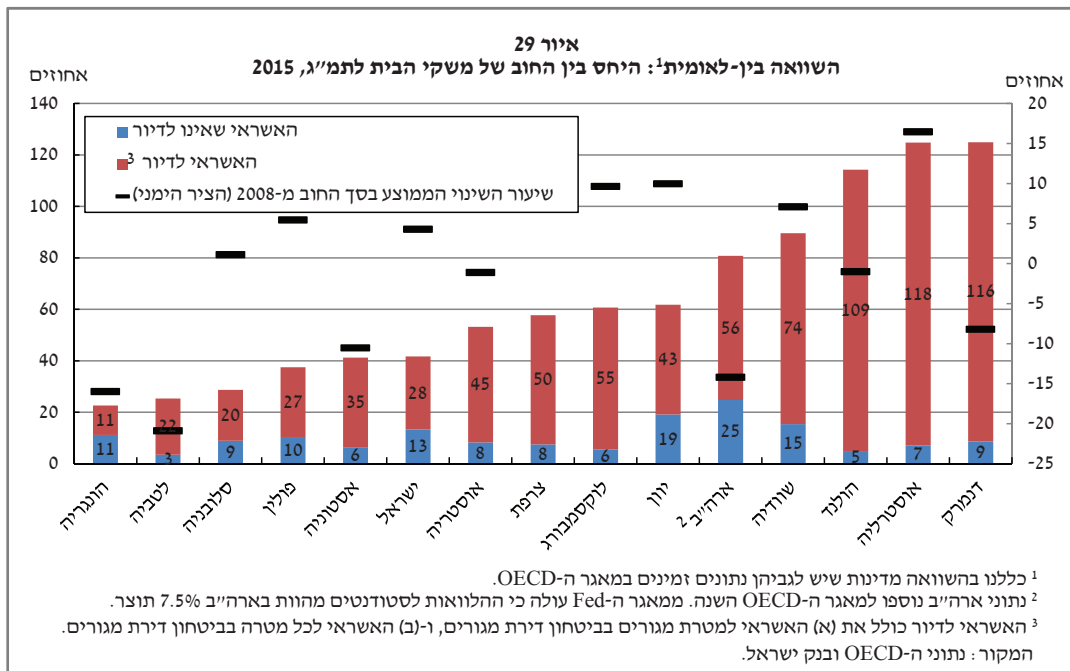
7. מגזר משקי הבית

החוב של משקי הבית בישראל המשיך לצמוח בקצב מהיר גם בשנת 2016 – שיעור גידולו השנתי הגיע לכ-6.5% לאחר שבשנתיים הקודמות הוא הגיע לכ-7% לשנה – ובספטמבר 2016 הוא עמד על 501.5 מיליארדי ש"ח. אולם היחס בינו לבין התוצר עלה ב-2016 בכחצי נקודת אחוז בלבד, לכ-41%, וזהו המשך לעלייה המתונה מאוד שניכרה בו מ-2006. כפי שמראה איור 29, היחס גם נמוך בהשוואה לרמתו במדינות מפותחות אחרות⁵⁷.

החוב שאינו לדיור ממשיך לצמוח בקצב מהיר: בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016 הוא צמח בשיעור שנתי של 7.6%, בעיקר מפני שבחודשים האחרונים עלה קצב גידולו בגופים המוסדיים ובחברות לכרטיסי אשראי.

⁵⁷ אולם היחס בין החוב שאינו לדיור לתוצר אינו נמוך בהשוואה בין-לאומית (ראו דוח היציבות הפיננסית מיוני 2016).

