



בנק ישראל

דוח היציבות הפיננסית

דצמבר 2019

ירושלים, כסלו התש"פ • דצמבר 2019



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.
מס' קטלוגי 103042
דפוס גרפוס פרינט (1990) בע"מ, ירושלים

תוכן העניינים

1. מבוא ועיקרי הדברים	5
1.1. המסגרת ומבנה הדוח	5
1.2. עיקרי הדברים	7
2. ערוצי החשיפה לסיכון (מוקדי הפגיעות)	9
2.1. הסביבה המקרו-כלכלית – המקומית והעולמית	10
תיבה א' – מודל GaR	13
2.2. מחירי הנכסים בישראל	18
2.3. האשראי	23
2.4. הנזילות	28
2.5. הקישוריות	29
3. תרחישי הסיכון למערכת הפיננסית	31
3.1. סיכונים מהסביבה העולמית	31
3.2. אי-ודאות פוליטית והקושי ביישום מדיניות ושינויים נדרשים	33
3.3. המרצה מחודשת לעלייה במחירי הנכסים	33
תיבה ב': השפעתם הצפויה של כניסת נותני שירותי תשלום חוץ-בנקאיים על מערך התשלומים בישראל	34

כתבו : מיכאל גורקוב, נועם מיכלסון, אורי מרילוס, יוסי סעדון, נטליה פרסמן, קונסטנטין קוסנקו, לילך שמע-זלטוקרילוב, מוטי שקיבאי.

תודה על הערותיהם המועילות של הכלכלנים בחטיבת המחקר, בחטיבת השווקים ובפיקוח על הבנקים.

תודות לסימה נסים ולאיילנה לוי על העיצוב.

דוח היציבות הפיננסית

למחצית השנייה של 2019

מבוא ועיקרי הדברים

המסגרת ומבנה הדוח

דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל מתפרסם פעמיים בשנה. בדוח זה מנתחים כלכלני הבנק את ערוצי החשיפה לסיכונים (risk channels/risk groups) במערכת הפיננסית ואת רמת פגיעותם (vulnerabilities), מבטאים את הערכתם בעניין של הסיכונים העיקריים (risks) ובוחרים את כושר העמידות (resilience) של המערכת בפני סיכונים אלה, בהתאם לתרחישי הקיצון הפוטנציאליים. ההערכות והניתוחים שמובאים בדו"ח מתבססים על סקירת ההתפתחויות ההיסטוריות, בחינת המאפיינים המבניים, שימוש במודלים אנליטיים (לרבות סימולציות ומבחני לחץ) והערכה של תנאי הרקע העדכניים בכלכלות העולמית והמקומית. הדוח מציג את הסיכונים שהתממשותם עלולה להשפיע משמעותית על המשק בטווחים הקצר והבינוני, במטרה להגביר את המודעות אליהם בקרב קובעי המדיניות ובציבור הרחב ולאפשר היערכות מתאימה.

הסיכונים (risks) שנסקרים בדוח היציבות כוללים תרחישי מזנק (טריגר) שביכולתם ליצור אי-סדר במערכת הפיננסית ולפעול לצמצומה של הפעילות העסקית. בדרך כלל אין זה קל לזהותם והערכת ההסתברות להתממשותם נסמכת בעיקר על שיפוט סובייקטיבי. אולם ניתן להעריך שהסיכונים שנשקפים למשק קטן ופתוח, כדוגמת המשק הישראלי, ברובם, נובעים ממקור אקסוגני ונגזרים מההתפתחויות בחו"ל (כולל אירועים גיאופוליטיים). השלכותיהם של זעזועים אלה משמעותיות במיוחד בתקופות שבהן רמת הפגיעות במשק (רמת החשיפה לסיכון) גבוהה.

הפגיעות הכוללת (החשיפה לסיכון) של המשק (overall vulnerability), נגזרת מהערכת הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית ועל פי רמת פגיעותם (vulnerabilities) של עיקר ערוצי החשיפה לסיכון. את ערוצי החשיפה לסיכון (תחומי החשיפה), להבדיל מהסיכונים, ניתן לזהות בעזרת מודלים ופרמטרים כלכליים (יחסים כלכליים ופיננסיים) ואפשר לתחום ולווסת את עוצמתם בעזרת אסדרה רלוונטית ובקרה צמודה על מסלול התפתחותן.

העמידות של המערכת (resilience) מתבססת על ניתוח העמידות של המוסדות הפיננסיים ומגזרי הפעילות ומתמקדת בבחינה של כושר הפירעון (solvency) של הבנקים, חברות הביטוח, של המגזר העסקי ושל משקי הבית.

בדוחות היציבות הפיננסית אנו מנתחים את היציבות הפיננסית בשלושה נדבכים: (1) פגיעותה של המערכת הפיננסית בכללותה; (2) הזעזועים שמאיימים עליה (3) רמת עמידותה בפני הזעזועים. ההערכה הסופית לגבי רמת היציבות הפיננסית של המשק נשענת על המסקנות מכל שלושת הנדבכים הללו יחד (ראו תרשים 1). בדוח של המחצית השנייה של השנה אנו מתמקדים בשני ההיבטים הראשונים. המסקנות הפרטניות לכל אחד מהנדבכים הללו ורכיביהם ובסופו של דבר המסקנה הכוללת, מתבססים על מודלים סטטיסטיים וכלכליים שנבנו על סמך נסיון העבר וכן על שיפוט סובייקטיבי.

תרשים 1 – תהליך ההערכה והניתוח של רמת היציבות הפיננסית



1.1.1 ערוצי החשיפה לסיכון

פגיעותה של המערכת הפיננסית בכללותה, כאמור, נגזרת מרמת פגיעותם של ערוצי החשיפה לסיכון העיקריים. להלן הערוצים הבולטים שמנותחים בדוח זה¹:

הסביבה המקרו-כלכלית. הסביבה המקרו-כלכלית המקומית והעולמית משפיעה על הפעילות הכלכלית ועל עמידותם של המשתמשים השונים במערכת הפיננסית. ככול שסביבה זו יציבה יותר והתחזיות קדימה חיוביות, כך פגיעותה של המערכת הפיננסית נמוכה יותר.

מחירי הנכסים. עלייה בפגיעותה של המערכת הפיננסית תתרחש, היה ובסביבה שבה היא פועלת, מחירי הנכסים מתרחקים מתנאי היסוד או מהמגמה ארוכת הטווח שלהם ומשינוי מחירים כתוצאה מתמחור-חסר של סיכונים. בסביבה כזו יש סיכון מוגבר לתיקון חד במחירי הנכסים הפיננסיים ו/או הריאליים, שעלול להתגלגל ולפגוע במערכת הפיננסית.

האשראי. אשראי גבוה שנוטלים משקי הבית והמגזר העסקי, חושף אותם לסיכונים שנובעים, בין היתר, מירידה בפעילות הכלכלית במשק ומירידה במחירי הנכסים. גם רמות המינוף והשימושים באשראי משפיעים על רמת הפגיעות של המערכת הפיננסית.

הנזילות. הנזילות היא ערוץ שדרכו זעזועים חיצוניים ופנימיים עלולים להתפתח למשבר פיננסי. ככול שרמת הנזילות בשווקים גבוהה יותר, כך יוכלו נכסים רבים יותר להחליף ידיים, תוך אובדן ערך קטן יותר. רמות הנזילות בבנקים ובמגזר העסקי קובעות את יכולתם להתמודד בטווח הקצר אל מול זעזועים בתזרים המזומנים ובפעילות הכלכלית.

הקישוריות. הקישוריות בין הגופים הפיננסיים והריאליים ובינם לבין עצמם. רמת הקישוריות בתוך המערכת הפיננסית ומחוצה לה, קובעת את מידת ההתפשטות של זעזועים לכלל המערכת. קישוריות גבוהה מגבירה את הפגיעות של המערכת הפיננסית.

1.1.2 הזעזועים שמאיימים על המערכת הפיננסית, תרחישי הסיכון.

בנוסף לסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית, רמת היציבות הפיננסית נקבעת בהתאם לתרחישי הסיכון שעל הפרק. בחירת תרחישי הסיכון והערכת הסיכוי להתממשותם, מתבססת, בין היתר, על שיפוט סובייקטיבי ומושפעת מגורמי רקע רבים. בבנק ישראל עוקבים באופן שוטף אחר ההתפתחויות העולמיות והמקומיות ומתרשמים מסקירות של מוסדות בינלאומיים ומקומיים כדי לקבל זוויות הסתכלות ודעות שונות. בנוסף, מבוצע ניטור של השיח הציבורי (באמצעות ניטור של כלי תקשורת ורשתות חברתיות) ומגמות במדדי סנטימנט שונים (עולמיים ומקומיים).

1 ראוי לציין שיש ערוצים נוספים עם רמות והסתברויות שונות של השפעה על רמת הפגיעות. אך, כאמור, בדוח היציבות אנו מבליטים את החשובים שבהם.

עיקרי הדברים

מניתוח של הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית המקומית ועל רקע ההערכות התקופתיות לעמידותה שבוצעו במחצית הראשונה של השנה עולה שיציבותה נשמרת. רמת הפגיעות הכללית של המערכת הפיננסית נותרה בינונית - ללא שינוי ביחס למחצית הראשונה של השנה. בהתחשב במאפייניו הייחודיים של המשק הישראלי ובהיותו משק קטן ופתוח, אנו מעריכים שהסיכונים מהסביבה העולמית¹, המרצה מחודשת לעלייה במחירי הנכסים, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה שנמשכת בארץ ובעולם² ואי-ודאות פוליטית (גיא-פוליטית³), הם הסיכונים העיקריים שנשקפים ליציבותה של המערכת הפיננסית בישראל בטווחים הבינוניים והארוך.

- עוצמת החשיפה לסיכון בערוץ המקרו-כלכלי היא בינונית. המשק ממשיך לצמוח בקצב שתואם את שיעור הצמיחה הפוטנציאלי, שיעור האבטלה ממשיך לרדת והביטחון התעסוקתי גבוה. האינפלציה נמצאת מתחת לגבול התחתון של היעד. חברות דרוג האשראי אשררו את הדרוג הגבוה של המשק הישראלי וצינו את תרומת ההי-טק לצמיחת המשק, את עמידות המשק לזעזועים ואת חלקו הנמוך של החוב החיצוני ביחס לתוצר, כשיקולים שתומכים בהחלטתם. אולם לצד אלה צוינו החולשות: הגירעון הממשלתי הגבוה ביחס ליעד והמציאות הפוליטית-שלטונית שמקשה על ביצוע שינויים פיסקליים נחוצים. בנוסף, התחזיות להמשך הצמיחה במחצית הנסקרת עודכנו כלפי מטה, במקביל להורדתן בעולם על ידי הגופים הבינלאומיים המרכזיים;
- ההתפתחויות במחירי הנכסים בישראל ממשיכות להעיד על רמת סיכון בינונית בערוץ זה. הסיכונים בשוק המניות בכללותו מצויים מתחת לממוצע ארוך הטווח. בשוק אג"ח החברות יש סימנים להערכת חסר של הסיכונים. למרות העלייה שנרשמה בחודשים האחרונים במחירי הדירות, האינדיקטורים משוק זה לא מצביעים על התנהגות נפיצה;
- הסיכון שנשקף ליציבות הפיננסית מערוץ האשראי נותר ללא שינוי, ברמה בינונית-גבוהה. החוב של המגזר העסקי לתוצר ולתוצר העסקי נותר כמעט ללא שינוי, תוך המשך הגידול בחשיפת המערכת הפיננסית לאשראי לדיר, שמהווה מרכיב משמעותי במאזני הבנקים בישראל וגידול באשראי שלא לדיר, שמקורו בערוץ החוץ-בנקאי. ריכוזיות המערכת הפיננסית בישראל והקצב האיטי יותר של הפיתוח הפיננסי בישראל, לא מאפשרים עדיין פיזור גדול יותר של הסיכונים בין השחקנים השונים כמקובל בעולם. ניתוח ההסתברות לחדלות פירעון, מעלה שרמת הסיכון של החברות הציבוריות נותרה יציבה ונמוכה בפרספקטיבה היסטורית;
- סיכוני הנזילות בשווקים הפיננסיים ובפירמות ממשיכים להתקיים בעוצמה בינונית. נתונים מהמחצית השנייה מעידים על שיפור מסוים ברמת הנזילות בשווקים הפיננסיים, למרות שבהסתכלות היסטורית, הנזילות ברוב שוקי הנכסים הפיננסיים בישראל נותרה נמוכה;

1 בהתבסס על הערכות של קרן המטבע ומוסדות בינלאומיים אחרים.

2 נדגיש שההתפתחויות המקרו-כלכליות יצרו הכרח לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה וזו תמכה בפעילות הריאלית בשנים האחרונות. אולם סביבת הריבית הנמוכה המתמשכת, פועלת להגברת התיאבון לסיכון ולהצטברות של החשיפות לסיכון במערכת הפיננסית בישראל – בדומה לשווקים אחרים בעולם (להרחבה ראו דוח ESRB (2016) שסוקר את האופן שבו סביבת הריבית הנמוכה משפיעה על רמת הסיכונים במערכת).

3 בשל העדר המנדט, אין אנו מבצעים בדוח זה הערכה אובייקטיבית של ההסתברויות להתממשותם של הסיכונים בדמות הסיכונים הגיא-פוליטיים באזור (הסלמה במצב הביטחוני). עם זאת אנו מעריכים שזעזוע גיא-פוליטי מתמשך מוביל בהכרח לנסיגה בתהליך הצמיחה במשק המקומי ולפגיעה בתפקודה של המערכת הפיננסית. במילים אחרות, לתרחיש גיא-פוליטיבוטחוני (ממושך) היה ייתממש, צפויה השפעה רבה על היציבות הכלל-משקית.

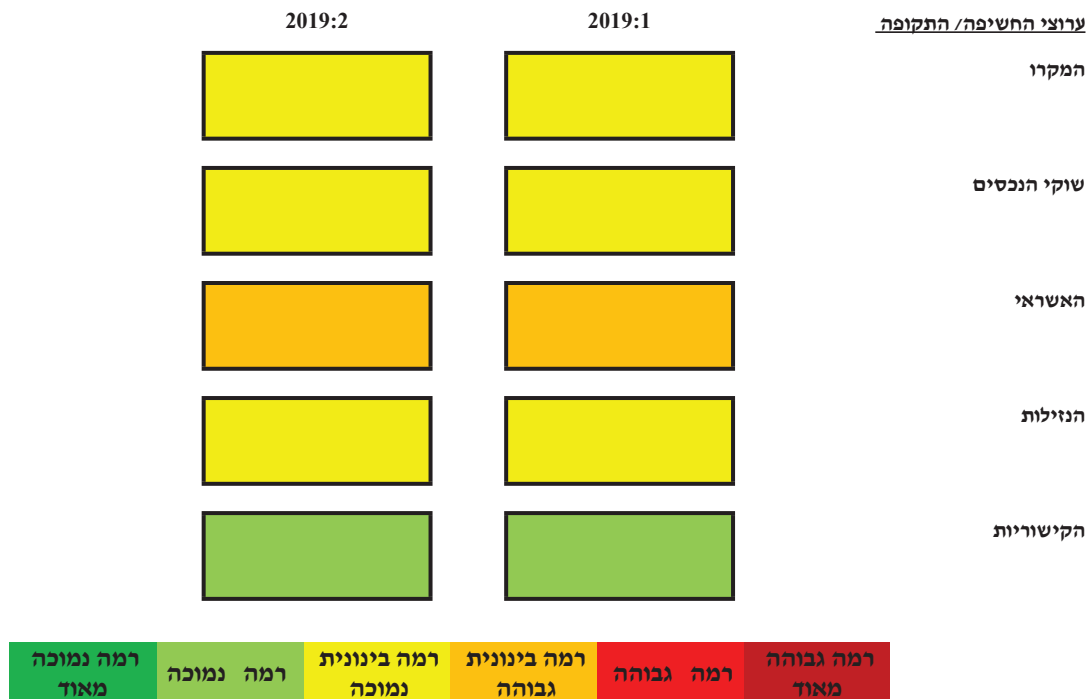
- הקישוריות⁴ במערכת הפיננסית המקומית נותרה בינונית-נמוכה. החשיפה הישירה בקרב המוסדות הפיננסיים בישראל מציגה מגמה מעורבת תוך התגברות החשיפה של הגופים המוסדיים לבנקים וצמצום היקף החשיפה הדו-צדדית בין הבנקים, בינם לבין גופים מוסדיים ולמוסדות פיננסיים בחו"ל. מנגד, החשיפה העקיפה, קרי, חשיפה של מוסדות פיננסיים לגוף שלישי משותף, חזרה להתגבר;
- לאור ההתפתחויות הטכנולוגיות והאסדרתיות, מספר השחקנים בשוק התשלומים והסליקה צפוי להמשיך ולגדול, מה שצפוי להגדיל את מגוון אפשרויות התשלום, הן בצד המשלם והן בצד המקבל את התשלום. בנוסף, עם הגידול במספר השחקנים והשימוש באמצעי התשלום החדשים, גדלים גם הסיכונים התפעוליים והחשיפה למעשי הונאה. הפיקוח על פעילות זו הדוק פחות בהשוואה לתאגידים הבנקאיים, אך נמצא בשלבי הקמה ובניתיים היקפי הפעילות הפחות-מפוקחת קטנים יחסית (להרחבה ראו תיבה ב');
- תרחישי הסיכון העיקריים המוצגים בדוח זה (חלק 3): סיכונים מהסביבה העולמית; אי-ודאות פוליטית והקושי ביישום מדיניות ושינויים נחוצים; המרצה מחודשת לעלייה במחירי הנכסים, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה שנמשכת בארץ ובעולם.

4 הקישוריות במערכת הפיננסית מהווה ערוץ מבני של חשיפה לסיכון. בדומה למינוף ולהתמרת החלות (maturity transformation), הקישוריות טומנת בחובה פוטנציאל ליצור השפעות חיצוניות, אם דרך חשיפה הדדית בין המוסדות הפיננסיים ואם דרך בנקאות הצללים (ערוץ שמגדיל את מורכבותה של שרשרת התיווך הפיננסי ולכן את הקישוריות). הקישוריות במערכת הפיננסית פועלת לפיזור הסיכונים כשהזעזועים שנצפים חלשים יחסית. אולם כשהזעזועים חזקים דיים, קישוריות יתר מגבירה את ההסתברות שהסיכונים יהפכו למערכתיים בשל עוצמתן של החשיפות הישירות, הפוטנציאל למכירות חיסול (fire sales) והפוטנציאל להידבקות. מסיבה זו הקישוריות נמנית עם הגורמים שעומדים במוקד ההערכה של הסיכון המערכתי למערכת הפיננסית וזוכה להתייחסות רבה גם מצד המוסדות הבינלאומיים, ביניהם קרן המטבע הבינלאומית, הבנק להסדרי סליקה בינלאומיים והוועדה ליציבות פיננסית (FSB, Financial Stability Board).

