



בנק ישראל

דוח יציבות פיננסית

ירושלים, כסלו התשע"ח • דצמבר 2017



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.
מס' קטלוגי 601994
דפוס העיר העתיקה בע"מ, ירושלים

תוכן העניינים

עיקרי הדברים	6
מבוא	7
תרחישי הקיצון הכלכליים העיקריים	9
החשיפות העיקריות לסיכון (תחומי החשיפה העיקריים)	12
המוניטור ליציבות הפיננסית (ערוצי החשיפה לסיכון)	16
• המקרו	17
• שוקי הנכסים	20
• האשראי	24
• הנזילות	30
• הקישוריות	32
תיבה 1 : ההתפתחויות בפעילותן של החברות הציבוריות לאשראי חוץ-בנקאי	34
תיבה 2 : ריבוי מלווים ותיקים חופפים	39
תיבה 3 : ההשקעות בדיור ובשוק ההון : השוואה מפרספקטיבה היסטורית	45
לוח אינדיקטורים	56

את הדוח כתב קונסטנטין קוסנקו והשתתפו בכתיבה ברק אטינגר, מתן וינברג, אור ידוב, נועם מיכלסון, מירי רוזנשטוק ועובדי היחידה הכלכלית בפקוח על הבנקים.

תודה לחטיבה למידע ולסטטיסטיקה על הנתונים ולסטודנטים של האגף הפיננסי בחטיבת המחקר על הסיוע בעיבודם ; תודה על הערותיהם המועילות של הכלכלנים בחטיבת המחקר ובפקוח על הבנקים. תודות לסימה נסים ולאלנה לוי על העיצוב.

דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2017

דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל מתפרסם פעמיים בשנה. בדוח זה מעריכים כלכלני הבנק את החשיפות לסיכונים העיקריים הנשקפים למערכת הפיננסית, מנתחים את תרחישי הקיצון הפוטנציאליים, ובוחנים את כושר העמידה של המערכת בפני הסיכונים והתרחישים. ההערכות והניתוחים מתבססים על סקירה של ההתפתחויות ההיסטוריות, בחינה של המאפיינים המבניים, שימוש במודלים אנליטיים (לרבות סימולציות ומבחני לחץ), והערכה של תנאי הרקע העדכניים בכלכלות העולמית והמקומית. הדוח מציג את הסיכונים שהתממשותם עלולה להשפיע משמעותית על המשק בטווחים הקצר והבינוני, מתוך מטרה להגביר את המודעות אליהם בקרב קובעי המדיניות ובציבור הרחב ולאפשר היערכות מתאימה.

עיקרי הדברים

- תהליך השיפור בכלכלה העולמית מקיף מדינות רבות, והשווקים הפיננסיים בחו"ל מציגים התפתחות יציבה וירידה בתנודתיות; רמת הסיכונים קצרי הטווח שמקורם בחו"ל פחתה אפוא לעומת רמתם בסקירה הקודמת. הפעילות הכלכלית בישראל איתנה, והיא צפויה להיתמך בשיפור בסביבה העולמית. אולם קיים סיכון שהמגמה בעולם תתהפך עקב הגאות המתמשכת שניכרת בשווקים הפיננסיים העולמיים על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה, ועקב אי-הוודאות הגאופוליטית, גם אם זו פחתה לאחרונה. מאחר שהמשק הישראלי קטן ופתוח וחשוף במידה רבה לשוקי הסחורות והשירותים ולשווקים הפיננסיים בעולם, הוא – ולכן גם יציבותה של המערכת הפיננסית בו – חשופים במידה רבה לסיכונים מהסביבה העולמית.
- הריביות בעולם עדיין נמוכות מאוד מבחינה היסטורית, אולם בארה"ב תוואי הריבית נמצא בשנה האחרונה במגמת עלייה ובאירופה צומצמה ההרחבה הכמותית שנוקט הבנק המרכזי. המדיניות המוניטרית המרחיבה שננקטה בשנים האחרונות נועדה לתמוך בצמיחה הכלכלית ולהתמודד עם ההתפתחויות באינפלציה בעולם ובישראל. הריבית הנמוכה צמצמה את עלויות המימון של המגזר הציבורי, משקי הבית והעסקים, והקלה על שירות החוב. אולם במקביל היא השפיעה לרעה על רווחיותן של קרנות הפנסיה וחברות הביטוח.
- סביבת הריבית הנמוכה המתמשכת, שנועדה כאמור לתמוך בצמיחה ולהתמודד עם ההתפתחויות באינפלציה בעולם ובישראל, פועלת להצטברות הסיכונים במגזר הפיננסי. הדבר בא לידי ביטוי בהתגברות התיאבון לסיכון ובחיפוש אחר תשואה. ריביות נמוכות לאורך זמן יכולות להוביל גם להקצאת מקורות בלתי אופטימלית ולהכביד על מאזניהם של משקי הבית: ככל שמתאריך פרק הזמן שבו הריביות נמוכות כך גוברת נטייתם של משקי הבית ושל המגזר העסקי להגדיל את המינוף. התפתחות כזו תורמת להתעצמות החשיפה לסיכון במשק, ליצירת חשיפות נוספות, ולעלייה בפגיעות המשק להתממשותם של תרחישי קיצון.
- רמת הפגיעות של המשק – וכתוצאה מכך רמת היציבות של המערכת הפיננסית – תלויות (א) בהסתברות להתממשותם של הסיכונים העיקריים ו-(ב) בעוצמת החשיפה אליהם. הסיכונים העיקריים שאנו מזהים כוללים: היפוך המגמה בפעילות הריאלית במשק כתוצאה מזעזוע לביקושים מחו"ל או כתוצאה מאירועים גאופוליטיים, ירידה חדה ומהירה במחירי הדיור במשק, שינוי חד בעקום הריביות הארוכות בעולם, והיפוך המגמה בשווקים הפיננסיים העולמיים. להערכתנו ההסתברות להתממשותם בטווח הקצר נמוכה או בינונית.
- אנו ממשיכים לזהות במשק הישראלי שלושה תחומים עיקריים של חשיפה לסיכון: שוק הדיור, המינוף של משקי הבית ושוק הנכסים. מכלול הפרמטרים שנבחנו בדוח זה מעיד כי עוצמת החשיפה לשוקי הדיור והנכסים נותרה בתקופה הנסקרת בינונית-גבוהה וכי עוצמת החשיפה לאשראי הצרכני נמצאת ברמה בינונית.
- אינטראקציה בין החשיפות לזעזועים יכולה להוביל להתממשות הסיכונים המערכתיים ולעלייה ברמת הפגיעות של המשק. ההתפתחויות בחשיפות לסיכון ובהערכה של הסיכונים עצמם מעלות כי במחצית השנייה של השנה נותרה הפגיעות הפוטנציאלית של המשק ברמה בינונית.
- על רקע ההתפתחויות הנזכרות המשיכה המערכת הפיננסית המקומית לשמור על יציבותה. עם הגורמים שתורמים לחוסנה נמנים הצעדים המקרו-יציבותיים שנקט בנק ישראל, שיפור בחוסנה וביציבותה של מערכת הבנקאות, ואיתנותה של הפעילות הכלכלית בישראל.

מבוא

על רקע ההערכות התקופתיות (מבחני הקיצון) לכושר העמידה של המערכת בפני זעזועים שונים, דוח היציבות הפיננסית מתמקד בשני הממדים העיקריים היוצרים את מרחב הסיכונים שבו מתבצעות הפעילויות הפיננסיות והכלכלית במשק: (1) הסיכונים העיקריים וההסתברות להתממשותם (2) תחומי החשיפה לסיכון ועוצמת החשיפה. הסיכונים כוללים תרחישי מזינק (טריגר) שביכולתם ליצור אי-סדר במערכת הפיננסית ולפעול לצמצומה של הפעילות העסקית. בדרך כלל אין זה קל לזהותם, והערכת ההסתברות להתממשותם נסמכת בעיקר על שיפוט סובייקטיבי. אולם ניתן להעריך כי הסיכונים הנשקפים למשק קטן ופתוח, כדוגמת המשק הישראלי, נובעים במידה בלתי מבוטלת ממקור אקסוגני ונגזרים מההתפתחויות בחו"ל (כולל אירועים גאופוליטיים). לכן אפילו זעזועים קלים בשווקים העולמיים, או שינויים בציפיות בהם, עלולים להוביל לאי-יציבות במשק הישראלי. השלכותיהם של זעזועים אלה משמעותיות במיוחד בתקופות שבהן המשק חשוף לסיכונים בעוצמות גבוהות¹.

עוצמות החשיפה ותחומיה העיקריים אינם קבועים, ו/א הם יכולים להתקיים לאורך זמן מבלי שהסיכונים יתממשו בפועל. אולם הם קבועים את רמות הפגיעה ואי-הסדר במערכת הפיננסית כשהפעילות העסקית מצטמצמת ו/א או כשהמשק נחשף בפועל לזעזועים משמעותיים². גורמים אלה נושאים אופי פרו-מחזורי ונבנים בהדרגה בתקופות שבהן התנודתיות בשווקים נמוכה, או לחלופין מתפתחים כתוצאה מעיוותים מבניים מתמשכים במערכת הפיננסית. להבדיל מהסיכונים, את החשיפות (תחומי החשיפה) ניתן לזהות בעזרת מודלים ופרמטרים כלכליים (יחסים כלכליים ופיננסיים), ואפשר לתחום ולווסת את עוצמתן בעזרת רגולציה רלוונטית ובקרה צמודה על מסלול התפתחותן.

שני הממדים המתוארים לעיל, ובפרט ההסתברות להתממשות הסיכונים ועוצמות החשיפה אליהם, קובעים יחד את מידת אי-היציבות של המערכת וכתוצאה מכך – את רמת הפגיעות של המשק.

בדוח זה אנו מדגישים את השינויים שחלו בשני הממדים – וכך במידת היציבות הפיננסית במשק – יחסית לממצאי הדוח של יוני 2017³. בדומה לדוח הקודם, גם בדוח הנוכחי אנו מזהים שלושה תחומי חשיפה בעלי פוטנציאל ליצור השפעה מקרו-יציבותית משמעותית: (1) החוב של משקי הבית; (2) שוק הדיור: התחום ממשיך להתאפיין בהיעדר איזונים; ו- (3) שוקי הנכסים (ובמיוחד שוק האג"ח התאגידיות): שווקים אלה מתאפיינים ברמות מחיר שאינן מפנימות את הסיכונים. לצד החשיפות לסיכון אנו מציינים ארבעה סיכונים עיקריים⁴: (1) הסיכון הנשקף משינוי חד בריביות הארוכות בעולם, (2) הסיכון הגלום בירידה חדה ומהירה במחירי הדיור על רקע רמת הנפיצות בשוק זה, (3) הסיכון הנשקף מהיפוך המגמה בפעילות הריאלית כתוצאה מזעזוע מחו"ל או מזעזוע גאופוליטי, ו- (4) הסיכון הטמון בהיפוך המגמה בשווקים הפיננסיים העולמיים. נוסף לכך אנו בוחנים את הקישוריות במערכת הפיננסית היות שגם היא מהווה תחום/ ערוץ חשיפה לסיכון במשק. נדגיש כי בשעה שהחשיפות העיקריות מחזוריות בטבען, הקישוריות מהווה ערוץ חשיפה מבני ברמת המשק, ולכן דוחות היציבות מעדכנים את מגמת התפתחותה בתדירות נמוכה יותר.

לוח 1 מסכם את (א) הסיכונים העיקריים והשינוי שנוצר במחצית האחרונה בהסתברות להתממשותם ואת (ב) תחומי החשיפה לסיכון והשינוי שחל בעוצמת החשיפה במחצית האחרונה על רקע ההתפתחויות בערוצי החשיפה העיקריים.

¹ עוצמות החשיפה לסיכון במהלך התקופה הנסקרת נמצאות ברמה בינונית – ראו לוח 1.

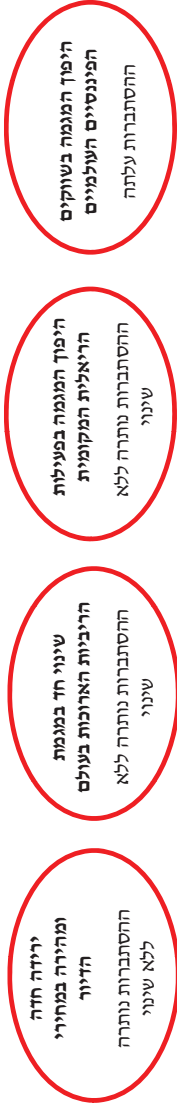
² מקבלי ההחלטות/ הרגולטורים חותרים ליצור כריות הון רחבות דיין בתקופות שבהן מצטברים במשק תחומי חשיפה ועוצמות, ולנקוט מדיניות רגולטורית מחמירה יותר.

³ בדוח זה אנו מציגים את הנתונים העדכניים ביותר על המחצית השנייה, ולא דווקא את הנתונים לסוף המחצית.

⁴ נוסף להם יש עוד סיכונים, היינו הסיכון שיתרחש היפוך חד במגמת האינפלציה בעולם והסיכונים הקשורים לשינויים בסביבה העסקית, רגולציה ולחיקה המואצת במערכת הפיננסית. אולם להערכתנו ההסתברות להתממשותם נמוכה כעת.

לוח 1: התמסורת של האיומים המערכתיים הנשקפים למשק

(א) הסיכונים העיקריים והשינוי בהסתברות להתממשותם



(ב) תחומי החשיפה העיקריים, השינוי בעוצמות החשיפה, וערוצי החשיפה

תחומי החשיפה העיקריים לפי העוצמה	ערוצי החשיפה לסיכון				השינוי בעוצמת החשיפה בחצי השנה האחרונה	תחומי החשיפה העיקריים לפי העוצמה
	הקישוריות	המזלות	האשראי	השווקים	המקור	
שוק הדיוור	*		*	*	*	ללא שינוי
שוקי הנכסים	*	*		*	*	ללא שינוי
החוב של משקי הבית	*		*		*	ללא שינוי

עוצמה גבוהה מאוד					
עוצמה נמוכה מאוד					

בטרם נסקור את ההתפתחויות העדכניות בהסתברות להתממשות הסיכונים ובעוצמת החשיפה אליהם, נדגיש כי אנו ממשיכים לנהל מעקב צמוד אחר האופן שבו סביבת הריבית הנמוכה המתמשכת⁵ משפיעה על תהליך צבירת הנכסים ועל הגברת החשיפות לסיכון במשק הישראלי. ההתפתחויות המקרו-כלכליות יצרו הכרח לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה, וזו תמכה בפעילות הריאלית בשנים האחרונות. אולם סביבת הריבית הנמוכה המתמשכת פועלת להגברת התיאבון לסיכון ולהצטברות של החשיפות לסיכון במערכת הפיננסית בישראל (כמו בשווקים אחרים בעולם). התמסורת מסביבת הריבית להתעצמות הסיכונים במשק עברה דרך שלושה ערוצים: (א) פעולות המשקיעים בשוקי הנכסים (השווקים הפיננסיים ושוק הדירור), (ב) הגדלת המינוף של משקי הבית בשל הירידה בעלות האשראי, ו-(ג) חשיפת המוסדות הפיננסיים ללווים ולמגזרי פעילות בעלי פרופיל סיכון גבוה (למשל נדל"ן ובינוי, עסקים קטנים ובינוניים ואשראי צרכני)⁶. רמתן הנמוכה של הריביות הארוכות משפיעה גם על הרווחיות והמאזנים של המוסדות הפיננסיים (הבנקים וחברות הביטוח) ועל יכולתם לייצר הון ולעמוד בהתחייבויות העתידיות⁷. אומנם בעבר הציג המשק עמידות גבוהה יחסית בפני טלטלות בשווקים הפיננסיים, אולם העלייה של המינוף במשק, התארכות המח"מים של ההלוואות (העסקיות ושל משקי הבית), והעלייה בסיכונים הנזילות (על רקע התנודתיות הנמוכה בשווקים) – אלה עלולים לחשוף את המערכת להפסדים ניכרים ולערער את היציבות הפיננסית אם הסיכונים יתממשו.

תרחישי הקיצון הכלכליים העיקריים

בחלק זה אנו בוחנים תרחישי קיצון (risk scenarios) במערכת הפיננסית בישראל במטרה לזהות את הסיכונים העיקריים הנשקפים לה, ולאזן דווקא את כל התרחישים השליליים. בחינה זו מבוססת על שני רכיבים עיקריים: (א) הערכה סובייקטיבית של גורמי היסוד במשק ושל תנאי הרקע הכלכליים שהוא פועל בהם ו-(ב) תחזיות באשר להתפתחויות בו בטווחים הקצר והבינוני.

במסגרת הניתוח הסובייקטיבי אנו מזהים ארבעה סיכונים עיקריים ליציבות הפיננסית במשק: (1) הסיכון שמגמת הריביות הארוכות בעולם תשתנה בחדות, (2) הסיכון שמחירי הדירור ירדו במהירות ובחדות על רקע רמת הנפיצות בשוק הדירור, (3) הסיכון שהמגמה בפעילות הריאלית תתהפך כתוצאה מזעזוע בחו"ל או מאירועים גאופוליטיים, ו-(4) הסיכון שהמגמה בשווקים הפיננסיים העולמיים תתהפך. נדגיש כי מרבית הסיכונים פועלים דרך אותם רכיבי תמסורת (הביקוש, שוק הדירור, שעה"ח, הריבית וכו'), ולכן קיים ביניהם מתאם גבוה.

שינוי חד במגמת הריביות הארוכות בעולם

אם יחול שינוי חד ומתמשך בריביות בעולם, בהובלת עלייה בפרמיות הסיכון, ובמקביל תצטמצם הנזילות בשווקים, הדבר עלול להוביל להרעה (להידוק) בתנאים הפיננסיים, כלומר להגביר את הלחצים במערכת. דבר זה מצידו יכול להיתרגם לעלייה בדרישות שמשקי הבית והעסקים ישרתו את החוב, וכך לפעול לפגיעה בתהליך הצמיחה בעולם. עם אירועי המזנק (הטריגרים) הפוטנציאליים להתממשות של סיכון זה נמנים: (א) תגובת יתר של השווקים לשינוי חד (וגדול מהצפוי) במדיניות המוניטרית בשווקים המפותחים – שינוי שכולל צמצום מהיר במדיניות הרכישות בגוש האירו או ביפן, או צמצום חד במאזן ה-Fed⁸;

⁵ הריביות הקצרות והארוכות עדיין נמוכות מבחינה היסטורית, והריביות הארוכות (לכל הטווחים) אף ירדו במחצית השנייה של השנה.

⁶ חדירתם של המוסדות הפיננסיים לפלח פעילות זה עלולה להשפיע לרעה על פיזור הסיכונים במערכת: אם זהות הלווים הומוגנית יחסית (כמו במקרה של העסקים הקטנים) והם אינם יוצרים יתרון לגודל ולמגוון, אזי פיזור ההשקעות דרך הגדלה של מספר הלווים אינו מצמצם בהכרח את רמת הסיכון, שכן קיימת קורלציה גבוהה בין פרופילי הסיכון של הלווים, משקי הבית והעסקים הקטנים והזעירים.

⁷ דוח ESRB (2016) סוקר את האופן שבו סביבת הריבית הנמוכה עשויה להשפיע על הסיכונים.

⁸ ה-Fed הכריז לאחרונה על תהליך ממושך לצמצום המאזן, וצופים כי גם ה-ECB יודיע על צמצום עקבי של ההרחבה המוניטרית החודשית עד להפסקתה. אומנם התהליך בארה"ב צפוי להתקדם לאט מאוד ("משעמם כמו לצפות בצבע מתייבש"), ה-ECB אינו מזדרז להכריז על צמצום, וההרחבה הכמותית הגדולה ביפן אינה צפויה להשתנות בקרוב – כלומר נראה שהבנקים המרכזיים יוסיפו לתרום להגדלת הנזילות בשווקים גם בשנת 2018. אולם האיתות שמגיע מצידם עלול לשמש מזנק להקטנת הסיכון שהמשקיעים נוטלים, בעיקר אם אחד הסיכונים הפוליטיים יתממש גם כן. מאחר שמחירי הנכסים הפיננסיים גבוהים, תהליך שכזה עלול לפגוע ביציבות הפיננסית.

(ב) הערכה מחודשת של סיכון האשראי בעולם בתגובה להרעה בתנאים המקרו-כלכליים או כתוצאה מהתגברות המתח הגאופוליטי.

נכון לתקופה הנסקרת אנו מוסיפים להעריך כי לסיכון זה יש הסתברות נמוכה להתממש. לפי שעה קצב הצמיחה העולמי ממשיך לעלות והעלייה בריבית ה-Fed חלקה יחסית (הדרגתית וחסרת הפתעות), ומכאן שפחתה ההסתברות להתממשות התרחיש הנידון; למעשה, סביר יותר לצפות שהצמיחה החזקה בעולם תוביל לעלייה מבוקרת בריביות ולשינוי הדרגתי בריביות ארוכות הטווח. אולם יש לזכור כי קיימות עדויות לכך שהחיפוש אחר תשואה נמשך – פרמיות הסיכון ומרווחי האשראי הגיעו לרמות נמוכות מבחינה היסטורית, ועוצמת התנודתיות בשווקים ממשיכה לעלות – ודבר זה יעצים את האפקט הכלל-משקי אם הסיכון הנסקר יתממש בפועל.

ירידה חדה ומהירה במחירי הדיור

אם מחירי הדירות ירדו במהירות ובחדות, משקי הבית עלולים לצמצם את הצריכה השוטפת והקבלנים עלולים לעמוד בפני פשיטת רגל ולאבד את היכולת לשרת את החוב הקיים. הדבר עשוי להשפיע על הפעילות הכלכלית בכללותה. ראשית, ירידה חדה במחירי הדירות עלולה להקטין את רצונם ונכונותם של משקי הבית לנצל את ההון העצמי שנצבר. נוסף לכך ה-LTV של הלוואות המשכנתה הקיימות צפוי לעלות כתוצאה מהירידה בערך הדירות ומהתאמת המחירים לשינוי המשקל החדש, ומשקי הבית צפויים לצמצם את הצריכה במטרה לאיין את המינוף (to deleverage) מהר ככל האפשר. שנית, תיקון במחירי הדירות משפיע באופן ישיר ומיידי על היקף ההשקעות בבנייה ועל ההוצאה לצריכת מוצרים בני קיימא ולצריכת שירותי דיור. ירידה במחירי הדיור גם יוצרת אפקט עושר שלילי ומשפיעה על שווי הבטוחות, ודבר זה מצידו משפיע ישירות על רכיב הצריכה ועל המאזנים של המוסדות הפיננסיים. השפעה זו מתעצמת כאשר רמת המינוף של משקי הבית גבוהה ונוצר צפי שתחול ירידה בביטחון התעסוקות/ הצרכני. ירידה במחירי הדיור משפיעה גם על המאזן של משקי הבית ומקשיחה את היצע האשראי במשק, ולכן יש לה השלכות מקרו-יציבותיות⁹.

באשר להסתברות שהסיכון יתממש בטווחים הקצר והבינוני, אנו מעריכים כי היא מוסיפה להיות בינונית. שוק הדירות ממשיך להתאפיין במגמת היציבות שנוצרה בחודשים האחרונים. אומנם רמת האינדיקטורים לפעילות עודנה גבוהה, והרוכשים דירה לראשונה אף הגדילו את היקף העסקאות באפריל-יוני לאחר שמאמצע 2016 הם הפחיתו אותן. אולם סך העסקאות בדירות חדשות ממשיך להיות ממותן יחסית לשנים הקודמות (2013–2016), והמשקיעים מוסיפים לצמצם את היקף העסקאות. גם היקף המשכנתאות החדשות ממשיך להציג את מגמת הירידה שנוצרה בשנתיים האחרונות, אם כי מאז חודש מאי הוא עלה¹⁰ – בהתאם לעלייה בהיקף העסקאות שביצעו הרוכשים לראשונה ובהתאם לכך שהריבית על המשכנתאות ירדה החל מפברואר השנה. התפתחויות אלה מתיישבות עם האפשרות שהפער בין צורכי הדיור לבין המלאי הקיים מצטמצם הודות לכך שהתחלות הבנייה הגיעו בשנים האחרונות לרמה גבוהה. אם בשנה הקרובה (בטווח הקצר) ייווצר קיפאון מתמשך, ייתכן שחברות הנדל"ן יאלצו להפחית את המחירים. חברות בעלות מינוף גבוה ומלאי גבוה של דירות לא-מכורות עלולות להיקלע לסחרור תזרימי ולמצוקת אשראי. אולם קיים הסבר נוסף להתפתחויות, והוא טומן בחובו סיכון: הרוכשים הפוטנציאליים עברו זמנית לעמדת המתנה על רקע הצעדים השונים שנוקטת הממשלה, לרבות "מחיר למשתכן", העלאת מס הרכישה והמאמצים למסות דירה שלישית. בתרחיש כזה עלולים הרוכשים הפוטנציאליים לחזור לשוק ובכך לפעול להאצה מחודשת בקצב עלייתם של המחירים.

⁹ נציין כי המערכת הפיננסית בישראל אינה מתאפיינת בחשיפות שסייעו להפוך את תיקון המחירים בארה"ב לשיעורי אבטלה גבוהים במשבר של 2007–2009. בישראל תנאי המשכנתאות ופרופיל הסיכון של הלווים מפוקחים דיים; אין מכשירים פיננסיים מסובכים שמגבים את ההלוואות, והבנקים הישראליים נהנים מבסיס רחב של מקורות מימון (פיקדונות) שמאפשר להם לספק היצע משכנתאות; תיקי האשראי וקווי האשראי מפורזים דיים, ומבחינה הקיצון מראים כי לבנקים המקומיים כריות הון ונזילות רחבות מספיק על מנת להתמודד עם תיקונים במחירי הדיור.

¹⁰ נתון מנוכה עונתיות.

היפוך המגמה בפעילות הריאלית המקומית כתוצאה מזעזוע בחו"ל או מאירוע גאופוליטי

בתרחיש זה זעזוע (גאופוליטי או כלכלי) גדול ומתמשך מחו"ל מוביל לנסיגה בתהליך הצמיחה במשק המקומי¹¹. הירידה בביקוש מחו"ל מובילה לצמצום בהיקף השקעותיהן של הפירמות, לירידה בביקוש לעובדים, לעלייה באבטלה, ולפגיעה בהכנסה של משקי הבית. זו מצידה פוגעת ביכולתם לשרת את החוב הנצבר, וכתוצאה מכך הם מצמצמים בחדות את הצריכה הפרטית, בפרט אם המינוף שלהם גבוה במיוחד. התפתחויות אלה מובילות לתיקון במחירי הדירות, והדבר מאיץ את התפשטות הזעזוע ומעמיק את המיתון. עלייה בהיקפי האשראי הבעייתי, חובות פגומים, פשיטות רגל וירידה בשווי הביטחונות משליכים על רמת הפונקציונליות של המלווים (המוסדות הפיננסיים); צפוי כי רוב ההפסדים ינבעו מההלוואות הצרכניות¹² ומההלוואות לעסקים בשל פגיעה בשווי הביטחונות. זעזוע כזה מוביל לצמצום ניכר בהיצע האשראי במשק ולעלייה בעלויות הגיוס (החוב) הן בקרב משקי הבית והן בקרב העסקים, ובדרך זו הוא מעצים את הזעזוע ברמת המקור. הסיכון עלול להתעצם עוד עם צמצום ההשקעות הזרות במשק.

אנו מעריכים כי נכון לתקופה הנסקרת, לתרחיש זה סיכוי נמוך להתממש. אולם אם הוא אכן יתממש, הוא צפוי להשפיע במידה רבה ביותר על היציבות הכלכלית-משקית. אומנם האיתנות המקרו-כלכלית במשק (הודות למצב השפיר בתחומי הצמיחה, התעסוקה, היצוא, השכר וכו') מפחיתה את ההסתברות לכך שתרחיש זה ישפיע באופן מיידי על הפעילות ויפגע במערכת הפיננסית, אולם חוסר האיזון בשוק הדיור והעלייה ברמת המינוף של משקי הבית מגדילים אותה.

היפוך המגמה בשווקים הפיננסיים העולמיים

חרף העלייה בעוצמת הפעילות הכלכלית העולמית, עדיין קיימת אי-ודאות באשר להתפתחויות הכלכליות והפוליטיות, ולכן עדיין נשקפים סיכונים כתוצאה מהיפוך המגמה בשוקי העולם. המשק הישראלי קטן ופתוח – הוא מתאפיין בהיקף סחר נרחב והמערכת הפיננסית שלו תלויה במידה רבה בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים – ולכן הוא חשוף לסיכונים מהעולם. אנו מעריכים שאם המגמה בשוקי העולם תתהפך, הדבר ישפיע על ישראל בעיקר דרך ערוץ השווקים הפיננסיים, שכן החשיפה הישירה של המשק הישראלי והמוסדות הפיננסיים הישראליים למוקדי הסיכון בעולם נמצאת ברמה נמוכה מאוד.

להערכת קרן המטבע הבין-לאומית¹³, הסיכונים המיידיים ליציבות הפיננסית העולמית המשיכו לרדת בתקופה הנסקרת, בעיקר מפני שהצמיחה העולמית השתפרה – התפתחות שבאה לידי ביטוי הן במשקים המפותחים והן במשקים המתעוררים. אולם הקרן הדגישה שהסיכונים בטווח הבינוני ממשיכים להצטבר וכנראה ימשיכו לגדול, שכן קיים פער בין השלב שהשווקים נמצאים בו במחזור הכלכלי (צמיחה איטית ואינפלציה נמוכה) לבין השלב שהם נמצאים בו במחזור הפיננסי (מחירי נכסים גבוהים); לכן קשה מאוד למצוא את הקצב הנכון לחדול מהמדיניות המוניטרית האולטרה מרחיבה, ויש לעשות זאת בזירות רבה על מנת להמשיך לתמוך בצמיחה וביעד האינפלציה ובמקביל למנוע נטילת סיכונים מופרזת. על רקע המדיניות המוניטרית האולטרה מרחיבה ונטילת הסיכונים שהיא מעודדת, נמשכות העלויות במחירי הנכסים הפיננסיים ובמינוף החברות במגזר הלא-פיננסי – תהליך שהופך אותן לפגיעות לתרחיש שבו התשואות עולות והמרווחים מתרחבים – ועלויות אלה מוסיפות ליצור סיכון ואתגר למקבלי ההחלטות.

הסיכון העיקרי נובע להערכתנו מכך שהמצב הפוליטי בעולם הופך לשברירי יותר ויותר עקב התרבות של מוקדי מתיחות. אומנם הנזילות הגבוהה בשווקים ממתנת מאוד את תגובתם לאירועים וכאמור משמשת תרופה לסיכונים המיידיים, אך היא מאפשרת לסיכונים ולחוסר איזון להצטבר. אם הסיכון הפוליטי יתממש הדבר עלול להעצים את הירידות בשווקים ולהביאן לרמות שעלולות ליצור סיכון יציבותי. נכון לתקופה הנסקרת נראה כי הסיכון הפוליטי מצד אירופה מוסיף לרדת; התפתחות זו החלה בתקופה הקודמת והתגברה בתקופה הנסקרת: אירופה צולחת בקלות את מערכות הבחירות המאגרות ואת האירועים שגלום בהם סיכון, ונראה שהיא אינה מהווה מקור לסיכון מיידי. מאידך גיסא, הסיכון הפוליטי מצד ארה"ב

¹¹ הרעה כלכלית ניכרת במדינות היעד ליצוא הישראלי צפויה להפחית את הביקוש ליצוא הישראלי.

¹² ערוץ האשראי לדיור מפותח בישראל.

