

בנק ישראל

דוח יציבות פיננסית

ירושלים, סיוון התשע״ו • יוני 2016

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.

מס׳ קטלוגי: 601930
דפוס העיר העתיקה בע״מ, ירושלים

תוכן העניינים

1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה..... 5

2. הסיכונים העיקריים המקומיים 9

3. הסיכונים העיקריים – הסביבה העולמית..... 14

4. המערכת הבנקאית..... 18

5. חברות הביטוח 25

6. המגזר העסקי ומחירי הנכסים הפיננסיים 28

7. מגזר משקי הבית..... 35

8. מערך התשלומים והסליקה 46

תיבה 1 : איגרות חוב מסוג CoCo (Contingent Convertible)..... 50

לוח אינדיקטורים..... 56

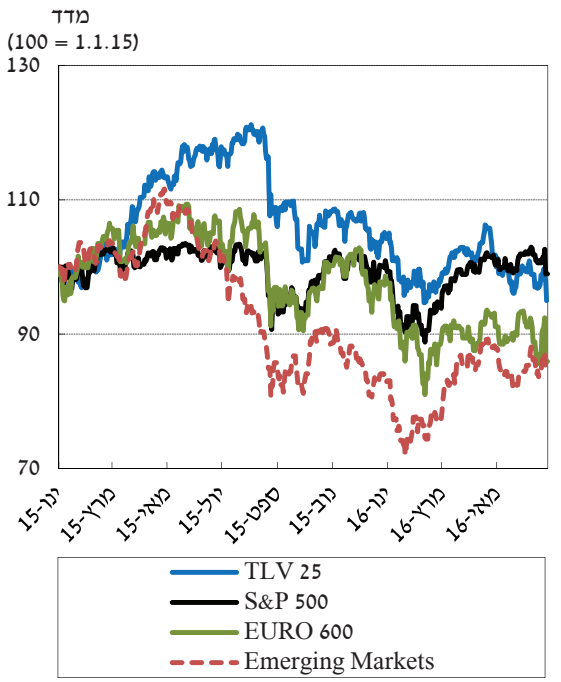
עיקרי הדברים

המערכת הפיננסית המקומית שמרה על יציבות בחודשים האחרונים, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה בארץ ובעולם, וחרף הטלטלות בשווקים הפיננסיים והמשך האירועים הביטחוניים. מאחר שסביבת הריביות נמוכה כבר תקופה ממושכת – מדיניות נחוצה לנוכח ההתפתחויות המקרו-כלכליות – ומאחר שיש לה השפעה מתמשכת על מחירי הנכסים, המוסדות הפיננסיים חשופים לסיכון הנשקף מירידות חדות במחיריהם של הנכסים הפיננסיים ושל הדירות. ירידות כאלה עלולות להתרחש אם משקים מרכזיים בעולם יגלשו למיתון נוסף, או יסבלו מהתערערות של יציבותם הפיננסית, וידביקו את המשק הישראלי דרך פגיעה ביצוא ובמחירי הנכסים הפיננסיים. כן הן עלולות להתרחש אם מצבה הגיאו-פוליטי של ישראל יחמיר ויוביל לעלייה בפרמיית הסיכון של המשק.

בעתיד תושפע המערכת הפיננסית מאופן יישומן של הרפורמות השונות בתחום הפיננסי. חיוני לערוך רפורמות כאלה כדי לשפר את תפקודו ויעילותו של התיווך הפיננסי – רכיב חשוב לכלל הפעילות במשק. אולם חיוני לא פחות לערוך אותן בזהירות מכיוון שהמערכת הפיננסית ממלאת תפקיד מרכזי במשק, ומשבר בה טומן בחובו פוטנציאל לפגיעה משמעותית בכלכלה.

ההתפתחויות שהתרחשו בחודשים האחרונים בארץ ובעולם נשאו אופי מערכתי, ובתחילת התקופה הנסקרת הן באו לידי ביטוי בירידות שערים בשוקי המניות המקומי והגלובלי ובעלייה בתנודתיותם.

איור 1
מדדי מניות נבחרים בארץ ובעולם,
בערכים דולריים,
ינואר 2015 עד יוני 2016



המקור: עיבודי בנק ישראל.

1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית והערכת יציבותה[1]

א. ההתפתחויות העיקריות

ההתפתחויות שהתרחשו בחודשים האחרונים בארץ ובעולם נשאו אופי מערכתי ובאו לידי ביטוי בירידות שערים בשוקי המניות המקומי והגלובלי ובעלייה בתנודתיותם. מדדי המניות בישראל איבדו כ-10% מערכם מתחילת השנה ועד אמצע פברואר, ומגמה זו נצפתה גם במדדי מניות מובילים בעולם (איור 1). ברקע לירידות ניצב חוסר הוודאות בנוגע למצבה הכלכלי של סין, חששות מחוסר יציבותה של המערכת הפיננסית באירופה, וחשש ממיתון בכלכלות מרכזיות בעולם. מחירי הסחורות נותרו נמוכים, אך מאחר שהוזלתן של עלויות הייצור לא התגלגלה עד כה לשיפור במצב הכלכלי בעולם, נראה שישנה חולשה גם בצד הביקוש. הבנק המרכזי האירופי נקט במרץ כמה צעדים שאמורים היו להסיר את החשש ממשבר פיננסי באירופה ולתמרץ בנקים להעניק אשראי לחברות לא-פיננסיות, ובמקביל נקט גם הבנק המרכזי היפני צעדים מוניטריים מרחיבים.

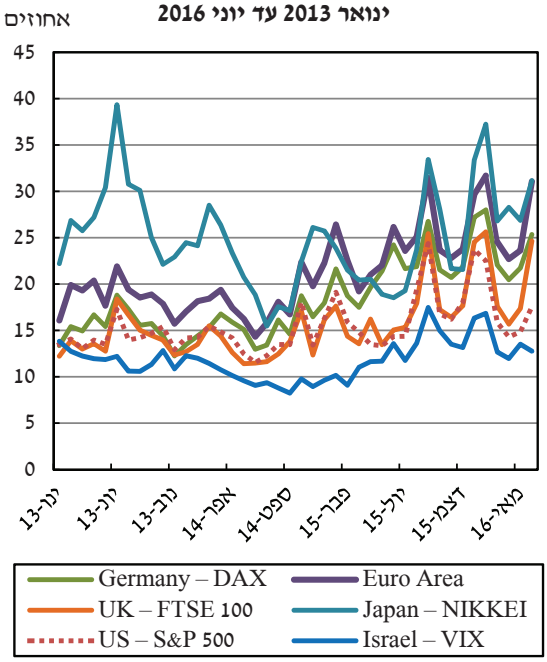
החל מאמצע פברואר השתנתה המגמה בשווקים ומדדי המניות החלו לעלות. בד בבד נצפתה מגמה דומה בסטיות התקן הגלומות באופציות על מדדי מניות בעולם ובישראל – אינדיקציה למידת אי-הוודאות בשוק המניות. אמנם לאחרונה חלה ירידה בסטיות התקן, אך רמתן עדיין גבוהה יחסית לתקופה שקדמה לאוגוסט 2015, התקופה שבה החלה מגמת העלייה האחרונה (איור 2).

חוסר הבהירות המתמשך בנוגע למצבן של הכלכלות המתעוררות, בראשן סין, מוסיף להוות את הסיכון הגלובלי

[1] דוח זה סוקר את המחצית הראשונה של 2016. עדכניות הנתונים משתנה מדיון לדיון בהתאם לזמינותם במועד כתיבת הדוח.

רמת התנודתיות בשווקים הפיננסיים נותרה גבוהה, במיוחד באירופה.

איור 2
סטיית התקן הגלומה הנגזרת מאופציות על מדדי מניות במדינות שונות, ממוצע חודשי, ינואר 2013 עד יוני 2016



המקור: עיבודי בנק ישראל.

המרכזי ליציבותה של המערכת הפיננסית המקומית, ואליו הצטרף לאחרונה הסיכון הנשקף מאירופה כתוצאה מכך שבריטניה החליטה לפרוש מהאיחוד[2]. לשני אלה מתווספת התפתחות גלובלית משמעותית שעתידה להשפיע על הכלכלה בכלל ועל המערכת הפיננסית בפרט – תהליך ההיפרדות בתוואי הריבית בין ארה"ב וכלכלות מרכזיות אחרות, בעיקר אירופה ויפן. בפירוט, ארה"ב החלה בתהליך העלאת הריבית בעקבות נתונים כלכליים חזקים יחסית, אם כי קיימת אי-ודאות לגבי קצב ההעלאה. אירופה ויפן לעומתה נקטו כמה צעדים מרחיבים: הבנק המרכזי האירופי הפחית את הריבית, המשיך לרכוש נכסים בשווקים, ונתן ערבונות לבנקים מסחריים כדי שיעניקו הלוואות לחברות לא-פיננסיות; הבנק המרכזי ביפן הפחית בינואר לתחום השלילי את הריבית על הכספים שבנקים מפקידים אצלו. בניגוד להשפעה הצפויה של פערי הריבית,

[2] ערוצי השפעתם האפשריים של זעזועים במשקים המתעוררים נידונים בהרחבה בדוח היציבות הפיננסית מדצמבר 2015.

הצעדים לוו בהיחלשות הדולר מול הין והאירו וכן בירידות של שערי המניות בבורסות באירופה וביפן. תנועתם של שערי המטבעות תשפיע על הכלכלות דרך שינוי במאזן התחרותי בשווקים ודרך שיערוך החוב הנקוב במטבע חוץ. אולם הסיכון המשמעותי ביותר נשקף מהאפשרות שצעדי המדיניות ייכשלו ויעוררו פסימיות בנוגע ליכולתם של קובעי המדיניות להשפיע לטובה על הכלכלה.

קשה לקבוע אם נוסף לאירועים הגלובליים הושפעו השווקים בישראל גם מהאירועים הביטחוניים המקומיים. מחד גיסא, מדד ת"א 25 נמוך מכל מקביליו בעולם כאשר בוחנים את ביצועיו מאז פרוץ גל הטרור (ספטמבר 2015). מאידך גיסא, בסטיות התקן הגלומות לא נצפתה התנהגות שונה מההתנהגות בעולם; התפתחות זו עולה בקנה אחד עם הממצא ששוק ההון הישראלי הפך לעמיד יותר בפני זעזועים ביטחוניים (ראו דיון בפרק העוסק במגזר העסקי ובמחירי הנכסים).

מידת המערכתיות של הזעזועים האחרונים באה לידי ביטוי בתנועה משותפת של מניות[3]. באיור 3 מופיע מדד[4] לתנועה המשותפת של המניות בבורסה בתל אביב, ונראה כי רמתו החלה לעלות כבר באמצע 2014 והגיעה לשיא בחודשים האחרונים. תמונה מקבילה ניתן למצוא גם בארה"ב[5], והיא מהווה אינדיקציה לכך שההתפתחויות האחרונות, בארץ ובעולם, אכן השפיעו על כלל השוק ולא על חלקים מסוימים בלבד.

בשוק הדיור נמשכת הפעילות הערה: המחירים ב-2015 עלו בקצב הגבוה ביותר שנרשם מאז 2012, היקף

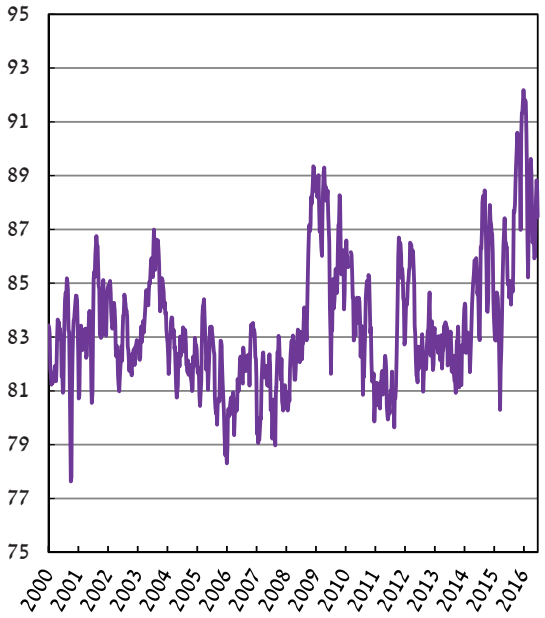
[3] ראו למשל Longin, F. and Solnick, B. (2001), "Extreme Correlations of International Equity Markets", *Journal of Finance*, 56 (2), pp. 649-676. מחקר זה מראה גם שתנועות משותפות נוטות לכיוונים השליליים יותר מאשר לחיוביים.

[4] המדד שווה לסכום חמשת הגורמים הראשיים שמסבירים את השונות המשותפת של הבטא-ות של כל המניות הנסחרות בבורסה בתל אביב (הבטא מחושבת על פני 90 יום). הרחבה ויישום מופיעים אצל:
Kritzman, M., Li, Y., Page, S. and Rigobon, R. (2011), "Principal Components as a Measure of Systemic Risk", *The Journal of Portfolio Management* 37 (4), pp. 112-126.

[5] מאז אוגוסט 2015 נצפתה עלייה גם במתאם בתנועתן של 50 המניות הגדולות המרכיבות את מדד S&P 500; הדבר משתקף במדדי מתאם שבונה הבורסה בשיקגו. פירוט מופיע בכתובת: http://www.cboe.com/micro/impliedcorrelation.

התנועה המשותפת של המניות החלה עוד באמצע 2014, וכבר כמה חודשים היא מצויה ברמה גבוהה יחסית.

איור 3
התנועה המשותפת של מחירי המניות בבורסה בתל אביב, תדירות שבועית, ינואר 2010 עד יוני 2016



המקור: עיבודי בנק ישראל.

העסקאות שב לממדים שנראו בשנים 2012—2013, היחס בין מחיר דירה לשכר הדירה נמצא בשיא, והוא הדין בהיקף המשכנתאות שניתנות כל חודש. בעקבות השינויים הצפויים בתמהיל הרוכשים, ובעקבות הכוונה להגביר את קצב השיווק של הדירות, ייתכן כי הביקוש למשכנתאות יעלה. לאחרונה החלו הבנקים לשתף את הגופים המוסדיים במימון משכנתאות – הן דרך מכירת תיקי משכנתאות למוסדיים והן דרך מימון משותף של משכנתאות חדשות – ואם המקורות שיתפנו לא יוקצו למתן אשראי למגזרים אחרים אלא למתן משכנתאות נוספות, תגדל החשיפה של המערכת הפיננסית ושל הציבור לשוק הדיור.

בשנה האחרונה גדלה יתרת האשראי למגזר הפרטי (הלא-פיננסי) ב-4.7%[6], תוצאה של גידול מהיר באשראי למשקי הבית לצד גידול מתון באשראי למגזר העסקי. עיקר השינוי באשראי למשקי הבית מקורו באשראי לדיור, אולם גם האשראי שאינו לדיור צמח בקצב משמעותי. עם זאת, בחודשים האחרונים ניכרת התמתנות בקצב השינוי של האשראי שאינו לדיור. הגידול במגזר העסקי נבע מכך שהאשראי הבנקאי צמח, ההלוואות הישירות מהמוסדיים הוסיפו לצמוח במהירות, וגם האשראי שגויס דרך אג"ח התרחב.

היחס בין החוב לתוצר של המגזר העסקי הלא-פיננסי בישראל נמוך בהשוואה ליחסים במדינות אחרות. היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר נמוך אף יותר, הן מבחינת רמתו והן בהשוואה ליחס במדינות אחרות, אולם כאשר מחלקים אותו ל-(1) היחס בין החוב לדיור לתוצר ו-(2) היחס בין החוב שאינו לדיור לתוצר, מוצאים כי הראשון נמוך בהשוואה ליחס בעולם בשעה שהאחרון אינו נמוך. העובדה שהאשראי למשקי הבית – ובפרט האשראי לדיור – גדל במהירות בשנים האחרונות, לצד העובדה שמחירי הדירות עלו במהירות בשנים אלה, יוצרות סיכונים. אלה עלולים להתממש אם מחירי הדירות ירדו בחדות וירידתם תלווה בהרעה במצב הכלכלי, ובפרט בפגיעה בתעסוקה ובשכר. אם תרחיש כזה יכלול גם עלייה בריביות, למשל עקב עלייה בפרמיית הסיכון של המדינה, משקי הבית יתקשו עוד יותר לפרוע את האשראי שנטלו, בכלל זה את האשראי שאינו לדיור, ומשקי הבית בעשירוני ההכנסה התחתונים עלולים להיפגע יותר (הרחבה מופיעה בסעיף העוסק במגזר משקי הבית).

איור 4[7] מציג את המצב הקיים – מבחינת המחירים, מאזני החברות, נתוני המקרו, ועוד – בתחומי הכלכלה שעלולים לנבוע מהם סיכונים למערכת הפיננסית. 0.5 מייצג את הממוצע ארוך הטווח – הקו השחור המודגש באיור; הערכים שמתרחקים ממנו כלפי חוץ מצביעים על מצב קשה מהממוצע ארוך הטווח, וערכים שמתרחקים ממנו כלפי פנים מצביעים על מצב טוב מהממוצע.

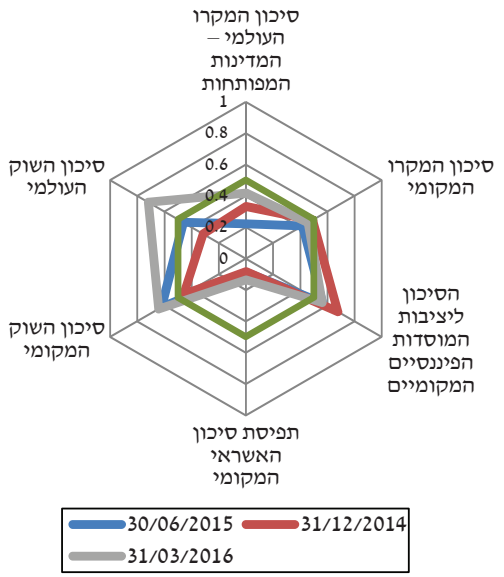
האינדיקטורים לסיכון השוק, המקומי והעולמי, מצויים ברמה גבוהה יחסית, ומאחוריה ניצבות הירידה במדדי המניות והעלייה במדדי התנודתיות בארץ ובעולם. בשעה שבשווקים הפיננסיים נמדדת רמת סיכון גבוהה בעקבות הזעזועים שהם עברו, מצב המקרו במדינות המפותחות – לרבות ישראל – נמצא סביב הערך הממוצע, והדבר מעיד כי המצב קשה במעט מהממוצע ארוך הטווח. אשר

[6] יתרות האשראי משקפות את נתוני מאי 2016 יחסית לנתוני מאי 2015, אלא אם צוין אחרת.

[7] ראו זלקינדר ח' (2012), "מדידה של לחץ וסיכונים למערכת הפיננסית באמצעות דיאגרמת רדאר", בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון.

סיכוני השוק עלו, והתפיסה בנוגע לסיכון האשראי המקומי נותרה נמוכה.

איור 4
הערכת הסיכונים הנשקפים למשק הישראלי בעזרת דיאגרמת רדאר



המקור: עיבודי בנק ישראל.

לתפיסת סיכון האשראי, אינדיקטור זה אינו מבטא את סיכון האשראי האובייקטיבי אלא את האופן שבו תופסים אותו הפעילים בשוקי האשראי השונים. התפיסה שסיכון האשראי נמוך נובעת מכך שיש פער אפסי בין התשואה על האג"ח של ממשלת ישראל לתשואה על האג"ח של ארה"ב; את הנומך מקזזת במעט עלייה קלה בסיכון משקי הבית, התפתחות שמתבטאת בפער בין הריבית על המשכנתאות החדשות לריבית חסרת הסיכון.

בתקופה הנסקרת נמשכו הדיונים במסגרת הוועדה להגברת התחרות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים ("ועדת שטרום"). הוועדה בחנה מחדש את היחס הקיים בין המשקל שניתן לתחרות במערכת הפיננסית למשקל שניתן לסיכונים ליציבותה, והיא מציעה דרכים לשפרו, לרווחת כלל המשק. אין זה קל למצוא את נקודת האיזון האופטימלית בין תחרות ליציבות, ורפורמות מרחיקות לכת כרוכות בסיכונים גדולים. לזאת יש להוסיף את שאלת עיתוי הרפורמות ומהירות החלתן ביחס למחזור העסקים ולתנאים הכלכליים הקיימים, ולבחון אם בתקופה שבה חל גידול באשראי הצרכני, ואִתו במינוף של משקי הבית, ראוי לעודד ביקושים נוספים. דברים אלה תקפים בפרט כאשר מדובר בהלוואות שניתנות כנגד החסכונות לטווח ארוך של משקי הבית, היות שהן עלולות לפגוע ביכולתם הכלכלית בגיל הפנסיה.

ב. הערכת יציבותה של המערכת

בהתחשב בכל ההתפתחויות הנזכרות, המוסדות הפיננסיים המרכזיים נותרו יציבים. המערכת הבנקאית המשיכה בתהליך הצבירה של ההון העצמי רובד 1, הבנקים צפויים לעבור את יעדי ההון שנקבעו להם, ויציבות המערכת נבחנה גם במבחני הקיצון. בתקופה הנסקרת הנפיקו שני בנקים לראשונה מכשיר חוב ייחודי – הוא הופך למכשיר הוני מרובד 2 במידה שהבנק המנפיק נקלע לקשיים (אג"ח CoCo, פירוט מופיע בתיבה 1); את המכשיר רכשו בעיקר הגופים המוסדיים, ובעת ההנפקה נרשמו אצלם ביקושים גדולים. רווחיות הבנקים השתפרה השנה, אולם ניכר כי הגידול ברווח אינו משקף שיפור בסביבה או בפעילותם העסקית של הבנקים, אלא נובע מהתפתחויות נקודתיות וחד-פעמיות אשתקד. חברות הביטוח הציגו ב-2015 ירידה חדה ברווחיות, בעיקר על רקע ירידה ברווחים מהשקעות אך גם כתוצאה מעלייה של עתודות הביטוח. החברות המשיכו לצבור הון כדי לעמוד בדרישות Solvency II, והיחס בין ההון המוכר לנדרש השתפר משמעותית.

החשיפה ההדדית של המערכת הבנקאית והגופים המוסדיים עלולה לגדול בעקבות שתיים מהתפתחויות שצוינו לעיל – העובדה שהגופים המוסדיים רכשו אג"ח CoCo של הבנקים[8] והשתתפותם במימון האשראי לדיור דרך עסקאות משותפות של מכירה או סינדיקציה. הסיכון שנובע מרכישת אג"ח CoCo מקבל מענה באמצעות מגבלות ההשקעה החלות על המוסדיים והאיסור להגיע לחשיפת יתר לישות עסקית בודדת. הסיכון שנובע ממימון המשכנתאות[9] מקבל מענה באמצעות פיקוח הדוק של הפיקוח על הבנקים והפיקוח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון.

[8] זאת רק במידה שרכישתן תתווסף להחזקה הקיימת במניות ובאג"ח של הבנקים.

[9] מכירת תיקי משכנתאות דומה באופייה לאיגוח. דיון נרחב באיגוח מופיע בדוח הצוות לקידום האיגוח בישראל, מנובמבר 2015.

מערכות התשלומים והסליקה נותרו יציבות – כך מעידים מדדי היציבות השונים – ובנק ישראל, הגוף המפקח עליהן, ממשיך לפעול כדי להחיל עליהן את העקרונות הבין-לאומיים לתשתיות השווקים הפיננסיים.

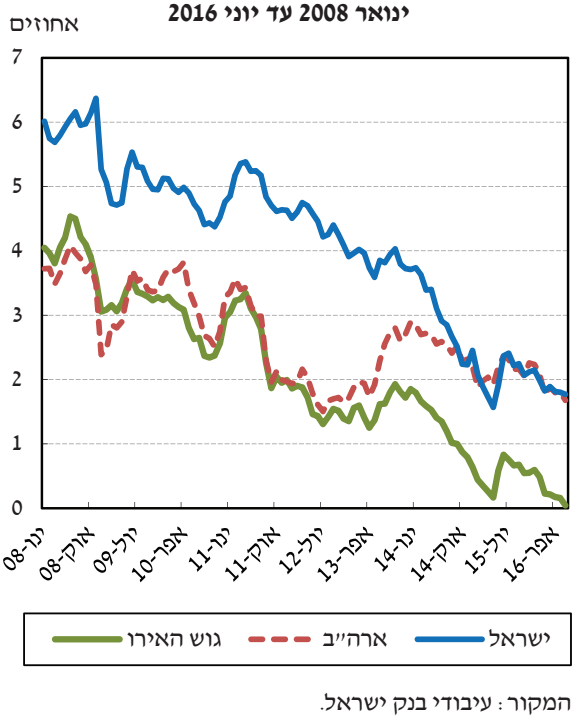
על אף יציבותה של המערכת הפיננסית היא חשופה לשני מוקדי הסיכון העיקריים שנידונו לעיל – היינו מחירי הדירות והנכסים – והראשון משמעותי מהשני. במידה שמחירי הדיור והנכסים הפיננסיים ימשיכו להאמיר, יגדל הסיכון הגלום בהיפוך חד של המגמה, יהיו אשר יהיו סיבותיו. שוק הדיור מהווה סיכון יציבותי למערכת הפיננסית משום שהיא חשופה אליו במידה רבה, דרך המשכנתאות והאשראי העסקי לענף הבינוי והנדל"ן. ירידה חדה במחיריהם של נכסים פיננסיים עלולה להשפיע לרעה על המחזיקים בהם – אלה כוללים בעיקר את המוסדיים, גופים שדרכם הציבור חוסך לטווחים שונים, אך הם כוללים גם מלווים שקיבלו נכסים פיננסיים כעירבון[10]. אולם יש לציין כי להערכתנו, סיכון זה ירד במידה מסוימת מאז שפרסמנו את דוח היציבות הקודם, בדצמבר 2015.

2. הסיכונים העיקריים המקומיים

המערכת הפיננסית חשופה לסיכון הנובע ממחיריהם הגבוהים של הנכסים. בדומה למשקים מפותחים אחרים, גם בישראל חלה עלייה חדה במחיריהם של הנכסים הפיננסיים והריאליים בעקבות הריבית הנמוכה והירידה בתשואות של האג"ח הממשלתיות הקצרות והארוכות (איור 5). לנוכח הריבית הנמוכה השוררת בשנים האחרונות בישראל ובעולם – מדיניות שננקטה בתגובה להתפתחויות המקרו-כלכליות בעולם – חיפשו המשקיעים במשק חלופות השקעה שיניבו תשואה גבוהה יותר, גם במחיר של סיכון גבוה יותר. כתוצאה מכך, ומאחר שמצבו הטוב יחסית של המשק הישראלי משך אליו משקיעים מהעולם, ניכרה בשנים האחרונות עלייה מהירה במחיריהם של הנכסים הפיננסיים וכן במחירי הדירות בישראל. עם זאת, עלייתם של מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל לא לוותה בגידול של מינוף החברות: בשעה שהתפתחות בועתית במחירי הנכסים מלווה בדרך כלל בגידול האשראי, העלייה שחלה בשנים האחרונות במחירי הנכסים הפיננסיים בישראל –

התשואות בארץ ובעולם המשיכו לרדת במחצית הראשונה של 2016.

איור 5
הריבית הנומינלית ל-10 שנים – ישראל (אג"ח לא-צמודה), ארה"ב וגוש האירו, ינואר 2008 עד יוני 2016



המקור: עיבודי בנק ישראל.

בפרט העלייה של מחירי האג"ח התאגידיות, התפתחות שמעידה על ירידה בעלויות המימון של החברות – לא לוותה בגידול האשראי למגזר העסקי; יתר על כן, חברות ניצלו את הריביות הנמוכות בשווקים על מנת למחזר את חובותיהן בריבית נמוכה מזו שבה הונפק החוב מלכתחילה. מצב זה מפחית את החשש ליציבות החברות במקרה של עלייה מהירה בתשואות, למשל כתוצאה מעלייה בפרמיית הסיכון של המשק. עלייתם של מחירי הדירות אמנם לוותה בגידול מהיר יחסית של האשראי לדיור, אך מגבלות מחמירות שהטיל המפקח על הבנקים על רמת המינוף במשכנתאות, היחס בין החזר הלווים להכנסתם, ושיעור המשכנתה בריבית משתנה, הובילו לירידה של שיעור המשכנתאות החדשות המתאפיינות בסיכון גבוה, וכיום שיעורן נמוך מאוד.

העלייה המתמדת במחירם של הנכסים, והעובדה שרמתם כיום גבוהה יחסית, חושפות את המערכת הפיננסית לסיכון של היפוך מגמה וירידה חדה במחיריהם, אם כתוצאה

[10] אם הזעזוע יתחיל בחו"ל ויפגע בשווקים הפיננסיים שם, הפגיעה עלולה להתגלגל למערכת הפיננסית המקומית דרך ערוצים אחדים. ראו פרק 2 בדוח היציבות מדצמבר 2015.

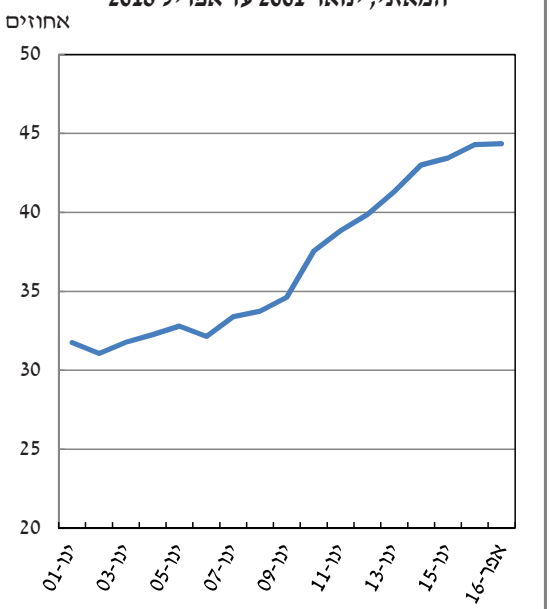
מעליית ריבית ואם עקב זעזועים אחרים. חרף המינוף הנמוך של משקי הבית והמגזר העסקי בישראל וחרף המגבלות על המשכנתאות, הירידה של מחירי הנכסים עלולה לגרום הפסדים למשקיעים הפרטיים, לבנקים, ולציבור שחוסך דרך המשקיעים המוסדיים. ירידה חדה במחירי הנכסים עלולה להפחית את שווי הנכסים במשק ולהתגלגל לצמצום הפעילות והצריכה, תהליך שעלול לפגוע במשק.

א. הסיכונים העיקריים המקומיים: שוק הדיור

החשיפה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור עדיין מהווה את הסיכון העיקרי והמשמעותי ביותר, מפני שהבנקים ממשיכים להיות חשופים מאוד למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן (איור 6). לסיכון זה יש להוסיף את החשיפה לאשראי הצרכני שאינו לדיור, משום שיש מִתאם גבוה בינו לבין סוגי האשראי הנידונים. אם זעזוע יוביל לעליית הריבית או לפגיעה בהכנסות הלווים, הוא עלול לפגוע בבנקים החשופים

שוק הדיור מהווה סיכון משמעותי למערכת הפיננסית, משום שהבנקים מתאפיינים בחשיפה גבוהה לענף הבינוי והנדל"ן ולמשכנתאות.

איור 6
שיעורם של האשראי לדיור והאשראי לענף הבינוי והנדל"ן בסך האשראי הבנקאי המאזני, ינואר 2001 עד אפריל 2016



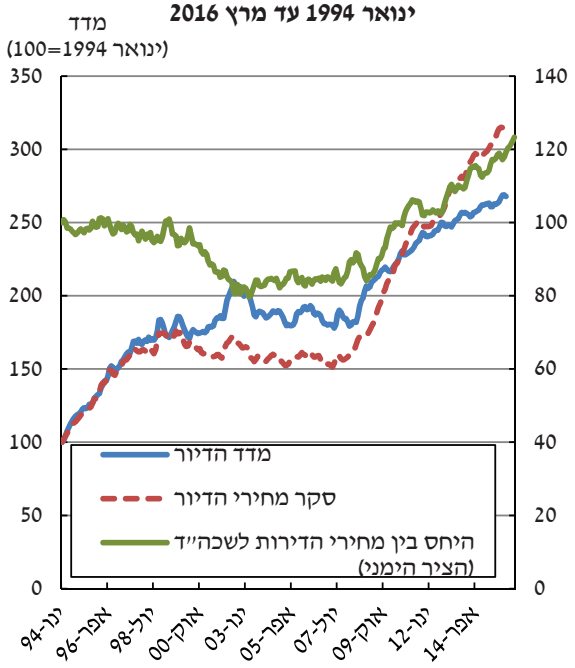
המקור: עיבודי בנק ישראל.

ללווים אלו. אם תרחיש כזה יוביל גם לירידה חדה של מחירי הדירות, השפעתו על יציבות הבנקים תתעצם בשל הפגיעה בביטחונות שבידיהם ובשל הקושי לממש נכסים רבים תוך זמן קצר.

מחירי הדירות בישראל ממשיכים לעלות (איור 7), וב-12 החודשים שחלפו מאפריל 2016 הם עלו ב-7.8%. מסוף 2007 עלו המחירים בכ-110%, ורק כאשר השוק נכנס להמתנה בגלל אי-ודאות (במחצית השנייה של 2011, עקב המחאה החברתית, ובאמצע 2014, עקב מע"מ אפס) ניכרה בהם

מחירי הדירות עלו מהר משכר הדירה, והיחס בין מחיר דירה לשכר הדירה הגיע לשיא.

