

פרק ד'

השווקים הפיננסיים ומקורות המימון לפעילות במשק

- השווקים הפיננסיים בישראל ובעולם רשמו בשנת 2013 עליות שערים, על רקע ההרחבה המוניטרית שנקטו המשקיס המפותחים, בשעה שהפעילות הריאלית הוסיפה להיות ממותנת.
- שוויו של תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור המשיך לגדול, תוך גידול בחלקן של המניות בארץ ובחו"ל וקיטון בחלקם של הפיקדונות הבנקאיים. כן הוסיף לגדול חלקם של הנכסים שמנהלים הגופים המוסדיים, בעקבות רפורמות שנערכו בשנים האחרונות בשוק החיסכון הפנסיוני.
- האשראי במשק (ללא האשראי למגזר הפיננסי) עלה ב-2013 בכ-3%, כתוצאה מגידול באשראי למשקי הבית – בעיקר לדיור – שהתקזז באופן חלקי בידי קיטון באשראי למגזר העסקי.
- לירידה באשראי למגזר העסקי התלוותה ירידה של המרווחים והתשואות בשוק אג"ח החברות ושל הריביות על האשראי הבנקאי למגזר העסקי. שילוב זה מאפיין ירידה בביקוש של החברות לאשראי, והוא עולה בקנה אחד עם הירידה בקשיי המימון של החברות, כפי שזו משתקפת בסקרים שונים ובגידול בקווי האשראי הבלתי מנוצלים.
- שיקולים הנוגעים לניהול סיכונים, רגולציה והלימות הון השפיעו על הקצאת האשראי הבנקאי, והובילו לצמצום באשראי ללווים גדולים ולקבוצות עסקיות וכן להרחבה באשראי למשקי בית ולעסקים קטנים.
- הבדלים ברגולציה על חוב סחיר ובלתי סחיר הניעו את המשקיעים המוסדיים להמשיך להגדיל גם ב-2013 את ההלוואות הישירות לחברות, וזאת במקביל לגידול איטי בהנפקות של הון וחוב בשוק הראשוני.
- בשנת 2013 נמשך הגירעון בחשבון הפיננסי של מאזן התשלומים, וזאת כנגד עודף בחשבון השוטף.
- נמשך הגידול בהשקעות נטו של תושבי ישראל בחו"ל, ועיקרו השקעות פיננסיות בניירות ערך סחירים. בפרט המשיכו המשקיעים המוסדיים הישראלים להגדיל את חשיפתם לנכסים זרים, אך זאת תוך גידור מלא, ואף מעבר לכך, של הגידול בחשיפתם למטבע חוץ.
- ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל הגיעו לרמה גבוהה – של 11.8 מיליארדי דולרים – ורמתן ביחס לתמ"ג גבוהה בהשוואה בין-לאומית. מאידך גיסא, אחזקותיהם של תושבי חוץ במכשירי השקעה פיננסיים קצרים הוסיפו להצטמצם, וכתוצאה מכך הצטמצמה השפעתם על הכוחות קצרי הטווח המשפיעים על שער החליפין.

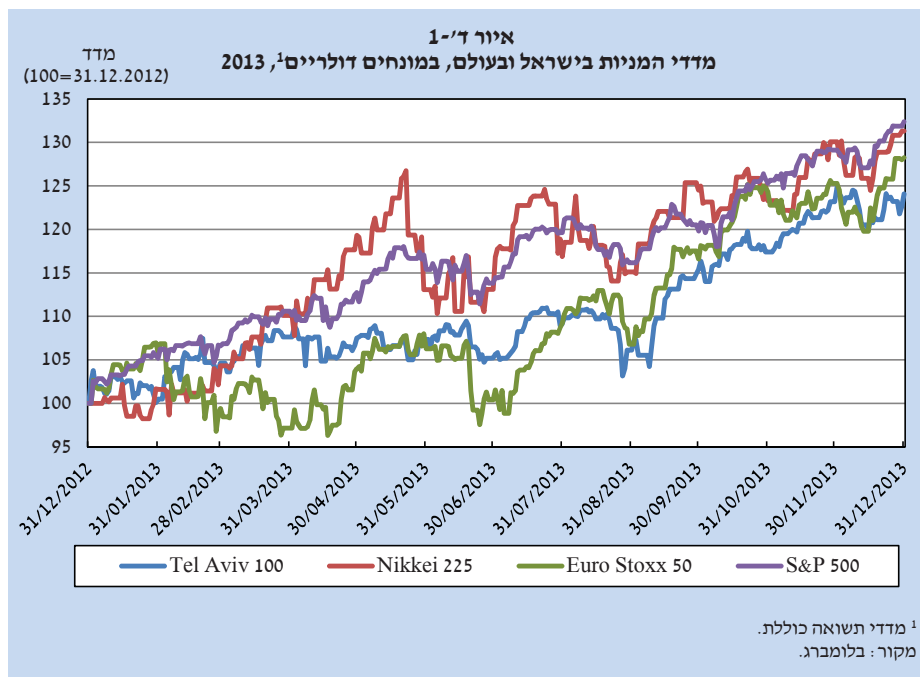
1. סקירת ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים

בשנת 2013 עלו השווקים הפיננסיים בישראל ובעולם. במהלך השנה המשיכה הפעילות הריאלית העולמית להיות ממותנת, אך בין המדינות ניכרה שונות בקצב ההתאוששות מהמשבר (ראו פרק א'). בשעה שהפעילות הריאלית הייתה ממותנת, שוקי ההון של המדינות המפותחות, ישראל בכללן, עלו במרוצת השנה בחדות, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה במשקים המפותחים (ראו פרק ג').

ההתפתחויות בשוקי המניות של המשקים המפותחים לא היו אחידות במשך השנה, והן הושפעו במידה משמעותית מההערכות בדבר המועד שבו יתחיל הצמצום ההדרגתי (tapering) של ההרחבה הכמותית בארה"ב (בפרק ז'-ג' מופיע דיון בצמצום ההדרגתי של ההרחבה הכמותית בארה"ב ובהשפעותיו), מההערכות בדבר עתידו של גוש האירו, ומנתוני הצמיחה ותחזיות הצמיחה במדינות השונות. מראשית השנה ועד מאי עלו שוקי המניות, על רקע הצהרות של קובעי המדיניות באירופה שהבהירו את מחויבותם לשמירה על שלמותו של גוש האירו, ועל רקע מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד ביפן. בסוף מאי הכריז ברננקי, אז יו"ר הבנק המרכזי האמריקאי¹, כי ייתכן שהבנק יחל לצמצם בהדרגה את רכישות האג"ח שהוא מבצע, ובתגובה לכך נראו ירידות בשווקים. בספטמבר ואוקטובר הודיעה FED כי הוא ימשיך לרכוש אג"ח בחודשים אלה, ובנובמבר התפרסמו באירופה נתוני צמיחה חיוביים לרבעון השלישי – כל אלה תמכו בעלויות החדות שהתרחשו בשליש האחרון של 2013 (איור ד'-1). לעומת המדינות המפותחות, המדינות המתפתחות הציגו ב-2013 תשואות שליליות, על רקע האטה שחלה ברבות מהן בנתוני הצמיחה ועל רקע בריחת הון בעקבות הציפיות לצמצום ההקלה הכמותית בארה"ב.

שוק המניות בישראל הגיב ב-2013 בפיגור לעלויות שחלו בשוקי המניות במרבית המדינות המפותחות, והתפתחות המחירים בו דמתה לזו שבאירופה. רק בתחילת ספטמבר, לאחר התרופפותה של המתיחות בזירה הסורית, החלו בו עליות חדות. עליות אלה קיבלו בספטמבר

מחירי המניות בישראל עלו בשנת 2013, בדומה למחירי המניות במרבית השווקים המפותחים.

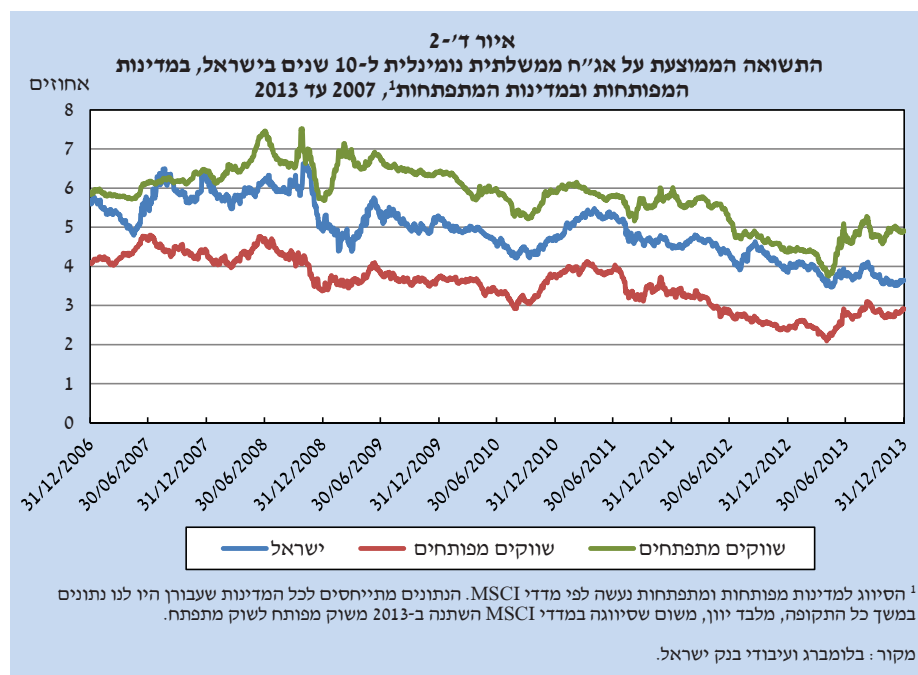


¹ ה-FED, Federal Reserve.

ואוקטובר תמיכה מהתחזיות שצפו כי תחול דחייה במועד התחלתו של הצמצום ההדרגתי בהרחבה הכמותית בארה"ב.

התשואות על האג"ח הממשלתיות הארוכות בישראל הוסיפו לרדת ב-2013, והתשואה על אג"ח ממשלתית נומינלית ל-10 שנים ירדה בסיכום השנה בכ-20 נקודות בסיס. התשואות הארוכות במדינות המפותחות והמתפתחות, לעומת זאת, החלו לעלות ב-2013, מתוך ציפייה לצמצום ההדרגתי בהרחבה הכמותית, וזאת לאחר כשנתיים של ירידה (איור ד'-2). כתוצאה מכך הצטמצם פער התשואות בין ישראל לבין המדינות המפותחות.

פער התשואות בין ישראל למדינות המפותחות הצטמצם, על רקע ירידה בריבית המוניטרית ובפרמיית סיכון המדינה של ישראל.



הצמצום בפער התשואות הושפע מהירידה בריבית המוניטרית ומהירידה בפרמיית סיכון המדינה של ישראל: מרווח ה-CDS של ישראל מבטא את הסיכון לחדלות פירעון, וב-2013 הוא ירד בכ-36 נקודות בסיס והגיע לרמתו הנמוכה ביותר מאז 2009, בהמשך למגמה שהחלה כבר ב-2012. זאת על רקע התאוששות בכלכלות המפותחות וירידה בסיכון לחדלות פירעון בהן, לעומת עלייה בסיכון לחדלות פירעון בכלכלות המתפתחות. הירידה שחלה במרווח ה-CDS של ישראל ב-2013 קיבלה תמיכה גם (א) מהירידה בסיכונים הפיסקליים: אישור התקציב ל-2013—2014 הגביר את אמון המשקיעים במחויבות הממשלה למשמעת פיסקלית (ראו פרק ו'), ו-(ב) מהירידה בסיכונים הגיאו-פוליטיים, בפרט בזירה הסורית. על רקע הירידה בתשואות על האג"ח הממשלתיות, ובמקביל לעליות בשוק המניות, עלה גם שוק אג"ח החברות בישראל והתשואות עליהן הגיעו לרמת שפל.