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

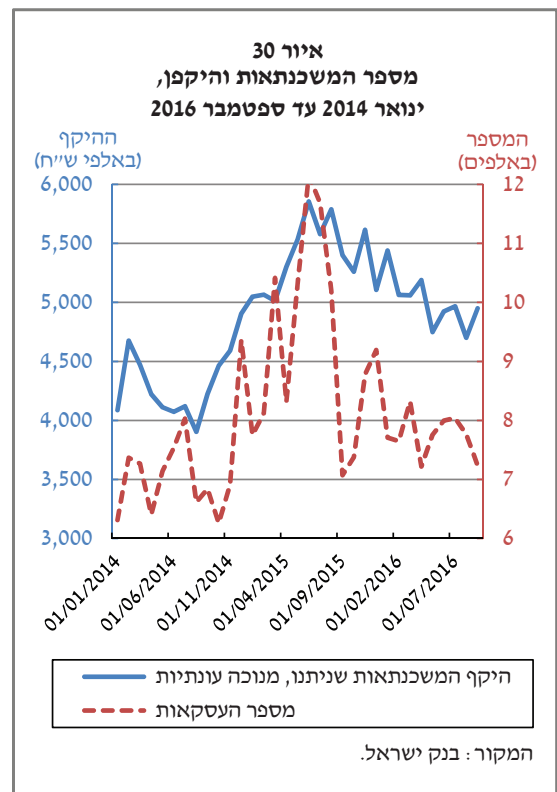


והמגבלות המקרו-יציבותיות שהוטלו בשנים האחרונות על המשכנתאות⁶¹. במקביל חלה עלייה בסיכונים הנובעים מהאשראי לדיור, והיא התבטאה בעלייה במשכנתה הממוצעת ובתקופה לפירעון של המשכנתאות. בפירוט, לנוכח העלייה במחירי הדירות, במשכנתה הממוצעת ובריבית על המשכנתאות, עלתה החל מיולי 2015 גם התקופה הממוצעת לפירעון: לאחר 5 שנים שבהן עמדה תקופה זו על כ-19.8 שנים, היא עלתה ל-21.8 שנים (נכון לאוקטובר 2016). העלייה נרשמה בכל מסלולי הריבית, והיא בולטת במיוחד במסלול הצמוד למדד בריבית קבועה. מאחר שמחירי הדירות הוסיפו להאמיר והמשקיעים צמצמו את חלקם בשוק המשכנתאות⁶², ב-12 החודשים האחרונים עלה ב-10% האומדן לגודל המשכנתה הממוצעת, מ-625 אלף ש"ח באוקטובר 2015 לכ-680 אלף ש"ח בספטמבר 2016. התפלגות המשכנתאות לפי הריבית וההצמדה מציגה גידול במסלול הפריים ובמסלול הריבית הקבועה הלא-צמודה (לוח 2).

⁶¹ פירוט נוסף מופיע בתוך בנק ישראל (2016), מערכת הבנקאות בישראל: סקירה שנתית ל-2015, וכן בדוח זה, בפרק העוסק בסיכונים המרכזיים.

⁶² גודלה הממוצע של המשכנתה שנוטלים משקיעים נמוך מזה של המשכנתה שנוטלים רוכשי דירה יחידה או חלופית.

מקיץ 2015 ניכרת ירידה במספר המשכנתאות שניטלו ובהיקפיהן, אולם שני הפרמטרים עדיין גבוהים.

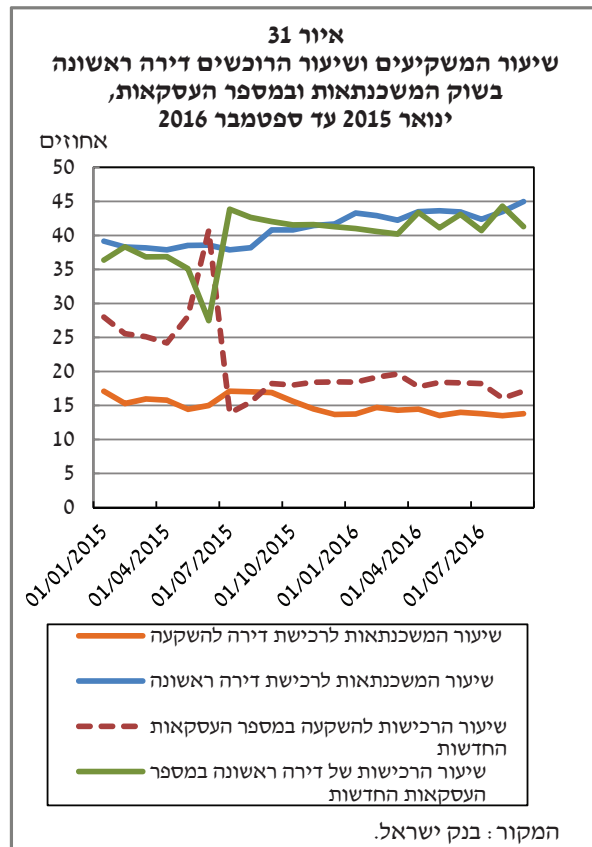


לוח 2					
השינוי בריבית על המשכנתאות ובתקופה הממוצעת לפירעון, אוקטובר 2015 עד ספטמבר 2016					
לא-צמודות בריבית קבועה	לא-צמודות בריבית משתנה	צמודות מדד בריבית קבועה	צמודות מדד בריבית משתנה	תאריך	
30.1	34.9	19.2	14.7	אוקטובר 2015	התפלגות המשכנתאות
32.7	38.1	14.0	14.3	ספטמבר 2016	
2.6	3.2	-5.2	-0.4	השינוי (אחוזים)	
3.5	1.4	2.6	2.4	אוקטובר 2015	ריבית המשכנתאות
4.3	2.1	3.7	3.5	ספטמבר 2016	
0.7	0.7	1.2	1.1	השינוי (נקודות אחוז)	
16.8	23.9	15.9	25.7	אוקטובר 2015	התקופה לפירעון
18.1	24.9	17.6	26.2	ספטמבר 2016	
1.3	1.0	1.7	0.5	השינוי (שנים)	

