



**בנק ישראל**

# **דוח יציבות פיננסית**

ירושלים, טבת התשע"ו • דצמבר 2015



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

מס' קטלוגי: 601913  
דפוס העיר העתיקה בע"מ, ירושלים

## תוכן העניינים

5.....	1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית
8.....	2. הסיכונים המרכזיים ליציבותה של המערכת הפיננסית
19.....	תיבה 1 : הדבקה פיננסית בין-לאומית
25.....	3. המערכת הבנקאית
28.....	4. חברות הביטוח
31.....	5. המגזר העסקי הלא פיננסי
33.....	6. מגזר משקי הבית
37.....	תיבה 2 : בנקאות הצל
48.....	לוח אינדיקטורים
49.....	תיבה 3 : מושגי יסוד מתחום היציבות הפיננסית

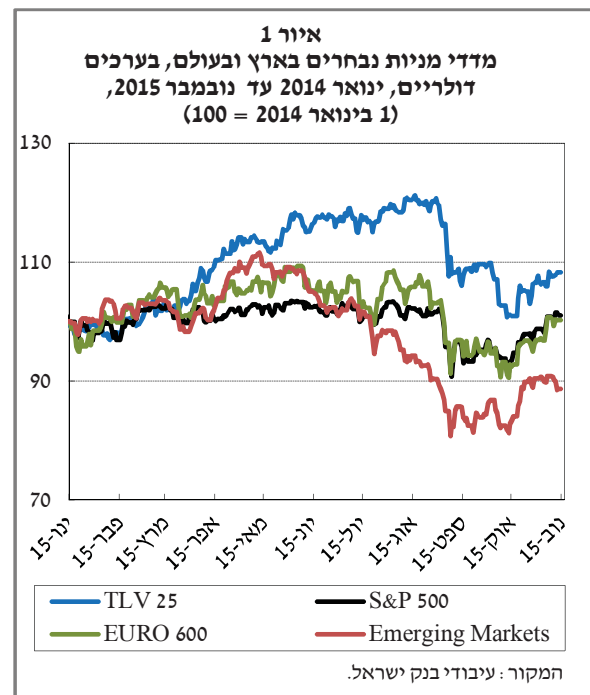


## 1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית<sup>1</sup>

המערכת הפיננסית המקומית שמרה על יציבות בחודשים האחרונים, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה בארץ ובעולם ולמרות הטלטלות בשווקים הפיננסיים. המוסדות הפיננסיים חשופים לסיכון של ירידות מחירים של הנכסים הפיננסיים ושל מחירי הדיור. זאת, בין השאר, במקרה של עלייה חדה בריבית ובתשואות – אם זו תנבע מעלייה בפרמיית הסיכון, או אם עליית התשואות תהיה מלווה בצמיחה חלשה ביחס להערכות המוקדמות. המערכת הפיננסית חשופה גם לסיכון של הדבקה פיננסית כתוצאה מהתפתחויות שליליות בשווקים העולמיים.

מתחילת השנה עד אוגוסט עלו מדדי המניות בישראל. העלייה תאמה את המגמה במשקים מפותחים אחרים ושיקפה מדיניות מוניטרית מרחיבה, אך עוצמתה הייתה רבה יותר מאשר במשקים אלו, גם במונחי דולרים, על

מדדי המניות בישראל ירדו החל בחודש אוגוסט בעקבות הירידות של מדדי המניות בעולם, אך הירידות בישראל היו חדות ביחס לארה"ב ולאירופה. זאת על רקע גל הטרור שישראל סבלה ממנו בתקופה זו.



רקע שיפור בביצועי חלק מהחברות (איור 1). מדדי אג"ח החברות עלו גם הם בתקופה זו, אמנם במידה מתונה ביחס למדדי המניות. לעומת המגמה החיובית במדדי המניות של המשקים המפותחים, מדדי הסחורות, ובפרט הנפט, החלו לרדת עוד בשנת 2013 (איור 2). בסוף אפריל החלו ירידות גם של מדדי המניות בשווקים המתעוררים. זאת על רקע ירידות של מחירי הסחורות, חששות להאטת הצמיחה בסין ולהתערערות יציבותה של הבורסה שם, הבעיות המתמשכות בברזיל ועליית התשואות בארה"ב בצפייה לתחילת תהליך העלאת הריבית שם. ההתפתחויות השליליות בשוקי הסחורות ובמשקים המתעוררים לצד אי-הוודאות לגבי מועד התחלת העלאתה של הריבית בארה"ב הובילו, החל בחודש אוגוסט, לירידות חדות גם במדדי המניות של המשקים המפותחים. הירידות בשווקים הפיננסיים לוו בהתגברות התנודתיות בפועל, וכן בצפייות לתנודתיות עתידית מוגברת, שהתבטאו בזינוק חד מאוד של סטיות התקן הגלומות במחירי האופציות על המניות (איור 3).

מדדי המניות בישראל הגיבו גם הם על התפתחויות אלו, וירידתו של מדד המעו"ף (במונחי דולרים) הייתה אף חדה מזו של מדדי מניות אחרים בעולם (איור 1). במקביל הביאה התנודתיות החריפה במחירי הסחורות ובשוקי ההון העולמיים לגידול חד גם של התנודתיות בשוק המקומי, כפי שהיא נמדדת על-ידי מדד ה-VIX ("מדד הפחד") הישראלי: זו עלתה בכ-50% ביחס לרמתה בסוף חודש יולי ובכ-80% ביחס לרמה של סוף שנת 2014 (איור 3). הירידות בבורסה בתל אביב החריפו במחצית השנייה של חודש ספטמבר, על רקע גל הטרור, שהחל באותה העת. באוקטובר התאוששו מדדי המניות המרכזיים בעולם ובישראל, וסטיות התקן הגלומות שבו וירדו לרמות שאפיינו אותן בסוף אוגוסט. ואולם, התאוששות מדדי המניות והירידה בסטיית התקן הגלומה בישראל הייתה מתונה ביחס לזו שנצפתה בשווקים אחרים, אולי כתוצאה מהתמשכות הבעיות הביטחוניות.

מחירי הדיור המשיכו לעלות בשנת 2015, והיחס מחיר דירה לשכר דירה נמצא ברמות שיא היסטוריות. השנה נמשכה עלייתם של מחירי הדיור בקצב מהיר משמעותית מעליית מדד המחירים לצרכן. עליית מחירי הדיור לוותה ברמת פעילות גבוהה בשוק הדיור, הן מבחינת מספר העסקאות והן מבחינת ביצועי המשכנתאות החדשות. (להרחבה ראו פרק משקי הבית בדוח זה.) החשיפה הגבוהה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור מהווה סיכון יציבותי, בגלל חשיפתם של הבנקים לענף הבינוי והנדל"ן ולאשראי משכנתאות.

<sup>1</sup> עדכניות הנתונים בדוח זה משתנה בין הסעיפים בהתאם לזמינות הנתונים. הניתוח מתייחס לאירועים עד לסוף דצמבר 2015.

בשנת 2015 גדל הון האשראי למגזר העסקי והון האשראי למשקי הבית. הגידול המהיר של האשראי למשקי הבית במקביל לעלייתם של מחירי הדירות מגדילים את הסיכון למשקי הבית ולמערכת הפיננסית. מתחילת השנה<sup>2</sup> נרשמה עלייה של 2.8% ביתרת האשראי למגזר הפרטי (הלא פיננסי) – תוצאה מהמשך העלייה של האשראי למשקי הבית לצד עלייה קלה של האשראי למגזר העסקי. גידול האשראי למשקי הבית מתחילת השנה נבע מעלייה הן באשראי לדיור והן באשראי שלא לדיור, שבדומה להתפתחותו בשנת 2014 צמח אף בקצב גבוה יותר מאשר האשראי לדיור. גידולו המתון של האשראי למגזר העסקי נתמך בעלייה של כ-3% באשראי מהמשקיעים המוסדיים למגזר העסקי. עלייה זו נבעה מהמשך הגידול המהיר של ההלוואות הישירות מהמוסדיים – בכ-15% מתחילת השנה; גידול קווי בחלקו על ידי ירידה בשיעור דומה של החזקות המוסדיים באג"ח לא סחירות של חברות.

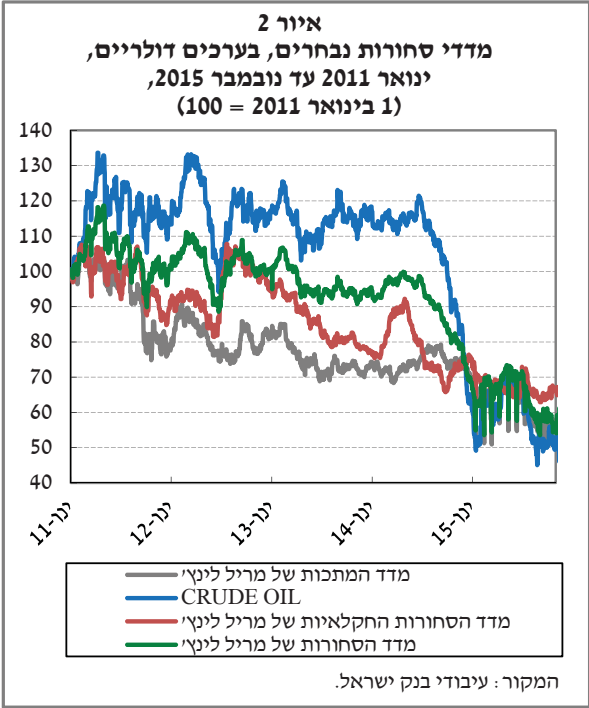
יחסי החוב לתוצר, הן של משקי הבית והן של המגזר העסקי הלא-פיננסי בישראל נמוכים יחסית ליחסים אלו במדינות אחרות<sup>3</sup>. ואולם הגידול המהיר יחסית של האשראי למשקי הבית בשנים האחרונות, ובפרט של האשראי לדיור, לצד העלייה המהירה של מחירי הדירות בשנים אלה יוצרים סיכונים, שעלולים להתממש במקרה של ירידה חדה במחירי הדירות – אם זו תלווה בהרעת המצב הכלכלי, ובפרט בפגיעה בתעסוקה ובשכר. אם תרחיש כזה יכלול גם עלייה בריביות, למשל עקב עלייה בפרמיית הסיכון של המדינה, משקי הבית יתקשו עוד יותר לפרוע את האשראי שלקחו, ובכללו את האשראי שלא לדיור.

על אף הטלטלות בשווקים הפיננסיים נשמרה יציבותן של המערכת הבנקאית וחברות הביטוח. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2015 עלתה רווחיות המערכת הבנקאית, וכן עלה יחס ההון העצמי רובד 1 של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות. (לפירוט ראו פרק המערכת הבנקאית בדו"ח זה.) חשיפתם הגבוהה של הבנקים לאשראי לדיור, לאשראי צרכני ולאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, והמתאמים בין סוגי אשראי אלו ממשכים להוות סיכון מרכזי למערכת הבנקאית.

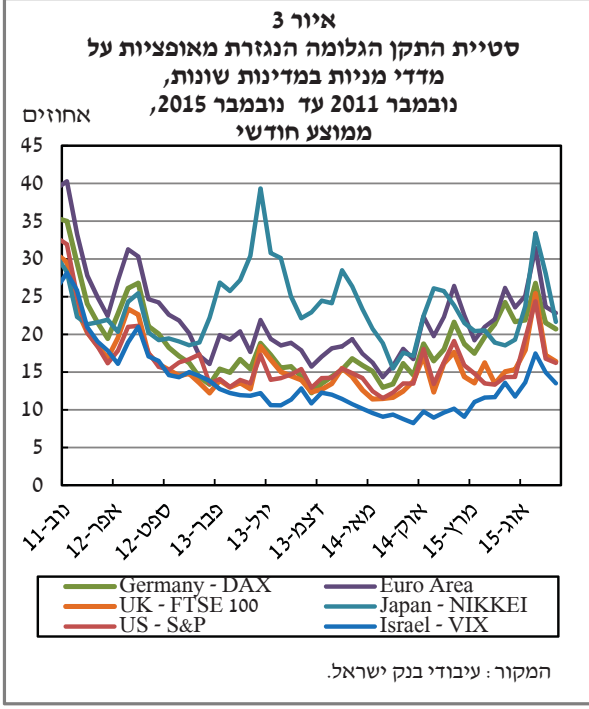
בשלושת הרבעונים הראשונים של 2015 ירדה הרווחיות של חברות הביטוח ביחס לשנה הקודמת. עם זאת, חברות

<sup>2</sup> הנתונים על האשראי במשק מעודכנים עד לספטמבר 2015.  
<sup>3</sup> עם זאת, יחס החוב שלא לדיור (שהנו בדרך-כלל ללא בטוחות) של משקי הבית בישראל לתוצר אינו נמוך בהשוואה בין-לאומית.

מחירי הסחורות המשיכו לרדת בשנת 2015, המשך לירידתם בשנתיים הקודמות.



התנודתיות החרפה בשוקי ההון העולמיים במחצית השנייה של שנת 2015 לצד האירועים הביטחוניים בישראל הביאו לגידול התנודתיות הצפויה בשוקי המניות בישראל, כפי שהיא משתקפת במדד ה-VIX הישראלי.



אשראי, בכפיפות למגבלות על הסכום המונפק. תיקון זה נועד להפחית את ריכוזיות האשראי במשק. ואולם פעילותם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים, המממנים את עצמם באמצעות הנפקת אג"ח לציבור, דומה לפעילות בנקאית. בשני המקרים מדובר במתן אשראי לציבור הממומן על ידי חוב מכספי הציבור, ובשתי הפעילויות גלומים סיכונים דומים. שלא כמו בנק, המקבל פיקדונות, פעילות נותני האשראי החוץ-בנקאיים אינה מפקחת בפקוח יציבותי. לכן יש להכפיף את נותני האשראי החוץ-בנקאיים לרגולציה יציבותית, שתותאם לרמתו של הסיכון הנגרם למערכת הפיננסית כתוצאה מפעילותם. (לדיון מפורט בנושא ראו תיבה 2 בדוח זה.)

הצעת חוק נתוני האשראי, שעברה בקריאה ראשונה ונדונה בימים אלו בפני ועדת הכלכלה של הכנסת, תאפשר לבנק ישראל להקים ולהפעיל מאגר נתוני אשראי, אשר יכלול נתוני אשראי של יחידים ועוסקים. נתוני האשראי יימסרו על ידי מקורות המידע על פי האמור בנוסח הצעת החוק. החוק יאפשר את העברת נתוני האשראי לגופים פיננסיים שונים בהתאם לעקרונות שייקבעו. המטרות של איסוף הנתונים במאגר מרכזי ושל ההסדר הכולל לשיתוף בנתוני האשראי שייאספו במאגר הן הגברת התחרות בשוק האשראי הקמעוני, הרחבת הנגישות של האשראי, צמצום האפליה במתן אשראי וצמצום פערים כלכליים. מאגר זה של מידע לא מזוהה ישמש את בנק ישראל למילוי תפקידיו, שכן המידע שייאסף יסייע בהערכת מגמות בתחומים שונים, לרבות סיכוני האשראי והיציבות הפיננסית.

איור הרדאר (איור 4)<sup>5</sup> מציג את המצב הקיים בתחומים שונים של הכלכלה, שמהם עלולים לנבוע סיכונים למערכת הפיננסית, מצב המשתקף במחירים, במאזני החברות, בנתוני המקרו ועוד. 0.5 הוא הממוצע ארוך הטווח, המסומן באיור בקו שחור מודגש. ערכים הרחוקים מ-0.5 (כלפי חוץ) מצביעים על מצב פחות טוב מהממוצע ארוך הטווח, וערכים נמוכים מ-0.5 (כלפי המרכז) מצביעים על מצב טוב מהממוצע. הסיבה העיקרית לתמחור הנמוך של סיכון האשראי המקומי, המתבטא ברמה הנמוכה של אינדיקטור זה, היא המרווח האפסי בין תשואת האג"ח של ממשלת ישראל לתשואת האג"ח של ארה"ב. המצב הפיננסי בישראל והמצב בשווקים הפיננסיים בעולם כמעט לא השתנו במחצית

הביטוח, שברבעונים הקודמים רשמו הפרשות בסכומים משמעותיים בשל ירידת התשואות, הכירו ברווחים עקב עליית התשואות על האג"ח הממשלתיות, שמפחיתה את השווי המהוון של התחייבויותיהן. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2015 נמשכה העלייה בהון העצמי המוכר של חברות הביטוח, אולם תקנות סולבנסי 2, הצפויות להיכנס לתוקף בישראל בסוף שנת 2016, צפויות להביא לגירעון בהון של שתיים מתוך חמש חברות הביטוח הגדולות. אמנם בסופו של דבר תקנות סולבנסי 2 צפויות לחזק את יציבותן של חברות הביטוח, אך בטווחים הקצר והבינוני הן יאלצו את החברות לחזק את מבנה הוןן.

במהלך שנת 2015 ננקטו מספר צעדים לשיפור התחרות בשוק האשראי במטרה להגדיל את זמינות האשראי במשק, וזאת תוך הבטחת יציבותם של הגופים הפיננסיים המספקים אשראי לציבור והגנה על ציבור הלווים. שר האוצר ונגידת בנק ישראל מינו בחודש יוני את 'ועדת שטרומ' לשם הגברת התחרות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים בישראל והעמקת ההוגנות במערכת הפיננסית, תוך הבטחת רגולציה הולמת ושמירה על כספי המפקידים והחוסכים ועל יציבות המערכת הפיננסית.

הצוות להסדרת הפעילות הפיננסית החוץ-מוסדית (צוות בריסי), שהוקם במטרה ליישם את המלצות הוועדה לבחינת הרגולציה על נתוני שירותי מטבע (ועדת ליכטי), פרסם תזכיר הצעת חוק להסדרת פעילותם של גופים פיננסיים חוץ-מוסדיים. הצוות המליץ למנות רגולטור שירכז תחתיו את הטיפול בנותני שירותי מטבע ובנותני שירותי אשראי חוץ-מוסדיים. לצד האחריות לקידום עניינם של הצרכנים ולעידוד התחרות והחדשנות בתחומים אלה יפעל הרגולטור החדש גם כדי למנוע פגיעה ביכולתו של נותן השירותים לקיים את התחייבויותיו. הדבר חיוני בשל הסיכונים למערכת הפיננסית שעלולים לנבוע מגופים פיננסיים חוץ-מוסדיים, שהפיקוח עליהם הדוק פחות מאשר על הבנקים. ברוח זו בעולם, מזהיר דוח הסיכונים הפיננסיים שפרסמה קרן המטבע הבינ"ל באפריל<sup>4</sup> מנדידה של סיכונים מהבנקים לבנקאות הצל. תיבה 2 של הדוח הנוכחי עוסקת במתווכים הפיננסיים החוץ-מוסדיים וביציבותם.

חוק ההסדרים לשנים 2015–2016, אשר אושר בכנסת, כולל הוספת סעיף לחוק הבנקאות, שיאפשר לתאגידים לא בנקאיים גם להנפיק לציבור תעודות התחייבות וגם לתת

<sup>5</sup> ח' זלקינדר ח' (2012), "מדידה של לחץ וסיכונים למערכת הפיננסית באמצעות דיאגרמת רדאר", בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון.

<sup>4</sup> Global Financial Stability Report, April 2015

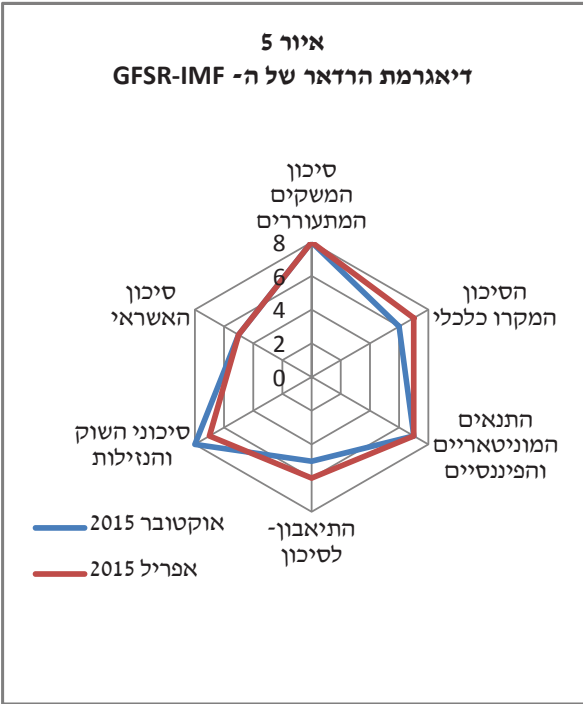
לוקים, להערכת הקרן, בחוסר איזון כלכלי, בירידה של קצבי הצמיחה וברמת מינוף גבוהה מדי של המגזר העסקי (הן במטבע מקומי והן במט"ח), ועל כן הסיכונים ליציבות הפיננסית של משקים אלו נותרו גבוהים. גם הסיכון הנובע משוקי ההון העולמיים, בגלל הנזילות הנמוכה, רמות המינוף הגבוהות והמתאם הגבוה בין השווקים הפיננסיים השונים, עלה, ולכן נראה שתיקון החולשות האמורות מחייב תיאום הדוק בין קובעי המדיניות בעולם.

הקרן הדגישה גם את האתגר המשמעותי העומד בפני סין, שרוצה (וצריכה) לשנות את מבנה הצמיחה שלה, בלויית מאמץ למנוע האטה חריפה תוך כדי כך. הקושי בניהול התהליך המורכב מתגבר בגלל רמת המינוף הגבוהה של החברות שם מחד גיסא והרצון להפוך את שוקי ההון שלה לפתוחים יותר מאידך. האטה חריפה בסיין צפויה לפגוע בשלב הראשון בעיקר ביצואניות הסחורות, שמצבן של חלק מהן מאתגר, אך בשלב השני עלולים להיפגע השווקים הריאליים והפיננסיים בעולם כולו.

איור הרדאר המצורף לדוח מסכם את ההתפתחויות, מבחינת הסיכונים, כדלקמן:



פחת הרצון לטול סיכונים, בשל עלייה בסיכונים השוק והנזילות מחד גיסא וירידה בסיכון המקרו- כלכלי מאידך.



השנה האחרונה, והם עדיין גרועים במקצת מהממוצע ארוך הטווח שלהם. מצב המקרו העולמי השתפר, וזאת הודות להמשך ירידה באבטלה במדינות ה-G7 ועלייה בצמיחה, ואילו מצב המקרו המקומי גרוע במקצת מהממוצע, רמה העולה בקנה אחד עם קצב הצמיחה הנמוך מהממוצע בישראל. מצבם של המוסדות הפיננסיים המקומיים השתפר במהלך המחצית הראשונה של 2015, בזכות המשך צבירה של הון ליבה וירידה של שיעור האשראי המוגדר כבעייתי.

**2. הסיכונים המרכזיים ליציבותה של המערכת הפיננסית**

**א. הסביבה העולמית**

בדוח הסיכונים הפיננסיים שהתפרסם לאחרונה<sup>6</sup> הדגישה קרן המטבע הבין-לאומית יותר מאשר בדוח הקודם את השוני בין מצבם של המשקים המפותחים, שמצבם הכלכלי והפיננסי הוסיף בדרך כלל להשתפר בקצב איטי, לבין המשקים המתעוררים, שמצבם הכללי הורע, ונחשפו בהם חולשות וסיכונים נוספים. משקים מתעוררים חשובים

Global Financial Stability Report, October 2015. <sup>6</sup>



**הסיכונים המרכזיים הנשקפים למשק הישראלי מהעולם הם<sup>7,8</sup>:**

- **הסיכון מצד כלכלת סין למשק העולמי וליציבותו הוסיף עלולות בתקופה הנסקרת.** הסיכונים העיקריים מצד כלכלת סין אינם נובעים להערכתנו מהכלכלה הריאלית, אלא דווקא משוקי ההון של סין, שם הסיכון כבר החל להתממש: בשערי המניות נרשמו ירידות חדות (לאחר עליות חדות עוד יותר בשנה הקודמת). השלטונות הגיבו לירידות בשורה ארוכה של צעדים, שאמנם הרגיעו את השווקים זמנית, אך הסיגו לאחור את תהליך הליברליזציה של שוקי ההון שם, ועוררו חששות להתפשטות הלחצים הפיננסיים גם לחוב החברות, המהווה סיכון גדול בשל היקפו ואיכותו. שיעור המינוף הגבוה במיוחד של החברות בסין ושיעור הרווחיות הנמוך של חלקן הם גורם סיכון מרכזי זה מכבר, והמהומה בשווקים הפיננסיים יחד עם ההאטה הניכרת בקצבי הצמיחה של סין עלולים להיות הניצוץ שיצית בהלה גם בשוק החוב. הידוק תנאי האשראי והתרחבות המרווחים תקשה, קרוב לוודאי, על חברות רבות שם לשרת את חובותיהן. שיעור החובות הרעים של הבנקים בסין אמנם עלה מעט בחודשים האחרונים, אולם ההערכה הרווחת היא ששיעור החברות הנמצאות בקשיים גבוה הרבה יותר.
- **עם זאת, דווקא החולשה הכלכלית בסין, שהדאיגה משקיעים בכל רחבי העולם והייתה בין הגורמים שהניעו את ה-FED לדחות את העלאת הריבית שלו,** לא נראית עד כה כחורגת מהתוואי שהיה צפוי בעקבות השינוי המבני במשק של סין, והסיכויים לנחיתה קשה נותרו להערכתנו מתונים. בפרק העוסק בסיכונים המקומיים העיקריים נתייחס בפירוט לערוצי ההשפעה הפוטנציאלית של סיכון זה על ישראל.
- **הסיכון הנובע מהמשקים המתעוררים ליציבות הגלובלית עלה בתקופה הנסקרת.** נפגעו בעיקר יצואניות הסחורות והאנרגיה, שסבלו מהמשך ירידה

- האיור מחולק לשני חלקים: החלק העליון מציג את הסיכונים, והתחתון – את התנאים הכלכליים (המשפיעים על הסיכונים). ככל שהנקודה מרוחקת יותר מהמרכז היא מציינת סיכון גבוה יותר (בחלק העליון), תיאבון-לסיכון רב יותר ותנאים מוניטריים מקלים יותר (בחלק התחתון).
- להשוואה: בדוח של אפריל 2009 (בשיא המשבר) כל קדקודי הסיכון היו בקו המרוחק ביותר מהמרכז או בזה שתחתיו, ואילו התיאבון-לסיכון היה במרכז (כלומר אפסי).

**הסיכון המקרו-כלכלי פחת,** בעיקר הודות לירידת הסיכון למיתון ולדפלציה באירופה.

**סיכון המשקים המתעוררים נותר ברמה הגבוהה שאליה הוא עלה בתקופה הקודמת,** וזאת משתי סיבות עיקריות:

- המשך יציאת הון מהמשקים המתעוררים, תוצאת ירידה בתיאבון-לסיכון של המשקיעים בעולם, פוגע ביכולתן של החברות שם (הלוקות במינוף גבוה) למחזר את חובותיהן.
- השינוי המבני בסין וההאטה הכלכלית שם מהווים סיכון לעולם כולו, אך בעיקר למדינות מתעוררות שהן יצואניות סחורות ואנרגיה, ומצבן אכן החמיר בתקופה הנסקרת.

**סיכויי השוק והנזילות המשיכו לעלות.** זאת כתוצאה מחולשות שהצטברו בשוקי ההון במהלך תקופה ממושכת של מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד וירידה בנזילות, שנגרמה (בין השאר) בשל רגולציות פיננסיות.

**הירידה בתיאבון-לסיכון.** התגברות התנודתיות במגוון רחב של קבוצות נכסים, המתאם הגבוה בהתפתחותן של קבוצות נכסים שונות, החולשה בשוקי ההון של סין וחוסר הבהירות לגבי המדיניות המוניטרית בארה"ב – כל אלה הביאו לנטילת סיכון מופחתת, הפוגעת בעיקר במשקים המתעוררים, ואלה הנחשבים מסוכנים יותר סבלו בעטיה מיציאת הון. הסיכונים עלולים להתפרץ בעוצמה רבה עם החרפת לחצי הנזילות.

**סיכון האשראי נותר, להערכת הקרן, ללא שינוי ברמה נמוכה יחסית.** זאת בעיקר עקב התמשכות המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד בעולם, בעיקר באירופה ובין. עם זאת מצטברים סיכונים אשראי בעיקר בסין ובמשקים מתעוררים אחרים, ומצבם של הבנקים בחלק מהם הורע. סיכונים אלו עלולים להתפרץ עם הידוק התנאים המוניטריים והתרחבות המרווחים.

<sup>7</sup> לגבי כל הסיכונים שנתאר, ההשפעה הצפויה על ישראל תיגרם בעיקר דרך ערוץ השווקים הפיננסיים והירידה ברצון ליטול סיכונים פיננסיים. החשיפות הישירות של המשק הישראלי והמוסדות הפיננסיים הישראליים למוקדי הסיכון נמוכה מאוד.

<sup>8</sup> הסיכונים מסודרים לפי מידת חומרתם להערכתנו. שני הראשונים הם המרכזיים.

**לשווקים הפיננסיים והן לכלכלה הריאלית.** תזמון לא מיטבי של התהליך עלול לפגוע במשק הישראלי הן באמצעות שוקי ההון והן בדרך של ירידה בצמיחה ובביקושים בשוקי היעד של היצוא הישראלי. הנזילות הנמוכה בשווקים והרגולציה שהביאה לירידה בכוחם של עושי השוק עלולים אף להעצים את המשבר.

