



בנק ישראל

דוח יציבות פיננסית

ירושלים, טבת התשע"ה • דצמבר 2014

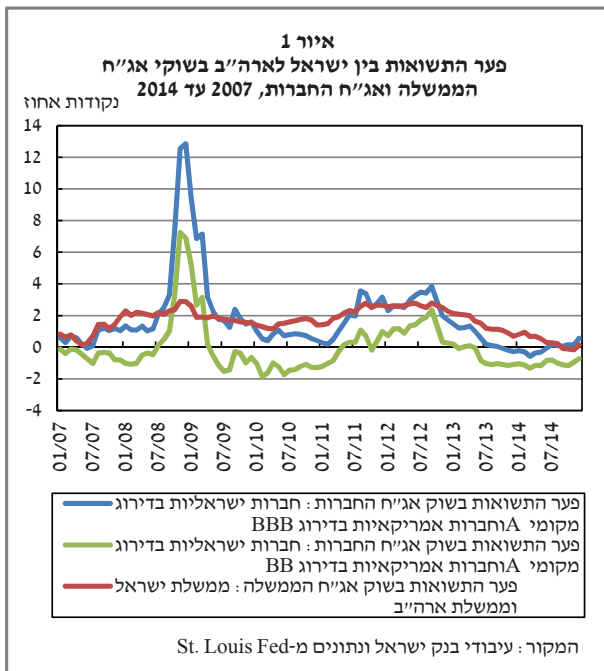


זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.

תוכן העניינים

1.	ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית	5
2.	הסיכונים העיקריים ליציבותה של המערכת הפיננסית	8
א.	הסביבה המקומית	8
1.	הסיכון הנשקף משוק הדיור	8
2.	הסיכונים בשוק אג"ח החברות	11
ב.	הסביבה העולמית	15
3.	השלכותיו הפיננסיות של מבצע "צוק איתן"	18
4.	המערכת הבנקאית	21
5.	חברות הביטוח	25
6.	מחירי הנכסים והאשראי	28
א.	שוק המניות	28
ב.	האשראי	31
תיבה :	הנפקות אג"ח של חברות זרות בישראל	32
לוח אינדיקטורים		38

בשוקי אג"ח החברות ואג"ח הממשלה נבלמה מגמת הירידה במרווחים וחלה עלייה מתונה בפער התשואות לעומת חו"ל.



לבין הריבית הממוצעת במדינות המפותחות². התשואה הריאלית והתשואה הנומינלית לטווח הארוך ירדו בישראל במשך רוב התקופה הנסקרת, במקביל לירידה במרווח בין התשואות המקומיות הארוכות לבין התשואות בארה"ב ובאירופה, אולם מרווח זה התרחב בשבועות האחרונים על רקע ההחלטה לפרק את הממשלה ולהקדים את הבחירות. מאחר שתקציב המדינה ל-2015 לא אושר בעקבות פירוק הממשלה, תקרת הוצאותיה החודשיות תעמוד עד לאישורו על 1/12 מתקציב 2014.

הבנקים הוסיפו לשמור על יציבות במחצית הראשונה של 2014. יחס ההון העצמי רובד 1 במערכת הבנקאית נותר ללא שינוי אף כי המעבר להוראות החדשות – בהתאם לבאזל III – פעל להורדת יחס ההון, ונמשכו ההטבה במדדים לאיכות תיק האשראי והירידה בריכוזיות הלווים. אף על פי כן הסיכון הגלום באשראי לדיור ובאשראי לענף הבינוי והנדל"ן – אלה מהווים יחד 44% מתיק האשראי – מוסיף להיות משמעותי. בשנים האחרונות ניכרת עלייה בהיקפו

1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית¹

המערכת הפיננסית המקומית שמרה בחודשים האחרונים על יציבות חרף זעזוע ביטחוני מקומי וירידה בשיעורי הצמיחה וחרף סביבה עולמית מאתגרת: חוסר הוודאות בשווקים עלה, תחילה בתגובה לכך שארה"ב החלה לצמצם את ההרחבה המוניטרית, ובהמשך – בתגובה למשבר ברוסיה ולירידה במחירי הנפט. אנו ממשיכים להעריך כי הסיכון המרכזי הנשקף ליציבותה של המערכת הפיננסית המקומית טמון בחשיפתם הגבוהה של המערכת הבנקאית ושל משקי הבית לשוק הדיור. ברבעונים השני והשלישי אמנם ניכרה מגמת האטה בשוק הדיור – היקף העסקאות ירד ועליות המחירים המהירות נבלמו – אולם נראה כי ההאטה נבעה מהמתנה לתכניות הממשלה השונות; מאחר שחלק מהתכניות הוקפאו עקב הקדמת הבחירות, מסתמנת עלייה בביקוש. כן אנו ממשיכים להעריך כי המערכת הפיננסית חשופה לתמחור חסר של הסיכונים בשוק אג"ח החברות, על רקע הריבית הנמוכה בישראל ובעולם, גורם שמשפיע על התמחור בשוק זה ובשוקי הנכסים בכלל. מגמת הירידה של המרווחים בשוק אג"ח החברות נבלמה כבר ביוני, ובדצמבר חלה בהם עלייה – על רקע הירידה החדה במחירי הנפט והמשבר ברוסיה – לצד עלייה מתונה בפער התשואות לעומת חו"ל (איור 1); אולם רמת המרווחים עדיין נמוכה. במקביל חלה עלייה בגיוס החוב נטו של חברות ישראליות. סיכונים אלה ליציבות נידונים בהרחבה בסעיף 2.

הוועדה המוניטרית של בנק ישראל החליטה על שתי הפחתות ריבית רצופות: היא הפחיתה את הריבית לאוגוסט ולספטמבר ב-0.25 נקודת האחוז, עד לרמה של 0.25%, בתגובה לשיעורי אינפלציה אפסיים ולירידה בקצב הצמיחה של התוצר. בחודשים האחרונים חל בשקל פיחות חד יחסית לדולר – כ-13% מתחילת יולי ועד סוף נובמבר – והדבר עשוי לתמוך בעלייה של קצב האינפלציה אף כי התמסורת משער החליפין למחירים נמוכה.

בעקבות רמתה הנמוכה של הריבית המקומית נסגר הפער בינה לבין הריבית בארה"ב ונוצר פער שלילי בינה

² הממוצע מתייחס לשווקים הבאים: ארה"ב, אירופה, אנגליה, יפן, קנדה, שווייץ, שוודיה, דנמרק, נורווגיה, ניו זילנד ואוסטרליה.

¹ עדכניות הנתונים בדוח זה משתנה בין הסעיפים בהתאם לזמינות הנתונים. הניתוח מתייחס לאירועים שהתרחשו עד אמצע דצמבר 2014.

הנפקות בענף הפיננסים והמשך של היקף הנפקות גבוה בענף הבינוי והנדל"ן. במקביל ניכרת בחודשים האחרונים משיכה של כספים מקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה באג"ח חברות וכניסה לקרנות אג"ח כללי, המשקיעות שיעור נמוך יותר מהנכסים באג"ח חברות.

תנאי הרקע הגלובליים מוסיפים לתרום לרמה הגבוהה יחסית של חוסר ודאות: רוב המדינות ממשיכות לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד, בשעה שברובן שיעורי האינפלציה בפועל נמוכים מיעדי האינפלציה המוצהרים חרף הציפיות להתאוששות. **לעת עתה בנקים מרכזיים בעולם מעריכים כי אין סיכון גדול לדפלציה מתמשכת,** וציפיות האינפלציה לטווחים ארוכים נותרו יציבות. קצב ההתאוששות בעולם אינו אחיד: בשעה שבמדינות אירופה מסתמנת הרעה – במיוחד במשקים הגדולים, היינו גרמניה וצרפת – מצבה של ארה"ב משתפר בהדרגה. כתוצאה מהשיפור בארה"ב הפסיק ה-Fed באוקטובר, לאחר הודעה מראש, את תכנית רכישת הנכסים שלו. **תהליך צמצומה של ההרחבה המוניטרית מוסיף להוות סיכון מרכזי ליציבות הכלכלה העולמית: בנקים מרכזיים עלולים למצוא עצמם מצמצמים מוקדם מדי – וכך מסכנים את תהליך ההתאוששות השברירי; לחלופין הם עלולים למצוא עצמם מצמצמים מאוחר מדי, וכך מגדילים את הסיכון הנשקף מעלייה במחירי הנכסים בשל תמחור חסר של סיכונים.**

שוקי המניות בעולם ירדו מאז יולי והציגו תנודתיות גבוהה על רקע עלייה בסיכוני השוק והנזילות לצד עלייה בתיאבון לסיכון. מנגד, סיכון האשראי בחו"ל הוסיף לרדת כתוצאה מצעדים שמערכת הבנקאות העולמית, בעיקר באירופה, ממשיכה לנקוט. השיפור במצבם של הבנקים והידוק הפיקוח עליהם הניבו גם תוצאה פחות מבורכת: בנקאות הצללים, מגזר שכפוף למידה פחותה של פיקוח, הגדילה את חלקה במתן אשראי, ודבר זה מצדו מגדיל את הסיכון להתפתחות משברים. סיכון המשקים המתעוררים נותר ללא שינוי (לאחר שבתקופה הקודמת הוא עלה), היות שההרעה שחלה בחלק מהאזורים במצב הגיאו-פוליטי קיזזה את ההשפעה החיובית שיצרה תמיכתה של סביבת המימון החיצונית.

במהלך יולי ואוגוסט הושפעו השווקים הפיננסים המקומיים ממבצע "צוק איתן". השפעה זו הייתה בסיכומו של דבר מתונה וקצרת טווח, ולוותה בעלייה

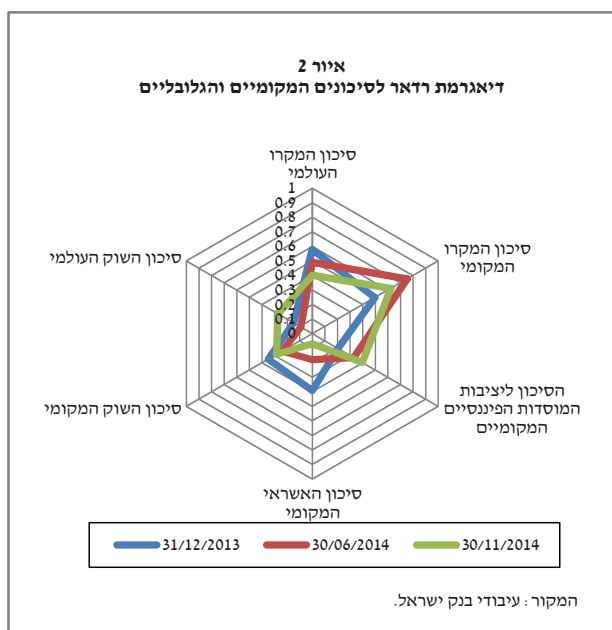
של האשראי למשקי הבית, וכן ניכרת עלייה בחלקו בסך האשראי של הבנקים, על חשבון האשראי למגזר העסקי. בתוך אשראי זה חלה עלייה ניכרת בהיקפו של האשראי לדיר, וחלקו בסך האשראי המאזני של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות עלה בהדרגה, מ-19.6% בתום 2007 ל-30.5% בספטמבר 2014. על רקע התפתחויות אלה הגדיל המפקח על הבנקים את יעד ההון העצמי רובד 1 בשיעור של 1% מיתרת האשראי לדיר.

שתי הפחתות הריבית האחרונות שערך בנק ישראל אמנם הובילו לעוד ירידה מתונה בריבית הריאלית המשוקללת על המשכנתאות, אך הן לא השפיעו במידה ניכרת על הביקוש בשוק הדיור עקב ההמתנה לצעדי חקיקה חדשים. ואולם **לאחר שחלק מצעדי החקיקה החדשים עוכבו, נרשמה בספטמבר עלייה במחירי הדירות, ובהמשך נצפתה גם עלייה מסוימת בהיקף העסקאות בדירות ובנטילתן של משכנתאות חדשות; נטילת המשכנתאות התאפיינה עוד קודם לכן בקצב גבוה – הממוצע בחודשים האחרונים עמד על כ-4.4 מיליארדי ש"ח לחודש.**

בחברות הביטוח חל שיפור ביחסי ההון, בין השאר הודות לכך שמחירי הנכסים הפיננסיים הוסיפו לעלות. הרווח הכולל המצרפי של החברות במחצית הראשונה של 2014 היה חיובי, וזאת חרף הפסדים שנרשמו כתוצאה מהריבית הנמוכה והגיעו לכ-2.2% מההון המוכר. מרבית הנכסים בתיק הנוסטרו של חברות הביטוח מתאפיינים בסיכון נמוך, אך בשנים האחרונות עלה בו באופן ניכר חלקם של נכסים בעלי סיכון בינוני עד גבוה.

בחודש דצמבר חלה עלייה חדה במרווחים של אג"ח החברות, בעקבות המשבר ברוסיה והחשיפה של חברות ישראליות להשקעה שם ובמזרח אירופה בכלל. קודם לכן – ומאז יולי – שמרו המרווחים על יציבות, לאחר תקופה ממושכת של ירידה. יחד עם זאת, **על רקע הריבית הנמוכה והנזילות הגבוהה הן בשוק המקומי והן בחו"ל, המרווחים המקומיים נמוכים יחסית לעבר ולמרווחי אג"ח החברות בארה"ב, אף כי הפער השלילי בינם לבין מרווחים בחו"ל הצטמצם מעט בחודשים האחרונים.** מדדי הסיכון אינם מצביעים על עלייה בסיכון לחדלות פירעון בשוק אג"ח החברות. **קצב הגיוסים בשוק אג"ח החברות במחצית השנייה של 2014 דמה לקצב במחצית הראשונה, אך התבטא בעלייה בגיוסים נטו.** בפרט נרשם היקף גבוה של

המערכות הפיננסיות המקומיות והגלובליות משקפות סיכון נתפס נמוך.



השווקים הפיננסיים לכך שהכלכלה תמשיך להתאושש, וחלקו – מעודפי נזילות גדולים בשווקים הפיננסיים העולמיים. את התנהגותם של שני מדדים אלו לאורך זמן ניתן לראות באיור 3.

הפער בין סיכון המקור העולמי וסיכון השוק העולמי הצטמצם מעט, אך הוא עדיין משמעותי.



זמנית בלבד במרווח ה-CDS של ישראל בעולם. נראה כי הפחתות הריבית של בנק ישראל וירידת התשואות בעולם בתקופה זו קיזזו את השפעת המבצע, והתשואות על אג"ח של ממשלת ישראל אף ירדו במהלכו. כאשר משווים את "צוק איתן" למערכות צבאיות אחרות, מוצאים כי התמחור בשווקים הפיננסיים שיקף סיכון נמוך יחסית לכך שהמבצע יפגע ביציבות הפיסקלית ובפעילות הריאלית. בתקופה שלאחר המבצע המשיכו השווקים הפיננסיים לעלות, תוך שהם מגלמים רמה נמוכה של סיכונים בכלל ושל סיכונים גיאוגרפיים בפרט (הרחבה מופיעה בסעיף 3).

דיאגרמת הרדאר³ באיור 2 מציגה את הסיכונים הנשקפים למערכת הפיננסית⁴, כפי שהם נתפסים בשוק ומשתקפים במחירים, במאזני חברות, בנתוני מקרו, ועוד. בדומה לאינדיקטורים אחרים, קדקוד המקור המקומי – קדקוד שכולל את השפעת "צוק איתן" ברבעון השלישי אך אינו כולל את ההתאוששות ברבעון הרביעי – משקף האטה בפעילות הכלכלית הריאלית בישראל⁵. לאחר שבמחצית הראשונה של השנה חלה החמרה משמעותית במדד המקור המקומי, עקב ירידה בשיעורי הצמיחה, המצב השתפר בנובמבר, אך הוא עדיין משקף רמת פעילות ממותנת יחסית. קדקוד האשראי המקומי ממשיך להצביע על תפיסת סיכון נמוכה, וזו משתקפת במרווחים נמוכים בשוק האג"ח ובהפרש נמוך בין התשואות על אג"ח ממשלה בישראל ובארה"ב. ייתכן כי מדדים אלה משקפים עלייה בנטייה ליטול סיכונים יתר בשל סביבת הריבית הנמוכה. כמו כן, מהדיאגרמה עולה כי מצב המקור העולמי השתפר מעט במהלך 2014. הפער בין מצב המקור העולמי למצב השוק הפיננסי העולמי הצטמצם אך מוסיף להיות גדול; חלקו נובע מציפיות של

³ זלקינדר ח' (2012), "מדידה של לחץ וסיכונים למערכת הפיננסית באמצעות דיאגרמת רדאר", בנק ישראל: סדרת מאמרים לדיון.

⁴ הנתונים על סיכון השוק המקומי והעולמי, סיכון המקור המקומי וסיכון האשראי המקומי מעודכנים לסוף נובמבר 2014. הנתונים על סיכון המקור הגלובלי והסיכון ליציבות המוסדות הפיננסיים מעודכן לספטמבר.

⁵ מדד המקור הגלובלי נמצא בסביבות החציון שלו ואילו מדד המקור המקומי מצוי קצת מעל 0.6. הדבר מצביע על כך שלכאורה מצב המקור המקומי טוב פחות ממצב המקור הגלובלי. כיוון שכל המדדים משקפים את המצב הנוכחי יחסית לממוצע ארוך הטווח, הפער בין המדד המקומי לבין המדד בחו"ל נובע מכך שהפער בין קצב הצמיחה הממוצע לקצב בפועל גדול יותר בישראל מאשר בחו"ל.

2. הסיכונים העיקריים ליציבותה של המערכת הפיננסית

א. הסביבה המקומית

1. הסיכון הנשקף משוק הדיור

מאחר שהבנקים חשופים במידה רבה למשכנתאות ולענף הבינוי והנדל"ן, ומאחר שהדיור מהווה חלק מרכזי בתיק הנכסים של משקי הבית, הסיכון המרכזי הנשקף למערכת הפיננסית נעוץ באפשרות שהמחירים בשוק הדיור ירדו בחדות, אם כתוצאה מזעזוע (מקומי או חיצוני) שיוביל לעליית ריביות חדה ומהירה, ואם כתוצאה ממיתון שיפגע בהכנסות הלווים. תרחיש כזה עלול להקשות על הלווים – משקי הבית והקבלנים – לעמוד בהתחייבויותיהם ולכן עלול לפגוע ביחסי ההון של הבנקים וברווחיותם.

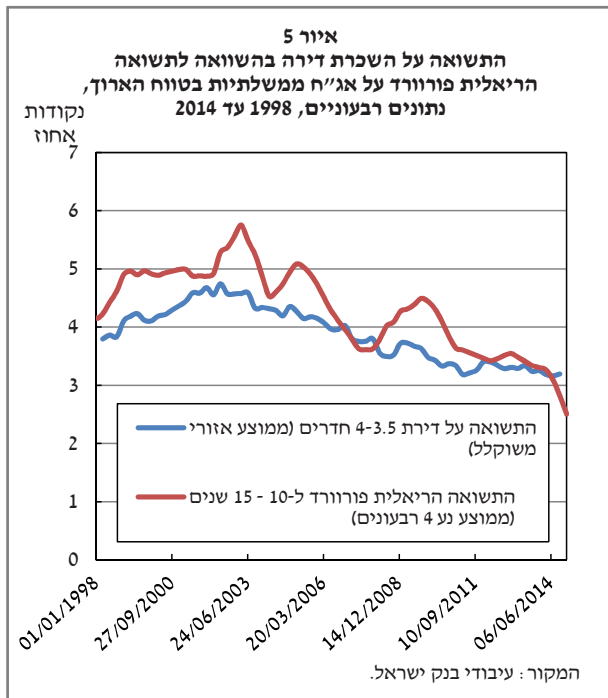
רמת הפעילות בשוק הדיור הייתה ממותנת ברבעונים השני והשלישי של 2014 עקב המתנה ליישום תכניות הממשלה. הדבר בא לידי ביטוי בירידה ברכישת דירות, הן חדשות והן מיד שנייה, בירידה בקצב עליית המחירים, ובעלייה במלאי הדירות הפנויות למכירה. ואולם העיכובים באישור תכנית "מע"מ אפס" הולכו להתעוררות בשוק; כבר בספטמבר

– עוד לפני ההחלטה להקדים את הבחירות – נרשמה עלייה משמעותית במחירים (איור 4), ובהמשך נצפתה עלייה מסוימת בהיקף העסקאות בדירות ובנטילתן של משכנתאות חדשות. ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד מחירי הדירות ב-6.4% במונחים ריאליים (מנוכה מדד המחירים, נכון לחודש ספטמבר), בשעה שב-2013 עמד שיעור השינוי הריאלי על 5.5%.

