



הסבר צמצום האשראי הבנקאי בעליית פרמיית הסיכון של הלווים, הנובעת מגידול ההסתברות של חדלות פירעון בשל האטת הפעילות, אינו רלוונטי לתקופה הנסקרת; זאת משום שבאותה עת המשק החל לצאת מהמיתון – התפתחות שהייתה אמורה דווקא לשפר את יכולת הפירעון של הלווים; לכאורה ייתכן שצמצום האשראי הבנקאי למגזר העסקי מטעמי סיכון משקף את המשך ההאטה בענפי הבנייה והנדל"ן, שמשקלם בסך האשראי הבנקאי גבוה במיוחד (כ-15-20 אחוזים) – אולם גם הנתונים בניכוי האשראי לענפים אלו מצביעים על המשך הצטמצמות באשראי למגזר העסקי. מכאן שאת הצטמצמות של אשראי זה, ולפיכך של האשראי הבנקאי בכלל, בשנתיים האחרונות אין לייחס לפעילות הריאלית השוטפת. אמנם נתוני האשראי המאזני הבנקאי המוצגים כאן הם בניכוי הפרשות בגין הפעילות המקומית של הלווים – אך אין לתלות בהן את צמצום האשראי האמור שעליו מצביעים נתונים אלו; וזאת מפני שהנתונים מלמדים כי הפרשות הבנקים הגיעו לשיאן בשנת 2002 (כ-7 מיליארדי ש"ח), שבה האשראי הבנקאי בניכוי דווקא התרחב – וירדו ב-2003 וב-2004, שבהן הוא הצטמצם.

הירידה האמורה באשראי לא נבעה גם ממגבלות פיקוחיות על היקף האשראי הבנקאי, שבגללן, לכאורה, נדחפו לוויים מהמערכת הבנקאית לגיוס הון באמצעות איגרות חוב בשוק ההון המקומי. מכאן שפנייתן של חברות אלו לשוק ההון נבעה משיקולים כלכליים, הן של המלווים והן של הלווים.

כ-1.5 אחוזים מהתמ"ג העולמי, ובישראל הוא היווה 1.2 אחוזים בלבד. בשנת 2004 עלה יצוא שירותי התיירות בישראל ל-1.8 אחוזי תמ"ג. הערך המוסף של התיירות היווה בשנת 2004 קצת פחות מאחוז מהתמ"ג, ובשנת 2005 הוא צפוי לעלות לכ-1.1 אחוזי תמ"ג (לוח 12).

השיפור בתיירות החוץ ב-2004 ובמחצית הראשונה של 2005 תרם בראש ובראשונה לעוסקים ישירים כבתי המלון והספקים של שירותי הארחה ואוכל, שירותי התחבורה והשכרת הרכב, שירותי ההובלה האווירית וכיוצא באלה. ואולם, כאשר בוחנים, לפי לוחות תשומה-תפוקה, את ההתפלגות הענפית של יצוא שירותי תיירות, מתברר שגם העוסקים העקיפים – בייחוד בתעשייה, בחקלאות ובמסחר – נהנו מהשיפור בתיירות החוץ. לשיפור בענף התיירות יש אפוא השפעות כלל-משקיות. בלוח 12 מוצג התוצר של התיירות הנכנסת בענפים המרכזיים. עיקר ההשפעה על התוצר הוא בענפים האופייניים לתיירות.

חלק גדול מהמועסקים בענף התיירות מועסקים בבתי מלון, במסעדות ובשירותי מוניות ותחבורה ציבורית – שהשכר החודשי לשכיר בהם נמוך מהממוצע במשק. מצאנו (לוח 12) שבשנת 2004 עבדו כמעט 48 אלף מועסקים¹⁰ כדי לספק את הביקוש לשירותי תיירות נכנסת.

התפתחות האשראי הבנקאי, 2003 עד מארס 2005

1. התפתחות האשראי

הנתונים על התפתחות האשראי הבנקאי מלמדים על ירידה בשיעורי התרחבותו החל מאמצע 2002, בין השאר בהשפעת ההעלאה של ריבית בנק ישראל. במהלך 2003 ו-2004 נרשם צמצום של ממש, והוא נמשך גם ב-2005, למרות התאוששות הפעילות והפחתת הריבית על ידי בנק ישראל. מניתוח אפיוני החברות שהנפיקו איגרות חוב בשוק ההון המקומי בין השנים 2003 לרביע הראשון של 2005 ושל מאזני הבנקים עולה, כי נוסף על השפעתם של גורמי ביקוש, הייתה גם לגורמי היצע תרומה לא מבוטלת להתפתחות האשראי הבנקאי, תרומה משמעותית יותר ממה שמשמעת ממבט ראשון על הנתונים.