אמנם בהלוואות החדשות העלייה בריבית על המשכנתאות לא הביאה עד כה לעלייה באומדן ליחס בין החזר החוב להכנסה (PTI, payment to income), ככל הנראה מפני שמשקי הבית בחרו להאריך את התקופה לפירעון⁶³. אולם אם הריבית על המשכנתאות תוסיף לעלות, מחירי הדירות ימשיכו להאמיר, והכנסתם של משקי הבית לא תשתנה באופן משמעותי, שיעור ההחזר מההכנסה יעלה, והדבר עלול לערער את יציבותם הפיננסית של משקי הבית. אם לתרחיש זה תתלווה עלייה בריבית בנק ישראל, יגדל הסיכון לחדלות פירעון של הלווים במיוחד אם הם משתייכים לעשירונים התחתונים, משום שלווים אלה חשופים יותר לאבטלה ולריבית המשתנה הלא-צמודה (זו תופסת נתח גדול יותר בהלוואותיהם)⁶⁴.

לצד זאת האומדנים לשיעור המימון ולשיעור ההחזר מההכנסה נותרו נמוכים בשני הרבעונים הראשונים של 2016, ובחודשים האחרונים הם אף הצטמצמו. האומדן לשיעור המימון הממוצע נותר ללא שינוי, ובאוגוסט האחרון הוא אף ירד לשפל היסטורי, 50.68%. בהמשך למגמה שנוצרה בשנים האחרונות, האומדן לשיעור ההחזר הממוצע נותר נמוך, ובאוגוסט הוא עמד על 25.6%. אולם התפלגותו (איור 32) מציגה עלייה בחלקן של הקבוצות

מראשית 2015 ועד ספטמבר 2016 מסתמנת ירידה קלה בשיעור המשכנתאות לרכישת דירות להשקעה, ובמקביל ניכרת עלייה בשיעור המשכנתאות לרכישת דירה ראשונה.

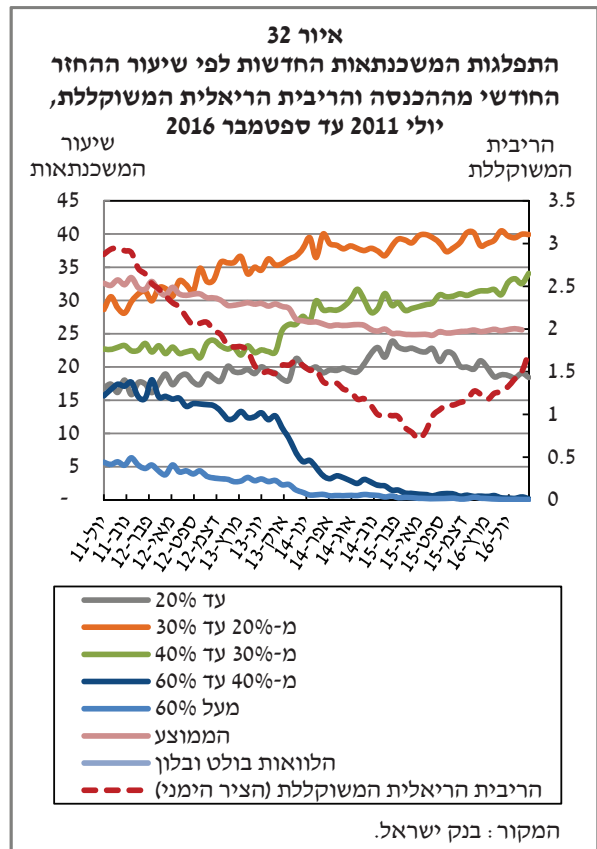


⁶³ אולם ייתכן שהאומדן ל-PTI לא ישתנה משום שהשכר במשק עלה.

⁶⁴ ראו דיון בפרק העוסק במשקי הבית בתוך דוח היציבות הפיננסית מיוני 2015.

שבהן הוא עומד על 20%—30% ועל 30%—40%, על חשבון ירידה בחלקן של הקבוצות שבהן הוא נמוך מ-20%, וגם התפתחות זו יכולה להסביר חלקית את העלייה בריבית על המשכנתאות.

אמנם האומדן לשיעור הממוצע של ההחזר מההכנסה אינו משתנה בשנתיים האחרונות, אולם התפלגותו מציגה עלייה בחלקן של הקבוצות שבהן הוא עומד על 20%—30% ועל 30%—40%, על חשבון ירידה בחלקן של הקבוצות שבהן הוא נמוך מ-20% וגבוה מ-40%.



