



בנק ישראל

דוח יציבות פיננסית

ירושלים, תמוז התשע"ה • יוני 2015



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.

מס' קטלוגי: 601900
דפוס איילון, ירושלים

תוכן העניינים

1.	ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה	5
2.	הסיכונים המרכזיים ליציבותה של המערכת הפיננסית	8
א.	הסביבה המקומית	8
1.	השפעת הריבית הנמוכה לאורך זמן	8
2.	הסיכון הנשקף משוק הדיור	11
3.	הסיכונים באג"ח החברות ובנכסים בכלל	16
ב.	הסביבה העולמית	19
3.	המערכת הבנקאית	22
4.	חברות הביטוח	27
5.	מגזר משקי הבית	31
6.	המגזר העסקי	36
7.	מחירי הנכסים והאשראי	39
8.	מערך התשלומים והסליקה	42
תיבה 1 :	מבנה החסכון המוסדי של הציבור	45
	לוח אינדיקטורים	49

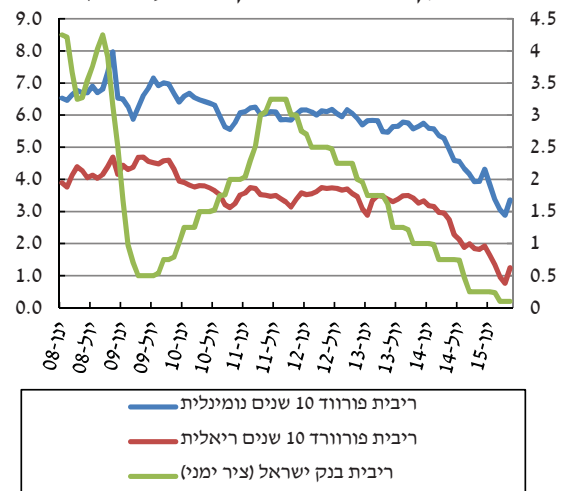
1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה¹

המערכת הפיננסית המקומית המשיכה להפגין יציבות בחודשים האחרונים, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה בארץ ובעולם. המערכת חשופה לסיכון הנובע מריבית נמוכה לאורך זמן, ובפרט מהירידה החדה בשיעורי הריבית ארוכת הטווח במהלך החודשים האחרונים² (איור 1). כמו כן, החשיפה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור עודנה מהווה מקור לסיכון משמעותי.

בדומה למשקים בעולם, גם בישראל, הריבית הנמוכה והשתטחות עקום התשואות הובילו לעלייה חדה במחירי הנכסים, אשר יצרה סיכונים. הסיכונים הללו עלולים להבשיל בסביבה של ריבית נמוכה לאורך זמן, משום שעבור

הריבית הנמוכה בעולם ובישראל והשתטחות העקום הובילו לעלייה חדה במחירי הנכסים בשנים האחרונות; העלייה החדה יצרה סיכונים.

איור 1
התשואות הנומינליות והריאליות פורווד ל-10 שנים
מעקום האפס וריבית בנק ישראל (אחוזים)



מקור: עיבודי בנק ישראל.

¹ עדכניות הנתונים בדוח זה משתנה בין הסעיפים בהתאם לזמינות הנתונים. הניתוח מתייחס לאירועים שהתרחשו עד לסוף יוני 2015.

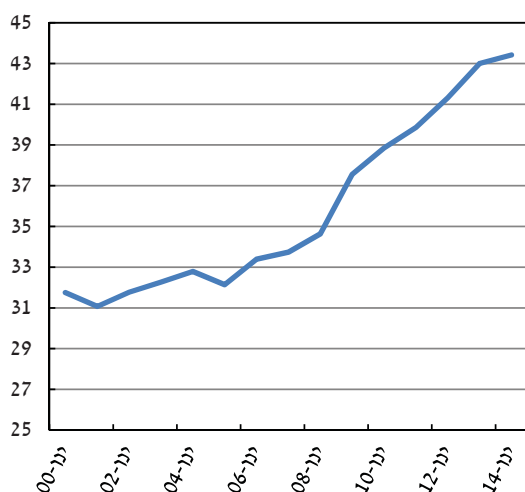
² במהלך השבועות האחרונים חלה עלייה חדה בתשואות על איגרות החוב הממשלתיות בעולם ובארץ. עדיין מוקדם לקבוע האם מדובר בשינוי מגמה בריבית ארוכת הטווח.

חלק מהמוסדות הפיננסיים, כגון קרנות הפנסיה וחברות הביטוח, העלייה בשווי המהוון של ההתחייבויות עלולה להסב להן הפסדים. לחלופין, הסיכונים עלולים להבשיל גם אם הריבית תעלה ותוביל לזעזוע בשווקים ולתגובת יתר של מחירי הנכסים עם השלכות על תיק הנכסים של הציבור ועל המוסדות הפיננסיים.

החשיפה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור עדיין מהווה סיכון משמעותי. זאת מפני שהבנקים ממשיכים להיות חשופים לענף הבינוי והנדל"ן כמו גם למשכנתאות בהיקפים ניכרים (איור 2). הסיכון שבחשיפה לענף הבינוי והנדל"ן ולמשכנתאות, כמו גם לאשראי הצרכני שלא לדיור, מתעצם נוכח המתאם הגבוה באשראים אלו. זעזוע שיוביל לעליית הריבית או לפגיעה בהכנסות הלווים עלול להוביל לפגיעה בבנקים החשופים ללווים אלו. עם זאת, הצעדים שנקט המפקח על הבנקים בשנים האחרונות, כמו הגבלות על שיעור המימון ביחס לשווי הדירה או הגבלות על שיעור ההחזר החודשי ביחס להכנסה, וכן דרישות הון נוספות והפרשות מהבנקים הביאו לירידת הסיכונים על משכנתאות חדשות שנלקחו. לצד זאת, הירידה בתשואות הארוכות הובילה גם לירידה בריבית במסלול המשכנתא בריבית קבועה, ובשל כך חלק משמעותי יותר מהלווים החדשים בוחרים במסלול

החשיפה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור מוסיפה להוות סיכון משמעותי. הסיכון המרכזי משוק הדיור נובע מהחשיפה של הבנקים לשוק זה.

איור 2
שיעור האשראי הבנקאי לענף הבינוי והנדל"ן
ולמשכנתאות מסך האשראי הבנקאי המאזני, אחוזים



המקור: עיבודי בנק ישראל.

זה, שאינו טומן בחובו סיכון ללווים מעליית ריבית עתידית. יחד עם זאת, כ-71% מיתרת חוב המשכנתא, היא בריבית משתנה, מתוך כך 36% בריבית הצמודה לפריים.

במהלך החודשים האחרונים הפעילות בשוק הדיור שבה להתרחב, לאחר תום מבצע "צוק איתן" וההמתנה של רוכשים רבים לתכנית "מע"מ 0". התרחבות זו בפעילות באה לידי ביטוי בעלייה מחודשת במחירי הדירות, במספר עסקאות הנדל"ן ובהיקף המשכנתאות למימון עסקאות אלו. העלייה באינדיקטורים אלו, המבטאים את רמת הפעילות בשוק הדיור, הביאה לרמת פעילות דומה לזו ששררה במשק בחודשים שלפני מבצע "צוק איתן".

יתרת האשראי למגזר הפרטי (הלא פיננסי) עלתה במהלך הרבעון הראשון של שנת 2015 כתוצאה מעלייה הן של האשראי למשקי בית והן של האשראי לסקטור העסקי. הגידול באשראי לסקטור העסקי נבע מגידול בכל הרכיבים: באשראי הבנקאי, באשראי החוץ בנקאי המקומי ובאשראי מחו"ל. זאת לאחר ירידה באשראי הבנקאי ובאשראי החוץ בנקאי המקומי במהלך 2014. בניכוי השפעות מחיר, האשראי למגזר העסקי עלה ברבע הראשון של 2015, זאת לאחר ירידה ב-2014. אפיק ההלוואות הישירות מהמוסדיים הנו יוצא דופן בכך שגם בשנה האחרונה וגם מתחילת 2015 הוא צומח בעקביות, וברבע הראשון של 2015 הוא צמח בקצב מהיר של 10.3%. עם זאת, היקף ההלוואות הללו עדיין קטן יחסית ומהווה פחות מ-7% מהאשראי למגזר העסקי.

יתרת החוב של מגזר משקי הבית עלתה ברבע הראשון של 2015 ב-2.3%, על רקע עלייה חדה יותר של האשראי שלא לדיור (6.7%) ביחס לאשראי לדיור (0.4%), שקצב גידולו הואט ביחס לשנים קודמות. חוב משקי הבית בישראל ביחס לתוצר נמוך בהשוואה בין-לאומית.

החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי בישראל הצטמצם בשנת 2014 ב-1.4%, ככל הנראה בשל ביקוש נמוך לאשראי, בעוד מצד ההיצע ברוב הענפים לא נצפו מגבלות מהותיות בגיוס אשראי. בהשוואה בין-לאומית, החוב של מגזר זה נמוך ביחס למדינות מפותחות אחרות בעולם ועומד על כ-75 אחוזי תוצר בלבד, לעומת כ-100 אחוזי תוצר בסוף 2008. על אף הירידה בחלקו של האשראי הבנקאי מסך האשראי למגזר העסקי, חלק זה הוא עדיין הגדול ביותר והוא עומד על קרוב ל-50% מסך האשראי³.

³ להרחבה ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2014.

החל מסוף 2014 שבו המרווחים בשוק אג"ח החברות לרדת. ככל הנראה, ירידת המרווחים נובעת בחלקה משיפור במצבן הפיננסי של החברות, אולם לא מן הנמנע שחלקה משקף את המשך תמחור החסר בשוק זה. עדויות לתמחור החסר ניתן למצוא בכך שפערי תמחור הסיכונים באג"ח החברות בין ישראל וארה"ב הם ברמה נמוכה מאוד, ובהיקפים החריגים של חברות זרות, ובעיקר חברות נדל"ן, שבחורות להנפיק אג"ח בישראל.

במקביל, הנתונים הפיננסיים של חברות רבות מצביעים על חוזקן היחסי, כפי שבא לידי ביטוי בעלייה ביחסי הנוזלות של החברות, בעיקר בענפי הבינוי, הפעילויות בנדל"ן והתעשייה. חוזקן היחסי של החברות מהווה את אחד הגורמים למרווחים הנמוכים של איגרות החוב הנסחרות. כמו כן, ישנה ירידה בהסתברות לחדלות פירעון של החברות הנגזרת מנתוני השווקים. המינוף⁴ של החברות הציבוריות הלא פיננסיות ירד בשנת 2014 והוא נמצא מתחת לממוצע ארוך הטווח שלו.

הסיכון מתמחור חסר של הסיכונים בשוק אג"ח החברות מתחדד נוכח הירידה בתשואות על איגרות החוב הממשלתיות. במסגרת ירידה זו ירד המרווח בין אג"ח ממשלתי של ישראל מול ארה"ב לרמות נמוכות מאוד ובתקופה מסויימת אף שליליות, וכן נמשכה מגמת הירידה מהשנתיים האחרונות של מרווחי ה-CDS של ישראל. עם זאת, ירידת המרווחים היא על רקע המשך מגמת הירידה של החוב הציבורי מהשנים האחרונות, שבמסגרתה הגיע החוב הציבורי ל-67 אחוזי תוצר בלבד בסוף שנת 2014, וכן על רקע יתרות המט"ח הגבוהות בבנק ישראל.

מתחילת 2015 חלה עלייה במדדי המניות בישראל. העלייה תאמה את המגמה הכללית בעולם ושיקפה מדיניות מוניטרית מרחיבה, אף כי עוצמתה הייתה רבה יותר, גם במונחים דולריים, על רקע שיפור בביצועי חלק מהחברות, בהן חברות התקשורת והחברות הממשלתיות. מכפילי הרווח של המניות ירדו מעט, אך נותרו ברמה גבוהה, המתיישבת עם סביבת ריבית נמוכה.

בשנת 2014 שמרה המערכת הבנקאית על חוסנה ויציבותה, על אף סביבת הריבית הנמוכה והצמיחה המתונה במשק. יחס ההון העצמי רובד 1 נותר ברמה של 9.3%.

⁴ המינוף חושב כחציון היחס בין סך ההתחייבויות לסך הנכסים של כל החברות הציבוריות הלא פיננסיות בכל רבעון.

לוח 1 מציג סיכום של הגופים הפיננסיים הפעילים במערכת לפי סוגם, היקף נכסיהם והרגולטור המפקח עליהם. מהלוח ניתן לראות כי היקף הנכסים הגבוה ביותר נמצא בבנקים, וכי היקף הנכסים הממוצע של כל בנק גבוה באופן משמעותי מהיקף הנכסים הממוצע של שאר סוגי הגופים. במהלך השנים האחרונות ירדה הדומיננטיות של הבנקים בשוק האשראי למגזר העסקי ובניהול נכסי הציבור – תוצאה של רפורמות מבניות שבוצעו במערכת הפיננסית. אולם גם היום המערכת הפיננסית מתאפיינת בריכוזיות גדולה המשתקפת הן במערכת הבנקאית והן בגופים הפיננסיים החוץ-בנקאיים, ובפרט בחברות הביטוח ובקרנות הפנסיה (ראה תיבה 1).

דוח הסיכונים הפיננסיים שפרסמה קרן המטבע הבינ"ל לאחרונה⁷ מזהיר שהסיכונים ליציבות הפיננסית העולמית גברו במהלך החודשים האחרונים, ומוקד הסיכון נדד מהמשקים המפותחים למשקים המתעוררים, מהבנקים לבנקאות הצללים ומבעיות נאותות לבעיות נזילות. כמו כן ציינה הקרן את התחזקות המשמעותית של הדולר, שעלולה לפגוע בלוויים ממשקים מתעוררים החשופים להלוואות במט"ח. נוסף על כך, הקרן מציפה את הסיכון לאיתנות של קרנות הפנסיה וחברות הביטוח, הנובע מהתשואות הנמוכות השוררות בעולם (במידה שאלו יתמידו ברמתן הנמוכה). הסיכון המידי ליציבות הנו אמן רק לקרנות המבטיחות תשואה, אך במקביל תשואות נמוכות לאורך זמן עלולות לפגוע באופן ממשי בהכנסה הפנויה של פנסיונרים, ובכך ייתכן שיגרמו אף לירידה בביקוש המצרפי ולבעיות חברתיות.

דיאגרמת הרדאר⁸ (איור 3), מציגה את הסיכונים הנשקפים למערכת הפיננסית כפי שהם נתפסים בשוק ומשתקפים במחירים, במאזני החברות, בנתוני המקרו ועוד. ערכים הרחוקים מ-0.5 – המוצג באיור בקו שחור מודגש – כלפי חוץ מצביעים על מצב פחות טוב מהממוצע ארוך הטווח, וערכים הנמוכים מ-0.5 כלפי מרכז הרדאר מצביעים על מצב טוב מהממוצע. מהדיאגרמה עולה כי סיכוני השוק המקומי והעולמי עלו, והם נמצאים כיום סביב הממוצע ארוך הטווח שלהם. העלייה נובעת בעיקר מעלייה בתנודתיות של נכסים

נמשך השיפור במדדים לאיכות תיק האשראי, וכן נמשכת מגמת הירידה בריכוזיות התיק לפי גודל הלווה. הנזילות במערכת הבנקאית הוסיפה לשמור במהלך השנה על יציבות, ורמתה מוסיפה להיות גבוהה יחסית. חשיפתם הגבוהה של הבנקים לאשראי לדיור, לאשראי צרכני ולאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, והמתאמים הקיימים בין סוגי אשראי אלו, ממשיכים להוות סיכון מרכזי למערכת הבנקאית. האמור לעיל מתעצם נוכח סביבת ריבית נמוכה השוררת במשק לאורך זמן ומעודדת נטילת סיכונים גדולים יותר בחיפוש אחר תשואות, ובהם הסיכון למינוף יתר של הלווים.

בחודש ספטמבר 2014 פרסם המפקח על הבנקים הוראת ניהול בנקאי חדשה בנושא יחס כיסוי הנזילות⁵, המהווה אימוץ של המלצות ועדת באזל III בעניין יחס זה. כניסת ההוראה לתוקף (באפריל 2015) מהווה צעד משמעותי נוסף בדרך לאימוץ כולל של מסגרת העבודה של באזל III.

בשנת 2014 הרווח הכולל המצרפי של חברות הביטוח עמד על כ-2.8 מיליארד ש"ח. נתון זה משקף ירידה של 31% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. הרווח הכולל של חברות הביטוח הושפע בעיקר מרווחי השקעה ומהפרשות חד-פעמיות שהפרישו חברות הביטוח במהלך השנה.

בשנת 2014 הייתה ירידה של 38% ברווחי ההשקעה⁶ ביחס לאשתקד. רווחי ההשקעה עמדו על 17.9 מיליארד ש"ח; בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה רווחי ההשקעה הגיעו ל-16.9 מיליארד ש"ח ואילו ברבעון האחרון של השנה היו רווחים של מיליארד ש"ח בלבד. הירידה ברווחי השקעה בשנת 2014 נבעה מהחשיפה של התיקים לחו"ל ומהפסד מגידור סיכון מט"ח על רקע פיתוח השקל לצד עלייה מתונה במדדי השוק בישראל.

בסוף שנת 2014 ההון העצמי המוכר של חברות הביטוח עמד על 33 מיליארד ש"ח. היחס המצרפי בין ההון המוכר להון הנדרש עלה ב-4 נקודות אחוז ביחס לסוף שנת 2013, ועמד על 143%.

⁵ יחס כיסוי הנזילות פותח בידי ועדת באזל במטרה לקדם את העמידות בטווח הקצר של פרופיל הנזילות של תאגידים בנקאיים, והוא מראה מהי כמות הנכסים הנזילים האיכותיים שתאגידים צריכים להחזיק כדי לשרוד בתרחיש קיצון משמעותי הנמשך שלושים ימים קלנדריים. להרחבה ראו את הסקירה השנתית של המפקח על הבנקים על מערכת הבנקאות בישראל לשנת 2014.

⁶ רווחי ההשקעה כוללים את הרווחים על התיק המשתתף ברווחים ועל תיק הנוסטרו של חברות הביטוח.

⁷ Global Financial Stability Report, April 2015

⁸ זלקינדר ח' (2012), "מידה של לחץ וסיכונים למערכת הפיננסית באמצעות דיאגרמת רדאר", בנק ישראל: סדרת מאמרים לדין.

לוח 1

הגופים הפעילים במערכת הפיננסית, דצמבר 2014

סוג הגוף הפיננסי	מספר הגופים הפעילים ¹	היקף הנכסים (מיליארדי ש"ח)	הרגולטור
בנקים	12	1,411	המפקח על הבנקים
חברות ביטוח	11	418	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון
קרנות פנסיה ותיקות	18	379	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון
קרנות פנסיה חדשות וכלליות	24	190	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון
קופות גמל אחרות	76	369	המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון
קרנות נאמנות	19	263	הרשות לניירות ערך

¹ מספר הבנקים מייצג את מספר הקבוצות הבנקאיות, מספרן של חברות הביטוח וקרנות הפנסיה מייצג את מספר הגופים הפעילים, ומספרן של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מייצג את מספר התאגידים המנהלים. המקור: אגף שוק ההון במשרד האוצר, הרשות לניירות ערך, בנק ישראל.

מצבם של המוסדות הפיננסיים המקומיים נמצא בסוף 2014 סביב רמתו החצינית לאחר שבמחצית הראשונה של 2014 הוא היה ברמה גבוהה מהמוצע ארוך הטווח⁹. זאת בעיקר בשל התמתנות העלויות בשווי המניות של הבנקים, ירידה קלה בתשואה להון שלהם והתמתנות בתהליך צבירת ההון העצמי רובד 1 כפי שדרש המפקח.

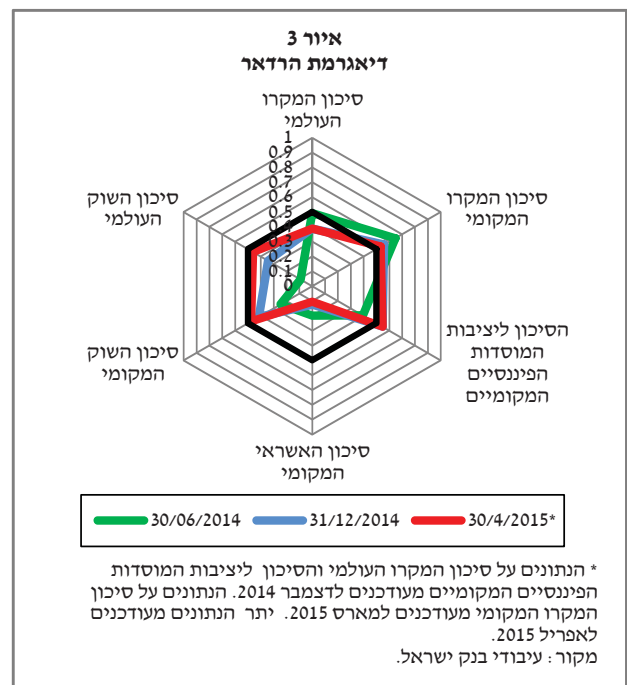
2. הסיכונים המרכזיים ליציבותה של המערכת הפיננסית:

א. הסביבה המקומית

1. השפעות הריבית הנמוכה לאורך זמן

בהחלטת הריבית לחודש מרץ, מיום 23 בפברואר 2015, נקבע כי הריבית תרד לרמה הנמוכה ביותר עד כה, 0.1%. זאת על רקע שחיקת רוב הפיחות שנרשם בין אוגוסט לדצמבר 2014 במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, וההערכה כי לחצי התיסוף התחדשו על רקע הרחבה מוניטרית נוספת שנקטה בעולם, כגון צעדי המדיניות המרחיבה שנקט ה-ECB.

בכך הצטרפה גם ישראל לשורה ארוכה של מדינות עם ריבית אפסית, ובחלקן אף שלילית, לראשונה בראייה היסטורית. הריבית הנמוכה תומכת בהשבת האינופלציה הנמוכה אל תחום היעד ובתמרוץ הצמיחה, והיא מתואמת עם רמת התשואות הנמוכה, שהיא תוצאה של צמיחה



פיננסיים שונים. סיכון האשראי המקומי נמצא ברמה נמוכה מאוד לאור הנזילות הרבה בשווקים, הבאה לידי ביטוי במרווחים הנמוכים יחסית של אג"ח החברות ולאור המרווח השלילי בחלק מהתקופה בין אג"ח ממשלת ישראל לאג"ח ארה"ב. השיפור בפעילות הריאלית של מדינות ה-G7 ברבעון האחרון של 2014, ובעיקר הירידה באבטלה, באים לידי ביטוי בסיכון מקרו עולמי נמוך יחסית לרמתו במחצית השנה שעברה. במקביל חל שיפור מסוים במצב המקרו המקומי בישראל, והוא נמצא כיום סביב רמתו החצינית, המצביעה על צמיחה הקרובה לממוצע. גם האינדיקטור המצביע על

⁹ ראוי לזכור כי אינדיקטור זה, ככל האינדיקטורים בדיאגראמת הרדאר, נגזר מכמה נתונים מרכזיים אך מצומצמים במספרם על המערכת. הוא מספק מבט כללי, ויש להשלימו בניתוח פרטני ואיכותני ברזולוציה גבוהה יותר, כפי שנעשה בפרק העוסק במערכת הבנקאית בדוח זה.

בהכרח מתואמים זה עם זה. לפי הספרות¹³, תקופת הצמיחה המואצת של המחזור הפיננסי מאופיינת לרוב באשראי בנקאי גבוה, יחס אשראי לתוצר גבוה ומחירי דיור גבוהים¹⁴. המיתון בו נוטה להיות משמעותי יותר ממיתון הנובע ממחזור עסקים רגיל. כך יוצא שבזמן שהמחזור הריאלי חווה שפל, הריבית יורדת, ואם המחזור הפיננסי באותו זמן הוא בגאות, ירידת הריבית עלולה ללבות אותה. כתוצאה מכך גדלה ההסתברות להיווצרותם של סיכונים ליציבות. עם זאת, תקופת צמיחה מהירה לפני התממשות סיכונים אלו עשויה לתרום להפחתתם.

מוסדות פיננסיים שונים, כגון קרנות הפנסיה וחברות הביטוח, חשופים לסיכון ריבית בצורה ישירה באמצעות ריבית ההיוון על ההתחייבויות. מרבית ההתחייבויות ארוכות טווח, וכתוצאה מכך כל ירידה ממושכת בריבית ארוכת הטווח מעלה את השווי המהווה של ההתחייבויות ודורשת גידול בנכסים שיאפשר עמידה בהתחייבויות אלו. במקביל, עלייה עתידית בריבית הקצרה צפויה להקטין את שווי הנכסים המתומחרים באמצעות ריבית זו (אג"ח, הלוואות, נדל"ן וכו'). חוסר התאמת המח"מ בין הנכסים להתחייבויות, ובפרט בשל כך שמח"מ הנכסים קצר מזה של ההתחייבויות, מוביל לכך שירידה בשיפוע עקום התשואות, בקנה המידה שקרה בחודשים האחרונים, עלולה להוביל לעליית שווי ההתחייבויות בלא עלייה בעוצמה זהה בשווי הנכסים. במסגרת זו, במהלך 2014 רשמו חמש קרנות הפנסיה הגדולות גידול בגירעון האקטוארי בהיקף של כ-2% מנכסיהן בשל השתטחות עקום הריבית, ואילו חברות הביטוח הפרישו מעל 5% מההון העצמי המוכר בעיקר בגין סיבה זו. השתטחות עקום התשואות התמידה ואף החרפה בתחילת 2015, אולם בשבועות האחרונים חלה דווקא עלייה בשיפוע העקום (ראה איור 1). אם העלייה בשיפוע עקום הריבית לא תתמיד, ייתכנו הפרשות נוספות.

הסיכונים הפיננסיים עלולים להבשיל או אף להתממש תחת שני תרחישים עיקריים. התרחיש הראשון כולל עלייה מהירה בריבית המקומית, למשל כתוצאה מהמשך השיפור

עולמית נמוכה מתמשכת. סביבת ריבית ותשואות זו עלולה גם להוביל ליצירה או הגברה של חשיפות לסיכונים ליציבות, בפרט כאשר גם התשואות ארוכות הטווח, בישראל ובעולם, נמצאות ברמה נמוכה מאוד בראייה היסטורית. בדרך כלל, בסביבה כזו גוברת נטייתם של חוסכים להגדיל את רמת הסיכון בתיק הנכסים שלהם כדי להגדיל את תשואתו (ראו למשל איור 28). במקביל, המשקיעים אמורים, לפי התיאוריה, להגדיל את המינוף למימון השקעותיהם בשל ירידה בעלויות המימון. בישראל איננו רואים אינדיקציה להגדלת המינוף, כך שההשפעה על היצע האשראי משמעותית מהגידול בביקוש לאשראי ועל כן גורמת לירידת מחיר האשראי. מהניסיון בעולם עולה שייתכן שהריבית הנמוכה תוביל להמשך עליית מחירי נכסים, ואולי אף להחמרת תמחור החסר של הסיכונים הגלומים בנכסים אלו. במידה שהירידה בריבית תלווה גם בהשתטחות של עקום התשואות, ייפגעו המשקיעים המוסדיים, כגון קרנות הפנסיה וחברות הביטוח, וזאת בשל עלייה חדה יותר בערך הנוכחי של ההתחייבויות ארוכות הטווח שלהם, לעומת שווי הנכסים שלהם¹⁰.

רמת הריבית הנמוכה בישראל ובעולם ממחישה שקיימת תחליפיות בין תמיכה בפעילות הריאלית לבית התפתחות סיכונים פיננסיים במספר מגזרים במשק¹¹. רמת הריבית נקבעת, לרוב, בהתאם למחזור העסקים, והיא נועדה לאזן בין רמת הפעילות לשיעור האינפלציה. על כן, בעידן של אינפלציה נמוכה וצמיחה שברירית נצפה לריביות נמוכות. אולם הסיכונים ליציבות נוצרים פעמים רבות במהלך הצמיחה המהירה של המחזור הפיננסי. המחזור הפיננסי מזוהה בדרך כלל באמצעות תנודות במחירי הנדל"ן, בצמיחת האשראי ובהון¹². המחזור הפיננסי ומחזור העסקים אינם

¹⁰ עליית התשואה הארוכה במהלך השבועות האחרונים גרמה לכך שעקום התשואות בישראל הוא יחסית תלול.

¹¹ לאחרונה מתפתחת ספרות עשירה בנושא. ראו למשל Ajello A., T. Laubach, D. Lopez-Salido, and T. Nakata, (2015), "Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy", Federal Reserve Board.

¹² ראו למשל Claessens S., M. A. Kose, and M. E. Terrones, (2011), "Financial Cycles: What? How? When?", IMF Working Paper, WP/11/76.

¹³ ראו Drehmann M., C. EV. Borio, and K. Tsatsaronis, (2012) "Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term", ביחס למחזורי עסקים ומחזורי פיננסיים בעולם.

¹⁴ במהלך המחזור הפיננסי האחרון לא ניכר בישראל גידול במינוף, למעט בשוק הדיור.