2. ערוצי החשיפה לסיכון (מוקדי הפגיעות)

בפרק זה אנו מנתחים את הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית על פי חמשת הערוצים העיקריים של החשיפה לסיכון שדרכם תושפע המערכת, במקרה של התממשות אחד מתרחישי הסיכון: המצב המקרו-כלכלי והסביבה העולמית שבה פועל המשק הישראלי; ההתפתחויות בשוקי הנכסים (הפיננסיים והדירות), האשראי במשק (העסקי והצרכני); הקישוריות בין המוסדות הפיננסיים לבין המגזר העסקי (פוטנציאל ההדבקה); רמת הנזילות. את ניתוח הערוצים הללו אנו מלווים בהערכות כמותיות, מבחני קיצון ולחץ ושימוש במודלים וכלים סטטיסטיים, שרק חלקם מוצג כאן. לכל ערוץ חשיפה, מוצמדת הערכה לגבי עוצמת הפגיעות שלו בעזרת מדרג צבעים. הצבע נבחר על סמך ביצועיהם של אוסף אינדיקטורים - ניתוח אובייקטיבי - ושיפוט סובייקטיבי. האגף הפיננסי בבנק ישראל מפרסם את הערכתו בנוגע לרמת הפגיעות של כל אחד מהערוצים הללו ואת השינויים שחלו בה במחצית הנסקרת ובכך מפנה את תשומת הלב של קובעי המדיניות ושל המשתתפים במערכת הפיננסית לסיכונים ובמקרים מסוימים, לצורך בנקיטת צעדי מדיניות.

הסיכון הכללי⁵ ליציבותה של המערכת הפיננסית בישראל במחצית השנייה של 2019 נותר, להערכתנו, ללא שינוי ברמה בינונית. ההערכה של עוצמת החשיפה לסיכון במשק מתבססת על צירוף של עוצמות החשיפה לחמישה ערוצי סיכון עיקריים (מפת חום): מקרו, שווקים, אשראי, נזילות וערוץ הקישוריות (פוטנציאל להדבקה). בחלקים הבאים נפרט את הממצאים שעומדים מאחורי ההערכה המסכמת⁶.



5 הסיכון הכללי=רמת הפגיעות הכללית.

6 עוצמת הפגיעות של ערוצי הסיכון מוצגת על פי עוצמת חומרתה, מהנמוך ביותר (ירוק כהה) ועד לגבוה ביותר (בורדו).

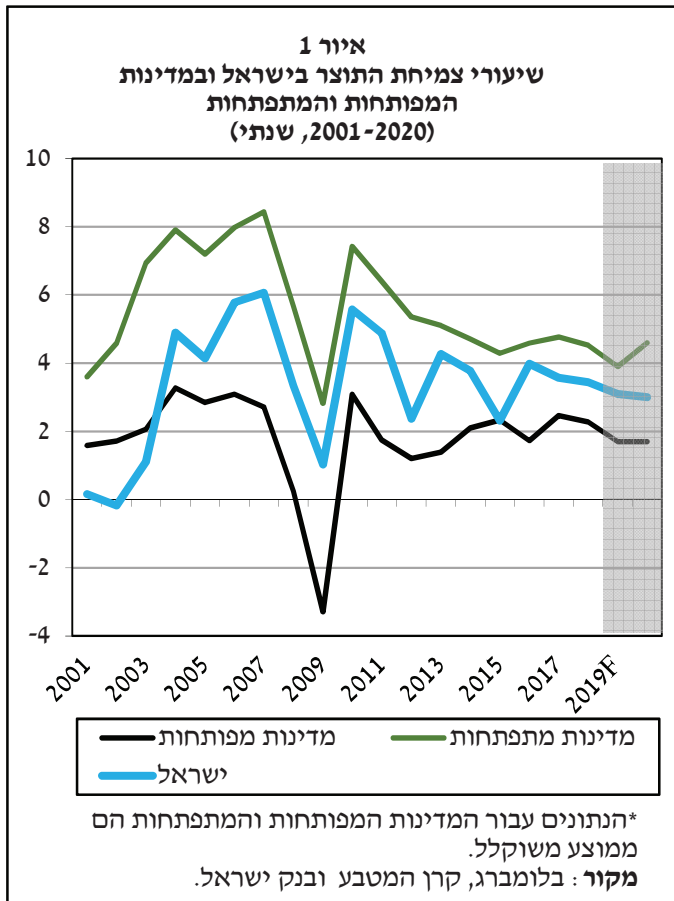
הסביבה המקרו-כלכלית – המקומית והעולמית⁷

2019:2	2019:1	הפעילות הריאלית, שוק העבודה והאינפלציה סיכון המדינה (פרמיית הסיכון, דירוג האשראי) המדיניות הפיסקלית הסביבה העולמית

המשק ממשיך לצמוח בקצב הצמיחה הפוטנציאלי, אך נמוך מזה שבעבר. שיעור האבטלה נמוך מאוד בהסתכלות היסטורית והביטחון התעסוקתי גבוה. האינפלציה מעט מתחת לגבול התחתון של היעד. התחזיות הן להמשך המדיניות המוניטרית המרחיבה לתקופה ממושכת יותר מאשר בהערכות הקודמות. בסביבה העולמית, המדיניות המוניטרית המרחיבה נמשכת, האי-ודאות עלתה ותחזיות הצמיחה עודכנו כלפי מטה.

הסביבה המקומית

צמיחת התוצר של ישראל נמצאת בקרבת שיעור הצמיחה הפוטנציאלי.



הפעילות הריאלית: התוצר צמח ברבעון השלישי של 2019 ב-4.1% (איור 1), מעל לקצב ארוך הטווח, אך נתון זה הושפע מגורמים חריגים שלא תומכים בצמיחה לאורך זמן ובראשם העלייה בייבוא המכונות. הצמיחה הממוצעת בארבעת הרבעונים עומדת על 3.3%, שמשקפת האטה מסויימת, אך עדיין בקרבת שיעור הצמיחה הפוטנציאלי. באוקטובר פורסמה תחזית חטיבת המחקר ולפיה התוצר בשנים 2019 ו-2020 צפוי לצמוח ב-3.1% וב-3% בהתאמה. להערכת כלכלני חטיבת המחקר, המשק נמצא בסביבת תעסוקה מלאה והתוצר צומח בסביבות שיעור הצמיחה הפוטנציאלי. עם זה, למרות התמתנות מסויימת בשיעורי הצמיחה, רמת הפעילות גבוהה יחסית ונמשכת מזה זמן רב, מה שמגדיל את הסיכוי שהמשק מתקרב לקיצו של מחזור העסקים, בעיקר על רקע ההתפתחויות בעולם. בתחזית חטיבת המחקר ציינו את ההחרפה במתיחות הסחר בין ארה"ב לסין, האי-ודאות לגבי הסכם יציאת בריטניה מהאיחוד האירופי וסביבת האינפלציה ומדיניות הריבית באירופה ובארה"ב, כסיכונים העיקריים לתחזית הצמיחה שנשקפים מהעולם. בזירה המקומית מציינים בתחזית את האי-ודאות באשר לצעדים שתנקוט הממשלה שתוקם, כדי להתמודד עם חריגת הגירעון מהיעד ובאשר להשפעות הצעדים הללו על הצמיחה, האינפלציה והריבית⁸.

7 למרות עלייה מסויימת בפגיעות דרך ערוץ זה בהשוואה למחצית הקודמת, אנו סבורים שרמת הפגיעות נותרה בעוצמה בינונית.

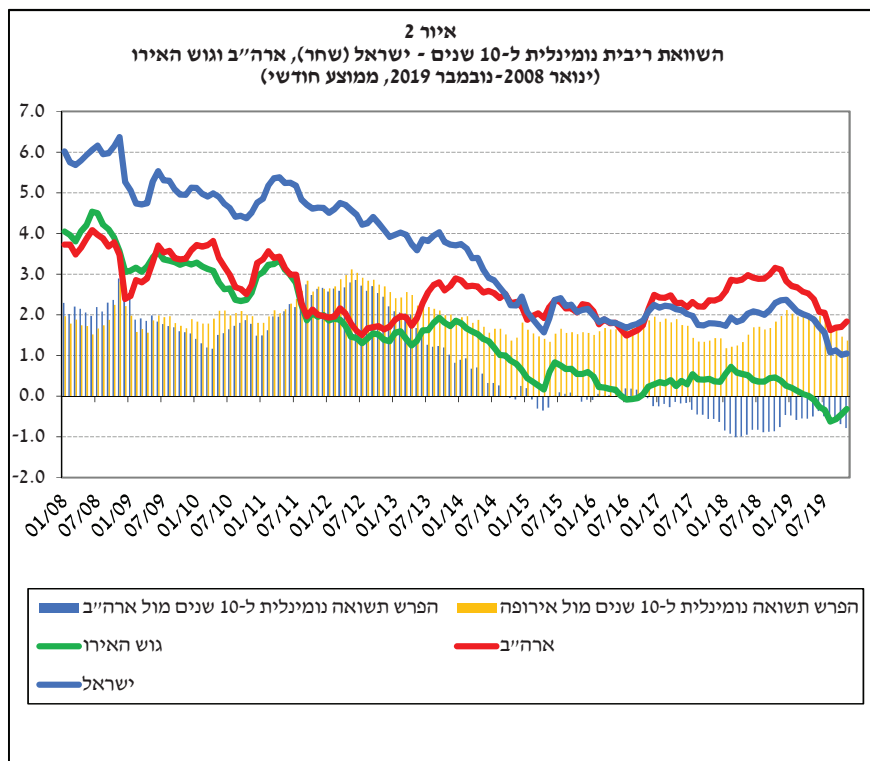
8 התייחסות נוספת לסיכונים הללו ולאחרים בדוח זה בחלק "תרחישי הסיכון".

שוק העבודה : רמת הפעילות בשוק העבודה מוסיפה להיות גבוהה והשוק נמצא בסביבת תעסוקה מלאה. שיעורי ההשתתפות והתעסוקה מוסיפים להיות יציבים ברמה גבוהה ושיעור האבטלה נמצא ברמה נמוכה של 3.3%. שיעורי השתתפות ותעסוקה גבוהים ויציבים ושיעור אבטלה נמוך ויציב, תומכים בחוסן הפיננסי של משקי הבית.

האינפלציה והמדיניות המוניטרית : שיעור האינפלציה השנתי ממשיך להיות מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה. המדיניות המוניטרית המשיכה להיות מרחיבה ובהודעת הריבית לאוקטובר ציינה הוועדה המוניטרית בהודעתה, "הוועדה מעריכה שלאור סביבת האינפלציה בישראל, המדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים, ההתמתנות בכלכלה העולמית, והמשך הייסוף, יהיה צורך להותיר את הריבית ברמתה למשך זמן ממושך או להפחיתה על מנת לתמוך בתהליך שבסופו האינפלציה תתייצב בסביבת מרכז תחום היעד, ושהמשק ימשיך לצמוח בקצב נאה. יתרה מזאת, במידת הצורך, הוועדה תנקוט בצעדים נוספים כדי להרחיב עוד יותר את המדיניות המוניטרית". למעשה, המדיניות המוניטרית המרחיבה של בנק ישראל ננקטת בדומה למשקים החשובים בעולם והתארכות התקופה שבה סביבת הריבית העולמית והמקומית, צפויה להישאר נמוכה ורמיזות לשימוש בכלים נוספים עלולות לתמוך בעלייה מחודשת במחירי הנכסים.

סיכוני אשראי של המשק : חברות דרוג האשראי S&P, Fitch ו-Moody's אשררו את דרוג האשראי של ישראל ברמות של A+, AA-, A1 בהתאמה. בין השיקולים שהציגו החברות בעד הדרוג הגבוה של ישראל ואשרורו, ניתן למצוא את שיעור הצמיחה בתוצר, תרומתו של ענף ההי-טק לצמיחה מהירה, עמידותו של המשק לזעזועים פנימיים וחיצוניים, נגישותה של ישראל למקורות מימון בינלאומיים, חלקו הנמוך של החוב החיצוני בתוצר וחוסנה של המערכת המוסדית והשלטונית. מנגד, בין החולשות של המשק הישראלי, מנו חברות הדרוג את הגירעון הממשלתי הגבוה ביחס ליעד (שנוצר כתוצאה ממדיניות ממשלתית שאף הגדילה את הגירעון המבני) ; יחס החוב לתוצר של ישראל שגבוה יחסית למדינות המדורגות בדרוג זה (Fitch) ;

הדרוג החיובי של ישראל בא לידי ביטוי גם בתשואות האג"ח של ממשלת ישראל, שנמצאות ברמות נמוכות היסטורית ובמרווח שלילי ביחס לאג"ח המקבילות של ממשלת ארה"ב.



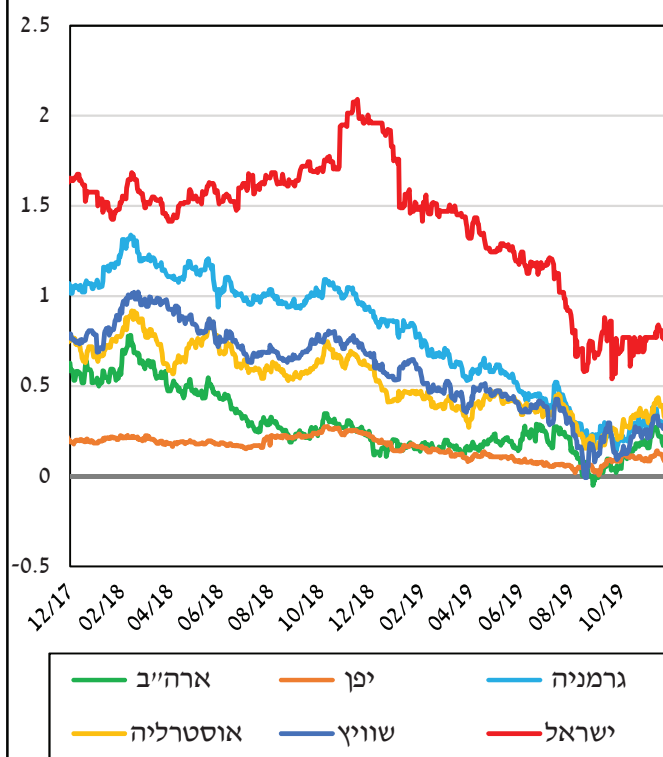
עלייה בשיח הציבורי שקורא לעלייה ביחס החוב לתוצר כדי לממן גידול בהשקעה בתשתיות וכד'; הסיכונים הגיאוגרפיים; קשיים בביצוע שינויים והשקעות הנחוצים למשק בשל המציאות הפוליטית-שלטונית. בעדכון שפרסמה חברת Moody's לאחר פרסום תוצאות הבחירות, היא הביעה דאגה בדבר ההשלכות מדחיות הקמת ממשלה והגברת האי-הודאות בנוגע למדיניות התקציבית. הדרוג החיובי של ישראל בא לידי ביטוי גם בתשואות האג"ח של ממשלת ישראל, שנמצאות ברמות נמוכות היסטורית ובמרווח שלילי ביחס לאג"ח המקבילות של ממשלת ארה"ב (איור 2).

המדיניות הפיסקלית: הגירעון המקומי הסתכם מתחילת השנה ועד אוגוסט 2019 בכ-26 מיליארד ₪, גבוה בכ-11 מיליארד ₪ מהתואי העונתי שתואם עמידה ביעד הגירעון. המשך התרחבות הפער בין תחזית ההכנסות וההכנסות בפועל, מחזק את ההערכה שללא הכנסות חד-פעמיות גבוהות, הגירעון ב-2019 יהיה ברמה שבין 3.5 ל-4 אחוזי תוצר, גבוה משמעותית מהיעד הקבוע בחוק: 2.9 אחוזי תוצר. רמת הגירעון הנוכחית משקפת גירעון מבני שמאופיין בהוצאות מתמשכות שגבוהות מההכנסות בתקציב. גידול הגירעון המבני בשנים הקודמות לא השתקף בגירעון בפועל, בזכות תקבולי מסים חד-פעמיים, אך כשאלה דעכו, עלתה רמת הגירעון. בנוסף, ללא צעדים משמעותיים לריסון הגירעון, הוא צפוי לעלות בשנתיים הקרובות עוד יותר. אם יתברר שסיכון זה מתממש ולא מטופל בהתאם, צפויה השפעה שלילית על שוק האג"ח הממשלתי וכתוצאה מכך גם עלייה בתשואות אג"ח החברות, שתכביד על פעילותן.

שיפוע עקום התשואות. על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם והציפיות להרחבות נוספות, עקומי התשואות המתקבלים מהפער בין תשואות אג"ח נומינלית ל-2-10 שנים, השתטחו בארה"ב ובמדינות אחרות, ובאוגוסט, לראשונה מזה שנים, השיפוע בארה"ב הפך לשלילי. ארוע זה הגביר את החששות בשל הדעה הרווחת שמשייכת לארוע זה כושר-ניבוי משברים. מגמת הירידה בשיפוע העקום שהחלה בישראל בסוף 2018 (איור 3), נמשכה גם במחצית השניה של 2019. על רקע הודעת נגיד בנק ישראל מסוף יולי 2019, לפיה, "למשך זמן ממושך לא תהיה החלטה להעלות את הריבית" (השפעה אפשרית על הצד הקצר) ומהכרזה הרשמית על הכנסתה של ישראל למדד ה-WGBI (השפעה אפשרית על הצד הארוך בשל ההעדפה שיש לאג"ח ארוכות במדד זה), עלה שיפוע העקום, אך שב לרדת כעבור כחודש. שיפוע העקום בישראל לא היה מעולם בתחום שלילי.

על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה של בנקים מרכזיים רבים בעולם, עקומי התשואות השתטחו ובאוגוסט, לראשונה מזה שנים, השיפוע בארה"ב היה שלילי.