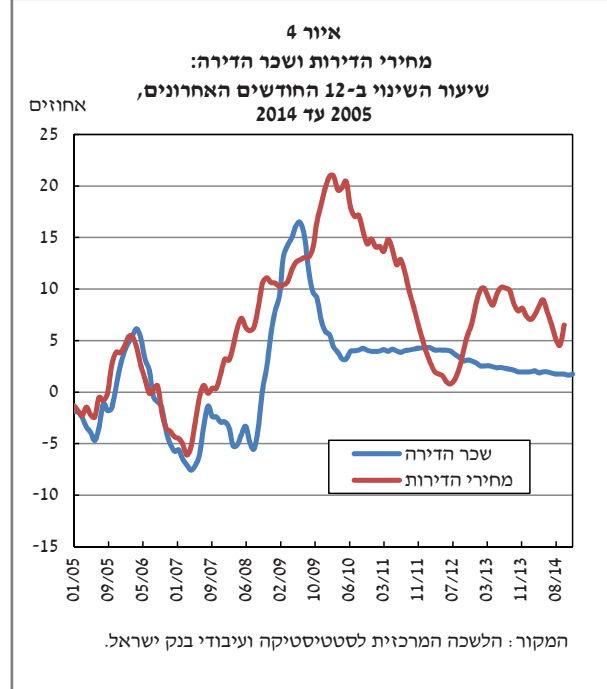
כאשר בוחנים את היחס בין מחיר דירה לשכר דירה ומשווים אותו לתשואות החלופיות בשוק (התשואה הריאלית פרוורד על אג"ח ממשלתיות לטווח ארוך), מוצאים כי התשואה בשוק הדיור אינה סוטה לאורך זמן מהתשואות על נכסים אחרים (איור 5). בתקופה האחרונה חלה היפרדות מסוימת בין שתי תשואות אלה: התשואה בשוק הדיור שמרה בחודשים האחרונים על יציבות ואילו התשואות החלופיות בשוק הוסיפו לרדת.

כאשר בוחנים את התמונה הצופה פני עתיד מוצאים כי המחסור בדירות מוסיף להצטמצם משום שהיקף התחלות הבנייה נותר גבוה, אך מנגד גם הביקוש נותר גבוה על רקע הירידה הנוספת שחלה בחודשים האחרונים בריבית

כאשר משווים את התשואה בשוק לתשואה על דירה, מוצאים כי לאורך זמן הן נעות יחד.



עלייתם של מחירי הדירות התחדשה לאחר תקופת המתנה.



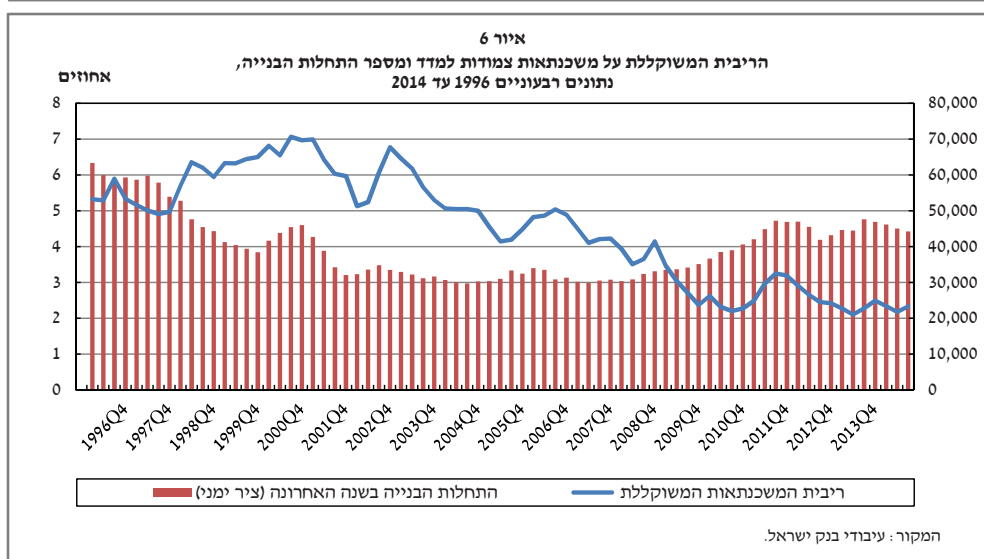
הריאלית הקצרה והארוכה. גם צעדי המדיניות שהממשלה נוקטת בשוק הדיור משפיעים על הביקוש.

תמונת המצב המעודכנת בשוק הדיור

א. היקפן של התחלות הבנייה עודנו גבוה, והוא עולה על 40,000 יחידות דיור בשנה (איור 6). לפי ניתוחים שונים, קצב הבנייה הנוכחי צמצם את המחסור שנוצר בדירות סביב אמצע העשור הקודם.

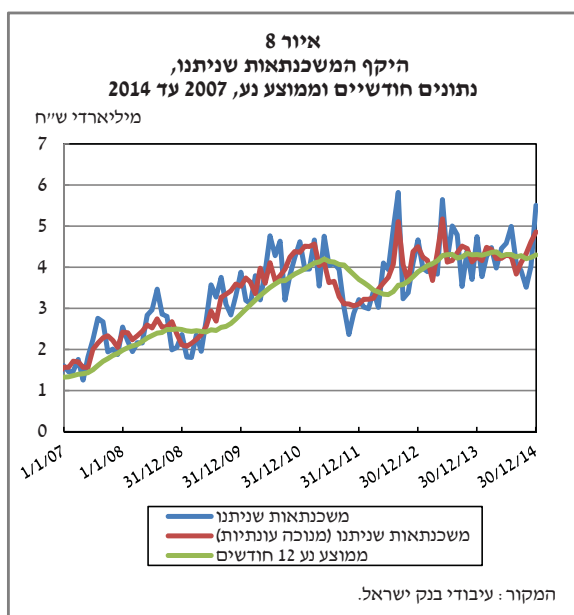
ב. משפרי הדיור והמשקיעים הגדילו מעט במרוצת 2014 את חלקם בסך הרוכשים על חשבון רוכשי דירה ראשונה, אוכלוסיית היעד של תכנית "מע"מ אפס". בתום 2013 היו האחרונים 40% מסך הרוכשים, ואילו באוגוסט ירד חלקם ל-34%. ואולם עתה, לאחר שתכנית "מע"מ אפס" הוקפאה עקב הקדמת הבחירות, הביקושים צפויים להתחדש, והערכה זו מקבלת תמיכה מכך שנכונות הציבור לרכוש דירה נותרה גבוהה (איור 7).

מספרן של התחלות הבנייה ירד במידה מסוימת אך רמתן נותרה גבוהה.

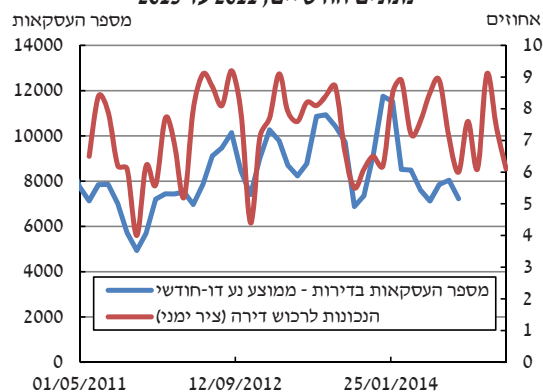


רמתה הממוצעת של הנכונות לרכוש דירה נותרה גבוהה.

היקף נטילתן של משכנתאות חדשות נותר בממוצע גבוה בחודשים האחרונים.



איור 7
מספר העסקאות בדירות והנכונות לרכוש דירה¹, נתונים חודשיים, 2011 עד 2015



¹ לפי סקר אמון הצרכנים של הלמ"ס. זהו שיעור המשיבים כי סביר עד סביר מאוד שירכשו דירה ב-12 החודשים הבאים - מוסט חודשיים קדימה. יש מתאם של 0.6 בין הסדרה המוסטת לסדרה של מספר העסקאות.

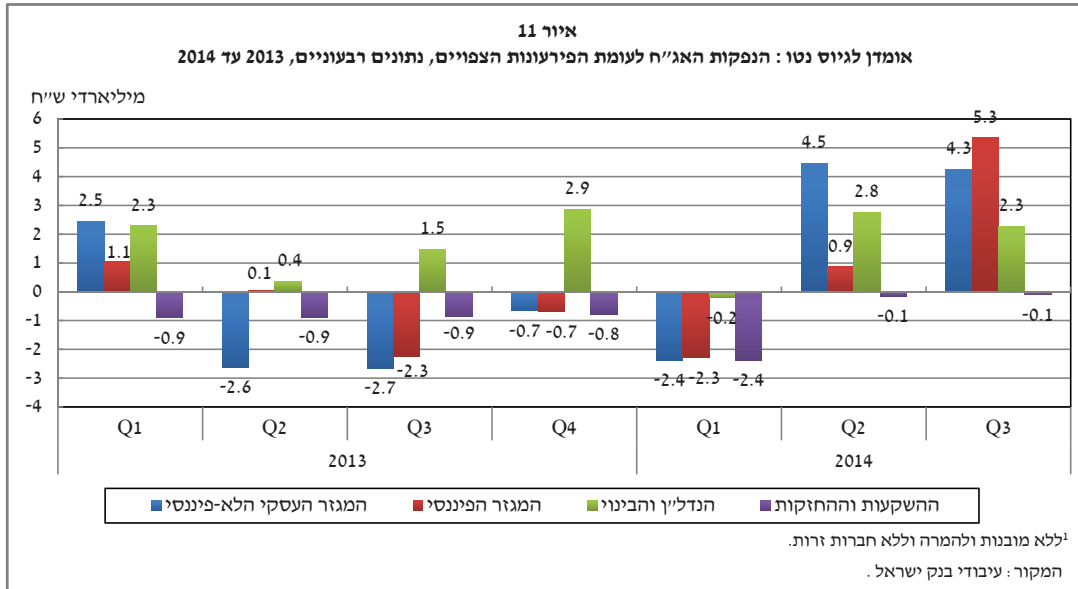
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה עיבודי בנק ישראל.

2. הסיכון בשוק אג"ח החברות

שוק אג"ח החברות המשיך להתאפיין ברמת פעילות גבוהה: הגיוסים נטו (בניכוי פירעונות צפויים) היו חיוביים ברבעונים השני והשלישי של 2014, בשעה שברבעון הראשון

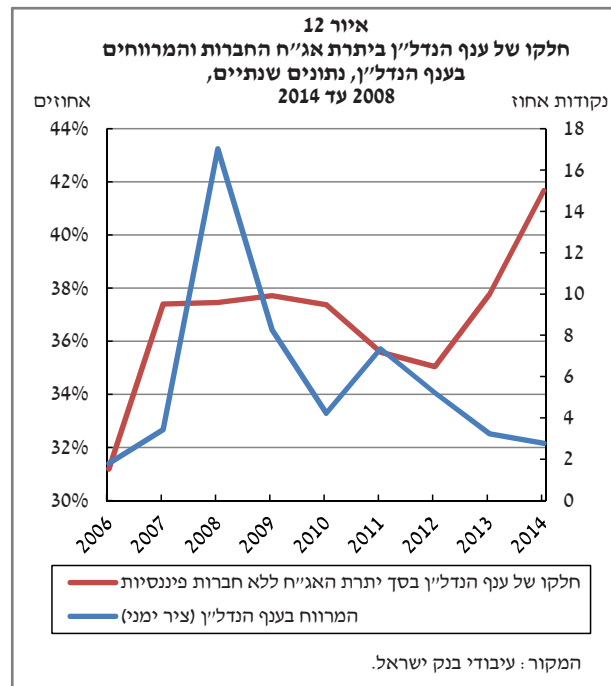
הם היו שליליים (איור 11). קצב ההנפקות הממוצע בין יולי לנובמבר היה דומה לקצב במחצית הראשונה של השנה. המנפיקים העיקריים כללו חברות מהענף הפיננסי וכן מענף הנדל"ן, תחום שמשקלו בשוק האג"ח נמצא

ברבעונים השני והשלישי של 2014 עלה היקף ההנפקות נטו.

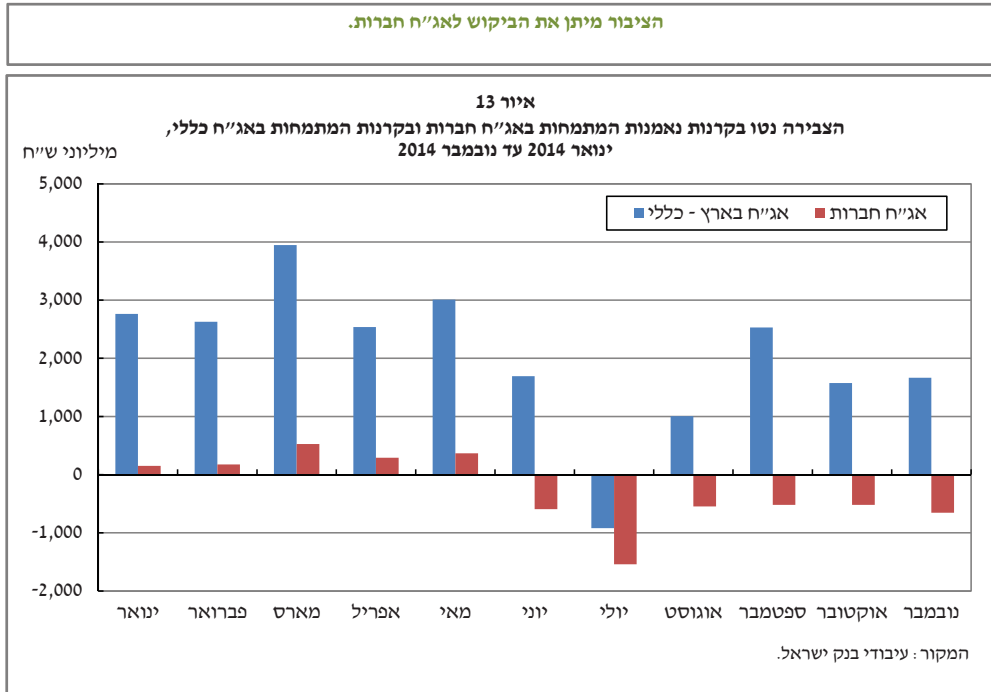


במגמת עלייה (איור 12). תנאי האשראי בשוק האג"ח נוחים יחסית, ומעידה על כך הירידה שחלה במרוצת 2014 באיכות הביטחונות הנלווים להנפקות; זו התאפשרה בין היתר עקב כך שלקרנות הנאמנות הייתה מעורבות גבוהה בשוק הראשוני להנפקת אג"ח חברות, ועקב כך שכללי ועדת חודק⁷ אינם חלים עליהן. כן מעידה על תנאי האשראי הנוחים ההתרחבות שחלה בהיקף ההנפקות של חברות נדל"ן זרות בשוק המקומי (ראו תיבה). מנגד, הביקוש של הציבור לאג"ח חברות התמתן: מאז יולי ניכרת יציאה מקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה באג"ח חברות וכניסה לקרנות המתמחות בהשקעה באג"ח כללי, היינו קרנות המשלבות השקעה באג"ח ממשלה ובאג"ח חברות ומחזיקות שיעור נמוך יותר מנכסיהן באג"ח חברות (איור 13).

חלקו של ענף הנדל"ן בירת אג"ח גדל בשנים האחרונות.



⁷ הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת אג"ח לא-ממשלתיות.



אשר לסיכון לתמחור חסר של הסיכונים בשוק זה, מגמת הירידה במרווחים נבלמה כבר ביוני ומאז יולי הם נותרו יציבים, ובמהלך דצמבר הם עלו במידה ניכרת על רקע הירידה במחירי הנפט והמשבר ברוסיה (איור 14). אף על פי כן הם נמצאים ברמה נמוכה, וגם המרווח של החברות בארץ נמוך יחסית לזה של מקבילותיהן בארה"ב, אף כי גם הוא עלה בחודשים האחרונים. ההסתברות לחדלות פירעון, לפי המודל של Moody's-KMV⁸, מראה כי רמת הסיכון של כלל החברות נותרה יציבה.

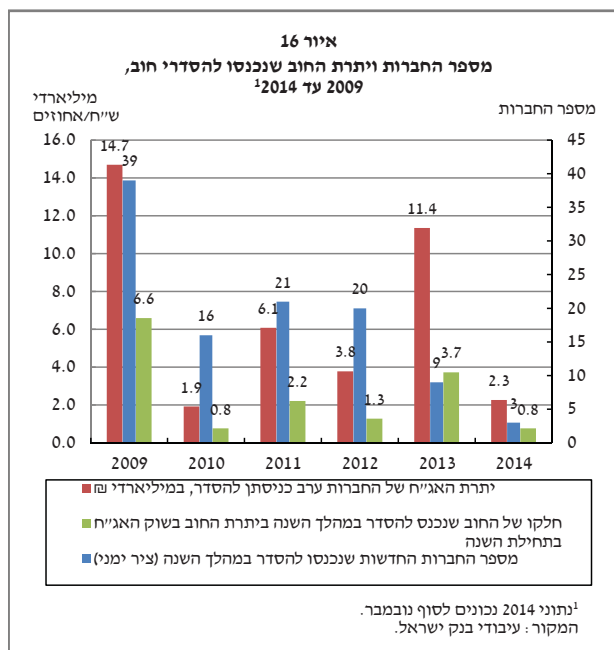
תמהיל ההחזקות בשוק אג"ח החברות השתנה בשנים האחרונות: קרנות הנאמנות מחזיקות כיום חלק גדול יותר מיתרת האג"ח, על חשבון חלקם של גופי החיסכון לטווח ארוך (איור 15). תופעה זו מגדילה את הסיכון לכך שבעת משבר עתידי בשוק זה יתרחש בו מימוש נכסים מהיר, וזה מצדו יחריף את המשבר. סיכון זה מתחדד לנוכח מרווחי התשואות הנמוכים בשוק אג"ח החברות.

מגמת הירידה במרווחים נבלמה במהלך יוני ובדצמבר חלה בהם עלייה ניכרת.

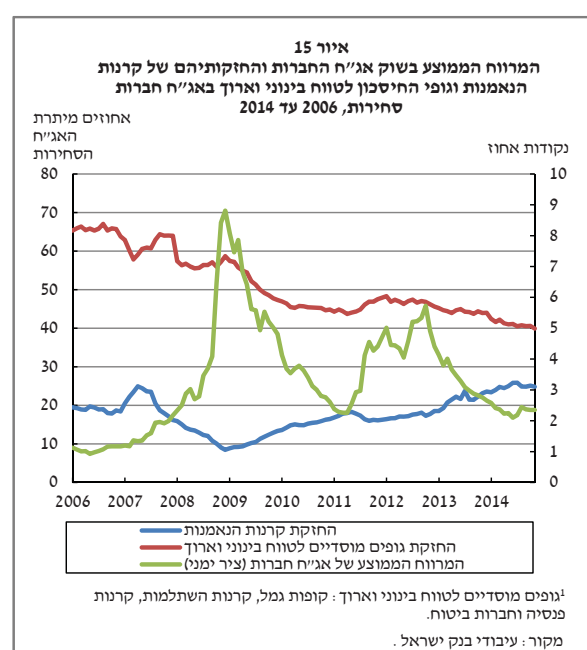


⁸ ראו הערה 6 לעיל.

ב-2014 ירד היקפם של הסדרי החוב החדשים.



קרנות הנאמנות מחזיקות כיום חלק גדול יותר מיתרת האג"ח, על חשבון גופי החיסכון לטווח ארוך.