כתוצאה מירידת הריבית ל-10 נקודות בסיס נמשך ואף התגבר תהליך שהחל עוד לפני כן, וכלל יציאה של הציבור מהקרנות הכספיות, כמו גם מפיקדונות לזמן קצוב. כבר בסוף חודש ינואר, לאחר פרסום הריבית לחודש פברואר, החל תהליך של יציאת הציבור מהקרנות הכספיות. התהליך התחזק משמעותית כך שבמהלך הימים הראשונים שלאחר פרסום הורדת הריבית לחודש מרץ יצאו מהקרנות הכספיות כ-11 מיליארד ש"ח, ובהמשך יצאו כ-13 מיליארד ש"ח, שהיוו כ-25% מהיתרות בקרנות אלו. הכסף, בתוספת 4.4 מיליארדי ש"ח מפיקדונות פח"ק, עבר ברובו לקרנות המשלבות אג"ח חברות עם איגרות חוב ממשלתיות, ובכך גדלו היקפי הסיכונים שלהם חשופים חוסכים אלו, וכן לפיקדונות העו"ש של הציבור. איור 4 מדגים את העלייה של שיעור הנכסים הנזילים (עו"ש ומזומנים) על חשבון הפיקדונות לזמן קצוב. איור 5 מראה את היקף פיקדונות העו"ש. אפשר לראות כי גם ירידת הריבית ב-2009 תרמה לעלייה לא מבוטלת בהיקף פיקדונות העו"ש, עלייה שלא נשחקה גם בתקופה שבה חלה עלייה בריבית, אם כי לא לרמתה המקורית. חידוש תהליך ירידת הריבית גרם לגידול מחודש בעו"ש. השינוי בעו"ש אינו לינארי בריבית, ובפרט,

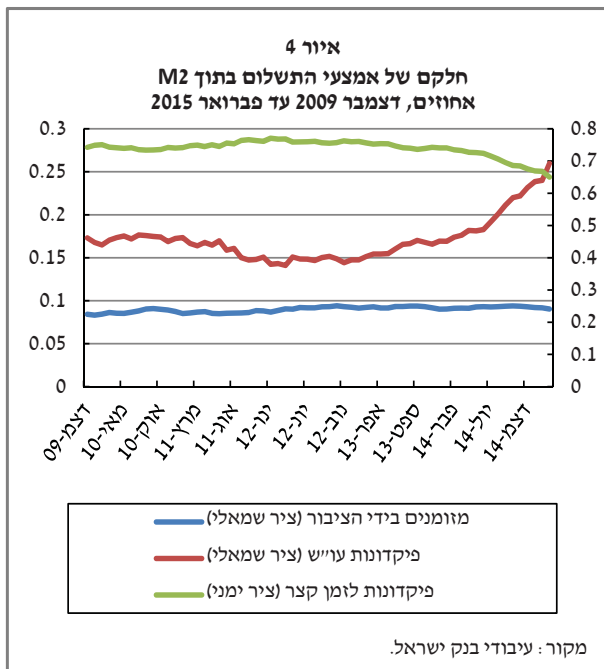
בכלכלת ארה"ב שיוביל לעליית ריבית שם, או ממשבר גיאופוליטי מקומי שיוביל לעלייה בפרמיית הסיכון המקומית. עליית ריבית מהירה עלולה להוביל לחשיפת תמחור החסר של הסיכונים שיתכן שנוצר בתקופת הריבית הנמוכה, כמו גם לירידה מהירה במחירי הנכסים, ובכך להוביל את המשקיעים להפסדים. עם זאת, אם עליית הריבית נובעת מתגובת המדיניות לתהליך של צמיחה, השפעת הריבית על מחירי הנכסים צפויה להיות פחותה.

תרחיש אחר שעלול להביא להבשלת הסיכונים הוא תרחיש שבו הריבית הנמוכה תישאר על כנה לאורך שנים, בשל המשך דשדוש הצמיחה הבין-לאומית. כך למשל גופים מוסדיים שונים, כגון חברות ביטוח מבטיחות תשואה, יתקשו להשיג את התשואה המובטחת לחוסכים, ובכך תיפגע ריווחיותן.

בדומה לחברות הביטוח, קרנות הפנסיה החדשות, שהן המוצר המוביל היום בחיסכון ארוך הטווח בישראל, חשופות לריבית באמצעות היוון התחייבויותיהן, אך לקרנות הפנסיה יש גם חשיפה לפער שבין עקום התשואות לריבית שנתית של 4%. הסיבה לכך היא שהיום, בהתאם לקביעת הרגולציה, גובה הקצבה המתקבלת מקרנות הפנסיה מחושב בהנחה של ריבית שנתית בגובה של 4%. כלומר, כל חוסך שפורש, כל מקבל קצבת נכות או כל מקבל קצבת שארים מקרן פנסיה חדשה מכניס לקרן גירעון בגובה הפער בין שווי הקצבה שלו לפי הנחת ריבית שנתית של 4% לבין שווי הקצבה שלו לפי הנחת עקום התשואות. גירעון זה מושת על כל העמיתים בקרן; מקבלי הקצבה והחוסכים הצעירים. בהתאם לזאת, ירידה של עקום התשואות מגדילה את הגירעון שמשיתים מקבלי קצבאות בקרנות הפנסיה החדשות על כלל הקרן. יש לציין כי אם עקום התשואות גבוה מריבית שנתית של 4% כיוון הסבסוד הוא הפוך. סבסוד בין מקבלי הקצבאות לחוסכים יישמר עד לעלייה של עקום התשואות לסביבת ריביות בשיעור שנתי של 4% או עד לשינוי של הרגולציה הקובעת את גובה הריבית השנתית שבאמצעותה מחושבת הקצבה¹⁵.

¹⁵ באוגוסט 2013 הפיץ אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון נייר התייעצות בנושא "הנחת התשואה במקדמי המרה לקצבה" בנוגע לצורך בשינוי הנחת הריבית הנלקחת לחישוב הקצבאות בקרנות הפנסיה החדשות. בנייר הוצגה הערכה שכל פורש יוצר גירעון אקטוארי של למעלה מ-10% מהנכסים שצבר.

הציבור יוצא מהקרנות הכספיות ומפיקדונות לזמן קצוב, ועובר לפיקדונות עו"ש.



ב-GFSR של 2015¹⁹ קרן המטבע מפרטת סיכונים נוספים, ובהם פגיעה בהכנסות הפנסיונרים כתוצאה מהתשואות הנמוכות לאורך זמן, שתוביל לירידה בביקוש המצרפי ואף לבעיות חברתיות.

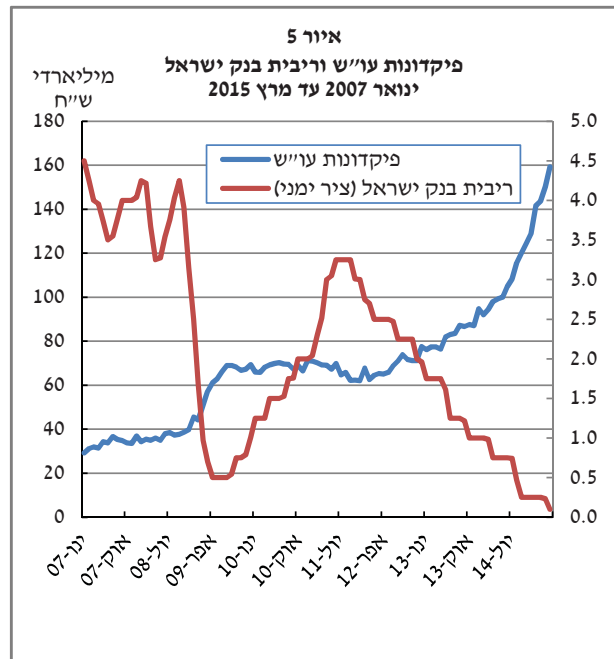
2. הסיכון הנשקף משוק הדיור

הסיכון המרכזי משוק הדיור ממשיך לנבוע מהחשיפה הגבוהה של הבנקים לשוק זה, הן בשל היות הדיור חלק מהותי בתיק הנכסים של משקי הבית, ובפרט החלק המשמש כבטוחה לשיעור ניכר מההלוואות שנטלו משקי הבית, והן בשל האשראי לענף הבינוי והנדל"ן שהעמידו הבנקים לקבלנים. סיכון זה מתחדד נוכח המתאם הגבוה בין סוגי אשראי אלו. לפיכך זעזוע (מקומי או חיצוני) שיקלול עליית ריבית חדה ומהירה או פגיעה בהכנסות הלווים, עלול לפגוע ביכולות משקי הבית והקבלנים לעמוד בהתחייבויות, ובכך לפגוע ביציבות הבנקים. במידה שתרחיש כזה יוביל גם לירידה במחירי הדירות, השפעתו על יציבות הבנקים תתעצם בשל הפגיעה בביטחונות שבידיהם. עם זאת, בחלק מההיבטים מסתמנת ירידה בסיכון העולה משוק זה.

החל מסוף מבצע "צוק איתן", באוגוסט, שב הביקוש לדירות ואתו עליית מחירי הדירות, בין היתר על רקע המשך ירידת הריבית ככלל והתשואות הארוכות בפרט. המגמה התחזקה בסוף 2014, עם קבלת ההחלטה על פיזור הכנסת, הקדמת הבחירות וביטול תכנית "מע"מ 0". כתוצאה מכך חזרו לפעול בשוק בשלב ראשון רוכשי דירה ראשונה, שהמתינו עם רכישת דירות לירידת המחירים שתנבע מהפעילות הממשלתית, ובעקבותיהם חזרו גם משפרי הדיור והמשקיעים. במסגרת זו, חלה עלייה ניכרת במספר העסקאות מאז תחילת 2015, בעיקר בקרב רוכשי דירה ראשונה ומשפרי דיור. כך חלה ירידה קלה במלאי הדירות למכירה, בזמן שהתחלות הבנייה וגמר הבנייה נמצאים ברמות גבוהות (איורים 6–8).

הסיכונים הגלומים בשוק הדיור בישראל מאפיינים אותו כבעל פוטנציאל להוות סיכון מערכתי משמעותי, ראה למשל את הגדרת ה-ECB²⁰ לסיכון מערכתי ככזה שיכול לנבוע משלושה מקורות אפשריים: קיומו של זעזוע מקרו

הגידול בפיקדונות העו"ש מתואם עם הירידה בריבית בנק ישראל.



ירידת הריבית לחודש מרץ 2015 השפיעה על הגידול בעו"ש באופן החד ביותר עד כה.

קרן המטבע הבינ"ל מציינת שלושה סיכונים מרכזיים בהעלאת ריבית לאחר תקופה ממושכת של ריבית נמוכה¹⁶, ובהתאם לכך היא ממליצה כי העלאת הריבית תיעשה באופן שיאפשר לציבור לבצע התאמות בנכסים שהוא מחזיק בהם. הסיכונים שמציינת הקרן הם: (i) בנקים ומוסדות פיננסיים יצברו הפסדים על איגרות חוב בריבית קבועה שבבעלותם, (ii) סיכון האשראי בבנקים יגדל בשל עלייה בעלויות שירות החוב של הלווים (בעיה זו צפויה להיות חמורה אף יותר אם עליית הריבית תהיה בשל עליית האינפלציה, ולא תשקף תעסוקה ושכר גבוהים¹⁷), (iii) אם עליית הריבית לא תתואם בין המדינות, זרמי ההון משינויי הריבית יכולים להיות חדים ומהירים ולהשפיע על שער החליפין, ודרך ערוץ הסחר הבין-לאומי גם על הפעילות הריאלית¹⁸.

¹⁶ IMF, (2014), Global Financial Stability Report, Box 3.1, April

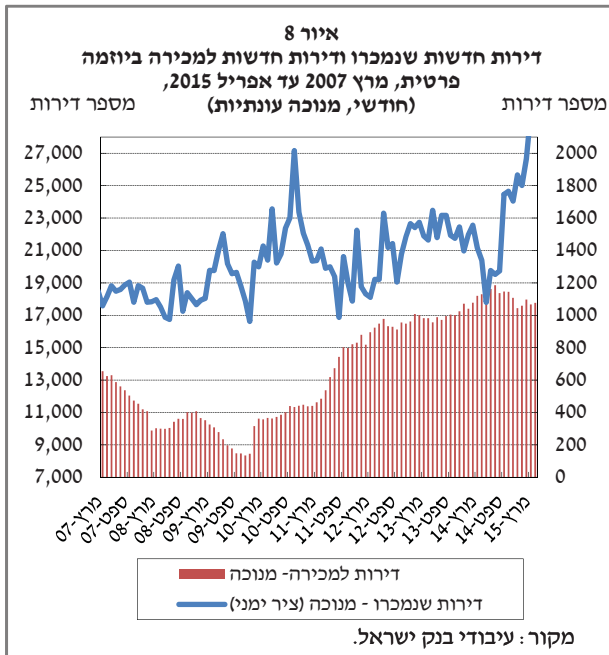
¹⁷ יש לציין כי מאחר שכיום האינפלציה בישראל נמוכה מאוד, ההסתברות להתממשות סיכון מסוג זה אינה גבוהה.

¹⁸ ישראל נהנית מעודף ניכר בחשבון השוטף, מיתרת נכסים גדולה בחו"ל ומיתרות מט"ח גדולות, ולכן סיכונים אלו קטנים עבור ישראל לעומת משקים מפותחים אחרים.

¹⁹ IMF, (2015), Global Financial Stability Report, April

²⁰ ECB, (2009), "The Concept of Systemic Risk", Special feature in the ECB Financial Stability Review, December

בחודשים האחרונים חלה עלייה חדה במספר הדירות שנמכרו.



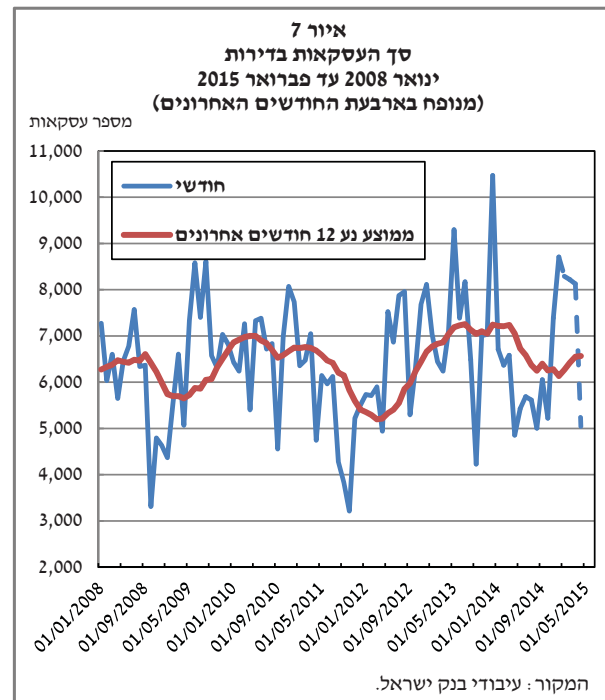
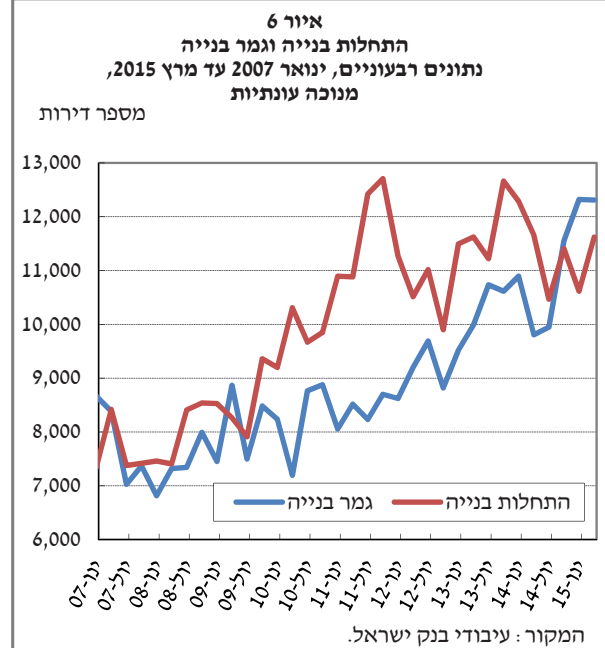
הישראלי מתקשר לכל אחד משלושת המקורות הללו לסיכון מערכתי.

העלייה בביקוש לדירות בחודשים האחרונים התבטאה גם בחידוש העלייה במחירי הדירות לאחר חודשים של יציבות. במסגרת זו, עלו מחירי הדירות בששת החודשים דצמבר–מאי ב-3.3%, לעומת 3.8% ב-12 החודשים המסתיימים במאי. במקביל, עלה שכר הדירה בכ-3% ב-12 החודשים הללו. עם זאת, העלייה בגמר הבנייה, שצפויה להתמיד בשנתיים הקרובות בשל התחלות הבנייה הגבוהות בשנתיים האחרונות, צפויה להוות כוח כנגד לחצים אפשריים לעליות המחירים.

בשלב זה נראה כי ההתרחבות המחודשת של הפעילות בשוק הדיור מבטאת תיקון לתקופה שבה רבים נמנעו מלבצע רכישות של דירות חדשות בשל המתנה לתכנית "מע"מ אפס". ניתן למצוא לכך תימוכין בכך שקצב עליית המחירים, במונחים שנתיים, ממשיך לרדת במהלך החודשים האחרונים, כמו גם בכך שבממוצע חודשי מספר העסקאות ב-12 החודשים האחרונים דומה למספר העסקאות ב-12 החודשים שקדמו להם.

המשך העלייה במחירי הדירות, כפי שמשתקף באיור 9, מתיישב עם המשך הירידה בתשואות ארוכות הטווח (איור 10), שכן התשואה מבעלות על נכס נדל"ן צריכה להידמות

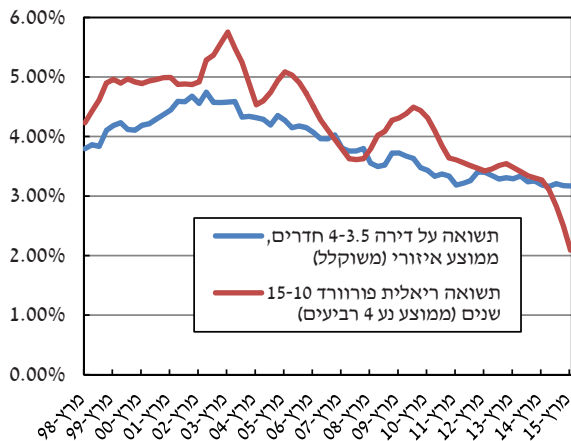
גמר הבנייה ברמה גבוהה מאוד, בהתאם להתחלות הבנייה בשנים האחרונות.



כלכלי משמעותי בעל פוטנציאל לסכן את הסקטור הפיננסי; סכנת הידבקות של גופים פיננסיים זה מזה כתוצאה מקשר ישיר או השקעה בנכסים בעלי אופי דומה; או חוסר איזון פיננסי שנוצר כתוצאה בצמיחה מהירה באשראי. שוק הדיור

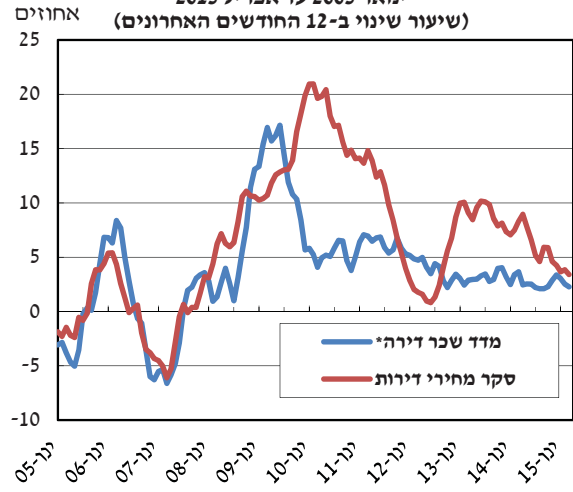
התשואה על השכרת דירות שומרת על יציבות למרות ירידה נוספת בתשואה הריאלית פורוורד ל-15 שנים.

איור 10
התשואה על השכרת דירה בהשוואה לתשואה הריאלית פורוורד על אג"ח ממשלתית לטווח ארוך, נתונים רבעוניים, 1998 עד 2014



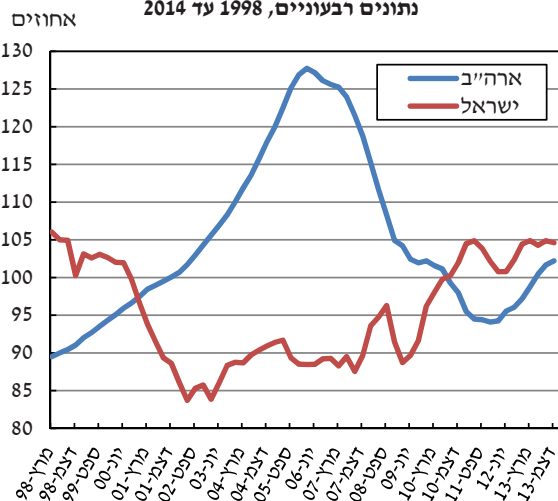
בחודשים האחרונים חלה ירידה בקצב העלייה במחירי הדירות במונחים שנתיים.

איור 9
מחירי דירות ושכר דירה, ינואר 2005 עד אפריל 2015 (שיעור שינוי ב-12 החודשים האחרונים)



בחודשים האחרונים נרשמה עלייה מחודשת ביחס מחיר דירה לשכר דירה, אך הוא אינו סוטה משיאיו בעבר ואינו קרוב ברמתו ליחס המקביל בארה"ב במהלך שנות השיא של מחירי הדירות שם.

איור 11
יחס בין מחיר דירה לשכר דירה נתונים רבעוניים, 1998 עד 2014



לתשואה מבעלות על נכס פיננסי אחר²¹. עם זאת, במהלך החודשים האחרונים חלה ירידה נוספת בתשואה הארוכה²², בעוד התשואה על דירות שמרה על יציבות יחסית. כמו כן, לאחר ירידה מסוימת ביחס מחיר דירה לשכר דירה חלה בו עלייה מחודשת בחודשים האחרונים, אך הוא אינו סוטה משיאיו בעבר ואינו קרוב ברמתו ליחס המקביל בארה"ב במהלך שנות השיא של מחירי הדירות שם (איור 11).

בבואנו לבחון את הסיכונים הגלומים בשוק הנדל"ן, נרצה לבחון האם ההשקעה של הציבור בנדל"ן עולה בקנה אחד עם ההשקעות של הציבור בנכסים פיננסיים. לצורך הניתוח חושב אחוז ההשקעה של הציבור בנדל"ן מתוך סך הנכסים של הציבור על פני זמן. נתון זה, הלוקח בחשבון את

²¹ להרחבה ראו Rubinstein Y., (1999) "Housing Prices in Israel 1974-1996: A Financial Bubble?", Inflation and Disinflation in Israel, ed. Leiderman L., Bank of Israel, 578-634.

²² במונחים רבעוניים. בשבועות האחרונים חלה עלייה בתשואות הארוכות אולם במונחים רבעוניים טרם ניתן לזהות שינוי במגמה.

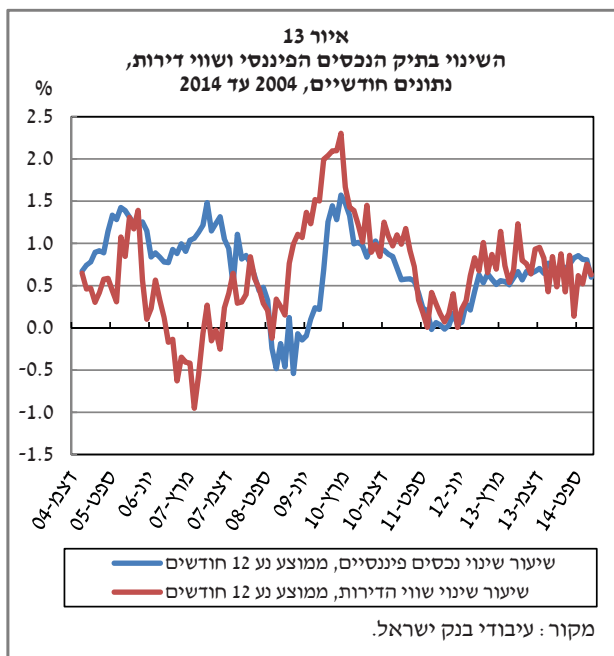
הנכסים הפיננסיים של הציבור ובשווי מלאי הדירות. ניתן לראות כי החל משנת 2010 ההשקעה הגדלה של הציבור בדיוור, כפי שהתבטאה הן בעלייה במספר הדירות החדשות והן בעלייה במחירי הדירות, היא פרופורציונלית להשקעה הגדלה בנכסים פיננסיים, המתבטאת בעליית מחירי הנכסים ובכמותם. משמעות הדבר היא שההתפתחויות בחלק ההשקעה של הציבור בשוק הדיוור במהלך חמש השנים האחרונות אינן חורגות מההתפתחויות המקבילות בשוק הנכסים הפיננסיים.

בהיבט מימון רכישת נכסי הנדל"ן, במהלך החודשים האחרונים חלה עלייה גם בסך המשכנתאות, במקביל לירידה בשיעורי הריבית המשוקללת מהמסלולים השונים. במסגרת זו בולטת במיוחד ירידת הריביות במסלולי המשכנתא בריבית קבועה, על רקע ירידת התשואות הארוכות בארץ ובעולם. הירידה בשיעורי הריבית הובילה את הציבור לקחת חלקים הולכים וגדלים מהמשכנתאות במסלולי הריבית הקבועה (ראו איור 14), וזאת שנים לאחר הוראת המפקח על הבנקים שנכנסה לתוקף במאי 2011, הדורשת כי לא יותר משליש מההלוואה לדיוור יהיה בריבית משתנה²⁵, וכשנה

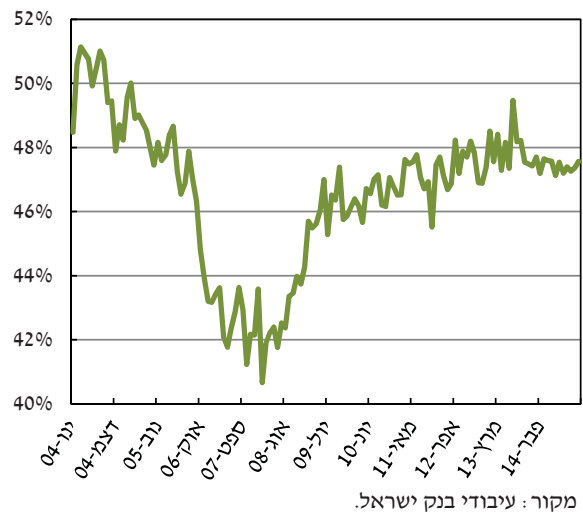
תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור²³, את מלאי הדירות ואת מחירי הדירות, מראה כי עד שנת 2008 חלה ירידה הדרגתית בשיעור ההשקעה של הציבור בנדל"ן. הירידה בשיעור ההשקעה בנדל"ן נבעה בעיקר מהצמיחה המהירה של שוק אג"ח החברות החל מ-2005. במהלך השנים 2008–2009 חלקו של הנדל"ן בנכסי הציבור עלה, על רקע המשבר הפיננסי הגלובלי. במהלך שנים אלו חלה ירידה בהיקף הנכסים בתיק הנכסים הפיננסי של הציבור, וכספים הוסטו משוק ההון לדירות. בהיעדר גידול מתאים בהיצע, הדבר התבטא, בין השאר, בעלייה חדה במחירי הדירות, במקביל לירידה במחירי נכסים פיננסיים שונים, כגון מניות ואיגרות חוב קונצרניות. מאז 2009 לא חל שינוי מהותי בשיעור ההשקעה בנדל"ן מסך הנכסים (ראה איור 12), והנדל"ן למגורים מהווה כמחצית מתיק הנכסים של הציבור. רמת ההשקעה בנדל"ן בישראל דומה לרמה באירופה וגבוהה מהרמה בארה"ב²⁴. איור 13 מציג את שיעורי השינוי בתיק

בשנים האחרונות לא חל שינוי מהותי בשיעור ההשקעה בנדל"ן מסך הנכסים.

ההשקעה הגדלה של הציבור בדיוור היא פרופורציונלית להשקעה הגדלה בנכסים פיננסיים.



איור 12
שיעור הנדל"ן בסך הנכסים נתונים חודשיים, 2004 עד 2014

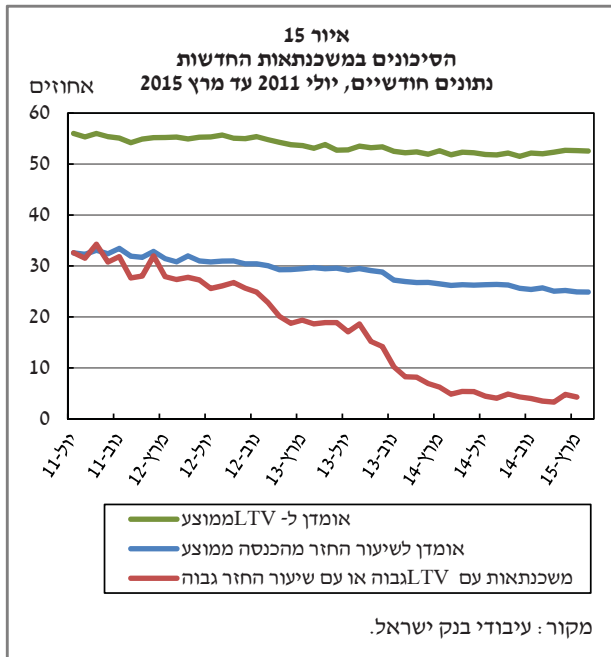


²³ תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור כולל את השקעותיו של הציבור בנכסים פיננסיים, הן באופן ישיר והן באופן עקיף, דרך הגופים המוסדיים ו/או בעלות על חברות עסקיות שונות, ובכך הוא שונה מנכסי משקי הבית המוגדרים בפרק 6 לדוח זה.

²⁴ ראו פרקים 3 ו-4 ב: Piketty, T. and A. Goldhammer, (2014), Capital in the Twenty-First Century, Belknap Press.

²⁵ הוראת המפקח: "הלוואות לדיוור בריבית משתנה", אפריל 2011.

מדדי הסיכון של המשכנתאות החדשות שומרים על יציבות ברמות נמוכות יחסית לעבר.



מסוכנות, כלומר כלל שיעור LTV 75% ומעלה או שיעור החזר מההכנסה 40% ומעלה. איור 15 מראה מדדים נוספים של סיכונים במשכנתאות החדשות ומצביעים על יציבות ברמות נמוכות במדדי סיכון אלו.

בחינה של שיעור החשיפה הכוללת של הבנקים לנדל"ן (איור 2), המחושבת על ידי סכום המשכנתאות בבנקים והאשראי לסקטור הבנייה והנדל"ן מתוך סך האשראי הבנקאי, מצביעה על גידול ניכר במהלך השנים 2008–2013. במהלך 2014 ניכרת התמתנות בקצב הגידול בחשיפה זו, בין השאר על רקע הקיפאון בשוק הנדל"ן נוכח ההמתנה לתכנית "מע"מ אפס". עם זאת, יש לציין כי רק כ-25% מסיכון האשראי המאזני לבנייני ונדל"ן מופנים לדיר, בעוד כ-43% ממנו מופנים לנדל"ן למסחר.