איור 7
מדד הדיור, סקר מחירי הדיור והיחס בין מחירי הדירות לשכר הדירה, ינואר 1994 עד מרץ 2016

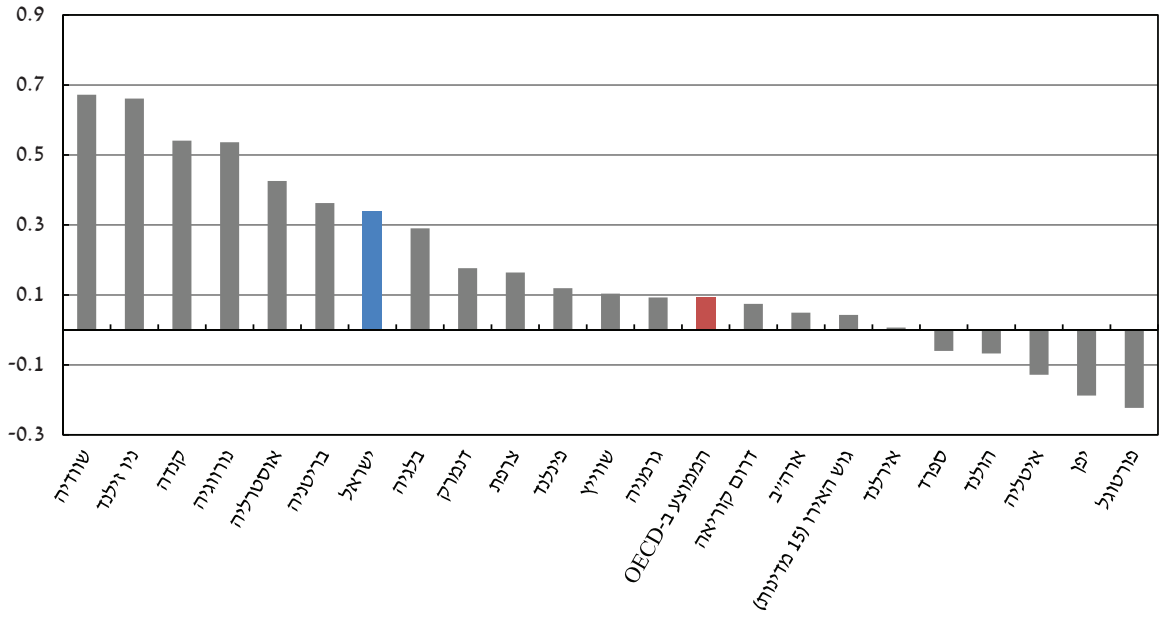


המקור: עיבודי בנק ישראל.

ירידה במשך כמה חודשים. מקובל לבחון את התמחור בשוק הדיור באמצעות בחינה של המחירים ביחס לגורמי היסוד, ובפרט ביחס ל-(1) שכר הדירה, נתון שמשקף את התקבולים הפוטנציאליים מהשקעה בדירה, ו-(2) השכר או ההכנסה, נתונים שמשקפים את כוח הקנייה של הפרטים במשק. בהשוואה לעבר, שני מדדים אלו נמצאים בשיא. יתר על כן,

כאשר בוחנים את היחס בין מחיר דירה לשכר הדירה בישראל, מוצאים כי הפער בין היחס כיום לבין הממוצע ארוך הטווח גבוה יחסית לפער ב-OECD, אך הוא אינו גבוה מהפער במדינות אחרות שנפגעו במידה מתונה מהמשבר של 2008.

איור 8
השוואה בין-לאומית: הפער בין (1) היחס בין מחיר דירה לשכר הדירה כיום לבין (2) הממוצע ארוך הטווח של מדד זה



המקור: OECD ועיבודי בנק ישראל.

כאשר עורכים השוואה בין-לאומית של היחס בין מחיר דירה לשכר הדירה, מוצאים כי הפער בין היחס כיום לממוצע ארוך הטווח עומד בישראל על 33.8%, בשעה שבמדינות ה-OECD הוא עומד בממוצע על 2.9%[11] (איור 8); הדבר ממחיש כמה גבוה שיעור עלייתם של מחירי הדירות. אולם ראוי לציין כי יש פערים גדולים יותר במדינות אחרות שנפגעו במידה קלה יחסית מהמשבר שפרץ ב-2008.

העלייה שחלה בשנים האחרונות במחירי הדירות התרחשה בד בבד עם הירידה בתשואות ארוכות הטווח (איור 9). בהנחה שנדל"ן ונכס פיננסי משמשים אפיקי השקעה אלטרנטיביים, הרי שהתשואה מבעלות עליהם צריכה להיות דומה, בהתאם להבדלים בסיכון ובנזילות הנכס. התשואה על דירה (שכר הדירה השנתי חלקי המחיר) ממשיכה לרדת, אולם בעקבות הירידה המתמשכת בתשואה על אג"ח ממשלתיות גדל המרווח בין התשואות, והוא עומד על כ-2.5%. עם זאת, בנתוני הקצה התשואה על דירה ממשיכה לרדת בשעה שהתשואה על אג"ח אף עלתה מעט.

מספרן של התחלות הבנייה נותר יציב בחודשים האחרונים, והוא נמצא ברמה הגבוהה הקיימת מאמצע 2013 – מעל 45 אלף דירות בשנה. מנגד ניכרת עלייה במלאי הדירות שטרם נמכרו, ובמרץ הוא עמד על 27 אלף כמעט. מאחר שהקצב השנתי של מכירת דירות מיד ראשונה[12] עומד על למעלה מ-30 אלף, המלאי הקיים מתאים לשנה בקירוב. אולם בהינתן היקפן הגבוה של התחלות הבנייה ייתכן

[11] הבדיקה נעשתה בעזרת המדד שמפרסם ה-OECD. כאשר עורכים מבחני רגישות שמשתמשים בטווחי זמן שונים לחישוב הממוצע ארוך הטווח של מדינות שונות, מוצאים תוצאות דומות: הפער בישראל נמנה עם הגבוהים בפערים הקיימים במדינות השונות.

[12] ללא דירות בבנייה עצמית.

העלייה שחלה בשנים האחרונות במחירי הדירות התרחשה בד בבד עם הירידה בתשואות ארוכות הטווח.

איור 9
התשואה על השכרת דירה בהשוואה לתשואה הריאלית מעקום האפס ל-10 שנים, 1998 עד הרבעון השני של 2016



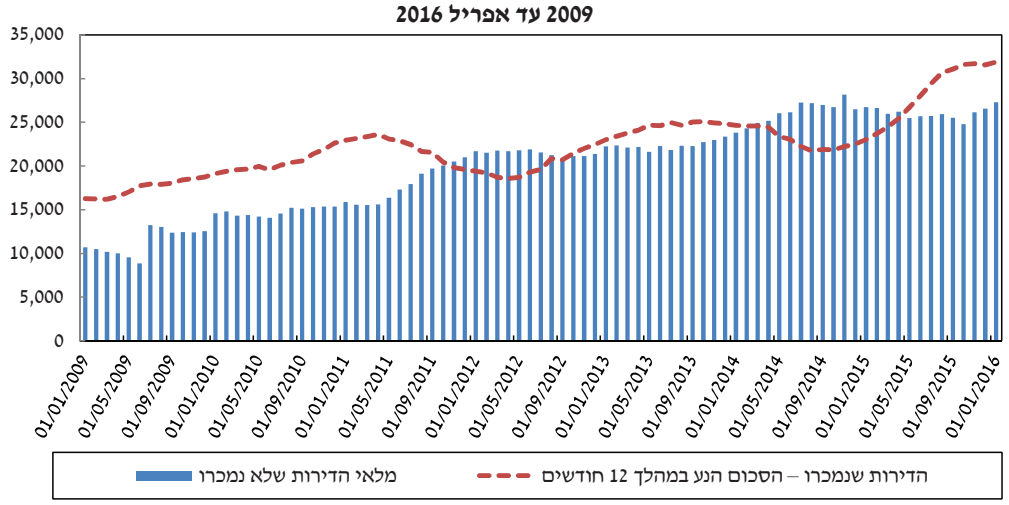
המקור: עיבודי בנק ישראל.

שהמלאי הקיים אף יגדל, אלא אם תחול בקצב המכירה האצה משמעותית כמו זו שנצפתה בסוף 2014, תקופה שבה הגיע המלאי לשיא (איור 10). העלייה שחלה במלאי בחודשים האחרונים מתרחשת במקביל להמשך עליית המחירים, ולכן ייתכן שהקבלנים צופים כי הפעילות הערה בשוק תימשך.

הפעילות הערה בשוק הדירות נותנת את אותותיה בקצב נטילת המשכנתאות. קצב זה גבר השנה, ובשנה האחרונה[13] הגיע לממוצע של 5.25 מיליארדי ש"ח בחודש. בסך הכול ניתנו בשנה האחרונה מעל ל-63 מיליארד ש"ח, לעומת 58.3 מיליארד בשנה שעברה (יוני 2014 עד יוני 2015). מדדי הסיכון של המשכנתאות החדשות נותרו יציבים ברמות נמוכות, אולם הריבית הממוצעת עליהן עלתה. ברקע לעליית הריבית נמצאת העלייה בתקופה לפירעון, עלות גיוס המקורות של הבנקים, עליית הסיכון, והוראות הפיקוח על הבנקים (הרחבה מופיעה בפרק העוסק במשקי הבית).

מלאי הדירות שטרם נמכרו קרוב לשיא, ולנוכח קצב המכירות וקצב התחלות הבנייה יש מקום לשער שהקבלנים צופים כי המחירים יוסיפו לעלות.

איור 10
הדירות שנמכרו ומלאי הדירות שלא נמכרו, 2009 עד אפריל 2016



המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

[13] ב-12 החודשים שחלפו מאז שהתפרסם הנתון האחרון (יוני 2016).

ב. הסיכונים העיקריים המקומיים: מחירי הנכסים הפיננסיים[14]

מחירי הנכסים הפיננסיים – ובפרט האג"ח התאגידיות – רגישים לשינויים בריבית, והדבר טומן בחובו סיכון נוסף למערכת הפיננסית. במאי 2016 היוו האג"ח התאגידיות 13.5% מסך התיק של המשקיעים המוסדיים, והמניות היוו 7.4% ממנו. אלה חושפים את המשקיעים המוסדיים – ואת הציבור החוסך דרכם – לסיכון שמחירי הנכסים ירדו, אם כתוצאה מעלייה בריבית ואם כתוצאה מזעזועים אחרים[15].

לזהותו של המחזיק בנכסים הפיננסיים השפעה גדולה על התנהגותו בעת זעזוע משמעותי לשוק הנכסים שהוא מחזיק. קרנות הנאמנות משמשות למשקי הבית מכשיר חיסכון לטווח קצר ובינוני, ובהתאם לכך הן יסבלו מפדיונות גדולים יחסית בעת משבר. על כן קיים חשש שהן ימכרו את נכסיהן באופן מסיבי יחסית ויובילו לירידות מחירים נוספות. קרנות הנאמנות מחזיקות ב-22.8% מיתרת האג"ח התאגידיות הסחירות, ואף כי השיעור ירד בשנה האחרונה, הוא עדיין גבוה בהשוואה לשנים 2008—2012[16]. אם הקרנות ימכרו מספר גדול של אג"ח בתנאי לחץ, הדבר ישפיע לשלילה על מחיריהן, יפחית את שווין בתיקי החיסכון לטווח ארוך שמנהלים המשקיעים המוסדיים, ועל כן יוביל לירידה בשווי התיק כולו.

המרווח הממוצע של האג"ח התאגידיות נותר בחודשים האחרונים יציב ברמה נמוכה יחסית, ולאחר שבמשך תקופה ארוכה התקיים בשוק זה חשש משמעותי לתמחור חסר[17], כיום החשש נמוך יותר בעקבות כמה אינדיקטורים: מינוף החברות פחת והן משתמשות ברווחיהן הצבורים כדי לממן את פעילותן[18], מכפילי הרווח של החברות נמוכים מהממוצע בשנים האחרונות, וההסתברות לפשיטת רגל אינה גבוהה.

עם זאת, וכפי שהדגשנו קודם, מאחר שקרנות הנאמנות מחזיקות נתח גדול מהאג"ח התאגידיות, קיים חשש לתנודות מחירים גדולות בעת זעזוע.

עקב המרווחים הנמוכים עלה קצב הגיוסים נטו בשוק האג"ח התאגידיות הלא-פיננסיות, והגיוס נטו (הנפקות בניכוי פירעונות) של החברות הלא-פיננסיות (ללא חברות זרות) עמד ב-12 החודשים שקדמו ליוני 2016 על 5.2 מיליארדי ש"ח. את מרבית האג"ח התאגידיות מנפיקות חברות נדל"ן, וענף זה גייס ב-12 החודשים האחרונים כ-40% מסך הגיוס במגזר העסקי הלא-פיננסי.

בתחילת התקופה הנסקרת בלט במיוחד גיוס ההון של האג"ח הזרות: זה הגיע באמצע 2016 לכ-2 מיליארדי ש"ח, לאחר שב-2015 הוא הגיע ל-5.5 מיליארדים. כל ההנפקות בוצעו בארבעת החודשים הראשונים של 2016, ובמחצית הראשונה הן היוו 6% מסך ההנפקות. בעקבות זאת הגיעה יתרת האג"ח הזרות ל-6% מיתרת האג"ח בשוק המקומי, אולם משקלן ביתרת האג"ח בענף הנדל"ן עומד על כ-20%, ובהנפקות שנערכו בחודשים הראשונים של 2016 הוא אף גבוה יותר. משקלן משמעותי גם בשוק האג"ח השקליות הלא-צמודות – כ-12%. כתוצאה מכך משקלן גבוה במדדי מסחר מסוימים, כמו התל בונד השקלי, והדבר מחייב את הגופים המתחקים אחר מדדים אלה להשקיע באג"ח הזרות סכומים משמעותיים בין שהם מעוניינים להשקיע בחברה זרה ובין שהם אינם מעוניינים בכך. מסיבה זו ההתפתחויות במגזר הנידון צפויות להשפיע על השוק כולו יותר מאשר בעבר.

לאחרונה נקלעו כמה חברות לקשיים והודיעו כי לא יוכלו לעמוד בכל התחייבויותיהן. אירועים אלו עשויים להמחיש לפעילים בשוק כי באג"ח של חברות זרות קיימים סיכונים נוספים לאלו שקיימים באג"ח תאגידיות מקומיות[19]. בעקבות האירועים עלו מרווחי האג"ח של חברות נדל"ן זרות קטנות ובעלות דירוג נמוך והוקפאו כמה הנפקות חדשות של אג"ח זרות, אולם בשאר החברות לא ניכרת השפעה על המרווחים והם דומים למרווחים בעת ההנפקה. מההתפתחויות עד כה ניתן ללמוד כי הפעילים בשוק בוחנים את חברות הנדל"ן הזרות כקבוצה ייחודית, וכי האירועים השליליים בחברות ספציפיות משפיעים במידה מסוימת – אם כי לא גדולה לעת עתה – על כלל החברות בקבוצה זו.

---

14 ניתוח נרחב של סוגיית מחירי הנכסים מופיע בפרק 6.

15 עוד 3% מושקעים בתעודות סל שמתחקות אחרי מניות ואג"ח.

16 הכלכלנים בקרן המטבע הבין-לאומית ציינו לאחרונה כי הסיכון הנידון קיים בשוק האג"ח התאגידיות בארה"ב, מפני ששליש ממנו מוחזק בידי משקיעים קמעונאים (retail), בעיקר קרנות נאמנות (ראו: Global Financial Stability Report, October 2015).

17 ראו דוח היציבות הפיננסית מיוני 2015 ודוח של קרן המטבע על ישראל – IMF Country Report No. 15/261, September 2015. יש לציין כי התקופה הנסקרת בדוח מסתיימת בסוף יוני 2016.

18 ראו בנק ישראל (2016), *דוח בנק ישראל לשנת 2015*, פרק ד' ובפרט תיבה ד'-2.

19 דיון נרחב במאפייני הנפקות האג"ח של החברות הזרות ובסיכונים הנלווים אליהן מופיע בדוח היציבות הפיננסית מדצמבר 2014.

3. הסיכונים העיקריים – הסביבה העולמית

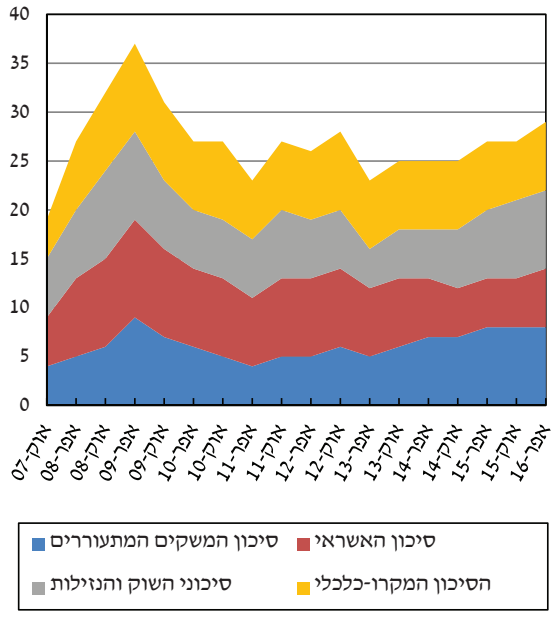
א. הסיכונים העולמיים העיקריים

בדוח על היציבות הפיננסית העולמית מאפריל[20] טענה קרן המטבע הבין-לאומית כי הסיכון הכולל ליציבות עלה מאז הדוח הקודם. כפי שמראה איור 12, הסיכון הכולל נמצא עתה ברמה הגבוהה ביותר שאליה הוא הגיע מאז המשבר הפיננסי העולמי.

סיכונים אחדים עלו במיוחד:

הסיכון הכולל נמצא ברמה הגבוהה ביותר מאז המשבר הפיננסי העולמי.

איור 11
אינדיקטורים לסיכונים ליציבות הפיננסית העולמית,
אוקטובר 2007 עד דצמבר 2015



המקור: קרן המטבע הבין-לאומית.

- סיכוני האשראי במשקים המפותחים עלו לראשונה מאז 2011, והעלייה התבטאה בעיקר (אך לא רק) במגזר הבנקאי של אירופה: המרווחים בין אג"ח הבנקים לאג"ח הממשלתיות עלו, וחלה ירידה חדה בשערי המניות של בנקים רבים. גם במגזר התאגידי נרשמה הרעה, בעיקר בארה"ב: תנאי האשראי ודירוגי האשראי של חברות ירדו בקצב המהיר ביותר שנרשם מאז 2010, ובמקביל חלה עלייה ניכרת בשיעור חדלות הפירעון. מאידך גיסא נרשם שיפור קל בסיכון האשראי של משקי הבית.
- התנאים המוניטריים והפיננסיים הידרדרו בעיקר בשל הידוק נוסף בתנאי האשראי, וזאת אף על פי שבנקים מרכזיים ברחבי העולם המשיכו להפחית את הריביות והרחיבו במידה ניכרת את השימוש בצעדים מוניטריים חריגים – לרבות ריביות שליליות[21], רכישת נכסים פיננסיים מגוונים, והלוואות נוחות מאוד למערכת הבנקאית.
- התנאים המקרו-כלכליים הידרדרו אף הם, בעיקר משום שהדפלציה העולמית העמיקה, אך גם משום שבכלכלות חשובות רבות חלו האטה בפעילות הכלכלית ועלייה בהסתברות למיתון.

סיכונים אחרים נותרו גבוהים אך ללא שינוי ניכר:

- סיכוני השוק והנזילות נותרו כמעט ללא שינוי, משום שאת הירידה בשערי המניות (התפתחות שהפחיתה מעט את הסיכון) קיזזה עלייה בחשיפות. יצוין כי שערי המניות בעולם הגיעו בפברואר לנקודת שפל מקומית, אך מאז הם עלו באופן ניכר ורמתם עתה נמוכה בפחות מ-10% מרמת השיא שאליה הגיעו לפני כשנה – התפתחות שמעלה שוב את הסיכון. עוד יצוין כי העליות שחלו במניות בארה"ב מתרחשות אף על פי שהמשקיעים השונים בהן – הגופים המוסדיים, קרנות הגידור ומשקיעים פרטיים – מוכרים נטו כבר תקופה ממושכת, ורק מגזר משמעותי אחד עומד מנגד, היינו התאגידים הרוכשים את מניותיהם שלהם (Buy Back) ומגייסים לצורך כך חוב נוסף. תופעות אלו מעלות באופן ניכר את הסיכון הטמון בשווקים הפיננסיים, ומתווספת אליהן העובדה שהמתאמים בין מדדי הנכסים השונים שבו לעלות בחודשים האחרונים.
- סיכון המשקים המתעוררים נותר כמעט ללא שינוי (ברמה הגבוהה שאליה הוא עלה בדוח הקודם), היות שירידה מסוימת בתנודתיות קיזזה את העלייה בסיכוני הנזילות ובסיכונים הטמונים בחוב התאגידי.

[20] Global Financial Stability Report, April 2016.

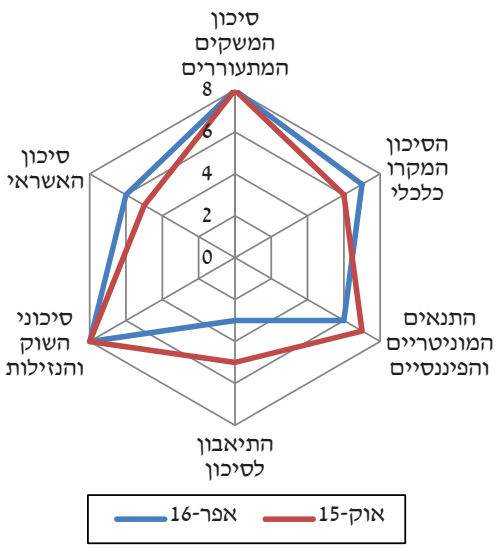
[21] אג"ח ממשלתיות ששווין עולה על עשרה טריליוני דולרים נסחרות עתה בתשואות שליליות.

כתוצאה מכל האמור פחת התיאבון לנטילת סיכונים.

דיאגרמת הרדאר המצורפת לדוח מסכמת את הסיכונים ליציבות הפיננסית העולמית:

הסיכונים עלו והנכונות ליטול סיכונים פחתה.

איור 12
הערכת הסיכונים ליציבות הפיננסית העולמית בעזרת דיאגרמת רדאר



האיור מחולק לשניים. חלקו העליון מציג את הסיכונים, והתחתון – את התנאים הכלכליים (המשפיעים על הסיכונים). ככל שהנקודה מתרחקת מהמרכז כך גדלים הסיכון (בחלק העליון), התיאבון לסיכון (בחלק התחתון) וההקלה המוניטרית (בחלק התחתון). לשם השוואה, בדוח מאפריל 2009 (שיא המשבר) נמצאו כל קדקודי הסיכון על הקו המרוחק ביותר מהמרכז או על זה שתחתיו, ואילו התיאבון לסיכון נמצא במרכז (כלומר אפסי).
המקור: קרן המטבע הבין-לאומית.

עוד סיכונים עלו מאוד בתקופה הנסקרת אך הם אינם באים לידי ביטוי מספק בדיאגרמת הרדאר של קרן המטבע הבין-לאומית:

- הסיכון הנובע מפגיעה באמון ביכולתם של קובעי המדיניות להשפיע על הכלכלה ועל השווקים: המהומה שהתחוללה בשווקים בחודשיים הראשונים של השנה הגבירה את אי-הוודאות ואת החששות מכך שההתפתחויות בשווקים הפיננסיים יזלגו לכלכלה הריאלית. כתוצאה מכך הנמיך ה-Fed במידה משמעותית את תחזיותיו בנוגע לקצב העלאות הריבית בשנה הקרובה, והבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) והבנק המרכזי של יפן העמיקו את השימוש בצעדים מוניטריים חריגים. התגובה המפתיעה של השווקים לצעדים שנקטו שני האחרונים – התחזקות האירו והין והירידות בשערי המניות באירופה וביפן – הגבירה את החששות מכך שצעדים מוניטריים מרחיבים יאבדו את השפעתם על הכלכלה ועל השווקים, וקרן המטבע הזכירה את הסיכון הזה.
- הסיכון הנובע מהתוצאות שהתקבלו במשאל העם בנוגע לפרישת בריטניה מהאיחוד האירופי: פירוט מופיע בסעיף הבא.
- הסיכון הנובע משוק החוב של סין: קרן המטבע הדגישה (שוב) את האתגר המשמעותי הניצב בפני סין – סין רוצה (וצריכה) לשנות את מבנה הצמיחה שלה בלי לגרום בתוך כך להאטה חריפה. הקושי לנהל תהליך מורכב זה מתגבר בגלל רמת המינוף הגבוהה של החברות במדינה מחד גיסא, והרצון להפוך את שוקי ההון שלה לפתוחים יותר מאידך גיסא. לקראת סוף הרבעון הראשון השתפרו ביצועי הכלכלה הסינית, אך השיפור נבע בעיקר מהאצה ניכרת של מתן האשראי בסין, וקרן המטבע ציינה כי קיים קושי במתן אשראי לתחומים שסובלים זה מכבר מעודף בכושר הייצור ומרווחיות נמוכה: צעד זה עשוי אמנם לדחות את ההרעה המיידית, אך הוא מגדיל את הסיכון הפיננסי. נוסף לכך נרשמו ירידה ברווחי התאגידים הסיניים ועלייה במרווחי האשראי ובשיעור פשיטות הרגל של תאגידים סיניים (חלקם ממשלתיים). נתונים אלה מהווים כולם סימנים לכך שהסיכון מתחיל להתממש.

ב. הסיכונים המרכזיים הנשקפים למשק הישראלי מהעולם[22, 23]:

- הסיכון הנשקף ליציבות העולמית מהמשקים המתעוררים נותר בתקופה הנסקרת ברמה גבוהה מאוד. משקים מתעוררים רבים סובלים מחולשות מבניות

[22] כל הסיכונים שנתאר צפויים להשפיע על ישראל בעיקר דרך ערוץ השווקים הפיננסיים וירידה ברצון ליטול סיכונים פיננסיים. המשק הישראלי והמוסדות הפיננסיים הישראליים חשופים ישירות למוקדי הסיכון במידה נמוכה מאוד. עם זאת, הרעה כלכלית ניכרת במדינות היעד ליצוא הישראלי צפויה להביא לירידה בביקוש לו ולפגיעה במשק הישראלי.

[23] הסיכונים מסודרים לפי מידת חומרתם להערכתנו, ושני הראשונים הם המרכזיים שביניהם.

מהותיות – בהן גירעונות גדולים בחשבון השוטף וחובות גדולים במט"ח (אלה אף עלו מאז המשבר הכלכלי העולמי) – ועל כן צפוי כי הם יהוו את הערוץ המרכזי שדרכו זעזועים ממוקדים (בעיקר אלו שמקורם בסין) יזלגו לעולם כולו. טענה זו מקבלת חיזוק מהעובדה שהבנקים והמשקיעים בעולם חשופים למדינות המתעוררות השבירות הרבה יותר מכפי שהם חשופים לסין.

הירידה במחירי האנרגיה והסחורות, תהליך שהגיע לשיא בחודשיים הראשונים של השנה, גרמה לפגיעה חמורה ביצואניות הסחורות והאנרגיה מקרב המדינות המתעוררות: הביקושים ליצוא שלהן הוסיפו לרדת בחדות ומחירי היצוא ירדו. מחירי המתכות התעשייתיות והאנרגיה אמנם עלו מאז בעשרות אחוזים, אולם גם המחירים הנוכחיים נמוכים משמעותית מהמחירים הנדרשים לאיזון תקציבי של המדינות הנידונות, וגורמי היסוד (היינו עודף בכושר הייצור וביקושים עולמיים נמוכים יחסית) נותרו בעינם. על כן גם הסיכונים לכלכלות אלו (כמו גם לתאגידים בתחומי האנרגיה והמתכות התעשייתיות) נותרו בעינם.

הירידה החדה ברצון ליטול סיכונים פיננסיים, תהליך שהגיע לשיא בפברואר, הובילה ליציאת הון ממשקים מתעוררים ולפיחותים ניכרים בשערי המטבעות שלהם, והדבר הגביר את החששות מפני מצב שבו הם יתקשו לפרוע את חובותיהם במט"ח. חלק ממשקים אלה המשיכו למכור מט"ח מיתרותיהם כדי למנוע את המשך ההתדרדרות בכלכלה והיחלשות המטבע.

החולשה בסין השפיעה גם על מדינות שמתאפיינות ביצוא טכנולוגי ומייצאות חלק גדול מתוצרתן לסין, למשל קוריאה וסינגפור. אולם בטווח הבינוני מדינות אלה – כמו גם ישראל – עשויות לצאת נשכרות מהצלחת השינוי המבני בסין היות שהוא יגדיל את כוח הצריכה של אזרחי סין (יצואניות הסחורות לעומת זאת לא יצאו נשכרות בטווח הבינוני, משום שקרוב לוודאי כי הפגיעה הכלכלית בהן תימשך).

- הסיכון הנשקף מסין למשק העולמי וליציבותו הוסיף לעלות בתקופה הנסקרת. החששות לגבי מצבה הכלכלי של סין נרגעו במידה מסוימת לאחר שבתקופה האחרונה התפרסמו נתונים ריאליים חזקים יחסית, אולם הסיכון המהותי הנשקף ממנה – הסיכון שמתרכז בחובה התאגידי – מוסיף לעלות. הנתונים הריאליים החזקים קיבלו כאמור תמיכה מגידול משמעותי במתן האשראי, אך מאחר שחלק ניכר ממנו ניתן למגזרים בעייתיים – מגזרים שסובלים מפריון נמוך ומעודף בכושר הייצור, בראשם מגזר המתכת – נתונים אלה אינם מהווים סימן מעודד. הם אף הביאו את הכלכלן הראשי של קרן המטבע להדגיש כי הקרן "מודאגת מאיכות הצמיחה של סין ולא משיעורה".

כמה סימנים מעידים כי במצב החברות בסין חלה הרעה מתמשכת: שיעור המינוף של החברות בסין גבוה במיוחד, במגזרים שתודלקו באשראי מאז תחילת השנה יש שיעור רווחיות אפסי, מספר הימים שחברות צריכות להמתין לקבלת תשלום הגיע לשיא, שיעור חדלות הפירעון מוסיף לעלות, המרווחים מתרחבים (הגם שרמתם עדיין איננה גבוהה ביחס לעבר), ושיעור החובות הרעים של הבנקים בסין ממשיך לעלות. אולם לפי ההערכה הרווחת, הסיכויים לנחיתה קשה בסין נותרו מתונים.

הגופים הישראליים מתאפיינים בחשיפות פיננסיות אפסיות לסין. אולם מאחר שמשבר בסין – במידה שיתרחש – יישא אופי גלובלי, ומאחר שישראל מגדילה במהירות את נפח המסחר עִמה, משבר שם עלול להשפיע על ישראל ועל יציבותה באופן ניכר.

- הסיכון הנשקף מאירופה ליציבות הפיננסית העולמית עלה מאוד, בעיקר מפני שבריטניה החליטה לפרוש מהאיחוד האירופי. בטווח המיידי הובילה ההחלטה להיחלשות ניכרת של המטבע הבריטי ולירידות חדות במדדי המניות בעולם (בעיקר במגזר הפיננסי של אירופה), אך רובן תוקנו בתוך שבועות ספורים. קרן המטבע מעריכה כי הנזק המצטבר שהמהלך יגרום לכלכלת בריטניה בשנים הבאות עומד על 1.5%—5%. אולם הסיכון העיקרי לכלכלה העולמית מצוי במישור הפוליטי – כלומר בקריאות למשאלי עם דומים בהרבה מדינות נוספות באירופה ובעליית ההסתברות לפרישתן מהאיחוד עד כדי פירוק האיחוד וגוש האירו[24]. בכל מקרה נראה כי עתה צפויה תקופה ממושכת של חוסר ודאות פוליטית וכלכלית באירופה, וזו תשפיע על

[24] בבחירות הכלליות שנערכו בספרד לאחר פרישת בריטניה נחלשה המפלגה האירו-סקפטית podemos, והדבר מצמצם מעט את סיכון ההדבקה.

השווקים הפיננסיים ועל נכונות החברות לבצע השקעות הון.

גם הסיכון שיוון מהווה ליציבותו של גוש האירו שבועלה לאחר שהתברר כי היא שוב אינה עומדת בתנאי ההסכם, אולם נראה שלפחות במקרה זה תמשיך הטרויקה לתחזק את ההסכמים ותימנע מדחיפתה של יוון אל מחוץ לגוש.

הפליטים באירופה ממשיכים להוות מוקד לחוסר יציבות חברתית במדינות החלשות של היבשת ולהתערערותה של תחושת השותפות באיחוד. בעיה זו רק מחריפה מצב בעייתי ממילא: רמות החוב באירופה נותרו גבוהות, הצמיחה והביקושים המקומיים חלשים ובלתי מאוזנים, המגזר העסקי מתאפיין ברמות מינוף גבוהות, הכלכלה הגלובלית חלשה, ואירופה סובלת מפרגמנטציה כלכלית ומקיטוב פוליטי.

אשר לצד המקרו, נראה שסיכוני הדפלציה פחתו אולם התחזקותו המפתיעה של האירו – חרף הצעדים המרחיבים ביותר שנקט ה-ECB – צפויה להקשות על האצת קצב הצמיחה של אירופה, וזו כנראה תוסיף לצמוח בקצב מתון ביותר. החלטתה של בריטניה לפרוש מהאיחוד האירופי צפויה לפגוע עוד בקצב הצמיחה.

- בתקופה הנסקרת עלה סיכון חדש – החשש מפני כישלון המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד. החשש מפני סיכון זה עלה לאחר התגובה המפתיעה של השווקים והמטבעות באירופה וביפן להרחבות האחרונות שערכו הבנקים המרכזיים בהן. גם כעבור שמונה שנים מפרוץ המשבר לא עלה בידי ההרחבות המוניטריות הפרמננטיות להוביל להאצה משמעותית של קצב הצמיחה, והדבר גרם לקרן המטבע לציין לאחרונה את הסיכון הזה ולהדגיש כי הצעדים הבאים מוכרחים להתרכז בעיקר במישור הפיסקלי ולהתמקד בתחומים המעודדים חדשנות וצמיחה.

חוסר הבהירות הגובר באשר לקצב של העלאות הריבית בארה"ב ובאשר לצעדים המוניטריים והפיסקליים הצפויים במקומות אחרים בעולם – ועִמו והתפשטות הדיונים לגבי נקיטת צעדים מוניטריים קיצוניים עוד יותר, ביניהם "פיזור כסף ממסוק" ("Helicopter Money") – מהווים כולם סיכון גובר לסנטימנט המשקיעים. הגם שלהערכתנו לסיכון זה אין סיכוי גבוה להתממש – שכן ארגז הכלים של הבנקים המרכזיים מכיל הרבה אפשרויות נוספות – די בחששות הגוברים כדי להביא לעליית התנודתיות והסיכונים בשווקים. ערוצי התמסורת לישראל פורטו בסעיף העוסק בסיכונים המקומיים העיקריים.