ג. מאז 2008 נכנסו להסדר חוב 120 חברות, חלקן יותר מפעם אחת. 26 מתוכן פורקו, 27 עדיין נמצאות בתהליך¹⁰ (13 מהן בתהליך חוזר), ו-67 סיימו את התהליך ואינן נמצאות כעת בעיצומו של תהליך נוסף. יתרת החוב הכוללת שנכנסה להסדר מאז 2008 עומדת על 42.2 מיליארדי ש"ח בערך נקוב, והחוב הממוצע לחברה ערב ההסדר מסתכם בכ-351 מיליוני ש"ח בערך נקוב. כמחצית ממספר החברות ומיתרת האג"ח שנכנסו להסדר חוב שייכת לענף הנדל"ן, בין השאר משום שחברות נדל"ן ישראליות היו פעילות מאוד במזרח אירופה בעת משבר הנדל"ן שפרץ שם ב-2008 (איור 17). גם החברות מענף ההשקעות וההחזקות מהוות חלק משמעותי מהסדרי החוב – כ-20% ממספר החברות וכ-35% מיתרת החוב שבהסדר. אשר ל-27 החברות שעדיין נמצאות בתהליך, שווי חובן הכולל ערב כניסתן להסדר עמד על כ-7.6 מיליארדי ש"ח, וכ-70% ממנו שייכים לארבע חברות בלבד. 14 מחברות אלה משתייכות לענף הנדל"ן.

ד. בשנים האחרונות התקצר משך הזמן שחולף עד להשלמת הסדרי חוב: תהליכי הסדר שהחלו ב-2008–2010 נמשכו במוצע כ-16.5 חודשים, ואילו תהליכי הסדר שהחלו ב-2011–2013 נמשכו במוצע כ-11 חודשים.

¹⁰ נכון לנובמבר 2014.

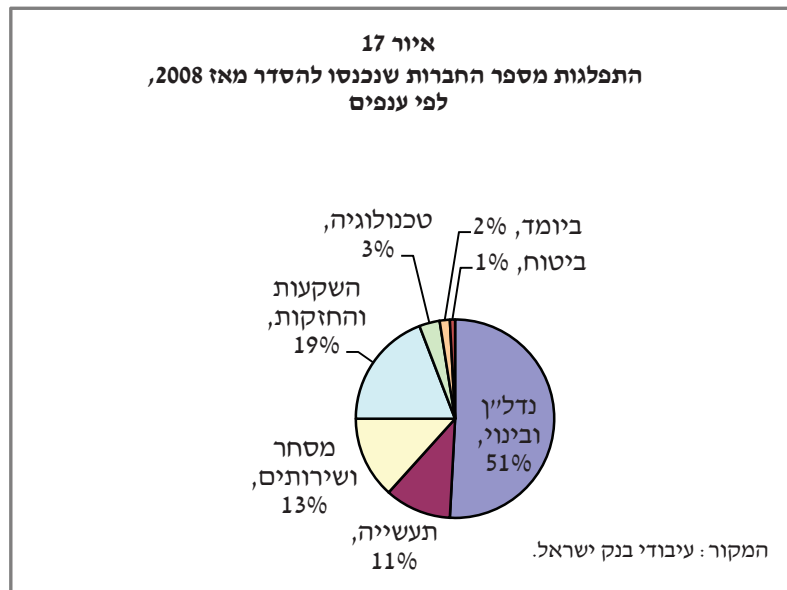
תמונת המצב המעודכנת בתחום הסדרי החוב

א. בשנת 2014 ירד היקפם של הסדרי החוב החדשים במשך עד נובמבר 2014 נכנסו לתהליך הסדר חוב שלוש חברות חדשות, ושווי חובן ערב ההסדר עמד על 2.3 מיליארדי ש"ח בערך נקוב – כ-0.8% מיתרת החוב בשוק האג"ח; ב-2013 לעומת זאת נכנסו להסדר תשע חברות, ושווי חובן ערב ההסדר עמד על 11.4 מיליארדי ש"ח בערך נקוב – 3.7% מיתרת החוב בשוק האג"ח (איור 16).

ב. הירידה בהיקפם של הסדרי החוב החדשים באה לידי ביטוי גם בירידה באומדן ההפסד שייספגו מחזיקי האג"ח כתוצאה מהסדרי החוב. ב-2014 (עד אוקטובר) עמד אומדן ההפסד על 0.32%–0.43% מיתרת האג"ח בשוק, בשעה שב-2012–2013 עמד האומדן הממוצע על 0.92%–1.23% מיתרת האג"ח⁹. לשם השוואה, היחס בין ההוצאה להפסדי אשראי לבין סך האשראי המאזני למגזר העסקי במערכת הבנקאות היה ב-2012–2013 נמוך יותר, ועמד במוצע על 0.43%.

⁹ אומדן ההפסד חושב בהנחה שה"תספורות" למשקיעים יגיעו ל-30%–40% מסך הערך הנקוב של האג"ח שנכנסו להסדר.

יותר ממחצית החברות שנכנסו להסדר חוב מאז 2008 שייכות לענף הנדל"ן.



מנוגדות לאינטרסים של בעלי האג"ח. זאת לנוכח החשש שמפאת הקשיים הפיננסיים יש לבעלי המניות אינטרס למשוך כספים מהחברה וליטול סיכונים גדולים יותר. נציג בעלי האג"ח יפעל גם לגיבוש הסדר חוב מוסכם עם החברה. אם החברה אינה מצליחה לעמוד בתשלום של חוב פיננסי וחולפים 45 יום מהמועד שבו הייתה אמורה לשלם, יינקטו צעדי השלב השני: החברה תוגדר כחדלת פירעון וימונה לה מנהל מטעם בית המשפט. הוראה זו נועדה ליצור בקרב החברה והנושים ודאות לגבי תוצאותיו של אי-התשלום ולהגדיל את הסיכוי להידברות מוקדמת בין החברה לבין נושיה.

המלצותיה של הוועדה לבחינת הסדרי החוב בישראל מצטרפות לכמה צעדים שנקטו במרוצת השנים כדי לייעל את תהליך הסדר החוב. למשל, הממונה על ההגבלים העסקיים אישר לגופים המוסדיים עוד ב-2009 להיפגש זה עם זה ולדון בהסדרי חוב, ובחוק החברות נערכו תיקונים 18 ו-19, אשר תורמים לשיפור הממשל התאגידי בחברות מנפיקות אג"ח. לצד אלה מיושמים צעדים שמטרתם לשפר את תהליך ההשקעה של המוסדיים באג"ח חברות, והם גובשו בהתאם להמלצותיהן של הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת אג"ח לא-ממשלתיות ("וועדת חודק") והוועדה

ה. חלק גדול מהחברות שהשלימו הסדר חוב זקוקות כעבור זמן קצר יחסית להסדר נוסף כדי להמשיך להתקיים. מכאן ניתן להסיק כי בחלק מהמקרים הסדרי החוב אינם מבריאים את החברה ומשפרים את מצבה הפיננסי אלא רק דוחים את ההתמודדות עם הבעיה למועד מאוחר יותר. במהלך 2014 נכנסו 8 חברות לתהליך הסדר נוסף משום שלא הצליחו לעמוד בתנאי ההסדר הקודם. מאז 2008 נקלעו להסדר חוזר כ-33% מהחברות שהשלימו הסדר חוב עם בעלי האג"ח. בין אישורו של ההסדר הראשון לבין תחילתו של התהליך הנוסף חלפו בממוצע כ-19 חודשים.

ו. מאחר שבשנים האחרונות נערכו בשוק האג"ח הסדרי חוב רבים, ננקטו כמה צעדי חקיקה והסדרה במטרה לתרום להגברת הוודאות בתהליך, לייעולו ולקיצורו. בנובמבר 2014 התפרסמו המלצותיה של הוועדה לבחינת הסדרי החוב בישראל ("וועדת אנדורן"). הוועדה המליצה לגבש מתווה דו-שלבי להסדרת הטיפול בחברה שמתקשה בהחזר חובותיה. צעדי השלב הראשון יינקטו כאשר החברה מצויה בקשיים פיננסיים אך עדיין עומדת בהתחייבויותיה לבעלי האג"ח, וזאת על פי החלטתה או בהתקיים "התניית חברה בקשיים" שנקבעה מראש בתשקיף ההנפקה. בשלב זה ימנו נציג מיוחד מטעם בעלי החוב, והוא ישב בדירקטוריון כמשקיף ויוודא כי החלטות החברה אינן

הנתונים הכלכליים מאכזבים בדרך כלל. מצב זה מהווה כר פורה להתפתחות של משבר ולהעצמתו.

2. המצב הגיאוגרפי, בעיקר המשבר בין רוסיה ואוקראינה והתפתחויות במזרח התיכון (בפרט בסוריה ובעיראק).

3. מינוף יתר של החברות בסין.

4. ירידה ברמת הנזילות של החברות בעולם. זו עלולה אף היא להעצים את תגובת השוק במקרה של התפתחות משבר.¹²

הדוח פורסם באוקטובר, ואחרי פרסומו ניכר בשוקי ההון מימוש מסוים, תוך ירידה במחיריהם של נכסי סיכון ועלייה בתודעתם, והדבר צמצם מעט את הפער בין השווקים הפיננסיים והריאליים ולכן הקטין מעט אף את הסיכון ליציבות הפיננסית והכלכלית.

כאשר בוחנים את דיאגרמת הרדאר שקרן המטבע צירפה לדוח (איור 18), רואים כי השוק מעריך שסיכון האשראי הוסיף לרדת בתקופה הנסקרת, ככל הנראה עקב צעדים שמערכת הבנקאות העולמית, בעיקר באירופה, ממשיכה לנקוט. לעומת זאת, הערכת סיכונים השוק והנזילות עלתה, לצד עלייה בתיאבון לסיכון, בין היתר כתוצאה מירידה ברמת הנזילות של נכסי הקרנות. הידוק הפיקוח על הבנקים לאחר המשבר, והשיפור במצבם, הניבו גם תוצאה פחות רצויה: בנקאות הצללים, מגזר שכפוף למידה פחותה של פיקוח, הגדילה את חלקה במתן אשראי, ודבר זה מצדו מגדיל את הסיכון להתפתחות משברים.

סיכון המשקים המתעוררים נותר ללא שינוי (לאחר שבתקופה הקודמת הוא עלה), היות שההרעה שחלה בחלק מהאזורים במצב הגיאוגרפי קיזזה את תמיכתה של סביבת המימון החיצונית¹³. גם הסיכון המקרו-כלכלי והתנאים המוניטריים והפיננסיים נותרו כמעט ללא שינוי.

לבחינת אופן השקעת גופים מוסדיים בהלוואות מותאמות ("ועדת גולדשמידט").

ב. הסביבה העולמית

בדוח היציבות הפיננסית האחרון שלה מדגישה קרן המטבע הבין-לאומית כי אף על פי שחלפו שש שנים מפרוץ המשבר הכלכלי העולמי, ההתאוששות עדיין תלויה במידה ניכרת בתנאים המוניטריים המרחיבים מאוד השוררים (בעיקר) בכלכלות המפותחות, והדבר מעורר חשש מקשיים שעשויים להתעורר בתהליך היציאה ממדיניות זו¹¹. הדוח קורא לשפר את האיזון בין סיכונים כלכליים ופיננסיים ולהגביר את הערנות לחוסר האיזון. עם הגורמים המרכזיים להיעדר האיזון מונה הקרן את העובדה שחברות פרטיות נמנעות מהשקעות הון (ומעדיפות להחזיק היקפים גדולים של מזומן, לרכוש את מניותיהן [buy back] או לחלק דייוידנדים), למרות צמיחה נאותה ברווחיותן ואף על פי שתנאי המימון נוחים במיוחד והובילו לעלייה בשיעור המינוף שלהן. הקרן טוענת ש"הססנות" החברות נובעת בעיקר מכך שתחזיות הצמיחה שלהן לטווח הבינוני, כמו גם ביטחונן הכלכלי, נמצאים ברמות נמוכות. אולם היא נובעת גם מכך שחברות רבות עדיין לא השלימו את התיקון הנדרש במאזניהן, ומכך שרכיבים שונים במגזר העסקי אינם נהנים מהריביות הנמוכות באותה מידה. אין זה מיותר לציין כי גם הצרכנים מתקשים לתמוך בצמיחה בת-קיימא. מאז החלה ההתאוששות מהמשבר חל אמנם שיפור בעושרם של משקי הבית במשקים המפותחים, אך מאחר שהוא נובע ברובו מעליית שוויים של הנכסים הפיננסיים, רק חלק מהציבור נהנה ממנו. רוב משקי הבית מתבססים בעיקר על הכנסה משכר, ומצבם כמעט לא השתפר; עובדה זו מכרסמת ביכולתם להגדיל את הצריכה באופן שתומך בצמיחה יציבה.

הסיכונים העיקריים שהדוח מזכיר:

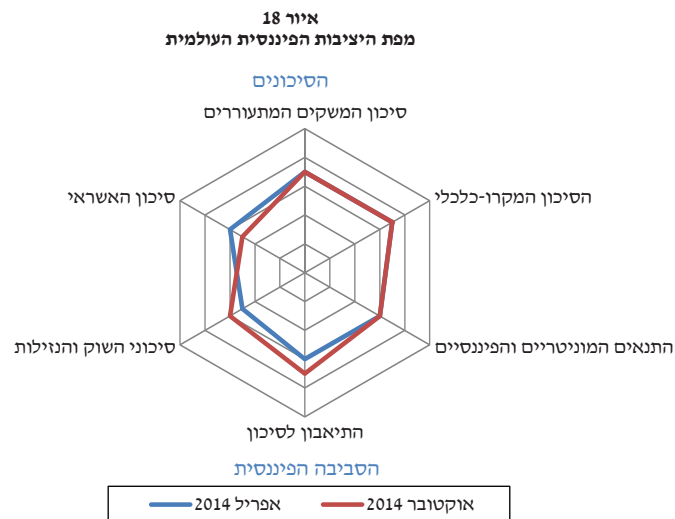
1. התפתחות תמחור יתר של נכסים. זו תגדיל את הסיכון ליציבות הפיננסית ולכן עלולה לעכב את החזרה לצמיחה יציבה. הקרן מציינת שכרגע אמנם אי-אפשר להבחין בתמחור מופרז באף לא אחת מקבוצות הנכסים החשובות, אולם כמעט בכולן התמחור גבוה והתנודתיות בשפל אף כי

¹² רמת הנזילות ירדה מפני שנכסים בלתי נזילים מהווים חלק גדול יותר מתיק הנכסים של החברות, ובעת משבר נזילות נמוכה עלולה להוביל למימוש מהיר של הנכסים הנזילים, מכיוון שאותם אפשר למכור.

¹³ עד להחרפת המשבר ברוסיה ניכרה זרימת הון מהמשקים המפותחים למשקים המתעוררים.

¹¹ Global Financial Stability Report, October 2014, IMF.

בין אפריל 2014 לאוקטובר 2014 הוסיף סיכון האשראי להשתפר, בעקבות רפורמות במערכת הבנקאות, ומאידך גיסא חלה הרעה קלה בסיכונים השוק והנזילות, בעיקר כתוצאה מעלייה בתיאבון לסיכון שהולכה לתמחור חסר של סיכונים השוק; שאר הקדקודים נותרו כמעט ללא שינוי.



הדיאגרמה מחולקת לשניים. חלקה העליון עוסק בסיכונים והתחנות – בתנאים הכלכליים (המשפיעים על הסיכונים). ככל שהקודקוד מתרחק מהמרכז כך גדלים הסיכונים (בחלק העליון), התיאבון לסיכון, וההקלה המוניטרית (בחלק התחתון). לשם השוואה, בדוח של אפריל 2009 (בשיא המשבר) נמצאו כל קדקודי הסיכון על הקו המרוחק ביותר מהמרכז או על זה שמתחתיו, ואילו התיאבון לסיכון נמצא במרכז (אפס).
המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, דוח על היציבות הפיננסית העולמית (GFSR, Global Financial Stability Report), אוקטובר 2014.

הסיכונים המרכזיים הנשקפים לכלכלת ישראל מההתפתחויות בסביבה העולמית¹⁴:

1. הסיכון המרכזי לכלכלה העולמית בכלל, ולמשק קטן ופתוח דוגמת ישראל בפרט, מוסיף לנבוע מתלותם הרבה של הכלכלה והשווקים העולמיים בהרחבה המוניטרית, ומהקשיים שעשויים להתעורר בתהליך היציאה ממנה. במשך תקופה ארוכה התקבל רושם שהשווקים הפיננסיים בשלים למדיניות מוניטרית הדוקה יותר, ועל כן מגיבים במתינות לתהליך הצמצום ההדרגתי (Tapering) המתנהל בארה"ב ולהקדמת המועד שבו ארה"ב ואנגליה צפויות להעלות לראשונה את הריבית. אולם לאחרונה עלתה התנודתיות בשווקים תוך מימושים של נכסי סיכון, והדבר המחיש עד כמה השווקים והכלכלה תלויים בהרחבה המוניטרית. עוד המחיש את התלות הרגיעה שהשתררה בשווקים בעקבות דחיית המועד שבו הריבית צפויה לעלות (לצד הצהרות ההרגעה שהשמיעו בנקים מרכזיים, ובראשם ה-FED, וצפי לצעדי הרחבה נוספים באירופה). אנו חוזרים ומדגישים את הסיכון הנשקף הן לשווקים הפיננסיים והן לכלכלה הריאלית מהאופן שבו

ינהלו את תהליך צמצומה של ההרחבה המוניטרית הרבה. הכותרת שקרן המטבע בחרה לפרק הראשון בדוח הנוכחי – "שיפור האזון בין סיכונים כלכליים ופיננסיים" – מדגישה את העובדה שמנועי הצמיחה הרגילים פועלים באטיות, ועל הבנקים המרכזיים מוטל לפיכך להמשיך לפעול בזירות רבה. תהליך היציאה מההרחבה המוניטרית, גם אם ינוהל בזירות, כרוך בסיכונים לכלכלת ישראל הן דרך השפעתו על שוקי ההון, והן דרך פגיעה אפשרית ביצוא עקב ירידה בצמיחה ובביקושים העולמיים.

2. ההתפתחויות באירופה שבו להוות שוב סיכון משמעותי לצמיחה בעולם ואולי אף ליציבותו הפיננסית. הנתונים שהתפרסמו באירופה בתקופה הנסקרת היו מאכזבים ברובם והעידו כי ההאטה ביבשת מחריפה. בעיקר מתעוררת דאגה עקב ההרעה בצרפת ובגרמניה, והדבר הוביל את סוכנות דירוג האשראי S&P להגדיר את המצב הנוכחי כ"שלב חדש ועיקש" במשבר האירופי, שלב שמתאפיין בעיקר בצמיחה (ואינפלציה) נמוכות מאוד. זאת ועוד, לאחרונה שבו ועלו המרווחים בין התשואה על האג"ח של מדינות הפריפריה לבין התשואה על האג"ח של גרמניה, ומרווחי ה-CDS עלו אף הם תוך תנודתיות חדה. המשבר הפוליטי ביוון עלול להעלות לשלטון ממשלה שמתנגדת

¹⁴ הסיכונים מסודרים לפי מידת חומרתם, להערכתנו, ושני הסעיפים הראשונים עוסקים בסיכונים המרכזיים.

שהסיכון הביטחוני התממש במהלך "צוק איתן" (הרחבה מופיעה בסעיף 3), ואף על פי שישראל מתמודדת עם השלכות המבצע ועם הידרדרות ביחסים בינה לבין הרשות הפלסטינית.

4. הסיכון שסין מציבה ליציבות הכלכלית העולמית פחת בתקופה הנסקרת. הנתונים שהתפרסמו בסין במהלך התקופה הנסקרת – ובעיקר העובדה שהרכב התוצר ברבעון האחרון הצביע על ירידה במרכיב ההשקעות הנדל"ן ועל עלייה במרכיב הצריכה הפרטית – מחזקים את ההערכה שהממשלה הסינית מתמידה בשינוי המבני שנועד להגדיל בתוצר את מרכיב הצריכה הפרטית על חשבון השקעות ההון והיצוא, וכן את ההערכה שהממשלה מצליחה בכך לפי שעה. שינוי זה צפוי להשפיע לטובה על הכלכלה העולמית בטווח הארוך, אך מאידך גיסא הוא צפוי להביא לירידת מדרגה נוספת בקצב הצמיחה של סין, וקצב זה חשוב מאוד לצמיחה העולמית.