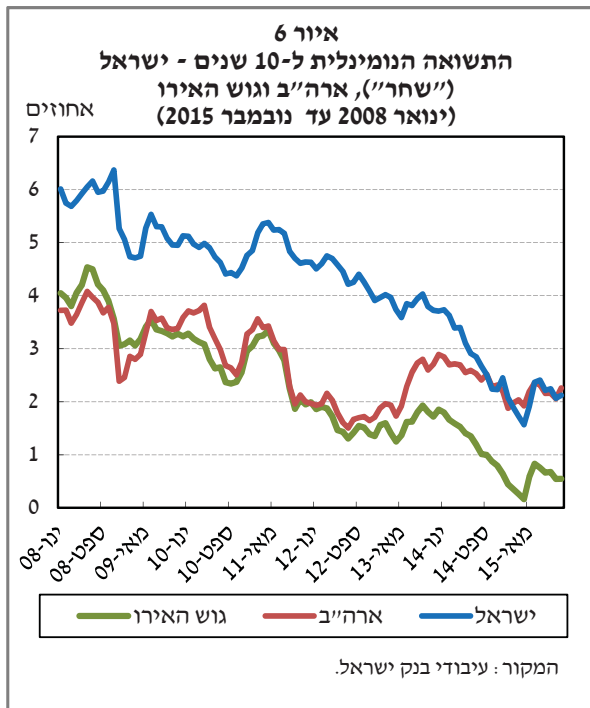
- **הסיכון הגיאופוליטי** גדל בתקופה הנסקרת. זאת בגלל מעורבותן הישירה של רוסיה ואיראן במשבר בסוריה, התפשטות גל הטרור האסלאמי גם לטורקיה, בעיית ההגירה המסיבית של פליטים (בעיקר מסוריה) ליבשת אירופה ובעיקר גל האלימות שהחל בספטמבר 2015. לעומת זאת האיום אסטרטגי על ישראל מוסיף להיות נמוך יחסית, ומדדי ה-CDS של ישראל עלו אך מעט ונותרו נמוכים מהרמה ששררה בשנים האחרונות. גם התשואות נותרו נמוכות, והשקל אפילו מתחזק, דבר המעיד על החשיבות המוגבלת שמשקיעים בעולם מייחסים לאירועים הביטחוניים בישראל.

- **הסיכון המידי מצד אירופה ליציבות הפיננסית העולמית ירד משמעותית, אך זאת בעיקר משום שאירועים אחרים ממקדים אליהם את מרב תשומת הלב.** קצב הצמיחה החזוי באירופה מוסיף לעלות, סיכויי הדפליציה פחתו, ותנאי האשראי אפילו השתפרו קמעא. בעיקר חשובות הסכמתה של מפלגת השלטון ביוון לכל התנאים של הטרויקה וזכייתה בבחירות הבזק שנערכו מיד לאחר מכן. אלה הביאו, ככל הנראה, להיחלשותן של המפלגות האירו-סקפטיות ביוון ומקטינות את הסיכון להתחזקות של מפלגות דומות באירופה. בעיה חדשה שעלתה בתקופה הנסקרת היא בעיית ההגירה המסיבית של פליטים מסוריה ליבשת אירופה. הגירה זו מביאה לחוסר יציבות חברתי במדינות החלשות של אירופה ועלולה לפגוע באווירת הקונצנזוס בגוש. אמנם בטווח הארוך עשויים הפליטים דווקא לתרום לכלכלת היבשת (ובעיקר לגרמניה, שקלטה את רובם), אך בטווח הקצר מדובר בסיכון לכלכלת אירופה; זאת על רקע רמות החוב באירופה, שנתרו גבוהות, הצמיחה והביקושים המקומיים החלשים והלא מאוזנים, רמות המינוף הגבוהות של המגזר העסקי, הביקושים הגלובליים החלשים ובעיקר רמת הפרגמנטציה הכלכלית והקייטוב הפוליטי בתוך אירופה. בסיכום הדברים נראה שהסיכון המידי מצד אירופה פחת, לפחות כל עוד תימשך המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד, ומוקדי סיכון

חדה של הביקושים ליצוא שלהן, וכן מירידה במחירי היצוא שלהן. הירידה החדה של הרצון ליטול סיכונים, שהגיעה לשיאה במהלך חודש אוגוסט, הביאה ליציאת הון ממשקים מתעוררים, ובחלק מהמדינות נעשה שימוש נרחב ביתרות מט"ח כדי למנוע את המשך ההיחלשות של המטבע. החולשה בסין השפיעה גם על מדינות המאופיינות ביצוא טכנולוגי שמייצאות חלק גדול מתוצרתן לסיין, כדוגמת קוריאה וסינגפור, אולם בטווח הבינוני מדינות אלה וכמותן ישראל, עשויות לצאת דווקא נשכרות מהצלחת השינוי המבני בסיין, שיגדיל את כוח הצריכה של אזרחי סיין. (זאת לעומת יצואניות הסחורות, שהפגיעה הכלכלית בהן עלולה להמשך בטווח הבינוני.) גם מנגנון התמסורת מזעזועים בסין לכלכלה העולמית ולשווקים הגלובליים צפוי לעבור ככל הנראה בעיקר דרך המדינות המתעוררות, הפגיעות, שחשיפת הבנקים והמשקיעים בעולם אליהן גבוהה משמעותית מחשיפתם לסיין. החולשות המבניות ברבים מהמשקים המתעוררים החשובים, הסובלים מגירעונות גדולים בחשבון השוטף שלהם ומחובות גדולים במט"ח (שאף עלו מאז המשבר הכלכלי העולמי), לצד חולשות נוספות, הופכות את המשקים האלה לפגיעים במיוחד להמשך ההתדרדרות של הכלכלה העולמית ו/או להמשך הירידה ברצון ליטול סיכון. בחלק המתייחס לסיכונים המקומיים העיקריים נתייחס בפירוט לערוצי ההשפעה הפוטנציאלית של משבר במדינות התלויות ביצוא סחורות, או של משבר במדינות שיש להן חובות גדולים במט"ח, על ישראל.

- **חוסר הבהירות באשר למועד ולקצב של העלאת הריבית בארה"ב עלה בתקופה הנסקרת.** היחלשות הסביבה המקרו-כלכלית העולמית בעיקר (אך לא רק) במשקים המתעוררים והיחלשות מסוימת של המומנטום גם בארה"ב, הניעו את ה-Fed לדחות את מועד העלאת הריבית הראשונה; הדבר הפחית את ביטחונם של המשקיעים בהמשך תמיכת המדיניות המוניטרית בכלכלה ובשווקים בעולם ותרם גם לעליית התנודתיות בשווקים. חוסר הבהירות פחת מעט לאחר העלאת ריבית ה-FED, בדצמבר.
- חשוב להדגיש שהצמיחה החלשה בעולם ממשיכה להישען גם עתה בעיקר על המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד, ועל כן תהליך היציאה מהמדיניות המוניטרית הזאת מוסיף להיות מורכב ומסוכן הן

מגמת הירידה החדה של התשואות בעולם ובישראל  
נבלמה בחודש מאי.



בזכות שיפור בפעילות בחלק מהמדינות המפותחות וציפייה לעליית הריבית בארה"ב, ובעקבותיה במדינות מפותחות אחרות, מרמתה האפסית הנוכחית. עליית התשואות בעולם ובישראל בתקופה הנסקרת בדוח זה מקטינה את הסיכון להמשך הירידה של סביבת הריביות והתשואות, אף כי סיכון זה עודנו משמעותי. מהדוחות הכספיים של חמש חברות הביטוח הגדולות לרביע השני של 2015 עולה שבלימת מגמת הירידה בתשואות הארוכות אפשרה להן להפסיק להפריש כספים עקב עלייה בשווי ההתחייבויות הפנסיוניות, דבר שפגע ברווחיותן ברביעים הקודמים. (להרחבה ראו פרק הביטוח בדוח זה). לצד העלייה המתונה של התשואות, תרמה אי-הוודאות לגבי מסלול הריבית בארה"ב לעליית התנדטיות בשווקים הפיננסיים.

לנוכח הריבית הנמוכה בישראל ובעולם בשנים האחרונות והירידה המתמשכת של התשואות על האג"ח הממשלתיות חיפשו המשקיעים במשק חלופות השקעה שייבאו תשואה גבוהה יותר, גם במחיר של סיכון גבוה יותר. כתוצאה מכך, והודות למצבו הטוב יחסית של המשק הישראלי,

אחרים בעולם ימשכו את תשומת הלב של המשקיעים. ואולם הבעיות הבסיסיות לא נפתרו; הן עלולות לצוץ שוב ולהוות סיכון לעולם, ולישראל בתוכו.

• **סיכון הריביות הנמוכות.** סיכון זה, שהצפנו בדוח הקודם, נותר בעינו ומתגבר ככל שמתארכת התקופה שבה הריביות נותרות ברמות אפסיות. התשואות בעולם הן עדיין ברמות שפל היסטוריות כמעט בכל המשקים. אפילו בארה"ב שבו התשואות וירדו לאחר דחיית המועד החוזי להעלאת הריבית הראשונה על ידי ה-Fed וגם לאחר ההעלאה הן מוסיפות להיות נמוכות במיוחד. רמות תשואות אלו מביאות לתמחור סיכונים לקוי מצד משקיעים, דבר המגדיל את הסיכון בשווקים הפיננסיים ופוגע בתשואה הצפויה על החיסכון ארוך הטווח בעולם ובישראל. התוצאה עלולה להיות השקעה של החיסכון הפנסיוני באפיקים מסוכנים, שאינם תואמים את אופיו, או ירידה בצריכה המצרפית בגלל ירידה של ביטחון החוסכים בעתידם לאחר הפרישה.

**ב. סיכונים עיקריים מקומיים**

**1. הסיכונים הנובעים מריבית נמוכה**

המערכת הפיננסית חשופה לסיכון הנובע מריבית נמוכה לאורך זמן. בדומה למשקים מפותחים אחרים, גם בישראל הביאו הריבית הנמוכה והשתטחות עקום התשואות לעלייה חדה של מחירי הנכסים, שיצרה סיכונים. סיכונים אלה עלולים להתממש אם תימשך הירידה ברמת התשואות, משום שבחלק מהמוסדות הפיננסיים, כגון חברות הביטוח, עליית השווי המהוון של ההתחייבויות עלולה לפגוע ברווחיות ובהון העצמי. הסיכונים עלולים להתממש גם אם הריבית תעלה; אומנם עלייה של התשואות בעולם ובישראל צפויה לבוא על רקע צמיחה בריאה, אולם, אם זו תהיה חלשה מההערכות המוקדמות, או אם התשואות יעלו כתוצאה מעלייה בפרמיית הסיכון, מחירי הנכסים עלולים לרדת, התפתחות שתפגע במשקיעים, ובכללם הגופים הפיננסיים. התשואות הגיעו באפריל לרמת שפל, שחשפה את הגופים החשופים לסיכון של סביבת ריבית נמוכה, והניעה חלק מהם, למשל את חברות הביטוח, להכיר בהפסדים<sup>9</sup>. בחודש מאי החלו התשואות בעולם ובישראל לעלות (איור 6). זאת

<sup>9</sup> ראו דוח היציבות הפיננסית, יוני 2015.

החשיפה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור מהווה סיכון משמעותי. זאת בגלל המשך העלייה בחשיפה של הבנקים לענף הבינוי והנדל"ן ולמשכנתאות בהיקפים ניכרים.



שמשך אליו משקיעים מהעולם<sup>10</sup>, עלו במהירות בשנים האחרונות מחיריהם של הנכסים הפיננסיים, וכן מחירי הדירות<sup>11</sup> בישראל. עם זאת, עלייתם של מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל לא לוותה בגידול של מינוף החברות; בעוד שהתפתחות בועתית במחירי הנכסים מלווה בדרך כלל בגידול של האשראי, עלייתם של מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל בשנים האחרונות, ובפרט העלייה של מחירי אג"ח החברות, שמשמעותה ירידה בעלויות המימון של החברות, לא לוותה בגידול האשראי למגזר העסקי. מצב זה מפחית את החשש ליציבות החברות במקרה של עלייה מהירה בתשואות. עלייתם של מחירי הדירות אמנם לוותה בגידול מהיר יחסית של האשראי לדיור, אך מגבלות מחמירות שהטיל המפקח על הבנקים לגבי רמת המינוף במשכנתאות, יחס ההחזר להכנסה של הלווים ושיעור המשכנתה בריבית משתנה הובילו לירידה של שיעור המשכנתאות החדשות בסיכון גבוה. (ראו איור בפרק משקי הבית בדוח זה.) עלייה מהירה של התשואות עלולה להביא לירידה של מחירי הנכסים. כתוצאה מירידה של מחירי הנכסים, ועל אף המינוף הנמוך של משקי הבית והמגזר העסקי בישראל והמגבלות על המשכנתאות, עלולים להיגרם הפסדים למשקיעים הפרטיים, למשקיעים המוסדיים ואף לבנקים.

### 1.1 מחירי הדירות

החשיפה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור עדיין מהווה סיכון משמעותי. זאת מפני שהבנקים ממשיכים להיות חשופים לענף הבינוי והנדל"ן, וכן למשכנתאות בהיקפים ניכרים (איור 7). הסיכון שבחשיפה לענף הבינוי והנדל"ן ולמשכנתאות, וגם לאשראי הצרכני שלא לדיור, מתעצם בגלל המתאם הגבוה בין אשראים אלו. זעזוע שיוביל לעליית הריבית או לפגיעה בהכנסות הלווים עלול לפגוע בבנקים החשופים ללווים אלו. אם תרחיש כזה יוביל גם לירידה חדה של מחירי הדירות, השפעתו על יציבות הבנקים תתעצם, בשל הפגיעה בביטחונות שבידיהם.

בדיקת שווי ההשקעה של הציבור בישראל בנדל"ן בהשוואה לשווי השקעתו בנכסים פיננסיים<sup>12</sup> מראה שגידול שוויה של השקעת הציבור בנדל"ן בשנים האחרונות היה פרופורציונלי לגידול נכסיו הפיננסיים בשנים אלה. נכסי נדל"ן הם כמחצית מסך הנכסים של הציבור בישראל (נכסים פיננסיים ודירות), בדומה לחלקם באירופה וגבוה מאשר בארה"ב<sup>13</sup>. (להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית מיוני 2015.) עם זאת, בניגוד להשקעה בנכסים פיננסיים, שבדרך כלל נעשית ללא מינוף, השקעה בדירות מלווה בדרך כלל בנטילת משכנתה ברמת מינוף לא מבוטלת, ולכן העלייה של מחירי הדיור לוותה בעליית האשראי לדיור.

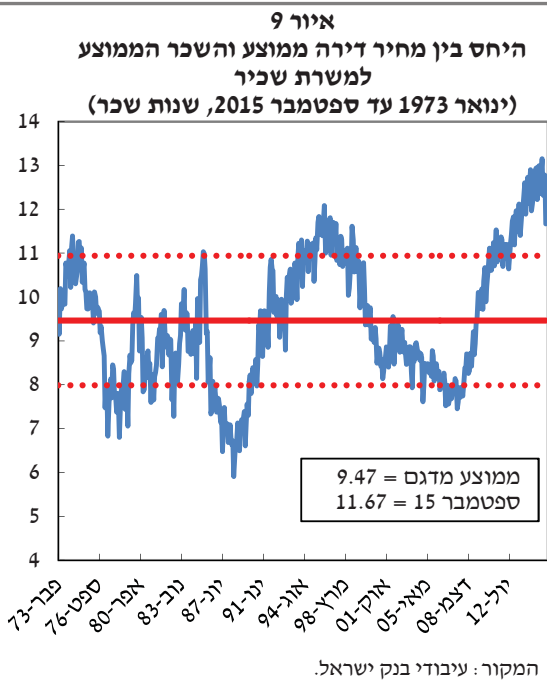
<sup>12</sup> תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור כולל את השקעותיו בנכסים פיננסיים, הן באופן ישיר והן באופן עקיף, דרך הגופים המוסדיים ו/או בדרך של בעלות על חברות עסקיות שונות.

<sup>13</sup> ראו Piketty, T. and A. Goldhammer, (2014), Capital in the Twenty-First Century, Belknap Press. פרקים 3 ו-4.

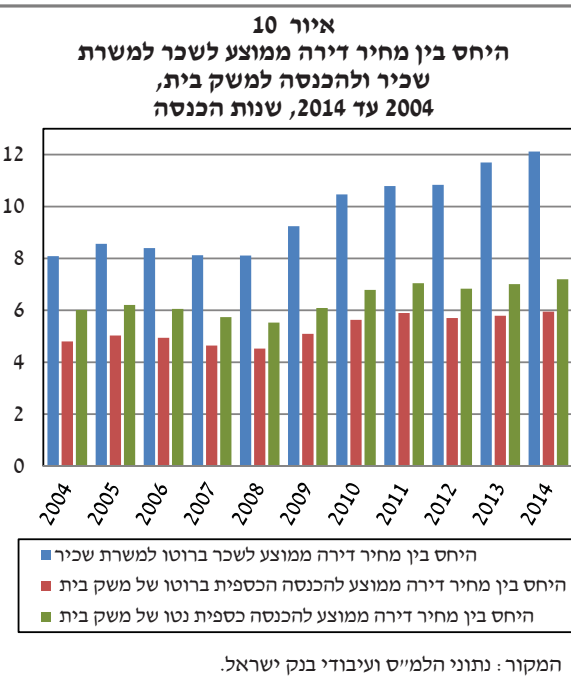
<sup>10</sup> בעשור האחרון השקיעו תושבי חוץ בישראל כמעט 3 מיליארדי דולרים בממוצע בכל רבעון.

<sup>11</sup> הדירות משמשות הן כנכס למטרת מגורים והן כנכס למטרת השקעה. לדיון בנושא ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2013.

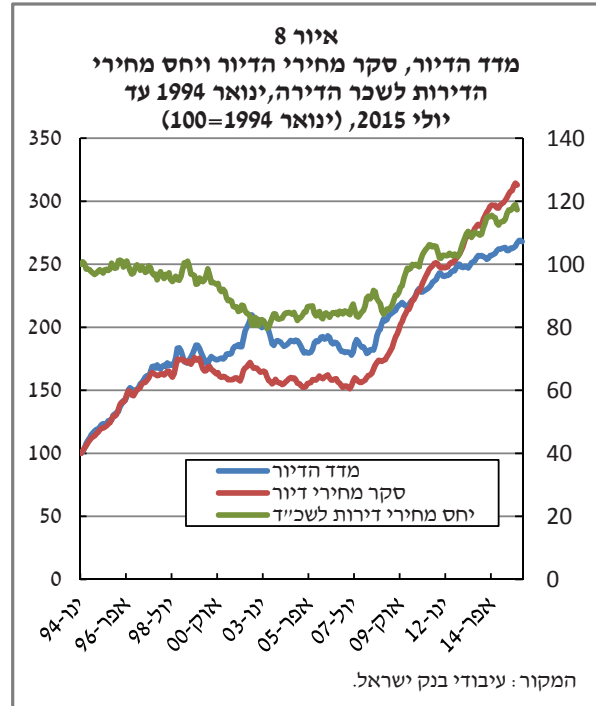
היחס בין מחיר דירה ממוצעת לשכר הממוצע למשרת שכיר נמצא גם הוא ברמת שיא.



עליית היחס מחיר דירה ממוצעת להכנסה למשק בית בשנים האחרונות הייתה מתונה מעלייתו של היחס מחיר דירה ממוצעת לשכר הממוצע למשרת שכיר. זאת על רקע עלייתו של שיעור התעסוקה, שעיקרה עלייה של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה.



בעקבות המשך העלייה המהירה של מחירי הדירות מחד גיסא והתייצבות קצב עלייתו של שכר הדירה השנתי בכ-2% מאידך, היחס מחיר דירה לשכר דירה הגיע באמצע שנת 2015 לרמת שיא.



מחירי הדירות בישראל עלו בכ-100% מסוף שנת 2007. כדי לבחון את התמחור בשוק הדיור מקובל לבחון את המחירים ביחס לגורמי היסוד, ובפרט ביחס לשכר הדירה, המשקף את התקבולים הפוטנציאליים מהשקעה בדירה, וביחס לשכר או להכנסה, המשקפים את כוח הקנייה של הפרטים במשק. בעקבות המשך העלייה המהירה של מחירי הדירות מחד גיסא והתייצבות קצב עלייתו של שכר הדירה השנתי בכ-2% מאידך, האמיר היחס מחיר דירה לשכר דירה באמצע שנת 2015 לרמת שיא (איור 8). היחס בין מחיר דירה ממוצעת לשכר הממוצע למשרת שכיר נמצא גם הוא ברמת שיא (איור 9). ואולם בהשוואה להכנסה הממוצעת למשק בית העלייה של מחירי הדירות בשנים האחרונות נראית מתונה יותר, וזאת על רקע העלייה בשיעור התעסוקה, שעיקרה עלייה של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה (איור 10).

העלייה של מחירי הדירות בשנים האחרונות עולה בקנה אחד עם הירידה בתשואות ארוכות הטווח (איור 11), שכן התשואה מבעלות על נכס נדל"ן צריכה להידמות לתשואה

**1.2. מחירי הנכסים הפיננסיים**

החשיפה של המערכת הפיננסית לנכסים פיננסיים, ובפרט לאג"ח חברות, היא בחזקת סיכון נוסף. באוקטובר 2015 היו אג"ח החברות בישראל כ-12% מתיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים, שניות רק לאג"ח הממשלתיות ולהשקעות בחו"ל, והמניות היוו כ-8% מתיק הנכסים של משקיעים אלו. הסיכון שבחשיפה של המשקיעים המוסדיים לנכסים פיננסיים מתעצם בשל המתאם הגבוה בין השקעותיהם<sup>16</sup>. בדוח על המשק הישראלי שהתפרסם לאחרונה ציינו כלכלני קרן המטבע הבין-לאומית כי הגופים הפיננסיים הלא-בנקאיים בישראל חשופים לתיקון (כלפי מטה) בשוק אג"ח החברות<sup>17</sup>.

בשנים שלאחר המשבר הפיננסי הגלובלי, שלווה בירידות ניכרות של מחירי אג"ח החברות בישראל, צמצמו הגופים המוסדיים משמעותית את שיעור החזקותיהם באג"ח חברות, וכך הקטינו את חשיפתם לאפיק סיכון זה. ואולם את מקומם של הגופים המוסדיים תפסו משקי הבית, בעיקר דרך החזקותיהם בקרנות נאמנות המשקיעות באג"ח חברות<sup>18</sup>. ההחזקה הגבוהה יחסית באג"ח חברות<sup>19</sup>, שאליה הגיעו קרנות הנאמנות, עלולה להפוך אפיק זה לתנודתי מאוד, משום שבתרחיש של ירידת התיאבון לסיכון המשקיעים בקרנות הנאמנות עלולים למשוך את כספם במהירות, דבר שיאלץ את הקרנות למכור, תחת לחץ, את החזקותיהן באג"ח החברות, ובכך להעצים את הירידות בשוק זה<sup>20</sup> (איור 12). הואיל וקרנות הנאמנות הן אפיק השקעה לטווח קצר-בינוני, ומאחר שבניגוד למרבית הכספים המנוהלים בידי הגופים המוסדיים, משיכת הכסף מקרנות הנאמנות אינה מלווה בהפסד של הטבת מס, אפיק זה נוטה להיות תנודתי

<sup>16</sup> בחינה של המתאם בהשקעות המוסדיים מופיעה בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2012.

<sup>17</sup> IMF Country Report No. 15/261, September 2015

<sup>18</sup> קרנות נאמנות המתמחות באג"ח חברות וכן קרנות נאמנות המתמחות באג"ח ממשלתיות, אך מחזיקות גם באג"ח חברות.

<sup>19</sup> כ-27% מהכספים בקרנות הנאמנות, נכון לספטמבר 2015, הושקעו באג"ח חברות. כ-20% משווי השוק של אג"ח החברות בישראל (כ-23% משווי השוק של אג"ח החברות הסחירות) נמצאים בידי קרנות נאמנות.

<sup>20</sup> כלכלני קרן המטבע הבין-לאומית ציינו לאחרונה סיכון זה בהקשר של שוק אג"ח החברות בארה"ב, שם שליש משוק אג"ח החברות מוחזק בידי משקיעים קמעונאים (retail), בעיקר קרנות נאמנות (ראו: Global Financial Stability Report, October 2015).

העלייה של מחירי הדירות בשנים האחרונות מתיישבת עם ירידת התשואות ארוכות הטווח.



מבעלות על נכס פיננסי אחר, בהתאם להבדלים בסיכון, כי מדובר באפיקי השקעה אלטרנטיביים<sup>14</sup>. ואכן, מבחן סטטיסטי להתרחבות בקצב גובר של היחס מחיר דירה לשכר דירה<sup>15</sup> מראה שעלייתו של יחס זה מהירה מאוד, אך מתיישבת עם הירידה החדה של רמת התשואות במשק. לאחר שנים של מיעוט בנייה חדשה, עלו התחלות הבנייה בשנת 2010 לכ-40,000 דירות בשנה. החל באמצע 2013 קצב התחלות הבנייה גבוה מ-45,000 דירות בשנה. מגמת הגידול של היצע הדירות, אם תימשך, עשויה לתמוך בירידה של מחירי הדירות. מבחינת התמחור חשוב לזכור שעלייה של היצע הדירות עשויה להביא גם לירידה של מחירי השכירות, ולפיכך בתרחיש כזה היחס מחיר דירה לשכר דירה לא יחזור לממוצע ארוך הטווח שלו – אלא אם כן מחירי הדירות יירדו במידה ניכרת.

אשר להיבט המימוני – קצב נטילת המשכנתאות הגיע בשנת 2015 לרמות שיא. עם זאת, מדדי הסיכון של המשכנתאות החדשות נותרו יציבים ברמות נמוכות יחסית לעבר. (להרחבה ראו פרק משקי הבית בדוח זה.)

<sup>14</sup> להרחבה ראו: Rubinstein (1999)

<sup>15</sup> ראו: כספי (2015) להרחבה על המתודולוגיה של המדד.

לפגוע גם ביכולתן לשרת את ההלוואות שקיבלו מהבנקים ומהמשקיעים המוסדיים.

היחסים הפיננסיים המצרפיים של מדדי המניות השונים נמצאים כיום סביב הממוצע ארוך הטווח שלהם. לעומת זאת, המרווחים של אג"ח החברות ביחס לאג"ח ממשלתיות דומות הם ברמה נמוכה היסטורית (איור 13). החשש כי המרווחים בשוק אג"ח החברות אינם משקפים נכונה את הסיכונים נדון בהרחבה בדוח היציבות הפיננסית הקודם<sup>22</sup>, וקיבל ביטוי גם בדוח האחרון של קרן המטבע הבין-לאומית על ישראל<sup>23</sup>. התשואות על אג"ח החברות נמצאות גם הן ברמה נמוכה היסטורית, הן עקב רמתם הנמוכה של המרווחים והן עקב רמתן הנמוכה של התשואות על האג"ח הממשלתיות. לצד זאת, העלייה המתונה בתשואות האג"ח הממשלתיות, על רקע עליית התשואות בעולם, ואף שמרווח

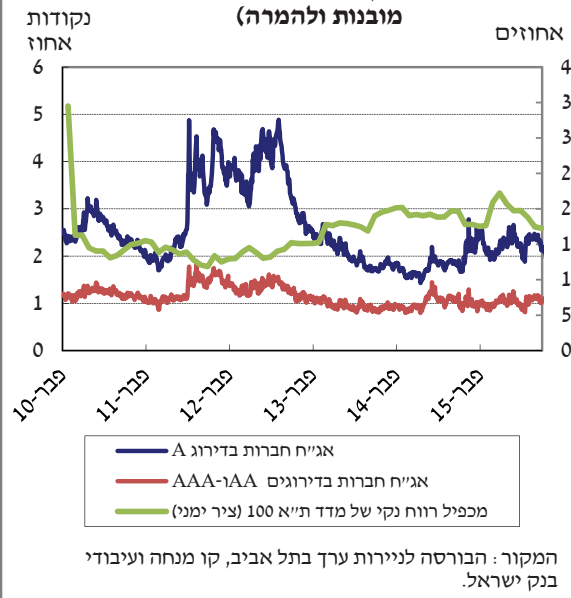
גידול חלקן של קרנות הנאמנות בהחזקות באג"ח חברות בשנים האחרונות עלול להפוך אפיק זה לתנודתי מאוד.

**איור 12**  
המרווח הממוצע בשוק אג"ח החברות וההחזקות של קרנות הנאמנות והגופים המוסדיים לטווח בינוני וארוך של חברות סחירות, ינואר 2005 עד אוקטובר 2015



היחסים הפיננסיים המצרפיים של מדדי המניות השונים נמצאים כיום סביב הממוצע ארוך הטווח שלהם. לעומת זאת, המרווחים של אג"ח החברות ביחס לאג"ח ממשלתיות דומות נמצאים ברמה נמוכה היסטורית.

**איור 13**  
מרווחי האג"ח הקונצרניות הצמודות ומכפיל הרווח של מדד ת"א 100, פברואר 2010 עד נובמבר 2015, (ממוצע משוקלל, באחוזים, ללא אג"ח מובנות ולהמרה)



וחשוף יותר לסיכון של משיכת כספים מסיבית ומהירה. הדבר עלול להביא לירידות ניכרות בשוק אג"ח החברות, וכך לפגוע גם במשקיעים המוסדיים, שעדיין חשופים אליו ישירות.

מקור האשראי הגדול ביותר למגזר העסקי נותר הלוואות בנקאיות, והחוב של המגזר העסקי לבנקים הוא כמעט מחצית מסך החובות של מגזר זה לכלל המלווים. אפיק אשראי שלישי למגזר העסקי, לצד ההלוואות הבנקאיות ואג"ח החברות, הוא ההלוואות הישירות מהמשקיעים המוסדיים. אפיק זה צמח במהירות בשנים האחרונות, מ-1.5% מהאשראי למגזר העסקי בסוף שנת 2008 לכ-7% בספטמבר 2015, בין השאר על רקע החמרת הרגולציה על השקעות המוסדיים באג"ח סחירות<sup>21</sup>. ההלוואות הבנקאיות וההלוואות מהמשקיעים המוסדיים אינן מושפעות ישירות ממחירי אג"ח החברות, אבל ירידות בשוק אג"ח החברות עלולות לפגוע ביכולתן של החברות למחזר חובות, וכך

<sup>22</sup> ראו דוח היציבות הפיננסית מיוני 2015.

<sup>23</sup> IMF Country Report No. 15/261, September 2015

<sup>21</sup> לדיון בנושא ההלוואות הישירות ראו דוח היציבות הפיננסית מיוני 2014.