איור 3
שיפוע אג"ח 2-10



תיבה א'

מודל GaR

על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה שנקטת על ידי בנקים מרכזיים בעולם וההקלה הפיננסית הנובעת ממנה, עולה שאלת השלכותיה של מדיניות זו בטווח הקצר ובטווחים הבינוניים והארוך. תנאים פיננסיים נוחים היום, מתמרצים אמנם את הכלכלה בטווח הקצר, אך עלולים להגביר את הפגיעות של המערכת הפיננסית בעקבות החיפוש אחר תשואה ותמחור חסר של סיכונים. מודל GaR פותח ב-FED ובקרן המטבע הבינלאומית¹ ומשמש בנקים מרכזיים בעולם לבחון את הקשר בין גורמים כלכליים ופיננסיים היום, לבין תרחישים שונים של צמיחה בטווחי זמן שונים. לשימוש במודל GaR שני יתרונות עיקריים: הראשון - בחינת הקשר בין משתנים פיננסיים וכלכליים בהווה, להתפלגות הצמיחה העתידית, מאפשרת את זיהוי הגורמים שמשפיעים על ערכי הקיצון של התפלגות התחזית. כך למשל, זיהוי הגורמים שמגדילים את ההסתברות להתממשות תרחיש צמיחה שלילי קיצוני (אחוזון חמישי של התפלגות הצמיחה העתידית), מאפשר לאמוד בהווה את מידת הסיכון לצמיחה בעתיד וליציבות פיננסית. היתרון השני הוא שהמודל מאפשר התייחסות לטווחי זמן שונים בבחינת הקשרים בין הצמיחה למשתנים שמזינים את המודל. כך ניתן להפריד בין ההשפעות שיש לתנאים הפיננסיים והכלכליים, לצמיחה בטווח הקצר ולצמיחה בטווחים הבינוניים והארוך. בכך ניתן לזהות, למשל, אם הקלה בתנאים פיננסיים היום, תורמת לצמיחה בטווח הקצר והאם היא פוגעת בצמיחה ארוכת הטווח, בשל התממשות סיכונים שנלקחו בטווח הקצר. בתיבה זו אנו מציגים את תוצאות האמידה של יישום המודל עבור ישראל². בכך, בין היתר, אנו בוחנים את מידת הסיכון שטומנת בחובה הסביבה הפיננסית המרחיבה ששוררת במשק הישראלי מזה זמן רב. יודגש – שהתנאים הפיננסיים המרחיבים בפרט וההשלכות של המדיניות המוניטרית המרחיבה במשקים רבים בעולם לאורך זמן רב, בכלל – עשויים להשליך על היציבות באופנים שונים, כפי שגם נסקרו בדוח זה ובדוחות יציבות פיננסית קודמים. מודל GaR אינו מביא בחשבון את כלל ההשלכות הללו.

מתודולוגיה

הקשר בין משתנים כלכליים ופיננסיים לבין צמיחת התוצר נאמד על ידי רגרסיית אחוזונים. בשונה מרגרסיית OLS שאומדת את ההשפעה של ממוצע ההתפלגות בלבד, רגרסיית אחוזונים מאפשרת לאמוד את הקשר עבור נקודות שונות על עקום התפלגות הצמיחה. שיטת האמידה ממזערת את הסטיות כשלכל סטייה ניתן משקל בהתאם למרחק מהאחוזון הרצוי. ניתן לחשוב על רגרסיית אחוזונים כעל בדיקת "תרחישים" שונים: כך לדוגמה, אחוזון 50 משקף תרחיש "סביר" (שמייצג את מרכז ההתפלגות), אחוזון 5 משקף תרחיש קיצון שלילי (שמייצג את הזנב השמאלי של ההתפלגות) ואילו אחוזון 95 משקף תרחיש קיצון חיובי (שמייצג את הזנב הימני של ההתפלגות).

לשם שיפור איכות הזיהוי והעצמה הסטטיסטית של התוצאות כשלב מקדים לאמידה של רגרסיית האחוזונים, קובצו המשתנים המסבירים למספר קבוצות, בעזרת שיטת "המרכיבים העיקריים" (Principal Component Analysis). קבוצות אלה הם: משתני מקרו מקומי שכוללת את הגורמים העיקריים שמשפיעים על הפעילות, תנאים פיננסיים מקומיים, מינוף – שמסכם את החשיפה לאשראי במשק, תנאי הסחר של ישראל (מחירי יצוא ומחירי יבוא), משתני מקרו עולמיים שמסכמים את הפעילות בעולם ומשתנים פיננסיים עולמיים שמסכמים את התנאים הפיננסיים במדינות שמשפיעות על הכלכלה הישראלית. שיטת "המרכיבים העיקריים" מאפשרת לקבל צירוף לינארי של המשתנים (שממקסם את השונות הכוללת) כך שלמעשה מתקבל "מדד מייצג" עבור קבוצת המשתנים הנבחרת.

1 ראו A monitoring framework for Global financial stability (2019), GFSR 2019, Adrian, T., N. Boyarchenko and D. (2019) Review Economic American The, Growth Vulnerable Giannone (2019) .1263-1289, (4)109

2 העבודה נעשתה במסגרת פרויקט משותף עם קרן המטבע הבינלאומית.

נתונים

היישום של המודל עבור ישראל כולל כ-30 סדרות עיתיות לתקופה 1996Q3-2019Q1. להלן המשתנים העיקריים בהתאם לקבוצות שנקבעו:

- מקרו מקומי (Domestic Macro) – צמיחה, ייצור תעשייתי ומדד מנהלי הרכש;
- תנאים פיננסיים מקומיים (Domestic FCI) – מרווחים ותשואות של נכסים;
- מינוף (Domestic Leverage) – היקף האשראי ונזילות;
- תנאי סחר (External) – תנאי הסחר של ישראל, חשבון שוטף ושער חליפין אפקטיבי;
- מקרו עולמי (Global Macro) – צמיחה בעולם וייצור תעשייתי בעולם;
- תנאים פיננסיים עולמיים (Global FCI) – תמחור סיכונים עולמיים, מרווחים ותשואות של נכסים עולמיים.

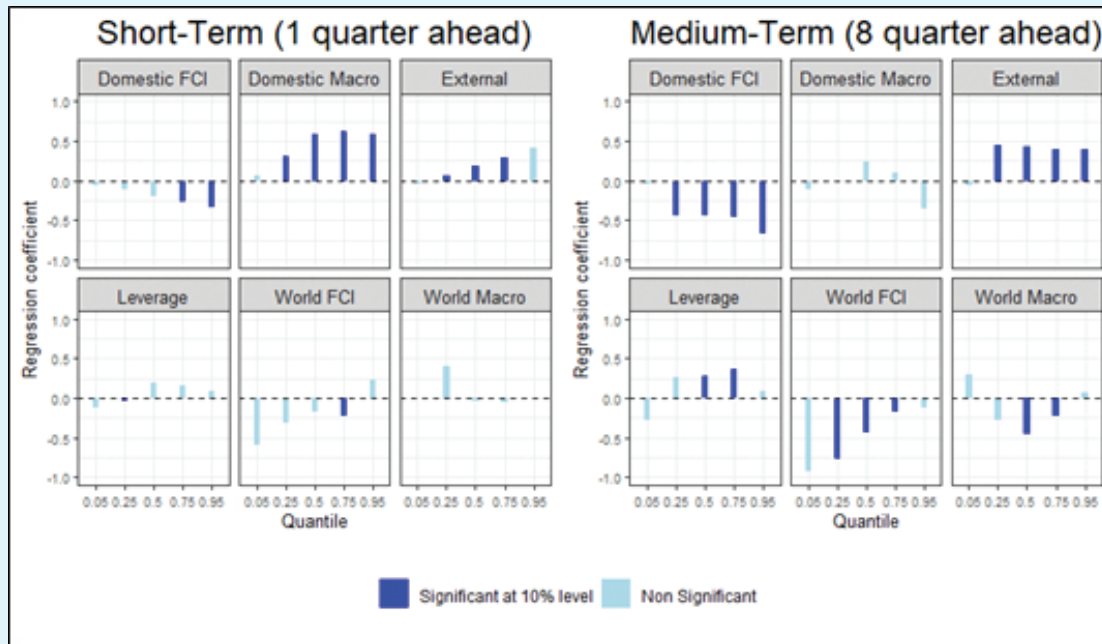
תוצאות

תוצאות הניתוח האמפירי מוצגות באיור א'-1. הפנל השמאלי של האיור מראה את מקדמי רגרסיית האחוזונים עבור צמיחה חזויה ברבעון הבא (טווח קצר) ואילו הפנל הימני מראה את התוצאות עבור צמיחה חזויה בעוד שנתיים (טווח בינוני).

התוצאות של הטווח הקצר (רבעון אחד קדימה) מראות שתנאי מקרו מקומיים חיוביים (גידול בהשקעות, הרחבה פיסקלית וכד'), משפיעים באופן חיובי על הצמיחה העתידית (במרבית האחוזונים) ותנאים פיננסיים מרחיבים (למשל, ריבית הבנק המרכזי, תשואות אג"ח ממשלתיות וכד'), משפיעים באופן חיובי על שיעורי הצמיחה בתרחישים אופטימיים (אחוזונים 75 ו-95) וללא השפעה מובהקת בשאר התרחישים. אם כן, בהקשר של מטרת הניתוח שמובא בתיבה זו, סביבה פיננסית מרחיבה היום, תורמת להגברת הצמיחה. (איור א'-1 פנל שמאלי. גובה העמודות מייצג את הגודל והכיוון של המקדם). ניתוח של המודל בטווח הבינוני (8 רבעונים קדימה), מראה שבטווח זה תנאי סחר חיצוניים חיוביים משפיעים באופן חיובי על הצמיחה העתידית (במרבית האחוזונים). ממצא זה משקף כנראה את היותה של ישראל משק קטן ופתוח. הידוק של התנאים הפיננסיים (הן המקומיים והן העולמיים), מקשה על הצמיחה והקלה בהם תומכת בצמיחה (איור א'-1 פנל ימני).

בניתוח הקשרים בין משתני הסביבה הכלכלית והפיננסית לאחוזוני הצמיחה (התפלגות הצמיחה), ניתן ללמוד על הסיכונים שטומנת בחובה הסביבה הכלכלית והפיננסית בעתיד. איור א'-1 מלמד שתחת מגבלות המודל, הנתונים שמזינים אותו ואורך המדגם, לא נמצאה עדות לכך שסביבה פיננסית מרחיבה היום, משפיעה באופן שלילי על צמיחת התוצר בעתיד.

איור א'-1: מקדמים של רגרסיית אחוזונים לטווח זמן קצר ובינוני



סיכום

מודל GaR שמיושם על הנתונים הישראליים, מראה שהצמיחה בטווח הקצר (רבעון אחד קדימה), מושפעת בעיקר מגורמים מקומיים (הגורמים החשובים הם רמת הפעילות ותנאים פיננסיים). בטווח הבינוני (8 רבעונים קדימה), הצמיחה מושפעת בעיקר מתנאי הסחר של המשק והתנאים הפיננסיים. ניתן להסיק מבדיקה זו את חשיבותו של אחד התרחישים שאנו מציינים בדוח זה – הרעה בתנאי הסחר שעלולה לגרום להידוק בתנאים פיננסיים גלובליים (ראו חלק על כלכלה עולמית). התממשות תרחיש זה עלולה לפגוע בצמיחה בישראל בטווח הבינוני דרך הערוצים שזוהו כמשפיעים (תנאי סחר ותנאים פיננסיים גלובליים ומקומיים).

הכלכלה העולמית: ההאטה בצמיחה הכלכלית שהחלה ב-2018 נמשכת גם השנה. ההאטה מתמקדת, ככל הנראה בהשפעת מלחמת הסחר, בתחום התעשייה ובולטת במיוחד באירופה ובסין. מרבית נתוני הצמיחה ברבעון השלישי, למעט בארה"ב, הפתיעו לרעה ועיקר החולשה ממוקדת בתעשייה. למרות שמאזן הסיכונים נוטה עדיין כלפי מטה וההידרדרות בסחר העולמי נמשכת פחת הסיכון להחרפה משמעותית על רקע מלחמת הסחר והברקזיט.

על פי התחזיות החדשות של קרן המטבע הבינלאומית, ה-IMF⁹, הצמיחה הגלובלית תעמוד השנה על 3% בלבד שהוא הקצב הנמוך ביותר מאז המשבר הפיננסי. תחזית זו משקפת ירידה של 0.3% ביחס לתחזית שה-IMF פרסמה בדוח הקודם שלה¹⁰, ששיקף אף הוא עדכון מטה של קצב הצמיחה. הירידה בתחזיות הצמיחה נרשמה הן במשקים המפותחים והן במשקים

9. WEO October 2019

10. WEO, April 2019 ב-2020 צפוי שיפור מסוים בצמיחה לקצב של 3.4%, 0.2% פחות מתחזית אפריל.

המתעוררים ולכן מבטאת מגמה עולמית כללית, שמונעת בעיקר מחולשת סקטור התעשייה¹¹. בשנים שלאחר מכן צפוי שיפור בקצב הצמיחה העולמית בעיקר על רקע התייצבות במספר כלכלות פגיעות במשקים המתעוררים. נציין שבמחצית השנייה של השנה תחזיות הצמיחה בעולם עודכנו כלפי מטה גם על ידי הגופים הבינ"ל המובילים, ה-OECD¹², ה-WB¹³ וה-WTO¹⁴.

גם בתחום האינפלציה ניכר הפער בין ארה"ב לבין שאר המדינות המפותחות. בעוד שבארה"ב האינפלציה קרובה למדי לרמה של 2%, הרי שבאירופה ובמיוחד ביפן, רמותה נמוכה בהרבה מיעד הבנק המרכזי. על רקע ההאטה בקצב הצמיחה, חוזה ה-IMF המשך אינפלציה נמוכה במדינות המפותחות, כשמדד מחירי הצרכן למשקים אלה צפוי לרדת ל-1.5% (מ-1.6% בדוח מאפריל) ולעמוד על 1.8% בלבד ב-2020 (2% באפריל).

בתקופה הנסקרת נמשכה מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין. בתחילת התקופה התקיימו שיחות להסדרת יחסי הסחר בין המדינות, אולם בעקבות נתק במשא ומתן הכריזה ארה"ב על הטלת מכסים נוספת בשיעור של 10% על סחורות בשווי 300 מיליארד דולר ועל העלאות מכסים עתידיות וסין הגיבה בהודעה על השהיה של רכישת מוצרים חקלאיים בארה"ב. כמו כן התירה סין ליואן להיחלש בחדות מול הדולר והיא נכללה ברשימת המדינות המבצעות מניפולציות בשוק המט"ח. בהמשך, התחדשו השיחות בין הצדדים בנימה חיובית. ב-13 לדצמבר, בעת סגירת דוח זה, פורסם כי הצדדים הגיעו להבנות בדבר השלב הראשון של הסכם הסחר. על פי הערכת ה-IMF, עמד קצב הצמיחה¹⁵ של הסחר העולמי במחצית הראשונה של השנה על 1% בלבד, הנמוך מאז 2012. ההאטה בצמיחה, בצד החולשה בסחר והיעדר הלחצים האינפלציוניים, הביאו את הבנקים המרכזיים לנקוט בצעדים מרחיבים (איור 4). בתקופה הנסקרת הוריד ה-FED את טווח היעד של הריבית המוניטרית ב-75 נ.ב. והעלה את האפשרות להרחבה כמותית מחודשת. ה-ECB הוריד את הריבית המוניטרית ב-10 נ.ב. והודיע על הרחבה כמותית של 20 מיליארד יורו בחודש החל מנובמבר והשיק תוכנית TLTRO¹⁶ נוספת. הבנק המרכזי של יפן הודיע שבכוונתו להמשיך בהרחבה הכמותית בריבית השלילית ובתוכנית לשליטה על העקום. כשגם הבנק המרכזי הסיני נקט במדיניות מרחיבה ובכלל זה הורדת יחס הרזרבות למערכת הבנקאות. בנקים מרכזיים רבים נוספים גם במדינות המתעוררות, הורידו את הריבית המוניטרית, כשהשווקים מתמחרים תוואי ריבית יורד בבנקים המרכזיים הגדולים. בהתאם, ה-IMF מעריכה שהתנאים הפיננסיים בעולם ובהתייחס למדינות המפותחות, נותרו בכללותם מרחיבים יותר מאשר באביב¹⁷, אך במשקים המתעוררים נותרו התנאים הפיננסיים בכללותם ללא שינוי.

כלכלני ה-IMF מציינים שמאזן הסיכונים לצמיחה העולמית ממשיך לנטות כלפי מטה. הסיכונים העיקריים שעלו בדוח הם התגברות המתחים סביב מלחמת הסחר ושינוי לרעה בסנטימנט בשווקים הפיננסיים. בטווח הבינוני הביעה הקרן את חששה מפגיעה בפריזון בשל השלכות מלחמת הסחר על שרשרת הייצור הגלובלית והתעצמות חוסר האיזון במשקים הפיננסיים. ה-IMF מציינת גם את התגברות הסיכונים בטווח הבינוני, על רקע צמצום הכלים תומכי הצמיחה שבידי הרשויות, הזדקנות האוכלוסייה במדינות המפותחות ופגיעתה בפריזון ואת המשך ההאטה בסין.

11 ה-IMF מציינת באופן ספציפי את חולשת סקטור הרכב.

12 OECD Interim economic outlook SEP 2019

13 WB Global Economic prospective June 2019

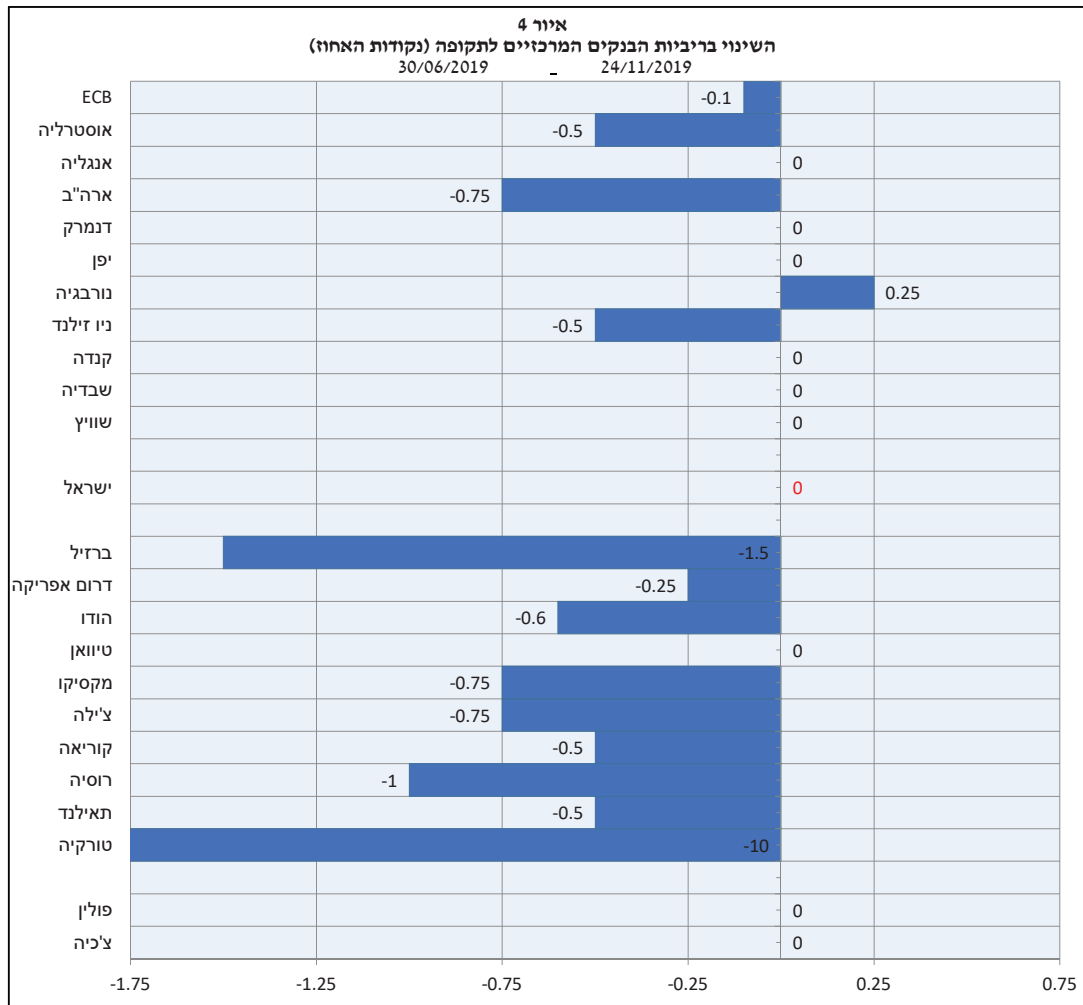
14 WTO June 2019

15 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

16 Targeted longer-term refinancing operations

17 WEO October 2019

ההאטה בצמיחה, בצד החולשה בסחר והיעדר לחצים אינפלציוניים, הביאו בנקים מרכזיים רבים להוריד את הריבית ולנקוט בצעדים מרחיבים.