מהנתונים עולה גם, כי הירידה האמורה באשראי משקפת הצטמצמות של האשראי הבנקאי למגזר העסקי, שכן האשראי למשקי בית החל להתרחב כבר בתחילת 2003, בעקבות התרחבות האשראי לדור.

¹⁰ חלקם במשרה חלקית.

למימון הבנקאי, הודות לגישתן אל מקורות מימון חלופיים, אינה עולה בקנה אחד עם ההשערה בדבר "ברירת" לווים מהבנקים לשוק ההון דווקא בעיתוי הנוכחי, שכן חברות אלו גייסו כבר בעבר הון ממקורות חוץ-בנקאיים. מכאן שאת ההסבר להנפקות של חברות אלו ולעיתוי יש לחפש בגורמים נוספים, מעבר לתחרות של שוק ההון בבנקים על רקע צמצום החוב הממשלתי. בהקשר זה נציין כי הערך המונפק של החוב הציבורי הפנימי נטו (ללא הרשויות המקומיות) דווקא גדל במונחים ריאליים ב-9.4 וב-1.5 אחוזים, בשנים 2003 ו-2004, בהתאמה – שנים שבהן החל וצבר תאוצה גל ההנפקות של איגרות חוב קונצרניות.

(2) בולט בנתונים השיעור הגבוה של גיוסים עם אופק הנפקה ארוך על ידי חברות מדורגות לעומת השיעור הנמוך של החברות הלא מדורגות וחברות הנדל"ן. להוציא את החברות הלא מדורגות וחברות הנדל"ן והבינוי, המח"ם (משך החיים הממוצע) של רוב ההנפקות היה ארוך בהרבה ממח"ם האשראי הבנקאי. אחוז הגיוסים עם מח"ם שמעל 4 שנים מגיע לכ-60 אחוזים מסך הגיוסים, ואילו המח"ם של סך האשראי והפיקדונות הבנקאיים בין השנים 2001 ל-2004 נע בין 1.6 ל-1.5 שנים ובין 0.9 ל-1.2 שנים בהתאמה. במילים אחרות: החברות הגדולות עם הדירוג הגבוה, שמשקלן בסך הגיוסים באמצעות הנפקת איגרות חוב היה גבוה מאוד, היו גם אלו שאופק הנפקותיהן היה ארוך יחסית. השילוב בין הדירוג הגבוה והאופק הארוך יחסית של ההנפקות עשוי לרמז כי הנפקותיהן של חברות אלו משקפות – נוסף על גידול הביקוש לאשראי ארוך טווח, על רקע התאוששות הפעילות – גם קשיים של הבנקים בהארכת מח"ם האשראי, בגלל המח"ם הנמוך יחסית המאפיין את צד הפיקדונות, שהם מקור המימון העיקרי של האשראי. הארכה זו חושפת את הבנקים לסיכונים ריבית; ייתכן שתמחורם של סיכונים אלה, המבטא למעשה סוג של צמצום היצע האשראי לטווחים ארוכים יחסית מצד הבנקים – כלומר ייקורו – הפכו את גיוס הכספים לתקופה ארוכה יחסית בשוק ההון לכדאי יותר עבור חברות בעלות דירוג גבוה. זאת מפני שחברות כאלה אינן מחויבות בפרמיה משמעותית – בניגוד לחברות בעלות דירוג נמוך יותר, הנדרשות לפצות את המלווים על סיכונים האשראי הנובעים מהאופק הארוך של ההנפקה. גיוס הון באמצעות הנפקת אג"ח לטווחים ארוכים לא היה כרוך גם בתשלום פרמיה בגלל סיכון ריבית - פרמיה שהייתה משולמת לבנקים עקב הארכת מח"ם האשראי מעבר לזה התואם את מאזנם.