2. החיסכון במשק ותיק הנכסים הפיננסיים של הציבור

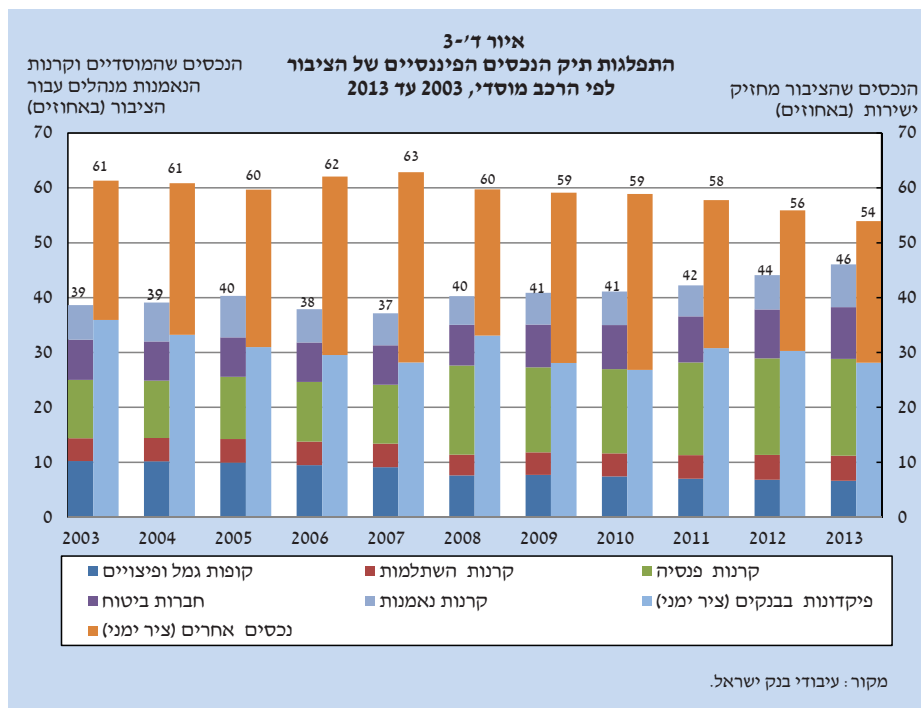
סך החיסכון הלאומי הגולמי של המשק הישראלי עמד ב-2013 על כ-209 מיליארד ש"ח. סכום זה, לצד ההון המיובא נטו שאינו מופנה לצריכה, מהווה את הבסיס להשקעות במשק הישראלי. תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור (לוח ד'-1) כולל את הרכב ההשקעות הפיננסיות של הציבור ואת האחזקות של בעלי שליטה בחברות סחירות.

בשנים האחרונות קיימת יציבות בגודלו של תיק הנכסים של הציבור ביחס לתוצר המקומי הגולמי, לאחר שעד 2007 נתון זה צמח במהירות. המגמות שבלטו במרוצת העשור האחרון בהרכבו של תיק הנכסים היו (א) קיטון בחלקם של המזומן והפיקדונות והמק"ם, שקיבל תמיכה מהירידה המהירה שחלה בעולם המפותח ובישראל ברמת הריביות והתשואות הריאליות, (ב) גידול בחלקן של אג"ח החברות הסחירות, שקיבל תמיכה מהרפורמות שנערכו באפיקי החיסכון במשק, ו-(ג) גידול בחלקן של המניות בחו"ל, שקיבל תמיכה מהרפורמה שנערכה במיסוי: זו השיתה לראשונה מס על השקעות פיננסיות בישראל והשוותה את שיעורי המס על ניירות ערך בארץ לשיעורים בחו"ל. שוויו של תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור הוסיף לגדול ב-2013, על רקע עליות השערים בשווקים הפיננסיים השונים. היתרות של המניות בארץ ובחו"ל עלו ב-2013 ביותר מ-20% (כל אחת). לפי אומדני בנק ישראל, העלייה בארץ נובעת רובה ככולה מעלייה במחירים, בשעה שפחות ממחצית מהעלייה בחו"ל נובעת מעלייה במחירים; השאר נובע מרכישת מניות. יש לציין שלפי אומדני בנק ישראל, גם בשלוש השנים הקודמות ניכר גידול מהיר – של למעלה מ-10% בשנה – ברכישת מניות בחו"ל, וחלקן של המניות בחו"ל בתיק הנכסים גדל מהר יותר מחלקן של כל נכס אחר.

במקביל לשינויים בהרכבו של תיק הנכסים חלו גם שינויים בהרכב המחזיקים (איור ד'-3). בעשור האחרון ירד חלקם של הנכסים הפיננסיים שהציבור מחזיק במישרין, בפרט בפיקדונות בבנקים, וכנגדו עלה חלקם של הנכסים הפיננסיים שהציבור מחזיק בעקיפין, באמצעות המשקיעים

שוויו של תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור המשך לגדול ב-2013, תוך גידול בחלקן של המניות בארץ ובחו"ל וקיטון בחלקם של הפיקדונות הבנקאיים.

חלקם של הנכסים שמנהלים הגופים המוסדיים הוסיף לגדול, על רקע רפורמות שנערכו בשנים האחרונות בשוק החיסכון הפנסיוני.



3. לוחות השקעה בנירות עוד ישראלים הנסחרים בחו"ל, ולקטש השקעה בתעודות סל הנסחרות בתל אביב על מדדים בחו"ל.
4. מפתח רואר 2008 הניתן כלל את התבחי"בות הממשלש לסייע לקרנות הפנסיה החוותיקות. התבחי"בות זו עמדו בפברואר 2008 על 72 מיליארדי ש"ח.
5. מקור: : עיבודי בנק ישראל.

השקעות של תושבי ישראל													
בחו"ל ⁵													
אחר	מניית	אג"ח	פיקדונות	מק"מ	מניית	אג"ח חברות ²			אג"ח ממשלתיות			שיעור	
						בלתי	סחירות	סחירות	בלתי	סחירות	מזומן	התיק	
התפלגות באחוזים													
1.9	2.0	3.2	3.7	15.1	3.6	2.3	1.9	11.4	14.3	40.6	233.1	1,313.1	2003
1.4	2.7	3.6	3.7	16.8	4.5	2.7	2.4	10.2	14.2	37.9	240.1	1,420.9	2004
1.9	3.4	4.3	3.9	18.8	4.1	3.6	4.0	8.7	12.7	34.6	263.0	1,648.1	2005
2.2	3.8	4.1	3.9	21.5	4.6	3.9	5.0	7.5	11.0	32.5	272.3	1,831.7	2006
2.4	3.8	3.6	4.1	23.9	3.3	3.9	7.4	6.6	10.2	30.9	284.8	2,046.9	2007
2.7	3.0	3.1	3.9	11.7	3.5	2.9	6.9	11.2	13.9	37.2	245.6	1,877.8	2008
2.5	4.6	3.1	3.2	18.8	2.7	2.6	8.7	9.4	12.6	31.7	284.2	2,299.9	2009
2.5	5.5	3.2	2.3	21.4	2.7	2.2	9.3	8.7	12.0	30.1	295.1	2,556.1	2010
2.7	5.9	3.8	1.8	15.5	3.0	2.2	9.4	9.6	12.1	34.0	273.4	2,526.1	2011
3.1	6.7	3.9	1.1	15.0	2.6	1.9	9.4	9.4	13.1	33.6	274.1	2,722.6	2012
3.1	7.7	3.8	0.8	16.8	2.6	1.6	9.0	9.4	13.0	32.0	281.3	2,961.4	2013

הציבור אינו כולל את הממשלה, את בנק ישראל, את הרשותות של תושבי חוץ ואת הנבקים המסחריים והנבקים למשכנתאות.² כולל אג'נ'ה לחמור.

³ אחזקות של המוסדיים בלבד.

כולל אופציות Warrant⁴.

⁵ לרבות השקעה בנירות עד ישראלים החסירים בחו"ל, ולמעט השקעה בתעודות סל המסחרות בתל אביב על מדדים בחו"ל.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

המוסדיים² וקרנות הנאמנות. כתוצאה מכך, המקורות שבידי המשקיעים המוסדיים גדלו בתקופה הנידונה בקצב מהיר יותר מהמקורות שבידי הבנקים.

העלייה בחלקם של המשקיעים המוסדיים נובעת בעיקר מעלייה בחיסכון לטווח ארוך, בראש ובראשונה בקרנות הפנסיה החדשות, וזאת על רקע רפורמות בשוק החיסכון הפנסיוני; לעומת זאת ירד חלקן של קופות הגמל באחזקות בנכסי הציבור, וזאת על רקע שינויי חקיקה שפגעו באטרקטיביות שלהן³.

מגזר קרנות הנאמנות גדל ב-2013 במהירות. סך הנכסים של קרנות הנאמנות גדל ב-35%, ל-230 מיליארד ש"ח. בניכוי השפעות מחיר (צבירות נטו) גדלו נכסי הקרנות בכ-31% – שיעור הגידול הגבוה ביותר מאז 2003. עיקר הצבירות נטו היה בקרנות כספיות, בקרנות המתמחות באג"ח אחרות⁴, ובמניות בארץ ובחו"ל. מאחר שהיקף ההנפקות של מניות ושל אג"ח חברות נטו היה נמוך יחסית, העלייה בביקושים לאפיק המנייתי והאג"חי דרך קרנות הנאמנות תמכה בהתפתחויות שחלו בשנה האחרונה – העלייה במדדי המניות והירידה של מרווחי אג"ח החברות. את העליות החדות שחלו בנכסיהן של קרנות הנאמנות ב-2013 ניתן לחלק לשתי תופעות: (א) מעבר מפיקדונות בנקאיים, שבהם הריביות נמוכות משמעותית מריבית בנק ישראל והנזילות נמוכה, לקרנות כספיות, שמתאפיינות בתשואה קרובה מאוד לריבית בנק ישראל ובנזילות גבוהה, וזאת ברמת סיכון נמוכה, בדומה לפיקדונות הבנקאיים. מעבר זה התרחש על רקע העובדה שריבית בנק ישראל ירדה לרמה נמוכה מאוד. יתרת הפיקדונות הבנקאיים סבלה בשנה האחרונה מקיפאון, בשעה שקצב הגידול ארוך הטווח שלה עומד על כ-6% ושקול לכ-50 מיליארד ש"ח. היתרות בקרנות הכספיות, לעומת זאת, עלו בכ-26 מיליארד ש"ח. (ב) מעבר לקרנות המתמחות במניות ובאג"ח. מעבר זה הושפע מהרמה הנמוכה של הריביות הבנקאיות ושל התשואות על האג"ח הממשלתיות: אלה הניעו את הציבור לחפש אפיקי השקעה המתאפיינים בפרופיל תשואה וסיכון גבוהים יותר. האחזקות בתעודות הסל גדלו אף הן בחדות ב-2013. סך האחזקות (ללא תעודות פיקדון, שהיקפן עלה כמעט פי שניים והגיע לכ-20% מהשוק) גדל בכ-50%, לרמה של כ-89 מיליארד ש"ח. הגידול התרכז בתעודות סל על מניות ואג"ח בישראל ועל שווקים מפותחים באמריקה ובאירופה, והיקפו משמעותי מאוד גם לאחר שמנטרלים את השפעת העלייה במחירי הנכסים הפיננסיים. היקף האחזקות של הציבור בתעודות סל על מניות בישראל עומד בסוף 2013 על כ-32 מיליארד ש"ח, כ-5% משווי השוק של המניות בבורסה (כ-8% מהכמות הצפה) – לעומת כ-3% (כ-5.5% מהכמות הצפה) ב-2011 – וזאת על רקע ההיקפים הנמוכים יחסית של הנפקות ההון.

מגזר קרנות הנאמנות צמח במהירות ב-2013, בעיקר באפיקי הקרנות הכספיות, אג"ח אחרות ומניות בארץ ובחו"ל.

האחזקות בתעודות סל גדלו ב-2013 בחדות. שוויין של תעודות הסל על מניות בישראל עלה לכ-5% משווי השוק של המניות בבורסה.