¹³ Global Financial Stability Report, October 2017

מוסיף לעלות ונראה שהיא מתמודדת עם אתגרים מרובים מאוד הן בתחום החוץ והן בתחום הפנים: במישור הבין-לאומי היא סובלת ממתיחות עם צפון קוראיה (מלחמה), סין (מלחמת סחר) ורוסיה (שתיהן), ובמישור הפנימי היא סובלת מתקרת החוב, משינוק הממשל, ממתח חריג ביותר¹⁴ בין הרפובליקנים לדמוקרטים, ועוד.

שאר הסיכונים – בהם הסיכון הגאופוליטי והסיכון הנובע מחולשתה של מערכת הבנקאות באירופה – נותרו כמעט ללא שינוי, אולם הם עדיין קיימים ועלולים להתממש כתוצאה מאירוע מזנק חיצוני כמו זעזוע פוליטי. הדבר עולה מהורדת הדירוג ל-Deutsche Bank ומכך שקרן המטבע קובעת כי כשליש מהבנקים בעלי החשיבות המערכתית לא הצליחו עד כה להתאים את המודל העסקי למציאות המשתנה ועל כן אין להם יציבות מספקת.

החשיפות העיקריות לסיכון (תחומי החשיפה העיקריים)

בחלק זה אנו מציגים את התחומים העיקריים של החשיפה לסיכון במשק הישראלי. החשיפות לסיכון מגדירות את אזורי הפגיעות של המשק ופועלות כגורם שמגביר את הזעזועים הפוטנציאליים (תרחישי הסיכון הכלכליים העיקריים) בעת התממשותם. מכלול הפרמטרים שנבחנו בדוח זה מעיד כי:

- **שוק הדיור מוסיף ליצור את החשיפה העיקרית העוצמתית ביותר לסיכון.** היעדר איזונים בשוק הדיור מהווה גורם מרכזי לפגיעות מקר-כלכלית ופיננסית. לשם המחשה, כאשר מחירי הדיור חורגים מהמחירים המעוגנים בגורמי היסוד, עולה ההסתברות לכך שיתרחש בהם תיקון חד. תיקון זה מצידו עלול להתפתח לכדי איום על היציבות הפיננסית במשק, מפני שהבנקים והמוסדות הפיננסיים חשופים ישירות הן למשקי הבית והן לפעילות הקבלנים דרך אספקת הביקוש לאשראי¹⁵, ומפני שיש מתאם בין שווי הביטחונות המצויים בידיהם לבין ההתפתחויות בענף הדיור.

בתקופה האחרונה נוצר חוסר ודאות באשר להמשך הפעילות בשוק הדיור ובאשר למגמות הביקוש, וחלה האטה בקצב התרחבותו של ההיצע. תהליכים אלה גורמים להיעדר איזונים בשוק הדיור ולכן מגבירים את רגישות המערכת לשינוי אפשרי במחירי הדירות ומגדילים את פגיעותה הפיננסית – בעיקר על רקע העובדה שניכרת עלייה מתמדת ברמות החוב של משקי הבית והמגזר העסקי, במיוחד בקרב חברות בתחום הבנייה. מחירי הדירות המשיכו לעלות בתקופה הנסקרת – אם כי קצב עלייתם ירד¹⁶ מכיוון שהמשקיעים הפחיתו את חלקם בעסקאות החדשות והיקף המשכנתאות פחת – והתרחב הפער בין מדד מחירי הדירות ומדד הדיור, התפתחות שמצביעה על נפיצות גבוהה יחסית בשוק זה. העובדה שעליות המחירים נובעת מגורמים שונים¹⁷ אינה מוציאה מכלל אפשרות ירידת מחירים: הגורמים שפועלים לעלייה יכולים להשתנות, במיוחד אם הם נמצאים מחוץ לשיווי המשקל של הטווח הארוך. לשם המחשה, אם הריביות במשק יעלו בחדות, הדבר ישפיע על שוק הדירות והמחירים הן ישירות – דרך השפעה על שווי הנכסים ועל גורם ההיוון – והן בעקיפין, דרך גידול בעלות המימון ובעלות שירות החוב. זוהי התפתחות בעייתית, במיוחד אם הציפיות של משקי הבית אינן תואמות את תוואי הריבית בטווח הארוך ואם אין בידיהם כריות ביטחון רחבות דיין בעת רכישת הדירות (בעת ביצוע העסקה). בהקשר זה נציין כי היחס בין מחירי הדירות להכנסה עלה ומשקי הבית נאלצו להגדיל את ההון העצמי הנדרש לרכישת דירה ו/או את היקף המימון החיצוני (משכנתה), וזאת בתקופה שבה הריביות על המשכנתאות התייצבו ברמה גבוהה יחסית. אולם שורת הצעדים המקרו-יציבותיים שהפיקו על הבנקים נקט בשנים האחרונות, לצד הפיקוח ההדוק בשוק הדיור, ממשיכים לפעול לוויסות של עוצמת החשיפה לסיכון בתחום זה.

¹⁴ אין לו תקדים בעשרות השנים האחרונות.

¹⁵ החשיפה של הבנקים למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן עלתה עוד בשנה האחרונה והגיעה לכ-45%. רוב העלייה נובעת מעלייה באשראי לדיור.

¹⁶ מחירי הדירות בישראל עלו בכ-116% בין דצמבר 2007 לנובמבר 2016. בשנת 2017 הם המשיכו לעלות אם כי לאט יותר (בין ינואר לאוגוסט הם עלו ב-5.4% בממונים שנתיים, בשעה שב-2016 הם עלו ב-6% וב-2015 ב-8%).

¹⁷ ניתן לזהות כמה סיבות לעלייה הניכרת במחירי הדירות: גורמים מבניים פעלו ליצירת מחסור בהיצע הדירות; השכר הריאלי עלה והמיסים פחתו, ואלה הגדילו את ההכנסה ואת רמת העושר של משקי הבית; רמת הריבית נמוכה בשנים האחרונות, והדבר הווייל למשקי הבית את עלויות המימון והגדיל את הביקוש לדיור כנכס תוך הגדלה של רמת המינוף.

בהקשר זה יש להעיר כי קצב התרחבותו של ההיצע ירד מפני שהביקוש התפצל לשני שווקים נפרדים – השוק "החופשי" ושוק הזכאים ב"מחיר למשתכן". בשוק "החופשי" סיכון הקבלנים ממשיך לעלות עקב צמצום בהקצאת הקרקעות החדשות לבנייה ועקב מלאי של דירות בלתי מכורות. הרווחים שנצברו בתקופות הקודמות והמימון הזול (בעיקר מהמגזר החוץ-בנקאי) מאפשרים לקבלנים לשרת את החוב הקיים (החוב הבנקאי וחלויות האג"ח) ומספקים מענה להון העצמי הנמוך ולעלויות הכרוכות בהחזקת המלאי הקיים¹⁸. שוק הזכאים ב"מחיר למשתכן" כולל משקי בית שממתינים למימוש הזכייה בנכס המסובסד. סביר להניח כי התוכנית הזרימה לשווקים ביקוש נוסף, כזה שספק אם היה נוצר בתנאים רגילים (בדינמיקת המחירים הקיימת בשוק הדיור). ביקוש זה מעלה את המינוף העתידי של משקי הבית, ובעת החתימה על החוזה הוא גורם להם להמיר הון נוזל (ההון העצמי) בנכס בלתי נוזל (זכות לדירה) – דבר שמשתקף בצמצום כריות הביטחון של משקי הבית ובחשיפה פוטנציאלית לסיכון. חשיפה זו נשענת על אי-ודאות לגבי מרכיבים רבים, ביניהם מחירי האשראי העתידיים¹⁹ (מחיר המשכנתה), מחירי הדיירות ותקופת ההמתנה למימוש הנכס (פרק הזמן שבו אי-אפשר למכור את הדירה)²⁰.

- **המינוף של משקי הבית ממשיך ליצור את אחת החשיפות לסיכון. עוצמת החשיפה נותרה בתקופה הנסקרת בינונית.** מצבם הפיננסי של משקי הבית בישראל נשאר יציב גם במחצית השנייה של 2017, והיחס בין יתרת החוב של משקי הבית לתוצר עומד על 214% – ערך נמוך בהשוואה לרמת החוב הנמדדת במדינות מפותחות אחרות. אולם בשנים האחרונות היחס הנידון מציג מגמת עלייה, והחוב של משקי הבית צומח מעט מהר מהשכר (ההכנסה הפנויה). החוב של משקי הבית והגישה לאשראי מגבירים את הביקושים במשק (דרך הצריכה הפרטית), יוצרים אפקט עושר, משפרים את רווחתם של משקי הבית, ומאפשרים להחליק את התצרוכת על פני הזמן. מאידך גיסא, המינוף הגבוה חושף את המערכת הפיננסית לסיכונים ולתנודתיות בטווח הבינוני, במיוחד בכלכלות המפותחות. המשבר הפיננסי האחרון למשל הראה כי החבות הגבוהה של משקי הבית יצרה פגיעות במערכת הפיננסית ותרמה רבות להתארכות של תקופת השפל²². רמת חוב גבוהה עשויה להוביל להתאמה חדה של התצרוכת בעת זעזוע – דרך איון המינוף (deleveraging) – וכך להשפיע על חלקים נרחבים של הכלכלה. על פי ניתוח שערכה קרן המטבע הבין-לאומית (GFSR, 2017), החבות של משקי הבית מתחילה לצבור אפקט שלילי במשק (הופכת לבעלת השלכות מקרו-יציבותיות) כשהיא מגיעה לכ-30%²³. במדינות שבהן היחס בין החוב לתוצר נמוך יחסית, התרחבות מהירה של רכיב החוב (כפי שקורה בישראל) מובילה לעלייה בחלקם של משקי הבית הממונפים שעמידותם לזעזועים נמוכה יחסית.

כאשר מחלקים את יתרת החוב של משקי הבית בישראל לחוב לדיור ולחוב הצרכני (החוב שאינו לדיור), מוצאים כי המגמות שנמצאו בדוחות הקודמים נמשכות: האשראי לדיור (המשכנתאות) ממשיך להתרחב, אם כי בקצב מתון מאשר בעבר, עקב ההתפתחויות בצד הביקוש ועקב התמשכות העלייה במחירי הדיור; קצב התרחבותו של האשראי הצרכני מתמתן ועומד על 3.1% מתחילת השנה²⁴. בניגוד לאשראי לדיור – תחום מפוקח שהאינדיקטורים השונים (LTV, PTI, התקופה לפירעון וכו') מעידים כי יש בו חשיפה סבירה לסיכון – האשראי שאינו לדיור מתנהל בעיקר בהתאם למדיניות

¹⁸ למעלה מ-70 חברות נדל"ן גייסו חוב בבורסה מתחילת השנה.

¹⁹ כבר כיום הזוכים נאלצים לקחת משכנתאות במחירים גבוהים יחסית למחירים בתקופות קודמות.

²⁰ עקב מחסור בנתונים הרלוונטיים (גובה הסובסידיה לפי האזור הגאוגרפי, שיעור העסקאות בפועל/ הביטולים וניתוח האיתנות הפיננסית של הזוכים בתוכנית) אין כעת אפשרות לנתח באופן מקיף את עוצמת החשיפה לסיכונים, אך נראה כי היא תלויה בפרופיל הסיכון של משקי הבית, קרי – בכושר ההשתכרות העתידי, הביטחון התעסוקתי והיקף החוב הצרכני שהם חשופים אליו הן לפני ההחלטה ליטול מינוף לצורך רכישת הדירה והן אחריה.

²¹ על פי ניתוח של קרן המטבע הבין-לאומית, הערך החציוני של היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר עלה במדינות המפותחות מ-52% בשנת 2008 ל-63% בשנת 2016.

²² Mian and Sufi, (2015), "Household Debt and Business Cycles Worldwide", NBER, No. w21581

²³ מנגד, מחקר שערך הבנק להסדרי סליקה בין-לאומיים (ה-BIS) מעלה כי הסף עומד על 70% (ראו M. Lombardi (2017) "The real effects of households debt in the short and long run".

²⁴ אולם אשתקד הוא התרחב ב-6% ובשנת 2015 – ב-5.6%.

התיאבון לסיכון והמודלים להערכת סיכונים של המוסדות הפיננסיים. התהליך של פשיטות רגל בתחום זה נמצא בהליכי חקיקה²⁵, ורכיב האשראי ללא ביטחונות בו ממשיך לגדול. הבנקים ממשיכים לספק את רוב האשראי שאינו לדיור אם כי בשנים האחרונות גם המוסדות הפיננסיים, ובפרט החברות לכרטיסי אשראי, הרחיבו את היקף הפעילות והגדילו את היצע האשראי בתחום זה²⁶. האשראי הצרכני (המזון) מהווה קרוב לשליש מסך האשראי למשקי הבית, מחיר החוב הצרכני (הממוצע) נותר גבוה ביחס למחירי האשראי לעסקים זעירים וקטנים²⁷, תקופת הפירעון התארכה, ותשלומי הריבית של משקי הבית והפיגורים בשירות החוב (ההוצאות להפסדי אשראי במוסדות הפיננסיים) ממשיכים לגדול. דבר זה מגביר את הפגיעות לזעזוע פוטנציאלי להכנסה של משקי הבית²⁸. העלייה שנרשמה בהכנסה הפנויה, על רקע תנאי המקור במשק, עדיין מהווה יתרון ומשפרת את יכולתם של משקי הבית לשרת את החוב בתנאים הנוכחיים. אולם העלייה בחוב מעלה את רגישותם לשינויים בתנאי היסוד: כאשר מפלחים את האשראי לאשראי לדיור ולאשראי הצרכני ובוחנים אותם על פי גיל, מוצאים כי קבוצות הגיל הצעירות ממשיכות ליטול את מרבית החוב במשק (ראו דוח היציבות הפיננסית מיוני 2016). לקבוצות אלה יש באופן טבעי מעט חסכוניות (הנכסים בבעלותם מסתכמים לרוב בהחזקה בדירה), ומכאן שכריות הביטחון שלהם מצומצמות יחסית. זאת ועוד, הסקר ארוך הטווח (נכון ל-2015) מעלה כי עשירוני הביניים (עשירוני ההכנסה השביעי והשמיני) אחראים לחלק ניכר מהחוב (הן החוב לדיור והן החוב שאינו לדיור). על פי סקר ההוצאות וההכנסות, קבוצה זו מתאפיינת בשיעורי חיסכון נמוכים יחסית, כלומר יש לה מעט נכסים נזילים לצורך התמודדות עם זעזועים כלכליים בלתי צפויים. עלייה באבטלה או ירידה במחירי הדירות (ירידה שבאה לידי ביטוי בירידה בחון העצמי של משקי הבית) עלולות להפחית את הצריכה הפרטית במשק ולהגדיל את ההסתברות לפשיטות רגל בקרב משקי הבית (הרחבה על ההשפעות המקרו-כלכליות של הגידול באשראי הצרכני מופיעה בתיבה ד-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2015). בעת זעזוע לפעילות המשקית יאלצו משקי הבית לשרת את החוב לדיור לפני ההלוואות הצרכניות, וסביר להניח שהם יעדיפו לעשות זאת במקום לממש את הנכסים הפיזיים. במקרה זה היצע האשראי במשק עשוי להצטמצם.

- **שוק הנכסים ממשיך להוות ערוץ חשיפה לסיכונים. עוצמת החשיפה אליו נותרה בינונית.** הריבית הנמוכה מובילה לעלייה במחירי הנכסים הפיננסיים בשל החיפוש אחר תשואה והגדלת התיאבון לסיכון. ההתארכות במגמת ההתעצמות של תהליכים אלה נושאת חשיבות מקרו-יציבותית. בשנה האחרונה ניכרת התעוררות בשוק המניות: מדד המניות הקטנות – מדד שאינו כולל את חברות הפארמה הגדולות – עלה בחדות, ונרשמו עלייה בהנפקות החדשות וזרימת כספים לקרנות הנאמנות המתמחות במניות. אף על פי כן היחסים הפיננסיים – כגון מכפילי הרווח (מתואמי המחזור²⁹) וההון והיחס בין סך ערך השוק של החברות הציבוריות לתוצר – אינם מעידים שהמחירים סוטים מגורמי היסוד. מנגד, הציבור נותר חשוף באופן משמעותי למחיריהן של האג"ח התאגידיות מפני שהן רגישות לשינויים בריבית, וחשיפה זו אף התגברה מעט בשנת 2017 הן עקב החזקת נכסים ישירה³⁰ והן עקב החזקה עקיפה, באמצעות חסכוניות בגופים המוסדיים. עלייה עתידית בריבית או זעזוע אחר עשויים להוביל לירידה במחיריהן של האג"ח התאגידיות וכך לפגוע בחסכוניות הציבור. הסיכון הגלום בהיפוך חד של המגמה מתעצם לנוכח העובדה שלקרנות הנאמנות יש יתרות משמעותיות של אג"ח תאגידיות, שכן ניסיון העבר מעיד כי בעיתות משבר משקי הבית, החוסכים דרכן, נוטים לפדות במהירות את חסכוניהם וכך להגדיל את התנודתיות בשוק באופן שעלול להעצים את הזעזוע³¹.

²⁵ בשנים האחרונות חל בחקיקה שינוי לטובת פושטי הרגל, והדבר גרם לבנקים להגדיל את ההפרשות לאשראי בעייתי.

²⁶ נוסף לכך התפתחו כאן בשנים האחרונות גופים חוץ-בנקאיים, ולכן סביר להניח כי יתרת החוב שאינו לדיור גבוהה מהיתרת המזון.

²⁷ הריבית הממוצעת על ההלוואות הצרכניות מושפעת מהרכבן. לשם המחשה, הלוואות מגובות שיעבוד, כגון הלוואות לרכישת רכב, נושאות ריביות נמוכות יחסית.

²⁸ נציין כי כאשר מבחינה היסטורית ניכרת עלייה באי-היכולת לשרת את החוב (הבנקאי) ואת החוב החוץ-בנקאי שאינו לדיור, והתופעה מתרחשת על רקע אבטלה נמוכה ומצב פיננסי טוב בקרב משקי הבית, הדבר מעיד כי המשק קרוב לשיא המחזור.

²⁹ CAPE-Schiller

³⁰ כ-20% מתיק הנכסים של הציבור מושקעים באופן ישיר באג"ח בארץ.

³¹ קרנות הנאמנות החזיקו באוגוסט 2017 ב-35.26% מיתרת האג"ח התאגידיות הסחירות בשעה שבתקופה המקבילה אשתקד הן החזיקו ב-22.2%. זהו המשך למגמת העלייה שהחלה בשנת 2009.

מאחר ששוק האג"ח התאגידיות מוסיף להציג את מגמת המרווחים הנמוכים, עולות שאלות באשר לתמחור חסר של הסיכונים הגלומים בפעילותן של החברות המנפיקות. מחד גיסא הנתונים מעידים שהמגזר העסקי ממשיך להתאפיין ברווחיות וברמת פעילות גבוהות, החברות נהנות מיציבות פיננסית, ההסתברות לחדלות פירעון (לפי ה-EDF) נמוכה בכל הענפים, התנודתיות בשווקים ירדה, והנזילות הגבוהה מאפשרת למחזר חובות ביתר קלות. מאידך גיסא המרווחים ממשיכים לעמוד על ערכים נמוכים מבחינה היסטורית (רמתם דומה לרמה שנצפתה ב-2007) ובמקביל מתרחבים היקפיהם של הנפקות האג"ח ושל גיוסי החוב נטו (במיוחד בקרב חברות מענף הנדל"ן, בעיקר זרות), אם כי בחודשים האחרונים נרשמו בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח צבירות שליליות נטו. נוסף לכך נרשמו מרווחים נמוכים בדירוגים הנמוכים. למרווחים הנמוכים תורמת הנזילות הגבוהה שקיימת בשווקים בשנים האחרונות כתוצאה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה, ואם היא תתייבש במהירות (למשל בשל עלייה בתפיסת הסיכון או הרעה בתנאים הכלכליים), הדבר עלול להתגלגל לעלייה מהירה במרווחים ולקשיים פיננסיים בחברות.

• **הקישוריות במערכת הפיננסית מהווה ערוץ מבני של חשיפה לסיכון, והיא מתקיימת במידה בינונית גם במשק הישראלי.** בדומה למינוף ולהתמרת החלות (maturity transformation), הקישוריות טומנת בחובה פוטנציאל ליצור השפעות חיצוניות, אם דרך חשיפה הדדית בין המוסדות הפיננסיים ואם דרך בנקאות הצללים (ערוץ שמגדיל את מורכבותה של שרשרת התיווך הפיננסי ולכן את הקישוריות). הקישוריות במערכת הפיננסית פועלת לפיזור הסיכונים כאשר הזעזועים הנצפים חלשים יחסית. אולם כשהזעזועים חזקים דיים, קישוריות יתר מגבירה את ההסתברות לכך שהסיכונים יהפכו למערכתיים בשל עוצמתן של החשיפות הישירות, הפוטנציאל למכירות חיסול (fire sales) והפוטנציאל להידבקות³². מסיבה זו הקישוריות נמנית עם הגורמים הניצבים במוקד ההערכה של הסיכון המערכתי למערכת הפיננסית, והיא זוכה להתייחסות רבה גם מצד המוסדות הבין-לאומיים, ביניהם קרן המטבע הבין-לאומית, הבנק להסדרי סליקה בין-לאומיים והוועדה ליציבות פיננסית (FSB, Financial Stability Board).

המוסדות הפיננסיים (הבנקים, הגופים המוסדיים וכו') חשופים אחד לשני ישירות ובעקיפין. הם חשופים ישירות עקב עסקאות בילטרליות, היינו התחייבויות הדדיות, וככל שחשיפה זו גוברת כך עולה ההסתברות שזעזוע יעבור ממוסד אחד לשני. בהקשר זה נציין כי המערכת הפיננסית בישראל ריכוזית יחסית (יש בה מספר מועט של מוסדות "ליבה"), והדבר מניח תשתית נוחה להתעצמות זעזועים ולהדבקה. אולם היקף החשיפות הישירות בה כיום נמוך מבחינה היסטורית, אם כי המגמה בו אינה אחידה: העלייה בהשקעות של הגופים המוסדיים בבנקים מגדילה אותו, אך מנגד הוא קטן עקב ירידה בחשיפת הבנקים לבנקים אחרים, לחברות הביטוח ולגופים המוסדיים (קביעה זו מבוססת על שיעור ההחזקה של הבנקים בניירות ערך של הגופים המוסדיים). חשיפת המערכת הבנקאית למוסדות פיננסיים בחו"ל הצטמצמה אף היא.

כאמור, המוסדות הפיננסיים חשופים אחד לשני גם בעקיפין, דרך חשיפה לאותו גוף שלישי או לנכס משותף. אם הגוף/ הנכס המשותף נגוע עקב זעזוע ספציפי, אזי מכירת חיסול במוסדות הקשורים אליו יכולה להפחית את ערך הנכסים שלהם ולגרום להפסדים, אם דרך ירידה בערך הנכסים החשופים לנכס המשותף הפגום ואם דרך ירידה בערכם של הנכסים המשותפים הבלתי נגועים (שכן מממשים אותם כדי לכסות על ההפסדים בגין הנכסים הפגומים). לעומת החשיפה הישירה החשיפה העקיפה התגברה בשנים האחרונות הן בישראל והן בעולם. החשיפה העקיפה בישראל עולה משום שהבנקים עושים שימוש הולך וגובר בעסקאות סינדיקציה, משום שהבנקים מוכרים למוסדיים יותר סיכונים/ תיקי אשראי, ובשל חפיפה בחשיפות האשראי הגדולות (הרחבה מופיעה בתיבה 2).

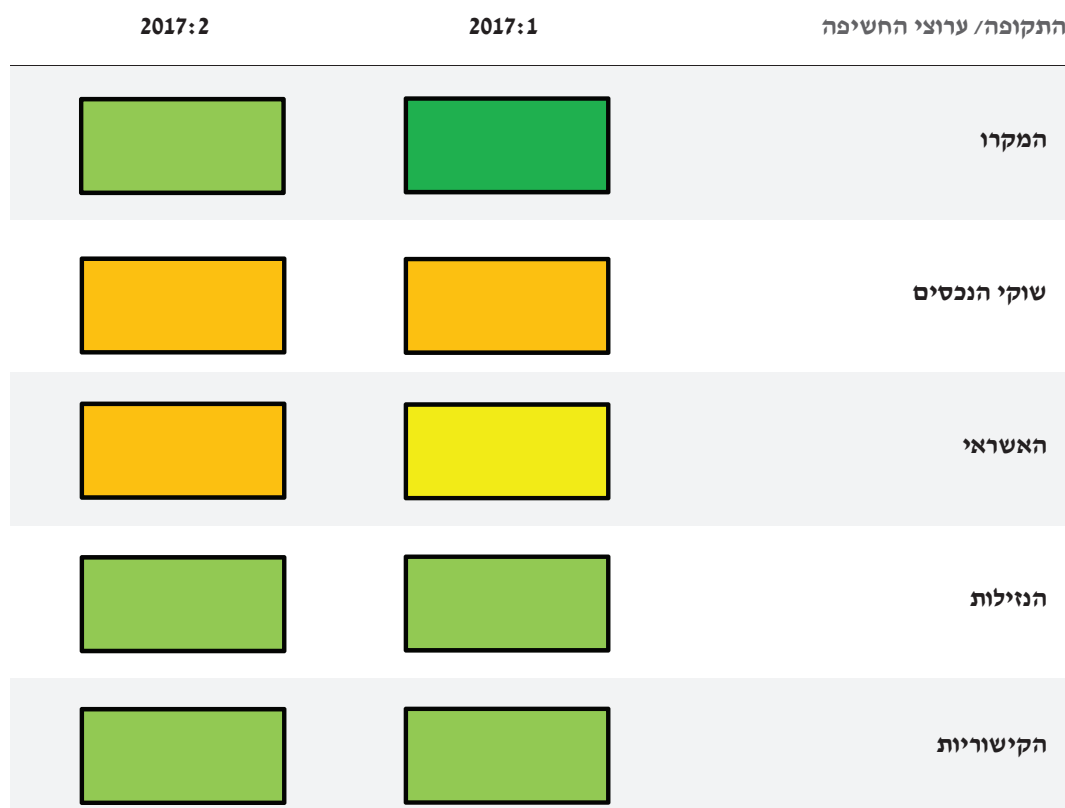
³² אין זאת אומרת שהקישוריות בהכרח רעה למערכת: עסקאות בין המוסדות הפיננסיים מאפשרות להם להקטין את סיכון המימון או את סיכון ההעברה (risk transfer). אך מנקודת המבט של היציבות הפיננסית קישוריות גבוהה מעלה את ההסתברות לכך שזעזועים יתפשטו במהירות ויתגברו, ולכן היא נמנית עם מאפייניהן העיקריים של מהירות ההדבקה ועוצמתה. במערכות מקושרות גדלים סיכויים לראות כשל משותף לכמה מוסדות פיננסיים. קישוריות יכולה גם להוביל לתמסורת מהירה של זעזועים ממקורות קיברנטיות (הרחבה מופיעה בדוח למחצית הראשונה של 2016).

המוניטור ליציבות הפיננסית

על מנת להעריך את עוצמת החשיפות במשק, ולהצביע על השינויים שחלו בה במעבר בין שתי מחציות השנה, אנו משתמשים במוניטור לבחינה של ערוצי החשיפה לסיכון. המוניטור משמש את קובעי המדיניות בכדי להעריך את יציבותה של המערכת הפיננסית ולפקח עליה. לניתוח על פי מרכיביו העיקריים של המוניטור מתלווים הערכות כמותניות ומבחי חוסן, כגון מבחני קיצון, וכן מעקב מקרו-יציבותי. המוניטור ממשיך להתפתח בהתאם לטיב ביצועיו (יכולת החיזוי שלו), ניתוח של אינדיקטורים חדשים, ונתונים וכלים סטטיסטיים. האגף ליציבות פיננסית בבנק ישראל מעדכן את המוניטור מדי חצי שנה בכדי להמחיש את השינויים בסיכונים הנשקפים למערכת הפיננסית ובפגיעותה.

התקופה	הדגשים	ערוצי החשיפה העיקריים
2017: 2	אשראי	שווקים ואשראי

הסיכון הכללי ליציבותה של המערכת הפיננסית בישראל נותר להערכתנו בינוני. ההערכה של עוצמת החשיפה לסיכון במשק מתבססת על עוצמת החשיפה לחמישה ערוצי סיכון עיקריים: מקרו, שווקים, אשראי, נזילות וקישוריות (פוטנציאל להדבקה). מפת החום שלהם (להלן) מאפשרת לעקוב אחרי התפתחות העוצמה של החשיפות והשינוי בה ביחס לתקופה הקודמת³³. המוניטור לא נועד לחזות את התזמון של זעזוע פיננסי למשק או להעריך את עוצמתו, אלא לזהות את אזורי הפגיעות העיקריים שלו.



מפת החום של הסיכונים: הסיכונים מוצגים על פי עוצמת חומרתם, מהנמוך ביותר (ירוק כהה) ועד הגבוה ביותר (אדום).

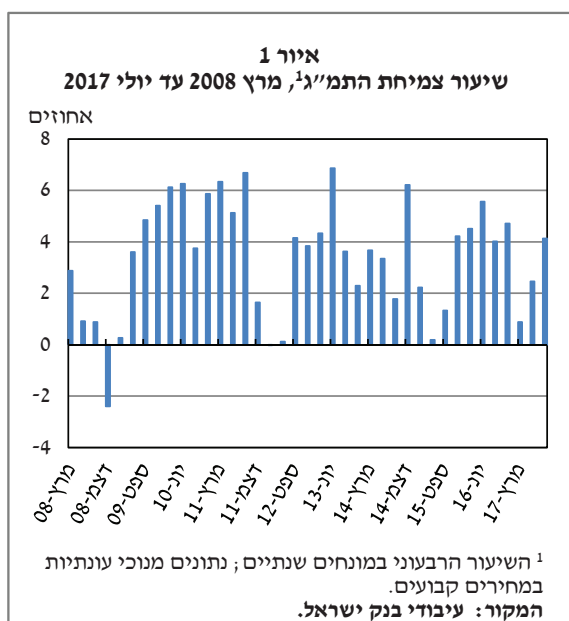


³³ המעקב מתנהל כמובן על יסוד הנתונים הזמינים.

המקור

2017:2	2017:1	הסביבה הבין-לאומית
		הפעילות הריאלית
		האינפלציה
		סיכון המדינה (פרמיית הסיכון, דירוג האשראי)

בתקופה הנסקרת המשק נמצא בתעסוקה מלאה והביטחון התעסוקתי גבוה, הסיכונים להתפרצות אינפלציונית נמוכים, הפעילות גבוהה והרכב הצמיחה נוטה לטובת הצריכה הפרטית (התצרוכת השוטפת), וניכרת ירידה בסיכונים המידיים ליציבות הפיננסית העולמית. מנגד, ההתפתחויות בסביבה העולמית, ובפרט בשווקים הפיננסיים, מעידות כי התגברה עוצמת החשיפה לסיכונים הנשקפים ליציבות הפיננסית ולפעילות הריאלית בטווח הבינוני.



נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון השלישי של 2017 מעידים כי המשק ממשיך לצמוח בקצב שתואם את הצמיחה הפוטנציאלית, והרכב הצמיחה חוזר להיות מוטה לצריכה הפרטית. על פי הערכות שונות, קצב הצמיחה הנוכחי משקף משק שפועל בתנאי תעסוקה מלאה, וקיימות מגבלות היצע בקרב חלק מגורמי הייצור. על פי האומדן הראשון של החשבונאות הלאומית לרבעון השלישי, התוצר צמח ב-4.1% (והתוצר העסקי – ב-4.2%) (איור 1). אומנם זהו קצב מהיר מהקצב במחצית הראשונה של 2017, אך הוא משקף תנודתיות רבה (בעיקר בשל התנודתיות ביבוא מכוניות). קצב הצמיחה הממוצע בארבעת הרבעונים האחרונים עומד על כ-3%, בדומה לקצב הצמיחה הפוטנציאלי. מדדים שונים – סקר החברות לרבעון השלישי של השנה, המדד המשולב למצב המשק ביולי-אוגוסט, מדד אמוץ הצרכנים ומדד מנהלי הרכש – מעידים כי קצב הצמיחה של התוצר מתיישב עם הקצב ארוך הטווח.