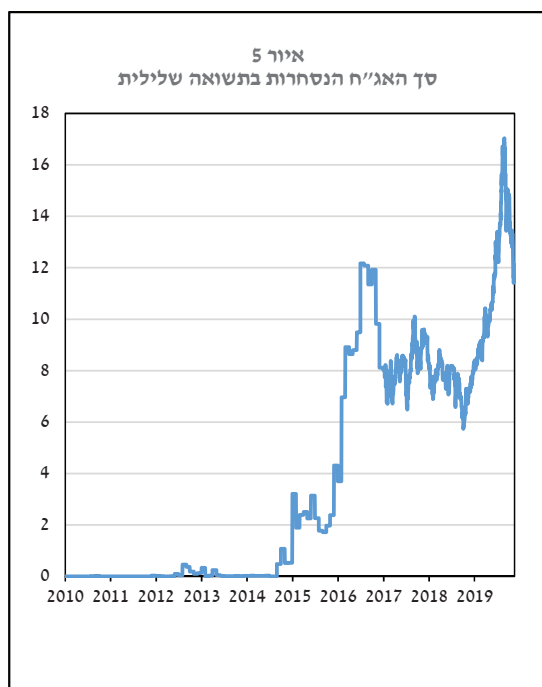
1.1.3 השווקים העולמיים

התהפוכות במלחמת הסחר משפיעות על השווקים הפיננסיים, כשידיעות שליליות פוגעות בנכסי הסיכון וידיעות חיוביות תומכות בהן. מלבד ההשפעה על השווקים הפיננסיים, ניכרת גם הפגיעה בסחר העולמי ובהשקעות – שנפגעים בשל האי-ודאות של הפירמות. המדיניות המוניטרית המרחיבה והתחזיות להמשך המדיניות המרחיבה, הביאו לירידה חדה בתשואות האג"ח והיקף האג"ח הנסחר בתשואה שלילית, הגיע לשיעור של כ-15% מסך האג"ח בעולם (איור 5) ובכלל זה גם אג"ח קונצרני.

ירידת התשואות הגדילה את התיאבון לסיכון של המשקיעים ותמכה במחירי המניות והאג"ח הקונצרני, בעוד שהחששות ממלחמת הסחר השפיעו עליהם לרעה. בסיכומה של התקופה, שערי המניות עלו קלות, כשבטווח הקצר הגורם העיקרי שהשפיע על המניות היו החדשות בתחום מלחמת הסחר¹⁸.

בצד הפיננסי, להערכת ה-IMF, המדיניות המוניטרית המרחיבה תומכת בכלכלה בטווח הקצר, אולם התנאים הפיננסיים המקלים המתמשכים, מביאים להתגברות הסיכונים הפיננסיים בטווח הבינוני ואלה מוסיפים ולהתעצם. הרחבה בנושא זה יתנת בחלק הסיכונים של דוח זה.

על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה והציפיות להמשך המדיניות המרחיבה, יש בעולם שיעור גבוה של אג"ח שנסחרות בתשואה שלילית.



מחירי הנכסים בישראל

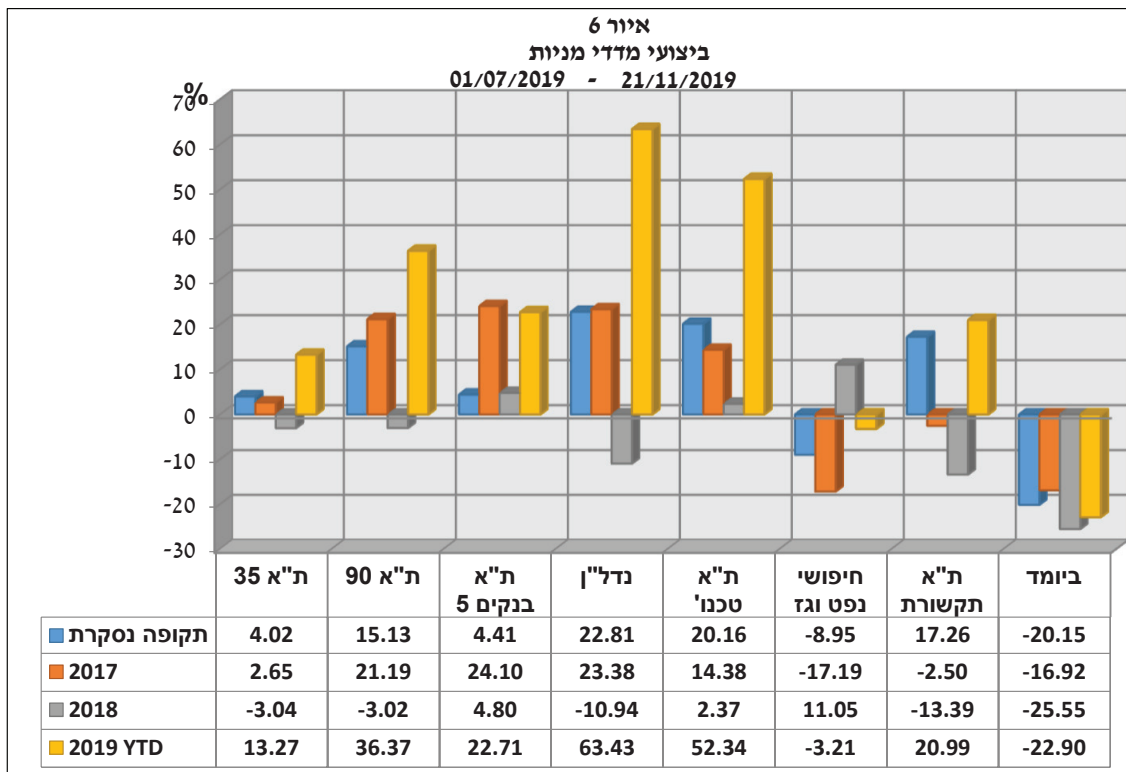
2019:2	2019:1	תמחור הנכסים (המניות, האג"ח, הדיור) גיוסים ופדיונות, קרנות נאמנות שוק המט"ח והשחקנים בשוק זה

התפתחויות במחירי הנכסים ממשיכות להעיד על רמת סיכון בינונית בערוץ זה. במחצית השנייה של השנה נרשמה ירידה בתשואה על החזקת מניות, לצד התגברות הסנטימנט השלילי בענפי התקשורת והביו-מד. הסיכונים בשוק המניות המקומי בכללותו, מצויים מתחת לממוצע ארוך הטווח. בשוק אג"ח החברות, בניתוח לפי דרוגים ולפי ענפים, נרשמה על פי רוב ירידה בתשואות ובמרווחים ויש סימנים להערכת חסר של הסיכונים. למרות העלייה שנרשמה בחודשים האחרונים במחירי הדירות, האינדיקטורים משוק זה לא מצביעים על התנהגות נפיצה.

שוק המניות: מדדי המניות בבורסות המובילות בעולם רשמו עליות במחצית השנייה של השנה ועד ה-21 בנובמבר, 2019. מדד ת"א 35 עלה ב-4%. נראה שההתרחשויות בסביבה העולמית השפיעו על רמת האי-ודאות הכלכלית ובתוך כך על שוקי

הנכסים הפיננסיים בעולם ובישראל. מניות הפארמה הדואליות בלטו באופן שלילי על רקע הצעת הפרשה של חברות התרופות בארה"ב להסדרת התביעות בפרשת משככי הכאבים. עוד בלטו לשלילה מניות חברות התקשורת שנסחרו בתנודתיות רבה, על רקע העלייה בתחרות בענף והירידה ברווחיות. מניותו ההסתברות לחדלות פירעון, עלה שבענף זה (וגם בענף הביו-מד) נרשמה עלייה ב-PoD¹⁹. זה בזמן שרמת הסיכון של כלל המשק נותרה יציבה ונמוכה בפרספקטיבה היסטורית. יש לציין שנוכח לרביע השני של 2019, סך החוב של ענף שירותי התקשורת (שמוצג ע"י 6 חברות ציבוריות), מהווה כ-2.7% מסך החוב של המגזר העסקי הלא פיננסי במשק²⁰, כלומר כ-25.8 מיליארד ₪. פילוח החוב מראה ש-6.2 מיליארד ₪ הוא חוב לבנקים ולחברות כרטיסי האשראי, 2.8 מיליארד ₪ לתושבי חוץ ו-16.8 מיליארד ₪ באג"ח סחירות. מניות הנדל"ן בלטו בעליות מתחילת השנה ותרמו לעליית המדדים הכלליים. מנגד, מניות הביומד בלטו לרעה (איור 6).

מניות הנדל"ן בלטו בעליות מתחילת השנה ותרמו לעליית המדדים הכלליים. מנגד, בלטו לרעה מניות הביומד.



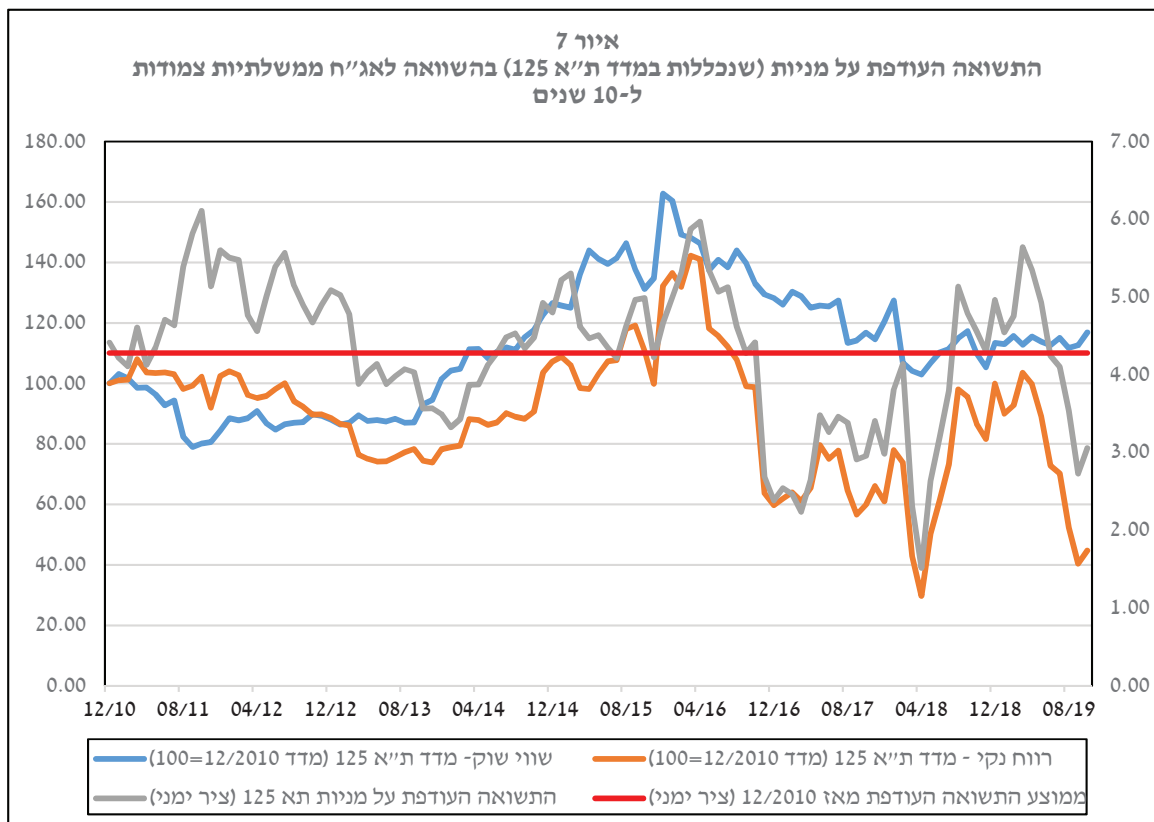
הרווחיות הכוללת²¹ של החברות הציבוריות שנכללות במדד ת"א 125, נמצאת בירידה מאז הרבעון האחרון של 2018, בהשפעת כמה מהחברות הגדולות שמרכיבות את המדד (ונכללות במדד ת"א 35). שווי השוק של מדד ת"א 125 נותר יציב יחסית. כתוצאה מהירידה ברווחיות, נרשמה ירידה בתשואה על החזקת מניות – היחס בין הרווח הנקי לשווי השוק (ההופכי של המכפיל). התשואה העודפת על החזקת מניות, שמתקבלת מההפרש בין התשואה על החזקת מניות לתשואה על אג"ח צמודה ל-10 שנים של ממשלת ישראל, ירדה למרות קיזוז של כאחוז אחד שנגרם כתוצאה מירידה בתשואת האג"ח, שהגיעה לאחרונה לתחום השלילי (איור 7). התשואה העודפת מייצגת את פרמיית הסיכון הנדרשת על החזקת מניות ולכן תשואה

¹⁹ Bloomberg 1-year Probability of Default - המודל שבבסיס חישוב ההסתברות הוא מודל Merton עם תוספת של נתונים מאזניים של החברות ונתוני מקרו של הכלכלה. חשוב לציין שלמרות שנראה שההסתברות לחדלות פירעון עדיין נמוכה גם בענפים אלה (החציון הענפי אינו עובר את ה-2% באף אחד מהענפים), רמות של מעל 1% הם רמות שנצפו בעבר בתקופות של מיתון.

²⁰ יתירות האג"ח ויתירות ההלוואות לבנקים, לפני ניכוי יתירות ההפרשה להפסדי אשראי (חובות מסופקים).

²¹ שמחושבת כסכום משוקלל לפי חלקה היחסי של כל חברה במדד ת"א 125

ירידה בתשואה העודפת על מניות בעיקר בגלל ירידה ברווחיות של חברות עם משקל גבוה במדד ת"א 125

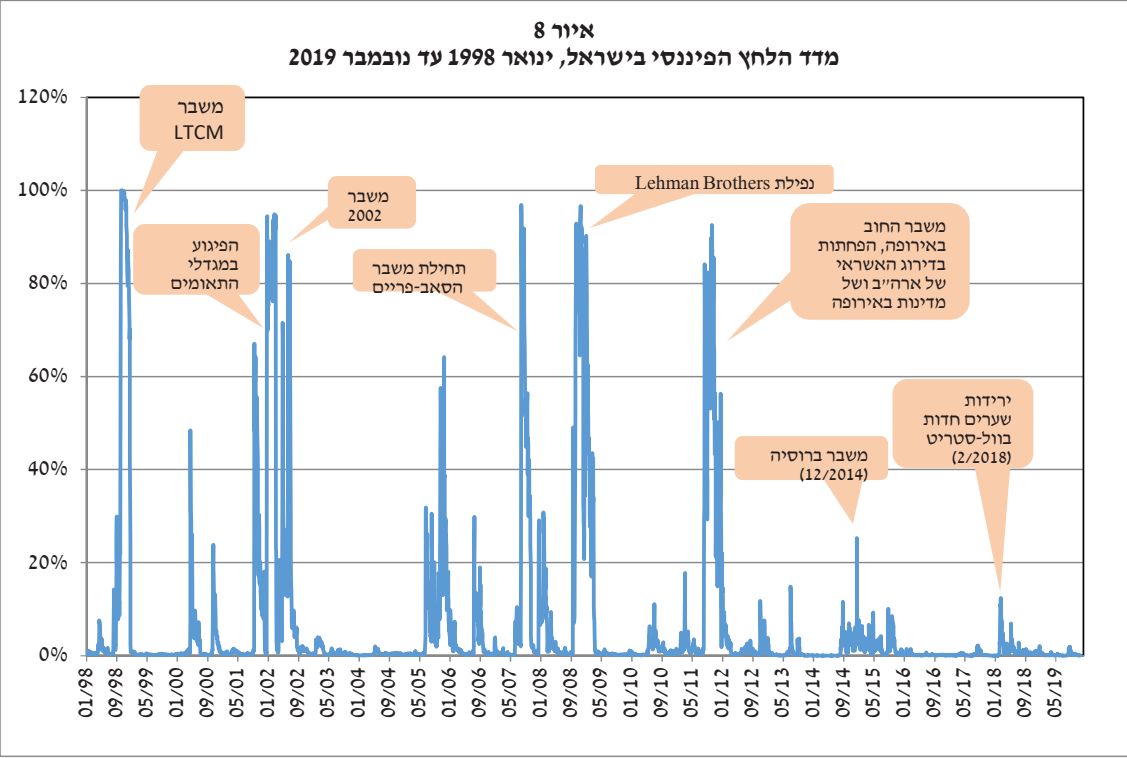


עודפת חיובית מצביעה שתמחור המניות משקף את הסיכון שכרוך בהשקעה בהן וכפועל יוצא, את העובדה שמחירי המניות לא מנותקים מהגורמים הבסיסיים במשק. מטבע הדברים, לא ניתן להצביע על רמת סף שמעליה או מתחתיה התמחור הוא בחסר או ביתר, אך הסתכלות על מיקום התשואה העודפת ביחס לממוצע ארוך הטווח ועל רכיבי מדד התשואה העודפת, עשויים לספק תובנות חשובות אודות התמחור בשוק המניות. התשואה העודפת ירדה לאחרונה וכעת היא מתחת לממוצע ארוך הטווח, אך לא ברמה נמוכה היסטורית. עם זה, מאחר והגורם לירידה זו הוא הירידה ברווחיות, בעוד ששווי השוק שמר על יציבות יחסית, לא מן הנמנע שהתיקון יגיע בצורה של ירידה במחירי המניות. נציין, שחישוב של מדדי נפיצות למחירי המניות שמרכיבות את המדדים השונים (כמצרף), לא מצביע על התפתחות חריגה במחירי המניות. מדדי התנודתיות של השוק המקומי (מדד VTA והמדד לסיכון רוחבי), תאמו את המגמות בעולם, אם כי היו פחות תנודתיים.

