פרק ד'

התפתחות מקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי

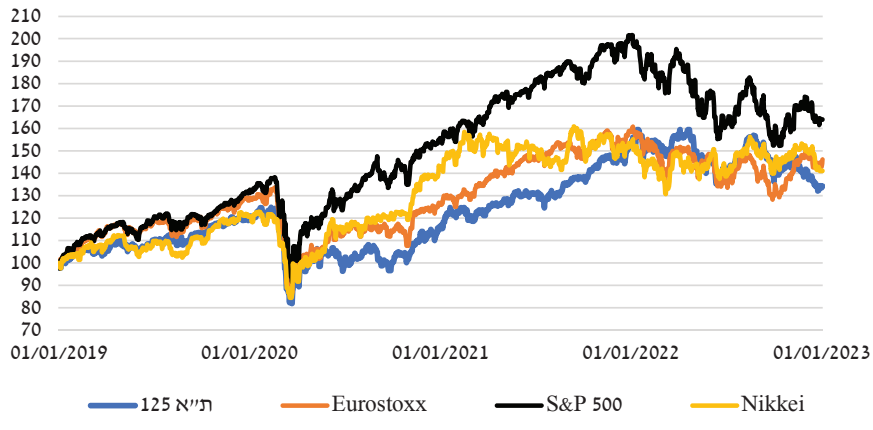
- בשנת 2022, על רקע עליית האינפלציה והעלאות הריבית בעולם ובישראל, נצפו ירידות משמעותיות בשוקי הנכסים הפיננסיים. מחירי המניות ירדו בחדות, ותשואות האג"ח של החברות הציבוריות (שמהוות כמחצית מיתרת החוב העסקי במשק) עלו, כך שעלויות גיוס ההון והחוב גדלו.
- עליית הריביות על האשראי הבנקאי התרחשה על רקע עליית ריבית בנק ישראל במהלך המחצית השנייה של שנת 2022. הריביות לעסקים עלו בכל הגדלים ובכל הענפים; באשראי למשקי הבית עלו הריביות הן על האשראי לדיור והן על האשראי שאינו לדיור.
- ההתפתחויות בתחום האשראי במהלך שנת 2022 לא היו אחידות: במחצית הראשונה של השנה נמשך הגידול החד של יתרת האשראי –המשך למגמה שהחלה בשנת 2021 – ואילו במחצית השנייה הצטמצם היצע האשראי, והואטה התרחבות האשראי בערוצים הבנקאי והחוץ-בנקאי למגזר העסקי ולמשקי הבית כאחד.
- ההשפעה של הידוק התנאים הפיננסיים וירידת מחיריהן של המניות באה לידי ביטוי בשוק ההנפקות הראשוניות: נקטע גל ההנפקות, שהחל בשנת 2020. על רקע התפתחויות אלה הצטמצמו הגיוסים של חברות ההיי-טק מקרנות הון-סיכון בישראל ובעולם.

1. ההתפתחויות העיקריות

פרק זה מתאר את ההתפתחויות המרכזיות במימון המשק בשנת 2022 (הן מצד המקורות והן מצד השימושים) וקושר בינן לבין מגמות ארוכות טווח בפעילות הכלכלית. המימון של המגזר הפרטי משמש את משקי הבית ואת העסקים לצריכה והשקעה, ומכאן חשיבותו הרבה לפעילות הכלכלית. בשנת 2022 הואצה האינפלציה בישראל, ובתגובה העלה בנק ישראל את הריבית מ-0.1% בחודש אפריל ל-3.25% בסוף השנה. (להרחבה ראו פרק ג'.) השינויים המהירים בריבית בנק ישראל תורגמו לגידול עלויות גיוס החוב של ספקי האשראי, ובכך השפיעו על היצע מקורות המימון במשק. הן העלייה באינפלציה והן תגובת המדיניות המוניטרית, שהתבטאה בהעלאות הריבית, אפיינו את רוב המדינות המתקדמות בעולם (כפי שמתואר בפרק ג'), דבר שהביא להידוק התנאים הפיננסיים בישראל ובעולם. כיוון שהידוק המדיניות המוניטרית התעצם בהדרגה לאורך השנה, השפעתו על המצרפים הפיננסיים והאשראי בולטת במיוחד בבחינת ההתפתחויות במשך השנה. בשוקי הנכסים הפיננסיים בעולם נרשמו ירידות, על רקע האינפלציה והעלייה בריביות והחששות הגיאו-פוליטיים בעטיה של מלחמת רוסיה-אוקראינה. גם בשוק ההון הישראלי נרשמו ירידות במהלך 2022: מחירי המניות ירדו בחדות, ותשואות האג"ח של החברות הציבוריות (שמהוות כמחצית מיתרת החוב העסקי במשק) עלו, כך שעלויות גיוס ההון והאשראי גדלו.

ההשפעה של הידוק התנאים הפיננסיים והירידות במחירי המניות (איור ד'-1) באה לידי ביטוי בשוק ההנפקות הראשוניות (IPOs): נקטע גל ההנפקות, שהחל בשנת 2020, נמשך ביתר שאת בשנת 2021, ובמהלכו הנפיקו 133 חברות חדשות את מניותיהן לציבור לראשונה (לעומת 245 חברות במשך כל התקופה 2000–2019).[1] נוסף על כך הצטמצם מימון ההון-הסיכון, ערוץ שממנו בעיקר את מגזר ההיי-טק. היקף ההשקעות בהיי-טק ירד בשנת 2022 ירידה חדה ביחס לקודמתה (שבה הוא היה חריג בפרספקטיבה היסטורית), כך שמגמת העלייה, אשר שררה בשנים האחרונות, נקטעה. בניגוד לגיוסי ההון לא נרשם בשנת 2022 שינוי בהיקפי גיוסי האשראי ביחס לשנים הקודמות: היקפן של הנפקות האג"ח דמה לממוצע של השנים הקודמות. ייתכן שחלק מן ההסבר לכך נעוץ בצפי להיקף גבוה של פירעונות ב-2023 ביחס להיקפם בשנים הקודמות, וההנפקות נועדו להקדים מחזורי חוב.

איור ד'-1
מדדי מניות נבחרים בעולם
(במונחי מטבע מקומי)



מקור: דיווחי הבורסות ועיבודי בנק ישראל.

[1] לניתוח גלי ההנפקות והשלכותיהם על שוק ההון ברמות המיקרו והמקרו ראו תיבה 1 בפרק זה.

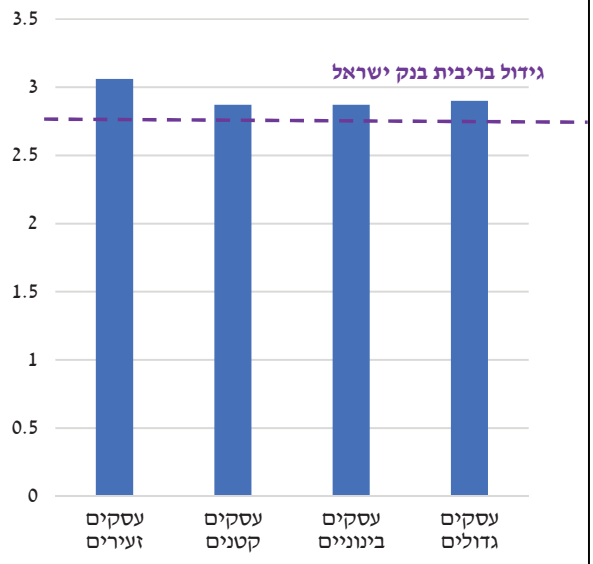
ההעלאות החדות של ריבית בנק ישראל תורגמו לעליות ריביות במגזר הבנקאי-בנקאי. על רקע עליות הריבית התמתן גידול האשראי הן בערוץ הבנקאי והן בערוץ החוץ-בנקאי, הן למגזר העסקי והן למשקי הבית.

העלאות ריבית בנק ישראל, שהחלו באפריל 2022, תורגמו גם לעליית ריביות במגזר הבנקאי: עלתה הריבית על ההלוואות, ובמקביל עלתה גם הריבית על הפיקדונות, אולם בפיגור ובשיעור נמוך יותר. ואולם גם אם התמסורת מהריבית המוניטרית לפיקדונות בישראל הייתה חלקית היא הייתה עדיין גבוהה יותר מאשר במרבית מדינות העולם; זאת גם על רקע צעדים שנקט בנק ישראל לשם הגברת התחרות והשקיפות בַּתחום. (להרחבה ראו תיבה ד׳-2.) התמסורת מריבית בנק ישראל לריביות על האשראי הבנקאי הייתה גבוהה: הריביות על האשראי העסקי הבנקאי עלו לכלל העסקים, ללא תלות בגודלם, ובכל הענפים, למשקי הבית התייקרו הריביות הן על האשראי לדיור והן על האשראי שאינו לדיור. עליית הריביות על האשראי הבנקאי העסקי הייתה דומה לעלייתה של ריבית בנק ישראל (איור ד׳-2).

יתרות החוב של המגזר העסקי ושל מגזר משקי הבית גדלו בסיכום שנתי בשיעורים של 12% ו-11.5% בהתאמה – גבוהים ביחס לשנים הקודמות. החוב גדל הן בערוץ הבנקאי והן בערוץ החוץ-בנקאי. גידול החוב העסקי נבע ברובו מהלוואות בנקאיות לעסקים גדולים, והתרכז בעיקר בחברות מענף הבינוי והנדל״ן, על רקע המשך פעילות גבוהה של הענף לאורך כל שנת 2022. כ-25% מהחוב העסקי צמודים למדד המחירים לצרכן, וכ-21% נקובים במט״ח (בעיקר בדולרים) או צמודים לו, ומכאן שעליית מדד המחירים לצרכן ופיחות הדולר תרמו לעליית יתרתו של חוב זה. גידולו היה מהיר יחסית במחצית הראשונה של השנה והתמתן במחצית השנייה.

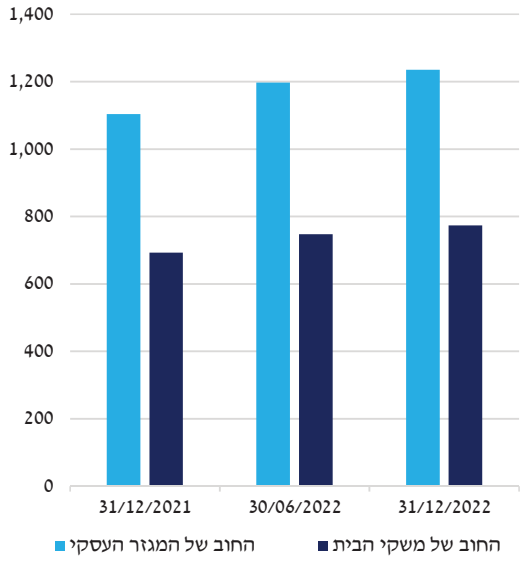
גידול החוב של משקי הבית נבע בעיקר מהתרחבות החוב לדיור, והדינמיקה בו על פני השנה הייתה דומה לזו של החוב העסקי – האצה במחצית הראשונה של השנה והתמתנות בהמשכה. מקורו של חלק מהגידול הוא בעליית המחירים, שכן כשליש ממנו (32%) צמוד למדד המחירים לצרכן, אולם שיעורי גידול גבוהים ביחס לממוצע של השנים הקודמות נצפו גם באפיקים הלא צמודים.

איור ד׳-2
הגידול בשיעור הריבית הבנקאית למגזר העסקי (נקודות אחוז)



מקור: נתוני הפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

איור ד׳-3
יתרות החוב בחלוקה למגזר העסקי ומגזר משקי הבית (מיליארדי ש״ח)



מקור: דיווחים לבנק ישראל, הבורסה לני״ע ועיבודי בנק ישראל.