שוק העבודה ממשיך להציג רמת פעילות גבוהה, וזו תואמת את סביבת התעסוקה המלאה. שיעור האבטלה שומר על רמתו

הנמוכה, ושיעור ההשתתפות גבוה ויציב. סקר החברות מראה שכלל הענפים במשק ממשיכים להתאפיין במחסור בעובדים, אך למרות זאת אין עדות ללחצי שכר משמעותיים: השכר הנומינלי במגזר העסקי עולה בקצב יציב מתחילת השנה (פברואר-אוגוסט), ועלות השכר ליחידת תוצר ממשיכה לעלות בתקופה הנסקרת במידה מתונה בלבד. התפתחות זו תואמת את מיקומו של המשק במחזור העסקים ומעידה כי הוא מתקרב לניצולת מלאה של גורמי הייצור.

עליית השכר (עלויות גורמי הייצור) אינה משתקפת לעת עתה במחירי המוצרים, מכיוון שרווחיות הפירמות והתשואה להון עדיין גבוהות³⁴. נראה כי הפוטנציאל ללחץ אינפלציוני כתוצאה מעליית השכר מצוי בצד הביקוש – עקב עלייה בכוח הקנייה של הציבור – ולא בצד ההיצע.

האינפלציה ממשיכה להימצא מתחת ליעד (איור 2), ובציפיות לא חל שינוי משמעותי. אינפלציה שנתית נמוכה מאפיינת את כלל רכיבי המדד, לרבות המוצרים הבלתי סחירים. נראה כי בצד ההיצע יש גורמים שמוסיפים לרסן את האינפלציה, כגון

³⁴ הדבר נובע בחלקו גם מכך שפרמיית הסיכון של המשק הישראלי פחתה גם השנה.

ההתפתחות בשעה"ח והתפתחויות מבניות, ביניהן התערבויות הממשלה והגברת התחרות³⁵, תהליך שתורם לצמצום הכוח המונופוליסטי בחלק מענפי המשק. נכון לסוף התקופה הנסקרת שורר בישראל שיעור האינפלציה הנמוך ביותר ב-OECD.

מאחר שהאינפלציה נמוכה כבר תקופה ממושכת, סביר לשער כי קיימים גורמי רקע בעלי אופי מתמשך, ולכן סביר לשער כי היא תשוב לתחומי היעד בהדרגה. בהתאם לכך, תחזיות האינפלציה ב-12 החודשים הבאים (לפי החזאים, שוק ההון ובנק ישראל) נותרו נמוכות וקרובות לגבול התחתון (1%) של היעד. המדיניות המוניטרית צפויה להישאר מרחיבה במטרה לבסס את סביבת האינפלציה בתחום היעד.

נתוני הפעילות בתקופה הנסקרת מעידים כי נמשך המומנטום החיובי בכלכלה העולמית. בהתאם לתחזיות הקודמות, הסחר העולמי מוסיף להתרחב, בהובלת המדינות המתפתחות, והמדדים המקדימים נותרו גבוהים. בתקופה הנסקרת עדכנה קרן המטבע כלפי מעלה את תחזיות הצמיחה העולמית ב-2017 וב-2018 ל-3.6% ול-3.7%, בהתאמה. התחזית לגבי הצמיחה בארה"ב עודכנה כלפי

מטה³⁶, ואילו התחזיות לגבי הצמיחה בגוש האירו, בסין³⁷ וביפן עודכנו כלפי מעלה, והוא הדין בשווקים המתעוררים. השיפור בתנאי הרקע בעולם מפחית את ההסתברות לזעזוע שלילי מחו"ל בצד הביקוש. על פי נתוני החשבונאות הלאומית, סך היצוא בישראל (ללא חברות הזנק ויהלומים) נמצא במגמת עלייה³⁸ גם בתקופה הנסקרת, ואת העלייה מוביל יצוא השירותים.

האינפלציה בעולם נותרה מתונה ונמוכה מהיעד של הבנקים המרכזיים, ואלה הותירו את הריבית ללא שינוי, בין היתר כדי להמשיך לתמוך בפעילות הריאלית. הריביות ארוכות הטווח עלו במקצת בתקופה הקודמת, והמאזנים של הבנקים וחברות הביטוח השתפרו הודות להגדלה של כריות ההון והנזילות, ותהליכים אלה תרמו לעלייה ברווחיות של הבנקים וחברות הביטוח ולשיפור עמידותם של המוסדות הפיננסיים בעולם³⁹. מנגד, הסיכונים העיקריים התחילו לעבור מהמגזר הבנקאי לשווקים ולמגזר העסקי, והמדיניות המוניטרית המרחיבה הוסיפה לפעול להגברת החיפוש אחר תשואה בשווקים ולעלייה בתיאבון לסיכון. הדבר בא לידי ביטוי בעלייה ברמת החוב⁴⁰ ובהיווצרות עיוותים בשוקי הנכסים.

שוקי המניות בעולם המשיכו לעלות בתקופה הנסקרת – מגמה שמקבלת תמיכה מהשיפור בסחר ובצמיחה העולמיים ומהשיפור הניכר ברווחיות החברות. יחד עם זאת, המכפילים של המדדים המובילים (למשל S&P 500) נמצאים ברמה הגבוהה ביותר שהם הציגו מאז ראשית העשור הקודם, ופרמיית הסיכון בשוקי המניות נותרה נמוכה.

המרווחים בשוק האג"ח ממשיכים לרדת (בשעה שמינוף החברות, במיוחד בארה"ב, מציג עלייה ניכרת), וזרימת ההון לשווקים המתפתחים מתגברת מתחילת השנה (לאחר שב-2016 היא הציגה מגמה שלילית). התשואות על האג"ח הממשלתיות



³⁵ כתוצאה משינוי בהתנהגות הצרכנים וכתוצאה מהרגולציה בשווקים.

³⁶ הסיכונים עדיין מוטים כלפי מטה, ועם העיקריים שבהם נמנים: אי-הוודאות הפוליטית על רקע ממשל טראמפ, מדיניות החוץ, הרפורמות הכלכליות, הפרוטקציוניזם בשווקים המפותחים, והטיפול ב"מצוק הפיסקלי" בארה"ב.

³⁷ האתגר המרכזי הניצב בפני סין הוא הפחתת המינוף והגברת הפיקוח על בנקאות הצללים.

³⁸ עם זאת, העובדה שהייסוף הריאלי נמשך ממתנת את היצוא הישראלי.

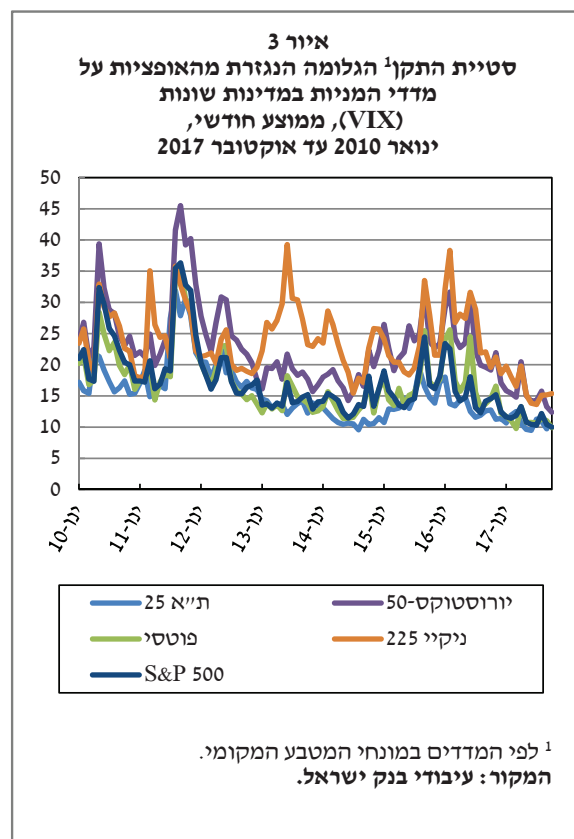
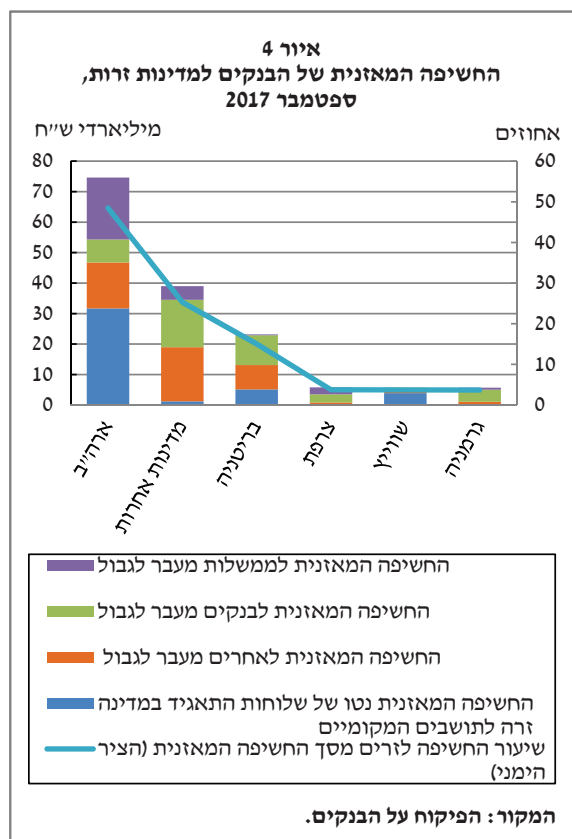
³⁹ על פי ניתוח של קרן המטבע, הבנקים האירופיים שיש להם חשיבות מערכתית המשיכו לשפר את מאזניהם בתקופה הנסקרת, אולם כשליש מהם עדיין אינם מציגים רווחיות מספקת וסובלים ממודל עסקי פגום.

⁴⁰ נכון לחיום רמת החוב של המגזר העסקי (הלא-פיננסי) בכלכלת ה-G20 גבוהה מרמתו לפני המשבר הפיננסי האחרון.

ארוכות הטווח ירדו בתקופה הנסקרת ונותרו נמוכות מבחינה היסטורית, על רקע העובדה שהמדינות המפותחות הוסיפו לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה. המרווח בין התשואות על האג"ח של ישראל לתשואות על האג"ח של ארה"ב נשאר שלילי והתרחב. רמת ה-CDS של ישראל הגיעה לערך הנמוך ביותר זה עשור, וירידה זו בסיכון השתקפה בכך שסוכנות Fitch אשררה לישראל דירוג אשראי שרמתו A+. הירידה בסיכון התרחשה על רקע העודף במאזן התשלומים, החוסן המבני והביצועים המקרו-כלכליים האיתנים, ולמרות הסיכונים הפוליטיים והביטחוניים והעובדה שהיחס בין החוב הממשלתי לתוצר עודנו גבוה בהשוואה למדינות הייחוס. חרף הסיכונים הגאופוליטיים ואי-הוודאות הפוליטית בכמה מוקדים בעולם, המדדים לתנודתיות (בטווח הקצר) ולאי-הוודאות, כגון מדד VIX (איור 3) ומדד MOVE, נותרו נמוכים מאוד. אולם מהתפתחותם עולה כי המשקיעים צופים שהתנודתיות תשוב לרמותיה ההיסטוריות בשנה הקרובה.

המתאם בין שוק ההון המקומי ומרבית השווקים בעולם עדיין נמצא ברמה גבוהה, אולם המידה שבה המערכת הפיננסית בישראל חשופה ישירות⁴¹ לפעילות בחו"ל (בערוץ הבנקאי) ירדה בתקופה הנסקרת: החשיפה המאזנית של סך חמש הקבוצות הבנקאיות למדינות זרות הסתכמה ביוני 2017 ב-154 מיליארדי ש"ח (10.5% מסך הנכסים), בשעה שבדצמבר 2016 היא הגיעה ל-167 מיליארדי ש"ח (11.4% מסך הנכסים).

רוב הצמצום בחשיפה נובע מהחשיפה לארה"ב, והוא הושפע מהייסוף שחל בתקופה הנסקרת. כמחצית מחשיפתם של הבנקים למדינות זרות נובעת מחשיפה לארה"ב, וכרבע ממנה – מחשיפה למדינות אירופה (איור 4). החשיפה המאזנית של סך חמש הקבוצות הבנקאיות למוסדות פיננסיים זרים נותרה מצומצמת והסתכמה בכ-48 מיליארדי ש"ח (3.3% מסך הנכסים). החשיפה התמקדה במוסדות פיננסיים זרים שנהנים מדירוג אשראי שרמתו A- ומעלה (94%).



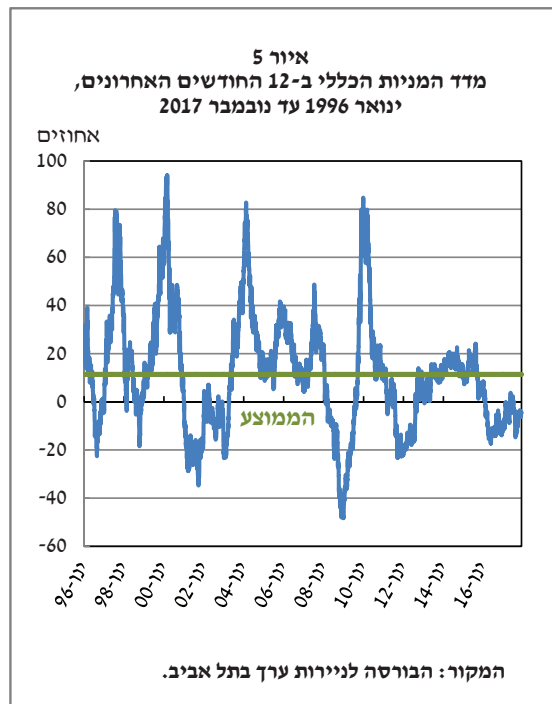
⁴¹ החשיפה הכוללת של המשק לפעילות בחו"ל עוברת בערוצים שונים: השקעות הציבור והמוסדיים בנכסים פיננסיים בחו"ל, החברות הדואליות, היצוא, ומצב המאזנים והיקף הפעילות של החברות הישראליות בחו"ל (הנדל"ן במזרח אירופה, המפעלים באירופה וכו').

שוקי הנכסים

2017:2	2017:1	התנודתיות
		סיכון הריבית
		תמחור הנכסים (המניות, האג"ח, הדיור)
		העומדה – החשיפה של הגופים המוסדיים

ההתפתחויות בשווקים ממשיכות להעיד על חשיפות בינוניות לסיכון. בשוק הדיור, ובמיוחד בשוק האג"ח התאגידיות, קיימים סימנים להערכת חסר של הסיכונים ולתמחור יתר של מחירי הנכסים. שוק המניות ממשיך במגמת ההתעוררות על רקע תנודתיות נמוכה, והסיכונים בו מצויים בממוצע של הטווח הארוך. הגופים המוסדיים עדיין חשופים במידה רבה לאג"ח התאגידיות.

שוק המניות: מדדי המניות בארץ הציגו בתקופה הנסקרת מגמה שונה מהמגמה בעולם ונסחרו בעיקר בירידות שערים. את המגמה הובילו חברות פארמה שנסחרו בירידות שערים חדות עקב דוחות כספיים חלשים והורדת התחזיות להמשך השנה. בסיכום התקופה (ספטמבר) ירד מדד ת"א 35 בכ-2%⁴² – לאחר שבשנה הקודמת הוא ירד בכ-10% ולאחר שבארבע



השנים שקדמו לה הוא עלה ברציפות. לעומת זאת, מדד ת"א 90 עלה השנה בכ-21%, בהשפעת העובדה שמניות הנדל"ן ממשיכות ליהנות מהריבית הנמוכה במשק ובהשפעת המניות הדואליות שנסחרות גם בארה"ב. מדדי התנודתיות של השוק המקומי (מדד VIX והמדד לסיכון רוחבי) תאמו את המגמות בעולם והגיעו לרמה הנמוכה ביותר שנצפתה זה זמן רב.

אף על פי שקצב ההנפקות של המניות עלה משמעותית יחסית לקצב בשנים הקודמות⁴³ (במחצית השנייה הנפיקו החברות מניות בהיקף של 4.34 מיליארדי ש"ח ומתחילת השנה הן הנפיקו כ-8 מיליארדי ש"ח – לעומת 5.17 ו-5.3 מיליארדי ש"ח ב-2015 וב-2016, בהתאמה), היחס בין היקף ההנפקות בשוק המניות להיקף ההנפקות הכולל (מניות וחוב) נמצא קצת מעל לממוצע ארוך הטווח. אומנם ב-12 החודשים האחרונים עלה קצב הגידול של מחירי המניות (מדד המניות הכללי), אך הוא נמוך מהממוצע ההיסטורי (משנת 1995) ואינו מבטא התפתחות חריגה של המחירים (איור 5). במסקנה זו תומכים גם מכפילי הרווח השונים והיחס בין שווי השוק של החברות לתוצר⁴⁴ (איור 6).

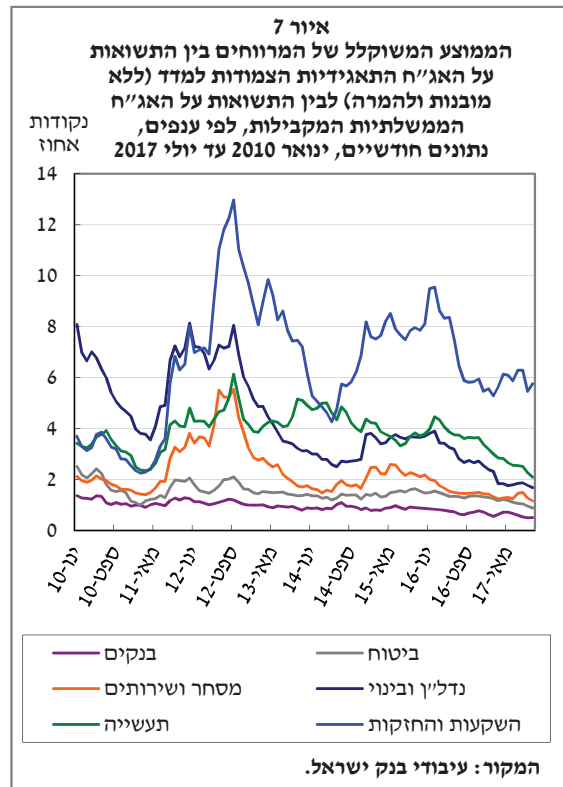
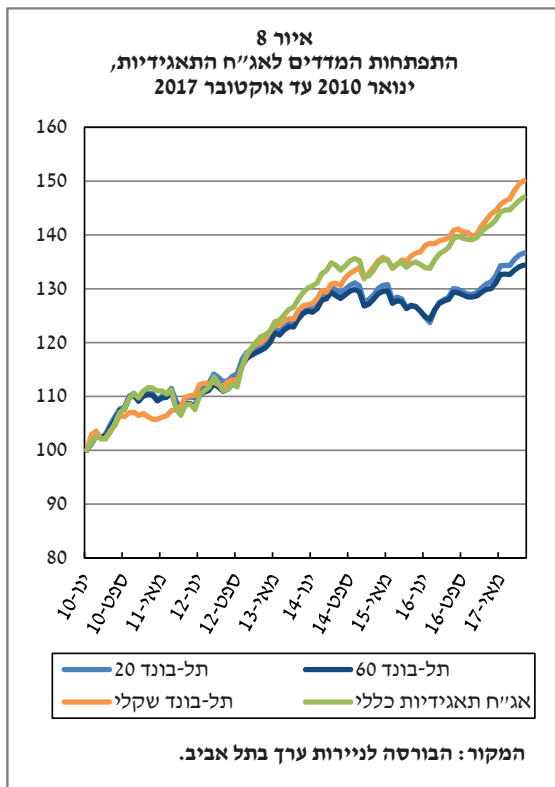
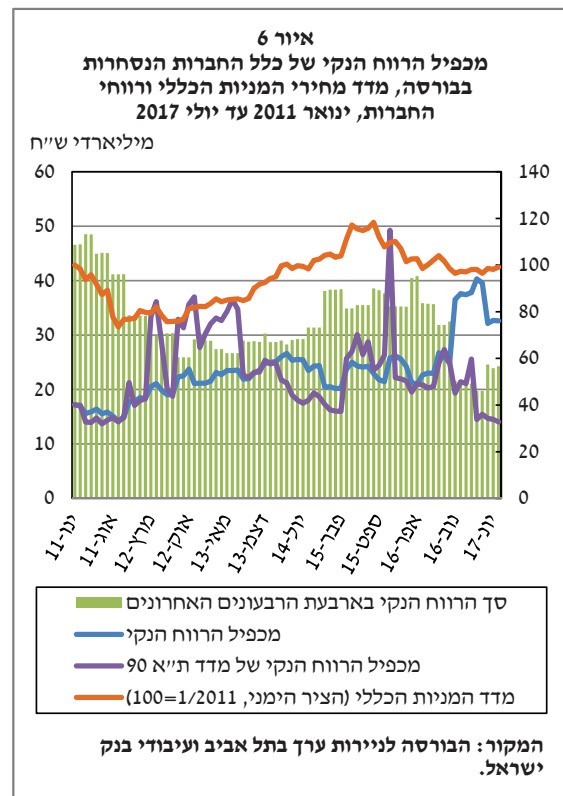
⁴² ב-9 בפברואר 2017 יצאה לדרך רפורמה במדדי המניות ובמסגרתה ירד משקלן המקסימלי של המניות הגדולות במדד 35 מכ-10% לכ-7%. הרפורמה יצרה מדד מאוזן יותר, ולכן ירידות השערים החדות במניות הפארמה יצרו השפעה מתונה יחסית.

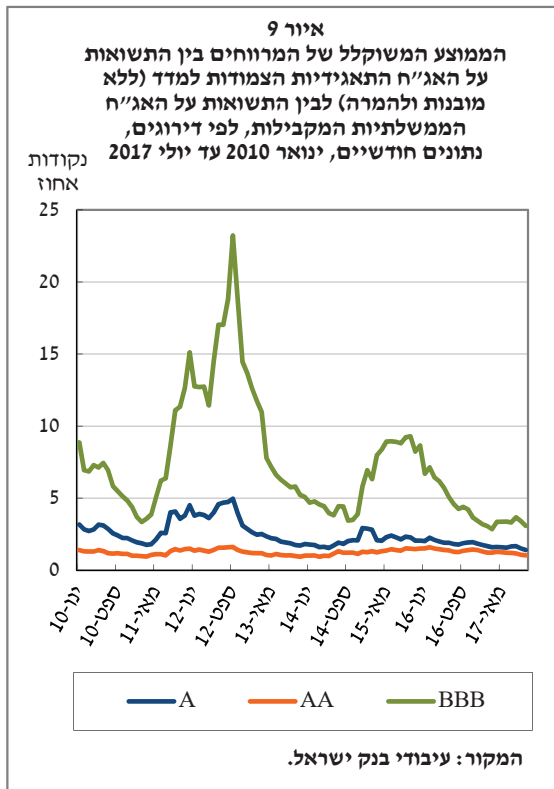
⁴³ לעלייה החדה השנה תרם גל ההנפקות הראשוניות (IPO): ארבע עשרה חברות חדשות – יותר ממספר החברות החדשות בארבע השנים האחרונות יחד – גייסו כ-2.8 מיליארדי ש"ח. חברות הנדל"ן ממשיכות לבלוט גם השנה: הן גייסו כ-30% מהסכום שגויס בשוק המניות, אם כי אשתקד הן גייסו כ-40%.

⁴⁴ מכפיל הרווח של המניות הכלולות במדד ת"א 90 משקף באופן מהימן יותר את מצבו של המשק, שכן הוא מושפע פחות מביצועיהם של מוסדות פיננסיים ושל חברות גדולות בעלות פעילות גלובלית ענפה. מכפיל זה עומד על 14, בשעה שהמכפיל של כלל החברות הציבוריות עומד על כ-32, והוא נמוך בהשוואה למכפיל בתקופות גאות אחרות. מכפיל הרווח מתוקן המחזור של כלל המניות בבורסה (CAPE-Shiller), והיחס בין סך ערך השוק של החברות הציבוריות לבין התוצר (Market Value to GDP), נמצאים אף הם מתחת לממוצע ההיסטורי, ולכן בהסתכלות על הטווח הבינוני מדובר ברמת מחירים סבירה.

שוק האג"ח: במהלך התקופה הנסקרת נמשכו עליות השערים בשוק האג"ח, ובמרבית המדדים לאג"ח התאגידיות נרשמו מתחילת השנה עליות שהגיעו עד כ-5.5% (איור 8). המרווח הממוצע של המגזר העסקי אומנם עלה לכ-2.82% (לאחר שבמחצית הראשונה הוא עמד על 2.76%), אך הוא עדיין נמצא ברמה נמוכה מאוד ודומה לזו שנצפתה בסוף 2007. חלוקה לפי ענפים (איור 7) מעלה כי המרווחים עלו מעט במסחר ושירותים, ענף שבו התחרות מתגברת ומשפיעה על רמת המחירים ועל רווחיות הפירמות; המרווחים עלו במעט גם בבינוי והנדל"ן, ענף שמושפע מהצעדים הרבים שהממשלה נוקטת כדי לצנן את שוק הדיור. לעומת זאת הם ירדו בענף התעשייה (ובענף חיפוש הגז והנפט).

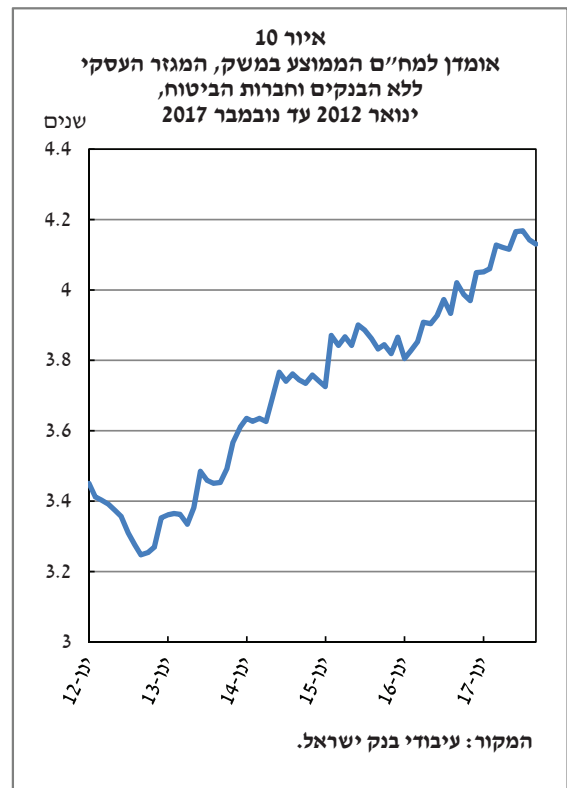
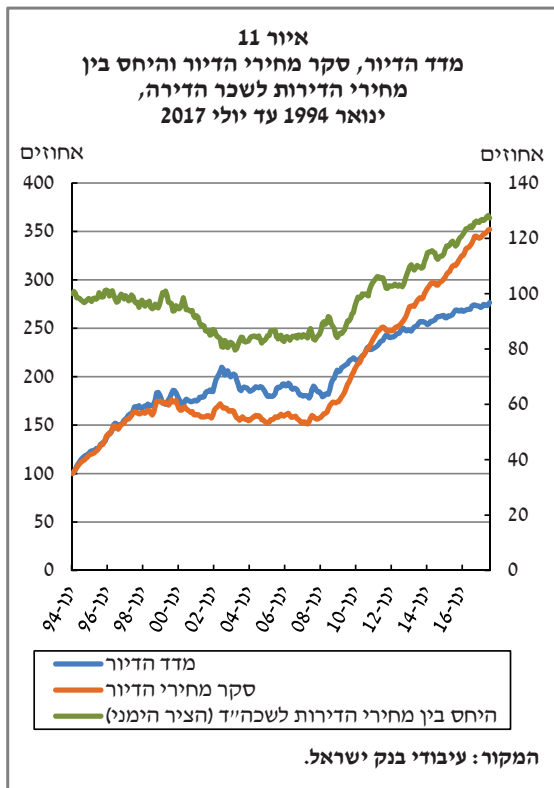
המרווחים הנמוכים חוצים ענפים (למעט ההשקעות וההחזקות) ודירוגים (איור 9), אך ראוי להתעכב על מרווח האג"ח בדירוג BBB, שכן במהלך השנה הוא הגיע לרמה הנמוכה ביותר שנרשמה מאז שקיימות אג"ח בדירוג זה. אף על פי שהמרווחים בדירוגים אלה עלו במעט במחצית השנייה של השנה, עדיין יש פער קטן בין מרווח האג"ח בדירוג BBB למרווח האג"ח בדירוג A. על רקע צמצום הפער בין מרווח האג"ח בדירוג A למרווח האג"ח בדירוג AA, נראה כי המרווחים בשוק האג"ח התאגידיות מבטאים באופן חלקי את ההפרדה בין רמות הסיכון בדירוגים השונים.





יחד עם זאת, העלייה במרווח הממוצע, וכן העלייה במרווחי האג"ח בדירוגים הנמוכים (גם ביחס למקבילות בעולם), יכולות להעיד כי המשקיעים בשוק האג"ח התאגידיות בישראל מפנימים את הסיכונים. תימוכין לטענה זו ניתן למצוא גם בתמחור של האג"ח התאגידיות הזרות המונפקות בישראל: למרות העלייה בהיקף החשיפה של המשק אליהן (בפרט בענף הנדל"ן), נראה כי להבדיל מהעבר, הן מתומחרות בהתאם לסיכון הגלום בהן. זאת משום שנמשך הפער בין מרווחי האג"ח התאגידיות הזרות למקבילותיהן הישראליות בתוך אותן קבוצות דירוג, וייתכן כי הדבר משקף פיצוי על כך שהסיכון רב יותר באג"ח הזרות.

על רקע ההתמתנות בירידת המרווחים נרשמה בחודשים האחרונים הסטת חסכונות לעבר אפיקים בטוחים יותר – מגמה שהתבטאה בצבירה שלילית נטו בקרנות המתמחות באג"ח תאגידיות (ובמניות) וצבירות חיוביות בקרנות המתמחות באג"ח מדינה ואג"ח כללי. אולם היקף הצבירות השליליות בקרנות המתמחות באג"ח תאגידיות היה נמוך מכדי להשפיע באופן מהותי על המרווחים שבהם הן נסחרות. למרות התפתחויות הקצה של החודשים האחרונים נמשכת בשוק האג"ח התאגידיות פעילות ערה במקביל לירידת המרווחים, והיא מעידה כי המשקיעים הגדילו את הביקוש להן: שיעור האג"ח התאגידיות שהציבור מחזיק במישרין או דרך קרנות הנאמנות עלה מאמצע 2016 ועד יולי 2017 מ-57.4% ל-60.2%, על חשבון חלקם של המשקיעים המוסדיים.



באשר לסיכון הריבית, המח"ם הממוצע בשוק האג"ח (איור 10) המשיך לעלות גם במחצית השנייה של השנה והגיע לשיא היסטורי. בהינתן רמת הריבית הנמוכה, התארכותו הנמשכת של המח"ם מגדילה את חשיפת המשקיעים להפסדים ניכרים כתוצאה משינוי (אפילו מינורי) במגמת הריבית בשווקים.

מחירי הדיור: ב-12 החודשים המסתיימים בספטמבר עלו מחירי הדירות ב-2.9% בשעה שבחודשים האחרונים עמד קצב העלייה השנתי על 4.5%. הירידה החדה יחסית נובעת מכך שמדד גבוה יצא מהנתון השנתי (1.0% באוגוסט 2016) ומדד נמוך נכנס אליו (0.1% באוגוסט 2017). נתוני הקצה מעידים כי בששת החודשים האחרונים ירד קצב עלייתם של המחירים במידה מסוימת (4.5% במונחים שנתיים לעומת 5.5% בחודשים המסתיימים ביולי ובאוגוסט, בהתאמה).