- הסיכון הגיאו-פוליטי לא השתנה מהותית בתקופה הנסקרת. המלחמות המתמשכות נגד ארגון המדינה האסלמית בסוריה ובעיראק, העוינות הגוברת בין איראן וסעודיה, ובעיקר גל הטרור האסלמי באירופה וההגירה המסיבית של פליטים אליה (בעיקר מסוריה) – כל אלה מהווים סיכון ליציבות הכלכלית העולמית. אולם האיום הישיר הנשקף לישראל ממדינות אויב ומגל הטרור הפלסטיני פחת במידת מה, ומדדי ה-CDS של ישראל עלו אך במעט והם ממשיכים להימצא ברמה נמוכה מזו ששררה בשנים האחרונות. גם התשואות על אג"ח ממשלתיות נותרו נמוכות והשקל הוסיף להתחזק – עדות לכך שמשקיעים בעולם מייחסים רק חשיבות מוגבלת לאירועים הביטחוניים בישראל. אנו מעריכים כי המשברים הללו יתמתנו, אולם קיים סיכון שהם יוליכו לפגיעה משמעותית יותר.
- סיכון הריביות הנמוכות מתגבר ככל שמתארכת התקופה שבה הריביות נותרות ברמות אפסיות. התשואות בעולם ירדו עוד והגיעו לרמת שפל היסטורית בכל המשקים כמעט, וחלק גדול מהשוק העולמי של האג"ח הממשלתיות בדירוג השקעה נסחר עתה בתשואות שליליות. אפילו בארה"ב שבו התשואות וירדו לאחר שחברי ה-Fed (ובראשם הנגידה) שינו את הטון ליוֹני (dovish) הרבה יותר בשל המהומה שנוצרה בשווקים, בין השאר עקב העלאת הריבית בארה"ב. תשואות נמוכות אלו גורמות למשקיעים לתמחור לקוי של הסיכונים, והדבר מגדיל את הסיכון בשווקים הפיננסיים ופוגע בתשואה הצפויה על החיסכון ארוך הטווח בעולם ובישראל. כתוצאה מכך המשקיעים עלולים להשקיע את החיסכון הפנסיוני באפיקים מסוכנים שאינם תואמים את אופיים, והצריכה המצרפית עלולה להתכווץ עקב ירידה של ביטחון החוסכים בעתידם לאחר הפרישה.

4. המערכת הבנקאית

בשנת 2015 הוסיפה המערכת הבנקאית בישראל לשמור על חוסנה ולחזק את יציבותה, וזאת על רקע צמיחה מתונה, סביבת ריבית נמוכה, המשך עלייה במחירי הדיור, ושיפור בשוק העבודה המקומי. יציבותה של המערכת מקבלת תמיכה מהמשך צבירת ההון ומקביעת יעדי הון שהולמים את פרופיל הסיכון של הבנקים, מהמשך הצמצום בחשיפה ללווים גדולים, מהירידה המתמשכת בריכוזיות תיק האשראי, ומכך שרמת הנזילות גדלה השנה. ליציבות תרמה גם העובדה שפעילות הפיקוח בשנים האחרונות תומכת באימוץ תקני רגולציה עולמיים מתקדמים ומסגרות עבודה חדשות לניהול סיכונים בתחומי הפעילות השונים. השנה שיפרה המערכת הבנקאית את רווחיותה, אך הגידול ברווח אינו משקף ברובו שיפור בסביבה או בפעילותן העסקית של הקבוצות, אלא נובע בעיקר מהתפתחויות נקודתיות וחד-פעמיות שחלו אשתקד והשנה. עמידות המערכת הבנקאית משתקפת גם בתוצאות מבחני הקיצון שהפיקוח על הבנקים ערך השנה: אלה בדקו את יכולתה של המערכת להתמודד עם זעזועים מסוגים שונים, לרבות זעזועים בשני מוקדי סיכון עיקריים – ענף הבינוי והנדל"ן והאשראי לדיור.

סך הפעילות הוסיף להתרחב השנה חרף גידולו המתון של התוצר, ונראה כי נמשכו ההתפתחויות שאפיינו את תיק האשראי בשנים האחרונות – בכלל זה נמשכה התחלופה בין האשראי לעסקים גדולים לבין האשראי למשקי הבית ולעסקים הקטנים. האשראי למשקי הבית הוסיף להתרחב נוכח ההתפתחויות בשוק הדיור, הביקוש הגבוה לאשראי מסוג זה והגידול בצריכה הפרטית. נוסף לכך המשיכו הבנקים להגדיל את האשראי לענף הבינוי והנדל"ן, ויחד עם האשראי לענף הדיור הוא מהווה כ-45% מתיק האשראי הבנקאי. האשראי העסקי גדל באופן מתון, והדבר נבע מהתרחבות האשראי לעסקים הקטנים לצד צמצום יתרות האשראי ללווים הגדולים.

המערכת הבנקאית נערכת להתגברות הסיכונים הקיברנטיים בישראל ובעולם, ובמקביל ממשיכה לפעול לצמצום החשיפה לסיכוני הציות, לרבות לסיכון חוצה הגבולות הכרוך בפעילות בנקאית מול תושבי חוץ. החשיפה לסיכוני הציות הנובעים מפעילות חוצת גבולות צומצמה בשנים האחרונות, בין היתר באמצעות צמצום הפעילות בחו"ל ומכירת חלק מהשלוחות. סיכונים אלו מציבים בפני המערכת הבנקאית אתגר, בפרט משום שהפיקוח והאכיפה על גופים פיננסיים מתגברים בארץ ובעולם.

א. התוצאות העסקיות

סך הרווח הנקי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות הסתכם בשנת 2015 בכ-8.2 מיליארדי ש"ח. התשואה להון עמדה על כ-9.1% – מעט מעל לממוצע של השנים האחרונות ודומה לרווחיות הממוצעת במדינות ה-OECD. הרווחיות גדלה השנה, אולם ניכר כי רוב הגידול אינו משקף שיפור בסביבה או בפעילותן העסקית של הקבוצות, אלא נובע מהתפתחויות נקודתיות וחד-פעמיות שהשפיעו על הרווח לחיוב השנה ולשלילה אשתקד. השנה כללו התפתחויות אלה בעיקר מימוש מניות ומכירת בניינים בקבוצת לאומי[25], ואשתקד הן כללו בעיקר התממשות סיכון חוצה גבולות והפעלת תכניות פרישה מרצון[26].

נוסף על ההתפתחויות החד-פעמיות השפיעו על רווחי הקבוצות גורמים אקסוגניים למערכת, ובדומה לשנים האחרונות גם השנה הם פעלו לשחיקת ערוצי הרווח המבניים של הבנקים. סביבתה הנמוכה של ריבית בנק ישראל המשיכה לפעול לצמצום המרווח הפיננסי[27], ובהתאם לכך – לירידה בהכנסות הריבית נטו ובמשקלן בסך ההכנסות. מנגד יש לציין כי סביבת הריבית הנמוכה תורמת גם לרמה נמוכה של הפרשות להפסדי אשראי. נוסף לכך, הצמיחה המתונה והתחרות הרבה שמציב השוק החוץ-בנקאי על האשראי העסקי הובילו לצמצום בהזדמנויות העסקיות של הבנקים. אלה, לצד ההתפתחויות בשוק הדיור, פעלו לגידול בחלקו של תיק האשראי לדיור, המתאפיין בשיעורי הכנסה נמוכים.

מתוך ניסיון להתמודד עם השחיקה במקורות הרווח, לגוון את ערוצי הרווח נושאי הריבית ולשפר את יחסי ההון, הבנקים פועלים בשנים האחרונות להרחבת היקפי הפעילות

---

[25] קבוצת לאומי רשמה השנה רווח של כ-1,251 מיליוני ש"ח (לפני מס) ממכירת "החברה לישראל", "מובילאיי", "דרך ארץ" וקרן "ספרה", וכן רווח של 380 מיליוני ש"ח ממכירת בניינים בחברת הבת בארה"ב.

[26] קבוצת לאומי שילמה בשנת 2014 קנס בסך מיליארד ש"ח בגין עבירות על חוקי המס, במסגרת הסדר עם הרשויות האמריקאיות. קבוצות דיסקונט והפועלים רשמו הוצאות פרישה מרצון בסך 548 ו-355 מיליוני ש"ח, בהתאמה, כתוצאה מיישומן של תכניות התייעלות.

[27] היחס בין הכנסות הריבית נטו לסך הנכסים הכספיים המניבים הכנסות מימון.

במגזרי העסקים הקטנים והאשראי הצרכני, ולמהלך מתלווה ירידה של המרווחים במגזרים אלה. כמו כן הבנקים פועלים להגדלת הכנסות המימון שאינן מריבית, בעיקר על ידי מימוש נכסים מהתיק הזמין למכירה.

ב. הלימות ההון

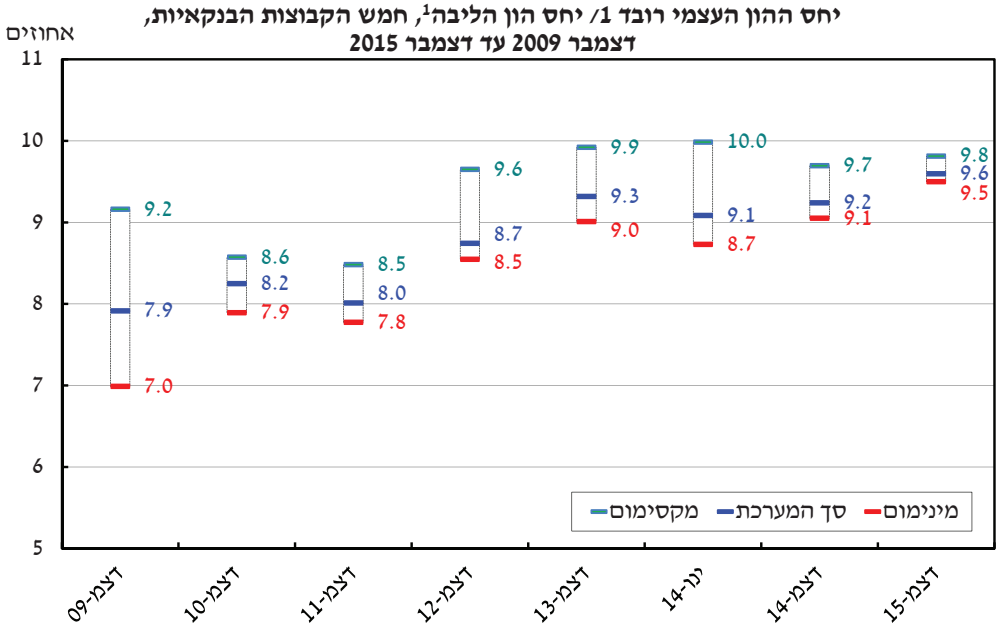
הפיקוח על הבנקים ומערכת הבנקאות הישראלית פעלו בשנים האחרונות להגדלת ההון תוך יישום הגישה הסטנדרטית והשמרנית, ותוך אימוץ המלצות באזל III והוראות נוספות – מהלכים שהובילו להקטנת ההון העצמי: יחס ההון העצמי רובד 1 עלה בשש השנים האחרונות ב-1.7 נקודת אחוז והגיע ל-9.6%. עלייה זו התרחשה הודות לרווחים שהבנקים צברו והודות לכך שנכסי הסיכון עלו במידה מתונה בלבד, בין היתר כתוצאה מהרחבת האשראי למשקי הבית ולעסקים הקטנים על חשבון האשראי ללווים העסקיים הגדולים, המשוקלל במשקלות סיכון גבוהים יותר. תהליך בניית ההון וחיזוקו עדיין נמשך, והבנקים צפויים להגיע ליעדי הון גבוהים מאלו שנקבעו במארס 2012 (9% לכלל התאגידים הבנקאיים ו-10% לבנקים לאומי והפועלים).

השנה פרסם הפיקוח על הבנקים הוראה בנושא יחס המינוף, בהתאם להמלצות באזל III, וזו קובעת כי כלל התאגידים הבנקאיים נדרשים לעמוד ביחס מינוף שלא יפחת מ-5% עד ה-1 בינואר 2018, והבנקים לאומי והפועלים נדרשים לעמוד במועד זה ביחס של 6% לפחות. דרישות אלה גבוהות מדרישת הסף שנקבעה במסגרת באזל III למשך תקופת מעבר (3%), וישנן עוד רשויות פיקוח שקבעו דרישות הון גבוהות יותר. נכון להיום כל הקבוצות הבנקאיות עומדות ביעד המינוף הנדרש, ורמתו של יחס המינוף במערכת הבנקאות הישראלית גבוהה בהשוואה לרמה במדינות ה-OECD.

יחס הלימות ההון הכולל של חמש הקבוצות הבנקאיות נותר בשנים האחרונות ללא שינוי מהותי, בעיקר מפני שהבנקים לא הנפיקו מכשירים שהמלצות באזל III קובעות כי הם כשירים להיכלל בהון רובד 1 נוסף ובהון רובד 2. נוסף לכך, החל מה-1.1.2014 הבנקים מפחיתים בהדרגה, בהתאם להוראות מעבר, את יתרת המכשירים שאינם כשירים

בשנים האחרונות הגדילו הבנקים את יחס ההון העצמי רובד 1.

איור 13
יחס ההון העצמי רובד 1/ יחס הון הליבה[1], חמש הקבוצות הבנקאיות,
דצמבר 2009 עד דצמבר 2015



[1]הנתונים עד דצמבר 2013 הם במונחי באזל II (יחס הון הליבה), והנתונים מינואר 2014 ואילך הם במונחי באזל III בהתאם להוראות המעבר (יחס ההון העצמי רובד 1).
המקור: דוחות כספיים לציבור, דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי הפיקוח על הבנקים.

עוד כהון פיקוחי. בחודשים האחרונים אישר הפיקוח על הבנקים לראשונה כמה הנפקות של מכשירי הון מסוג CoCo (Contingent Convertible), ואלה כשירים להיכלל בהון רובד 2[28] (הרחבה מופיעה בתיבה 1).

ג. סיכון האשראי[29]

בשנת 2015 נמשך השיפור במדדים לאיכות תיק האשראי וניכר כי הבנקים הוסיפו לצמצם משמעותית את ריכוזיות האשראי לפי גודל הלווה. אולם הגידול בהיקפי האשראי למשקי הבית (לדיור ושאינו לדיור) ובאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, והמתאמים ביניהם, הוסיפו להעצים את הסיכון למערכת הבנקאית. האשראי העסקי צמח באופן מתון בלבד, והדבר נבע מגידול באשראי למגזר העסקים הקטנים לצד צמצום יתרות האשראי ללווים הגדולים.

האשראי המאזני של סך חמש הקבוצות הבנקאיות התרחב ב-5%, בדומה לקצב גידולו של התוצר הנומינלי, והסתכם ב-911 מיליארדי ש"ח. בדומה לשנים האחרונות, ההתרחבות בתיק האשראי המאזני נבעה בעיקר מכך שהאשראי למשקי הבית הוסיף לצמוח בשני רכיביו – האשראי לדיור והאשראי הצרכני (שלא לדיור). האשראי לענף הבינוי והנדל"ן הוסיף לצמוח גם הוא, ובמקביל לכך המשיך הענף לגייס מקורות מימון חוץ-בנקאיים. הגידול בהיקפי האשראי לדיור ולענף הבינוי והנדל"ן, והמתאמים הקיימים ביניהם, הוסיפו להוות מוקד סיכון למערכת הבנקאית, במיוחד משום שחלקם (יחד) בתיק האשראי הבנקאי טיפס בסוף התקופה הנסקרת ל-45%. גם העובדה שסביבת הריבית נמוכה במשך זמן רב מעצימה את סיכון האשראי, בין היתר משום שהיא (א) עלולה לעודד משקיעים ליטול סיכונים גדולים יותר בחיפוש אחרי תשואות, ו-(ב) מגבירה את הסיכון למינוף יתר של הלווים ולכן עלולה להוביל לעלייה במחירי הנכסים ואולי אף לתמחור חסר של הסיכונים הגלומים בהם – אם כי החשש לתמחור חסר דווקא פחת השנה[30].

האשראי העסקי גדל השנה (2%), וחלקו בסך תיק האשראי הבנקאי המשיך לרדת זו השנה השישית ברציפות והגיע ל-43% בלבד. רוב הגידול נבע מהתרחבות האשראי למגזר העסקים הקטנים. היצע האשראי העסקי בבנקים גדל בשנים האחרונות במתינות כתוצאה ממדיניות מכוונת שהבנקים אימצו במטרה לצמצם את חשיפתם ללווים הגדולים ולקבוצות העסקיות הגדולות, ובמטרה להתמקד במגזר משקי הבית ובלווים העסקיים הקטנים. מדיניות זו הוליכה בין השאר להמשך הירידה בריכוזיות תיק האשראי – התפתחות שמתבטאת בשיפור במדדי הריכוזיות – והיא הושפעה גם מהמגבלות הרגולטוריות על חבות של לווה ושל קבוצת לווים. להתמקדות הבנקים באשראי לעסקים הקטנים ולהתרחבותו תרמה העובדה שמגזר זה רווחי בהשוואה למגזרים העסקיים האחרים והתשואה לנכסים בו גבוהה יחסית, אם כי רווחיות זו נשחקה בשנים האחרונות. יש להביא בחשבון שמגזר העסקים הקטנים מגלם רמת סיכון גבוהה ביחס לשאר המגזרים, והדבר נובע משני גורמים עיקריים: ראשית, בין התאגיד הבנקאי לבין בעלי העסקים הקטנים יש אסימטריה במידע – פועל יוצא של היעדר מידע איכותי וזמין באשר למצבו של הלווה; שנית, לבעלי העסקים הקטנים אין בדרך כלל הכשרה ניהולית או פיננסית. בפועל סיכון האשראי מתבטא בכך ששיעור ההוצאה להפסדי אשראי במגזר העסקים הקטנים גבוה באופן משמעותי מהשיעור במגזרים האחרים.

האשראי למשקי הבית המשיך לגדול במהלך 2015, וחלקו בסך תיק האשראי הבנקאי גדל משמעותית בעשור האחרון – משיעור של 32% לשיעור שיא של קרוב למחצית. אשראי זה התרחב בשנים האחרונות במהירות על רקע סביבת הריבית הנמוכה, העלייה בביקוש לדירות והגידול בצריכה הפרטית. את האשראי למשקי הבית בישראל מספקים בעיקר הבנקים (כ-91%), ובשנים האחרונות חלקם בסך החוב של משקי הבית גדל, אף כי בשיעורים נמוכים יחסית. במקביל המשיך לגדול היקף האשראי למשקי הבית שמעמידים הגופים החוץ-בנקאיים, אם כי חלקו עדיין נמוך.

---

[28] בדצמבר 2015 גייס בנק מזרחי-טפחות 417 מיליוני ש"ח באמצעות הנפקה פרטית של כתבי התחייבות נדחים מותנים מסוג CoCo, הכוללים מנגנון לספיגת הפסדים באמצעות מחיקת הקרן. בינואר 2016 גייס הבנק עוד כ-183 מיליוני ש"ח.
בינואר 2016 גייס בנק לאומי 926 מיליוני ש"ח באמצעות הנפקת כתבי התחייבות נדחים מסוג CoCo, הכוללים מנגנון לספיגת הפסדי קרן שבמסגרתו יומרו כתבי ההתחייבויות הנדחים למניות רגילות של הבנק במצבים מסוימים.

[29] הניתוח בחלק זה מבוסס על הנתונים של סך חמש הקבוצות הבנקאיות.

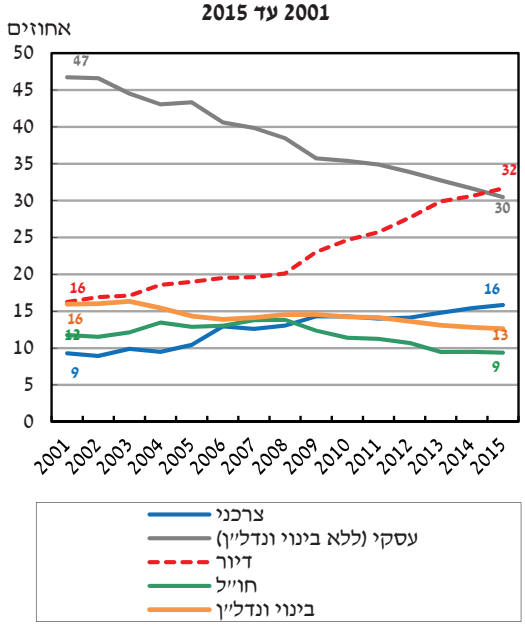
[30] החשש לתמחור חסר של הסיכונים פחת השנה היות שחלה עלייה מתונה בתשואות על האג"ח הממשלתיות. עלייה זו מתרחשת אף שרמת ה-CDS של ישראל נמוכה בהשוואה בין-לאומית.

האשראי לדיור מהווה כשני שלישים מסך האשראי למשקי הבית, ובדומה לשנים האחרונות גם השנה הוא התרחב במהירות: הוא צמח ב-9% והסתכם ב-289 מיליארדי ש"ח. חלקו של אשראי זה בתיק האשראי הבנקאי המשיך לגדול והגיע ל-32%, בהשוואה ל-20% בתחילת העשור. היקף הביצועים החודשיים של ההלוואות למטרת מגורים הוסיף לגדול השנה ועמד בממוצע על 5.4 מיליארדי ש"ח – בהשוואה ל-4.3 מיליארדים אשתקד – וביוני הוא אף הגיע לשיא היסטורי של 7 מיליארדי ש"ח. עם זאת, בעקבות הצעדים הרגולטוריים שהפיקוח על הבנקים נקט בשנים האחרונות בתחום האשראי לדיור, מאפייני הסיכון של ההלוואות החדשות למטרת מגורים נותרו השנה נמוכים.

האשראי הצרכני התרחב ב-8% והגדיל את חלקו בסך תיק אשראי הבנקאי ובתוצר. השנה נמשכו הגידול בשיעור הביצועים החדשים בטווחי פירעון ארוכים (6—8 שנים) והירידה בשיעור הביצועים החדשים בטווחי פירעון קצרים יותר (0—5 שנים). מגמה זו – ועמה מגמות נוספות – עלולות להעיד על גידול הדרגתי בסיכון.

השנה הוסיפו הבנקים להרחיב את האשראי למשקי הבית (האשראי הצרכני והאשראי לדיור), וחלקו בסך תיק האשראי גדל משמעותית בעשור האחרון.

איור 14
ההתפלגות של יתרת האשראי המאזני לפי ענפי המשק, חמש הקבוצות הבנקאיות, 2001 עד 2015



המקור: דוחות כספיים לציבור ודיווחים לפיקוח על הבנקים.

ד. סיכוני השוק

המערכת הבנקאית חשופה לסיכון הריבית ולסיכון בסיסי ההצמדה. בדומה לשנים קודמות, מרבית הבנקים חשופים לעליית ריבית בכל מגזרי ההצמדה. ההפסד הפוטנציאלי בשווי ההוגן נטו של הון הבנקים (החשופים לעליית ריבית), כתוצאה מעלייה של נקודת אחוז בשיעורי הריבית, נע בסוף 2015 בין 2.8% ל-8.4% – ללא שינוי ניכר יחסית לאשתקד[31]. זוהי רמת חשיפה נמוכה יחסית לחשיפות האשראי. החשיפה של המערכת הבנקאית לסיכון בסיסי ההצמדה ירדה מעט השנה, וההפסד הפוטנציאלי כתוצאה מהשינויים המרביים באינפלציה ובשער החליפין עמד בסוף 2015 על 384 מיליוני ש"ח בלבד, המהווים 0.5% מסך ההון של חמש הקבוצות[32]. בדומה לשנים קודמות, מרבית הבנקים היו חשופים לפיחות בשער השקל ולירידה בלתי צפויה של מדד המחירים לצרכן.

ה. סיכון הנזילות

בחודש אפריל 2015 החלה מערכת הבנקאות הישראלית ליישם בפועל את המלצות באזל III בעניין יחס כיסוי הנזילות (LCR, Liquidity Coverage Ratio) – היחס הבוחן את יכולתם של הבנקים לעמוד בתרחיש קיצון משמעותי שנמשך שלושים יום[33]. אימוץ ההמלצות ויישומן מהווים צעד משמעותי נוסף בדרך לאימוץ כולל של באזל III בישראל ובדרך לשיפור ניהול הסיכונים, חוסנם של הבנקים, ויכולתם לספוג זעזועים מסוגים שונים. במהלך השנה חל שיפור בנזילותם של הבנקים הישראליים וביכולתם לעמוד בהתחייבויותיהם קצרות הטווח. התפתחות זו מיתרגמת לרמת נזילות נאותה במערכת כולה, והדבר משתקף בעלייה

31 השווי ההוגן נטו של הון הבנק שווה להפרש בין השווי ההוגן של הנכסים הפיננסיים ובין השווי ההוגן של ההתחייבויות הפיננסיות והאחרות בכל מגזרי ההצמדה, בתוספת השפעתם של מכשירים פיננסיים נגזרים.

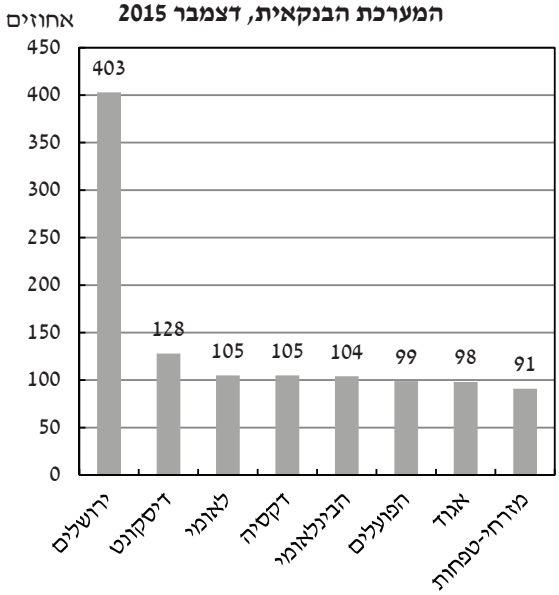
32 השינוי המרבי באינפלציה ובשער החליפין נקבע על פי השינויים החודשיים שחלו, בהתאמה, בציפיות האינפלציה ובשער החליפין הנומינלי של השקל כנגד הדולר לאורך 7 השנים האחרונות, בהנחה שההתפלגות נורמלית וברמת מובהקות של 99%.

33 המלצות הוועדה נוסחו והותאמו לישראל במסגרת הוראת ניהול בנקאי תקין 221.

בערכו של יחס כיסוי הנזילות. כמו כן הדבר משתקף באיכותם הגבוהה של הנכסים הנזילים ובהרכבם היציב של המקורות – זה נשען יותר על פיקדונות קמעונאיים ופחות על מימון סיטונאי פיננסי, מימון שנוטה להתייבש בעתות משבר. ערכו של יחס כיסוי הנזילות היה גבוה מדרישת המינימום שנקבעה בהוראה לינואר 2016 (80%)[34], והשיפור בערכו התרחש הן בפעילות במטבע ישראלי והן בפעילות במטבע חוץ. עם זאת, איכות המקורות נפגמה מעט השנה מפני ששיעורם של הפיקדונות המיידיים לפי דרישה עלה – לנוכח הירידות שנרשמו בשוק ההון במחצית השנייה של השנה וסביבת הריבית הנמוכה.

יחס כיסוי הנזילות עמד על ערך גבוה מהמינימום הרגולטורי (80%, נכון לינואר 2016) בכל הקבוצות הבנקאיות והבנקים העצמאיים.

איור 15
יחס כיסוי הנזילות (סך הפעילות)[1], סך המערכת הבנקאית, דצמבר 2015



[1] מחושב על בסיס מאוחד ועל בסיס יתרות ממוצעות.
המקור: דוחות כספיים לציבור, דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי הפיקוח על הבנקים.

[34] נכון ל-1 באפריל 2015 עמדה הדרישה המזערית על 60%, ובתחילת ינואר 2016 – על 80%. בינואר 2017 היא תגיע ליעד – 100%.

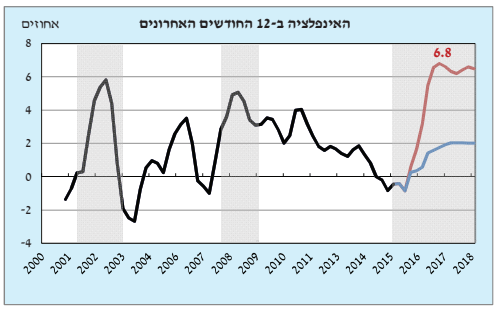
ו. מבחן קיצון מקרו-כלכלי למערכת הבנקאית על יסוד תרחיש אחיד, 2015–2016

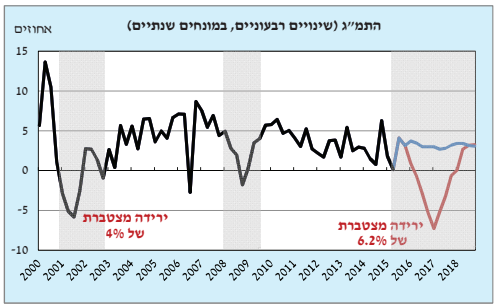
הפיקוח על הבנקים ערך גם השנה מבחן קיצון אחיד במטרה לבחון את עמידותם של הבנקים, ושל המערכת הבנקאית בכללותה, בתרחיש של מיתון מקומי חמור כתוצאה מהידרדרות במצבה הגיאו-פוליטי של ישראל. התרחיש נמשך שלוש שנים ובמהלכו נוצרת פגיעה קשה ביכולת הייצור של המשק; זו – לצד חסמים אדמיניסטרטיביים חיצוניים משמעותיים – פוגעת בביקוש ליצוא הישראלי ולקושי לייבא מוצרים. כתוצאה מכך חלים פיחות חד ועלייה באינפלציה ובריביות. הפגיעה הריאלית מתבטאת גם בפגיעה קשה בשוק העבודה ובשוק הדיור והנדל"ן. נוסף לירידה בפעילות הריאלית חלה גם ירידה חדה במחירי הנכסים הפיננסיים והריאליים, על רקע תמחור חסר של הסיכונים בשוק האג"ח ומחירי הדיור הגבוהים. איור 16 מראה כיצד מתפתחים המשתנים המקרו-כלכליים העיקריים בכל אחד מהתרחישים, ולוח 1 מציג השוואה בין-לאומית של המשתנים העיקריים בתרחישי קיצון שנערכו במדינות נבחרות.

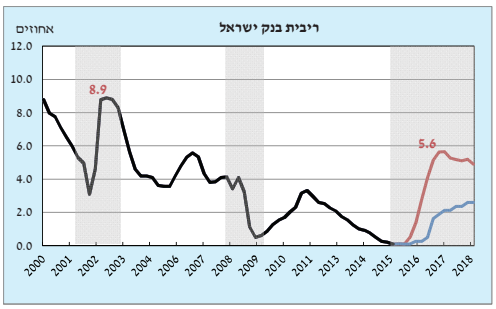
התממשותו של התרחיש צפויה להשפיע על המערכת הבנקאית באופן משמעותי: המערכת תרשום הפסד מהותי בשנה השנייה והחמורה ביותר לתרחיש. עם זאת, יחסי ההון של הבנקים לא ירדו מתחת למינימום הנדרש. תוצאות אלה משקפות פגיעה ישירה במערכת כתוצאה מסיכון האשראי ומסיכון השוק, והן אינן מביאות בחשבון השפעות נוספות, כגון פגיעה בנזילות, פגיעה במוניטין הבנק והיזונים חוזרים. מנגד, התוצאות אינן מביאות בחשבון את הפעולות שההנהלה תנקוט בתגובה למשבר. יחס ההון העצמי רובד 1 של המערכת הבנקאית ירד במהלך התרחיש מ-9.4% בספטמבר 2015 למינימום של 8.3%. הבנק שיספוג את הפגיעה הקשה ביותר בתרחיש יגיע ליחס הון מינימלי של 6.5%. המערכת תספוג הפסד של כ-3 מיליארדי ש"ח בשנה השנייה והחמורה ביותר לתרחיש, והפסד זה מהווה תשואה להון של 3.3%-.