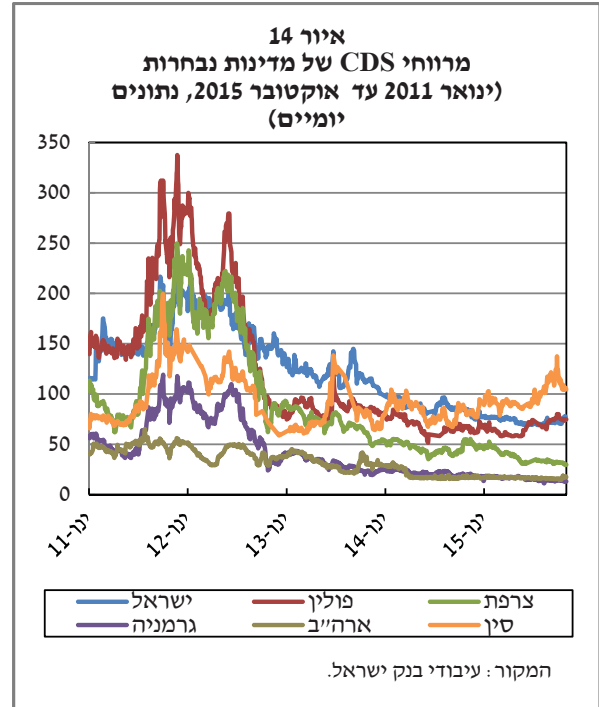
יתרות האג"ח שתשואתן-לפדיון מעל 8%, אשר עלו בסוף 2014, ירדו מעט באמצע 2015, ושיעורן עומד על כ-7.6% מיתרת האג"ח.



על אף רמתן הנמוכה של תשואות אג"ח החברות גם בשנת 2015, קצב הגיוסים בשוק הקונצרני הלא-פיננסי נותר בשנה זו מתון, והגיוס נטו (ההנפקות בניכוי הפירעונות) של החברות הלא פיננסיות בעשרת החודשים הראשונים של השנה הסתכם בפחות מ-6 מיליארדי ש"ח, בדומה לגיוס נטו בתקופה זו בשנה הקודמת (איור 16). במהלך שנת 2015 נמשכה ואף התחזקה המגמה של הנפקת אג"ח של חברות זרות בבורסה בתל אביב (איור 17). עם זאת נראה שהמשקיעים באג"ח של החברות הזרות מגלים סלקטיביות ואינם מסתמכים רק על דירוגים בבואם לתמחר הנפקות; זאת בשונה מהמצב ששרר בשוק אג"ח החברות ערב המשבר הפיננסי הגלובלי; בחודש ספטמבר בוטלו שתי הנפקות מתוכננות של אג"ח של חברות זרות בגלל ביקושים נמוכים מצד המשקיעים, וזאת אף על פי שהאג"ח האמורות זכו לדירוג אשראי גבוה מהסוכנות המדרגת. בדומה להנפקות בשנים הקודמות, שרובן היו של חברות מענף הנדל"ן, כל החברות הזרות שהנפיקו אג"ח בישראל ב-2015 עוסקות בנדל"ן.

המשך המגמה של הנפקות אג"ח על ידי חברות זרות בשוק המקומי מעלה את החשש כי הסיכונים בשוק אג"ח החברות בישראל עדיין מתומחרים בחסר. חשש זה עולה

מרווח ה-CDS של ישראל נותר נמוך מאוד.



ה-CDS של ישראל נותר נמוך מאוד (איור 14), מפחיתה מעט את החשש לתמחור חסר של הסיכונים בשוק אג"ח החברות. בסוף שנת 2014 גדלו יתרות האג"ח הנסחרות בתשואה לפדיון שמעל 8%; זאת בעיקר עקב עלייה בתשואת האג"ח של חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות החשופות לשוק הרוסי, שהמשבר בו החריף בתקופה זו<sup>24</sup>. באמצע שנת 2015 פחתו מעט יתרות האג"ח שתשואתן לפדיון גבוהה. שיעורן עומד על כ-7.6% מיתרת האג"ח, ורובן ככולן נסחרות בתשואה שמתחת ל-40% (איור 15). מעל 16% מיתרת האג"ח שתשואתן לפדיון מעל 8% משתייכות לשתי קבוצות עסקיות שנקלעו לאחרונה להסדרי חוב. עם זאת יש לציין שגם בין החברות המשתייכות לכל אחת מהקבוצות העסקיות הללו ניכרת הטרוגניות בתשואות: בכל אחת מהקבוצות יש (א) חברה אחת שנמצאת בהסדר חוב והאג"ח שלה נסחרות בתשואות לפדיון של עשרות אחוזים; (ב) מספר חברות שהאג"ח שלהן נסחרות בתשואה שמתחת ל-8%, המבטאת מהלך עסקים תקין; ו- (ג) חברת החזקות שאמנם נמצאת בתהליך של הסדר, אבל האג"ח שלה נסחרות בתשואה של קרוב ל-10%, המבטאת אפשרות ממשית להתאוששות, או לפחות להחזר של חלק ניכר מהחוב.

<sup>24</sup> ראו דוח היציבות הפיננסית, דצמבר 2014.



בין השאר על רקע הבדלים בין סולם הדירוג המקומי לזה הבין-לאומי. כנגד זאת נציין שלחברות הזרות תמריץ להנפיק אג"ח בישראל גם מסיבות שאינן נובעות מרמת התמחור בשוק המקומי, כגון הבדלים בין השוק האמריקאי לשוק הישראלי באופן המימון של פעילות נדל"נית. מכל מקום, חשוב לזכור שההשקעה בחוב של חברות זרות עלולה לשאת בחובה סיכונים ייחודיים, בפרט במקרה שהחברה מגיעה לחדלות פירעון<sup>25</sup>.

במקביל, בהמשך לשנים של מיעוט הנפקות ראשוניות של מניות בבורסה בתל אביב, אלה הגיעו בחודשים האחרונים לרמת שפל: ממוצע ההנפקות הראשוניות בבורסה בתל אביב בחודשים יוני עד אוקטובר 2015 עמד על 120 מיליוני ש"ח, לעומת ממוצע חודשי של יותר מ-400 מיליוני ש"ח מתחילת 2011. החל בחודש ספטמבר 2015 רשמו ארבע חברות זרות גדולות את מניותיהן למסחר בבורסה לניירות ערוך בתל אביב במסגרת הרישום הכפול. כל ארבע החברות עוסקות בתחומי הביוטכנולוגיה והתרופות, ומפני גודלן אחת מהן צפויה להיכלל במדד תל-אביב 75, ושלוש האחרות – במדד תל-אביב 25. אמנם בשלב זה מדובר, כאמור, בארבע חברות בלבד, אולם מגמה זו עשויה להימשך ואף להתחזק, בין השאר על רקע שינויים מבניים המתוכננים בבורסה בתל-אביב, ובראשם הפיכתה לתאגיד למטרות רווח<sup>26</sup>. אם מדובר בתחילתה של מגמה, עשויות להיות לה השלכות על תיק ההשקעות של המשקיעים המקומיים, וכן על תפקידה של הבורסה כמקור מימון לחברות המקומיות.

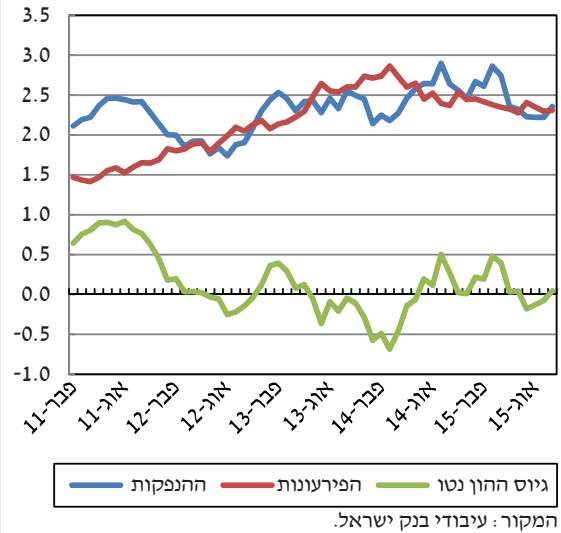
מבחינת המשקיעים, רישומן של חברות זרות למסחר בתל אביב עשוי לאפשר השקעה נוחה וזולה יותר במניות של חברות זרות. כתוצאה מכך הם עשויים לשפר גם את הפיזור הבין-לאומי של התיק שלהם, להקטין את הטיית הביתיות ואת הסיכון של התיק. לעומת זאת, מפני הדמיון בתחום הפעילות של החברות הללו, ומאחר שגם כך הבורסה בישראל, ובפרט המדדים המובילים, מתאפיינים בדומיננטיות של חברות תרופות וביוטכנולוגיה, עלול להיפגע

<sup>25</sup> לדיון נרחב במאפייני הנפקות האג"ח של חברות זרות, בגורמים היכולים להסביר הנפקות אלה ובסיכונים הנלווים אליהן ראו תיבה בדוח היציבות הפיננסית מדצמבר 2014.

<sup>26</sup> מבנה ההון המתוכנן של הבורסה עשוי להגביר את האינטגרציה שלה במערכת הפיננסית הבין-לאומית עד-כדי אפשרות עתידית של שיתופי פעולה ואף מיזוג עם או רכישה של או על ידי בורסות זרות. לפירוט בנושא זה ובנושא הצעות אחרות לשינויים בבורסה ובמסחר ראו המלצות 'הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה'.

על אף רמת התשואות הנמוכה של אג"ח החברות, קצב הגיוסים נטו בשוק הקונצרני הלא-פיננסי נותר ב-2015 מתון.

**איור 16**  
גיוס ההון נטו, ההנפקות והפירעונות של אג"ח קונצרניות של המגזר העסקי הלא-פיננסי, פברואר 2011 עד אוקטובר 2015, (מליארדי ש"ח, ממוצע נע 12 חודשים)



במהלך שנת 2015 נמשכה ואף התחזקה המגמה של הנפקת אג"ח של חברות זרות בבורסה בתל אביב.

**איור 17**  
סך הנפקות האג"ח הזרות בישראל וחלקו בסך הנפקות האג"ח בענף הנדל"ן ובמגזר העסקי בכללותו<sup>1</sup>, ינואר 2009 עד אוקטובר 2015



<sup>1</sup> אג"ח סחירות ולא-סחירות. המקור: בנק ישראל.

התפתחויות שליליות בשווקים הפיננסיים העולמיים, שנבעו בשלב הראשון בעיקר ממכשירים פיננסיים מורכבים, שלא היו קיימים כלל בשוק המקומי, והחשיפה של המערכת הפיננסית המקומית אליהם הייתה מוגבלת בהיקפה, פגעו קשות בשווקים הפיננסיים המקומיים; השפעה זו נבעה פחות מהחשיפה הישירה למכשירים הפיננסיים שהוזכרו, ויותר – מהחשיפה של המשק הישראלי לשווקים הפיננסיים העולמיים ולכלכלה הגלובלית, שהיו צפויים להיפגע מהמשבר. הפגיעה בשווקים הפיננסיים המקומיים החריפה בגלל חולשות מבניות ספציפיות של המערכת הפיננסית המקומית, ובכללן ריכוזיות של החברות העסקיות, בפרט במסגרת מבנים של קבוצות עסקיות פירמידליות, חשיפה מוגזמת של המשקיעים המוסדיים לאג"ח ללא בטוחות מספקות וריכוזיות גבוהה במערכת הפיננסית.

דוח הסיכונים הפיננסיים שפרסמה קרן המטבע הבין-לאומית באוקטובר 2015<sup>29</sup> מזהיר כי מוקד הסיכון ליציבות הפיננסית העולמית נודד מהמשקים המפותחים למשקים המתעוררים, שהחברות הריאליות והבנקים בהן סובלים ממאזנים חלשים וחשופים לסיכונים של לחץ פיננסי, האטה כלכלית ויציאת הון. הקרן מציינת שסיכונים אלה בולטים על רקע הירידה של מחירי הסחורות, התנפצות בועת המניות בסין והלחץ על מטבעות המשקים המתעוררים, שעלול לפגוע בלוויים ממשקים מתעוררים החשופים להלוואות במט"ח. בדוח היציבות הקודם דנו בהרחבה בסיכונים אלו, ואנו ממשיכים לנתח אותם בדוח הנוכחי, בפרק העוסק בסביבה העולמית.

באוגוסט ראינו התממשות חלקית של חלק מהסיכונים הללו: נתונים מאכזבים על הייצור בסין, ספקות לגבי נתוני הצמיחה שם ונפילות בשוק המניות הסיני לצד ירידות במחירי הסחורות בעולם ובראשן הנפט הובילו לנפילות בשוקי ההון בעולם ולזינוק בתנועתיותם. (ראו הרחבה בסקירת הסיכונים למערכת הפיננסית העולמית.) לצד הירידות בשווקים השונים, המתאם בין השינויים בשווקים הללו בחודש אוגוסט היה גבוה מהמתאם הממוצע ביניהם בשנים האחרונות. החל באוקטובר התאוששו השווקים הפיננסיים בעולם ובישראל, אך בתרחיש של ירידות שערים חדות ומתמשכות כתוצאה מבעיות בסין, במשקים מתעוררים אחרים החשופים להלוואות במט"ח או במשקים מתעוררים ואף מפותחים המתבססים במידה רבה על יצוא סחורות, גם המערכת הפיננסית בישראל עלולה להיפגע.

הפיזור הענפי של המשקיעים, בעיקר של אלה העוקבים במידה זו או אחרת אחר המדדים המובילים בבורסה של תל אביב. הסיכון הגבוה המאפיין את פעילותן של החברות בתחום הביוטכנולוגיה מתבטא בתנועתיות גבוהה של מניותיהן<sup>27</sup> ועלול להשפיע על הסיכון הגלום בתיק ההשקעות של משקיעים אלה. יתר על כן, אם החברות הזרות יהפכו לדומיננטיות במדדים המובילים, כלי ההשקעה העוקבים אחרי מדדים אלה (באופן פסיבי, או כמדד סמן להשקעה אקטיבית) לא יוכלו לשמש כלי הולם לחשיפה למשק הישראלי.

מבחינה משקית, מטרתה העיקרית של הבורסה היא לאפשר הקצאה יעילה של ההון לצורך פעילות במשק המקומי. מחד גיסא, רישום של חברות זרות, ובפרט חברות גדולות ומוכרות, למסחר בבורסה בתל אביב עשוי להגביר את העניין של משקיעים זרים בבורסה המקומית, ובכלל זה בחברות הישראליות הנסחרות בה. מאידך, גיוס הון בשוק המקומי שיופנה לתמיכה בפעילות שעיקרה מחוץ לישראל אינו תומך בצמיחה בישראל. תוצאת לוואי פוטנציאלית היא דחיקת חברות ישראליות אל מחוץ למדדי הבורסה המובילים, התפתחות שעלולה להקשות על חברות אלה בגיוסים עתידיים<sup>28</sup>.

## 2. סיכון הדבקה פיננסית בין-לאומית

המערכת הפיננסית חשופה לסיכון של הדבקה ממשבר בשווקים הפיננסיים בעולם. ירידות חדות ותנועתיות מוגברת בשווקים הפיננסיים העולמיים בעטיים של אירועים אקסוגניים למשק המקומי עלולים להוביל לירידות גם בשווקים הפיננסיים בישראל, וכתוצאה מכך להוות סיכון משמעותי גם למערכת הפיננסית המקומית. תופעה זו נצפתה במשבר הפיננסי הגלובלי של שנת 2008:

<sup>27</sup> כך לדוגמה, תנועתיות התשואות היומיות של מדד תל-אביב ביומד בשנה האחרונה הייתה כפולה בערך מזו של מדד תל-אביב 100.

<sup>28</sup> פתרון חלקי לפחות לחשש זה עשוי להימצא ברפורמה שבוחנת הבורסה במדדי המניות, רפורמה הצפויה לכלול הגדלה של מספר החברות במדדים המובילים, תוך הגבלה מחמירה יותר על משקלה של כל מניה במדד. עד ליישום הרפורמה הצפויה במדדי הבורסה, החליטה הבורסה כי חברות שהתאגדו מחוץ לישראל ואין להן זיקה לישראל אשר יירשמו למסחר בבורסה בתל אביב לא ייכנסו למדדים. כן נקבע כי תקרת המשקל למניה שתצורף למדדי ת"א 25, ת"א 75 ות"א 100 תהיה 4%.

שהתממש. החשש הוא שישראל 'תידבק' ממשבר במדינות אחרות שהיו חשופות לסיכון אשר התממש. תופעה זו של 'הידבקות' מדינה מסוימת במשבר פיננסי שמקורו בבעיות במדינה או מדינות אחרות מכונה 'הדבקה פיננסית בין-לאומית'.

במקרה שהתממשות אחד מהסיכונים האמורים תביא למשבר גלובלי סביר מאוד שגם המשק הישראלי יסבול מהשלכותיו. נשאלת השאלה אם ובאיזו מידה צפויה להשפיע על ישראל התממשות של אחד מהסיכונים שתוביל למשבר **רק במדינות מסוימות** – המדינות החשופות ביותר לסיכון

### תיבה 1 - הדבקה פיננסית בין-לאומית

הדבקה פיננסית בין-לאומית היא התפשטות של ירידות בשווקים ממדינה אחת לרעותה<sup>1</sup>. ניתן להבחין בין: (א) הדבקה המבוססת על גורמי יסוד (fundamentals-based contagion), המשקפת את התלות הנורמלית בין שווקים, שנובעת מהקשרים הריאליים והפיננסיים ביניהם, לבין (ב) הדבקה שאינה מבוססת על גורמי יסוד, אלא נובעת אך ורק מהתנהגותם של הסוכנים בכלכלה, ובפרט של המשקיעים.

(א) הדבקה המבוססת על גורמי יסוד יכולה לנבוע משוק גלובלי, כגון שינוי חד במחירי הסחורות או אפילו שינוי חד של הריבית במשק מרכזי. הדבקה כזאת יכולה לנבוע גם מזעזוע שלילי במדינה ספציפית, שעלול להשפיע על מדינות אחרות עקב קשרי מסחר משותפים או עם מדינות שלישיות ו/או עקב קשרים פיננסיים ביניהן. זעזוע שלילי למדינה ספציפית עלול לפגוע במדינות שעמן יש לה קשרי מסחר, או שאתן היא מתחרה על היצוא למדינות שלישיות דרך ערוץ שער החליפין. שוק כזה עלול גם לפגוע במדינות שעמן יש לה קשרים פיננסיים דרך השפעתו על גופים פיננסיים החשופים למדינה שנפגעה, או דרך השפעתו על ההשקעות הזרות הישירות (FDI) ועל ההשקעות הפיננסיות (FPI) בין המדינות: השקעות שמבצעות החברות מהמדינה שנפגעה במדינות אחרות עלולות להיות ממומשות במהירות. כמו כן, ערכן של השקעות זרות במדינה שנפגעה עלול לרדת במידה משמעותית.

(ב) הדבקה שנובעת מהתנהגותם של הסוכנים בכלכלה יכולה להיגרם, בין השאר, בגלל משקיעים זרים הפועלים במספר משקים וסובלים ממגבלות כגון נזילות, תמריצים ואינפורמציה א-סימטרית, המניעים אותם לצמצם את ההשקעות במדינה אחת שבה הם משקיעים בעקבות משבר במדינה אחרת שגם בה הם משקיעים<sup>2</sup>. הדבקה שנובעת מהתנהגותם של הסוכנים בכלכלה יכולה לנבוע גם מבעיית תיאום או מנבואה המגשימה את עצמה (self-fulfilling crisis): משקיעים רוצים למשוך את כספם ממדינה שעלולה לסבול מהדבקה לפני שמשקיעים אחרים יעשו כן, אלא שעצם המשיכה היא-היא שיוצרת את ההדבקה, שאולי הייתה נמנעת לולא כן<sup>3</sup>. לבסוף, הדבקה עקב התנהגות הסוכנים בכלכלה יכולה לנבוע משינוי בהערכתם לגבי המערכת הפיננסית הבין-לאומית, ובכלל זה המחויבות של מדינות לשלם את חובותיהן והנכונות והיכולת של גופים בין-לאומיים שונים לסייע למדינות במשבר.

פגיעותה של מדינה לסכנה של הדבקה פיננסית כתוצאה ממשבר חיצוני מושפעת (א) מהסביבה העולמית (ב) מגורמי היסוד (fundamentals) של המדינה ו- (ג) מהקשרים של המדינה, ישירים ועקיפים, למדינות שבמוקד המשבר.

<sup>1</sup> הגדרה כללית זו כוללת בחובה גם התפשטות של הירידות בהתאם לתנועה המתואמת (comovement) בין השווקים השונים בכל התקופות, ולא רק עלייה משמעותית בתנועה המתואמת בין השווקים בעקבות שוק למדינה אחת. Forbes and Rigobon (2002) טוענים שבמשבר של 1997 במזרח אסיה, בדומה למשברים קודמים שבהם נטען כי הייתה הדבקה, חזינו בתוצאות של תנועה מתואמת או תלות-הדדית (interdependence) בין השווקים הקיימים גם בתקופות של שגרה. לעומת זאת, הם לא מוצאים ראיות לגידול המתאמים הבלתי-מותנים שאותו הם מכנים הדבקה. במסגרת הדיון שלנו לא נתעכב על ההבדלים בין התפשטות של משבר הנובעת מהמתאם בין המדינות בשגרה לבין התפשטות של משבר המבטאת גידול בלתי מותנה במתאם זה.

<sup>2</sup> לדוגמה: Kaminsky, Lyons and Schmukler (2001) מדגישים את הסיכון שבמשיכות מסיביות מקרנות נאמנות המשקיעות בשווקים המתעוררים כגורם להדבקה בין שווקים אלה; Miyajima and Shim (2014) מראים שהשימוש במדדי-סמן דומים ודמיון בכיווני המשיכות/צבירות של המשקיעים אצל מנהלי הכספים עשויים לייצר מתאם בהחלטות ההשקעה של מנהלי כספים המשקיעים בשווקים מתעוררים. כמו כן, באמצעות מודל Vector Auto-Regression פשוט הם מזהים קשר חיובי מובהק ודו-כיווני בין הצבירות בקרנות המשקיעות בשווקים המתעוררים לבין התשואה הדולרית הכוללת של הנכסים בשווקים אלה.

<sup>3</sup> ראו לדוגמה: Obstfeld (1996), Goldstein and Pauzner (2004).

בחשבון השוטף<sup>33</sup>. זאת ועוד, החוב ציבורי והפרטי בישראל נמוך ביחס למדינות מפותחות אחרות, רק 17% מסך החוב הציבורי והפרטי צמוד למט"ח והטווח-לפדיון של החוב הממשלתי ארוך יחסית<sup>34</sup>. כמו-כן ישראל נוקטת במדיניות של שער חליפין גמיש (עם התערבות בשוק המט"ח לפי הצורך), המאפשר לשער החליפין להגיב לתנועות ההון<sup>35</sup>. ולבסוף, הגידול המשמעותי ביתרות המט"ח של ישראל בשנים האחרונות יכול לאפשר לבנק המרכזי לתמוך בשער החליפין במקרה הצורך<sup>36</sup>. ישראל אמנם משולבת במידה רבה בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים, דבר המגדיל את הסיכון של הדבקה<sup>37</sup>, אך המימון לפעילות החברות, הממשלה ומשקי הבית בישראל נשען בעיקר על מקורות מקומיים; סך החוב של תושבי ישראל לתושבי חוץ הוא רק 14% מסך החוב לכל המלווים, נמוך משמעותית מהחוב לבנקים ולמשקיעים המוסדיים.

(ג) מחקרים שונים מוצאים שקירבה גיאוגרפית היא גורם מרכזי להדבקה פיננסית<sup>38</sup>. מבחינה זו הסיכון של ישראל להדבקה מהסביבה הקרובה נמוך, הן מפני מיעוט הקשרים בין ישראל למדינות השכנות והן מפני פתיחות הנמוכה יחסית של המדינות השכנות לכלכלה העולמית. מעבר לקרבה גיאוגרפית, הסיכון של הדבקה מושפע מקשרי מסחר<sup>39</sup> ומקשרים פיננסיים עם מדינות שבמשבר, וכן מדמיון בגופים

ננסה לבחון את הסיכון שישראל יתידבק' ממשבר במדינות החשופות ביותר לשלושת הסיכונים שנדונו לעיל, וזאת על-בסיס הקריטריונים לפגיעותה של מדינה להדבקה פיננסית בין-לאומית שנדונו בתיבה:

(א) הסביבה העולמית בעת הנוכחית נראית פגיעה יחסית לאפשרות של משבר פיננסי, אשר עלול להדביק גם מדינות שאינן במוקד המשבר. נוסף על צמיחה עולמית שבירה ונתוני יסוד חלשים במדינות מרכזיות רבות, רבות מהמדינות המפותחות סובלות מרמה גבוהה של חוב שתקשה עליהן להשתמש במדיניות פיסקלית כדי להגביל את ההשפעה של משבר. במקביל, המדיניות המוניטרית ברבות מהמדינות המפותחות היא מרחיבה מאוד, ובפרט: ריביות הבנקים המרכזיים נמצאות ברמה אפסית, דבר המגביל את יכולתם להשתמש במדיניות מוניטרית כדי לצמצם את ההשפעה של משבר. מהשוואה שערך בנק ההשקעות גולדמן זאקס בין המצב בעולם כיום לבין המצב ערב המשבר במזרח אסיה בשנת 1997<sup>30</sup> עולה כי המשבר של 1997 התאפיין בקריסת ההצמדה של מספר מטבעות שרמתם לא הייתה בת-הגנה, ואילו כיום מקובל יותר משטר של שער-חליפין נייך; ואכן, ההיחלשות המתמשכת של רבים מהמטבעות בשווקים המתעוררים מרמזת כי מנגנון התאמה זה כבר פועל בעת הזאת<sup>31</sup>. כנגד זאת, מאז המשבר של 1997 התחזקו קשרי המסחר והקשרים הפיננסיים בעולם, דבר המגדיל את הסיכון להדבקה; דוח היציבות הפיננסית הגלובלי של קרן המטבע, שפורסם באפריל 2015<sup>32</sup>, מציין שהנטייה של נכסים פיננסיים בשווקים שונים לנוע במתואם נמצאת ברמה גבוהה מאוד. השינויים החדים במחירי הסחורות ובשערי החליפין בעת האחרונה, ועמם השינוי המבני המתחולל במשק הסיני והעלייה של הריבית בארה"ב נראים כגורמי סיכון, וזאת על רקע המשך ההתאוששות האיטית של המשקים המפותחים.

(ב) גורמי היסוד של המשק הישראלי מבטאים מצב טוב יחסית: הצמיחה גבוהה ביחס למדינות מפותחות אחרות, רמת הגירעון הממשלתי סבירה, ויש עודף מתמשך

<sup>33</sup> Eichengreen, Hale and Mody (in International Financial Contagion, 2001, editors: Classens and Forbes) טוענים כי גירעון בחשבון השוטף וחוסר גמישות ריאלי עלולים להחמיר את תופעת ההדבקה משום שהם מאמצים את המדינות שבקשיים להמשיך וללוות גם כשתנאי השוק מחמירים.

<sup>34</sup> De Gregorio and Valdes (2001) מוצאים שטווח לפדיון ארוך יותר של החוב יכול להגביל את הסיכון להדבקה. Chang and Majnoni (in International Financial Contagion, 2001, editors: Classens and Forbes) מסיקים, במסגרת מודל תיאורטי, כי הארכת מח"ם החוב הציבורי יכולה לשפר את עמידות המדינה בפני הדבקה.

<sup>35</sup> De Gregorio and Valdes (2001) מוצאים שגמישות בשער החליפין יכולה להגביל את הסיכון להדבקה.

<sup>36</sup> Kumar, Moorthy and Perraudin (2003) מראים שליתרות המט"ח ולשינוי ביתרות יש יכולת הסבר לחיזוי משברי מטבע במדינות מתפתחות.

<sup>37</sup> ראו לדוגמה: Dornbush, Park and Classens (2000)

<sup>38</sup> ראו לדוגמה: Glick and Rose (1998).

<sup>39</sup> ראו לדוגמה: Eichengreen, Rose and Wyplosz (1996); Glick and Rose (1998).

<sup>30</sup> Goldman Sachs Global Economics Weekly 15/20 (2015).

<sup>31</sup> ראו גם התייחסות של קרן המטבע לנושא במסגרת Financial Stability Report, October 2015.

<sup>32</sup> Global Financial Stability Report, April 2015.

גם על ידי מרבית חברות המדדים הבינלאומיות. לאור זאת משקיעים בין-לאומיים נוהגים בדרך כלל לסווג את ישראל כמשק מפותח, וקרנות השקעה המתמקדות בשווקים מפותחים רואות בישראל יעד פוטנציאלי להשקעה. כתוצאה מכך החשיפה של ישראל להדבקה ממדינות מתפתחות כתוצאה מהתנהגות משקיעים בין-לאומיים (הסוג השני של הדבקה שנדון לעיל) מצומצמת. בהקשר זה ראוי לציין שבשנים האחרונות המתאם של השינויים במדדי המניות בישראל עם השינויים במדדי המניות במשקים המפותחים היה גבוה מן המתאם של השינויים במדדי המניות בישראל עם השינויים במדדי המשקים המתפתחים. בפרט, בחודש אוגוסט האחרון כאשר חששות מהתפתחות של משבר בסין העיבו על שוקי ההון בעולם, המתאם של השינויים במדדי המניות בישראל עם השינויים במדדי המשקים המפותחים היה גבוה בהרבה מהמתאם של השינויים במדדים בישראל עם השינויים במדדי המניות בעלות קשרי מסחר חזקים לסין. עם זאת חשוב לזכור שאם למשבר במשקים המתפתחים תהיה השפעה מהותית על השווקים הפיננסיים במשקים המפותחים המרכזיים הוא צפוי להשפיע בחוזקה גם על השווקים הפיננסיים בישראל ואף על התחום הריאלי. שנית, מבחינת קשרי מסחר, הסכנה העיקרית היא להדבקה דרך פגיעה ביצוא הישראלי למדינות שבמוקד המשבר, וכן למדינות שלישיות שהיצואניות הישראליות מתחרות על שוקיהן ביצואניות מהמדינות שבמוקד המשבר. כדי לבחון סכנה זו בהקשר של קבוצות הסיכון שזיהינו בחנו את החלק המצטבר של יצוא הסחורות הישראליות<sup>42</sup> אל שלוש קבוצות הסיכון האלה ואת החלק המצטבר של יצוא

המשקיעים למדינות שבמשבר<sup>40</sup>. כדי לבחון את הסיכונים האלה נתמקד בשלוש קבוצות של מדינות שעלולות לעמוד במרכזו של משבר עולמי (להרחבה על הסיכונים העומדים בפני קבוצות המדינות הללו ועל סיכונים נוספים מהסביבה העולמית ראו פרק הסיכונים מהסביבה העולמית בדוח זה) ובקשרים שלהן לישראל מבחינת המשקיעים, המסחר, המערכת הבנקאית וההשקעות הפיננסיות.