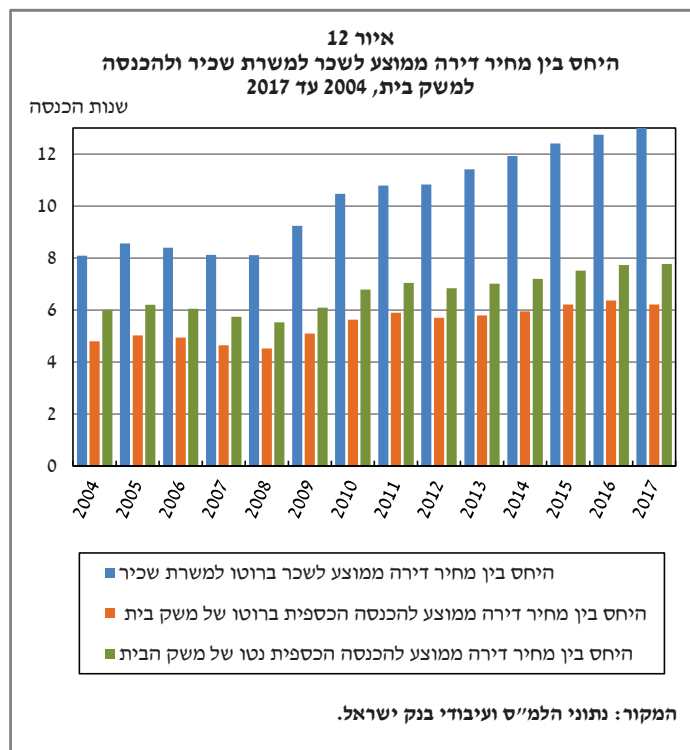
מחירי הדירות על פי המדד ההדוני ומדד קייס-שילר מצביעים אף הם על קצב צמיחה שנתי שנע סביב 5% (החישוב נערך לחודש יולי). שכר הדירה ב-12 חודשים המסתיימים באוקטובר עלה ב-2.2%. כתוצאה מכך המשיך להתרחב הפער בין מדד מחירי הדירות ומדד הדיור (איור 11). האינדיקטור המשמש כדי לעקוב בזמן אמת אחר התנהגות נפיצה בשוק הדיור ממשיך להעיד על נפיצות⁴⁵: מחירי הדירות מתרחקים משכר הדירה בקצב מואץ – ברמה הארצית ובפרט באזורי גוש דן ותל אביב.

את תמחור הנכסים בשוק הדיור ניתן להעריך גם באמצעות בחינה של המחירים ביחס לשכר או ההכנסה במשק – פרמטר שמשקף את כוח הקנייה של הפרטים. מדד זה מציג שיא היסטורי גם בתקופה הנסקרת. ואולם העלייה שחלה בשנים האחרונות

במחירי הדירות נראית מתונה יותר כאשר מתבוננים בהכנסה הממוצעת למשק בית. הכנסה זו עלתה מפני ששיעור התעסוקה עלה, בעיקר הודות לעלייה של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה (איור 12).

על רקע המגמות העיקריות בשוק הדיור הוסיף היקף העסקאות הכולל להיות ממותן יחסית להיקף ב-2016, ובפרט הצטמצם החלק שהמשקיעים תפסו בעסקאות⁴⁶ – התפתחות שנבעה בתקופה הנסקרת בעיקר מעלייה קלה במספר העסקאות שביצעו רוכשי דירה ראשונה. מספר העסקאות שביצעו המשקיעים נשאר יציב ונמוך. שיעור המשקיעים בסך העסקאות החדשות בדיור ירד משמעותית בשנתיים האחרונות, בין השאר כתוצאה מהצעדים הרגולטוריים שנקטו בשנים האחרונות.

קצב הגידול של המשכנתאות נשאר יציב, וגם מדדי הסיכון לחוב של משקי הבית הציגו יציבות (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק באשראי).



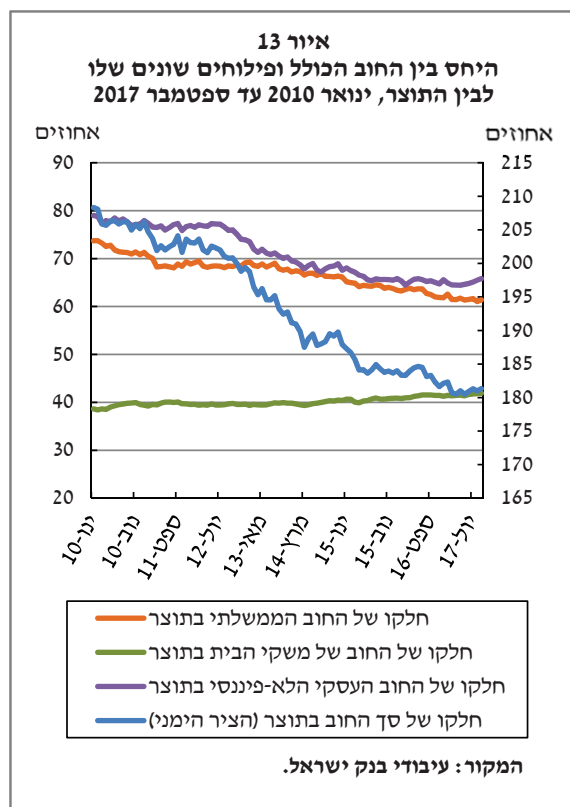
⁴⁵ האינדיקטור מתבסס על היחס בין מדד מחירי הדירות ומדד הדיור (שכר הדירה). ראו כספי א' (2015) "בחינת קיומה של בועת נדל"ן ברמות הארצית והאזורית: המקרה הישראלי", סדרת המאמרים לדיון, בנק ישראל.

⁴⁶ מחירי הדירות עלו בשנים האחרונות במקביל לירידה בתשואות ארוכות הטווח (ראו תיבה 3). בהנחה שנדל"ן ונכסים פיננסיים משמשים אפיקי השקעה אלטרנטיביים, הרי שהם אמורים להניב לבעליהם תשואות דומות. זאת בהתאם להבדלים בסיכון, בנזילות הנכס ובהוצאות העסקה הקשורות בהחזקתו. התשואה על דירה (שכר הדירה השנתי חלקי המחיר) המשיכה לרדת במהלך התקופה הנסקרת, ובמקביל ירדה התשואה על אג"ח ממשלתיות – אם כי בקצב מהיר פחות. אומנם כתוצאה מכך קטן (במקצת) הפער בין התשואה מהחזקת דירה לתשואה על אג"ח ממשלתיות, אך הפער ביניהן עדיין משמעותי (2.4 נקודות אחוז), דבר שמעיד כי ההשקעה בדירות מוסיפה להיות אטרקטיבית.

האשראי

2017:2	2017:1	המגזר העסקי
		מגזר משקי הבית
		המגזר הפיננסי (סיכוני האשראי)
		בנקאות הצללים

האשראי במשק מהווה את אחת החשיפות העיקריות לסיכון. החוב הכללי של משקי הבית ביחס לתוצר נמצא במגמת עלייה, אולם קצב גידולו האט בחודשים האחרונים ורמתו עדיין נמוכה מפרספקטיבה בין-לאומית. הנתונים מעידים כי פרופיל הסיכון של הלווים עולה וכי חברות הבנייה והנדל"ן מוסיפות לגייס חוב.



האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי: בסוף אוקטובר עמד סך האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי על 872 מיליארד ש"ח – גבוה ב-2.6% מסכומו בסוף הרבעון השני של השנה. עלייה זו נבעה מכך שהאשראי החוץ-בנקאי גדל ב-2.8% וערכו השקלי של האשראי מחו"ל גדל ב-4.8% עקב הפיחות שחל בשקל בתקופה הנסקרת. האשראי מהבנקים גדל רק ב-1.4%. בסיכומה של התקופה הנסקרת עמד החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי על כ-65% מהתוצר, בהתאם למגמת היציבות שמאפיינת אותו מאז 2014 (איור 13).

היקף הגיוס נטו, הן בתקופה הנסקרת והן מתחילת השנה, עמד על ערך חיובי בכלל הענפים הלא-הפיננסיים, למעט בענף המסחר והשירותים. ענף התעשייה הגדיל את הגיוס נטו, וענף הנדל"ן המשיך להציג גיוס נטו חיוביים בולטים גם השנה. ביולי-אוגוסט הגיעו הנפקות האג"ח בשווקים ל-7.2 מיליארדי ש"ח (6.82 מיליארדים ללא הבנקים וחברות הביטוח) (איור 14), ומתחילת השנה הוא הסתכם בכ-39 מיליארד ש"ח⁴⁷. ב-12 החודשים שקדמו ליולי עמד קצב ההנפקות על 5.41 מיליארדי ש"ח. הסכום שגייס המגזר הלא-פיננסי באמצעות אג"ח לציבור היווה כ-87% מכלל הסכום שהחברות בתל אביב גייסו באמצעות אג"ח, בשעה שאשתקד הוא היווה כ-70%. מאחר שהשווקים מוסיפים לפעול

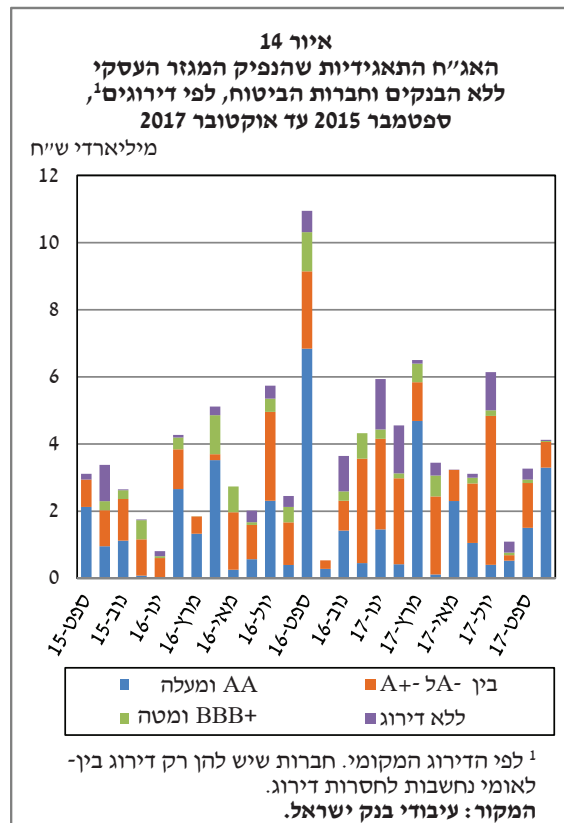
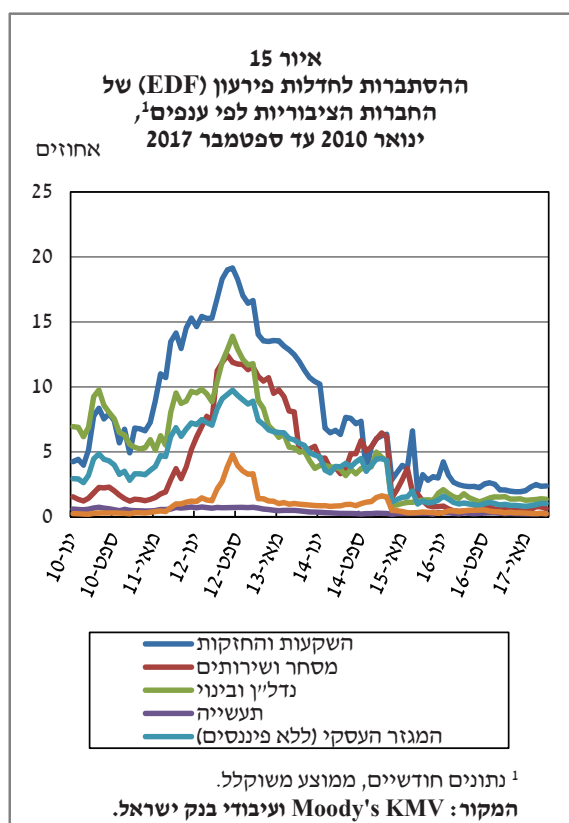
בסביבת ריבית נמוכה, רוב הסכום שגויס נועד לפרוע אג"ח סחירות השנה ובשנה הבאה, ומקצתו נועד למחזור חוב בלתי סחיר ולהרחבת פעילותן של החברות. ענף הנדל"ן ממשיך לבלוט גם השנה: הוא גייס כ-37% (כ-14.77 מיליארד שקל) מהסכום שגייסו חברות מהמגזר הריאלי, בשעה שאשתקד הוא גייס כ-35%. ענף זה מוסיף לתפוס נתח נכבד מאוד ביתרות האג"ח של המגזר הלא-פיננסי. רובו הגדול של החוב גויס בתקופה הנסקרת ללא שיעבוד ודורג A- ומעלה. יתרת החוב (לפי שווי השוק) בדירוגי ההשקעה הגבוהים (AA- ומעלה) עלתה במהלך החודשים האחרונים ל-54.83%.

⁴⁷ מנתוני הבורסה עולה כי הגיוס באמצעות אג"ח שקליות בריבית קבועה הגיע השנה (תשע"ז) לכ-29 מיליארד ש"ח, בשעה שבתשע"ו הוא הגיע לכ-33 מיליארד, וגם השנה הוא היווה כמחצית מהסכום שגויס מהציבור. הגיוס באמצעות אג"ח צמודות למדד ירד מכ-31 מיליארד ש"ח בתשע"ו (כ-47% מסך הגיוס) לכ-18 מיליארד בתשע"ז (כ-32%).

היקף האג"ח שחברות זרות הנפיקו בארץ התמתן במהלך 2016 (בין 2015 ל-2016 הוא ירד מ-5.4 מיליארדי ש"ח ל-3.9 מיליארדים), אך בשמונת החודשים האחרונים (עד אוגוסט 2017) הן גייסו 6.1 מיליארדי ש"ח⁴⁸. האג"ח שהחברות הזרות הנפיקו ב-2017 מהוות כ-15% מהאג"ח שהמגזר העסקי הלא-פיננסי הנפיק מתחילת השנה וכ-30% מהאג"ח שענף הבינוי והנדל"ן הנפיק בתקופה זו.

המינוף של החברות בענפי המשק השונים נשאר גבוה ולא השתנה מהותית במהלך הרבעון השני. בנתוני המינוף המגזריים בולט ענף הבינוי והנדל"ן: המינוף החציוני בחברות הבינוי עומד על 77%. ענף זה רגיש לשינויים במחירי הדירות, ומכאן שהוא עלול להתקשות לשרת את החוב בעקבות שינוי המגמה. לעת עתה המחירים הנמוכים מאפשרים לחברות הנדל"ן לגייס חוב זול ולחפות על כך שהיחס השוטף נמוך יחסית⁴⁹. נציין גם כי חלק מהחברות הרשומות בענף זה פועלות מחוץ לישראל ולכן חשופות פחות למגמות בשוק המקומי. לפי אינדיקטור ה-EDF (איור 15), ההסתברות לחדלות פירעון בחברות הציבוריות נותרה נמוכה בכל הענפים גם בתקופה הנסקרת, ושיעור חדלות הפירעון במשק בפועל עומד על פחות מ-1% (על פי יתרת החוב).

סקר החברות מעלה כי קשיי המימון של כלל החברות במשק פחתו בכל הענפים במהלך שני הרבעונים הראשונים של השנה (כאשר בוחנים את עלות הגיוס של האשראי הבנקאי על פי מגזרים שונים, מוצאים כי היא נשארה יציבה בכל המגזרים פרט למגזר העסקים הזעירים: כאן נרשמה עלייה בעלות האשראי מתחילת השנה). זאת ועוד, על רקע רמת הרווחיות של החברות במשק, רמתה הגבוהה של הפעילות המקרו-כלכלית והמשך הגיוסים הערים במגזר העסקי, ירד במערכת הבנקאית היקף החובות הבעייתיים במגזר העסקי (איור 16). נתון זה עומד על כ-19 מיליארד ש"ח ובשנתיים האחרונות הוא מציג יציבות.



⁴⁸ ל-30% מהסכום שגויס ב-2017 אחראיות שתי חברות שמעולם שלא גייסו בישראל.

⁴⁹ בשל הדרישה החשבונאית לשערך נכסים על פי שוויים ההוגן, ירידה במחירי הנכסים בשוק הדיור והנדל"ן המסחרי תגלגל אוטומטית לעלייה במינוף.

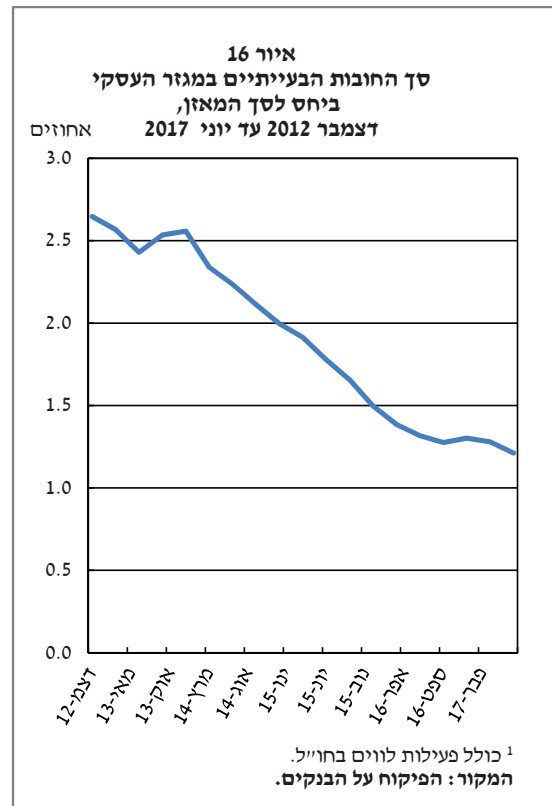
מגזר משקי הבית: יתרת החוב של משקי הבית עלתה ביולי-אוגוסט ב-0.7%. העלייה נובעת מכך שהאשראי לדירור עלה ב-0.8% והאשראי שאינו לדירור עלה ב-0.6%. מתחילת השנה עלתה יתרת האשראי למשקי הבית ב-3.7%, לאחר שהאשראי לדירור התרחב ב-4% והאשראי שאינו לדירור צמח ב-3.1%. החוב של משקי הבית ביחס לתוצר עמד על 42% – ערך נמוך בהשוואה לערכים מקבילים במדינות המפותחות, אולם גם השנה הוא המשיך לעלות.

האשראי לדירור המשיך להתרחב. התפתחות זו התרחשה בתקופה שבה ירדו עלויות הגיוס של משקי הבית (איור 17): הריביות על המשכנתאות החדשות שניתנו בתקופה הנסקרת המשיכו לרדת הן במסלול הצמוד והן במסלול הלא-צמוד. זהו המשיך למגמה שהחלה בפברואר השנה (אז הגיעה הריבית לשיא), לאחר תקופת עליות ממושכת שהחלה בסביבות מרץ 2015. הירידה שחלה בתקופה הנסקרת בריבית הריאלית המשוקללת התרחשה במקביל לירידה בריבית על האג"ח הממשלתיות הצמודות, ועל רקע ירידה במאפייני הסיכון של ההלוואות⁵⁰. יחד עם זאת עלות האשראי לדירור עדיין גבוהה.

אשר למדדי הסיכון של המשכנתאות, ה-LTV ושיעור המשכנתאות בריבית משתנה הציגו יציבות. האופן שבו מתפלגים האומדנים ל-LTV ול-PTI בשנים האחרונות אינו מצביע על עלייה בסיכוני הלווים. התקופה לפירעון, מדד שעלה בשנים האחרונות, התייצבה בתקופה הנסקרת ואף ירדה במעט בהשוואה לתקופה ב-2016, והיא עומדת על כ-21.5 שנים בממוצע (איור 18). חלקם של המשקיעים במשכנתאות החדשות ירד בתקופה הנסקרת לכ-13% – המשיך למגמה שנוצרה בשנים האחרונות.

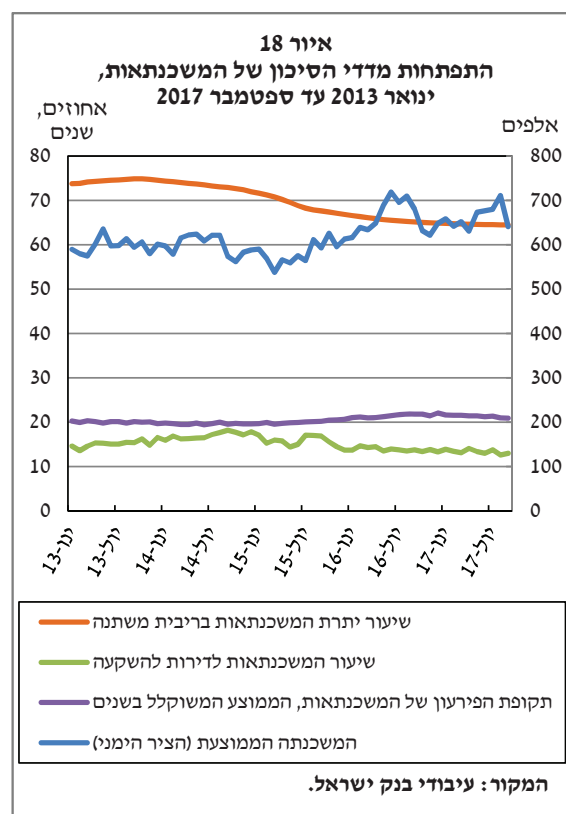
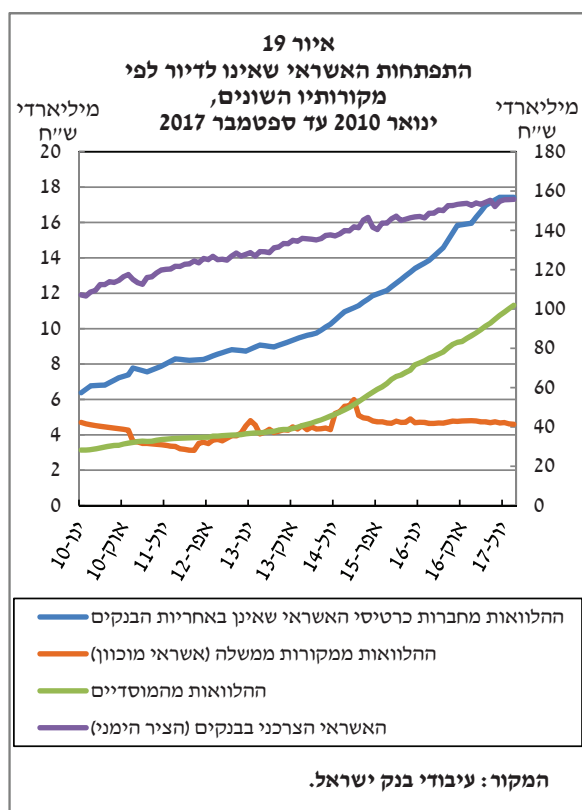
מעט מאוד משקי בית מתקשים לעמוד בהחזר המשכנתאות, כנראה הודות לשילוב בין סביבת ריבית נמוכה לבין תקופת צמיחה ארוכה שמתאפיינת בשיעורי אבטלה נמוכים ובגידול מתמיד במספר המועסקים וברמת ההכנסה. הבנקים – המקור העיקרי למימון רכישת נדל"ן בקרב משקי הבית בישראל – ממשיכים לדווח על ירידה ביתרת החובות הבעייתיים ובשיעורם בתחום ההלוואות לדירור.

האשראי שאינו לדירור (האשראי הצרפני)⁵¹, הוסיף להתרחב אף הוא אם כי בקצב מתון יותר (3.1%). באוקטובר 2017 עמדה יתרתו על כ-192 מיליארדי ש"ח והיוותה כ-37% מסך האשראי למשקי הבית. הבנקים ממשיכים לספק את מרביתו: חלקם בערוץ זה עומד על 83%, אף על פי שהמוסדיים וחברות כרטיסי האשראי הרחיבו בשנים האחרונות את חלקם בפלח פעילות זה (איור 19).



⁵⁰ האומדן לגובה ההלוואה הממוצעת עמד על 660 אלפי ש"ח, בשעה שב-2016 הוא עמד על 667 אלפי ש"ח.

⁵¹ יתרת האשראי שווה ליתרת החוב בניכוי ההפרשה לחובות מסופקים בבנקים.



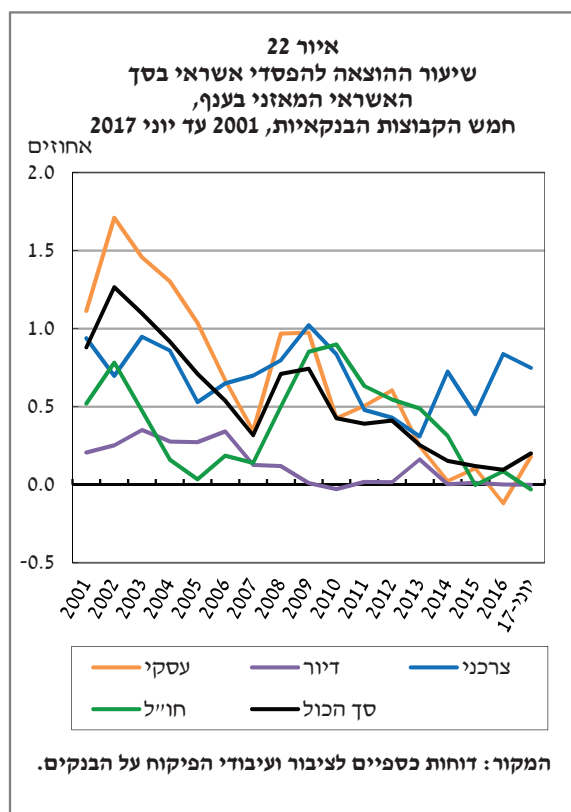
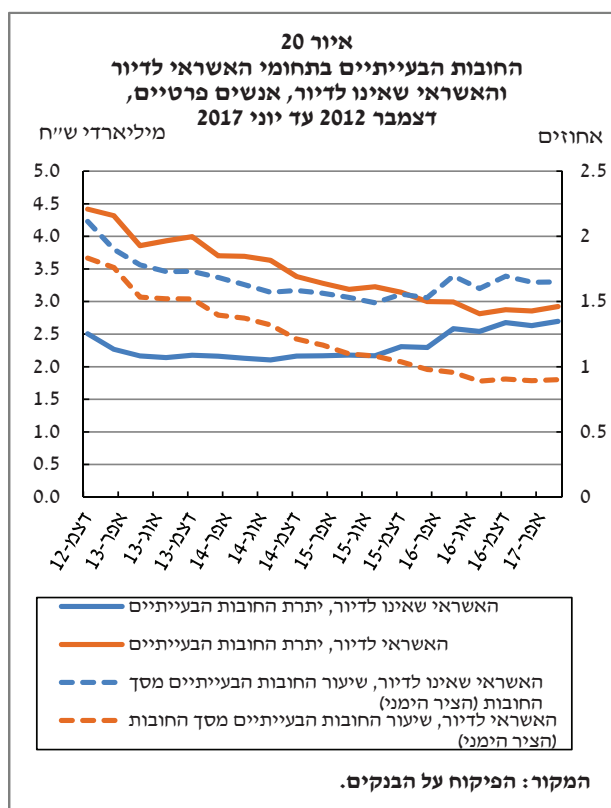
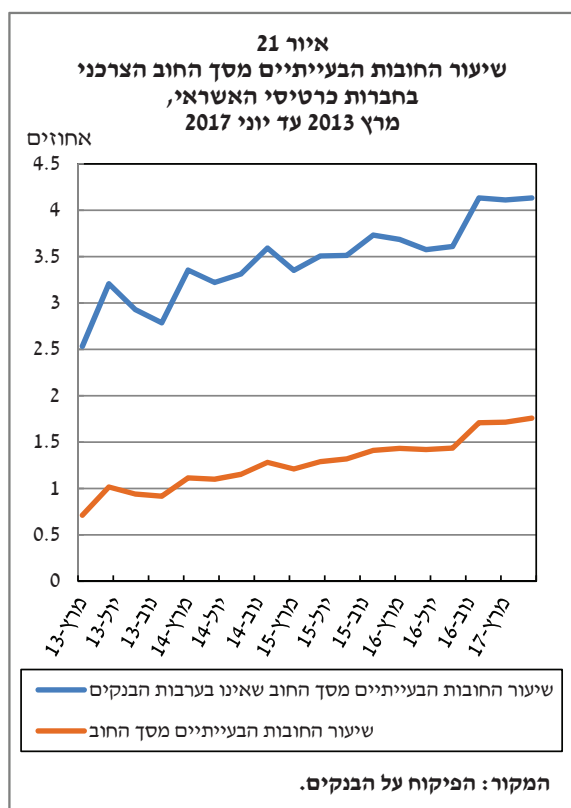
האשראי שאינו לדיור מורכב ברובו (כ-90%) מאשראי לא-צמוד, התקופה הממוצעת לפירעון עומדת על מעט למעלה מ-5 שנים (תקופה זו התארכה בשנים האחרונות), והריבית הממוצעת נמצאת בסביבות 6% – גבוהה משמעותית מהריבית הנגבית על הלוואות למגזר העסקי (בכל הקטגוריות של גודל העסק). ההתרחבות בחברות כרטיסי האשראי המשיכה לקבל סיוע מסביבת הריבית הנמוכה⁵² ומהעובדה שההתקדמות הטכנולוגית מקלה על תהליך נטילת ההלוואה. אולם קצב ההתרחבות החל להתמתן במהלך התקופה הנסקרת, וייתכן כי הדבר נובע מכך שחברות כרטיסי האשראי שינו את המדיניות לנוכח עלייה בחובות הבעייתיים (איור 21), קושי בגביית החובות, ועלויות שנובעות מכך. רוב האשראי מחברות כרטיסי האשראי אינו מגובה בביטחונות, ולמעשה קיים גיבוי רק להלוואות לרכישת כלי רכב שכן הן מובטחות בשעבוד שלהם⁵³.

נדגיש כי הסיכונים באשראי שאינו לדיור שונים מהסיכונים באשראי לדיור: האשראי הצרכני ניתן ברובו ללא ביטחונות ולכן פשיטת רגל של יחידים בתחום זה מתנהלת באופן שונה וכרוכה בעלויות גבוהות. לנוכח הסיכון הגלום בו, ובעקבות ההתרחבות הניכרת בהיקפו, הגדילו הבנקים (איור 22) וחברות כרטיסי האשראי באופן משמעותי את ההוצאה להפסדי אשראי בתחום זה.