לוח 1: התפלגות החוב של המגזר הפרטי הלא פיננסי, 2020 עד 2022

	יתרה לסופי תקופה			יתרה לסופי רביע		
	2020	2021	12/2022	30/06/2022	30/09/2022	31/12/2022
החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי (2+1)	**1,590**	**1,796**	**2,008**	**1,944**	**1,983**	**2,008**
1. החוב של המגזר העסקי	**979**	**1,104**	**1,235**	**1,197**	**1,218**	**1,235**
אשראי מהבנקים	488	573	661	630	644	661
אג"ח סחיר בישראל	212	235	263	244	260	263
אג"ח לא סחיר והלוואות לא בנקאיות	112	112	117	115	119	117
אשראי חוץ בנקאי מקומי	324	348	381	359	378	381
2. החוב של משקי הבית	**611**	**692**	**773**	**747**	**766**	**773**
אשראי לדיור	417	477	542	519	533	542
אשראי שלא לדיור	194	215	231	228	232	231
	שיעור שינוי ביחס לתקופה קודמת (אחוזים)					
	השינוי במהלך התקופה			**השינוי במהלך הרביע**		
החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי (2+1)	**3.0**	**13.0**	**11.8**	**4.3**	**2.0**	**1.2**
1. החוב של המגזר העסקי	**2.4**	**12.8**	**11.9**	**4.7**	**1.7**	**1.4**
אשראי מהבנקים	6.4	17.4	15.3	4.2	2.2	2.6
אג"ח סחיר בישראל	3.8	10.8	11.9	4.2	2.2	2.6
אג"ח לא סחיר והלוואות לא בנקאיות	-3.2	0.3	4.5	2.8	6.4	1.4
אשראי חוץ בנקאי מקומי	1.3	7.2	9.5	2.9	5.3	0.6
2. החוב של משקי הבית	**4.0**	**13.3**	**11.6**	**3.6**	**2.5**	**1.0**
אשראי לדיור	8.1	14.5	13.6	4.0	2.8	1.7
אשראי שלא לדיור	-5.8	4.8	4.6	1.5	1.5	0.4

המקור: דיווחים לבנק ישראל, הבורסה לני"ע ועיבודי בנק ישראל

צמיחת האשראי בשנת 2022 התרחשה במקביל לגידול הצריכה הפרטית ולצמיחה גבוהה של ההשקעה במשק ביחס לקצב של השנים הקודמות. נראה שהצמצום בהיצע האשראי והאטת צמיחתו במחצית השנייה של השנה לא פגעו בהיקף ההשקעה במשק, וזאת על רקע החיסכון הפרטי הגדול שנצבר בשנים הקודמות (כפי שמתואר בהרחבה בפרק ב' של דוח זה) ויתרות מזומנים ושווי-מזומנים גבוהות יחסית בידי החברות.

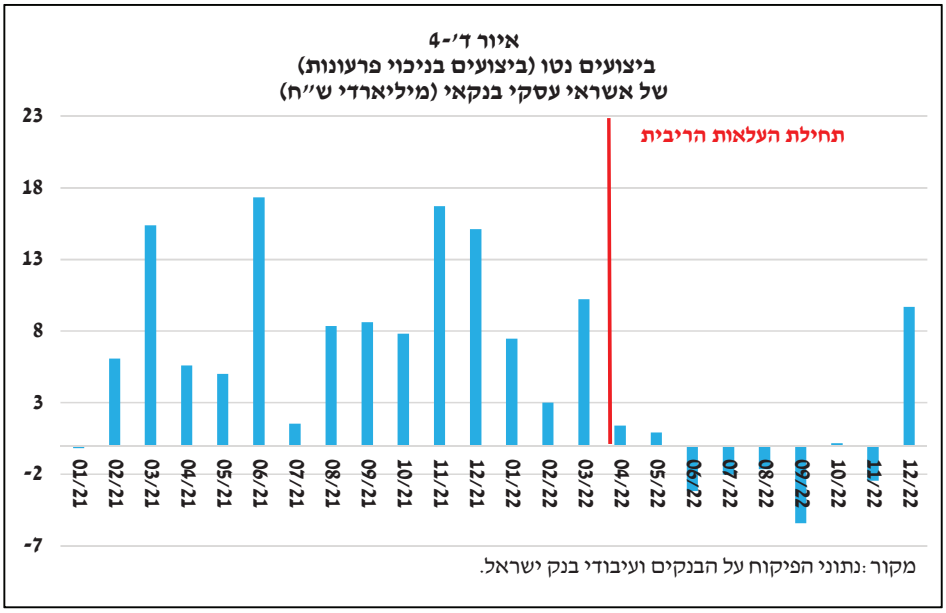
2. גיוסי האשראי

א. האשראי הבנקאי העסקי

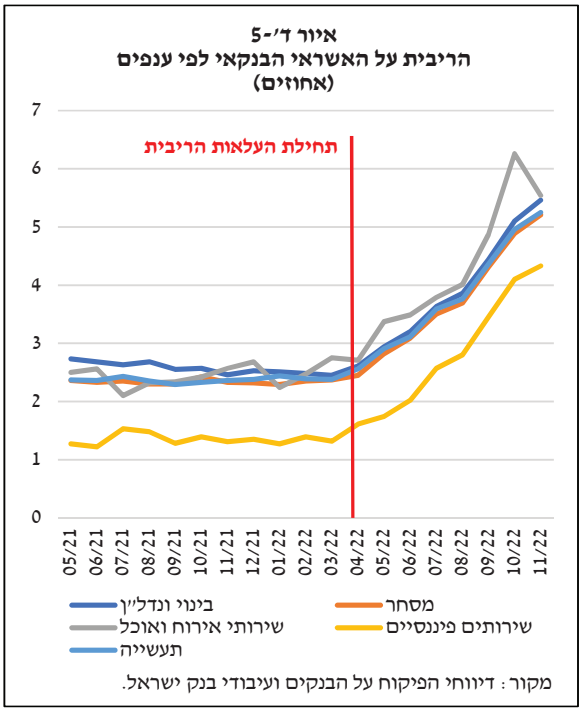
על רקע העלאות הריבית נצפו ביצועים שליליים נטו (ביצועים בניכוי פירעונות) באשראי הבנקאי העסקי.

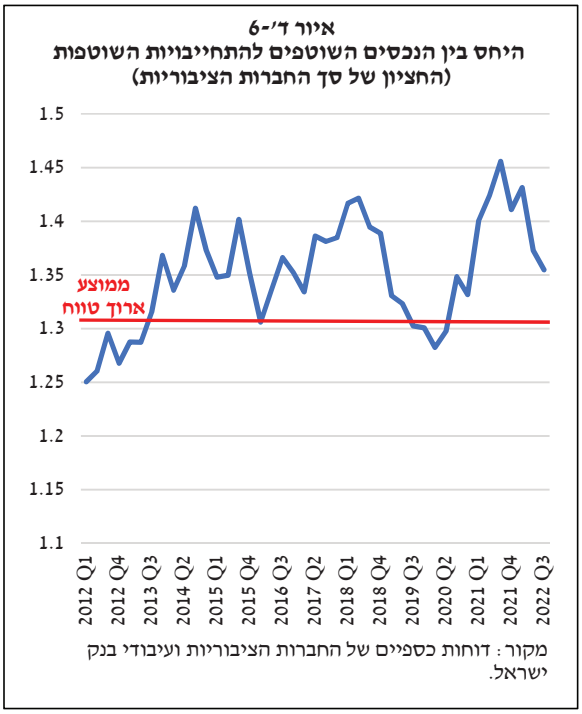
האשראי הבנקאי העסקי צמח בשנת 2022 בקצב של 15%, נמוך מעט מזה של השנה הקודמת וגבוה בהשוואה היסטורית (7.5% בחמש השנים האחרונות). אולם שוב, הצמיחה לא הייתה אחידה במהלך השנה: לאחר שבתחילתה נמשכה (ואף הואצה) הצמיחה המהירה מהשנה הקודמת (17.5% בשנת 2021), במחצית השנייה, על רקע תחילת העלאות הריבית, קצב הצמיחה הואט. בחינה של ביצועי האשראי נטו (מתן האשראי החדש בניכוי הפירעונות) מראה שהביצועים החיוביים שנרשמו עד מרץ 2022 התחלפו בביצועים שליליים (איור ד'-4) – שינוי שביטא ירידה בקצב מתן האשראי ולא עלייה חריגה בהיקף הפירעונות.[2]

[2] נתוני הביצועים באיורים ד'-3 ו-ד'-10 לא מסתכמים לשינויים ביתרות המוצגים בלוח ד'-1, וזאת עקב הבדלים בהגדרות ובמדידת הנתונים. הפערים יכולים לנבוע מהפרשי הצמדה, הפרשי שער חליפין, ריבית שנצברה ועוד.



ההאטה בצמיחת האשראי אפיינה את העסקים בכל הגדלים, אולם ניכרה ביתר שאת במגזר העסקים הקטנים והזעירים. הביצועים השליליים נטו התרחשו במקביל לעליית הריבית לכל העסקים, ללא תלות בגודלם, ובכל הענפים (איור ד׳-5). למרות צמצום ההיצע, שבא לידי ביטוי בעליית הריבית וירידה במתן האשראי, סקר המגמות בעסקים לא הצביע על עלייה בקושי לגייס אשראי בנקאי. יתר על כן, רק כרבע מהחברות השיבו בסקר שהן היו תלויות באשראי במידה משמעותית, ולכן הושפעו מעליית הריבית.





החברות יכולות לממן את השקעותיהן באמצעות גיוס אשראי, בהתאם לרמת הריביות במשק, או באמצעות הנזילות שבידיהן. אם לחברה מזומנים רבים, סביר שהביקוש שלה להשקעה יהיה פחות רגיש לרמת הריבית, משום שעלות המימון ממקורות פנימיים נמוכה מעלות המימון באשראי. בחינה של היחס השוטף[3] בחברות הציבוריות מראה שרכיב זה עבור החברה החציונית היה בשיאו בתחילת שנת 2022, ואף שהוא ירד במהלך השנה, הוא עדיין נמצא מעט מעל לממוצע ארוך הטווח (איור ד׳-6).

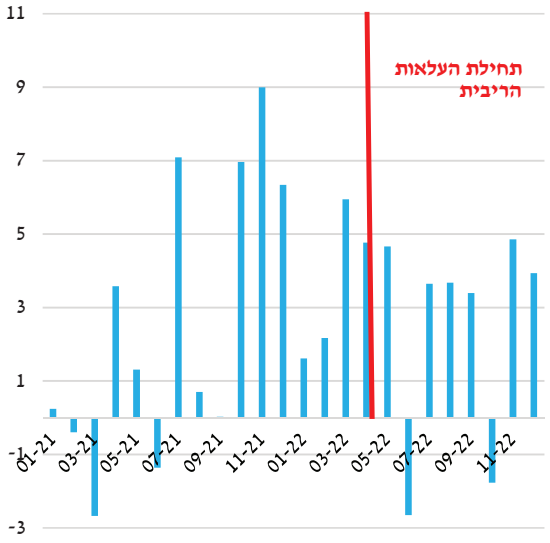
ב. האשראי העסקי החוץ-בנקאי

האשראי העסקי החוץ-בנקאי מגויס באמצעות הנפקת אג״ח, שהיוו ערוץ גיוס החוב המרכזי השנה, והלוואות (מגופים מוסדיים, מגופים חוץ-בנקאיים ומתושבי חוץ). במקביל לעליית ריבית בנק ישראל עלו התשואות בשוק האג״ח עלייה חדה, דומה לעליית הריביות על האשראי הבנקאי ולעלייתה של ריבית בנק ישראל.

הנפקות האג״ח נמשכו במהלך כל השנה. ייתכן שהסיבה לכך היא ציפייה לפירעונות בהיקף גבוה ב-2023.

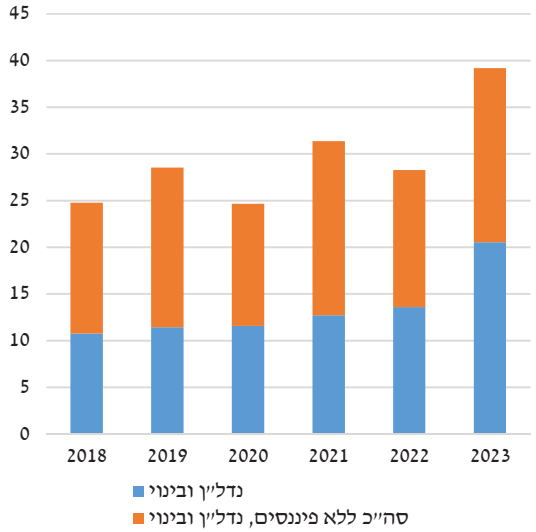
למרות עליית התשואות, המייקרת את גיוסי החוב, נמשכו הנפקות האג״ח במהלך כל השנה (איור ד׳-7א׳), וזאת בניגוד לגיוס האשראי דרך ההלוואות הבנקאיות והחוץ-בנקאיות, אשר התמתן (ואף ירד) במחצית השנייה של השנה. ניתן לשער שהסבר חלקי להמשך פעילות ההנפקות נעוץ בצפי לפירעונות בהיקף גבוה ב-2023 (איור ד׳-7ב׳) ביחס להיקף הפירעונות בשנים הקודמות, וההנפקות נועדו להקדים מיחזורים. בחינה של צפי הפירעונות לפי ענפים מראה שבענף הנדל״ן והבינוי צפויים פירעונות גבוהים יותר מאשר בענפים אחרים, ממצא התומך בהשערה האמורה.