3. מימון הפעילות במשק

מימון הפעילות במשק נגזר מהביקוש למקורות מצד הממשלה, משקי הבית והמגזר העסקי, ומנגד – מהמקורות הפנימיים של מגזרים אלה ומהיצע החיסכון המופנה למתן אשראי ולהשקעה בהון מניות (לוח ד'-2). הממשלה זקוקה למקורות כדי לממן את הגירעון בתקציב והיא לווה נטו. משקי הבית הם מלווים נטו, אולם חלקם – בפרט הצעירים יותר – זקוקים לאשראי, בעיקר כדי

² קרנות פנסיה, חברות ביטוח, קופות גמל וקרנות השתלמות.

³ פירוט על השינויים בשוק החיסכון הפנסיוני ובשוק הגמל מופיע אצל אחדות, ל. וא. ספיבק, "מערכת הפנסיה בישראל לאחר חמש-עשרה שנות רפורמה", מחקר מדיניות 8, מכון ון ליר בירושלים, 2010.

⁴ הקרנות המתמחות באג"ח אחרות אמנם משקיעות בעיקר באג"ח חברות, אולם הן משקיעות חלק ניכר מנכסיהן באג"ח ממשלתיות. קרנות אלה הגדילו השנה את אחזקותיהן באג"ח ממשלתיות. לכן, אף על פי שנכסיהן של הקרנות המתמחות באג"ח ממשלתיות ירדו השנה, סך האחזקות באג"ח הממשלתיות בתיק הנכסים של קרנות הנאמנות גדל ב-2013 בכ-30%.

להעביר הכנסות מהעתיד להווה⁵. המגזר העסקי הוא לווה נטו ומשתמש באשראי למימון הפעילות השוטפת ולצורכי השקעה. צורכי המימון של הממשלה ומקורות גיוס החוב שלה מפורטים בפרק ו'. להלן נפרט את צורכי המימון ואת מקורות גיוס החוב של משקי הבית ושל המגזר העסקי.

לוח ד'-2				
ההתפלגות של יתרת החוב במשק לפי מגזרים מלווים ומגזרים לווים (ללא המגזר הפיננסי), דצמבר 2013, מיליארדי ש"ח				
מגזרים לווים				סך החוב
ממשלה	העסקי	משקי הבית	המגזר	
במשק				
837	79	388	369	סך החוב לבנקים
506	15	386	105	אשראי לציבור שלא לדיור
265			265	אשראי לציבור לדיור
66	64	2		אג"ח סחירות
538	381	150	7	סך החוב למוסדיים
58	7	44	7	הלוואות
292	218	74		אג"ח סחירות
188	156	32		אג"ח בלתי סחירות
12		1	10	סך החוב לחברות כרטיסי אשראי
12		1	10	הלוואות
243	98	145	0	סך החוב לתושבי חוץ
130	4	126	0	הלוואות
91	72	19		אג"ח סחירות
22	22	0		אג"ח בלתי סחירות
27		4	23	החוב ממקורות ממשלתיים
27		4	23	אשראי מכוון
244	154	90		החוב למשקי בית ואחרים
244	154	90		אג"ח סחירות
1900	711	779	410	סך החוב

המקור: עיבודי בנק ישראל.

א. משקי הבית

צורכי המימון של משקי הבית נובעים מהפער בין הכנסותיהם לסך הצריכה שלהם, והם חוסכים נטו. אך חלק ממשקי הבית צורכים כאמור אשראי על מנת לצרוך, בתקופות מסוימות, בסכומים שחורגים מהכנסתם השוטפת. ביטוי לכך ניתן לראות בתיק הנכסים של הציבור: רובו שייך למשקי הבית ושוויו גבוה משמעותית מיתרת האשראי למשקי הבית – זו עמדה בסוף 2013 על 410 מיליארד ש"ח, והאשראי לדיור מהווה כ-70% ממנה.

⁵ בהתאם לתיאוריית מחזור החיים (Modigliani, 1949), הפרטים מנסים להחליק צריכה לאורך חייהם; השימוש באשראי מאפשר להעביר הכנסה מתקופה לתקופה וכך להחליק צריכה. לשם המחשה, המשכנתאות הן חלק משמעותי מהאשראי למשקי בית, וכאשר משקי בית רוכשים דירה באמצעות משכנתא, הם מעבירים הכנסות מהעתיד כדי לצרוך שירותי דיור בהווה.



האשראי לדיור מסביר בשנים האחרונות את עיקר העלייה באשראי למשקי הבית. קצב הגידול השנתי שלו אמנם התמתן מאמצע 2011, בעקבות צעדי מדיניות שנקטו בנק ישראל והממשלה⁶, אולם רמתו עדיין גבוהה (איור ד'-4) והיקף המשכנתאות החדשות הגיע ב-2013 לרמת שיא (ראו פרק ז'-א'). הריבית הריאלית המשוקללת על משכנתאות חדשות ירדה מסוף 2011, אולם באמצע 2013 היא פסקה לרדת, ובמחצית השנייה של השנה היא אף עלתה מעט, אף על פי שהריבית המוניטרית והתשואות הארוכות הוסיפו לרדת במהלך 2013. שינוי המגמה בריבית הריאלית על המשכנתאות, אשר לוה כאמור בהתייבבות של קצב הגידול באשראי למשכנתאות, התרחש על רקע המגבלות שהמפקח על הבנקים הטיל בשנה האחרונה על שוק המשכנתאות⁷, ועל רקע התמתנות מסוימת שחלה במחצית השנייה בעלייה במחירי הדירות. קצב הגידול השנתי באשראי שלא

בשנת 2013 נמשך הגידול באשראי לדיור וקצב הגידול התייצב ברמה גבוהה. קצב הגידול של האשראי למשקי בית שלא לדיור החל לעלות מאמצע השנה.

לדיור התמתן מאז 2012, ובאמצע 2013 אף הגיע לרמה אפסית, אולם מאז החל הקצב לעלות, וזאת במקביל להתייבבות בקצב הגידול באשראי לדיור (איור ד'-4).

השינויים ביתרות האשראי לדיור ושלא לדיור נובעים בעיקר מהשינויים באשראי הבנקאי למשקי בית. התקנות של הפיקוח על הבנקים קובעות כי במסגרת חישוב נכסי הסיכון, האשראי לדיור מקבל לרוב משקל נמוך ממשקלם של האשראי העסקי או של האשראי למשקי בית שלא לדיור⁸, והגדלתו של חלק זה באשראי הבנקאי, שהתבססה על ביקושים גבוהים מצד משקי הבית, סייעה לבנקים לעמוד בהוראות הפיקוח לגבי יחסי ההון: מסוף 2008 ועד לרבעון השלישי של 2013 הגדילו הבנקים את סך החשיפה ברוטו (לפני הפסדי אשראי) למשקי הבית בכ-120 מיליארד ש"ח, והקטינו את סך החשיפה ברוטו (לפני הפסדי אשראי) למגזר העסקי בכ-53 מיליארד ש"ח; שינויים אלה התבטאו בגידול של כ-17 מיליארד ש"ח בלבד בנכסי הסיכון של הבנקים⁹. הגידול שחל באשראי למשקי בית, ובפרט באשראי לדיור, על חשבון האשראי למגזר העסקי מגדיל את חשיפתם של הבנקים למחירי הדירות, ומאידך גיסא הוא משפר את פיזור תיק האשראי שלהם. האשראי לדיור אינו משמש רק למימון שירותי דיור, אלא גם לצורכי השקעה; התשואות והריביות הנמוכות ששררו במשק, ועמן העובדה שהמס המוטל על נכסים פיננסיים גבוה מהמיסוי האפקטיבי על השקעה ישירה בדיור, הגבירו את האטרקטיביות של רכישת דירה להשקעה¹⁰. שיעור משקי הבית שבבעלותם שתי דירות ויותר עלה מ-3.3% ב-2008 ל-7.9% ב-2012. אולם

בשנים האחרונות נרשם גידול מהיר במשקלו של האשראי לדיור בסך האשראי הבנקאי, והדבר עקבי עם עמידת הבנקים בהוראות המפקח על הבנקים לגבי יחסי ההון.

כמחצית מהחוסכים שבחרו בשנים האחרונות לרכוש דירה כנכס להשקעה נעזרו באשראי לצורך הרכישה.

⁶ הרחבה על אודות הצעדים שנקטו מופיעה בדוח בנק ישראל לשנת 2011, פרק ד'.

⁷ בפרק ז'-א' מופיעה הרחבה על השינויים שנערכו ב-2013 בהוראות המפקח על הבנקים.

⁸ זאת לאור תרומתו לפיזור תיק האשראי ועקב היותו מובטח בנכס למגורים.

⁹ גידול של 120 מיליארד ש"ח בחשיפה למשקי הבית התבטא בגידול של 53 מיליארד ש"ח בנכסי הסיכון, ואילו קיטון של 53 מיליארד ש"ח בחשיפה למגזר העסקי התבטא בקיטון חד יותר – של 36 מיליארד ש"ח – בנכסי הסיכון. זאת משום שבמסגרת החישוב של נכסי הסיכון, האשראי למגזר העסקי מקבל משקל גבוה יותר.

¹⁰ לא רק משקיעים רוכשים דירות ממניע נכסי: גם ברכישת דירה למגורים קיים רכיב נכסי, והוא מושפע מהגורמים המשפיעים על המשקיעים.

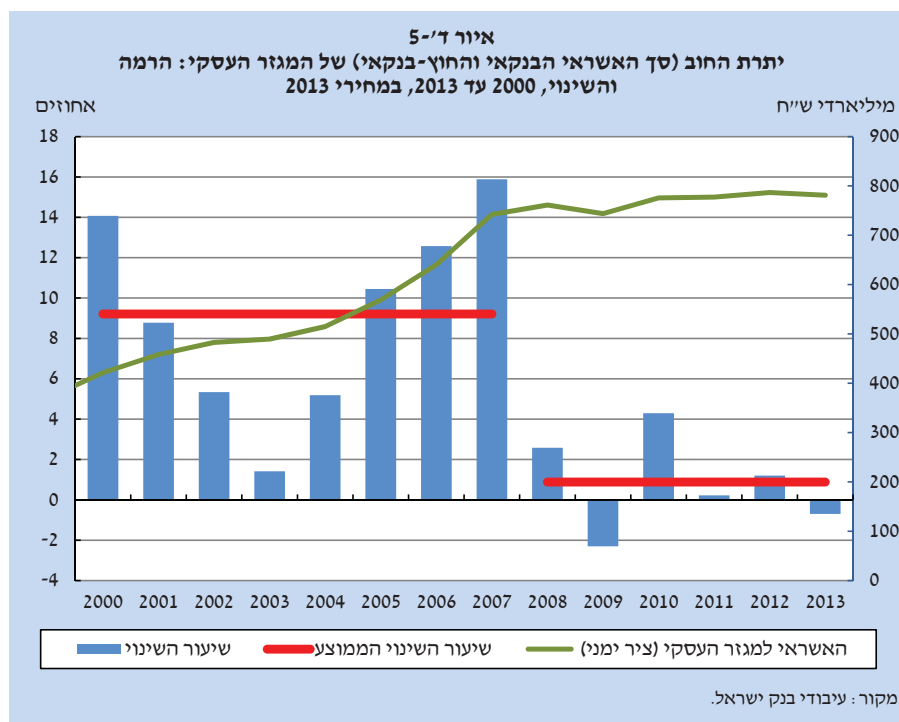
אפיק השקעה זה אינו משוכלל, ולא ניתן לחלק דירה, שעלוותה גבוהה, ליחידות השקעה קטנות; כתוצאה מכך, חלק מהחוסכים שבחרו לרכוש דירה כנכס להשקעה זקוקים לאשראי, והם מהווים כמחצית ממספר המשקיעים בדירות¹¹. כ-15% מסך המשכנתאות שניתנו ב-2013 נועדו לרכישת דירות להשקעה, מעט גבוה מהנתון המקביל ל-2012.