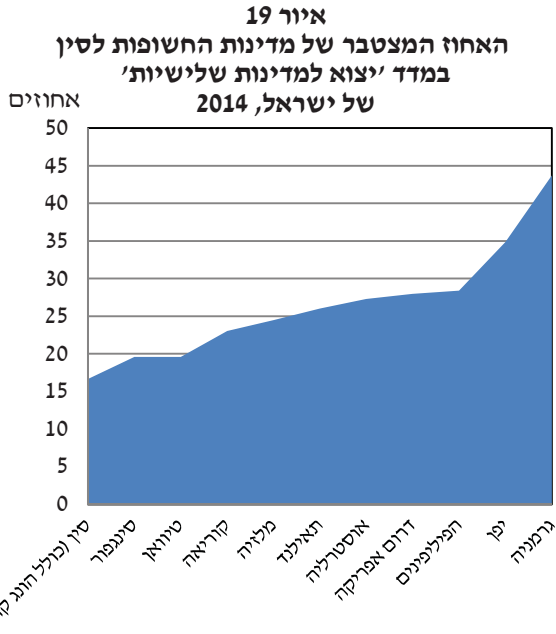
אנחנו מזהים שלוש קבוצות של מדינות החשופות לשלושה סיכונים מרכזיים מהסביבה העולמית: מדינות החשופות מאוד למשק הסיני ולסיכון של משבר בסין (ובראשן סין עצמה); מדינות החשופות מאוד לשוק הסחורות העולמי ולסיכון של המשך ירידה חדה במחירי הסחורות; מדינות החשופות לסיכון של משבר חובות, ובפרט מדינות שיש להן חוב משמעותי במטבע זר. זיהינו את המדינות בעלות החשיפה המשמעותית ביותר לכל אחד מהסיכונים הללו<sup>41</sup>, ונסה לנתח את החשיפה של ישראל למדינות הללו. ראשית, מבחינת המשקיעים, חשוב לשים לב שמרבית המדינות הנכללות בשלוש קבוצות הסיכון האמורות הן מדינות מתפתחות. לעומתן, ישראל מוכרת על ידי קרן המטבע וגופים בין-לאומיים אחרים כמדינה מפותחת, וכך

<sup>40</sup> ראו לדוגמה: Kaminsky and Reinhart (1998); Frankel and Schmukler (1998); Froot, O'Connell and Seasholes (2000).

<sup>41</sup> המדינות בעלות החשיפה המשמעותית ביותר לסין הוגדרו כעשרים המדינות שהיצוא שלהן לסין כאחוז מהתמ"ג הוא הגבוה ביותר, וזאת על-בסיס נתונים מ-Goldman Sachs (2015); Global Economics Weekly 15/20; בעלות החשיפה המשמעותית ביותר למחירי הסחורות הוגדרו כעשרים המדינות שיצוא הסחורות נטו שלהן כאחוז מהתמ"ג הוא הגבוה ביותר, וזאת על-בסיס נתונים מארגון האומות המאוחדות. הואיל ומדובר בעיקר במשקים קטנים יחסית, שהקשרים שלהם לישראל חלשים, בחנו גם חמישה משקים מתעוררים מרכזיים המייצאים סחורות שצוינו בדוח Global Financial Stability Report, October 2015 של קרן המטבע הבין-לאומית: ברזיל, צ'ילה, מלזיה, רוסיה ודרום-אפריקה. בהעדר נתונים מספקים על מרבית המדינות לגבי החוב במט"ח, עשרים המדינות החשופות ביותר לסיכון של משבר חובות הוגדרו כעשרים המדינות שחובן החיצוני ביחס להכנסה הלאומית הוא הגבוה ביותר לפי נתוני הבנק העולמי. זאת מתוך הנחה שהחוב החיצוני הוא הקירוב הטוב ביותר שבנמצא לחוב במטבע חוץ. כבדיקה נוספת בחנו 12 משקים מתעוררים שזוהו על-ידי כלכלני הבנק להסדרים בין-לאומיים (BIS) כאחראים לחלק ניכר מהאשראי האמריקאי בדולרים ללווים שאינם בנקים במשקים מתעוררים (ראו: McCauley, McGuire and Sushko, 2015).

<sup>42</sup> אנחנו מתמקדים בנייתו יצוא סחורות מכמה סיבות: (א) יצוא הסחורות הוא חלק הארי של היצוא הישראלי; (ב) הנתונים על יצוא סחורות מתעדכנים בתכיפות, ואילו הנתונים על יצוא השירותים לפי מדינות מתעדכנים בפיגור של מספר שנים; (ג) הנתונים על יצוא השירותים מתבססים בעיקרם על סקר, בעוד שנתוני יצוא הסחורות מתבססים על נתוני המכס; (ד) הנתונים על יצוא השירותים אינם מאפשרים בנייה של מדד יצוא המבוסס גם על היצוא למדינות שלישיות משותפות; (ה) הסחר בסחורות רגיש למחזור העסקים ופגיע למשברים יותר מאשר הסחר בשירותים (לדוגמה: Borchert and Matto, 2009; דו"ח בנק ישראל 2009 פרק מאזן התשלומים).

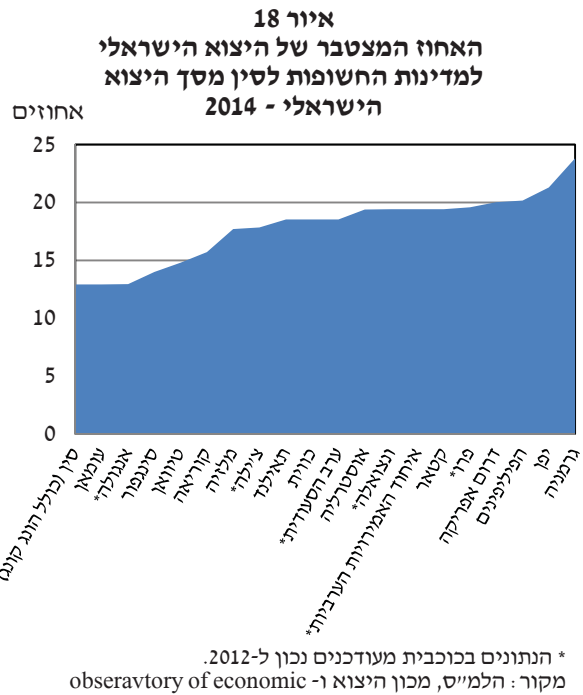
החשיפה של היצוא הישראלי – בעקיפין, דרך היצוא למדינות שלישיות – לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מגיעה ליותר מ-40% מהיצוא הישראלי.



המקור: נתוני קרן המטבע הבינ-לאומית ועיבודי בנק ישראל.

הסחורות למדינות שלישיות משותפות<sup>43</sup>. מהבדיקה עולה כי החשיפה המצטברת של היצוא הישראלי הישיר לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-24% מהיצוא הישראלי (איור 18), ואילו החשיפה העקיפה דרך היצוא למדינות שלישיות גבוהה יותר – מעל 40% מהיצוא הישראלי (איור 19). לפיכך, משבר בסין שיתגלגל למדינות שהיצוא שלהן לסין הוא חלק משמעותי מתוצרן עלול לפגוע ביצוא הישראלי פגיעה משמעותית; זאת בעיקר אם המשבר יתבטא בפחות של מטבעות המדינות הנפגעות, שיפגע ביכולת של יצואנים מישראל להתחרות בהן על היצוא למדינות שלישיות. לעומת החשיפה הלא מבוטלת של היצוא

החשיפה המצטברת של היצוא הישראלי הישיר לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-24% מהיצוא הישראלי.



\* הנתונים בכוכבית מעודכנים נכון ל-2012. מקור: הלמ"ס, מכון היצוא ו-observatory of economic

הישראלי למדינות התלויות בסין, חשיפתו לעשרים המדינות החשופות ביותר לירידה של מחירי הסחורות היא אפסית; כמו כן, החשיפה המצטברת של היצוא הישראלי הישיר לחמשת המשקים המתעוררים הגדולים המייצאים סחורות מסתכמת בכ-5% מיצוא הסחורות הישראלי, והחשיפה המצטברת העקיפה דרך היצוא למדינות שלישיות מגיעה עד 6% מהיצוא. לפיכך משבר במדינות החשופות מאוד לשוק הסחורות לא צפוי לפגוע משמעותית ביצוא הישראלי. בדומה לכך היצוא הישיר של סחורות מישראל לעשרים המדינות בעלות החוב החיצוני המשמעותי ביותר עומד על כ-1% בלבד מסך היצוא הישראלי של סחורות, וגם החשיפה העקיפה של היצוא הישראלי למדינות אלה, דרך התחרות על היצוא למדינות שלישיות, נמוכה. לעומת זאת, היצוא הישיר של סחורות מישראל ל-12 המשקים המתעוררים בעלי החוב הדולרי המשמעותי ביותר הוא יותר מ-14% מסך יצוא הסחורות הישראלי, והחשיפה המצטברת העקיפה של היצוא

<sup>43</sup> המדד 'יצוא למדינות שלישיות' מניח שהמתחרים ליצואנים הישראליים בכל יעד הם יצואני המדינות אחרות שמייצאות לאותו יעד, וקובע להן משקל בהתאם. משקל מדינה i במדד 'יצוא למדינות שלישיות' מחושב כ: משקל היבוא של מדינה j ממדינה i כפול משקל מדינה j ביצוא של ישראל לעולם (ל-38 יעדי יצוא מרכזיים).

המדינות החשופות ביותר לירידה של מחירי הסחורות נמוכה מ-0.5%; כמו כן, החשיפה המצטברת של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל לחמשת המשקים המתעוררים הגדולים המייצאים סחורות מסתכמת בכ-1% מסך חשיפתן לחו"ל. מכאן שמשבר במדינות החשופות לשוק הסחורות לא צפוי לפגוע בבנקים הישראליים. בדומה לכך, גם החשיפה המצטברת של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל לעשרים המדינות בעלות החוב החיצוני המשמעותי ביותר ביחס להכנסה נמוכה מ-1% מסך חשיפתן לחו"ל. החשיפה המצטברת של הבנקים בישראל ל-12 המשקים המתעוררים המתאפיינים בחוב דולרי גבוה היא משמעותית יותר ומתקרבת ל-6% מסך החשיפה לחו"ל של חמשת הבנקים הגדולים. לכן למשבר חובות המלווה בהיחלשות מטבעותיהם של המשקים המתעוררים בעלי החובות הדולריים המשמעותיים ביותר צפויה להיות השפעה מסוימת על הבנקים בישראל.

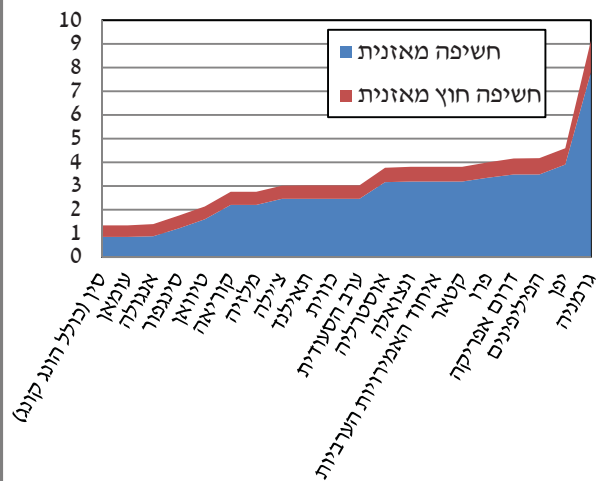
לבסוף – כדי לבחון את החשיפה הפיננסית למדינות שבסיכון עקב השקעות בהן ומהן בחנו הן את ההשקעות של ישראלים במדינות הנכללות בשלוש קבוצות הסיכון שזיהינו והן את ההשקעות של תושבי מדינות אלה בישראל. לשם כך בדקנו את החלק המצטבר של ההשקעות הישירות ושל ההשקעות הפיננסיות של ישראלים במדינות הנכללות בכל אחת משלוש קבוצות הסיכון שזיהינו ואת החלק המצטבר של ההשקעות הישירות ושל ההשקעות הפיננסיות של תושבי המדינות הנכללות בכל אחת משלוש הקבוצות האלה בישראל. מהבדיקה עולה כי החשיפה המצטברת של השקעות הישראלים בחו"ל לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-6% אחוזים מסך ההשקעות בחו"ל, מרביתה השקעות זרות ישראלים במדינות אלה (איור 21). במקביל, השקעות שמקורן במדינות אלה הן כ-4% מסך ההשקעה הזרה בישראל (איור 22). לפיכך, למשבר אפשרי בסין שיתגלגל לשותפות הסחר שלה עלולה להיות השפעה מסוימת על שווי הנכסים הישראליים בחו"ל, ובכלל זה על חברות שבשליטה ישראלית. משבר כזה עלול להביא גם למשיכה של השקעות זרות מישראל, ובעיקר השקעות פיננסיות, שהן גם קלות למימוש יותר מהשקעות זרות ישירות. לעומת קשרי ההשקעות ההדדיים שתוארו לעיל עם המדינות התלויות בסין, הן ההשקעות של ישראלים בעשרים המדינות החשופות ביותר לירידה של מחירי הסחורות והן ההשקעות בישראל של מדינות אלה סכומיהן אפסיים; כמו כן, ההשקעות המצטברות של ישראלים בחמשת המשקים

הישראלי למדינות אלה דרך היצוא למדינות שלישיות מגיעה לכדי 18% ממדד היצוא למדינות שלישיות.

שלישית, מבחינת החשיפה של גופים פיננסיים למדינות שבסיכון נתמקד בחשיפה של המערכת הבנקאית למדינות הנכללות בשלוש קבוצות הסיכון שזיהינו. כדי לבחון סכנה זו בהקשר של קבוצות הסיכון האמורות בחנו את החלק המצטבר של החשיפה המאזנית ושל החשיפה החוץ-מאזנית של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות למדינות הנכללות בכל אחת משלוש קבוצות הסיכון האמורות. מהבדיקה עולה כי החשיפה המצטברת של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-9% מסך חשיפתן לחו"ל, ורובה הגדול מתרכז במאזני הבנקים (איור 20). לפיכך למשבר בסין שיתגלגל לשותפות הסחר שלה עלולה להיות השפעה מסוימת על הבנקים הישראליים. לעומת החשיפה המסוימת של המערכת הבנקאית למדינות התלויות בסין, החשיפה של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל לעשרים

החשיפה המצטברת של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-9% מסך חשיפתן לחו"ל, רובה הגדול במאזני הבנקים.

**איור 20**  
האחוז המצטבר של החשיפה של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל למדינות החשופות לסין מסך החשיפה שלהן לחו"ל - 2015



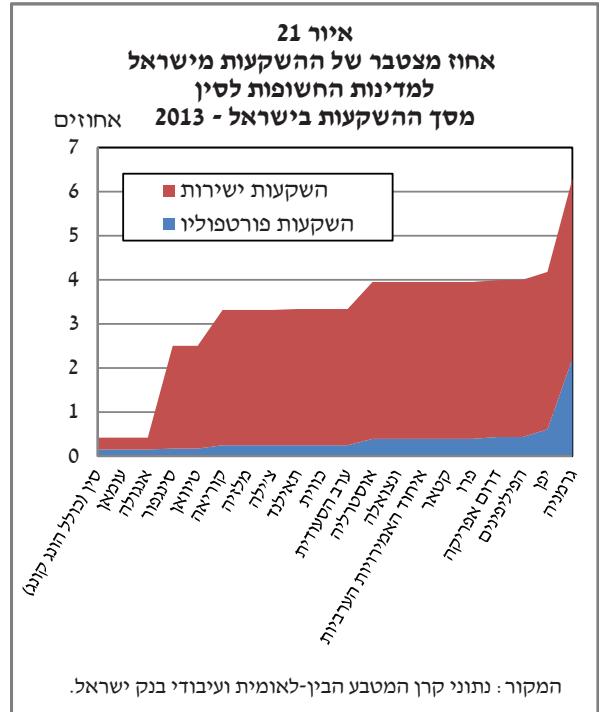
המקור: נתוני בנק ישראל.

המתעוררים הגדולים המייצאים סחורות שיעורן כ-0.5% מסך ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל, וההשקעות בישראל של משקיעים ממדינות אלה רמתן כמעט אפסית. לפיכך משבר במדינות החשופות מאוד לשוק הסחורות לא צפוי להוביל לפגיעה בנכסים של תושבי ישראל בחו"ל או למשיכה של השקעות מישראל. השקעות ברמה אפסית בישראל מאפיינות גם את המדינות בעלות החוב החיצוני הגדול ביותר ביחס להכנסה הלאומית ואת המשקים המתעוררים בעלי החוב הדולרי הגבוה ביותר. ההשקעה של ישראלים במדינות בעלות חוב חיצוני גבוה ובמשקים מתעוררים בעלי חוב דולרי גבוה גם היא נמוכה ומסתכמת בכ-1% ובכ-2%, בהתאמה, מסך ההשקעות הישראליות בחו"ל, רובה ככולה השקעות ישירות במדינות אלה.

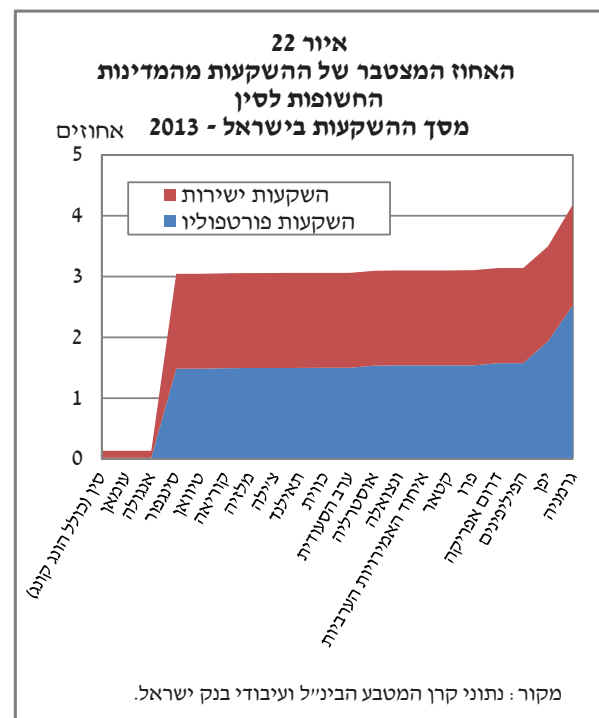
**המסקנה המרכזית העולה משורת הבדיקות שהוצגו כאן היא שלמשבר שמקורו בטלטלות שעובר המשק הסיני, בירידת מחירי הסחורות או במאזן של המשקים המתעוררים של סכומים גבוהים בחו"ל, וביחוד במט"ח, צפויה להיות השפעה מוגבלת בלבד על ישראל. זאת בתנאי שהוא לא יתפשט למדינות המפותחות ולא יהפוך למשבר גלובלי.** העובדה שהחשיפה לשלושת מוקדי הסיכון הללו מתרכזות במדינות המתפתחות ועמה נתוני היסוד הטובים יחסית של ישראל עשויים לסייע לה להימנע מהידבקות ממשבר פיננסי, אם זה לא יתפשט גם למשקים המפותחים הגדולים, ובפרט לארה"ב ולמשקי אירופה הגדולים<sup>44</sup>. מבין שלושת הסיכונים שנבחנו נמצא שהסיכון של משבר בסין, שידביק מדינות הקשורות אליה בקשרי מסחר, משמעותי מבחינת ישראל יותר מהסיכון של ירידה במחירי הסחורות, שתשפיע על המדינות התלויות ביצוא סחורות, ומהסיכון של משבר חובות, המלווה בפחות של מטבעות המדינות הללו, שישפיע על המדינות עם חוב חיצוני גבוה, בפרט במטבע זר. מבין ערוצי ההדבקה הפוטנציאליים שנבחנו נראה שערוץ היצוא הוא המסוכן ביותר, וזאת בפרט אם משבר במדינות שבסיכון ילווה בפחות משמעותי של מטבעותיהן ביחס לשקל.

<sup>44</sup> רק לשם המחשה של הסיכון הנשקף למשק הישראלי מהתפשטות של אחד מהמשברים שנבחנו אל המדינות המפותחות הגדולות, נציין שהחשיפה של המשק הישראלי לארה"ב בלבד – הן מבחינת היצוא הישיר, הן מבחינת המערכת הבנקאית והן מבחינת ההשקעות ההדדיות – גבוהה מהחשיפה המצטברת של המשק הישראלי ל-20 המדינות הפגיעות ביותר לכל אחד משלושת הסיכונים שנבחנו לעיל.

החשיפה המצטברת של השקעות הישראלים בחו"ל לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-6% מסך ההשקעות בחו"ל, מרביתה בהשקעות זרות ישירות של ישראלים במדינות אלה.



השקעות שמקורן בעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני הן כ-4% מסך ההשקעה הזרה בישראל.





### 3. המערכת הבנקאית

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2015 שמרה המערכת הבנקאית על חוסנה ועל יציבותה, על רקע הצמיחה המתונה של הפעילות הריאלית בישראל וסביבת הריבית הנמוכה. חוסנה ויציבותה של המערכת מתבטאים בעליית הרווחיות, בהמשך צבירת ההון וחיזוקו וברמה נאותה של נזילות. בתקופה זו נמשכה הירידה של ריכוזיות האשראי לפי גודל הלווה, תהליך שהפיקוח מקדם זה כמה שנים.

לצד אלה המשיך האשראי למשקי הבית לצמוח, וחלקו בתיק האשראי הבנקאי עלה – על רקע סביבת הריבית הנמוכה, העלייה של מחירי הדירות וגידול הצריכה הפרטית. הבנקים ממשיכים להגדיל את חשיפתם לאשראי לענף הבינוי והנדל"ן ולאשראי לדיור, שיחד מהווים כ-45% מתיק האשראי הבנקאי. המתאמים בין סוגי אשראי אלו הם בחזקת סיכון למערכת הבנקאית, והפיקוח על הבנקים פועל לניטור סיכון זה. בשנים האחרונות מתגברת הלוחמה הקיברנטית נגד מערכות בנקאות בארץ ובעולם. לצד זאת מתגברים סיכונים הציות וההתנהלות (conduct) בפעילות בנקאית חוצה-גבולות. אלו מציבים בפני המערכת הבנקאית אתגר, בפרט לנוכח הגברת הפיקוח והאכיפה על גופים פיננסיים בארץ ובעולם. לצד סיכונים אלה חשופה המערכת הבנקאית גם לסיכונים גיאופוליטיים, שחלקם ייבחנו במסגרת מבחן הקיצון האחד. (ראו פרק תרחיש הקיצון).

#### א. הלימות ההון

יחס ההון העצמי רובד 1 של סך חמש הקבוצות הבנקאיות גדל במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2015 ב-0.2 נקודת אחוז, עד לרמה של 9.4%. זאת הודות לרווחים שהבנקים צברו במהלך התקופה ולאחר שחלק מהם חילקו דיבידנד. הוראות המעבר הנוגעות לזכויות העובדים, שיישומן החל ב-1.1.2015, והמשך יישום הוראות המעבר הנוגעות לבאזל III השפיעו על יחס ההון העצמי רובד 1 לשלילה. אשר לרווחיות הבנקים – סך הרווח הנקי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות עלה במהלך התקופה הנסקרת ב-19% והסתכם ב-6.8 מיליארדי ש"ח, והתשואה להון הגיעה לשיעור של 10.2%, מעל לממוצע ארוך הטווח (כ-9.5%).

מהשוואה בין-לאומית עולה כי יחס ההון העצמי לנכסים של הבנקים בישראל דומה לערכו במדינות OECD. עם זאת, יחס ההון רובד 1 במערכת הבנקאית הישראלית נמוך מהמקובל במדינות OECD. אחת הסיבות המרכזיות

לכך היא שבנקים בישראל מקצים הון בהתאם לגישה הסטנדרטית, לא על פי הגישות המתקדמות, ולכן שיעור שקלול נכסי הסיכון שלהם גבוה משמעותית מאשר במדינות OECD. ואולם בשנים הקרובות המערכת הבנקאית הישראלית צפויה להמשיך בתהליך בניית ההון וחיזוקו: ראשית, יעדי ההון צפויים לגדול בהדרגה עד 1 בינואר 2017 על פי הוראה בדבר הגדלת כריות ההון כנגד תיק האשראי לדיור; שנית, הבנקים קבעו להון העצמי רובד 1 יעדים גבוהים מאלו שנקבעו בהוראה ממארכ 2012, ומכל מקום, המפקחת על הבנקים רשאית לדרוש מהבנקים בכל עת יעדים דיפרנציאליים של הון עצמי רובד 1 בהתאם לפרופיל הסיכון שלהם, הנגזר מתהליך ההערכה הפיקוחי (SREP); ולבסוף, הפיקוח על הבנקים התיר לראשונה הנפקה של מכשירי הון כשירים שייחשבו לחלק מההון רובד 2.

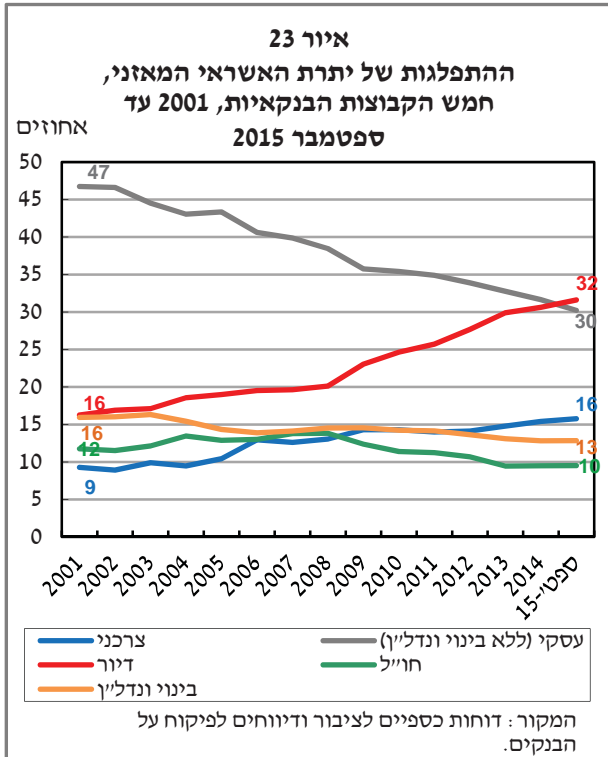
באפריל 2015 פרסם הפיקוח על הבנקים הוראה המאמצת את מסגרת באזל III בנושא יחס המינוף. על פי ההוראה על כלל התאגידים הבנקאיים לעמוד, עד 1 בינואר 2018, ביחס מינוף שלא יפחת מ-5%. תאגיד בנקאי שסך נכסיו המאזניים על בסיס מאוחד הוא לפחות 20% מסך הנכסים המאזניים במערכת הבנקאית נדרש לעמוד במועד זה ביחס מינוף של 6% לפחות. החל מ-1 באפריל 2015 התאגידים הבנקאיים נדרשים לכלול בדוחותיהם הכספיים גילוי של יחס המינוף. נכון לספטמבר 2015 כל חמש הקבוצות הבנקאיות עומדות ביחס הנדרש.

#### ב. סיכון האשראי<sup>45</sup>

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2015 נרשם שיפור מסוים באיכותו של תיק האשראי הבנקאי, ונמשכה הירידה של ריכוזיות האשראי לפי גודל הלווה. נוסף על כך גדלה יתרת האשראי בכל הסקטורים (דיור, צרכני, עסקי, חו"ל), וגידולה התעצם ברביע השלישי של השנה. עיקר הגידול של יתרת האשראי מקורו באשראי למשקי הבית, בעיקר באשראי לדיור.

האשראי המאזני של סך חמש הקבוצות הבנקאיות התרחב בתקופה זו בשיעור של 5% והסתכם ב-899 מיליארדי ש"ח. רוב ההתרחבות מקורה בהמשך גידולם של האשראי לדיור והאשראי הצרכני. האשראי לענף הבינוי והנדל"ן צמח גם הוא, ויחד עם האשראי לדיור הם הגיעו ל-45%

<sup>45</sup> הניתוח מתייחס לנתוני חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בתשעת החודשים הראשונים של 2015 במונחים שנתיים.



### ג. סיכוני שוק

המערכת הבנקאית חשופה לסיכוני הריבית ולסיכון בסיסי ההצמדה. מרבית הבנקים חשופים לעליית הריבית בכל מגזרי ההצמדה. ההפסד הפוטנציאלי כתוצאה מעלייה של נקודת אחוז בשיעורי הריבית גדל ביחס לרמתו בשנת 2014, ועמד בסוף ספטמבר 2015 על כ-4.4 מיליארדי ש"ח – 6.2% מהשווי ההוגן של ההון. על אף גידולה של חשיפה זו, רמתה עדיין נמוכה ביחס לחשיפות אשראי. החשיפה של המערכת הבנקאית לסיכון בסיסי הצמדה ירדה מעט השנה, וההפסד הפוטנציאלי כתוצאה מהשינויים המרביים באינפלציה ובשער החליפין<sup>46</sup> עמד על 398 מיליוני ש"ח בלבד, שהם 0.5% מסך ההון של חמש הקבוצות. מרבית הבנקים היו חשופים לפיחות בשער השקל ולירידה בלתי צפויה של מדד המחירים לצרכן, בדומה לאשתדך.

<sup>46</sup> השינוי המרבי באינפלציה ובשער החליפין נקבע על פי השינויים החודשיים שחלו, בהתאמה, בציפיות האינפלציה ובשער החליפין הנומינלי של השקל כנגד הדולר לאורך 7 השנים האחרונות, בהנחה שההתפלגות נורמלית וברמת מובהקות של 99%.

מתיק האשראי הבנקאי. חשיפתם הגבוהה של הבנקים לאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, לאשראי לדיור ולאשראי הצרכני והמתאמים בין סוגי אשראי אלו הם בבחינת סיכון למערכת הבנקאית. גם סביבת הריבית הנמוכה השוררת במשק מגבירה את הסיכון למערכת הבנקאית, משום שהיא עלולה לעודד את הפעילים ליטול סיכונים גדולים כדי להשיג תשואות, וכתוצאה מכך להגביר את הסיכון למינוף יתר של הלווים ולהביא לעלייה של מחירי הנכסים ואולי אף לתמחור חסר של הסיכונים הגלומים בהם.