איור ד׳-7א
ההנפקות נטו של איגרות חוב תאגידיות
(מיליארדי ש״ח)



מקור: דיווחי הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

איור ד׳-7ב
פירעונות האג״ח של הסקטור הריאלי,
2013 עד 2022 וצפי הפירעונות ל-2023 (מיליארדי ש״ח)

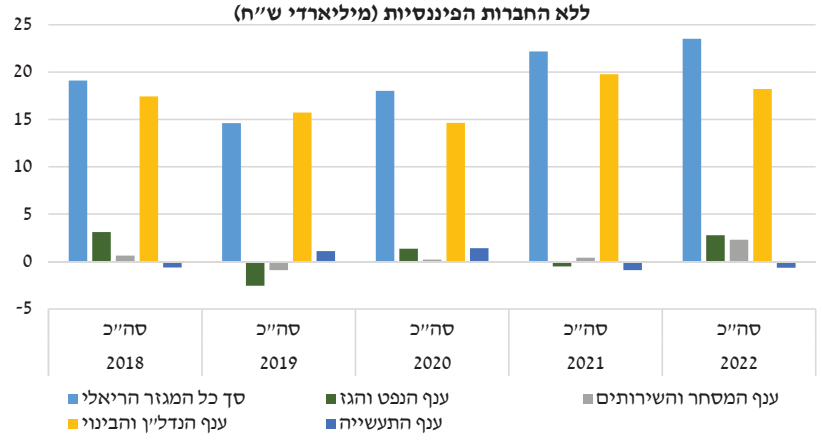


מקור: דיווחי הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

[3] היחס בין הנכסים השוטפים (מזומנים ושווי-מזומנים) להתחייבויות השוטפות.

בחינה ענפית מראה שהיקפי ההנפקות בחלק מהענפים אף עלו בהשוואה לשנים קודמות. ענף הנדל״ן והבינוי, שחלקו בהנפקות משמעותי, גייס בשנת 2022 כ-2.5 מיליארדי ש״ח בממוצע בחודש, לעומת ממוצע חודשי של כ-2 מיליארד ש״ח בשנים 2018–2021.[4] ניתוח של ההנפקות נטו מראה שבחמש השנים האחרונות ענף הנדל״ן והבינוי אחראי למרבית הגידול בחוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי (איור ד׳-8). איכות ההנפקות נשמרה: שיעור ההנפקות בדירוג AA- ומעלה בשנת 2022 מתוך סך ההנפקות החודשיות היה בממוצע כ-51%, דומה לשיעורן החודשי הממוצע בשנים 2018–2021 (48%).

איור ד׳-8
גיוס החוב השנתי נטו בישראל
ללא החברות הפיננסיות (מיליארדי ש״ח)

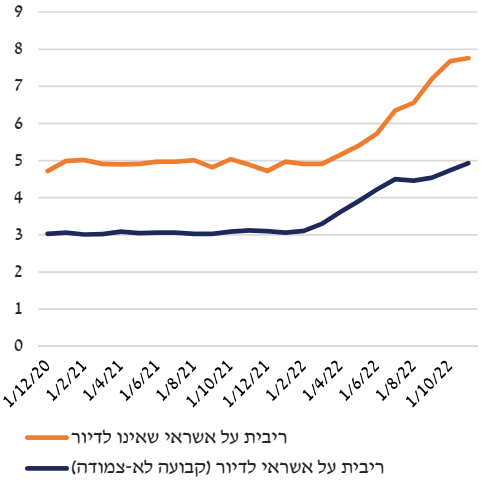


מקור: דיווחי בורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

ג. האשראי למשקי הבית

בדומה לאשראי הבנקאי לעסקים צמח האשראי למשקי הבית בשנת 2022 בקצב מהיר. צמיחתו הושפעה מעליית האינפלציה, שכן כשליש ממנו צמוד למדד המחירים, אולם בניכוי השפעת האינפלציה התמונה דומה. העלאת ריבית בנק ישראל התבטאה בעליות הריבית על שני רכיביו של האשראי למשקי הבית – לדיור ושלא לדיור (איור ד׳-9). בעקבות עליות הריבית הצמיחה החדה של האשראי במחצית הראשונה של 2022 התחלפה בהתמתנות צמיחתו בהמשך השנה ויציבות ברבעון האחרון שלה.

איור ד׳-9
הריבית על האשראי למשקי הבית
(אחוזים)



מקור: נתוני הפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

[4] השיעור של ענף הנדל״ן והבינוי בסך ההנפקות דומה לשיעורו בשנים הקודמות.

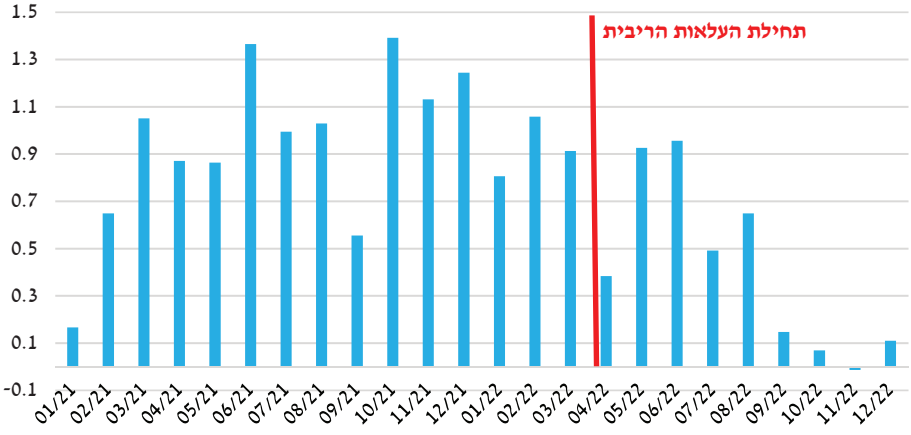
(1) האשראי שאינו לדיור

ניתוח של ההנפקות נטו מראה שבחמש השנים האחרונות ענף הנדל"ן והבינוי היה המקור למרבית גידול החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי.

בהשוואה לשינוי באשראי העסקי השינוי באשראי הצרכני היה מתון ואיטי יותר. באיור ד'-10 מוצגים הביצועים נטו של האשראי הבנקאי הצרכני, וניתן לראות שקצב צמיחתו הואט ברבעון האחרון של השנה. בחינה לפי נותני האשראי מראה שהשינוי המשמעותי ביותר היה ביתרת האשראי הצרכני מהמוסדיים, שהצטמצמה ברבעון האחרון של שנת 2022.

האשראי מהמוסדיים למשקי הבית מאופיין בדרך כלל בהלוואות גדולות, שנלקחות כנגד בטוחות (למשל ערבות בקרן הפנסיה של העמית) ובריביות נמוכות יחסית. הלוואות אלו נלקחות לרוב על ידי לווים ממעמד חברתי-כלכלי גבוה יחסית. סביר כי בזכות היקפן המשמעותי ועלותן הזולה יחסית הן עשויות לשמש גם כהלוואות משלימות לרכישת נדל"ן. (ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2021.) הצטמצמות יתרת האשראי מהמוסדיים עולה בקנה אחד עם ההתמתנות בנטילת משכנתאות חדשות. (ראו הסעיף על האשראי לדיור.) כמו כן, ייתכן וחלק מהירידה בביצועי הגופים המוסדיים נובע מהתקרבות למגבלה של שיעור ההלוואות כנגד סכום צבור שהגופים יכולים לתת.

איור ד'-10
הביצועים נטו של האשראי הבנקאי למשקי בית שאינו לדיור (מיליארדי ש"ח)



מקור: נתוני הפיקוח על הבנקים, עיבודי בנק ישראל.

(2) האשראי לדיור

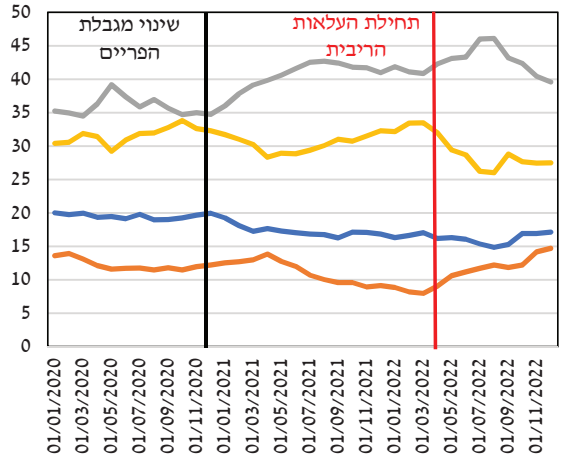
האשראי לדיור גדל בתחילת השנה בקצב מהיר, ובמחצית השנייה גידולו התמתן, על רקע עליית הריבית בכל המסלולים.

יתרת האשראי לדיור גדלה בתחילת השנה בקצב גבוה (המשך לגידול ניכר בשנה הקודמת), אולם במחצית השנייה הביאה עליית הריבית על המשכנתאות להתמתנות הגידול, שהקיפה את כל המסלולים (הצמודים והלא צמודים). עליות הריבית השפיעו גם על תמהיל המשכנתאות: משקי הבית החלו לצמצם את חלק האשראי בריבית משתנה ולא צמודה בהרכב המשכנתה. בשנת 2021 שינה הפיקוח על הבנקים את המגבלה הפיקוחית על חלק המשכנתה המעוגן בריבית הפריים – התיר את הגדלתו משליש לשני שלישים.[5] שינוי המגבלה איפשר למשקי הבית ליטול משכנתה גדולה יותר בלי להגדיל את ההחזר החודשי (בריביות ששררו באותה עת), והם הגיבו בהגדלת חלקו של מסלול הריבית המשתנה הלא צמודה (המורכב ברובו מריבית הפריים). עם זאת, משקי הבית לא ניצלו את צמצום המגבלה באופן מלא, וחלקו של מסלול הפריים עלה לכ-40%, ולא לשני

[5] הוראה בנושא הסרת מגבלות על מתן הלוואות לדיור בריבית משתנה.

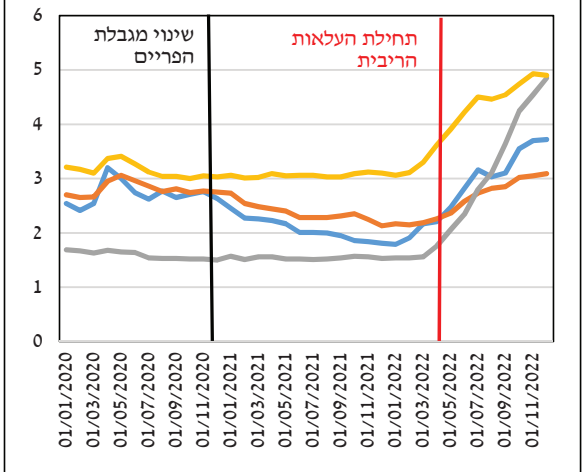
שלישים (איור 11א). גידול חלקו של מסלול הפריים, שנמשך עד המחצית השנייה של 2022, נבלם, ואף הוחלף בירידה, על רקע העלייה החדה של הריביות (איור ד׳-11ב). משקי הבית התמודדו עם העלאות הריבית ומחירי הדירות הגבוהים גם באמצעות הארכת התקופה-לפירעון והגדלת שיעור ההחזר מההכנסה. פילוח המשכנתאות החדשות לפי שיעור ההחזר מההכנסה והתקופה-לפירעון מראה כי עלה חלקן של המשכנתאות שבהן שיעור ההחזר מההכנסה גבוה (30%–40%), וכי הגודל הממוצע של המשכנתה עלה מ-890 אלף ש״ח בשנת 2021 (בממוצע שנתי) לכמיליון ש״ח ב-2022. במהלך שנת 2022 יצאה לפועל ״רפורמה להגברת השקיפות ושיפור התחרות בשוק המשכנתאות״, שהנהיג בנק ישראל.[6] מטרת הרפורמה היא לשפר במידה ניכרת את יכולתם של הלקוחות להשוות בין הצעות המשכנתה המורכבות של הבנקים ולבחור בהצעה המשתלמת ביותר.