מדד הלחץ הפיננסי²² (איור 8), שמתבסס על אינדיקטורים שונים שלקוחים מהשווקים הפיננסיים בישראל, העיד על לחץ נמוך יחסית בתקופה הנסקרת. המדד הגיע באוגוסט לרמתו הגבוהה ביותר במחצית - 1.9%. העלייה במדד הלחץ הפיננסי באה על רקע הירידות במדדי המניות בעולם והעלייה באי-ודאות שהשפיעו על שוק המניות המקומי ושוקי הנכסים הפיננסיים האחרים. עם זה, מדובר ברמה נמוכה, שמעידה שהשווקים הפיננסיים בישראל ספגו את הזעזוע באופן מתון.

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

מדד הלחץ הפיננסי מעיד על לחץ פיננסי נמוך יחסית בשנה האחרונה.



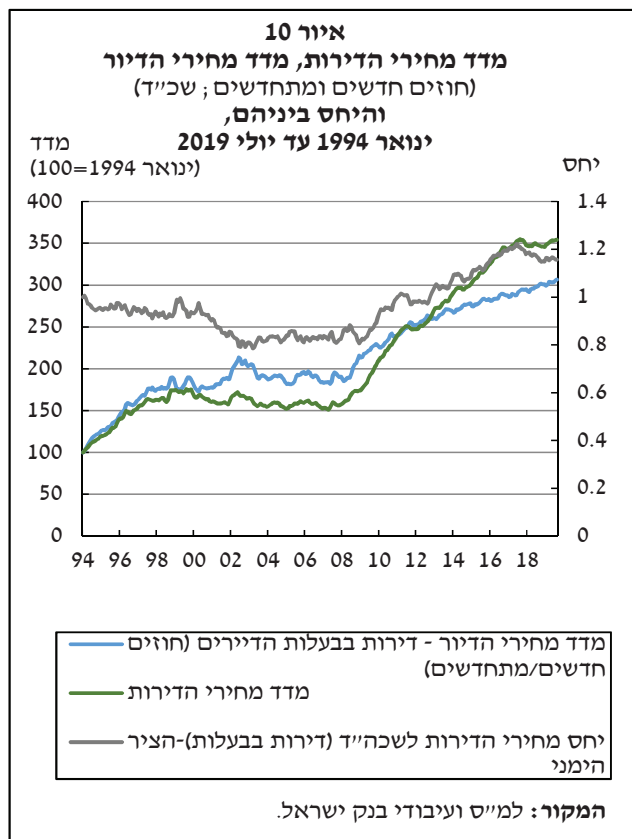
שוק האג"ח: במהלך התקופה הנסקרת נמשכו עליות השערים בשוק האג"ח ובמרבית מדדי האג"ח התאגידיות נרשמו מתחילת השנה עליות, שהגיעו לכ-7% בממוצע. המרווח הממוצע של המגזר העסקי ירד לכ-2.8% ושל המגזר העסקי הלא פיננסי לכ-2% (לאחר שבמחצית הראשונה עמד על 3%-ו-2.5% בהתאמה) ונמצא ברמה נמוכה מאוד, אם כי גבוהה מזו שנצפתה בסוף 2007. ירידה במרווחים נרשמה בכל הענפים ובעיקר בענף 'השקעה ואחזקות' (איור 9).

המרווחים הנמוכים חוצים ענפים (למעט 'השקעה ואחזקות') ודירוגים, אך ראוי להתעכב על מרווח האג"ח בדירוג BBB, שכן במהלך השנה הוא ירד מכ-9.5 נקודות אחוז לרמה של 6 נקודות אחוז. לצד הירידה במרווחים בדירוגים אלה, עלו במעט במחצית השנייה של השנה המרווחים בדירוג A, כך שהפער בין מרווח האג"ח בדירוג BBB למרווח האג"ח בדירוג A הצטמצם. על רקע זה ועל רקע התרחבות הפער בין מרווח האג"ח בדירוג A למרווח האג"ח בדירוג AAA, נראה שהמרווחים בשוק האג"ח התאגידיות מבטאים באופן חלקי את ההפרדה בין רמות הסיכון בדירוגים השונים.

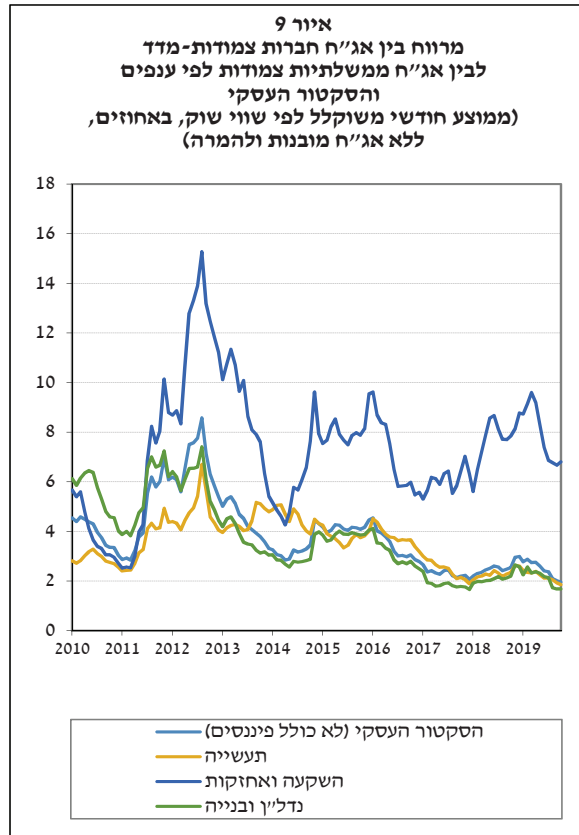
צבירות בקרנות נאמנות לפי התמחויות: בשלושת החודשים הראשונים של המחצית השנייה, נרשמו צבירות חיוביות בקרנות הנאמנות. התפתחות זו הקיפה הן את הקרנות שמתמחות בהשקעה באג"ח קונצרני בארץ, בקרנות הכספיות, בקרנות שמשקיעות באג"ח המדינה והן בקרנות שמתמחות בהשקעה במניות (בארץ). זה על רקע ירידה בתשואות האג"ח המובילות והתנודתיות בשוק המניות. מנגד, ככל הנראה על רקע העלייה באי-ודאות בשווקים הגלובליים והתיסוף בשקל, נמשכת מגמה של צבירה נטו שלילית בקרנות המתמחות בהשקעה במניות ובאג"ח בחו"ל.

מחירי הדיוור: לאחר חצי שנה של ירידות רצופות (יולי עד דצמבר 2018) שינה מדד מחירי הדירות כיוון ועלה מאז ינואר 2019 (למעט ירידה חד פעמית ביוני). באוגוסט 2019 עמד שיעור העלייה השנתי של מחירי הדירות על 1.9%, אך בהסתכלות ארוכת טווח יותר, מחירי הדירות לא עלו בשנתיים האחרונות. במקביל, קצב העלייה השנתי של מדד שירותי הדיוור בבעלות (שכר דירה) שמבוסס על חוזים חדשים ומתחדשים, עמד באוגוסט 2019 על 2.5%. קצב גבוה יותר של עליית מחירי הדיוור בהשוואה לזה של מחירי הדירות, מחליש את החשש להתנהגות נפיצה של מחירי הדירות. יחס מחירי הדירות לשכר הדירה (איוור 10), התייצב ברמה גבוהה לפני כשנתיים וחצי ואף ירד מעט משיאו ובהתאמה האינדיקטור להתנהגות נפיצה התרחק מהערך הסטטיסטי שמזהה התנהגות נפיצה. ראוי לציין שככל שהיחס יישאר ברמתו הנוכחית, הסטטיסטי צפוי עוד להתרחק מהערך הקריטי, כי האינדיקטור נועד לזהות התנהגות נפיצה ואינו מתחשב ברמת המדד, גבוהה ככול שתהיה, אלא רק בקצב עלייתו. גם יחס מחיר הדירה לשכר הממוצע למשרת שכיר ישראלי, נמצא בירידה, כשקצב עליית השכר השנתי עמד באוגוסט 2019 על 2.5%.

יחס מחירי הדירות לשכר הדירה נותר יציב מזה שנתיים וחצי ולאחרונה אף נרשמה בו ירידה.



ירידה במרווחים נרשמה בכל הענפים ובעיקר בענף 'השקעה ואחזקות'.



האשראי

2019:2	2019:1	המגזר העסקי מגזר משקי הבית החשיפה לנדל"ן

הסיכון שנשקף ליציבות הפיננסית מערוץ האשראי נותר ברמה בינונית גבוהה²³ ללא שינוי בהשוואה למחצית הקודמת. נכון לאוגוסט 2019, חוב משקי הבית שומר על יחס חוב לתוצר ברמה של 42% - ערך נמוך בהשוואה לרמת החוב שנמדדת במדינות מפותחות אחרות - תוך המשך הגידול בחשיפת המערכת הפיננסית לאשראי לדיור, שמהווה מרכיב משמעותי במאזני הבנקים בישראל וגידול באשראי שלא לדיור, שמקורו בערוץ החוץ-בנקאי. החוב של המגזר העסקי לתוצר ולתוצר העסקי (חשיפת המערכת הפיננסית למגזר העסקי), נותר כמעט ללא שינוי ונותרה רמת הריכוזיות באשראי לענף הבינוי והנדל"ן, תוך שריכוזיות האשראי למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן מסך האשראי של המערכת הבנקאית, ממשיכה להיות גבוהה גם בהשוואה בינלאומית (איור 13). הנתונים מעידים שרמת המינוף של הלווים (משקי הבית), נמצאת במגמת עלייה וכי חברות הבנייה והנדל"ן מוסיפות לגייס חוב בכל הערוצים. ריכוזיות המערכת הפיננסית בישראל והקצב האיטי יותר של הפיתוח הפיננסי בישראל, לא מאפשרים עדיין פיזור גדול יותר של הסיכונים בין השחקנים השונים כמקובל בעולם.

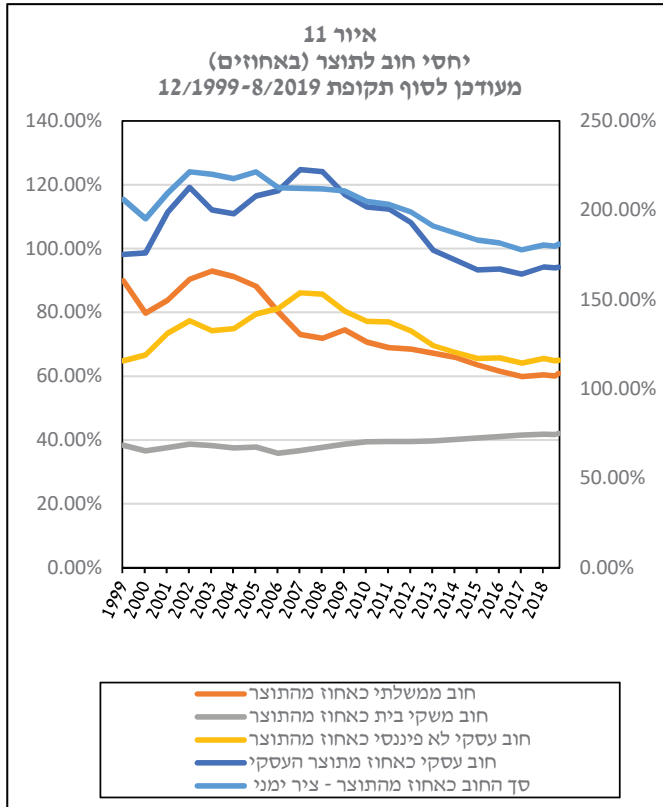
יתרת החוב של המגזר הפרטי (הלא פיננסי) עמדה באוגוסט השנה על סך של 1.5 טריליון ₪ עם גידול שנתי של כ-4.9% (בהשוואה לקצב הגידול של 6.4% במהלך 2018). יחס החוב של המגזר הפרטי לתוצר הוא בשיעור של 111.5% (יחס סקטור עסקי ומשקי בית לבנקים לתוצר בשיעור של כ-70%²⁴). מתוך זה, החוב של המגזר העסקי (הלא פיננסי), עמד על סך של 949.25 מיליארד ₪ (שיעור של 47% מהחוב הפרטי). יחס החוב של המגזר העסקי לתוצר נותר ללא שינוי ניכר ב-2019 (כ-69%). מגמת הריכוזיות באשראי לענף הבינוי והנדל"ן (23.7% מסך האשראי במשק) מהותית והוא ממשיך להיות הענף עם מינוף גבוה, ועם משקל משמעותי במערכת הבנקאית ובשוק האג"ח הסחיר, שמאפייני ההדבקה שלו מכסים סדרת ענפים אחרים. לרבות תעשייה ושירותים פיננסיים²⁵. יחס חוב משקי הבית לתוצר (איור 11), שומר על מגמת שנה קודמת בשיעור של 42%. קצב הגידול של סך חוב משקי הבית עמד באוגוסט על שיעור שנתי של 4.9% (שיעור שנתי בשנתיים קודמות עמד על 5.2%)

23 בעבר (ראו דוח למחצית השנייה של 2017) הוגדרה רמת הסיכון בערוץ זה כבינונית גבוהה. זה על רקע הממצאים בדוח היציבות הפיננסית הגלובלית של קרן המטבע העולמית (להלן, "הקרן") מאוקטובר 2017, שהפנה את הזרקור לקשר שבין הגידול בחוב משקי הבית לפוטנציאל להיווצרותם של המשברים הפיננסיים ולהתארכות של תקופות השפל (Mian and Sufi, 2015, 2017). על פי ניתוח שערכה הקרן (GFSR, 2017), החל משיעור חוב משקי בית לתוצר של כ-30%, חוב משקי הבית מתחיל לצבור אפקט שלילי במשק (הופכת לבעלת השלכות מקרו-יציבותיות). שיעור חוב משקי הבית לתוצר בטווח של 36%-70% הוא גבוה וטומן בחובו סיכון בהתאם לניתוח הקרן. מאפיינים של המדינה והכלכלה יכולים למתן את השפעתו השלילית של הגידול המהיר בחוב, בין היתר, אסדרה פיננסית חזקה, אי-שוויון בהכנסה נמוך, פיתוח פיננסי, שער חליפין נייד והסתמכות פחותה על מימון חיצוני. במדינות שבהן היחס בין החוב לתוצר נמוך יחסית, התרחבות מהירה של רכיב החוב, מובילה לעלייה בשיעור משקי הבית הממונפים, שעמידותם לזעזועים נמוכה יחסית. בנוסף, בעיקר לאחר המשבר הפיננסי, השתנתה בשנים האחרונות התפיסה שגובה החוב הפרטי תומך בפריור וביעילות ושמצב המשק משתפר ככל שיחסו לתוצר גדל. ממוצע האשראי לדיור מסך האשראי למשקי בית בעולם, בהתאם לניתוח הקרן, הוא בשיעור של 50%. מחקרים אחרונים בנושא מתייחסים לשיעור החוב הבנקאי של הסקטור הפרטי ביחס לתוצר (בדגש על התפתחות המהירה בחוב הבנקאי על חשבון המימון החוץ-בנקאי – שוק ההון) בטווח של 80%-100% ככזה, שמעליו מתחילה השפעה שלילית. מאידך, במחקרים שמתמקדים במדינות ה-OECD, נקודת המפנה שחושבה היא בשיעור של 62% (חוב בנקאי של הסקטור הפרטי ביחס לתוצר, ראו Benczur et al., 2018).

24 "סקירת המערכת הבנקאית- מחצית ראשונה 2019", פרסומי בנק ישראל, מיום 10.10.2019, לוח 1 – יחס האשראי ברוטו בסך המערכת הבנקאית לתוצר 78.8%.

Israel M.Beenstock & M. Khatib, Contagion and Correlation In Empirical Models Of Bank Credit Risk In Israel 25
Economic Review, Vol 15 No. 1 (2018), 1-34

יחס חוב מגזר פרטי לתוצר בשיעור של 111.5%. יחסי חוב משקי בית ומגזר עסקי לתוצר שומרים על רמתם בשיעורים של 42%-69% בהתאמה.



ובאוגוסט על סך של 576 מיליארד ₪. עם זה, עיקר הגידול נרשם באשראי לדיוור, שמשקלו באשראי הכולל למשקי בית עומד על 65% ומהווה מרכיב משמעותי במאזני הבנקים (33.4% מיתרת האשראי המאזני)²⁶; אשראי זה שמר על שיעור גידול יציב, תוך הימנעות מגמת העלייה בביצועי המשכנתאות והתגברות הסיכונים לעלייה ברמת המינוף (LTV). המגמה האחרונה הושפעה מההקלה האסדרתית בדבר שקלול נכסי סיכון בגין משכנתאות, בדרישות ריתוק ההון שפורסמה ב-2018. האשראי שלא לדיוור שהועמד על ידי חברות כרטיסי אשראי, אופיין ברמת סיכון גבוהה יותר מאשר במערכת הבנקאית. סך אשראי זה עמד באוגוסט על 22 מיליארד ₪, שיעור גידול של 5.3% מתחילת השנה, ושיעור גידול שנתי של 9.4% (לאחר שבשנים 2017 ו-2018 שיעור הגידול השנתי ירד מ-16% ל-10% בהתאמה).

האשראי למגזר העסקי (הלא פיננסי)²⁷: נכון לאוגוסט 2019 החוב של המגזר העסקי עמד על סך של 949 מיליארדי ₪, שמהווים 69.4% מהתוצר (איור 11). יחסי החוב של המגזר העסקי לתוצר ולתוצר העסקי נותרו ב-2019 כמעט ללא שינוי. זה כתוצאה מגידול של התוצר העסקי בשיעור דומה לשיעור הגידול ביתר החוב העסקי. מגמת הגידול בחוב של ענף הבינוי והנדל"ן נמשכת, שיעורו מסך החוב עומד על 23.7%, והוא ממשיך

להיות ענף שמאופיין במינוף גבוה. הלוואות בנקאיות ממשיכות להיות המקור העיקרי לאשראי למגזר העסקי (47.7%), עם שיעור גידול שנתי של כ-4.4%, נכון לאוגוסט 2019 (לאחר שבמחצית השנה נשמרה עקביות עם שנה קודמת). מתוך זה, כ-40% מהצמיחה באשראי הבנקאי היא בענפי הבינוי והנדל"ן (ששיעורו 14% מיתרת האשראי המאזני) (חובות)²⁸.

בשנת 2019 נרשמה הרעה מסוימת באיכות האשראי הבנקאי למגזר העסקי וניכרת עלייה בשיעור ההוצאה להפסדי אשראי בפעילות עסקים גדולים ובינוניים, בשל צמצום בסך הגביה של חובות שנמחקו בעבר. אולם, בשלב זה מדובר על שיעור נמוך של הפרשות להפסדי אשראי ביחס לתיק האשראי בישראל²⁹. באשראי לבינוי ונדל"ן שיעור ההפרשות להפסד נותר יציב.