הפגיעה המשמעותית ביותר ברווחיות הבנקים נובעת מהפסדי האשראי. המיתון הכלכלי יקשה על הלווים העסקיים והפרטיים לעמוד בהתחייבויותיהם, והבנקים רושמים במהלך שלוש השנים של התרחיש הפסדים גבוהים בתיק האשראי: כ-40 מיליארדי ש"ח (לפני מס), המהווים שיעור הפסד שנתי של 1.5% בממוצע. הפגיעה הקשה ביבוא

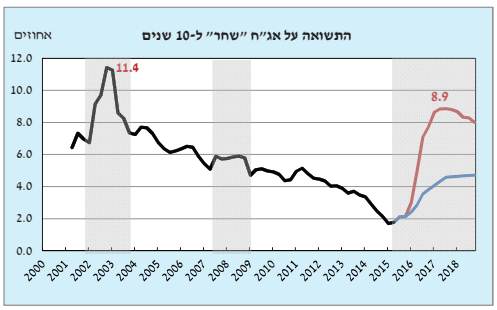
איור 16
נתונים מקרו-כלכליים היסטוריים והתפתחות התרחישים, 2000 עד 2018 [1]

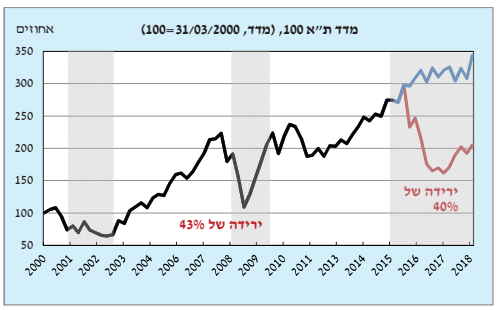


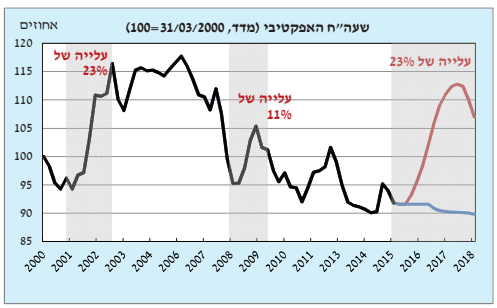


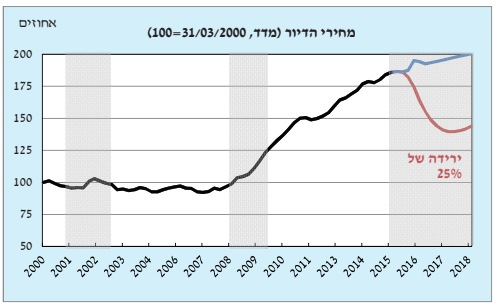


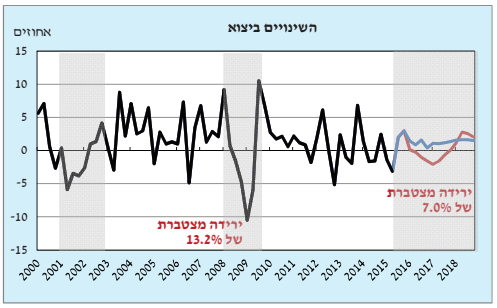


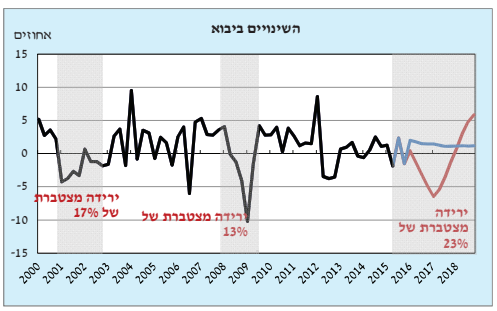












נתונים היסטוריים | בסיס | קיצון

[1] השטחים המוצללים מציינים תקופות משבר.
המקור: דוחות כספיים לציבור ודיווחים לפיקוח על הבנקים.

לוח 1

השוואה בין המשתנים המקרו-כלכליים של תרחיש הקיצון האחיד[1], ישראל ומדינות נבחרות בעולם

המשתנים המקרו-כלכליים העיקריים	ישראל (2015)		ארה"ב (2016)			אירופה (2016)		אנגליה (2015)	
	נקודת ההתחלה	תרחיש הקיצון	נקודת ההתחלה	תרחיש הקיצון	תרחיש קיצון חמור	נקודת ההתחלה	תרחיש הקיצון	נקודת ההתחלה	תרחיש הקיצון
התוצר - ההתכווצות המקסימלית בתרחיש הקיצון		**6.2%**		**1.8%**	**6.1%**		**2.3%**		**1.5%**
שיעור האבטלה - הרמה המקסימלית בתרחיש הקיצון (אחוזים)	5.4	**9.8**	5.0	**7.5**	**10.0**		**12.4**	5.7	**9.2**
הריבית המוניטרית[2] - הרמה המקסימלית/מינימלית בתרחיש הקיצון (אחוזים)	0.1	**5.6**	0.1	**0.1**	**-0.5**	-	**-**	0.5	**0.0**
האינפלציה - השינוי השנתי המקסימלי/מינימלי בתרחיש הקיצון	-0.4%	**6.8%**	0.1%	**-0.5%**	**0.6%**		**-0.9%**	-0.1%	**-0.9%**
השינוי בשע"ח	פיחות ה-₪ מול סל מטבעות[3]	**23%**	ייסוף ה-$ מול ה-€	**-11%**	**-14%**		**-**	פיחות ה-£ מול ה-$ ייסוף ה-£ מול ה-€	**12%** **-16%**
התשואות לטווח ארוך - הרמה המקסימלית/מינימלית בתרחיש הקיצון (אחוזים)	2.1	**8.9**	2.2	**1.3**	**0.2**	1.2	**2.4**	2.1	**1.0**
מדד המניות - השינוי המקסימלי של המדד המוביל בכל מדינה		**-40%**		**-26%**	**-51%**		**-54%**		**-36%**
מחירי הדירות - השינוי המקסימלי במהלך תרחיש הקיצון		**-25%**		**-12%**	**-25%**		**-9%**		**-20%**

1) משך התרחיש: ישראל - 13 רבעונים; ארה"ב, אירופה - 3 שנים; אנגליה - 5 שנים.

2) לא פורסמו נתונים לגבי הריבית המוניטרית של ה-ECB בתרחיש הקיצון מערך באירופה. בארה"ב - שטר אוצר לשלוש חודשים.

3) בישראל - שע"ח הנומינלי האפקטיבי כולל את הין, הליש"ט, הדולר והאירו (המטבעות של שותפות המסחר המרכזיות של ישראל).

המקור: נתוני ישראל – עיבודי בנק ישראל, נתוני המדינות הזרות – ארה"ב: Federal Reserve, אנגליה: Bank of England, אירופה: EBA.

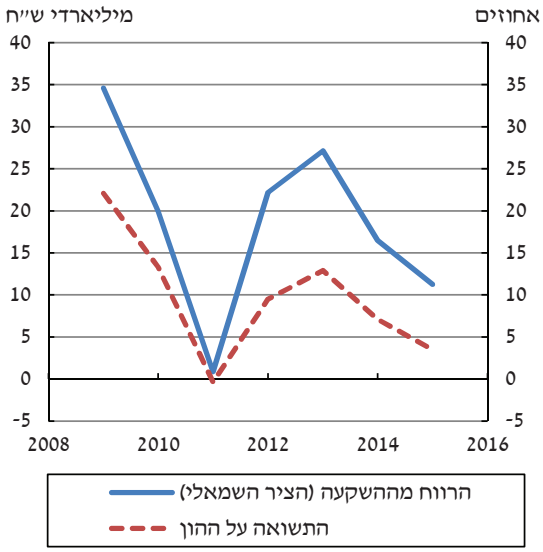
וביצוא באה לידי ביטוי בהפסדי האשראי במגזר העסקי (ללא הבינוי והנדל"ן), המהווים 40% מסך ההפסדים בתיק האשראי הבנקאי. סיכון משמעותי נוסף נוגע לשוק הדיור והבינוי והנדל"ן, על רקע פגיעה קשה בשוק העבודה, ירידה חדה במחירי הדיור והתייקרות חומרי הגלם המשמשים לבנייה. נוסף לכך, המתאם הגבוה בין המגזרים הללו מגדיל את סיכון הריכוזיות הענפית ועלול להעצים את ההפסד דרך היזונים חוזרים. אולם יש לציין כי הסיכון בתיק האשראי לדיור לבדו ירד ביחס לסיכון בשנים קודמות, הודות לשיפור שנוצר במאפייני הסיכון שלו בעקבות צעדים רגולטוריים שהפיקוח על הבנקים נקט בשנים האחרונות. נוסף להפסדי האשראי נרשמות ירידות ערך גבוהות גם בתיק ניירות הערך, עקב העלייה החדה שחלה בתרחיש בשערי הריבית ובמרווחי האשראי ועקב הירידות בשערי המניות. לצד ההפסדים בתיק האשראי ובתיק ניירות ערך נרשמת בבנקים עלייה בהכנסות הריבית נטו כתוצאה מעלייה בריבית, וזו פועלת לקיזוז חלקי של ההפסדים בתיקים אלה.

פירוט על מבחן הקיצון מופיע בסקירת המפקחת לשנת 2015.

5. חברות הביטוח[35]

הרווח הכולל המצרפי של חברות הביטוח עמד בשנת 2015 על כ-990 מיליוני ש"ח, ירידה חדה – כ-45% – יחסית לרווח בתקופה המקבילה אשתקד (כ-1.8 מיליארד ש"ח). התשואה על ההון[36] עמדה על כ-6%, לעומת 11% בשנת 2014 ו-19% בשנת 2013 (איור 17). הירידה ברווחיות משקפת ירידה ברווחים מהשקעות ועלייה בהפרשה לעתודות הביטוח, תהליכים שמתרחשים הן על רקע הריבית הנמוכה במשק[37] והן על רקע עדכון הנחות שונות במגזר ביטוח החיים ובמגזר ביטוחי הבריאות[38]. ירידה זו נרשמה חרף העובדה שכ-160 מיליוני ש"ח הוכרו כרווח אף על פי שהם נבעו רק משינוי

איור 17
התשואה על ההון והרווחים מהשקעות של חברות הביטוח, נתונים שנתיים, 2009 עד 2015



המקור: הדוחות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

בשיטה החשבונאית – זה אפשר לשתי חברות לשערך נכסים לשימוש עצמי שעד כה נרשמו בספריהן לפי עלותם המופחתת.

הרווחים מהשקעות ירדו בשנת 2015 בשיעור חד, כ-28%. ירידה זו מצטרפת לירידה שחלה ב-2014, והיא מתרחשת על רקע החולשה שהשווקים הפיננסיים בארץ ובעולם הפגינו בשנה השוטפת (למעט ברבעון האחרון שלה), כמו גם על רקע הריבית הנמוכה במשק – זו מפחיתה את התשואות הנובעות מההשקעות שמבצעות החברות; נוסף לכך, ברמת הריבית הנוכחית אין זה סביר שייווצרו רווחי הון באמצעות שערוך של נכסים פיננסיים ונדל"ן בתיק ההשקעות הקיים, כפי שקרה בשנים קודמות.

לצד הירידה המתמשכת ברווחיות החברות עלה ההון העצמי המוכר שלהן בשיעור ניכר – כ-13% יחסית לרמתו בתקופה המקבילה אשתקד (איור 18) – ובדצמבר 2015 הוא עמד על כ-29 מיליארדי ש"ח. עלייה זו נובעת בעיקר מכך שחלק מהחברות גייסו הון משני ושלישוני על מנת לעמוד ביעדי Solvency II[39], וגם מכך שהרווח הכולל המצרפי עמד בשנת 2015 על ערך חיובי.

[35] הנתונים והניתוחים בפרק מתייחסים לחמש חברות הביטוח הגדולות במשק, והם נכונים לדצמבר 2015 אלא אם נכתב אחרת.

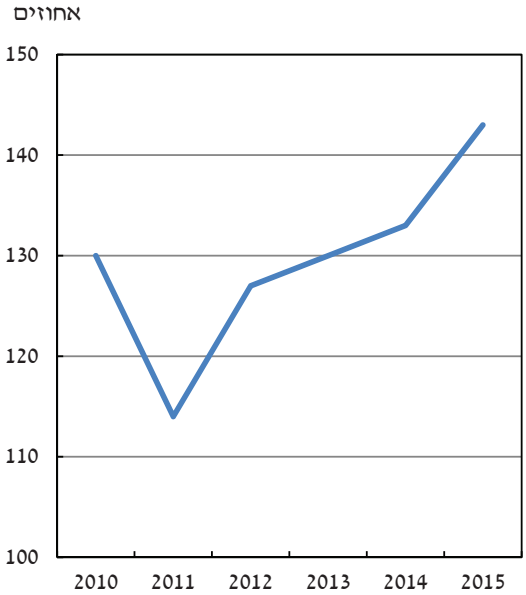
[36] התשואה על ההון שווה ליחס בין הרווח הכולל של החברות לבין ההון העצמי שלהן.

[37] הגדלת העתודות על רקע הריבית הנמוכה במשק נידונה בדוח היציבות הפיננסית מיוני 2015. נציין כי ההפרשות בגין הריבית הנמוכה תרמו מעט יחסית לירידת הרווחיות בשנת 2015, מפני שמרבית ההפרשות בוצעו כבר בדוחות לשנת 2014.

[38] בשנת 2015 עודכנו ההנחות בדבר שיעורי מימוש הגִמלה ושיעורי התחלואה בביטוחי אובדן כושר עבודה.

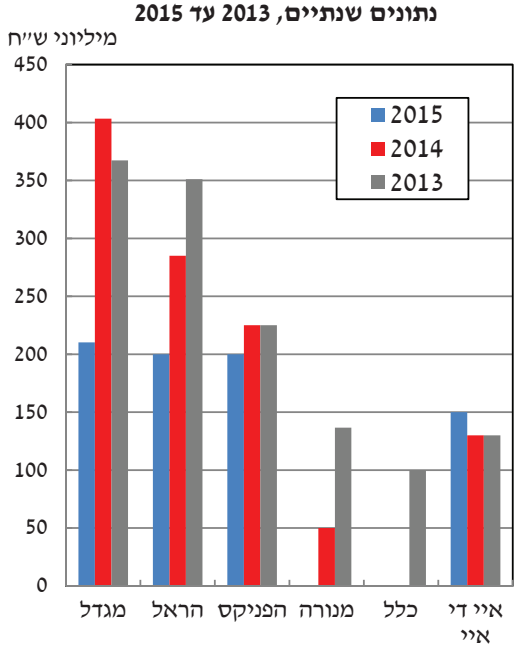
[39] דיון נרחב ב-Solvency II מופיע בדוחות היציבות מיוני ומדצמבר 2015.

איור 18
היחס בין ההון המוכר להון הנדרש של חברות הביטוח, נתונים שנתיים, 2009 עד 2015



המקור: הדוחות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

איור 19
היקף הדיווידנדים שחילקו חברות הביטוח, נתונים שנתיים, 2013 עד 2015



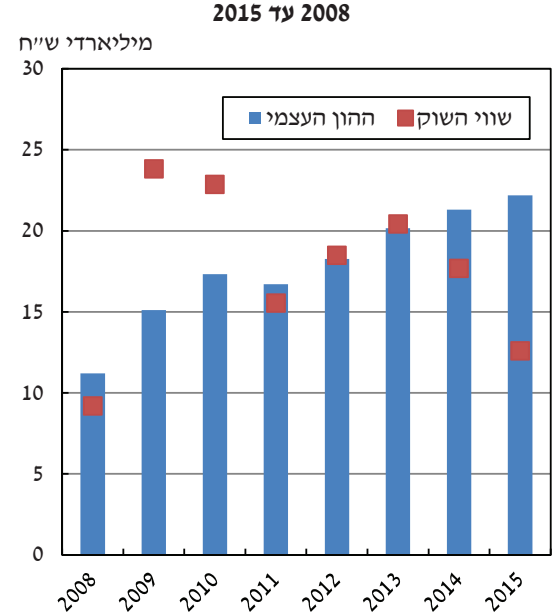
המקור: הדוחות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

לעלייה בהון המוכר תרמה גם העובדה שחמש החברות הגדולות חילקו ב-2015 פחות דיווידנדים מאשר בשנים קודמות (איור 19). עם זאת, משקל הדיווידנדים ברווח הכולל מצוי בשנים האחרונות במגמת עלייה.

העלייה בהון המוכר משתקפת בעלייה של היחס המצרפי בינו לבין ההון הנדרש: זה עלה מ-133% בדצמבר 2014 ל-143% בדצמבר 2015 (איור 19). עם זאת, נכון לדצמבר 2015 רק חלק מהחברות עומדות ביעדי ההון של Solvency II, הוראה שתיכנס לתוקף החל מהדוחות לדצמבר 2016. "מגדל" מדווחת על מחסור של כ-2.5 מיליארדי ש"ח.

שווי השוק הממוצע של חברות הביטוח הציבוריות מצוי בשנים האחרונות במגמת ירידה, ובשנת 2015 הוא הגיע לשפל היסטורי – כ-57% מההון העצמי (איור 20). הירידה בשווי השוק, והפער בינו לבין ההון העצמי של החברות, נובעים בין היתר מכך שהשוק מעריך כי על רקע סביבת הריבית הנמוכה, הרווחים מהשקעה של החברות אינם צפויים לגדול באופן משמעותי בשנים הקרובות. כמו כן הם נובעים מכך שהמשקיעים חוששים כי שינויים ברגולציה החלה על הענף (פירוט בהמשך) יובילו לירידה ברווח הנובע מפעילות החברות בתחום החיתום של פוליסות ביטוח.

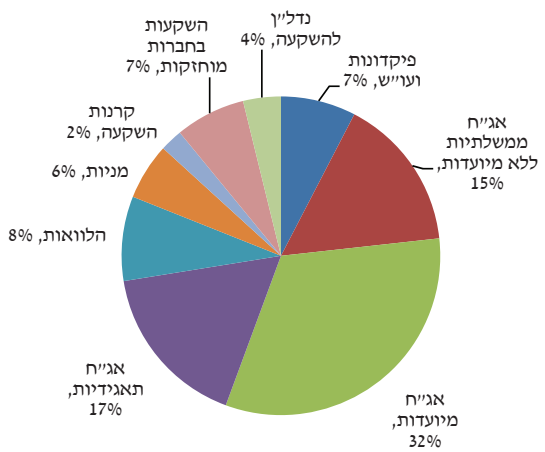
איור 20
ההון העצמי ושווי השוק המצרפיים של חברות הביטוח, נתונים שנתיים, 2008 עד 2015



המקור: הדוחות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

חברות הביטוח חשופות בפעילות ההשקעה לסיכון שוק שנובע ממאפייניהם הספציפיים של הנכסים. איור 21 מציג את התפלגות השקעותיהן בתיק הנוסטרו, וניתן לראות ממנו כי מרבית ההשקעות – כ-53% – מתרכזות בנכסים בעלי סיכון נמוך יחסית: אג"ח ממשלתיות, פיקדונות וע"ש. נציין כי בשנים האחרונות עלה משקלם של נכסי הסיכון בתיק זה[40].

איור 21
התפלגות ההשקעות של חברות הביטוח
בתיק הנוסטרו, פברואר 2016



המקור: הדוחות הכספיים של חברות הביטוח ועיבודי בנק ישראל.

שינויים בסביבה הרגולטורית

רווחיותן של חברות הביטוח צפויה להשתנות גם בעקבות שינויים בסביבה הרגולטורית שהן פועלות בה. במהלך השנה נכנסו לתוקף כמה רפורמות צרכניות שיזמה המפקחת על הביטוח במטרה לעודד את התחרות בין החברות ולהגדיל את כושר המיקוח של הצרכן. עם הצעדים העיקריים נמנים:

- מרץ 2016: הוראה שקובעת כי מדי שלוש שנים יתקיים מכרז לבחירת קרן פנסיה מקיפה שתשמש ברירת מחדל. קרן זו מיועדת לכלל העובדים אך בפרט לאלו שלא בחרו מוצר פנסיוני בעת הצטרפותם למקום העבודה. הקרן תיבחר במכרז – יזכה בו הגוף שיגבה את דמי הניהול הנמוכים ביותר – ותהליך הבחירה יעניק עדיפות לקרנות פנסיה שאינן שייכות לאחת מחמש חברות הביטוח הגדולות. סביר כי הרפורמה תוביל לכך שחוסכים יעברו מהקרנות של חברות הביטוח הגדולות לקרנות של החברות הקטנות, ו/או לכך שהחברות הגדולות יפחיתו את דמי הניהול.
- ינואר 2016: להוראה בנושא קרן ברירת מחדל מצטרפת רפורמה שקובעת כי כאשר לקוח יבחר לעבור לקרן פנסיה כלשהי, יועברו אליה כלל היתרות שהוא צבר בקרנות הפנסיה האחרות – הן בחשבונות פעילים והן בחשבונות בלתי פעילים. כתוצאה מכך ייווצר על הקרנות הגדולות לחץ להציע ללקוח הפחתה ניכרת בדמי הניהול. קרן ברירת המחדל תגדיל את האפקטיביות של המהלך משום שהיא צפויה להרחיב את היקף המעברים בין קרנות הפנסיה.
- דצמבר 2015: הוראה שמאפשרת לנייד לחברה אחרת פוליסות ביטוחי חיים עם מקדמי קצבה מובטחים מפני סיכון תוחלת חיים[41]. סביר כי הדבר יגרום לחברות הביטוח להפחית את דמי הניהול הנגבים בגין פוליסות אלה.
- מרץ 2016: הנחיה להפחית את תעריפי הפוג[42]. מאחר שתעריפים אלה מהווים מחיר ייחוס לשוק, צפוי כי ההנחיה תגרור ירידת מחיר רוחבית ולכן גם ירידה ברווחי החברות.
- אוגוסט 2015: הנחיה לשווק את פוליסות ביטוח הבריאות לפי מרכיביהן ולא כחבילה אחת. כמו כן, חברות הביטוח יורשו לשווק רק פוליסת ביטוח אחידה לניתוחים, והלקוחות יוכלו לרכוש רק חלק מהרבדים שהיא מציעה. הרפורמה צפויה לשפר את יכולתם של הלקוחות להשוות בין המוצרים שמציעות החברות השונות ולהביא לירידת מחירים בתחום זה.

הרפורמות הללו עשויות לשפר את יכולתו של הצרכן להתמקח עם החברות ולחזק את מעמדן של החברות הקטנות. נוסף לכך הן עשויות להוביל את חברות הביטוח

40 משקל נכסי הסיכון בתיק הנוסטרו של חברות הביטוח נידון בדוח היציבות הפיננסית מיוני 2015.

41 מקדם קצבה זה מתבסס על לוחות התמותה ביום רכישת הפוליסה. המקדם המובטח אינו משתנה אף אם במהלך חיי הפוליסה חל שינוי כלשהו בלוחות התמותה. על פי הוראת המפקחת, החל מינואר 2013 אין למכור פוליסות חדשות של ביטוח חיים עם מקדמי קצבה מובטחי תוחלת חיים.

42 ביטוח הפול נועד לכלל הלקוחות שביקשו לרכוש ביטוח חובה באמצעות אחת החברות בשוק ובקשתם נדחתה.

לנקוט צעדי התייעלות וחיסכון על מנת להקטין פגיעה אפשרית בהיקף הכנסותיהן. בהקשר זה נציין כי יחס ההוצאה של חמש חברות הביטוח הגדולות (ללא ביטוח חיים) עלה מ-24.8% בשנת 2013 ל-25.9% בשנת 2015[43], ונתון זה משקף ירידה ביעילותן התפעולית.

הרבעון הראשון של 2016

ברבעון הראשון של שנת 2016 רשמו חמש חברות הביטוח הגדולות הפסד מצרפי כולל בהיקף של כ-720 מיליוני ש"ח. ההפסד נובע משלושה גורמים: (1) החברות הגדילו את העתודות הביטוחיות בכ-1.3 מיליארד ש"ח על רקע הריבית הנמוכה במשק; (2) החברות רשמו הפרשה נוספת בהיקף של כ-800 מיליוני ש"ח על רקע המלצות ועדת וינוגרד. ועדה זו המליצה להפחית ל-2% את ריבית ההיוון שלפיה מחושבים הסכומים החד-פעמיים המשולמים לנפגעי תאונות עבודה, והדבר הוביל להגדלת ההתחייבויות הביטוחיות הן במגזר הביטוח בגין תאונות עבודה והן במגזר ביטוחי החובה לרכב; (3) חלק מהחברות רשמו בתיקי העמיתים הפסדים מפעילות השקעה. חברות אלה אינן רשאיות לגבות מהעמיתים דמי ניהול משתנים עד לכיסוי מלוא ההפסד.

6. המגזר העסקי ומחירי הנכסים הפיננסיים

א. המגזר העסקי

(1) חוסנו של המגזר העסקי

במחצית הראשונה של 2016 לא חלו שינויים המעידים על שינוי משמעותי במצבו של המגזר העסקי.

אשר להיבט הריאלי, חטיבת המחקר של בנק ישראל צופה כי צמיחת התמ"ג ב-2016 וב-2017 תעמוד על 2.4% ו-2.9%, בהתאמה – נמוך מהצמיחה בשנת 2015. התמתנות בקצב ההתרחבות עולה גם מסקר החברות לרבעון הראשון: הסקר מצביע על האטה בעיקר בקצב התרחבותה של הפעילות העסקית, וניכרת שונות מסוימת בין הענפים[44].

אשר להיבט הפיננסי, התמונה העולה מהחברות הציבורית מעידה כי מצבו של המגזר העסקי השתפר או נותר יציב. שיעור המינוף – היחס בין ההתחייבויות לנכסים – בענפים העיקריים נמוך מהממוצע בארבע השנים האחרונות, ובכלל החברות הוא עומד על 61% בממוצע. ענף הנדל"ן לווה כשליש מכלל החוב, והמינוף בו עומד על כ-68%. מבין הענפים הריאליים הגדולים ענף התעשייה מתאפיין במינוף הנמוך ביותר – כ-56%. היחס בין האשראי למגזר העסקי לתוצר נמצא במגמת ירידה מאז 2007, ובאפריל 2016 הוא הגיע ל-71%. (לעומת זאת, האשראי למשקי הבית נמצא במגמת עלייה מתונה; הרחבה מופיעה בפרק העוסק במשקי הבית.) שיעור המינוף של המגזר העסקי נמוך בהשוואה בין-לאומית אך הוא דומה לשיעורים הקיימים בארה"ב ובאנגליה (איור 22). שיעור המימון באמצעות הון מניות דומה לשיעור בעולם. את העובדות האלה מסבירה בין היתר עלייה ברווחים שנצברו בחברות ולא חולקו כדיווידנד[45].

ההסתברות לחדלות פירעון, ה-EDF[46], עלתה בתחילת השנה בעקבות התנודתיות והירידות שניכרו בתחילת השנה במחירי המניות, אולם בהמשך היא ירדה והגיעה ל-0.68%. רמה זו גבוהה במעט ביחס לסוף 2015, אך היא נמוכה בהשוואה לממוצע בארבע השנים האחרונות (1.51%). בסך הכול מדובר ברמה נמוכה שלא חלו בה תמורות משמעותיות בשלוש השנים האחרונות. בנדל"ן, ענף שלווה כשליש מכלל החוב בשוק האג"ח התאגידיות, עמד ה-EDF במרץ 2016 על 1.4% (איור 23).

מכפילי הרווח של החברות הנכללות במדדי ת"א 100 ות"א 25 עלו במעט מתחילת השנה – ל-16.8 ול-15.5, בהתאמה – אך נותרו מתחת לרמתם הממוצעת בארבע השנים האחרונות (17.6 ו-16.1, בהתאמה). מכפילים אלה גבוהים ממכפילי החברות במדדי ה-MSCI אך נמוכים ממכפילי החברות ב-S&P 500 וב-EURO 600.

[43] יחס ההוצאה של חברת ביטוח שווה ליחס בין הוצאות הנהלה וכלליות ועמלות והוצאות שיווק לבין ההכנסות מפרמיות ברוטו. נציין כי בשנים האחרונות חלה ירידה בהיקף התשלומים בגין חוזי ביטוח (ללא ביטוח חיים) שהחברות מעבירות למבוטחים. בהתאם לכך, יחס ההפסד – היחס בין התשלומים בגין חוזי ביטוח להכנסות מפרמיות ברוטו – ירד מ-77% בשנת 2013 ל-71% בשנת 2015.

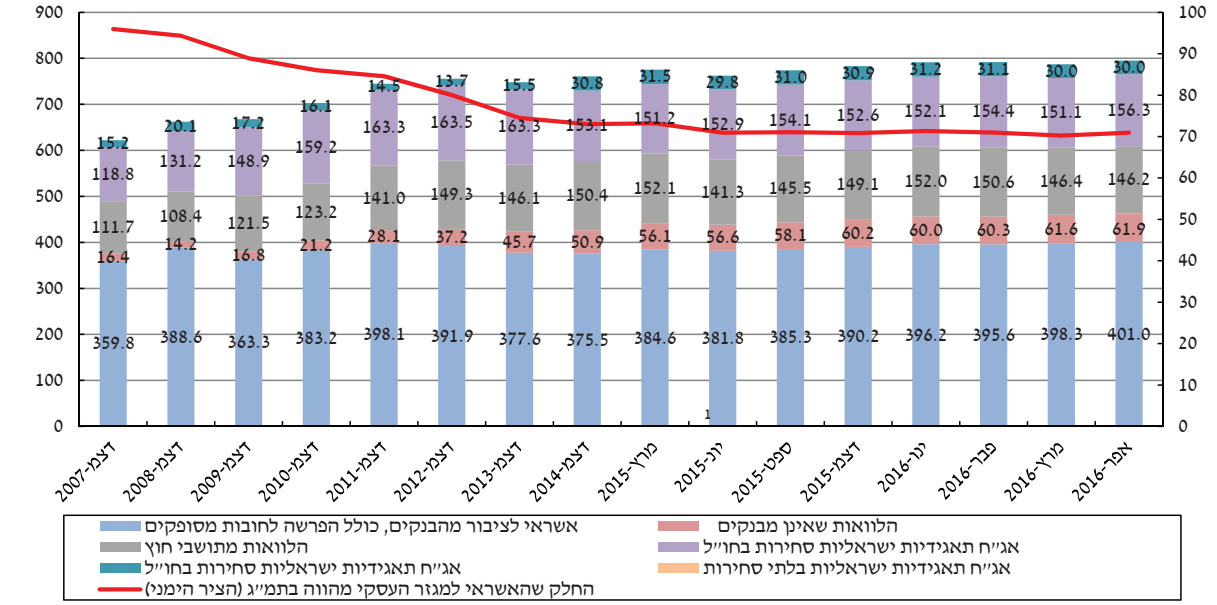
[44] הרחבה מופיעה בתחזית חטיבת המחקר מ-27/6/2016 וכן בסקר החברות של בנק ישראל לרבעון הראשון מ-19/4/2016.

[45] הרחבה מופיעה בתוך בנק ישראל (2016), *דוח בנק ישראל לשנת 2015*, פרק ד'.

[46] Expected Default Frequency. סוכנות Moody's-KMV מחשבת את ה-EDF באמצעות מודל מבני לתמחור אג"ח. עם המרכיבים המרכזיים במודל נמנים: מינוף החברה לטווח הבינוני, רווחיה בעבר, וביטחונם של המשקיעים ברווחיה העתידיים של החברה – רווחים שבאים לידי ביטוי בתנודתיות המניה.

שיעורו של האשראי למגזר העסקי בתוצר נמצא במגמת ירידה. הבנקים ממלאים תפקיד דומיננטי במתן האשראי למגזר זה.

איור 22
מקורות האשראי למגזר העסקי, דצמבר 2007 עד אפריל 2016



[1] הלוואות מהגופים המוסדיים, הלוואות ממקורות ממשלתיים, והלוואות שאינן באחריות הבנקים מהחברות לכרטיסי אשראי.
המקור: בנק ישראל.

(2) האשראי למגזר העסקי ואיכותו

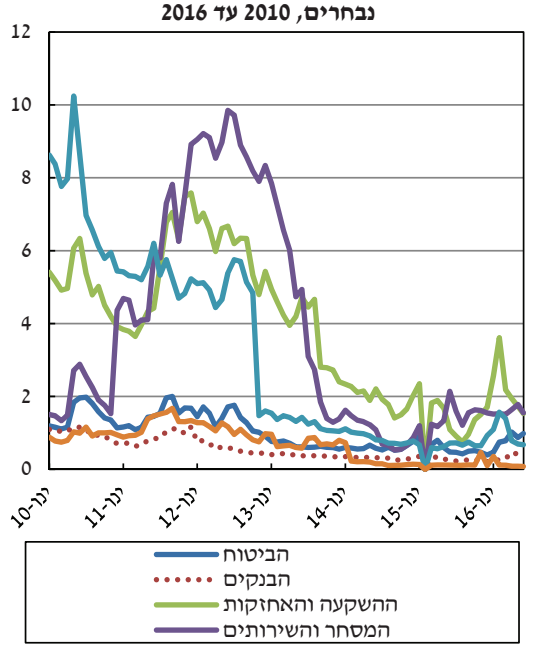
החוב של המגזר העסקי הגיע באפריל 2016 ל-824 מיליארד ש"ח – גידול של 9 מיליארדי ש"ח מסוף המחצית הקודמת. עלייה זו נובעת בעיקר מגידול באשראי מהבנקים (איור 22). הבנקים גם מחזיקים בחלק הגדול ביותר בחוב של המגזר העסקי.

החלק השני בגודלו נובע מאג"ח סחירות ובלתי סחירות (כולל אג"ח זרות) – במרץ 2016 הוא עמד על 283 מיליארדי ש"ח. הרכבו של חוב זה ממשיך להציג מגמת שיפור: שיעור האג"ח המדורגות AA- ומעלה עלה מ-43.2% בדצמבר 2011 ל-58% במרץ 2016 (איור 24). ענף הבינוי והנדל"ן מוסיף להיות הלווה הגדול בשוק האג"ח (כאמור, הוא לווה כ-33% מכלל החוב), ובחלקו היחסי לא חלו תמורות משמעותיות בשנים האחרונות.

בדומה ל-2014, גם ב-2015 פחתו הסדרי החוב: שתי חברות בלבד נכנסו לתהליך של הסדר חוב, וחובן עמד על 0.1% משוויו הכולל של שוק האג"ח בתחילת השנה. בהסתכלות קדימה אפשר לראות כי בין יולי 2016 למאי 2017 צפויים פירעונות שסכומם הכולל מגיע ל-40 מיליארדי ש"ח (כולל המגזר הפיננסי), 31 מיליארדי ש"ח מתוכם נסחרים בתשואה נמוכה מ-8% וכ-2 מיליארדים בתשואה גבוהה יותר

ההסתברות לחדלות פירעון בענפים העיקריים נמצאת ברמה נמוכה, ובשלוש השנים האחרונות לא חלו בה תמורות משמעותיות.