איור ד׳-11א
תמהיל המשכנתות החדשות
(אחוזים)



מקור: נתוני הפיקוח על הבנקים, עיבודי בנק ישראל.

איור ד׳-11ב
הריביות על המשכנתות החדשות
לפי מסלולים (אחוזים)



מקור: נתוני הפיקוח על הבנקים, עיבודי בנק ישראל.

3. גיוסי ההון

בשנים 2020–2022 נרשם בבורסה בתל אביב גל הנפקות חדשות חסר תקדים ביחס ל-20 השנים האחרונות. במהלכן של 2020–2022 הנפיקו 133 חברות את מניותיהן לציבור לראשונה (IPOs). גל ההנפקות בישראל היה חלק מתופעה עולמית של התעוררות פעילות ההנפקות בתקופה זו, אולם הוא בלט בהיקפו גם ביחס למדינות אחרות בעולם.[7] על רקע הירידה החדה של מחירי המניות נרשמה דעיכה בפעילות ההנפקות, ואת שנת 2022 סיימה הבורסה עם כמות הנפקות נמוכה מעט מהממוצע ההיסטורי. בבחינת ההרכב הענפי בולטות ההנפקות של חברות מענף ההיי-טק – בעיקר

בשנת 2022 נרשמה דעיכה של גל ההנפקות חסר התקדים של השנים 2020–2022. הגל התאפיין בעיקר בחברות טכנולוגיה צעירות, שטרם רשמו רווחים משמעותיים, ולכן הסיכון בהן לרוב גבוה מאשר בחברות בוגרות מענפים מסורתיים.

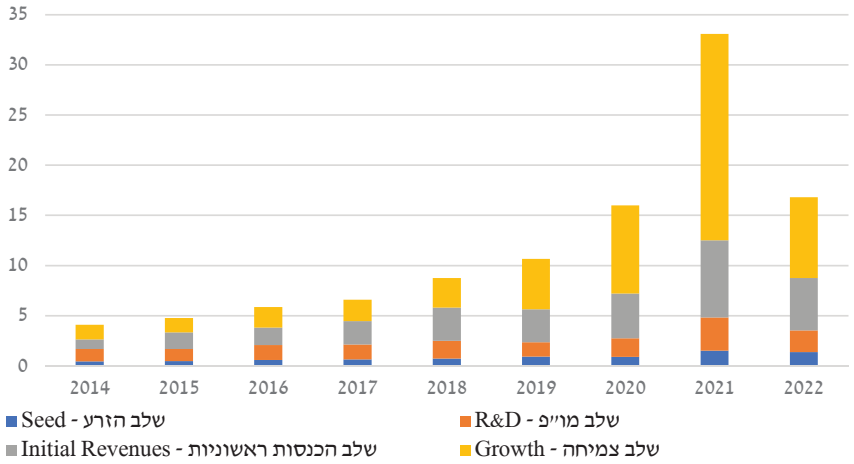
[6] להרחבה על רפורמת השקיפות במשכנתאות ראו את הקישור https://mash-boi.org.il/

[7] ״שיעור החברות החדשות בבורסה בת״א אביב הינו במקום השני בעולם״. פרסומי הבורסה לניירות ערך.

של חברות צעירות שטרם רשמו רווחים משמעותיים, ומכאן שאלה מאופיינות, לרוב, בסיכון גבוה יותר מאשר בחברות בוגרות מענפים מסורתיים. (להרחבה בנושא ראו תיבה ד׳-1). בדיקה של ביצועי המניות מראה כי מניות של חברות שהנפיקו את מניותיהן לראשונה מציגות, לרוב, תשואות נחותות ביחס לביצועי השוק, כי הן תורמות מעט, אם בכלל, להיקפי הנזילות והסחירות – ומכאן לתפקוד הבורסה ולהקצאת המקורות.

הידוק התנאים המוניטריים והפיננסיים הביא לצמצום הגיוסים של חברות ההיי-טק מקרנות הון-סיכון בישראל ובעולם. קרנות אלו הן גורם עיקרי במימון ענף ההיי-טק בישראל. לאחר ששנת 2021 בלטה לחיוב באופן חריג מבחינת הגיוסים של חברות היי-טק בישראל מקרנות הון סיכון, ירד בשנת 2022 היקף הגיוסים (איור ד׳-12), לרמה דומה לזו של 2020 וגבוהה מן הממוצע ההיסטורי. ניתוח של גיוסי חברות ההיי-טק מקרנות הון-סיכון לפי השלב בחיי הפירמה מראה כי מקור הירידה המשמעותית של הגיוסים בשנת 2022 היה בחברות הנמצאות בשלבים מאוחרים – כלומר מניבות רווחים. חברות אלו רגישות יותר לשינויים בריבית הקצרה, ששיעור עלייתה במהלך 2022 היה חד מזה של הריבית הארוכה.[8] לעומתן, הריבית הרלוונטית לחברות הנמצאות בשלבים מוקדמים יותר (שלב הזרע ושלב המו״פ) היא הריבית הארוכה – משום שחברות אלו צפויות להניב תקבולים בתקופה מאוחרת יותר. ואכן השינוי בהיקף הגיוסים של חברות אלה היה מתון יותר. להרחבה על הפעילות בענף ההיי-טק ראו פרק א׳ של דוח זה.

איור ד׳-12
היקף גיוסי הון סיכון
לפי שלבי השקעה (מיליארדי ש״ח)



מקור: נתוני חברת IVC, עיבודי בנק ישראל.

[8] במהלך שנת 2022 עלו הריביות חסרת הסיכון, כפי שמשתקף בעקום האפס הממשלתי הנומינלי. הריבית לשנתיים עלתה מ-0.23% ל-3.50%, והריבית לעשר שנים – מ-1.44% ל-3.38%.

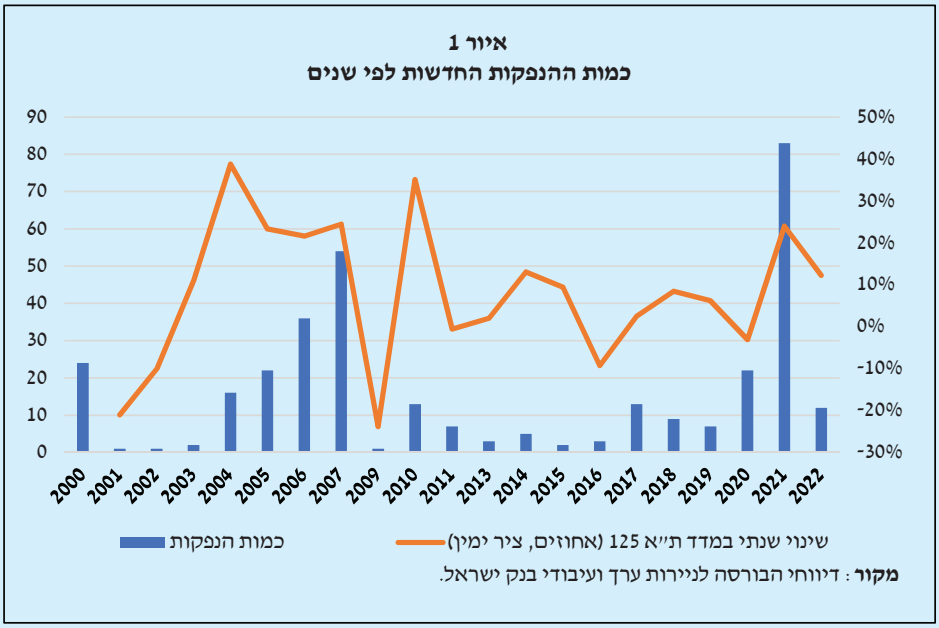
תיבה ד׳-1: גלי ההנפקות וביצועי החברות לאחר ההנפקה בבורסה

- בשנים 2020–2022 התרחש גל הנפקות בבורסה בישראל, כחלק מתופעה עולמית של התעוררות בפעילות ההנפקות. היקף ההנפקות בישראל בלט בהשוואה למדינות המפותחות האחרות.
- ביצועי המניות שהונפקו בשוק הראשוני בישראל בחמש השנים הראשונות שלאחר ההנפקה נחותים מאלה של המניות האחרות בשוק.
- תרומתן של מניות החברות שהנפיקו לראשונה להיקפי הנזילות והסחירות בשוק מעטה – מה שמתבטא באי הכללתן במדדי הבורסה.

1. עיקרי הדברים

בשנים 2020–2022 התרחש בבורסה בתל אביב גל הנפקות חדשות שלא היה לו תקדים ב-20 השנים האחרונות: 133 חברות הנפיקו את מניותיהן לציבור לראשונה. כאשר בוחנים את ההנפקות של חברות חדשות לאורך זמן ניתן לראות כי ההנפקות מגיעות ב״גלים״: תקופה של פעילות הנפקות ערה מתחלפת בתקופה של פעילות נמוכה עד כדי העדר הנפקות כמעט מוחלט. פעילות ההנפקות מתואמת עם תנאי השוק: בשוק עולה הפעילות ערה, ובשוק יורד היקף ההנפקות נמוך (איור 1).

איור 1
כמות ההנפקות החדשות לפי שנים



מקור: דיווחי הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

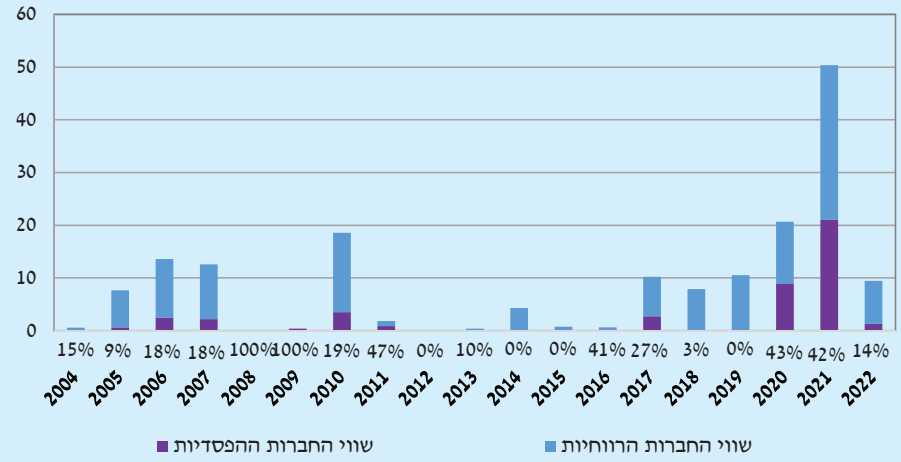
גל ההנפקות של השנים 2020–2022 בישראל היה חלק מתופעה עולמית של התעוררות פעילות ההנפקות בתקופה זו. עם זאת, הגל בישראל בולט בהיקפו ביחס לשאר המדינות בעולם.[1] בתיבה זו נבחנו ההנפקות של גלי הנפקות קודמים ושל גל הנוכחי בפרמטרים שונים: שיעור החברות ה"הפסדיות"[2] מתוך החברות המנפיקות וביצועי המניות של החברות לאחר הנפקה (בטווח הארוך). נבחנה גם השאלה אם חברות המונפקות בגלי הנפקות נכללות בהמשך דרכן במדדי הבורסה; זאת משום שאיכות המסחר (הסחירות, הכמות הצפה וכד') של החברות הכלולות במדדים המובילים גבוהה משמעותית מזו של שאר החברות.

נמצא ששיעור החברות ההפסדיות עולה עם מספר ההנפקות בתקופה נתונה, וכי בחמש השנים הראשונות מיום ההנפקה כלל החברות המנפיקות מציגות (בממוצע) תשואות עודפות שליליות (ביחס לשוק). כמו כן נמצא שגלי הנפקות מאופיינים בשיעור גבוה של חברות שאינן מצליחות, בהמשך המסחר בהן, להיכלל באחד המדדים של הבורסה.