שיעור החובות הבעייתיים בתחום האשראי שאינו לדיור עלה הן בבנקים והן בחברות כרטיסי האשראי: בעקבות התרחבות האשראי למשקי הבית עלה החלק הממוצע שהחובות הבעייתיים מהווים בחובות שאינם בערבות הבנקים – מכ-2.9% בשנת

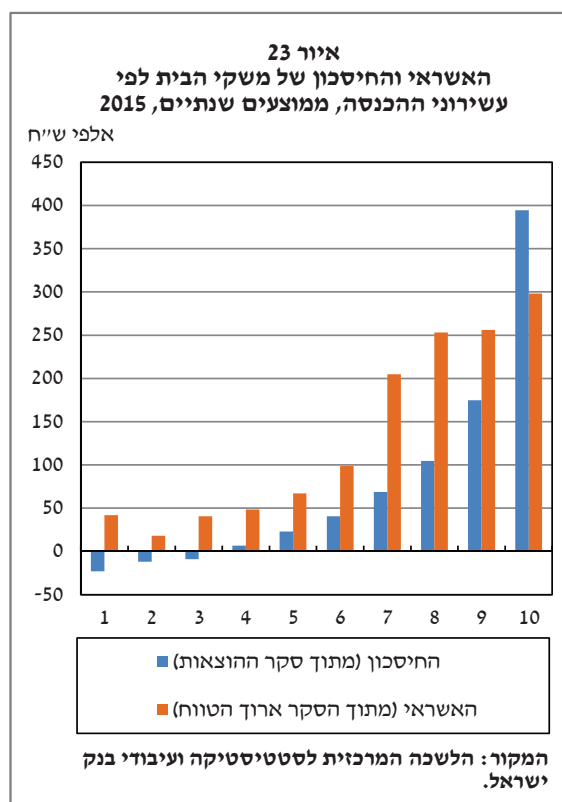
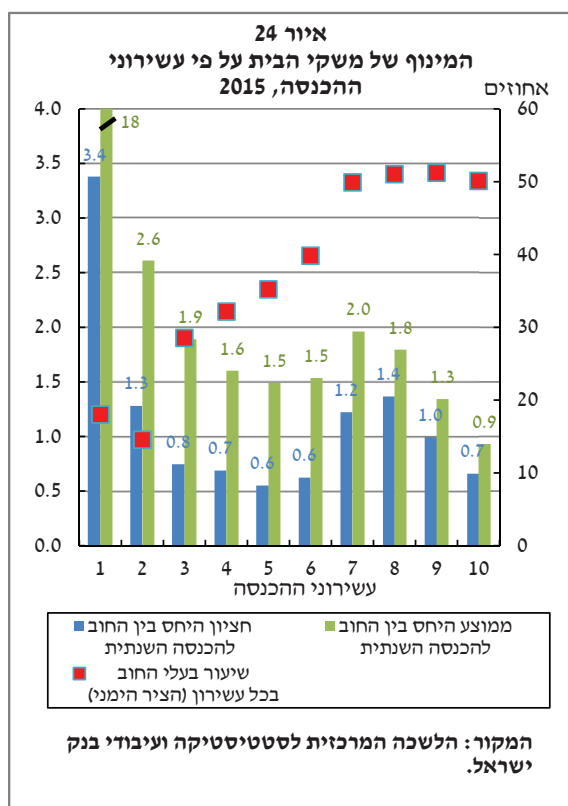
⁵² כדאי לציין כי הריבית הממוצעת מושפעת מהרכב ההלוואות. לשם המחשה, היא פוחתת כאשר ההלוואות לרכישת כלי רכב תופסות נתח גדול, שכן אלה ניתנות כנגד שיעבוד ונושאות ריבית נמוכה יחסית.

⁵³ חברת לאומי קארד מדווחת כי הלוואות אלה מהוות כשליש מהאשראי לאנשים פרטיים (משקי בית). בשאר החברות חלקן נמוך בהרבה, בסביבות 10% בלבד.



2013 לכ-4.13% ביוני 2017⁵⁴. שיעור החובות הבעייתיים בבנקים נשאר יציב במהלך השנה ועמד על 1.65% (איור 20). התבוננות בטווח הארוך מעלה כי שיעור החובות הבעייתיים במערכת (הבנקים וחברות כרטיסי האשראי) דומה לשיעור שנרשם בשיא המחזור וערב היפוך המגמה בפעילות הכלכלית. חשוב להדגיש כי הגידול באשראי הצרכני – ועימו העלייה בשיעורי החובות הבעייתיים ובהוצאה להפסדי אשראי בבנקים ובחברות כרטיסי האשראי – מתרחש בתקופה של אבטלה נמוכה וגידול בהכנסה של משקי הבית; זאת ועוד, על יסוד ניתוחים של הסקר ארוך הטווח ושל סקר ההוצאות וההכנסות אפשר לומר כי הוא מתרחש בעשירי הכנסה שכריות הביטחון בהם מצומצמות יחסית (איורים 23 ו-24).

⁵⁴ סביר להניח שהתרחבותו המהירה של האשראי מחברות כרטיסי האשראי התלוותה בעלייה ברמת הסיכון עקב הצטרפות לווים מסוכנים יותר, למשל לווים בעלי הכנסה נמוכה יותר בהשוואה לעבר.



סיכוני האשראי במערכת הבנקאית⁵⁵: במרוצת המחצית הראשונה של 2017 גדל תיק האשראי המאזני של חמש הקבוצות הבנקאיות בכ-3% במונחים שנתיים. עיקר הגידול בתיק נבע מכך שהאשראי למשקי הבית צמח בכ-5.2%: האשראי הצרכני התרחב בכ-6.3% בשעה שהאשראי לדיור התרחב בכ-4.7% – קצב דומה לקצב ב-2016 אך נמוך מהקצב בשנים קודמות. קצב הגידול המהיר שמציג האשראי הצרכני בשנים האחרונות מהווה מוקד סיכון מרכזי לבנקים ולציבור הלווים.

האשראי העסקי צמח בתקופה הנסקרת בכ-3.4%, וזהו קצב הגידול הגבוה ביותר בשנים האחרונות. הצמיחה באשראי העסקי נובעת בעיקר מכך שהאשראי לעסקים הקטנים והזעירים צמח בכ-8.8%, וכן היא נובעת מכך שהאשראי לעסקים הבינוניים גדל בכ-1.1%. האשראי לעסקים גדולים ירד במתינות – כ-0.1% בלבד. מרבית הגידול באשראי העסקי נבע מאשראי לענף הבינוי – זה צמח בכ-22.5% – בשעה שהאשראי לענף הנדל"ן ירד בכ-4%. יחד עם האשראי לדיור שני ענפים אלה תופסים יותר מ-45% מתיק האשראי של המערכת הבנקאית, ועקב חלקם הגדול הם ממשיכים להוות מוקד סיכון עיקרי למערכת הבנקאית. המדדים לאיכות האשראי המחושבים מהדוחות הכספיים מעידים כי סיכון תיק האשראי הבנקאי עלה במידה מסוימת, אך מנגד חל שיפור ביכולתה של המערכת הבנקאית להתמודד עם כשלים צפויים.

בנקאות הצללים⁵⁶: לצד המערכת הבנקאית והאשראי הבנקאי מתפתחת בשנים האחרונות בנקאות צללים. לבנקאות זו יש פוטנציאל התרחבות שדורש המשך מעקב, ועל כך מעידים השינויים הרגולטוריים האחרונים, הביקוש לאשראי מצד העסקים הקטנים והבינוניים, וכניסתם של המשקיעים המוסדיים לתחום זה. עם זאת, תיק האשראי של חברות האשראי הציבוריות עדיין קטן בהשוואה להיקפי האשראי שמעמידים התאגידים הבנקאיים והמוסדיים, וגם החוב שחברות אלו חייבות לבנקים ולציבור עדיין נמוך יחסית, ועל כן איננו מזהים בתחום זה מקור לסיכון מקרו-יציבותי.

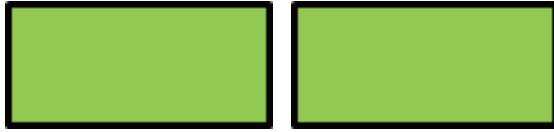
⁵⁵ קיימים הבדלים בין הנתונים המובאים בסעיף זה לבין הנתונים שהובאו בסעיפים הקודמים, עקב הבדלים במתודולוגיות לסיווג האשראי במגזרים השונים. חלקו הראשון של פרק זה מציג את סיכוני האשראי מנקודת ראותם של הצרכנים, ואילו הסעיף העוסק בסיכוני האשראי במערכת הבנקאית מתמקד בנקודת ראותם של הבנקים ומתבסס על הדיווחים הישירים לפיקוח על הבנקים.

⁵⁶ הרחבה מופיעה בתיבה 1.

הנזילות

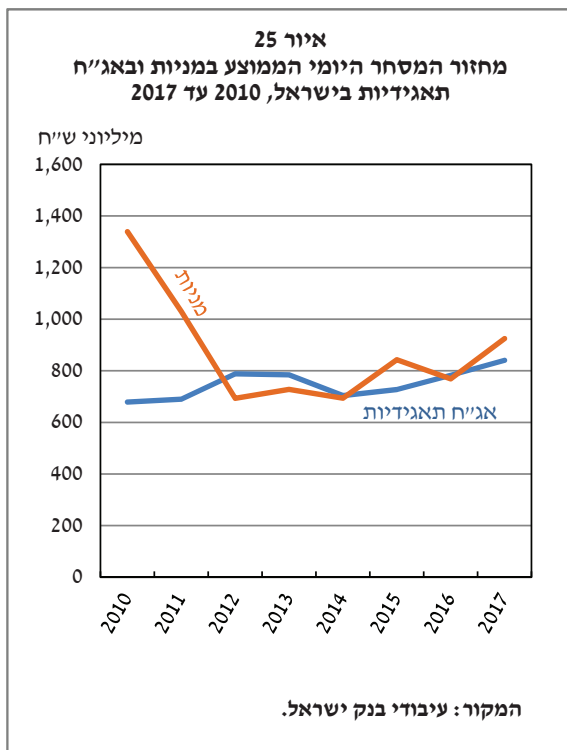
2017:2

2017:1



תנאי המימון
הנזילות בשווקים
יחסי הנזילות (המאזן)

סיכוני הנזילות ממשיכים להתקיים במערכת הפיננסית בישראל אם כי בעוצמה נמוכה יחסית.



הנזילות בשווקים: ניתוח של המחצית השנייה של השנה מעלה כי הנזילות בשווקים הפיננסיים נותרה גבוהה: מחזור המסחר הממוצע בשוק המניות עלה בכ-15%, מ-1.26 מיליארד ש"ח ב-2016 ל-1.45 מיליארד ש"ח מתחילת השנה, וכך נבלמה מגמת הירידה שנרשמה במדד זה בשנים האחרונות⁵⁷. מחזורי המסחר באג"ח תאגידיות, ללא תעודות סל, עלו בחודשים האחרונים (וכן מתחילת השנה) והגיעו ל-890 מיליון ש"ח, בשעה שבסוף 2016 הם הגיעו ל-831 מיליון (איור 25).

אולם יש לזכור כי הריכוזיות במסחר עודנה גבוהה, ומרבית העלייה בנזילות (במיוחד בשוק המניות) נובעת משיפור הנזילות במספר מועט של ניירות ערך.

נזילות הפירמות: היחסים הפיננסיים בפירמות מעידים כי הנזילות המיידית⁵⁸ (איור 26) של החברות הריאליות ירדה במעט מתחילת השנה, ובסוף הרבעון השני היא הגיעה ל-21%. היחס השוטף של כלל החברות הריאליות קרוב ל-1.2 ודומה לממוצע ארוך הטווח, אך בקרב החברות בענף הבינוי והנדל"ן הוא ירד אל מתחת ל-1. היחס השוטף בחברות הנדל"ן נמוך כבר זמן ארוך (ודומה לערכו ההיסטורי), והוא משקף פוטנציאל לקשיים ביכולת הפירעון ומצביע על סיכון נזילות גבוה יחסית⁵⁹.

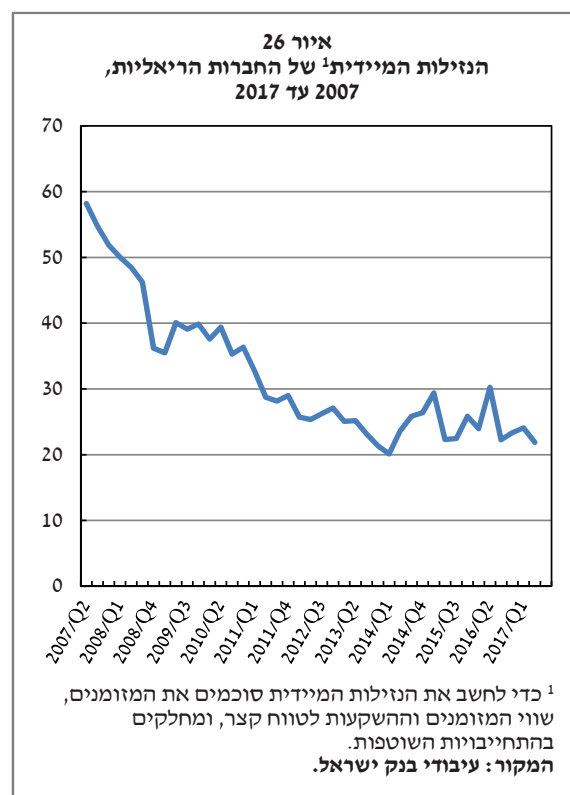
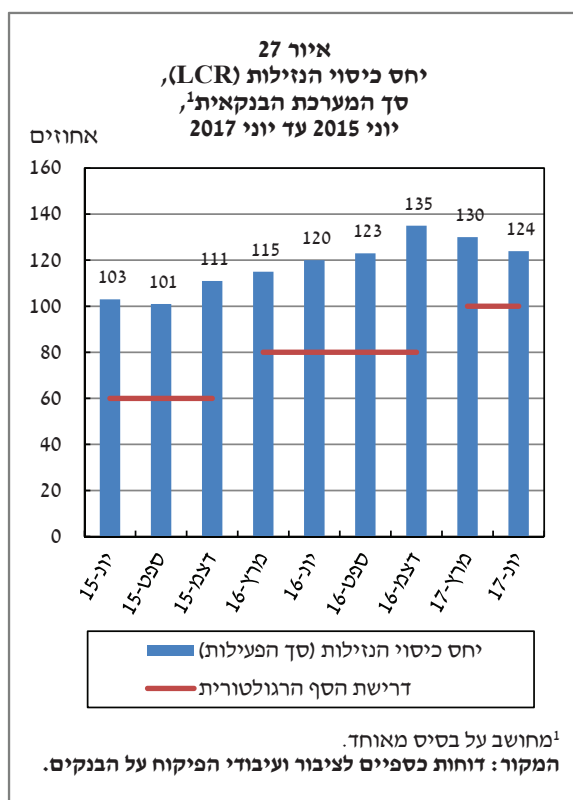
סיכון הנזילות בבנקים: השנה ירד ערכו המצרפי של יחס כיסוי הנזילות (LCR, Liquidity Coverage Ratio)⁶⁰, וביוני 2017 הוא עמד על כ-124% (בהשוואה לכ-135% בדצמבר 2016) (איור 27). ירידה זו מתרחשת לאחר שנתיים רצופות שבהן צברו הבנקים בהדרגה נכסים נזילים (הגידול המצטבר מגיע לכ-38%) לצורך התכנסות ועמידה בדרישות המינימום שקבע הפיקוח על הבנקים בהוראות הניהול הבנקאי התקין. עודפי הנזילות נשחקו בתקופה הנסקרת בכל אחת מהקבוצות הגדולות, בשעה

⁵⁷ ערב הרפורמה שנערכה ב-9.2.2017 נשבר שיא של 6.5 שנים, ומחזור המסחר הגיע להיקף משמעותי מאוד – כ-12 מיליארד שקל.

⁵⁸ סך המזומנים ושווי המזומנים וההשקעות לזמן קצר ביחס לסך ההתחייבויות השוטפות.

⁵⁹ ביסוד היחס השוטף ניצבת ההנחה שאם החברה תיקלע לקשיים פיננסיים, בראש ובראשונה יופעלו נגדה לחצים בסעיפי ההתחייבויות השוטפות. במילים אחרות, ספקים ידרשו ממנה תשלום במזומן ויסרבו לתת לה אשראי ספקים, ואילו בנקים ונותני אשראי אחרים יסרבו לחדש לה הלוואות שמועד פירעונן הגיע. בשני המקרים תצטרך החברה להשיג מקורות כספיים כדי לממן את אשראי הספקים ואת הלוואות שלא יחודשו, והיא תוכל לעשות זאת רק באמצעות מכירת נכסים שוטפים, למשל פיקדונות בנקאיים, ני"ע לטווח קצר ומלאי (סעיף המלאי רלוונטי במיוחד לקבלנים).

⁶⁰ את המדד המכונה "יחס כיסוי הנזילות" פיתחה ועדת באזל במטרה לקדם את העמידות קצרת הטווח של פרופיל הנזילות של התאגידים הבנקאיים.



שהבנקים הקטנים – גופים שנהנים מעודפי נזילות גבוהים – שמרו על יציבות. אולם למרות הירידה עלה ערכו של היחס⁶¹ בכל אחד מהבנקים על 100% – דרישת המינימום ליישום המלא של הוראת הפיקוח, יישום שמועדו חל בינואר 2017. בחינה של הרכב היחס מעלה כי השינוי בערכו הושפע יותר מהגידול בתזרים היוצא נטו (כ-15% במונחים שנתיים) ופחות מהקיטון בהיקפם של הנכסים הנזילים (כ-3% במונחים שנתיים). באשר למבנה המקורות, זה נשחק עוד השנה עם העלייה בשיעורם של הפיקדונות המידיים לפי דרישה, על רקע סביבת הריבית הנמוכה, אולם הוא עדיין יציב, ונראה כי הבנקים הישראליים מוסיפים להישען על פיקדונות קמעונאיים כמקור עיקרי למימון פעילותם (כ-54%), ופחות על מימון סיטונאי פיננסי (כ-25%) ומימון סיטונאי אחר (כ-22%).

⁶¹ סך הפעילות, על בסיס מאוחד.

הקישוריות

2017:2

2017:1

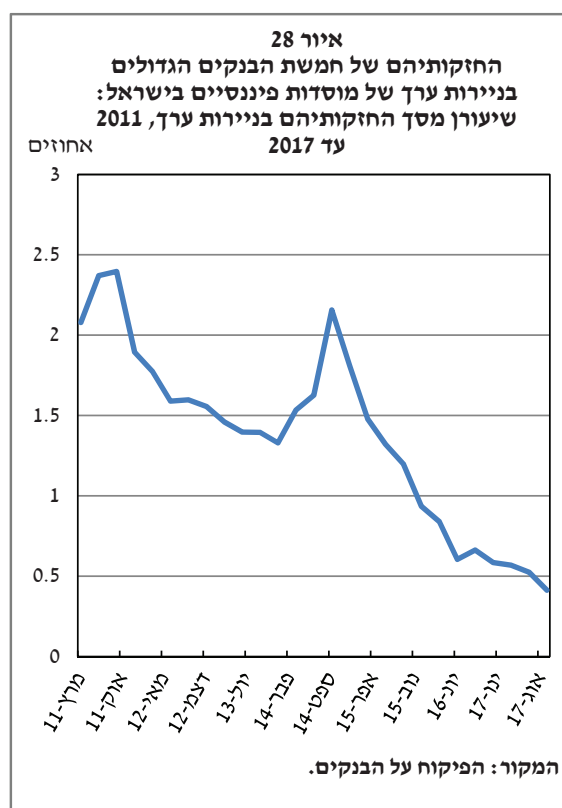
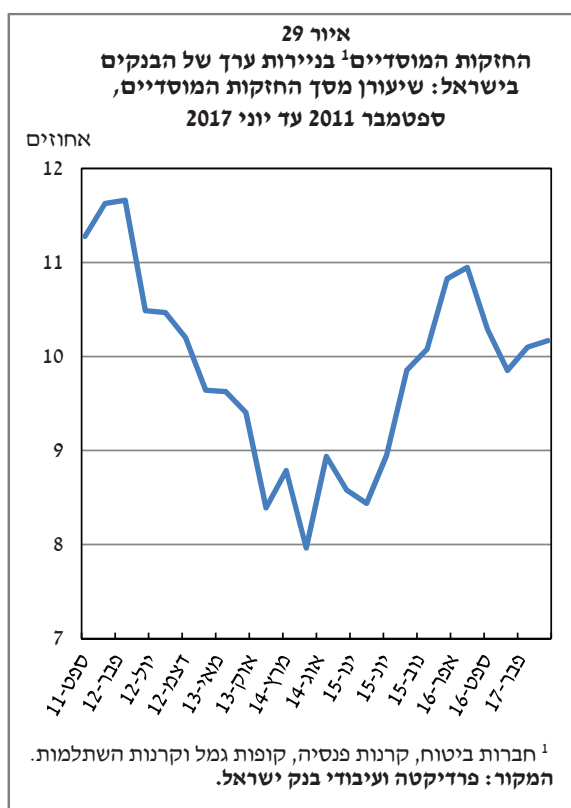


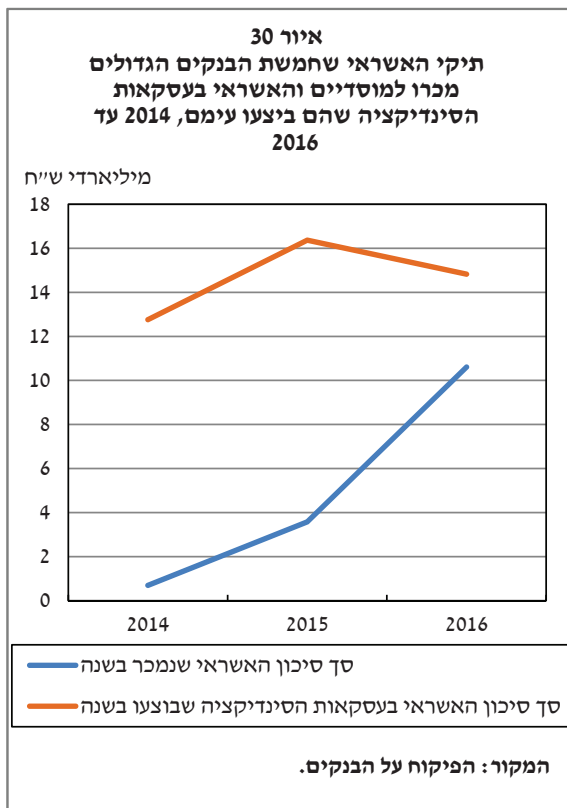
הערך בסיכון/ החשיפה המשותפת
התלות ההדדית בשוקי הנכסים
הקישוריות

הקישוריות במערכת הפיננסית המקומית נותרה בינונית. החשיפה הישירה בקרב המוסדות הפיננסיים מציגה מגמה מעורבת, בין השאר עקב ירידה בחשיפה הבילטרלית בקרב הבנקים. החשיפה העקיפה מתגברת.

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

החשיפה הישירה מציגה מגמה מעורבת: היא מתגברת משום שהגופים המוסדיים מרחיבים את השקעתם בבנקים (איור 29). אולם היא פוחתת מפני שהבנקים מצמצמים את החשיפה לחברות הביטוח ולגופים המוסדיים (כלומר את שיעור החזקתם בניירות ערך של הגופים הפיננסיים) (איור 28), ומפני שהבנקים מצמצמים את היקף החשיפה הבילטרלית: על פי החבות נטו ירד היקף זה מכ-26 מיליארד ש"ח ב-2011 לכ-12 מיליארד ש"ח ב-2016. החשיפה של המערכת הבנקאית למוסדות פיננסיים בחו"ל הצטמצמה אף היא.





מנגד, החשיפה העקיפה עולה מפני שהבנקים מרחיבים בהתמדה את השימוש בעסקאות סינדיקציה (יתרת סיכון האשראי בעסקאות סינדיקציה שהבנקים נותנים עבורן שירות מהותי הגיעה בסוף 2016 ל-74 מיליארד ש"ח, ובשלוש השנים האחרונות היא התרחבה בכ-20% בממוצע) (איור 30); בשל עלייה במכירת סיכונים/ תיקי אשראי (יתרת סיכון האשראי שנמכר אשר הבנקים נותנים עבורו שירות בין 2015 ל-2016 הוכפלה); ובשל תיקים חופפים בחשיפות האשראי הגדולות (ראו תיבה 2).

תיבה 1

ההתפתחויות בפעילותן של החברות הציבוריות לאשראי חוץ-בנקאי

מתן וינברג

- היקף האשראי החוץ-בנקאי בישראל צומח בשנים האחרונות במהירות. מאמצע 2016 עד אמצע 2017 גדל תיק האשראי של החברות הציבוריות בענף בכ-32%.
- חוק ההסדרים של 2015–2016 מתיר לחברות אלו להנפיק אג"ח, ומאז הנפיקו חמש מהן אג"ח ששווי הכולל מגיע לכ-1.9 מיליארד ש"ח.
- ריכוזיות הלקוחות בחברות הציבוריות לאשראי חוץ-בנקאי גבוהה מהנתון המקביל בבנקים, והוא הדין בשיעור ההוצאה השנתי להפסדי אשראי.
- חברות אלו עדיין מעמידות מעט אשראי יחסית לבנקים, אך בשל שינויי האסדרה, כניסת המוסדיים לענף, והביקוש לאשראי צרכני ועסקי, לתחום יש פוטנציאל משמעותי להתרחב, ולכן הכרחי להמשיך לעקוב אחריו.

1. רקע

תחום האשראי החוץ-בנקאי צומח במהירות בשנים האחרונות, ונכון לספטמבר 2017 עוסקות בו שבע חברות שנסחרות בבורסה בתל אביב (חברות ציבוריות). חברות אלה מייעדות את רוב האשראי לעסקים קטנים ובינוניים, וכפי שמראה לוח 1, באמצע 2017 עמד תיק האשראי שלהן על כ-2.9 מיליארדי ש"ח – גבוה בכ-32% מהסכום בתקופה המקבילה ב-2016. בהשוואה לסוף 2015¹, תקופה שקדמה לשינוי האסדרה המשמעותי שנציג בהמשך, עלה ערך התיק בכ-40%.

תיבה זו סוקרת את פעילותן של חברות אלה – היינו החברות הציבוריות לאשראי חוץ-בנקאי – אך בטרם נפנה לכך נציין כי נוסף להן פועלות בתחום הרבה חברות פרטיות. חברות אלה מעמידות אשראי הן לעסקים (בין היתר באמצעות שירותי ניכיון צ'קים, ניכיון שוברי אשראי ופקטורינג) והן למשקי בית, אך מכיוון שהן פרטיות ואינן חייבות לפרסם דוחות כספיים לציבור, קשה לאמוד את היקף פעילותן². אולם מאחר שהן מסתמכות על אשראי בנקאי ומקורות עצמיים בלבד, סביר להניח כי היקף האשראי שביכולתן להעמיד אינו מגיע לממדים בעלי השלכות יציבותיות-מערכתיות. נוסף להן קיימים בשוק ספקים שמעמידים אשראי צרכני ועסקי למימון רכישת מוצרים (בעיקר מאותו ספק שמעמיד את האשראי או מחברות מאותה קבוצה), כמו החברות להחכרת כלי רכב וזרועות המימון של יבואניות הרכב השונות.

2. אפיון הפעילות של החברות הציבוריות לאשראי חוץ-בנקאי

פעילותן של החברות הציבוריות לאשראי חוץ-בנקאי מתרכזת במימון יבוא וספקים ובמתן הלוואות קצרות טווח לכל מטרה לעסקים קטנים ובינוניים, בעיקר באמצעות מסחר במסמכים דחויים (ניכיון צ'קים). ניכיון צ'קים הוא עסקת המרה שבה לקוחותיהן של חברות האשראי מסבים את הצ'קים הדחויים של לקוחותיהם לטובת חברות האשראי. החברות בוחנות את האיתנות הפיננסית של נותן הצ'ק, בין היתר באמצעות מאגרי מידע חיצוניים ופנימיים, ומציעות לעסקים מזומן בתמורה לעמלה, ואילו הצ'ק משמש כביטחון. לעיתים מדובר בצ'קים דחויים שנתן צד שלישי ולעיתים בצ'קים עצמיים של לקוחות החברה (במקרה השני הלקוח ממחה את הצ'ק לחברת האשראי ומקבל תמורתו מזומן). אם אין פורעים את הצ'ק חברת האשראי רשאית לבוא בדרישות הן ללקוח והן לכותב הצ'ק.

אומנם פעילות החברות, בתחום הצ'קים הדחויים ובכלל, מתאפיינת במתן אשראי בריבית גבוהה יחסית לזו שמציעים

¹ יש לציין כי בין סוף 2015 לאמצע 2017 נוספו למאגר הנתונים שתי חברות ציבוריות, ובניכוי תיק האשראי שלהן בסוף התקופה הגידול בהיקף האשראי הכולל מגיע לכ-30%.

² אולם יש לציין כי בתחום פועלת חברה גדולה שאינה ציבורית. זוהי חברה בת של חברת ביטוח, ומרבית פעילותה קשורה למימון משקי בית, לרבות מימון רכישת של כלי רכב משומשים. תיק האשראי של חברה זו הסתכם בסוף יוני 2017 בכ-1.5 מיליארד ש"ח.

הבנקים. אולם בתחום ניכיון הצ'קים הן משמשות תכופות חלופה אטרקטיבית יותר, שכן הבנקים נוהגים לדרוש מן הלווים להעמיד ביטחונות בשיעורים גבוהים יחסית ולהציג יחסים פיננסיים מחמירים, ועסקים קטנים ובינוניים מתקשים לעיתים לעמוד בדרישות אלה. זאת בשעה שהחברות למימון חוץ-בנקאי מציבות לרוב דרישות מחמירות פחות.

החברות לאשראי חוץ-בנקאי אטרקטיביות ללווים משתי סיבות נוספות. ראשית, בשעה שעסקים גדולים ובינוניים מקבלים כ-30% מהאשראי מהגופים המוסדיים, העסקים הקטנים נשענים בעיקר על מימון מהמערכת הבנקאית ובדרך כלל אינם נהנים מערוצי מימון חלופיים. התרחבות פעילותן של החברות לאשראי חוץ-בנקאי מאפשרת לעסק קטן לפנות אליהן אם הוא מתקשה לקבל אשראי מהבנקים (בשל הערכת סיכון גבוהה ו/או בשל מחסור בביטחונות). שנית, נראה כי בחברות הנידונות הליך קבלת האשראי באמצעות ניכיון צ'ק פשוט ומהיר יחסית להליך הבירוקרטי המורכב המאפיין בנקים.

3. האסדרה והאשראי החוץ-בנקאי

היקף האשראי החוץ-בנקאי בישראל גדל מהר יחסית בעקבות השינוי המשמעותי שנערך לאחרונה באסדרה החלה על החברות בתחום זה. במסגרת חוק ההסדרים של 2015–2016 אישרה הכנסת שינוי בחוק הבנקאות, וזה מתיר לחברות לאשראי חוץ-בנקאי להנפיק אג"ח, בכפוף לתנאים המפורטים בחוק. השינוי מאפשר לחברות לממן את פעילותן באמצעות הנפקת אג"ח מבלי להיכנס לתחולת חוק הבנקאות.

לפני השינוי התבסס עיקר המימון של החברות על הלוואות מתאגידים בנקאיים, ואילו אחריו הנפיקו חמש מהן אג"ח ששווי הכולל מגיע לכ-1.9 מיליארד ש"ח. יתרת האג"ח של החברות הציבוריות בתחום עמדה בסוף הרבעון השני של 2017 על כ-1.2 מיליארד ש"ח – גבוהה בכ-43% מהנתון המקביל בסוף 2016 (816 מיליון ש"ח)³. כתוצאה מכך ירדה תלותן של החברות באשראי הבנקאי, ושיעור האשראי הבנקאי בסך התחייבויותיהן נמוך כיום בהרבה – 37.8% בלבד באמצע 2017 לעומת 81% בסוף 2015 (ראו לוח 1). גיוס הון באמצעות אג"ח מקטין את תלות החברות באשראי בנקאי, מוזיל את עלות מקורותיהן ומאפשר להן לגדול ולספק יותר אשראי, בעיקר לעסקים קטנים ובינוניים – מגזרים שאין להם כאמור חלופות מימון פרט לבנקים.