להתפלגות חוב משקי הבית לפי עשירונים תפקיד חשוב בהבנת הסיכונים הגלומים בחוב זה. בחינה של התפלגות החוב לדיר לפי עשירונים מראה כי 7% בלבד מהיקף החוב לדיר בין השנים 2010–2013 שייכים לשלושת העשירונים התחתונים ואילו 50% מהיקף החוב לדיר שייכים לשלושת עשרוני ההכנסה הגבוהים. כלומר, אמנם העשירונים התחתונים נמצאים בסיכון גבוה יותר להגיע לחדלות פירעון, בגלל מאפייני הסיכון שלהם, אך חלקם בהיקף האשראי לדיר קטן מאוד. מעבר לתחום היציבות, לתופעה זו יש

הירידה בשיעורי הריבית הובילה את הציבור לקחת חלקים הולכים וגדלים מהמשכנתאות במסלולי הריבית הקבועה.

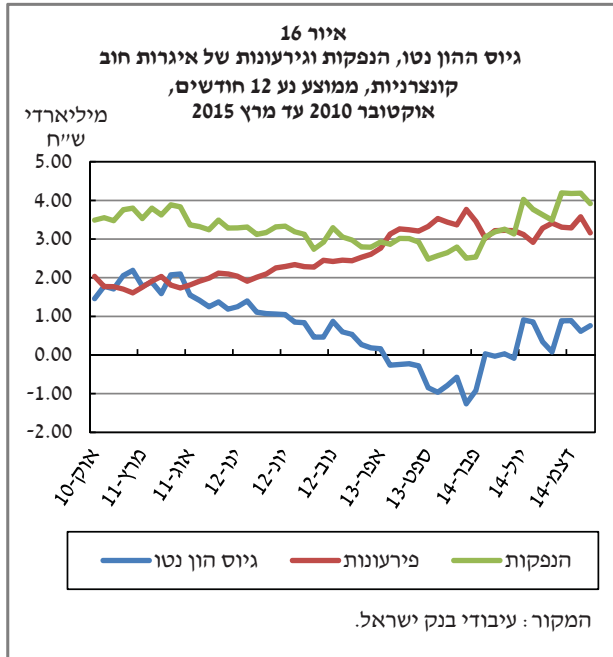


לאחר ההוראה שנכנסה לתוקף בספטמבר 2013, שלפיה חלק ההלוואה בריבית משתנה לכל הטווחים מסך ההלוואה יעלה על שני שלישים²⁶.

משמעות הגידול בשיעור המשכנתאות הנלקחות במסלולי הריבית קבועה היא ירידה בקצב העלייה בחשיפת הציבור לסיכון הריבית. זאת משום שהמשכנתאות החדשות הללו אינן חושפות את משקי הבית הנוטלים אותן לגידול בתשלומי החזר המשכנתא במידה ששיעורי הריבית יעלו בעתיד. עם זאת, מכיוון שהגידול המדובר החל רק מאוגוסט 2014, עדיין חלק ניכר ממשקי הבית שנטלו משכנתאות לפני 2013, ובפרט משכנתאות בעלות מאפייני סיכון גבוה, החורג מהמגבלות שאושרו באוגוסט 2013, נותרו חשופים לסיכון הריבית. עם זאת, אם קצב מחזורי המשכנתאות יגדל, ויכלול מעבר של הציבור ממסלולי הריבית המשתנה למסלולי הריבית הקבועה, תחול ירידה נוספת בחשיפת הציבור לסיכון הריבית.

מדדי הסיכון של המשכנתאות החדשות שומרים על יציבות ברמות נמוכות יחסית לעבר. במסגרת זו, במהלך החודשים האחרונים כ-4% מהמשכנתאות החדשות נחשבו

²⁶ הוראת המפקח: "הנחיות בדבר הגבלות על הלוואות לדיר", אוגוסט 2013.



האחוז מתחילת 2015, ונעמדו, נכון לסוף חודש מרץ, ברמה הממוצעת של 3.83% (במגזר הלא פיננסי). בפילוח הענפי עולה כי במהלך התקופה הנסקרת נרשמה ירידה במרווחים בענפי התעשייה ובענף הנדל"ן ובינוי – שבו אג"ח בדירוגים הנמוכים מהווה כ-30% מסך ההנפקות. זאת כנגד המגמה של עלייה בענף השקעות ואחזקות, שבו המרווחים הגיעו לרמה שנצפתה באמצע שנת 2013. יחד עם זאת, נציין כי ביקוש הציבור לאג"ח החברות ממשיך להצטנן – גם מתחילת השנה נמשכת המגמה הכללית של מימושים נטו בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח חברות ומעבר לקרנות אג"ח כללי (קרנות מעורבות) וקרנות אג"ח מדינה.

במקביל, במהלך החודשים האחרונים המשיכו המרווחים בין איגרות החוב הקונצרניות לאלו הממשלתיות לרדת ברוב החתכים, למעט בדירוגים הנמוכים ובענף ההחזקות. זאת בדומה לירידה קלה מקבילה ב-EDF²⁹.

שנת 2014 הייתה שנת שיא מבחינת הנפקות אג"ח של חברות זרות בבורסה בתל אביב. היקף ההנפקות של החברות הזרות הגיע ל-3.16 מיליארדי ש"ח, שהם כ-26% מההנפקות

כמובן השלכות חברתיות, אך אלו אינן נידונות במסגרת דוח זה. לפירוט נוסף ראו פרק משקי הבית בדוח זה.

3. הסיכונים באג"ח החברות ובנכסים בכלל

מתחילת 2015 חלה ירידה במרווחים בשוק אג"ח החברות. חלק מהירידה ניתן לייחס לשיפור בביצועי החברות, כפי שיפורט בחלק המגזר העסקי בדוח זה, אולם חלק מהירידה מחזק את החשש מתמחור חסר של הסיכונים. תמיכה בקיומו של תמחור חסר ניתן למצוא בשינוי הכיוון שבפערי תמחור הסיכונים באג"ח החברות בין ישראל לארה"ב, ובהיקפים החריגים של חברות זרות, ובעיקר חברות נדל"ן, שבוחרות להנפיק אג"ח בישראל. הבעייתיות שבתמחור חסר של הסיכונים בשוק זה מתחדדת נוכח הירידה החדה בתשואות על האג"ח הממשלתיות במהלך החודשים האחרונים²⁷.

שוק אג"ח החברות בישראל ממשיך להיות החלופה העיקרית שיש למגזר העסקי למימון בנקאי – נכון לתחילת 2015 התיק הסחיר מהווה כ-29% מסך האשראי למגזר זה. מתחילת השנה שוק אג"ח החברות מתאפיין ברמת פעילות גבוהה: המחזור היומי בשוק זה הסתכם בכ-1.3 מיליארד ש"ח והיה גבוה בכ-23% מהמחזור הממוצע בשנת 2014; קצב ההנפקות (כולל המגזר הפיננסי) נמצא אף הוא מעל הממוצע החודשי של 2014, ועומד על כ-3 מיליארדי ש"ח. לאחר מגמת ירידה קלה בגיוס ההון נטו²⁸ שנמשכה מאז 2010, החל ממרץ 2014 החלה מגמת עלייה בגיוס ההון נטו. עלייה זו בגיוס ההון נטו נבעה מעלייה בהנפקות איגרות החוב תוך שמירה על רמה קבועה יחסית של פירעונות. איור 16 מציג את גיוס ההון נטו, ההנפקות והפירעונות בממוצע נע של 12 חודשים. החל מהרביע האחרון של 2014 ניכרת עלייה משמעותית בהנפקות של בנקים וירידה מסוימת בהנפקות חברות נדל"ן, אם כי אלו עדיין נותרו ברמות גבוהות. מטבע הדברים משמעות השינוי היא עלייה בהיקף הגיוסים בדירוגים הגבוהים וירידה בגיוסים בדירוגי הביניים ובגיוסים הלא מדורגים.

לאחר תקופה קצרה שבה נרשמה עלייה ברוב המרווחים הסקטוריאליים במחצית השנייה של 2014, המרווחים בשוק אג"ח החברות חזרו לרדת. הם ירדו בכ-0.3 נקודות

²⁷ במהלך השבועות האחרונים החלה עליה בתשואות הארוכות.

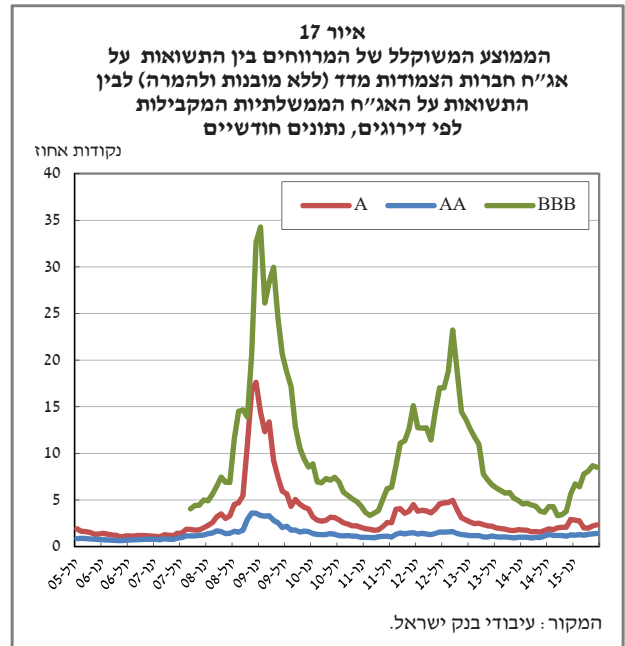
²⁸ גיוס ההון נטו מחושב כהנפקות פחות פירעונות של איגרות חוב קונצרניות. הניתוח מתבסס על ממוצע נע של 12 חודשים.

²⁹ EDF – expected default frequency (הסתברות לחדלות פירעון). סוכנות Moody's-KMV משתמשת במודל מבני לתמחור אג"ח כדי לגזור הסתברויות לחדלות פירעון. המרכיבים המרכזיים במודל הם המינוף של החברה לטווח הבינוני, רווחיה בעבר, וביטחונם של המשקיעים ברווחיה העתידיים (על פי תנודתיות המניה).

שנת 2014 הייתה שנת שיא מבחינת הנפקות אג"ח של חברות זרות בבורסה בתל אביב.

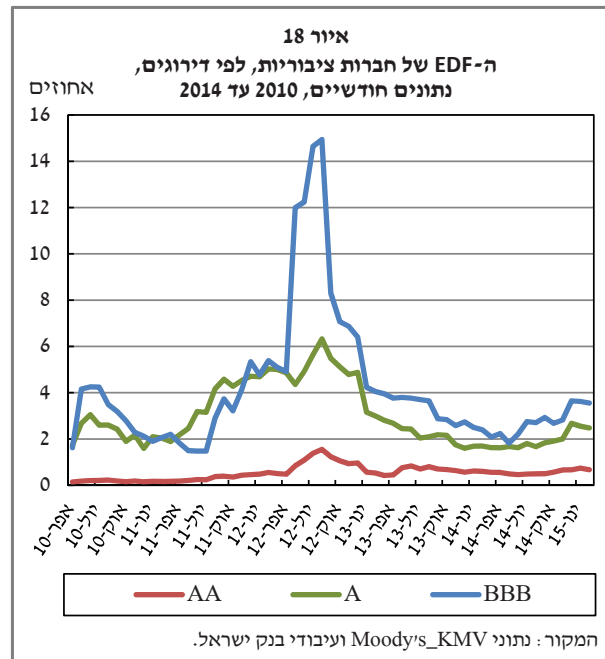


במהלך החודשים האחרונים המשיכו המרווחים בין איגרות החוב הקונצרניות לאלו הממשלתיות לרדת ברוב החתכים, למעט בדירוגים הנמוכים ובענף ההחזקות.

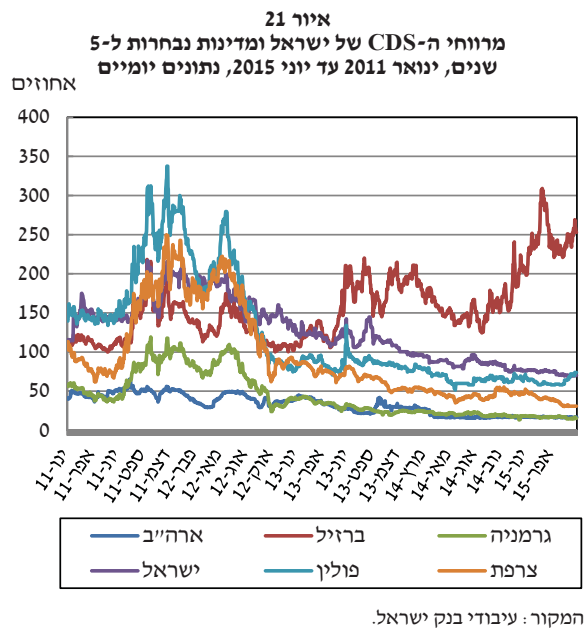


בענף הנדל"ן וכ-8% מסך ההנפקות בשנת 2014 בתל אביב. מגמה זו נמשכת ברבעון הראשון של 2015, עם הנפקות של חברות נדל"ן זרות בהיקף של 1.07 מיליארד ש"ח, שהם כ-26% מהנפקות הנדל"ן וכ-6% מסך ההנפקות (איור 19). העלייה בהיקף ההנפקות מובילה לכך שיתרת האג"ח של החברות הזרות מתוך סך אג"ח החברות בישראל בערך נקוב עלתה מ-3.6% בראשית 2013 ל-4.5% במרץ 2015. בענף הנדל"ן שיעור זה עלה מ-9.9% ל-12.4% באותה תקופה. במחצית השנייה של 2014 ובתחילת 2015 ניכר שינוי במאפייני החברות הזרות אשר הנפיקו אג"ח בתל אביב, והן התאפיינו בדירוגים גבוהים יחסית (A) ובשעבודים ברמה גבוהה. רוב החברות עוסקות בנדל"ן מניב ועיקר הפעילות שלהן היא בארצות הברית. חברות אלה שונות מחברות הנדל"ן הזרות אשר הנפיקו אג"ח בעבר, אשר היו פעילות בעיקר בשווקים מחוץ לארצות הברית, ובהם רוסיה, גרמניה, מזרח אירופה, קנדה ועוד, והציגו ביטחונות ברמה נמוכה יותר.

מתחילת 2015 חלה ירידה קלה בהסתברות לפשיטת רגל לפי המודל של Moody's.



בחודשים האחרונים חלה ירידה נוספת במרווחי ה-CDS של ישראל.



המרווחים של אג"ח חברות בישראל מול אג"ח חברות מארה"ב שבו לרדת בחודשיים האחרונים לאחר תקופת עלייה קצרה.



איור 20
מרווחי האג"ח של חברות מענף הבינוי והנדל"ן ושל חברות הנדל"ן הזרות שהנפיקו בישראל מ-2012, ינואר 2012 עד מרץ 2015



התפתחות זו משקפת במירווח התשואה של אג"ח חברות הנדל"ן הזרות ביחס לכלל החברות מענף הנדל"ן. מאז נובמבר נסחרות חברות הנדל"ן הזרות במירווח נמוך מעט יותר מזה של כלל החברות מענף הנדל"ן (איור 20). החשש מתמחור הסיכונים החסר, המתבטא במרווחי תשואות איגרות החוב, מתחדד נוכח הירידה בתשואות איגרות החוב הממשלתיות, ירידה שהחלה בחלקה השני של שנת 2014, והמשיכה לתוך שנת 2015. ניתן לראות באיור 1 שהירידה בתשואות אינה מתבטאת רק בירידה בתשואות הקצרות אלא גם בתשואות פרוורד ל-10 שנים. הירידה בתשואות על איגרות החוב הממשלתיות נובעת מירידת התשואות בארה"ב ובאירופה במקביל לירידת מרווחי התשואות בין ישראל וארה"ב, עד כדי מרווח שלילי במהלך החודשיים האחרונים³⁰, במקביל לירידה, אם כי היא פחות משמעותית בהיקפה, במרווחי ה-CDS של ישראל (איור 21). מעבר למרווחים הנמוכים מול איגרות החוב הממשלתיות, גם המרווחים של אג"ח החברות בישראל מול אג"ח חברות מארה"ב שבו לרדת בחודשיים האחרונים לאחר תקופת עלייה קצרה (איור 22).

³⁰ בשבועות האחרונים מרווח התשואות בין ישראל לארה"ב חזר להיות חיובי.

הסחורות בכלל ואת ירידת מחירי האנרגיה בפרט כגורמים המסכנים יצואניות נפט וחברות אנרגיה, וכן ציינה את התחזקות הניכרת של הדולר שעלולה לפגוע ביכולת מחזור החוב של לווים במשקים המתעוררים שלקחו הלוואות גדולות במט"ח.

סיכון חדש שהקרה מציפה הנו הסיכון לאיתנות של קרנות הפנסיה וחברות הביטוח, הנובע מהתשואות הנמוכות השוררות בעולם (במידה שאלו יתמידו ברמתן הנמוכה). אמנם הקרה מתמקדת רק בסיכון המידי ליציבות, שחל רק על קרנות DB³⁴ המבטיחות תשואה, שיתקשו להשיגה בעולם של תשואות נמוכות, אולם בהסתכלות רחבה יותר אפשר להוסיף על דברי הקרה את החשש כי תשואות נמוכות עתידות לפגוע באופן ממשי בהכנסה הפנויה של פנסיונרים בכלל, דבר שיוביל לירידה בביקוש המצרפי ולבעיות חברתיות.

הקרה ממשיכה להזכיר גם את הסיכון הנובע מהירידה המהירה במחירי הבתים בסין, וכן את הסיכון הגיאוגרפי, בעיקר זה הקשור במשקים המתעוררים.

להערכתנו, הסיכון הנובע מהמתרחשות הפוליטית באירופה גבוה אף הוא, אף כי הוא ירד מעט לאחר ההסכם בין יוון למדינות האיחוד.

דיאגרמת הרדאר המצורפת לדוח מסכמת את ההתפתחויות כדלקמן:

סיכון המשקים המתעוררים עלה בתקופה הנסקרת כתוצאה ממכלול של גורמים –

- מפלס המתיחות הגיאופוליטי עלה – בעיקר בשל התפשטות המשברים במזרח התיכון והתמדת המשבר בין רוסיה ואוקראינה.
- פחות חד במטבעותיהם של משקים מתעוררים רבים מעורר חששות לגבי יציבותם של לווים במדינות אלו שלוו סכומים ניכרים במט"ח.
- יציאת הון ממשקים מתעוררים שנבעה מעלייה בשנאת הסיכון גורמת לבעיות של נזילות.
- התנאים המקרו-כלכליים של יצואניות נפט וסחורות נחלשו – העוצמה והמהירות של ירידת מחירי האנרגיה הביאו לפגיעה של ממש באיתנות של כלכלות חשובות

בעוד הוועדה המוניתרית של בנק ישראל קובעת, הלכה למעשה, את הריבית הנומינלית קצרת הטווח, אין היא קובעת את הריביות לתקופות ארוכות יותר, כמו גם את הריביות הריאליות; אלו נגזרות ממאפיינים שונים של המשק. הריבית הריאלית הקצרה תחושב כפער בין הריבית הנומינלית והאינפלציה, ואילו הריבית הארוכה תושפע מגורמים כגון שיעור הצמיחה הצפוי ומדיניות החוב הממשלתי. מעבר לכך, תנועות הון בין מדינות העולם יגרמו להשוואת התשואות במדינות השונות בכפוף להפרשי פרמיית הסיכון שביניהן. כך, אם במדינה מסוימת ננקטים צעדים שמובילים להורדת התשואה הארוכה בלא הגדלת פער הסיכון בינה לבין מדינות אחרות, יכולים הצעדים להוביל לירידת התשואות הארוכות גם במדינות נוספות.

רמת התשואות הנמוכה על איגרות החוב הממשלתיות עלולה להיות בעלת השלכות על היציבות. זאת בעיקר בשל אחזקת איגרות החוב הללו בידי בנקים ומוסדות פיננסיים רבים³¹. עליית תשואות עתידית תוביל לירידה בשווי הנכסים המוחזקים בידי מוסדות אלו. מעבר לכך, בשל הקשר החזק בין התשואה על איגרות חוב ממשלתיות לתשואה על אג"ח החברות, עלייה בתשואה על איגרות החוב הממשלתיות תוביל לעלייה בתשואה על אג"ח החברות, ולכן לירידה במחירן ובמדדים הרלוונטיים. הירידה בשווי הנכסים תגרום למוסדות פיננסיים המחזיקים בהם להפסדים. כמו כן, מאחר שהאחזקה באיגרות חוב אלו משותפת למוסדות פיננסיים רבים, קיים חשש לסיכון מערכת, שכן המוסדות הללו יתקשו למכור את הנכסים, למרות הירידה במחירם, בשל המצב הדומה במוסדות פיננסיים נוספים³².

ב. הסביבה העולמית

בדוח הסיכונים הפיננסיים שהתפרסם לאחרונה³³, העריכה קרן המטבע הבין-לאומית שהסיכונים ליציבות הפיננסית העולמית גברו מאז חודש אוקטובר 2014 ומוקד הסיכון נדד מהמשקים המפותחים למשקים המתעוררים, מבנקים לבנקאות צללים ומבעיות של נאותות לבעיות הכרוכות בנזילות. במיוחד ציינה קרן המטבע את ירידת מחירי

³¹ הבנקים מחזיקים בכ-12% מאיגרות החוב הממשלתיות הסחירות, בעוד המוסדיים, ללא קרנות הנאמנות, מחזיקים בכ-49% מהן.

³² עם זאת, המוסדות צברו במהלך התקופה רווחים רבים היכולים להוות כרית לספיגת הפסדים עתידיים.

³³ Global Financial Stability Report, April 2015

³⁴ Defined Benefit – קרנות אלו מהוות חלק קטן מקרנות הפנסיה.

בחובן סיכונים רבים שעלולים להתפרץ עם היווצרות לחצי נזילות.

הסיכון המקרו-כלכלי וסיכון האשראי נותרו להערכת הקרן בלא שינוי, וזאת מכיוון שהמדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד בכל העולם, עם QE באירופה וביפן והורדת ריבית במשקים רבים נוספים, מצליחים לאזן את ההרעה במצבם הכלכלי של רוב המשקים בעולם. התיאבון לסיכון ירד כתוצאה מההתרחשויות במשקים המתעוררים ומתמחור גבוה של נכסים. התנאים המוניטריים והפיננסיים הפכו לנוחים יותר הודות למדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד בעולם.

- הדיאגרמה מחולקת לשני חלקים; החלק העליון עוסק בסיכונים והתחתון בתנאים כלכליים (המשפיעים על הסיכונים). ככל שהנקודה מרוחקת מהמרכז היא מציינת סיכון גבוה יותר (בחלק העליון), תיאבון לסיכון רב יותר ותנאים מוניטריים מקלים יותר (בחלק התחתון).
- לשם השוואה, בדוח של אפריל 2009 (בשיא המשבר) כל קדקודי הסיכון היו בקו המרוחק ביותר מהמרכז או בזה שתחתיו, ואילו התיאבון לסיכון היה במרכז (אפסי).

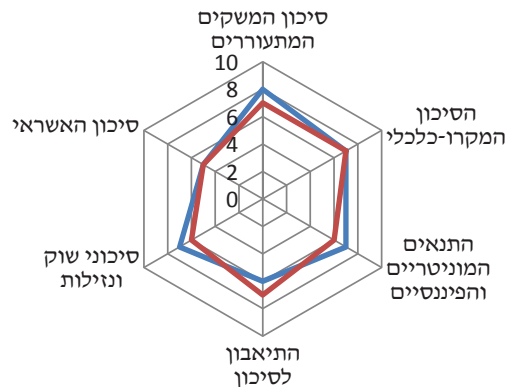
הסיכונים המרכזיים הנשקפים לכלכלת ישראל מההתפתחויות בסביבה העולמית³⁷:

- **נראה כי כלכלת אירופה חזרה להיות את הסיכון הממשי ביותר ליציבות הפיננסית העולמית.**

הנתונים הכלכליים ביבשת, ובעיקר נתוני הסנטימנט, השתפרו מאז חודש אוקטובר 2014, וגופי הערכה בין-לאומיים מעלים את תחזיותיהם לקצב הצמיחה של גוש האירו. עם זאת, נראה שהשיפור הזה נשען ברובו על אפקט העושר הנובע מהעליות החדות בשערי המניות, הנובעות מתחילת יישום תכנית ה-QE הנרחבת של ה-ECB. עוד יודגש שלמרות שיפור מסוים, נתוני מקרו חשובים, ובעיקר נתוני האינפלציה בכל מדינות גוש האירו ונתוני התעסוקה ברובן, ממשיכים להיות חלשים

עלייה בסיכון הנובעת מהמשקים המתעוררים, השווקים הפיננסיים והנזילות.

איור 23
תמונה של היציבות העולמית באפריל 2015 תמונה של היציבות העולמית באוקטובר 2014



התלויות במחירי האנרגיה, דבר שעלול לסכן את היציבות הפיננסית העולמית³⁵.

סיכונים השוק והנזילות עלו אף הם כתוצאה משינויים חדשים בשערי החליפין, עליית שנאת הסיכון והעלייה בתנודתיות במגוון רחב של קבוצות נכסים. התואי השונה של המדיניות המוניטרית במשקים המפותחים השונים, עם ציפיות לעליית ריבית בארה"ב לעומת הרחבת ה-QE באירופה וביפן, הביאו להתחזקות מהירה בשערו של הדולר שלא לוותה בעליית תשואות ממשית, וזאת מכיוון שהמדיניות המרחיבה מאוד ביפן ובאירופה לוחצת את התשואות בעולם כלפי מטה³⁶. שוקי המניות בעולם, ובעיקר אלו של אירופה וסין, עלו בחדות, באופן שאינו תואם את המצב הכלכלי באותן מדינות. התפתחויות אלו טומנות

³⁷ הסיכונים מסודרים לפי מידת חומרתם, להערכתנו, ושני הסעיפים הראשונים עוסקים בסיכונים המרכזיים. לגבי כל הסיכונים, ההשפעה הצפויה על ישראל תגיע דרך ערוץ השווקים הפיננסיים והעלייה בשנאת הסיכון. החשיפות הישירות של המשק הישראלי והמוסדות הפיננסיים הישראליים למוקדי הסיכון (ובעיקר ליוון) הן נמוכות מאוד.

³⁵ יודגש כי משקים מתעוררים חשובים אחרים המייבאים אנרגיה וסחורות דווקא נהנים ממגמה זו, הואיל ובזכותה הם יכולים להשתמש בכלים מוניטריים לצורך עידוד הצמיחה בלי לחשוש מאינפלציה. אולם בטווח המידי, החשש ליציבות של יצואניות אנרגיה ממשי יותר.

³⁶ לאחרונה ירדו התשואות בארה"ב גם בעקבות החולשה הכלכלית שם ברבעון הראשון.

מפורש, על כוונתם להתחיל בתהליך העלאת הריבית עוד השנה. הגם שהנתונים הכלכליים החלשים של הרבעון הראשון בארה"ב הביאו לשינוי הטון ליוני יותר ולדחיית התאריך החזוי להעלאת הריבית בארה"ב, עדיין קיים החשש מתהליך היציאה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד, תהליך הטומן בחובו סיכון הן לשווקים הפיננסיים והן לכלכלה הריאלית. **תהליך שכזה עלול להביא לפגיעה בכלכלת ישראל הן באמצעות שוקי ההון והן בדרך של פגיעה בייצוא עקב ירידה בצמיחה ובביקושים. המשבר עלול להתעצם בעקבות הנזילות הנמוכה בשווקים והרגולציה שהביאה לירידה בכוחם של עושי השוק.**

• **הסיכון הנשקף ליציבות הכלכלית העולמית מצד סין עלה בתקופה הנסקרת.** הנתונים שהתפרסמו בסין במהלך התקופה הנסקרת היו חלשים ברובם, והצפי הוא להמשך היחלשות. פשיטת רגל של שתי חברות, אחת מהן חברת נדל"ן גדולה והאחרת חברה ממשלתית⁴¹, הציפה שוב את בעיית אשראי החברות הגבוהה בסין והחלישה את ביטחון המשקיעים בערבות ממשלתית לחובן של חברות ממשלתיות. ההיחלשות המואצת של מחירי הבתים רק מגדילה את הסיכון לפשיטות רגל נוספות. התגובה הסינית הנחרצת, בצעדי הרחבה שנועדו לחזק את הצמיחה, ממתנת את החששות מפני האטה חריפה מחד גיסא, אך מאידך גיסא עלולה להביא להמשך גידול ברמות החוב ולדחיית ההתמודדות עם הבעיות המבניות. העלייה החדה בשערי המניות בסין (מעל 100% בשנה האחרונה) איננה מתואמת עם נתוני המקרו, ועלולה אף היא להביא להעצמת משברים⁴². **אמנם ההערכה הרווחת היא שהממשלה תצליח לאזן את הכלכלה ולהביא לשינוי המבני תוך הימנעות ממשברים חריפים, אך אותות ראשוניים להתממשות הסיכונים, היקפה של הכלכלה הסינית, רמת המינוף הגבוהה של החברות ואיכות החוב והפיקוח עליו הופכים**

במיוחד³⁸. בעיקר מטרידות הבעיות הפוליטיות של אירופה, הבאות לידי ביטוי בהתמשכות המשבר ביוון³⁹ ובהתחזקות של מפלגות יורו-סקפטיות ולאומיות בכל רחבי גוש האירו⁴⁰. רמות החוב באירופה נותרו גבוהות, הצמיחה עדיין איננה מאוזנת והביקושים המקומיים אינם חזקים. חברות קטנות ובינוניות באירופה עדיין סובלות ממחסור באשראי ובחברות הגדולות ובבנקים רמות המינוף עדיין גבוהות מדי, אף על פי שתהליך הורדת רמת החוב ממשיך.