(3) מנתוני הנפקות איגרות החוב עולה גם כי אחוז ההנפקות (במונחים כספיים) ששימשו לצמצום התחייבויות (למעט מיחזור חוב סחיר) אינו מבוטל. שיעור זה אינו נופל מ-50 אחוזים ויורד עם דירוג החברות המנפיקות. גם כאן בולט

שיקולים אלה יכולים לבטא שתי אפשרויות או שילוב של שתיהן. הראשונה, מצד הביקוש, היא מעבר לווים מהבנקים לשוק ההון, שעליה מעיד הגל חסר התקדים של הנפקת אג"ח קונצרניות בתקופה הנסקרת; השנייה היא צמצום היצע האשראי הבנקאי שאינו קשור, כאמור, להיקף הפעילות – שדחף לווים אל מחוץ למערכת הבנקאות.

2. הצטמצמות האשראי הבנקאי – מצד הביקוש או ההיצע?

ניתוח נתוני ההנפקות ומאזני הבנקים המסחריים מלמד על חוסר התאמה בין משך החיים הממוצע (מח"ם) של מקורות המימון של הבנקים לזה שאפיין את צורכי המימון של החברות המנפיקות, על החלפת האשראי על ידי חלק ניכר מהחברות המנפיקות, על הקטנת משקל האשראי הבנקאי בסך נכסי הבנקים והגדלה מקבילה של משקל החזקת האג"ח הממשלתיות ועל עליית המירווח בין ריבית בנק ישראל לריבית השולית על האשראי השקלי הבנקאי הלא צמוד שהוא קצר טווח. הטענה שתוצג בהמשך היא כי ממצאים אלו מתיישבים עם צמצום היצע האשראי על ידי הבנקים.

אפיוני ההנפקות

(1) מהנתונים על הנפקות אג"ח (רגילות) בין 2003 לרביעי הראשון של 2005 עולה כי חלק הארי שלהן התבצע על ידי חברות גדולות מעטות בעלות דירוג גבוה יחסית. נתונים אלו מצביעים על גיוסים על ידי 42 חברות (למעט ההנפקות של חברות פיננסיות שבבעלות הבנקים), גיוסים שהוצאו במהלך הזמן, בסך של כ-23.9 מיליארדי ש"ח. מהם כ-58 אחוזים גויסו על ידי ארבע חברות בלבד (חברת החשמל, "אי.די.בי", "בזק" ו"פרטנר"). כ-57 אחוזים מסך כספי ההנפקות גויסו על ידי שמונה חברות בדירוג AAA-AA ו-47 אחוזים מסך היקף ההנפקות גויסו על ידי חברות שכבר גייסו בעבר הון באמצעות ערוצים שאינם בשליטתם של הבנקים המקומיים¹¹. הנפקת אג"ח על ידי חברות בעלות דירוג גבוה יחסית, שיכלו להשיג תנאים תחרותיים

¹¹ ההנפקות של החברות הפיננסיות אשר הסתכמו בתקופה הנסקרת ב-5.2 מיליארדי ש"ח, רובן ככולן הנפקות של חברות בנות של בנקים מסחריים שמטרתן להפקיד את כספי ההנפקה כפיקדונות בחברות האם. לפיכך הנפקות אלו אינן מהוות תחליף לגיוס הון על ידי המגזר העסקי באמצעות הבנקים המסחריים. שלוש עשרה חברות בדירוגים בין AA- ל- A+ גייסו כ-33 אחוזים מסך ההנפקות, תשע חברות בדירוג של A- גייסו כ-3.3 אחוזים, וכ-36 אחוזים מהחברות המנפיקות לא היו מדורגות וגייסו כ-7.3 אחוזים בלבד מסך ההנפקות.

מאזני הבנקים

במקביל להתפתחויות האמורות היינו עדים ב-2003 וב-2004 לשני תהליכים מקבילים: הפחתת הריבית על ידי בנק ישראל, מחד גיסא – וצמצום הדרגתי של המכרזים לפיקדונות בנקאיים אצלו, תוך הרחבה של הנפקת המק"ם, עם הסרת המגבלה מעל היקף הנפקתו, מאידך. כתוצאה משני תהליכים אלו ירדו פיקדונות הבנקים בבנק ישראל בין סוף 2002 לרביע הראשון של 2005 בכ- 32 מיליארדי ש"ח, ומלאי המק"ם גדל בסכום דומה; חלק הארי שלו נספג על ידי הציבור, ו-4 מיליארדים בלבד – על ידי הבנקים. סך מלאי האשראי בפעילות המקומית של התאגידים הבנקאיים המאוחדים ירד בהדרגה, מ-527 מיליארדי ש"ח בסוף 2002 ל-500 מיליארדים בסוף 2004, למרות הפוטנציאל להרחבת היצע האשראי, שנוצר בשל משיכתם של הפיקדונות הבנקאיים מבנק ישראל. במקביל גדלו החזקות של איגרות חוב ממשלתיות על ידי הבנקים בכ-15 מיליארדי ש"ח, חלק ניכר מתוכם אג"ח ממשלתיות לא צמודות. חלק משינויים אלו משקף עליות שערים של ניירות ערך אלו, על רקע ירידת תשואותיהם. עם זאת ראוי לציין, כי בהינתן מחירי השוק, הרכב תיק נכסים משקף את רצונותיו של בעל התיק, כך ששינוי ההרכב האמור אכן משקף את הערכות הבנקים בדבר אי-כדאיות הרחבת האשראי הבנקאי, ככל הנראה, משיקולי סיכון.