הנתונים המאזניים המצרפיים על החברות הציבוריות לאשראי חוץ-בנקאי (מיליוני ש"ח), סוף 2015 עד אמצע 2017

השנה והרבעון	האשראי ללקוחות	סך הנכסים (השוטפים והלא-שוטפים)	סך ההתחייבויות (השוטפות והלא-שוטפות)	שיעור האשראי מתאגידים בנקאיים בסך ההתחייבויות (אחוזים)	ההון העצמי	היחס בין ההון העצמי לסך הנכסים (אחוזים)
Q4/2015	2,080.2	2,092.8	1,670.0	82.60	474.0	22.65
Q1/2016	2,049.1	2,070.4	1,633.4	51.69	490.8	23.71
Q2/2016	2,215.1	2,307.2	1,776.1	54.69	531.1	23.02
Q3/2016	2,453.8	2,582.9	2,007.9	44.31	575.0	22.26
Q4/2016	2,845.1	2,954.6	2,248.4	50.36	706.1	23.90
Q1/2017	2,864.6	2,981.7	2,262.1	49.90	707.1	23.71
Q2/2017	2,920.2	3,146.0	2,375.7	37.80	770.3	24.48
שיעור השינוי בין תחילת התקופה לסופה (6 רבעונים)	40.38%	50.32%	42.26%	(נקודות אחוז) -44.8	62.50%	(נקודות אחוז) 1.8

המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

³ לאחר המועד לפרסום הדוחות לרבעון השני של 2017 הנפיקה חברה נוספת אג"ח סחירות, ושוויין הנקוב הגיע לכ-57 מיליון ש"ח.

שינוי אסדרה נוסף צפוי להגדיל עוד את היקף האשראי החוץ-בנקאי, והוא נוגע לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), התשע"ו-2016. חוק זה מכפיף את כל החברות לאשראי חוץ-בנקאי⁴ לאסדרה ולפיקוח של רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון⁵, ובין היתר הוא מחייב אותן לקבל רישיון על מנת לעסוק במתן אשראי, לשמור על ענייני לקוחותיהן, לעמוד בדרישות הון, ולמסור דוחות לרשות המפקחת. יישום האסדרה כבר החל, עם התקדמותו יתרחב היקף המידע על פעילות החברות והפיקוח עליהן, וסביר להניח שעימם יגדלו גם נכונות הציבור ליטול מהן אשראי ונכונות המשקיעים להלוות להם.

4. מדדי הפעילות: השוואה בין הבנקים לבין החברות הציבוריות לאשראי חוץ-בנקאי

כאשר משווים בין חברות האשראי לבנקים מבחינת מדדי פעילות שונים, מוצאים כי חברות האשראי זקוקות ליותר **הון עצמי ביחס לסך הנכסים** (היקף האשראי שהן מעמידות). ביוני 2017 עמד היחס בקרב החברות על כ-24.5%, בשעה שהנתון המקביל בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות עמד על כ-7.2% בממוצע. הבנקים פועלים במינוף גבוה יותר מפני שעומד לרשותם מקור אשראי זמין וזול – פיקדונות הציבור – וזאת מכיוון שהציבור בוטח בבנקים הודות לאסדרה ולפיקוח ההדוקים החלים עליהם. מנגד, לחברות האשראי אין אפשרות לגייס פיקדונות מהציבור והן פועלות על בסיס הון עצמי, הלוואות בנקאיות והנפקת אג"ח. זאת ועוד, הפיקוח עליהן הוחל רק לאחרונה והוא אינו מחמיר כמו הפיקוח החל על הבנקים. כדי שחברות האשראי יוכלו אפוא לגייס מקורות לצורך העמדת אשראי בתנאים אטרקטיביים, עליהן להציג בסיס הון רחב מזה של הבנקים.

אף על פי כן, ממוצעי **התשואה לנכסים (ROA) והתשואה להון** של חברות האשראי (כ-3.77% וכ-15.39% ביוני 2017, בהתאמה) גבוהים מהנתונים המקבילים בבנקים (0.61%-1.41% בהתאמה; ראו לוח 2). סביר לשער כי ההסבר לפערים אלה נעוץ בעיקר באופי פעילותן של חברות האשראי ובריביות הגבוהות שהן גובות. כאמור, חברות אלו מתמקדות בעיקר בניכיון צ'קים, תחום שנגבים בו שיעורי ריבית גבוהים בהרבה משיעורי הריבית על אשראי מסחרי אחר. ייתכן כי הדבר משקף את האפשרות שחברות האשראי מעמידות הלוואות גם ללווים שנחשבים למסוכנים יותר, וחלקם פונים אליהן משום שהם אינם עומדים בדרישות שהבנקים מציבים כדי לתת אשראי. לוח 2 אכן מראה כי בחברות האשראי **שיעור ההוצאה השנתי להפסדי אשראי** בסך האשראי המאזני גבוה מהשיעור בבנקים, ואלה הגיעו ברבעון השני של

לוח 2

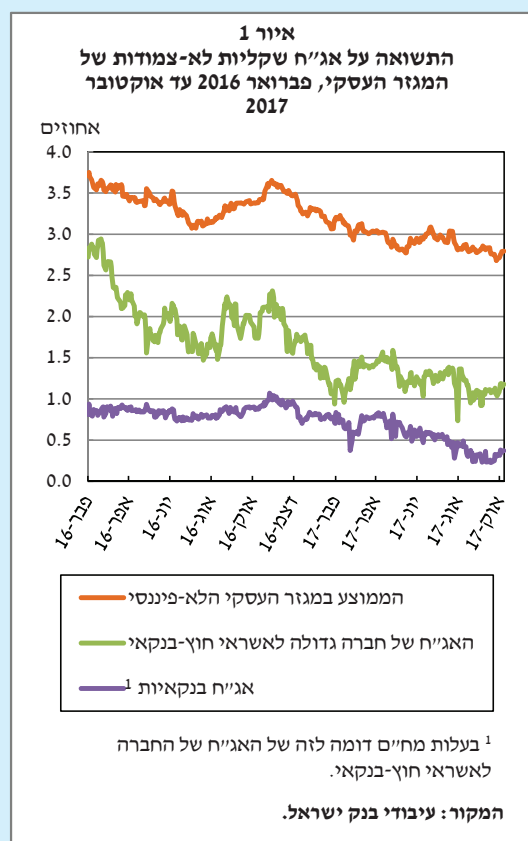
מדדים לאיכות תיק האשראי והתשואה להון: החברות לאשראי חוץ-בנקאי לעומת חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות (אחוזים)

Q2/2017		Q4/2016		Q4/2015		
החברות לאשראי חוצ"ב	הבנקים	החברות לאשראי חוצ"ב	הבנקים	החברות לאשראי חוצ"ב	הבנקים	
1.02	0.20	0.71	0.10	0.68	0.12	שיעור ההוצאה השנתי להפסדי אשראי מתוך סך האשראי המאזני
3.77	0.64	4.60	0.57	5.26	0.61	התשואה לנכסים
15.39	9.41	19.24	8.33	23.22	9.09	התשואה להון

המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

⁴ הפרטיות והציבוריות כאחד.

⁵ פונקציה זו הופרדה לאחרונה ממשרד האוצר.



2017 לכ-1.02% ו-0.2%, בהתאמה. בהתאם לכך, ייתכן שסיכון האשראי של החברות מסביר אף הוא במידת מה את העובדה שהתשואה להון אצלן גבוהה בהשוואה לתשואה בבנקים.

באיור 1 ניתן לראות כי אומנם חברות האשראי החוץ-בנקאי נחשבות למסוכנות מהבנקים, ועל כן מקורותיהן יקרים יותר. אולם כיום הן נחשבות למסוכנות פחות מאשר בעבר, וקיימת מגמת ירידה כללית בתשואה על האג"ח שלהן ובמרווח בינה לבין התשואה על אג"ח בנקאיות בעלות מח"ס דומה.

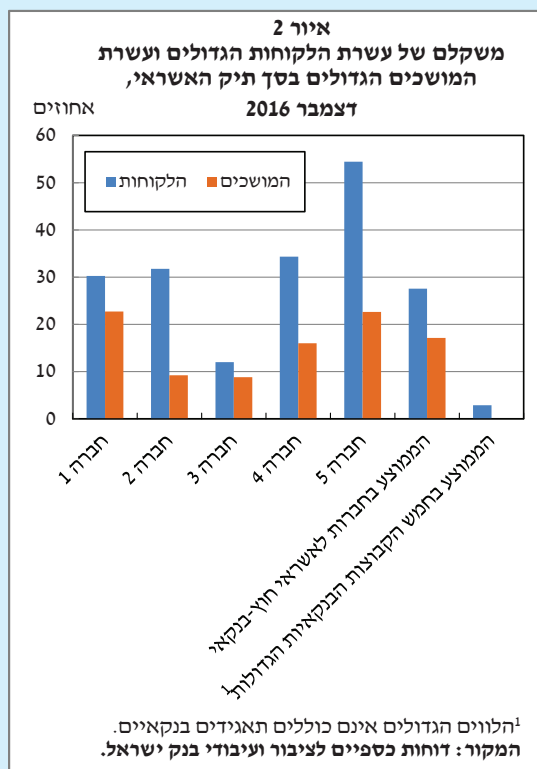
בשעה שהרגולטור מחייב תאגידים בנקאיים לעמוד במגבלות שונות על תיק האשראי – ביניהן מגבלות על שיעור החשיפה המרבי לענף ספציפי, כמפורט בהוראות המפקח על הבנקים – חברות האשראי החוץ-בנקאיות אינן כפופות למגבלות על האשראי שהן מעמידות ללקוחותיהן. עם זאת, תיק הלקוחות של החברות הציבוריות השונות בתחום זה אינו מתאפיין בריכוזיות ענפית יתרה: שיעורי החשיפה הממוצעים שלהן לענף בודד אינם עולים בהרבה על שיעורי החשיפה המותרים לבנקים. החברות חשופות בעיקר לענף הבנייה והנדל"ן ולענף המימון והפיננסים: לפי ההערכות, בסוף 2016 היוו לקוחות מענף הבנייה והנדל"ן כ-22% מכלל לקוחותיהן, והחשיפה המקסימלית של חברה בודדת לענף זה עמדה על 27%; לקוחות מענף המימון והפיננסים היוו באותה עת כ-19% מכלל לקוחותיהן, והחשיפה המקסימלית של חברה בודדת לענף זה עמדה על 39%.

ריכוזיות הלקוחות של חברות האשראי החוץ-בנקאיות גבוהה מזו של הבנקים, ומרביתן מתאפיינות בריכוזיות גבוהה יחסית. בסוף 2016 עמדה יתרת האשראי הממוצעת לעשרת הלקוחות (הלווים) הגדולים על כ-28% מסך האשראי של חמש החברות שנסחרו אז בבורסה, בשעה שהנתון הממוצע המקביל בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות עמד על פחות מ-3% (ראו איור 2). כמו כן, משקלם הממוצע של עשרת המושכים⁶ הגדולים בסך תיק האשראי של החברות הציבוריות עמד בתקופה זו על כ-17%⁷.

יש לציין כי הן הפיזור הענפי והן פיזור הלקוחות והמושכים עשוי להשתנות מהותית מתקופה לתקופה, משום שברוב המקרים החברות מעמידות אשראי עסקי לטווח קצר.

⁶ כותבי הצ'קים שהלווים מסבים לטובת חברות האשראי בתהליך הניכיון.

⁷ בחברות אחדות ממסרים עצמיים תופסים נתח נכבד מתיק האשראי, ועל כן יש חפיפה חלקית בין הלקוחות והמושכים שלהן.



5. סיכום

מן הסקירה לעיל עולה כי השינויים הרגולטוריים – ובפרט העובדה שבסוף 2015 ניתנה לחברות האשראי אפשרות לגייס הון באמצעות אג"ח – לצד ביקוש העסקים לנזילות, אפשרו לשוק האשראי החוץ-בנקאי להתרחב ולהיקפי האשראי בו לצמוח. יתר על כן, קיימת עדות לכך שיש לו פוטנציאל להתרחב עוד: בשנים האחרונות רכשו משקיעים מוסדיים מניות בחברות אשראי אחדות (באחת החברות הגדולות המשקיע המוסדי הוא אף בעל שליטה), ולכן נראה כי הם מעריכים שהשוק הנידון יוסיף להתרחב; זאת ועוד, שיתוף פעולה זה עשוי לגדול ולהעניק לחברות עוד מקור משמעותי למימון פעילותן ולהתרחבות נוספת.

צמיחתו של ענף האשראי החוץ-בנקאי, והפוטנציאל שלו להוסיף להתרחב, יתרמו להגברת התחרות במערכת הפיננסית אך הם גם מצריכים המשך מעקב. עם זאת, החברות הציבוריות עדיין מעמידות מעט אשראי בהשוואה לתאגידי הבנקאיים והגופים המוסדיים, והיקף החוב שהן חייבות לבנקים ולציבור עדיין נמוך יחסית. על כן בשלב זה לא ניתן לראות בענף האשראי החוץ-בנקאי מקור לסיכון מקור-יציבותי.

תיבה 2

ריבוי מלווים ותיקים חופפים

קונסטנטין קוסנקו ונועם מיכלסון

- בין תיקי האשראי של הבנקים עשויה להתקיים חפיפה כתוצאה מחשיפה ללווים משותפים. תופעה זו יוצרת ערוץ קישוריות שדרכו זעזוע אידיאליסטי לבנק ספציפי עלול לעבור לבנקים נוספים ולהפוך למערכת.
- במערכת הבנקאות הישראלית אין היקפים משמעותיים של חפיפה מכוונת (עסקאות סינדיקציה), ורוב החפיפה בה אינה מכוונת (סינדיקציה דה פקטו). היא נוצרת בין היתר עקב המגבלות הרגולטוריות על החשיפות של בנק בודד (מגבלת החשיפה ללווה, קבוצת לוויים וענף), שכן אלה מאלצות לוויים בעלי צורכי אשראי גדולים ללוות מכמה בנקים.
- ההסתברות שבנק יספק אשראי ללווה שקיבל אשראי מבנק/ים אחר/ים עולה עם (א) מידת האינטראקציה של הבנק עם עסקי הלווה, אם דרך הלוואות קיימות לקבוצת הלווים שהוא נמנה עימה ואם דרך היכרות עם הענף שהוא פועל בו, ו-(ב) מידת החפיפה בין תיק הנכסים של הבנק לתיק הנכסים של הבנק/ים המלווים האחר/ים.
- ניתוח הנתונים על חשיפות האשראי הגדולות ב-2005—2015 מעלה כי אומנם החפיפה בין תיקי האשראי של הבנקים בישראל ירדה, אך היא נותרה משמעותית.

1. מבוא

היות שהתמיכה ביציבות הפיננסית נמנית עם מטרותיו של בנק ישראל, האגף ליציבות פיננסית בבנק עוקב אחר קשרי הגומלין בין הגופים הפיננסיים הגדולים במשק, שכן יש להם פוטנציאל לשמש ערוצים להעברת סיכונים, להעצמתם ולהפיכתם למערכתיים. בתיבה זו אנו בוחנים את קשרי הגומלין העקיפים במערכת הבנקאות בישראל ב-2005—2015, על יסוד הדיווחים על חשיפות האשראי הגדולות שהבנקים נדרשים למסור מדי רבעון לפיקוח על הבנקים בבנק ישראל. שני סוגים של קשרי גומלין יכולים להפוך זעזוע פיננסי אידיאליסטי לזעזוע מערכתי – קשרים ישירים וקשרים עקיפים. הקשרים הישירים (חשיפה ישירה) נוצרים בין שני מוסדות פיננסיים (או יותר) דרך נכס שמוחזק בידי האחד ובה בעת מהווה התחייבות אצל האחר, כמו למשל הלוואה בין-בנקאית, והמחקר העוסק בהם מתמקד בהשלכותיהם על יציבות המוסדות (Allen and Babus, 2009; Gorton and Metrick, 2012; Giglio, 2013). זאת מכיוון שאם המוסד הפיננסי הלווה מתקשה להחזיר את ההלוואה, או לעמוד באיזושהי התחייבות אחרת כלפי המלווה, המוסד המלווה ניצב בפני פגיעה בכושר שלו עצמו לעמוד בהתחייבויותיו כלפי בנק או מוסד אחר במערכת, וכן הלאה. עוצמת הזעזוע והמהירות שבה יהפוך למערכתי תלויות בהיקף החשיפה ההדדית ובמינוף של המוסדות המעורבים באותה רשת של הלוואות בין-מוסדיות (Duffie, 2011; Kallestrup et al., 2011; Diebold and Yilmaz 2011). הנתונים הקיימים מעלים כי בישראל היקף החשיפה הישירה בקרב הבנקים נמצא במגמת ירידה (החבות נטו ירדה מ-26 מיליארד ש"ח בשנת 2011 ל-12 מיליארד בשנת 2016).

הקשרים העקיפים (חשיפה עקיפה) נוצרים כאשר כמה מוסדות פיננסיים מחזיקים במאזניהם אותם נכסים או קבוצות נכסים, כלומר כאשר הם חשופים לנכס משותף, וגם בהם גלום סיכון יציבות.

א. מהו הסיכון בתיקים חופפים?

הדינמיקה של התפתחות הסיכון מתוארת בהרחבה אצל Greenwood et al. (2015) ואצל Caccioli et al. (2014), ובמרכזה ניצב תהליך שבו בנק מתמודד עם זעזוע אידיאליסטי באמצעות מכירת נכסים שנועדה להקטין את רמת המינוף שלו (deleveraging)¹. במידה שהדבר נעשה בתנאי משבר, כשהנזילות מועטה בשל היצע קונים מוגבל, למכירת הנכסים עלולה להתלוות שחיקה בערכם. אם נכסים אלה מוחזקים גם בידי משקיעים אחרים, הם ייפגעו מהשחיקה

¹ ההסתברות שהבנק ינקוט אסטרטגיה כזו עולה ככל שקטנה היתרה בהון הנחוץ לו כדי לעמוד בדרישות הלימות ההון: אם יש לו כרית רווחים גדולה דיה, הוא יעדיף להתמודד עם הזעזוע בעזרתם ולא דרך מימוש נכסים.

ולכן ייתכן כי ייקלעו גם כן למעגל הקטנת המינוף. מכירות חיסול (fire sales) כאלה עלולות לגרום לספירלות מימושים ולמפולות במחירי הנכסים במערכת הפיננסית בכללותה (Shleifer and Vishny, 2011). התשובה לשאלה אם – ובאיזו מהירות – יתעצם הזעזוע עד לכדי פגיעה במערכת כולה תלויה בראש ובראשונה במידת החפיפה בין תיקי הנכסים, עוצמת הזעזוע הראשוני, היקף הנכסים הנמכרים במערכת כולה ומספר הגופים שמחזיקים בהם, הפגיעה במחיר הנכסים הנמכרים, והיקף החשיפה לנכסים שמחירם ירד. נוסף לכך המחקר מעלה כי רמת החפיפה במערכת מתואמת שלילית עם צמיחת התוצר (Blei et al. (2014).

ב. מדוע נוצרים תיקים חופפים?

כל בנק חותר לפזר את תיק הנכסים שלו בכדי לצמצם חשיפתו לסיכונים, אולם החלטות הפיזור האופטימליות ברמת הבנק עלולות להוביל לכך שברמת המערכת נוצר דמיון בתיקי הנכסים – תופעה שמגדילה את הסיכון במערכת כולה (Wagner, 2011). ההסתברות לכך עולה במידה ניכרת אם הבנקים משתמשים במתודולוגיה דומה להערכת הסיכונים או אם השוק מציע מעט אלטרנטיבות השקעה (Wagner, 2010; Ibragimov et al., 2011).

Acharya (2009) סבור כי הדמיון בין תיקי הנכסים של מוסדות יכול לנבוע גם מבחירה מודעת באסטרטגיה של התנהגות עדרית מתוך מטרה ליצור מצב של "רבים מכדי ליפול" (too many to fall). גם Haiss (2010) רואה בדמיון בין תיקי הנכסים ביטוי להתנהגות עדרית, והוא טוען כי המקור לתופעה זו טמון במערך תמריצים שמעודד את הבנקים לקבל החלטות השקעה שממקסמות את תועלתם מבלי להביא בחשבון את ההשפעות החיצוניות השליליות על כלל המערכת. Acharya and Yorulmazer (2008) טוענים שהתנהגות עדרית עשויה להיווצר בתגובה לאסימטריה במידע.

מבחינה מעשית חפיפה בין תיקי נכסים נוצרת באחת משתי דרכים: (א) כתוצאה משיתוף פעולה בין מוסדות במסגרת עסקאות סינדיקציה – עסקאות שיוצרות חפיפה בתיקי נכסים מעצם טבען, ו-(ב) בעת הלוואה ללווים שיש להם הלוואה קיימת בבנק/ים אחר/ים (סינדיקציה דה פקטו). להבדיל מעסקאות סינדיקציה דה יורה, במקרה השני אין בין המלווים תיאום, החלפת מידע ומעקב משותף אחר הסיכונים.

בנוגע להלוואות סינדיקציה כדאי להעיר כי Nirei et al. (2016) מראים שהן מהוות זרז להעברת זעזועים מבנק אחד למשנהו ולכלל המערכת. Cai et al. (2014) משתמשים במסד נתונים על הלוואות סינדיקציה בארה"ב בכדי ליצור מדד לקישוריות בין בנקים, והם מוצאים כי מדד זה מתואם חיובית הן עם מידת הסיכון המערכתי של בנק נתון והן עם מידת הסיכון במערכת כולה. Gong (2014) בוחן את התמחור של הלוואות סינדיקציה ומראה כי לעיתים הבנקים המלווים – בעיקר אם הם קטנים – מעריכים נכונה את הסיכון המערכתי של הלווים; הוא מסיק שהבנקים מפיקים תועלת מהאפשרות להידמות זה לזה: הם יוצרים מצב של "רבים מכדי ליפול" וכך מקטינים את הסיכון להיקלע לכשל.

היות שתופעת הסינדיקציה קיימת בישראל רק שנים ספורות², ניתן לייחס את החפיפה במערכת הבנקאות הישראלית לסינדיקציה דה פקטו.

2. תיקים חופפים במערכת הבנקאית בישראל

א. מקור הנתונים

הנתונים המשמשים אותנו בתיבה זו לקוחים מהדיווחים הרבעוניים על חשיפות האשראי הגדולות שהבנקים נדרשים למסור לפיקוח על הבנקים מאז 2005³. רצפת הדיווח גמישה ונקבעת בהתאם לגודל ההון של הבנק, אך על הדיווח לכלול

² בעיקרה היא נובעת מכך שהפיקוח על הבנקים העלה את הדרישות להלימות ההון (ראו את הדיון בקישוריות בדוח זה).

³ הוראה 810d, "דוח רבעוני על חשיפות אשראי גדולות", והוראה 810e, "דוח רבעוני על חשיפות אשראיות". ההוראות זמינות בקישורים הבאים:

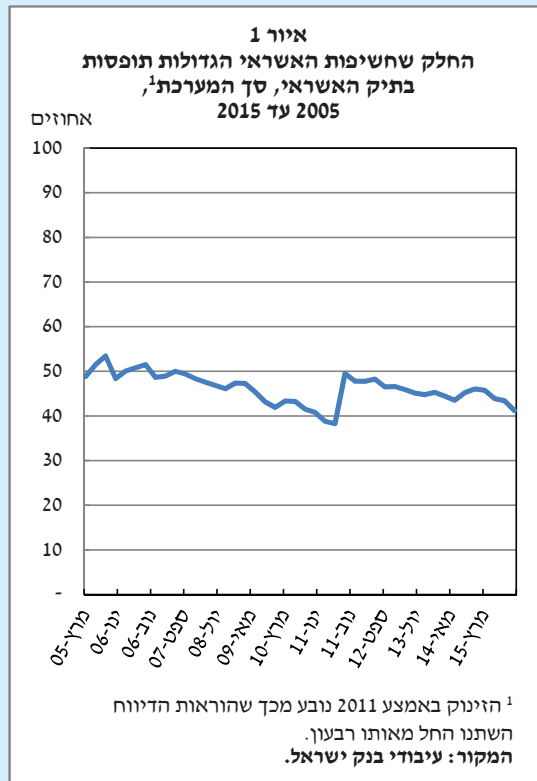
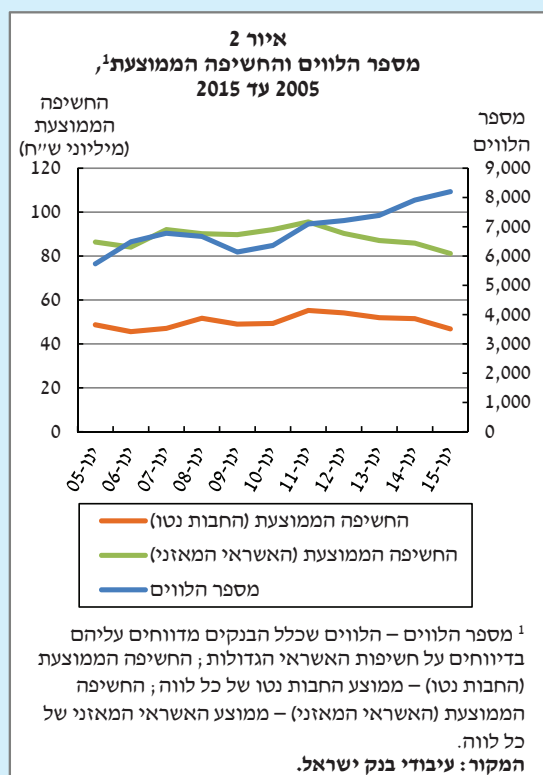
<http://www.boi.org.il/he/BankingSupervision/SupervisorsDirectives/Lists/BoiRegulationReportOrders810/d.pdf>
<http://www.boi.org.il/he/BankingSupervision/SupervisorsDirectives/Lists/BoiRegulationReportOrders810/e.pdf>

לפחות 25% מסך סיכון האשראי של הבנק. נוסף לכך הבנקים נדרשים לדווח על סך החשיפה לקבוצת לווים אם לפחות חברה אחת בקבוצה עוברת את רצפת הדיווח⁴:

ב. סטטיסטיקה תיאורית: חשיפות האשראי הגדולות בסך המערכת

מסד הנתונים מורכב מהדיווחים על חשיפות האשראי הגדולות ששבעת הבנקים בישראל מסרו מדי רבעון מ-2005 ועד 2015 (44 רבעונים), והוא כולל 304,843 הלוואות (כ-7,000 הלוואות ברבעון בממוצע) ל-19,273 לווים אינדיבידואליים, 536 מתוכם הם חברות ציבוריות.

תיק האשראי של הבנקים מהווה כשני שלישים מסך המאזן שלהם לאורך התקופה, וכמחציתו מופיעה בדיווחים על חשיפות האשראי הגדולות – ראו איור 1. האיור מעיד כי בשנים האחרונות צמצמו הבנקים, בהתאם להוראות הפיקוח על הבנקים, את חשיפתם ללוויים גדולים במיוחד⁵: בתחילת התקופה חשיפות האשראי הגדולות (במונחי האשראי המאזני)⁶ תופסות 48% מתיק האשראי של כלל הבנקים, ובסופה – 41%.⁷ אולם מספר הלוויים בדיווח נמצא בעלייה מתמדת, והחשיפה הממוצעת לא השתנתה הרבה במהלך התקופה: היא נעה סביב 50 מיליון ש"ח במונחי האשראי המאזני וסביב 90 מיליון ש"ח במונחי החבות נטו (איור 2).



⁴ פירוט מלא של המשתנים מופיע בהוראות הדיווח הנ"ל.

⁵ ראו למשל בנק ישראל (2016), מערכת הבנקאות בישראל, סקירה שנתית 2015. ראוי לציין כי הלוויים המשתייכים לקטגוריה "לוויים גדולים במיוחד" נכללים בדוח על חשיפות האשראי הגדולות, אולם דוח זה כולל גם לווים שאינם משתייכים כלל לקטגוריה "לוויים גדולים".

⁶ נכון יותר להשתמש בסיכון האשראי המאזני שכן לצד האשראי המאזני הוא כולל גם השקעות בניירות הערך של הלווה והתחייבויות בגין עסקאות בנגזרי OTC. אולם לא ניכינו סעיפים אלו משום שאין אפשרות להפריד בין הפרשות ומחיקות שנעשו בגינם לבין הפרשות ומחיקות בגין האשראי המאזני. לכן לא יכולנו לבודד את האשראי המאזני לאחר מחיקות והפרשות. מכל מקום, האשראי המאזני הוא חלק הארי בסיכון האשראי המאזני (96%).

⁷ יש לזכור שהשיעור בסוף התקופה נמוך מהשיעור בהתחלה אף על פי שרצפת הדיווח ירדה במחצית השנייה של 2011 והוסיפה לו לווים.

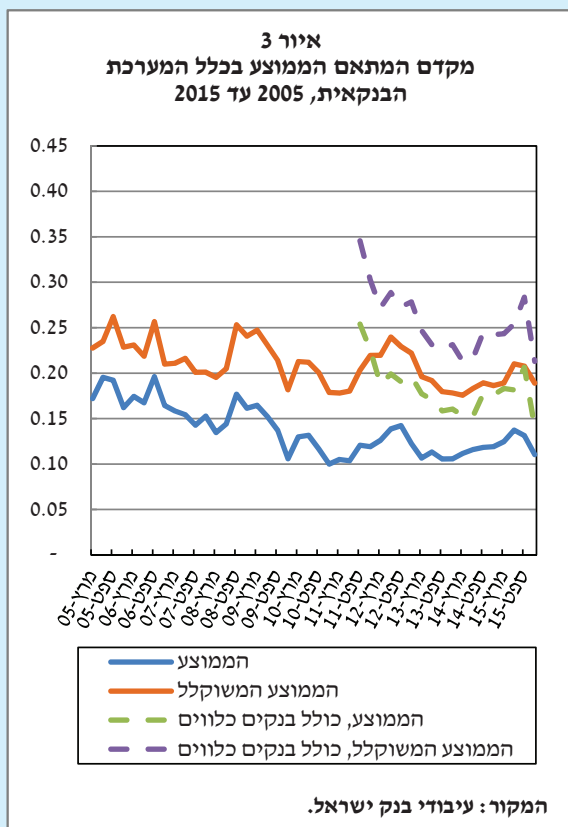
ג. סטטיסטיקה תיאורית: החפיפה בין חשיפות האשראי הגדולות

כפי שעולה מהדיון לעיל, בישראל תיקי החשיפות הגדולות לאשראי תופס נתח נכבד מתיק האשראי הכולל – הנכס העיקרי של הבנקים; לכן מידת החפיפה בין תיקי החשיפות הגדולות זורה אור על מידת החפיפה בין כלל נכסי הבנקים⁸. במילים אחרות, מסד הנתונים הקיים (החשיפות הגדולות) מאפשר לבדוק את מידת החפיפה בין החשיפות הגדולות, ובדיקה כזו שופכת אור גם על מידת החפיפה בין כלל תיקי האשראי של הבנקים בישראל. אולם חשוב לנתח את החפיפה בין החשיפות הגדולות גם מכיוון שמדובר בנכס בלתי נזיל שיש לו פוטנציאל גבוה ליצור השפעה מערכתית.

הנתונים הפרטניים מראים שבין הבנקים קיימת חפיפה כתוצאה מחשיפה ללווים משותפים. כדי לזהות את היקפה

אנו בודקים מהו מקדם המתאם בין תיקי האשראי של כל צמדי הבנקים במערכת. בפירוט, אנו בוחנים תיק שמאחד את כל הלווים בכל צמד בנקים, ומחשבים את שיעור החבות נטו של כל לווה בתיק האשראי של כל בנק⁹. אנו מחשבים את מקדם המתאם בין כל צמד אפשרי, ולכן כל בנק מקבל בכל רבעון שישה מקדמי מתאם; הממוצע המשוקלל שלהם מייצג את מידת החפיפה הכללית של כל בנק ביחס לשאר הבנקים במערכת. כדי לייצג את מידת החפיפה הכלל-מערכתית חישובנו את מקדם המתאם הרבעוני של שבעת מקדמי המתאם הפרטניים, וזאת הן לפי הממוצע הפשוט והן לפי הממוצע המשוקלל (איור 3)¹⁰.