2. מאפייני גלי ההנפקות

מהמדגם שנבחן (2000–2022) עולה כי ההנפקות בבורסה בתל אביב הגיעו בעיקר בשני גלים: הגל הראשון התרחש בשנים 2004–2007 ונקטע על רקע המשבר הפיננסי הגדול, והגל השני התרחש בשנים 2020–2022, בתקופת היציאה ממשבר הקורונה. שנת 2021 הייתה חריגה בפרספקטיבה של עשרים השנים האחרונות. הגל השני נקטע בשנת 2022, על רקע החמרת התנאים הפיננסיים בעולם והעלאות ריבית משמעותיות בעולם ובישראל. ניתוח של מאפייני החברות מעלה הבדלים בין שני הגלים: ההנפקות של הגל השני מאופיינות בשיעור גבוה וחריג של חברות הפסדיות ביחס לחברות שהונפקו בשנים הקודמות (איור 2). הסבר אפשרי להבדל נעוץ בהרכב החברות: בגל של שנות ה-2000 בלטו

איור 2
שווי השוק של החברות המונפקות בחלוקה לחברות הפסדיות וחברות רווחיות
(מיליארדי ש"ח)



בצבע מודגש בעמודה: אחוז החברות ההפסדיות (בשנה הקודמת להנפקה) מתוך סך החברות שהנפיקו באותה שנה.
שווי השוק הוא נכון ליום העסקים האחרון של השנה התואמת.
המקור: דיווחי הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

[1] "שיעור החברות החדשות בבורסה בת"א אביב הינו במקום השני בעולם". פרסומי הבורסה לניירות ערך.

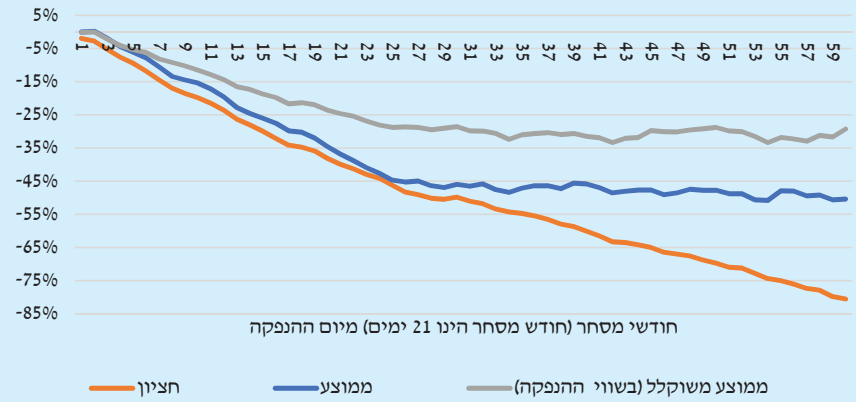
[2] חברות הפסדיות הן חברות שהציגו רווח שלילי בשנה שקדמה להנפקה.

בעיקר חברות מסחר ושירותים, ואילו בגל של 2020 בלטו חברות היי-טק, שהיו הרוב המוחלט (כ75%) של החברות ההפסדיות. חברות היי-טק ללא רווחים נחשבות לחברות בסיכון גבוה יחסית. לרוב אלה חברות צעירות, שטרם הציגו רווחים, ולכן אי-הוודאות באשר להמשך פעילותן גבוהה מזו של חברות רווחיות. הגל השני אופיין אפוא בסיכון גבוה יותר מאשר הראשון.

א. ביצועי המניות לאחר הנפקה

מחקרים שבחנו את ביצועיהן של מניות לאחר ההנפקה הראשונית הראו כי המניות מאופיינות בביצועי חסר, שבאו לידי ביטוי בתשואות עודפות שליליות ביחס לשוק בכלל וביחס לחברות בעלות שווי שוק דומה מאותו ענף בפרט.[3] בתיבה זו חושבה התשואה המצטברת העודפת (בניכוי תשואת מדד ת״א 125) מיום ההנפקה (איור 3). ניתן לראות כי התשואה המצטברת (החציונית) הופכת עם הזמן לשלילית יותר; משמע שהחברות מציגות, בהמשך דרכן, ביצועים נחותים ביחס לשוק.[4] כדי להתייחס לעובדה שההנפקות אינן מתפלגות באופן אחיד על פני זמן אלא באות בגלים, חושבה לגבי כל שנת הנפקה תשואת ההחזקה במשך 36 חודשי מסחר.[5] התוצאות מוצגות באיור 4, המראה שברוב השנים אשר נבחנו הייתה למניות אלו תשואת חסר, ובכלל זה גם בתקופות של פעילות הנפקות ערה (גלי ההנפקות של 2004–2007 ושנת 2020, שהיא חלק מהגל של 2020–2021).

איור 3
התשואה המצטברת העודפת של ההנפקות הראשוניות מיום ההנפקה
(אחוזים)



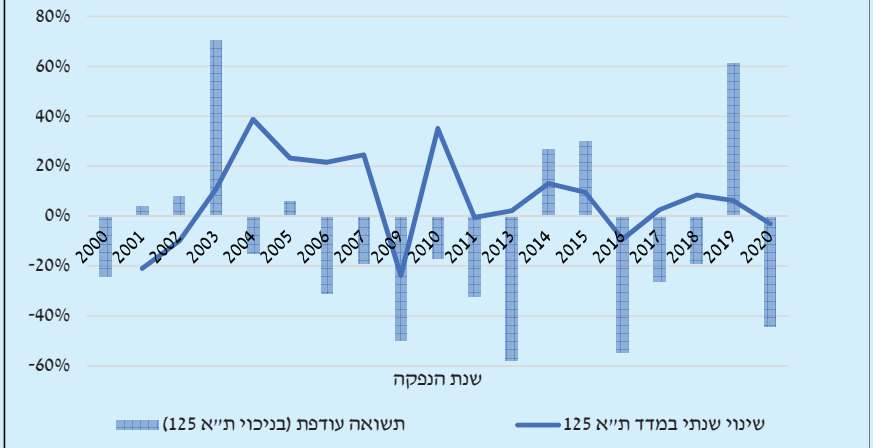
*התשואה המצטברת חושבה כצבירה של התשואות החודשיות. התשואה העודפת חושבה כהפרש בין התשואה המצטברת של המניה לבין התשואה המצטברת של מדד ת״א 125 בתקופה המקבילה.
מקור: דיווחי הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

[3] (Ritter, 1991, Ritter and Welch, 2002); Coakley et al., 2008.

[4] הואיל ובמהלך הזמן חברות נמחקות מהמסחר מסיבות שונות, החישוב מניח שהכסף אשר הושקע בחברות שנמחקו מושקע מחדש באופן אחיד במניות של חברות הממשיכות להיסחר.

[5] חודש מסחר מוגדר כ 21 ימי מסחר, כך ש-36 חודשי מסחר מקיפים תקופה של כשתי שנים קלנדריות.

איור 4
תשואת ההחזקה העודפת (בניכוי ת"א 125) של ההנפקות הראשוניות לאחר 36 חודשי מסחר (חודש מסחר הינו 21 ימים)



תשואת החזקה חושבה כשיעור שינוי בין מחיר המניה בחודש המסחר הראשון לבין מחירה בחודש המסחר ה-36 (חודש מסחר הינו 21 ימים).
מקור: דיווחי הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

ב. בחינה של הכללת ההנפקות במדדי הבורסה

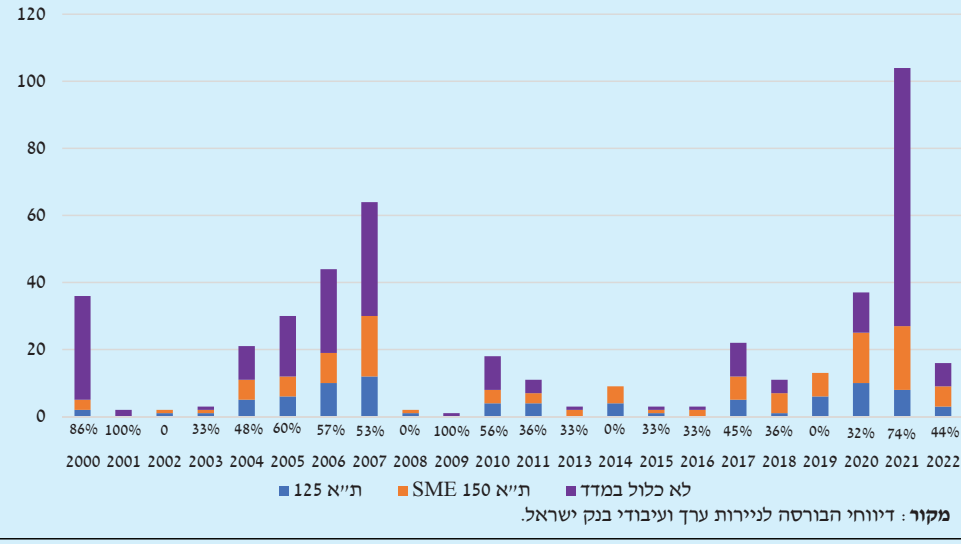
תדירות המסחר היא גורם משמעותי בקביעת איכותו של השוק המשני בבורסה. העובדה שרוב פעילותה של הבורסה ממוקדת בקבוצה מצומצמת של חברות, הנכללות במדדים המובילים שלה בעוד ששאר החברות מאופיינות בנתוני מסחר נחותים יחסית, מדגישה את חשיבות ההיכללות במדדים. לכן אחד הקריטריונים האפשריים לבחינת התפתחות של חברה מנפיקה הוא כניסתה למדד מניות של הבורסה. כניסת חברה למדד מעידה על הצלחת החברה משתי סיבות: ראשית, הכניסה מותנית בקריטריונים כגון שווי השוק, הכמות הצפה[6] והסחירות, הנקבעים על ידי הבורסה, כך שרישום למדד מרכזי מאותת כי החברה עמדה בדרישות הבורסה, כלומר נחשבת לחברה איכותית; שנית, רישום למדד מעורר תשומת לב של המשקיעים לחברה, וכך מסייע לה בפעילות העסקית ובגיוסי הון עתידיים, ואף מגביר את תדירות המסחר במניותיה. מסיבות אלו בדקנו את שיעור החברות המנפיקות שהצליחו להיכנס למדד ת"א 125[7] (לשעבר מדד ת"א 100), כבנצ'מרק לחברות גדולות יחסית, ולמדד ת"א 150SME,[8] כבנצ'מרק לחברות קטנות. התוצאות, המוצגות באיור 5, מראות ששנים של גלי הנפקות מאופיינות בשיעור גבוה של חברות שאינן מצליחות, בהמשך המסחר בהן, להיכלל באחד המדדים. עם זאת חשוב לציין שחברה זקוקה, בממוצע, ל-4.35 שנות מסחר (החציון הוא 3.54 שנים) כדי להיכנס למדד ת"א 125 ול-5.28 שנים (החציון הוא 2.46) כדי להיכנס למדד ת"א 150SME; לפיכך באשר לגל האחרון נראה שעדיין מוקדם מדי להעריך את הצלחתן של החברות מבחינה זו.

[6] הכמות הצפה של מניה היא ההון הרשום למסחר בידי הציבור הרחב (ולא בידי בעלי עניין).

[7] למדד ת"א 125 נכנסות 125 מניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר ממאגר "רימון". תנאי הכניסה למאגר "רימון" הם שיעור מינימלי של החזקות הציבור (כ 30%), שווי שוק ממוצע מינימלי של החזקות הציבור (כ-100 מיליון ש"ח) ומינימום סחירות (המחזור היומי הממוצע) של כ-50 אלף ש"ח) במחצית השנה האחרונה.

[8] במדד ת"א 150SME נכללות 90 המניות בעלות שווי השוק הנמוך ביותר במדד ת"א 125 ונוסף עליהן 60 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר במאגר "רימון" שאינן נכללות בת"א 125.

איור 5
ההנפקות בבורסה לניירות ערך לפי הכניסה למדדים



מקור: דיווחי הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

3. מקורות

Coakley, J., Hadass, L., & Wood, A. (2008). "Hot IPOs can damage your long-run wealth! *Applied Financial Economics*, 18(14), 1111–1120.

Ritter, J. R. (1991). "The Long-Run Performance of initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27.

Ritter, J. R., and Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance,* 57(4), 1795–1828.