האשראי העסקי של חמש הקבוצות הבנקאיות גדל בתקופה זו בשיעור נמוך של פחות מאחוז, המשך למגמת ההאטה המאפיינת אשראי זה בשנים האחרונות. עיקר ההתרחבות מקורו באשראי לענף הבינוי והנדל"ן, שצמח במהלך התקופה בשיעור של 5%.

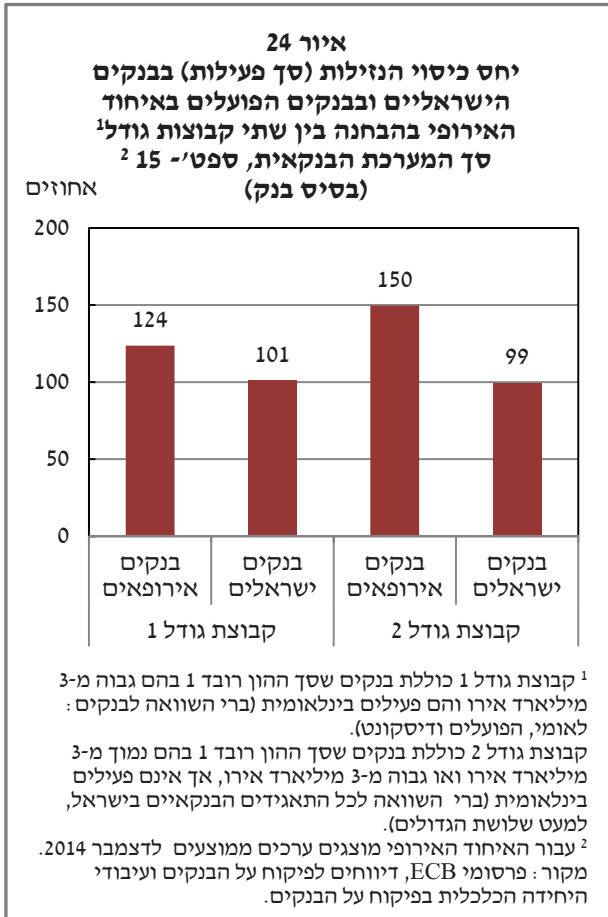
האשראי למשקי הבית המשיך לצמוח, וחלקו בתיק האשראי הבנקאי עלה מ-32% בדצמבר 2007 ל-48% בספטמבר 2015. אשראי זה הוא בשנים האחרונות מקור עיקרי לגידול האשראי הבנקאי, והוא התרחב בתקופה זו על רקע סביבת הריבית הנמוכה, העלייה של מחירי הדירות וגידול הצריכה הפרטית.

האשראי לדיור, שהוא כשני שלישים מהאשראי לאנשים פרטיים, התרחב בשיעור חד של 10% – בדומה לקצב גידולו בשנים האחרונות – והסתכם ב-284 מיליארדי ש"ח. היקף הביצועים החודשיים של ההלוואות למטרת מגורים במהלך שלושת הרבעונים הראשונים הסתכם ב-5.5 מיליארדי ש"ח בממוצע, ובחודש יוני הוא אף הגיע לשיא של 7 מיליארדי ש"ח. מאפייני הסיכון של ההלוואות למטרת מגורים שניתנו במהלך התקופה נותרו נמוכים: השיעור הממוצע של ההחזר מההכנסה היה 26%, ושיעור המימון הממוצע – 52%.

האשראי הצרכני התרחב ב-9%, וחלקו בסך תיק האשראי עמד על 16%. הואיל והיקף האשראי הצרכני התרחב במהירות בשנים האחרונות, עלה צורך לוודא שההפרשות להפסדי אשראי בגינו שמרניות דיין. לכן פרסם המפקח על הבנקים בינואר 2015 הוראה הקובעת כי החל מהדוחות לציבור לשנת 2014 שיעור ההתאמות האיכותיות הנכלל בהפרשה הקבוצתית להפסדי אשראי בגין האשראי הצרכני לא יפחת מ-0.75%.

ריכוזיות תיק האשראי לפי גודל הלווה המשיכה לרדת, אולם היא עודנה גבוהה יחסית. ברקע לירידתה עומדות, בין היתר, המגבלות המחמירות החלות על חבות של לווה ושל קבוצת לוויים והתמקדותה של המערכת הבנקאית במגזר משקי הבית ובלווים העסקיים הקטנים.

ד. סיכון הנזילות



מערכת הבנקאות הישראלית שמרה, בתום הרביע השלישי של השנה, על רמה נאותה של נזילות. הדבר בא לידי ביטוי בערכו המצרפי של יחס כיסוי הנזילות (Liquidity, LCR Ratio Coverage)<sup>47</sup>, שעמד בספטמבר 2015 על כ-101% (איור 24), ובשיעורם הגבוה של הנכסים באיכות גבוהה. ערכו של יחס כיסוי הנזילות התאפיין בשונות בין הבנקים, ועם זאת, כל הקבוצות הבנקאיות הציגו ערך גבוה מ-80% – דרישת המינימום שנקבעה לינואר 2016<sup>48</sup>. השוואה לבנקים הפועלים באיחוד האירופי מעלה כי נזילותם של רוב התאגידים בישראל פחותה מזו של תאגידים מקבילים במדינות האיחוד בשתי קבוצות הגודל שנבחנו<sup>49</sup> (איור 24), אף כי חלק מהפערים נובעים מהקלות שניתנו לבנקים

<sup>47</sup> יחס כיסוי הנזילות פותח בידי ועדת באזל במטרה לקדם את עמידות הטווח הקצר של פרופיל הנזילות של התאגידים הבנקאיים. היחס מראה מהי כמות הנכסים הנזילים האיכותיים שהתאגידים צריכים להחזיק כדי לשרוד בתרחיש קיצון משמעותי שנמשך 30 ימים קלנדריים. יחס כיסוי הנזילות מורכב משני רכיבים: במונה – מלאי הנכסים הנזילים האיכותיים (HQLA, High Quality Liquid Assets). מלאי זה בנוי משתי רמות של נכסים. רמה 1 – נכסים איכותיים, שהיקף החזקתם אינו מוגבל; ורמה 2 – נכסים שהיקף החזקתם מוגבל ל-40% ממלאי הנכסים הנזילים האיכותיים. (רמה זו מחולקת לשתי רמות משנה: 2 ו-1; היקף החזקתם של נכסים ברמה האחרונה מוגבל ל-15%). במכנה – סך תזרים המזומנים היוצא נטו, דהיינו סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי בתרחיש הקיצון בניכוי סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי בתרחיש. את סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של סטגוריות או סוגים שונים של התחייבויות מאזניות וחוף-מאזניות בשיעורי משיכתן הצפויים (drawn או off run) על ידי הכפלת היתרות של חייבים חוזיים (down contractual receivables) בשיעורי הריבית שצפויים להתקבל עליהן בתרחיש – כל זאת עד לרף מצטבר של 75% מסך תזרים המזומנים היוצא הצפוי.

<sup>48</sup> 1-ב באפריל 2015 עמדה הדרישה המזערית על 60%; בתחילת ינואר 2016 היא תהיה 80%, ובינואר 2017 תגיע ליעד של 100%.

<sup>49</sup> קבוצה הגודל 1 כוללת בנקים שסך ההון רוברד 1 בהם גבוה מ-3 מיליארדי אירו, והם פעילים בין-לאומית (בני השוואה לבנקים "לאומיים", "הפועלים" ו"דיסקונט"); קבוצת הגודל 2 כוללת בנקים שסך ההון רוברד 1 בהם נמוך מ-3 מיליארדי אירו או גבוה מ-3 מיליארדי אירו, אך אינם פעילים בין-לאומית (בני השוואה לכל התאגידים הבנקאיים בישראל, למעט שלושת הגדולים).

האירופיים. איכות הנכסים של התאגידים הישראליים, וביחוד של הקטנים שבהם (קבוצת גודל 2), עולה על זו של מקביליהם באיחוד האירופי<sup>50</sup>, שכן יתרת נכסיהם רובה ככולה ברמה 1, ועיקרה מזומנים ופיקדונות בבנק המרכזי (איור 25).

אשר לאיכות המקורות – ניכר כי אלו יציבים, וכי הבנקים הישראליים נשענים, כמקור עיקרי למימון פעילותם, על פיקדונות קמעוניים, ופחות על מימון סיטוני פיננסי. בספטמבר השנה היוו הפיקדונות הקמעוניים (אנשים פרטיים ועסקים קטנים) כ-54% מסך הפיקדונות – פיקדונות סיטוניים לא פיננסיים כ-24% ופיקדונות פיננסיים כ-23% (איור 26). ריכוזיות הפיקדונות הגדולים השתפרה מעט במהלך התקופה הנסקרת, וזאת לאחר ארבע שנות גידול.

<sup>50</sup> ממצא זה מקבל משנה תוקף לנוכח ההקלות שיושמו באיחוד האירופי בעניין סיווגם וכשירותם של הנכסים הנזילים בחישוב יחס כיסוי הנזילות.

#### 4. חברות הביטוח

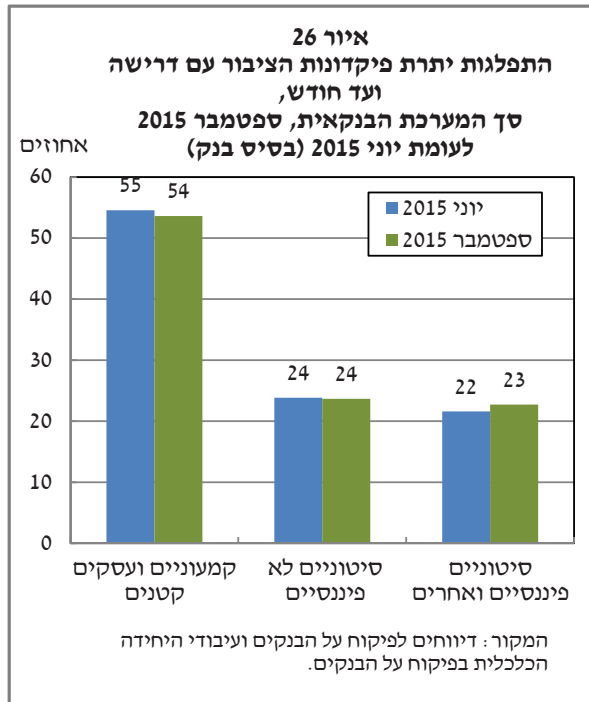
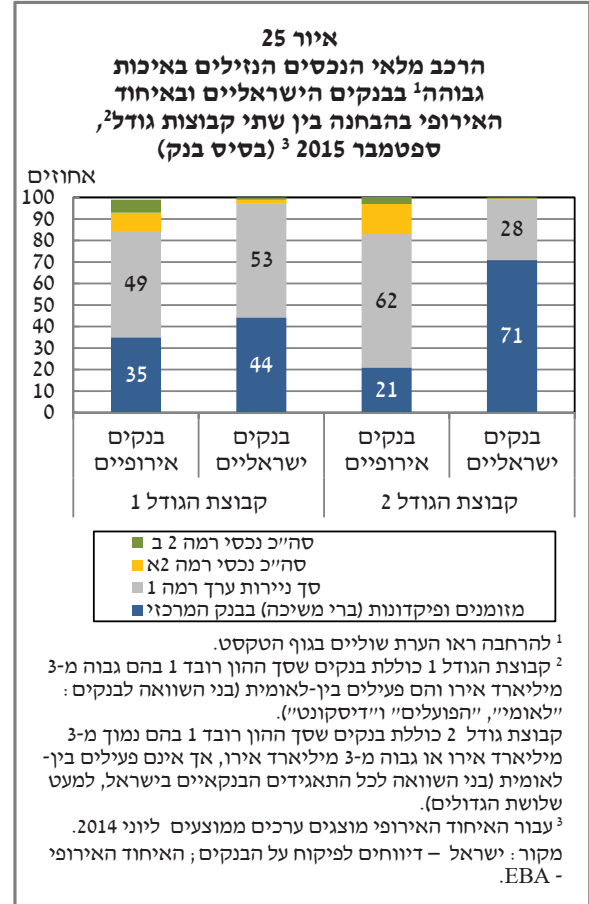
בתקופה הנסקרת, המחצית הראשונה של 2015, ירדה הרווחיות של חברות הביטוח ביחס לתקופה המקבילה ב-2014. יחד עם זאת נמשכה העלייה בהון העצמי המוכר של חברות הביטוח, וזאת, בין השאר, כתוצאה מהכנה של חברות הביטוח ליישום משטר של כושר פירעון המבוסס על Solvency II.

##### א. ירדה רווחיות חברות הביטוח

במחצית הראשונה של 2015 הסתכם הרווח הכולל המצרפי של חמש חברות הביטוח הגדולות בכ-773 מיליון ש"ח (איור 27) – ירידה של 26% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. הרווח הכולל של חברות הביטוח הושפע בעיקר משלושה גורמים: (1) חולשה בשווקים הפיננסיים והפסדים ברבעון השני של השנה, שפעלו להקטנת הרווח. (2) עלייה בריבית ההיוון, שפעלה להקטנת שווי ההתחייבויות. (3) שינוי רגולטורי באופן חישוב העתודות הביטוחיות, שגרם לעלייה בשווי ההתחייבויות. להלן נפרט.

(1) ברבעון השני של 2015 שררה בשווקים הפיננסיים חולשה, שגררה ירידה של התשואה על השקעות חברות הביטוח במחצית הראשונה של השנה ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. לפירוט על השווקים ראו פרק ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית הסיכונים העיקריים – הסביבה הגלובלית. בעקבות הירידה בתשואות פחתה משמעותית גביית דמי הניהול המשתנים<sup>51</sup>, וברבעון השני החזירו חמש חברות הביטוח הגדולות דמי ניהול משתנים בהיקף של 1.99 מיליארד ש"ח. אף על פי

<sup>51</sup> בגין ניהול פוליסות ביטוח שנמכרו בשנים 1991–2003 זכאיות חברות הביטוח לגבות דמי ניהול משתנים בשיעור שעד 15% מהתשואה הריאלית לאחר ניכוי דמי הניהול הקבועים. במקרה של הפסד החברה אינה זכאית לדמי ניהול משתנים, וזאת עד לכיסוי ההפסד המצטבר. הרווחים של חברות הביטוח מושפעים מאוד מגביית דמי הניהול המשתנים, משום שגבייתם יכולה להיות תנודתית מאוד בשנים שבהן התשואה על תיק זה נמוכה. נוסף על כך, בגין פוליסות שנמכרות החל משנת 2004 גובות חברות הביטוח דמי ניהול קבועים מהיתרה הצבורה של החוסכים. בפוליסות ביטוח מלפני שנת 2013 שיעור דמי הניהול מהנכסים מגיע עד ל-2% מהיתרה הצבורה, והחל משנת 2013 דמי הניהול המקסימליים מהיתרה הצבורה של החוסכים עומדים על 1.05% לשנה. רווחי חברות הביטוח מדמי ניהול אלו פחות תנודתיים, מפני שהגבייה היא על פי שיעור קבוע, שאינו תלוי בביצועי חברת הביטוח.



5% לשיעורי התחלואה, התמותה, הביטולים או ההוצאה הרלוונטיים. השינוי השני בשיטת החישוב של בדיקת נאותות העתודות הוא הוספת פרמיית אי נזילות<sup>52</sup> לריבית ההיוון של ההתחייבויות הביטוחיות. ההוראה קובעת כי יש להוסיף פרמיית אי-נזילות בגובה של 100% לחישוב שווי הקצבאות ופרמיה בגובה 50% לחישוב שווי שאר ההתחייבות שאינן מגובות באג"ח מיועדות<sup>53</sup>. שינוי זה מגדיל את ריבית ההיוון ומקטין את שווי ההתחייבויות של חברות הביטוח.

בשנים האחרונות ניכרת מגמה של ירידה ברווחיות לעומת עלייה בהון המוכר.

**איור 27**  
**הרווח הכולל ויחס ההון המוכר להון הנדרש של חמש חברות הביטוח הגדולות, נתונים לסופי השנים 2009 עד 2014 ונתון לסוף המחצית הראשונה של 2015**



<sup>52</sup> פרמיית אי-נזילות מחושבת בהתאם להנחיות שניתנו עבור דירקטיבת Solvency II. על פי הודעת אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון אופן חישוב הפרמיה ושיעור הוספתה בחישוב שווי ההתחייבויות השונות עדיין נבחנים, אך הוראה זו תחול כל עוד לא פורסמה הוראה אחרת.

<sup>53</sup> עבור פוליסות מבטיחות תשואה שנמכרו עד שנת 1991, שהן פוליסות ישנות שלגביהן התחייבו חברות הביטוח לספק תשואה מובטחת, הנפיקה המדינה אג"ח מיועדות מסוג ח"ץ, שמשפקות תשואה ריאלית מובטחת, הגבוהה משיעור ההתחייבות. אג"ח אלו אינן סחירות, והן מונפקות ומיועדות רק לפוליסות אלו. נכון לסוף שנת 2014 שיעור האג"ח המיועדות של חמש חברות הביטוח הגדולות בתיק המבטיח תשואה של פוליסות מלפני שנת 1991 נע בין 44% ל-74%.

כן סך ההכנסה של חמש חברות הביטוח הגדולות מדמי ניהול למחצית הראשונה של 2015 הייתה גבוהה ב-12% משל אשתקד.

(2) במחצית הראשונה של 2015 עלתה ריבית ההיוון, ולכן גדלה רווחיותן של חברות הביטוח. חברות הביטוח חשופות לסיכון ריבית במישורן, באמצעות ריבית ההיוון על ההתחייבויות. זו נקבעת בהתאם לעקום התשואות ותלויה בעיקר בתשואה ארוכת הטווח. לחברות הביטוח התחייבויות ארוכות טווח מביטוחי החיים והסיעוד; כל ירידה של הריבית ארוכת הטווח מעלה את שווי ההתחייבויות ומובילה להפרשות, שמקטינות את הרווחים, וכל עלייה של ריבית זו מקטינה את שווי ההתחייבויות ומגדילה את הרווחים. בצד הנכסים, כל ירידה/עלייה בריבית מעלה/מקטינה את שווי הנכסים, המשוערכים בשווי הוגן. מאחר שאין התאמת מח"מ מלאה בין הנכסים להתחייבויות (Maturity Mismatch), ומח"מ הנכסים קצר מזה של ההתחייבויות, שינוי בריבית ארוכת הטווח משפיע על שווי ההתחייבויות בעוצמה רבה יותר מאשר על שווי הנכסים.

לאחר תקופה ארוכה של ירידות בריבית ארוכת הטווח, שגררו, בשנים האחרונות, הפרשות של מאות מיליוני שקלים לכיסוי ההתחייבויות, עלה עקום התשואות במחצית הראשונה של 2015. בהתאם לכך עלתה ריבית ההיוון, וכתוצאה מעלייתה הקטינו חמש חברות הביטוח הגדולות את עתודותיהן ב-208 מיליון ש"ח. פירוט על העלייה של עקום התשואות ראו בפרק הסיכונים המרכזיים ליציבותה של המערכת הפיננסית. אם עקום התשואות יישאר ברמה זו, או יעלה, לא צפויות הפרשות נוספות ולא הפסדים נוספים. אף שירידתה של ריבית ההיוון נבלמה, הרי כל עוד רמתה נותרת נמוכה יחסית, יש לחברות הביטוח תמריץ להעלות את הסיכון של ההשקעות בתיק נכסי הנוסטרו שלהן כדי להשיג תשואה עודפת.

(3) במחצית הראשונה של 2015 עלה שווי ההתחייבויות בגלל שינוי ברגולציה: בדוחות הכספיים לרבעון השני של 2015 שונתה שיטת החישוב של בדיקת נאותות העתודות של חברות הביטוח. השינוי המרכזי הראשון מתייחס להתחשבות בסיכון ביטוחי שאינו ניתן לפיזור. ההוראה החדשה קובעת כי יש להוסיף להנחות ה-"Best Estimate" של חישוב ההתחייבויות מרווח שמרנות, תוספת המגדילה את שווי ההתחייבויות של חברות הביטוח. בביטוחי חיים ובריאות נקבע כי מרווח השמרנות לא יפחת מתוספת של

התשואה על ההון של חמש חברות הביטוח הגדולות הולכת ויורדת בשנים האחרונות.



סך ההשפעה של שני השינויים האמורים בדוחות הכספיים למחצית השנייה של 2015 הוא עלייה בשווי ההתחייבויות וירידה ברווחיות. בהתאם לזאת רשמו חמש חברות הביטוח הגדולות בעקבות כניסתה-לתוקף של ההוראה הפרשה של 128 מיליוני ש"ח.

**ב. ההון העצמי המוכר**

במחצית הראשונה של 2015 גדל ההון העצמי המוכר של חברות הביטוח, למרות המשך הירידה ברווח הכולל שלהן. משנתה מרכזי למדידת יציבותן של חברות הביטוח הוא הונן העצמי המוכר<sup>54</sup>, שהסתכם, בחמש חברות הביטוח הגדולות, ב-27 מיליארד ש"ח. מתחילת השנה גדל היחס בין ההון המוכר של חמש חברות הביטוח הגדולות להון הנדרש<sup>55</sup> מ-133% ל-138%. נוסף על כך, היחס המצרפי בין ההון הראשוני לסך נכסי הנוסטרו של חמש החברות עלה במקצת ביחס לסוף שנת 2014, והוא עומד על 12%, עלייה של פחות מנקודת אחוז.

במהלך שנת 2015 ננקטו פעולות אקטיביות של הגדלת ההון המוכר בחברות הביטוח הגדולות. כולן גייסו הון משני או שלישוני מורכב, השייכים לרבדים הנחותים של ההון<sup>56</sup>, וזאת בעיקר באמצעות הנפקת אג"ח הכוללות מנגנון לספיגת הפסדים בעסק חי. העלייה של שיעור ההון המוכר נובעת, בין השאר, מההכנה ליישום משטר של כושר פירעון המבוסס על דירקטיבת Solvency II (פירוט ראו בהמשך).

התשואה על ההון (הרווח הנקי הרבעוני ביחס להון הראשוני בתחילת השנה) הולכת ויורדת בשנים האחרונות, כפי שניתן לראות באיור 28.

**ג. מעבר ל-Solvency II**

חברות הביטוח מתכוננות ליישום משטר של כושר פירעון המבוסס דירקטיבת Solvency II החל מדוחות דצמבר 2016, כשנה לאחר אימוץ הדירקטיבה באירופה. הדירקטיבה נועדה להגביר את יציבותן של חברות הביטוח וליצור משטר אירופי אחיד לפיקוח עליהן. יישום הדירקטיבה ישנה את אופן בחינת הלימות ההון וקביעת ההון הנדרש וההון המוכר של חברות הביטוח. הדירקטיבה מכתיבה כמה שינויים, ואלה העיקריים שבהם: מדידת הון כלכלית לעומת חשבונאית, לרבות התאמת חישוב עתודות הביטוח; חישוב דרישת ההון באמצעות תרחישים – במקום פקטורים – המשקפים ערך בסיכון של ההון הראשוני ברמת ביטחון של 99.5%; וראייה קבוצתית של כל החברות הבנות בתחום הביטוח במקום ראייה של כל חברה בנפרד<sup>57</sup>.

ביולי 2015 פרסם אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון הוראות מעבר, שלפי העיקרית שבהן מבטח אשר אינו עומד בדרישות

<sup>54</sup> ההון המוכר משמש לחברות הביטוח כרית ביטחון מול הפסדים בלתי צפויים ולמקרה של צורך בתשלום מידי. הון זה מורכב מרבדים שונים, ואלה נבדלים ביניהם באיכות הביטחון שהם מעניקים לחברות. ההון הראשוני הבסיסי הוא הרובד האיכותי ביותר של ההון המוכר, והוא מורכב מסכום של הון המניית, הפרמיה על המניות וסעיף העודפים במאזן. הרבדים הנחותים בהון – ההון המשני וההון השלישוני המורכב – כוללים התחייבויות נדחות שחברת הביטוח הנפיקה, אשר במקרה של פירוק נדחות בפני כל חוב אחר של החברה, וכוללות מנגנונים לספיגת הפסדים כגון דחיה/ביטול של קרן או ריבית, מנגנונים המופעלים בנסיבות מסוימות.

<sup>55</sup> ההון הנדרש הוא ההון המוכר המינימלי שקבע הרגולטור כדי לשמור על יציבות חברות הביטוח.

<sup>56</sup> להסבר על רובדי ההון המוכר ראו הערת שוליים 54.

<sup>57</sup> כולל ניתוח של החברות הבנות ולא של החברות האחיות, משום שאין רגולציה על חברות אחיות.

ירד הרווח הכולל של חמש חברות הביטוח הגדולות לאחר מסים לכ-140 מיליון ש"ח, אך ההון המוכר נשאר בהיקף של 27 מיליארד ש"ח.

בסיכום, בשנים האחרונות יורדת רווחיותן של חברות הביטוח, וזאת, בין השאר, בגלל רמתן הנמוכה של הריביות והחולשה בשווקים הפיננסיים. ואולם ירידת הרווחיות לא משפיעה, לעת עתה, על יציבות חברות הביטוח, ולכולן הון מוכר בשיעור גבוה משיעור ההון הנדרש רגולטרי. כניסתה-לתוקף של דירקטיבת Solvency II והסביבה שבה הרווחיות נמוכה הן בבחינת אתגר. היציבות של חברות הביטוח בישראל נשמרת, ודירקטיבת Solvency II תביא לחיזוקה בטווח הארוך.

## 5. המגזר העסקי הלא פיננסי

יתרת החוב הנומינלית של המגזר העסקי הלא פיננסי עמדה בספטמבר 2015 על כ-825 מיליארדי ש"ח, גידול של כ-1.5% יחסית לרמתה בסוף שנת 2014.<sup>59</sup> משקל האשראי הבנקאי בחוב עלה מעט בשלושת הרבעונים הראשונים של 2015 – מ-47.4% בסוף 2014 לכ-48% בספטמבר 2015, ועם זאת רמתו עדיין נמוכה יחסית לעבר.<sup>60</sup>

התשואה על הנכסים של החברות הציבוריות הלא פיננסיות<sup>61</sup> עלתה מעט בשנתיים האחרונות, ורמתה דומה לממוצע ארוך הטווח שלה (איור 29). עליית התשואה על הנכסים לצד ירידה של מחיר החוב של החברות<sup>62</sup>, על רקע סביבת הריבית הנמוכה במשק, משקפת שיפור ביכולת של החברות לשרת את חובן.

ההון עם כניסתה לתוקף של הדירקטיבה יוכל להגיע להון הנדרש עד סוף 2018. דרישות ההון לגבי החזקת מניות ייכנסו לתוקף בהדרגה, לאורך 7 שנים, באופן לינארי, עד לשיעור המלא.

בדוח הכספי לרבעון השלישי של שנת 2015 התחילו חברות הביטוח לדווח על צפי למחסור בהון הנדרש לפי הדירקטיבה מחסור בהון צפוי רק לשתי חברות ביטוח גדולות, והחברה היחידה המדווחת על צורך בצעדים משמעותיים לשם עמידה בגירעון היא "מגדל", חברת הביטוח הגדולה בישראל. זו צופה, נכון לרבעון השלישי של שנת 2015 ובהעדר היערכות מתאימה, מחסור בהון בהיקף של 4.5 מיליארד ש"ח.

## ד. שינויים בהוראות לעניין השקעות גופים מוסדיים בהלוואות מותאמות

בשנת 2015 פרסמה הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון כמה חוזרים בנושא מדיניות ההשקעה של הגופים המוסדיים בהלוואות מותאמות (ישירות). זאת, בין השאר, בעקבות כשלים שהתגלו ועל פי המסקנות של ועדות<sup>58</sup> שהוקמו לשם הסדרת השקעתם של הגופים המוסדיים באפיק זה ומניעת כשלים אפשריים בה. ההוראות באות לחזק את הנהלים ולפקח על התנהלות החברות בהענקת הלוואות אלו, ועל ידי כך הן עתידות להקטין את סיכון ההשקעה ולהגביר את היציבות של חברות הביטוח.

פירוט נוסף על הסיכונים העומדים בפני חברות הביטוח וניתוח של מבנה השקעותיהן ניתן למצוא בדוח היציבות הפיננסית לשנת 2014.

## ה. עדכון לרבעון השלישי

הדוחות הכספיים של חברות הביטוח לרבעון השלישי של שנת 2015, שפורסמו לפני סגירת דוח זה, הושפעו מהתהליכים שתוארו לעיל ודווחו בדוחותיהן הכספיים של החברות למחצית הראשונה של השנה. החולשה בשווקים הפחיתה את רווחיות חברות הביטוח ברבעון זה. בעטיה

<sup>58</sup> הוועדות הן הוועדה לבחינת אופן ההשקעות של גופים מוסדיים בהלוואות מתואמות (ועדת גולדשמידט) והוועדה לבחינת התנהלות גופים מוסדיים במהלך הסדרי חוב (ועדת אנדורף).

<sup>59</sup> אומדן השינוי הכמותי של החוב, קרי השינוי בנטרול הפרשי השער וההצמדות, מראה כי הוא עלה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2015 בשיעור של כ-4.9%. נתון זה משקף עלייה של כ-7.3% בחוב של המגזר העסקי לבנקים לצד ירידה של כ-2.3% בחוב שמקורו בחו"ל.

<sup>60</sup> משקל האשראי הבנקאי בסך האשראי למגזר העסקי בינואר 2009 עמד על 56.2% והממוצע ארוך הטווח שלו הוא כ-50.5%.

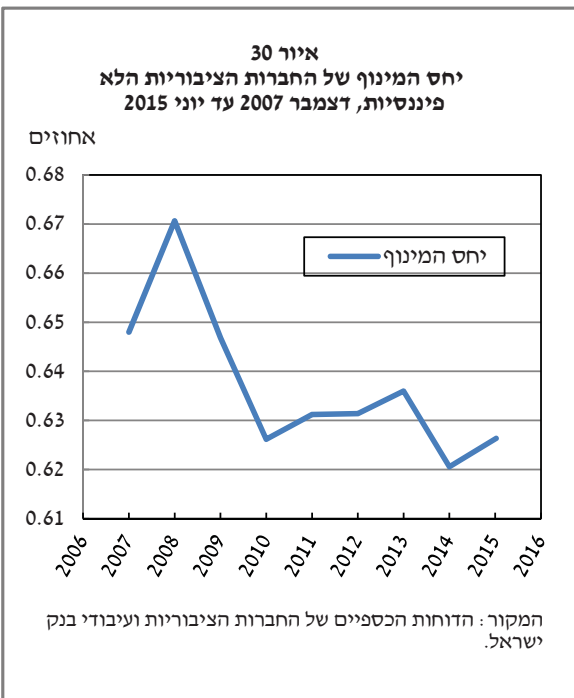
<sup>61</sup> התשואה על הנכסים לתקופה נתונה מחושבת כחציון של היחסים בין הרווח התפעולי לנכסים על פי ערכם בספרים, יחסים המחושבים לגבי כל פירמה באותה תקופה.