ב. המגזר העסקי

בשנת 2013 הסתכמה ההשקעה בענפי המשק בכ-137 מיליארדי ש"ח, בדומה לשנת 2012, שבה ההשקעה בענפי המשק הסתכמה בכ-134 מיליארדי ש"ח¹² (הרחבה על ההשקעה במשק מופיעה בפרק ב'). השקעות אלו ממומנות באמצעות מקורות פנימיים (רווחים לא-מחולקים), אשראי והון מניות.

בשנים שחלפו מאז פרוץ המשבר הפיננסי העולמי נרשם גידול איטי באשראי למגזר העסקי במחירים קבועים (איור ד'-5), והדבר הוביל לכך שהיחס בין האשראי למגזר העסקי ובין התוצר העסקי ירד מרמה של כ-120% ב-2009—2010 לכ-100% ב-2013 – שיעור נמוך בהשוואה למדינות מפותחות אחרות. במקביל נרשמה האטה בגיוסי ההון בבורסה לניירות ערך בתל אביב. התפתחויות אלה התרחשו אף על פי שבנק ישראל נקט מדיניות של הרחבה מוניטרית במטרה לתמוך בפעילות העסקית ולמתן את קשיי הנזילות אשר יכבידו על הצמיחה במשק. על רקע זה עולה השאלה האם קיימת מגבלה אפקטיבית על מקורות המימון של המגזר העסקי, אשר עשויה לפגוע בפעילותו הריאלית.

בשנים האחרונות נרשם גידול איטי באשראי למגזר העסקי, תוך ירידה חדה ביחס בין האשראי למגזר העסקי ובין התוצר העסקי.



¹¹ הרחבה על מאפייני המשקיעים בדירות מופיעה בתיבה ב'-3 בדוח בנק ישראל לשנת 2011.

¹² במחירי 2010, לפי נתוני החשבונאות הלאומית. צורכי המימון של המגזר העסקי כוללים, נוסף להשקעה, גם פעילות שוטפת, וצורך מימוני זה אינו מתבטא בנתוני ההשקעה של החשבונאות הלאומית.

מסקרים שונים עולה כי במגזר העסקי ניכרה ב-2013 ירידה קלה בשיעור החברות המדווחות על מגבלת מימון חמורה, לאחר ששיעור זה עלה מאמצע 2011. מגבלת המימון הנוכחית גבוהה ביחס לרמתה ב-2010, אף על פי שהריבית והתשואות בשוק ירדו מאז, אך עדיין מדובר במגבלה נמוכה משמעותית מאלה ששררו עם החרפתו של המשבר הפיננסי הגלובלי בסוף 2008 ועם המיתון שהתפתח במחצית הראשונה של העשור הקודם. כמו כן, במרבית ענפי המשק מגבלת המימון המדווחת חמורה פחות ממגבלות אחרות על הרחבת פעילותן של החברות.

ההשפעה המועטה יחסית שהייתה לקשיי המימון על פעילות החברות עשויה לנבוע מכך שהחברות סבלו מרמת ביקושים נמוכה יחסית לעבר והורידו את ניצולת ההון הפיזי, ולכן צורכי ההשקעה שלהן היו מתונים (ראו דיון בפרק ב'). זאת ועוד, כפי שנראה בהמשך הפרק, בשנת 2013 היה לחברות תזרים גבוה של מזומנים מפעילות שוטפת, ובמקביל לכך הן הגדילו את ההנפקה של הון מניות. לעומת זאת, האשראי למגזר העסקי הצטמצם עקב קיטון באשראי הבנקאי, והעלייה בהלוואות ממשקיעים מוסדיים קיזזה את הקיטון רק באופן חלקי. מחיר האשראי יכול לספק אינדיקציה למקורה של הירידה באשראי למגזר העסקי – האם היא נובעת מצד ההיצע או מצד הביקוש: ירידה של עקומת ההיצע לאשראי צפויה להתבטא בקיטון בכמות האשראי ובעלייה במחירו, ואילו ירידה של עקומת הביקוש של החברות לאשראי צפויה להתבטא בקיטון בכמות האשראי ובירידה במחירו¹³. כפי שנראה בהמשך, כמות האשראי אמנם ירדה הן בשוק הבנקאי והן בשוק האג"ח הסחירות, אך לצד זאת ירד גם מחיר האשראי, והדבר מרמז כי הירידה באשראי נבעה בעיקר מהאטה בביקושים. אשר לצד ההיצע, נראה כי החובה של הבנקים להגדיל את הלימות ההון לא היוותה מגבלה אפקטיבית על היצע האשראי שלהם: ארבע מתוך חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות הגיעו כבר ברבעון השלישי של 2013 ליחס הון ליבה גבוה מ-9%, כלומר מוקדם מתאריך היעד מהנדרש על פי המתווה שקבע המפקח על הבנקים. מאידך, גיסא, שיקולים של ניהול סיכונים, ומגבלות על חשיפתם של הבנקים ללווים גדולים ולקבוצות עסקיות, השפיעו על תמהיל האשראי הבנקאי למגזר העסקי.

בשנת 2013 דיווחו החברות במשק על ירידה קלה במגבלת המימון הניצבת בפניהן.

הירידה שחלה ב-2013 במחיר האשראי העסקי, במקביל לירידה בכמותו, מרמזת כי הקיטון באשראי נבע בעיקר מהאטה בביקושים.

מקורות המימון של המגזר העסקי

מודלים תיאורטיים שונים מראים כי בעיות אינפורמציה ובעיות סוכן עלולות למנוע ביצוע של השקעות בעלות ערך נוכחי נקי חיובי. לפי המודלים הללו, לגיוס של הון/ חוב בשוק החיצוני יש עלות גבוהה יותר מעלותו של ההון הפנימי, כי המשקיעים דורשים פרמיה מפני שלחברה המגייסת יש יותר אינפורמציה על איכותה, או מפני שאין להם פיקוח מלא על השימוש שנעשה בכסף והם חוששים מניצול בידי המנהל¹⁴.

¹³ אנחנו אומדים את מחיר האשראי בשוק הבנקאי כמרווח בין הריבית הנדרשת על אשראי בשוק זה לבין הריבית שמשלמים הבנקים על פיקדונות, ואת מחיר האשראי בשוק החוץ בנקאי – כמרווח בין הריבית הנדרשת על אשראי בשוק זה לבין הריבית על אג"ח ממשלתיות.

¹⁴ ראו לדוגמה:

Myers, S. and Majluf, N. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investors do not have", NBER Working Paper Series, No. 1936.

Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers

The American Economic Review, Vol. 76, No. 2, 323-329.

Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360.

1. מקורות פנימיים

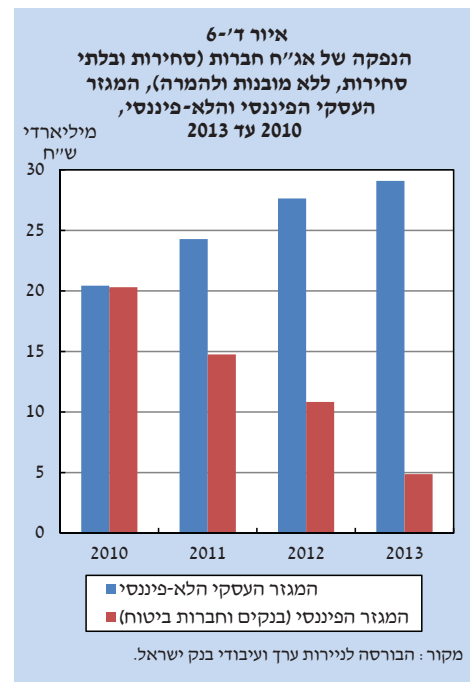
בארבעת הרבעונים האחרונים¹⁵ נרשמה בחברות הציבוריות הלא-פיננסיות בישראל¹⁶ עלייה הן בשיעור הרווח המצרפי בסך המאזן והן בשיעור התזרים המצרפי מפעילות שוטפת בסך המאזן. עלייה זו המשיכה עלייה דומה שהתרחשה בשנה הקודמת, והעלייה בשנתיים אלה חלה הן בעקבות עלייה ברווח ובתזרים המצרפיים של החברות הציבוריות והן בעקבות ירידה בסך המאזן שלהן. בשעה שהרווח כשיעור מסך המאזן נמצא סביב הממוצע ארוך הטווח, התזרים המצרפי והתזרים המצרפי הלא-מחולק כשיעור מסך המאזן נמצאים ברמה גבוהה מבחינה היסטורית – 5.3% ו-4.3%, בהתאמה. כתוצאה מהעלייה ברווחי החברות, וכן מהיציבות היחסית בדיבידנדים המחולקים ובשיעורם מהמאזן, היינו עדים בשנתיים האחרונות לעלייה גם ברווחים הלא-מחולקים ובשיעורם מסך המאזן, אם כי רמתם עדיין נמוכה יחסית.

התזרים המצרפי מפעילות שוטפת של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות הסתכם בארבעת הרבעונים האחרונים ב-89.5 מיליארדי ש"ח, ואלה מהווים 63% מסך ההשקעה בענפי המשק בשנת 2013. התזרים מפעילות שוטפת בניכוי דיבידנדים הסתכם בארבעת הרבעונים האחרונים בכ-72 מיליארדי ש"ח, ואלה מהווים כ-51% מסך ההשקעה בענפי המשק בשנת 2013.

במידה שהחברות הציבוריות הלא-פיננסיות מהוות אינדיקציה לכלל החברות – או לפחות לחברות הגדולות במשק – ניתן לומר כי הרמה הגבוהה יחסית של התזרים מפעילות שוטפת מאפשרת לחברות לממן את פעילותן השוטפת ולבצע השקעות תוך תלות נמוכה יחסית בגיוס של חוב או הון חיצוני.

2. אשראי

לחברות בישראל יש ארבעה מקורות עיקריים לנטילת אשראי (לוח ד'-3): הבנקים, שוק ההון, הלוואות ממוסדיים והלוואות מחו"ל. יתרת האשראי למגזר העסקי (הלא-פיננסי) מכל המקורות ירדה בשנת 2013 ב-2% ביחס לסוף 2012; האשראי הבנקאי (ללא אג"ח) ירד השנה בשיעור של 3.5%, במקביל לירידה בריבית הבנקאית למגזר העסקי ובמרווח בין האחרונה לריבית על הפיקדונות (איור ד'-8); האשראי מחו"ל (ללא אג"ח) ירד ב-4.2% במונחים שקליים, בעקבות התחזקות השקל; והאשראי משוק ההון, המורכב מאג"ח סחירות ובלתי סחירות, ירד בשנה האחרונה ב-2.3%, במקביל לירידה בתשואות ובמרווחים (איור ד'-7). לעומת אלה, ההלוואות ממוסדיים עלו בשנה האחרונה בכ-31%, בהמשך לעלייה בעלת



¹⁵ הנתונים החשבונאיים שלהלן מתייחסים לרבעון האחרון של 2012 ולשלושת הרבעונים הראשונים של 2013.

¹⁶ כל החברות הציבוריות שסיווג הבורסה אינו משייך לענף פיננסי. בבדיקה נכללות גם חברות אחזקה, ומאחר שדוחותיהן מושפעים מנתוני החשבונאיים של החברות הבנות שלהן, קיימת ספירה כפולה של חלק מהחברות במשק. דיון בסוגיה זו, ובאופן שבו היא מגבילה את הניתוח של חברות ציבוריות בישראל, מופיע בתוך: זלקינדר, ח., נ. שטיינברג ור. שטיין (2012), "הצעה מתודולוגית לבחינת רמתם של מחירי המניות", ניירות תקופתיים 2012.03, בנק ישראל.

תזרים חזק מפעילות שוטפת אפשר לחברות הציבוריות לממן את פעילותן תוך תלות מצומצמת בגיוס הון או חוב.

האשראי למגזר העסקי ירד בשנת 2013 כתוצאה מירידה בכל מקורות המימון, למעט הלוואות ממוסדיים; אלה הוסיפו לעלות גם השנה.