איור 23
ההסתברות לחדלות פירעון (EDF) בענפים נבחרים, 2010 עד 2016

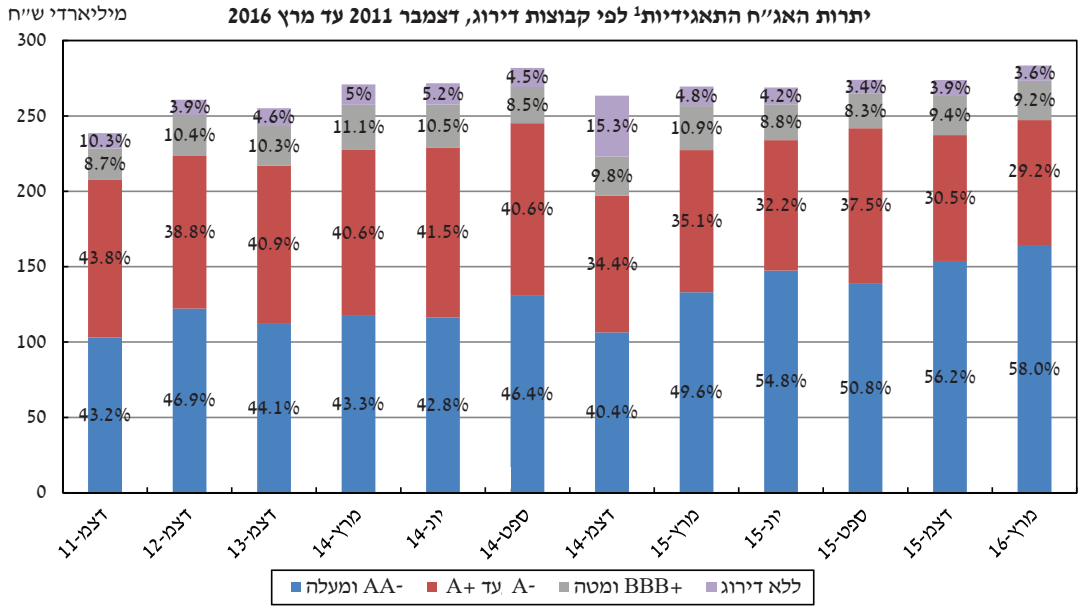


המקור: בנק ישראל.

תמהיל החוב ממשיך להשתפר, וגדל חלקו של החוב המדורג AA- ומעלה.

איור 24

יתרות האג"ח התאגידיות[1] לפי קבוצות דירוג, דצמבר 2011 עד מרץ 2016

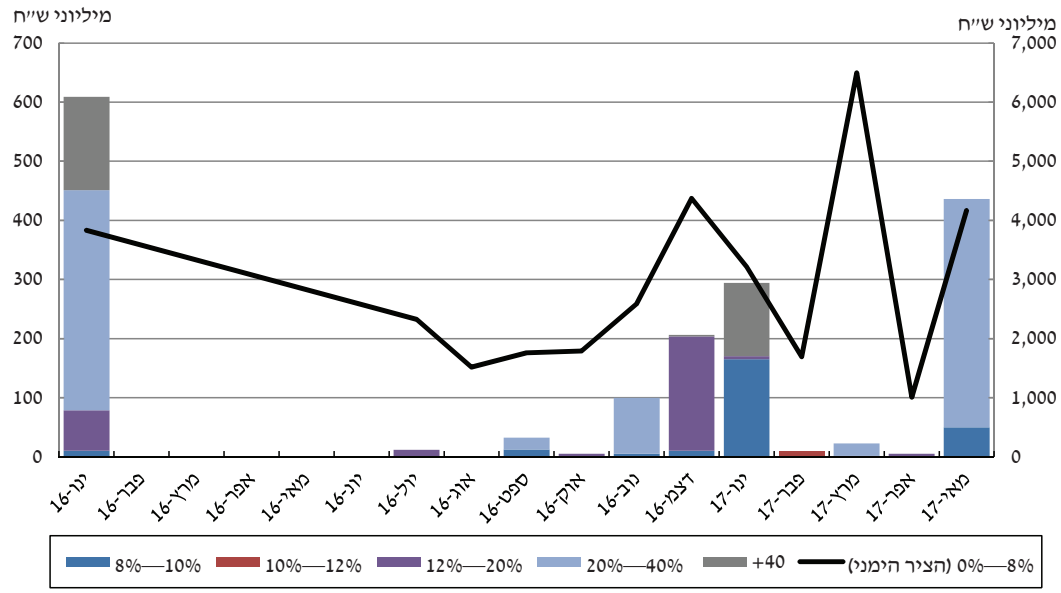


[1] האג"ח התאגידיות הסחירות והבלתי סחירות ללא מובנות ולהמרה, וכולל אג"ח של חברות זרות.
המקור: בנק ישראל.

בין יולי 2016 למאי 2017 צפויים פירעונות שסכומם הכולל מגיע ל-40 מיליארדי ש"ח. 31 מיליארדים מתוכם נסחרים בתשואה נמוכה מ-8%.

איור 25

הפירעונות הצפויים של אג"ח תאגידיות (הריבית והקרן), לפי קבוצות תשואה, 13/5/2016[1]



[1] אג"ח סחירות, בריבית קבועה, בעלות מח"ם גדול מ-0.5, ללא מובנות ולהמרה וללא אג"ח של חברות זרות. התשואות על האג"ח בלתי צמודות ונאמדות לאחר ניכוי הציפיות לאינפלציה.
המקור: בנק ישראל.

(את היתר, כ-7.5 מיליארדי ש"ח, לא ניתן לסווג לקבוצות תשואה). ראו איור 25.

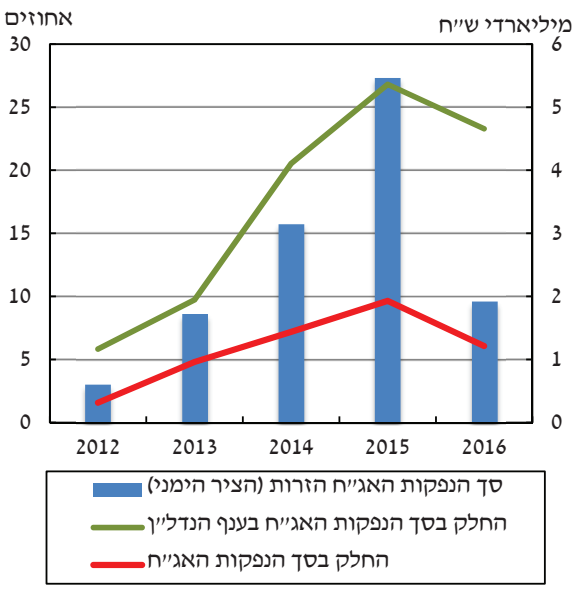
ענף הנדל"ן מוסיף להיות דומיננטי בגיוסים נטו (ללא המגזר הפיננסי): ב-2013—2015 נרשם באג"ח (ללא המגזר הפיננסי) גיוס שלילי נטו בסכום מצטבר של 2.1 מיליארדי ש"ח, בשעה שבענף הנדל"ן בלבד נרשם גיוס חיובי נטו בסכום מצטבר של 13.6 מיליארד. למרות זאת חלקו של ענף הנדל"ן באג"ח התאגידיות נותר יציב יחסית בשנים האחרונות – הוא עומד כאמור על כשליש – עקב הגידול שחל בחלקו של המגזר הפיננסי באג"ח.

(3) אג"ח זרות[47]

במחצית הראשונה של 2016 חלה האטה מסוימת בהיקף האג"ח שחברות זרות הנפיקו בבורסה בת"א: היקפן הכספי ירד מ-5.5 מיליארדי ש"ח ב-2015 לכ-2 מיליארדים במחצית

במחצית הראשונה של 2016 חלה האטה מסוימת בהיקף האג"ח שחברות זרות הנפיקו בבורסה בת"א.

איור 26
סך הנפקות האג"ח הזרות בישראל וחלקו בסך הנפקות האג"ח בענף הנדל"ן ובמגזר העסקי בכללותו[1], ינואר 2012 עד יוני 2016



[1] אג"ח סחירות ובלתי סחירות.
המקור: בנק ישראל.

הנסקרת, וזאת בהמשך להנפקות בהיקף של כ-13 מיליארדי ש"ח מראשית 2012 עד אמצע 2016 (ראו איור 26). הירידה נבעה מכך שההנפקות נפסקו במאי וביוני בעקבות כמה אירועים שליליים בחברות זרות שהנפיקו אג"ח בת"א.

במחצית הראשונה של 2016 היוו הנפקות האג"ח הזרות כ-6% מסך הנפקות האג"ח שהמגזר העסקי הלא-פיננסי ביצע בבורסה בת"א וכ-23% מסך ההנפקות שביצעו חברות מענף הנדל"ן והבינוי (איור 26). כל החברות הזרות שהנפיקו בת"א מאז 2012 שייכות לענף הבינוי והנדל"ן, ורובן עוסקות בהשקעה בנדל"ן מניב בארה"ב. על אף הגידול בהיקף ההנפקות הזרות, יתרת החוב של חברות הנדל"ן הזרות מהווה עדיין חלק קטן יחסית משוק האג"ח המקומי (כולל חברות פיננסיות) – כ-6% בסוף מרץ 2016[48]. אולם משקלן בענף הנדל"ן כבר גבוה ומשמעותי ומגיע ל-20% כמעט. גם משקלן בשוק האג"ח השקליות הלא-צמודות משמעותי ומגיע לכ-12%. כתוצאה מכך יש להן משקל גבוה במדדי מסחר מסוימים – כמו התל בונד השקלי – והדבר מחייב את הגופים המתחקים אחריהם להשקיע באג"ח הזרות סכומים משמעותיים, בלי קשר לשאלה אם הם מעוניינים להשקיע בחברה זרה. לכן ההתפתחויות במגזר זה צפויות להשפיע על השוק כולו במידה רבה מאשר בעבר.

החברות הזרות הבוחרות להנפיק בתל אביב – שוק קטן ומרוחק ממרכז פעילותן – מונעות ממכלול שיקולים, כמפורט בדוח היציבות מדצמבר 2014. אחד השיקולים המרכזיים קשור לכך שבישראל החברות כנראה יכולות להנפיק אג"ח בריבית נמוכה יותר, וייתכן אף שחלקן כלל אינן יכולות להנפיק בארה"ב – היעד העיקרי לפעילות של מרביתן. שיקול נוסף נוגע לכך שהשוק המקומי מאפשר להנפיק חברות החזקה של נדל"ן. בהקשר זה יש להעיר כי קיים חשש שאפשרות זו, ועִמה תנאים אחרים בשוק הישראלי, מניעים את התרחבות ההנפקות. הנפקה של חברת החזקה של נכסי נדל"ן אמנם מאפשרת לפזר את ההשקעה במגוון נכסים אך כרוכים בה סיכונים: קשה יותר לתמחר אותה, היא מרחיקה את המשקיעים מהבטוחות על החוב (במידה שהן קיימות), והיא מאפשרת להנפיק נכסים שאי-אפשר להנפיק בנפרד בשל גודלם ו/או מצבם העסקי.

[47] נדגיש כי הניתוח של המגזר העסקי אינו מתייחס לחברות הזרות. הניתוח המובא כאן מתייחס לאג"ח הזרות שהונפקו בישראל ולחלקן בשוק.

[48] אג"ח סחירות בבורסה ואג"ח שנסחרות במערכת "רצף-מוסדיים", כולל חברות פיננסיות.

כאשר בוחנים את התפתחות המרווחים של חברות הנדל"ן הזרות ממועד הנפקתן ועד כה, מוצאים כי רובן נסחרות ברמת מרווחים דומה לזו שבה נסחרו סמוך למועד ההנפקה, ורק במיעוטן חלה עלייה חדה במרווחים לאחר שהתגלו בהן כשלים. כשלים אלו לא השפיעו על כלל החברות הזרות, אולם ניכר כי בעקבותיהם עלו גם המרווחים בכמה חברות זרות קטנות בדירוגים נמוכים יותר. נוסף לכך הוליכו הכשלים להקפאה של כמה תהליכי הנפקה, ובמאי ויוני 2016 לא בוצעו כאמור כל הנפקות של חברות זרות. מההתפתחויות עד כה ניתן ללמוד כי הפעילים בשוק בוחנים את חברות הנדל"ן הזרות כקבוצה ייחודית, וכי אירועים שליליים בחברות ספציפיות משפיעים במידה מסוימת – ולעת עתה לא גדולה – על כלל החברות.

יש לזכור כי במקרה של פשיטת רגל או הסדר חוב, חוסר הבהירות גדול יותר כאשר מדובר בהשקעה בחברות זרות, והוא אף מתגבר אם חברות הנדל"ן רשומות במקלטי מס או אם ההשקעה נעשית באמצעות חברת החזקה – שני סממנים שמאפיינים חלק מחברות הנדל"ן שהנפיקו בישראל. חוסר בהירות זה עלול לפגוע בשיעור ההחזר של החברות במקרי כשל. שיעור ההחזר עלול להיפגע גם משני גורמים נוספים: ראשית, הנושים הישראליים רחוקים ממוקד פעילותן של החברות ומהנכסים ששועבדו להבטחת החוב, והמרחק עלול ליצור קושי מיוחד להשתלט על נכסים במקרה שהחברות לא יעמדו בהתחייבויותיהן. שנית, בחלק מההנפקות שיעור מסוים מהחוב שגויס משמש כהון עצמי למימון רכישת נכסים, לצד אשראי נוסף שהחברות מגייסות בחו"ל.

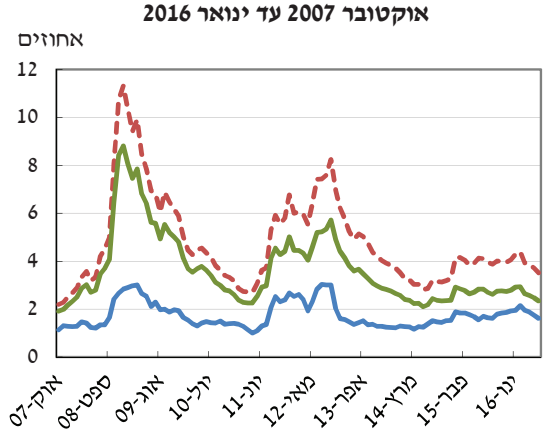
(4) תמחור האשראי למגזר העסקי

התמונה שהתקבלה לעיל, ועמה משתנים רבים אחרים, מהווים את הבסיס לתמחור האשראי למגזר העסקי. המשקיעים מעבדים ושופטים את כל המידע, והדבר בא לידי ביטוי במרווחים ובתשואות המשקפים את הצפי שלהם לגבי הסיכויים והסיכונים בנכסים הללו ובחברות שביסודם.

המרווח המשוקלל באג"ח התאגידיות (ללא המגזר הפיננסי) ירד, ובחודש מרץ הוא עמד על 3.5%[49] – בסביבות אמצע הטווח שבו עמד בשלוש השנים האחרונות (איור 27). יצוין כי המרווחים בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח המקבילה בארה"ב נמצאים זה זמן מה בסביבות האפס. 93% מיתרות האג"ח (כולל המגזר הפיננסי) נסחרים בתשואה נמוכה מ-8% (איור 28). שיעור האג"ח בקבוצת תשואה זו נמצא במגמת עלייה בשנה וחצי האחרונה. לכן

ערכיהם הממוצעים של מרווחי האג"ח התאגידיות נמצאים בסביבת אמצע הטווח שבו הם נמצאו בשלוש השנים האחרונות.

איור 27
המרווחים בין מדד התל בונד 20 ל"גליל"[1],
אוקטובר 2007 עד ינואר 2016

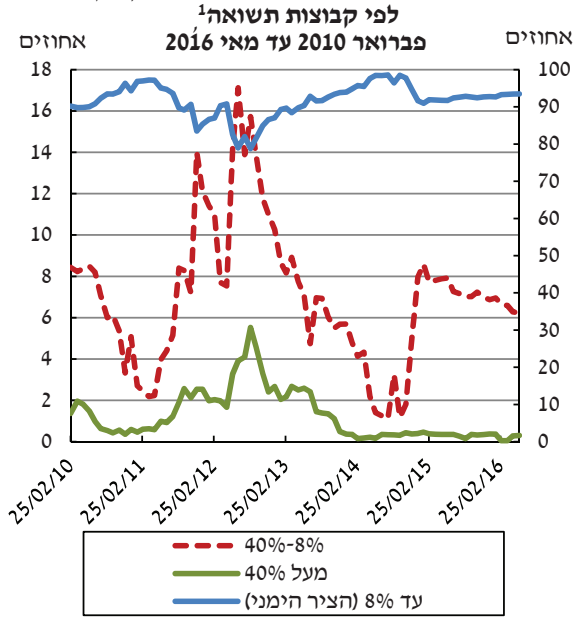


[1] ללא מובנות ולהמרה, ממוצעים חודשיים, המשקלות לקוחים מהבורסה לניירות ערך.
המקור: בנק ישראל.

[49] לרוב האג"ח התאגידיות הצמודות למדד המחירים לצרכן יש רצפת מדד, ורצפה זו מבטלת את ההצמדה כאשר המדד יורד אל מתחת אליה. במקרה זה תשלומי הקרן והריבית על האג"ח אינם צמודים, ובפועל הם נומינליים – לפחות בחלקם – עד שהמדד עולה ועובר את רצפת המדד. בניגוד לכך, באג"ח הממשלתיות הצמודות אין רצפת מדד, ומרווחי התשואות עלולים לכלול לא רק את סיכון האשראי של החברות שהתשלומים על האג"ח שלהן אינם צמודים, אלא גם את ההטיות הנובעות מחוסר אחידות זה במאפייני ההצמדה השונים.

האג"ח הנסחרות בתשואה נמוכה מ-8% מגדילות את חלקן, וזה עומד על 93%.

איור 28
התפלגות השווי של יתרות האג"ח (בערך נקוב) לפי קבוצות תשואה[1]
פברואר 2010 עד מאי 2016



[1] אג"ח תאגידיות סחירות צמודות למדד, בריבית קבועה, בעלות מח"מ גדול מ-0.5, ללא חברות זרות וללא מובנות ולהמרה.
המקור: בנק ישראל.

המשלים – חלקן של האג"ח הנסחרות בתשואות גבוהות – נמצא במגמה ירידה.

התשואות והמרווחים הנמוכים יכולים לנבוע מסיכון נמוך, תמחור חסר של הסיכונים, ושינוי בהעדפות המשקיעים, למשל לנוכח העובדה שהריביות נמוכות לאורך זמן. אף כי קשה לזהות את הגורם באופן חד-משמעי, המציאות שתוארה לעיל – היינו רמת הפעילות במשק (היא אינה גבוהה כבעבר אך אין מדובר במיתון או בהתכווצות), רמתה הנמוכה של ההסתברות לחדלות פירעון (ה-EDF), רמתם הנמוכה של המכפילים, המתאם בין גובה התשואות לדירוג, והשימוש ההולך וגדל ברווחים הצבורים כבמקור מימון – מתיישבת עם האפשרות שהתשואות והמרווחים הנמוכים נובעים מירידה מסוימת בסיכונים.

ב. מחירי הנכסים הפיננסיים

(1) ההתפתחויות במחירי הנכסים

תחילת 2016 נפתחה בירידות חדות במדדי המניות בעולם ובעלייה משמעותית במדדי הסיכון. עם הגורמים העיקריים לכך נמנו: המשך הירידה במחירי הסחורות, בעיקר הנפט, והחשש לאיתנות הפיננסית של בנקים באירופה (הרחבה מופיעה בפרק העוסק במצב העולמי).

התפתחויות אלה ניכרו בשוק ההון הישראלי. מתחילת השנה ועד לאמצע פברואר ירד מדד ת"א 100 בכ-10% – דומה לירידה שחלה באותה תקופה במדד ה-S&P 500. אולם מדדי מניות הבנקים ומדדי הנפט והגז בת"א ירדו בשיעור דומה לשיעור הירידה במדדים הכלליים, וירידה זו פחותה משמעותית מהירידה במדדים הענפיים המקבילים באירופה ובארה"ב. אפיזודה זו מעידה כי ההתרחשויות בחו"ל משפיעות על השווקים המקומיים, אך היא מעידה גם כי ההשפעה סלקטיבית: היא לא הגיעה למדדי הענפים שנמצאו במרכז ההתרחשויות בחו"ל, תופעה שמבליטה נקודת חוזק של השווקים בישראל. את ההשפעה הפחותה על מדדי הענפים הללו יכולים להסביר שני גורמים: (1) הבנקים בישראל כמעט אינם חשופים לגורמים שהעיבו על מניות הבנקים באירופה ובארה"ב, ו-(2) בישראל קיימים הסכמים ארוכי טווח לגבי מחירי האנרגיה, ואלה מפחיתים את המידה שבה ההתפתחויות במחירים הבין-לאומיים משפיעות על חברות האנרגיה המקומיות אך חושפים אותן להתרחשויות מקומיות (למשל לכך שבג"ץ ביטל את מתווה הגז בחודש מרץ). האפיזודה הנידונה הסתיימה בהתאוששות מהירה של המחירים. מחזורים מסוג זה מתרחשים בשווקים מפעם לפעם, והסיכוי להתפתחותם עולה עם העלייה במדדי המניות.

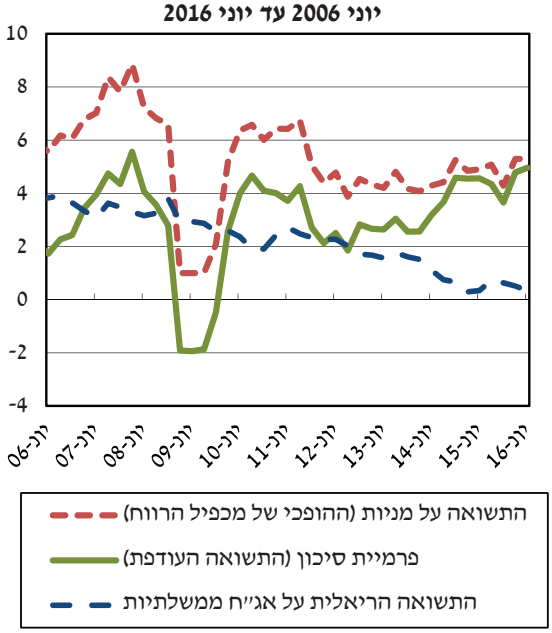
הסתכלות כוללת על המחצית הראשונה של 2016 מראה כי בדומה לבורסות אחרות בעולם, מדד ת"א 100 ירד בכ-8%. מדד ה-VIX של הבורסה בת"א גבוה בסוף המחצית בכ-20% מהמדד בתחילתה (ראו איור 2). סטיית התקן של השינוי היומי בת"א 100 עמדה במחצית הראשונה על 0.9%, בהשוואה ל-1.6% ול-1.2% ב-EURO 600 וב-S&P 500, בהתאמה.

התשואה על החזקת מניות עלתה ברבעון הראשון של 2016, ובמקביל ירדה התשואה על אג"ח ל-10 שנים. כתוצאה

מכך, התשואה העודפת[50] על החזקת מניות עלתה ברבעון הראשון של 2016 והגיעה לרמה הגבוהה ביותר שנרשמה מאז אמצע 2008 (איור 29). נראה כי תמחור המניות מצביע על עלייה בפרמיית הסיכון שהמשקיעים דורשים על השקעה בשוק המניות.

ברבעון הראשון של 2016 עלה הפער בין התשואה הריאלית על החזקת מניות לבין התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתית ל-10 שנים, והוא הגיע לרמה הגבוהה ביותר שנרשמה מאמצע 2008.

איור 29
התשואה העודפת על מניות בהשוואה לאג"ח ממשלתיות ל-10 שנים,
יוני 2006 עד יוני 2016



המקור: הבורסה לניירות ערך, הדוחות הכספיים ועיבודי בנק ישראל.

המתאם בין מחירי הנכסים גבוה, וכפי שמראה איור 3 בפרק המבוא, הוא החל לעלות באמצע 2014 ובחודשים האחרונים הגיע לרמות שיא. מתאם גבוה בין מחירי הנכסים צפוי להתקבל בעקבות זעזוע שיש לו השלכות דומות על כל הנכסים, היעדר פיזור בין נכסים, רצף של זעזועים, ועוד. מתאם גבוה בתנאים של שגרה עשוי להעיד על רגישות של השוק ועל פגיעותו.

נראה כי שוק ההון הישראלי הפגין במשך השנים תגובה מאופקת יחסית **לאירועים ביטחוניים** ואחרים[51], ותגובתו אף הולכת ומתמתנת במשך הזמן. מבצע צוק איתן למשל כמעט לא השפיע על שוקי ההון בישראל[52] והוא הדין בהתפתחויות הביטחוניות האחרונות. הדבר בא לידי ביטוי בכך שהמדדים החשובים לא הציגו, במצטבר, התנהגות חריגה שאפשר לייחס במובהק לאירועים אלה. עולה כי השווקים הפיננסיים והמגזר העסקי מגיבים באופן מתון יחסית לאירועים הביטחוניים והגיאו-פוליטיים שהתרחשו בישראל (להוציא השפעות קצרות טווח על המגזר העסקי, כפי שראינו באירועים ביטחוניים בעבר[53]). ייתכן כי הדבר נובע בין השאר מכך שהשחקנים בשווקים ומקבלי ההחלטות במגזר העסקי למדו מניסיון העבר: ירידות ואי-ודאות בתחילת אפיזודה גיאו-פוליטית מתקזזות בהמשך. עם זאת, אם חלק מהסיכונים הגיאו-פוליטיים יתממשו ויגרמו לפגיעה גדולה מזו שגרמו אירועים בעבר, סביר להניח שהדבר יבוא לידי ביטוי משמעותי גם בשווקים הפיננסיים ובמערכת הכלכלית בכללותה.

(2) החשיפות למחירי הנכסים

הריביות הנמוכות בעולם ובישראל הובילו לכך שהתשואות בשוק האג"ח התאגידיות הולכות ומצטמצמות והאג"ח הממשלתיות לטווחים הקצרים והבינוניים נסחרות בתשואות לפדיון אפסיות או שליליות. התשואות הנמוכות מעודדות מעבר לנכסים מסוכנים יותר. אולם אף על פי שהריביות נמוכות כבר תקופה ארוכה, ניכרת יציבות יחסית בחלוקת ההחזקות בין המוסדיים, הציבור[54], קרנות הנאמנות ואחרים (איור 30). במילים אחרות, לא ניתן לזהות

[50] התשואה על החזקת מניות שווה ליחס בין הרווח הנקי לשווי השוק (הערך ההופכי של המכפיל). יחס זה נותן אינדיקציה לגבי התשואה הנדרשת על מניה, שכן במצב העמיד – מצב שבו רווחי החברה קבועים – יחס זה מייצג את התשואה הריאלית, ארוכת הטווח, על החזקת מניה. התשואה העודפת שווה לפער בין התשואה הריאלית על החזקת מניות לבין התשואה הריאלית של אג"ח ממשלתית ל-10 שנים. ההפרש בין התשואה על מניות לבין התשואה על נכס חסר סיכון מייצג את פרמיית הסיכון הנדרשת על החזקת המניה. בתקופות שבהן מחירי המניות אינם מנותקים מהגורמים הכלכליים במשק, נצפה כי עודף התשואה בשוק זה יהיה חיובי וישקף את הסיכון הכרוך בהשקעה בו.

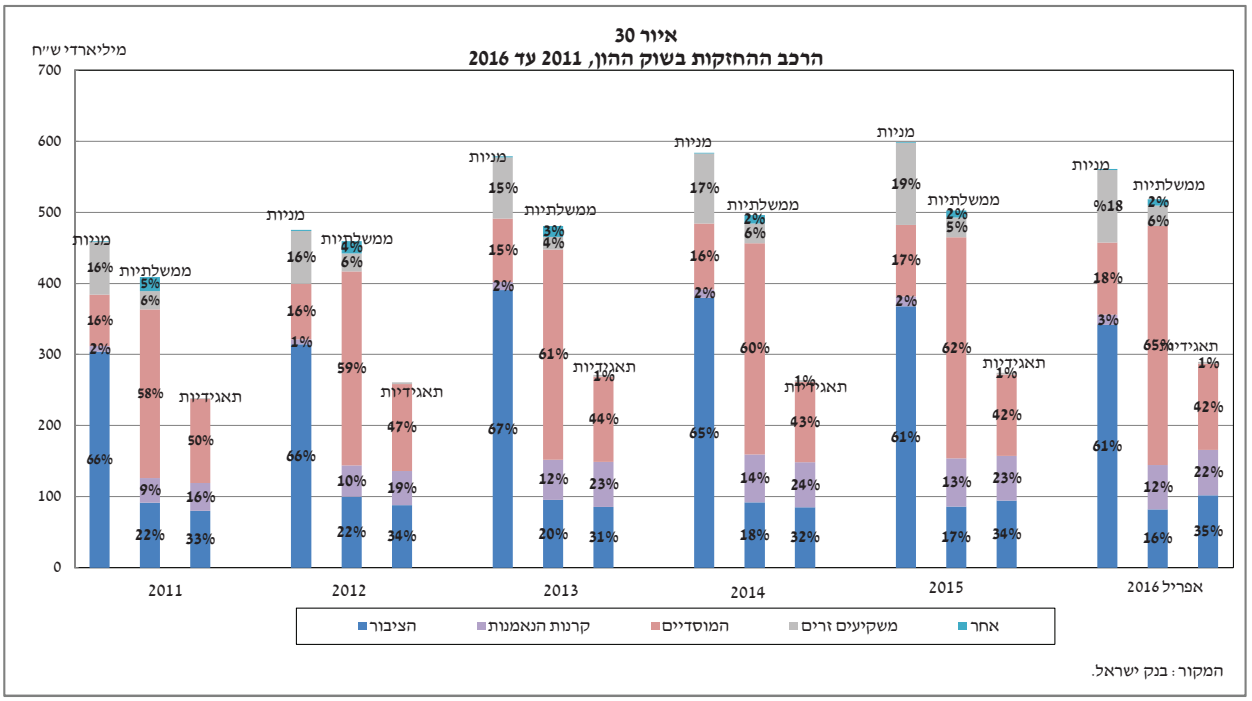
[51] ראו סעדון י' ומ' גראם (2013), מדד משולב למעקב אחר השווקים הפיננסיים בישראל", מאמר לדיון, בנק ישראל.

[52] ראו דוח היציבות מדצמבר 2014, עמ' 18.

[53] ראו הערות 7 ו-8 לעיל.

[54] משקי הבית (באופן ישיר ו/ או באמצעות מנהלי תיקים) וחברות.

חלוקת ההחזקות בין המוסדיים, הציבור, קרנות הנאמנות והאחרים נותרה יציבה יחסית.



המקור: בנק ישראל.

כי הריביות והתשואות הנמוכות הובילו לשינוי ברור בחלוקה הכוללת בין הגופים השונים (אולם ניתן לזהות עלייה בחלקן של ההשקעות בחו"ל, ובהסתכלות מצרפית ניתן לזהות כי חלק מהמוסדיים הגדילו את חלקם של הנכסים המסוכנים).

לחלוקת הניהול של הכספים יש השפעה על יציבות השווקים כאשר מתרחש אירוע בעל אופי משברי. ניסיון העבר מלמד כי הכספים שמנהלים המוסדיים והציבור נוטים להיות יציבים בהרכבם גם בתקופות משבריות. מנגד, קרנות הנאמנות – גופים שבהם משיכת כספים אינה כרוכה בהפסד של הטבת מס ונוסף לכך הם גם נזילים יותר – חשופות יותר לסיכון משיכת כספים בעקבות אירוע משברי. כאשר "ליהמן ברדרס" קרס, קרנות הנאמנות עזבו את האפיקים המסוכנים (מניות ואג"ח תאגידיות) מהר מהגופים האחרים. קרנות הנאמנות הפחיתו את חלקן באג"ח התאגידיות מ-14.2% במרץ 2008 ל-8.5% בדצמבר 2008. תגובתן של קרנות הנאמנות לאירוע משברי עשויה להשפיע על השוק כולו. חלקן של קרנות הנאמנות בכספים המנוהלים נותר יציב, והוא נמוך במניות אך גבוה באג"ח התאגידיות (2.3% ו-22.8%, בהתאמה, בינואר 2016).

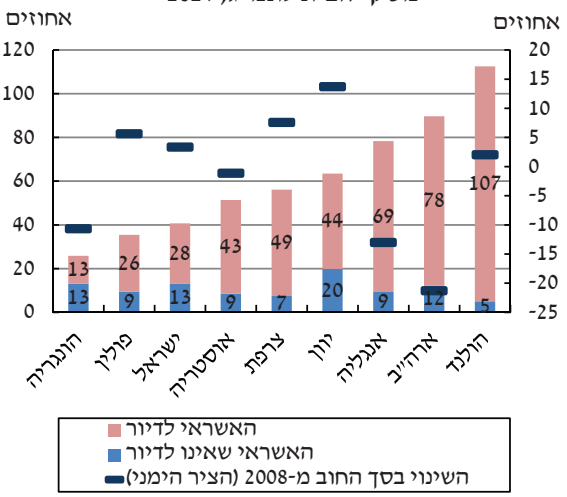
7. מגזר משקי הבית

א. התפתחות החוב של משקי הבית

יתרת החוב של משקי הבית עלתה ב-12 החודשים האחרונים ב-6%, ובאפריל 2016 היא עומדת על 481.7 מיליארדי ש"ח – כ-37% מיתרת החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי. היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר בישראל עלה ב-2015 לכ-41%, בהמשך לעלייה המתונה שחלה בו מ-2006, אולם הוא נמוך בהשוואה לרמתו במדינות מפותחות אחרות (איור 31). כאשר מחלקים את היחס הנידון ל-(1) היחס בין האשראי לדיור לתוצר ול-(2) היחס בין האשראי שאינו לדיור לתוצר, מוצאים כי בשעה שהראשון נמוך יחסית לנתון המקביל במדינות מפותחות – בין השאר עקב המגבלות שבנק ישראל הטיל בשנים האחרונות על מינוף המשכנתאות – האחרון

אף כי היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר בישראל נמוך יחסית לעולם, היחס בין החוב שאינו לדיור לתוצר אינו נמוך.

איור 31
השוואה בין-לאומית: היחס בין החוב[1] של משקי הבית לתמ"ג, 2014

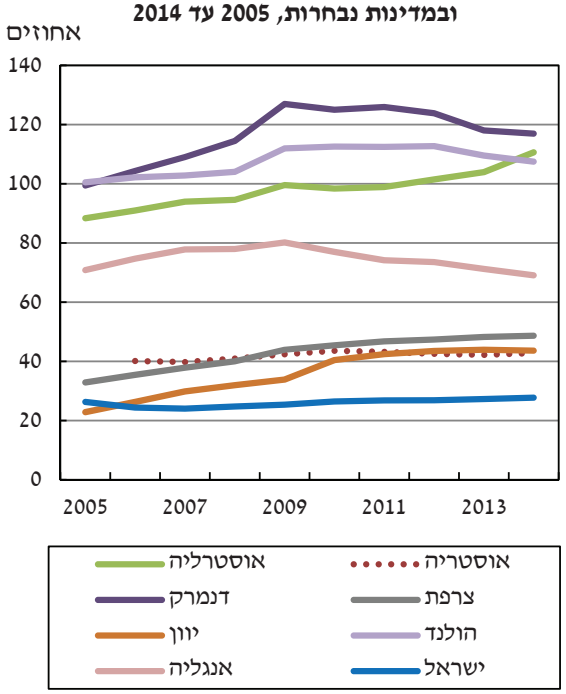


[1] החוב בארה"ב אינו כולל הלוואות לסטודנטים, בהיקף של 7% תוצר, מפני שהן אינן נחשבות לאשראי צרכני. גם החוב באנגליה אינו כולל הלוואות לסטודנטים.