שוק האשראי בסין – ובפרט העובדה שבנקאות צללים בלתי מפקחת אחראית לחלק ניכר מהגידול המהיר שחל באשראי בשנים האחרונות – מהווה מקור לדאגה גוברת. גידול מהיר זה הוביל לכך ששך האשראי לחברות בסין גבוה מאוד בהשוואה למשקים מתעוררים אחרים. צמצום עתידי אפשרי של היקף האשראי בסין צפוי להקשות על חברות סיניות למחזר את חובן.

סיכון נוסף נשקף משוק הנדל"ן, היות שהוא מתקרר במהירות לאחר שנים רבות של פעילות מוגברת ועליות מחירים חדה. הממשלה אמנם מעוניינת לצמצם את רמת הפעילות בשוק הנדל"ן ולהפחית את מחירי הבתים במסגרת השינוי המבני המתבקש, אך קצב התהליך עד כה נראה מהיר מדי.

נראה שהממשלה תמשיך לבצע את השינוי המבני – שינוי שצפוי אמנם להפחית את קצב הצמיחה אך גם להוביל לצמיחה מאוזנת ויציבה יותר בעתיד. כן נראה שהממשלה תצליח לטפל גם בבעיות האשראי והנדל"ן. אולם גודלה של הכלכלה הסינית, רמת המינוף הגבוהה של החברות, ואיכות החוב והפיקוח עליו, הופכים את הטיפול בבעיות למורכב במיוחד ומציבים סיכון לכלכלות סין והעולם כולו. בין סין לישראל יש רק קשרי מסחר מוגבלים, אך מאחר שמשבר בסין נושא משמעות גלובלית, הוא ישפיע גם על ישראל אם יפרוץ.

לצעדי הצנע, ואפשרות זו מגבירה אף היא את החששות. יצוין כי אף על פי שבשווקים הפיננסיים התמתנה לאחרונה ההערכה לגבי חומרתו של משבר החוב, רמות החוב של מדינות אירופה ממשיכות לעלות. על כך שהמשבר באירופה רחוק מסיום, ואף עלול להחריף, מעידים כמה נתונים: רמות המינוף של החברות באירופה עדיין גבוהות מדי והחברות זקוקות לתיקון נוסף במאזניהן, תוצאותיהם של מבחני הקיצון למערכת הבנקאית האירופית מצביעות על צורך בגיוס הון נוסף, ואשראי החברות מוסיף להתכווץ (גם אם בקצב אטי יותר). החרפת המשבר צפויה לצמצם את הביקוש ליצוא הישראלי לאירופה, וייתכן כי היא תשפיע על השווקים הפיננסיים¹⁵.

3. כאמור, קרן המטבע הבין-לאומית ממשיכה לראות במצב הגיאופוליטי סיכון משמעותי גם בדוח הנוכחי. הסיכונים המרכזיים נובעים מהעימות הניטש בין רוסיה למדינות המערב בנוגע לאוקראינה ומחוסר היציבות הגובר בעולם הערבי, בעיקר בעיראק ובסוריה¹⁶. אמנם הירידה במחירי הנפט מהווה בשורה טובה לכלכלה העולמית בזכות ההפחתה הצפויה בעלויות הייצור, הגידול הצפוי בהכנסתם הפנויה של הצרכנים, והירידה הצפויה בכוחן של מפיקות הנפט, מדינות שחלקן מערערות את היציבות הכלכלית העולמית. ואולם הירידה במחירי הנפט הייתה חדה ומהירה, והובילה למשבר קשה ברוסיה; משבר זה עלול להגביר את הסיכונים הגיאופוליטיים והכלכליים הנשקפים מצד רוסיה ומצדן של מפיקות נפט אחרות, ולפגוע בשוקי ההון הגלובליים¹⁷. הסיכון הגיאופוליטי המיידי הנשקף לישראל מצד שכנותיה ממשיך להימצא ברמות נמוכות יחסית. הדבר מתבטא במרווחי ה-CDS של ישראל, במרווחים בין האג"ח שלה לאג"ח בעולם, ובכך שדירוג האשראי נותר ללא שינוי; והוא מתקיים אף על פי

¹⁵ מבדיקה שנערכה בבנק ישראל התברר כי הבנקים והגופים המוסדיים הישראליים חשופים ישירות לאירופה רק במידה נמוכה. הסיכון המרכזי לגופים אלו טמון במתאם הקיים בין השווקים הפיננסיים, היות שבעטיו משברים מקומיים עלולים להתפשט במהירות דרך שוקי ההון.

¹⁶ בחודשים האחרונים גם מגפת האבולה נחשבת לגורם המהווה סיכון לקצב הצמיחה של הכלכלה העולמית וליציבותה. אולם להערכתנו אין מדובר לפי שעה בסיכון משמעותי.

¹⁷ לאחרונה מתעורר גם חשש מפגיעה בשוקי האג"ח הקונצרניות בסיכון גבוה (high yield), בשל החשש שחברות אנרגיה יתקשו לפרוע את חובן עקב מחירי הנפט הנמוכים.

3. השלכותיו הפיננסיות של מבצע "צוק איתן"

מבצע "צוק איתן" החל ב-8 ביולי 2014 ונמשך עד להפסקת האש שנכנסה לתוקף ב-26 באוגוסט 2014. למבצע היו השלכות מהותיות על המשק הישראלי: עלותו הצבאית הישירה הגיעה, על פי ההערכות של משרד האוצר, ל-6.5 מיליארדי ש"ח. זאת ועוד, לפי התחזית המקרר-כלכלית שחטיבת המחקר פרסמה בספטמבר 2014, המבצע גרע כ-0.4% מצמיחת התוצר הצפויה ב-2014 עקב פגיעה קצרת טווח בצריכה הפרטית ופגיעה מתמשכת יותר ביצוא של שירותי תיירות. לנוכח השפעות מקרר-כלכליות אלה מעניין לבחון כיצד הגיבו השווקים הפיננסיים ל"צוק איתן" וכיצד השתנתה בעקבותיו רמת הסיכון המתומחרת בהם.

הרמה המצרפית

כאשר בוחנים את תקופת המבצע בכללותה, מוצאים כי השווקים הגיבו ל"צוק איתן" במתינות רבה: רמתו של מדד ת"א 100 בתום המבצע דמתה לרמתו בהתחלה, והמדד הציג אפוא יציבות, בדומה לשוקי המניות בעולם. שער השקל האפקטיבי, לעומת זאת, נחלש לאורך המבצע ב-2.6%, אולם יש לזכור כי כמעט שליש מהפחות חל ביומו האחרון של "צוק איתן", לאחר שהוועדה המוניתרית החליטה להפחית את הריבית לחודש ספטמבר ברבע נקודת אחוז, לשפל היסטורי של 0.25% פרמיית ה-CDS (ביטוח כנגד חדלות פירעון) לחמש שנים על אג"ח של ממשלת ישראל אמנם עלתה בחמש נקודות בסיס לאורך המבצע, בשעה שפרמיית ה-CDS של ארה"ב ירדה מעט. אולם המרווח בין התשואה על אג"ח נומינליות של ממשלת ישראל לעשר שנים לתשואה על אג"ח מקבילות של ממשלת ארה"ב דווקא ירד ב-20 נקודות בסיס, וזאת לאחר שהוועדה המוניתרית של בנק ישראל הפחיתה את הריבית פעמיים בתקופת המבצע.

יתר על כן, בחינה של התנהגות המשקיעים הזרים מעלה כי גם הם לא הגיבו להתפתחויות הגיאופוליטיות ביציאה משוק ההון הישראלי, ולמעשה אף הגדילו במהלך המבצע את השקעותיהם בניירות ערך ישראלים בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בחודש יולי הגדילו תושבי החוץ את השקעותיהם (הישירות והפיננסיות) במניות ב-137 מיליוני דולרים, ואת השקעותיהם באג"ח ומק"מ¹⁸ – ב-99

¹⁸ השקעותיהם של תושבי החוץ באג"ח בישראל מתרכזות ברובן הגדול באג"ח ממשלתיות.

מיליוני דולרים. בחודש אוגוסט הקטינו תושבי החוץ את השקעותיהם במניות ב-104 מיליוני דולרים, אך במקביל הגדילו את השקעותיהם באג"ח ומק"מ ב-1,740 מיליוני דולרים. בספטמבר, לאחר תום המבצע, חזרו תושבי החוץ והשקיעו במניות סכום חיובי – 171 מיליוני דולרים – ובאג"ח ובמק"מ הם השקיעו 415 מיליוני דולרים נוספים. זאת בשעה שההשקעה החודשית הממוצעת שלהם במחצית הראשונה של השנה עמדה על 108 מיליוני דולרים במניות ועל 92 מיליוני דולרים באג"ח ובמק"מ. נראה אפוא כי בתקופת "צוק איתן" ולאחריה הסיטו המשקיעים הזרים השקעות משוק המניות לשוק האג"ח והמק"מ, אך תוך גידול של כ-2.5 מיליארדי דולרים בסך השקעותיהם בניירות ערך בישראל.

השוואה למערכות צבאיות אחרות שישראל ניהלה בעשור האחרון

יועיל להשוות את השפעותיו הכלכליות של "צוק איתן" להשפעותיהן של שלוש מערכות צבאיות אחרות שישראל ניהלה בעשור האחרון – מלחמת לבנון השנייה, מבצע "עופרת יצוקה" ומבצע "עמוד ענן". לוח 1 מציג השוואה כזו¹⁹.

מהלוח עולה כי התמחור של השווקים הפיננסיים שיקף סיכון נמוך יחסית לכך ש"צוק איתן" יפגע ביציבות הפיסקלית וסיכון גבוה יותר לכך שיפגע במטבע ובחברות במשק. העלייה בפרמיית ה-CDS של ישראל במהלך המבצע חלה על רקע עלייה מתונה גם בפרמיות ה-CDS במדינות מפותחות אחרות, ואף כי היא הייתה גבוהה מזו שנרשמה במלחמת לבנון השנייה וב"עמוד ענן", היא הייתה נמוכה בהרבה מהעלייה ב"עופרת יצוקה". "צוק איתן" הוא המערכה היחידה מבין הארבע שבמהלכה ירדה התשואה על אג"ח של ממשלת ישראל. גם המרווח בין תשואה זו לתשואה על אג"ח דומה של ממשלת ארה"ב ירד באופן חד יחסית, בין היתר בהשפעת שתי הפחתות הריבית שביצע בנק ישראל. על רקע זה השקל נחלש במהלך "צוק איתן" יחסית למטבעות של שותפות הסחר של ישראל, בשעה

¹⁹ ההשוואה שלהלן ובלוח 1 מתבססת על השינויים הנצפים במדדי שוק שונים. ואולם ייתכן שהבדלים בתנאי הרקע הכלכליים והגיאופוליטיים תרמו לשוני בתגובת השווקים הפיננסיים למבצעים השונים. זיהויים וכימותם של הבדלים אלה דורש מחקר נוסף, והדבר חורג מתחומה של סקירה זו.

לוח 1

השינוי שחל במשתנים הפיננסיים המרכזיים במהלך ארבע המערכות הצבאיות העיקריות של העשור האחרון

מרווח התשואה על אג"ח ממשלתיות						
השינוי במשתנים פיננסיים מרכזיים במהלך המבצע	נומינליות לעשר שנים ביחס לארה"ב (נקודות בסיס)	עלות הביטוח כנגד חדלות פירעון לחמש שנים (נקודות בסיס)	מדד שער החליפין הנומינלי האפקטיבי	מדד ת"א 100	מדד S&P 500	ריבית בנק ישראל (נקודות אחוז) ¹
מלחמת לבנון השנייה (12/7/2006-14/8/2006)	17.4	1.5	-0.1%	-1.7%	-0.3%	0.25%
"עופרת יצוקה" (27/12/2008-18/1/2009)	-10.4	23.7	-3.2%	10.4%	-2.6%	-0.75%
"עמוד ענן" (14/11/2012-21/11/2012)	-1.8	5.2	0.0%	0.5%	1.2%	0.00%
"צוק איתן" (8/7/2014-26/8/2014)	-20.2	5.0	2.6%	0.4%	1.1%	-0.50%

¹ השינוי בריבית בנק ישראל מחושב לפי מועד ההודעה על השינוי בריבית.

מגיבים כיום לאירועים גיאופוליטיים באופן פחות קיצוני מבעבר²⁰. ייתכן כי השווקים שומרים על יציבות יחסית לנוכח פתיחה במבצע צבאי משמעותי משום שהפעילים הפיקו לקחים מהמבצעים הקודמים: הם למדו כי השווקים הפיננסיים – ובפרט שוק המניות – ירדו בחדות בתחילת המבצעים אך התאוששו במהלכם.

השפעות דיפרנציאליות על הענפים השונים

עד כה מצאנו כי חרף השלכותיו הכלכליות של "צוק איתן", הוא השפיע על השווקים הפיננסיים במידה מוגבלת יחסית. אולם תוצאותינו התבססו על מדדים מצרפיים של השווקים הפיננסיים, וייתכן שהללו משקפים מיצוע, כלומר מצב שבו נכסים פיננסיים שונים נעו בכיוונים מנוגדים. בפירוט, ייתכן שהפעילים בשוק תמחרו באופן הטרוגני את השפעתו של המבצע על חברות בענפים שונים, ולכן ייתכן שנראה כי מניות של חברות מענפים שונים הגיבו אליו בדרכים שונות. בהקשר זה יש שני ענפים בולטים במיוחד – התיירות

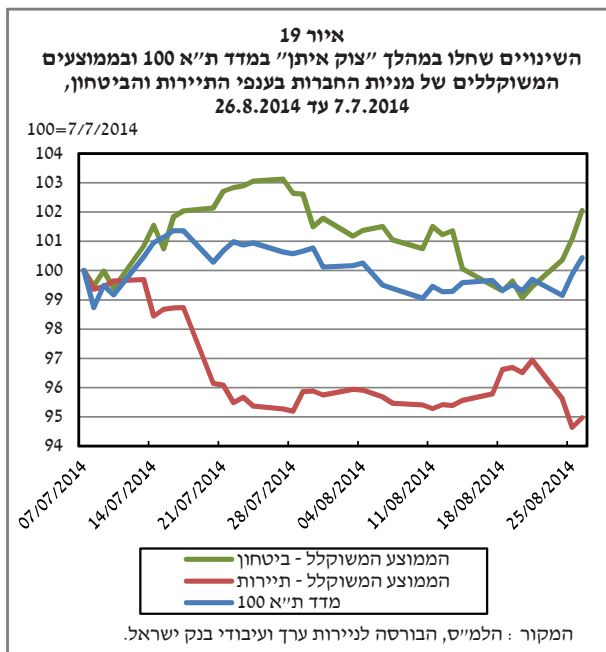
שב"לבנון השנייה" וב"עמוד ענן" הוא היה יציב ולאורך "עופרת יצוקה" הוא אף התחזק. מדד ת"א 100 שמר על יציבות – על רקע עלייה מתונה במדד ה-S&P 500 ויציבות במדדי המניות העולמיים – בדומה להתנהגותו במלחמת לבנון השנייה וב"עמוד ענן" ובניגוד להתנהגותו ב"עופרת יצוקה" (עלייה של כ-10%).

המתניות היחסית אפיינה את תגובתם של השווקים הפיננסיים בישראל ל"צוק איתן" כבר מימיו הראשונים: ביום הראשון למבצע ירד מדד ת"א 100 במעט יותר מ-1%, ובשלושת הימים הראשונים הסתכמה הירידה בפחות מ-1%, וזאת לאחר שגם שוק המניות בארה"ב ירד קלות. בניגוד לכך, בתחילת "עופרת יצוקה" – ובעיקר בתחילת "לבנון השנייה" – נצפו ירידות חדות יותר, בעיקר בהשוואה לעולם. גם התגובות בשוקי האג"ח, המטבע וה-CDS היו מתונות יחסית לתגובות למערכות הצבאיות האחרות.

ניתן לטעון כי התנהגותם של השווקים הפיננסיים בתחילת המבצע מצביעה על כך שהפעילים העריכו בחסר את השפעותיו. ואולם גם מש"צוק איתן" התמשך – והשלכותיו, על המדינה בכלל ועל הכלכלה בפרט, החלו להתבהר – השווקים לא הגיבו בקיצוניות: הרמה הנמוכה ביותר שמדד ת"א 100 הגיע אליה במהלך המבצע תועדה ביומו הראשון, והירידה הייתה כאמור מתונה יחסית ליום הקודם. נראה אם כן כי השווקים הפיננסיים בישראל

²⁰ נמצא כי השווקים הפיננסיים בישראל הגיבו באופן שלילי לאירועים ביטחוניים גם בשנים שקדמו למלחמת לבנון השנייה. Eldor and Melnick (2004) מתמקדים בשנים 1990–2003 ומוצאים כי שוקי המניות והמט"ח מגיבים באופן שלילי לפיגועי טרור. Zussman, Zussman and Nielsen (2008) מתייחסים ל-1988–2005 ומוצאים כי לאירועים גיאופוליטיים יש השפעה שלילית על שוק המניות בישראל. כן הם מוצאים השפעה שלילית על שוק המט"ח בישראל ב-2000–2005 ועל שוק המניות הפלסטיני ב-1997–2005.

במהלך "צוק איתן" עלו מניותיהן של החברות הביטחוניות באופן בולט יחסית למדד המניות הראשי, ואילו מניותיהן של חברות התיירות סבלו מירידות.



2008, אך היא נמוכה מהממוצע ההיסטורי שלה וגבוהה רק במעט מרמתה המינימלית בשש השנים האחרונות. השקל נחלש מעט בתקופת המבצע – וזאת כאמור לאחר שהוועדה המוניתרית בבנק ישראל הפחיתה את הריבית פעמיים, בשיעור מצטבר של חצי נקודת אחוז, לשפל היסטורי של 0.25% – אבל אין ראיות לכך שפחות זה מבטא חוסר אמון בכלכלה הישראלית. אין לנו מדד ישיר לסיכון הגיאופוליטי, ומכאן שאין לנו גם יכולת להפריד בינו לבין הסיכונים האחרים המגולמים בשווקים הפיננסיים. ואולם לנוכח רמתם הגבוהה של מרבית הנכסים הפיננסיים הקשורים לכלכלה הישראלית, קשה להניח שהפעילים בשוק מתמחרים סיכון גיאופוליטי גבוה. ההערכה ש"צוק איתן" יגע רק במידה מתונה במשק הישראלי בכלל, וביציבות הפיסקלית בפרט, זכתה לאישוש חלקי גם מהסוכנויות הבין-לאומיות לדירוג אשראי: בסוף ספטמבר ובתחילת אוקטובר 2014 אשררו הסוכנויות הבין-לאומיות S&P ו-Moody את דירוג האשראי של מדינת ישראל והותירו אותו, בהתאמה, ברמות A+ ו-A1 עם תחזית יציבה. לעומתן, סוכנות הדירוג הבין-לאומית Fitch אמנם אשררה לקראת סוף נובמבר את דירוג האשראי של

והתעשיות הביטחוניות. התיירות נוטה להיפגע קשות, ולתקופה ממושכת יחסית, מאירועים גיאופוליטיים (ראו לדוגמה שהרבני ומנשה, 2011), ובעקבות "צוק איתן" היא אכן נפגעה משמעותית: מספר התיירים הנכנסים לישראל ירד ביולי ואוגוסט 2014 בכ-19% וב-32%, בהתאמה, יחסית לחודשים המקבילים ב-2013; בשלושת החודשים הבאים (ספטמבר-נובמבר 2014) ירד המספר בכ-16% בממוצע יחסית לתקופה המקבילה ב-2013²¹. לעומת התיירות, התעשיות הביטחוניות עשויות לצאת נשכרות מעימות צבאי, היות שעומות נוטה להוביל לגידול בתקציב הביטחון וכן מהווה תוצאת תכלית של יכולותיהן. Berrebi and Klor (2008) בחנו מניות של חברות ישראליות שנשחרות בארה"ב, ומצאו כי לפיגועי טרור השפעה חיובית על מניותיהן של חברות מתחומי הביטחון והשפעה שלילית על מניותיהן של חברות מתחומים אחרים. כדי לבחון סוגיה זו זיהינו (על סמך הסיווג הענפי של הלמ"ס ועל פי תיאור עסקי החברה בדוחות השנתיים של החברות) את כל החברות הציבוריות שעיקר עיסוקן בתיירות ואת כל החברות הציבוריות שחלק ניכר ממכירותיהן נועד למטרות צבאיות.