דחיפתם של הלווים הפחות מסוכנים לשוק ההון (על רקע גידול הביקוש שלהם לאשראי ארוך טווח) – בין השאר, בגלל חוסר ההתאמה בין מח"ם מקורות המימון של הבנקים לזה שאפיין את צורכי המימון של החברות המנפיקות, החלפת האשראי על ידי חלק ניכר מהחברות המנפיקות, הקטנת משקל האשראי הבנקאי בסך נכסי הבנקים והגדלה מקבילה של משקל החזקת האג"ח הממשלתיות – כל אלה מתיישבים עם מדיניות הבנקים לשיפור הלימות הונם. עדות למדיניות זו ניתן למצוא בדוחות השנתיים של הפיקוח על הבנקים לשנים 2002 ו-2003¹⁴, וכן בנתונים בדבר גידול המירווח בין הריבית על זרמי האשראי השקלי הלא-צמוד לריבית בנק ישראל עד סוף 2003 והתייצבותו ברמה גבוהה לאחר מכן (דיאגרמה ב'-2). לעומת זאת, ההשערה בדבר הצטמצמות האשראי הבנקאי בגלל הקטנת הביקוש לו, בעקבות מעבר של לוויים מהבנקים אל מקורות מימון חלופיים, הייתה מתיישבת עם הגברת ההנפקות

¹⁴ ראו מערכת הבנקאות בישראל, סקירות שנתיות 2002 ו-2003, פרק ה', הסעיף על הלימות ההון. על פי סקירות אלו נקטו הבנקים המסחריים במהלך שנים אלו צעדים לשיפור הלימות הונם – אולי כדי לשפר את מצבם בעקבות צבירת אשראי בעייתי על רקע השפעתו-בפיגור של המיתון.

ההבדל בין חברות מדורגות ללא מדורגות. תופעת מיחזור חובות הייתה שכיחה בחברות הנדל"ן והבנייה בכל רמות הדירוג יותר מאשר בחברות האחרות (לוח 13)¹².

לשם הערכת היקף החזר של החוב הלא-סחיר אותרו החברות המנפיקות שמניותיהן נסחרות בבורסה של תל אביב, ולגביהן חושב היחס בין השינוי שחל בהתחייבויותיהן לאחר ההנפקה להיקף ההנפקה. יחס קטן מאחת פירושו כי חלק מתקבולי ההנפקה שימש לחזר של חוב אחר¹³. הנתונים מלמדים גם על הנפקות מעטות של החברות

לוח 13: שיעור סכומי ההנפקות ששימשו בחלקן להחזר חוב בסך ההנפקות בעלות אותו דירוג (אחוזים)

| הענף/ הדירוג | AAA-AA | -AA | -A-A | ללא דירוג |
|-----------------|--------|-----|------|--------------|
| סך הכול | 54 | 66 | 73 | 76 |
| לא-נדל"ן | 50 | *64 | 74 | 74 |
| נדל"ן | 84 | 75 | 73 | 85 |

המדורגות יחסית לחברות הלא מדורגות, ששימשו, באותו רביע, לצמצום התחייבויות אחרות. תופעת החלפת האשראי, שאפיינה חלק ניכר של הנפקת איגרות החוב, ובעיקר את אלה של חברות לא מדורגות ושל חברות נדל"ן ובינוי, עשויה לבטא החמרה של תנאי הלוואות הבנקאיות לחברות אלה, בגלל סיכונים ספציפיים של החברות הללו במקרה הראשון וסיכונים ענפיים של חברות הנדל"ן והבינוי במקרה השני. העובדה שגם חברות המדורגות בדירוג גבוה השתמשו בכספי ההנפקות להחלפת אשראי משקפת כנראה ייקור של היצע האשראי הבנקאי גם לחברות אלו, בעקבות הערכה-מחדש של סיכונים האשראי, שיצרה פער בין הערכת הסיכונים על ידי הבנקים לדירוגן של החברות המנפיקות על ידי חברות הדירוג.