המקור: ישראל – בנק ישראל; הולנד, יוון, צרפת, אוסטריה, פולין והונגריה – ה-OECD; ארה"ב – BEA (התמ"ג) וה-Fed (החוב); אנגליה – ה-OECD (התמ"ג) והבנק המרכזי של אנגליה (החוב).

בשנים האחרונות לא חלה עלייה משמעותית ביחס בין החוב לדיור לתוצר, והוא נותר נמוך יחסית לעולם.

איור 32
היחס בין החוב לדיור לתמ"ג בישראל ובמדינות נבחרות, 2005 עד 2014



המקור: OECD ועיבודי בנק ישראל.

אינו נמוך יחסית, ובשנת 2014 הוא עומד על 13% תוצר[55]. כאשר בוחנים כיצד היחס בין החוב של משקי הבית לתוצר מתפתח בישראל על פני זמן, מוצאים כי בשנים האחרונות לא חלה עלייה משמעותית הן ביחס בין החוב לדיור לתוצר (איור 32) והן ביחס בין החוב שאינו לדיור לתוצר[56].

האשראי שאינו לדיור היווה בסוף 2015 כ-32% מסך החוב של משקי הבית, ובשנה זו הוא המשיך לצמוח בשיעור מואץ – 7.4%, לעומת 7.5% בשנת 2014 ו-6.8% בשנת 2013[57]. בשנים האחרונות הרחיבו המוסדיים וחברות כרטיסי האשראי את האשראי שאינו לדיור, אולם משקלם בשוק זה עדיין נמוך – 14% ב-2015 – והוא הדין בגודלם המוחלט (לוח 2).

כאשר מנתחים את הדוחות הכספיים של שלוש החברות לכרטיסי אשראי, מוצאים כי האשראי שהן נותנות צומח מהר לאחרונה: בשנתיים האחרונות הוא צמח ב-60%[58],

[55] בישראל נתוני החוב של המלכ"רים הפרטיים כלולים במגזר העסקי בשעה שבחלק מהמדינות הם כלולים בחוב של משקי הבית, אך אין לכך חשיבות היות שמדובר בסכום קטן. כמו כן, במדינות האיחוד האירופי הנתונים על החוב של משקי הבית כוללים גם עסקים בלתי מאוגדים ועצמאים, בהתאם להגדרות ה-SNA (System of National Accounts) וה-ESA (European System of Accounts). לעומת זאת, בארצות הברית הם אינם כוללים מגזר זה. בישראל נכלל המגזר בחוב של משקי הבית עד מרץ 2014, אך בעקבות השינוי בכללי הדיווח לפיקוח על הבנקים הוא נכלל במגזר העסקי הלא-פיננסי.

[56] זוהי התפתחות מעניינת וחשובה, משום שקיים מתאם גבוה בין מינוף יתר למשברים פיננסיים.

[57] בעקבות העלייה המהירה באשראי שאינו לדיור פורסמה בינואר 2015 הוראה הקובעת כי החל מהדוחות לציבור לשנת 2014, אין להפחית אל מתחת ל-0.75% את שיעור ההתאמות האיכותיות הנכלל במסגרת ההפרשה הקבוצתית להפסדי אשראי בגין האשראי שאינו לדיור.

[58] על פי נתוני הסקר ארוך הטווח של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, רק כ-6% ממשקי הבית בישראל נטלו ב-2013 הלוואה ישירה מחברה כלשהי לכרטיסי אשראי.

לוח 2: יתרות החוב של משקי הבית, 2011 עד 04/2016

מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים, סופי חודשים

	2011	2012	2013	2014	2015	04/2016
סך החוב של משקי הבית[1]	**370.7**	**391.9**	**419.6**	**444.8**	**474.4**	**481.7**
לפי המקורות:						
בנקים	**325.0**	**348.7**	**377.6**	**402.7**	**433.3**	**440.8**
מזה: לדיור[2]	221.5	243.0	264.7	283.6	307.4	312.8
מזה: לא לדיור	103.5	105.6	112.9	119.1	125.9	128.1
מגופים מוסדיים	**5.9**	**6.5**	**7.3**	**8.6**	**11.1**	**11.5**
מזה: לדיור	2.1	2.5	2.8	2.7	3.2	3.1
מזה: לא לדיור	3.8	4.1	4.5	5.9	8.0	8.4
החברות לכרטיסי אשראי[3]	**9.0**	**8.7**	**9.5**	**11.3**	**13.4**	**13.9**
הממשלה – אשראי מוכוון[4]	**30.8**	**27.9**	**25.1**	**22.3**	**16.5**	**15.5**
לפי השימושים:						
סך החוב לדיור	**251.2**	**268.9**	**288.1**	**303.5**	**322.5**	**326.7**
סך החוב שאינו לדיור	**119.4**	**122.9**	**131.5**	**141.4**	**151.9**	**155.0**

[1] לא כולל אשראי מתושבי חוץ עקב היעדר נתונים.

[2] כולל הלוואות שלא נועדו לרכישת דירה אך ניתנו כנגד משכון דירה. נכון לדצמבר – 2015 כ-21.8 מיליארד ש"ח.

[3] אשראי באחריות החברות לכרטיסי אשראי. כולל חייבים בגין כרטיסי אשראי - ללא חיובי ריבית.

[4] אשראי מוכוון לזכאי משכנתאות מהווה את עיקר הסכום, והיתר הוא אשראי לסטודנטים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

אולם בסוף 2015 עמד על 7.9 מיליארדי ש"ח בלבד, סכום שמהווה 5% מכלל האשראי שאינו לדיור. רובו של אשראי זה אינו מגובה בביטחונות, וחברות כרטיסי האשראי גובות עליו ריבית שנתית ממוצעת בגובה 8.3%[59] (לעומת 8.7% בשנת 2014 ולאחר שבשנים האחרונות ירדה הריבית בעקביות, מסביבה של כ-11% בשנת 2010). כרבע מהאשראי שחברות כרטיסי האשראי נותנות לאנשים פרטיים מורכב מהלוואות לרכישת כלי רכב (גידול של 14% לעומת שנת 2014), ומאחר שהלוואות אלה מגובות בביטחונות הריבית עליהן נמוכה יותר. בשנת 2015 חל גידול של 16% בהכנסות מריבית מאשראי לאנשים פרטיים[60].

האשראי לדיור מוסיף גם כן לצמוח במהירות, וקצב גידולו ב-2015 עמד על 6.4%, לעומת 5.2% בשנת 2014 ו-7.1% בשנת 2013. היקפן החודשי הממוצע של המשכנתאות החדשות הגיע בשנת 2015 לרמה גבוהה – כ-5.4 מיליארדי ש"ח[61]. בחודשים האחרונים חלה עלייה באומדן הריבית הריאלית המשוקללת על משכנתאות חדשות – ככל הנראה בעקבות העלייה בדרישות להלימות ההון ושינוי באופן שבו הבנקים תופסים את הסיכון הנשקף משוק המשכנתאות – ובאפריל 2016 הוא עמד על 1.26%. במקביל עלו בחודשים האחרונים, בכל מסלולי הריבית, התקופה לפירעון על רקע עליית הריבית הריאלית המשוקללת והמשך העלייה במחירי הדירות (איור 33). עליית המחירים גם תרמה לגידול במשכנתה הממוצעת: זו צמחה בשנה האחרונה ב-8.3% ובפברואר הגיעה לשיא – 639 אלף ש"ח. יחד עם זאת, מדדי הסיכון של המשכנתאות החדשות נשארו יציבים בשנה האחרונה, לאחר שבשנים האחרונות נרשמה ירידה ניכרת ברמת הסיכון (איור 34).

[59] בחו"ל הריביות על אשראי זה גבוהות בהרבה, אף שענף כרטיסי האשראי בארה"ב ובאירופה נחשב לתחרותי (ראו בנק ישראל [2016], דוח בנק ישראל לשנת 2015, פרק ד').

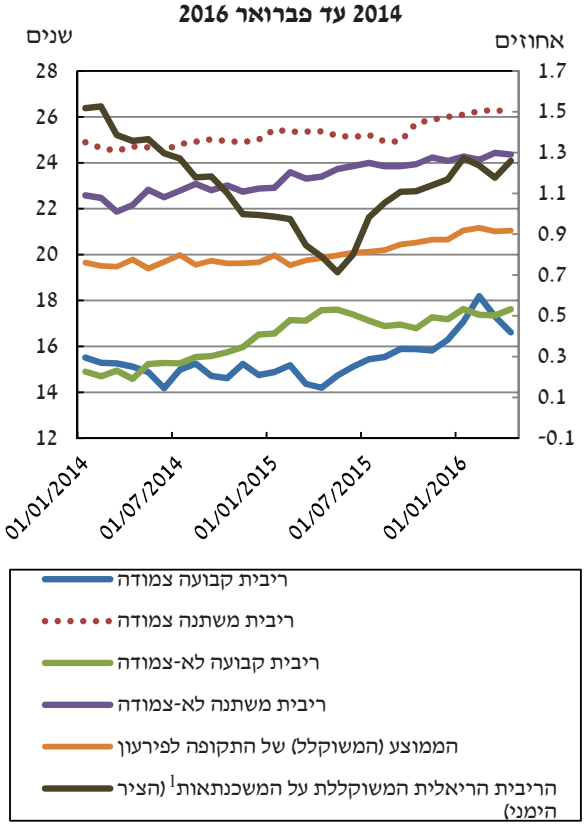
[60] יצוין כי ניתוח זה אינו כולל את שוק האשראי החוץ-מוסדי, היות שכיום הוא אינו מפוקח ולכן אין לנו נתונים לגביו. לפי ההערכות, בשלב זה היקפיו אינם משמעותיים בהשוואה למקורות האחרים.

[61] כולל שיא היסטורי ביוני 2015 – 7 מיליארדי ש"ח.

בשנים האחרונות חלה עלייה גם בתקופת הפירעון של האשראי שאינו לדיור (ראו דיון בפרק העוסק בבנקים), אולי מכיוון שנטל החוב לדיור גורם למשקי הבית לפרוס אותו על פני שנים רבות יותר. עלייה בתקופת הפירעון טומנת בחובה סיכון ללווים, בעיקר עקב הסיכון שהריבית תעלה בעתיד ותגדיל באופן ניכר את החזרי החוב, וכן עקב הסיכון שיחולו שינויים בסביבה הכלכלית, כגון הרעה בשוק העבודה. התממשות של שני הסיכונים יחדיו תעצים את ההשפעה על יכולת ההחזר של הלווים ותגדיל את הסיכון שהם ייקלעו לקשיים בהחזר החוב.

בחודשים האחרונים חלה בשוק המשכנתאות עלייה בתקופה לפירעון, לאחר שהריבית על המשכנתאות עלתה ומחירי הדירות הוסיפו להאמיר.

איור 33
התקופה לפירעון לפי מסלול המשכנתה והריבית הריאלית על המשכנתאות, 2014 עד פברואר 2016

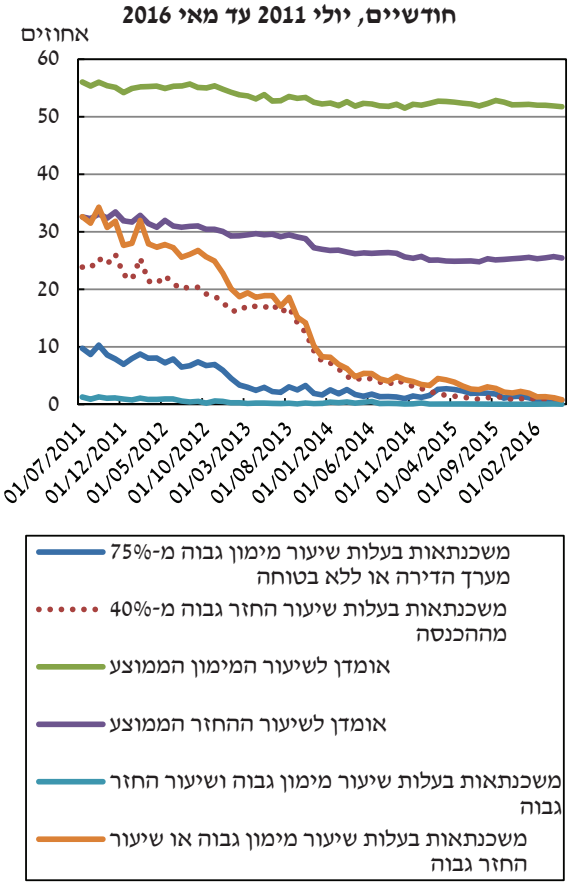


[1] בהנחה שהאינפלציה עומדת על 2%.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

מדדי הסיכון של המשכנתאות החדשות נותרו בשנה האחרונה יציבים ברמה נמוכה.

איור 34
הסיכונים במשכנתאות החדשות, נתונים חודשיים, יולי 2011 עד מאי 2016



המקור: עיבודי בנק ישראל.

ב. מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית

ההתפתחויות שחלו בשנים האחרונות בשוקי האשראי והדיור, בעיקר עקב העלייה במחירי הדירות וסביבת הריבית הנמוכה, מציבות אתגרים בכל הנוגע לשמירה על איתנותם הפיננסית של משקי הבית ולניטורם של הסיכונים המערכתיים הנשקפים ממגזר זה. אחד מכלי הניטור מושתת על מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית[62], היות

[62] הנתונים על התחייבויותיהם של משקי הבית ועל שווים של הנדל"ן וכלי הרכב הם עיבודים של בנק ישראל. הנתונים על הנכסים הפיננסיים לקוחים מהמאזן הלאומי שעורכת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; מאחר שהמאזן הלאומי כולל נתונים רק עד שנת 2014, המאזן של משקי הבית עדכני לשנה זו.

לוח 3: מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית בישראל, 2014

מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים, סופי חודשים

הנכסים הריאליים	מיליארדי ש"ח (בסוגריים – השיעור מסך הנכסים)		שיעור השינוי השנתי	ההתחייבויות והשווי נטו של משקי הבית	מיליארדי ש"ח (בסוגריים – אחוז מסך ההתחייבויות והשווי נטו)		שיעור השינוי השנתי
נדל"ן	3,002	(51%)	6%	משכנתאות	303	(5%)	5%
כלי רכב	100	(2%)	10%	אשראי צרכני	141	(2%)	8%
סך הנכסים הראליים	3,102	(53%)	6%	**סך ההתחייבויות**	445	(8%)	6%
הנכסים הפיננסיים	מיליארדי שקלים (בסוגריים – אחוז מסך הנכסים)		שיעור השינוי השנתי				
מזומנים ופיקדונות	504	(9%)	2%				
ניירות ערך, למעט מניות	244	(4%)	1%				
מניות	489	(8%)	40%				
קרנות נאמנות	256	(4%)	15%				
עתודות ביטוח[1]	1,157	(20%)	10%				
חייבים/ זכאים שונים	135	(2%)	9%				
סך הנכסים הפיננסיים	2,785	(47%)	12%	ההון העצמי[2]	5,442	(92%)	9%
סך הנכסים	**5,887**	(100%)	9%	**ההתחייבויות וההון העצמי**	**5,887**	(100%)	9%

[1] כולל ביטוחי חיים, קופות גמל וקרנות פנסיה.

[2] ההון העצמי - סך הנכסים פחות סך ההתחייבויות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

שמאזן זה מאפשר לבחון את סך הנכסים שאמורים לכסות את חובותיהם של משקי הבית וכן לאמוד את חוסנם הפיננסי באמצעות חישוב יחסי מינוף שונים והשוואתם ליחסי המינוף במדינות מפותחות אחרות.

ניתוח זה מראה כי משקי הבית בישראל ממונפים פחות ממקביליהם בעולם[63]. שווים של נכסיהם הריאליים צמח בשנת 2014 ב-6%, שווים של נכסיהם הפיננסיים – ב-12% ושווי התחייבויותיהם – ב-6% (לוח 2). יחס ההתחייבויות לנכסים נותר ב-2014 כמעט ללא שינוי בהשוואה ליחס ב-2013 וב-2012 – כ-8% (לעומת 14.4% בארה"ב[64], 16% בבריטניה, 14% בגוש האירו, 13% בניו זילנד ו-16% בסינגפור); היחס בין החוב לנכסים הפיננסיים בישראל עומד בשנת 2014 על כ-16% (לעומת 17% בשנת 2013 ולעומת 20.4% בארה"ב, 32% בבריטניה, 32% בגוש האירו, 25% בניו זילנד ו-33% בסינגפור); והיחס בין חוב המשכנתה לנדל"ן בישראל עומד בשנת 2014 על כ-10% (ללא שינוי לעומת היחס ב-2013, ולעומת 45% בארה"ב, 22% בבריטניה, 18% בגוש האירו, 21% בניו זילנד ו-24% בסינגפור).

הנדל"ן של משקי הבית מהווים כמחצית מסך נכסיהם. בסעיף זה מגולם הסיכון הנובע מכך שמחירי הדירות עלו משמעותית בשנים האחרונות, ומשקי הבית – בעיקר אלו שרכשו דירות באותן שנים – חשופים לירידה בערך דירותיהם. כמו כן, חוב המשכנתה מהווה כאמור את עיקר החוב של משקי הבית. אם הכנסותיהם של משקי הבית ירדו ו/ או הריבית על המשכנתאות תעלה, הם עשויים להפחית את הצריכה כדי להמשיך לשלם את חובותיהם, וייתכן שיהיו

[63] הדבר עולה בקנה אחד עם הממצא שהיחס בין שיעורי החיסכון לתמ"ג במשק הישראלי גבוה ונמצא במרכז ההתפלגות של היחס במדינות ה-OECD (ראו פרקים ב' ו-ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2015).

[64] המקור: הנתונים על בריטניה – דוח היציבות הפיננסית של הבנק המרכזי באנגליה, הנתונים על ארה"ב – אתר ה-Federal Reserve, הנתונים על ניו זילנד וסינגפור – אתר הבנק המרכזי, והנתונים על גוש האירו – אתר ה-ECB.

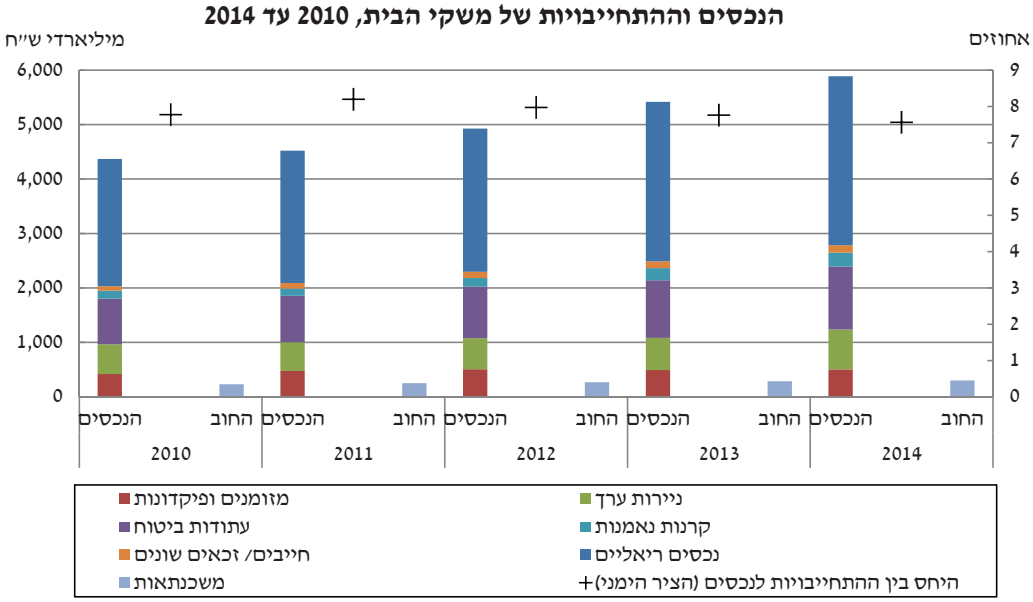
לכך השלכות מקרו-כלכליות[65] (ראו תיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2015).

כאשר בוחנים את השינוי בהתפלגות החוב והנכסים המצויים ברשות משקי הבית בין 2010 ל-2014, ניתן לראות כי חובותיהם גדלו. אולם נכסיהם גדלו בהתאמה ולכן היחס בין ההתחייבויות לנכסים לא השתנה בשנים האחרונות (איור 35).

כאמור, שווי נכסיהם של משקי הבית גבוה משמעותית משווי התחייבויותיהם, ולכן יחסי המינוף שלהם נמוכים. יתרה מכך, מאיור 35 ניתן לראות כי סך החוב של משקי הבית נמוך משווי המזומנים והפיקדונות שלהם, כלומר מנכסיהם הנזילים ביותר. אולם חשוב לזכור כי מדובר בממוצעים בלבד, וייתכן כי בעשירונים הנמוכים קיימים משקי בית שיחסי המינוף שלהם גבוהים והם עלולים להיקלע לחדלות פירעון. לכן נפנה כעת לבחון את איתנותם הפיננסית של משקי הבית לפי עשירוני ההכנסה.

היחס בין התחייבויותיהם של משקי הבית לנכסיהם לא השתנה בשנים האחרונות.

איור 35
הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית, 2010 עד 2014



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

[65] פרק 3 בתוך IMF (2012), World Economic Outlook מראה שקיים קשר חזק בין גידול מהיר ונרחב בחוב של משקי הבית לבין משברים פיננסיים, בעיקר במדינות שניכרה בהן גאות במחירי הנדל"ן. באנגליה למשל אפשר לראות כי משקי בית ממונפים נוטים לצרוך אחוז גבוה יותר מהכנסתם לפני המשבר, ואילו לאחריו הם נוטים להפחית את רמות הצריכה באופן משמעותי יחסית למשקי בית פחות ממונפים (דוח היציבות הפיננסית של אנגליה לשנת 2015). כמו כן, סקר של חברת הייעוץ NMG מראה כי כאשר הריבית עולה ב-3 נקודות האחוז וההכנסה נשארת ללא שינוי, כמעט 20% ממשקי הבית שיש להם משכנתה יצטרכו לקצץ משמעותית בצריכתם או להגדיל את הכנסתם. בקרב משקי הבית שהמשכנתה שלהם גבוהה פי 4.5 מההכנסה, 50% יצטרכו לקצץ בהוצאות.

ג. התפלגות האשראי שאינו לדיור לפי עשירוני ההכנסה השונים והסיכון הטמון בו

(1) הפרק הפיננסי בסקר ארוך הטווח של משקי בית בישראל

הסקר ארוך הטווח של משקי הבית, פרויקט ראשון מסוגו בישראל, נערך מ-2012 בידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, בשיתוף בנק ישראל, הביטוח הלאומי, משרד האוצר ומשרד החינוך. הסקר נערך מדי שנה במשך כחצי שנה, והוא עוקב אחר 4,621 משקי בית שמייצגים את כלל אוכלוסיית ישראל. חלק מנושאי הסקר נחקרים מדי שנה ומהווים את ה"גרעין" שלו, כמו למשל הרכב משק הבית, מצב הבריאות, ההשכלה,

התעסוקה וההכנסה. נושאים אחרים נחקרים באופן מחזורי אחת לשנתיים, ביניהם התנהלותם הפיננסית של משקי הבית, תחום שכולל את נכסיהם והתחייבויותיהם.

ממשקי הבית הנחקרים[66] עולה כי החוב לדיור בקרב כלל משקי הבית עמד ב-2013 על כ-88 אלף ש״ח בממוצע, בשעה שהחוב שאינו לדיור עמד על כ-25.2 אלף ש״ח בממוצע[67]. ל-21.3% ממשקי הבית יש חוב לדיור, ל-27.2% יש חוב שאינו לדיור, ול-40% ממשקי הבית יש חוב כלשהו. הממוצע והחציון של החוב לדיור (בקרב משקי הבית שיש להם חוב כזה) עמד על 412 ועל 300 אלף ש״ח, בהתאמה, הממוצע והחציון של החוב שאינו לדיור עמד על כ-94 וכ-40 אלף ש״ח, בהתאמה, והממוצע והחציון של החוב הכולל עמד על כ-284 ו-100 אלף ש״ח, בהתאמה[68].

חילקנו את משקי הבית הנחקרים לעשירוני הכנסה לפי ההכנסה הכספית ברוטו למשק בית (מעבודה ושלא מעבודה, כולל קצבאות)[69]. מדובר באומדן ראשוני לגבי האופן שבו האשראי שאינו לדיור מתפלג לפי עשירוני ההכנסה השונים ולגבי המינוף הכולל של משקי הבית בישראל[70] (החוב לדיור והחוב שאינו לדיור ביחס להכנסה).

מתוצאות הסקר עולה כי שיעורם של בעלי החוב לדיור עולה עם העלייה בעשירוני ההכנסה, והוא נע מ-7% בעשירון התחתון לכ-41% בעשירון העליון. לעומת זאת, שיעורם של בעלי החוב שאינו לדיור הולך ועולה עם העלייה בעשירוני ההכנסה רק עד שלב מסוים: הוא עולה מ-18% בעשירון התחתון ל-34% בעשירון השישי, ומעשירון זה הוא מתחיל לרדת, ככל הנראה מפני שהעשירונים הגבוהים פחות זקוקים לאשראי צרכני למימון פעילותם השוטפת. אולם מאיור 36 ניתן לראות כי ערכו החציוני של האשראי שאינו לדיור הולך ועולה עם העלייה בעשירוני ההכנסה: הלווים בעשירונים הגבוהים נוטים ללוות סכומים גבוהים יותר. התפלגות האשראי לדיור (איור 37) מעידה כי גם ערכו החציוני עולה עם העלייה בעשירוני ההכנסה[71].

עוד עולה מתוצאות הסקר כי ל-41% ממשקי הבית שיש להם חוב משכנתה יש גם חוב צרכני (בהיקף של 103 אלף ש״ח בממוצע). חובם הצרכני הממוצע גבוה ב-55% מהחוב הצרכני הממוצע בקרב משקי בית ללא משכנתה[72].

היחס החציוני בין סך החוב להכנסה השנתית (LTI, loan to income) עומד בממוצע על 0.6, אולם ישנה שונות גבוהה בין עשירוני ההכנסה השונים: בעשירון התחתון היחס עומד על כ-3, בשעה שבעשירונים גבוהים יותר הוא שווה ל-1 או נמוך מכך (איור 38). כ-3.5% מסך האשראי ניתנים לעשירון התחתון, ומאחר שאוכלוסייה זו מתאפיינת כאמור ביחס LTI גבוה מאוד וגבוה משמעותית מהיחס בעשירונים האחרים, לנתח אשראי זה נשקף סיכון שנוטליו לא יוכלו להחזיר את החוב. כאשר יש יחס גבוה בין החוב להכנסה, מגזר משקי הבית – ובמיוחד העשירונים התחתונים – פגיע לזעזועים חיצוניים.

דבר זה עולה למשל מנתוני המשכנתאות באנגליה. כ-24% מכלל המשכנתאות החדשות באנגליה ניתנים ביחס LTI גבוה מ-4. למשקי הבית שנוטלים אותן יש הסתברות גבוהה יותר לצבור חוב צרכני. לשם המחשה, כאשר המשכנתה ניתנת ביחס LTI גדול מ-4, הלוואותיו הצרכניות של משק הבית גבוהות מ-7,000 פאונד בממוצע,

---

66 נוכו תצפיות שבהן ההכנסה החודשית ברוטו (כולל קצבאות) הייתה אפסית (נמוכה מ-10 ש״ח). בסה״כ נוכו 131 תצפיות ונותרו 4,490.

67 מדובר ביתרת החוב. כלל החוב לדיור בסקר עומד על 202 מיליארד ש״ח (לפי הנתונים הקיימים בבנק ישראל, כלל החוב ב-2013 עומד על 288 מיליארד ש״ח). כלל החוב שאינו לדיור עומד בסקר על 58 מיליארד ש״ח (לפי נתוני בנק ישראל, האשראי הצרכני עומד ב-2013 על כ-90 מיליארד ש״ח, בניכוי משיכת יתר [אוברדרפט] ואשראי מחברות כרטיסי האשראי שאינו משקף הלוואות למשקי בית).

68 10% מבעלי החוב לדיור חייבים למעלה מ-900 אלף ש״ח, ו-10% מבעלי החוב שאינו לדיור חייבים למעלה מ-150 אלף ש״ח.

69 העשירון הראשון – עד 4,037 ש״ח; העשירון השני – בין 4,037 ל-5,793 ש״ח; העשירון השלישי – בין 5,793 ל-7,500 ש״ח; העשירון הרביעי – בין 7,500 ל-9,517 ש״ח; העשירון החמישי – בין 9,517 ל-11,773 ש״ח; העשירון השישי– בין 11,773 ל-14,233 ש״ח; העשירון השביעי– בין 14,233 ל-17,922 ש״ח; העשירון השמיני – בין 17,922 ל-23,153 ש״ח; העשירון התשיעי – בין 23,153 ש״ח ל-33,136 ש״ח; העשירון העשירי – מעל 33,136 ש״ח.

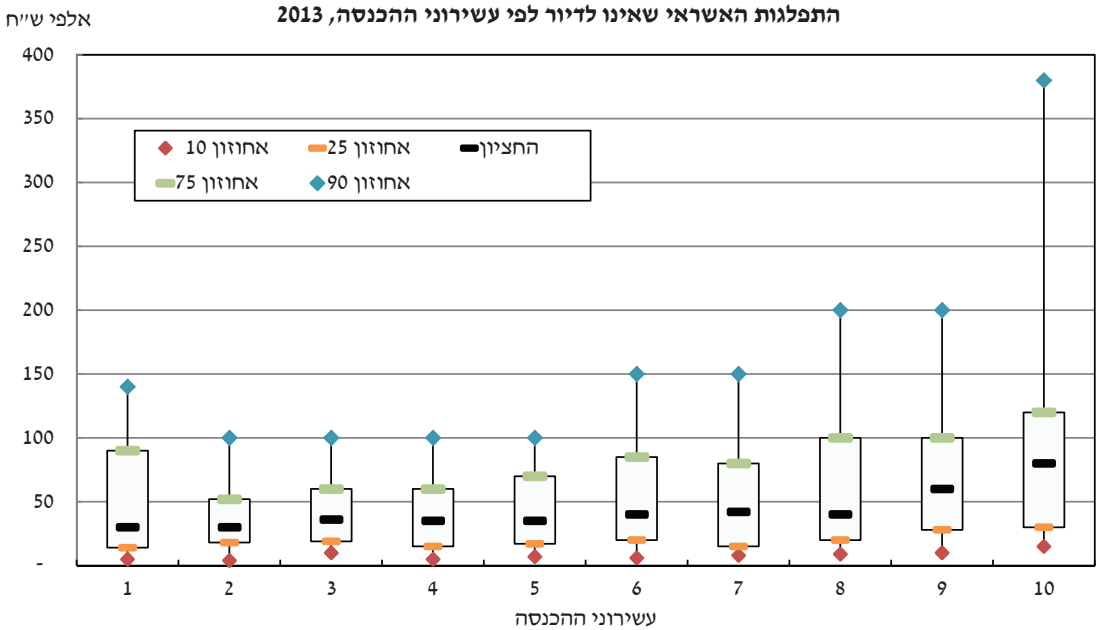
70 כיום יש בבנק ישראל נתונים פרטניים רק על האשראי לדיור שניתן בין 2010 ל-2014. על פי הוראת הפיקוח על הבנקים, החל מאמצע 2016 יחויבו הבנקים לדווח כיצד סיכון האשראי שאינו לדיור מתפלג לפי גובה ההכנסה ולפי העושר הפיננסי.

71 מגמות אלה דומות לתוצאות שהתקבלו מניתוח זרם המשכנתאות בשנים 2010—2014.

72 בחודשים הקרובים אמור בנק ישראל לקבל מהבנקים נתונים על התפלגות האשראי הצרכני לפי עשירוני ההכנסה.

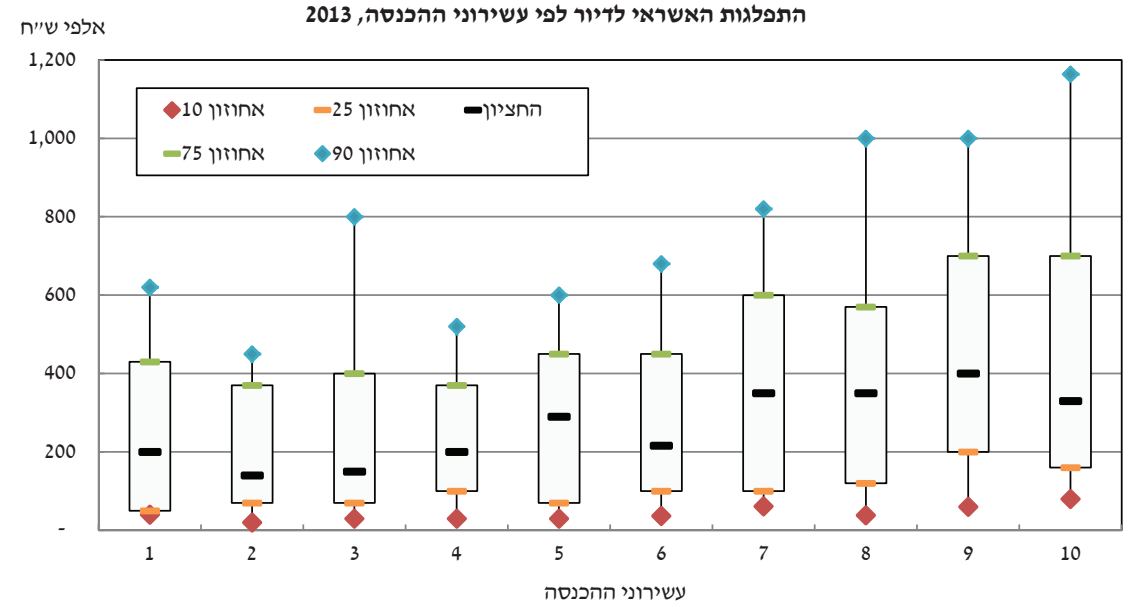
ערכם החציוני של האשראי לדיור ושל האשראי שאינו לדיור עולה עם העלייה בעשירוני הכנסה.