איור 19 מציג כיצד התפתחו במשך "צוק איתן" מדד ת"א 100 והממוצעים המשוקללים של מניות החברות בענפי התיירות והביטחון. כפי שניתן לראות, מניותיהן של חברות התיירות ירדו במהלך המבצע: הממוצע המשוקלל נמוך בכ-5% יחסית לנתון ערב המבצע. הממוצע המשוקלל של החברות הביטחוניות, לעומת זאת, עלה במהלך המבצע במידה נאה – כ-2%. הבדלים אלה, וההבדלים בין שני הענפים לבין ביצועיו של מדד ת"א 100, מרמזים כי המשקיעים הגיבו לאירועים הביטחוניים באופן סלקטיבי.

הציפיות שהתגבשו לאחר המבצע

כאשר בוחנים את השווקים הפיננסיים לאחר סיומו של "צוק איתן", מוצאים כי הם משקפים ציפיות אופטימיות לגבי העתיד: מדד ת"א 100 המשיך לטפס בימים שלאחר המבצע, תוך יצירת פער יחסית למדדים העולמיים, והתשוואה על האג"ח הממשלתיות הארוכות התייצבה ברמה נמוכה. פרמיית ה-CDS של ישראל אמנם רחוקה מרמות השפל שאפיינו את התקופה שקדמה למשבר של

²¹ על פי בדיקה שנערכה בבנק ישראל, מבצע בסדר הגודל של "צוק איתן" פוגע בתיירות למשך כארבעה רבעונים.

4. המערכת הבנקאית

במחצית הראשונה של 2014 המשיכה המערכת הבנקאית לשמור על חוסנה ועל יציבותה אף כי הצמיחה התמתנה, סביבת הריבית נותרה נמוכה, והכלכלה העולמית הוסיפה להתאושש באטיות. רווחיותה של המערכת שמרה על יציבות בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, ויחס ההון העצמי רובד 1 נותר ברמה של 9.4%. במהלך התקופה הנסקרת נמשך השיפור באיכותו של תיק האשראי, אולם האשראי לדיור והאשראי לענף הבינוי והנדל"ן ממשיכים להיות גורם סיכון משמעותי, וסביבת הריבית הנמוכה מגבירה את החשש מפני נטילת סיכונים שעלולים להתממש עם עלייתה. ריכוזיותם של הלווים הגדולים הוסיפה לרדת, אם כי רמתה עדיין גבוהה. הנזילות במערכת שמרה על יציבות בתקופה הנסקרת ורמתה מוסיפה להיות גבוהה.

הלימות ההון

יחס ההון העצמי רובד 1 נותר במחצית הראשונה ללא שינוי יחסית לדצמבר 2013, ברמה של 9.4%²² (איור 20). מחד גיסא היחס הצטמצם ב-0.2 נקודות אחוז לאחר שב-1.1.2014 עברו התאגידים הבנקאיים ליישום ההוראות המאמצות את מסגרת העבודה של באזל III. מאידך גיסא היחס עלה ב-0.2 נקודות אחוז כתוצאה מ-(א) רווחים שנצברו וקוזזו חלקית בעקבות חלוקת דיווידנדים, ו-(ב) המשך הצמצום באשראי למגזר העסקי, תהליך שהוביל למיתון בשיעור גידולם של נכסי סיכון האשראי. אשר לרווחיותה של המערכת הבנקאית, התשוואה להון של סך חמש הקבוצות הבנקאיות שמרה במהלך התקופה הנסקרת על יציבות ברמה של 8.7%.

סיכון האשראי

במחצית הראשונה של 2014 נמשכו השיפור במדדים לאיכותו של תיק האשראי והירידה בריכוזיות הלווים. יחד עם זאת, הסיכון הגלום באשראי לדיור ובאשראי לענף הבינוי והנדל"ן – אלה מהווים יחד 44% מתיק האשראי – ממשיך להיות משמעותי. נוסף על כך, סביבת הריבית הנמוכה מגבירה את החשש מפני נטילת סיכונים שעלולים להתממש עם עלייתה.

ישראל והותירה אותו ברמה A, אולם היא הורידה את תחזית הדירוג מ"חיובית" ל"יציבה", בין השאר משום ש"צוק איתן" הגדיל את ההוצאה הביטחונית וכך השפיע על הגירעון, על כלל ההוצאה ועל יחס החוב לתוצר. שלוש סוכנויות הדירוג החליטו אפוא להותיר את דירוגה של ישראל ללא שינוי חרף "צוק איתן", אך שלושתן ציינו כי הסיכון הגיאוגרפי-פוליטי מהווה מגבלה שפוגעת בדירוג האשראי של ישראל.

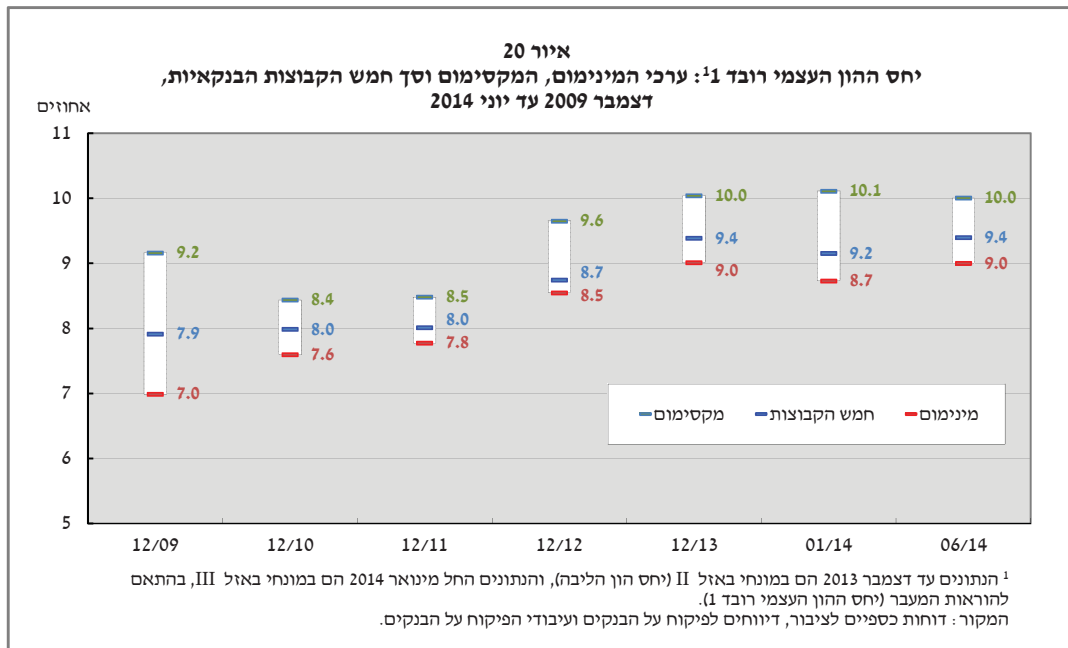
סיכום

חרף השלכותיו הכלכליות של "צוק איתן", השווקים הפיננסיים הגיבו אליו במתינות יחסית, וייתכן כי הדבר נבע בין השאר מכך שהפעילים הפיקו לקחים ממבצעים קודמים: הם למדו כי ירידות בתחילת מבצע מתקזזות בהמשך ואף מתחלפות בעלויות. השוואה של "צוק איתן" למבצעים אחרים מעלה כי התמחור בשווקים הפיננסיים שיקף סיכון נמוך יחסית לכך שהמבצע יפגע ביציבות הפיסקלית וסיכון גבוה יותר לכך שיפגע לפחות בחלק מהחברות במשק. המניות של חברות מענפים שונים הגיבו בתקופת המבצע באופן דיפרנציאלי, והדבר מבטא סלקטיביות מצד המשקיעים. בתקופה שלאחר המבצע המשיכו השווקים הפיננסיים לעלות, תוך שהם מגלמים רמה נמוכה של סיכונים בכלל ושל סיכונים גיאוגרפי-פוליטיים בפרט.

ביצועיו של המשק הישראלי בעשור האחרון מצדיקים את האמון שהמשקיעים נותנים בו, והתאוששותו המהירה משאר המערכות המשמעותיות שישארל ניהלה בעשור זה מסבירה את תגובתם המתונה של המשקיעים ל"צוק איתן". עם זאת, הסיכונים הגיאוגרפי-פוליטיים השונים הנשקפים לישראל משפיעים כבר היום על דירוג האשראי שלה. אם סיכון גיאוגרפי-פוליטי מהותי יתממש ויפגע בכלכלה במידה רבה מזו שנצפתה ב"צוק איתן", סביר לצפות כי הוא ישפיע באופן משמעותי יותר גם על השווקים ועל המערכת הפיננסית.

²² הנתונים לספטמבר 2014 מצביעים על כך שיחס ההון העצמי רובד 1 של סך חמש הקבוצות הבנקאיות נותר ברמה של 9.4%.

יחס ההון העצמי רובד 1 נותר במחצית הראשונה של השנה ללא שינוי חרף המעבר לבאזל III.



לסיכונים בתיק האשראי לענף הבינוי והנדל"ן, והמתאם הקיים בין הסיכונים בתיק האשראי לדיור לסיכונים בתיק האשראי הצרכני. על רקע זה פרסם המפקח על הבנקים בספטמבר 2014 הוראה בנושא הקצאת הון בגין תיק האשראי לדיור, במטרה להגדיל את כריות ההון המוקצות כנגד הסיכונים הגלומים בתיק.

בשנים האחרונות ניכרת מגמת התרחבות גם בחלקו של האשראי הצרכני, ובמחצית הראשונה של השנה הוא גדל בשיעור שנתי של 8% והסתכם ב-127 מיליארדי ש"ח. על אף הגידול המתמשך ניכרת ירידה בכריות ההפרשה המוקצות בגין אשראי זה. על הרקע הזה המפקח על הבנקים פרסם בינואר 2015 הוראה, ולפיה על התאגידים הבנקאיים לוודא, החל מהדוחות לציבור ל-2014, כי שיעור ההתאמות האיכותיות להפרשה הקבוצתית להפסדי אשראי בגין האשראי לאנשים פרטיים שאינו בעייתי לא יפחת מ-0.75% מיתרת האשראי לאנשים פרטיים שאינו בעייתי באותו מועד.

ריכוזיות הלווים בתיק האשראי הבנקאי גבוהה, בין היתר בשל המבנה הריכוזי של הבעלות והשליטה במשק. בשנים האחרונות ניכרת הטבה בריכוזיות של תיק האשראי הבנקאי כתוצאה מכך שהפיקוח על הבנקים והמערכת

האשראי המאזני של סך חמש הקבוצות הבנקאיות התרחב בשיעור של 1.7% (במונחים שנתיים) והסתכם ב-835 מיליארדי ש"ח. התפתחות זו התרחשה בעקבות המשך ההתרחבות באשראי למגזר משקי הבית והמשך הצמצום באשראי למגזר העסקי ובאשראי ללווים שעיקר פעילותם בחו"ל²³.

האשראי למגזר משקי הבית עולה בשנים האחרונות הן בהיקפו והן בחלקו. האשראי לדיור מהווה כשני שלישים מאשראי זה, והוא צמח במחצית הראשונה של השנה בשיעור שנתי של 6% – נמוך מקצב גידולו בתקופה המקבילה אשתקד אך עדיין גבוה. היקף הביצועים החודשיים של ההלוואות למטרת מגורים נותר גבוה והסתכם ב-4.3 מיליארדי ש"ח במוצא. מאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות הוסיפו לרדת במהלך התקופה: נמשכו למשל הירידה בשיעור המימון הממוצע ובשיעור הממוצע של ההחזר מההכנסה. עם זאת, הגידול המתמשך בהיקפו של תיק האשראי לדיור ובחלקו בסך תיק האשראי הבנקאי הביא לעלייה בסיכונים הגלומים בתיק זה, בין היתר לנוכח המתאם הקיים בין הסיכונים בתיק האשראי לדיור

²³ מהנתונים לספטמבר 2014 עולה כי חל גידול באשראי העסקי ובאשראי ללווים שעיקר פעילותם בחו"ל.

הנזילות²⁴, וכן טיוטה של הוראות דיווח נלוות. בהתאם ללוחות הזמנים שנקבעו בבאזל III, המערכת הבנקאית בישראל צפויה ליישם בהדרגה את יחס כיסוי הנזילות החל מינואר 2015 ועד ינואר 2017 (המועד ליישום מלא).

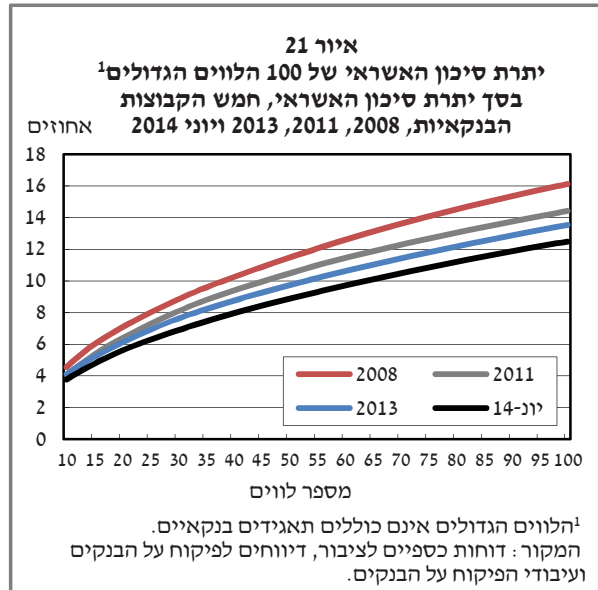
המערכת הבנקאית חשופה לסיכון עליית הריבית ולסיכון בסיסי ההצמדה. מרבית הקבוצות הבנקאיות חשופות לעליית ריבית בכל מגזרי ההצמדה. ההפסד הפוטנציאלי כתוצאה מעלייה מרבית בשיעורי הריבית²⁵ עמד על 1.3 מיליארד ש"ח, המהווים כ-2.0% מהשווי ההון של ההון. זוהי רמת חשיפה נמוכה יחסית לחשיפות אשראי, והיא אף ירדה מעט בהשוואה לשנת 2013. החשיפה לסיכון בסיסי ההצמדה עלתה מעט בהשוואה לשנת 2013, אך ההפסד הפוטנציאלי כתוצאה מהשינוי המרבי באינפלציה ובשער החליפין²⁶ עמד על 540 מיליוני ש"ח בלבד. מרבית הבנקים היו חשופים לפיחות בשער השקל ולירידה בלתי צפויה במדד המחירים לצרכן.

²⁴ ועדת באזל פיתחה את יחס כיסוי הנזילות במטרה לקדם את העמידות בטווח הקצר של פרופיל הנזילות של תאגידים בנקאיים. היחס מראה איזון כמות של נכסים נזילים איכותיים תאגידים בנקאיים צריכים להחזיק כדי לשרוד בתרחיש קיצון משמעותי שנמשך 30 ימים קלנדריים, והוא מורכב משני רכיבים: במונה – מלאי הנכסים הנזילים האיכותיים משתי רמות של נכסים. רמה 1 כוללת נכסים איכותיים שהיקף החזקתם אינו מוגבל, ורמה 2 כוללת נכסים שהיקף החזקתם מוגבל ל-40% ממלאי הנכסים הנזילים האיכותיים (רמה זו מחולקת לשתי רמות משנה: 2א' ו-2ב'; היקף החזקתם של נכסים ברמה האחרונה מוגבל ל-15%). במכנה – תזרים המזומנים היוצא נטו בתקופה של 30 יום, היינו תזרים המזומנים היוצא הצפוי בתרחיש הקיצון בניכוי תזרים המזומנים הנכנס הצפוי בתרחיש. את סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של קטגוריות או סוגים שונים של התחייבויות מאזניות וחוף-מאזניות בשיעורי משיכתם הצפויים (drawn down או run off). את סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של חייבים חוזיים (contractual receivables) בשיעורים שהם צפויים להתקבל בהם בתרחיש, עד לרף מצטבר של 75% מסך תזרים המזומנים היוצא החזוי.

²⁵ השינוי המרבי בשיעורי הריבית נקבע על פי השינויים החודשיים לאורך שבע השנים האחרונות, בהנחה שההתפלגות נורמלית וברמת מובהקות של 99%.

²⁶ השינוי המרבי באינפלציה ובשער החליפין נקבע על פי השינויים החודשיים שחלו, בהתאמה, בציפיות האינפלציה ובשער החליפין הנומינלי של השקל כנגד הדולר לאורך שבע השנים האחרונות, בהנחה שההתפלגות נורמלית וברמת מובהקות של 99%.

הירידה שחלה בשנים האחרונות בריכוזיות האשראי ללווים הגדולים.



הבנקאית פועלים לצמצום סיכון הריכוזיות בתיק (איור 21).

סיכוני הנזילות והשוק

במהלך התקופה הנסקרת הוסיפה הנזילות במערכת הבנקאית להתאפיין ברמה גבוהה יחסית. ריכוזיות הפיקדונות במערכת הוסיפה לגדול, ובכך נמשכה מגמת הגידול של השנים האחרונות. עם זאת, שיעורם של הפיקדונות המוסדיים בסך פיקדונות הציבור של חמשת הבנקים הגדולים נותר ללא שינוי מהותי, ברמה של 12.25%.

במסגרת היערכותו של הפיקוח על הבנקים ליישום מסגרת העבודה של ועדת באזל בנושא נזילות (באזל III), פרסם המפקח על הבנקים באוקטובר 2014 הוראת ניהול בנקאי תקין חדשה (הוראה מספר 221) בנושא יחס כיסוי

לוח 2

מדדים מרכזיים של מערכת הבנקאות, דצמבר 2001 עד יוני 2014

פעל התשואות									
יחס ערך חשוק לערך בספרים ¹ (MV/BV)	יחס הממוצע בין אג"ח של הבנקים לאג"ח ממשלתיות ² (נקודות אחוז)	יחס האשראי ³ לתוצר (אחוזים)	שיעור השינוי של האשראי המאזני לציבור ⁴ (אחוזים)	יחס ההוצאה השנתית להפסדי אשראי לסך האשראי לציבור ⁴ (אחוזים)	יחס הנכסים הנזילים ⁵ להתחייבויות קצרות הטווח ⁶ לפיקדונות	יחס התשואה ההון החלבה (אחוזים)	יחס התשואה ההון החלבה (אחוזים)	יחס התשואה ההון החלבה (אחוזים)	יחס התשואה ההון החלבה (אחוזים)
2001	0.7	111.9	17.9	0.85	0.81	9.4	9.4	5.8	5.8
2002	0.56	107.5	-1.1	1.32	0.83	9.9	9.9	2.8	2.8
2003	0.85	105.5	-1.7	1.12	0.82	10.3	10.3	8.4	8.4
2004	1.06	101.1	0.1	0.90	0.80	10.7	10.7	13.2	13.2
2005	1.45	101.7	6.7	0.69	0.82	10.7	10.7	14.5	14.5
2006	1.33	96.5	2.0	0.52	0.80	10.8	10.8	17.3	17.3
2007	1.21	96.8	7.7	0.28	0.85	11.0	11.0	15.6	15.6
2008	0.56	100.3	10.4	0.72	0.90	11.2	11.2	0.3	0.3
2009	1.11	93.7	-1.4	0.75	0.86	13.7 ⁸	13.7 ⁸	8.8	8.8
2010	1.06	93.4	7.2	0.41	0.91	14.0 ⁹	14.0 ⁹	7.9	7.9
2011	0.69	90.8	3.7	0.39	0.89	14.0	14.0	8.0	8.0
2012	0.78	86.3	2.1	0.41	0.87	14.9	14.9	8.7	8.7
2013	0.84	82.3	1.1	0.25	0.87	14.8	14.8	9.4	9.4
1.1.22014						14.2	14.2	9.2	9.2
יוני 2014	0.79	78.2	11.9 ¹¹	-0.01	0.88	14.5	14.5	9.4	9.4

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

² ממוצע לחדש דצמבר של אותה שנה.