לוח ד'-3

החוב של המגזר העסקי (ללא בנקים וחברות ביטוח) לפי אפיקי הגיוס (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים), 2008 עד 2013

2013	2012	2011	2010	2009	2008	
388	404	408	412	390	415	סך החוב לבנקים ¹
2	4	3	3	3	4	מזה: אג"ח סחירות
151	153	149	135	140	157	סך החוב למוסדיים
45	35	26	18	15	12	מזה: הלוואות ²
540	557	557	546	530	571	סך החוב למגזר הפיננסי
145	150	148	129	130	126	סך החוב לתושבי חוץ
126	131	126	104	103	93	מזה: הלוואות
4	5	4	5	4	5	אשראי מוכוון מהממשלה
90	83	77	82	72	41	אג"ח סחירות שבידי משקי בית ואחרים ³
779	795	786	762	735	743	סך החוב לכל המלווים
561	572	561	536	509	520	הלוואות
186	185	185	185	177	166	אג"ח סחירות
32	38	40	41	49	57	אג"ח בלתי סחירות
259	263	259	264	265	272	צמוד מדד
203	220	226	204	209	220	צמוד מט"ח
317	312	301	294	262	250	לא-צמוד

¹ תושבי ישראל בלבד, נתוני סולו כולל סניפי חו"ל ולא כולל חברות בנוי בחו"ל.

² כולל הלוואות מחברות כרטיסי אשראי שאינן באחריות/ ערבות הבנקים.

³ האחרים הם חברות עסקיות ופיננסיות.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

היקפים דומים ב-2011 ו-2012, אם כי חלקן נמוך הן בסך האשראי למגזר העסקי והן בסך נכסי המוסדיים (לוח ד'-3).

מאז 2010 עולה היקף ההנפקות ברוטו של אג"ח החברות במגזר העסקי הלא-פיננסי (איור ד'-6). אולם בדומה ל-2012, אין בכך כדי לקזז את קצב הפדיונות, ולפיכך ירדה בשנת 2013 יתרת האג"ח של המגזר העסקי הלא-פיננסי, תוך הגדלת חלקן של האג"ח הסחירות (לוח ד'-3). זאת אף על פי שרמת התשואות בשוק אג"ח החברות ירדה וכך הוזילה את עלות גיוס החוב של החברות. העלייה בהיקף ההנפקות ברוטו של המגזר העסקי הלא-פיננסי חלה במקביל לפינוי מקורות האשראי שהתרחש בשנים האחרונות עם ההקטנה בהיקף ההנפקות האג"ח ברוטו של הבנקים (איור ד'-6), ככל הנראה עקב הגבלות שהטיל המפקח על הבנקים בנוגע לאפשרות לכלול במסגרת הון הליבה את שטרי ההתחייבות שהבנקים מנפיקים. כתוצאה מצמצום הנפקת האג"ח הבנקאיות פחת חלקן של הנפקות אג"ח בדירוגים גבוהים.

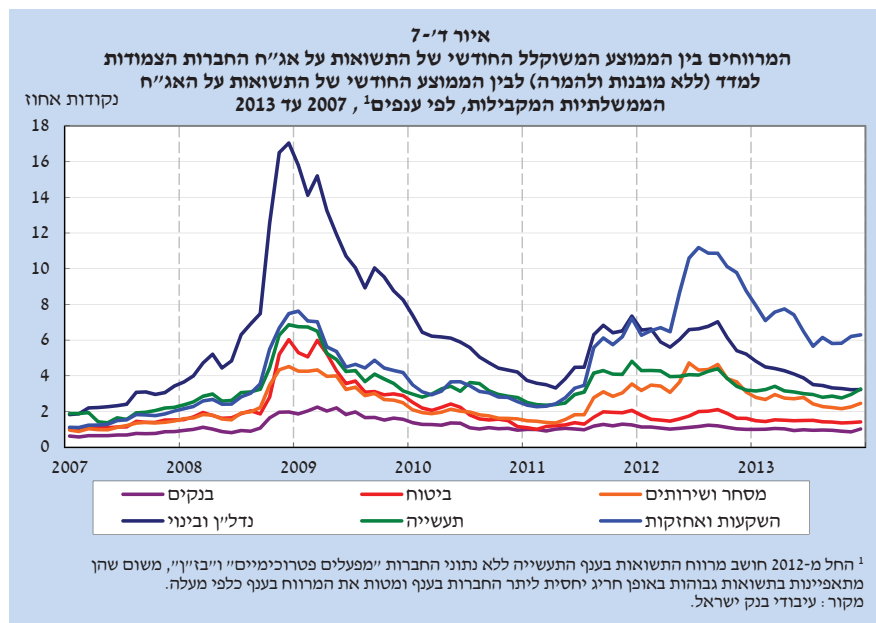
בשנת 2013 חלה עלייה משמעותית בהיקף החובות שנכנסו להסדר חוב. היקף זה נובע ממספר מצומצם של חברות אשר להן יתרת חוב גדולה. מאז 2009 נכנסו להסדר 108 חברות, ושווי החוב הכולל שלהן (בעת הכניסה להסדר) עמד על כ-38 מיליארד ש"ח, המהווים כ-13% מיתרת האג"ח הסחירות בסוף 2013. כרבע מהחברות הללו עדיין נמצאו בסוף 2013 בתהליך הסדר שטרם נשלם¹⁷, ורובן שייכות לענף הנדל"ן.

בשנת 2013 עלה היקפן של הנפקות האג"ח ברוטו של המגזר העסקי הלא-פיננסי, במקביל לפינוי מקורות אשראי, עקב קיטון בהיקפן של הנפקות האג"ח ברוטו של הבנקים.

¹⁷ כולל חברות שאין זה הסדר החוב הראשון שלהן בתקופה הנבחנת.

בשנת 2013 ירדו מרווחי
התשואות של אג"ח
החברות, על רקע גידול
בהשקעות הציבור
בקרנות הנאמנות
המשקיעות באג"ח
אלו לצד קיטון במלאי
האג"ח.

מרווחי אג"ח החברות ירדו במהלך השנה והם נמצאים ברמה נמוכה יחסית לשנתיים האחרונות; במקביל לכך הגדיל הציבור את אחזקותיו באג"ח אלה דרך קרנות הנאמנות. בלטה במיוחד הירידה במרווחים של אג"ח חברות בדירוג BBB: הם ירדו מכ-13 נקודות אחוז בתחילת השנה לכ-6 נקודות אחוז בסופה. בחלוקה לענפים מתקבלת תמונה מורכבת (איור ד'-7); במרבית הענפים נרשמה ירידה או יציבות במרווחים, אולם בענף התעשייה ובענף המסחר והשירותים נרשמה במחצית השנייה של השנה עלייה במרווחים.



הירידה שחלה במרווח אג"ח החברות, ביחס לתשואות של האג"ח הממשלתיות המקבילות, משקפת ככל הנראה ירידה בפרמיית סיכון האשראי של החברות במשק. אולם ייתכן שהיא משקפת גם גידול במספר האג"ח שמגדירים להן אמות מידה פיננסיות ושנותנים להן ביטחונות, בעקבות המלצות הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת אג"ח לא-ממשלתיות (ועדת חודק)¹⁸. הירידה שהתרחשה במרווח ב-2013 קיבלה תמיכה גם מכך שקרנות הנאמנות המשקיעות באג"ח חברות נהנו מגיוס נטו גבוה, וזאת במקביל לקיטון במלאי האג"ח.

נוסף על הירידה במרווח נמשכה בשנה האחרונה גם הירידה בתשואות של האג"ח הממשלתיות, ויחד הן משקפות ירידה ברמת התשואות של אג"ח החברות. רמת התשואות הנמוכה מאפשרת לחברות גדולות לגייס חוב סחיר בעלויות נמוכות מאוד, ובכך תומכת ביכולתן לבצע השקעות ולהגדיל את הפעילות, כמו גם למחזר חוב בעלות נמוכה ולשפר את יציבותן. אף על פי כן היקף ההנפקות נטו של החברות היה בפועל שלילי, והדבר עשוי להצביע על ביקושים מתונים לאשראי בשוק אג"ח החברות.

ההיקף השלילי של
ההנפקות נטו של אג"ח
החברות, למרות רמת
התשואות הנמוכה, עשוי
להצביע על ביקושים
מתונים לאשראי בשוק
אג"ח החברות.

¹⁸ הרחבה בנושא מופיעה אצל דרור, ג. (2013), "שלוש שנים ליישום המלצות ועדת חודק", אתר הבורסה לניירות ערך שבכתובת www.tase.co.il.

3. הון מניות

בשנת 2013 הונפק בבורסה בת"א הון מניות בהיקף של כ-6.2 מיליארדי ש"ח. היקף ההנפקות גבוה ביחס ל-2012 (כ-3.5 מיליארדי ש"ח בלבד) ונמוך במעט מממוצע ההנפקות בשנים 2008–2013. היקף ההנפקות השנה נמוך גם בהשוואה לממוצע ארוך הטווח בתקופה שקדמה למשבר העולמי של 2008 (1993–2007) – כ-10 מיליארדי ש"ח במחירי 2013. השנה הנפיקו בבורסה 4 חברות חדשות (IPO) – כ-5% מהיקף ההנפקות השנה – אולם מנגד נמחקו מהמסחר 38 חברות. כאשר בוחנים את ההנפקות לפי ענפים, מוצאים כי לענפי הנדל"ן והתעשייה יש בשנים האחרונות חלק בולט בסך הנפקת המניות. שני ענפים אלו מהווים כ-70% מהיקף הנפקות ההון בכל אחת משלוש השנים האחרונות (2011–2013). השימוש הרב של ענף הנדל"ן בהנפקת הון נובע מכך שהוא ענף עתיר הון ומכך שבשנים האחרונות חל בו גידול מהיר יחסית לענפים אחרים במשק; ייתכן שב-2013 הדבר נבע גם מירידה באשראי הבנקאי לענף זה. אשר לענף התעשייה, רוב חברות התעשייה שהנפיקו ב-2013 בבורסה בתל אביב שייכות לתחומי הטכנולוגיה העילית והביומד ונמצאות בראשית דרכן; כלומר הן עדיין אינן יכולות להעמיד ביטחונות כנגד אשראי בנקאי או חוץ-בנקאי ולכן בוחרות להתממן באמצעות הנפקת הון. זו גם הסיבה לכך שבניגוד לענף הנדל"ן, אשר מנפיק גם היקף גבוה יחסית של אג"ח חברות, חלקו של ענף התעשייה באג"ח החברות נמוך יחסית ומורכב בעיקר מחברות תעשייה מסורתיות.

מחירי המניות עלו ב-2013, ולצד הירידה ברווחי החברות הובילו לעלייה ביחסי התמחור במשק¹⁹; אלה נמצאים ברמה גבוהה יחסית לממוצע בעשור האחרון: מכפיל הרווח הנקי ההיסטורי של מדד ת"א 100 עלה במהלך 2013 לרמה של 19.6²⁰. רמתו הגבוהה יחסית של מכפיל הרווח נובעת בעיקר מהירידה ברווחי החברות; לעלייה ברמת המחירים, שנתמכה בידי הירידה של התשואות על אג"ח ממשלתיות²¹, הייתה השפעה פחותה על המכפיל. מהשוואה בין-לאומית מתברר כי מכפיל הרווח של מדד ת"א 100 עלה במקביל לעלייה במכפילי הרווח של מדדי המניות העיקריים במדינות המפותחות ולירידה במכפיל של מדד המדינות המתעוררות (MSCI Emerging Markets), והוא נמצא במרכז טווח המכפילים של מדדי המדינות המפותחות.

בשנת 2013 הונפקו 4 חברות חדשות, לעומת 38 שנמחקו מהמסחר. סך ההנפקות של מניות היה נמוך בהשוואה לממוצע ארוך הטווח.

הנפקת המניות בענפי הנדל"ן והתעשייה מהווה כ-70% מסך הנפקת המניות בכל אחת משלוש השנים האחרונות.

מכפיל הרווח נמצא ברמה גבוהה הן בשל ירידה ברווחי החברות והן בשל עלייה במחירי המניות.