<sup>62</sup> דיון בנושא זה ראו בדוח היציבות פיננסית מיוני 2015 בפרק "המגזר העסקי".

יחס כיסוי הריבית על בסיס מזומן<sup>66</sup> (להלן: "יחס הכיסוי המצטבר" ו"יחס כיסוי המזומן"), המשקפים את היכולת של הפירמה לשרת את חובה על בסיס התוצאות של פעילותה השוטפת, מצויים מעל למוצע ארוך הטווח שלהם. זאת, בין היתר, על רקע רמתה הנמוכה של הריבית במשק, התומכת בעלויות מימון נמוכות יותר עבור הפירמות, ובדרך זו – בעלייה של יחסי הכיסוי. רמת הנזילות<sup>67</sup> של הפירמות, המשקפת את יכולתן לשרת את החוב גם אם הפעילות השוטפת לא מניבה די רווחים או מזומנים, נמצאת אף היא מעל למוצע ארוך הטווח שלה.

ניתוח ההתפתחויות של היחסים הפיננסיים מעלה כי במחצית הראשונה של 2015 עלתה מעט רמת המינוף יחסית

במחצית השנייה של שנת 2015 עלתה מעט רמת המינוף של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות, אך רמתו נמוכה מהמוצע ארוך הטווח שלו.



<sup>66</sup> יחס כיסוי הריבית על בסיס מזומן לתקופה נתונה מחושב כחציון של היחסים שבין תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת להוצאות המימון, יחסים המחושבים לגבי כל פירמה באותה תקופה.

<sup>67</sup> רמת הנזילות של פירמה במועד נתון משתקפת ביחס השוטף שלה, שהוא היחס בין נכסיה השוטפים להתחייבויותיה השוטפות באותו מועד, או ביחס המהיר שלה, שהוא היחס בין נכסיה השוטפים בניכוי המלאי להתחייבויותיה השוטפות באותו מועד.

התשוואה על הנכסים של החברות הציבוריות הלא פיננסיות עלתה בשנתיים האחרונות, ורמתה דומה למוצע ארוך הטווח שלה.



בלוח 1 ריכזנו יחסים פיננסיים שונים שחושבו על בסיס הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות בתקופה שמינואר 2009 עד יוני 2015. היחסים המחושבים משקפים את הסיכון לחדלות פירעון של החברות מזוויות שונות. לגבי כל יחס חושבו הממוצע ארוך הטווח שלו ורמתו ביוני 2015. הנתונים בלוח מראים כי יחס המינוף<sup>63</sup> ביוני 2015 נמצא מתחת למוצע ארוך הטווח שלו. בהקשר זה נציין כי רמת המינוף של חברות מענף הנדל"ן מושפעת מעלייה של שווי הנכסים (להבדיל מירידה בהיקף ההתחייבויות), הנובעת מרווחי שערון משמעותיים שרושמות חברות אלו בשנים האחרונות<sup>64</sup>. יחס כיסוי הריבית על בסיס מצטבר<sup>65</sup>

<sup>63</sup> יחס המינוף למועד נתון מחושב כחציון של היחסים בין סך כל ההתחייבויות לסך כל הנכסים, יחסים המחושבים לגבי כל פירמה באותו מועד.

<sup>64</sup> דיון נרחב בנושא זה ראו בדוח היציבות הפיננסית מיוני 2015.

<sup>65</sup> יחס כיסוי הריבית על בסיס מצטבר בתקופה נתונה מחושב כחציון של היחסים שבין הרווח התפעולי להוצאות המימון, יחסים המחושבים לגבי כל פירמה באותה תקופה. מאחר שיחס זה תנודתי מאוד, נתייחס בהמשך ליחס כיסוי המזומן בלבד.



לוח 1

יחס המינוף של החברות הציבוריות הלא פיננסיות נמצא מתחת לממוצע ארוך הטווח שלו; יחסי הכיסוי והנזילות מצויים מעל הממוצע ארוך הטווח שלהם, ינואר 2009 עד יוני 2015 (אחוזים)

יחס המינוף		יחס הכיסוי המצטבר		היחס המהיר		היחס השוטף	
ארוך טווח	15-יוני	ארוך טווח	15-יוני	ארוך טווח	15-יוני	ארוך טווח	15-יוני
0.64	0.62	1.79	1.98	1.02	1.05	1.36	1.42
1.16	1.11						

המקור: הדו"חות הכספיים של החברות הציבוריות ועיבודי בנק ישראל.

בערך הספרים של המלאי בקרב החברות עקב עלייה של כמות המלאי ו/או של שווי.

ההסתברות לחדלות פירעון, כפי שהיא נגזרת מההתחייבויות המאזניות של הפירמות ומתמחור מניותיהן (מדד ה- EDF) ירדה מתחילת השנה (איוור 31).

6. משקי בית

החוב של משקי הבית גדל בשנים האחרונות בקצב מהיר. עם זאת, יחס החוב של משקי הבית לתוצר עלה בשיעור מתון בלבד, ורמתו נמוכה בהשוואה בין-לאומית<sup>68</sup>. יתרת החוב של משקי הבית עומדת בספטמבר 2015 על כ-456 מיליארדי ש"ח, והיחס בינה לבין התוצר הוא כ-41.7%, מעט גבוה מהיחס בסוף 2014. קצב העלייה בחוב של משקי הבית בשלושת הרבעונים הראשונים של 2015 התגבר, ובמונחים שנתיים הוא עומד על 7.1% – גבוה מאשר בתקופה המקבילה אשתקד, בה קצב העלייה עמד על 5.5%. להתגברות קצב העלייה בחוב של משקי הבית תרמו הן האשראי לדיור והן האשראי שאינו לדיור.

האשראי שאינו לדיור צומח בשלושת הרבעונים הראשונים של 2015 במונחים שנתיים בקצב של 8.0%, קצב מהיר הן בהשוואה לקצב הצמיחה של האשראי לדיור בתקופה זו והן בהשוואה לקצב הצמיחה של האשראי שאינו לדיור בתקופה המקבילה אשתקד, שעמד על כ-6.1%<sup>69</sup>.

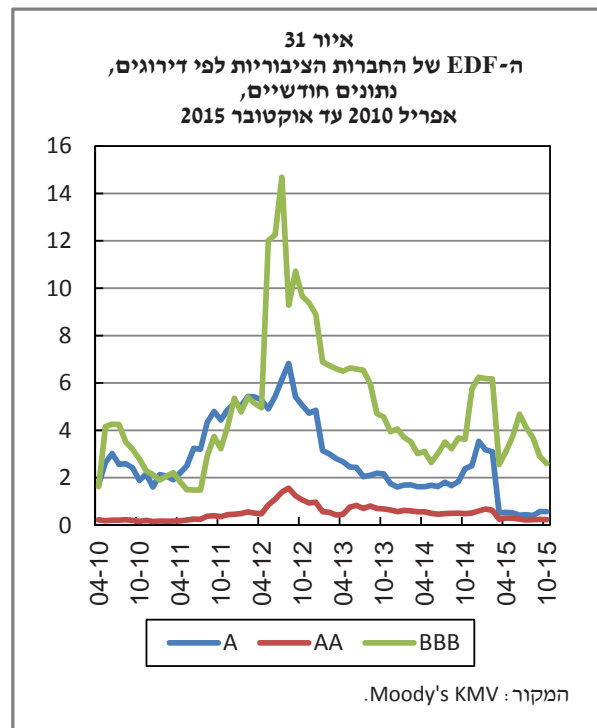
<sup>68</sup> עם זאת, יחס החוב שלא לדיור (שהנו בדרך-כלל ללא בטוחות) של משקי הבית בישראל לתוצר אינו נמוך בהשוואה בין-לאומית.

<sup>69</sup> לדיון בדבר סיבות אפשריות לגידול באשראי שאינו לדיור ראו הפרק על מגזר משקי הבית בדו"ח יציבות פיננסית יוני 2015.

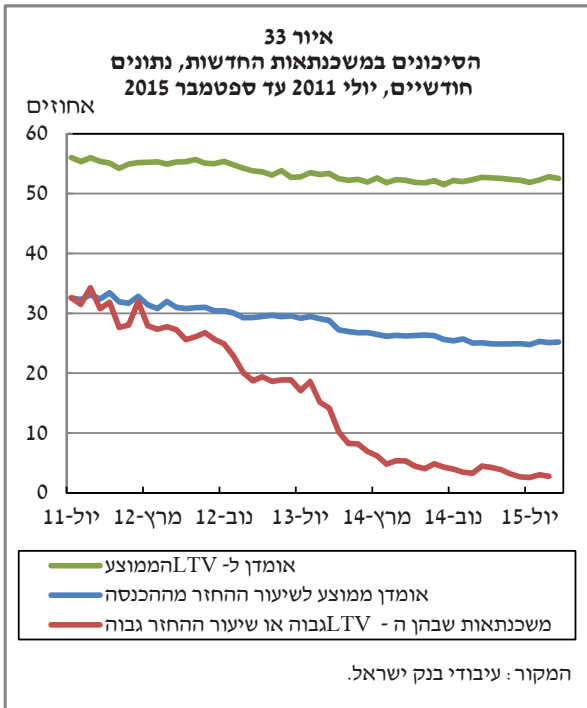
לרמה של סוף שנת 2014 (איוור 30). זאת בעיקר עקב עלייה במינוף של חברות מתחום הגז והנפט ומענף המסחר.

יחס כיסוי המזומן של החברות במגזר העסקי הלא פיננסי ירד, יחסית לרמתו בסוף 2014. עם זאת, בחינה של התפלגות יחסי כיסוי המזומן ביוני 2015 בהשוואה להתפלגותם בדצמבר 2014 מעלה כי משקל החברות שיחס כיסוי המזומן שלהן נמוך מ-1 ירד. היחס השוטף של הפירמות עלה מעט והיחס המהיר שלהן ירד מעט. נתון זה עשוי לשקף עלייה

ההסתברות לחדלות פירעון, הנגזרת ממאזני החברות ומתמחור מניותיהן, ירדה.



מדדי הסיכון של המשכנתאות החדשות שומרים על יציבות ברמות נמוכות יחסית.

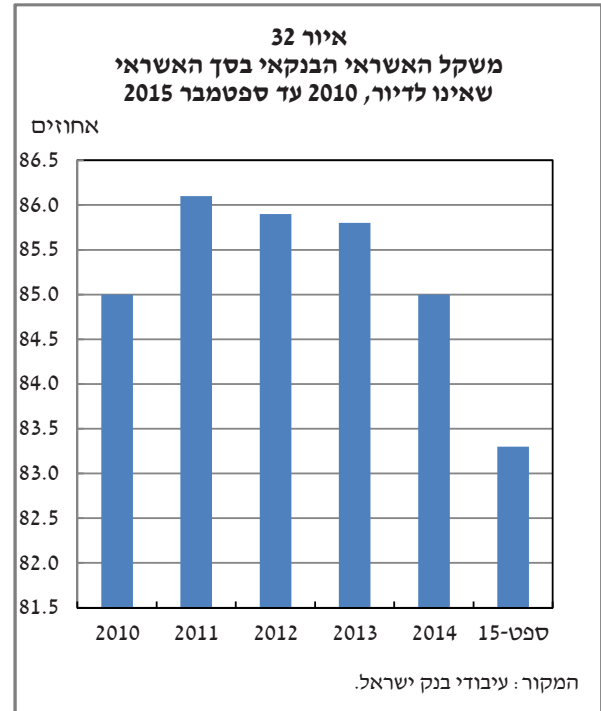


נוטלי משכנתאות בריבית משתנה חשופים לסיכון ריבית. סיכון זה עלול להתממש אם עליית הריבית במשק תביא לגידול היחס שבין החזר המשכנתה להכנסה. בשנים האחרונות ניכרת מגמת עלייה של משקל המשכנתאות הניתנות בריבית קבועה וירידה של משקל המשכנתאות בריבית משתנה צמודה. זאת על רקע רמתה הנמוכה של הריבית במשק וכן על רקע צעדים שנקט המפקח על הבנקים<sup>70</sup>. מגמה זו תורמת להקטנת החשיפה של נוטלי המשכנתאות לסיכון הריבית ולהקטנת הסיכון הנגזר מחשיפה זו ליציבות המוסדות הפיננסיים. ואולם בחודשים האחרונים, על רקע עלייה של הריביות הממוצעות על משכנתאות בריבית קבועה, ירד משקלן של המשכנתאות בריבית קבועה בסך המשכנתאות שניתנו, ועלה משקל המשכנתאות הניתנות בריבית משתנה (איור 34).

<sup>70</sup> המפקח על הבנקים הוציא בשנים האחרונות שתי הוראות המגבילות את שיעור המשכנתאות הניתנות בריבית משתנה: "הלוואת לדויר בריבית משתנה", אפריל 2011; הנחיות בדבר הגבלות של הלוואות לדויר, אוגוסט 2013.

במשקל האשראי שאינו לדויר הניתן על ידי בנקים ניכרת מגמת ירידה מסוימת מתחילת שנת 2014 (איור 32), עם גידול משקלן של הלוואות מגופים מוסדיים. עם זאת, עדיין מרבית האשראי שאינו לדויר – כ-83% – ניתן על ידי הבנקים.

במשקל האשראי הבנקאי בסך האשראי שאינו לדויר ניכרת מגמת ירידה מסוימת, אולם עדיין מרבית האשראי שאינו לדויר ניתן על ידי הבנקים.



האשראי לדויר צמח בשלושת הרבעונים הראשונים של 2015 בשיעור שנתי של 6.5%, לעומת קצב גידול של 5.2% בתקופה המקבילה אשתקד. אשראי זה מורכב ברובו המכריע ממשכנתאות שניתנו על ידי הבנקים. יתרתן של אלה עלתה, במונחים שנתיים, בשיעור של 9%.

רמת הסיכון הממוצעת של המשכנתאות החדשות שנלקחו ירדה מעט: היחס הממוצע של הלוואה לשווי הנכס (Loan to Value) עמד בספטמבר 2015 על 52.8%, דומה ליחס בתקופה המקבילה אשתקד, אך השיעור הממוצע של החזר המשכנתה מההכנסה (Payment to Income) ירד ב-1.5 נקודות אחוז, ל-25%. זאת ועוד, בחודשים האחרונים רק כ-3% מהמשכנתאות החדשות, נחשבות משכנתאות ברמת סיכון גבוהה, כלומר, כאלו שהיחס שלהן לשווי הנכס הוא 75% ומעלה, או שיעור החזרן מההכנסה הוא 40% ומעלה (איור 33).

מאמצע 2014 עד אמצע 2015 ניכרת עלייה בסך ההלוואות שניתנו לצורך מיחזור משכנתאות ובשיעורן מסך ההלוואות למגורים. מגמה זו תרמה להקטנת הסיכון היציבותי של הבנקים.



בשנים האחרונות ניכרת מגמת עלייה של משקל המשכנתאות הניתנות בריבית קבועה לא-צמודה, אולם בחודשים האחרונים, על רקע עליית הריבית הקבועה הלא-צמודה, משקל זה יורד.



מיחזור משכנתאות ומשקלן בסך האשראי לדיור, יורדים. זאת, הן על רקע עלייה של הריבית הקבועה הלא צמודה על משכנתאות חדשות והן לאור העובדה שלאחר מספר שנים של מיחזורים בהיקף גבוה, הפוטנציאל למיחזור משכנתאות נוספות ירד.

במהלך החודשים מאי ויוני 2015 עלה בשיעור חד החלק של הדירות הנרכשות על ידי משקיעים בכלל העסקאות החדשות לרכישת דירות (איור 36). עלייה זו מוסברת ככל הנראה ברצונם של המשקיעים להספיק וליהנות משיעורי מס הרכישה המופחתים לנוכח הודעת הממשלה, סמוך לחודשים אלו, על הכוונה להעלות את שיעורי המס על דירות להשקעה. משקל הדירות הנרכשות לשם השקעה ירד משמעותית בחודש יולי, כך שבסך הכול, הממוצע של משקל זה בתקופה שמסוף אפריל 2015 עד סוף יולי 2015 דומה לממוצע ארוך הטווח.

הסיכון היציבותי הכרוך במשקל גבוה של משקיעים בנדל"ן עלול להתממש במקרה של שפל במחזור העסקים ועמו ירידה של מחירי הדירות. במקרה כזה ייתכן כי המשקיעים, מחשש להמשך הירידות במחיר, יממשו

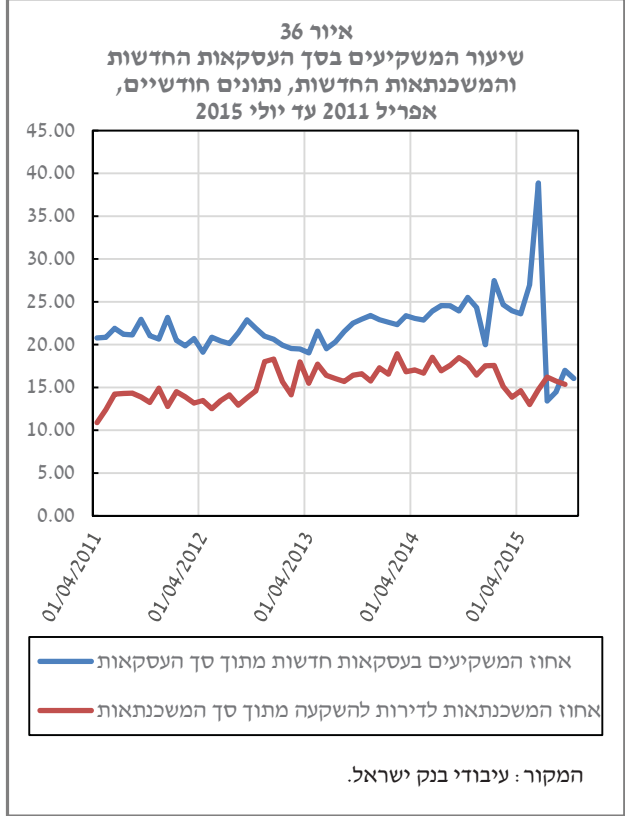
סך ההלוואות שניתנו לצורך מיחזור משכנתאות ושיעורן של הלוואות אלו בכלל האשראי לדיור<sup>71</sup> היו במגמת עלייה החל מאמצע 2014, ורמותיהם ביוני 2015 היו 2.67 מיליארדי ש"ח ו-30%, בהתאמה – גבוהות בהרבה מהממוצע ארוך הטווח (איור 35).

הרקע למגמה זו הוא ירידה של הריבית במשק בתקופה זו ורמת תחרות גבוהה יחסית בין הבנקים במגזר המשכנתאות, שכתוצאה ממנה הוזלת עלויות גיוס ההון על ידי הבנקים מגולגלת, לפחות בחלקה, אל הציבור. גידול משקל המשכנתאות הממוחזרות לא מעלה את רמת המינוף נטו של משקי הבית, וגידול משקלן של אלה הניתנות בריבית קבועה מקטיף את סיכון הריבית שלהם. מכאן שתופעת מיחזור המשכנתאות, לא רק שאינה מגדילה את הסיכון היציבותי של הבנקים; היא אף פועלת לירידתו. עם זאת נציין כי החל מחודש יולי 2015 סך ההלוואות שניתנו לצורך

<sup>71</sup> האשראי לדיור בפסקה זו כולל מיחזור משכנתאות שניתנו באותו בנק, מיחזור משכנתאות שניתנו בבנק אחר ומשכנתאות מוכוונות.

במהירות את נכסי הנדל"ן שבבעלותם, ובכך יתרמו לירידה נוספת של מחיריהם ויגבירו את ההשפעה השלילית על יציבות המוסדות המעמידים משכנתאות. עם זאת, הואיל ועלויות העסקה הנלוות להשקעה בנדל"ן גבוהות בהרבה מאלו הנלוות להשקעה בנכסים פיננסיים, החשש למימוש מהיר של דירות להשקעה עם שינוי במחזור העסקים נמוך בהרבה מהחשש הדומה לגבי נכסים פיננסיים. יתר על כן, ירידה של מחירי הדירות כשמחזור העסקים מצוי בשפל אינה מלווה בהכרח בירידה בשיעור דומה של מחירי השכירות. המשמעות היא שהתשואה אשר רואים המשקיעים בנדל"ן לא משתנה בהכרח עם ירידה של מחירי הדירות, ולפיכך לא ברור אם התמריץ שלהם לממש את השקעות הנדל"ן גדל.

שיעור המשקיעים בעסקאות חדשות מתוך סך העסקאות עלה בשיעור חד בחודשים מאי ויוני וירד בחדות ביולי. זאת על רקע ציפיות להעלאת מס הרכישה על דירות להשקעה.



## תיבה 2: בנקאות צל

בנקאות צל<sup>1</sup> היא פעילות תיווך אשראי חוץ-בנקאית. בבנקאות הצל גלומים יתרונות רבים, ובראשם הגדלת היצע האשראי במשק והנגשתו לציבור רחב של לוויים. עם זאת גלומים בפעילות זו גם סיכונים, שעלולים להשפיע על היציבות הפיננסית ועל המשק. הסיכונים משמעותיים במיוחד כאשר מדובר בגוף המבצע פעילויות הדומות לפעילויות בנקאיות, וכאשר רמת הקישוריות של בנקאות הצל עם המערכת הבנקאית הרגילה גבוהה. כדי למזער סיכונים אלו נדרשת הערכה של היקף בנקאות הצל ושל הסיכונים הגלומים בה.

להלן נתאר את ענף תיווך האשראי החוץ-מוסדי. נגדיר חברות תיווך אשראי חוץ-מוסדי כחברות שעיסוקן המרכזי הוא העמדת אשראי, והן אינן בנקים, חברות ביטוח, קרנות פנסיה או קופות גמל. נתמקד בחברות אלו לנוכח שינויים רגולטוריים ההולכים ומתהווים, אשר נוגעים לאסדרה של ענף תיווך האשראי החוץ-מוסדי.

נדגיש את חשיבותו של פיקוח יציבותי מאוזן על מוסדות בנקאות הצל, בנוסף על פיקוח צרכני. פיקוח יציבותי מתאים יצמצם את הסיכונים הגלומים בבנקאות הצל ויחד עם זאת יאפשר לשוק זה להמשיך להתקיים ולהתפתח. כך יוכל הציבור ליהנות בבטחה מן היתרונות הגלומים בפעילות האמורה.

### סיכום ומסקנות

היקף פעילותה של בנקאות הצל, ובפרט של תיווך האשראי החוץ-מוסדי בישראל, נכון להיום, אינו משמעותי, אולם אנו צופים המשך צמיחה מואצת בפעילות זו, ולכן חשוב כבר כעת לעצב את המדיניות הרצויה בתחום זה.

לבנקאות הצל יתרונות בכל הקשור להגדלת מקורות האשראי והנזילות במשק, בין השאר, לאנשים וישויות שמערכת הבנקאות המסורתית חסומה בפניהם. בנקאות הצל אף תורמת להגברת התחרות בתוך המערכת הפיננסית. ואולם, לצד יתרונות אלו ישנם סיכונים רבים הגלומים בפעילות בנקאות הצל, ובפרט בתיווך האשראי החוץ-מוסדי, שיש להם השלכות יציבותיות על המערכת הפיננסית כולה, ועלולים להביא למחנק אשראי שיפגע גם בסקטור הריאלי. סיכונים אלו אינם נחלתה הבלעדית של מערכת בנקאות הצל. הם מאפיינים את כלל מערכת תיווך האשראי, שבמרכזה בנקים וגופים מוסדיים, אך להבדיל מבנקאות הצל, הפיקוח על בנקים ועל גופים מוסדיים פועל למזעור וניטור של סיכונים יציבותיים אלו. בהעדר מנגנוני פיקוח יציבותי מתאימים, בנקאות הצל, ובפרט פעילותם של מתווכי האשראי החוץ-מוסדי, היא שברירית ופחות יציבה מפעילות בנקאית מסורתית.

מימון באמצעות אג"ח סחירות מהציבור מעצים את הסיכונים הגלומים בפעילות בנקאות הצל: ראשית, האי-סימטריה במידע בין הלווה למלווה מצמצמת את יכולתו של הציבור לפקח על ההשקעה ומגבירה את היכולת של הגוף הפיננסי לקחת סיכונים יתר. גם הסכנה מפני תגובת יתר והדבקה עולה. שנית, כיוון שמדובר על מימון באמצעות כספים שעל המוסד הפיננסי להשיב לציבור המשקיעים<sup>2</sup> הוא תלוי במצב השווקים וביכולת למחזר בהם את החוב. לפיכך, במקרה של זעזוע חיצוני שיגרורם לקיפאון בשווקים או במקרה של אובדן אמון במוסד הפיננסי: הוא יתקשה לגייס מימון חדש לגלגול החוב, וכך, נוסף על הקיפאון במתן האשראי המוסדות יתקשו לעמוד בהתחייבויותיהם. בעיה זאת מוחרפת ככל שמח"מ ההתחייבויות קצר יותר וככל שהפער בין מח"מ ההתחייבויות לזה של הנכסים גדול יותר. סחירות האג"ח יכולה לגרום למכירת חיסול, וכך יפגע שווי האג"ח, דבר שיקשה עוד יותר על גיוס עתידי, על עמידה בהתחייבויות ועל העמדת אשראי. שלישית, מימון בדרך זו מגביר את היקף הפעילות הפוטנציאלי של הגוף ואת המינוף, וכך גם את כלל הסיכונים הגלומים בו. ואכן, כפועל יוצא מסיכונים אלו מוחלת באירופה על מתווך המנפיק אג"ח לצורך מתן אשראי רגולציה דומה לזו שהיא מחילה על בנקים, גם אם היא מקלה יותר.

<sup>1</sup> המונח "בנקאות צל" אינו מבטא יחס שלילי או ביקורתי אל בנקאות זו. מונח זה שגור בספרות המקצועית, כפי שמובהר במסמכים שמפרסם ה-FSB (Financial Stability Board) בנושא.

<sup>2</sup> באשר למקורות מימון מהציבור שיש להשיבם נבחין בין מימון באמצעות פיקדונות עו"ש לבין מימון באמצעות אג"ח ופיקדונות קצובים. הסיכון היציבותי הגלום באופן המימון הראשון הוא הגבוה יותר.

בסיכום בקביעת הרגולציה על גופים בתיווך האשראי החוץ-מוסדי בישראל, חשוב לתת את הדעת לנקודות הבאות:

- הפיקוח על מתווכי אשראי צריך להיות לא רק צרכני אלא גם יציבותי. על הפיקוח היציבותי לפעול הן להקטנת הסיכון שמתווך אשראי חוץ-מוסדי מסוים ייקלע למצוקה, והן לצמצום ההשפעה של מצוקתו על כלל המשק (סיכונים מקרו-יציבותיים). על הרגולציה להיות מותאמת לרמת הסיכון שגופים אלו מייצרים למערכת הבנקאית. במקרה שהפיקוח החדש על מתווכים אלו יהיה כבד מדי, לא תהיה להם אפשרות לפעול במשק. חשוב אפוא לשמור על איזון בין צמצום הסיכון לבין שימור היתרונות למשק מפעילותם של גופים אלו.

- ישנה חשיבות רבה בהתאמת הרגולציה היציבותית על גופים שמנפיקים אג"ח ונותנים אשראי (בייחוד בהיקפים גבוהים) לרמות הסיכון שלהם בדומה לגופים שמקבלים פיקדונות מהציבור, אך עם הקלות מסויימות.

בגלל הסיכון המערכתי המשמעותי הגלום בפעילות תיווך האשראי החוץ-מוסדי נדרשים, נוסף על פיקוח יציבותי וצרכני פרטני, גם פיקוח וניטור שוטף על כלל פעילות האשראי המשקית מהבחינה המערכתית. בנטל זה אמורה לשאת הוועדה ליציבות פיננסית, שיש להקימה בהקדם.

### מהי בנקאות צל?

כדי להבין את המושג בנקאות צל יש להשוות בינו לבין הבנקאות המסורתית: בדומה לבנקים, בנקאות הצל עוסקת בהעמדת אשראי וזילות, אך בשונה מבנקים היא אינה כוללת, לרוב, קבלת פיקדונות אינה מפוקחת בפיקוח מיקרו-יציבותי הדוק כמו בנק המקבל פיקדונות אינה זכאית להלוואות מוניטריות לשעת חירום ולרוב גם אינה זכאית לביטוח פיקדונות. ישנן הגדרות שונות לבנקאות צל<sup>3</sup>. כאן נתייחס לשתיים מהן, שמציע ה-FSB (Financial Stability Board). על פי ההגדרה הראשונה, הרחבה יותר, בנקאות צל היא תיווך אשראי על ידי ישויות או באמצעות פעילויות הנמצאות מחוץ למערכת הבנקאית המסורתית. ההגדרה השנייה, הצרה, שאליה נתייחס, מתמקדת בפונקציה הכלכלית שהישות ממלאת, ולפיה בנקאות הצל היא רק תיווך אשראי חוץ-בנקאי, שגלום בו סיכון המרת מח"מ, סיכון המרת נזילות<sup>4</sup> או סיכון מינוף. גישה זו מתבססת על סיווג ישויות פיננסיות חוץ-בנקאיות לחמש פונקציות כלכליות שונות שבהן גלומים סיכונים אלו<sup>5</sup>. להגדרות אלו נכנסות מספר ישויות – ביניהן קרנות כספיות מבטיחות תשואה<sup>6</sup>, איגוח<sup>7</sup>, קרנות גידור וברוקרים ודילרים, המספקים אשראי ללקוחותיהם בביצוע עסקאות עבורם וחברות לתיווך אשראי חוץ-מוסדי. לעומת זאת, קרנות השקעה

<sup>3</sup> לסקירת ההגדרות של ה-FSB שהצגנו בתיבה זו ראו דוחות של ארגון זה "Global Shadow Banking Monitoring Report" משנת 2013 ומשנת 2015. לדיון בהגדרות השונות של בנקאות צל ראה גם דוח ה-Financial Stability Report של ה-International Monetary Fund (להלן: IMF). מאוקטובר 2014 דוחו "Shadow Banking: strengthening oversight and regulation" של ה-FSB מאוקטובר 2011.