³ נמדד ביחס לאשראי ברוטו.

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

⁵ הנכסים הנזילים כוללים את סך האג"ח הממשלתיים, מוזמנים, ופיקדונות בבנק ישראל ובבנקים שמועד פירעונם המקורי הוא עד 3 חודשים.

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

⁷ נמדד ביחס לאשראי נטו.

⁸ מחושב בהתאם לכללי באזל I.

⁹ מחושב בהתאם לכללי באזל II.

¹⁰ יחס החוץ העצמי רובד I, מחושב בהתאם לכללי באזל III על פי חוראות המעבר.

¹¹ במונחים שנתיים.

המקור : השלש המרכיבים לסטטיסטיקה, בנק ישראל, דוחות סטטיסטיים לציבור, דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי הפיקוח על הבנקים.

5. חברות הביטוח

ברבעון השני של 2014 חלה ירידה ברווח הכולל של חברות הביטוח וברווחיהן מהשקעות.



הרווח הכולל המצרפי של חברות הביטוח עמד במחצית הראשונה של 2014 על כ-1.8 מיליארד ש"ח²⁷, והוא עלה קלות יחסית לתקופה המקבילה אשתקד. רווח זה נובע מגידול מתון בהכנסותיהן מפרמיות וברווחיהן מהשקעות, ומגידול חד – של כ-21% – בדמי הניהול, יחסית לתקופה המקבילה אשתקד²⁸. עם זאת, הרווח הכולל המצרפי ברבעון השני של 2014 ירד בחדות יחסית לנתון ברבעון הראשון, בעיקר בשל ההפסדים שהחברות ספגו עקב סביבת הריבית הנמוכה – כפי שנפרט להלן – וכן משום שרווחיהן מהשקעות היו נמוכים יחסית לרמות הגבוהות שנרשמו בסוף 2013 וברבעון הראשון של 2014 (איור 22).

ההון העצמי המוכר²⁹ המצרפי של חברות הביטוח עלה ל-31.5 מיליארדי ש"ח בסוף יוני 2014, מ-30.1 מיליארדי ש"ח בסוף 2013. גידול זה הוביל לכך שברמה המצרפית היחס בין ההון המוכר להון הנדרש עלה מ-138.9% בסוף 2013 ל-141.4% במחצית הראשונה של 2014 – רמה גבוהה יחסית לעבר (איור 23). הגידול גם תרם לכך שהיחס בין

ההון הראשוני לסך הנכסים בתיק הנוסטרו³⁰ עלה מ-12.3% בתום 2013 ל-12.7% במחצית הראשונה של 2014.

אחד הסיכונים העיקריים הכרוכים בפעילותן של חברות הביטוח הוא סיכון השוק³¹. כאשר בוחנים את הרכב הנכסים בתיק הנוסטרו המצרפי של חברות הביטוח, מוצאים כי מרבית השקעותיהן – כ-57% – מרוכזות באג"ח ממשלתיות ובפיקדונות בבנקים, היינו בנכסים בעלי סיכון נמוך יחסית (איור 24).

אולם בשל סביבת הריבית הנמוכה ניכרת בשנים האחרונות מגמת עלייה במשקל שנכסים מסוכנים יותר³² מקבלים בתיק הנוסטרו (איור 25), חרף ירידה מתמשכת במשקלן של אג"ח החברות. מגמת העלייה נמשכה גם בחודשים

²⁷ לקראת נעילת הדוח התקבלו נתונים ראשוניים על הרווח הכולל המצרפי ברבעון השלישי של 2014, והם מראים כי גם רווח זה חיובי.

²⁸ חברות הביטוח עוסקות, במגזרי פעילותן השונים, בניהול נכסים עבור העמיתים, ובתמורה לכך הן גובות דמי ניהול. בגין ניהול הנכסים בפוליסות משתתפות ברווחים שנמכרו משנת 2004 חברה זכאית לדמי ניהול קבועים בשיעור חודשי שמגיע עד 0.05% מהנכסים הצבורים. בגין ניהול הנכסים בפוליסות המשתתפות שנמכרו בין 1991 ל-2003 חברה זכאית לדמי ניהול קבועים כאמור, וכן לדמי ניהול משתנים בשיעור שמגיע עד 15% מהתשואה הריאלית לאחר ניכוי דמי הניהול הקבועים. במקרה של הפסד חברה אינה זכאית לדמי הניהול המשתנים, וזאת עד לכיסוי ההפסד המצטבר. חלק מחברות הביטוח לא גבו דמי ניהול משתנים ברבעון הראשון של 2013 בשל הפסדי השקעות צבורים שטרם כוסו במועד זה. הפסדים אלו כוסו בהמשך 2013, ומכאן נובעת העלייה המשמעותית בהכנסות מדמי ניהול שנבנו במחצית הראשונה של 2014.

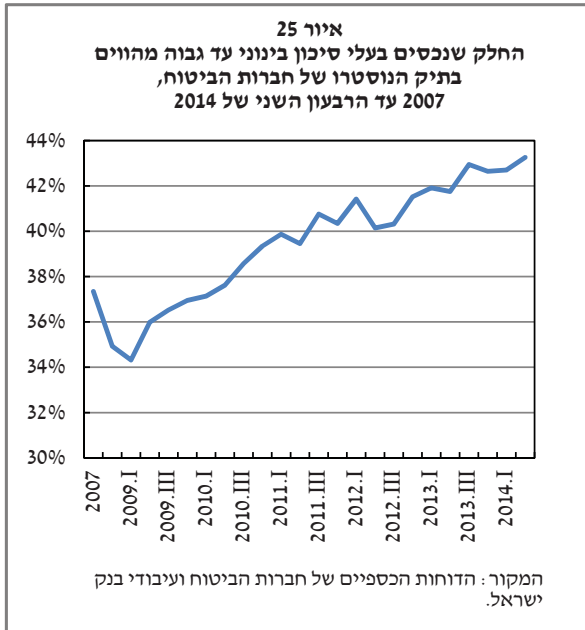
²⁹ ההון המוכר משמש ככרית הביטחון של חברות הביטוח אל מול הפסדים בלתי צפויים. הון זה מורכב מרבדים שונים, ואלה נבדלים ביניהם באיכות הביטחון שהם מעניקים לחברות. ההון הראשוני הוא הרובד האיכותי ביותר של ההון המוכר, והוא מורכב מהסכום של הון המניות, הפרמיה על המניות, קרנות ההון, שטרי ההון הצמימיתים וסעיף העודפים במאזן. הרבדים הנחותים כוללים רכיבים כגון התחייבויות נדחות – למעשה אג"ח שחברת הביטוח הנפיקה ואשר היא פורעת רק לאחר מילוי התחייבויותיה כלפי המבוטחים.

³⁰ ככלל, תיק הנוסטרו של חברת ביטוח כולל את סך השקעותיה, למעט אלו שבוצעו כנגד פוליסות משתתפות ברווחים.

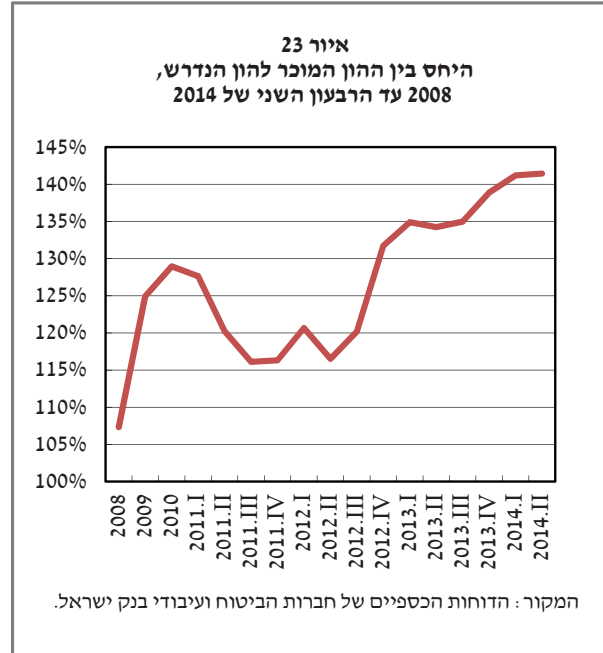
³¹ הדיון בפרק זה מתמקד בעיקר בסיכונים הנשקפים לחברות הביטוח מצד הנכסים. דיון נרחב בסיכונים הביטוחיים הנשקפים מצד ההתחייבויות מופיע בפרק על חברות הביטוח בדוח היציבות מיוני 2014.

³² קבוצת זו כוללת את כל הנכסים שאינם פיקדונות בבנקים (כולל עו"ש) או אג"ח ממשלתיות.

לאורך השנים ניכרת מגמת עלייה בחלק שנכסים בעלי סיכון בינוני עד גבוה מהווים בתיק הנוסטרו של חברות הביטוח.



היחס בין ההון המוכר להון הנדרש של כלל חברות הביטוח עלה במחצית הראשונה של 2014, והוא גבוה יחסית לעבר.

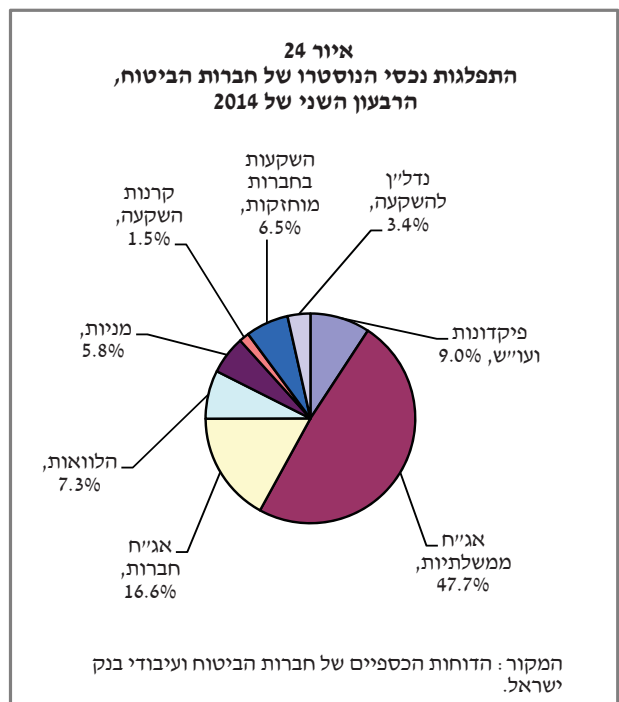


האחרונים: משקלם של נכסים בעלי סיכון בינוני עד גבוה עלה מ-42.6% בתום 2013 ל-43.3% בסוף יוני 2014. העלייה בחודשים אלו נובעת מגידול מתון במשקל המניות, ההלוואות וההשקעות הישירות בנדל"ן.

נוסף לכך נשקף לחברות הביטוח סיכון שוק גם מהשקעותיהם של הנכסים המוחזקים כנגד פוליסות משתתפות ברווחים. סיכון זה מתממש כאשר ההשקעות מניבות תשואות ריאליות שליליות. במצב זה בעלי הפוליסות סופגים את מרבית ההפסדים, אך יש לדבר השפעה שלילית גם על חברות הביטוח מאחר שהן אינן רשאיות לגבות דמי ניהול משתנים מהרווחים בתיק עד לכיסוי המלא של ההפסד המצטבר. מאחר שבמחצית הראשונה של 2014 ההשקעות הניבו תשואות חיוביות, חברות הביטוח יכלו לגבות דמי ניהול משתנים. ראוי להוסיף כי גם בתיק זה ניכרת מגמת עלייה במשקל שמקבלים נכסים מסוכנים יותר, ונכון למחצית השנייה של 2014 הם מהווים 73.6% ממנו, לעומת 72.0% בסוף 2013.

תיק ההשקעות של חברות הביטוח מרוכז ברובו בארץ. אולם בשנה האחרונה עלה בו משקלם של הנכסים בחו"ל באופן משמעותי: בתיק הנוסטרו הוא עלה מ-6.2% ביוני 2013 ל-8.3% ביוני 2014, ובתיק ההשקעות המוחזק כנגד

חברות הביטוח משקיעות בעיקר בנכסים בעלי סיכון נמוך.



בהוצאות בהיקף של 837 מיליוני ש"ח לפני מס. 729 מיליוני ש"ח מתוכם נובעים ממגזר ביטוח החיים והיתר – ממגזרי ביטוח הבריאות והביטוח כללי³⁶. נציין כי ההוצאות שנרשמו מהוות בממוצע רק כ-2.2% מההון המוכר של חברות הביטוח. עוד נציין כי חרף הוצאות אלה, הרווח הכולל של מרבית החברות הגדולות נותר חיובי במחצית הראשונה של 2014, וחלקן אף רשמו עלייה יחסית לתקופה המקבילה אשתקד.

הריבית הנמוכה השפיעה באופן שלילי על חברות הביטוח לאחר תקופה שבה הפחתות הריבית דווקא תרמו באופן משמעותי לרווחיהן, היות שהן הובילו לעלייה בשווי ההון של חלק מהנכסים הפיננסיים שנכללים בתיק הנוסטרו של החברות ואשר טרם מוחזרו. עלייה זו תרמה לגידול ברווחיהן של החברות משום שיצרה הן רווחי שערך עבור נכסים מוחזקים והן רווחי הון עבור נכסים שמומשו.

סיכון הנזילות בחברות הביטוח קטן יחסית לזה הקיים בבנקים, הן מאחר שמח"מ ההתחייבויות שלהן ארוך יחסית למח"מ הנכסים, והן משום שמבוטחים אינם יכולים לדרוש את כספי הנוסטרו של חברות הביטוח אלא כאשר מתרחש אירוע ביטוחי או כאשר הם מגיעים לגיל פרישה. יתר על כן, חברות הביטוח אינן חשופות לסיכון נזילות בגין חוזים תלויי תשואה, שכן כאשר שווי הנכסים המוחזקים כנגד חוזים אלו יורד משום שנוצר צורך לממש במהירות גם במחירי הפסד, מתרחשת ירידה זהה בהיקף ההתחייבויות הביטוחיות. כלומר המבוטחים סופגים את ההפסד במלואו.

משקל ההלוואות בתיק הנוסטרו של חברות הביטוח אמנם עלה במהירות בשנים האחרונות, אולם רמתו ביחס לתיק נכסי הנוסטרו של החברות – כ-7% – עדיין אינה גבוהה. מכאן שלחברות הביטוח גם אין חשיפה גבוהה לסיכון אשראי בגין הלוואות אלו.

פוליסות משתתפות בתשואה – מ-26.5% ביוני 2013 ל-29.9% ביוני 2014. עלייה זו נובעת מניסיוןן של החברות להשיג תשואות גבוהות מהתשואות בשוק המקומי, והיא משתלבת עם העובדה שבקרב כלל הגופים המוסדיים ניכרת מגמת עלייה במשקל ההשקעות בחו"ל: משקלן עלה מ-14.7% ביוני 2013 ל-16.7% ביוני 2014. מהלך זה של חברות הביטוח – היינו הגדלת החשיפה של תיק ההשקעות לחו"ל – מקטין את תלותן בשוק המקומי אך גם חושף אותן, בעיקר דרך תיק הנוסטרו, לסיכונים המאפיינים ניהול השקעות בחו"ל. סיכון שער החליפין בולט בהקשר זה, אולם החברות מגדרות חלק מחשיפתן אליו.

סביבת הריבית הנמוכה השפיעה באופן שלילי על תוצאות הפעילות של חברות הביטוח במחצית הראשונה של 2013³³, ובפרט על התוצאות במגזר הפוליסות מבטיחות התשואה³⁴: התשואות שמניבים חלק מהנכסים הפיננסיים המוחזקים כנגד פוליסות אלו ירדו בשעה שהיקף ההתחייבויות של חברות הביטוח לבעלי הפוליסות נותר קבוע³⁵. כתוצאה מכך הכירו מרבית חברות הביטוח – בדוחותיהן הכספיים למחצית הראשונה של 2014 ובעיקר לרבעון השני שלה –

³³ לקראת נעילת הדוח התקבלו נתונים ראשוניים, ועולה מהם כי גם ברבעון השלישי של 2014 המשיכו חברות הביטוח להכיר בהוצאות הנובעות מסביבת הריבית הנמוכה. אולם כאמור בהערה 2 לעיל, חרף ההוצאות הללו רשמו החברות רווח כולל מצרפי חיובי גם ברבעון זה.

³⁴ חברות הביטוח מכרו פוליסות מבטיחות תשואה עד 1990. התשואה המובטחת לבעלי הפוליסות התבססה על אג"ח מיועדות שהנפיקה ממשלת ישראל. אג"ח אלו מניבות ריבית קבועה, והמחזיק בהן אינו חשוף לסיכון כלשהו בגין שינוי הריבית במשק. בעבר פדו חברות הביטוח חלק מהאג"ח המיועדות שהן החזיקו והשקיעו את התמורה בנכסים שהניבו תשואות גבוהות יותר. פעולה זו הובילה לגידול ברמת החשיפה של החברות לסיכון הריבית. נזכיר כי מגזר הפוליסות המשתתפות ברווחים אינו מושפע באופן ישיר מהפחתת הריבית, מאחר שבעלי הפוליסות הם אלו שסופגים את ההפסד הנגרם כתוצאה מעלייה בערך הנוכחי של ההתחייבויות. אולם סביבת ריבית נמוכה עלולה להשפיע באופן שלילי על התשואות הריאליות מההשקעות של הנכסים המוחזקים כנגד פוליסות אלו, ובמקרה כזה יקטן היקף ההכנסות של חברות הביטוח מדמי ניהול.

³⁵ סיכון הריבית בחברות ביטוח נעוץ בעובדה שמח"מ ההתחייבויות בהן ארוך ממח"מ הנכסים. כלומר חברות הביטוח צריכות למחזר נכסים שמוחזקים כנגד התחייבויות עוד לפני שפג תוקפן של אותן התחייבויות. סביבת ריבית נמוכה, כמו זו שקיימת בשנים האחרונות, משפיעה באופן שלילי על התשואות שמניבים חלק מהנכסים לאחר מחזורם.

³⁶ גובה ההוצאות בחברת ביטוח נתונה נגזר ככלל מההפרש שבין ערכם של תזרימי הפוליסות העתידיות, מהוונים בריבית חסרת סיכון, לבין היקף העתודות שחישבה אותה חברה.

6. מחירי הנכסים והאשראי

א. שוק המניות

בין יוני לנובמבר 2014 ירדו שערי המניות בארץ במונחי דולרים, בדומה לשערים במרבית שוקי העולם ובניגוד למגמה החיובית שנרשמה בהם בחמשת החודשים הראשונים של השנה (איור 26). בחודשים הנסקרים התאפיינו מדדי המניות בארץ ובעולם בתנודתיות רבה, כתוצאה מהאטה בפעילות בגוש האירו ומהסלמת הלחימה בין רוסיה לאוקראינה. בבורסה של תל אביב היה לתנודתיות מקור נוסף: התממשות הסיכון הביטחוני בעקבות מבצע "צוק איתן"³⁷. ראוי לציין כי מדדי המניות בארץ ירדו במונחי דולרים בעיקר בעקבות הפיחות שחל בשקל בתקופה זו. במונחי שקלים חלה בששת החודשים הנידונים עלייה במדד ת"א 100 במדד המניות הכללי – של 4.9% ושל 6.1%, בהתאמה.

בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים ניתן לראות כי קצב הגידול של מחירי המניות (מדד המניות הכללי) נותר יציב למדי במונחי שקלים, והוא אינו מעיד כי המחירים התפתחו באופן חריג יחסית לממוצע מינואר 1995 (12%), איור 27). זאת ועוד, העלייה שחלה במחירי המניות בין יוני לנובמבר 2014 קיבלה תמיכה בעיקר מכך שרמת הריביות

(הארוכות, נומינליות וריאליות) בישראל ובעולם הייתה בתקופה זו נמוכה מאוד ואף המשיכה לרדת.

בין יוני לנובמבר 2014 ירדו שערי המניות בארץ במונחי דולרים, בדומה לשערים ברוב שוקי המניות בעולם; במונחי שקלים, לעומת זאת, נרשמו עליות.



קצב הגידול של מחירי המניות נותר יציב, והוא אינו מבטא התפתחות חריגה יחסית לממוצע מינואר 1995.