4. השוק המשני והתיווך הפיננסי במשק

א. הרגולציה

רגולציה מתאימה יכולה לצמצם את החיכוכים הנוצרים בשוק ההון כתוצאה מאינפורמציה א-סימטרית ו/או בעיות סוכן, וכך לתרום להקצאת המקורות במשק תוך צמצום בעלויות ושיפור

¹⁹ גורם נוסף לעלייה ביחסי התמחור של החברות נעוץ בשינויים בהרכב המדדים ובמשקלות של החברות בהם, ובפרט בכך שמניית "אופקו" – מניה בעלת שווי שוק גבוה ביחס לנתוני החשבונאיים – נרשמה למסחר בבורסה בת"א והשתלבה במדדים המובילים.

²⁰ חישוב מכפיל הרווח מבוסס על שווי השוק, ללא התאמה לדיבידנדים שחולקו; מכפיל הערך היזמי לרווח מפעולות שוטפות (EV/EBIT) מבוסס על שווי שוק מותאם להתחייבויות, זכויות מיעוט ומזומנים, ולכן הוא פחות רגיש למדיניות הדיבידנד של החברות. במקרה של החברות הלא-פיננסיות מכפיל זה נמצא בסוף 2013 ברמה של 21.66, מעט מתחת לממוצע ההיסטורי שלו. פירוט על חישוב היחסים הפיננסיים המצרפיים מופיע אצל זלקינדר, ח. נ. שטינברג ור. שטיין, "הצעה מתודולוגית לבחינת רמתם של מחירי המניות" (2012), ניירות תקופתיים 2012.03, בנק ישראל.

²¹ תשואתן של האג"ח הממשלתיות הנתפסות כחסרות סיכון משמשת כריבית האלטרנטיבית להשקעה המסוכנת יותר במניות. כמו כן היא משמשת כסמן לריבית ההיוון (אשר כוללת גם פרמיית סיכון) במודל תמחור הנכסים. לכן הירידה בתשואתן תורמת לעלייה בשווי החברות ובמכפיל הרווח.

הרגולטורים יזמו בשנים
האחרונות שורה של
צעדים לחיזוק שוק
ההון ; חוק הריכוזיות
צפוי לצמצם את הסיכון
המערכתי במשק ואף
עשוי להוזיל את מקורות
המימון של המגזר
העסקי.

היציבות בשווקים. הרגולטורים יזמו בשנים האחרונות צעדים שונים על מנת להגביר את היציבות, את התחרות, ואת אמון המשקיעים בבנקים, במשקיעים המוסדיים ובשוק ההון. צעדים אלה כללו הקמת צוות לבחינת הגברת התחרותיות בענף הבנקאות (ועדת זקן)²², הקמת ועדה בנושא השקעות המוסדיים באג"ח חברות (ועדת חודק), הקמת ועדה בנושא השקעות המוסדיים בהלוואות ישירות (ועדת גולדשמידט), חקיקה של חוק האכיפה המנהלית, החמרת המגבלות על עסקאות עם בעלי עניין (תיקון 16 לחוק החברות) והמגבלות על שכר הבכירים (תיקון 20 לחוק החברות וכן נוהל בנקאי תקין 301), והקמת ועדה לבחינת תהליכים לעריכת הסדרי חוב (ועדת אנדורן). נוסף על כך חוקקה הכנסת את החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות. חוק זה כולל הפחתה של הריכוזיות והגבלה של מבני פירמידה, וצעדים אלה אמורים בין השאר לצמצם את בעיית הסיכון המוסרי (moral hazard) הכרוכה בנטילת אשראי ולהקל על ניטור (monitoring) הלווים, היות שהם מצמצמים את קשרי הגומלין הסבוכים בין החברות הציבוריות המרכיבות את הפירמידות. בדרך זו אמורים הצעדים להוזיל את מקורות המימון של המגזר העסקי. החוק גם מסמיך את שר האוצר ונגיד בנק ישראל, או את באי כוחם, לקבוע הוראות המגבילות את סך האשראי שיינתן לתאגיד או לקבוצה עסקית בידי גופים פיננסיים במצטבר, והדבר צפוי למנוע מינוף יתר של תאגידים וקבוצות עסקיות ולצמצם את הסיכון המערכתי (systemic risk) הנובע מקיומם של תאגידים, ובעיקר קבוצות עסקיות, גדולים וממונפים.

רגולציה על שוק ההון יוצרת עלויות ישירות ועקיפות לחברות הנסחרות, לגופים המוסדיים ולמשקיעים פרטיים. במידה שעלויות אלו אינן הכרחיות ובמידה שהן אינן תורמות ליציבות הפיננסית, הן פוגעות בכדאיות של החברות להיות ציבוריות ובהנגשת המסחר בבורסה למשקיעים, וייתכן כי הן תרמו בעקיפין גם לירידה בפעילות בבורסה (ראו תיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2012). על רקע זאת פרסמה הרשות לניירות ערך מסמך של יעדים להקלות ברגולציה. בין ההקלות: ביטול כפילויות בדיווחי החברות, אחידות בסוגי הדיווח, הארכת התוקף של תשקיף המדף ל-36 חודשים, הקלות בדרישות הרגולטוריות החלות על חברות קטנות, ועוד. הרשות גם הקימה את הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח, וזאת במטרה לקדם מימון של חברות טכנולוגיה עילית באמצעות הבורסה, תוך מתן הקלות ברגולציה לחברות מתאימות.

ב. הבורסה

בשנת 2013 חלה
התאוששות מסוימת
במחזורי המסחר במניות
בבורסה.

בשנים האחרונות חלה בבורסה בתל אביב ירידה מתמשכת במחזורי המסחר במניות, גם בהשוואה למחזוריים בבורסות זרות²³, ומגמה זו נמשכה גם במחצית הראשונה של 2013. במחצית השנייה של השנה ניכרה התאוששות מסוימת במחזורי המסחר היומיים, אולם הם עדיין נמוכים משמעותית ביחס לרמות השיא של שנת 2010. התאוששות זו התרחשה – בדומה להתפתחותם של מחירי המניות – במקביל לעלייה במחזורי המסחר בחו"ל. היא ניכרת גם במחזורי המסחר בערך נקוב ובמהירות המחזור ולכן אינה נובעת מהעלייה במחירי המניות, אך הדבר נכון בעיקר לגבי מדד ת"א 100 ולגבי מדד המניות הכללי, ולא לגבי מדד ת"א 25. מכאן שהמניות הגדולות, המהוות את רוב אחזקותיהם של המשקיעים הזרים, נהנו מעלייה פחותה במחזורים, ולכן סביר להסיק כי הייתה רק השפעה מוגבלת לכך שהאריכו את שעות הפעילות בבורסה בתל אביב, במטרה להרחיב את החפיפה עם שעות המסחר בארה"ב כדי להגדיל את פעילות הזרים.

²² פירוט על המלצות הצוות מופיע בפרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2012.

²³ הרחבה מופיעה בתיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2012.

המחזורים הנמוכים של המסחר במניות, ועמם הירידה המתמשכת במחזורי המסחר בנגזרים, פוגעים בנזילותו וביעילותו של השוק המשני וכך פוגעים בעקיפין גם בשוק הראשוני. על רקע זאת הרשות לניירות ערך יזמה ב-2013 הקמת ועדה שתבחן כיצד ניתן להגדיל את היקפי המסחר. דוח הביניים של הוועדה כולל בין היתר את ההמלצות הבולטות הבאות: לבחון את האפשרות להפוך את הבורסה לתאגיד למטרות רווח; להרחיב את סוגי החברות בבורסה; להקים מאגר השאלות מרכזי וממוחשב במסלוקת הבורסה ולהנגיש אותו לכל הפעילים בשוק ההון; לעודד מסחר אלגוריתמי תוך הפחתת הסיכונים הכרוכים בו.

חלק מההמלצות עשויות לתרום לשיפור הנזילות הנמוכה בשוק המניות ולסייע לחברות במשק לגייס הון דרך הבורסה. אולם המלצות נוספות – כגון אלה הנוגעות למסחר במוצרים פיננסיים חדשים שאינם קשורים למניות – מתייחסות לתחומים אחרים, וספק אם הן יתרמו לשיפור הנזילות בשוק המנייתי. שתיים מהמלצות הוועדה טומנות בחובן סיכונים בולטים, ואלה עלולים להאפיל על התועלת שהן עשויות להביא לנזילות בשוק המשני: (א) ההמלצה לאפשר לבנקים לשמש כעושי שוק בעייתית, מאחר שהגברת מעורבותם של הבנקים במסחר במניות טומנת בחובה סיכונים ליציבות המערכת הבנקאית והפיננסית. זאת בין השאר בהתחשב בלקחים שהופקו ממשבר מניות הבנקים שפרץ בישראל בשנת 1983 ומהמשבר הפיננסי שפרץ בעולם בשנת 2008. כמו כן, לנוכח מרכזיותם של הבנקים בישראל בתחומי האשראי, החיתום, הברוקראז' והייעוץ, ההמלצה יוצרת לבנקים ניגוד עניינים מובנה בין הפוזיציה שלהם כעושי שוק לבין טובת לקוחותיהם העסקיים והפרטיים, והיא עלולה גם להגביר את הריכוזיות במשק. (ב) ההמלצה להפחית את שיעור המס על רווחי הון נושאת בחובה עלות פיסקלית פוטנציאלית; בשנת 2013 הסתכמו ההכנסות ממס רווחי הון ב-3.5 מיליארדי ש"ח. זאת ועוד, המלצה זו אמנם מתייחסת להשפעה הפוטנציאלית של הפחתת המס על רווחי הון על הפעילות בשוק ההון, אך מתעלמת מההשפעה הפוטנציאלית על פעילויות אחרות ועל התפלגות ההכנסות במשק.

בניגוד לשוק המניות והנגזרים, מחזורי המסחר היומיים הממוצעים בשוקי האג"ח הממשלתיים הצמודות והשקליות שמרו גם ב-2013 על רמה גבוהה – סביב 1 ו-1.6 מיליארד ש"ח, בהתאמה – בדומה ל-2012. היקפי המסחר בשוק אג"ח החברות היו נמוכים יותר ועמדו ב-2013 על כ-0.7 מיליארד ש"ח, בדומה להיקפים ב-2012. הנזילות בשוק אג"ח החברות התאפיינה בעלות מסחר נמוכה²⁴ אף מזו שהייתה לה לפני החרפת המשבר בסוף 2008, אם כי מדובר ברמה גבוהה ביחס לעלות המסחר בשוקי האג"ח הממשלתיים והמק"ם. לעומת זאת, עומק השוק²⁵ באג"ח החברות טרם התאושש מהמשבר של 2008, והממוצעים של גודל העסקה ושל הכמות המצוטטת מהווים, בהתאמה, רק כשליש וכרבע מרמתם בתחילת 2008. שוק המק"ם נחלש במחצית השנייה של 2013 – תוך ירידה משמעותית במחזורי המסחר ובעומק השוק, ואף תוך עלייה מסוימת בעלות המסחר – וזאת לאחר שבמהלך 2011 ו-2012 הוא התאושש מיציאת הזרים: חלקם בשוק צנח מכ-35% לרמה אפסית (הרחבה בנושא מופיעה בדוח בנק ישראל לשנת 2012, פרק ז').

הנזילות בשוק אג"ח
החברות נותרה ב-2013
ברמה נמוכה יחסית.

²⁴ עלות המסחר נמדדת כמרווח שבין מחיר המכירה ומחיר הקנייה הטובים ביותר בספר הציטוטים (מרווח ה-bid/-ask).

²⁵ עומק השוק מתבטא בגודל העסקה הממוצע ובכמות המצוטטת הממוצעת.

ג. הבנקים כמתווכים פיננסיים

1. כללי

היחס בין האשראי
הבנקאי לתוצר הגיע
ב-2013 לשפל של עשור.