את כל הבעיות הללו יהיה קשה מאוד לפתור בהינתן רמת הפרגמנטציה הכלכלית והקיטוב הפוליטי בתוך אירופה. **הגם שפירוק גוש האירו איננו נראה סביר בעת הזו, וגם ההסתברות לפרישתן של מדינות מהאיחוד נמוכה, די בכך שהשווקים יתמחרו עלייה בהסתברות לאירועים אלו, כדי ליצור עלייה חדה בשנאת הסיכון שתשפיע על השווקים בעולם ובישראל.**

• **סיכון היציאה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה נותר גבוה –** הצמיחה החלשה בעולם ממשיכה להישען על מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד, ואפילו לאחר השלמתו של תהליך ה-Tapering בארה"ב, השימוש בכלי מדיניות מוניטארית לא שגרתיים רק הולך וגדל בהיקפו, עם המשך גידול במאזן המצרפי של הבנקים המרכזיים בעולם, בעקבות ההכרזה על QE רחב היקף בגוש האירו במהלך התקופה הנסקרת, וביפן עוד קודם לכן. שעריהם של נכסי סיכון, ובעיקר מניות, ממשיכים לעלות בקצב מהיר, בעיקר בכלכלות שבהן ננקטות הרחבות מוניטריות ובמנותק מתנאי היסוד המקרו-כלכליים של אותן כלכלות, מה שמדגיש את התלות הממשית של מחירי הנכסים הפיננסיים (ואפקט העושר הנגזר מהם) במדיניות המוניטרית. במהלך התקופה הנסקרת הודיעו חברי ה-Fed פעמים רבות, לעתים באופן

³⁸ בחודש האחרון עלתה גם האינפלציה – סימן חיובי נוסף להצלחת ההרחבה המוניטרית.

³⁹ למרות ההסכם שהושג לאחרונה בין יוון למדינות האיחוד לתכנית סיוע שלישית שתיתן ליוון בתמורה לרפורמות משמעותיות, נראה שאין מדובר לפי שעה בפיתרון אמיתי למשבר, ועל כן הסיכון עדיין קיים.

⁴⁰ בהקשר הזה אפשר לציין את העלייה המרשימה בכוחן של מפלגות שאלו בבחירות המקומיות בספרד, שם צפויות בחירות כלליות לקראת סוף השנה. עם זאת ההסכם שהושג עם יוון מנמיך מאוד את הסיכון להדבקה פוליטית.

⁴¹ הגם שלא מדובר עד כה באירועים משמעותיים מבחינת כלכלת סין, ניתן להתייחס אליהם כאל סימני אזהרה ראשוניים.

⁴² לאחר סגירת הדו"ח החל הסיכון להתממש תוך ירידות ניכרות בשערי המניות בסין. השלטונות אמנם הצליחו לייצב את השוק תוך שימוש בצעדים רגולטוריים תכופים ומשמעותיים, אך אין כל וודאות לגבי תגובת השווקים לאחר שיוסרו ההגבלות הרגולטוריות.

הקידוחים הפעילים ולפיטורי עובדים, ועלול להביא לגל של פשיטות רגל של חברות בתחום האנרגיה ולסיכון יציבותי ליציאות נפט חשובות.

- **סיכון הריביות הנמוכות** – התשואות בעולם נמצאות ברמות שפל היסטוריות כמעט בכל המשקים, וחלק ניכר מהאג"ח הממשלתיות בעולם נסחרות בתשואה שלילית. רמות אלו כבר מביאות לתמחור סיכונים לקוי מצד משקיעים, כפי שפירטנו בסיכון היציאה מהמדינות המרחיבה, ואם הן יתמידו ברמתן הנמוכה הן עלולות לפגוע בתשואה הצפויה על החיסכון ארוך הטווח בעולם ובישראל. רמת ביטחון נמוכה של החוסכים בעתידם הכלכלי לאחר הפרישה עלולה אף להביא לירידה בצריכה המצרפית, ובשל כך לפגוע בקצב הצמיחה.

3. המערכת הבנקאית, שנת 2014

בשנת 2014 שמרה המערכת הבנקאית על חוסנה ויציבותה על רקע סביבת הריבית הנמוכה והצמיחה המתונה במשק. יציבותה של המערכת הבנקאית מקבלת תמיכה מרמת נזילות גבוהה, מהמשך הצבירה של ההון וקביעת יעדי הון שהולמים את פרופיל הסיכון, ומתוצאות מבחני הקיצון שהפיקו על הבנקים ערך השנה. נמשך השיפור במדדים לאיכות תיק האשראי ונמשכת מגמת ירידה בריכוזיות התיק לפי גודל הלווה. עם זאת, חשיפתם הגבוהה של הבנקים לאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, לאשראי לדיור ולאשראי צרכני, והמתאמים הקיימים בין סוגי אשראי אלו, מהווים סיכון למערכת הבנקאית. סיכון האשראי, ובפרט העסקי, מתעצם על רקע סביבת הריבית הנמוכה השוררת במשק לאורך זמן.

א. הלימות ההון

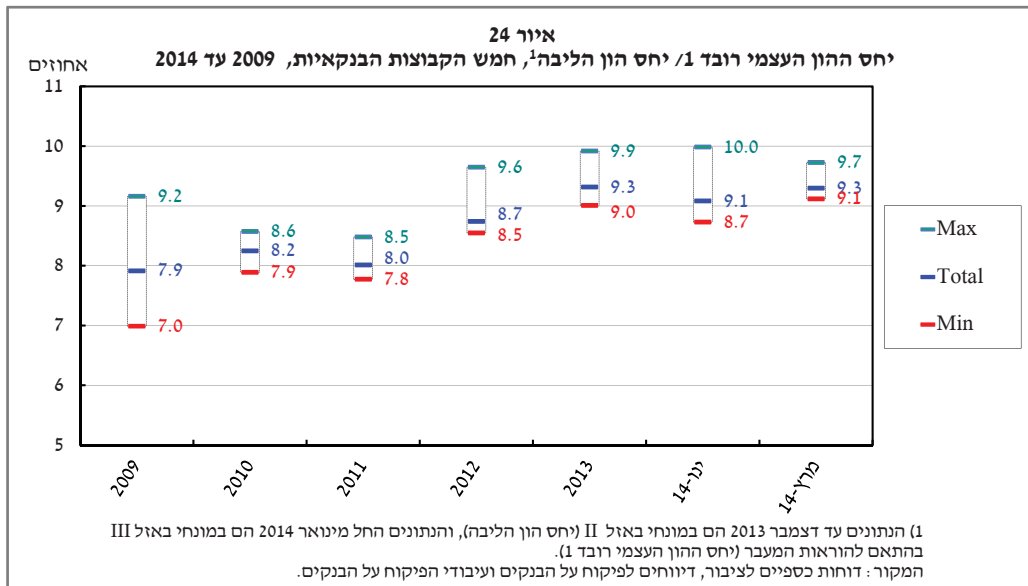
יחס ההון העצמי רובד 1 נותר בלא שינוי, ברמה של 9.3% (איור 24). שני גורמים מרכזיים השפיעו על יחס זה במהלך התקופה הנסקרת: (1) יחס ההון העצמי רובד 1 ירד ב-0.2 נקודת אחוז, לאחר שב-1.1.2014 עברה המערכת הבנקאית ליישום ההוראות החדשות המאמצות את מסגרת העבודה של באזל III; (2) יחס ההון העצמי רובד 1 עלה בין ה-1.1.2014 ל-31.12.2014 ב-0.2 נקודת אחוז בעקבות ההתפתחויות שחלו במרוצת השנה: רווחים שהבנקים צברו ועלייה בשווי תיק ניירות הערך הזמין למכירה שנזקפה לקרן ההון, אשר קוזזו על ידי חלוקת דיווידנדים

את הטיפול בבעיות אלו למורכב במיוחד ומציבים סיכון לכלכלות סין והעולם כולו. קשרי המסחר הישירים בין סין לישראל הנם מוגבלים, אולם כלכלת סין היא בעלת משמעות גלובלית, ועל כן אם יפרוץ שם משבר, הוא ישפיע גם על ישראל.

- **הסיכון הגיאוגרפי-פוליטי**, הנובע בעיקר מהעומות בין רוסיה למדינות המערב בנושא אוקראינה ומחוסר היציבות הגובר בעולם הערבי, מוסיף לרדת. במהלך התקופה עלו אמנם חששות ליציבותה של רוסיה שנפגעה באופן קשה מהירידה החדה במחירי הנפט ומהסנקציות הכלכליות מצד מדינות המערב, אשר הביאו לפיחות חד בשער של הרובל. אולם בחודשים האחרונים נראה שהכלכלה הרוסית התייצבה, הגם שהיא צפויה להתכווץ השנה באופן ניכר. מרווחי ה-CDS של ישראל, הנמצאים ברמת שפל של שנים רבות, והתשואות הנמוכות על האג"ח הממשלתיות, מראים שהשווקים מתמחרים את הסיכון הגלום לישראל מצד האירועים במזרח התיכון כנמוך מאוד אף הוא. **נראה כי התסריט המרכזי הנו השפעה קטנה ופוחתת של המשברים הללו על הכלכלה העולמית ועל ישראל, אולם עדיין קיים סיכון קצה לא זניח.**

- **לאחר שנים רבות שבהן התמקדו החששות בעליית מחירי הנפט שתפגע בצמיחה העולמית, נראה כי עתה הסיכון המרכזי הוא דווקא המשך ירידת מחירים חדה.** הירידה הדרמטית במחירי הנפט מהווה אמנם בשורה טובה לכלכלה העולמית, הן מצד שיפור הפרודוקטיביות של הייצור, הן מצד הגידול הצפוי בהכנסה הפנויה של הצרכן והן מצד הירידה הצפויה בכוחן של מפיקות הנפט, שחלקן מהוות גורם הפוגע ביציבות הכלכלית העולמית, אך המהירות והעוצמה של ירידת המחירים הביאו לחששות ממשיים ליציבותן של מדינות מפיקות נפט ושל חברות במגזר האנרגיה. עליית מחירים של כ-50% בחודש האחרון⁴³ הרגיעה מעט את החששות, אולם המחירים נותרו נמוכים מאוד, דבר שהביא לירידה בהשקעה בארה"ב, לירידה חדה במספר

⁴³ גם לאחר העלייה במחירי הנפט, המחירים עדיין נמוכים בכ-40% מהמחירים ששררו בשווקים בשנים האחרונות. השלטונות אמנם הצליחו לייצב את השוק תוך שימוש בצעדים רגולטוריים תכופים ומשמעותיים, אך אין כל ודאות לגבי תגובת השווקים לאחר שיוסרו ההגבלות הרגולטוריות.

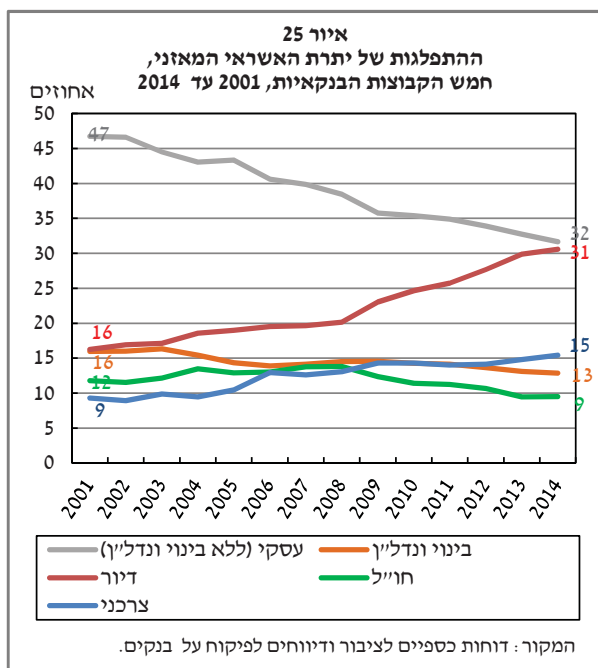


ב. סיכון האשראי

במהלך שנת 2014 נמשכו השיפור במדדים לאיכות תיק האשראי והירידה בריכוזיות האשראי לפי גודל הלווה, אם כי רמתה עדיין גבוהה. נמשכת ההתרחבות המהירה באשראי למשקי בית, ובעיקר באשראי הצרכני. חשיפתם הגבוהה של הבנקים לאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, לאשראי לדיור

בידי חלק מהבנקים, וגידול בנכסי הסיכון. אשר לרווחיות הבנקים, סך הרווח הנקי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות התכווץ השנה בשיעור של כ-9% והסתכם בכ-6.4 מיליארדי ש"ח. התשואה להון ירדה ועמדה על 7.3% בהשוואה לכ-8.7% בתקופה המקבילה אשתקד, והיא הושפעה לשלילה מהגידול בהיקף ההון העצמי של הקבוצות וכן מהירידה ברווח הנקי. התפתחות הרווח הנקי שיקפה השנה את השפעתה של הירידה בשיעורי הריביות וסביבתם הנמוכה בישראל ובמדינות המערב, וכן את התייצבות קצב הצמיחה של התוצר על רמה נמוכה – דרך הירידה בהזדמנויות העסקיות מול הלקוחות העסקיים. התפתחות הרווח הושפעה גם מגורמים חד פעמיים, ובכלל זה הוצאות גבוהות שנרשמו בגין חקירת רשויות המס בארצות הברית בשל עברות על חוקי מס, וכן הוצאות בגין צעדי התייעלות שננקטו.

באפריל 2015 פרסם המפקח על הבנקים הוראה המאמצת את מסגרת באזל III בנושא יחס מינוף – היחס שבין ההון העצמי רובד 1 לסך החשיפה, היינו סכום החשיפות המאזניות, החשיפות לנגזרים ולעסקאות מימון ניירות ערך, וכן פריטים חוץ-מאזניים. ההוראה קבעה כי כלל התאגידים הבנקאיים צריכים לעמוד, על בסיס מאוחד, ביחס מינוף שלא יפחת מ-5% עד ה-1 בינואר 2018. כאשר סך הנכסים המאזניים על בסיס מאוחד של תאגיד בנקאי מהווה לפחות 20% מסך הנכסים המאזניים במערכת הבנקאית, הוא נדרש לעמוד במועד זה ביחס מינוף של 6% לפחות.



הכספיים לציבור לשנת 2014. יישום ההוראה הביא לגידול של כחצי מיליארד ש"ח בהפרשה הקבוצתית של סך חמש הקבוצות הבנקאיות ברבעון האחרון של 2014. ריכוזיות האשראי לפי גודל הלווה גבוהה יחסית, בין היתר משום שבמשק הישראלי קיים מבנה ריכוזי של בעלות ושליטה. בשנים האחרונות ניכרת ירידה חדה בריכוזיות האשראי לפי גודל הלווה, וזאת על רקע המגבלות החלות על חבות של לווה וקבוצת לוויים ועל רקע התמקדותה של המערכת הבנקאית במגזר משקי הבית ובלוויים העסקיים הקטנים.

ג. סיכוני שוק

המערכת הבנקאית חשופה לסיכוני ריבית ולסיכון בסיסי ההצמדה. הבנקים חשופים לעליית ריבית בכל מגזרי ההצמדה. ההפסד הפוטנציאלי כתוצאה מהעלייה של נקודת אחוז בשיעורי הריבית עמד בסוף 2014 על כ-2.5 מיליארדי ש"ח, המהווים 3.8% מהשווי ההוגן של ההון. זוהי רמת חשיפה נמוכה יחסית לחשיפות אשראי, והיא אף ירדה ביחס לסוף 2013. החשיפה של המערכת הבנקאית לסיכון בסיסי ההצמדה עלתה מעט השנה, וההפסד הפוטנציאלי כתוצאה מהשינוי המרבי באינפלציה ובשער החליפין⁴⁴ עמד על 605 מיליוני ש"ח בלבד, המהווים 9% מסך ההון של חמש הקבוצות. מרבית הבנקים היו חשופים לפיחות בשער השקל ולירידה בלתי צפויה במדד המחירים לצרכן.

ד. סיכוני נזילות

בחודש ספטמבר 2014 פרסם המפקח על הבנקים הוראת ניהול בנקאית חדשה (221) בנושא יחס כיסוי הנזילות (LCR),

ולאשראי הצרכני והמתאמים הקיימים בין סוגי אשראי אלו, מהווים סיכון למערכת הבנקאית.

האשראי המאזני של סך חמש הקבוצות הבנקאיות התרחב בשיעור של 5% והסתכם ב-866 מיליארד ש"ח. רוב ההתרחבות מקורה בהמשך הגידול באשראי למשקי בית – לדיור ושאינו לדיור (צרכני). חלק מההתרחבות בתיק האשראי נבע מהפיחות בשער של השקל כנגד הדולר. האשראי המאזני העסקי צמח בשיעור של 2%, לאחר שנתיים של ירידה בתיק זה, אולם הצמיחה הושפעה מהפיחות כאמור ומהתרחבות האשראי ללוויים עסקיים קטנים, בעוד האשראי ללוויים גדולים המשיך להצטמצם השנה.

האשראי למשקי הבית המשיך לצמוח השנה בהיקפו, ושיעורו מסך תיק האשראי הגיע ל-46%. התרחבות האשראי למשקי הבית בשנים האחרונות התרחשה על רקע סביבת הריבית הנמוכה, הביקוש הגואה לדירות והגידול בצריכה השנתית.

האשראי לדיור התרחב השנה ב-7% והגיע לסך של 265 מיליארד ש"ח. היקף הביצועים החודשיים של ההלוואות למטרות מגורים נותר גבוה ועמד על 4.3 מיליארדי ש"ח בממוצע, בדומה לאשתקד. כמו כן, נמשכה הירידה במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות וברמת הסיכון של יתרת תיק האשראי לדיור. עם זאת, הגידול המתמשך בתיק האשראי לדיור ובחלקו בסך תיק האשראי הבנקאי – לצד המתאם הקיים בין הסיכונים הגלומים בתיק האשראי לדיור ובין הסיכונים בתיק האשראי לענף הבינוי והנדל"ן, וכן בין הסיכונים הגלומים בתיק האשראי לבינוי ובין הסיכונים בתיק האשראי הצרכני – הדגישו את הצורך לחזק את יכולתה של המערכת הבנקאית לספוג הפסדים בלתי צפויים באמצעות הגדלת כריות ההון. בעקבות זאת פרסם המפקח על הבנקים, בספטמבר 2014, הוראה שדורשת מהתאגידים הבנקאיים להגדיל את יעד ההון העצמי רובד 1 שלהם בשיעור המהווה 1% מיתרת תיק האשראי לדיור (כניסה לתוקף הדרגתית מה-1 בינואר 2015 ועד ה-1 בינואר 2017).

באשראי הצרכני ניכרת מגמה של התרחבות מהירה בשנים האחרונות. השנה הוא צמח בשיעור של 9% והסתכם ב-133 מיליארד ש"ח. על מנת לוודא שההפרשות להפסדי אשראי בגין האשראי הצרכני שמרניות דיין, המפקח על הבנקים קבע שיעור מינימלי להתאמות האיכותיות הנכללות בהפרשה הקבוצתית להפסדי אשראי בגינו, החל מהדוחות

⁴⁴ השינוי המרבי באינפלציה ובשער החליפין נקבע על פי השינויים החודשיים שחלו, בהתאמה, בציפיות האינפלציה ובשער החליפין הנומינלי של השקל כנגד הדולר לאורך שבע השנים האחרונות, בהנחה שההתפלגות נורמלית וברמת מובהקות של 99%.

ה. מבחני קיצון

הפיקוח על הבנקים ערך גם השנה מבחן קיצון אחיד במטרה לבחון את עמידותם של הבנקים, ושל המערכת הבנקאית בכללותה, בתרחיש של מיתון מקומי חמור שמקורו בהידרדרות במצבה הגיאוגרפי של ישראל, לצד זעזוע גלובלי שמקורו באירופה. בתרחיש זה, שהוא לאופק של שלוש שנים, התוצר מתכווץ במשך שנה וחצי, המגזר העסקי נפגע קשות, מדדי המניות ומחירי הדיור יורדים, האבטלה עולה באופן חד וריבית בנק ישראל יורדת לאפס. כמו כן נרשם בתרחיש מיתון עמוק באירופה ובארה"ב לצד הידרדרות בפרמטרים כלכליים נוספים של מדינות אלה.

התממשות של התרחיש צפויה להשפיע באופן ניכר על המערכת הבנקאית, אך לא נשקפת סכנה ליציבותה. המיתון הכלכלי צפוי להקשות על הלוחים העסקיים והפרטיים לעמוד בחובותיהם, וכתוצאה מכך הבנקים ירשמו הפסדים גבוהים בתיק האשראי. מצב זה עלול להביא להשלכות נלוות, כגון משיכת פיקדונות בידי תושבי חוץ ואף בידי תושבי ישראל, פגיעה באמון המשקיעים, הורדת הדירוגים של הבנקים הישראליים ועוד. התוצאה של השלכות נלוות אלה לא נאמדה בדוח זה.

תוצאות המבחן מצביעות על עמידותה של המערכת הבנקאית, אם כי הרווחיות של הבנקים צפויה להיפגע באופן ניכר ומתמשך: הפסד מצטבר של למעלה מ-7 מיליארדי ש"ח ותשואה להון של 0.7% בשנת 2015, -4.9% בשנת 2016 ו--3.9% בשנת 2017. יחס ההון העצמי רובד 1 של המערכת הבנקאית בכללותה ירד במהלך התרחיש מ-9.4% בספטמבר 2014 (תחילת התרחיש) לרמה של 7.8% בתום התקופה (סוף 2017), והוא ינוע בין הבנקים בטווח שבין 6.4% ל-8.8%. עיקר ההפסד לבנקים יירשם בתיק האשראי לציבור, סך של 41 מיליארד ש"ח, מתוכם כ-40% נובעים מאשראי לענף הבינוי והנדל"ן ומאשראי לדיור. תוצאות המבחן מצביעות על פגיעה ניכרת בלוחי המשכנתאות עם שיעורי כשל המגיעים בסוף התרחיש ל-7.3%, המהווים כ-53 אלף לווים, ושיעור הפסד ממוצע של 1.1% (כ-10 מיליארד ש"ח לפני מס) בתיק האשראי לדיור. בחישוב ההפסד לבנקים נלקחו בחשבון מימוש של חלק מהנכסים המשמשים כביטחונות והגעה להסדרים עם חלק מהלווים שבכשל. מניחות רגישות שנערך לבחינת ההשפעה של עליית ריבית של 3 נקודות אחוז על תוצאות המבחן בתיק האשראי לדיור, עולה כי שיעורי הכשל

(liquidity coverage ratio)⁴⁵. ההוראה החדשה הנה אימוץ של המלצות ועדת באזל III בעניין יחס זה, והיא הושלמה בתום עבודת הצוות המקצועי שהוקם בפיקוח לצורך העניין ולאחר ניתוח סקר ההשפעה הכמותית (QIS, Quantitative impact study) שהוגש לפיקוח באפריל השנה. ההוראה נכנסה לתוקף באפריל 2015 ויישומה מהווה צעד משמעותי נוסף בדרך לאימוץ כולל של מסגרת העבודה של באזל III. המערכת הבנקאית הישראלית הוסיפה לשמור על רמה גבוהה יחסית של נזילות במהלך התקופה הנסקרת. הדבר מתבטא בערכו של יחס המודל הפיקוחי⁴⁶ וביציבותם של יחסי הנזילות לטווח בינוני של עד שלושה חודשים (לוח מדדי נזילות נבחרים). עם זאת, סביבת הריבית הנמוכה והחיפוש אחר אפיקי השקעה מניבים מצד הפרטים פועלים לירידת שיעורם של הפיקדונות הקמעונאיים בסך הפיקדונות קצרי הטווח ולעליית משקלם של הפיקדונות העסקיים הגדולים והפיקדונות המוסדיים, המאופיינים במידה גבוהה יותר של סיכון נזילות.

⁴⁵ יחס כיסוי הנזילות פותח בידי ועדת באזל במטרה לקדם את העמידות בטווח הקצר של פרופיל הנזילות של תאגידים בנקאיים, והוא מראה מהיכמות הנכסים הנזילים האמיתיים שתאגידים צריכים להחזיק כדי לשרוד בתרחיש קיצון משמעותי הנמשך 30 ימים קלנדריים. יחס כיסוי הנזילות מורכב משני רכיבים: בצד המונה – מלאי הנכסים הנזילים האמיתיים (High Quality Liquid Assets – HQLA). מלאי זה בנוי משתי רמות של נכסים; רמה 1 כוללת נכסים איכותיים שהיקף החזקתם אינו מוגבל, ורמה 2 כוללת נכסים שהיקף החזקתם מוגבל ל-40% ממלאי הנכסים הנזילים האמיתיים (רמה זו מחולקת לשתי רמות משנה: 2א' ו-2ב'; היקף החזקתם של נכסים ברמה האחרונה מוגבל ל-15%). בצד המכנה – סך תזרים המזומנים היוצא נטו, היינו סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי, בניכוי סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי בתרחיש הקיצון. את סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של קטגוריות או סוגים שונים של התחייבויות מאזניות וחוב-מאזניות בשיעורי משיכתם הצפויים (run off או drawn down). את סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של חייבים חוזיים (contractual receivables) בשיעורים שהם צפויים להתקבל בהם בתרחיש, עד לרף מצטבר של 75% מסך תזרים המזומנים היוצא החזוי.

⁴⁶ יחס המודל הפיקוחי – היחס בין הנכסים הנזילים ובין ההתחייבויות הנזילות לתקופה של עד חודש. מודל זה פותח בפיקוח על הבנקים והוא משמש את הפיקוח כדי לבחון מגמות ברמת הנזילות של התאגידים הבנקאיים (ערך של 1 הוא המינימום הנדרש כדי להבטיח עמידה בצורכי הנזילות).

לוח 2

מידדים מרכזיים של מערכת הבנקאות, דצמבר 2001 עד יוני 2014

פעור התוצאות									
יחס ערד	הממוצע בין אג"ח	יחס	יחס החוצאה	יחס הנכסים	יחס הלימות	יחס הון	התוצאה	יחס ערד	יחס הנכסים
השוך לערד	של הבנקים לאג"ח	לחוצר	אשראי ³	של האשראי	השתתפות להפסדי	הנזילים ⁵	האשראי ⁷	השוך לערד	יחס הנכסים
בספרים ¹	ממשלחיות ²	(נקודות אחוז)	(אחוזים)	לציבור ⁴	אשראי לסד האשראי	קצרות הטווח ⁶	לפיקדונות	(אחוזים)	(אחוזים)
(MV/BV)				(אחוזים)					
2001	0.7	111.9	17.9	0.85	0.81	9.4	5.8	2001	0.91
2002	0.8	107.5	-1.1	1.32	0.83	9.9	2.8	2002	0.56
2003	0.7	105.5	-1.7	1.12	0.82	10.3	8.4	2003	0.85
2004	0.7	101.1	0.1	0.90	0.80	10.7	13.2	2004	1.06
2005	0.7	101.7	6.7	0.69	0.82	10.7	14.5	2005	1.45
2006	0.6	96.5	2.0	0.52	0.80	10.8	17.3	2006	1.33
2007	0.9	96.8	7.7	0.28	0.85	11.0	15.6	2007	1.21
2008	2.0	100.3	10.4	0.72	0.90	11.2	0.3	2008	0.56
2009	1.6	93.7	-1.4	0.75	0.86	13.7 ⁸	8.8	2009	1.11
2010	1.0	93.4	7.2	0.41	0.91	14.0	9.8	2010	1.06
2011	1.3	90.8	3.7	0.39	0.89	14.0	10.2	2011	0.69
2012	1.0	86.3	2.1	0.41	0.87	14.9	7.9	2012	0.78
2013	0.9	82.3	1.1	0.25	0.87	14.8	8.7	2013	0.84
2014	1.1	78.2	-0.01	0.38	0.88	14.2	8.7	2014	0.79
יוני 2014	1.1	78.2	-0.01	0.38	0.88	14.5	8.7	יוני 2014	0.79

¹ בחישוב היחס MV/BV, הערך בספרים (BV) מחושב במיגור של רבעון אחרי שווי השוק (MV).

² ממוצע לחדש דצמבר של אותה שנה.

³ נמדד ביחס לאשראי ברוטו.

⁴ עד דצמבר 2010 - האשראי לציבור נטו; מידצמבר 2011 - האשראי לציבור ברוטו.

⁵ הנכסים הנזילים כוללים את סד האג"ח הממשלחיות, מוזנמים, ופיקדונות בבנק ישראל ובנקים שמועד פירעונם המקורי הוא עד 3 חודשים.

⁶ ההתחייבויות הנזילות כוללות את סד הפיקדונות שמועד פירעונם המקורי הוא עד 3 חודשים.

⁷ נמדד ביחס לאשראי נטו.

⁸ מחושב בהתאם לכללי באזל I.

⁹ מחושב בהתאם לכללי באזל II.

¹⁰ יחס החון העצמי רובד I, מחושב בהתאם לכללי באזל III על פי הוראות המעבר.

¹¹ במונחים שנתיים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, בנק ישראל, דוחות כספיים לצבור, דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי הפיקוח על הבנקים.

השווקים בארץ ובעולם, שהעליות בהם מתונות ביחס לעליות בשנה הקודמת (בעיקר ברבעון האחרון של השנה). יש לציין כי למרות הירידה, התשואה הייתה חיובית, ובהתאם גם הרווחים הישירים על ההשקעות היו חיוביים.

ההכנסה מדמי ניהול⁴⁸ במגזר ביטוח החיים והחיסכון ירדה ב-5% ביחס להכנסה מדמי ניהול אשתקד. גם ירידה זו נובעת מהירידה בתשואה על ההשקעות, ובהתאם לכך ישנה ירידה משמעותית בגביית דמי הניהול המשתנים⁴⁹. נוסף על כך, ישנה ירידה של אחוז בהפקדות לביטוחי החיים, שעמדו על 23.2 מיליארד ש"ח בשנת 2014. הירידה בהפקדות לביטוחי החיים יכולה להעיד על תהליך הסטת החיסכון ארוך הטווח לקרנות הפנסיה החדשות, שעלול להשפיע על הצמיחה העתידית של ענף ביטוח החיים.

ב. הון עצמי מוכר

משתנה מרכזי למדידת יציבות חברות הביטוח הוא ההון העצמי המוכר⁵⁰. הרווח הכולל המצרפי החיובי בסוף שנת

יעלו ל-8.6% (כ-63 אלף לווים) ושיעור ההפסד הממוצע יעמוד על 1.4% (כ-12 מיליארד ש"ח לפני מס). לפירוט מבחן הקיצון ראה סקירת המפקח לשנת 2014.

4. חברות הביטוח

בשנת 2014 ירדה הרווחיות של חברות הביטוח ביחס לאשתקד, בעיקר בגלל הפרשות חד-פעמיות ועליות קטנות יותר בשווקים הפיננסיים. יחד עם זאת, נמשכה העלייה בהון העצמי המוכר ובישעור ההון הראשוני מסך נכסי הנוסטרו של חברות הביטוח.