איור 36
התפלגות האשראי שאינו לדיור לפי עשירוני ההכנסה, 2013



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

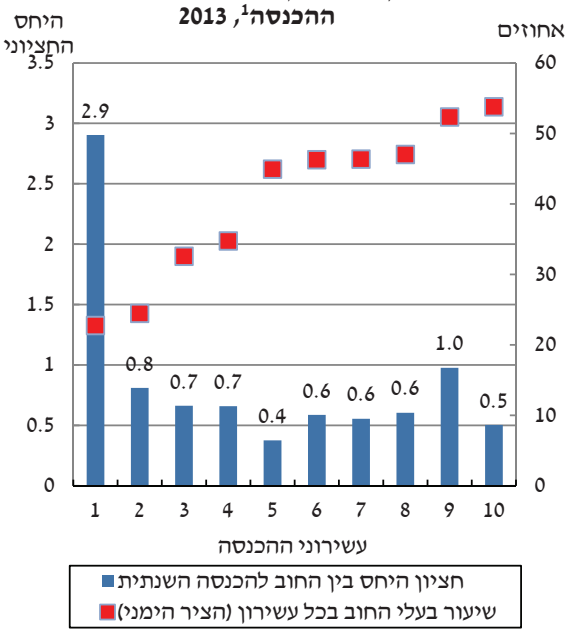
איור 37
התפלגות האשראי לדיור לפי עשירוני ההכנסה, 2013



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

עשירון ההכנסה התחתון מתאפיין במינוף גבוה יחסית, אולם שיעורם של בעלי החוב בקרב עשירון זה נמוך יחסית לשיעורם בעשירונים גבוהים יותר.

איור 38
המינוף של משקי הבית, על פי עשירוני ההכנסה[1], 2013



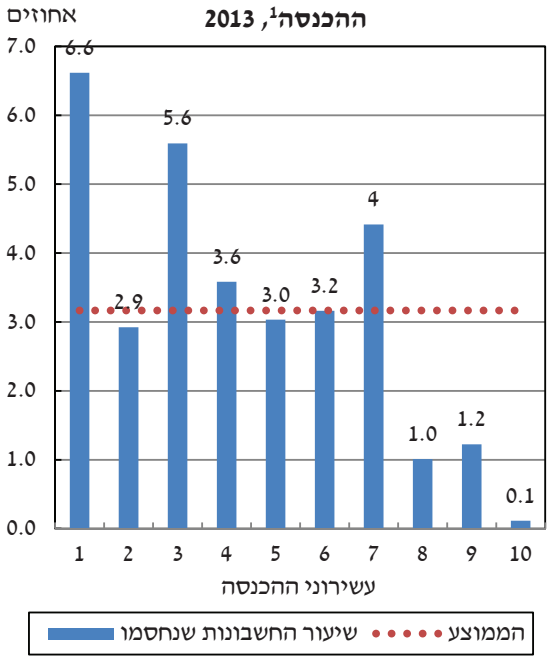
[1] עשירוני ההכנסה הכספית ברוטו למשק בית, לפי הסקר הפיננסי.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

בשעה שהאשראי הצרכני למשק בית באנגליה עומד על 4,500 פאונד בממוצע[73, 74].

שיעור החשבונות שנחסמו למשקי בית[75] בגין הלוואות עומד בשנת 2013 על 3%[76]. שיעור זה גבוה יותר בעשירונים התחתונים, והוא הולך ויורד עם העלייה בעשירוני ההכנסה (איור 39).

שיעור החשבונות שנחסמו גבוה במיוחד בעשירונים התחתונים.

איור 39
שיעור החשבונות שנחסמו לפי עשירוני ההכנסה[1], 2013



[1] עשירוני ההכנסה הכספית ברוטו למשק בית, לפי הסקר הפיננסי
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

כאשר מחלקים את אוכלוסיית הלווים לפי קבוצות גיל[77], מוצאים כי לאשראי שאינו לדיור יש ערך חציוני דומה בקבוצות הגיל השונות (איור 40). שיעור בעלי החוב שאינו לדיור דומה ברוב קבוצות הגיל: הוא עומד בממוצע על 32%, למעט בקרב בני 60+ – כאן הוא נמוך משמעותית ועומד על 14%. התפלגות האשראי לדיור לפי גיל (איור 41) שונה מהתפלגות האשראי שאינו לדיור לפי גיל: היא גבוהה בשלוש קבוצות הגיל הראשונות ולאחר מכן יורדת בכ-40%, אולי מכיוון שמדובר במשקי בית שנטלו את ההלוואה לפני שנים רבות ולכן יתרת ההלוואה לדיור שלהם אינה גבוהה כמו ההלוואה של משקי בית צעירים יותר. יש שיעור גבוה של בעלי החוב לדיור בגילים 30—60 ושיעור נמוך בחצי אצל בני פחות מ-30 ויותר מ-60, ככל הנראה מכיוון שחלק ממשקי

[73] ראו דוח היציבות הפיננסית של אנגליה: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/fsr/default.aspx. תוצאות אלה דומות לתוצאות שהסקר הפיננסי העלה לגבי ישראל.

[74] בסוף שנת 2014 אימץ הבנק המרכזי של אנגליה מדיניות מקרו-יציבותית שמאפשרת לכל מוסד פיננסי להעניק משכנתאות ביחס LTI גבוה מ-4.5 רק ב-15% מהמקרים.

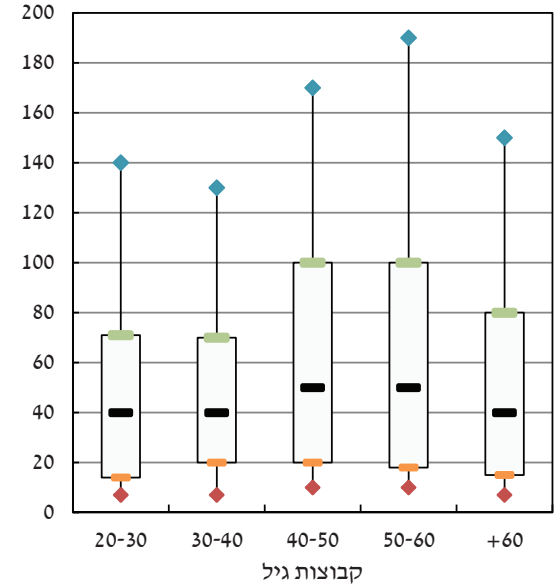
[75] הדבר נמדד באמצעות השאלה "האם בשנים עשר החודשים האחרונים אחד או יותר מחשבונות העובר ושב הפרטיים של משק הבית נחסם על ידי הבנק?"

[76] שיעורם הכולל של הפיגורים במערכת הבנקאית עומד על 1.2%.

[77] בקבוצת הגיל 20—30 נמצאים כ-17% ממשקי הבית הלווים, בקבוצת הגיל 30—40 נמצאים 27%, בקבוצת הגיל 40—50 – 25%, בקבוצת הגיל 50—60 – 16%, ובקבוצת הגיל 60+ – 14%.

לאשראי שאינו לדיור יש ערך חציוני דומה בקבוצות הגיל השונות.

איור 40
התפלגות האשראי שאינו לדיור לפי קבוצות גיל, 2013



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

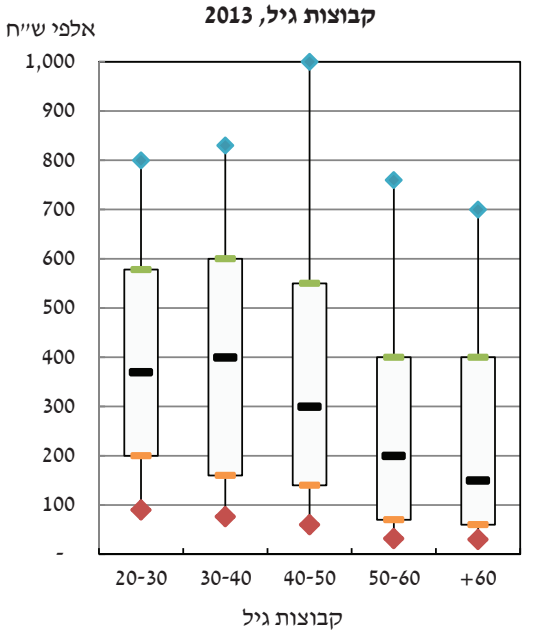
הבית הצעירים טרם נכנסו לשוק הדיור וחלק ממשקי הבית המבוגרים כבר סיימו לשלם את החוב לדיור[78].

(2) הסיכון הנשקף ליציבות הפיננסית של משקי הבית מהגידול באשראי שאינו לדיור

כדי להפחית את הריכוזיות במערכת הבנקאית ולעודד את האשראי החוץ-בנקאי הוקמה ועדה להגברת התחרות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים בישראל ("ועדת שטרום"). הוועדה התבקשה להציע דרכים להכנסת שחקנים נוספים שיתחרו על האשראי למשקי הבית. כאמור, בשנים האחרונות חלה עלייה משמעותית באשראי החוץ-בנקאי הניתן למשקי הבית בישראל ובמקביל ירדה עלות האשראי. התפתחות זו עשויה להעיד על התגברות התחרות בין הגופים השונים על פלח שוק זה. תוצאות הסקר הפיננסי מראות שכבר כיום 30% ממשקי הבית צברו חוב צרכני של כ-94 אלף

ערכו החציוני של האשראי לדיור גבוה במיוחד בקרב בני 20—50.

איור 41
התפלגות האשראי לדיור לפי קבוצות גיל, 2013



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ש"ח בממוצע. האשראי שאינו לדיור נחשב למסוכן יחסית לאשראי לדיור, מפני שרק חלקו (בעיקר ההלוואות לרכישת רכב) מגובה בביטחונות. לכן, במידה שהגברת התחרות תוביל להגדלת האשראי שאינו לדיור ולהגדלת המינוף של הלווים, יש לקדם אותה בזהירות כדי לשמור על יציבותם הפיננסית של משקי הבית. דברים אלה תקפים במיוחד לגבי העשירון התחתון, מפני שבעשירון זה קיים כבר כיום יחס גבוה מאוד בין החוב להכנסה. את צעדי המדיניות הנוגעים למתן אשראי צרכני יש לנקוט בזהירות, תוך התחשבות בהשלכות הבלתי רצויות שהגדלת המינוף של משקי הבית יוצרת מבחינת היציבות הפיננסית.

[78] כ-70% מהאשראי שאינו לדיור, ו-80% מהאשראי לדיור, ניתנים לשלוש קבוצות הגיל הראשונות.

ד. התפלגות האשראי לדיור לפי עשירוני ההכנסה השונים

בין 2012 ל-2015 צמח האשראי לדיור בקצב מהיר כל שנה – כ-7%. חשוב ביותר לבחון כיצד אשראי זה מתפלג לפי עשירוני ההכנסה, משום שמשקי הבית בעשירונים השונים נבדלים ביניהם מבחינת יכולת ההחזר. בידי בנק ישראל יש נתונים פרטניים על הזרם הכולל של ההלוואות לדיור שניטלו בין 2010 ל-2014 מכל הבנקים בישראל[79]. ניתוח של מסד נתונים זה מראה כי עשירוני ההכנסה[80] הנמוכים נוטלים נתח קטן מאוד מהיקף הביצועים וממספרם: בשנת 2014 ניתנו לשלושת העשירונים התחתונים 10% מהיקף ההלוואות ו-5.6% ממספרן – ירידה קלה לעומת הממוצע ב-2010—2013[81]. אולם אף על פי שלשלושת העשירונים התחתונים יש חלק נמוך יחסית בעוגת האשראי, שיעור ההחזר מההכנסה אצלם גבוה יחסית – 30% – והוא גבוה מהשיעור בשלושת העשירונים הגבוהים (25.5% בממוצע)[82]. שיעור ההלוואה משווי הנכס (LTV, Loan to Value) אינו משתנה במידה ניכרת במעבר בין העשירונים אף על פי שהעשירונים הנמוכים נוטלים הלוואות קטנות יותר, משום שהם גם רוכשים דירות זולות יותר[83]. ב-2014 עמד שיעור ההלוואה משווי הנכס על 52.6% בממוצע (לעומת ממוצע של 53.6% בין 2010 ל-2013).

אם בוחנים גם את מלאי ההלוואות הקיים בשנים 2010—2014 (ולא רק את זרם ההלוואות החדשות)[84], ניתן לראות כי בשני העשירונים התחתונים שיעור ההחזר מההכנסה גבוה יחסית[85] (איור 42). עשירונים אלו חשופים יותר לאבטלה ולאבדן היכולת להחזיר את המשכנתה במקרה של עליית הריבית, אולם מדובר בנתח קטן מאוד ממשקי הבית, כ-4% בלבד.

משקי הבית חשופים בשנים האחרונות לסיכון הנשקף מעליית הריבית. דברים אלה תקפים במיוחד לגבי משקי הבית בעשירונים התחתונים, בגלל חלקה הגבוה של הריבית המשתנה הלא-צמודה בהלוואותיהם[86]. מאחר שבקרב משקי בית אלה שיעור ההחזר מההכנסה גבוה כבר כיום, מתעורר חשש שהם יתקשו להחזיר את החוב. אם עליית הריבית תלווה באבטלה ובמיתון בפעילות הריאלית, הסיכון לחדלות פירעון של הלווים יגדל משמעותית. גם דברים אלה תקפים במיוחד לגבי הלווים מהעשירונים התחתונים, משום שהם חשופים יותר לאבטלה, ומשום שעלייה באבטלה היא אחד מגורמי הסיכון המרכזיים לחדלות פירעון, בפרט אצל לווים בעלי שיעורי החזר גבוהים[87,88]. אולם כאמור, לעשירונים התחתונים חלק נמוך יחסית בהיקף האשראי הניתן למשקי הבית.

---

79 מדובר במידע על ההלוואות ביום נטילתן. אין מידע על התנהגותן לאחר מכן.

80 סיווגנו את המדגם לעשירוני הכנסה לפי ההכנסה נטו של משקי הבית שבראשם עומד שכיר, בהתאם לסקר ההכנסות של הלמ"ס לשנת 2011: העשירון הראשון – עד 5,174 ש"ח; העשירון השני – בין 5,174 ל-6,811 ש"ח; העשירון השלישי – בין 6,811 ל-8,466 ש"ח; העשירון הרביעי – בין 8,466 ל-10,253 ש"ח; העשירון החמישי – בין 10,253 ל-12,209 ש"ח; העשירון השישי – בין 12,209 ל-14,258 ש"ח; העשירון השביעי – בין 14,258 ל-16,924 ש"ח; העשירון השמיני – בין 16,924 ל-20,287 ש"ח; העשירון התשיעי – בין 20,287 ל-25,408 ש"ח; העשירון העשירי – מעל 25,408 ש"ח.

81 משקלן הנמוך של ההלוואות בעשירונים הנמוכים תורם כמובן ליציבות, אולם יש לו השלכות שליליות מן הבחינות החברתית והכלכלית. בדוח זה לא נדון בהן.

82 שיעור ההחזר ב-2014 עמד על 26.6% בממוצע. שיעור זה מהווה ירידה ביחס לממוצע בשנים 2010—2013 – 31.4%. הירידה נוצרה לאחר שבאוגוסט 2013 הורה המפקח על הבנקים להגביל את שיעור ההחזר מההכנסה.

83 הרחבה מופיעה בסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים ל-2015. בסקירה זו מתפרסם גם ניתוח של תרחיש קיצון שמשתמש בנתונים הפרטניים על ההלוואות לדיור ובוחן את יציבותם של משקי הבית בהינתן זעזועים משקיים.

84 הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה עורכת סקר על הכנסותיהם והוצאותיהם של משקי הבית. מסקר זה ניתן לקבל אומדן לתשלום התקופתי של חוב המשכנתה (קרן + ריבית) שמשלמים משקי הבית בעשירונים השונים, וכן מידע על שיעור משלמי המשכנתאות ובעלי הדירות בכל עשירון הכנסה.

85 אולם הוא נמוך מהממוצע בשנים 2010—2013.

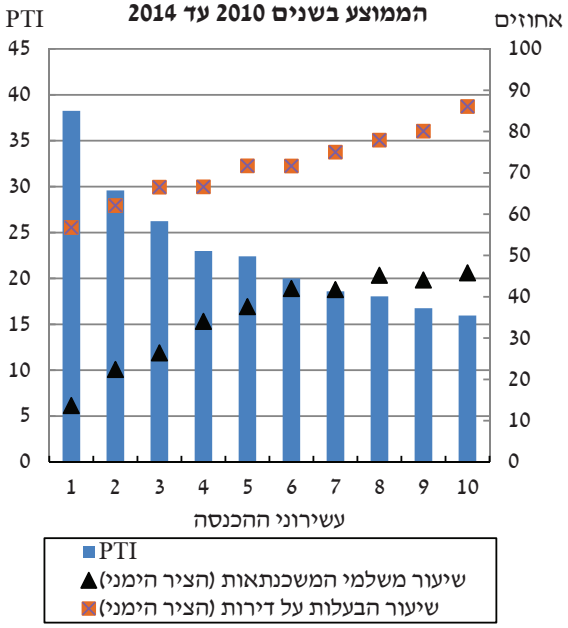
86 דיון בנושא מופיע בפרק העוסק במשקי הבית, דוח היציבות הפיננסית מיוני 2015.

87 הפיקוח על הבנקים ערך תרחיש קיצון שכולל עלייה חדה באבטלה, ירידה חדה במחירי הבתים ועלייה חדה בריבית בנק ישראל. התממשות התרחיש תוליך לפגיעה משמעותית בלווים: שיעור הכשל של נוטלי המשכנתאות מגיע בשיא התרחיש ל-5%, המהווים כ-38 אלף לווים (פרטים נוספים מתפרסמים בסקירת מערכת הבנקאות לשנת 2015).

88 ראו נאור ז' וג' בניטה (2013), "סיכון הלווים בשוק המשכנתאות: התפתחותו ההיסטורית והערכתו במספר תרחישים", בנק ישראל, ניירות תקופתיים.

שיעור ההחזר מההכנסה נטו גבוה יחסית בקרב משקי הבית מעשירוני ההכנסה התחתונים.

איור 42
שיעור הבעלות על דירות, שיעור ההחזר מההכנסה נטו (PTI) ושיעור משלמי המשכנתאות, לפי עשירוני ההכנסה[1], הממוצע בשנים 2010 עד 2014



[1] ההכנסה נטו למשק בית, לפי סקר ההכנסות של הלמ"ס.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

8. מערך התשלומים והסליקה

א. רקע

במערך התשלומים בישראל פועלות כמה מערכות תשלומים וסליקה: (א) מערכת זה"ב (זיכויים והעברות בזמן אמת, מערכת מסוג RTGS)[89], המופעלת בידי בנק ישראל; (ב) מסלקת הנייר (מסלקת הצ'קים), המופעלת גם כן בידי בנק ישראל; (ג) "מערכת זיכויים, חיובים והעברות תשלומים", המופעלת בידי חברת מרכז סליקה בנקאי (מס"ב); (ד) "מערכת שירותים בכרטיסי חיוב", המופעלת בידי חברת שירותי בנק אוטומטים (שב"א); (ה) "מערכת מכשירי בנק אוטומטיים", המופעלת אף היא בידי חברת שב"א; (ו) מסלקות הבורסה (מסלקת ניירות הערך ומסלקת מעו"ף); ו-(ז) המסלקה הבין-לאומית לעסקאות המרה (CLS)[90].

ב. הסיכונים לתשתיות השוק הפיננסי

להלן נתאר את הפעולות העיקריות שבנק ישראל נקט, מתוקף תפקידו כבנק מרכזי וכמפקח על מערך התשלומים והסליקה, כדי לצמצם את הסיכונים במערך התשלומים:

- **אימוץ העקרונות לתשתיות השוק הפיננסי**

העקרונות לתשתיות השוק הפיננסי (PFMI)[91] קובעים סטנדרטים לפעילותן של התשתיות הפיננסיות באופן שיבטיח את הטיפול בסיכונים הנשקפים להן, ביניהם הסיכון המשפטי, הסיכון התפעולי, סיכון הנזילות, הסיכון העסקי, סיכוני ההשתתפות במערכות, ועוד. עקרונות אלה מרחיבים את תחומי האחריות של הגופים המפקחים בבואם ליישם את העקרונות הנוגעים לרגולציה של התשתיות הפיננסיות ולפיקוח ובקרה עליהן. בנק ישראל – הגוף המפקח על מערכות התשלומים – אימץ את העקרונות בנובמבר 2014, והוא יחיל אותם בהדרגה על מערכות התשלומים המבוקרות והמבוקרות-מיועדות[92]. גם הרשות לניירות ערך החליטה לאמץ את העקרונות ולהחיל אותם על מסלקות הבורסה.

- **טיפול בסיכונים הנובעים מהשתתפות ישירה ומהשתתפות עקיפה במערכות התשלומים**

צורת ההשתתפות במערכות התשלומים טומנת בחובה סיכונים שונים למערכת ולמשתתפים בה, לרבות סיכון אשראי, סיכון נזילות וסיכון תפעולי. עקרונות 18 ו-19 ב-PFMI מאסדרים את הטיפול בסיכונים אלה. הם קובעים כי למערכת תשלומים יגובשו קריטריונים אובייקטיביים ומבוססי סיכון בנוגע להיבטי ההשתתפות במערכת, כדי לאפשר גישה הוגנת ופתוחה אליה. בנק ישראל פועל בכמה

[89] Real Time Gross Settlement.

[90] Continuous Linked Settlement.

[91] Principles for Financial Infrastructures. המסמך התפרסם ב-2012 והוא מופיע בכתובת הבאה:
http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf.

[92] בהתאם לחוק מערכות תשלומים, ניתן להכריז על מערכת כעל מבוקרת אם פעילותה חיונית לכלל מערך התשלומים במשק, ויש חשש כי המערך ייפגע בעקבות ליקויים בתקינותה, יעילותה או אמינותה.
בהתאם לחוק מערכות תשלומים, ניתן להכריז על מערכת כעל מבוקרת-מיועדת כאשר פעילותה מהותית ליציבות המוניטרית והפיננסית בישראל, ויש חשש כי ליקויים בתקינותה, יעילותה או אמינותה יפגעו ביציבות זו.

מישורים על מנת לטפל בסיכונים הנידונים, ובין היתר הוא מגדיר את תנאי הגישה למערכות התשלומים. במקביל מקדם הבנק את טיוטת התזכיר לחוק שירותי תשלום[93], מסמך שנועד בין השאר לקבוע דרישות אחידות לפעילותם של הגופים הרשאים לספק שירותי תשלום.

- **טיפול בסיכונים הקיברנטיים**

האיומים הקיברנטיים שונים מסיכונים אחרים מבחינת הזיהוי, ההיערכות וההתאוששות. בשל ההשלכות המהותיות שאירועי סייבר עלולים ליצור במערכת תשלומים, מפעילי המערכות נדרשים להיערך אליהם ולנקוט את הפעולות הנחוצות לשמירה על המשכיותן העסקית. האיומים הקיברנטיים מתאפיינים בין השאר בתחכום הולך וגובר של ההתקפות, בעוצמת הנזק הגלום בהן, ובקושי לזהותן. התממשותם עלולה לשבש את פעילותה התקינה והמאובטחת של מערכת תשלומים, ולגרום בין היתר לחשיפת מידע, למחיקת נתונים ולשיבושם, לפגיעה באמון הציבור, ולפגיעה ביציבותה של המערכת.

- **מעקב אחר יציבותה של מערכת זה"ב**

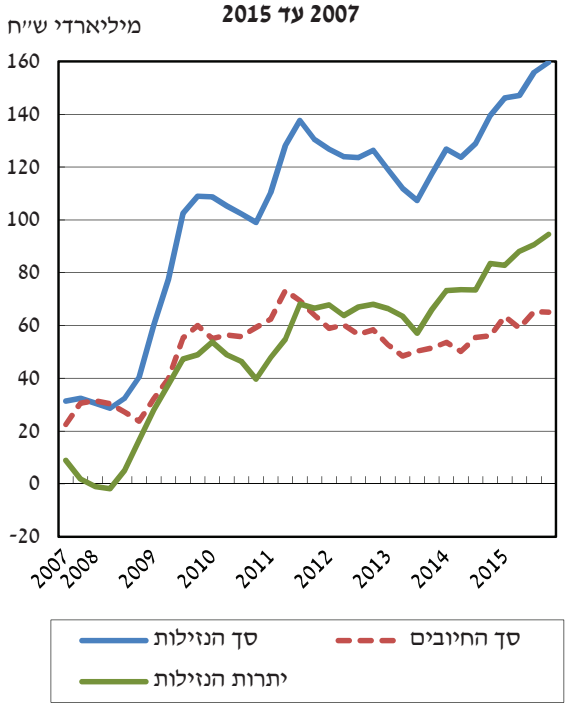
זה"ב – מערכת שהפעלתה והפיקוח עליה מצויים בידי בנק ישראל – נושאת חשיבות מערכתית במשק הישראלי. על כן חשוב להבטיח את יציבותה באמצעות ניטור הסיכונים הטמונים בה – לרבות סיכוני הנזילות, סיכוני האשראי, והסיכונים המשפטיים, המערכתיים והתפעוליים. בנק ישראל מעריך את יציבותה של מערכת זה"ב באמצעות מדדים שונים, ביניהם יתרות הנזילות במערכת, זמינותה והריכוזיות בה.

יתרות הנזילות בזה"ב[94] משקפות מצב שבו יש עודף נזילות בחשבון העו"ש ובקו האשראי שבנק ישראל מעמיד לרשות המשתתפים כנגד ביטחונות. עודף זה מאפשר למשתתפים להעביר תשלומים בלא תלות בזיכויים שיועברו לחשבונם, ולכן יתרות נזילות גבוהות מפחיתות את סיכון הנזילות במערכת. בשנים האחרונות יש בזה"ב יתרות נזילות גבוהות והן מתאפיינות במגמת עלייה. מגמה זו החלה באמצע 2008, עם המעבר מהלוואות מוניטריות לפיקדונות מוניטריים (איור 43).

במערכת זה"ב יש יתרות נזילות גבוהות, והן מתאפיינות במגמת עלייה.

איור 43

מערכת זה"ב – יתרות הנזילות[1]
(ממוצע רבעוני על בסיס נתונים יומיים),
2007 עד 2015



[1] יתרות הנזילות שוות לסך הנזילות במערכת זה"ב בניכוי סך החיובים הבין-בנקאיים.
המקור: בנק ישראל.

לוח 4
יחס הריכוזיות במערכת זה"ב במונחי סכומים,
2008 עד 2015

	יחס הריכוזיות (באחוזים)	השינוי השנתי (באחוזים)
2008	79.2	-
2009	76.6	-3.3
2010	77.6	1.2
2011	80.8	4.1
2012	81.6	1
2013	82.7	1.4
2014	83.1	0.4
2015	80.2	-3.5

[93] אספקת שירותי תשלום כוללת הנפקה של אמצעי תשלום, סליקה, ניהול חשבון תשלום והעברות תשלומים.

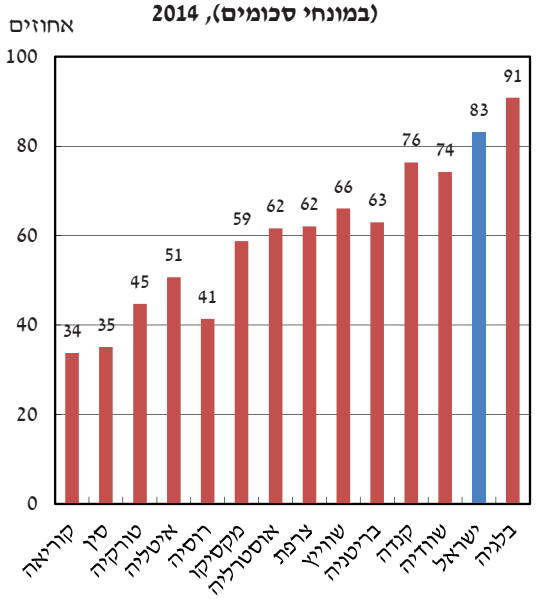
[94] את יתרות הנזילות – סך הנזילות במערכת זה"ב בניכוי סך החיובים הבין-בנקאיים – מחשבים על פי ממוצעים יומיים.

זמינותה של מערכת זה"ב[95] מצויה ברמה גבוהה מאז תחילת פעילותה, ורמה זו מעידה על יציבות ועל יכולת לקיים את שגרת הפעילות ואת ההמשכיות העסקית. זמינות המערכת בשנת 2015 עמדה על 99.98%, שיפור של 0.07% לעומת שנת 2014 (בשנת 2014 עמדה זמינות המערכת על 99.91%). שיעורי הזמינות המקובלים במערכות RTGS במדינות המפותחות בדרך כלל נעים בין 99.7% ל-99.99%.

רמת הריכוזיות של המשתתפים בזה"ב משקפת את היקפי הפעילות הבין-בנקאית של חמשת המשתתפים הפעילים ביותר[96], וככל שהיא עולה כך עולה רמת הסיכון המערכתי הגלום בזה"ב. יחס הריכוזיות במערכת זה"ב, במונחי סכומים, עמד בשנת 2015 על 80.2%, קיטון של 3.5% לעומת השנה הקודמת (לוח 4). הריכוזיות בישראל גבוהה יחסית לעולם (איור 44).

מערכת ה-RTGS בישראל מתאפיינת בריכוזיות גבוהה יחסית למערכות בעולם.

איור 44
יחס הריכוזיות במערכות RTGS בעולם
(במונחי סכומים), 2014



ב-2015 עמד יחס הריכוזיות במערכת ה-RTGS בישראל על כ-80%.

המקור: הבנק להסדרי סליקה בין-לאומיים (BIS).

- **חיזוק יציבותה של שב"א**

"שירותים בכרטיסי חיוב", מערכת שמופעלת בידי שב"א, חיונית לכלל מערך התשלומים במשק, והיא כפופה לפיקוח של בנק ישראל. על מנת לקדם את בטיחותה ויציבותה, וכדי לתת מענה לסיכוני אבטחת המידע והונאת הלקוח, ציית מפעיל המערכת במהלך 2015 להוראות בנק ישראל והרשות להגבלים עסקיים, ופעל לפיתוח מערכת שתאפשר למשק הישראלי לסלוק בבטחה עסקאות בכרטיסי חיוב – "אשראית EMV"[97]. הפיתוח נותן מענה לסיכונים שונים, לרבות זיוף כרטיס, העתקתו, אובדנו או גניבתו, והונאות אשראי.

- **ייעול הפעילות במסלקת הנייר**

בשנים האחרונות נעשו מאמצים רבים לקידום חוק הסליקה האלקטרונית, כדי לעבור מסליקה פיזית של צ'קים לסליקה אלקטרונית. ב-6 ביוני 2015 אישרה הכנסת בקריאה ראשונה את הצעת החוק, וב-10 בפברואר 2016 פורסם החוק ברשומות הכנסת. החוק מייעל את תהליך סליקתם של צ'קים, והוא יחסוך בעלויות בשלושה אופנים: ראשית, הוא מבטל את הצורך בשינוע של הצ'קים מהבנק הגובה אל הבנק הנמשך; שנית, הוא מבטל את הצורך באחסון הצ'קים במקומות מתאימים; לבסוף, יתקצר משך הזמן החולף מהצגת הצ'ק לפירעון עד לזיכוי חשבון הלקוח, וכך ניתן יהיה להבטיח את ודאות העסקה תוך פרק זמן קצר יותר.

- **מעקב אחר יציבותן של מסלקות הבורסה**

מסלקות הבורסה (מסלקת ניירות הערך ומסלקת מעו"ף) מהוות חלק מהתשתיות הקריטיות בשוק הפיננסי, וכשלים בהן עלולים להוביל לזעזועים פיננסיים בכלכלה בכללותה. הצורך להשלים את העסקאות הנעשות במהלך יום מסחר באופן שמאפשר את רציפות המסחר, כמו גם את תפקודן של מסלקות הבורסה כצד נגדי מרכזי לעסקאות, חושף את המסלקות לסיכונים שונים, לרבות סיכונים משפטיים, תפעוליים ועסקיים. אלה מחייבים ניהול הולם והסדרים שמבטיחים את יציבות המסלקות ואת יעילותן. ביולי 2015 פרסמה הרשות לניירות ערך הצעה לכללים להבטחת פעילותן התקינה של מסלקות הבורסה, במסגרת העמידה בדרישות ה-EMIR[98].

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

[96] יודגש כי ה-CLS לא נכלל בחישוב וכי אין בהכרח הקבלה בין גודלם של הבנקים לבין היקף פעילותם במערכת זה"ב.

[97] Europay, MasterCard and Visa – תקן אחיד ומאובטח לעסקאות בכרטיס חיוב נוכח.

[98] European Market Infrastructure Regulation – רגולציה אירופית להגברת היציבות בשוק הנגזרים.

הוועדה לקידום השימוש באמצעי תשלום מתקדמים בישראל[1]

הוועדה הבין-משרדית לאמצעי תשלום מתקדמים הוקמה במארס 2014 במטרה לאסדר את תחום אמצעי התשלום המתקדמים מן הבחינות של אבטחת מידע, הלבנת הון ומימון טרור, המשכיות עסקית, תחרות, יציבות ויעילות, וזאת באופן שיעודד את הציבור להרחיב את השימוש באמצעים אלה. לשימוש באמצעי תשלום מתקדמים יתרונות רבים: אמצעים אלה מצמצמים את השימוש באמצעי תשלום מבוססי נייר ולכן תורמים לצמצום הכלכלה השחורה, מעודדים שחקנים חדשים להיכנס למערך התשלומים, מתאפיינים בעלויות עסקה נמוכות, זמינים, מאפשרים לתעד את העסקאות שבוצעו בהם, ונוחים לשימוש – הן למשלם והן למקבל התשלום.