בשנת 2013 נרשמה עלייה מתונה – של 2% – בסך האשראי הבנקאי ברוטו (אשראי לפני הפסדי אשראי), והיחס בין האשראי הבנקאי לציבור (האשראי המאזני) לבין התוצר הגיע לשפל של עשור, 79.5%. בעשור האחרון גדל סך האשראי הבנקאי בכ-42%, נמוך מקצב הגידול של האשראי מהמשקיעים המוסדיים – כ-73% – אם כי חלקו של האחרון בסך האשראי במשק (28%) עדיין נמוך מחלקו של הראשון (44%). בשנים האחרונות החמיר המפקח על הבנקים את דרישות ההון החלות על המערכת הבנקאית, מתוך מטרה לחזק את יציבותה; במארכ 2012 הורה המפקח לכלל הבנקים להעלות את הלימות הון הליבה ל-9% עד ראשית 2015, ולשני הבנקים הגדולים הוא הורה להוסיף להעלותה ל-10% עד ראשית 2017. ואכן, מסוף 2009 נרשם גידול של כ-16% ביחס בין הון הליבה לרכיבי הסיכון של הבנקים. אולם כאמור, רוב הקבוצות הבנקאיות הגדולות הגיעו כבר ברבעון השלישי של 2013 ליחס הון ליבה גבוה מ-9%, כלומר מוקדם מתאריך היעד שקבע המפקח על הבנקים; לפיכך נראה שהדרישה להעלות את הלימות ההון לא היוותה השנה מגבלה אפקטיבית על הגידול באשראי הבנקאי.

האשראי הבנקאי
ללקוחות עסקיים ירד,
ככל הנראה, כתוצאה
מירידה בביקוש
לאשראי.

האשראי הבנקאי ללקוחות העסקיים²⁶ התכווץ ב-2013 ב-3.7% והגיע לרמה של 388 מיליארד ש"ח. איור ד'-8 מציג אומדן לריבית על פיקדונות הציבור בבנקים, לריבית על האשראי הבנקאי ללקוחות העסקיים ולפער בין הריבית על האשראי הבנקאי ללקוחות העסקיים לבין הריבית שהבנקים משלמים על הפיקדונות מהציבור. מהאיור עולה כי על רקע הירידה שחלה ב-2013 בריבית המוניטרית ובתשואות, גם הריבית על הפיקדונות ירדה. במקביל לכך הצטמצם ב-2013 האומדן למרווח בין הריבית הנאמדת על אשראי ללקוחות עסקיים לבין הריבית שמשלמים הבנקים על הפיקדונות מהציבור, והוא הגיע לרמה נמוכה מ-1%. כתוצאה מהירידה בריבית על הפיקדונות ומהירידה במרווח ללקוחות עסקיים, הריבית הנאמדת ללקוחות עסקיים הגיעה ברבעון השלישי של 2013 לרמה הנמוכה ביותר מאז 2009. הירידה במרווח האשראי ללקוחות עסקיים מרמזת, כי הצמצום בכמות האשראי הבנקאי ללקוחות עסקיים שיקף ירידה בביקוש לאשראי ולא החמרה במגבלת ההיצע. זאת ועוד, בשנת 2013 גדלו קווי האשראי הבלתי מנוצלים. זהו אמנם גידול נמוך ביחס לקיטון שחל בשנה זו בסך האשראי הבנקאי ללקוחות עסקיים, אבל הוא יכול ללמד כי לרשות החברות במשק עמדו מקורות אשראי פוטנציאליים שהן לא ניצלו. הדבר מרמז על צמצום בצורך שלהן במימון ולפיכך על ביקושים חלשים.

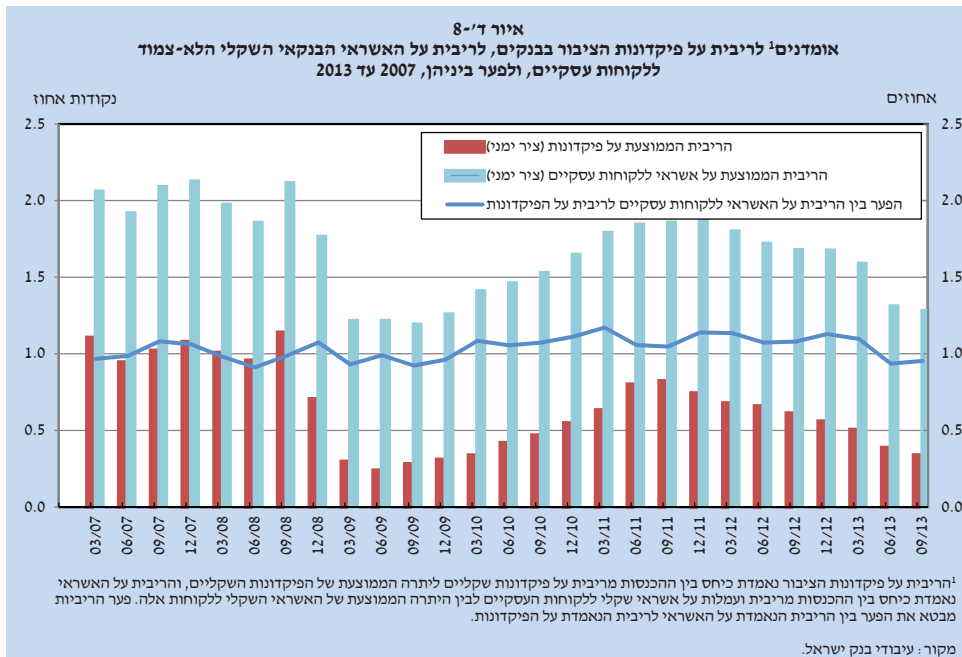
הבנקים הקטינו בשנים
האחרונות את חשיפתם
ללוויים גדולים ובמקביל
לכך הגדילו את האשראי
לעסקים קטנים.

במחצית הראשונה של 2013 הוסיפו הבנקים להקטין את חשיפתם ללוויים הגדולים²⁷, בהמשך לירידה של כ-3% שחלה ב-2012 באשראי לחברות גדולות. זאת בין היתר על רקע צעדים שהמפקח על הבנקים נקט ב-2011 ואשר החמירו את המגבלות על חשיפת הבנקים ללוויים גדולים ולקבוצות עסקיות גדולות, וכן על רקע הקשיים שאליהם נקלעו בשנים האחרונות חלק מהקבוצות העסקיות ובעלי השליטה בהן. עם זאת, החברות גדולות יכולות לגייס מקורות גם בשוק ההון, בחו"ל, או ישירות מהגופים המוסדיים. העסקים הקטנים והבינוניים לעומתן תלויים בעיקר באשראי בנקאי לצורך מימון פעילותם²⁸. אולם היקף האשראי הבנקאי לעסקים קטנים דווקא גדל בשנים האחרונות: בשנים 2010–2012 עלה האשראי הבנקאי לעסקים קטנים בכ-6% בממוצע. זאת ועוד,

²⁶ הלקוחות העסקיים הם סך החברות הגדולות (המגזר העסקי), העסקים הבינוניים (המגזר המסחרי) והעסקים הקטנים.

²⁷ ראו: מערכת הבנקאות בישראל, סקירה חצי שנתית, 2013.

²⁸ לפי דוח של ה-OECD, המערכת הבנקאית מספקת למעלה מ-80% מהאשראי לעסקים קטנים ובינוניים בישראל (Financing SMEs and Entrepreneurs 2014: An OECD Scoreboard, January 2014).



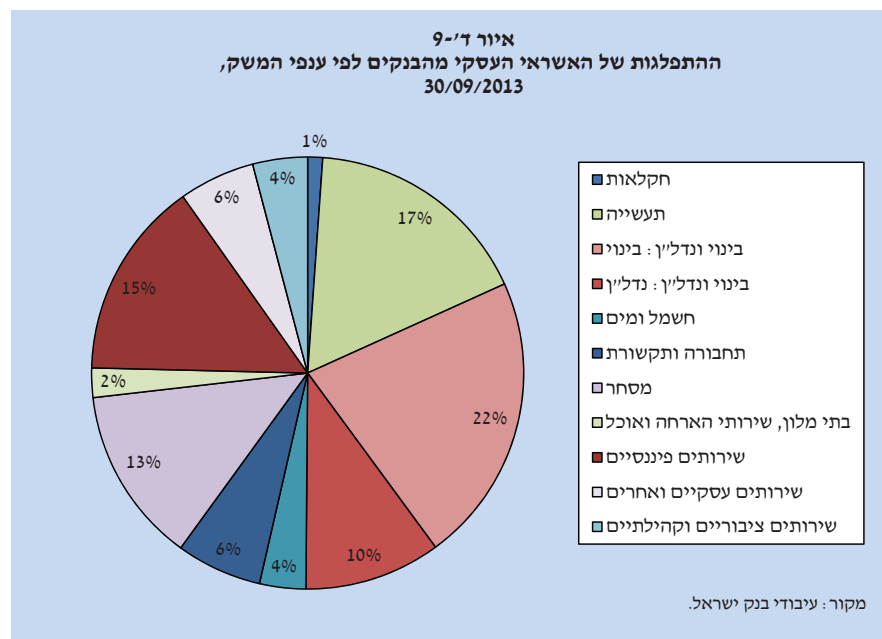
באפריל 2012 הקימה המדינה קרן חדשה להלוואות בנקאיות לעסקים קטנים ובינוניים בערבות מדינה, וזו הובילה לגידול מהיר בהלוואות המובטחות שאושרו לעסקים קטנים ובינוניים. בשנת 2013 הסתכמו ההלוואות המובטחות לעסקים קטנים ובינוניים ב-2 מיליארדי ש"ח, וסכום זה מהווה למעלה מ-1% מסך האשראי הבנקאי לעסקים אלה.

2. ניתוח ענפי

בשנת 2013 התייצב האשראי לענף התעשייה, לאחר שמ-2008 חלה בו ירידה כמעט רציפה. הירידה שחלה ב-2013 באשראי הבנקאי למגזר העסקי התרכזה בענף הבינוי והנדל"ן, אבל זאת לאחר שבשנים הקודמות היינו עדים לעלייה עקבית ומהירה באשראי לענף זה. מתעוררת השאלה האם הירידה באשראי הבנקאי לענף הבינוי והנדל"ן משקפת ביקושים חלשים לאשראי, בעקבות ההאטה שחלה השנה בפעילות ובהשקעות בענף זה, או שהיא משקפת מגבלה על היצע האשראי הבנקאי לענף. זהו הענף הגדול ביותר בתיק האשראי העסקי של הבנקים וחלק מהבנקים אכן נמצאים בקרבת המגבלה על החבות הענפית²⁹, אבל המערכת כולה עדיין רחוקה מהמגבלה ולפיכך יכולה לספק לענף אשראי נוסף. זאת ועוד, הקיטון שחל ב-2013 באשראי לענף הבינוי והנדל"ן נבע כולו מקיטון באשראי לענף הנדל"ן, שנהנה בשנה זו מירידה במרווחים ומגידול בהנפקות בשוק החוץ-בנקאי. האשראי הבנקאי לענף הבינוי – ענף שמתאפיין בחברות קטנות יותר ובעלות מעט אלטרנטיבות לאשראי הבנקאי – דווקא גדל ב-2013. לכן נראה שמגבלת ההיצע על האשראי לענף הבינוי והנדל"ן לא הייתה אפקטיבית השנה, ובפרט נראה שמחסור באשראי לא מנע גידול בבנייה למגורים.

בשנת 2013 התייצב האשראי הבנקאי לענף התעשייה, לאחר שמ-2008 הוא ירד ברציפות. האשראי לענף הבינוי והנדל"ן, לעומת זאת, ירד אך נראה כי הדבר אינו משקף מגבלה מצד ההיצע.

²⁹ כאשר סך כל החבויות של ענף לתאגיד בנקאי עולה על 20% מסך כל חבויות הציבור לאותו תאגיד, החבות שמעל למגבלה נחשבת לחבות חריגה.