א. רווחיות חברות הביטוח

בשנת 2014, הרווח הכולל המצרפי של חברות הביטוח עמד על כ-2.8 מיליארדי ש"ח (איור 26). נתון זה מהווה ירידה של 31% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. הרווח הכולל של חברות הביטוח הושפע בעיקר מהפרשות חד-פעמיות שביצעו חברות הביטוח במהלך השנה ומירידה בתשואה על ההשקעות.

בשנת 2014 ביצעו חברות הביטוח הפרשה לכיסוי התחייבויות, והייתה לכך השפעה ניכרת על רווחיותן בשנה זו. ההפרשה של חמש החברות הגדולות הייתה בגובה של 1,721 מיליוני ש"ח לפני מס, והיא נבעה בעיקר מירידה בריבית ארוכת הטווח. נציין כי נמשכה מגמת הירידה בריבית ארוכת הטווח, שגרמה לעלייה בשווי ההתחייבויות, והיא אף התעצמה ברבעון הראשון של 2015⁴⁷. מלבד ההתמודדות עם ירידת הריבית, ההפרשה נבעה גם מעלייה בשיעור החוסכים שמושכים קצבה בפרישה לעומת שיעור החוסכים שמושכים את כספם בצורה הונית. העלייה בשיעור החוסכים שמושכים קצבה היא מגמה של השנים האחרונות, והיא מעלה את שווי ההתחייבויות של חברות הביטוח מעל לצפי שהיה להם בתחילת השנה.

הפרשות אלו הובילו לירידה של 79% ברווח הנובע מפעילות מגזר ביטוח החיים והחיסכון ארוך הטווח, ולירידה של 42% ברווח הנובע ממגזר ביטוחי הבריאות המכיל התחייבויות ארוכות טווח בתחום הסיעודי.

בשנת 2014 הייתה ירידה בתשואה על ההשקעות ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. הירידה נבעה מחולשה של

⁴⁸ בגין ניהול פוליסות ביטוח שנמכרו בין השנים 1991–2003 זכאיות חברות הביטוח לגבות דמי ניהול משתנים בשיעור המגיע עד ל-15% מהתשואה הריאלית לאחר ניכוי דמי ניהול קבועים. במקרה של הפסד, החברה אינה זכאית לדמי הניהול המשתנים, וזאת עד לכיסוי ההפסד המצטבר. הרווחים של חברות הביטוח מושפעים מאוד מגביית דמי ניהול משתנים, מאחר שהגבייה של דמי ניהול אלו יכולה להיות תנודתית מאוד בשנים שבהן התשואה על תיק זה נמוכה. נוסף על כך, בגין פוליסות שנמכרות החל משנת 2004 חברות הביטוח גובות דמי ניהול קבועים מהיתרה הצבורה של החוסכים. בפוליסות ביטוח מלפני שנת 2013 שיעור דמי הניהול מהנכסים מגיע עד ל-2% מהיתרה הצבורה, והחל משנת 2013 דמי הניהול המקסימליים מהיתרה הצבורה של החוסכים עומדים על 1.05% לשנה. רווחי חברות הביטוח מדמי ניהול אלו פחות תנודתיים, מאחר שהגבייה היא על פי שיעור קבוע שאינו תלוי בביצועי חברת הביטוח.

⁴⁹ בשנת 2014 התשואה על התיק של פוליסות שנמכרו בין השנים 1991–2003 הייתה 5.8%, לעומת 12.4% בשנת 2013; לפי נתונים מאתר משרד האוצר (הביטוח-נט).

⁵⁰ ההון המוכר משמש ככרית הביטחון של חברות הביטוח אל מול הפסדים בלתי צפויים ובמקרה של צורך בתשלום מידי. הון זה מורכב מרבדים שונים, ואלה נבדלים ביניהם באיכות הביטחון שהם מעניקים לחברות. ההון הראשוני הוא הרובד האיכותי ביותר של ההון המוכר, והוא מורכב מסכום של הון המניות, הפרמיה על המניות, קרנות ההון, שטרי ההון הצמיחים וסעיף עודפים במאזן. הרבדים הנחותים כוללים רכיבים כגון התחייבויות נדחות, שכוללות אג"ח שחברת הביטוח הנפיקה ושהיא פורעת רק לאחר מילוי התחייבויותיה כלפי המבוטחים.

⁴⁷ המשך הדיון בהשפעת הריבית על רווחיהן העתידיים של חברות הביטוח נמצא בהמשך הפרק, תחת הכותרת "חשיפה לסיכון ריביתי".

הנוסטרו כולל את סך נכסי החברה, למעט אלו שעומדים כנגד נכסי הציבור בפוליסות משתתפות ברווחים (פוליסות חדשות שהונפקו החל משנת 1991, ובהן גם "ביטוחי מנהלים").

בהתאם לזאת, תיק הנוסטרו כולל גם נכסים שעומדים כנגד פוליסות מבטיחות תשואה שנמכרו עד שנת 1991, שהן פוליסות ישנות שעבורן התחייבו חברות הביטוח לספק תשואה מובטחת. עבור פוליסות אלו הנפיקה המדינה אג"ח מיועדות מסוג ח"ץ, המספקות תשואה ריאלית מובטחת, הגבוהה משיעור ההתחייבות. אג"ח אלו אינן סחירות והן מונפקות ומיועדות רק לפוליסות אלו. חברות הביטוח חשופות לסיכון השקעה בתיק זה בשל החלק מההתחייבויות שאינן יכול להיות מושקע באג"ח המיועדות. בחלק מהחברות החשיפה משמעותית ביותר. שיעור האג"ח המיועדות של חמש חברות הביטוח הגדולות, בתיק המבטיח תשואה של פוליסות מלפני שנת 1991, נע בין 44%-ל-74%.

ניתוח של תיק הנוסטרו המצרפי של חברות הביטוח מראה כי מרבית השקעותיהן – 56% – מרוכזות בנכסים סולידיים; באג"ח ממשלתיות⁵³, בפקדונות ובעו"ש.

אולם בשנים האחרונות ישנה מגמת עלייה במשקל שנכסים מסוכנים יותר⁵⁴ מקבלים בתיק הנוסטרו, בשל סביבת הריבית הנמוכה והצורך להשקיע בנכסים שיניבו תשואה עודפת. בסוף 2009 היה משקלם של נכסים אלה בתיק הנוסטרו 37%, ובסוף ינואר 2015 הוא הגיע ל-44% (איור 27 ואיור 28). השינויים מתבטאים בעיקר בעלייה בשיעור המניות, האג"ח הקונצרני, ההלוואות וקרנות ההשקעה. מאחר שהאג"ח המיועדות מספקות תשואה ריאלית מובטחת ואינן חשופות לסיכון השקעה נוכחי או עתידי, נתון נוסף לבחינת סיכון ההשקעה של נכסי הנוסטרו הוא שיעור החשיפה של הנכסים החופשיים (נכסים שאינם מושקעים באג"ח מיועדות) לנכסים מסוכנים יותר, שעומד על 64%. נוסף על כך, עלה שיעור החשיפה של תיק הנוסטרו לחו"ל, ובכך גדל פיזור ההשקעות של החברות. שיעור

בשנת 2014 ישנה ירידה ברווחיות; יחד עם זאת, נמשכת העלייה בהון העצמי המוכר.



2014 תרם לעלייה בהון העצמי המוכר של חברות הביטוח במהלך שנה זו, והוא עומד על 33 מיליארד ש"ח. מתחילת שנת 2014 עד לסוף שנת 2014, גדל היחס המצרפי בין ההון המוכר להון הנדרש⁵¹ מרמה של 139%-ל-143%⁵². נוסף על כך, גם היחס המצרפי בין ההון הראשוני לסך נכסי הנוסטרו עלה בתקופה זו מכ-12.3%-ל-12.7%. שיעור ההון המוכר להון הנדרש (נתון מלאי) של חמש החברות הגדולות מתואם עם רווחיות החברות (נתון זרם), אך באופן טבעי הוא פחות תנודתי ונשאר לאורך כל התקופה המוצגת מעל 113% (איור 26).

ג. חשיפה לסיכון השקעה

חברות הביטוח מנהלות את הנכסים העומדים כנגד ההתחייבויות הביטוחיות שלהן בתיק הנוסטרו. על כן, תיק

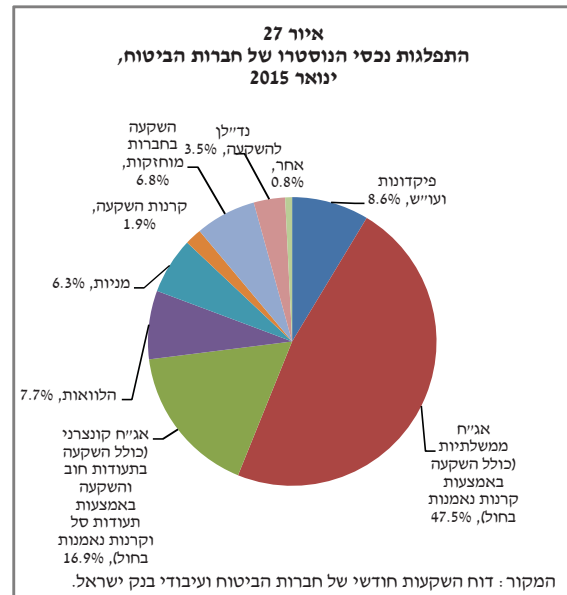
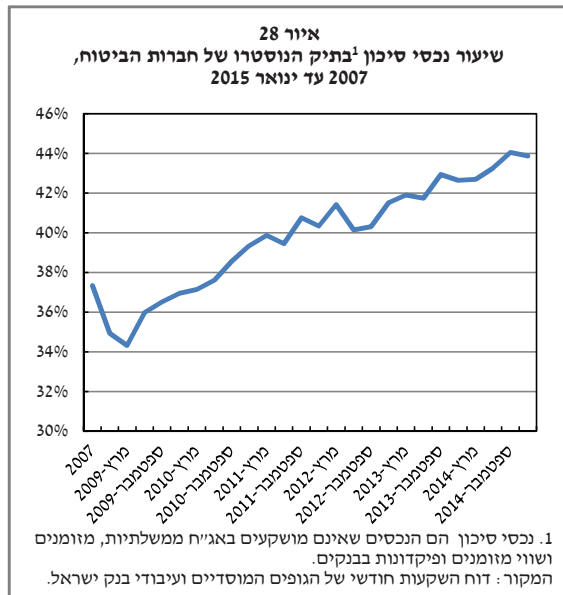
⁵¹ ההון הנדרש הוא ההון המוכר המינימלי שקבע הרגולטור על מנת לשמור על יציבות חברות הביטוח.

⁵² בהתאם לדרישות הרגולטור, החל משנת 2009 יש עלייה בדרישות ההון כך שסך ההון בתקופה זו עלה. נציין כי שיעור ההון המוכר להון הנדרש גבוה יותר בחברות הקטנות מהממוצע של חמש החברות הגדולות, שעומד על 134%. העלייה בשיעור ההון המוכר יכולה לנבוע גם מהכנה לכניסתה לתוקף של דירקטיבת Solvency II, מלבד השמרנות מצד חברות הביטוח בישראל.

⁵³ כולל אג"ח ממשלתיות מיועדות.

⁵⁴ נכסים שאינם פיקדונות בבנקים (כולל עו"ש) או אג"חים ממשלתיים. נציין כי בסביבת הריבית הנמוכה הקיימת היום, אחזקה של אג"ח ממשלתי סחיר יכולה לגרום להפסדי הון אם הריבית תעלה.

בשנים האחרונות חברות הביטוח משקיעות בנכסים מסוכנים יותר, אך נכון להיום רוב ההשקעות עדיין מושקעות בנכסים סולידיים.



התחייבויות ארוכות טווח מביטוחי החיים והסיעוד; כל ירידה בריבית ארוכת הטווח מעלה את שווי ההתחייבויות ומובילה להפרשות. החשיפה לסיכון זה היא משמעותית במיוחד עבור התחייבויות של פוליסות מבטיחות תשואה שלא עומדות כנגדן אג"ח מיועדות. בהקשר הזה נציין כי בחמש חברות הביטוח הגדולות, מעל ל-20% מההתחייבויות (של סך ההתחייבויות בביטוח חיים, בריאות וכלל) הן עם מח"מ הגבוה מעשר שנים. מצד הנכסים, כל ירידה / עלייה בריבית מעלה / מקטינה את שווי הנכסים המתומחרים באמצעות ריבית זו (אג"ח, הלוואות, נדל"ן וכו'). מאחר שאין התאמת מח"מ מלאה בין הנכסים להתחייבויות (Maturity Mismatch) ומח"מ הנכסים קצר מזה של ההתחייבויות, שינוי בריבית ארוכת הטווח משפיע על שווי התחייבויות בעוצמה רבה יותר מהשפעתו על שווי הנכסים. השפעה עקיפה של ירידה בריבית ארוכת הטווח היא הגדלת הנטייה של חברות הביטוח להשקיע בנכסים מסוכנים יותר כדי לייצר תשואה עודפת.

כפי שצוין בתחילת הפרק, ההפרשות המשמעותיות של חברות הביטוח השנה ובשנים האחרונות נובעות מירידה של הריבית ארוכת הטווח. אף על פי שהריבית ארוכת הטווח כבר בשפל היסטורי, בתחילת שנת 2015 חלה בה ירידה נוספת שמשפיעה על מאזני חברות הביטוח.

החשיפה לחו"ל בסוף ינואר 2015 עמד על 10%⁵⁵ – עלייה של 2.2 נקודות אחוז ביחס לסוף שנת 2013.

ד. חשיפה לנדל"ן

השקעה בנדל"ן מניב מתאימה למבנה ההתחייבויות של חברות הביטוח, מאחר שהיא יכולה לספק תזרים ארוך ויציב, אך מנגד, לחשיפה זו יכולה להיות השפעה שלילית על מאזן החברות במקרה של משבר בתחום זה. נכון לינואר 2015, שיעור ההשקעה הישיר המצרפי של חברות הביטוח בנדל"ן ובינוי עומד על 3.5% מנכסי הנוסטרו (מתוכם 11% מושקעים בחו"ל), שיעור גבוה ב-0.2% נקודות אחוז מהשיעור בסוף 2013. נכון לסוף 2014, שיעור ההשקעה הכוללת (ישירה ועקיפה באמצעות מניות וחוב) בנדל"ן ובינוי של חמש חברות הביטוח הגדולות בתיק הנוסטרו עומד על 10.4% והוא עלה ב-0.5% נקודות אחוז ביחס לסוף 2013.

ה. חשיפה לסיכון ריבית

חברות הביטוח חשופות לסיכון ריבית בצורה ישירה באמצעות ריבית ההיוון על ההתחייבויות. לחברות הביטוח

⁵⁵ כאשר מסווגים מחדש את ההשקעות בחברות ישראליות בחו"ל ובממשלת ישראל בחו"ל כהשקעות בישראל, ואת ההשקעות בחברות מחו"ל בישראל כהשקעות בחו"ל, שיעור החשיפה לחו"ל עומד על 8%.

ו. סיכונים בצד ההתחייבויות

מצד ההתחייבויות, חברות הביטוח חשופות לסיכונים ביטוחיים בסיסיים כמו סיכון תוחלת חיים, סיכון מוות, סיכון תחלואה וסיכון סיעודי בביטוחי חיים ובביטוח בריאות, וכן סיכונים הנשקפים מפגיעה ברכוש ובחיי אדם בביטוחים הכלליים.

משנת 2013, לאחר ביטול המקדמים המובטחים, הסיכון הביטוחי בפוליסות החדשות של ביטוח חיים פנסיוני נמוך ביחס לפוליסות מקבילות בעולם⁵⁶. בביטוח חיים פנסיוני בישראל חברות הביטוח ככלל אינן מגנות מפני סיכוני השקעה, וסיכון זה מושת על החוסכים (למעט פוליסות מבטיחות תשואה). ברוב מדינות העולם חברות הביטוח מספקות קצבה קבועה בפרישה, ועל כן החל ממועד הפרישה חברות הביטוח חשופות לא רק לסיכון תוחלת חיים אלא גם לסיכון ההשקעה ולסיכון הצמדה (במקרה שהקצבה צמודה למדד המחירים לצרכן). בישראל חברות הביטוח חשופות רק לסיכון תוחלת החיים של המבוטח; במקרה של ירידה בתשואות הנכסים שמהם משלמים קצבאות לפנסיונרים

לוח 3

שיעור חשיפה לחמשת מבטחי המשנה הגדולים מתוך סך החשיפה של חמש חברות הביטוח הגדולות למבטחי משנה, דצמבר 2014

חברה	דירוג S&P	שיעור חשיפה
Swiss Re	AA-	14%
Munich Re	AA-	19%
Zurich Insurance Company	AA-	8%
National Indemnity	AA+	9%
Assicurazione Generali SpA	¹ Baa1	4%
Lloyd's	A+	2%
סה"כ חשיפה		8,419,138

¹ לחברה אין דירוג של חברת S&P ולכן מוצג דירוג של חברת Moody's. מקור: דוחות כספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

תהיה ירידה בהתאמה בגובה הקצבאות, ורווחי חברות הביטוח לא יושפעו מכך.

נוסף על כך, חברות הביטוח חשופות לסיכונים ספציפיים נוספים. לדוגמה, כפי שהוזכר בתחילת הפרק, חברות הביטוח חשופות לסיכון הנובע משיעור החוסכים המושכים קצבה בפרישה מול משיכה הונית. עבור האוכלוסייה שיש לה מקדם תוחלת חיים מובטח, המבטא תוחלת חיים הנמוכה מזו שיש לאוכלוסייה הפורשת בפועל, ככל ששיעור המושכים עולה יש פגיעה ברווחיות של החברות.

סיכונים ביטוחיים נוספים שאליהם חשופות חברות הביטוח הם סיכוני קטסטרופה. סיכוני קטסטרופה הם סיכונים בהסתברות נמוכה ועם תוחלת הפסד גדולה, לדוגמה רעידת אדמה או מגפה. חברות הביטוח מקטינות את החשיפה לסיכון קטסטרופה ולסיכונים נוספים באמצעות רכישה של ביטוח משנה. ניתן לראות בלוח 3 שגם ב-2014 נמשכת מגמת העלייה בפזורה בחשיפה למבטחי המשנה, והסיכון מחשיפה למבטח משנה בודד הוא מצומצם.

ו. מעבר ל- Solvency II

דירקטיבת Solvency II נועדה ליצור משטר אירופי אחיד לפיקוח על חברות הביטוח ולשמירה על יציבותן. הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון החליטה ליישם את דירקטיבת Solvency II לגבי חברות ביטוח בחודש דצמבר של שנת 2016, כשנה לאחר אימוץ הדירקטיבה בדצמבר 2015 באירופה. יישום הדירקטיבה ישנה את אופן בחינת הלימות ההון וקביעת ההון הנדרש וההון המוכר של חברות הביטוח. הדירקטיבה מכתיבה כמה שינויים, שהעיקריים בהם הם: מדידת הון כלכלית לעומת חשבונית; חישוב דרישת הון באמצעות תרחישים במקום פקטורים; וראייה קבוצתית של כל חברות הבת בתחום הביטוח במקום ראייה של כל חברה בנפרד⁵⁷. ייתכן שהעלייה בהון המוכר שנצפתה בשנים האחרונות נובעת גם מהכנת השוק למעבר לדירקטיבה זו, מלבד העלייה בדרישת ההון הרגולטורית החל משנת 2009

⁵⁶ החל מ-2013 חל איסור לשווק פוליסות המספקות הגנה מפני סיכון תוחלת חיים לפני גיל 60. עד לשנה זו ניתן היה לרכוש בגיל צעיר פוליסה שתבטח את בעליה מפני סיכון תוחלת חיים מיום ההצטרפות לראשונה לפוליסה. כלומר, לאדם שהצטרף לביטוח מנהלים בגיל 25 היה ביטוח לתוחלת חיים החל מגיל זה. חשיפה לסיכון תוחלת חיים עשרות שנים לפני הפרישה היה ייחודי לישראל. אין חברות ביטוח בעולם שהיו חשופות בצורה שיטתית לסיכון זה לתקופה ארוכה כל כך.

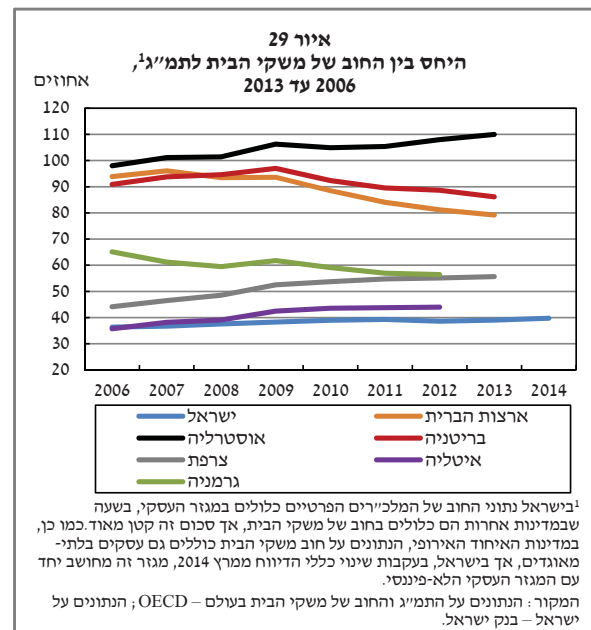
⁵⁷ כולל ניתוח של חברות בת ולא חברות אחיות, מאחר שאין רגולציה על חברות אחזקות.

5. מגזר משקי בית

א. התפתחות החוב של משקי הבית

יתרת החוב של משקי הבית עלתה ב-12 החודשים האחרונים ב-5%. בסוף הרביעי הראשון של 2015 היא עומדת על 435.6 מיליארדי ש"ח, ומהווה כ-35% מיתרת החוב של המגזר הפרטי הלא פיננסי⁵⁸. יחס החוב של משקי הבית לתוצר בישראל⁵⁹ עלה במקצת ב-2014 בהמשך לעלייה מתונה מאז 2006, עד לרמה של כ-40%, אולם רמתו וקצב עלייתו נמוכים בהשוואה למדינות מפותחות (92% בבריטניה ו-89% בארה"ב בממוצע לשנים 2006-2013)⁶⁰.

היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר בישראל עלה אך במעט, והוא נמוך בהשוואה לעולם.



⁵⁸ לעומת 27% בסוף שנת 2007, לפני פרוץ המשבר הפיננסי.

⁵⁹ המקור: נתונים על התמ"ג והחוב של משקי הבית בעולם – OECD; נתונים על ישראל – בנק ישראל.

⁶⁰ בישראל נתוני החוב של המלכ"רים הפרטיים כלולים במגזר העסקי, בשעה שבחלק מהמדינות הם כלולים בחוב של משקי הבית, אך מדובר על סכום קטן. כמו כן, במדינות האיחוד האירופי הנתונים על חוב משקי הבית כוללים גם עסקים בלתי-מאוגדים ועצמאיים, בהתאם להגדרות ה-SNA (System of National Accounts) וה-ESA (European System of Accounts). לעומת זאת, בארצות הברית הנתונים אינם כוללים את המוסדות הני"ל. בישראל עד מרץ 2014 הוצג החוב של מגזר זה כחלק מחוב משקי הבית לצורך השוואות בין-לאומיות, אך בעקבות שינוי כללי הדיווח של הפיקוח על הבנקים החוב של מגזר זה מוצג כיום יחד עם החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי.

האשראי שאינו לדיור צמח בשנת 2014 ב-6.3%, לעומת 6.7% בשנת 2013 ו-1.6% בשנת 2012⁶¹. קצב גידולו של האשראי לדיור נשאר גבוה אולם ירד בהשוואה לשנים קודמות ועמד בשנת 2014 על 5.3%, לעומת כ-7% בשנת 2013 ו-2012 (ראה איור 30 ולוח 4).

הסבר אפשרי לקצב הצמיחה המהיר של האשראי הצרכני בשנתיים האחרונות נעוץ בעלייה ברכישת מוצרים בני קיימא; מרבית הגידול בצריכת מוצרים בני קיימא נבע מגידול ברכישת כלי רכב⁶². ההוצאה לצריכה של כלי רכב בקרב משקי הבית עלתה ב-9% בשנת 2013 וב-24% בשנת 2014⁶³. על מנת לוודא שההפרשות להפסדי אשראי בגין האשראי הצרכני שמרניות דיון, המפקח על הבנקים קבע שיעור מינימלי להתאמות האיכותיות הנכללות בהפרשה הקבוצתית להפסדי אשראי בגינו, החל מהדוחות הכספיים

האשראי שאינו לדיור ממשיך לצמוח במהירות. גם באשראי לדיור ישנה צמיחה, אולם היא מתונה ביחס לשנים קודמות.



⁶¹ ברביע הראשון של שנת 2015 אין שינוי באשראי שאינו לדיור.

⁶² חלק מהעלייה ברכישת כלי רכב מוסבר על ידי מיסוי "ירוק", ראו פירוט בתיבה ו'1- בדוח בנק ישראל לשנת 2013.

⁶³ נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. עם זאת, נתונים לרבעון הראשון של 2015 מראים ירידה של 33% בממוצע ההוצאה על כלי רכב של משקי בית לעומת שנת 2014.

לוח 4

יתרות החוב של משקי הבית, 2010 עד מרץ 2015

סוג הגוף הפיננסי	2010	2011	2012	2013	2014	3-2015
סה"כ החוב של משקי בית ¹	339.5	363.2	382.7	409.5	432.6	435.6
לפי מקורות:						
מבנקים	291.1	317.6	340.5	369.0	393.0	397.2
מזה: לדיוור ²	200.0	221.2	242.7	264.3	283.3	288.4
מזה: לא לדיוור	91.1	96.4	97.9	104.7	109.7	108.7
מגופים מוסדיים	5.1	5.9	6.5	7.3	8.6	9.1
מזה: לדיוור	1.6	2.1	2.5	2.8	2.7	2.6
מזה: לא לדיוור	3.6	3.8	4.1	4.5	5.9	6.6
מחברות כרטיסי אשראי ³	8.5	9.0	9.6	10.2	12.0	12.6
ממשלה – אשראי מכוון ⁴	34.7	30.8	26.1	23.0	19.1	16.7
לפי שימושים:						
סך חוב לדיוור	232.6	250.9	268.6	287.8	303.1	306.0
סך חוב שלא לדיוור	106.8	112.4	114.1	121.8	129.5	129.6

¹ לא כולל אשראי מתושבי חוץ, עקב היעדר נתונים.

² כולל הלוואות שלא נועדו לרכישת דירה אך ניתנו כנגד משכון דירה. נכון לדצמבר 2014 כ-23 מיליארדי ש"ח.

³ אשראי באחריות החברות לכרטיסי אשראי (האשראי באחריות/ערבות הבנקים נכלל בנתוני הבנקים).

⁴ האשראי מכוון לזכאי משכנתאות מהווה את עיקר הסכום, והיתר הוא אשראי לסטודנטים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

גובות ריבית שנתית ממוצעת של 8.7% בגין אותו אשראי, שברובו אינו מגובה בביטחונות⁶⁴.

יצוין כי בניתוח זה לא נכלל שוק האשראי החוץ מוסדי, שאינו מפוקח כיום ואין לנו נתונים לגביו⁶⁵.

ב. מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית

דרך מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית ניתן ללמוד על כלל המשאבים הפיננסיים והריאליים של משקי הבית בישראל ביחס לסך ההתחייבויות שלהם לצורך ניטורם של סיכונים מערכתיים שעלולים לבוא מכיוון מגזר זה⁶⁶.

⁶⁴ כרבע מהאשראי שחברות כרטיסי אשראי נותנות לאנשים פרטיים מורכב מהלוואות לרכישת כלי רכב, המגובות בביטחונות, שם הריבית נמוכה יותר.

⁶⁵ בימים אלו נעשית פעילות להסדרת הרגולציה בנושא. מתוך המלצות הצוות לבחינת הרגולציה על נותני שירותי המטבע (פברואר 2015) עולה כי היקף הפעילות הכלכלית בתחום ההלוואות החוץ בנקאיות מוערך בכ-15–25 מיליארד ש"ח בשנה.

⁶⁶ הנתונים על ההתחייבויות של משקי הבית ועל שוויים של נכסי הנדל"ן וכלי הרכב הם עיבודים של בנק ישראל; הנתונים על הנכסים הפיננסיים לקוחים מהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מתוך המאזן הלאומי, ומעודכנים רק עד שנת 2013, ולכן המאזן של משקי הבית עדכני לשנה זו.

לציבור לשנת 2014. נוסף על כך הפיקוח על הבנקים גיבש במהלך השנה דרישות חדשות לקבלת מידע מפורט מהבנקים בגין האשראי הצרכני. חלק מהדרישות הללו נכללות בהוראות הדיווח לפיקוח שפורסמו בנובמבר 2014 ובחודש האחרון.

הבנקים הנם ספקי האשראי העיקריים של משקי הבית (מספקים כ-90% מסך האשראי ו-93% מהאשראי לדיוור), אך בשנים האחרונות ישנה עלייה באשראי מהמוסדיים (בשנת 2014 וברבעון הראשון של שנת 2015 בעיקר באשראי שאינו לדיוור) וכן עלייה באשראי מחברות כרטיסי האשראי (ראה לוח 4). עם זאת משקלם וגודלם המוחלט של האחרונים בשוק האשראי נמוך מאוד עדיין.

חברות כרטיסי האשראי עוסקות בתחום האשראי הצרכני באמצעות הענקת מסגרת אשראי נוספת מעבר לזו המוצעת בבנק או אשראי ישיר. מניתוח הדוחות הכספיים של שלוש חברות כרטיסי האשראי עולה כי היקף האשראי שהן מעניקות צמח ב-30% משנת 2013 ל-2014, ועומד נכון לסוף 2014 על 6.4 מיליארד ש"ח. חברות כרטיסי האשראי

לדירור) בין השנים 2010–2013 שייכים לשלושת העשירונים התחתונים, ואילו 50% מהיקף ההלוואות לדירור (וכ-40% ממספר ההלוואות לדירור) שייכים לשלושת עשירוני ההכנסה הגבוהים. כלומר, אמנם העשירונים התחתונים נמצאים בסיכון גבוה יותר להגיע לחדלות פירעון, אך חלקם בהיקף האשראי לדירור נמוך מאוד⁷⁰. כמו כן, באיור 31 ניתן לראות כי ישנה הסטה של היקף ההלוואות לדירור לעבר עשירוני ההכנסה הגבוהים יותר בין השנים 2010–2013. משקל נמוך של הלוואות בקרב העשירונים הנמוכים תורם כמובן ליציבות, אולם יש לו השלכות שליליות חברתיות, כלכליות ואחרות, שלא ידונו בדוח זה.