האינדיקטורים העיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2012 עד נובמבר 2016

(אחוזים)

מערך	2016	2015	2014	2013	2012	
31/12/2016		3.2	3.4	3.3	3.5	א. הסביבה העולמית
31/12/2016		2.6	3.8	3.5	2.8	שיעור הצמיחה הריאלי של התמ"ג העולמי
09/01/2017	4.1	4.2	3.3	3.2	3.4	שיעור הגידול של הסחר העולמי
09/01/2017	15.8	16.7	14.2	14.2	17.8	המרווח על האג"ח של המשקיס המתעוררים EMBI ¹ (ממוצע תקופתי)
						מדד VIX של Chicago Board Options Exchange (ממוצע תקופתי)
30/09/2016	61.1	62.6	64.8	65.7	67.0	ב. הסביבה המקומית
30/09/2016	-38.9	-39.7	-35.0	-26.8	-25.2	היחס בין החוב הממשלתי לתמ"ג (סוף תקופה)
31/10/2016	111.0	110.7	112.1	113.4	118.6	היחס בין החוב החיצוני נטו לתמ"ג (סוף תקופה)
31/10/2016	94.2	94.3	97.0	99.0	106.8	היחס בין סך האשראי למגזר הפרטי לתמ"ג (סוף תקופה)
		60.7	59.4	58.7	58.0	היחס בין האשראי למגזר העסקי לתוצר של המגזר העסקי (סוף תקופה)
	0.79	0.73	0.88	1.20	1.7	היחס בין האשראי למשקי הבית להכנסה הפרטית הפנויה (סוף תקופה)
						פרמיית הסיכון של ישראל (מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ממוצע תקופתי)
09/01/2017	0.03	-0.1	0.4	1.5	2.6	הפער בין התשואה על אג"ח ממשלתית שקלית לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב ל-10 שנים (ממוצע תקופתי)
30/09/2016	3.6	4.0	3.2	4.4	6.6	המרווח בשוק האג"ח התאגידיות — סך האג"ח ללא אג"ח של חברות פיננסיות (ממוצע תקופתי)
						ג. הנכסים הפיננסיים
						מדדי סיכון (ממוצע תקופתי)
	9.6	11.0	10.8	11.5	10.8	סטיית התקן הגלומה:
	21.6	20.0	15.7	17.5	25.3	של שער החליפין
						של מדד ת"א 25
						סטיית התקן בפועל:
09/01/2017	5.8	8.1	5.3	6.2	6.6	של שער החליפין
09/01/2017	12.8	13.1	9.1	8.9	11.7	של מדד המניות הכללי
						מחירים ותשואות
09/01/2017	-1.5	0.3	12.0	-7.0	-2.3	שיעור השינוי של השקל לעומת הדולר (במהלך התקופה)
09/01/2017	-4.8	-7.3	3.3	-7.6	-0.7	שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך התקופה)
09/01/2017	-11.1	6.8	11.5	15.3	4.6	שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך התקופה)
09/01/2017	0.9	1.0	1.7	2.5	3.2	התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-5 שנים (ממוצע תקופתי)
						ד. עמידות המערכת הפיננסית
						מערכת הבנקאות ² (סוף תקופה)
30/09/2016	14.5	13.9	14.2	14.7	14.9	היחס בין ההון הכולל לרכיבי הסיכון ³
30/09/2016	10.5	9.9	9.6	9.7	9.1	היחס בין הון רובד 1 לרכיבי הסיכון ³
30/09/2016	0.01	0.12	0.15	0.25	0.41	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	5.6	חלק ההון הראשוני בסך הנכסים
31/10/2016	43.9	45.4	44.0	42.6	41.5	משקל נכסי הסיכון בסך נכסי הנוסטר
						קופות גמל ⁴ (סוף תקופה)
30/09/2016	71.5	69.6	70.0	68.6	66.9	משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
30/09/2016	34.0	38.2	38.1	33.8	30.6	היחס בין הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
						ה. נזילות השווקים
09/01/2017	4.2	4.7	4.7	4.7	4.4	מחזור המסחר הכולל בשווקים ⁵ (ממוצע תקופתי, מיליארדי ש"ח)
09/01/2017	0.44	0.66	0.36	0.32	0.34	המרווח בין שער ציטוט שקל-דולר לגובה הנמוך (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 חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות.

³ עד 2009 — לפי הגדרות באזל I; מ-2009 — לפי הגדרות באזל II; מ-2014 — לפי הגדרות באזל III.

⁴ כולל קופות גמל מרכזיות לפיצויים וקרנות השתלמות.

⁵ כולל מחזורי המסחר של מק"ם, אג"ח ממשלתיות, אג"ח חברות ומניות.

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