מהאיור עולה כי בתחילת התקופה יש מתאם גדול יחסית, כלומר קישוריות רבה יחסית, בין תיקי האשראי של הבנקים: הממוצע המשוקלל עומד על 0.23 והממוצע הבלתי משוקלל – על 0.17. בסופה של התקופה הקישוריות במערכת עומדת על 0.19 ו-0.11, בהתאמה (ללא החשיפה הביטורלית בקרב הבנקים). הממוצע הפשוט ירד יותר מהמשוקלל עקב שינויים במתאם הפרטני (רמת הקישוריות) של כל בנק, מכיוון שהמתאם של הבנקים הגדולים ירד במתינות יחסית למתאם של הבנקים הקטנים. הוספת החשיפה הביטורלית בקרב הבנקים מעלה את המתאם, והדבר מעיד שלבנקים הרכב חשיפה דומה.



⁸ החפיפה בין תיקי ניירות הערך שמחזיקים הגופים המוסדיים בישראל נידונה בפרק ד' בתוך בנק ישראל (2013), *דין וחשבון לשנת 2012*.

⁹ לווה שנמצא בבנק אחד, אך לא בשני, מקבל את הערך 0 בבנק שהוא אינו נמצא בו.

¹⁰ באמצע 2011 נוספה חובה לדווח גם על היקף החשיפה בין הבנקים לבין עצמם, ולכן נוצר שבר בסדרה. על כן אנו מציגים את הסדרה שכוללת את הבנקים כלולים לצד סדרה שאינה כוללת אותם (סדרה ללא שבר).

3. הגורמים להיווצרות תיקים חופפים: ניתוח אמפירי¹¹

ההסתכלות על חשיפות האשראי הגדולות בבנקים, תוך התמקדות בתיקים החופפים, מובילה לממצאים אחדים לגבי השאלה מדוע נוצרות דווקא חשיפות מסוימות ולא אחרות. לפני שנציג אותם נציין כי בין הבנקים השונים קיימת שונות גבוהה ברמת החפיפה. עוד נציין כי החפיפה הנוצרת מכך שאדם לווה מכמה בנקים נעוצה בין היתר במגבלות הרגולטוריות על הבנק הבודד: אלה מאלצות לווים בעלי צורכי אשראי גדולים ללוות מבנק/ים נוסף/ים¹², שכן הבנק המקורי אינו יכול להגדיל להם את האשראי.

בהנחה שלווה מבקש אשראי מבנקים נוספים, מהם מאפייני הבנק הנוסף שעומו הוא לבסוף יוצר קשר? מצאנו כי ההסתברות להיות הבנק הנוסף עולה כאשר הבנק מתמחה במתן אשראי לענף שהלווה פועל בו וכאשר יש לבנק יחסי אשראי הדוקים עם קבוצות הלווים הגדולות הפועלות במשק (קבוצות עסקיות). כן מעלות את ההסתברות אינטראקציות בין הגודל הכלכלי של הלווה ושל הבנק המלווה, הוצאות הפיקוח של הבנק המלווה ביחס לגודלו של הלווה, ומידת החפיפה בין הבנק לבין הבנק שבו יש ללווה הלוואות קיימות. לכן אנו מסיקים שלצד האלמנטים הסטנדרטיים המשפיעים על הבחירה בלווים חדשים, גם חיבת המלווים למתאם (love for correlation) משפיעה עליה באופן מובהק, ולכן היא משפיעה על רמת החפיפה במערכת ועל רמת הסיכונים הטמונים בה.

4. סיכום ומסקנות

בתיבה זו בחנו את החפיפה בין תיקי האשראי של הבנקים שכן היא יוצרת ערוץ קישוריות שדרכו זעזוע אידיאליסטי לבנק ספציפי עלול לעבור לבנקים נוספים ולהפוך למערכת. התבססנו על חשיפות האשראי הגדולות ומצאנו כי רמת החפיפה במערכת הבנקאית אומנם ירדה בתקופה הנסקרת (2005–2015), אך היא נותרה משמעותית. החפיפה בין תיקי האשראי נוצרה כתוצאה מריבוי מלווים ללווה בודד. ההסתברות שבנק יספק אשראי ללווה שקיבל אשראי מבנק/ים אחר/ים עולה עם (א) מידת האינטראקציה של הבנק עם עסקי הלווה, אם דרך הלוואות קיימות לקבוצת הלווים שהוא נמנה עימה ואם דרך היכרות עם הענף שהוא פועל בו, ו-(ב) מידת החפיפה בין תיק הנכסים של הבנק לתיק הנכסים של הבנק/ים האחר/ים. הבנת ערוץ הקישוריות שנוצר כתוצאה מתיקי אשראי חופפים ומדידתו מאפשרות לבנק ישראל לשפר את מבחני הלחץ הקיימים ולבחון גם את ההשפעות ההדדיות הנובעות מקיומו.

¹¹ מבוסס על קוסנקו ק' ונ' מיכלסון (פורסם), "רק שניים לטנגו? ריבוי מלווים ותיקי אשראי חופפים", בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון.

¹² מצב זה עדיף על מצב שבו אין מגבלה על לווה בודד, שכן הסיכון של תיקים חופפים משני בחשיבותו לסיכון של לווה בודד.

ביבליוגרפיה

- Acharya, V. V. (2009). A theory of systemic risk and design of prudential bank regulation. *Journal of Financial Stability*, 5(3), 224-255.
- Acharya, V. V., & Yorulmazer, T. (2008). Information contagion and bank herding. *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(1), 215-231.
- Allen, F., Babus, A., & Carletti, E. (2012). Asset commonality, debt maturity and systemic risk. *Journal of Financial Economics*, 104(3), 519-534.
- Blei, S. K., & Ergashev, B. (2014). Asset commonality and systemic risk among large banks in the United States. *Available at SSRN 2503046*.
- Caccioli, F., Shrestha, M., Moore, C., & Farmer, J. D. (2014). Stability analysis of financial contagion due to overlapping portfolios. *Journal of Banking & Finance*, 46, 233-245-Cai, J., Saunders, A., & Steffen, S. (2014). Syndication, interconnectedness, and systemic risk. *NYU Working Paper no. 2451/31373*
- Diebold, F. X., & Yilmaz, K. (2014). On the network topology of variance decompositions: Measuring the connectedness of financial firms. *Journal of Econometrics*, 182(1), 119-134.
- Duffie, D. (2013). Systemic risk exposures: A 10-by-10-by-10 approach. *Risk topography: Systemic risk and macro modeling* (pp. 47-56) University of Chicago Press
- Giglio, S. (2011). Credit default swap spreads and systemic financial risk. *Proceedings, Federal Reserve Bank of Chicago*, , 104-141.
- Gong, D. (2014). Love for correlation, bank systemic risk-taking and loan pricing in syndicated loans. *(Bank Systemic Risk-Taking and Loan Pricing in Syndicated Loans (August 17, 2014*
- Gorton, G., & Metrick, A. (2012). Securitized banking and the run on repo. *Journal of Financial Economics*, 104(3), 425-451
- Greenwood, R., Landier, A., & Thesmar, D. (2015). Vulnerable banks. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 471-485.
- Haiss, P. (2010). Bank herding and incentive systems as catalysts for the financial crisis. *IUP Journal of Behavioral Finance*, 7(1/2), 30.
- Ibragimov, R., Jaffee, D., & Walden, J. (2011). Diversification disasters. *Journal of Financial Economics*, 99(2), 333-348.
- Kallestrup, R., Lando, D., & Murgoci, A. (2016). Financial sector linkages and the dynamics of bank and sovereign credit spreads. *Journal of Empirical Finance*, 38, 374-393
- Nirei, M., Sushko, V., & Caballero, J. (2016). Bank capital shock propagation via syndicated interconnectedness. *Computational Economics*, 47(1), 67-96.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (2011). Fire sales in finance and macroeconomics. *The Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 29-48.
- Wagner, W. (2011). Systemic liquidation risk and the Diversity–Diversification Trade-Off. *The Journal of Finance*, 66(4), 1141-1175.

תיבה 3

השקעות בדיור ובשוק ההון: השוואה מפרספקטיבה היסטורית

אור ידוב

- בעשור האחרון הניבו השקעות בדיור תשואות גבוהות מאשר השקעות בשוק ההון.
- אולם כאשר מתבוננים על ביצועי ההשקעות באפיקים השונים מפרספקטיבה ארוכת טווח, מוצאים כי בשלושת העשורים האחרונים (1988–2017) הניבו השקעות במניות תשואות ממוצעות גבוהות יותר מהשקעות מקבילות בדיור ובאג"ח ממשלתיות¹. תוצאה זו נותרת בעינה גם לאחר שמביאים בחשבון את העלויות הכרוכות בהשקעות באפיקים השונים.
- חשוב להדגיש כי השקעה בדירה נבדלת מהשקעות בשוק ההון במאפיינים רבים, ביניהם מידת הנזילות, יכולת הפיזור, רמת המינוף, עלויות העסקה וההחזקה, תנאי המיסוי, המתאם עם תשואותיהם של נכסים אחרים ועוד. גם למאפיינים אלה השפעה על החלטות ההשקעה.

רקע

מאז 2008 עלו המחירים בשוק הדיור במהירות בליווי התרחבות מהירה בהיקף המשכנתאות. כדי להקטין את הלחץ לעליית המחירים נקטו קובעי המדיניות בשנים האחרונות צעדים כלפי המשקיעים בשוק הדיור, ביניהם הכבדה בתנאי המיסוי המוטל עליהם, מתוך מטרה להפחית מאטרקטיביות ההשקעה². אלה הובילו לכך שמשקל המשקיעים בסך עסקאות הרכישה ירד מלמעלה מרבע ב-2014–2015 ל-17% ב-2017³. עליית המחירים, הריבית הנמוכה על המשכנתאות והתשואות הנמוכות באפיקי השקעה אחרים העלו על סדר היום את השאלה אם השקעה בדירה עדיפה על השקעה בשוק ההון.

מחקרם של Mehra, Prescott (1985)⁴ משמש אבן דרך בספרות על ההבדלים בין אפיקי השקעה שונים. חוקרים אלה אמדו את פרמיית הסיכון על השקעה במניות ביחס להשקעה בחוב קצר טווח בסיכון נמוך, ובחנו אם ניתן להסבירה באמצעות מודל Arrow-Debreu לשיווי משקל כללי. הם מצאו כי בין 1889 ל-1978 עמדה הפרמיה הממוצעת על השקעה במדד S&P 500 על 6.2%, תוצאה שאינה מתיישבת עם המודל שכן היא גבוהה בהרבה מהצפוי במסגרתו. במחקר המשך התמקדו Dimson, Marsh, Staunton (2016)⁵ ב-17 מדינות בשנים 1900–2005 ומצאו פרמיה ממוצעת נמוכה יותר אך עדיין "גבוהה מדי" – 4.7% ביחס לתשואה מאג"ח ממשלתיות לטווח קצר.

Knoll, Schularick, Steger (2016)⁶ בחנו כיצד התפתחו מחירי הדירות ב-14 מדינות מפותחות ב-1870–2012. הם מצאו כי מאמצע המאה ה-19 ועד אמצע המאה ה-20 נותרו המחירים קבועים במונחים ריאליים, אך בעשורים הבאים הם עלו בחדות. עלייה זו נבעה מעלייה במחירי הקרקעות למגורים, ונמצא כי זהו הגורם העיקרי שקובע את מחירי הדירות בטווח הארוך.

¹ ראו איור 7.

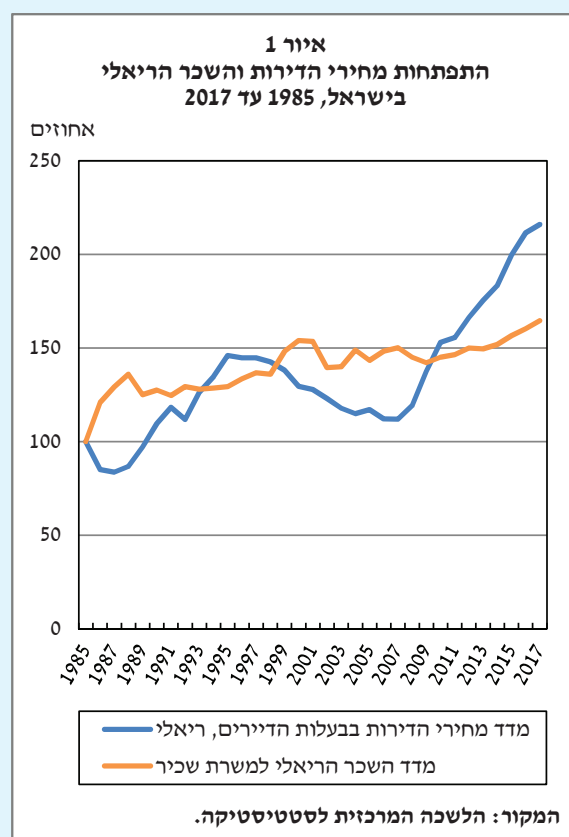
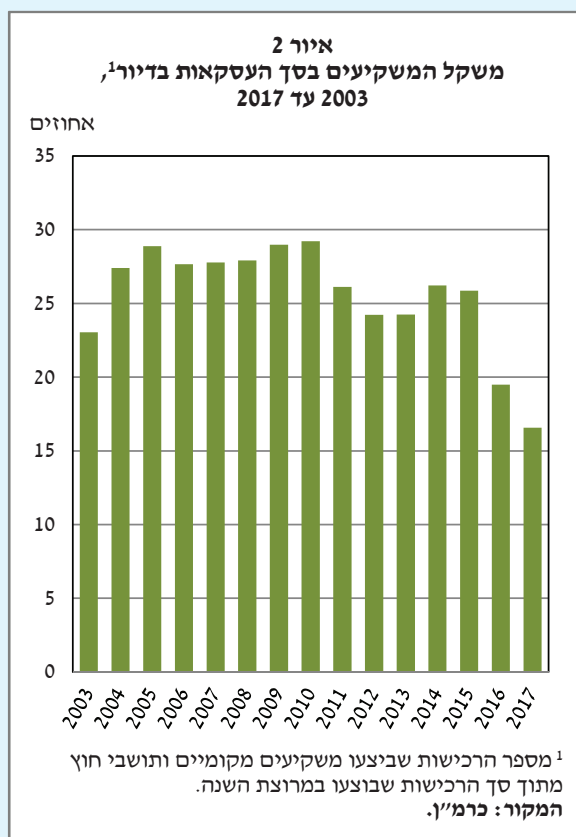
² בשנת 2014 בוטל הפטור ממס שבח שמשקיעים קיבלו אם הם מכרו דירה לאחר 4 שנים ומעלה מהמכירה הקודמת. בשנת 2015 הועלה למשקיעים מס הרכישה, וב-2016 קוצרה משנתיים לשנה וחצי התקופה שבה משפרי דיור זכאים להחזיק שתי דירות ולקבל הקלה במס רכישה.

³ כולל דירות שרכשו תושבי חוץ. ראו איור 2.

⁴ Mehra, R. and E. C. Prescott (1985). The equity premium: A puzzle. *Journal of Monetary Economics* 15(2), 145-161.

⁵ Dimson, E., P. Marsh, and M. Staunton (2006). The worldwide equity premium: A smaller puzzle. In R. Mehra (Ed.), *Handbook of the Equity Risk Premium* (pp. 467-514).

⁶ Knoll, K., M. Schularick, and T. M. Steger (2016). No price like home: Global house prices, 1870-2012. *The American Economic Review* 107(2), 331-353.



במחקר העדכני ביותר שנערך בתחום Jorda et al. (2017)⁷ משווים בין התשואות ההיסטוריות מהשקעות במניות, באג"ח ממשלתיות ובדיוור, והשוואתם מקיפה 16 מדינות מפותחות במשך 146 שנה (1870–2015). הם מוצאים כי השקעות בדיוור ובמניות הניבו בתקופה זו תשואות ריאליות ממוצעות דומות – 7% ו-6.9%, בהתאמה – ואילו השקעה באג"ח ממשלתיות הניבה תשואה ממוצעת נמוכה בהרבה – 2.5%. עוד הם מוצאים כי בתקופות מאוחרות יותר הניבו המניות תשואות ממוצעות גבוהות משמעותית מהדיוור: 8.3% לעומת 7.4% מאז 1950, ו-10.7% לעומת 6.4% מ-1980 ואילך. אפיק המניות הציג תנודתיות גבוהה בהרבה מהאפיקים האחרים בכל התקופות. אנו נתרכז בישראל: נבחן את ההבדלים בין השקעה בדיוור להשקעות בשוק ההון, ונתייחס הן להיבטי התשואה והסיכון והן להיבטים אחרים במאפייני ההשקעות. נתמקד ב-1988–2017 ונשווה השקעות בדיוור להשקעות במדד ת"א 125⁸, במדד S&P 500 השקלי⁹ ובמדד הכללי לאג"ח ממשלתיות.

1. השיקולים הנוגעים להחלטות ההשקעה

בסעיף זה נדון במאפיינים השונים של השקעות בדיוור ובשוק ההון, ונציג בקצרה את היתרונות והחסרונות העיקריים הגלומים בכל אחד מהאפיקים. יתרונות וחסרונות אלה משפיעים מהותית על החלטות ההשקעה, וזאת לצד התשואה והסיכון – היבטים שנסקור בסעיף הבא.

⁷ Jorda et al. (2017). The rate of return on everything, 1870-2015. NBER Working Paper 24112, National Bureau of Economic Research.

⁸ עד פברואר 2017 – מדד ת"א 100.

⁹ מכפלה של המדד לתשואה הכוללת בשער החליפין ש"ח/דולר. כך נכללת השפעת השינוי בשער החליפין על שווי ההשקעה.

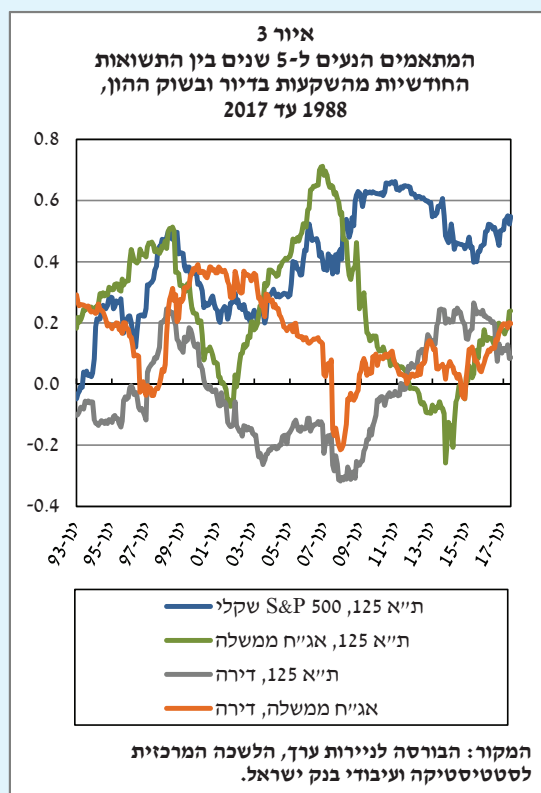
יתרונות ההשקעה בדירה על פני השקעה בשוק ההון

הכנסה שוטפת: השקעה בדירה מניבה הכנסה שוטפת קבועה ויציבה יחסית, וזו נובעת משכר הדירה שמשלם השוכר מדי חודש לאורך תקופת ההשכרה (במידה שהדירה מושכרת והשוכר עומד בהתחייבויותיו). השקעה במניות מניבה הכנסה שוטפת (תשלומי דיווידנד) יציבה פחות: מקורה בתזרימים מפעילות הגוף המנפיק, והתשלום תלוי ברווחיות החברה ובנכונותה לחלק דיווידנד למשקיעים. אומנם משקיע בשוק ההון יכול להפיק הכנסה שוטפת באמצעות מימוש נכסים במנות קבועות, אולם הדבר כרוך בעלויות עסקה ולרוב דורש גם מעורבות פעילה מצד המשקיע, להבדיל מהכנסות משכר דירה.

מתאם עם נכסים אחרים: בין מחירי הדירות למחיריהם של נכסים פיננסיים יש בדרך כלל מתאם חלש (ולעיתים אף שלילי). אם אפוא משלבים בתיק ההשקעות דיור ונכסים פיננסיים וכך מבזרים אותו, הדבר עשוי להפחית את הסיכון הכולל של התיק ולשמור על רמת תשואה יציבה יותר גם בתקופות שבהן שוק ההון מציג ביצועים חלשים או תנודתיים. Jorda et al. (2017) מצאו כי בין 1870 ל-2015 המתאמים הנעים ל-10 שנים בין התשואות מדיור לתשואות ממניות מצויים בטווח שבין 0.1 ל-0.6. אנו מצאנו את המתאמים הכוללים הבאים בין התשואות החודשיות באפיקים השונים:

המתאמים בין התשואות החודשיות מהשקעות בדיור ובשוק ההון, 1988 עד 2017

דירה	אג"ח ממשלה כללי	S&P 500 שקלי	ת"א 125	
ת"א 125			1	
S&P 500 שקלי		1	0.31	
אג"ח ממשלה כללי	1	0.12	0.22	
דירה	0.18	0.03	-0.05	1



גם כאשר בחנו את המתאמים הנעים ל-5 שנים בין התשואות החודשיות מדיור לתשואות משוק ההון, מצאנו שבדרך כלל אכן קיים מתאם נמוך בין השקעה בדיור להשקעות בנכסים פיננסיים (איור 3).

מינוף: כאשר המשקיע הטיפוסי נוטל משכנתה לרכישת דירה, הוא למעשה ממנף במידה משמעותית את הונו העצמי וכך יכול להשיג תשואה משופרת על ההשקעה. אותו משקיע יתקשה ללוות בהיקף ובתנאים דומים כדי לרכוש ניירות ערך, שכן אלה משמשים למלווה בטוחה יציבה פחות; מסיבה זו הריבית על אשראי למימון השקעה בשוק ההון גבוהה מהריבית על משכנתאות. המינוף נעשה אטרקטיבי אף יותר בתקופות שבהן הריבית נמוכה ומוזילה את מימון ההשקעה. אולם חשוב לזכור כי מינוף טומן בחובו עלייה ברמת הסיכון של ההשקעה, ולכן אין זה ברור כי האפשרות למנף מהווה יתרון: הדבר תלוי בהעדפות הסיכון של המשקיע.

היבטים פסיכולוגיים: חלק מהמשקיעים עשויים להפיק תועלת פסיכולוגית מההשקעה בדירה, למשל דרך תחושות ודאות וביטחון מבעלות על נכס פיזי או משום שהיכרותם עם מאפייני הנכס טובה מהיכרותם עם מאפייניהם של נכסים שנסחרים בשוק ההון.

יתרונות ההשקעה בשוק ההון על פני השקעה בדירה

עלויות עסקה: קנייה ומכירה של דירה כרוכות לרוב בהוצאות עסקה כבדות. אלה כוללות בעיקר שכר טרחה לעורך דין (כ-1% משווי העסקה), עלויות חיפוש (בקנייה – חיפוש דירה, במכירה – חיפוש קונים), ובמקרים רבים גם דמי תיווך (1%–2% משווי העסקה). נוסף לכך יש לשלם במעמד הקנייה מס רכישה, ובהמשך נרחיב את הדיון בכך. לעומת זאת, הוצאות העסקה בקנייה ובמכירה של ניירות ערך כוללות עמלות קנייה ומכירה. אלה משולמות בשיעורים שונים לכל עסקה, ובדרך כלל הן נמוכות משמעותית מהוצאות העסקה בדירה.

מאחר שעסקה בדירה כרוכה בהוצאות גבוהות ובמס רכישה, לרוב אין זה משתלם להשקיע בדירה השקעה קצרת טווח; השפעתן של ההוצאות החד-פעמיות על התשואה נטו פוחתת ככל שעולה משך ההשקעה וההוצאות נפרסות על פני שנים רבות יותר. השקעות בשוק ההון כרוכות בעלויות עסקה נמוכות בהרבה, ולכן עשויות להיות כדאיות גם בטווח קצר.

עלויות החזקה: השקעה בדירה מלווה בעלויות החזקה ניכרות, לרבות הוצאות פחת ותחזוקה, שיפוץ, ביטוח, ועלויות שנובעות מהצורך למצוא שוכרים לאורך תקופת ההשקעה. בהשקעות בשוק ההון עלויות ההחזקה פחותות משמעותית, והן כוללות בעיקר דמי ניהול ועמלות טיפול שונות בשיעורים משתנים.

סיכון אי-השכרה: משקיע בדירה עלול להתקשות במציאת שוכרים ולהיפגע מאובדן תשואה בתקופות שבהן הדירה ריקה מדיירים; יתר על כן, בתקופות אלה יהיה עליו לשאת בעצמו בעלויות המושטות לרוב על השוכר (למשל ארנונה ותשלומים לוועד הבית). הקושי למצוא שוכרים משתנה לפי מאפייני הדירות והאזורים השונים, ובדרך כלל הוא גובר עם המרחק מאזורי הביקוש. משקיע בשוק ההון אינו חשוף לסיכון מסוג זה.

נזילות: בשעה שהקנייה והמכירה של ניירות ערך מהירות ופשוטות יחסית, בשוק הדירה התהליך מסורבל וכורך בעלויות ובמשאבי זמן משמעותיים. זאת ועוד, את ההשקעה בניירות ערך ניתן לממש לשיעורין לפי צרכי המשקיע, בשעה שאת ההשקעה בדירה אפשר לרוב לממש רק בשלמותה. מכאן שהשקעה בשוק ההון מציעה רמות גבוהות יותר של סחירות ונזילות, ומבחינה זו היא עדיפה (למעשה, נצפה למצוא פרמיית אי-נזילות על השקעה בדירה).

הון מינימלי: מחיר הדירה האופיינית גבוה בהרבה ממחיריהם של מרבית הנכסים הפיננסיים. לכן השקעה בשוק הדירה מצריכה הון התחלתי גדול בהרבה מהשקעה בשוק ההון.

פיזור: משקיע בשוק ההון יכול לפזר בקלות את השקעתו: הוא יכול להשקיע במספר גדול של נכסים ומכשירים פיננסיים משווקים ומענפים שונים, וכך לצמצם את רמת הסיכון שהוא חשוף לה מבלי לפגוע בתשואה הצפויה מההשקעה. לעומתו המשקיע האופייני בדירה צריך להשקיע סכום גדול בנכס בודד, ולכן הוא בדרך כלל יכול לרכוש דירה אחת או לכל היותר מספר דירות קטן. לפיכך יש לו יכולת מוגבלת בהרבה לפזר את ההשקעה, והוא חשוף במידה רבה למתרחש בשוק הדירה. יתר על כן, ביצועי ההשקעה תלויים בלעדית בהתנהגות הדירה המסוימת שבבעלותו, וזו עשויה להיות שונה מהממוצע בשוק הדירה ואף לסבול מתנודתיות גבוהה יותר (אם להשתמש בהקבלה לשוק ההון, הדבר דומה להשקעה במניה בודדת לעומת השקעה מפוזרת בהרכב מגוון של נכסים). מבחינה זו ההשקעה בדירה מסוכנת יותר. סיכון זה אינו משתקף בנתונים שיוצגו בהמשך: אלה נגזרים ממדדים למחירי הדירות ולשכר הדירה ולפיכך מייצגים פיזור על פני כלל הדירות בשוק, אף כי בפועל הפיזור אינו אפשרי בהשקעה ישירה בדירה.

היבטי מיסוי

מיסים על הכנסה שוטפת: תנאי המיסוי על ההכנסה השוטפת מהשקעה בדירה – תקבולי שכר הדירה – מקלים יותר מתנאי המיסוי על ההכנסה השוטפת מניירות ערך (דיוידנד במניות ותשלומי ריבית באג"ח). בשעה שעל ההכנסה משכר

דירה יש פטור נרחב ממס¹⁰, ההכנסה השוטפת בשוק ההון חייבת במס אחיד ששיעורו 25% מהרווח הריאלי החל מהשקל הראשון (פרט לאג"ח שקליות, החייבות במס ששיעורו 15% מהרווח הנומינלי). מבחינה זו להשקעה בדירה יתרון על פני השקעה בניירות ערך.

מיסים על רווחי הון: במעמד מכירת דירה משלמים המוכרים מס שבח בשיעור 25% מהרווח הריאלי (ההפרש בין מחיר המכירה למחיר הקנייה בקיזוז הוצאות רכישה והשבחה). בעת מימוש השקעה בשוק ההון משלמים המשקיעים מס על רווחי הון בשיעור 25% מהרווח הריאלי (15% מהרווח הנומינלי במקרה של אג"ח שקליות). מבחינה זו אפוא אין הבדל בין דירות לשוק ההון. אולם מחזיקי דירה יחידה פטורים ממס שבח, והדבר מעניק יתרון מיסוי נוסף להשקעה בדירה כשהמשקיעים אינם מחזיקים בבעלותם דירה נוספת (להשקעה או למגורים).

מס רכישה: רוכשי דירות להשקעה חייבים במס רכישה בשיעור 8% ממחיר הקנייה עד לתקרת מחיר שגובהה 4.97 מיליוני ש"ח, ובשיעור שולי שגובהו 10% מעבר לה¹¹. לעומתם רוכשי דירה יחידה פטורים מתשלום המס עד לתקרת מחיר שגובהה 1.62 מיליון ש"ח, ומעבר לה הם חייבים במס שולי במדרגות עולות¹². משקיעים בשוק ההון אינם נדרשים לשלם מס כלשהו במעמד הרכישה – המיסוי חל על רווחים בלבד. מבחינה זו יש יתרון להשקעה בשוק ההון (למעט כשמדובר ברוכשי דירה יחידה שמחירה מצוי מתחת לסף המס). יתרון זה משמעותי יותר ככל שמשך ההשקעה יורד; לשם המחשה, בהשקעה לשנתיים מס הרכישה מכלה את כל התשואה משכר דירה (בהנחה שגובהה 3%—4% לשנה; ראו לוח בנספח).

קיזוז הפסדים: יתרון מיסוי נוסף לשוק ההון נעוץ ביכולת לקזז הפסדים מהשקעות מסוימות כנגד רווחים מהשקעות אחרות באותה שנה או בשנים עוקבות, וכך להקטין את חבות המס בגין הרווח הכולל. לעומת זאת, הפסד מהשקעה בדירה אי-אפשר לקזז כנגד רווחים מהשקעות בדירות או בנכסים אחרים (אלא אם ההכנסות מדירה מסווגות כעסקיות, שכן אלה מאפשרות לקזז הפסדים כנגד רווחים ממקורות אחרים).

2. השוואת התשואות מהשקעות בדירור ובשוק ההון

בסעיף זה נשווה בין ביצועיהן של השקעות בדירור ובשוק ההון בשנים 1988—2017. נציג את התפתחות שוויין של ההשקעות בחתכי זמן שונים, את התשואות שהן הניבו, ואת רמות התנודתיות שנלוו להן¹³. נוסף לכך נעריך את העלויות הכרוכות בהשקעות באפיקים השונים כדי לנכותן ולאמוד את התשואות נטו.