ד. המוסדיים כמתווכים פיננסיים

סך הנכסים שמנהלים הגופים המוסדיים עמד בסוף 2013 על 1.2 טריליון ש"ח, עלייה של כ-10.5% יחסית לסוף 2012. כ-44% מהנכסים מושקעים באג"ח ממשלתיות. סך האחזקות של המוסדיים באג"ח חברות ירד ב-2013 בכ-5% – לאחר שנמצא במגמת עלייה מאז 2009 – וזאת למרות העלויות במחירי האג"ח ועל רקע העובדה שההנפקות נטו של אג"ח החברות היו שליליות, כמו גם על רקע יישום ההמלצות של ועדת חודק, הסדרי חוב כתוצאה מחדלות פירעון, ופנייה של המשקיעים המוסדיים להלוואות ישירות למגזר העסקי. ההלוואות הישירות אמנם מהוות רק כ-5% מהנכסים המנוהלים, אולם רכיב זה גדל בשנים האחרונות בקצב מהיר מדי שנה.

על רקע המגבלות שהוטלו בעקבות המלצותיה של ועדת חודק, ועל רקע הגידול המהיר בנכסים של המשקיעים המוסדיים, נרשם גידול מהיר בהלוואות הישירות שהם מעניקים לחברות. חלק מההלוואות ניתן לחברות באופן ישיר, וחלקן ניתן באמצעות רכישה של תיקי אשראי מהבנקים. באמצעות אפיק זה מקטינים הבנקים את היקף האשראי, בין היתר מתוך מטרה לעמוד ביחס ההון הנדרש, ואילו המוסדיים עושים שימוש ביכולתם של הבנקים לערוך חיתום לתיקי אשראי. לצד היתרונות הללו קיימים גם סיכונים: מכירה של הלוואות בנקאיות לגופים המוסדיים עלולה ליצור למשקיעים המוסדיים סיכונים חבויים, משום שבין הבנקים והמוסדיים קיימת א-סימטריה מבחינת המידע על טיב ההלוואות והלווים, ומשום שהמכירה עלולה לפגוע בתמריץ של הבנקים לנטר את ההלוואות כיאות.

בשנת 2013 הוגש לממונה על שוק ההון במשרד האוצר דוח הביניים של הוועדה לבחינת אופן השקעת הגופים המוסדיים בהלוואות מותאמות (ועדת גולדשמידט). הוועדה ראתה בחיוב את פניית המוסדיים להלוואות ישירות, במיוחד לאור הגידול בסכומי הכסף שהציבור חוסך דרך הגופים המוסדיים. המלצות הוועדה בתחום הממשל התאגידי מחייבות את המוסדיים לקבוע קריטריונים שונים לבדיקת האשראי ולפיקוח ובקרה, אולם הן מותירות למוסדיים לקבוע בעצמם את רמת הקריטריונים. המלצות נוספות נוגעות לניהול המידע על הלווים וביצוע אנליזה, להסדרת

המשקיעים המוסדיים
הקטינו את אחזקותיהם
באג"ח חברות.

להלוואות ישירות
מהמוסדיים לחברות יש
יתרונות, אך הן טומנות
בחובן גם סיכונים.
הממונה על שוק ההון
הקים ועדה במטרה
להתמודד עם הסיכונים
הללו.

הקשרים עם הגופים האחרים בהלוואות משותפות, לחובות הממונה על שוק ההון, ולחובות גילוי (שעיקרן: בדוחות הכספיים יופיע דיווח כללי, והמידע הפרטני יימסר רק לממונה על שוק ההון).

5. החשבון הפיננסי במאזן התשלומים

בשנת 2013 נמשך הגירעון בחשבון הפיננסי של מאזן התשלומים, והוא איזן את העודף בחשבון השוטף (הרחבה על החשבון השוטף מופיעה בפרק ב'). בשני הרבעונים הראשונים של 2013 התבצעו השקעות ניכרות הן של תושבי חוץ בישראל והן של תושבי ישראל בחו"ל. ברבעון השלישי, על רקע החששות מצמצום ההרחבה הכמותית בארה"ב והעלייה הזמנית בסיכון הגיאוגרפי-פוליטי של ישראל, נרשמה ירידה קלה בהשקעות של תושבי חוץ בישראל, ואילו ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל המשיכו לגדול, אך בקצב מתון יחסית. ברבעון הרביעי שבו תושבי החוץ להגדיל את ההשקעותיהם בישראל ותושבי ישראל הגדילו משמעותית את ההשקעותיהם בחו"ל (לוח ד'-4).

זרם ההשקעותיהם של תושבי ישראל בחו"ל, ללא נכסי זרבה, הגיע ב-2013 לשיא של שש שנים. הגידול שחל ב-2013 בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל נבע בעיקר מהשקעות פיננסיות בניירות ערך סחירים; בשנת 2013 השקיעו תושבי ישראל 11 מיליארדי דולרים נטו בניירות ערך סחירים בחו"ל, מהם כ-6.5 מיליארדים במניות והיתר באג"ח סחירות. 5 מיליארדי דולרים נוספים הופנו להשקעות ישירות בחו"ל, רובן ככולן השקעות בהון מניות. כמו כן נרשם גידול של כ-4.4 מיליארדי דולרים בנכסי הזרבה של ישראל בחו"ל, כלומר ביתירות המט"ח של בנק ישראל, וזאת משום שבנק ישראל חידש ב-2013 את רכישות המט"ח והפעיל תכנית של רכישות מט"ח במטרה לקזז את

הגירעון בחשבון הפיננסי נמשך גם בשנת 2013, והוא מאזן את העודף שבחשבון השוטף.

זרם ההשקעותיהם של תושבי ישראל בחו"ל הגיע ב-2013 לשיא של שש שנים.

לוח ד'-4 השקעות של תושבי חוץ בישראל והשקעות של תושבי ישראל בחו"ל, לפי סוגי השקעה,

2010 עד 2013

(תנועות נטו, מיליוני דולרים)

2013				שנים				
IV	III	II	I	2013	2012	2011	2010	
2,145	-444	5,595	4,917	12,212	2,321	7,139	18,171	1. השקעות של תושבי חוץ בישראל
1,525	1,985	4,782	3,511	11,803	9,481	10,766	5,510	השקעות ישירות בישראל
1,017	-1,512	384	1,739	1,627	-3,513	-5,658	8,985	השקעות פיננסיות בני"ע סחירים
-397	-917	429	-334	-1,219	-3,648	2,031	3,677	השקעות אחרות בישראל
7,909	880	5,116	5,366	19,271	8,594	8,816	17,778	2. השקעות של תושבי ישראל בחו"ל ללא נכסי זרבה
1,137	2,274	1,105	417	4,933	2,352	5,329	8,656	השקעות ישירות בחו"ל
2,411	2,967	1,584	4,043	11,005	8,778	3,120	9,369	השקעות פיננסיות בני"ע סחירים
4,428	-4,260	2,549	1,060	3,777	-2,240	354	-217	השקעות אחרות בחו"ל
-67	-101	-123	-153	-444	-296	12	-30	מכשירים נגזרים
-5,764	-1,324	479	-450	-7,059	-6,273	-1,677	393	3. החשבון הפיננסי נטו ללא נכסי זרבה (1-2)
1,095	378	1,130	1,754	4,357	-180	4,534	11,912	4. נכסי זרבה
-6,859	-1,702	-651	-2,204	-11,416	-6,094	-6,211	-11,520	5. החשבון הפיננסי נטו (3-4)

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

השפעתה של הפקת הגז על שער החליפין (ראו פרק ג'). ההשקעות האחרות נטו של תושבי ישראל בחו"ל היו חיוביות בשני הרבעונים הראשונים של 2013, וברבעון השלישי הפכו לשליליות מפני שהבנקים הישראליים מימשו פיקדונות בבנקים בחו"ל ומפני שתושבי ישראל הקטינו את האשראי המסחרי ללקוחות בחו"ל. הקטנה זו משקפת את הירידה שנרשמה ברבעון השלישי ביצוא³⁰ (ראו פרק ב'). ברבעון הרביעי חזרו ההשקעות האחרות נטו של תושבי ישראל בחו"ל להיות חיוביות, בעיקר כתוצאה מגידול באשראי לקוחות על רקע הגידול ביצוא.

שיעור הנכסים המנוהלים שהמוסדיים מפנים להשקעה בנכסים זרים בחו"ל גדל ב-2013 בכ-3 נקודות האחוז, והוא מהווה 20.8% מסך הנכסים. שיעור זה עולה במהירות מאז הרפורמה במס של 2003, ומאז 2006 הוא עלה ביותר מפי שניים על רקע העובדה שהיקף הנכסים הפיננסיים במשק גדל פחות מהיקף הנכסים שהמשקיעים המוסדיים מנהלים. ההשקעה בחו"ל תורמת לפיזור ההשקעות מבחינת הנכסים ולכן יכולה לתרום להקטנת הסיכון. השקעה זו גם יוצרת חשיפה למט"ח, והמשקיעים המוסדיים בוחרים האם – ובאיזו מידה – לגדר אותה; זאת במטרה לאזן בין (א) הרצון להצמיד למט"ח חלק מהחיסכון ארוך הטווח, כדי לשמר את כוח הקנייה העתידי של מוצרים ושירותים מחו"ל, לבין (ב) סיכוני שער החליפין הכרוכים בחשיפת יתר למט"ח. בפועל, בשנים 2011 ו-2012 הגדילו המוסדיים את ההשקעה בחו"ל ללא גידור, ואילו השנה הם גידרו את כל זרם השקעתם בחו"ל ואף יותר מכך, וזאת בדומה להתנהגותם ב-2009 וב-2010, שנים שבהן גידרו המוסדיים את מרבית זרם השקעתם בחו"ל. כתוצאה מכך, ובניגוד לשנתיים הקודמות, השקעות המוסדיים בחו"ל לא לחצו בשנה זו באופן ישיר לפיחות בשער החליפין של השקל.

הגידול שחל בשנת 2013 בהשקעות של תושבי חוץ בישראל היה, רובו ככולו, בסעיף השקעות ישירות בישראל: סעיף זה צמח ב-11.8 מיליארדי דולרים, גבוה מהגידול שנרשם בו בכל שנה מאז 2006. בשנת 2012 (השנה האחרונה שעבורה קיימים נתונים בהשוואה בין-לאומית) היווה זרם ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל 3.9% מהתמ"ג, בשעה שהממוצע במדינות ה-OECD עמד על 1.2%. חלק הארי של הגידול שחל בסעיף הנידון בשנת 2013 שייך להשקעה בהון מניות; ל-59% (6.2 מיליארדי דולרים) מחלק זה אחראיות רכישות נטו של הון מניות ול-41% – רווחים שנצברו בשנת 2013 וטרם חולקו. 64% מהרכישות נטו של הון מניות התרכזו בשש עסקאות. המכירות של חברות הזנק הסתכמו בשנה זו בכ-2.4 מיליארדי דולרים, יותר מפי שניים מהממוצע הרב-השנתי. במקביל לכך נמשך ב-2013 הקיטון באחזקות של תושבי חוץ באג"ח ממשלתיות ואחזקותיהם במק"ם התאפסו, לאחר שהחל מאמצע 2011 הן החלו לרדת על רקע הטלת חובת נזילות על עסקאות של תושבי חוץ במכשירי ריבית קצרים וביטול הפטור ממס למשקיעים זרים על הכנסות מריבית בהשקעות לטווח קצר (דיון בנושא מופיע בפרק על מאזן התשלומים בדוח בנק ישראל לשנת 2012). כתוצאה מצמצום האחזקות של תושבי חוץ במכשירי השקעה פיננסיים קצרים הצטמצמו הכוחות קצרי הטווח הפועלים לייסוף השקל. לעומת זאת, המשך ההשקעות הישירות שתושבי חוץ מבצעים בסכומים גבוהים, ללא גידור של החשיפה השקלית, ממשיך להוות כוח בסיסי הלוחץ לייסוף.

הגידול שחל ב-2013
בהשקעות המוסדיים
בחו"ל לא לחץ באופן
ישיר לפיחות בשער
החליפין של השקל, עקב
שימוש בגידור.

זרם השקעותיהם
הישירות של תושבי חוץ
בישראל הגיע ב-2013
לשיא של שבע שנים.

³⁰ יש מתאם של 59% בין התנועות בסעיף האשראי המסחרי ללקוחות בחו"ל לבין השינוי ביצוא (למעט חברות הזנק ויהלומים).