ערוץ מרכזי נוסף למימון של המגזר העסקי הוא אג"ח סחיר (24.3%). אומדן גיוס ההון נטו במגזר העסקי הלא-פיננסי (ללא אג"ח מובנות להמרה וללא חברות זרות) מראשית השנה, עומד על 9.5 מיליארד ₪ - ירידה בהשוואה לתקופה המקבילה בשנה הקודמת. כ-61% מההנפקות במגזר הלא פיננסי (הסחיר) שבוצעו מתחילת השנה, הן של חברות מענף הנדל"ן ואומדן גיוס ההון נטו של החברות מהענף גבוה משמעותית ביחס לענפים אחרים ועומד על 10 מיליארד ₪. יתרת אג"ח נדל"ן ובינוי

26 "סקירת המערכת הבנקאית - מחצית ראשונה 2019", פרסומי בנק ישראל, מיום 10.10.2019, לוח 6.

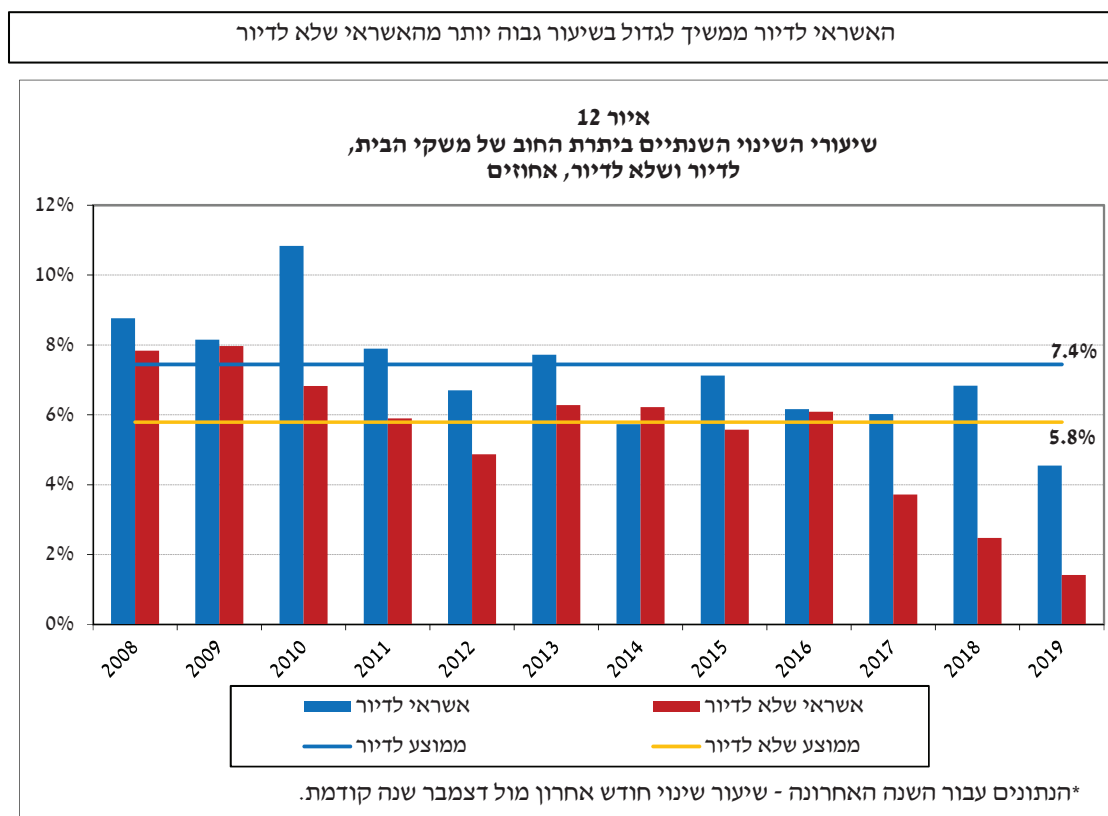
27 האשראי למגזר העסקי בדוח כולל אשראי לשירותים פיננסיים.

28 "סקירת המערכת הבנקאית - מחצית ראשונה 2019", פרסומי בנק ישראל, מיום 10.10.2019.

29 "סקירת המערכת הבנקאית - מחצית ראשונה 2019", פרסומי בנק ישראל, מיום 10.10.2019.

עמדה נכון לרבעון השלישי על סך של 104 מיליארד ₪, שהם שיעור של 32.6% מיתרת סך האג"ח (כולל פיננסיים). בשאר הענפים (הלא-פיננסיים), אומדן גיוס החוב נטו ממשיך להיות זניח או שלילי. מסקר החברות וסקר המגמות עולה שלא חל שינוי מהותי בקשיי המימון ובחומרת מגבלת האשראי של חברות הבנייה ב-2019 ביחס לשנים קודמות, גם כשמסתכלים על השינוי ביחס למדד הייחוס (המגמה של סקטור התעשייה) וגם כשבוחנים את הדינמיקה ברמת גודל הפירמה. נשמרה המגמה לפיה עיקר הגידול בחברות המדורגות בקבוצת דירוג גבוה (AA- ומעלה) והמרווחים הממוצעים ממשיכים להיות נמוכים (פרט לענף המסחר והשירותים, שם הסוגיה נקודתית). משקלן של הנפקות המדורגות כ-BBB (או פחות), מסך היקף ההנפקות מראשית שנת 2019, עומד על 10% בממוצע, בדומה לממוצע בשנת 2018. בענף הבינוי והנדל"ן מרווחי התשואות נותרו נמוכים; נמשכת מגמת ההנפקות עם שיעבוד שלילי בדירוג אג"ח גבוה והמינוף החציוני של החברות בענף התייצב לאחר מגמת ירידה שהחלה ב-2018. הרעה מסוימת נרשמה ביחסי הכיסוי בענף התעשייה ובענף המסחר והשירותים. האחרון ירד אל מתחת ל-1 (סוגיה נקודתית).

האשראי למשקי הבית: חוב משקי הבית שומר נכון לאוגוסט 2019 על יחס חוב לתוצר ברמה של 42% (איור 11). סך החוב למשקי בית עמד באוגוסט על סך של 576 מיליארד ₪. (שיעור גידול שנתי של 4.9%, בהמשך לשיעור גידול שנתי של 5.2% בשנים 2017-2018). עיקר הגידול היה באשראי לדיר שיעמד על סך של 377 מיליארד ₪ ומהווה שיעור של 65% מסך האשראי למשקי בית, לאחר ששמר על קצב שינוי דומה (שיעור גידול שנתי של 6.6%) לזה שבשנה הקודמת (איור 12). דוח היציבות הפיננסית הגלובלית של קרן המטבע מאוקטובר 2017, מפנה את הזרקור לקשר שבין גידול בחוב משקי הבית למשבר פיננסי. רמת הסף לגידול בחוב משקי בית שיכול להתקשר להשפעות מקרו-כלכליות שליליות, מתחילה בשיעור נמוך של חוב לתוצר (30%), במקרה שבו חל גידול מהיר בחוב. מאפיינים של המדינה והכלכלה יכולים למתן את השפעתו השלילית של גידול מהיר בחוב, בין היתר, אסדרה פיננסית חזקה, אי-שוויון בהכנסה נמוך, פיתוח פיננסי, שער חליפין נייב והסתמכות פחותה על מימון חיצוני. גידול מהיר בחוב עלול להוות מקור לדאגה ככול שיתפתח פער אסדרתי וככול שהפיתוח הפיננסי לא יקודם באופן שיאפשר פיזור סיכונים בין שחקנים בשוק.



החוב לדיוור בישראל ביחס לתוצר ממשיך להיות נמוך יחסית לעולם (כ- 27%), אולם האשראי לדיוור ממשיך לגדול, תוך שהמערכת הבנקאית חשופה בשיעור ניכר לאשראי זה³⁰. שיעור הגידול השנתי באשראי לדיוור עומד על 6.6% ומועמד בשלב זה כמעט במלואו על ידי המערכת הבנקאית. האשראי לדיוור מהווה חלק משמעותי באשראי למשקי בית בישראל (שיעור של 65% מכלל האשראי שמועמד למשקי בית הוא אשראי לדיוור, לעומת שיעור של 50% ברוב המדינות המפותחות³¹). אשראי זה נתפס כשמרני, מאחר שהוא נתמך לרוב בבטוחה (הדירה) וצמיחתו מושפעת גם מעלייה במחירי הנכסים. בשנה האחרונה נרשמה בישראל עלייה בביצועי המשכנתאות. עיקר הגידול במשכנתאות הוא בהלוואות בריבית משתנה ועיקר הצמיחה בביצועי המשכנתאות מקורה בהלוואות לרכישת דירה ראשונה. החל מהרבעון השני של השנה נרשמה עלייה בחלקן של ההלוואות עם שיעורי מימון גבוהים ביחס לשווי הנכס (LTV בשיעור 60%-75%). מגמה זו הושפעה גם מההקלה האסדרתית בדבר שקלול נכסי סיכון בגין משכנתאות בדרישות ריתוק ההון, שפורסמה ב-2018, בהתאמה לתקינה הבינלאומית ("באזל 4"). תקינה זו כללה, בין היתר, הקטנה בדרישות לריתוק ההון בגין משכנתאות, תוך הגברת הרגישות לשיעור המימון של המשכנתאות³². ההקלה הורידה את עלות הקצאת ההון לאשראי זה והגדילה את היצע האשראי לדיוור בשיעורי מימון גבוהים³³. כמו כן, במסגרת פרויקט "מחיר למשתכן", חלקן היחסי של הלוואות ששיעור המינוף שלהן נע בין 60%-75%, גבוה יותר ביחס למגמה זו בקבוצת יתר רוכשי דירות יד ראשונה (44.9% לעומת 31.3%). פרויקט זה מאופיין בלוויים שהם זוגות צעירים שרוכשים דירה ראשונה.

איכות תיק האשראי לדיוור במערכת הבנקאית משקפת רמת סיכון נמוכה יחסית בהתבסס על מדדים מקובלים של שיעורי ההפסד בתיק³⁴. זה, בהמשך לשורה של צעדים מקרו יציבותיים שנקטו בישראל, בעקבות עם צעדים דומים ביחס לתיקי אשראי לדיוור שנקטו בעולם. נכון למועד הדוח, גובה ההחזר ביחס להכנסה נמוך ועומד על ממוצע של 26.4%, תקופה לפירעון יציבה (כ-22 שנים) ושיעורי ההפסד של התיק נמוכים. במקביל, חלה ירידה בריבית הריאלית שמשוקללת על המשכנתאות, שנובעת מירידה בעלויות גיוס המקורות של הבנקים.

האשראי שלא לדיוור: המשיך לגדול באופן מתון עד לאוגוסט 2019 בשיעור שנתי של 1.8% ועומד על סך של 199 מיליארד ₪, לאחר שקצב הגידול באשראי זה בשנים 2017 ו-2018 הואט ועמד על שיעורים של 3.7% ו-2.5% בהתאמה. עיקר האשראי שלא לדיוור מועמד עדיין בעיקר על ידי הבנקים ורכיב זה נותר כמעט ללא שינוי. במהלך 2019 חל שיפור באיכות האשראי הבנקאי לאחר הפרדת חברות כרטיסי האשראי וכתוצאה מצעדים לשיפור איכות החיתום באשראי לאנשים פרטיים, שנקטו על ידי חלק מהקבוצות הבנקאיות³⁵. כמו כן, נצפתה תנועה קלה של ירידה בריבית שהחלה ברבעון השלישי של 2018 (משיעור של 5.1% ל-4.8%, נכון ליוני). לצד ההאטה באשראי הבנקאי שלא לדיוור, נמשך הגידול בערוצים החוץ-בנקאיים. נכון לאוגוסט יתרת האשראי למשקי הבית שהעמידו חברות כרטיסי האשראי הייתה בסך של 22 מיליארד ₪ (4% מהחוב למשקי בית) והאשראי בערוץ זה ממשיך לגדול, עם קצב גידול פוחת מאז 2017 (5.3% מתחילת השנה, לעומת 10% ב-2018 ו-16% ב-2017). האשראי שהועמד על ידי חברות כרטיסי אשראי אופיין ברמת סיכון גבוהה יותר ובחברות כרטיסי אשראי שהופרדו מהבנקים עלתה הריבית בממוצע בשיעור שנתי של כ-0.5%. האשראי שלא לדיוור שהעמידו הגופים המוסדיים עמד על סך של 17 מיליארד ₪ (שיעור גידול שנתי של כ-20%).

30 "סקירת המערכת הבנקאית- מחצית ראשונה 2019", פרסומי בנק ישראל, מיום 10.10.2019, לוח 6. האשראי לדיוור מהווה שיעור של 33.4% מיתרת האשראי המאזני לחמש הקבוצות הבנקאיות, נכון ליוני 2019 (לעומת 32.8% בדצמבר 2018).

31 Global Financial Stability Report, October 2017

32 הודעה לעיתונות מיום 11.3.2018, "הפיקוח על הבנקים מודיע על הקלה באופן שבו ישקללו הבנקים את נכסי הסיכון בגין המשכנתאות בשיעור מימון של 60 עד 75 אחוזים".

33 "סקירת המערכת הבנקאית- מחצית ראשונה 2019", פרסומי בנק ישראל, מיום 10.10.2019.

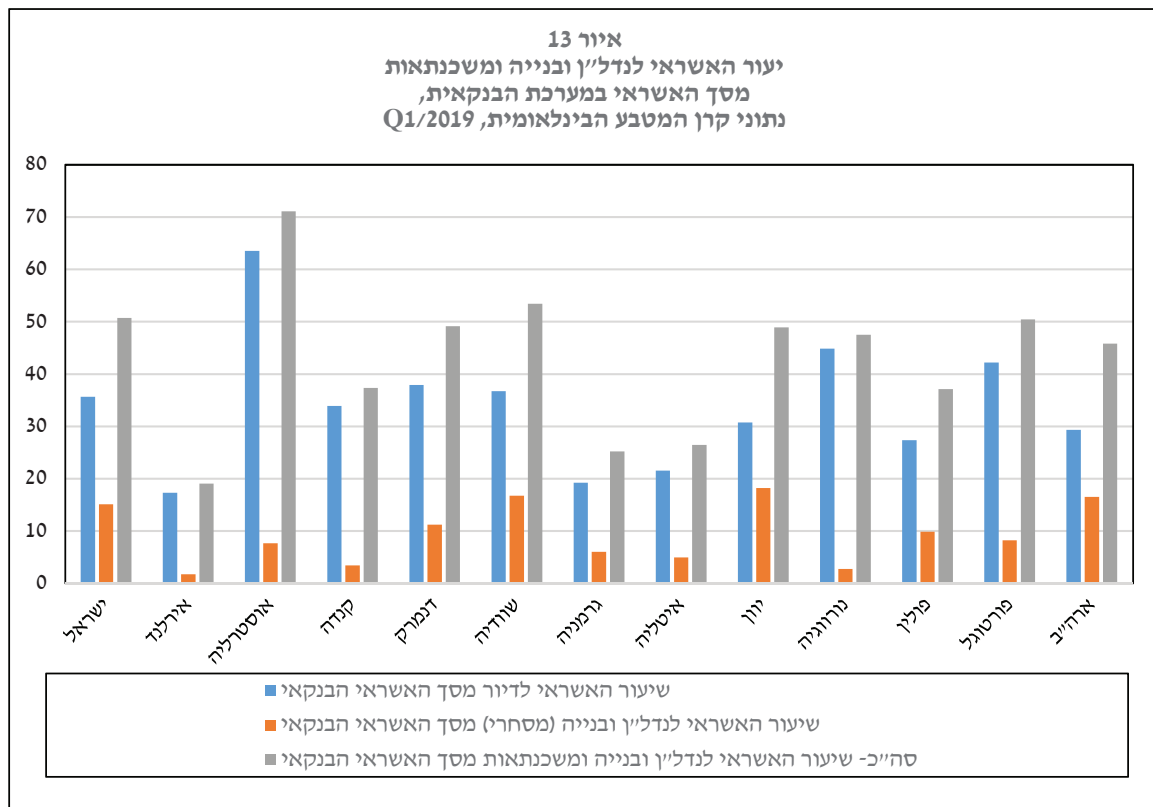
34 "סקירת המערכת הבנקאית- מחצית ראשונה 2019", פרסומי בנק ישראל, מיום 10.10.2019.

35 "סקירת המערכת הבנקאית- מחצית ראשונה 2019", פרסומי בנק ישראל, מיום 10.10.2019.

כפי שצוין בדוח קודם³⁶ ובהמשך למעקב השוטף במשק אחר חוב משקי בית בישראל³⁷, חלקם של בעלי ההכנסות הנמוכות בחוב הצרכני עולה בשנים האחרונות, על רקע הרפורמות בשוק האשראי לדיור ובשוק האשראי הצרכני ולכן יש סיכון רב יותר שיגיעו לחדלות פירעון, במקרה של אבטלה או מיתון במשק. האמור לא כולל נתונים לגבי אשראי חוץ-בנקאי אחר.

בהמשך לאמור בדוח קודם, גם ריכוזיות האשראי למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן מסך האשראי של המערכת הבנקאית, ממשיכה להיות גבוהה בהשוואה בינלאומית (איור 13). ריכוזיות המערכת הפיננסית בישראל והקצב האיטי יותר של הפיתוח הפיננסי בישראל, לא מאפשרים עדיין פיזור סיכונים בין השחקנים השונים כמקובל בעולם.

ריכוזיות האשראי למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן מסך האשראי של המערכת הבנקאית, ממשיכה להיות גבוהה בהשוואה בינלאומית.



36 "דוח היציבות הפיננסית, יוני 2019", פרסומי בנק ישראל מיוני 2019, עמ' 48-50.

37 לביב שאמי, נייר מדיניות 01.19 "החוב של משקי בית בישראל", מכון טאוב, פרסום מיואר 2019.

הנזילות

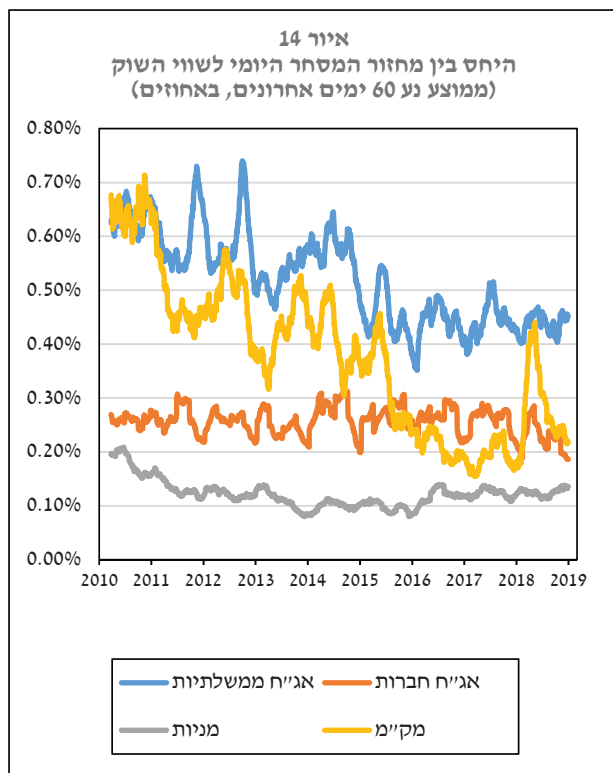
2019:2	2019:1	שווקים הפיננסיים המגזר העסקי
		

סיכומי הנזילות בשווקים הפיננסיים ממשיכים להתקיים בישראל בעוצמה בינונית. נתונים מהמחצית השנייה מעידים על שיפור מסוים ברמת הנזילות בשוק המניות והאג"ח הממשלתיות. בהסתכלות היסטורית, הנזילות ברוב שוקי הנכסים הפיננסיים בישראל נותרה נמוכה.