את התשואה מהשקעה בדירה חישבנו מתוך מדד מחירי הדירות, המחיר הממוצע לדירה ושכר הדירה הממוצע. אלה מייצגים את הדירה הממוצעת בלבד, ולפיכך לא נוכל להסיק מהם מסקנות לגבי דפוסי ההתנהגות של דירות בעלות מאפיינים ספציפיים שנוגעים למשל למיקום הגאוגרפי, לגיל או למספר החדרים; בהחלט ייתכן כי דירות מסוג מסוים יציגו ביצועים טובים הרבה יותר או הרבה פחות מהדירה הממוצעת. דוגמה להבדלים בין דירות בעלות מאפיינים שונים מצויה באופן שבו התפתחו מחירי הדירות באזורים השונים מתחילת 2007: מחירי הדירות בגוש דן עלו מאז ועד היום

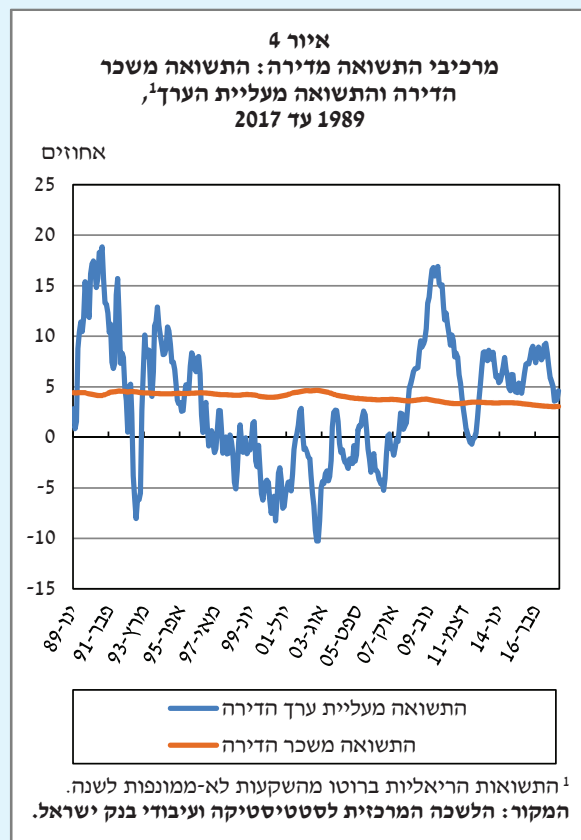
¹⁰ שכר דירה שמגיע עד 5,010 ש"ח בחודש פטור לחלוטין ממס הכנסה; שכר דירה שמגיע עד 10,020 פטור חלקית, הסכום החייב במס ממוסה בשיעור המס השולי החל על כלל הכנסותיו של המשכיר (אך בכל מקרה הוא אינו נמוך מ-31%), והוא מחושב בניכוי הוצאות עסקה והחזקה. לחלופין ניתן לבחור בין שני מסלולים לתשלום מס על כל ההכנסה משכר דירה: מס מופחת בגובה 10% ללא ניכוי הוצאות, או מס בהתאם לשיעור המס השולי על כלל הכנסותיו של המשכיר בניכוי הוצאות עסקה, החזקה ופחת.

¹¹ מס הרכישה למשקיעים הועלה ביולי 2015. לפני כן עמד שיעורו על 5%—7% עד לתקרה שגובהה 4.64 מיליוני ש"ח ועל 8% לסכומים גבוהים מהתקרה.

¹² 3.5% עד לתקרה שגובהה 1.93 מיליון ש"ח, 5% עד לתקרה שגובהה 4.97 מיליוני ש"ח, 8% עד לתקרה שגובהה 16.56 מיליוני ש"ח, ו-10% לאחר מכן.

¹³ כדי ליצור בסיס אחיד להשוואה בין האפיקים חישבנו את התשואות בהנחה שהון עצמי משמש מקור יחיד להשקעות, וזאת אף על פי שמשקיעים בדירה נעזרים לרוב במשכנתה. השקעות ממונפות (ובכללן רכישת דירה במשכנתה) עשויות להניב תשואות גבוהות מאלה המוצגות להלן, אך הן כרוכות בסיכון גדול יותר.

פי 2.8, בשעה שבאזורים אחרים הם עלו בשיעורים מתונים יותר (פי 2.2 בדרום הארץ, פי 2.4 בצפון, ופי 2.5 במרכז ללא גוש דן)¹⁴.



ניתן לחלק את התשואה מהשקעה בדירה לשני מרכיבים קשורים: התשואה השוטפת משכר הדירה והתשואה מהעלייה שחלה בערך הנכס בין הקנייה למכירה (רווח הון). בשעה שתקבולי שכר הדירה נפרסים לאורך תקופת ההשקעה וזמינים למשקיע לשימוש שוטף, הרווח (או ההפסד) ההוני מתקבל עם מכירת הדירה ואינו מובטח עד למועד מימוש ההשקעה.

כדי לחשב את התשואה מעלייה בערך הדירה נטלנו את שיעור השינוי שחל בתקופת ההשקעה במדד מחירי הדירות בבעלות הדיירים, וניכינו ממנו את השינוי במדד המחירים לצרכן באותה תקופה. כדי לחשב את התשואה משכר הדירה נטלנו את סך התקבולים השנתיים משכר הדירה (על פי שכר הדירה הממוצע שמחשבת הלמ"ס)¹⁵, וחילקנו אותו בערך הדירה השוטף (לפי מחיר הדירה הממוצע שמחשבת הלמ"ס). לכל אורך התקופה הנסקרת נעה התשואה הריאלית משכר הדירה בטווח יציב יחסית – בין 3% ל-4.6%. לעומתה התשואה מעלייה בערך הדירות הציגה תנודתיות גבוהה הרבה יותר (איור 4).

כעת נשווה בין ביצועי השקעות באפיקים השונים בכמה תקופות. כדי לחשב את התשואות בשוק ההון השתמשנו במדדי מניות ואג"ח המחושבים בהנחה שההכנסה השוטפת (תקבולי הריבית או הדיוידנד) מושקעת מחדש במדד.

במטרה ליצור השוואה תקפה בין האפיקים נניח כי גם תקבולי שכר הדירה מושקעים מחדש במלואם, במקרה זה בתשואת הדירה בתקופות הבאות. בהנחה ששכר הדירה מתקבל אחת לחודש ומושקע מחדש בסוף אותו חודש, המדד לשווייה הכולל של השקעה בדירה יחושב באופן הבא: $V_t = V_{t-1} * (\frac{P_t}{P_{t-1}} + R_t)$, כאשר V_t מייצג את שווי ההשקעה הכולל בחודש t , P_t מייצג את מחיר הדירה בחודש t , ו- R_t מייצג את התשואה החודשית משכר דירה בחודש t . בהקשר זה יש להעיר כי השקעה מחדש של ההכנסה השוטפת מדירה מעשית פחות מהשקעה מחדש בשוק ההון, ומשמעותה רכישת "חלקי דירה" בתקבולי שכר הדירה או השקעתם בשיפוץ הנכסים הקיימים¹⁷.

ראשית נתבונן בהשקעות שהחלו בינואר 1988, ונבחן את התשואות הריאליות המצטברות ברוטו בארבעת האפיקים שהתמקדנו בהם (איור 5). בהסתכלות זו ההשקעה במדד ת"א 125 השיגה את התשואה הגבוהה ביותר, ההשקעות בדירה ובמדד S&P 500 השיאו תשואות דומות, והאג"ח הממשלתיות הניבו את התשואה הנמוכה ביותר. אולם מתוצאה זו

¹⁴ לפי המחירים הנומינליים החציוניים לדירות בנות 1.5–5 חדרים, מתוך כרמ"ן.

¹⁵ הנתונים אינם זמינים לפני 1998. כדי לקבל אומדן לשכר הדירה הממוצע ב-1988–1997 שרשרנו את נתוני 1998 לפי מדד מחירי הדיר (שמשקף את עלות שירותי הדיר בהתבסס על חווי שכירות).

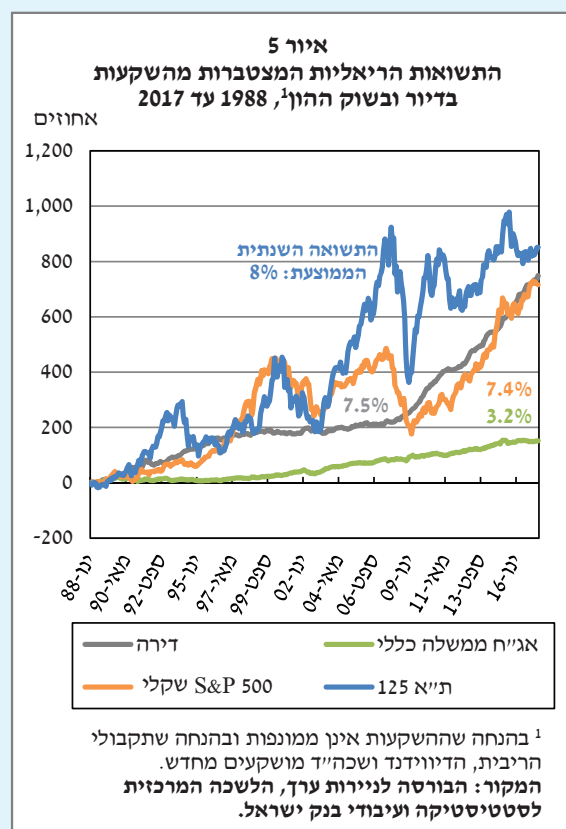
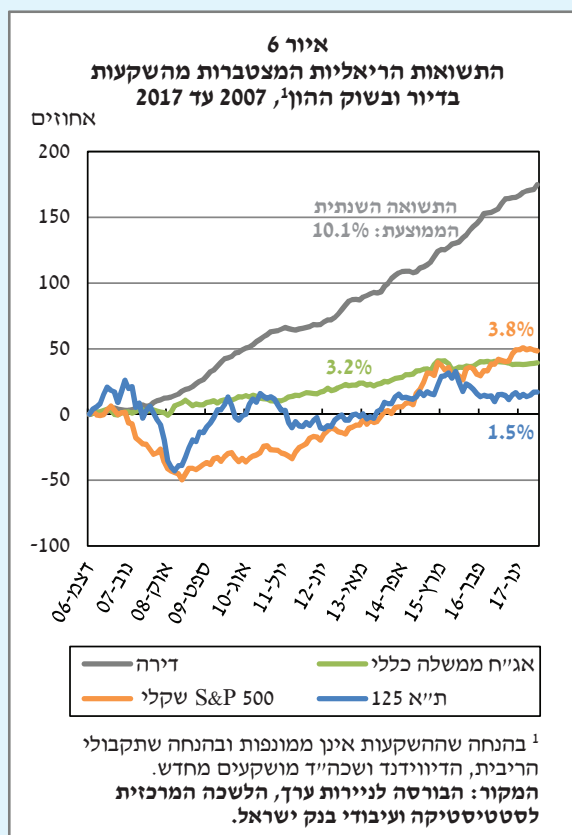
¹⁶ בהנחה שהדירה מושכרת ברצף לאורך כל תקופת ההשקעה. מבחינה זו מדובר באומדן יתר לתשואה משכר הדירה.

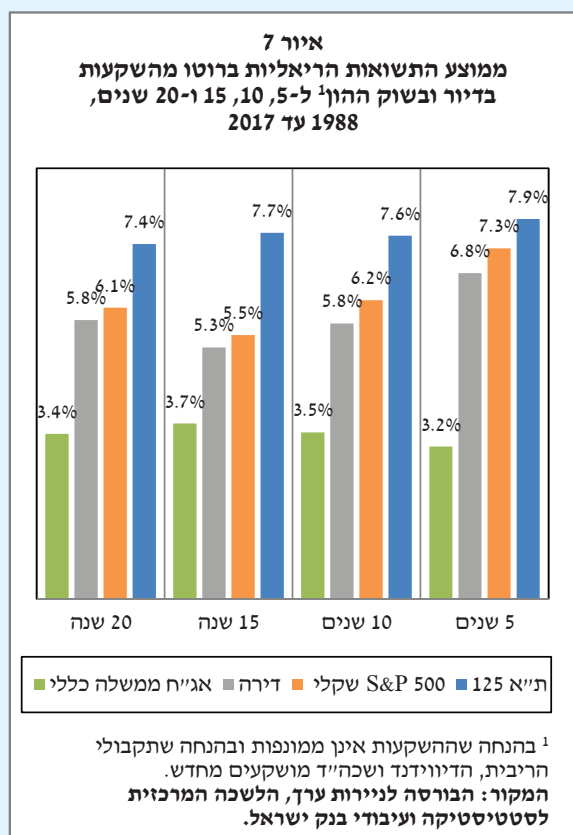
¹⁷ ללא השקעה מחדש של התקבולים משכר דירה התשואה מהשקעה בדירה נמוכה מזו המוצגת (בהשקעות ל-10 שנים התשואה הריאלית הממוצעת נמוכה בכ-1.25 נקודת אחוז).

אי-אפשר להסיק מסקנות כלליות לגבי התשואות באפיקים השונים, שכן היא נקודתית ותלויה בכך שבחרנו ב-1988 כנקודת מוצא. אם נבחן לדוגמה את התשואות הריאליות המצטברות ברוטו מהשקעות שהחלו בראשית 2007, ערב המשבר הפיננסי העולמי, נקבל תוצאות שונות משמעותית – כפי שמראה איור 6.

הפעם אנו רואים כי מדדי המניות ספגו מכה קשה בתחילת התקופה, ועד ראשית 2009 הם איבדו קרוב למחצית מערכם ההתחלתי. לעומתם שווייה של השקעה בדירה עלה במהירות לאורך התקופה, ותוך עשור הוא הגיע לרמה גבוהה פי 2.7 מרמתו ההתחלתית. העלייה במחירי הדירות החלה לאחר עשור של ירידת מחירים ריאלית, ומסבירים אותה בין השאר המחסור שנוצר בהיצע עקב מיעוט של התחלות בנייה והעובדה שהריביות בישראל ובעולם הופחתו לשפל היסטורי במהלך התקופה. הריבית הנמוכה סייעה לתהליך משני כיוונים – היא הוזילה את תשלומי הריבית על משכנתאות ובמקביל הפחיתה את התשואות האלטרנטיביות בשוק האג"ח – וכך העלתה את הביקוש לדירות כמוצרי השקעה. כל אלה דחפו מעלה את מחירי הדירות, והפכו את ההשקעה בהן בתחילת התקופה לכדאית בהרבה מהשקעות ביתר האפיקים.

ההבדלים בין התוצאות באיורים 5 ו-6 מעידים כי הן רגישות מאוד לבחירה בנקודת המוצא ולתקופת ההשקעה. הסתכלות כזו אינה מציגה אפוא את התמונה המלאה ומקשה עלינו להשוות בין האפיקים מפרספקטיבה רחבה. כדי לערוך השוואה רחבה נתייחס לממוצע התשואות השנתיות הנובעות מהשקעה בכל אפיק כאשר משך ההשקעה קבוע (5, 10, 15, או 20 שנים), אך מועדי תחילת ההשקעה וסיומה משתנים ברמה חודשית במהלך התקופה (1988–2017). בדרך זו נחשב את ממוצע התשואות שהניבו השקעות במועדים רבים, ונקבל תמונה מייצגת יותר של התשואות האופייניות בכל אפיק לאורך 30 השנים האחרונות. תמונה זו מוצגת באיור 7.





האיור מראה כי בכל ארבע התקופות, נשמר דירוג זהה לתשואות הממוצעות שהניבו האפיקים: מדד ת"א 125 מניב את התשואה הגבוהה ביותר, ההשקעות במדד S&P 500 ובדירה מניבות תשואות ממוצעות דומות, והאג"ח הממשלתיות משיגות את התשואה הנמוכה ביותר. מבחינה זו התוצאות מזכירות את אלה שקיבלו Jorda et al. (2017) בתקופות המאוחרות יותר: התשואות הממוצעות במניות גבוהות מאשר בדיוור, ובשניהם הן גבוהות משמעותית מאשר באג"ח ממשלתיות.

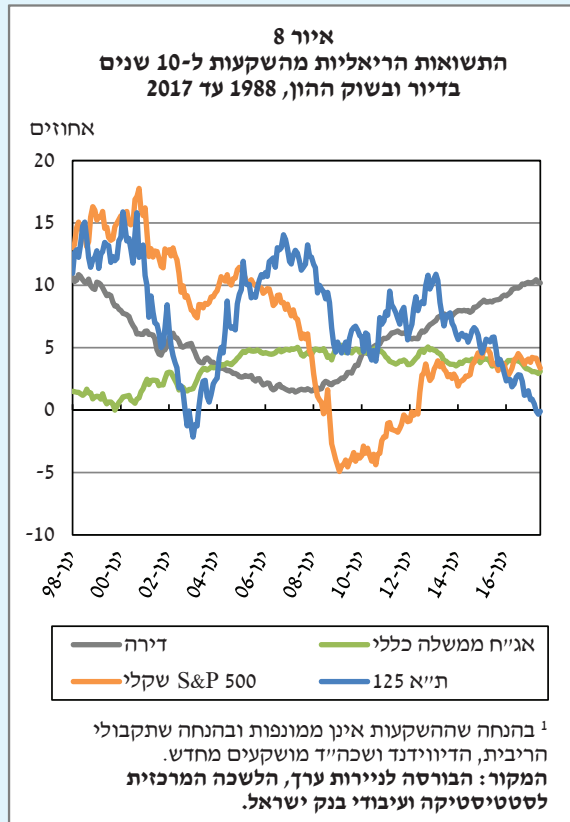
נבחן גם את מידת התנודתיות הכרוכה בהשקעות בכל אפיק, על פי סטיות התקן של התשואות שהם הניבו בשנים 1988–2017¹⁸. כצפוי, השקעה במניות תנודתית בהרבה מהשקעות ביתר האפיקים: סטיות התקן של התשואות במדד ת"א 125 ובמדד S&P 500 עומדות על 20.9% ו-14.3% בהתאמה¹⁹, בשעה שבדיוור ובמדד הכללי לאג"ח ממשלתיות הן עומדות על 4.4%. אולם יש להיזהר כשמפרשים את סטיית התקן של התשואות מדיוור. כזכור, חישובן אותן מתוך המדדים למחירי הדירות ולשכר הדירה, ואלה ממצעים את התשואות של כלל הדירות בשוק. לכן התוצאה שהצגנו לעיל אינה משקפת כראוי את תנודתיות התשואה מהשקעה בדירה ספציפית: זו עשויה להיות גבוהה יותר ולגלם סיכון רב יותר עקב פיזור הנמוך.

התוצאות לעיל משקפות רק את ממוצע התשואות בתקופה שנבדקה, אולם מעניין לבחון גם את התפתחותן במהלכה ולזהות מגמות. לצורך כך נתבונן בתשואות מהשקעות ל-10 שנים בכל אחד מארבעת האפיקים (איור 8)²⁰. אפשר לראות כי השקעות בדירה הניבו תשואות נמוכות מהשקעות במדד ת"א 125 לאורך מרבית התקופה, ורק השקעות בדיוור שהסתיימו באוקטובר 2013 ואילך הניבו בעקביות תשואות גבוהות מהתשואות ביתר האפיקים. עוד אפשר לראות כי מגמת העלייה החדה בתשואה מדירה החלה עם ההשקעות שהסתיימו במהלך 2008, כלומר בתחילת המחזור הנוכחי של העלייה במחירי הדירות. בהשקעות מוקדמות יותר התשואה מדיוור גבוהה מהתשואה המקבילה במדד ת"א 125 רק ב-20% מהמקרים, ובכולם היא נמוכה מהתשואה במדד S&P 500 השקלי.

¹⁸ חישובנו את סטיות התקן מתוך התשואות החודשיות בארבעת האפיקים, והמרנו את התוצאה למונחים שנתיים.

¹⁹ בחנו כזכור את מדד S&P 500 בגרסתו השקלית. סטיית התקן מהשקעה במדד זה אינה נובעת רק מהתנהגות המדד המקורי אלא גם משינויים בשער החליפין ש"ח/דולר. בפועל מצאנו סטיות תקן דומות בתשואות המדד הדולרי והמדד השקלי, כמו גם תשואות ממוצעות דומות בכל התקופות.

²⁰ בכל נקודת זמן בתרשים מוצגות התשואות השנתיות הריאליות מהשקעות ל-10 שנים שהסתיימו באותה נקודת זמן. למשל, בינואר 2017 מוצגות התשואות מהשקעות בתקופה שבין ינואר 2007 לינואר 2017.



כעת ננסה לאמוד כיצד העלויות שכרוכות בהשקעות באפיקים השונים (הוצאות עסקה, החזקה ומס) משפיעות על התשואות המתקבלות. נתבונן בהשקעות של מיליון ש"ח ל-10 שנים בשלושה אפיקים – במדד ת"א 125, במדד הכללי לאג"ח ממשלתיות ובדירה לפי מדד מחירי הדירות²¹ – ונפחית את העלויות מתשואות הברוטו שמצאנו לעיל כדי לאמוד את התשואה הריאלית נטו בכל אפיק.

לגבי ניירות ערך נניח כי (א) עמלות הקנייה והמכירה עומדות על 0.1% משווי העסקה, והן נגבות פעמיים בלבד לאורך ההשקעה, בתחילתה ובסופה²²; (ב) דמי הניהול השנתיים עומדים על 0.05% מהשווי השוטף של התיק; (ג) מס רווחי ההון עומד של 25% מהרווח הריאלי במכירה. לגבי השקעה בדירה נניח כי (א) מס הרכישה עומד על 8% ממחיר הרכישה (זהו שיעורו הבסיסי כיום); (ב) ההוצאות על עו"ד ותיווך עומדות יחד על 1.5% משווי העסקה והן משולמות פעמיים, בקניית הדירה ובמכירתה; (ג) ההוצאות על תחזוקת הדירה והפסד שכר הדירה בתקופות שבהן היא ריקה משוכרים מגיעים יחד בכל שנה לשכר הדירה המשולם תמורת שבועיים; (ד) מס השבח מגיע ל-25% מהרווח הריאלי במכירה, וההכנסות משכר הדירה פטורות ממס הכנסה שכן על יסוד התשואה הממוצעת משכר דירה לאורך התקופה, הן נמוכות מ-5,010 ש"ח בחודש.

בהנחות אלה מתקבלות התוצאות הבאות (ראו פירוט בנספח):

התשואה השנתית הממוצעת, ברוטו ונטו, מהשקעה ל-10 שנים

אפיק ההשקעה	התשואה הריאלית ברוטו	התשואה הריאלית נטו	ההפרש בנקודות אחוז
מדד ת"א 125	7.59%	6.06%	1.53
מדד אג"ח ממשלה כללי	3.48%	2.66%	0.83
דירה	5.76%	4.87%	0.88

²¹ הפעם מדד S&P 500 לא נבחן. העלויות הכרוכות בהשקעה בו עשויות להיות גבוהות במעט מעלויות ההשקעה במדד ת"א 125 אך הן אינן שונות מהותית.

²² לפי עמלות המסחר בארבעה בתי השקעות גדולים בישראל.

אנו רואים כי גם בשקלול השפעתן של עלויות ההשקעה, דירוג האפיקים לפי רמת תשואה נותר זהה. כאשר בוחנים את ההפרש בין התשואות ברוטו ונטו בכל אפיק, מתברר כי עלויות ההשקעה שחקו את ההשקעה במניות במידה הרבה ביותר, ואילו ההשקעות באג"ח ממשלתיות ובדיור נשחקו פחות.

התשואה נטו מהשקעה בדירה מציגה את הרגישות הרבה ביותר למשך ההשקעה: ככל שהוא מתקצר כך גוברת השפעתם של הוצאות העסקה ומס הרכישה והתשואה נטו יורדת. בהשקעות ארוכות פוחתת השפעתן של הוצאות העסקה, בשעה שהטבת המס על ההכנסה משכר דירה הופכת למשמעותית יותר. התשואה נטו מהשקעות בשוק ההון מושפעת פחות ממשך ההשקעה: הוצאות העסקה נמוכות יותר וההכנסה השוטפת ממוסה במלואה. מכאן שבהשקעות לתקופות קצרות ייווצר פער גדול יותר בין התשואות נטו מהשקעות במניות לתשואות נטו מהשקעות בדיור²³.

לסיכום, ב-1988—2017 הניבו השקעות במניות לתקופות שונות תשואות ממוצעות (ברוטו ונטו) גבוהות מהשקעות מקבילות בדיור וגבוהות משמעותית מהשקעות באג"ח ממשלתיות. נזכיר שוב כי כמפורט בחלקה הראשון של התיבה, מסלולי ההשקעה השונים אינם נבדלים אלה מאלה רק בתשואות שהם מניבים למשקיעים אלא גם במאפיינים מהותיים נוספים, לרבות רמות סחירות ונזילות, מימון ומינוף, פיזור, מיסוי והיבטים פסיכולוגיים.

²³ לשם המחשה נתבונן בהשקעות ל-5 שנים שתשואת הברוטו עליהן זהה. במקרה זה התשואה הריאלית נטו מדירה יורדת מ-4.87% ל-3.78%, בשעה שהתשואות נטו ממניות ומאג"ח משתנות במידה מתונה יותר (מ-6.06% ל-5.82% ומ-2.66% ל-2.59%, בהתאמה).

נספח: התשואות נטו מהשקעות ל-10 שנים לאחר הוצאות העסקה, ההחזקה והמס*

השקעה במניות – מדד ת"א 125	השקעה באג"ח – המדד הכללי לאג"ח ממשלתיות	השקעה בדירה	הנחות
1,000,000	1,000,000	1,000,000	סכום ההשקעה
			הוצאות העסקה
3,079	2,408		עמלות הקנייה והמכירה
		80,000	מס רכישת דירה
		32,624	הוצאות על עו"ד ותיווך
			הוצאות ההחזקה
764	607		דמי ניהול ני"ע, בשנה
		1,662	תחזוקה + הפסד שכ"ד מדיירה ריקה, בשנה
			מיסוי הכנסה שוטפת
		-	מס על הכנסה משכ"ד
			מיסוי רווחי הון
267,006	99,944	11,421	מס רווחי הון / מס שבח
			סה"כ
7.59%	3.48%	5.76%	התשואה הריאלית השנתית, ברוטו
277,728	108,417	140,663	הוצאות העסקה, ההחזקה, והמס בכל התקופה
6.06%	2.66%	4.87%	התשואה הריאלית השנתית, נטו
1.53	0.83	0.88	ההפרש בין התשואות נטו וברוטו, בנקודות אחוז

¹ לאורך התקופה שנבחרה חלו מספר שינויים במס הרכישה, במס השבח ובמס על רווחי הון. הנתונים בלוח מחושבים בהנחה שדנים בדירה שנייה בתנאי המיסוי העכשוויים.

² בהנחה שאין הוצאות שיפוץ והשבחה, למעט תחזוקה שוטפת.

³ בהנחה שתקבולי הריבית והדיווידנד מושקעים מחדש, תשלום המס בגינם מחושב בסוף התקופה כחלק ממס רווחי הון.

⁴ יש פטור מלא אם שכר הדירה מגיע עד 5,010 ש"ח בחודש.

⁵ הוצאות העסקה וההחזקה מוכרות לצורכי מס.

⁶ התשואות הריאליות הממוצעות ברוטו מהשקעות ל-10 שנים.

* החישוב מתעלם מגורם ההיוון. התחשבות בהיוון מקטינה את כדאיות ההשקעה בדירה יחסית לכדאיות ההשקעה בניירות ערך, כיוון שברכישת דירה חלק גדול יותר מההוצאות משולם בראשית התקופה, בשעה שהוצאות המס בסוף התקופה גדולות יותר בהשקעה בניירות ערך.

**האינדיקטורים העיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2013 עד אוקטובר 2017
(אחוזים)**

מערך	2017	2016	2015	2014	2013	
א. הסביבה העולמית						
31/12/2016		3.2	3.4	3.6	3.4	שיעור הצמיחה הריאלי של התמ"ג העולמי
31/12/2016		2.4	2.8	3.8	3.7	שיעור הגידול של הסחר העולמי
31/10/2017	3.3	4.1	4.2	3.3	3.2	המרווח על אג"ח של המשקיים המתעוררים ¹ (ממוצע תקופתי)
31/10/2017	11.2	15.8	16.7	14.2	14.2	מדד VIX של Chicago Board Options Exchange (ממוצע תקופתי)
ב. הסביבה המקומית						
30/06/2017	60.3	60.6	62.5	64.9	65.9	היחס בין החוב הממשלתי לתמ"ג (סוף תקופה)
30/06/2017	-39.9	-42.1	-41.0	-36.3	-26.8	היחס בין החוב החיצוני נטו לתמ"ג (סוף תקופה)
31/08/2017	111.4	110.6	110.1	111.8	113.5	היחס בין סך האשראי למגזר הפרטי לתמ"ג (סוף תקופה)
31/08/2017	93.5	93.3	93.3	96.7	99.0	היחס בין האשראי למגזר העסקי לתוצר של המגזר העסקי (סוף תקופה)
31/12/2016		60.5	59.7	58.6	58.8	היחס בין האשראי למשקי הבית להכנסה הפרטית הפנויה (סוף תקופה)
		0.79	0.73	0.88	1.2	פרמיית הסיכון של ישראל (מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ממוצע תקופתי)
31/10/2017	-0.30	0.0	-0.1	0.4	1.5	הפער בין התשואה על אג"ח ממשלתית שקלית לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב ל-10 שנים (ממוצע תקופתי)
30/09/2016		3.6	4.0	3.2	4.4	המרווח בשוק האג"ח התאגידיות – סך האג"ח ללא אג"ח של חברות פיננסיות (ממוצע תקופתי)
ג. הנכסים הפיננסיים						
מדדי סיכון (ממוצע תקופתי)						
06/09/2017	11.4	12.7	10.3	10.8	11.5	סטיית התקן הגלומה:
09/02/2017	17.3	21.2	20.0	15.7	17.5	של שער החליפין
						של מדד ת"א 35 ²
31/10/2017	5.6	5.8	8.1	5.3	6.2	סטיית התקן בפועל:
31/10/2017	9.3	12.8	13.1	9.1	8.9	של שער החליפין
						של מדד המניות הכללי
מחירים ותשואות						
31/10/2017	-8.4	-1.5	0.3	12.0	-7.0	שיעור השינוי של השקל לעומת הדולר (במהלך התקופה)
31/10/2017	-4.2	-4.8	-7.3	3.3	-7.6	שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך התקופה)
31/10/2017	-5.5	-11.1	6.8	11.5	15.3	שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך התקופה)
31/10/2017	1.0	0.9	1.0	1.7	2.5	התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-5 שנים (ממוצע תקופתי)
ד. עמידות המערכת הפיננסית						
מערכת הבנקאות³ (סוף תקופה)						
30/06/2017	14.5	14.7	13.9	14.2	14.7	היחס בין ההון הכולל לרכיבי הסיכון ⁴
30/06/2017	10.8	10.9	9.9	9.6	9.7	היחס בין הון רובד 1 לרכיבי הסיכון ⁴
30/06/2017	0.20	0.10	0.12	0.15	0.25	היחס בין ההוצאה השנתית להפסדי אשראי לסך האשראי המאזני לציבור (מוכפל ב-100)
חברות הביטוח (סוף תקופה)						
30/09/2016		4.5	5.4	5.6	5.7	חלק ההון הראשוני בסך הנכסים
31/10/2016		43.9	45.4	44.0	42.6	משקל נכסי הסיכון בסך נכסי הנוסטר
קופות גמל⁵ (סוף תקופה)						
30/09/2017	68.7	72.6	69.6	70.0	68.6	משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
30/09/2017	35.7	35.1	38.2	38.1	33.8	היחס בין הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
ה. נזילות השווקים						
31/10/2017	4.2	4.2	4.7	4.7	4.7	מחזור המסחר הכולל בשווקים ⁶ (ממוצע תקופתי, מיליארדי ש"ח)
31/10/2017	0.42	0.44	0.66	0.36	0.32	המרווח בין שער ציטוט שקל-דולר הגבוה לנמוך (ממוצע תקופתי)

¹ EMBI Emerging Markets Bond Index, המרווח בין התשואה על אג"ח ממשלתיות של השווקים המתעוררים לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב.

² בעקבות שינוי במדדי הבורסה, הנתון עד 10/2/2017 מחושב על מדד ת"א 25, ומתאריך זה על מדד ת"א 35.

³ חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות.

⁴ עד 2009 – לפי הגדרות באול I; מ-2009 – לפי הגדרות באול II; מ-2014 – לפי הגדרות באול III.

⁵ כולל קופות גמל מרכזיות לפיצויים וקרנות השתלמות.

⁶ כולל מחזורי המסחר של מק"ם, אג"ח ממשלתיות, אג"ח תאגידיות ומניות.

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