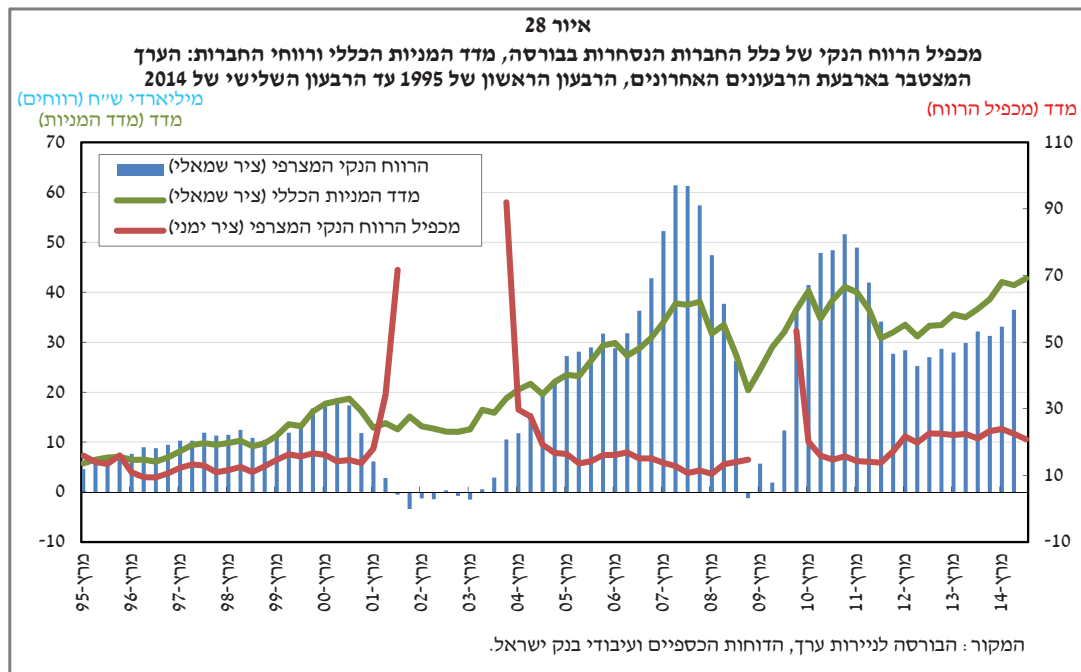
³⁷ הרחבה מופיעה בחלק 3.

כאמור, חרף הירידה המתמשכת ברמת הריביות בישראל, התשואה על החזקת מניות⁴⁰ עלתה ברבעונים השני והשלישי של 2014. עקב כך גדל הפער בין התשואה על מניות לתשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים, והתשואה העודפת על החזקת מניות עלתה⁴¹ – ראו איור 29. עוד ניתן לראות מהאיור כי התשואה העודפת על מניות גבוהה מהממוצע ארוך הטווח שלה (מאיור 1995) הן ברבעון השני והן ברבעון השלישי של 2014.

היחס בין מלאי הנכסים בקרנות הנאמנות ובתעודות הסל המתמחות במניות לבין סך מלאי הנכסים במכשירים אלה מלמד על נטיית הציבור להשקיע במניות. יחס זה ירד

מכפיל הרווח הנקי³⁸ אמנם ירד ברבעונים השני והשלישי אך עדיין נותר מעל הממוצע ארוך הטווח שלו (מאיור 1995, איור 28³⁹). מהשוואה בין-לאומית מתברר כי מכפיל הרווח של מדד ת"א 100 ירד במקביל לירידה במכפיל של מדד המדינות המתעוררות (MSCI Emerging Markets) ולעלייה במכפילים של מדדי המניות העיקריים במדינות המפותחות, והוא נמצא במרכז טווח המכפילים של מדדי המדינות המפותחות. ראוי להוסיף כי העלייה במחירי המניות מתיישבת גם עם העובדה שהרווח הנקי המצרפי (4 רבעונים) של החברות הנסחרות בבורסה עלה הן ברבעון השני והן ברבעון השלישי של השנה (איור 28).

העלייה במחירי המניות מתיישבת עם העובדה שהרווח הנקי המצרפי (4 רבעונים) של החברות הנסחרות בבורסה עלה הן ברבעון השני והן ברבעון השלישי של 2014.



⁴⁰ התשואה על החזקת מניות שווה ליחס בין הרווח הנקי לשווי השוק. הערך ההופכי של המכפיל נותן אינדיקציה לגבי התשואה הנדרשת על מניה, שכן במצב העמיד – מצב שבו רווחי החברה קבועים – יחס זה מייצג את התשואה הריאלית, ארוכת הטווח, על החזקת מניה.

⁴¹ 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.

³⁸ כדי לחשב את מכפיל הרווח הנקי של חברה מחלקים את שווי השוק שלה ברווח הנקי בארבעת הרבעונים האחרונים. כדי לחשב את מכפיל הרווח המצרפי סוכמים את שווי השוק של החברות הנסחרות בבורסה ומחלקים ברווח הנקי המצרפי שלהן בארבעת הרבעונים האחרונים. שווי השוק של החברות הנסחרות בבורסה והרווחים שלהן מנורמלים לשווי של החזקות הציבור. המכפיל מבטא את כמות השקלים שהמשקיעים מוכנים לשלם עבור כל שקל רווח שהחברה מייצרת בשנה.

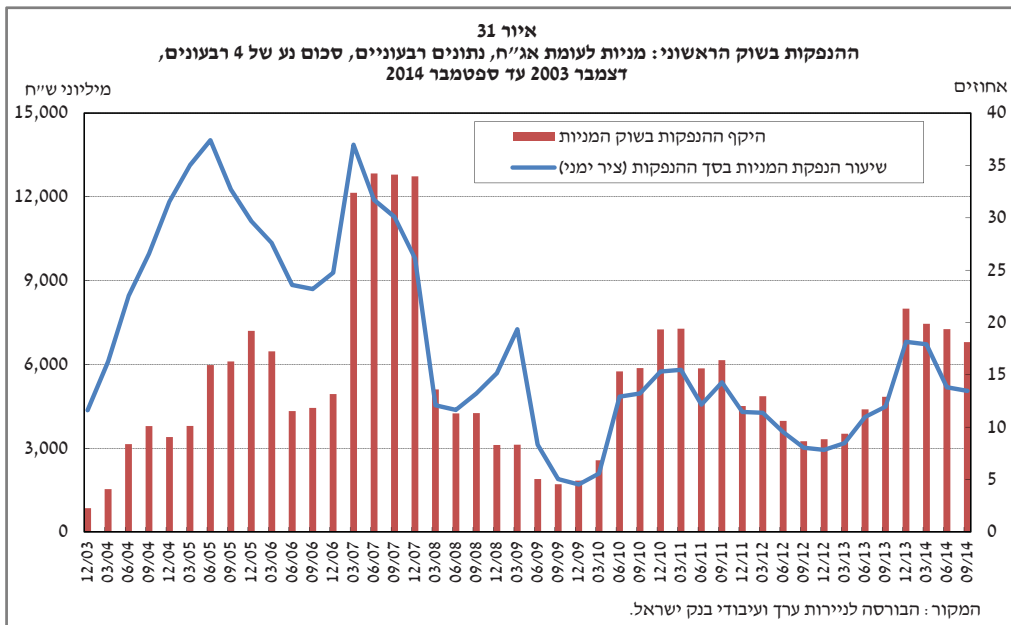
³⁹ כשמכפיל הרווח מגיע לרמות גבוהות מ-100 או נמוכות מ-0 (ערכים אלו מתקבלים כאשר הרווח הנקי מגיע לרמות אפסיות ואף שליליות), הסדרה מקבלת ערכים חסרים.

ממאָרס 2014 נצפית ירידה ביחס בין מלאי הנכסים בקרנות נאמנות ובתעודות סל המתמחות במניות לבין סך מלאי הנכסים במכשירים אלה.

התשובה העודפת על החזקת מניות עלתה ברבעונים השני והשלישי של 2014, והיא גבוהה מהממוצע ארוך הטווח (מהרבעון הראשון של 1995).



היחס בין היקף ההנפקות בשוק המניות לסך היקף ההנפקות בשוק הראשוני נמצא במגמת ירידה עוד מראשית 2014, ורמתו נמוכה יחסית לממוצע ארוך הטווח (מסוף 2003).



מ-2007 ירד יחס החוב של המגזר העסקי לתוצר ועלה יחס החוב של משקי הבית לתוצר. ברבעון השלישי של 2014 חלה תפנית, והיחס עלה בשני המגזרים.



ביחס בשני המגזרים. הסתכלות ארוכת טווח (מהרבעון הרביעי של שנת 1999) מראה כי נכון לרבעון השלישי של שנת 2014, יחס האשראי הפרטי לתוצר (1.13) ויחס החוב של המגזר העסקי לתוצר (0.74) נמוכים משמעותית מן הממוצע שלהם בתקופת המדגם (האשראי הפרטי לתוצר – 1.25, האשראי העסקי לתוצר – 0.87). ראוי להוסיף כי יחסים אלו נמוכים גם בהשוואה בין-לאומית: יחס החוב הפרטי לתוצר בישראל נמצא כיום באחד המקומות הנמוכים, היות שיחס החוב של משקי הבית לתוצר שמר בין 2006 ל-2013 על מיקומו הנמוך, ויחס החוב של המגזר העסקי לתוצר ירד במיקום באופן משמעותי, לאחר שב-2006 הוא נמצא באחד המקומות הגבוהים.⁴⁴

האשראי למשקי הבית המשיך כאמור לגדול ברבעונים השני והשלישי של שנת 2014, וזאת במיוחד על רקע העלייה הממושכת במחירי הדירות והמשך הגידול בהיקף המשכנתאות. את האשראי למשקי הבית ביחס לתוצר מאפיינת מגמת עלייה עוד מהרבעון הראשון של 2007, והיא נמשכה גם ברבעונים אלה. העלייה נראתה

ממארס 2014 (עד חודש אוקטובר)⁴², אולם רמתו אינה סוטה משמעותית מהממוצע ארוך הטווח (מינואר 1999, איור 30). ראוי לציין שנגיע לאותה תוצאה גם אם נסתכל רק על קרנות הנאמנות (ללא תעודות הסל) המתמחות במניות.

היחס בין היקף ההנפקות בשוק המניות לבין סך ההנפקות (מניות וחוב) נמצא במגמת ירידה עוד מתחילת 2014, ורמתו נמוכה ביחס לממוצע ארוך הטווח (מהרבעון הראשון של 2003, איור 31). ההנפקות בשוק הראשוני מהוות אינדיקציה לאופן שבו בעלי העניין מעריכים את התמחור בשוק המניות/האג"ח. בהנחה ששוק המניות ושוק האג"ח משמשים שווקים חלופיים לגיוס הון, שני אפיקים אלה אמורים להתרחב במידה דומה. סטייה חריגה של כמות ההנפקות בשוק המניות מהכמות בשוק האג"ח יכולה להוות אינדיקציה מסוימת לתמחור יתר של הנכסים בשוק המניות. מתחילת 2014 מסתמנת ירידה בחלקה של הנפקת המניות בסך ההנפקות. מגמה זו מסתמנת בעשור האחרון בכל העולם, כנראה על רקע הריבית הנמוכה, ואולי גם על רקע יתרונות מיסוי, הביקוש מצד המשקיעים, ועוד.

ב. האשראי

יתרת האשראי למגזר הפרטי (הלא-פיננסי) עלתה במהלך הרבעונים השני והשלישי של שנת 2014, וזאת כתוצאה מעלייה הן של האשראי למשקי הבית והן של האשראי למגזר העסקי. הגידול באשראי למגזר העסקי נבע מגידול בכל הרכיבים: באשראי הבנקאי, באשראי החוץ-בנקאי המקומי (אג"ח והלוואות ישירות ממוסדיים) ובאשראי מחו"ל.

החל מהרבעון השני של 2007 יחס האשראי הפרטי (הלא-פיננסי) לתוצר מתאפיין במגמת ירידה: בתקופה זו הוא ירד בכ-22 נקודות אחוז, כתוצאה מכך שיחס החוב של המגזר העסקי לתוצר ירד ב-26 נקודות אחוז ויחס החוב של משקי הבית לתוצר עלה ב-0.4 נקודת אחוז (איור 32)⁴³. ברבעון השלישי של 2014 חלה תפנית, ויחס זה עלה כתוצאה מעלייה

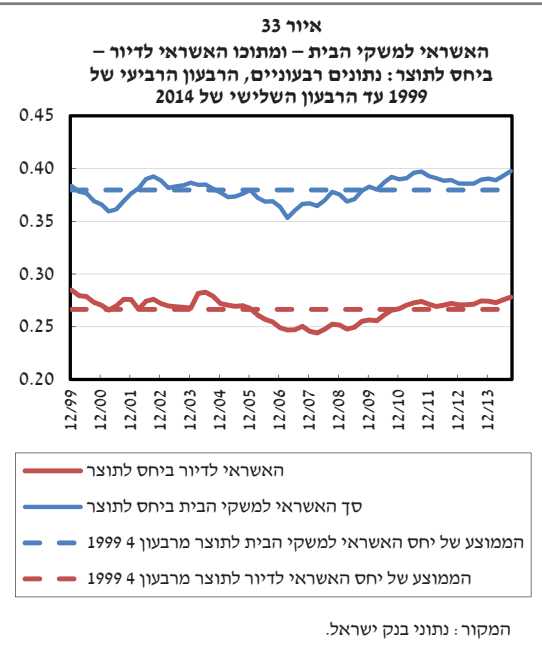
⁴² קרנות הנאמנות ותעודות הסל מחזיקות כ-8% מסך המניות שהציבור מחזיק. קרנות הנאמנות ותעודות הסל מחזיקות כ-9.5% מסך נכסי הציבור.

⁴³ ראוי לציין כי המשקל שהאשראי למגזר העסקי מהווה בסך האשראי הפרטי (הלא-פיננסי) מתאפיין מיולי 2007 במגמת ירידה: במהלך תקופה זו הוא ירד מכ-74% לכ-65%.

⁴⁴ ראו בנק ישראל, דוח יציבות פיננסית, יוני 2014.

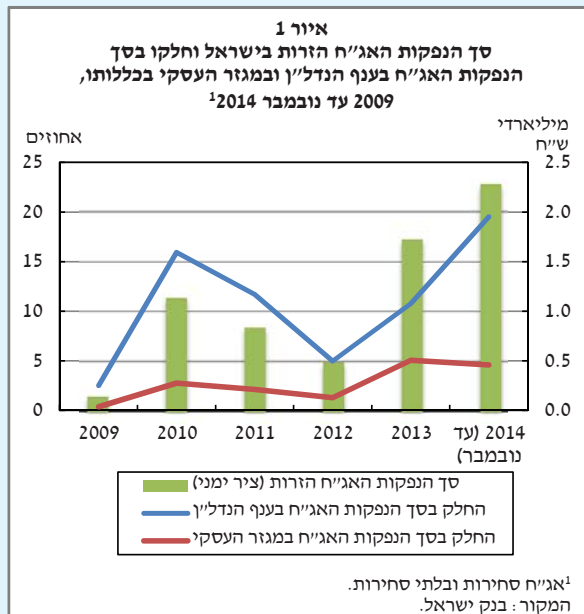
הן באשראי לדיור ביחס לתוצר והן באשראי שלא לדיור ביחס לתוצר; זה האחרון צמח בקצב גבוה – של כ-9% – ב-12 החודשים המסתיימים באוקטובר 2014. (איור 33). כאמור, אף כי האשראי למשקי הבית התרחב בשנים האחרונות, ישראל ממוקמת באחד המקומות הנמוכים בקרב המדינות המפותחות מבחינת היחס בין חוב משקי הבית לתוצר. נוסף על כך, אם נסתכל על כל תקופת המדגם – מהרבעון הרביעי של 1999 עד הרבעון השלישי של 2014 – נוכל להבחין כי יחס האשראי למשקי הבית לתוצר נותר יציב למדי סביב 38%. עם זאת, לצורך המעקב אחר היציבות הפיננסית חשוב לבדוק גם כיצד האשראי למשקי הבית מתפתח בעשירוני ההכנסה השונים, כפי שנעשה בדוח היציבות מיוני 2014 (תיבה 1).

האשראי למשקי הבית הוסיף לגדול ברבעונים השני והשלישי של 2014, במיוחד על רקע העלייה הממושכת במחירי הדירות והמשך הגידול בהיקף המשכנתאות.



תיבה: הנפקות אג"ח של חברות זרות בישראל*

מאז 2013 גדל היקף האג"ח שהנפיקו חברות זרות בישראל.



מאז תחילת 2013 גדל היקף הנפקות האג"ח של חברות זרות בבורסה בתל אביב: עד נובמבר 2014 הוא הגיע לכ-4 מיליארדי ש"ח, בשעה שב-2011–2012 הוא הסתכם בכ-1.3 מיליארד ש"ח (איור 1). במקביל גדל גם משקלן של הנפקות אלה בסך הנפקות האג"ח ובסך ההנפקות של חברות הנדל"ן בתל אביב: הוא עלה, בהתאמה, מ-1.3% ומ-5.0% ב-2012 ל-6% ול-19.5% ב-2014. נוסף להנפקות שכבר בוצעו יש כמה הנפקות שנמצאות בשלבים שונים של אישור תשקיף.

כאשר מנתחים את פרופיל הפעילות של החברות המנפיקות, מוצאים כי כולן שייכות לענף הנדל"ן ועוסקות בהשקעות בנדל"ן מניב (50% משווי האג"ח המונפקות), בייזום בנייה בחו"ל (37%), או בשני התחומים במקביל (13%). הן פעילות בעיקר בחו"ל, ובמידה שיש להן פעילות בישראל, היא שולית ביחס להיקף פעילותן הגלובלית. מרכז הפעילות של רובן נמצא בארצות הברית, אם כי

* עודכנו הנתונים בלוח 1 על התפלגות ההנפקות של חברות זרות לפי דרוג ההנפקה.

מקום ההתאגדות שלהן נמצא מחוץ לה, בדרך כלל במקלטי מס; כפי שנסביר בהמשך, הדבר עלול להשפיע על שיעור ההחזר (ה-recovery rate) של החברה המנפיקה במקרה של חדלות פירעון.

אף על פי שהחברות המנפיקות מאוגדות בחו"ל וגיוסיהן נועדו לממן פעילות בחו"ל, כל ההנפקות נקובות בשקלים (כ-48% מהן צמודות למדד ו-52% אינן צמודות). מרבית החברות לא ביצעו מיידית עסקאות הגנה לגידור החשיפה המטבעית, אלא התחייבו בתשקיפיהן לבחון את אפשרויות הגידור במידה שיעלה הסיכון הנשקף משינוי בשער החליפין.

לאג"ח שהנפיקו החברות הזרות איכות דירוג מעט נמוכה מזו של האג"ח שהנפיקו חברות הנדל"ן המקומיות מאז 2012: משקל האג"ח בדירוג AA נמוך יותר ומשקל האג"ח בדירוג BBB גבוה יותר. יחד עם זאת, שיעור ההנפקות הכוללות אג"ח בעלות ביטחונות ברמת קדימות גבוהה¹ גדול בהרבה בהנפקות של החברות הזרות מאשר בהנפקות של חברות מקומיות (לוח 1).

לוח 1 (גרסה מעודכנת, פברואר 2015)
התפלגות היקף האג"ח שהנפיקו חברות נדל"ן מקומיות וזרות, לפי דירוג ולפי סוגי השעבוד, 2012 עד ספטמבר 2014

חברות זרות	חברות מקומיות		
	(באחוזים)		
דירוג ההנפקה	21.4	16.2	AA ומעלה
	67.7	67.4	A
	6.2	15.5	BBB ומטה
	4.7	0.9	ללא דירוג
סוגי השעבוד	100.0	100.0	סה"כ
	36.5	66.9	שעבוד קבוע ראשון
	1.8	0.0	שעבוד קבוע שני
	0.3	0.0	שעבוד אחר
	61.5	33.1	ללא שעבוד
	100.0	100.0	סה"כ
שעבוד שלילי ¹	40.8	38.2	שעבוד שלילי
	59.2	61.8	ללא שעבוד שלילי
	100.0	100.0	סה"כ

¹ שעבוד שלילי: התחייבות של המנפיק שלא לשעבד את רכוש החברה למלווים אחרים ללא הסכמת המלווה המקורי.
המקור: בנק ישראל.