תיבה 2: התמסורת מהמדיניות המוניטרית לריבית הפיקדונות בישראל

- עליית ריבית הפיקדונות בשנה האחרונה שיקפה במידה חלקית בלבד את עליית ריבית בנק ישראל, אך התמסורת התחזקה משמעותית בחודשים האחרונים של שנת 2022. תופעת התמסורת החלקית לא הייתה ייחודית לישראל, ונראה שבישראל התמסורת הייתה גבוהה יותר מאשר ברוב המדינות המפותחות.
- ניתוח אמפירי של התמסורת מהמדיניות המוניטרית לריבית הפיקדונות ב-30 מדינות OECD לאורך שני עשורים מעלה כי התמסורת נוטה להיות חלשה במיוחד בסביבת ריבית נמוכה. עודפי נזילות גבוהים וריכוזיות של המערכת הבנקאית קשורים אף הם לעוצמתה הנמוכה של התמסורת.
- צמצום הנזילות וחזרה לסביבת ריבית גבוהה, כחלק מתהליך ההידוק המוניטרי, לצד פעולות בנק ישראל להגברת היכולת להשוות בין ריביות הבנקים ושיח ציבורי ער יכולים להסביר חלק מההפרשים בין ישראל לשאר המדינות ואת התחזקות התמסורת בישראל ברבעון האחרון של השנה.

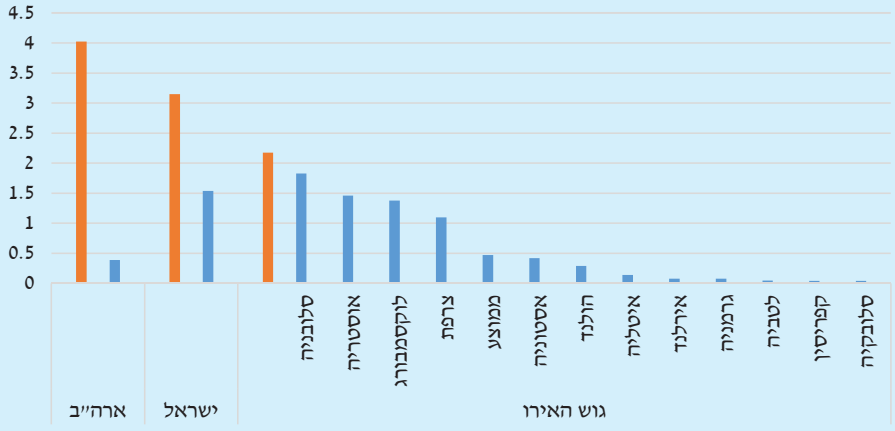
1. רקע

במדינות רבות עליית הריבית של הבנקים המרכזיים בשנת 2022 התאפיינה בגלגול (תמסורת) חלקי בלבד לריבית הפיקדונות. לדוגמה, איור 1 מציג את התמסורת החלקית לפיקדונות בארה"ב, במדינות האיחוד האירופי ובישראל בין ינואר 2022 לדצמבר 2022 – את השינוי בריבית הבנקים המרכזיים לצד השינוי בריבית הממוצעת ששולמה למשקי הבית על פיקדונות חדשים לתקופה של עד שלושה חודשים.[1] תיבה זו סוקרת מספר גורמים שיכולים להשפיע על התמסורת מריבית הבנק המרכזי לריבית הפיקדונות. היא מתמקדת בהשפעה של סביבת הריבית הנמוכה, לצד מאפיינים של המערכת הבנקאית, כגון ריכוזיות ועודפי נזילות.

לפי האיור, בעוד שבישראל התמסורת מריבית הבנק המרכזי לריבית הפיקדונות עמדה על קרוב ל-50%, בארה"ב היה שיעורה כ-9% בלבד, ובאירופה בממוצע – כ-21%. לגבי פיקדונות לתקופה של עד שלושה חודשים רק בסלובניה, אוסטריה, ולוקסמבורג הייתה התמסורת במהלך התקופה חזקה יותר מאשר בישראל. התמסורת בישראל התחזקה משמעותית במשך השנה. איור 2 מציג את השינוי המצטבר בריבית הפיקדונות הממוצעת לצד השינוי המצטבר בריבית בנק ישראל ואת היחס ביניהם מאפריל 2022 עד דצמבר 2022. ניתן לראות בבירור את האצת שיעור עלייתה של ריבית הפיקדונות ביחס לעליית ריבית בנק ישראל: בארבעת החודשים הראשונים של העלאות הריבית המוניטרית שיעור העלייה המצטבר של ריבית הפיקדונות היה כ-25% בלבד מן העלייה המצטברת של ריבית בנק ישראל אך כעבור ארבעה חודשים נוספים יחס זה כבר עמד על כ-50%.

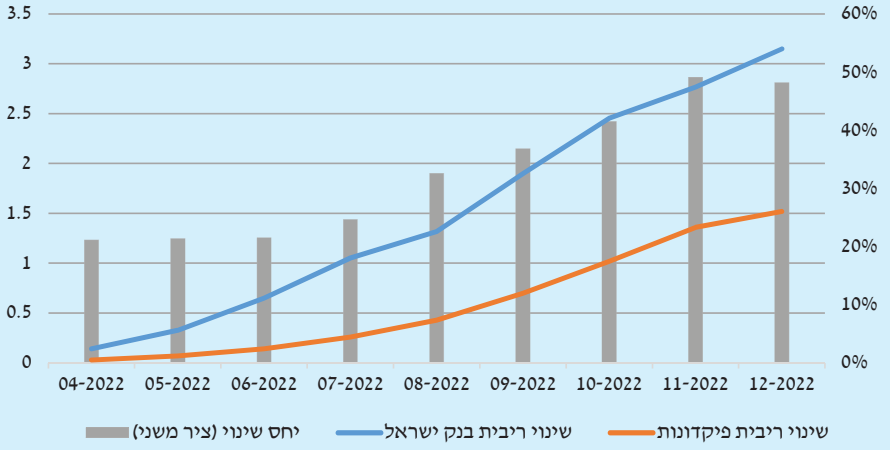
[1] שיעור הריבית על הפיקדון מושפע מהתקופה-לפירעון (ככל שהתקופה-לפירעון ארוכה יותר הריבית לרוב גבוהה יותר), ממסלול הריבית וההצמדה, ולעיתים גם מהיקף הפיקדון. כיוון שריבית בנק ישראל משקפת את הריבית חסרת הסיכון לטווח קצר, התמקדנו בתמסורת של עליית ריבית הבנקים המרכזיים אל הפיקדונות לטווח קצר יחסית של עד שלושה חודשים.

איור 1
השינוי בריבית על פיקדונות לעומת השינוי בריבית הבנק המרכזי, ינואר 2022 - דצמבר 2022, פיקדונות חדשים לתקופה של עד שלושה חדשים.



הערה: השינוי בין ריבית הבנק המרכזי הממוצעת במהלך החודש וריבית הפיקדונות במדינות נבחרות בין ינואר לדצמבר 2022. **בישראל -** ריבית ממוצעת עבור פיקדונות חדשים לזמן קצוב של עד שלושה חודשים, ריבית קבועה לא צמודה, סך המערכת הבנקאית, משקי בית ללא בנקאות פרטית. **בארה"ב** - ריבית ממוצעת עבור פיקדונות חדשים של כל מגזרי הפעילות (משקי בית ועסקים) בריבית קבועה לשלושה חודשים (3-Month CD). **באירופה-** ריבית ממוצעת עבור פיקדונות חדשים למגזר משקי הבית בחשבון בו אפשרות המשיכה הינה מוגבלת לאורך תקופת הפיקדון לעד שלושה חודשים (redeemable at notice, Up to 3 months). עבור יתר מדינות גוש האירו אין נתונים זמינים עבור פיקדונות מסוג זה ולכן אינם מוצגים.
מקור: בנק ישראל, FRED, ECB.

איור 2
השינוי החודשי המצטבר בריבית על פיקדונות, בריבית הבנק המרכזי בישראל והיחס ביניהם, אפריל 2022 - דצמבר 2022



הערה: ריבית בנק ישראל ממוצעת בכל חודש וריבית פיקדונות ממוצעת עבור פיקדונות חדשים לזמן קצוב של עד שלושה חודשים, ריבית קבועה לא צמודה, סך המערכת הבנקאית, משקי בית ללא בנקאות פרטית.
מקור: בנק ישראל.

2. הגורמים המשפיעים על עוצמת התמסורת והמצב בישראל

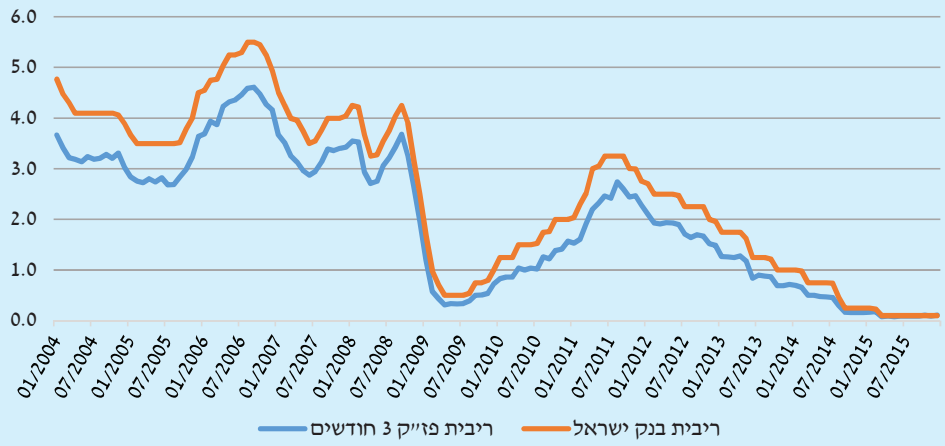
בסעיף זה אנו סוקרים שלושה גורמים מרכזיים שיכולים להשפיע על עוצמת התמסורת מריבית הבנק המרכזי לריבית הפיקדונות. לגבי כל גורם בחנו את המצב בישראל ואת השפעתו האפשרית על עוצמת התמסורת.

א. "חזרה לנורמליות" – תמסורת חלשה בסביבת ריבית נמוכה

הריביות הקצרות בעולם ירדו מאוד בשנים האחרונות, ובמדינות רבות הן אף הפכו לשליליות. כשהריבית של הבנקים המרכזיים ירדה לאפס, המרווח בין ריבית הפיקדונות לריבית הבנק המרכזי הצטמצם, משום שבנקים לא הטילו ריביות שליליות על פיקדונות הציבור. ואכן, מחקרים רבים מהעולם מצאו שבסביבת ריבית נמוכה השפעתם של שינויים בריבית השוק הקצרה על הוצאות הריבית של הבנקים חלשה יחסית.[2] לכן התמסורת החלקית מן העלייה של ריבית הבנקים המרכזיים לריבית הפיקדונות יכולה לשקף חזרה לאותו מרווח חיובי שהיה לפני תקופת הריביות האפסיות.

איור 3 מציג את הריבית הממוצעת על פיקדון קצוב לתקופה של עד שלושה חודשים בישראל לצד ריבית בנק ישראל מינואר 2004 עד דצמבר 2015.[3] ניתן לראות כי המרווח בין הריביות נוטה להצטמצם בתקופות בהן ריבית בנק ישראל מתקרבת למחסום האפס (לדוגמה ב-2009 ומ-2015) . משמע שהיסטורית גם בישראל ירידה של ריבית הבנק המרכזי לסביבת הריבית האפסית קשורה לצמצום המרווח, ולהפך: כשריבית בנק ישראל עולה חזרה לסביבת ריבית "נורמלית" המרווח בינה לבין ריבית הפיקדונות מתרחב.

איור 3
ריבית ממוצעת, פיקדון לזמן קצוב וריבית בנק ישראל, ינואר 2004 - דצמבר 2015



הערה: ריבית בנק ישראל היא הריבית היומית הממוצעת בכל חודש. ריבית פז"ק היא ריבית פיקדון לזמן קצוב לכלל הציבור, מגזר לא צמוד-קבועה, לחודש עד שלושה חודשים, כלל המערכת הבנקאית.
מקור: בנק ישראל.