יש לציין כי לצד היתרונות אמצעים אלה טומנים בחובם סיכונים שונים, ועם המרכזיים שבהם נמנים הסיכונים הקיברנטיים והמשפטיים וסיכוני הלבנת הון ומימון טרור. הגמישות המאפיינת את אמצעי התשלום המתקדמים, והעבודה על פלטפורמות מחשוב מתקדמות, יכולות לחשוף את המשתמשים באמצעי תשלום אלו להתחזות, ניצול לרעה, הונאות וכשל תמורה של גורמים שונים. זאת ועוד, התחרות על הלקוחות וריבוי השיטות להעברת התשלומים עלולים לפגוע ברמת האבטחה של הפעולה באמצעי תשלום אלו. לבסוף, קיים סיכון שהסליקה במערכת התשלומים לא תתבצע כמתוכנן. בנק ישראל ושאר הגורמים הרלוונטיים נותנים את הדעת על סיכונים אלו, עוקבים אחר התפתחותם, ונערכים להתמודדות עמם.

[1] דוח הביניים התפרסם להערות הציבור בנובמבר 2015 והוא מופיע בכתובת הבאה: http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/291115-ElectronicMeans.aspx

תיבה 1-: איגרות חוב מסוג CoCo (Contingent Convertible)

לנוכח הגידול המשמעותי של היקף הנפקות ה-CoCo בעולם והתחלת הנפקותיו גם בישראל נציג את נייר הערך הזה, ייעודו, והשימוש בו בעולם, ובפרט בארץ. נפתח ברקע כללי, לאחר מכן נפרט לגבי ההנפקות שכבר בוצעו בישראל, ולבסוף נתאר ניירות מסוג CoCo שהונפקו בעולם, הדומים במאפייניהם לאלו שהונפקו בארץ.

רקע כללי

אג"ח מסוג CoCo (Contingent Convertible) היא אג"ח היברידית, המשלבת מאפיינים של הון וחוב, מונפקת על ידי תאגיד בנקאי, ומטרתה הראשונית לשמש מקור לחיזוק מבנה ההון של הבנק בהתרחש אירוע חריג. מבנה ההון של הבנק יתחזק הודות למנגנון ספיגת ההפסדים הגלום באיגרת ולטריגר המפעיל מנגנון זה כאשר מתרחש אירוע חריג שעלול לסכן את יציבות הבנק. הטריגר יכול להיות כמותי – כשיחס ההון לנכסי הסיכון של הבנק המנפיק יורד מתחת לסף מסוים – או נתון לשיקול דעתו של הרגולטור. שתי השיטות העיקריות לספיגת ההפסדים הן מחיקה של חלק מקרן האג"ח שהונפקה או של הקרן כולה, או המרה כפויה של האג"ח להון מניות לפי מחיר המרה שנקבע מראש. מחיקת החוב – כולו או חלקו – או המרתו למניות מביאה לשיתוף מחזיקי האג"ח בסיכון ותורמת לחיזוק מבנה ההון של התאגיד הבנקאי באמצעות כספם של בעלי האג"ח, בהתרחש אירוע חריג[1]. הסיכון של המחזיק באג"ח מסוג CoCo גבוה אפוא מזה של מחזיק אג"ח רגילה של הבנק – סיכון שהמשקיעים אמורים לתמחר אותו בעת רכישת האיגרת ולדרוש בגינו ריבית גבוהה יותר.

הרקע להנפקת ה-CoCo הוא המשבר הפיננסי העולמי של 2008, שבו כספי משלם המסים חילצו בנקים, ואילו בעלי המניות ומחזיקי האג"ח של הבנקים לא נפגעו. מעבר לעלות האדירה של חילוץ המערכת הבנקאית בעת משבר בידי הממשלה יש לתמיכה הממשלתית במערכת הבנקאית עלות נוספת: היא מעוותת את התמריצים של הבנקים ומניעה אותם לטול סיכוני יתר. מסיבה זו פעלו הרגולטורים לאחר המשבר ליצירת מבנה ייחודי של חוב, אשר ישמש כרית ספיגה שתבסס את הון הבנקים במקרה של חשש ליציבותם, וזאת מכספם של בעלי האג"ח. כתוצאה מכך יגדל התמריץ של המשקיעים לעקוב אחר יציבות הבנק ולהגיב להתפתחויות.

גם בעבר הנפיקו הבנקים מכשירים היברידיים שהוכרו על ידי הרגולטורים כחלק מהון רובד 1, אולם המשבר של 2008 לימד כי ביום פקודה מכשירי חוב אלה לא ממלאים את ייעודם. הכללים החדשים שנקבעו בהנחיות באזל 3 להנפקת ה-CoCo נועדו להתמודד עם כשלים אלה, ובפרט לקבוע טריגר איכותי להפעלת מנגנון ספיגת ההפסדים לצד הטריגר הכמותי. הטריגר האיכותי כולל הרשאה לרגולטור לדרוש, על פי שיקול דעתו, המרה או מחיקה של החוב בגין אג"ח אלה, כדי למנוע מהבנק הגעה לנקודת האי קיימות (Point of non viability), וכן דרישה כי במקרה שתתקבל החלטה על הזרמה ממשלתית לחילוץ הבנק תהיה גם המרה או מחיקה אוטומטית של החוב בגין אג"ח ה-CoCo.

ההנפקה של אג"ח מסוג CoCo בעולם התרחבה מאוד מאז 2013. המוטיבציה של הבנקים להנפיק אג"ח אלה היא הצורך שלהם להגדיל את הונם כדי לעמוד בדרישות ההון הרגולטוריות לפי באזל 3. המוטיבציה של המשקיעים להשקיע באג"ח מסוג CoCo היא הריבית הגבוהה שהן נושאות, יחסית לאג"ח רגילות של הבנקים – פיצוי על תוספת הסיכון. בסביבת הריביות הנמוכה השוררת היום משקיעים מוכנים לטול את הסיכון הגדול יותר הכרוך בהשקעה באג"ח אלו תמורת תוספת הריבית. הנפקת ה-CoCo משפרת את מצב בעלי המניות של הבנק, שכן היא מספקת לבנק כרית ספיגה נוספת. אלה יעדיפו מנגנון ספיגת הפסדים הכולל מחיקה של החוב ולא המרה למניות – שכן המרה תביא לדילול חלקם בבעלות. אשר לבעלי חוב אחרים – מצבם ישתפר עם הנפקת ה-CoCo, כי אל הבנק יוזרם הון חדש בדרגת נשייה[2] נמוכה מזו של האג"ח שהם מחזיקים. מטבע הדברים, אי הוודאות הכרוכה בהשקעה ב-CoCo גדולה יותר מזו של השקעה

[1] מחיקת החוב מקטינה את ההתחייבויות של הבנק וכנגד זאת מגדילה את רווחיו, ואילו המרת החוב למניות מקטינה את התחייבויות הבנק וכנגד זאת מגדילה את הון המניות שלו.

[2] סדר קדימות הנושים במקרה של חדלות פירעון או פירוק של חברה.

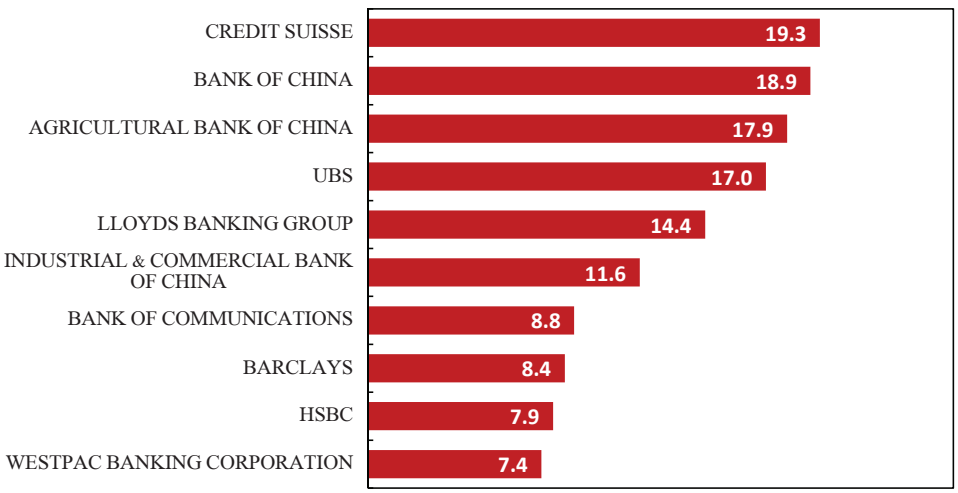
באג"ח רגילות. זו קשורה במידה רבה לאי בהירות לגבי התנאים שיניעו את הרגולטור להפעיל, על פי שיקול דעתו, את מנגנון ספיגת ההפסדים. אי הוודאות גם מקשה על תמחור ההשקעה במכשיר.

ישנם שני סוגים של CoCo: אלו המוכרות על פי באזל כחלק מההון רובד 1 נוסף של הבנק המנפיק ואלו המוכרות כחלק מההון רובד 2[3]. כדי שאג"ח שתונפק תוכר כחלק מההון רובד 1 נוסף מאפייניה צריכים להיות קרובים לאלה של הון. כך, למשל, עליה להיות ללא מועד פירעון, ולמנפיק אותה צריכה להיות זכות לבטל את הקופון בכל עת לפי שיקול דעתו, בלי שהדבר יביא להכרה בבנק כחדל פירעון. אג"ח המוכרת כהון רובד 1 נוסף היא נחותה מאג"ח המוכרת כהון רובד 2 מבחינת סדר הנשייה, ומנגנון ספיגת ההפסדים מופעל בה בשלב מוקדם יותר.

שנת 2014 הייתה שנת שיא בהנפקות ה-CoCo בעולם: היקפן הגיע ל-175 מיליארדי דולרים[4]. בשנת 2015 ירד היקף ההנפקות בכ-40%, ל-101 מיליארדי דולרים, והן בוצעו בעיקר על ידי בנקים סיניים ואירופיים. הסיבה העיקרית לירידה בסך ההנפקות היא ירידה בהיקף ההנפקות הסיניות. זו נבעה מתנאי שוק חלשים ומגידול איטי של מאזן הבנקים בסין, שכנראה הקטינו את צורכי הגדלת ההון בטווח הקצר. בשנת 2015 ביצעו בנקים אסייתיים 48% מההנפקות, ובנקים אירופיים ביצעו 40% מהן – התפתחות המשקפת התקדמות של הרגולטורים בשני האזורים האלה ביישום דרישות באזל 3.

הנפקות ה-CoCo מרוכזות בידי קבוצה של בנקים גדולים: עשרת המנפיקים הגדולים (חמישה אירופיים, ארבעה סיניים, ואחד אוסטרלי) אחראים לכ-37% מכלל ההנפקות מאז 2009 (איור 1). בנקים אמריקאיים נמנעו עד כה מהנפקת CoCo משיקולי מס. רוב הניירות שהונפקו כוללים מנגנון ירידת ערך של החוב, ומשלבים אלמנטים אוטומטיים של המרה ושיקול דעת של הרגולטור. אף שמספר המנפיקים גדל בחודשים האחרונים, צפוי שהריכוזיות של עשרת המנפיקים הגדולים תימשך, משום שדרישות ההון מהם, על פי באזל 3, גבוהות משמעותית ביחס ליתר הבנקים.

איור 1
עשרת מנפיקי אג"ח ה-CoCo הגדולים בעולם, מיליארדי דולרים, 2009 עד 2015



המקור: Moody's.

[3] ההון הפיקוחי של תאגיד בנקאי מורכב משני רבדים: הון רובד 1 (הכולל הון עצמי רובד 1 והון רובד 1 נוסף), והון רובד 2. על פי המלצות באזל הותוו כללים הקובעים אילו רכיבים כשירים להיכלל בכל אחד מרובדי ההון האלה. הון עצמי רובד 1 הוא רובד ההון האיכותי ביותר של התאגיד הבנקאי.

[4] על פי הודעה שפרסם Moody's בתחילת פברואר 2016.

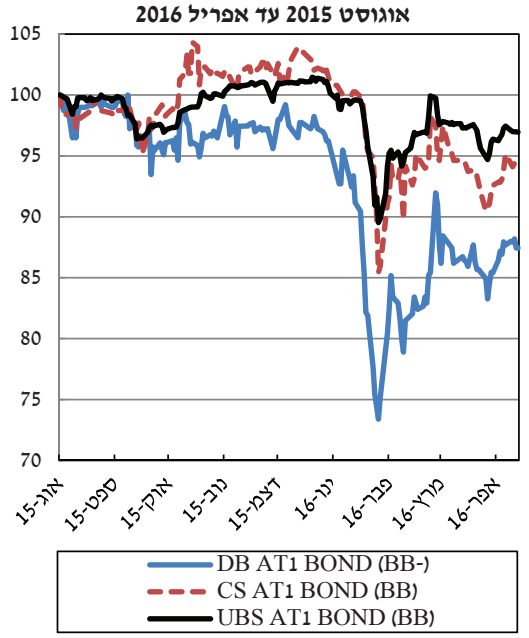
ההתפתחויות באג"ח ה-CoCo בעולם בראשית 2016

בפברואר 2016 הייתה ירידה חדה של מחירי האג"ח מסוג CoCo שהנפיק "דויטשה בנק". זאת לאחר תקופה ארוכה של ירידה במחיריהן של מניות הבנק, וכן במחירי המניות של בנקים נוספים באירופה, על רקע משבר החוב שם (איור 2 ואיור 3). הירידה של מחירי האג"ח מסוג CoCo חלחלה אף למחירי אג"ח רגילות של הבנק, אך בעוצמות פחותות (איור 4). הרקע לירידות היה חשש לאי תשלום קופונים של ה-CoCo מסוג רובד 1 נוסף של הבנק, אך גם כשהחששות חלפו, ומחירי האג"ח שבו ועלו, הם לא חזרו לרמתם המקורית. עוצמת הירידה של מחירי האג"ח מסוג רובד 1 נוסף הייתה חזקה מזו של מחירי האג"ח מסוג רובד 2, שכן רק הראשונות מאפשרות למנפיק לא לשלם קופונים. בניגוד לאג"ח של "דויטשה בנק" עצמו, לא ניכר שינוי במחירי האג"ח הרגילות של הבנקים האחרים באירופה, ואילו מחירי האג"ח מסוג CoCo של בנקים אלה ירדו, אך בעוצמות פחותות. גם כאן עוצמת תגובתן של אג"ח ה-CoCo מרובד 2 הייתה פחותה מזו של אג"ח ה-CoCo מרובד 1 נוסף (איור 5).

גם מחירי האג"ח מסוג CoCo רובד 1 נוסף של בנקים אחרים לא שבו עד כה לרמתם קודם לאירוע ב"דויטשה בנק". אם עליית פרמיית הסיכון הנדרשת בשוק לצורך השקעה באג"ח מסוג CoCo רובד 1 תתמיד, היא תביא לייקור הנפקות עתידיות של אג"ח אלו, וכך תשליך על עלות המקורות של הבנקים.

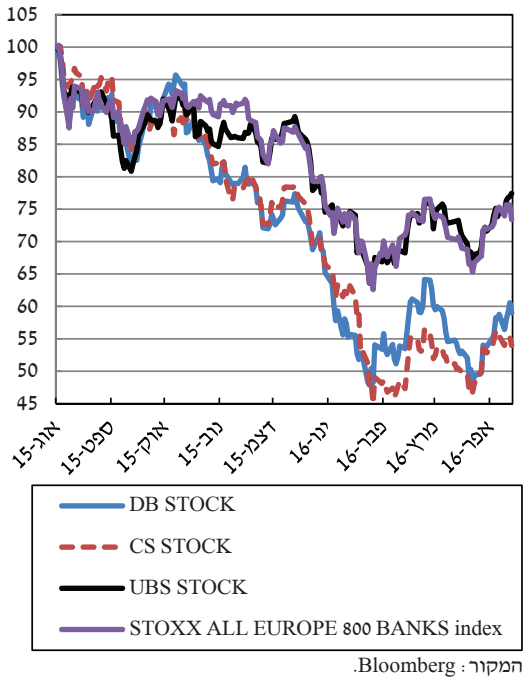
האירוע שהתרחש משקף כנראה את בעיית תמחור החסר של הסיכונים הכרוכים באג"ח ה-CoCo – מכשיר חדש יחסית, שהפעילים בשוק לא ידעו לתמחר נכון, ומשום כך הגיבו בקיצוניות על כל התפתחות לא צפויה בהערכות הסיכון. הסבר אפשרי נוסף: אמנם הפעלת הטריגר עשויה לתרום לחיזוק מבנה ההון של הבנק באמצעות כספם של בעלי האג"ח, ובכך להקטין את הצורך בהתערבות ממשלתית, אך ייתכן שהתגובה הקיצונית יחסית קשורה גם לעובדה שעדיין אין כמות מספקת של אג"ח כאלה במאזני הבנקים, ועל כן כמותן אינה מספיקה כדי לשמש כרית לספיגת הפסדים.

איור 2
התפתחות מדדי אג"ח מסוג CoCo - רובד 1 נוסף של בנקים בחו"ל, אוגוסט 2015 עד אפריל 2016



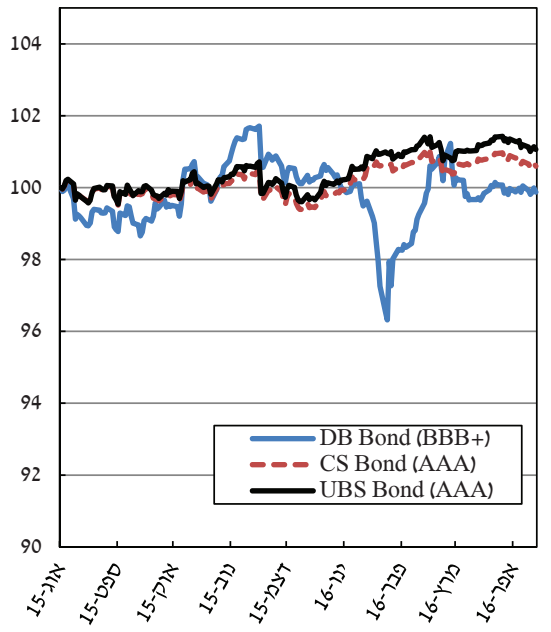
המקור: Bloomberg.

איור 3
התפתחות מדדי מניות של בנקים באירופה, אוגוסט 2015 עד אפריל 2016



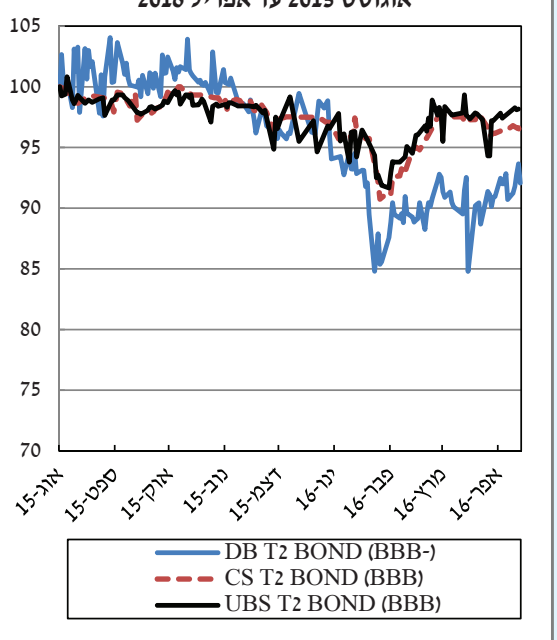
המקור: Bloomberg.

איור 4
התפתחות מדדי אג"ח רגילות של בנקים בחו"ל,
אוגוסט 2015 עד אפריל 2016



המקור: Bloomberg.

איור 5
התפתחות מדדי אג"ח מסוג CoCo מרובד 2 של בנקים בחו"ל,
אוגוסט 2015 עד אפריל 2016



המקור: Bloomberg.

כנגד זאת יש לזכור כי הפעלת הטריגר כשלעצמה עלולה דווקא ללבות אירוע משברי, שכן היא מאותתת על קשיים בבנק ספציפי, ובשל הקשרים ההדוקים בין הבנקים עלולה לעורר חשש גם ליציבותם של בנקים נוספים. זאת ועוד, מחמת המינוף הגבוה של הבנקים וסיכון הנזילות הגדול שלהם, הרי בעת חשש ליציבותם ייתכן כי כרית הביטחון הנוספת שמספק ה-CoCo אינה מספיקה כדי להרגיע את המפקידים ולמנוע את המשבר, אך יש בה כדי להבטיח את השתתפות בעלי אג"ח ה-CoCo בחיזוק מבנה ההון של הבנק, מה שיקטין את הצורך בהזרמה ממשלתית. לשאלה מי הם המשקיעים באג"ח ה-CoCo יש השלכה חשובה על השאלה עד כמה תוכל הפעלת הטריגר לתרום לרגיעה: ככל שפחות משקיעים באג"ח יבואו מתוך המערכת הבנקאית, או ממוסדות פיננסיים הקשורים בקשרים הדוקים למערכת הבנקאית, כן תגדל היכולת של הפעלת הטריגר להביא לרגיעה.

הנפקות CoCo על ידי בנקים בישראל

תקנון הבורסה בישראל מאפשר כיום להנפיק אג"ח מסוג CoCo רק לבנקים או לחברות ביטוח. בשל מורכבות המכשיר הגבילה הרשות לניירות ערך, בתיאום עם הפיקוח על הבנקים, את ההשקעה באג"ח היברידיות, והתירה אותה רק למשקיעים המבינים היטב את המורכבות והסיכון הכרוכים בה. לפיכך המסחר באג"ח היברידיות מתנהל ביחידות מסחר של 50,000 ש"ח ע"נ, והגודל המזערי של פקודת המסחר הוא יחידת מסחר אחת. עד סוף התקופה הנסקרת הנפיקו "לאומי" ו"מזרחי-טפחות", אג"ח CoCo המסווג כהון רובד 2 (לוח 1)[5].

[5] לאחר התקופה הנסקרת הנפיקו שלושה בנקים נוספים אג"ח CoCo: ה"הבינלאומי הראשון" ו"בנק ירושלים" הנפיקו אג"ח סחירות בהיקף של 580 מיליוני ש"ח ו-180 מליוני ש"ח, בהתאמה, ובנק "יהב" הנפיק אג"ח קוקו בהנפקה פרטית למוסדיים.

להלן פרטי הנפקות ה-CoCo של "מזרחי-טפחות" ו"בנק לאומי":

לוח 1: פרטי הנפקות ה-CoCo של "מזרחי-טפחות" ו"לאומי"

	מזרחי-טפחות	לאומי
היקף הגיוס במיליוני ש"ח	417 (דצמבר 15)	925.8 (ינואר 16)
סחירות	לא סחיר (הנפקה פרטית למוסדיים)	סחיר
הריבית	5%	3.25%
המִרווח בעת ההנפקה (ביחס לאג"ח ממשלה)	3-3.25%	2.18%
דירוג "מעלות"	AA-	AA
הטווח לפירעון (שנים)	7,8,10	10
הריבית	קבועה ומשתנה	קבועה
הטריגר	יחס ההון רובד 1 יורד ל-5% או החלטת המפקחת	יחס ההון רובד 1 יורד ל-5% או החלטת המפקחת
מנגנון ספיגת ההפסדים	מחיקת הקרן	המרה למניות
הצמדה		לא צמוד

ראוי לציין כי על פי מבחני הקיצון שערך בנק ישראל למערכת הבנקאית עד כה גם באירועי הקיצון שנבחנו לא ירד אף אחד מהבנקים ליחס ההון המהווה טריגר להפעלת מנגנון ספיגת ההפסדים על פי האיגרות שהונפקו (יחס הון-ליבה של 5%).

התפתחות התשואה והמִרווח של האג"ח שהונפקו

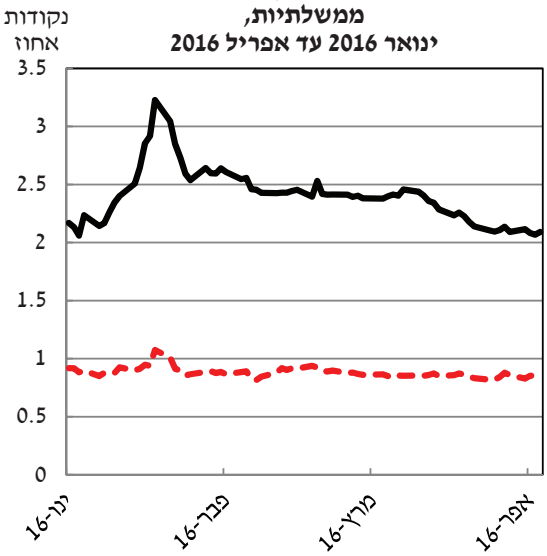
בנק מזרחי-טפחות – הואיל והאג"ח שהנפיק הבנק אינו סחיר אין מידע על התפתחות התשואה והמִרווח לאחר ההנפקה.

בנק לאומי – האג"ח מסוג CoCo שהנפיק הבנק דומות במאפייניהן לאג"ח רובד 2 המונפקות בעולם. הן נסחרות בפערי תשואה של כ-1.5 נקודות האחוז מעל אג"ח רגילות של הבנק בעלות מח"מ דומה, וזאת מפני הסיכון הנוסף הטמון באג"ח אלו (איור 6). אם הן אכן ימלאו את ייעודן ויתרמו ליציבות הבנק, ניתן לצפות כי כשכמותן תגדל (על חשבון האג"ח הרגילות של הבנק) יירד המִרווח על האג"ח הרגילות שלו.

השוואת פער המרווחים בין אג"ח ה-CoCo של "בנק לאומי" ובין אג"ח של ממשלת ישראל לפער המִרווחים בין אג"ח CoCo מקבילות בעולם ובין אג"ח של הממשלות הרלוונטיות[6] מלמדת שהאג"ח של "לאומי" נסחרות במִרווח נמוך יותר משמעותית (איור 7). לעומת זאת כשההשוואה נסבה על אג"ח רגילות של "בנק לאומי" ובנקים דומים, מוצאים שפערי המִרווחים בין אג"ח אלה לאג"ח של הממשלות הרלוונטיות דומים. ממצא זה מלמד שהפער הגדול בין המִרווחים על ה-CoCo אינו קשור להערכת סיכון שונה של הבנק, אלא כפי הנראה, בעיקר לאפיונים השונים של אג"ח ה- CoCo, וכן לסיכוי שהמשקיעים מייחסים להפעלת המנגנון האוטומטי של ספיגת ההפסדים על פי שיקול הדעת של הרגולטור (סיכוי המושפע גם מאפיוני המערכת הרגולטורית המקומית). משפיעים גם השוני בתנאים להפעלת המנגנון והעובדה שה-CoCo אשר הנפיק "לאומי" מומרות, בהתקיים הטריגר, למניות, לעומת מחיקת החוב במצב זה באג"ח של הבנקים בחו"ל. אולי בישראל משפיעה גם העובדה שמדובר במכשיר חדש לחלוטין, הנסחר תקופה קצרה בלבד.

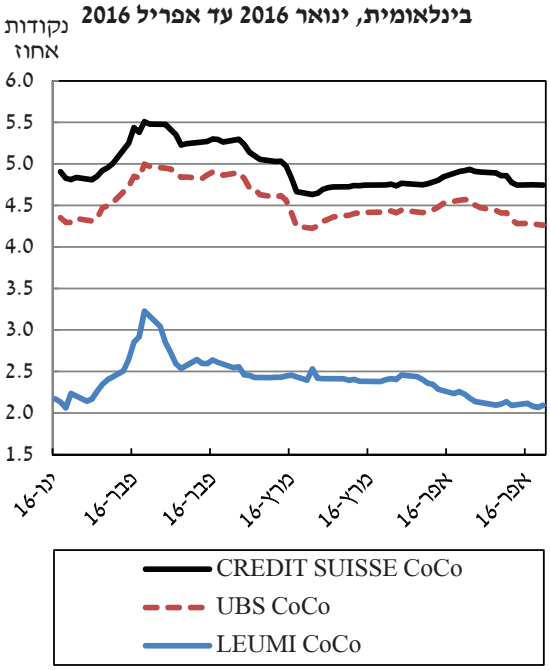
6 אג"ח מסוג CoCo של CREDIT SUISSE ושל UBS השוויצריים מרובד 2, המדורגות בשתי רמות מתחת לדירוג האג"ח של "בנק לאומי".

איור 6
המרווחים של אג"ח CoCo ושל אג"ח רגילות בעלות מח"מ זהה של בנק לאומי ביחס לאג"ח ממשלתיות,
ינואר 2016 עד אפריל 2016



המקור: נתוני בנק ישראל.

איור 7
המרווח של אג"ח CoCo מרובד 2 מעל אג"ח ממשלתיות במח"ם דומה – השוואה בינלאומית, ינואר 2016 עד אפריל 2016



המקור: נתוני בנק ישראל ו- Bloomberg.

האינדיקטורים העיקריים ליציבותה של המערכת הפיננסית בישראל, 2012 עד מאי 2016
(אחוזים)

	2012	2013	2014	2015	2016	מעודכן ל-
א. הסביבה העולמית						
שיעור הצמיחה הריאלי של התמ"ג העולמי	3.5	3.3	3.4	3.1		31/12/2015
שיעור הגידול של הסחר העולמי	2.8	3.4	3.5	2.8		31/12/2015
המרווח על אג"ח של המשקים המתעוררים EMBI[1] (ממוצע תקופתי)	3.4	3.2	3.3	4.2	4.5	31/05/2016
מדד VIX של Chicago Board Options Exchange (ממוצע תקופתי)	17.8	14.2	14.2	16.7	18.1	31/05/2016
ב. הסביבה המקומית						
היחס בין החוב הממשלתי לתמ"ג (סוף תקופה)	66.5	65.9	65.5	63.3	63.1	31/03/2016
היחס בין החוב החיצוני נטו לתמ"ג (סוף תקופה)	-25.4	-27.1	-35.6	-40.0		31/12/2015
היחס בין סך האשראי למגזר הפרטי לתמ"ג (סוף תקופה)	118.6	113.9	113.4	112.1	111.4	31/03/2016
היחס בין האשראי למגזר העסקי לתוצר של המגזר העסקי (סוף תקופה)	106.8	99.8	98.3	95.7	94.7	31/03/2016
היחס בין האשראי למשקי הבית להכנסה הפרטית הפנויה (סוף תקופה)	58.0	58.7	59.9	61.1		31/12/2015
פרמיית הסיכון של ישראל (מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ממוצע תקופתי)	1.69	1.20	0.88	0.73		31/12/2015
הפער בין התשואה על אג"ח ממשלתית שקלית לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב ל-10 שנים (ממוצע תקופתי)	2.6	1.5	0.4	-0.1	0.0	31/05/2016
המרווח בשוק האג"ח התאגידיות – ס"ד האג"ח ללא אג"ח של חברות פיננסיות (ממוצע תקופתי)	6.6	4.4	3.2	4.0	4.0	31/05/2016
ג. הנכסים הפיננסיים						
מדדי הסיכון (ממוצע תקופתי)						
סטיית התקן הגלומה						
של שער החליפין	10.8	11.5	10.8	11.0	9.8	31/05/2016
של מדד ת"א 25	25.3	17.5	15.7	20.0	23.3	31/05/2016
סטיית התקן בפועל						
של שער החליפין	6.6	6.2	5.3	8.1	5.8	31/05/2016
של מדד המניות הכללי	11.7	8.9	9.1	13.1	16.1	31/05/2016
המחירים והתשואות (במונחים שנתיים)						
שיעור השינוי של השקל לעומת הדולר (במהלך התקופה)	-2.3	-7.0	12.0	0.3	-1.3	31/05/2016
שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך התקופה)	-0.7	-7.6	3.3	-7.3	-0.3	31/05/2016
שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך התקופה)	4.6	15.3	11.5	6.8	-8.7	31/05/2016
התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-5 שנים (ממוצע תקופתי)	3.2	2.5	1.7	1.0	0.9	31/05/2016
ד. עמידות המערכת הפיננסית						
מערכת הבנקאות[2] (סוף תקופה)						
היחס בין ההון הכולל לרכיבי הסיכון[3]	14.9	14.7	14.2	13.9		31/12/2015
היחס בין הון רובד 1 לרכיבי הסיכון[3]	9.1	9.7	9.6	9.9		31/12/2015
היחס בין ההוצאה השנתית להפסדי אשראי לסך האשראי המאזני לציבור (מוכפל ב-100)	0.41	0.25	0.15	0.12		31/12/2015
חברות הביטוח (סוף תקופה)						
חלקו של ההון הראשוני בסך הנכסים	5.6	5.7	5.6	5.4		31/12/2015
משקל נכסי הסיכון בסך נכסי הנוסטרו	41.5	42.6	44.0	45.4	45.4	29/02/2016
קופות הגמל[4] (סוף תקופה)						
משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות	66.9	68.6	70.0	69.6	71.4	31/03/2016
היחס בין הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות	30.6	33.8	38.1	38.2	34.1	31/03/2016
ה. נזילות השווקים						
מחזור המסחר הכולל בשווקים[5] (ממוצע תקופתי, מיליארדי ש"ח)	4.4	4.7	4.7	4.7	4.4	31/05/2016
המרווח בין שער ציטוט שקל-דולר הגבוה לנמוך (ממוצע תקופתי)	0.34	0.32	0.36	0.66	0.50	31/05/2016

[1] Emarging Markets Bond Index, המרווח בין התשואה על אג"ח ממשלתיות של השווקים המתעוררים לבין התשואה של שטרי אוצר של ארה"ב.
[2] חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות.
[3] עד 2009 – לפי הגדרות באזל I; מ-2009 – לפי הגדרות באזל II; מ-2014 – לפי הגדרות באזל III.
[4] כולל קופות גמל מרכזיות לפיצויים וקרנות השתלמות.
[5] כולל מחזורי המסחר של מק"ם, אג"ח ממשלתיות, אג"ח חברות ומניות.

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