כאשר משווים את גודלן של החברות הזרות שהנפיקו אג"ח בתל אביב לגודלן של חברות הנדל"ן שהנפיקו אג"ח בארה"ב², מוצאים כי נכון לסוף 2013 סך המאזן וההון העצמי הממוצעים של הראשונות – 10.8 ו-1.2 מיליארד ש"ח, בהתאמה – קטנים באופן משמעותי מאלו של האחרונות, כ-86 וכ-20 מיליארד ש"ח. החברות הזרות שהנפיקו בתל אביב דומות יותר לחברות הישראליות מענף הבינוי והנדל"ן שהנפיקו אג"ח בישראל בשנים 2012–2014: סך המאזן הממוצע של חברות אלה עמד בסוף 2013 על 5.7 מיליארד ש"ח, וההון העצמי הממוצע – על 1.1 מיליארד ש"ח. כפי שנפרט בהמשך, עובדות אלה מצביעות על כך שחברות הנדל"ן שהנפיקו בישראל מתאימות יותר בגודלן לשוק הישראלי.

¹ אג"ח בעלות שעבוד קבוע ראשון על נכסי החברה.

² לפי הדוחות הכספיים ל-2013.

המשקיעים באג"ח של החברות הזרות

המשקיעים העיקריים באג"ח של החברות הזרות הם קופות הגמל וקרנות הנאמנות. במאס 2014 הן החזיקו יחד כ-41% ממלאי האג"ח, וזאת לאחר ששיעורי החזקתן ירדו מ-55% במאס 2012 (לוח 2).

לוח 2

החזקותיהם של הגופים המוסדיים באג"ח של חברות נדל"ן שהנפיקו בישראל: חברות זרות וכלל החברות, באחוזים ממלאי האג"ח הסחירות בערך נקוב, מאס 2012 לעומת מאס 2014

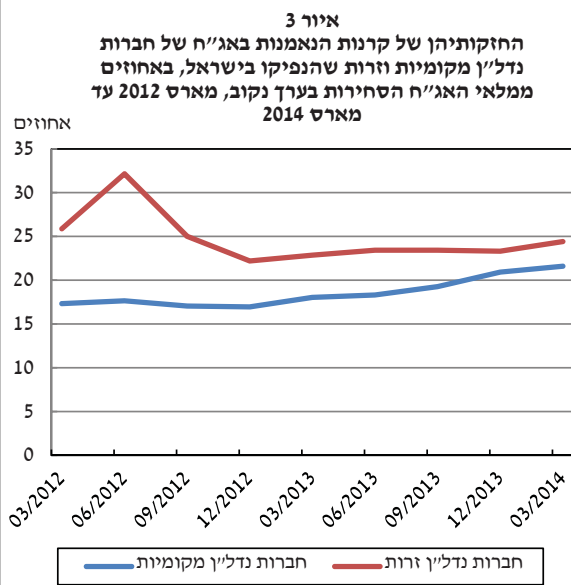
מאס 2014		מאס 2012		
כלל חברות	חברות זרות	כלל חברות	חברות זרות	
הנדל"ן		הנדל"ן		
14.9	17.0	22.1	29.1	קופות הגמל
6.4	4.1	8.8	5.2	קרנות הפנסיה
7.2	7.2	7.9	5.9	חברות הביטוח ¹
28.6	28.3	38.8	40.2	גופי החיסכון לטווח ארוך: סה"כ
21.6	24.4	17.3	25.9	קרנות הנאמנות
50.2	52.7	56.2	66.1	המשקיעים המוסדיים: סה"כ

¹ לא כולל החזקה נוסטרו.

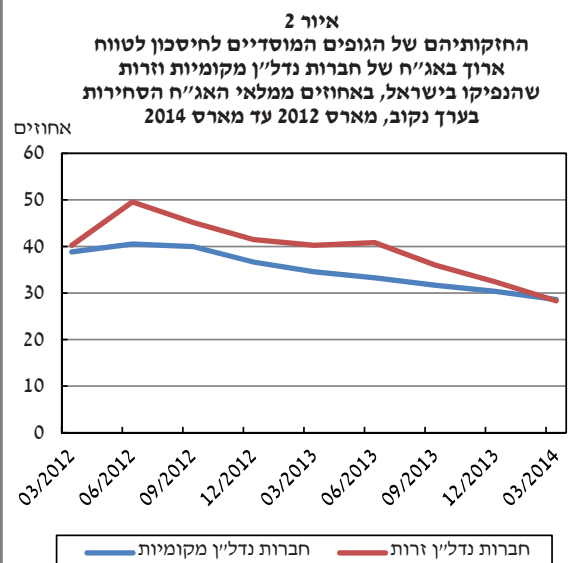
המקור: מערכת "פרדיקטה" להחזקות מוסדיים ועיבודי בנק ישראל.

בשעה שגופי החיסכון לטווח ארוך צמצמו בהדרגה, מראשית 2013, את שיעורי החזקתם באג"ח של חברות הנדל"ן המקומיות והזרות, קרנות הנאמנות הגדילו אותם – כמו גם את שיעורי החזקתן בכלל אג"ח החברות בישראל – בד בבד עם העלייה המתמשכת בצבירה נטו בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה באג"ח חברות (איריס 2 ו-3). שיעור ההחזקה של קופות הגמל וקרנות הנאמנות באג"ח של החברות הזרות גבוה משיעור החזקתן בכלל האג"ח של חברות הנדל"ן (לוח 2).

מראשית 2013 הגדילו קרנות הנאמנות את חלקן בהחזקת אג"ח של חברות נדל"ן מקומיות וזרות.



מאמצע 2012 הקטינו הגופים המוסדיים לחיסכון לטווח ארוך את חלקם בהחזקת אג"ח של חברות נדל"ן מקומיות וזרות שהנפיקו בישראל.



מרווח התשואות על האג"ח של חברות זרות

מספטמבר 2014 נסחרו חברות הנדל"ן הזרות שהנפיקו אג"ח בישראל במרווח גבוה יותר מחברות הנדל"ן המקומיות, לאחר שבמשך תקופה ארוכה הן נהנו ממרווח נמוך יותר.



כאשר משווים את מרווח התשואות של אג"ח החברות הזרות למרווח התשואות של כלל אג"ח החברות מענף הבינוי והנדל"ן (איור 4)³, מתברר כי אג"ח החברות הזרות נסחרו עד ספטמבר 2014 ברמת מרווחים נמוכה מהממוצע בענף הנדל"ן: 3.9%, לעומת 4.5% בענף הנדל"ן כולו. אולם הפער הלך והצטמצם ובחודשים האחרונים אף התהפך: האג"ח הזרות נסחרות במרווח גבוה מהממוצע בענף הנדל"ן⁴. עובדה זו אולי מעידה כי ההסבר למרווחים הנמוכים יותר בעבר אינו נעוץ במאפיינים ייחודיים לחברות הזרות אלא בכך שהערכות הסיכון באג"ח אלה סבלו מתמחור חסר, וזה נסגר בתקופה האחרונה על רקע עלייה בהערכות הסיכון.

התמריצים של החברות הזרות להנפיק בישראל

החברות הזרות מנפיקות אג"ח בישראל, היינו בשוק הון קטן ומרוחק ממרכז פעילותן, ונראה כי ההחלטה לעשות כן נובעת ממכלול של תמריצים:

- רמת התשואות בשוק אג"ח החברות בישראל

נמוכה כיום הן ביחס לממוצע ההיסטורי שלה (איור 4 בפרק העוסק בסיכונים העיקריים למערכת הפיננסית) והן ביחס לרמת התשואות בארה"ב (איור 1 בפרק העוסק בהתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית). לשם המחשה, בין ינואר 2014 לאוקטובר 2014 עמד המרווח הממוצע בשוק אג"ח החברות בישראל על 3.1%, לעומת כ-4% בשנים 2005–2013. באותה תקופה היה פער תשואות שלילי בין אג"ח חברות בישראל בדירוג A לאג"ח חברות בארה"ב בדירוג BBB או BB – הוא עמד, בהתאמה, על -0.14 ועל -1.08 נקודות אחוז בממוצע – והמרווח בין אג"ח צמודות למדד של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח דומה של ממשלת ארה"ב עמד באותה תקופה על 0.43 נקודות אחוז בלבד. מרווחים נמוכים אלה מעידים כי חברות זרות יכולות להנפיק אג"ח בישראל בריביות נמוכות יחסית.

- החברות הזרות יכולות להנפיק בישראל בריביות נמוכות יחסית לריביות בארה"ב ובאירופה גם הודות לכך שסולם הדירוג בישראל גבוה בהשוואה לדירוג שם. במילים אחרות, הדירוג שהחברות הזרות זוכות לו בישראל גבוה ביחס לדירוג שהן היו מקבלות במקום פעילותן, והדבר משפיע אף הוא על עלויות הגיוס.

³ מרווח התשואות לעומת אג"ח ממשלתיות בעלות מאפיינים דומים.

⁴ תמונה דומה מתקבלת גם כשבוחנו את התפתחות המרווחים בקבוצה קבועה של האג"ח הזרות (ללא האג"ח של החברות שהנפיקו אחרי יולי 2014).

- גודלן של החברות מדרבן אותן להנפיק בישראל: החברות הזרות המנפיקות בישראל מקבילות בגודלן לחברות מענף הנדל"ן בישראל, ובארה"ב הן נחשבות לקטנות. מאחר ששוק האג"ח האמריקאי תומך יותר בהנפקות של חברות גדולות או קרנות ריט, קשה להן יותר להנפיק שם.
- חלק ניכר מהחברות שהנפיקו אג"ח בישראל עוסקות בנדל"ן יזמי, ובעולם אין זה מקובל לממן פעילות כזו באמצעות הנפקת אג"ח בשוק ההון. תחת זאת מקובל לממנה באמצעות אשראי בנקאי הניתן לפרויקט ישירות, בהתאם לקצב התקדמותו.
- בארה"ב פחות מקובל להנפיק חברת החזקה של נכסי נדל"ן, בשעה שבשוק הנדל"ן הישראלי נהוג לבצע הנפקות כאלה. יש להעיר כי הנפקה של חברת החזקה לנכסי נדל"ן מאפשרת לחברה המנפיקה לאגד כמה נכסים תחת קורת גג אחת – וכך ליהנות מעלויות גיוס נמוכות יחסית לעלויות הכרוכות בהנפקת כל נכס בנפרד – וכן היא מאפשרת להנפיק נכסים שאינם ראויים להנפקה בנפרד בשל גודלם / או מצבם העסקי. מבחינת המשקיע ההשקעה בחברת החזקה מאפשרת לפזר את הסיכון, בניגוד לחלופה של השקעה בנכס בודד, אך מאידך גיסא היא מקשה על תמחור האג"ח וגם מרחיקה את המשקיע מהבטוחה על החוב, אם היא קיימת.

הדין החל על חברות זרות שהנפיקו בישראל

מנפיקות האג"ח הזרות התאגדו כאמור מחוץ לישראל, ברוב המקרים במקלטי מס שונים, וקיים חשש כי הדבר יקשה על רוכשי האג"ח להבטיח את זכויותיהם במקרה שבין בעלי האג"ח לחברה המנפיקה תתגלע מחלוקת שיש לברר בבית משפט, ו/ או במקרה שהמנפיקה תיקלע לחדלות פירעון. בעבר למשל נקלעה לקשיים חברה דואלית שהתאגדה בארה"ב והייתה רשומה למסחר הן בבורסת תל אביב והן בנאסד"ק; אף על פי שהחברה הנפיקה אג"ח בבורסה לניירות ערך בתל אביב, הבעלים פנו בעניין הסדר החוב לבית משפט בניו יורק, ולא בישראל, והדבר הקשה על בעלי האג"ח.

על מנת למנוע הישנות של מצבים כאלה, ולהקטין ככל הניתן את חוסר הוודאות הכרוך בהשקעה באג"ח של חברה זרה, הרשות לניירות ערך בישראל קבעה לתשקיפי ההנפקה של חברות זרות כמה דרישות גילוי ועקרונות ייחודיים: (1) החברות נדרשו לאמץ את הוראות החוק הנוגעות לממשל תאגידי בחברות אג"ח ישראליות; (2) נקבע כי שטר הנאמנות לאג"ח ונספחיו כפופים להוראות הדין הישראלי. כן נקבע כי החברה ובעלי השליטה ונושאי המשרה בה לא יתנגדו לבקשת הנאמן ו/ או מחזיקי האג"ח הישראלים להחיל את הדין הישראלי לעניין פשרה והסדר חדלות פירעון, ולא יפנו ביוזמתם לבית משפט מחוץ לישראל כדי לקבל הגנה מפני הליך שנוקטים הנאמן או מחזיקי האג"ח; (3) החברות נדרשו לפרט בתשקיף את עיקריהם של דיני החברות החלים עליהן במקום התאגדותן, כגון מבנה המיסוי, הליכי חדלות פירעון ומימוש שעבודים; (4) בהנפקות אג"ח כנגד שעבוד נדרש גילוי שיאפשר למשקיע להעריך את איכות השעבוד לצורך תמחור נכון של האג"ח.

אף על פי כן נראה כי חוסר הבהירות עדיין גדול יותר במקרה של פשיטת רגל או הסדר חוב בחברות זרות, והוא אף מתגבר בשל מקום הרישום של החברות – מקלטי מס. חוסר בהירות זה עלול לפגוע בשיעור ההחזר של החברות. יתר על כן, שיעור ההחזר עלול להיפגע גם מכך שהנושים הישראלים רחוקים ממוקד פעילותן של החברות ומהנכסים ששועבדו להבטחת החוב, משום שהדבר עלול ליצור קושי מיוחד להשתלט על נכסים במקרה שהחברות לא יעמדו בהחייבויותיהן.

על רקע ההתרחבות בהיקף האג"ח הזרות המונפקות בישראל – ועל רקע הצפי שבחודשים הקרובים יתבצעו הנפקות נוספות היות שהנפקות כאלה נמצאות בהליכי אישור – ראוי לעסוק בנושא הנידון באופן שיטתי. יש לנסות לצמצם ככל האפשר את חוסר הוודאות של בעלי האג"ח בנוגע לדין החל במקרים שבהם החברות המנפיקות אינן עומדות בהתחייבויותיהן. כמו כן יש לוודא כי המלצות הוועדה להסדרי חוב בשוק האג"ח, שפורסמו לאחרונה, יחולו במידת האפשר גם על חברות זרות המנפיקות אג"ח בישראל.

סיכום

כשם שחברות ישראליות מנפיקות בשוקי ההון בחו"ל, כך חברות זרות מנפיקות בשוק ההון המקומי. הנפקות אלה עשויות לתרום לגיוון של מקורות ההשקעה, לשכלול השוק המקומי, ולהרחבת האינטראקציה בינו לבין השווקים הגלובליים. אולם נהירה של חברות זרות להנפיק בשוק המקומי עלולה לאותת במקרים מסוימים על תמחור חסר בשוק המקומי, ולפיכך יש לבחון היטב את המניעים להנפקות אלה. נוסף לכך יש להבטיח כי המשקיעים בהנפקות יהיו מודעים לסיכונים המיוחדים הנובעים מעצם ההשקעה באג"ח של חברה זרה, כמו לדוגמה קשיים גדולים יותר להתמודד עם חדלות פירעון של הלווה או עם מחלוקות אחרות שמתעוררות בין המנפיק לבעל החוב.

לוח 3: האינדיקטורים העיקריים ליציבותה של המערכת הפיננסית בישראל, 2010 עד 2014

(אחוזים)					
מערך ל-	2014	2013	2012	2011	2010
א. הסביבה העולמית					
1 שיעור הצמיחה הריאלי של התמ"ג העולמי	31/12/2013	3.3	3.2	3.8	5.1
2 שיעור הגידול של הסחר העולמי	31/12/2013	2.8	2.8	6.0	12.6
3 המרווח על אג"ח של המשקיס המתעוררים EMBI ¹ (ממוצע תקופתי)	30/11/2014	3.2	3.2	3.4	3.0
4 מדד VIX של Chicago Board Options Exchange (ממוצע תקופתי)	30/11/2014	14.0	14.2	17.8	24.2
ב. הסביבה המקומית					
5 היחס בין החוב הממשלתי לתמ"ג (סוף תקופה)	30/09/2014	66.2	66.4	67.2	68.3
6 היחס בין החוב החיצוני נטו לתמ"ג (סוף תקופה)	30/06/2014	-29.4	-28.6	-27.1	-26.7
7 היחס בין סך האשראי למגזר הפרטי לתמ"ג (סוף תקופה)	30/09/2014	113.6	113.2	118.7	124.3
8 היחס בין האשראי למגזר העסקי לתוצר של המגזר העסקי (סוף תקופה)	30/09/2014	99.2	99.1	107.1	113.7
9 היחס בין האשראי למשק הבית להכנסה הפרטית הפנויה (סוף תקופה)	31/12/2013		57.8	57.0	57.9
10 פרמיית הסיכון של ישראל (מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ממוצע תקופתי)	30/11/2014	0.89	1.20	1.69	1.58
11 הפער בין התשואה על אג"ח ממשלתית שקלית ל-10 שנים לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב ל-10 שנים (ממוצע תקופתי)	30/11/2014	0.37	1.45	2.60	2.21
12 המרווח בשוק אג"ח החברות – סך האג"ח, ללא אג"ח של חברות פיננסיות (ממוצע תקופתי)	04/12/2014	3.1	4.4	6.6	4.3
ג. הנכסים הפיננסיים					
מדדי סיכון (ממוצע תקופתי)					
סטיית התקן הגלומה:					
13 של שער החליפין	30/11/2014	8.3	8.8	9.7	10.3
14 של מדד ת"א 25	30/11/2014	14.6	16.8	23.9	25.7
סטיית התקן בפועל:					
15 של שער החליפין	30/11/2014	5.0	6.2	6.6	9.2
16 של מדד המניות הכללי	30/11/2014	8.8	8.9	11.7	18.7
מחירים ותשואות					
17 שיעור השינוי של השקל לעומת הדולר (במהלך התקופה)	30/11/2014	12.0	-7.0	-2.3	7.7
18 שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך התקופה)	30/11/2014	5.0	-7.6	-0.8	4.8
19 שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך התקופה)	30/11/2014	13.7	15.3	4.6	-22.1
20 התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-5 שנים (ממוצע תקופתי)	30/11/2014	1.7	2.5	3.2	4.2
ד. עמידות המערכת הפיננסית					
מערכת הבנקאות² (סוף תקופה)					
21 היחס בין ההון הכולל לרכיבי הסיכון ³	30/09/2014	14.3	14.8	14.9	14.0
22 היחס בין הון רובד 1 לרכיבי הסיכון ³	30/09/2014	9.4	9.8	9.1	8.4
23 היחס בין ההוצאה השנתית להפסדי אשראי לסך האשראי המאוזני לציבור (מוכפל ב-100)	30/09/2014	0.02	0.25	0.41	0.39
חברות הביטוח (סוף תקופה)					
24 משקל ההון הראשוני בסך הנכסים	30/06/2014	5.7	5.7	5.6	5.7
25 משקל נכסי הסיכון בסך נכסי הנוסטר	30/06/2014	43.3	42.6	41.5	40.3
קופות הגמל⁴ (סוף תקופה)					
26 משקל החשבונות הנוזלים בסך ההתחייבויות	30/09/2014	68.9	68.6	66.9	63.8
27 היחס בין הנכסים הנוזלים להתחייבויות הנוזלות	30/09/2014	38.3	33.8	30.6	29.0
ה. נזילות השווקים					
28 מחזור המסחר הכולל בשווקים ⁵ (ממוצע תקופתי, מיליארדי ש"ח)	30/11/2014	4.6	4.6	4.4	4.8
29 המרווח בין שער ציטוט שקל-דולר לגובה לנמוך (ממוצע תקופתי)	30/11/2014	0.33	0.32	0.35	0.46

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

² חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות.

³ עד שנת 2013 – לפי הגדרות באול II, משנת 2014 – לפי הגדרות באול 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.