הנזילות חשובה הן לצד המשקיעים והן לצד החברות. שוק נזיל מאפשר לבצע עסקאות בעלויות נמוכות ובמחירים שקרובים לערכים הכלכליים ה"אמיתיים" של הנכסים. ככל שהשוק נזיל יותר, כך קל יותר למשקיעים למכור ולרכוש נכסים במחיר קרוב לערכם הכלכלי ועלות גיוס ההון נוטה להיות נמוכה יותר. היכולת לבצע מסחר בצורה יעילה וזולה, משליכה ישירות על העברת ההון בין חוסכים לחברות - ממשק הכרחי להקצאה יעילה של המשאבים במשק, לצמיחתו ולרווחתו. מעבר לכך, רמת הנזילות בבנקים ובמגזר העסקי קובעת אפוא את יכולת ההתמודדות שלהם בטווח הקצר, אל מול זעזועים בתזרים המזומנים ובפעילות הכלכלית.

שיפור מסוים בנזילות בשוקי המניות והאג"ח הממשלתיות לצד הרעה בשוק אג"ח החברות.

הנזילות בשווקים



ניתוח של המחצית השנייה של השנה מעלה שמגמות הנזילות בשווקים מעורבות (איור 14): מהירות המחזור בשוק המניות במגמת עלייה, אם כי בפרספקטיבה הבינלאומית וגם בפרספקטיבה היסטורית של הדינמיקה בשוק המקומי, הנזילות בשוק המניות בישראל נמוכה יחסית³⁸. מהירות המחזור באג"ח הקונצרני יורדת מתחילת השנה והנתון לסוף נובמבר (0.18%) נמוך בפרספקטיבה היסטורית³⁹. לצד ההתפתחויות האחרונות, יש לזכור שהריכוזיות במסחר עודנה גבוהה ומרבית העלייה בנזילות (במיוחד בשוק המניות) נובעת משיפור הנזילות במספר קטן של ניירות ערך. במחצית הנסקרת נרשמה עלייה קלה בנזילות בשוק האג"ח הממשלתיות ויתכן שמדובר בהשפעת ההכרזה על כניסה של האג"ח של ממשלת ישראל בספטמבר השנה למדד העולמי WGBI, דבר שצפוי להביא לביקוש גבוה יותר מצד גופים מוסדיים וקרנות בחו"ל ואולי אף בעתיד לשיפור נוסף בנזילות. בשנה האחרונה נרשמה תנודתיות בנזילות בשוק המק"מ ככל הנראה כתוצאה

38 מהירות המחזור בשוק המניות במחצית השנייה עמדה בממוצע ברמה של כ-0.13%, בדומה לרמה שנצפתה בשנים 2012-2013.

39 זה כתוצאה מכך שקצב העלייה של שווי השוק גבוה מקצב העלייה של מחזורי המסחר.

מהשינוי בתחזיות לתוואי הריבית ומתיקון 28. בסוף התקופה הנסקרת חזרה רמת הנזילות בשוק זה לסביבת הממוצע בשנים שקדמו לכך.

הקישוריות

2019:2	2019:1	חשיפה ישירה בין מוסדות חשיפה עקיפה – תיקים חופפים מדדי שוק לקישוריות
		

הקישוריות במערכת הפיננסית המקומית נותרה בינונית-נמוכה. החשיפה הישירה בקרב המוסדות הפיננסיים בישראל מציגה מגמה מעורבת. מנגד, החשיפה העקיפה חזרה להתגבר. התרומה של כל בנק לסיכון המערכתי לפי מדד ה-CoVaR נמוכה מהממוצע ארוך הטווח. מדד ה-CIMDO, שבוחן את הסיכון המערכתי שבמוסדות הפיננסיים על סמך נתוני השוק, נמצא ברמה נמוכה מאוד, למרות עלייה קלה שנרשמה בו לאחרונה.

הקישוריות במערכת הפיננסית היא ערוץ מבני של חשיפה לסיכון, שמתקיים במידה בינונית גם במשק הישראלי. רמת הקישוריות במערכת הפיננסית – וכתוצאה ממנה פוטנציאל ההדבקה בתוכה – חשובה להערכה של חשיפתה לסיכונים ושל רמת הפגיעות הכלל-משקית (הסיכון המערכתי). הקישוריות במערכת נוצרת בשני ערוצים מרכזיים: (1) ישירות, דרך חשיפה של מוסד פיננסי אחד לאחר ו-(2) בעקיפין, דרך חשיפה של מוסדות פיננסיים לגוף שלישי משותף.

חשיפה ישירה וחשיפה עקיפה

החשיפה הישירה מציגה מגמה מעורבת: היא מתגברת משום שהגופים המוסדיים מרחיבים (משמעותית) את השקעתם בבנקים (משקל החזקות של הגופים המוסדיים בבנקים מתוך סך החזקותיהם עלה ל-13.22%). אולם היא פוחתת, מפני שהבנקים ממשיכים לצמצם את החשיפה שלהם לחברות ביטוח ולגופים מוסדיים (כלומר את שיעור החזקותם בניירות ערך של הגופים הפיננסיים: 0.47% נכון לסוף 2018) ומפני שהבנקים מצמצמים את היקף החשיפה הדו-צדדית. החשיפה של המערכת הבנקאית למוסדות פיננסיים בחו"ל הצטמצמה אף היא.

מנגד, החשיפה העקיפה עולה, מפני שהבנקים מרחיבים בהתמדה את השימוש בעסקאות סינדיקציה (4.5 מיליארד ₪ ב-2018, בהמשך לכ-6.5 מיליארד ₪ במהלך 2017), בשל מכירת סיכונים/תיקי אשראי⁴⁰ ובשל תיקים חופפים בחשיפות האשראי הגדולות⁴¹. בהקשר של החשיפות המשותפות (לגוף שלישי), נציין שמגמת הירידה במתאם בין תיקי ההלוואות בין הבנקים, שנצפתה לאורך תקופה ארוכה, נעצרה בסוף 2016 ומאז המתאם שב לעלות (איור 15). תופעה זו, היא ככל הנראה תוצאה של הצמיחה המוחדשת של האשראי ללווים גדולים⁴², שהתרחשה במהלך 2018, אשר לרוב נוטים ללוות מכמה בנקים במקביל. מההתקרבות בין מקדם המתאם שכולל את הבנקים כלוים, לזה שלא כולל אותם (הקו המרוסק לעומת הקו הרציף), עולה

40 נציין שיתרת סיכון האשראי שנמכר שהבנקים נותנים עבורו שירות בין 2016 ל-2018, ירדה בצורה משמעותית.

41 להרחבה בנושא, ראו תיבה 2 בדוח יציבות פיננסית למחצית השנייה של 2017. המדד מחושב על פי השלבים הבאים: 1. עבור כל בנק בכל רבעון, חישוב מקדם המתאם בין תיקי האשראי שלו עם כל אחד מששת הבנקים האחרים; 2. חישוב מקדם מתאם ממוצע משוקלל לכל בנק, במשקלות נכסי הבנק השני. 3. חישוב מקדם מתאם לכלל המערכת, על ידי חישוב ממוצע משוקלל במשקלות נכסי הבנקים של מקדם המתאם הממוצע לכל בנק. באמצע 2011 נוספה חובה לדווח גם על היקף החשיפה בין הבנקים לבין עצמם ולכן נוצר שבר בסדרה. לכן אנו מציגים את הסדרה שכוללת את הבנקים כלוים לצד סדרה שאינה כוללת אותם (סדרה ללא שבר). הנתון עבור רבעון שלישי של 2018 אינו זמין ובמקומו השתמשנו בממוצע הערכים של רבעון שני ורביעי.

42 להרחבה ראו פרק א' ב"מערכת הבנקאות בישראל, סקירה שנתית 2018".

שלאורך תקופה ארוכה הבנקים צמצמו את הדמיון בהרכב החשיפה של כל אחד מהם לבנקים אחרים, גם אם לא את סך החשיפה עצמה.

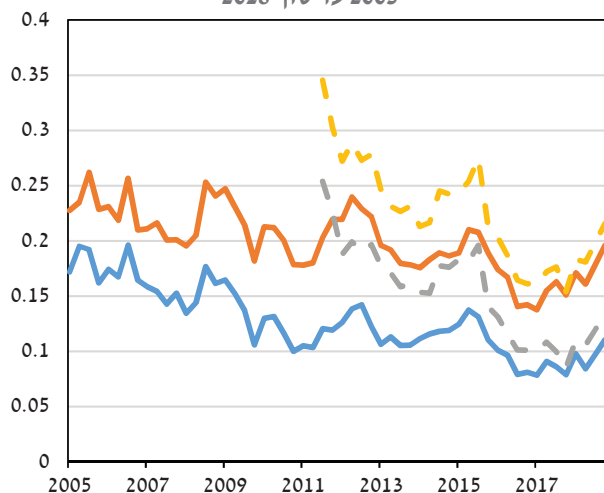
מדדי השוק להערכת סיכונים מערכתיים וקישוריות

מדד ה-CoVaR (Conditional value at risk או ליתר דיוק delta-CoVaR) לסיכון מערכתי, מתבסס על נתוני מסחר של מניות ומודד את הפגיעה שצפויה במערכת הפיננסית באירוע קיצון, כתלות מאירוע קיצון שלילי שיתרחש באחד מהמוסדות הפיננסיים המרכזיים במערכת, מעבר לזו שצפויה במצב רגיל⁴³. ככל שההשפעה גדולה יותר, אנו מסיקים שלאותו מוסד תרומה גדולה יותר לסיכון מערכתי⁴⁴. בבחינה של מדד זה לאורך זמן ובמחצית השנייה של השנה האחרונה, עולה שהתרומה של כל מוסד מתואמת עם גודלו, גם אם לא באופן מושלם⁴⁵ והערכים עליהם מצביע המדד נמוכים מהממוצע ארוך הטווח שלהם.

הדמיון בתיקי ההלוואות של הבנקים שב לעלות, ככל הנראה בשל העלייה המחודשת באשראי הבנקאי ללווים גדולים.

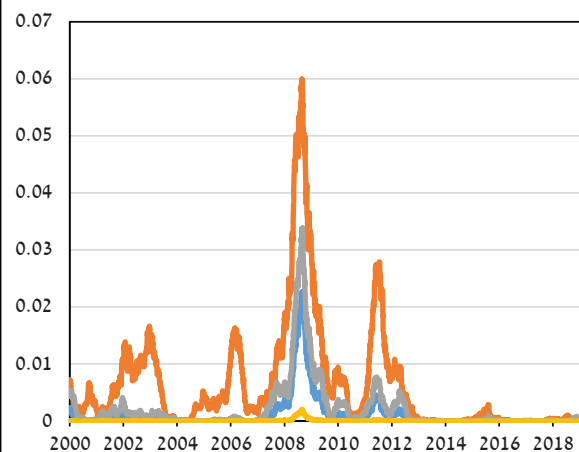
התלות ההדדית שקיימת בין חברות הביטוח לבנקים, מעלה את ההסתברות ששני סוגי המוסדות יחוו אירוע קיצון בו זמנית. הסתברות זו נמצאת ברמה נמוכה בפרספקטיבה היסטורית.

איור 15
מקדם המתאם הממוצע
בכלל המערכת הבנקאית,
2005 עד סוף 2018



— ממוצע
— ממוצע משוקלל
- - ממוצע - עם בנקים כלולים
- - ממוצע משוקלל - עם בנקים כלולים

איור 16
ההסתברות המשותפת לאירוע קיצון,
לפי מוסדות
(בנקים וחברות ביטוח, 2000-2019)



— כל המוסדות (עם תלות משותפת)
— בנקים
— חברות ביטוח
— כל המוסדות (ללא תלות משותפת)

⁴³ מדד זה אינו מהווה איתות מקדים למצבי משבר, אולם הוא חשוב למעקב אחריהם, מאפשר לבחון בזמן אמת את תרומתו היחסית של כל מוסד פיננסי לסיכון המערכתי ולסייע בקביעת סדרי העדיפויות בתמיכה בהם בעתות משבר.

⁴⁴ להרחבה אודות המדד ואופן חישובו, ראו תיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2019.

⁴⁵ ראו תיבה בדוח היציבות למחצית הראשונה של 2019. בתיבה זו אנו מציגים את הקשר בין מאפייני המוסדות הפיננסיים ותורמתם לסיכון המערכתי, כפי שנמדד על ידי ה-CoVaR.

מדדים ליציבות המערכת הבנקאית: בגישת ה-CIMDO או אומדים את ההשפעות ההדדיות שיש למוסד פיננסי אחד על האחר⁴⁶. מהניתוח עולה, שעל אף שההסתברות המשותפת לפגיעה חמורה בכלל המערכת הפיננסית בו-זמנית, רשמה עלייה קלה בחודשים האחרונים, היא נותרה נמוכה מאוד בפרספקטיבה היסטורית (איור 16). התפתחות דומה נרשמה גם על פי מדד הקישוריות במערכת הפיננסית, שמבוסס על מספר המוסדות הנוספים שייפגעו במידה ומוסד אחד נפגע.

3. תרחישי הסיכון למערכת הפיננסית

בחלק זה אנו מציגים את תרחישי הסיכון הכלכליים העיקריים (risk scenarios) שיכולים, להערכתנו, להשפיע לרעה על המערכת הפיננסית בישראל. תרחישי הסיכון שמוצגים בדוח נבחרו על סמך הסיכוי להתממשותם והנזק שהם עלולים לגרום למשק הישראלי, בהתחשב במאפייניו הייחודיים ובהיותו משק קטן ופתוח. בחירת תרחישי הסיכון מבוססת על: (א) הערכה סובייקטיבית של האגף הפיננסי בבנק ישראל, על סמך ההתפתחויות הכלכליות, גורמי היסוד במשק, תנאי הרקע הכלכליים שבהם פועלת המערכת הפיננסית ועוצמת הפגיעות במקרה של התרחשות הסיכונים; (ב) תחזיות להתפתחויות בטווחים הקצר והבינוני; (ג) סקירות ודוחות של גופים בינלאומיים כדוגמת קרן המטבע.

בדוח היציבות למחצית הקודמת הובלטו תרחישי הסיכון הבאים: (1) שוק הדיור – ירידה חדה ומהירה במחירי הדירות; (2) שוק הנכסים הפיננסיים – ירידה חדה במחירי האג"ח ובכלל הנכסים הפיננסיים; (3) החוב הפרטי – הרעה בתנאים הפיננסיים; (4) הסביבה הגלובלית – גל הורדות דירוג בקרב חברות בעלות דירוג השקעה נמוך. בדוח זה בחרנו להשאיר את הסיכונים מהסביבה הגלובלית ולעדכן אותם בהתאם להערכות. יתר הסיכונים פחתו, להערכתנו, בעיקר על רקע השינוי שחל ביחס למחצית הקודמת, בנוגע להמשך המדיניות המוניטרית המרחיבה בארץ ובעולם.

3.1 סיכונים מהסביבה העולמית

השתלבותה של הכלכלה הישראלית בתהליכי הגלובליזציה והרחבת פתיחותה לחו"ל, אפשרו פיזור סיכונים והקטנת התלות בשוקי ההון המקומיים מחד, אך הגבירו את החשיפה של ישראל להתפתחויות בשוקי ההון העולמיים מאידך⁴⁷. לכן, על אף שהסיכונים המוזכרים בפרק זה לא מהווים סיכון ישיר על היציבות הפיננסית בישראל, במקרה של התגברות הסנטימנט השלילי בשווקים הגלובליים, עקב התממשות אחד הסיכונים הנ"ל, תתכן השפעה משמעותית גם על מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל. במילים אחרות, ההשפעה האפשרית על ישראל צפויה להיווצר בעיקר דרך ערוצי מחירי הנכסים והמקרו. התממשות הסיכונים מהסביבה העולמית יתבטאו בשלב הראשון בירידה של רצון המשקיעים ליטול סיכונים ובפגיעה בהיקפי הסחר. לפי הערכות של קרן המטבע, הסיכונים העולמיים העיקריים הם⁴⁸:

- המינוף של הסקטור הקונצרני;
- סיכוני נזילות בגופים המוסדיים;
- המשקים המתעוררים.

46 על פי גישה זו, אנו מסתכלים על כל המערכת הפיננסית כעל תיק נכסים שמורכב ממניות המוסדות ויש בו מתאם בין הנכסים שבתיק. לכן, הביצועים של תיק זה (דהיינו, כלל המערכת), תלויים הן בביצועים של כל מוסד בנפרד, אך גם במתאמים שקיימים בין ביצועי המוסדות לבין עצמם. היות שהמטרה של כלי זה היא הערכת סיכונים מערכתיים, אנו מעוניינים במיוחד באירועי הקיצון השליליים האפשריים של "התיק", בתלות ההדדית בין המוסדות ובהבנה כיצד תלות זו יוצרת ערוץ, שבו זעזוע למוסד פיננסי אחד עלול להתפתח לפגיעה במוסד פיננסי אחר - ואף במערכת כולה.

47 ראו למשל, בתיבה א' את הממצא אודות ההשפעה של הפעילות הריאלית והתנאים הפיננסיים העולמיים על הסיכונים לצמיחה המקומית.

יצוין שהרעה משמעותית במצב הכלכלי (למשל במקרה של התרחבות מלחמת הסחר, פרישה של בריטניה מהאיחוד בלא הסכם, התגברות חששות המשקיעים מהמצב הפיסקלי באיטליה או האטה חריפה יותר בצמיחה העולמית), עלולה להביא להרעה משמעותית בתנאים הפיננסיים באופן שעלול להביא להתממשות של אחד או יותר ממוקדי הסיכון האמורים.

מטבע הדברים, קשה מאוד לחזות מהו המִזָּנָק (טריגר) שיוביל לפריצת המשבר. עם זה, פחות קשה לחזות את הדינמיקה של המעבר מהמִזָּנָק להתפתחות המשבר. בזמן משבר צפויות הורדות דירוג לחברות חלשות או יציאות הון מהמשקיים המתעוררים. אלה עלולים להביא ללחץ על הגופים המוסדיים שסובלים מרמת נזילות נמוכה יחסית – באופן שעלול ליצור הדבקה לנכסים פיננסיים אחרים ולזלוג גם לכלכלה הריאלית. תופעות אלה משקפות את העובדה, שהעלייה העצומה במינוף הגלובלי, מהווה מוקד מרכזי של סיכון וחוסר יציבות ועלולה להביא להחרפת המשבר הבא, בלי קשר למִזָּנָק המדויק למשבר.