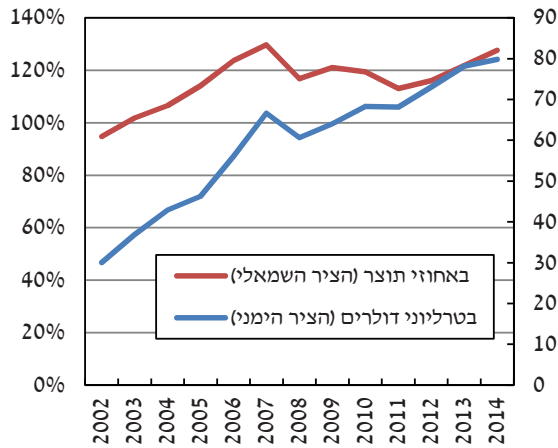
<sup>4</sup> כשמח"מ הנכסים או נזילותם שונים מאלה של ההתחייבויות. הרחבה ראו בהמשך.

<sup>5</sup> להרחבה על חמש הפעילויות הכלכליות ראו דוח "Global Shadow Banking Monitoring Report" של ה-FSB מ-2015 ומ-2013. להסברים נוספים על פעילויות אלו ועל פעילויות בנקאות צל נוספות ראו גם: "Shadow Banking from a Swedish Perspective", Sveriges Riksbank Economic Review 2014 and "Shadow Banking in the Euro Area", European Central Bank, april 2012.

<sup>6</sup> הסיכון הגלום בקרנות כספיות המבטיחות תשואה משמעותי, משום שגופים אלו מחזיקים נכסים נזילים, ובגינם הם חשופים למצוקה כלכלית ופשיטות רגל. במקרה של משיכת כספים המונית מהקרנות שווי הנכסים יורד, אך ההבטחה הפיננסית מחייבת את הגופים לשלם את מלוא ההפקדה. מאחר שנוצר פער בין שווי הנכסים לשווי ההתחייבויות גופים אלו חשופים במידה רבה ל"ריצות" ולסיכון יציבותי. הסיכון התממש בעקבות המשבר הפיננסי העולמי: רבות מהקרנות הכספיות המבטיחות תשואה ברחבי העולם פשטו רגל.

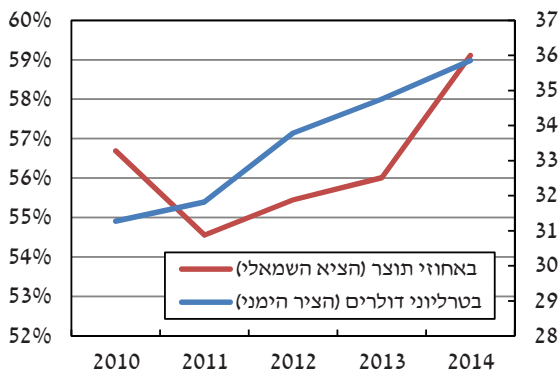
<sup>7</sup> בעסקת איגוח מונפקות תעודות התחייבות שפירעונן מובטח על ידי תזרים מזומנים מוגדר מראש, הצפוי לנבוע מנכס או מקבוצת נכסים מוגדרים. להרחבה ראו: דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל, נובמבר 2015.

**איור א'**  
נכסי בנקאות הצל (לפי ההגדרה הרחבה)  
במדינות נבחרות בעולם<sup>1</sup>, 2002 עד 2014



<sup>1</sup> המדינות הן: ארגנטינה, אוסטרליה, בראזיל, קנדה, צ'ילה, סין, הונג-קונג, הודו, אינדונזיה, יפן, דרום קוראה, מקסיקו, רוסיה, ערב הסעודית, סינגפור, דרום אפריקה, שווייץ, תורכיה, אנגליה, ארה"ב ואזור האיר. המקור: "FSB Global shadow Banking monitoring Report" 2015

**איור ב'**  
נכסי בנקאות הצל (לפי ההגדרה הצרה),  
במדינות נבחרות בעולם<sup>1</sup>, 2002 עד 2014



<sup>1</sup> המדינות הן: אוסטרליה, קנדה, צרפת, גרמניה, הונג-קונג, אירלנד, איטליה, יפן, דרום קוראה, הולנד, סינגפור, ספרד, שווייץ, אנגליה, ארה"ב, ארגנטינה, בראזיל, צ'ילה, סין, הודו, אינדונזיה, מקסיקו, רוסיה, ערב הסעודית, דרום אפריקה ותורכיה. המקור: "FSB Global shadow Banking monitoring Report" 2015

– בהן קרנות נאמנות ותעודות סל – נכנסות להגדרה הרחבה של בנקאות צל, ולא להגדרה הצרה, משום שלא גלומים בהן הסיכונים שהוזכרו לעיל<sup>8</sup>.

### היקף בנקאות הצל בעולם

למרות המשבר העולמי של 2008, שהוביל לירידה בבנקאות הצל, ניכרה התאוששת בתחום זה (איור 1), והפעילות בו הולכת וגדלה. על פי ההגדרה הרחבה (איור א'): לפי אומדנים של ה-FSB במדינות הנסקרות, בנקאות הצל העולמית גדלה בשנת 2014 ב-2 טריליון דולרים והגיעה ל-80 טריליון דולר. הצמיחה של בנקאות הצל בשנת 2014 עלתה על הצמיחה בבנקים. בנקאות הצל הגיעה לשווי של 128% מהתוצר של המדינות הנסקרות בשנת 2014, עלייה של 6 נקודות אחוז משנת 2013. על פי ההגדרה הצרה, המתמייחסת לחמש הפעילויות הכלכליות המרכזיות שהוזכרו לעיל (איור ב'): נכסי בנקאות הצל במדינות הנסקרות צמחו ב-1.1 טריליון דולרים והגיעו ל-36 טריליון. שיעורה של בנקאות הצל בסך הנכסים הפיננסיים לפי הגדרה זו נשאר יציב בשנים האחרונות ועומד על 12%, אך שיעורם של נכסי בנקאות הצל בתוצר עלה מ-55% בשנת 2012 ל-59% בשנת 2014.

באיור 2 מוצגת ההתפלגות של בנקאות הצל לפי ההגדרה הרחבה בחלוקה לפי מוסדות. ניתן לראות שחלק הארי של בנקאות הצל (לפי ההגדרה הרחבה וללא הגופים המוסדיים) מורכב מקרנות השקעה, המהוות כ-40% ממנה. ברוקרים ודילרים מהווים כ-14%, איגוח מהווה כ-7%, וחברות לתיווך אשראי חוץ-מוסדי, שבהן ענייננו, מהוות כ-5% מבנקאות הצל. שווי נכסי בנקאות הצל במדינות המוצגות באיור 2 הוא 68.1 טריליוני דולרים, שהם 112% מהתוצר במדינות אלו. בהתאם לכך, חברות תיווך אשראי חוץ-מוסדי מהוות 5.6% תוצר<sup>9</sup>.

### בנקאות צל בישראל

בנקאות הצל אינה מפותחת בישראל. רבים מענפיה המסוכנים יותר, הנכללים גם בהגדרה הצרה, אינם קיימים כאן בהיקף נרחב, ולכן, נכון להיום, הסיכון הגלום בהם ליציבות הפיננסית אינו משמעותי. כך, למשל, אין בישראל קרנות כספיות המבטיחות תשואה. שוק האיגוח בישראל

<sup>8</sup> עד לדוח האחרון של ה-FSB גופים מוסדיים הוחרגו מפורשות מההגדרה של בנקאות הצל, אך עם המעבר להגדרה של בנקאות הצל בהתאם לפעילות הכלכלית הוכללו גופים אלה בהגדרות ה-FSB ונאספו נתונים גם לגביהם. הואיל והגופים המוסדיים נתונים לפיקוח ליציבותי של הממונה על אגף שוק ההון הביטוח והחיסכון, הם אינם במוקד ענייננו כאן, ולא נציג נתונים לגביהם.

<sup>9</sup>  $5 \cdot 112 / 100 = 5.6$

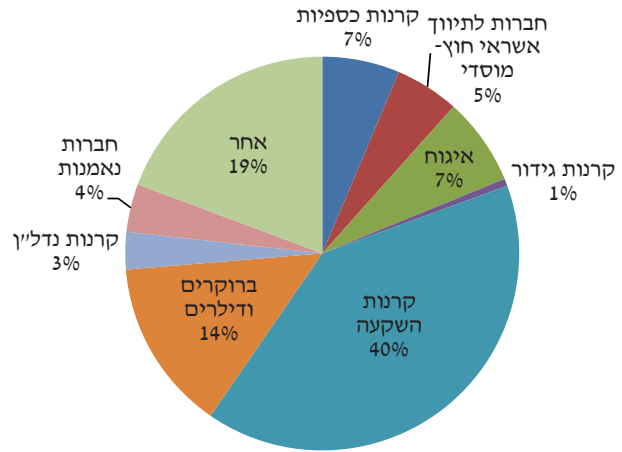
עדיין בחיתוליו, ונדרשת חקיקה אשר תסדיר את הפעילות בו ותאפשר התרחבות בצורה יעילה ומבוקרת<sup>10</sup>. מספר הברוקרים והדילרים בישראל שמספקים ללקוחות אשראי קצר טווח מצומצם, מפני שרק חברי בורסה יכולים לתת אשראי כזה. בישראל ישנם 24 חברי בורסה, ו-14 מתוכם הם תאגידים בנקאיים. בעולם האפשרות של ברוקרים ודילרים לספק אשראי רחבה יותר, ועמה גם הסיכון. לפיכך הדגש המושם בנושא זה בעולם חזק יותר מאשר בישראל.

### תיווך אשראי חוץ-מוסדי בישראל

בישראל פועל שוק מתפתח של תיווך אשראי חוץ-מוסדי, ובו נדון להלן. ההתמקדות בתיווך האשראי החוץ-מוסדי באה בעקבות שינויים רגולטוריים ההולכים ומתהווים בתחום זה: חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים חוץ-מוסדיים), התשע"ה-2015 נמצא בתהליך חקיקה בכנסת, ובמסגרתו מוצע להקים גוף חדש – רגולטור פיננסי ייעודי – אשר יפקח על הגופים העוסקים במתן שירותים פיננסיים שאינם בנקים ואינם גופים מוסדיים

(מתווכי אשראי חוץ-מוסדי ונותני שירותי מטבע). על פי החוק המוצע בנושא זה יש להסדיר את השוק תוך התייחסות להיבטים צרכניים ויציבותיים. שינוי רגולטורי נוסף הוא חוק ההסדרים הנלווה לתקציב 2015-2016, שבמסגרתו הוענקה למתווכי אשראי חוץ-מוסדי האפשרות לממן את פעילותם באמצעות הנפקת אג"ח עד לגובה של 2.5 מיליארד ש"ח ללא צורך ברישיון של תאגיד בנקאי<sup>11</sup>. (עד לכניסתו לתוקף של השינוי כל גוף המעוניין לממן מתן אשראי באמצעות הנפקת אג"ח צריך היה להיות מפקח כתאגיד בנקאי, על פי חוק הבנקאות (רישוי)). עם הפעלת הרגולטור הייעודי החדש יוחל פיקוח מפורש על גופים אלו. כהכנה לצעדים הרגולטוריים הקרובים חשוב לבחון את תיווך האשראי החוץ-מוסדי בישראל, וזאת בהקשר בין-לאומי ותיאורטי רחב. הבנת הסיכונים תסייע לגבש מתווה רגולטורי שיתאים להתמודדות איתם. נבהיר שיחד עם צמיחת ענף זה ואף שהסיכון הגלום בו קטן יחסית לזה של ענפים אחרים שהוזכרו בסקירה הבין-לאומית (ענפים ממונפים יותר, מורכבים יותר ובעלי תשואה מובטחת), גלומים בו סיכונים לא מבוטלים. מטרתנו בתיבה זו לתאר אותם. בבורסה פועלות חמש חברות לתיווך אשראי חוץ-מוסדי. סך האשראי שמעמידות החברות הבורסאיות למימון חוץ-מוסדי<sup>12</sup> היה בשנת 2014 כ- 1.5 מיליארד ש"ח – פחות מ-1% מהאשראי הבנקאי בשנת 2013 לעסקים קטנים ובינוניים,

איור 2  
בנקאות צל בעולם<sup>1</sup> בהגדרה הרחבה לשנת 2014 לפי החלוקה ולפי המוסדות<sup>2</sup>



<sup>1</sup> המדינות הן: ארגנטינה, אוסטרליה, בראזיל, קנדה, שווייץ, צ'ילה, סין, גרמניה, ספרד, צרפת, אנגליה, הונג-קונג, הודו, אינדונזיה, אירלנד, איטליה, יפן, דרום קוריא, מקסיקו, הולנד, רוסיה, ערב הסעודית, סינגפור, טורקיה, ארה"ב, דרום אפריקה.

<sup>2</sup> חלוקת בנקאות הצל למוסדות התבססה על מדגם של 26 אזורי שיפוט, ולפי בדיקה זאת נכסי בנקאות הצל מסתכמים ב- 68.1 טריליוני דולרים. לעומת זאת, ההערכה של סך נכסי בנקאות הצל שהוצגה בתיבה זאת התבססה על מדגם רחב יותר של 20 אזורי שיפוט ואזור האירו ולפיו סך נכסי בנקאות הצל היא 80 טריליוני דולרים.

מקור: FSB "Global Shadow Banking Monitoring Report" 2015

<sup>10</sup> עד כמה שוק האיגוח אינו מפותח נכון להיום בישראל ניתן ללמוד מהשוואה בין-לאומית של גודל שוק האיגוח שנערכה בדוח לשנת 2012 על ידי ה-World Economic Forum. לפי דוח זה ישראל נמצאת במקום ה-54 מבין 59 מדינות שדורגו. להרחבה על מצב האיגוח בישראל ראו דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל, נובמבר 2015.

<sup>11</sup> שר האוצר רשאי לאשר העלאה של המגבלה עד ל-5 מיליארד ש"ח.

<sup>12</sup> נסקרות כאן 5 החברות הציבוריות העוסקות בתיווך אשראי חוץ-מוסדי בישראל, אך קיימות עוד חברות נוספות, לא ציבוריות, העוסקות בתיווך אשראי חוץ-מוסדי, ונתונין אינם נכללים כאן. על כן המספרים המוצגים הם אומדן חסר.



שעמד על 187 מיליארד ש"ח<sup>13</sup>. שלושת מתווכי האשראי החוץ-מוסדי הציבוריים הגדולים הרחיבו את מתן האשראי בשנת 2014 בשיעור שבין 20%- ל- 50%. על מגמת הצמיחה ניתן ללמוד גם מן העלייה של מספר החברות מסוג זה הפונות אל שוק ההון לשם גיוס הון. זאת נוסף על מקור המימון העיקרי של חברות אלו – אשראי מתאגידים בנקאיים. הרחבת מקורות המימון מאפשרת להן להגדיל את היצע האשראי שהן מעמידות.

עיקר פעילותן של החברות הנסקרות הוא הענקת נזילות מיידית לעסקים קטנים ובינוניים, ורוב תיק האשראי שלהן הוא לפירעון בתוך תקופה שעד 3 חודשים. החברות מממנות את פעילותן בעיקר באמצעות חוב-בנקאי, נדרשות לרמת ביטחונות גבוהה יחסית, וגובות מלוויהן ריביות גבוהות יחסית לבנקים.

החשיפה למגזר הנדל"ן של שתי החברות הגדולות בשנת 2014 משמעותית. שיעורי הלקוחות של חברות אלה הפועלים בתחום הנדל"ן מתוך כלל לקוחותיהן הם 22%- ו-11%, ושיעורי הישויות העסקיות המספקות את הבטוחות (לרוב המחאות) הנמצאות בתחום הנדל"ן מתוך כלל הבטוחות הם 29%- ו-22%. שיעור חשיפה זה הוא הגדול ביותר מבין כל הענפים. ההבדל במאפייני הלקוחות ובסוג האשראי שניתן, המח"מ הקצר של ההלוואות וסוג הלווים תומכים בטענה שלקוחות הפונים לאשראי חוץ-מוסדי מתקשים לקבל מימון בנקאי ונאלצים לקבל מימון יקר יותר מגופים אלו.

### יתרונותיה של בנקאות הצל

בבנקאות הצל, ובפרט בענף תיווך האשראי החוץ-מוסדי, גלומים יתרונות רבים. הבולט שבהם הוא הגדלת היצע האשראי והנזילות במשק באמצעות מתן אשראי לאנשים או לישויות שלא היו מקבלים אשראי ממערכת הבנקאות המסורתית, או היו מקבלים אשראי בעלות גבוהה יותר<sup>14</sup>. בהתאם לזאת, בנקאות הצל תורמת לאספקת אשראי לגופים בעלי סיכון גבוה יותר, ובהם עסקים קטנים, ועל כן תורמת לצמיחה כלכלית. בנקאות הצל גם משמשת אלטרנטיבה למערכת הבנקאות המסורתית ומגדילה את התחרות בשוק זה. כך היא פועלת להורדת עלות האשראי למשק ולשיפור יעילותה של המערכת הפיננסית. מתן אשראי בהיקף משמעותי ובתנאים מועדפים מתאפשר בבנקאות הצל עקב הפיקוח והנטל הרגולטורי הפחותים, יחסית לבנקים, מה שמקטין את עלות מתן האשראי ומאפשר את העמדתו ללא חלק מההגבלות החלות על בנקים. על כן, בנקאות הצל יכולה לטול על עצמה סיכונים שבנקים אינם מעוניינים או אינם רשאים לטול. הקטנת הנטל הרגולטורי מאפשרת גם חלוקת רווחים ותשואה עודפת למשקיעים בבנקאות הצל, וכך מתחרה בבנקים על משקיעים<sup>15</sup>.

<sup>13</sup> "דוח תקופתי על מצב העסקים הקטנים והבינוניים בישראל 2013-2014", משרד הכלכלה.

<sup>14</sup> בשוק האשראי לא תמיד ניתן להתאים את ה"מחיר" (הריבית) כך שהשוק יתנקה, ולא יישאר עודף ביקוש או עודף היצע. תופעה זו נקראת "קיצוב אשראי" (credit rationing). אי היכולת של השוק להתנקות קשורה לעובדה שהריבית לא רק מווסתת בין ההיצע לביקוש אלא גם מגלמת בתוכה תמחור לסיכון ההלוואה. Stiglitz, Joseph E. and Weiss, Andrew, 1981, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, American Economic Review, Vol. 71, Issue 3, p. 393-410. תיאורטי הקושר בין אינפורמציה לא מלאה לבין מחיר האשראי וכמותו בשיווי משקל. במצב שהם מתארים הבנקים יעדיפו לא להעלות את הריבית ולתת אשראי נוסף אף שיש עודף ביקוש. הפירוש האינטואיטיבי של התוצאות המתקבלות מהמודל הוא שהעלאת הריבית משפיעה על הרכב קבוצת הלווים המבקשים אשראי, כך שהסיכון של הלווה הממוצע עולה, וכן משפיעה על התנהגות הלווים לאחר שקיבלו את האשראי: ניתן להם תמריץ לבצע פרויקטים בעלי סיכון גבוה יחסית. תוספת הרווח שהבנק המלווה מקבל מהעלאת הריבית לא מפצה בכל מצב על תוחלת ההפסדים שלו כתוצאה משינוי הרכב הלווים ושינוי התנהגותם לאחר קבלת ההלוואה. לפי Denis, D. J., and V. Mihov, 2003, The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: Evidence from new corporate borrowings, Journal of Financial Economics, Vol. 70, Issue 1, p. 3-28. פירמות טובות ייטו לגייס מימון באמצעות חוב ציבורי, בינוניות ייטו לפנות לחוב בנקאי, והחלשות ביותר – לחוב פרטי לא-בנקאי.

<sup>15</sup> ה- Financial Stability Report של ה-IMF מאוקטובר 2014

## הסיכונים בפעילות של בנקאות צל<sup>16</sup>

### 1. סיכונים מקרו-יציבותיים

במקרה של מספר גופים פיננסיים בבנקאות הצל, או גוף בודד, הנקלעים למצוקה יש חשש שהנזק יועצם ויעבור למגזרים אחרים באמצעות מנגנונים שונים, כך שייווצר סיכון מערכתי במשק. לגבי מתווכי אשראי חוץ-מוסדי חשש זה מתעצם במידה שהנתח של מתווכי האשראי הזה הוא נתח לא מבוטל (מתווך גדול או מספר מתווכים קטנים) ממערכת תיווך האשראי בכללותה, או ממתן האשראי למגזרים מסוימים. להלן פירוט הסיכונים.

#### א. סיכון מערכתי על פני זמן – העצמת מחזורי עסקים

פעילות תיווך האשראי היא פרו-מחזורית. משמע שבתקופת גאות וצמיחה כלכלית, כשיש ביקוש גדול לאשראי, פעילות זו מוגברת, ובעתות האטה או מיתון, כשהביקוש לאשראי קטן ושיעור החוב הבעייתי עולה, היא מתמתנת. פעילות בנקאות הצל אף יותר פרו-מחזורית מזו של בנקאות מסורתית, מפני שבנקאות הצל מספקת אשראי בעיקר לעסקים קטנים ובינוניים, המושפעים יותר מהמחזור הכלכלי<sup>17</sup>, ומפני שבניגוד לתיווך אשראי בנקאי בנקאות הצל אינה כפופה לרגולציה המגבילה את הסיכון הפרו-מחזורי. (להרחבה ראו תיבה 3 בדוח זה). בנקאות הצל, ובפרט תיווך האשראי החוץ-מוסדי, מספקים חלופה לאשראי הבנקאי בתקופת גאות, כאשר האשראי הבנקאי במחסור. בתקופה כזאת מתעורר צורך במקור מימון חיצוני, שכן ההיצע הבנקאי אינו נותן מענה מספק לביקוש, ומתן האשראי מוערך כרווחי. פעילות זו מעודדת היווצרות והתפוצצות של בועות אשראי (Booms and Bust) ומגדילה את פגיעות המשק למשברים. סיכון הפגיעה בפעילות הריאלית גדל במקרה שיש מגזר ריאלי ספציפי המתקשה לקבל מימון מהבנקים ומממן על ידי מתווכי אשראי חוץ-מוסדי, אשר כתוצאה ממצוקה של מתווך אשראי, או של מספר מתווכים יחדיו, נשאר ללא אפשרויות מימון.

#### ב. סיכון מערכתי רוחבי – הדבקה

##### 1. הדבקה – קישוריות

אם ישנם קשרי גומלין משמעותיים בין בנקאות הצל לבין יתר המערכת הפיננסית, ובפרט למערכת הבנקאית, מצוקה כלכלית של גוף/גופים בבנקאות הצל עלולה להדביק גופים נוספים במערכת ולגרום סיכון מערכתי. יש מגוון קשרים תיאורטיים אפשריים בין בנקאות הצל לבין בנקים או גופים פיננסיים אחרים:

ראשית, בנקים ומוסדות פיננסיים אחרים יכולים להשקיע ישירות בבנקאות הצל ו/או לממן את אותה. לכן, כשגוף בבנקאות הצל נקלע למצוקה, שווי הנכסים שהנפיק יורד, והבנקים והמוסדות המושקעים בו, או שמימנו אותו, נפגעים. ייתכנו גם מקרים שהבנק יהיה מחויב להגדיל את האשראי לגוף בבנקאות צל כשה נמצא במצוקה – למשל כשגוף יש קו אשראי בבנק.

שנית, גופים בבנקאות הצל עשויים להשקיע בבנקים/מוסדות אחרים, במקרה זה, כאשר בנק הצל נקלע לקשיים בגיוס מימון הוא נאלץ להפחית את השקעותיו בבנקים, ואלו עשויים לסבול משום כך מקשיי מימון.

שלישית, כאשר בנקים משקיעים באותם נכסים שבהם משקיעים גופים בבנקאות הצל, ולגוף בבנקאות הצל יש צורך מיידי בניזילות, והוא לא מצליח לגייס הון – הוא ייאלץ למכור במהירות את נכסיו (sale fire). מכירות אלו מורידות את

<sup>16</sup> בדיון דלהלן נסקור את הסיכונים בפעילות בנקאות הצל, עם דגש על מתווכי האשראי החוץ-מוסדי. נבהיר כי כלל הסיכונים המתוארים כאן קיימים גם בגופים מוסדיים, וביתר שאת בפעילות של בנק כמתווך אשראי המקבל פיקדונות. ואולם על הגופים המוסדיים והבנקים חלה רגולציה, המתמודדת עם סיכונים אלו, ולכן לא נדון בהם ישירות בתיבה זו.

<sup>17</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). (2006). The Macroeconomic Relevance of Credit Flows: An Exploration of U.S. Data - Alexander Herman, Deniz Igan, Mr. Juan Sole.

Mark Gertler & Simon Gilchrist, 1993, The cyclical behavior of short term business lending: implications for financial propagation mechanisms, Finance and Economics Discussion Series 93-6.

השווי של הנכסים הנמכרים, וכך נפגעים גם הבנקים וכל שאר הגופים הפיננסיים המחזיקים נכסים מאותו סוג, נוסף על הפגיעה בבנק הצל שבמצוקה<sup>18</sup>.

כאשר גופים בבנקאות הצל מעניקים אשראי ללקוחות עולה רמת המינוף של הלקוחות וכן עולה הסיכוי שהלקוחות לא יעמדו בהתחייבויותיהם גם למתווכים פיננסיים אחרים. בהתאם לכך, רמת הסיכון של המתווכים הפיננסיים במשק עולה.

## 2. הדבקה – פגיעה באמון במערכת הפיננסית

כשל של גוף או מספר גופים בבנקאות הצל, ובפרט של מתווכי אשראי חוץ-מוסדי, עלול להוביל לפגיעה באמון במתווכים פיננסיים אחרים (למשל, במתווכי אשראי דומים ואף בבנקים), אף על פי שהסיכון האמיתי שלהם לא השתנה<sup>19</sup>. הפגיעה באמון עשויה להכניס את המשקיעים לפניקה, שתניע אותם לפעול באופן עדי – למכור/למשוך את הנכסים שהושקעו/שנחסכו בגוף או בגופים פיננסיים אחרים (לדוגמה, למשוך מסיבית מקופות הגמל וקרנות נאמנות גם כשהן לא מושקעות במידה רחבה בגוף). כך עלולה להיווצר מצוקת מימון של מתווכים פיננסיים, שגוררת מחנק אשראי, המשפיע לרעה על הפעילות הריאלית<sup>20</sup>.

אופן המימון של פעילות בנקאות הצל יכול להעצים את הסיכון המקרו-יציבותי הרוחבי. התערערות האמון במערכת גוברת אם הגוף ממומן ישירות מהציבור באמצעות הנפקת אג"ח, ולא מגופים מקצועיים (בנקים וגופים מוסדיים), שבאפשרותם להשיג מידע על בנקאות הצל, ולכן הם פחות רגישים לסיכון זה. מימון באמצעות אג"ח מאפשר לגופים לגדול במידה שלא מתאפשרת ללא מימון זה. ככל שגוף גדול יותר ותופס נתח משמעותי יותר במשק הסיכון המקרו-יציבותי הגלום בו גדול יותר. נוסף על כך, מימון באמצעות אג"ח סחירות גורר חשיפה לסיכון מוגבר של מכירת חיסול של האג"ח הסחירות, אשר תפגע בשוויין, ותפגע בכל מי שמחזיק ניירות ערך אלו. כפי שהוזכר, הסיכונים המקרו-יציבותיים בבנקאות הצל, בבנקים ובגופים מוסדיים משמעותיים יותר מאשר בתיווך האשראי החוץ-מוסדי, אך רגולציה מתאימה יכולה למזער סיכונים אלו. כך, למשל, דרישות הון מחזוריות, הגבלות על הלוואות ללווי מסוכנים והגבלה על המינוף עוזרים למזער סיכון פרו-מחזורי, והגבלות על חשיפה ללווי גדולים מקטינה את סיכון הקישוריות. אשר לסיכון של פגיעה באמון במערכת – מצד אחד, סיכון זה חמור יותר בפעילות בנקים, שכן הם מקבלים פיקדונות עו"ש, שאותם הציבור עלול למשוך מייד, ומשיכת כספים מסיבית תפגע ביציבות הפיננסית של הבנקים ("Run on the Bank"). מצד שני, סיכון הפגיעה של בנקאות הצל באמון במערכת גבוה מזה של פעילות הבנקים והגופים המוסדיים; זאת מפני שללא פיקוח מספק וחובת גילוי

<sup>18</sup> Financial Shadow Banking from a Swedish Perspective, Sveriges Riksbank Economic Review 2014 Stability Report של ה-IMF מאוקטובר 2014. בישראל נמצאה רמת דמיון גבוהה בין הגופים המוסדיים הן מבחינת פיזור השקעותיהם, הן מבחינת הנכסים הנכללים בתיק והן מבחינת משקלו של כל נכס. דמיון זה עלול להגביר את סיכון הקישוריות. ראו תיבה בדוח בנק ישראל לשנת 2012: "הא בהא תליא": הדמיון בין השקעות הגופים המוסדיים והשלכותיו.

<sup>19</sup> המשבר הפיננסי האחרון התאפיין באובדן אמון של הציבור גם בגופים פיננסיים שלא היו חשופים לנכסים הרעילים (מוצרים מגובי משכנתאות), והוא הוביל למחנק אשראי כללי במשק. כך, הבנקים בישראל שלחלקם לא הייתה חשיפה לשוק האמריקאי התקשו בגיוס הון ובהעמדת העמדת אשראי לציבור.

<sup>20</sup> דוח ה- Financial Stability Report של ה-IMF מאוקטובר 2014.