[2] ראו לדוגמה:

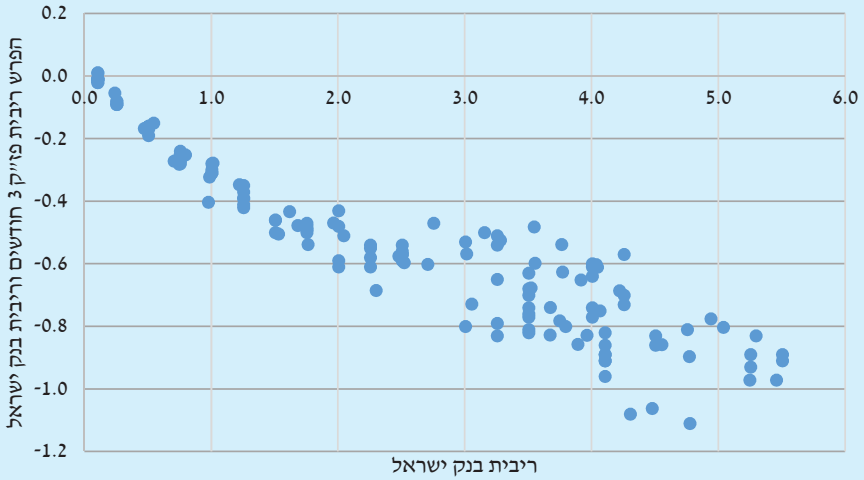
[1] S. Claessens, N. Coleman and M. Donnelly (2018). "'Low-For-Long'" interest rates and banks' interest margins and profitability: Cross-country evidence", Journal of Financial Intermediation, 35, 1–16.

[2] N. Segev, S. Ribon, M. Kahn and J. De Haan, (2022). "Low Interest Rates and Banks' Interest Margins: Does Deposit Market Concentration Matter?", Journal of Financial Services Research, 1–30.

[3] האיור אינו ממשיך לאחר 2015 עקב שינוי בהוראת הדיווח של ריבית הפיקדונות. עם זאת נציין שלאורך רוב התקופה שמ-2016 עד אפריל 2022 ריבית הפיקדונות, כמו ריבית בנק ישראל, הייתה אפסית.

הקשר השלילי בין רמת הריבית למרווח בין ריבית הפיקדונות לריבית בנק ישראל מוצג גם באיור 4. במיוחד בולט הקשר השלילי הליניארי בסביבת ריבית הנמוכה מ-2%. הקשר אמנם נותר שלילי כאשר רמת הריבית עולה מעבר ל2%, אך הוא נחלש, והפיזור גדל – ביטוי להתחזקות התמסורת בסביבת ריבית גבוהה.[4]

איור 4
היחס בין גובה ריבית בנק ישראל לבין מרווח הריביות,
ינואר 2004 - דצמבר 2015



הערה: ריבית בנק ישראל (ממוצע חודשי פחות) הריבית על פיקדונות קצובים בזמן (פז״ק) לכלל הציבור, מגזר לא צמוד-קבועה, לחודש עד שלושה חודשים, כלל המערכת הבנקאית.
מקור: בנק ישראל

ב. עודפי נזילות

הגידול של מאזני הבנקים המרכזיים מאז 2008 (וביתר שאת על רקע משבר הקורונה), בתקופה ארוכה של ריביות אפסיות, הביא לגידול משמעותי של כמות הרזרבות המוחזקות בידי הבנקים המסחריים. לדוגמה, איור 5 מציג את היחס בין כמות המזומן ופיקדונות הבנקים בבנק ישראל לבין סך הנכסים של כלל המערכת הבנקאית מהרבעון הראשון של 2002 ועד הרבעון השלישי של 2022.

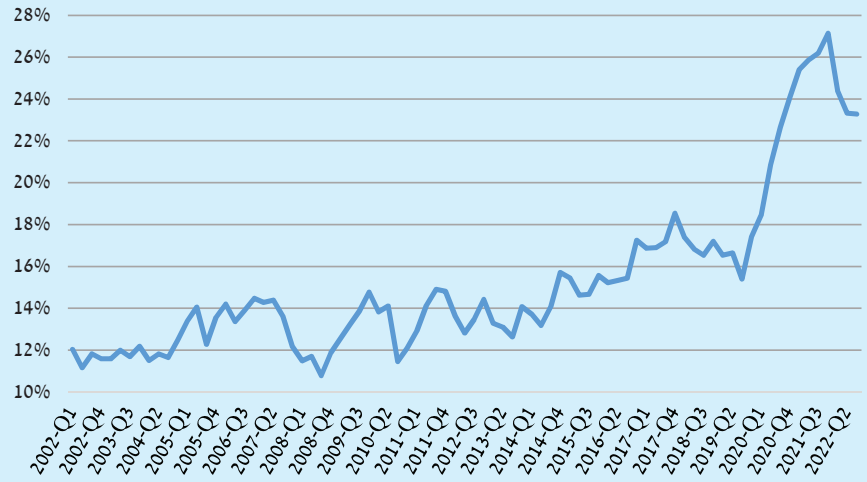
עודפי הנזילות הגדולים יכולים לפעול להקטנת הביקוש של התאגידים הבנקאיים לפיקדונות, ובכך להחליש את התמסורת מריבית הבנק המרכזי לריבית הפיקדונות. הדבר בלט בתחילת סבב עליות הריבית הנוכחי, כשהנזילות הייתה בשיא. ניתן לראות באיור גם את הירידה של שיעור הנזילות במהלך 2022 על רקע עליית הריבית והצמצום המוניטרי.[5] הירידה בעודפי הנזילות במהלך 2022 באה לידי ביטוי גם בשחיקה של יחס כיסוי הנזילות של מערכת הבנקאות אשר חזר במחצית השנייה של 2022 לרמה דומה לזו שנרשמה טרום משבר הקורונה.[6] אמנם שיעור הרזרבות עדיין גבוה בפרספקטיבה היסטורית אך ייתכן כי תהליך צמצום הנזילות המהיר והחזרה של חלק מיחסי הנזילות הרגולטורים לרמות של טרום המשבר היו בין הגורמים להתחזקות התמסורת במהלך השנה.

[4] מקווי מגמה ליניאריים שאינם מוצגים באיור עולה שיפוע של 0.3- בסביבת ריבית הנמוכה מ2% ושל 0.12- בסביבת ריבית הגבוהה מ2%.

[5] לצמצום שיעור הנזילות תרמה בין היתר, העלייה בהנפקות המק״ם. (ראו פרק ג׳ בדוח זה.)

[6] לפירוט על אופן חישוב והשחיקה ביחס כיסוי הנזילות ראו עמוד 43 בסקירת מערכת הבנקאות למחצית הראשונה של 2022 .

איור 5
שיעור מזומן ופיקדונות הבנקים מסך הנכסים, כלל המערכת הבנקאית,
רבעון I 2002 – רבעון III 2022



הערה: נתונים רבעוניים, דיווחים תקופתיים כלל המערכת הבנקאית.
מקור: בנק ישראל.

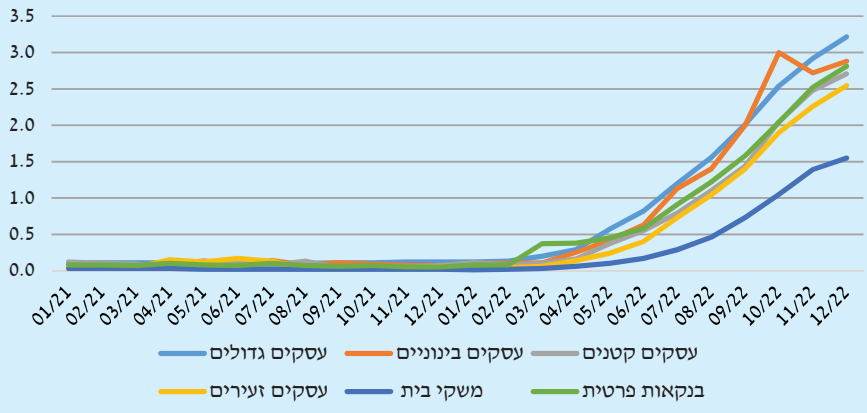
ג. כוח שוק

בנקים עשויים להפיק ערך ממכירת סל מוצרים כגון אשראי צרכני ומשכנתה למפקידים אצלם. לכן, גם בנקים הנהנים מכמות מספקת של נכסים נזילים ו/או מהתחייבויות יציבות עשויים לחשוש למעבר לקוחות אל בנקים אחרים, אם ריבית הפיקדונות שלהם נמוכה מדי. הרצון לשמר את בסיס הלקוחות שלהם ו/או למשוך לקוחות חדשים יכול אפוא לתמרץ בנקים להציע תנאים משופרים, לרבות ריבית פיקדונות אטרקטיבית יותר. יחד עם זאת, אם עליית ריבית הפיקדונות לא גורמת לשיעורי מעבר גבוהים ערוץ זה ייחלש ובהתאם לכך תיחלש גם התמסורת מריבית הבנק המרכזי לריבית הפיקדונות.

החשיבות של מנגנון זה מודגמת בהבדלי התמסורת בין מגזרי הפעילות השונים באיור 6. כפי שמראה האיור, למגזר העסקי עלתה ריבית הפיקדונות יותר מאשר למשקי הבית. ריבית הפיקדונות מושפעת, כאמור, מגורמים רבים, כגון התקופה-לפירעון, מסלול הריבית והיקף הפיקדון, ולכן ההבדלים בין המגזרים יכולים לשקף גם מאפיינים שונים של הפיקדונות.[7] עם זאת סביר שההבדלים בין המגזרים נובעים גם מכוח המיקוח של הלקוחות העסקיים וממודעותם, העולים על אלה של משקי הבית. ייתכן, לדוגמה, שלקוחות עסקיים מורגלים יותר להשוות מחירים ורגישים יותר להבדלים בתנאים המוצעים להם, לרבות הבדלים בין בנקים בריבית הפיקדונות. נוסף על כך אפשר שההכנסה הרבה שהעסקים מספקים לבנקים דרך פעילותם השוטפת הופכת אותם ללקוחות אטרקטיביים, מה שמגדיל את כוח המיקוח שלהם.

[7] אמנם האיור משווה בין פיקדונות לתקופה של עד שלושה חודשים בריבית קבועה לא צמודה לכל המגזרים אך סביר שהפיקדונות העסקיים גדולים מאלה של משקי הבית, ולכן הלקוחות העסקיים נהנים מריבית גבוהה יותר.

איור 6
ריבית ממוצעת, פיקדונות לזמן קצוב של עד שלושה חודשים, ינואר 2021-דצמבר 2022, חלוקה לפי מגזרים



הערה: נתונים חודשיים. ריבית ממוצעת עבור פיקדונות חדשים לזמן קצוב של עד שלושה חודשים, ריבית קבועה לא צמודה, סך המערכת הבנקאית.
מקור: בנק ישראל.

3. מודל אמפירי – השינוי בתמסורת לאורך זמן במדינות ה-OECD

הניתוח בסעיף הקודם מצביע על לפחות שלושה מנגנונים אשר יכולים להסביר חולשה בתמסורת בין ריבית הבנק המרכזי לריבית הפיקדונות שנרשמה בעולם וגם בישראל: סביבת ריבית נמוכה, עודף נזילות וכוח שוק. בסעיף זה אנו מציגים ניתוח אמפירי פשוט, הבודק אם גורמים אלה אכן קשורים לעוצמת התמסורת, וזאת באמצעות נתונים בנקאיים ממדינות הOECD- לאורך שני עשורים.

לשם הבדיקה נשתמש בנתונים ממאגר Fitch Connect, המספק נתוני מאזנים של בנקים בכל העולם, ובפרט של מדינות ה-OECD. הנתונים כוללים 144,216 תצפיות עבור 9,828 בנקים ב-30 מדינות בין 2004 ל-2019.[8] השיטה האמפירית מתבססת על אמידה של רגרסיית פאנל פשוטה, עם השפעות קבועות לזמן ולבנק, אשר בודקת את הקשר בין השינוי השנתי בריבית השוק הקצרה לשינוי בריבית האפקטיבית על התחייבויות הבנק:[9]

$$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \gamma_t + \Delta r_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (1)$$

[8] מדינות OECD שאינן נכללות באמידה עקב מחסור בנתונים הן: איסלנד, אסטוניה, הונגריה, טורקיה, יפן, לוקסמבורג, צ׳ילה וקוסטה ריקה.

[9] הריבית האפקטיבית מוגדרת כסך הוצאות הריבית חלקי סך ההתחייבויות הנושאות ריבית. שימוש בריבית זו אמנם לא מביא בחשבון הבדלים בסוגי ההתחייבויות השונים, אך השימוש בו מקובל מאוד בספרות. ראו לדוגמה:

1. J. A. Lopez, A. K. Rose and M. M. Spiegel (2020). "Why have negative nominal interest rates had such a small effect on bank performance? Cross country evidence", European Economic Review, 124, 103402.