אחד המדדים המרכזיים לכושר הפירעון של הלווים הוא שיעור ההחזר מההכנסה (Payment to Income Ratio). מנתוני סקר ההכנסות וההוצאות של משקי הבית שעורכת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ניתן לקבל אומדן לתשלום התקופתי של חוב המשכנתא (קרן+ריבית) של משקי הבית בעשירונים השונים, וכן מידע על אחוז משלמי המשכנתאות ובעלי הדירות בכל עשירון הכנסה. בסקר זה מדובר על מלאי המשכנתאות (כלומר גם על משקי בית שלקחו משכנתא לפני שנים רבות). איור 32 מראה כי אחוז הבעלות על דירות הולך וגדל ככל שעולים בעשירונים, ואילו אחוז משלמי המשכנתא (מתוך כלל העשירון, לא רק בעלי הדירות) נשאר קבוע יחסית החל מהעשירון החמישי. יחס ה-PTI בשני העשירונים התחתונים גבוה יחסית, אולם בקרב עשירונים אלה שוכרי דירות רבים, ואחוז משלמי המשכנתא נמוך יחסית. כלומר, אמנם לשני העשירונים התחתונים, החשופים יותר לאבטלה, שיעור PTI גבוה יחסית, אך רק 3% מהיקף האשראי לדירור (וכ-7% ממספר ההלוואות לדירור) ניתן לעשירונים אלו.

גורם סיכון נוסף בשוק המשכנתאות נעוץ בחלקן הגבוהה יחסית של המשכנתאות בריבית משתנה, בפירוט המשכנתאות הלא-צמודות, הואיל ובהן שינוי הריבית קשור בקשר הדוק לשינויים בריבית בנק ישראל. איור 33 מציג את חלק ההלוואה שנלקח בריבית משתנה לא צמודה לפי עשירוני ההכנסה (מתוך מסד נתונים של הלוואות לדירור). ניתן לראות כי שני העשירונים התחתונים חשופים במיוחד לאחוז

כמו כן, בעזרת המאזן אפשר לבצע השוואות בין-לאומיות של יחסי מינוף שונים בין ישראל למדינות מערביות שונות. מניתוח זה נראה כי משקי הבית בישראל ממונפים פחות ממקביליהם בעולם. שווי הנכסים הריאליים של משקי הבית צמח בשנת 2013 ב-11% ושווי הנכסים הפיננסיים ב-4% (לוח 5). שווי ההתחייבויות צמח בשנת 2013 ב-7%, כך שיחס סך ההתחייבויות לסך הנכסים של משקי הבית נותר בלא שינוי בשנת 2013 (בהשוואה לשנת 2012) והוא עומד על כ-8% (לעומת כ-17% בבריטניה וכ-15% בארה"ב⁶⁷ באותה שנה); יחס החוב לנכסים הפיננסיים בישראל עומד בשנת 2013 על כ-17% (לעומת כ-33% בבריטניה וכ-22% בארה"ב באותה שנה); ויחס חוב המשכנתא ביחס לנכסי הנדל"ן בישראל עומד בשנת 2013 על כ-10% (לעומת כ-22% בבריטניה וכ-42% בארה"ב באותה שנה).

ג. ניתוח של מדדי סיכון של ההלוואות לדירור ברמת עשירוני הכנסה של משקי הבית

בשנים האחרונות צומח בקצב מהיר החוב לדירור של משקי הבית בישראל. מההיבט של היציבות הפיננסית יש חשיבות גדולה בבחינה של ההתפלגות החוב של משקי הבית על פני עשירוני הכנסה שונים, מבחינת יכולת ההחזר של אותם הלווים וההסתברות לכשל. בידי בנק ישראל מסד נתונים של הלוואות לדירור⁶⁸ בין השנים 2010–2013 שהתקבל משבעת הבנקים הגדולים בישראל, וכלולים בו נתונים ברמת ההלוואה וברמת הלווה. מניתוח של אותו מסד נתונים של הלוואות לדירור ניתן ללמוד על החלק של כל עשירון הכנסה⁶⁹ בעוגת האשראי (ראה איור 31) – 7.5% בלבד מהיקף ההלוואות לדירור (וכ-13% ממספר ההלוואות

⁶⁷ המקור: נתונים על בריטניה – מדוח היציבות פיננסית של הבנק המרכזי באנגליה; נתונים על ארה"ב – מהאתר של ה-Federal Reserve.

⁶⁸ המהווה את רוב החוב של משקי הבית (70%).

⁶⁹ המדגם סווג לעשירוני הכנסה (נטו) למשקי בית שבראשם שכיר, בהתאם לסקר ההכנסות של הלמ"ס לשנת 2011. טווחי ההכנסה על פי העשירונים הם כדלהלן: עשירון 1 – עד 5,174 ש"ח; עשירון 2 – בין 5,174 ל-6,811 ש"ח; עשירון 3 – בין 6,811 ל-8,466 ש"ח; עשירון 4 – בין 8,466 ל-10,253 ש"ח; עשירון 5 – בין 10,253 ל-12,209 ש"ח; עשירון 6 – בין 12,209 ל-14,258 ש"ח; עשירון 7 – בין 14,258 ל-16,924 ש"ח; עשירון 8 – בין 16,924 ל-20,287 ש"ח; עשירון 9 – בין 20,287 ל-25,408 ש"ח; עשירון 10 – מעל 25,408 ש"ח.

⁷⁰ הרחבה מופיעה בסקירה השנתית של המפקח על הבנקים על מערכת הבנקאות בישראל לשנת 2014.

לוח 5

מאזן נכסים והתחייבויות של משקי בית בישראל לשנת 2013

מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים, סופי חודשים

נכסים ראליים	מיליארדי שקלים (בסוגריים – אחוז מסך הנכסים)	שיעור שינוי שנתי	ההתחייבויות והשווי נטו של משקי בית	מיליארדי שקלים (בסוגריים – אחוז מסך ההתחייבויות והשווי נטו)	שיעור שינוי שנתי
נדל"ן	2,838 (54%)	11%	משכנתאות	288 (6%)	7%
כלי רכב	91 (2%)	13%	אשראי צרכני	122 (2%)	7%
סך נכסים ראליים	2,929 (56%)	11%	סך התחייבויות	410 (8%)	7%
נכסים פיננסיים	מיליארדי שקלים (בסוגריים – אחוז מסך הנכסים)	שיעור שינוי שנתי			
מזומנים ופיקדונות	494 (9%)	-3%			
ניירות ערך, למעט מניות	260 (5%)	-10%			
מניות	188 (4%)	9%			
קרנות נאמנות	223 (4%)	42%			
עתודות ביטוח ¹	1,057 (20%)	12%			
חייבים / זכאים שונים	125 (2%)	12%			
סך הנכסים הפיננסיים	2,348 (44%)	4%	השווי נטו ²	4,867 (92%)	8%
סך הנכסים	5,276 (100%)	8%	ההתחייבויות והשווי נטו	5,276 (100%)	8%

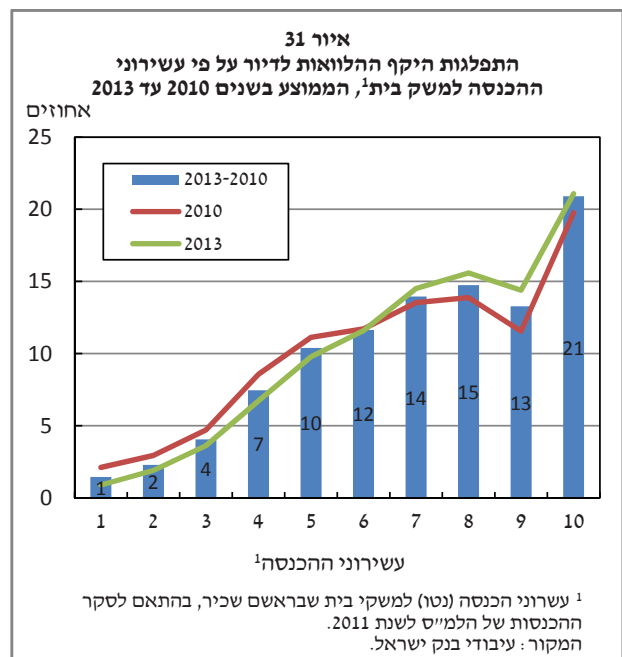
¹ כולל ביטוח חיים, קופות גמל, קרנות פנסיה.

² שווי נטו – סך הנכסים פחות סך ההתחייבויות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

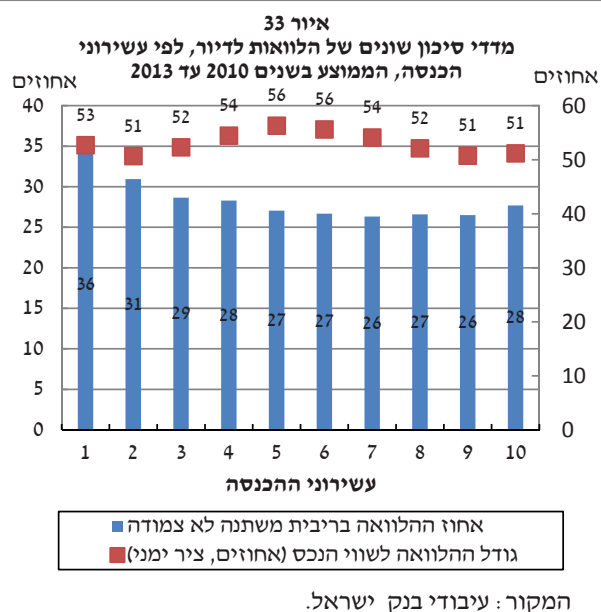
ההלוואה בריבית משתנה לא צמודה⁷¹, אולם, כפי שניתן היה לראות באיור 31, החלק של אותם עשירונים בהיקף האשראי לדיור הניתן למשקי הבית נמוך מאוד ועומד על כ-3% (וכ-7% ממספר ההלוואות לדיור). עם העלייה בעשירונים ההכנסה ישנה ירידה בחשיפה של הלווים לריבית משתנה לא צמודה. משקי הבית בעשירונים העליונים רוכשים נכסי דיור במחירים גבוהים יותר ולוקחים חוב גדול יותר, כך שהתפלגות יחס ההלוואה לשווי הנכס (loan to value) במועד לקיחת ההלוואה דומה בעשירונים השונים. בחלוקה לפי קבוצות גיל (איור 34), מתוך מסד נתונים של הלוואות לדיור, ניתן לראות כי כ-70% מהלווים לדיור בין השנים 2010–2013 הם בני 30–50. מבחינת רמת הסיכון

היקף ההלוואות לדיור בעשירונים התחתונים הוא נמוך, והוא אף פוחת לאורך השנים.

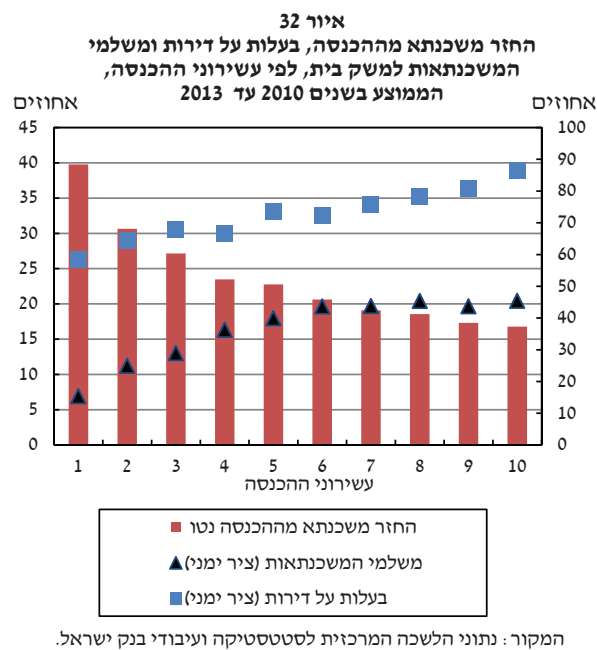


⁷¹ הוראת המפקח על הבנקים מאוגוסט 2013 הגבילה את החלק של ההלוואה בריבית משתנה לשני שלישים לכל טווחי הזמן. הגבלה זו מתווספת לצעד שנקט כבר באפריל 2011, ולפיו אפשר ליטול רק עד שליש מההלוואה בריבית משתנה של עד 5 שנים.

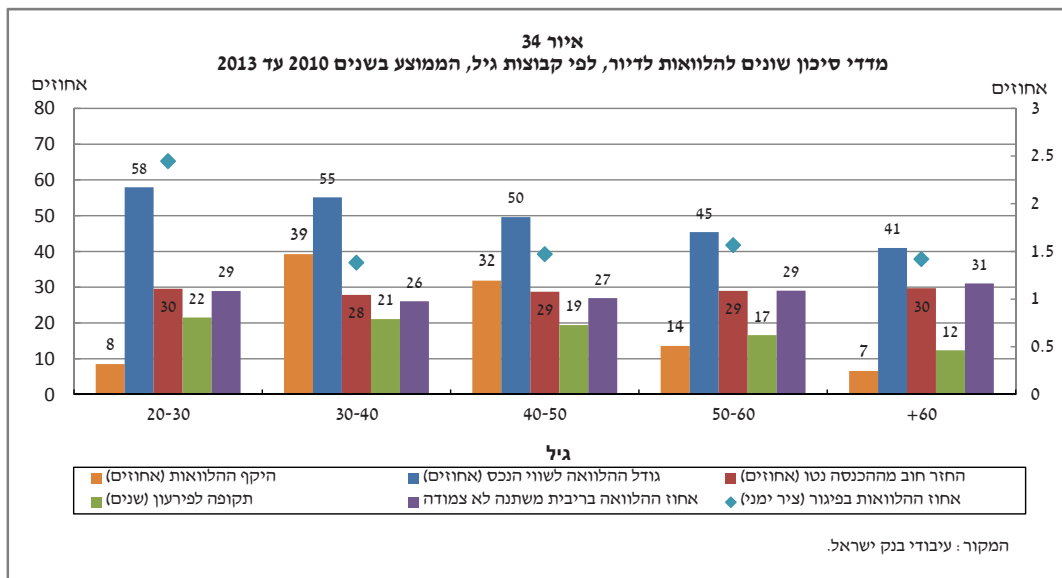
שני העשירונים התחתונים חשופים במיוחד למסלול ההלוואה בריבית משתנה לא צמודה, אולם החלק של אותם עשירונים בהיקף האשראי לדירור נמוך.



שיעור החזר המשכנתא מההכנסה נטו הוא גבוה יחסית בקרב משקי הבית מהעשירונים התחתונים.



הלוואות הצעירות מסוכנים יותר באופן יחסי, אולם הם גם בעלי סיכוי גבוה יותר להגיע להסדר במקרה של מחזור החוב.



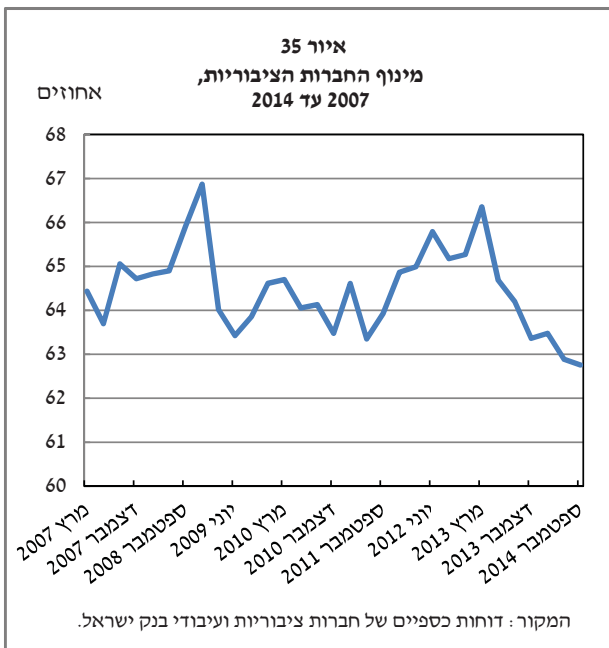
הסיכון לחדלות פירעון של הלווים יגדל, במיוחד בקרב לוויים בעשירונים התחתונים, החשופים יותר לאבטלה⁷⁴. תרחיש קיצון שכולל עליית ריבית, מיתון ועלייה בשיעור האבטלה מנותח בסקירה של המפקח על הבנקים על מערכת הבנקאות לשנת 2014.

6. המגזר העסקי

א. תמונת מצב

החוב של המגזר העסקי הלא פיננסי בישראל הצטמצם בשנת 2014 ב-1.4% בשל ביקוש נמוך לאשראי, בעוד מצד ההיצע לא נצפו מגבלות כלשהן. בהשוואה בין-לאומית, החוב של מגזר זה נמוך ביחס למדינות מפותחות אחרות בעולם, והוא עומד על כ-75 אחוזי תוצר בלבד, לעומת כ-100 אחוזי תוצר בסוף 2008. על אף הירידה בחלקו של האשראי הבנקאי מסך האשראי למגזר העסקי, חלק זה הוא עדיין הגדול ביותר ועומד על קרוב ל-50% מסך האשראי (להרחבה ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2014).

מינוף החברות הציבוריות המשיך לרדת בשנת 2014



⁷⁴ נאור, ז' וג' בניטה (2013) "סיכון הלוויים בשוק המשכנתאות: התפתחותו ההיסטורית והערכתו במספר תרחישים", בנק ישראל.

בחלוקה לפי גיל הלוויים, נראה כי ה-LTV הממוצע (במועד לקיחת ההלוואה) פוחת עם הגיל וכן גם התקופה לפירעון, ואילו יחס ה-PTI (חוב משכנתא מתוך ההכנסה) נשאר בלא שינוי. הלוויים הצעירים מתאפיינים ברמת סיכון גבוהה יותר: אחוז ההלוואות בפיגור גבוה משמעותית בקבוצת גיל הלוויים שבשנות ה-20–30 לחייהם. אולם, הלוויים הצעירים הם גם בעלי סיכוי גבוה יותר לעלייה בשכר וכן להגעה להסדר במקרה של מחזור החוב, למשל על ידי הארכת התקופה לפירעון.

ד. הסיכון הנשקף למערכת הפיננסית ממגזר משקי הבית

מאחר שהריבית נמצאת כיום בשפל, ישנו חשש שאם הריבית תעלה, יחס החזר החוב להכנסה של משקי הבית יעלה אף הוא, ויקשה על משקי הבית להחזיר את החוב. מסד הנתונים של ההלוואות לדירור מאפשר לבחון איך עלייה כזו בריבית תשפיע על משקי הבית לפי עשירוני ההכנסה⁷².

כאמור, בעשירונים התחתונים אחוז ההלוואה בריבית משתנה לא צמודה⁷³ גבוה יחסית לשאר העשירונים. כמו כן, ה-PTI של עשירונים אלו גבוה יחסית, ולכן ישנו חשש שהם יתקשו להחזיר את החוב במקרה של עליית ריבית, שכן הם חשופים יותר להשפעתה בגלל החלק היחסי של מסלול הריבית המשתנה הלא צמודה בהלוואתם. לדוגמה, בתרחיש קיצון של עלייה מהירה בריבית ב-3 נקודות האחוז, החזר חוב המשכנתא יעלה בכ-290–330 ש"ח בחודש בארבעת העשירונים התחתונים. מדובר על תוספת של כ-7 נקודות אחוז ל-PTI בעשירון התחתון, ליחס PTI של 47%, ועל תוספת של כ-5 נקודות אחוז לעשירונים ה-2–4, ל-PTI של 35%–40% בעשירונים אלו. אולם החלק של אותם ארבעה עשירונים בהיקף האשראי לדירור נמוך, ועומד על כ-15% (וכ-23% ממספר ההלוואות לדירור).

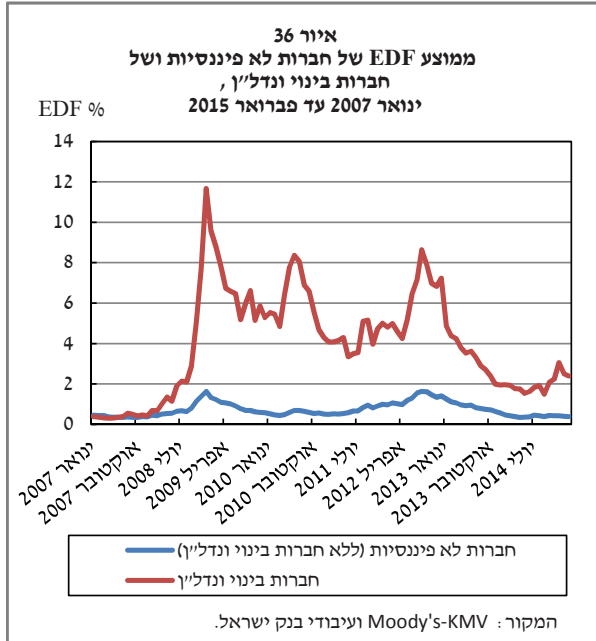
עליית הריבית תשפיע גם על משקי הבית בעשירונים הגבוהים יותר; שם אמנם החשיפה לריבית משתנה לא צמודה נמוכה יותר ויחס ה-PTI נמוך יותר, אולם היקף המשכנתא גדול יותר, כך שעבור כל שאר העשירונים (5–10), שיחס ה-PTI שלהם בזמן לקיחת המשכנתא עמד על כ-30%, יעלה היחס ב-1–3 נקודות אחוז. אם תרחיש זה ילווה בעלייה בשיעור האבטלה ובמיתון בפעילות הריאלית,

⁷² הלוואות אלה מהוות בסוף 2014 כ-58% מיתרת האשראי למטרת מגורים.

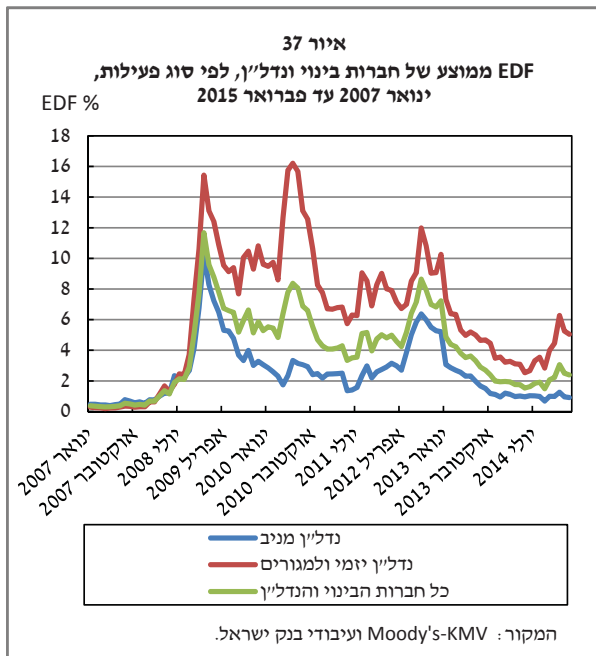
⁷³ ריבית הקשורה בקשר הדוק לשינויים בריבית בנק ישראל.

החברות הציבוריות (ללא חברות פיננסיות וללא חברות נדל"ן) נמצא ברמה נמוכה בראייה היסטורית. במקביל,

הסיכון לפשיטת רגל בחברות הלא-פיננסיות נמוך, בעוד בחברות הבינוי והנדל"ן הוא מעט גבוה יותר.



לחברות הנדל"ן היזמי ולמגורים סיכון גבוה יותר.



המינוף⁷⁵ של החברות הציבוריות הלא פיננסיות ירד בשנת 2014 והוא נמצא מתחת לממוצע ארוך הטווח שלו (איור 35). מבחינה של הענפים השונים עולה כי ירידה זו היא תוצאה של ירידה במינוף החברות ברוב המוחלט של הענפים. במקביל, חלה עלייה ביחסי הנזילות של החברות, בעיקר בענפי הבינוי, הפעילויות בנדל"ן והתעשייה – שלושה מהענפים המרכזיים ביותר במגזר העסקי. יחסים פיננסיים אלו – בין היתר – מעידים על חוזקן היחסי של החברות, כפי שבא לידי ביטוי גם במרווחים הנמוכים של איגרות החוב הנסחרות. ראוי לציין כי סביבת הריביות הנמוכה משתקפת גם בעלויות המימון של החברות⁷⁶, שירדת במקביל לריבית חסרת הסיכון (איור 35).

אינדיקציה לסיכון של החברות במגזר העסקי ניתן לקבל ממדד ה-EDF⁷⁷ (איור 36). ערך ה-EDF הממוצע עבור

עלויות המימון של החברות הציבוריות יורדות, בהתאם למגמת הריבית



המינוף⁷⁵ חושב כחציון היחס בין סך ההתחייבויות לסך הנכסים של כל החברות הציבוריות הלא פיננסיות בכל רבעון.

⁷⁶ זו מחושבת כחציון של היחס השנתי בין הוצאות המימון להתחייבויות בגין אשראי ואיגרות חוב.

⁷⁷ EDF – expected default frequency. חברת Moody's-KMV משתמשת במודל מבני לתמחור אופציות כדי לגזור הסתברויות לחדלות פירעון בתוך שנה אחת. המרכיבים המרכזיים במודל נלקחים מנתוני שוק (שווי השוק של החברה) ומהדוחות הכספיים (סכום התחייבויות שלה לטווח קצר).

על כל זאת יש להוסיף את העובדה ששיעור נכסים הנו תהליך שעורכת החברה המדווחת, או חברה להערכת שווי מטעמה.

בשנת 2008, השנה הראשונה שבה חויבו כל החברות לדווח לפי תקני IFRS, רק 56.4% (75 חברות) מבין 133 חברות הבינוי והנדל"ן דיווחו על רווחים או הפסדים כתוצאה משיעור נדל"ן שברשותן. שיעור זה הלך וגדל, והגיע ל-69.1% מהחברות בסוף שנת 2013⁷⁹. רוב השיעורים שנעשו מאז 2008, וכך גם ב-2013, הם חיוביים, כלומר רווחים כתוצאה מעליית ערך. שני שליש מהשיעורים החיוביים נעשו בידי חברות המשתייכות לענף פעילויות נדל"ן, המזוהה יותר עם פעילות נדל"ן מניב, על אף שחלקן היחסי נמוך יותר (כ-55%). את חלקם של השיעורים בחנו יחסית לסך ההכנסות (איור 38)⁸⁰. מאיור 38 עולה כי סך

בחינה של חברות מענפי הנדל"ן מעלה כי הסיכון של חברות אלה, בממוצע, עלה בחודשים האחרונים. חילקנו את חברות הנדל"ן לחברות העוסקות בפעילויות נדל"ן, מה שמכונה "נדל"ן מניב", וכאלה העוסקות בבינוי ויזמות (איור 37). מהאיור עולה כי לאורך זמן מדד ה-EDF של חברות הנדל"ן העוסקות בבינוי ויזמות גבוה יותר, והן אלה שדוחפות את ה-EDF של ענף הנדל"ן כולו כלפי מעלה גם לאחרונה.

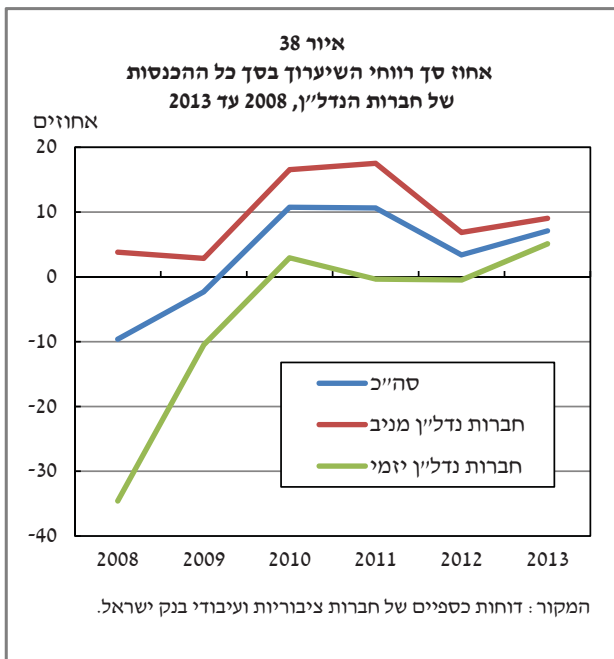
ב. שיעור נכסים בחברות בינוי ונדל"ן

מאז המעבר של החברות בישראל לדיווח לפי תקני IFRS, לחברות שלהן נכסי נדל"ן להשקעה ישנה אפשרות לדווח על ערך הנדל"ן לפי השווי ההוגן של נכסים אלו, קרי שויים המוערך בעת עריכת הדוחות. השינוי בערך מוכר כרווח (או הפסד, אם מדובר ברידת ערך) כתוצאה משיעור נכסים, והוא מדווח בדוח רווח והפסד כסעיף רווח לכל דבר. שיעור הנכסים הוא תוצאה של שינוי במחירי הנדל"ן⁷⁸ המסווגים אצל החברות כנדל"ן להשקעה; השינוי יכול לנבוע מהמצב בשוק זה או משינויים בריביות במשק המשמשות להיוון שווי הנכסים. השיעור נועד להציג את השווי הכלכלי האמתי של החברה, אך יש לו גם השפעה רבה על סעיפים שקשורים לרווח ולשינויים בהון העצמי, כגון על חלוקת דיוידנדים, על התשואה להון ועל המינוף של החברה.

ישנם כמה ערוצים שדרכם שיעור נכסים יכול להשפיע על יציבות החברות במקרה ששיעור ההיוון (הנגזר מהריביות במשק) יעלה או שמחירי הנכסים ירדו: ראשית, הסתמכות על רווחי שיעור חיוביים בהחלטה על חלוקת דיוידנדים או על כל תשלום שנגזר מהרווח הנקי עשויה לחשוף את החברה למצב של העדפת בעלי מניות על בעלי חוב, שכן הראשונים נהנים מעליית שווי הנכסים והאחרונים חשופים לסיכון גבוה יותר כשהשווי ירד. נוסף על כך, מאחר שרווחים חיוביים שלא חולקו מתורגמים לעלייה בהון העצמי, המינוף של חברה ששיעורה כלפי מעלה את נכסיה יורד. שיפור ביחס המינוף מתורגם בדרך כלל להערכה נמוכה יותר של סיכון החברה, המתורגמת לתנאי אשראי נוחים יותר (ריבית המשקפת פרמיית סיכון נמוכה יותר, דרישת ביטחונות מקלה וכו'). שינוי במגמת הריבית ובמחירי הנכסים עלול להביא להרעה ביחס המינוף במהירות גבוהה יותר, יחסית למציאות שבה החברות אינן מסתמכות על רווחי השיעור.