מגזרים אלו עמומים יותר, והציבור ייטה לאבד את האמון בהם מהר יותר. הבנקים, גם נהנים מגיבוי רגולטורי, שמקל על ההתמודדות עם משברים, כגון מלווה לשעת חירום ובמדיונות רבות ביטוח פיקדונות<sup>21</sup>. הסיכונים המקרו-יציבותיים שתוארו לעיל מתייחסים לחברות פיננסיות. סיכונים אלו קיימים במידה מסוימת גם בחברות ריאליות, אבל החשש מהם במגזר הפיננסי משמעותי הרבה יותר. המגזר הפיננסי מספק את האשראי, שהוא החמצן לכל המשק ולכל הענפים (ריאליים ופיננסיים). לכן פגיעה במערכת הפיננסית, ובעטיה פגיעה באספקת האשראי לכלל ענפי המשק, עלולות לגרום גם למגזרים ריאליים להיקלע למצוקה ולחולל משבר כלכלי במשק. הסיכונים המקרו-יציבותיים של הדבקה הגלומים בגופים פיננסיים גבוהים יותר מאלה הגלומים בגופים ריאליים בגלל הקישוריות הרבה בין הגופים הפיננסיים והפגיעה באמון שעלולה להיווצר ולהדביק את כל המערכת הפיננסית. בשונה מהמגזר הראלי, פעילותו של המגזר הפיננסי, המתאפיין בשיעור מינוף ניכר, מתבססת על אמון הציבור במערכת הפיננסית. מצוקה של מוסד פיננסי משמעותי יכולה להוביל לאובדן אמון מידי במערכת כולה. כאמור, אובדן אמון זה עשוי להוביל למשיכת כספים מסיבית מהמוסדות הפיננסיים ולמשבר כלל משקי.

### ג. סיכונים המשפיעים על יציבות גופים בבנקאות הצל

בחלק הקודם פירטנו את הסיכונים המערכתיים העלולים להיווצר בעקבות מצוקה של גוף בבנקאות הצל. בחלק זה נפרט את הסיבות שבגינן גוף בבנקאות הצל עלול להיקלע למצוקה. גם עוצמת סיכונים אלו מושפעות מאופן מימון בנק הצל. סיכון אשראי הוא הסיכון של הפסד הנובע ממתן אשראי לגופים שאינם מחזירים את החוב. הסיכון מועצם בגלל טעויות בהערכת שווי ובמקרים שבהם יש תמריץ להשקיע בגופים בעלי סיכון עודף. כך המתווך עלול להגיע לחדלות פירעון, שתפגע ביכולת החזר שלו, מה שיפגע בציבור החוסכים. סיכון מוסרי (Moral Hazard) נוצר כאשר גוף המממן את פעילותו שלא בלעדית מהון עצמי נוטל סיכונים גבוהים מדי. הוא עושה זאת משום שההפסד שלו חסום (בגובה הונו העצמי), ואילו רווחיו עשויים לגדול ככל שהסיכון בפעילותו עולה. סיכון מוסרי מועצם כשרמות המינוף של הגוף עולות. כיוון שחברות פיננסיות, ובהן חברות לתיווך אשראי חוץ-מוסדי, ממונפות יותר מחברות ריאליות<sup>22</sup>, הסיכון הגלום בפעילותן גדול יותר. מתן אפשרות למתווכי אשראי חוץ-מוסדי להרחיב את גיוס החוב יגדיל את המינוף ובכך יגביר את הסיכון המוסרי. החשיפה לסיכון מוסרי ולסיכון אשראי הנובעת מגיוס באמצעות הון נמוכה מזו הנובעת מגיוס באמצעות חוב ללא התניות (Covenants) משום שבדרך המימון הראשונה המשקיעים יכולים לפקח על המתווך<sup>23</sup>. מלבד זאת, בחלק מענפי בנקאות הצל נעשה שימוש במכשירים מורכבים, שהמשקיעים בהם מתקשים להעריך ולתמחר את הסיכון הגלום בהם ולכן הם מגדילים את סיכון האשראי. גם תמריצים שגויים למנהלים יכולים להעצים את סיכון האשראי והסיכון המוסרי<sup>24</sup>. רגולציה מתאימה יכולה להקטין סיכונים אלו, למשל באמצעות קביעת נהלים במתן האשראי ודרישות הון

<sup>21</sup> ביטוח פיקדונות ומלווה לשעת חירום פועלים להקטנת הסיכונים המקרו-יציבותיים הגלומים בפעילות בנקאית ולמתן פיצוי למפקידים. כנגד זאת, מנגנונים אלו מגבירים את הסיכון המוסרי בצורה משמעותית. כדי להתגבר על הסיכון המוסרי המוגבר נדרשת רגולציה מקיפה, הכוללת, בין השאר, דרישות הון מוגדלות, הגבלות על רמת המינוף הגבלות על חשיפה לסיכונים ופיקוח על תמריצי מנהלים. לדרישות רגולטוריות אלה יש עלויות, שמטבע הדברים מתגלגלות אל הצרכנים. ההחלטה האם לספק ביטוח פיקדונות ומלווה לשעת חירום לגופים פיננסיים מסוימים, צריכה להתבסס על איזון בין היתרונות לחסרונות של מנגנונים אלו. כשמדובר בבנקאות הצל הסיכון המקרו-יציבותי הגלום בפעילותם נמוך מהסיכון הגלום בפעילות בנקים מקבלי פיקדונות, ולכן התועלת של מנגנונים אלו קטנה יותר. מנגנונים אלו גם יכולים לפגוע ביתרון המרכזי של בנקאות הצל, שהוא העמדת אשראי במחיר נמוך נמוך יותר ולאוכלוסיות רחבות יותר.

<sup>22</sup> חברות פיננסיות ממונפות יותר מחברות ריאליות. בשנת 2014, לחמש החברות הגדולות בישראל – טבע, פריגו, כיל, בזק ועזריאלי – היה יחס מינוף (נכסים חלקי הון עצמי) של 50%, 46%, 64%, 84%-48%, בהתאמה. לעומת זאת, באותה שנה, בארבעת חברות תיווך האשראי החוץ-בנקאיות (כשעוד לא ניתן לגייס הון באמצעות אג"ח מהציבור) יחס המינוף היה נמוך מ-30%.

<sup>23</sup> Adam B. Ashcraft, 2006, Does the Market Discipline Banks? New Evidence from Regulatory Capital Mix.

<sup>24</sup> ראה דוגמה לניסיון למגר סיכון מוסרי זה בחוזר מספר ח-2484-06 בנושא מדיניות תגמול בתאגיד בנקאי.

המגבילות את רמת המינוף יחד עם עצם פעולת הניטור והצורך לדווח לרגולטור. הטלת חובות גילוי עשויה אף היא להקטין את חוסר ההבנה של המשקיעים<sup>25</sup>.

הגופים הפיננסיים השונים המעמידים אשראי חשופים לסיכון המרת מח"מ ונזילות. סיכון זה נוצר כשמימון קצר טווח, הלוואות קצרות טווח ואג"ח בעלות מח"מ קצר, או נזילות מומרים בהשקעה ארוכת טווח או לא נזילה באמצעות מתן הלוואות. כך יכול להיווצר חוסר איזון בין המח"מ והנזילות של התחייבויות של המוסד (שהן קצרות טווח ונזילות) לבין המח"מ והנזילות של הנכסים (שהם ארוכי טווח ולא נזילים). חוסר איזון זה הופך גופים אלו לפגיעים בתקופות של האטה או מיתון, כשמצטמצמות האפשרויות למימון קצר טווח, או כשהמימון של הגוף נגמר והנכס הלא נזיל שבו הוא מושקע לא יכול להימכר<sup>26</sup>. מכאן שבנק המממן את פעילותו באמצעות פיקדונות עו"ש נזילים הוא החשוף ביותר לסיכון זה, שכן הציבור יכול למשוך את נכסיו הנזילים בכל רגע, ומולם התחייבויותיו של הבנק ארוכות יותר ופחות נזילות. הכלים הרגולטוריים השונים וביניהם דרישות הון ונזילות, ביטוח פיקדונות והלוואות מוניטריות לשעת חירום, מקטינים את סיכון המח"מ והנזילות. בהעדר מנגנוני פיקוח מתאימים בנקאות הצל חשופה במידה לא מבוטלת לסיכון זה, והוא גדל ככל שמח"מ התחייבויות קצר יותר והתחייבויות נזילות יותר. מכאן שמידת החשיפה לסיכון מושפעת מאופיו של מימון בנק הצל.

מידת החשיפה לסיכון מיקרו יציבותי מוגברת במקרה של מימון באמצעות אג"ח סחירות מהציבור. ראשית, מימון באמצעות אג"ח ממנף את הגוף ומגביר את הסיכון המוסרי. שנית, הא-סימטריה במידע בין הלווה למלווה גדולה יותר במקרה שהגוף המממן הוא הציבור הרחב וזו מגבילה את היכולת של הציבור לפקח על ההשקעה ומגבירה את היכולת של הגוף הפיננסי לקחת סיכונים יתר. שלישית, אירוע חיצוני או אובדן אמון במתווך הפיננסי יכולים ליצור פאניקה שתקשה על הגופים לגייס מימון חדש ולגלגל חובות. ככל שמח"מ התחייבויות קצר יותר וככל שהפער בין מח"מ התחייבויות לזה של הנכסים גדול יותר הבעיה יותר משמעותית. רביעית, סחירות האג"ח יכולה לגרום למכירת חיסול, וכך יפגע שווי האג"ח, דבר שיקשה עוד יותר על גיוס עתידי ועל עמידה בהתחייבויות.

מצוקה כלכלית של לווה משמעותי אחד, או של מספר לוויים בבת אחת יכולה להביא למצוקה כלכלית של מתווך האשראי. מכאן שסיכון זה מועצם כאשר מתווך האשראי חשוף ללווה או לקבוצת לוויים ששיעורם בתיק נכסיו גדול וכשהסתברות להיקלעות למצוקה כלכלית משותפת לכולם. גם סיכון זה ניתן להקטין על ידי רגולציה מתאימה, המגבילה את החשיפה ללוויים גדולים.

### דוגמה להתממשות הסיכונים בתיווך אשראי חוץ-מוסדי בעולם

ניתן ללמוד על פוטנציאל הנוק שבהתממשות הסיכונים הנסקרים ממדינות שחוו משברים פיננסיים שנבעו ממצוקה של גופים בבנקאות הצל ובפרט ממצוקה של מתווכי אשראי.

דוגמה למשבר של מתווכי אשראי חוץ-מוסדי שאופן פעילותם דומה לזה שבישראל ניתן לראות במשבר של מתווכי האשראי החוץ-מוסדי בניו זילנד<sup>27</sup> בשנים 2006–2011. במהלך שנים אלו 45 חברות לתיווך אשראי חוץ-מוסדי קרסו, כ-3 מיליארד דולרים נמחקו, והמדינה שילמה כ-2 מיליארד דולרים לחברות ולחוסכים. בשיא 8% מסך ההלוואות של

<sup>25</sup> דוח "Shadow Banking: strengthening oversight and regulation" של ה-Financial Stability Board מאוקטובר 2011.

<sup>26</sup> "Shadow Banking: strengthening oversight and regulation" של ה-Financial Stability Board מאוקטובר 2011; Shadow Banking from a European Central Bank מאפריל 2012; "Shadow Banking in the Euro Area" של ה-European Central Bank מאפריל 2012; "Shadow Banking in the Euro Area" Perspective, Sveriges Riksbank Economic Review 2014. Swedish

<sup>27</sup> Reserve Bank of New Zealand, Report for the Minister of Finance on the operation of the prudential regime for Non-bank Deposit Takers, September 2013.

מתווכים פיננסיים במשק ניתנו על ידי מתווכי אשראי חוץ-מוסדי. בשנת 2013 מגזר זה כבר הצטמצם בחצי וסיפק רק 3% מסך ההלוואות במשק. המשבר נבע מהעדר פיקוח יציבותי מספק על חברות אלו, מצב שבעטיו איכות נכסיהן הייתה נמוכה, ניתנו הלוואות מרובות לצדדים קשורים, והניהול היה לקוי ובמקרים מסוימים גם פלילי. קריסת החברות יצרה לחץ בעיקר במגזר הבנייה, שמקור משמעותי של האשראי שלו היה התיווך החוץ-מוסדי, והוא התקשה להשיג מימון גם לאחר תקופת המשבר.

ב-2003 פרץ בדרום קוראיה, בשוק כרטיסי האשראי משבר שהשפיע על כל המשק. חברות כרטיסי האשראי בקוראיה הן בחלקן בשליטה של בנקים ובחלקן חוץ-בנקאיות. (הגופים האחרונים מוגדרים כמתווכי אשראי חוץ מוסדי). הגורמים העיקריים שהובילו למשבר הם עידוד מהמדינה, שכלל מהלכים של דה-רגולציה (הטבות מס לשימוש בכרטיסי אשראי, ביטול ההגבלה על מינוף החברות לכרטיסי אשראי ודרישות הון נמוכות) ותחרות אגרסיבית שנבעה מכניסה של שחקנים חדשים. בשנים 1999-2002 סך העסקאות השנתיות בכרטיסי אשראי עלה מ-91 טריליון וון (כ-300 מיליון \$) ל-623 טריליון וון (כ-2,052 מיליון \$). באותו זמן החוב של משקי הבית עלה מ-41% מההכנסה הפנויה ל-64%. המימון של מתן האשראי התבצע בעיקר דרך הנפקת אג"ח לגופים מוסדיים. כשחברות כרטיסי האשראי התחילו להבין שפרופיל הסיכון שלהן גבוה וששיעור החוב הבעייתי עולה (הגיע ל-18% בשנת 2002) הן התחילו להקשיח את התנאים למתן אשראי, וב-2003 נוצר במשק מחנק אשראי שהשפיע על התחום הריאלי ועל משקי הבית. המחנק השפיע על היכולת של משקי הבית להחזיר הלוואות לחברות כרטיסי האשראי, וכך העלה עוד יותר את שיעור החוב הבעייתי וחוזר חלילה. יתר על כן, בתקופה זו לא היתה לחברות כרטיסי אשראי יכולת לגייס חוב משוק ההון. כך, סבלו חברות אלו בעצמן ממחנק אשראי וחוסר נזילות שהפחיתו את יכולתן לספק אשראי, הגבירו את מחנק האשראי במשק וגרמו לפשיטות רגל בחברות לכרטיסי אשראי. בשלב זה, במרס 2003 התערבה המדינה ופעלה ישירות להציל חברות פושטות רגל יחד עם אספקת נזילות לכלל הגופים במערכת הפיננסית, שסבלו מסיכונים מערכתיים בעקבות המשבר בחברות כרטיסי לאשראי ובעיקר בשוק האג"ח הקונצרניות שסיכונים ההדבקה פגעו בו. ההערכות הן ששליש מהשווי-בספרים של עסקי ההלוואות של חברות האשראי נמחק במהלך המשבר. המשבר פגע בצמיחה, בהוצאות משקי הבית ובהוצאות חברות בשנים שלאחר המשבר. דוגמה למשבר גדול נוסף הוא המשבר בחברות חיסכון והלוואה חוץ-בנקאיות בארה"ב<sup>28</sup> בשנות ה-80. משבר זה התרחש אצל מתווכי אשראי חוץ-מוסדי, אשר לא כמו בישראל יכולים גם לקבל פיקדונות מהציבור<sup>29</sup>. בין השנים 1985 ל-1995 קרסו כשליש מחברות החיסכון וההלוואה בארה"ב. עלות המשבר למשק האמריקאי הגיעה לכ-160 מיליארד דולר, מתוכם כ-132 מיליארד מכספי משלמי המסים. המשבר נבע מפיקוח לקוי, תוצאה של תהליכי דה-רגולציה בתחילת שנות ה-80 ושל התבססות החברות על מימון קצר טווח, יחד עם ניהול לקוי, שבמקרים מסוימים הגיע להונאה. משבר בהיקף קטן יותר פרץ בתחילת 2015 בפולין<sup>30</sup> – פשיטת רגל מסיבית של אגודות האשראי, שגם הם מתווכי אשראי חוץ-מוסדי המקבלים פיקדונות מהציבור, שהיוו 1.1% מנכסי הבנקים במדינה. גם משבר זה נובע מפיקוח לקוי וגורר עלות משמעותית למשק.

<sup>28</sup> דוח של החשב הכללי האמריקאי לקונגרס משנת 1996 בנושא "Resolution Trust Corporation's 1995 and 1994 Financial Statements" וממידע שבאתר ה-Federal Deposit Insurance Corporation.

<sup>29</sup> במקרה שגופים מקבלים פיקדונות מהציבור הם בסיכון מוגבר ל"ריצות", ואם יש להם ביטוח פיקדונות, זה מעלה את הסיכון המוסרי, בספקו רשת ביטחון במקרה של מצוקה.

<sup>30</sup> <http://www.reuters.com/article/2014/12/12/skokwolomin-bankruptcy-idUSL6N0TW1G720141212>

### חלק ג' - סקירה עולמית של הרגולציה על מתווכי אשראי חוץ-מוסדי

הרגולציה העולמית על בנקאות הצל רחבה ותלויה בפרמטרים רבים, ביניהם ההיסטוריה והמצב המשפטי של המדינה. כשאנו באים לבחון את הרגולציה העולמית במטרה להסיק מסקנות לגבי הרגולציה הרצויה בישראל נתרכז בשלב זה רק ברגולציה על מתווכי אשראי חוץ-מוסדי, שהם, כאמור, במוקד תשומת לבנו.

החקיקה האירופית<sup>31</sup> מגדירה "מוסד אשראי" כמוסד שמצד אחד נותן אשראי ומצד שני מממן את פעילותו באמצעות פיקדונות או באמצעות גיוס חוב מהציבור. מוסדות הבנקאות הקלאסית נופלים תחת הגדרה זו. הפרשנות של ההגדרה של "מוסד אשראי" שונה בין מדינות אירופה, והרגולציה האירופית על מתווכי אשראי אינה אחידה. עם זאת, ה-EBA (European Banking Authority) ממליץ להכפיף מתווך אשראי המממן את עצמו באמצעות אג"ח מהציבור לרגולציה על הבנקים<sup>32</sup>. בישראל ההגדרה של "תאגיד בנקאי" דומה להגדרה האירופית של "מוסד אשראי" וכוללת גם בנקים וגם מתווכי אשראי המגייסים אג"ח מהציבור. אולם, כאמור, השינוי בחוק ההסדרים מאפשר לגופים אלו להנפיק אג"ח בלי להידרש לרישיון לפעול כתאגיד בנקאי.

ברגולציה העולמית על מתווכי האשראי החוץ-מוסדי ניכרת בשנים האחרונות מגמה של הגברה. המגמה מאפיינת גם המלצות של ארגונים בין-לאומיים, כהמלצת ה-EBA שצוינה לעיל, ונובעת מהפקת לקחים ממשברים מקומיים ומהמסבר הפיננסי העולמי. יש מדינות שבהן הפער בין הפיקוח על הבנקים לבין הפיקוח על מתווכי האשראי החוץ-מוסדי אינו משמעותי. כך, לדוגמה, אוסטרליה מחילה רגולציה אחידה למדי על כל מתווכי האשראי החוץ-מוסדי, ושבדיה מחילה על מתווכי האשראי החוץ-מוסדי המממנים את עצמם באמצעות אג"ח מהציבור פיקוח דומה לזה שחל על הבנקים. גם במדינות שהפיקוח בהן היה קל יותר יש מגמה של הגברת הרגולציה. באסטוניה וניו-זילנד כבר חוקקו חוקים המרחיבים את הפיקוח על מתווכי אשראי עם דגש בפיקוח יציבותי. בארה"ב ובאנגליה הוקמו בשנים האחרונות רגולטורים צרכניים המפקחים על כל מתווכי אשראי, ונוסף על כך הורחב הפיקוח היציבותי על גופים גדולים בעלי סיכון מערכת. חשוב להדגיש כי פיקוח מיטיב עם הגופים המפוקחים משום שהוא מאותת לשוק כי מדובר בגוף אמין ויציב ולכן עשוי להקטין את עלויות המימון. במקרים מסוימים מצב זה מאפשר לגופים מפוקחים לספק אשראי במחיר נמוך יותר מאשר גופים לא מפוקחים.

<sup>31</sup> European Union, Regulation (EU) No 575/2013, 27.6.13 European Union, Directive (EU) No 36/2013, 27.6.13.

<sup>32</sup> "Report to the European Commission on the perimeter of credit institutions established in the Member States" של ה-European banking authority מנובמבר 2014.

לוח - אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל 2008 עד נובמבר 2015  
(אחוזים)

מערך	2015	2014	2013	2012	2011	
מערך ל-						
<b>א. הסיבה העולמית</b>						
31/12/2014		3.4	3.3	3.4	4.2	שיעור הצמיחה הריאלי של התמ"ג העולמי
31/12/2014		3.2	3.3	3.1	6.7	שיעור הגידול של הסחר העולמי
31/10/2015	4.1	3.3	3.2	3.4	3.4	המרווח על אג"ח של המשקים המתעוררים EMBI <sup>1</sup> (ממוצע תקופתי)
31/10/2015	16.6	14.2	14.2	17.8	24.2	מדד VIX של Chicago Board Options Exchange (ממוצע תקופתי)
<b>ב. הסיבה המקומית</b>						
30/09/2015	63.9	65.5	65.9	66.5	67.4	היחס בין החוב הממשלתי לתמ"ג (סוף תקופה)
30/09/2015	-37.2	-35.6	-27.1	-25.4	-25.1	היחס בין החוב החיצוני נטו לתמ"ג (סוף תקופה)
31/10/2015	112.6	113.9	114.4	119.4	124.3	היחס בין סך האשראי למגזר הפרטי לתמ"ג (סוף תקופה)
31/10/2015	97.8	100.6	101.7	109.2	114.9	היחס בין האשראי למגזר העסקי לתוצר של המגזר העסקי (סוף תקופה)
31/12/2014		58.2	57.2	56.6	56.8	היחס בין האשראי למשקי הבית להכנסה הפרטית הפנויה (סוף תקופה)
31/10/2015	0.73	0.88	1.20	1.69	1.58	פרמיית הסיכון של ישראל (מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ממוצע תקופתי)
31/10/2015	-0.05	0.4	1.5	2.6	2.2	הפער בין התשואה על אג"ח ממשלתית שקלית לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב ל-10 שנים (ממוצע תקופתי)
31/10/2015	4.0	3.2	4.4	6.6	4.2	המרווח בשוק אג"ח החברות – ס"כ האג"ח ללא אג"ח של חברות פיננסיות (ממוצע תקופתי)
<b>ג. הנכסים הפיננסיים</b>						
<b>מדדי הסיכון (ממוצע תקופתי)</b>						
סטיית התקן הגלומה						
31/10/2015	10.8	10.8	11.5	10.8	10.3	של שער החליפין
31/10/2015	19.6	15.7	17.5	25.3	27.5	של מדד ת"א 25
סטיית התקן בפועל						
31/10/2015	8.7	5.3	6.2	6.6	9.2	של שער החליפין
31/10/2015	13.1	9.1	8.9	11.7	18.7	של מדד המניות הכללי
<b>מחירים ותשואות (במונחים שנתיים)</b>						
31/10/2015	-0.6	12.0	-7.0	-2.3	7.7	שיעור השינוי של השקל לעומת הדולר (במהלך התקופה)
31/10/2015	-6.8	3.3	-7.6	-0.7	4.9	שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך התקופה)
31/10/2015	7.0	11.5	15.3	4.6	-22.1	שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך התקופה)
31/10/2015	1.0	1.7	2.5	3.3	4.2	התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-5 שנים (ממוצע תקופתי)
<b>ד. עמידות המערכת הפיננסית</b>						
<b>מערכת הבנקאות<sup>2</sup> (סוף תקופה)</b>						
30/09/2015	13.8	14.2	14.7	14.9	14.0	היחס בין ההון הכולל לרכיבי הסיכון <sup>3</sup>
30/09/2015	9.4	9.6	9.7	9.1	8.4	היחס בין הון רובד 1 לרכיבי הסיכון <sup>3</sup>
30/09/2015	0.11	0.15	0.25	0.41	0.39	היחס בין ההוצאה השנתית להפסדי אשראי לסך האשראי המאזני לציבור (מוכפל ב-100)
<b>חברות הביטוח (סוף תקופה)</b>						
30/06/2015	5.5	5.6	5.7	5.6	5.7	חלק ההון הראשוני בסך הנכסים
30/06/2015	45.2	44.0	42.6	41.5	40.3	משקל נכסי הסיכון בסך נכסי הנוסטרן
<b>קופות גמל<sup>4</sup> (סוף תקופה)</b>						
30/09/2015	70.4	70.0	68.6	66.9	63.8	משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
30/09/2015	37.2	38.1	33.8	30.6	29.0	היחס בין הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
<b>ה. נזילות השווקים</b>						
31/10/2015	4.8	4.7	4.7	4.4	4.9	מחזור המסחר הכולל בשווקים <sup>5</sup> (ממוצע תקופתי, מיליארדי ש"ח)
31/10/2015	0.72	0.36	0.32	0.34	0.46	המרווח בין שער ציטוט שקל-דולר לגבוה לנמוך (ממוצע תקופתי)

<sup>1</sup> Emerging Markets Bond Index

<sup>2</sup> חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות.

<sup>3</sup> עד 2009 - לפי הגדרות באול I; מ-2009 - לפי הגדרות באול II; מ-2014 - לפי הגדרות באול III.

<sup>4</sup> כולל קופות גמל מרכזיות לפיצויים וקרנות השתלמות.

<sup>5</sup> כולל מחזורי המסחר של מק"ם, אג"ח ממשלתיות, אג"ח חברות ומניות.

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



### תיבה 3: מושגי יסוד מתחום היציבות הפיננסית<sup>1</sup>

**סיכון מערכתי.** סיכון מערכתי הוא סיכון לשיבוש באספקת שירותים פיננסיים הנגרם כתוצאה מפגמים בחלק מהמערכת הפיננסית או בכללה. סיכון זה עלול לגרום להשלכות שליליות משמעותיות על התחום הריאלי<sup>2</sup>. סיכון יוגדר אפוא כמערכתי אם כרוך בו כשל משמעותי, למשל העדר נגישות של שירותים פיננסיים מסוימים או עלייה חדה של עלות השירותים הפיננסיים, וכן פוטנציאל של נזק ממשי לכלכלה הריאלית. הנזק יכול להיגרם או דרך השפעה על ההיצע של שירותים ומוצרים ריאליים או דרך השפעה על הביקוש לשירותים ולמוצרים ריאליים. כפי שנסביר להלן, הכשל ההתחלתי עשוי להוות רק זרז לכשלים נוספים, ואלה יגרמו נזק.

לסיכון המערכתי שני ממדים – זמן ורוחב:

(א) **ממד הזמן** – **סיכון העצמת מחזורי עסקים.** מושג זה מתייחס להתפתחות הסיכון המצרפי לאורך זמן: מחזורי העסקים של המערכת הפיננסית והכלכלה הריאלית מעצימים זה את זה, וכך מעודדים את היווצרותן של בועות אשראי ונכסים (bust and booms) ואת התפוצצותן, ומגדילים את פגיעות המשק למשברים. בתקופות גאות, שבהן מחירי הנכסים עולים, המוסדות הפיננסיים נוטלים יותר סיכונים, מגדילים את כמות האשראי במשק, ובכך תורמים להמשך העלייה של מחירי הנכסים. במצב של האטה מחירי הנכסים יורדים, הסיכון עולה, התיאבון לסיכון פוחת, ועמו יורד היצע האשראי.

(ב) **ממד הרוחב** – **סיכון הדבקה**<sup>3</sup>. מושג זה מתמקד בפיזור הסיכון במערכת הפיננסית בנקודת זמן נתונה ומתייחס לסיכון הנגרם על ידי קשרים ותלות הדדית בין מוסדות שונים במערכת הפיננסית ובשוק. החשש הוא שבעקבות קשרים אלו כשל המשפיע על מוסד אחד ייצור אפקט דומינו – ישפיע על מוסדות קשורים, אלה ישפיעו על מוסדות נוספים וכן הלאה. מעבר להשפעה הישירה שעלולה להיות למצוקה של מוסד אחד על מוסדות קשורים (למשל על ידי פגיעה במוסדות שהשקיעו במוסד שנקלע למצוקה) קיימת השפעה עקיפה – פגיעה באמון הציבור במערכת הפיננסית. כך, לדוגמה, כישלון של בנק אחד יכול לערער את האמון במוסדות פיננסיים אחרים ולהניע לקוחות רבים לדרוש את פיקדונותיהם בבת אחת. המוסדות הפיננסית כמובן לא יוכלו לעמוד בדרישה זו ויקלעו למצוקה.

**מדיניות מקרו-יציבותית** נועדה להפחית את הסיכון המערכתי. לשם כך היא מביאה בחשבון גורמי סיכון שהם מעבר לנסיבות הספציפיות של כל מוסד פיננסי בפני עצמו, ומתמקדת בקשרים בין המוסדות הפיננסיים, השווקים, התשתיות הפיננסיות והפעילות הכלכלית בכללותה. בכך מובחנת המדיניות המקרו-יציבותית מהמדיניות המסורתית, המיקרו-יציבותית, המתמקדת בשמירת יציבותו של כל מוסד פיננסי בנפרד. כדי להקטין סיכונים בממד הזמן, המדיניות המקרו-יציבותית פועלת למיתון מחזוריים פיננסיים, ובפרט למיתון תנודות באשראי. כך, למשל, בעתות גאות, קובעים תקני יציבות מחמירים, המגבירים את הזהירות של הגופים, כגון מגבלות מחמירות על ההון המיונף ועל גודל החוב שניתן ללווים<sup>4</sup>, ואילו בעתות שפל מקטינים את המגבלות, וכך גם את מידת הזהירות. כדי למזער את סיכונים ההדבקה המדיניות פועלת הן להקטנת הקישוריות בין הגופים, למשל על ידי הגבלת החשיפות ללווים גדולים, והן להקטנת הסיכון במוסדות שכישלונם צפוי להיות משמעותי והרסני למערכת בכללותה (SIFI's)<sup>5</sup> באמצעות החלת פיקוח הדוק ותקני יציבות מחמירים על גופים אלו והגבלה של ריכוזיות המוסדות הפיננסיים.

<sup>1</sup> לגבי ההגדרות המושגים המובאים כאן אין תמימות דעים, ובחרנו בהגדרות. להרחבה על מושגים אלו ראו: תיבה ד'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2010.

<sup>2</sup> Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institution, Markets and Instruments: Initial Considerations-FSB, IMF & BIS October 2009.

<sup>3</sup> להרחבה על הדבקה בהקשר בין-לאומי ראה תיבה 1: הדבקה פיננסית בין-לאומית בדוח זה.

<sup>4</sup> LTV -Loan to value ; DTI -debt service to income.

<sup>5</sup> מוסדות גדולים מדי או מקושרים מדי בכדי ליפול להרחבה ראה FSB - Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions 18.6.10.