2. A. Kang-Landsberg and M. Plosser (2022). How Do Deposit Rates Respond to Monetary Policy? (No. 20221121). Federal Reserve Bank of New York.

כאשר $\Delta Y_{i,t}$ הוא השינוי בריבית האפקטיבית של בנק i בין שנה t-1 לשנה t-1, ו$\Delta r_{i,t}$ הוא השינוי בריבית השוק הקצרה באותה תקופה במדינה שבה הבנק פועל.[10] α_i ו γ_t הם משתנים קבועים לבנק ולזמן, בהתאמה.[11]

כדי לבדוק את ההשפעה של רמת הריבית, הנזילות וכוח השוק אמדנו את הרגרסיה הבסיסית בתוספת אינטראקציות עם מספר משתנים. כדי לאמוד את ההשפעה של סביבת ריבית נמוכה הוספנו משתנה דמי, השווה ל-1 כאשר הריבית הייתה מתחת ל1.25%.[12] נוסף על כך, כדי לבדוק את השפעות הנזילות והריכוזיות של המערכת הבנקאית, הוספנו גם אינטראקציות עם יחס הרזרבה לנכסים בכל בנק ומדד הרפינדל לריכוזיות המערכת הבנקאית.[13]

לוח 1 מציג את התוצאות של אמידת הרגרסיה. הלוח מציג רק את מקדם השינוי בריבית ואת מקדמי האינטראקציות כדי להתמקד בהשפעה של כל משתנה על הקשר הבסיסי בין הריבית הקצרה להוצאות הריבית של הבנקים.[14] הלוח מחולק לעמודות, שבכל אחת מהן אנחנו מוסיפים לרגרסיה את אחד המשתנים שיכולים להשפיע על עוצמת התמסורת. בעמודה האחרונה נאמדת הרגרסיה עם כל המשתנים, מה שמאפשר לבודד את עוצמת ההשפעה של כל אחד. הלוח מספק מספר תובנות. ראשית הקשר הבסיסי בין ריבית השוק הקצרה להוצאות הריבית של הבנקים חיובי ומובהק, כצפוי. נדגיש שהואיל והריבית מחושבת על סמך סך הוצאות הריבית ביחס לסך ההתחייבויות, עוצמת הקשר תושפע מתמהיל ההתחייבויות, ובמיוחד מהתקופה-לפירעון הממוצעת שלהן (בפועל – שיעור הפיקדונות המתחדשים במהלך השנה).[15] לכן חשוב להתייחס לתוצאות בעיקר כאל תוצאות תיאוריות, המספקות אינטואיציה כללית בדבר כיוון ההשפעה של הגורמים השונים והיחס ביניהם ולא חיזוי מדויק של עוצמת התמסורת.

עוד מתברר שסביבת ריבית נמוכה מחלישה את עוצמת התמסורת, כפי שניתן לראות מהמקדם השלילי לאינטראקציה בין הדמי לסביבת ריבית נמוכה לבין השינוי בריבית הקצרה. כן נראה שהקשר בין הריבית הקצרה במשק לריבית הפיקדונות נוטה להיות חזק כשהמערכת הבנקאית פחות ריכוזית ועבור בנקים המחזיקים פחות נזילות, כפי שעולה מהמקדם השלילי לאינטראקציה בין משתנים אלו לשינוי בריבית הקצרה. הרגרסיה מראה אפוא כי מאפיין מבני של המערכת הבנקאית, כגון ריכוזיות, יכול להשפיע על התמסורת (ריכוזיות גבוהה עשויה להחלישה), וכי גם גורמים דינמיים, המשתנים בהתאם לתהליך הצמצום המוניטרי, יכולים לפעול עליה (יציאה מסביבת ריבית אפסית וירידה של עודפי הנזילות עשויות לחזקה). במיוחד נראה שהתמסורת החלשה בתחילת תקופת העליות האחרונה אינה מפתיעה, לנוכח הנתונים ההיסטוריים, ויכולה לשקף בראש ובראשונה תהליכי חזרה למרווחים שהיו לפני תקופת הריביות האפסיות ותהליך הצמצום של עודפי הנזילות.

בחינה של נתוני הבנקים בישראל בסוף 2021 לעומת שאר המדינות במדגם מעלה כי המערכת הבנקאית בישראל התאפיינה ביחסי רזרבה גבוהים מאוד (עשירון עליון של ההתפלגות) וריכוזיות גבוהה (שליש העליון של ההתפלגות). מכיוון שכל המדינות במדגם גם התחילו את סבב עליות הריבית הנוכחי בסביבת ריבית אפסית, נראה שנקודת הפתיחה של המערכת הבנקאית בישראל בסוף 2021 אינה יכולה להסביר את התמסורת החזקה יחסית במהלך 2022. ניתן

[10] עקב הבדלים בין מדינות בהגדרת "ריבית הבנק המרכזי" ובהתאם למקובל בספרות נשתמש בריבית השוק הקצרה שמפרסם הOECD (ראו https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm).

[11] בהתאם לשיטתם של Lopez et al. (2020) שהשתמשו במסד נתונים דומה כדי לבחון כיצד ריביות שליליות משפיעות על הרווחיות של הבנקים, הרגרסיה הבסיסית לא כוללת משתני בקרה נוספים. עם זאת התוצאות עמידות להוספה של משתני בקרה ברמת הבנק בפיגור של תקופה אחת (בפרט יחס הלימות ההון ויחס הפיקדונות להתחייבויות) ומשתני בקרה ברמת המדינה (בפרט האינפלציה והצמיחה של התוצר).

[12] גובה הריבית שמייצגת סביבת ריבית נמוכה נבחר בהתאם למקובל בספרות. ראו לדוגמה את ההפניות בהערת שוליים 3 ו:

C. Borio and L. Gambacorta (2017). "Monetary policy and bank lending in a low interest rate environment: diminishing effectiveness?", Journal of Macroeconomics, 54, 217–231.

[13] מדד הרפינדל חושב עבור כל מערכת בנקאית בכל שנה. המדד מוגדר כסכום ריבועי נתח שוק הפיקדונות של כל בנק.

[14] שאר המשתנים, כגון ה-HHI, יחס הרזרבה והדמי לריבית נמוכה, חושבו כחלק מאמידת הרגרסיה, אך אינם מוצגים. HHI ויחס הרזרבה הם משתנים רציפים חיוביים וקטנים מאחד.

[15] אמנם המשתנה הקבוע עבור כל בנק אמור לצמצם את ההשפעה של הבדלים קבועים בין הבנקים, אך ייתכן שלפחות בחלק מהבנקים חל לאורך התקופה שינוי בסוג מקורות המימון. זאת ועוד, הנתונים הם ברמה שנתית, וסביר שחלק גדול יחסית מהפיקדונות יתחדשו בכל תקופה, מה שאמור להקטין את ההטיה.

להניח עם כן שההבדלים בין המדינות נובעים משתי אפשרויות עיקריות: ראשית, ייתכן שבישראל חל שיפור מהיר יותר במשתני הרגרסיה ביחס לעולם. לדוגמה, ייתכן שבישראל חל צמצום מהיר יותר של מדדי הנזילות.[16] שנית, ייתכן שגורמים נוספים, שאינם כלולים ברגרסיה, חיזקו את התמסורת בישראל. כך, לדוגמה, ייתכן והשיח הציבורי הער בנושא ריבית הפיקדונות בתקשורת לצד פעולות של בנק ישראל להגברת המודעות לפערי הריביות בין הבנקים והגדלת השקיפות של נתוני הריביות של כל בנק פעלו להגדלת הלחץ התחרותי וחיזקו את התמסורת מעבר לשינויים שחלו במשתנים שהוסברו לעיל.

לוח 1 – תוצאות אמידת רגרסיית

	שינוי בריבית האפקטיבית על כלל ההתחייבויות				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
שינוי בריבית הקצרה	0.2914***	0.2963***	0.3048***	0.2998***	0.3187***
	(0.0059)	(0.0062)	(0.0047)	(0.0053)	(0.0049)
שינוי בריבית הקצרה*דמי ריבית נמוכה		-0.1491***			-0.1559***
		(0.0103)			(0.0102)
שינוי בריבית הקצרה*HHI			-0.1788***		-0.1602***
			(0.0585)		(0.0579)
שינוי בריבית הקצרה*יחס רזרבה לנכסים				-0.2511***	-0.2973***
				(0.0490)	(0.0491)
אפקט קבוע לבנק	V	V	V	V	V
אפקט קבוע לזמן	V	V	V	V	V
מספר תצפיות	144,216	144,216	144,216	144,216	144,216

טבלה זו מציגה את תוצאות האמידה של משוואה 1. עמודה (1) מציגה את הקשר בין שינוי הריבית הקצרה והריבית האפקטיבית על ההתחייבויות בלבד. בעמודה (2) מוצג גם מקדם האינטראקציה עם משתנה דמי שמקבל אחד בשנים שבהן הריבית לטווח הקצר הייתה מתחת ל-1.25%. בעמודה (3) יש תוספת של מקדם האינטראקציה עם מדד ריכוזיות הפיקדונות (HHI) שמקבל ערך בין 0 ל-1 (החציון 0.04). עמודה (4) מציגה גם את מקדם האינטראקציה עם יחס רזרבות לנכסים של כל בנק שמקבל את הערך בין 0 ל1 (החציון 0.03) ועמודה (5) מציגה את התוצאות כאשר כל המשתנים הנוספים מוכנסים לרגרסיה ביחד. אמידה בעזרת OLS עם השפעות קבועות לשנה ולבנק. המשתנה התלוי הוא השינוי בריבית האפקטיבית על כלל ההתחייבויות (סך הוצאות הריבית השנתיות לחלק לממוצע ההתחייבויות נושאות הריבית). טעויות תקן מקובצות לפי בנק מוצגות בסוגריים. תקופת המדגם 2004-2019. *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01.

4. סיכום

עליית הריבית של בנק ישראל במהלך שנת 2022 לוותה בתמסורת חלקית לריבית הפיקדונות, אך חזקה מאשר במדינות מפותחות אחרות, ונראה שהיא אף התחזקה בחודשים האחרונים של 2022. התיבה סקרה מספר גורמים שיכולים להשפיע על התמסורת, ולכן לספק הסבר אפשרי להבדלים בין המדינות ולשינויים בעוצמת התמסורת לאורך זמן בישראל. נמצא שאת התמסורת החלשה בתחילת מחזור עליית הריבית ניתן להסביר, בין היתר, בחזרה של המרווח לטווחים ששררו לפני עידן הריבית האפסית ולעודפי הנזילות הגדולים שהיו במערכת הבנקאית. לאחר היציאה מסביבת הריבית האפסית והירידה במדדי הנזילות החלה התחזקות של התמסורת. מהניתוח עולה האפשרות שההבדלים בין המדינות

[16] מכיוון שאין עדיין נתוני מאזנים של סוף 2022 לרוב המוחלט של הבנקים במדגם לא ניתן לבדוק השערה זו.

נובעים גם מגורמים אלו. כך, לדוגמה, באירופה החלה ריבית הבנק המרכזי לעלות מאוחר יותר, ורמתה עדיין נמוכה יחסית, כך שייתכן כי התמסורת החלשה באירופה משקפת את ההשפעה של היציאה מסביבת הריבית האפסית. לעומת זאת בארה"ב עלתה הריבית אף יותר מאשר בישראל, אך גם עודפי הנזילות של המערכת הבנקאית בארה"ב נכון לסוף 2022 עדיין משמעותיים מאוד.[17]

הניתוח בתיבה הראה גם את ההשפעה של גורמים מבניים המאפיינים את מערכת הבנקאית –במיוחד של הריכוזיות והתחרות – על עוצמת התמסורת. ייתכן שחלק מהצעדים שננקטו במהלך השנה להגברת התחרות, כגון הנגשה-לציבור של נתוני הריביות שמשלם כל בנק לצורך השוואת מחירים, לצד שיח ציבורי ותקשורתי ער בנושא, פעלו אף הם לחיזוק התמסורת במהלך השנה.

[17] ראו לדוגמה:

A. Kang-Landsberg and M. Plosser, (2022). How Do Deposit Rates Respond to Monetary Policy? (No. 20221121). Federal Reserve Bank of New York.