¹² לנוכח מספרן הקטן יחסית של ההנפקות לא ניתן לערוך בדיקות סטטיסטיות לקביעת מובהקות החישובים.

¹³ מתוך החברות המנפיקות זוהו החברות שעמדו בפני פדיון אג"ח עד סוף הרביע שבו בוצעה ההנפקה, ועבור חברות אלו חושב היחס האמור בניכוי השפעת פדיון האג"ח. כך קיבלנו אומדן של מידת השימוש בכספי ההנפקות לצמצום שאר ההתחייבויות של הפירמות המנפיקות, לרבות האשראי הבנקאי, להוציא את הפדיון הידוע מראש של אג"ח ישנות. דרך עקיפה זו להערכת היקף החזר החובות על ידי החברות המנפיקות ננקטה משום שמערכת "דוכס" אינה מאפשרת להבחין בין אשראי בנקאי לשאר סוגי ההתחייבויות של המגזר העסקי.

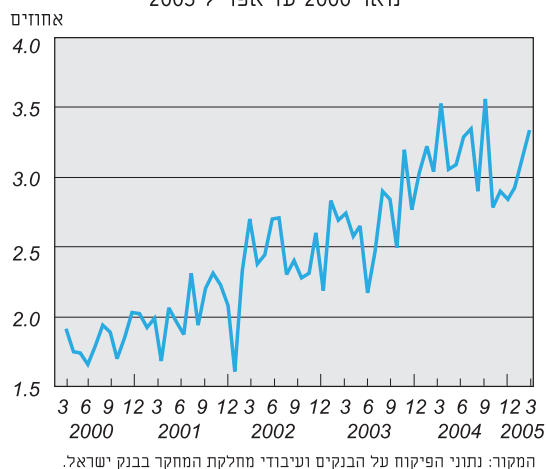
זאת ועוד, היקף הנפקות האג"ח של המגזר העסקי בישראל הסתכם במהלך השנים 2003-2005 בכ-4.5 אחוזים בלבד מסך מלאי האשראי הבנקאי לפעילות בישראל¹⁵. שינוי זה בהרכב החוב של המגזר העסקי נראה קטן מכדי להשתקף בגידול משקלם של הלווים המסוכנים באשראי הבנקאי ובעליית הריבית השולית על האשראי יחסית לריבית בנק ישראל. עלייה כזאת יכולה להסביר את גידולו של מירווח הריביות האמור דווקא במסגרת ירידת הביקוש של הלווים האיכותיים לאשראי הבנקאי.

בסיכום: צמצומו של האשראי הבנקאי בתקופה הנסקרת משקף בעיקר את צמצום האשראי למגזר העסקי. כן עולה מהנתונים כי התפתחות זו היא תוצאת שילוב של גורמי ביקוש והיצע. השפעת גורמי ההיצע המצמצמים על התפתחות האשראי הבנקאי הייתה ככל הנראה חזקה יותר מן המשתמע ממבט ראשון על הנתונים. לולא גורמים אלו, שמיתנו את ירידת הריבית על האשראי הבנקאי יחסית לריבית בנק ישראל, הפחתת הריבית על ידי בנק ישראל הייתה עלולה להתברר בדיעבד כמרחיבה מזו המתיישבת עם יציבות מחירים. התפתחות זו מדגישה את התלות של המדיניות המוניטרית לא בריבית הבנק המרכזי כשלעצמה, אלא בהשפעתה על ריביות השוק, התלויות במידה רבה בהערכת סיכוני האשראי על ידי המתווכים הפיננסיים.

בשוק ההון המקומי רק לו הייתה מלווה בצמצום מירווח הריביות הנייל – דבר שלא התרחש.

דיאגרמה ב'2-

פער הריביות בין הריבית על זרמי האשראי השקלי הלא-צמוד עד 3 חודשים לבין הריבית האפקטיבית על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל, ינואר 2000 עד אפריל 2005



¹⁵ בהקשר זה חשובים גם היקפי הגיוסים באמצעות מכשירים אחרים בשוק ההון. בגלל ההנפקות האחרון חרגו במיוחד, יחסית לעבר, היקפי ההנפקות של אג"ח קונצרניות.