⁷⁸ מחירי הנדל"ן הרלוונטיים לשיעור תלויים באופי הנדל"ן המוחזק בידי החברות, נדל"ן למגורים או נדל"ן מסחרי. בעוד נתונים על נדל"ן למגורים נאספים בידי הלמ"ס ומפורסמים באופן רשמי, אין מידע רשמי על מחירי הנדל"ן המסחרי.

רווחי השיעור מהווים כעשרה אחוז מסך ההכנסות של חברות הנדל"ן.



⁷⁹ אחת הסיבות לכך שיש חברות שאינן מדווחות על רווח או הפסד כתוצאה משיעור נדל"ן היא העובדה שגם במסגרת תקני IFRS אפשר להמשיך לדווח על שווי נדל"ן לפי עלות מותאמת, קרי העלות בזמן הקנייה בניכוי פחת, ולא לפי שווי הוגן.

⁸⁰ בחנו גם את חלק השעורים ברווח התפעולי והמגמות דומות. העדפנו להציג את החלק היחסי מסך ההכנסות כדי להימנע ככל האפשר מערכים שליליים של המכנה (דבר נפוץ יותר כאשר משתמשים ברווח התפעולי), כדי להקל על הניתוח.

עמד שיעור החברות שבהן לפחות 20% מההכנסות הן תוצאה של שיעורים על כ-25%.

בחנו את חלקם של השיעורים בסך ההכנסות של חברות אשר ניתן לזהות היכן עיקר פעילותן⁸³. כאשר מסתכלים על חברות שעיקר פעילותן בישראל אפשר לראות כי לאורך כל התקופה הנסקרת רווחי השיעור (במצטבר) היו חיוביים⁸⁴ והיוו חלק שניע בין 5% ל-23% מההכנסות בענף הבינוי והנדל"ן; בחברות הנדל"ן המניב השיעור גדול יותר מהשיעור בחברות הנדל"ן היזמי. לעומת זאת, כאשר מסתכלים על חברות שעיקר פעילותן באירופה אפשר לראות כי במצטבר, בשנים 2008–2010 סך השיעורים היה שלילי, ורק בשנים שלאחר מכן הוא חזר להיות חיובי וגם תפס חלק ניכר בהכנסות של החברות (23% בשנים 2012 ו-2013).

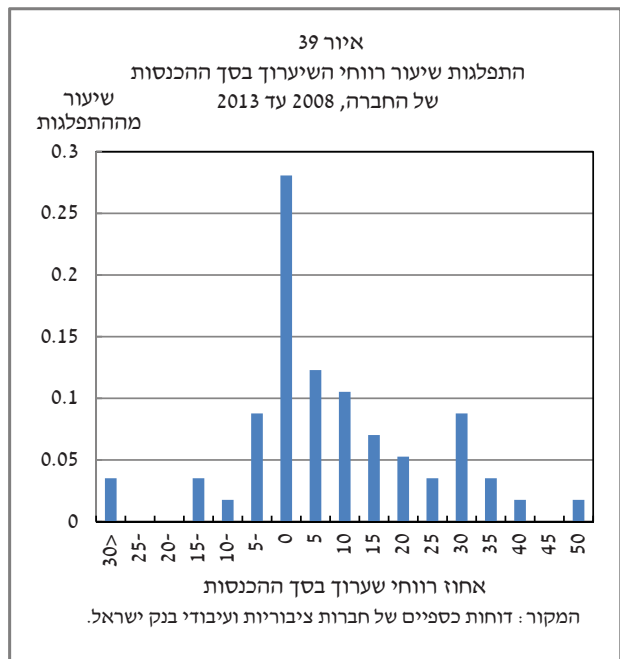
על רקע סביבת הריבית הנמוכה והסיכון לעלייה מהירה מהצפוי של התשואות בארץ ובעולם, הפעילים בשוק האשראי וההון צריכים לקחת בחשבון את מקורות הסיכון המצויים ברישום רווחי שיעור, ואמנם, ישנם צעדים שכבר ננקטו בהקשר האמור. כך למשל, הרשות לניירות ערך ומשרד המשפטים הגישו הצעה לתיקון מבחן הרווח הנדרש לצורך חלוקת דיווידנד באופן שלא יכלול רווחים משיעורים נכסים. כמו כן, ישנם תשקיפי אג"ח שבהם מתחייבות החברות המגייסות שלא להכליל רווחים משיעורים כחלק מהרווחים המותרים לחלוקת דיווידנד.

7. מחירי הנכסים והאשראי

שוקי המניות במרבית המדינות בעולם עלו בתקופה הנסקרת (ינואר–מאי 2015), וזאת בשונה מהמגמה השלילית שאפיינה את המחצית השנייה של 2014 (איור 40). התפתחות זו בלטה ביתר שאת בקרב המדינות המפותחות והתרחשה במקביל לעלייה במדדי הסיכון ("מדדי הפחד"). מדדים אלה, המשקפים את סטיית התקן הגלומה הממוצעת של אופציות סביב הכסף, ממשיכים להיות נמוכים בפרספקטיבה

השיעורים בחברות הבינוי והנדל"ן בשנים 2008 ו-2009 היה שלילי, ועל כן הוריד את סך ההכנסות של החברות, אולם בשנים אחר כך היווה סעיף זה בממוצע כ-8% מסך ההכנסות. מחלוקה לנדל"ן מניב ויזמי⁸¹ עולה כי חלקם של השיעורים בהכנסות של חברות הנדל"ן המניב גדול יותר מזה של חברות הנדל"ן היזמי – 12% לעומת 2% בלבד בשנים 2010–2013. לצד הסתכלות אגרגטיבית, יש להסתכל על התפלגות השיעורים מתוך סך ההכנסות בקרב החברות השונות (איור 39).⁸² מהאיור, הבוחן את שיעור השיעורים על פני כל השנים, עולה כי במקרים רבים שיעורים מהווים חלק גדול מאוד מסך ההכנסות. כך, למשל, בשנת 2013 בלבד

בחלק מהמקרים, מהווה שיעור רווחי השיעור בסך ההכנסות חלק משמעותי מאוד.



⁸¹ יש לציין כי בחברות נדל"ן יזמי, הנדל"ן מסווג בדרך כלל כמלאי ולא כרכוש קבוע, ועל כן אין עליו רווחי שיעור. עם זאת, סיווג הלמ"ס משקף את הפעילות העיקרית של החברה, ועל כן ייתכן שגם חברות המסווגות כעוסקות בנדל"ן יזמי עוסקות גם בפעילויות נדל"ן מניב, שממנו מגיעים רווחי שיעור.

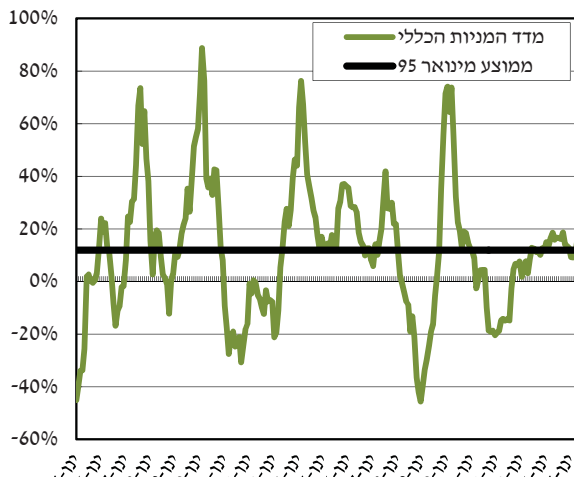
⁸² ההתפלגות היא עבור כל החברות שביצעו שיעור ובכל השנים יחדיו. כך, הנתון של חברה אחת מופיע כמספר השנים שבהן פרסמה החברה דוחות כספיים ודיווחה בהן על שיעור נכסים (חיובי או שלילי).

⁸³ מקום פעילות עיקרי הוא המקום שבו מתבצעות מעל 50% מהמכירות. התוצאות אינן רגישות להגדרה מחמירה יותר (מעל 75% מהמכירות).

⁸⁴ יש לציין כי ישנה חברה אחת גדולה מאוד אשר השיעורים וההכנסות שלה היו שליליים ב-2008, ובגלל גודלה, אם כוללים אותה בסכום המצטבר של השיעורים וההכנסות, מקבלים שאותה שנה הסתכמה בשיעורים שליליים. בגלל משקלה הגדול (בהשוואה לחברות האחרות), הוצאנו אותה מהסכום המצטבר של אותה שנה.

קצב הגידול של מחירי המניות נותר יציב, והוא אינו מבטא התפתחות חריגה יחסית למוצג ארוך הטווח.

איור 41
התפתחות מחירי המניות ב-12 החודשים האחרונים,
ינואר 1995 עד אפריל 2015



המקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

יתרה מזאת, ובניגוד לתמונה המסתמנת בשוק האג"ח, שוק המניות הראשוני בישראל ממשיך להיות רדום. גיוסי ההון במניות הנם מתונים, ובעלי העניין בחברות ממעטים לממש את נכסיהם. נדגיש כי יחס היקף ההנפקות בשוק המניות להיקף סך ההנפקות (מניות וחוב) נמצא במגמת ירידה עוד מתחילת 2014, ורמתו נמוכה ביחס למוצג ארוך הטווח⁸⁵. מכפיל הרווח של כלל המניות בבורסה מתוקן מחזור⁸⁶ (CAPE) אמנם גבוה, אך הוא נמצא עדיין מתחת לרמה של שתי סטיות תקן מעל הממוצע ההיסטורי; כך שבהסתכלות לטווח הבינוני והארוך מדובר ברמת מחירים שהיא בהחלט גבוהה, אך לא חריגה.

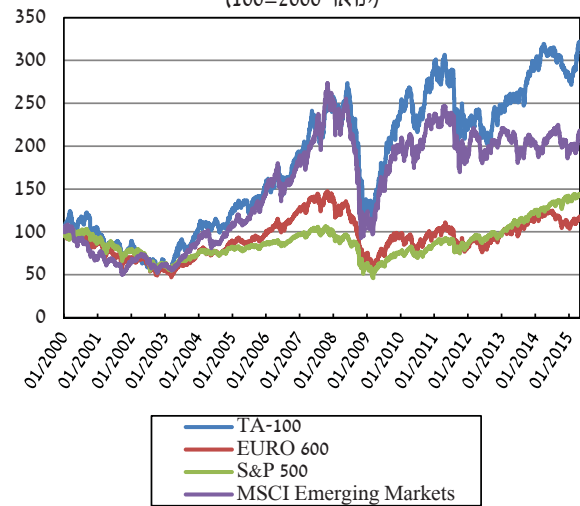
מדיניות מוניטרית מרחיבה באה לידי ביטוי בתחילתו של גל פדיונות בקרנות הכספיות שהפכו להשקעה המגלמת

⁸⁵ הנפקות בשוק הראשוני מהוות אינדיקציה להערכות בעלי העניין לגבי תמחור שוק המניות. לכן, בהנחה ששוק המניות ושוק האג"ח משמשים כשווקים אלטרנטיביים לגיוס הון, מגמת ההתרחבות בשני אפיקים אלה צפויה להיות דומה. סטייה חריגה של כמות ההנפקות בשוק אחד לעומת השני תצביע על תמחור חסר של הנכסים.

⁸⁶ מכפיל זה מחושב כיחס בין שווי השוק המצרפי של החברות הנסחרות לרווח הנקי המצרפי שלהן בשלוש השנים האחרונות.

מדדי המניות בארץ תאמו את המגמה העולמית והמשיכו להתחזק במהלך התקופה הנסקרת (חודשי ינואר- מאי 2015).

איור 40
מדדי המניות בישראל ובעולם, בדולרים,
ינואר 2000 עד אפריל 2015
(ינואר 2000=100)

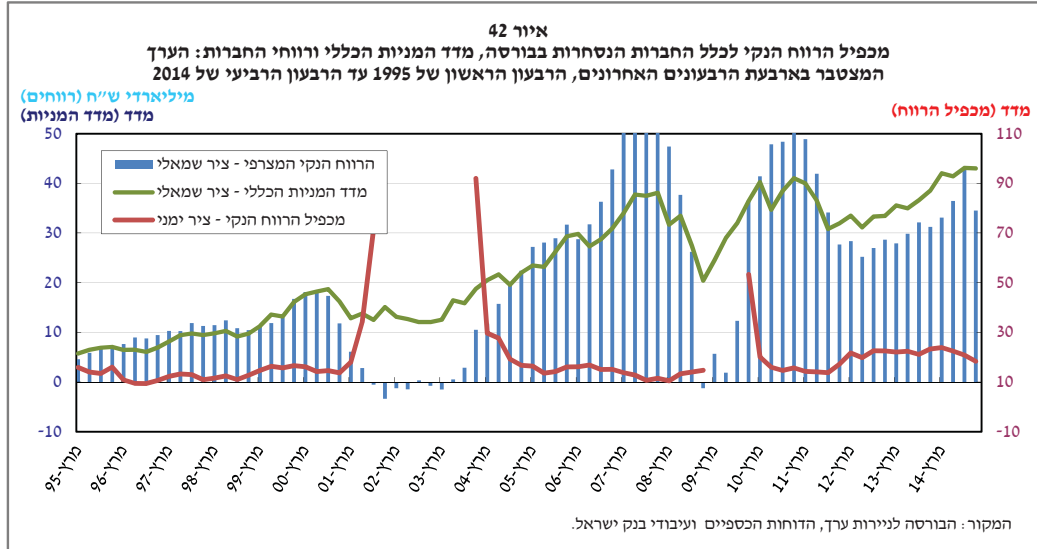


המקור: עיבודי בנק ישראל

היסטורית, אם כי נמצאים בסביבה שקדמה למשבר הפיננסי העולמי של 2008.

מדדי המניות בארץ תאמו את המגמה העולמית והמשיכו להתחזק בחודשים ינואר-מאי – תקופה שהתאפיינה, בין השאר, בשינויים בסביבה הפוליטית המקומית וגם בהמשך מדיניות מוניטרית מרחיבה שנקט בנק ישראל. זאת לצד שיפור בנתוני הסביבה המקרו-כלכלית והתחזקותו של השקל אל מול סל המטבעות. ברם, למרות רמת השיא שאלה הגיעו המדדים המובילים בתקופה הנסקרת ועל רקע התמדה בסביבת ריבית אפס, קשה להסיק בוודאות כי שוק המניות בישראל מתומחר גבוה מדי. כך, בהסתכלות של 12 החודשים האחרונים, קצב הגידול של מחירי המניות (מדד המניות הכללי) נותר יציב (סביב 12–15 אחוז) ואינו מבטא התפתחות חריגה של המחירים ביחס למוצג משנת 1995 (איור 41). המוסדות הפיננסיים בישראל (בנקים וחברות ביטוח) נסחרים במכפילים נמוכים ומתחת להונם העצמי. חברות הנדל"ן נהנות מעליות המחירים בענף, והריבית הנמוכה מיטיבה עמן ומשפרת את רווחיותן. זאת בשל ירידה בשיעור ההיוון של תזרים המזומנים העתידי שלהם ואף בגלל שיפור בסעיף הוצאות המימון. חברות ביו-מד מתאוששות מפתחת השנה החלשה וכך גם חברות בתחום המסחר והשירותים.

מכפיל הרווח הנקי לכלל החברות בבורסה ירד ברבעונים האחרונים, אך נותר מעל הממוצע ארוך הטווח – התפתחות שמתיישבת בחלקה עם סביבת ריבית נמוכה.



האחרון של 2014, ועקב כך עלתה גם התשואה העודפת (ביחס לאג"ח הממשלתי ל-10 שנים, מונחים ריאליים) והיא ממשיכה להיות גבוהה מהממוצע ארוך הטווח שלה. יחד עם זאת, קצב הצבירה (נטו) של קרנות הנאמנות המתמחות במניות מתחילת השנה עדיין נמוך⁸⁸.

כאמור, מדדי המניות המובילים הגיעו לשיאם בתקופה הנסקרת – התפתחות שעקבית עם שיפור ברמת ההכנסות של החברות הציבוריות בתקופה זו (איור 42) ואינה סותרת את תנאי היסוד. למרות האפשרות כי המגמה החיובית בשווקים תימשך גם בטווח הקצר והבינוני, נציין כי האפיון הנוכחי בשוקי המניות ארוכה יחסית לתקופות הגאות בעבר (איור 40). שוק שורי בישראל, בדומה למדינות אחרות, נתמך על ידי סביבת ריבית אפס: מכפיל הרווח הנקי לכלל החברות בבורסה אמנם ירד ברבעונים האחרונים, אך נותר מעל הממוצע ארוך הטווח שלו – עובדה שמתיישבת בחלקה עם סביבת ריבית נמוכה. היפוך בתוואי הריבית, ובמיוחד עדכון של הריביות הארוכות כלפי מעלה, עשוי להשפיע על כיוון התפתחות השווקים, אם כי המגמה העתידית קשה לניבוי. בתסריט ראשון עלייה הדרגתית בריביות הארוכות עשויה לשקף את ציפיות המשקיעים באשר לשיפור בסביבה מקרו-כלכלית של המשק וברווחיות החברות, ובכך להניב

הפסד נומינלי. היקף הפדיונות מהקרנות גדל בחודשיים האחרונים, וכך חלק מהמימושים מצא את דרכו לשוק המניות, אם בצורה ישירה ואם בעקיפין – דרך מעבר המשקיעים לקרנות נאמנות מעורבות, המשלבות אג"ח עם מניות. הכסף העודף שזורם לשוק המניות מספק רוח גבית לעלייה של המדדים המובילים. האלטרנטיבה הדפנסטיבית שעמדה בפני המשקיעים בעבר בדמותן של קרנות אג"ח מדינה או קרנות אג"ח כללי, שמשלבות גם אג"ח חברות לטווחי זמן שונים, הפכה לפחות אטרקטיבית: פוטנציאל הרווח בשוק האג"ח הולך ומצטמצם ורבות מאיגרות החוב הממשלתיות לטווחים הקצר והבינוני נסחרות בתשואות אפסיות או שליליות לפדיון (ראו פרק הסיכונים). הדבר מעלה את חוסר הכדאיות ברכישת מוצרים אלה או בהחזקתם. מיעוט חלופות השקעה לטווח הקצר והבינוני, וכן עלייה בהסתברות להפסד הון, גורמים לציבור הרחב שחפץ בתשואה גבוהה יותר לעבור לנכסים שמוגדרים כמסוכנים יותר. מכאן שבחודשים האחרונים המשקיעים רואים ברכיב המנייתי אפשרות מועדפת להשקעה, על אף הסיכון הכרוך בכך (משקל רכיב המניות בתיק הנכסים שבידי הציבור עומד על כ-24.3%). התשואה על החזקת מניות⁸⁷ עלתה גם ברביע

⁸⁷ התשואה על החזקת מניות שווה ליחס בין הרווח הנקי לשווי השוק. הערך ההופכי של המכפיל נותן אינדיקציה לגבי התשואה הנדרשת על מניה, שכן במצב העמיד – מצב שבו רווחי החברה קבועים – יחס זה מייצג את התשואה הריאלית, ארוכת הטווח, על החזקת מניה.

⁸⁸ כ-8 אחוזים מסך המניות המוחזקות בידי הציבור, מוחזקות על ידי קרנות נאמנות ותעודות סל. כ-9.5 אחוזים מסך נכסי הציבור מוחזק על ידי קרנות הנאמנות ותעודות הסל.

השמירה על יציבותן ויעילותן של תשתיות השוק הפיננסי והטיפול בסיכונים העולים מפעילותן. על כן, בשנת 2008 הכריז בנק ישראל על מערכת CLS ועל מערכת זה"ב כמערכות "מבוקרות מיועדות". הכרזה זו מקנה לבנק ישראל סמכויות בקרה כלפי המערכות ומעניקה תוקף חוקי להוראות בדבר סופיות הוראות התשלום. בשנת 2013 הכריז בנק ישראל על מערכת "זיכויים, חיובים והעברות תשלומים", המופעלת בידי מס"ב, ועל מערכות "שירותים בכרטיסי חיוב" ו"מכשירי בנק אוטומטיים", המופעלות בידי חברת שב"א, כעל מערכות "מבוקרות". משמעות הכרזה זו היא שבנק ישראל יוכל לערוך בקרה על מערכות אלו כדי לוודא את יציבותן, יעילותן ופעילותן התקינה. לצורך השמירה על יציבותן ויעילותן של מערכות התשלומים, נוקט בנק ישראל פעולות רבות. בין היתר:

אימוץ עקרונות ה-PFMI⁹¹

ב-20 בנובמבר 2014 החליט בנק ישראל לאמץ את עקרונות הפעילות של התשתיות בשוק הפיננסי (PFMI) ולהחיל אותם על מערכות תשלומים "מבוקרות" ומערכות תשלומים "מבוקרות מיועדות". זאת מתוך מטרה להבטיח את היעילות והיציבות של מערכות התשלומים והסליקה בישראל. מהלך זה בוצע בתיאום עם הרגולטורים השונים. כמו כן, הרשות לניירות ערך החליטה להחיל את העקרונות החדשים על מסלוקות הבורסה כדי לוודא את יציבותן ויעילותן, זאת מתוקף תפקידה לפקח עליהן, על פי חוק ניירות ערך. מדינות רבות נמצאות בתהליך בחינה והטמעה של עקרונות אלו, ועורכות תיקונים בחקיקה בהתאם. גם בנק ישראל בוחן ולומד את דרכי היישום המתאימות למערכות התשלומים השונות.

חיזוק הבסיס המשפטי של מערכות תשלומים מבוקרות מיועדות

על מנת לחזק את הבסיס המשפטי למערכות הפועלות בזמן אמת (זה"ב ו-CLS) אשר קיימת בהן הגנה על סופיות סליקה, פועל בנק ישראל לעריכת התיקונים הנדרשים בחוק מערכות תשלומים.

אפקט שורי מובהק; מנגד, עלייה מואצת של הריביות הארוכות עשויה להקרין סנטימנט שלילי להתפתחותם של השווקים. מכל מקום, אנו מוצאים כי התפתחות המניות בשוק המקומי תלויה במידה רבה בהתפתחויות בשוקי העולם ובפרט בשוק האמריקאי. שינוי בדפוס המדיניות המוניטרית ועליית הריבית בארה"ב צפויים להכניס אלמנט של ודאות גם לשוקי הנכסים המקומיים.

8. מערך התשלומים והסליקה

א. רקע

בישראל פועלות כמה מערכות העוסקות בתשתיות התשלומים והסליקה, והן: (א) מערכת זה"ב (זיכויים והעברות בזמן אמת, מערכת מסוג RTGS⁸⁹). מערכת זו משמשת סולק סופי לכל מערכות התשלומים והסליקה בישראל; (ב) מסלוקת הנייר (מסלוקת הצ'קים). מסלוקה זו מטפלת בצ'קים ובשוברים ידניים; (ג) מערכת "זיכויים, חיובים והעברות תשלומים", המופעלת בידי מס"ב (מרכז סליקה בנקאי). זוהי מערכת אלקטרונית שמעבירה תנועות בין-בנקאיות בשקלים שאינן סופיות, כגון הרשאות לחיוב חשבון, תשלומי משכורות, תשלומי מסים ועוד; (ד) מערכת "שירותים בכרטיסי חיוב", המופעלת בידי חברת שב"א (שירותי בנק אוטומטיים). מערכת זו עוסקת באיסוף של העסקאות המתבצעות בישראל בכרטיסי חיוב, באישורן ובעיבודן. (ה) מערכת "מכשירי בנק אוטומטיים", המופעלת אף היא בידי חברת שב"א. מערכת זו עוסקת במיתוג הרשתות של מכשירי הבנק האוטומטיים למשיכת מזומנים; (ו) מסלוקות הבורסה (מסלוקת ניירות הערך ומסלוקת מעו"ף). אלה סולקות את תוצאות המסחר בבורסה; ו-ז) המסלוקה הבין-לאומית לעסקאות המרה (CLS⁹⁰). מערכת זו מספקת שירות סליקה רב-מטבעי במנגנון המבטיח תשלום במטבע אחד כנגד תשלום במטבע אחר. השקל הצטרף אליה בשנת 2008, והיא סולקת 17 מטבעות עיקריים.

ב. סיכונים לתשתיות השוק הפיננסי

התפתחות מערכות התשלומים והמעבר לסליקה בזמן אמת, וכן התפתחות הכלכלה והשווקים המודרניים, הן במישור הגלובלי והן במישור המקומי, כמו גם הלקחים מהמשבר הפיננסי בשנת 2008, הביאו להכרה בחשיבות

⁹¹ המסמך התפרסם ב-2012 והוא מופיע בכתובת: <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>. העקרונות קובעים סטנדרטים ודרישות בתחומים שונים, ובין היתר מתייחסים לקשרים ולתלות ההדדית בין מערכות התשלומים, היות שאלו יכולים להוביל להתפשטות נרחבת של הסיכונים. נוסף על כך, המסמך מרחיב את תחומי האחריות של הגופים המפקחים (הבנק המרכזי, המפקחים על השוק הפיננסי ורשויות פיקוח אחרות) בבואם ליישם את העקרונות הנוגעים לרגולציה, לפיקוח ולבקרה על התשתיות הפיננסיות.

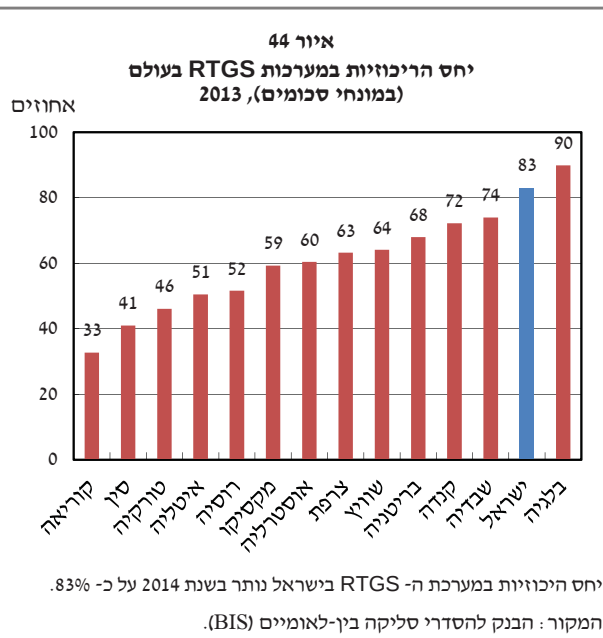
⁸⁹ Real Time Gross Settlement.

⁹⁰ Settlement Linked Continuous.

יתרות הנזילות במערכת זה"ב גבוהות ומתאפיינות במגמת עלייה.



רמת הריכוזיות בישראל גבוהה יחסית לעולם.



היערכות לאיומי סייבר

ההיערכות לאיומי סייבר שונה מן ההיערכות לסיכונים אחרים מבחינת זיהוי, הכנה והתאוששות. מפעילי מערכות התשלומים נדרשים להיערך לאיומים אלו ולנקוט את הפעולות הנדרשות לשמירה על ההמשכיות העסקית שלהן.

ג. יציבותה של מערכת זה"ב

בנק ישראל מעריך את יציבותה של מערכת זה"ב באמצעות מדדים שונים, ביניהם יתרות הנזילות⁹² במערכת, רמת הזמינות שלה ורמת הריכוזיות בה.

יתרות נזילות בזה"ב משקפות מצב שבו יש עודף נזילות בחשבון העו"ש ובקו האשראי שבנק ישראל מעמיד לרשות המשתתפים כנגד ביטחונות. עודף זה מאפשר למשתתפים להעביר תשלומים בלא תלות בזיכויים שיועברו לחשבונם, ולכן יתרות נזילות גבוהות מפחיתות את סיכון הנזילות במערכת. יתרות הנזילות בזה"ב גבוהות ומתאפיינות במגמת עלייה. מגמה זו החלה באמצע 2008, עם המעבר ממצב של הלוואות לפיקדונות מוניטריים (איור 43).

זמינותה של מערכת זה"ב⁹³ נשמרה ברמה גבוהה מאז תחילת פעילותה. רמה גבוהה זו מעידה על יציבות ועל יכולת לקיים המשכיות עסקית. בשנת 2014 עמדה זמינות המערכת על 99.91%, בדומה לזמינות ב-2013 ולשיעורים המקובלים בעולם במערכות RTGS. לדוגמה, בשנת 2013 עמדו שיעורי זמינות מערכות ה-RTGS בארה"ב, שבדיה וברזיל על 99.96%, 99.8% ו-99.7% בהתאמה. זמינות המערכת בישראל עומדת ביעדי הזמינות שהציבו לעצמם הבנקים המרכזיים במדינות אלו, הנמצאים בין 99.8% ל-99.9%.

רמת הריכוזיות של המשתתפים במערכת זה"ב מסייעת לאמוד את הסיכון המערכתי הגלום בה. רמת הריכוזיות משקפת את היקפי הפעילות הבין-בנקאית (במונחי סכומים) של חמשת המשתתפים הפעילים ביותר⁹⁴, וככל שהיא עולה כך עולה רמת הסיכון המערכתי. יחס הריכוזיות במערכת זה"ב עמד בשנת 2014 על 83.1%, גידול של 0.4% לעומת

⁹² יתרות הנזילות מחושבות על פי ממוצעים יומיים: סך הנזילות במערכת זה"ב בניכוי סך החיובים הבין-בנקאיים.

⁹³ את רמת הזמינות אומדים לפי מספר השעות שהמערכת הייתה זמינה בהן מתוך סך שעות הפעילות שלה בשנה הנסקרת.

⁹⁴ יודגש כי אין בהכרח הקבלה בין גודלם של הבנקים לבין היקף פעילותם במערכת זה"ב.

השנה הקודמת (לוח 6). רמת הריכוזיות בישראל גבוהה יחסית לעולם (איור 44).