3.1.1 החוב הקונצרני

התנאים הפיננסיים המקלים הביאו לגידול בסיכון הפיננסי של החברות. לדברי ה-IMF, למרות שההאטה הגלובלית החלה לפגוע ברווחי החברות ובשולי הרווח שלהן, החברות הוסיפו גם השנה להגדיל את רמת המינוף שלהן. הדבר הביא לכך שיחס החוב הקונצרני לתמ"ג מוסיף לעלות, במיוחד בארה"ב, גרמניה ויפן, כשחלק משמעותי מהחוב שגויס, שימש לחלוקת דיבידנדים ולרכישות חוזרות ולא להגדלת הפעילות העסקית.

סיכון האשראי מתעצם על רקע הגידול בחלקו של החוב הממונף (תוך החרפה ברמת המינוף עולה) ובחוב לחברות בדירוג נמוך⁴⁹.

להערכת הקרן, שיעורי החוב בסיכון⁵⁰ והחוב הספקולטיבי עלו מאוד ורמתם גבוהה מזו של 2009, במיוחד בארה"ב ובסין. סיכון זה מתעצם, לאור העובדה שחלק גדול מהאשראי שניתן בעבר על ידי בנקים, שהפיקו עליהם טוב יחסית, ניתן עתה ע"י גופים פיננסיים אחרים, שמבוקרים באופן רעוע יותר. תוצאת הדיוק הפיקוח על הבנקים, מאז ה-GFC, שהביא אומנם לשיפור ביחסי ההון של הבנקים ובגישה שלהם לנטילת סיכון והקטין ממילא את הסיכון שנובע מהם, הביא במקביל גם לזה שחלק מההלוואות המסוכנות ניתן עתה ע"י גופים פיננסיים שלא מבוקרים דיין.

על פי ה-IMF, במקרה של תרחיש האטה, כשליש מהחוב הקונצרני במשקים העיקריים, 19 טריליון דולר, יהיו "חוב בסיכון"⁵¹. רמה זו גבוהה יותר מהרמה ב-2009, במיוחד בארה"ב ובסין.

3.1.2 סיכון נזילות בגופים המוסדיים

המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד תומכת גם בשינוי בתיאבון לסיכון של הגופים המוסדיים בעולם (קרנות השקעה מוסדיות, גופי פנסיה וחברות ביטוח). גופים אלה שצריכים לעמוד ביעדי תשואה ארוכי טווח כדי להגיע לאיזון אקטוארי וליכולת לעמוד בהתחייבויות השוטפות⁵², מוגבלים מאוד ביכולתם להיעזר באג"ח של המדינות המפותחות כדי לעמוד בהתחייבויותיהם.

כתוצאה מכך, גופים אלה מגדילים את שיעור אחזקתם בנכסים לא נזילים, בנכסים שנקובים במטבע זר⁵³ ובאג"ח בדירוג נמוך. צעדים שמגדילים את הסיכון שאליו חשופות הקרנות. לדברי הקרן, הגדלת חלקם היחסי של הנכסים הלא נזילים, עלולה להביא למצב שבו לחץ בשווקים הפיננסיים יאלץ את הקרנות למכור נכסים לא נזילים במחירי הפסד. תופעה זו עשויה

49 בהקשר זה יש לציין שגם דוח ה-IMF לאפריק, ציין את הרמה הגבוהה של החוב המדורג BBB- בקצה התחתון של דירוג ההשוואה.

50 חוב של חברה שיחס ה-EBIT שלה לתשלומי הריבית נמוך מ-1.

51 חוב של החברות שרווחיהן לא מספיקים לתשלומי הריבית.

52 ובמשיכות כספים של עמיתים במקרה של קרנות השקעה.

53 תופעה זו מאפיינת יותר את הגופים בטיוואן, יפן וקוריאה.

להתעצם בשל העובדה, שהחיפוש אחר תשואה, העלה את רמת המתאם של הנכסים בהם מחזיקים הגופים המוסדיים, כך שהלחץ על מחירי הנכסים, עלול לבוא ממספר גופים בבת אחת.

3.1.3 רמת החוב במשקים המתעוררים

למרות ירידת תחזיות הצמיחה והסחר, הרי שב-2019 התנאים הפיננסיים של המשקים המתעוררים נותרו בכללם נוחים. תנועות ההון להשקעה במניות במשקים המתעוררים הואטו, בשל השלכות מלחמת הסחר, אך מנגד, על רקע ציפיות למדיניות מוניטרית מרחיבה, נרשמו תנועות הון לאג"ח המדינות, דבר שהביא לירידת מרווחים ולתמחור חסר, במיוחד בדירוגים הנמוכים.

בהקשר זה מציינת הקרן את ההרעה ברמת הדירוג של ישויות מסוג SOE⁵⁴. ישויות אלה, שרמת הדירוג שלהם ירדה חדות, עלולות להשית סיכון על המדינה, במידה ויקלעו לפשיטת רגל. זה משום שגם כשאין ערבות רשמית לישויות אלה, המדינות נוטות לחלץ אותם ממשברים פיננסיים, על רקע חשיבותם לכלכלת המדינה, מה שעלול להעביר את הסיכון למדינה.

3.2 אי-ודאות פוליטית והקושי ביישום מדיניות ושינויים נדרשים

בסקירותיהן, חברות דרוג האשראי מציינות כחולשה את המציאות הפוליטית שלא מאפשרת הקמת ממשלה שאינה ממשלת מעבר. למעשה, מתחילת השנה מכהנת ממשלת מעבר, שמוגבלת בתפקודה ונכון לזמן כתיבת דוח זה, יש עדיין אי-ודאות רבה לגבי המועד שבו תוקם ממשלה חדשה. מציאות שלטונית זו מגבילה את האפשרות לביצוע שינויים נחוצים וקבלת החלטות בקשת רחבה של נושאים, כשבהיבט הכלכלי, אחד האתגרים הבולטים הוא הצורך לטפל ברמת הגירעון. רמת הגירעון הנוכחית משקפת גירעון מבני שמאופיין בהוצאות מתמשכות שגבוהות מההכנסות בתקציב. אולם בשנים הקודמות, גידול הגירעון המבני לא השתקף בגירעון בפועל בזכות תקבולי מסים חד-פעמיים, אך כשאלה דעכו, רמת הגירעון עלתה. ללא צעדים משמעותיים מצד הממשלה לריסון הגירעון, הוא צפוי לעלות בשנתיים הקרובות עוד יותר. ככול שיתברר שסיכון זה מתממש ולא מטופל בהתאם, צפויה השפעה שלילית על שוק האג"ח הממשלתיות וכתוצאה מכך גם עלייה בתשואות אג"ח החברות, שתכביד על פעילותן.

3.3 המרצה מחודשת לעלייה במחירי הנכסים

במחצית הקודמת התחזיות היו בעיקר ליציבות במדיניות המוניטרית במשקים החשובים בעולם ובישראל. במחצית הנסקרת השתנתה התחזית ואף המדיניות בפועל ובנקים מרכזיים חזרו לחדש את ההרחבה המוניטרית. סביבת הריביות הנמוכה ממילא, תחזיות להמשך המדיניות המרחיבה ואף להרחבתה עוד יותר, עשויות לעורר גל חדש של עלייה במחירי הנכסים הפיננסיים והריאליים, לתמחור חדש של סיכונים ולהמשך הצטברות סיכונים. נראה שאחד הביטויים לשינויים בתחזיות קדימה לסביבת הריבית בארץ ובעולם, הוא העלייה החדה במחירי האג"ח הממשלתיות בישראל ובעולם ואולי אף הירידה המתמשכת שנרשמה מתחילת השנה בריביות המשכנתאות בארץ. נציין ששינוי זה בריביות על המשכנתאות, עלול לתמוך בהתחדשות בעלייה במחירי הדירות וכפועל יוצא מפחית להערכתנו את ההסתברות להתממשות של תרחיש הסיכון של ירידה חדה במחירי הדירות ואגרות החוב, שהוצג בדוח היציבות של המחצית הקודמת⁵⁵.

54 State-owned enterprise

55 כבר בדוח היציבות 6/2019, הערכנו שההסתברות להתממשות התרחיש של ירידה חדה במחירי הדירות פחתה.

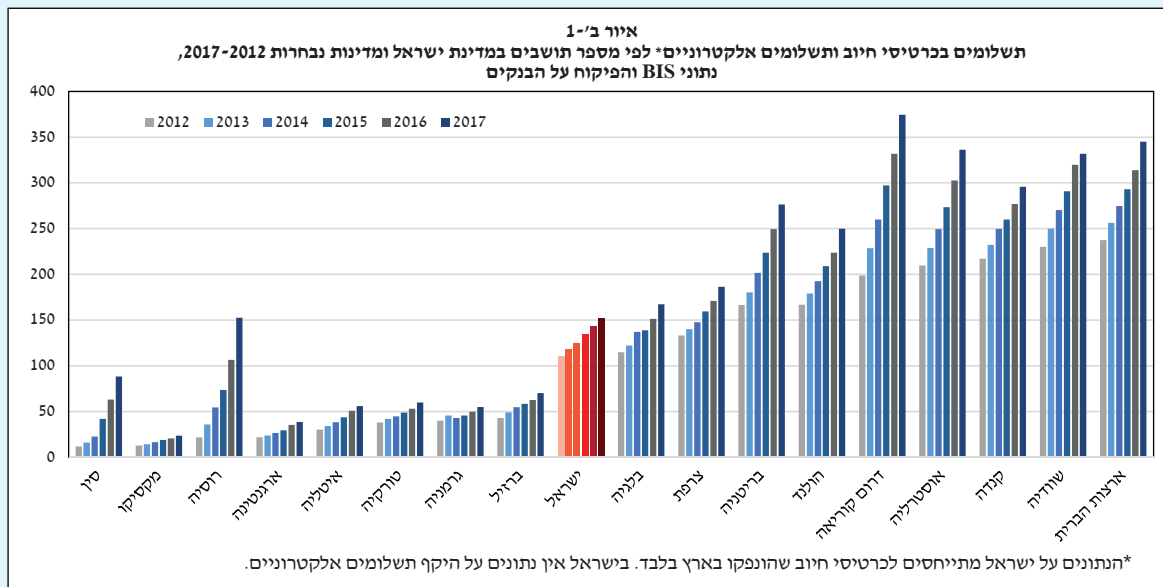
תיבה ב'

השפעתם הצפויה של כניסת נותני שירותי תשלום חוץ-בנקאיים על מערך התשלומים בישראל

פעילות יעילה ויציבה של מערכות תשלומים קריטית לתפקוד המערכת הפיננסית, בעוד פעילות לא תקינה שלהן, עלולה לפגוע - על רקע חשיבותן של מערכות התשלומים לביצוע עסקאות ריאליות ופיננסיות, לא רק במערכת הפיננסית אלא גם בפעילות הכלכלית כולה. מבנה מערך התשלומים כולל יחסי תלות בין נותני שירותי התשלום, כך שכשל של נותן שירות תשלום בודד, עלול להוביל לכשל של נותני שירותי תשלום אחרים ('אפקט דומינו') ובמקרי קיצון, להוביל לכשלים בחלקים אחרים של המערכת הפיננסית - ולכן מחייב פיקוח קפדני, מתכלל, ושמסוגל להגיב במהירות. מסיבה זו, אחד מתפקידי בנק ישראל הוא לפקח על מערכות התשלומים, כדי להבטיח את יעילותן ויציבותן.

מעורבותם של גופים חוץ-בנקאיים במתן שירותי תשלום בישראל, תחום שהשירותים בו ניתנים עדיין בעיקר על ידי התאגידים הבנקאיים, צפויה לגדול, שכן עלויות הכניסה לפעילות בשוק התשלומים ירדו משמעותית בזכות שינויי טכנולוגיה ואסדרה. במדינות רבות בעולם גדלה משמעותית פעילותם של נותני שירותי תשלום חוץ-בנקאיים. גופים אלה יוכלו לספק מגוון שירותי תשלום: ניהול חשבון תשלום, הנפקת אמצעי תשלום, סליקת עסקאות תשלום והפעלת כספומטים (להלן: "נותני שירותי תשלום חוץ-בנקאיים"). השירותים יהיו מעורבים במגוון רחב של אמצעים למתן שירותי תשלום וביניהם: כרטיסי אשראי, העברות זיכוי וחוב, שיקים ותשלומים אלקטרוניים. גופים חוץ-בנקאיים יוכלו להיות מעורבים בכל השלבים בשרשרת שירותי התשלום, החל מהשלב המקדים להעברת תשלום ועד לשלבים שלאחר העברת התשלום על ידי לקוח. כפי שניתן להתרשם מאיור ב'-1, השימוש בתשלומים אלקטרוניים ובכרטיסי חיוב צומח בקצב מהיר, הן בעולם המפותח והן בעולם המתפתח.

השימוש בתשלומים אלקטרוניים ובכרטיסי חיוב צומח בקצב מהיר, הן בעולם המפותח והן בעולם המתפתח.



נתוני BIS והפיקוח על הבנקים

השוק המקומי היה עד כה מוטא לפעילות כמעט בלעדית של גופים בנקאיים במערך התשלומים ולא היה מותאם לפעילות של גופים חוץ-בנקאיים, בין היתר, בהיבטים משפטיים, תפעוליים וטכנולוגיים. גופים חוץ-בנקאיים שכבר פועלים בישראל, עושים זאת בעיקר כלקוחות של הבנקים ומערכות התשלומים לא חשופות באופן ישיר לפעילותם.

בנק ישראל, במסגרת תפקידו כמפקח על מערכות התשלומים, בשיתוף מאסדרים אחרים (משרד האוצר, רשות שוק ההון, רשות התחרות ומשרד המשפטים), נקט במספר צעדים לאסדרת פעילותם של נותני שירותי התשלום החוץ-בנקאיים ועל מנת לאפשר את השתתפותם הישירה של שחקנים חדשים במערכות התשלומים, שלא באמצעות התאגידים הבנקאיים. צעדים אלה כוללים, בין היתר:

- חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), התשע"ו – 2016 שקובע את תנאי הרישיון של אגודות אשראי ופיקדון ונותני שירותי תשלום.¹
- אפיון המודלים להשתתפות במערכות התשלומים - פרסום תנאי גישה והשתתפות במערכות התשלומים הקמעונאיות.²
- זיהוי המשתתפים במערכת תשלומים באמצעות קוד מזהה אחיד לכל נותני שירותי התשלום הבנקאיים והחוץ-בנקאיים.³
- החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל, התשע"ז--2017 שקובע איסור לסירוב בלתי סביר לפתיחת חשבון בבנק מסחרי לגופים אלה.⁴
- לאספקת שירותי תשלום על ידי נותני שירותי תשלום חוץ-בנקאיים וחיבורם הצפוי למערכות התשלומים, צפויה להיות השפעה על יציבות ויעילות המערכות:

השלכות אפשריות של כניסת נותני השירותים החוץ-בנקאיים

הזדמנויות

- כניסת שחקנים חדשים לשוק התשלומים והסליקה, צפויה להגדיל את מגוון אפשרויות התשלום, הן בצד המשלם והן בצד המקבל את התשלום;
- אפשרויות תשלום חדשות שמבוססות על טכנולוגיה מתקדמת, עשויות להיות זולות, בטוחות וידידותיות יותר למשתמש;
- נותני שירותי התשלום החוץ-בנקאיים, עשויים למצוא שווקים חדשים לאמצעי תשלום קיימים ולאמצעי תשלום חדשים ולאפשר לשווקים אלה לקבל אמצעי תשלום שלא קיבלו קודם לכן (דוגמת גישה זולה ופשוטה יותר לכיבוד כרטיסי חיוב). בנוסף, כניסתם עשויה לסייע בהגעה לאוכלוסיות שהיו עד כה ללא גישה לשירותי תשלום;
- כניסת שחקנים חדשים עשויה לתמרץ את השחקנים הוותיקים להגביר את המאמץ לפתח אפשרויות תשלום חדשות ולהוריד את עלות השימוש של אפשרויות התשלום הקיימות.

¹ https://www.nevo.co.il/law_html/Law01/501_439.htm

² <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/31-07-2016.aspx>

³ <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/31-07-2016.aspx>

⁴ <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/31-07-2016.aspx>

סיכונים

- הגופים החדשים בשוק התשלומים נמצאים בסיכון מוגבר לתקיפות שמטרתן הונאה וגניבת מידע-לקוח רגיש. בנוסף, ההצטרפות של נותני שירותי תשלום חוץ-בנקאיים חדשים רבים, הופכת את תהליך אבטחת המידע לכל אורך שרשרת התשלום למורכבת יותר ;
- נותני השירותים החוץ-בנקאיים לא נדרשים לעמוד בהוראות הפיקוח שחלות על תאגידים בנקאיים. כתוצאה, הם עשויים להיות פגיעים יותר לסיכון אשראי ולסיכון נזילות ;
- הוספת נותני שירותי התשלום החוץ-בנקאיים לשרשרת הערך בביצוע העסקה, מוסיפה למורכבות הקיימת היום ולאי-ודאות שעשויה להתקיים בין הצדדים השונים לעסקה. בסיס משפטי שלא ברור מספיק, תחת המורכבות של ביצוע עסקה שבה מעורבים נותני שירותי תשלום חוץ-בנקאיים וכן אמצעי תשלום ותהליכי סליקה וסילוקין חדשים, עלולים להוסיף קשיים בהשלמת המחויבות (מחויבות הסליקה) ולבהירות המשפטית של הוראות התשלום ;
- קיימת אי-ודאות לגבי הדינמיקה התחרותית שתפתח בין השחקנים הוותיקים לחדשים ויכולתם של שחקנים חדשים לבסס נתח שוק משמעותי ;
- בכל הנוגע לסיכון של המערכת כולה, מצד אחד, הגדלת מספר השחקנים בשוק עשויה לבזר את הסיכונים בין השחקנים ובכך להקטין את ההשפעה של כשל משתתף בודד, אך מצד שני, היא מגדילה את הסיכוי להתממשות אירוע כשל, בשל ריבוי שחקנים ואת הסיכוי לפגיעה בכלל המערכת, בשל יחסי הקשר ההדדיים.

לסיכום

בנק ישראל ימשיך לעקוב באופן קרוב אחר ההתפתחות והשפעות השינויים במבנה הסיכונים, שנובעים מכניסת נותני שירותי התשלום החוץ-בנקאיים על מערכות התשלומים, יציבותן ויעילותן.

בנק ישראל יבחן אילו צעדים נדרשים לצמצום הסיכונים העולים מפעילותם, מהגידול בפעילות ומיחסי התלות בין נותני השירותים החוץ-בנקאיים והבנקאיים.