לוח 6
יחס הריכוזיות במערכת זה"ב
במונחי סכומים, 2008 עד 2014 (אחוזים)

יחס	הריכוזיות	השינוי השנתי
2008	79.2	
2009	76.6	-3.3
2010	77.6	1.2
2011	80.8	4.1
2012	81.6	1.0
2013	82.7	1.4
2014	83.1	0.4

ד. יציבות מערכות מס"ב ושב"א

לאחר ההכרזה על מערכות מס"ב ושב"א כ"מבוקרות" בשנת 2013, הרחיב בנק ישראל את פעולות הפיקוח המיושמות על מערכת "זיכויים, חיובים והעברות תשלומים", המופעלת בידי מרכז סליקה בנקאי בע"מ (מס"ב), ועל המערכות "שירותים בכרטיסי חיוב" ו"מכשירי בנק אוטומטיים", המופעלות בידי חברת שירותי בנק אוטומטיים בע"מ (שב"א) (להלן: "המערכות המבוקרות") כדי לוודא את יציבותן, יעילותן ופעילותן התקינה.

מערכות אלו נדרשות אף הן לעמוד בעקרונות ה-PFMI ועל כן החלה עבודה מול החברות המפעילות להטמעת העקרונות ולהחלת הוראות פיקוח. במקביל נדרשות החברות לפיתוח של התשתית הקיימת בהתאם להוראות המפקח על הבנקים והרשות להגבלים העסקיים, ובכלל זה פיתוח של מערכת "אשראית EMV".

ה. יציבות מסלוקת הנייר

1. ביטול מושב הסליקה הידני

בדצמבר 2009 התקבלה החלטה לבטל את מושב הסליקה הידני של הצ'קים. לאחר בחינה של הפעולות הנסלקות במושב הסליקה הידני התברר כי הסליקה של הנפקת ניירות ערך קונצרניים (אשר מהווה כ-90% מסכומי החיובים הידניים) מתבצעת במושב הידני. לאור זאת הוחלט על הקמת צוות בין-משרדי הכולל את נציגי בנק ישראל, הרשות לניירות ערך, מסלקות הבורסה וכמה רכזי הנפקה, אשר מטרתו הייתה לבחון את התהליך הקיים ולהציע תהליך סליקה שונה.

תהליך ההנפקה של ניירות ערך קונצרניים⁹⁵, כולל שלב סליקת הכספים, נערך בישראל זה שנים רבות בתהליך ידני – הרישום למסחר נערך בבורסה, והכספים נסלקים במושב הסליקה הידני שבמסלקת הצ'קים. סכום הכספים שנסלקו בגין ניירות ערך קונצרניים בשנת 2014 הסתכם ב-36 מיליארד ש"ח, מתוכם 32.6 מיליארד ש"ח באג"ח והיתר במניות.

תהליכי העבודה הקיימים בסליקת ניירות ערך קונצרניים כרוכים בסיכוני אשראי ובסיכונים תפעוליים לכל הגורמים המעורבים בתהליך, ובכלל זה – התאגידים המנפיקים, החתמים, הרכזים, חברי הבורסה, החברה לרישומים, המשקיעים והבורסה.

יישום הרפורמה למעבר מסליקה ידנית לתהליך ממוכן בהובלת הרשות לניירות ערך ובנק ישראל צפוי להתחיל במחצית השנייה של שנת 2015.

2. חוק הסליקה האלקטרונית

בשנים האחרונות נעשים מאמצים רבים לקידום חוק הסליקה האלקטרונית, שיוביל למעבר מסליקה פיזית של צ'קים לסליקה אלקטרונית. זאת באמצעות עצירת הצ'קים בבנק המציג (הבנק הגובה) ושליחה של קובצי תשלומים של הצ'קים לבנק הנמשך.

בחודש ינואר 2015 פורסם תזכיר חוק סליקה אלקטרונית של צ'קים, התשע"ה-2015. במהלך שנת 2015 יימשכו הליכי החקיקה בנושא זה.

ההיערכות של המערכת הבנקאית ליישום החוק כבר החלה, והיא צפויה להימשך לפחות כשנתיים.

יציבות מסלקות הבורסה

מסלקות הבורסה הן משתתפות במערכת זה"ב, ובנק ישראל מפקח על המערכת ועורך בקרה שוטפת על פעילות המשתתפים בה. כמו כן, בהתאם למזכר ההבנות אשר נחתם בין הרשות לניירות ערך ובנק ישראל, הוקמה ועדה מתאמת לפיקוח על מערכות תשלומים וסליקה, שתאפשר שיתוף פעולה בין הרגולטורים בעניין מסלקות הבורסה.

הרשות לניירות ערך פועלת לשינוי מבנה הבעלות (Demutualization) של הבורסה ולהפיכתה לחברה למטרות רווח. לכן בנק ישראל, בתפקידו כתומך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה בהתאם לעקרונות ה-PFMI, בוחן את ההשלכות של שינוי כאמור על המערכת הפיננסית ועל מערך התשלומים בישראל בכלל, ועל יציבותן ויעילותן של מסלקות הבורסה בפרט.

⁹⁵ מניות ואג"ח.

תיבה 1: מבנה החיסכון המוסדי של הציבור

במרוצת השנים הוחלו במערכת הפיננסית המקומית רפורמות מבניות רבות שקידמו אותה ליותר תחרותיות, יעילות ויציבות, זאת באמצעות הקטנת מעורבותם של הבנקים והממשלה בשוק ההון, מזעור ניגודי העניינים אצל הגופים הפעילים וביטול חסמים שונים בהחלטות ההשקעה ובמעבר בין גופים מנהלים.

אחת הרפורמות החשובות הייתה הרפורמה בשוק ההון (להלן: "רפורמת בכר"), שהמלצותיה פורסמו בספטמבר 2004 ויישומה החל מאמצע 2005. מטרתה העיקרית של הרפורמה הייתה לצמצם את הריכוזיות במערכת הפיננסית ואת ניגודי העניינים בה, ולהקטין את הדומיננטיות של הבנקים בחלק ניכר מהפעילות הפיננסית.

ערב הרפורמה, שלושת הבנקים הגדולים שלטו ב-80% מהנכסים שנוהלו בענף קרנות הנאמנות וב-73% מנכסי קופות הגמל, זאת מלבד שליטתם ב-78% מפקדונות הציבור במערכת הבנקאית¹ ובכ-75% מהאשראי למגזר הפרטי הלא פיננסי. הדומיננטיות של הבנקים הגדולים בניהול נכסי הציבור וברבדים נוספים של הפעילות הפיננסית יצרה פוטנציאל לניגוד עניינים מובנה בפעילותם, כתוצאה מעיסוקם ביעוץ השקעות לצד חיתום, ובניהול נכסים עבור אחרים לצד מתן אשראי וקבלת פיקדונות. ניגוד העניינים המובנה יצר פוטנציאל לניצול לרעה של כוחם של הבנקים, ובפרט על רקע של שוק הון שאינו תחרותי, עם חסמי מעבר גבוהים בין נותני השירותים הפיננסיים. על רקע זה אחד הצעדים החשובים שעליהם המליצה ועדת בכר היה הפרדת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים.

המערכת הפיננסית הגיבה במהירות להמלצות להפרדת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים, ואף על פי ש"חקיקת בכר" נתנה ארכה של שנים מספר להשלמת המהלך, כבר בתוך כמה חודשים בוצעו עסקאות רבות ליישום סעיף זה ברפורמה. בעקבות כך, הבנקים אינם מעורבים כמעט בניהול החיסכון לטווח קצר וארוך של הציבור. יחד עם זאת, המערכת הבנקאית נותרה ריכוזית מאד ונתח השוק של שני הבנקים הגדולים היווה בסוף 2014 כ-57% מסך נכסי המערכת הבנקאית.

מטרת התיבה להציג את מבנה השליטה בחיסכון המוסדי המנוהל עבור הציבור כעשור לאחר רפורמת בכר ולבחון האם קטנה הריכוזיות בניהול נכסי הציבור, וכן לבחון כיצד ניתן להמשיך ולשפר את מבנה השליטה והניהול של החיסכון המוסדי של הציבור.

החיסכון המוסדי של הציבור לטווחים בינוניים וארוכים

מאז סוף 2003 גדלה חשיבותו של החיסכון המוסדי של הציבור לטווחים בינוניים וארוכים, וחלקו בתיק הנכסים של הציבור עלה מכ-32% לכ-39%, בעיקר כתוצאה מהרפורמות בענף החיסכון הפנסיוני, ובהן הגדלת שיעורי ההפרשות לפנסיה, ביטול הפנסיה התקציבית ומעבר לפנסיה צוברת והחלת פנסיית חובה². בתוך החיסכון המוסדי לטווחים בינוניים וארוכים עלה משקלן של קרנות הפנסיה החדשות ושל תכניות ביטוח החיים, ואילו משקלן של קופות הגמל ירד בשל שינויי חקיקה אשר הקטינו את האטרקטיביות של החיסכון באמצעותן (איור 1).

בעוד שלפני רפורמת בכר נשלטו קופות הגמל וההשתלמות בידי הבנקים, קרנות הפנסיה בידי ההסתדרות ותכניות ביטוח החיים בידי חברות הביטוח, הרי שבסוף 2014 ענף החיסכון לטווחים בינוניים וארוכים, כמעט על כל רבדיו, נשלט בידי חברות הביטוח. נכון לסוף 2014 כ-64% מנכסי ענף החיסכון המוסדי הפעיל לטווחים בינוניים וארוכים³ (להלן החיסכון לט"א הפעיל) נשלטים בידי חמישה גופים מנהלים גדולים – ארבעה מתוכם הם חברות ביטוח. חברות הביטוח

¹ נכון לסוף 2003, עפ"י דוח הצוות הבין-משרדי לעניין הרפורמה בשוק ההון מספטמבר 2004.

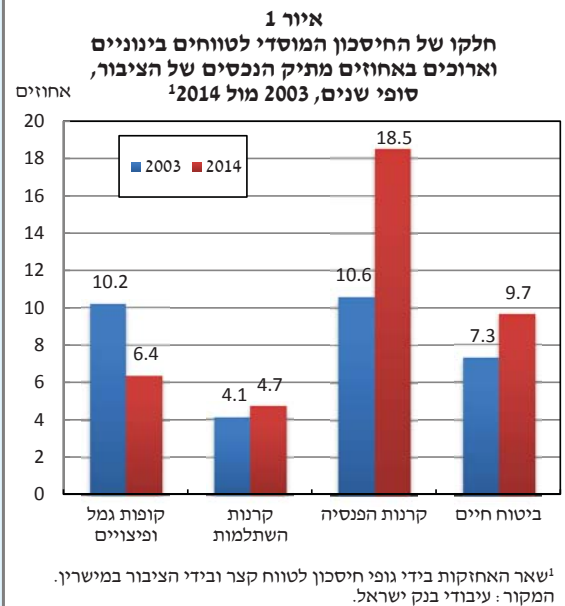
² עליית חלקו של החיסכון המוסדי לטווחים בינוניים וארוכים באה על חשבון ירידת משקלו של התיק המנוהל בידי הציבור במישרין, כגון פיקדונות המנוהלים בידי הציבור בבנקים, מניות ואג"ח המוחזקות בידי הציבור במישרין ועוד.

³ ענף החיסכון המוסדי לטווחים בינוניים וארוכים, ללא קרנות הפנסיה הוותיקות ותכניות הביטוח מבטיחות התשואה, החסומות מפני כניסת חוסכים חדשים.

שלטו נכון לסוף 2014 ב-65% מנכסי החיסכון המוסדי לט"א הפעיל, והיקף הנכסים המנוהל בידיהן הגיע למעל 500 מיליארד ש"ח (איור 2). הדומיננטיות של חברות הביטוח בניהול החיסכון לט"א הפעיל היא תוצאה של הרפורמה בענף הפנסיה שבוצעה בסמוך לרפורמת בכר במסגרתה רכשו חברות הביטוח את הבעלות גם על ענף הפנסיה הצומח, נוסף על שליטתן המלאה על כספי תכניות ביטוח החיים שנוהלו בידיהן עוד קודם לכן.

יתר על כן, כשבוחנים את מבנה הבעלות בכל אחד מענפי החיסכון המוסדי לט"א הפעיל בנפרד אפשר ללמוד כי הריכוזיות בהם גבוהה, ובולטת במיוחד בענפי הפנסיה והביטוח הפעילים, המהווים היום את אפיקי החיסכון הפנסיוניים העיקריים של הציבור, שאליהם מנותבות רוב ההפרשות השוטפות לפנסיה: 60% מנכסי תוכניות הביטוח המשתתפות ברווחים וכ-50% מנכסי קרנות הפנסיה החדשות נשלטים ע"י שני מנהלים בלבד, זאת נוסף על כך ששני מסלולי חיסכון אלה סובלים אף מניידות נמוכה המשתקפת בענף הביטוח גם בחוסר יכולת לנייד כספים בחלק מהמסלולים.

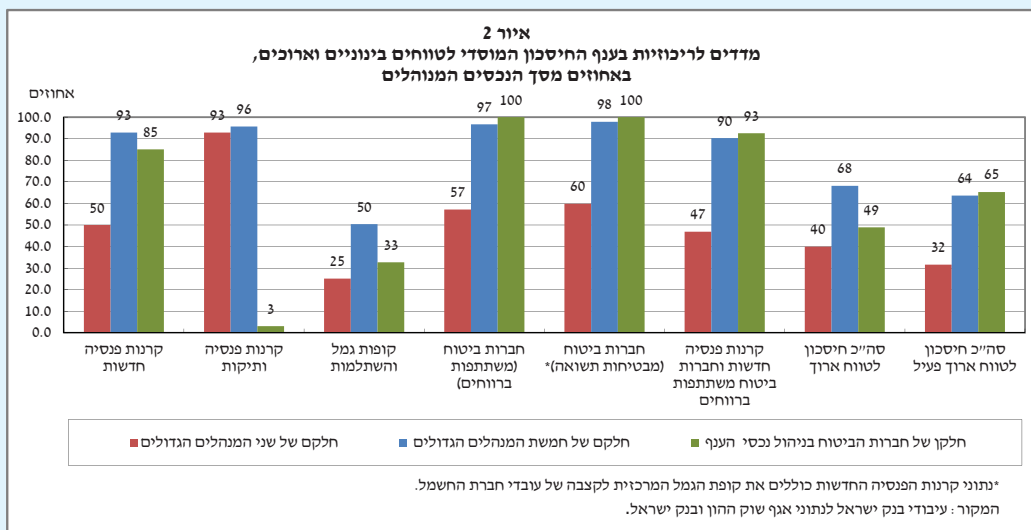
מאז 2003 חלה עלייה מהירה במשקלן של קרנות הפנסיה בתיק הנכסים של הציבור.



החיסכון המוסדי לטווח קצר

כיום הגופים הדומיננטיים בניהול החיסכון המוסדי של הציבור לטווח קצר הם בעיקר בתי ההשקעות וחברות הביטוח, זאת לאחר שרפורמת בכר גרמה להעברת השליטה על ענף קרנות הנאמנות מהבנקים. אף כי חלקן של חברות הביטוח בניהול נכסי הענף קטן בהרבה מחלקן בענף החיסכון המוסדי לט"א, גם בענף זה הריכוזיות גבוהה: גוף מנהל אחד שולט

הריכוזיות בחיסכון המוסדי הפעיל של הציבור לטווח בינוני וארוך בולטת במיוחד בקרנות הפנסיה החדשות ובתכניות הביטוח המשתתפות ברווחים.



לבדו בלמעלה מ-20% מהנכסים המנוהלים בענף, וכ-62% מהנכסים מנוהלים בידי חמישה מנהלים – ארבעה מתוכם שולטים במקביל בענף קרנות הנאמנות, תעודות הסל וניהול התיקים. לצד קרנות הנאמנות צמח ענף חדש של תעודות סל, שכמעט לא היה קיים ערב רפורמת בכר. הריכוזיות בענף תעודות הסל בולטת במיוחד – ארבעה מנהלים בלבד שולטים בענף כולו, שלושה מתוכם מנהלים קרוב ל-90% מנכסי הענף (איור 3). עם זאת, בחיסכון לטווח קצר אפשרות הניד בין המנהלים גבוהה.

השלכות מבנה החיסכון המוסדי של הציבור על היציבות ועל התחרות

לאחר המשבר הפיננסי העולמי של 2008 גברה המודעות בעולם לסכנה הנשקפת למערכת הפיננסית מפעילותם של גופים פיננסיים גדולים ומורכבים מדי (SIFI – Systemic Important Financial Institutions), והם זוכים עתה לפיקוח הדוק ולרגולציה מיוחדת. לאחרונה פרסם ה-FSB בשיתוף עם IOSCO שני מסמכי היועצות שמטרתם להרחיב את התחולה של SIFI גם לחברות פיננסיות, כמו

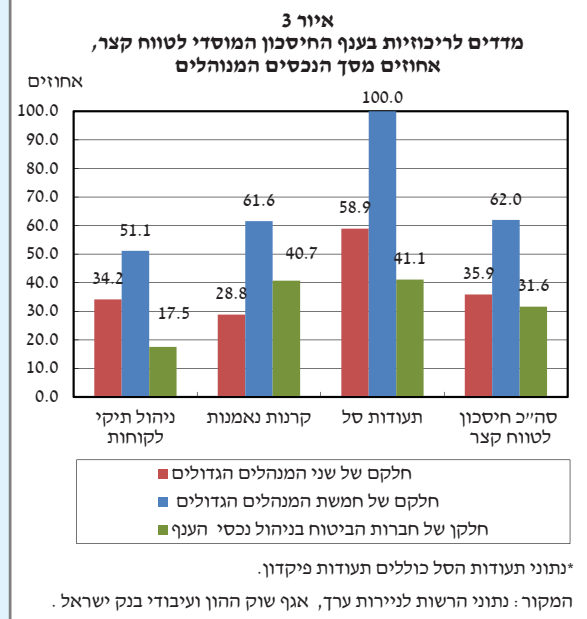
מנהלי תיקים, חברות מימון, דילרים, ברוקרים ועוד, נוסף על בנקים וחברות ביטוח. ערוצי ההדבקה העיקריים שתוארו במסמכים אלו כללו חשיפה גדולה של משתתפים שונים בשוק (כמו בעלי חוב ומשקיעים) לתאגיד הפיננסי, פגיעה במסחר, במחירי הנכסים ובאפשרויות המימון במקרה של פירוק התאגיד הפיננסי מנכסיו ופגיעה בשירותים מהותיים אם התאגיד הפיננסי מספק שירות קריטי שאין לו תחליף הולם. כן נקבעו גורמים כלליים המשפיעים על חשיבותו של הגוף, כמו גודלו, קשרי הגומלין שלו עם גורמים פיננסיים נוספים, התחליפיות למוצרים שהוא מספק והסיבוכיות או המורכבות של המבנה של התאגיד הפיננסי.

על רקע מבנה הבעלות שתואר לעיל, נראה כי גם לאחר השינויים המבניים שנעשו במערכת הפיננסית הודות לרפורמת בכר – מבנה החיסכון המוסדי של הציבור עדיין ריכוזי. הרפורמה הובילה להקטנה ניכרת בדומיננטיות של הבנקים במערכת הפיננסית, ובכך תרמה להקטנת ניגודי העניינים המובנים שהיו תוצאה של שליטת הבנקים על פיקדונות הציבור, על האשראי וגם על ניהול נכסי הציבור. כתוצאה מכך התאפשרה, בין היתר, התפתחותו של שוק אשראי חוץ-בנקאי התורם לגיוון מקורות המימון במשק ומקטין את ריכוזיות האשראי, ובכך את הסיכון ליציבות הפיננסית.

אולם, על אף השינויים הללו, גם היום מבנה השליטה בחיסכון המוסדי של הציבור איננו אופטימלי. החיסכון המוסדי של הציבור לכל הטווחים סובל מריכוזיות גבוהה, הבולטת במיוחד בענף החיסכון הפנסיוני – פנסיה חדשה וביטוח, ובחיסכון לט"ק בענף תעודות הסל. הריכוזיות הגבוהה עלולה להוות סיכון ליציבות הפיננסית. כך, למשל, חשש שיביא למשיכה מסיבית של כספים מאחד הגופים המנהלים עלול לגרום לזעזוע חזק בשווקים, ולהדבקה של מוסדות אחרים. לצד הריכוזיות הגבוהה סובל ענף החיסכון לטווח ארוך גם מניידות נמוכה והשילוב של שני אלה יחד עלול להקטין את התחרות בענף, ובכך לייקר את דמי הניהול ולפגוע בתשואות.

חלק מהריכוזיות ניתן לייחס ליתרונות לגודל – תוצאה של הידוק הרגולציה על הגופים הפעילים לאחר המשבר הפיננסי של 2008 בעולם כולו וגם בישראל – מהלך שהקשה על גופים מנהלים קטנים לעמוד בעלויות הגבוהות של

הריכוזיות בענף תעודות הסל גבוהה במיוחד.



הבקרה, הדיווח והגילוי. יחד עם זאת, עדיין יש מקום למספר רב יותר של גופים פעילים בגודל בינוני אשר יתרמו להגדלת התחרות ולהקטנת סיכוני ההדבקה.

נוסף על כך- חשיבותם של הגופים המוסדיים כמקור מימון למגזר העסקי הולכת וגדלה בשנים האחרונות, במקביל לירידת משקלם של הבנקים. התפתחות זו מחדדת עוד יותר את החשיבות שעשויה להיות להקטנת הריכוזיות בניהול נכסי הציבור, אשר עשויה לתרום גם להגדלת התחרות בתחום האשראי החוץ-בנקאי.

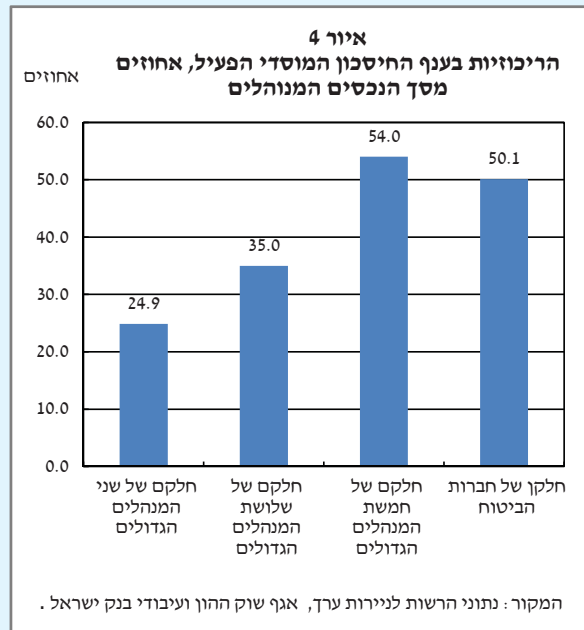
זאת ועוד, העובדה שחלק מהגופים הפיננסיים העוסקים בניהול נכסים עבור אחרים בהיקף כה משמעותי עוסקים גם בהשקעות נוסטרו, במתן אשראי ולעיתים גם בחיתום, יוצרת פוטנציאל לניגוד עניינים מובנה, כפי שהיה כאשר הבנקים שלטו ברבדים אלו של המערכת הפיננסית. אמנם קיימות הוראות דין שונות שנועדו לטפל בניגוד העניינים, אך טיפול בגורמים המבניים המניעים את ניגוד העניינים – כאשר הדבר אפשרי – עדיף על הוראות רגולטוריות.

סכום ומסקנות

רפורמת בכר נגעה בשעתה רק לקופות הגמל וקרנות הנאמנות, אשר ניהלו בסוף 2003 כ-20% מתיק הנכסים של הציבור. לאחר למעלה מעשור, תופעת הריכוזיות הקיימת בניהול נכסי הציבור נוגעת לכלל החיסכון המוסדי הפעיל של הציבור, המהווה 45% מתיק הנכסים של הציבור⁴. כ-53% מהחיסכון המוסדי הפעיל של הציבור, שהיקפו הגיע בסוף 2014 ל-1.4 טריליוני ש"ח, נשלט בידי חמישה מנהלים בלבד; שלושה מתוכם הם חברות ביטוח (איור 4). כאשר היקף כספי כה אדיר של נכסים מנוהל בידי מנהלים אחדים בלבד, התחרות נפגעת וגדלים סיכוני ההדבקה בעת משבר. על רקע הריכוזיות בניהול החיסכון המוסדי של הציבור יש לבחון כיצד ניתן להקטין את הריכוזיות הן משיקולי

יציבות פיננסית והן משיקולי עידוד התחרות. לשם כך יש למצוא דרכים לעידוד כניסתם של שחקנים נוספים לענף ולהתפתחותם של מכשירי חיסכון נוספים שיכולים להגביר את התחרות. למשל, אפשר לעודד את השימוש בקופות הגמל כמכשיר חיסכון פנסיוני באמצעות הרחבת יכולתן של קופות הגמל לשלם קצבה, ורכישת ביטוחים משלימים בנפרד. קופות הגמל נשלטות ברובן בידי בתי השקעות פרטיים, וכניסתן לענף הפנסיה הצומח במהירות עשויה לתרום להגדלת התחרות בענף, הסובל מריכוזיות גדולה. כמו כן, ניתן לעודד את התפתחותן של קרנות פנסיה העוקבות אחרי מדדי שוק מסוימים, ובכך להוזיל את עלויות הניהול ולאפשר גם לגופים פחות גדולים להתחרות. כן ניתן להרחיב את השימוש בקופות הגמל בניהול אישי. חלק מהצעדים הללו נמצאים בשלבים שונים של בחינה ויישום. כך למשל, יצאה לאחרונה טיוטת חוזר של אגף שוק ההון במשרד האוצר המרחיבה את יכולת השימוש בקופת גמל בניהול אישי. על רקע הסיכונים שהתגלו בשימוש במכשיר זה בעולם במשבר האחרון, יש לקדם את השימוש בו בזהירות, תוך מציאת פתרונות לכשלים שנחשפו. ולבסוף, יש להמשיך ולהפעיל פיקוח הדוק ואכיפה על הגופים הפיננסיים המנהלים, בשל הפוטנציאל לניגוד עניינים המובנה בפעילותם.

למעלה מ-50 אחוזים מהחיסכון המוסדי הפעיל של הציבור, שהיקפו מגיע ל-1.4 טריליוני ש"ח, נשלט בידי חמישה מנהלים.



⁴ כולל הנכסים המנוהלים בתעודות סל ועל ידי מנהלי תיקים. האומדן מוטה מעט כלפי מעלה שכן אינו מנוכה החזקות של תעודות סל ומנהלי תיקים בקרנות נאמנות ותעודות סל, בשל היעדר נתונים.

**לוח אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל 2011 עד אפריל 2015
(אחוזים)**

מערך ל-	2015	2014	2013	2012	2011	
א. הסביבה העולמית						
31/12/2014		3.4	3.4	3.4	4.2	שיעור הצמיחה הריאלי של התמ"ג העולמי
31/12/2014		3.2	3.3	3.1	6.7	שיעור הגידול של הסחר העולמי
30/04/2015	4.1	3.3	3.2	3.4	3.4	המרווח על אג"ח של המשקיס המתעוררים EMBI ¹ (ממוצע תקופתי)
30/04/2015	15.8	14.2	14.2	17.8	24.2	מדד VIX של Chicago Board Options Exchange (ממוצע תקופתי)
ב. הסביבה המקומית						
31/12/2014		65.8	66.3	67.1	68.3	היחס בין החוב הממשלתי לתמ"ג (סוף תקופה)
31/12/2014		-34.7	-28.6	-27.1	-26.7	היחס בין החוב החיצוני נטו לתמ"ג (סוף תקופה)
31/03/2015	114.3	114.4	115.1	120.5	126.0	היחס בין סך האשראי למגזר הפרטי לתמ"ג (סוף תקופה)
31/03/2015	100.3	100.3	101.7	109.5	115.9	היחס בין האשראי למגזר העסקי לתוצר של המגזר העסקי (סוף תקופה)
31/12/2014		58.6	57.7	56.9	57.9	היחס בין האשראי למשקי הבית להכנסה הפרטית הפנויה (סוף תקופה)
30/04/2015	0.76	0.88	1.20	1.69	1.58	פרמיית הסיכון של ישראל (מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ממוצע תקופתי)
30/04/2015	-0.1	0.3	1.5	2.6	2.2	הפער בין התשואה על אג"ח ממשלתית שקלית לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב ל-10 שנים (ממוצע תקופתי)
30/04/2015	4.0	3.2	4.4	6.6	4.3	המרווח בשוק אג"ח החברות – ס"כ האג"ח ללא אג"ח של חברות פיננסיות (ממוצע תקופתי)
ג. הנכסים הפיננסיים						
מדדי הסיכון (ממוצע תקופתי)						
25/03/2015	10.3	8.4	8.8	9.7	10.3	סטיית התקן הגלומה
26/03/2015	15.2	14.6	16.8	23.9	25.7	של שער החליפין
						של מדד ת"א 25
30/04/2015	10.1	5.3	6.2	6.6	9.2	סטיית התקן בפועל
30/04/2015	10.7	9.1	8.9	11.7	18.7	של שער החליפין
						של מדד המניות הכללי
מחירים ותשואות (במונחים שנתיים)						
30/04/2015	-0.7	12.0	-7.0	-2.3	7.7	שיעור השינוי של השקל לעומת הדולר (במהלך התקופה)
30/04/2015	-4.0	3.1	-7.6	-0.8	4.8	שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך התקופה)
30/04/2015	10.8	11.5	15.3	4.6	-22.1	שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך התקופה)
30/04/2015	0.9	1.6	2.5	3.3	4.2	התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-5 שנים (ממוצע תקופתי)
ד. עמידות המערכת הפיננסית						
מערכת הבנקאות² (סוף תקופה)						
31/12/2014		14.2	14.7	14.9	14.0	היחס בין ההון הכולל לרכיבי הסיכון ³
31/12/2014		9.6	9.7	9.1	8.4	היחס בין הון רובד 1 לרכיבי הסיכון ³
31/12/2014		0.15	0.25	0.41	0.39	היחס בין ההוצאה השנתית להפסדי אשראי לסך האשראי המאזני לציבור (מוכפל ב-100)
חברות הביטוח (סוף תקופה)						
31/12/2014		5.6	5.7	5.6	5.7	חלק ההון הראשוני בסך הנכסים
31/12/2014		44.0	42.6	41.5	40.3	משקל נכסי הסיכון בסך נכסי הנוסטר
קופות גמל⁴ (סוף תקופה)						
31/03/2015	70.7	70.0	68.6	66.9	63.8	משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
31/03/2015	39.1	38.1	33.8	30.6	29.0	היחס בין הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
ה. נזילות השווקים						
30/04/2015	5.4	4.7	4.7	4.4	4.9	מחזור המסחר הכולל בשווקים ⁵ (ממוצע תקופתי, מיליארדי ש"ח)

¹ Emerging Markets Bond Index

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

