

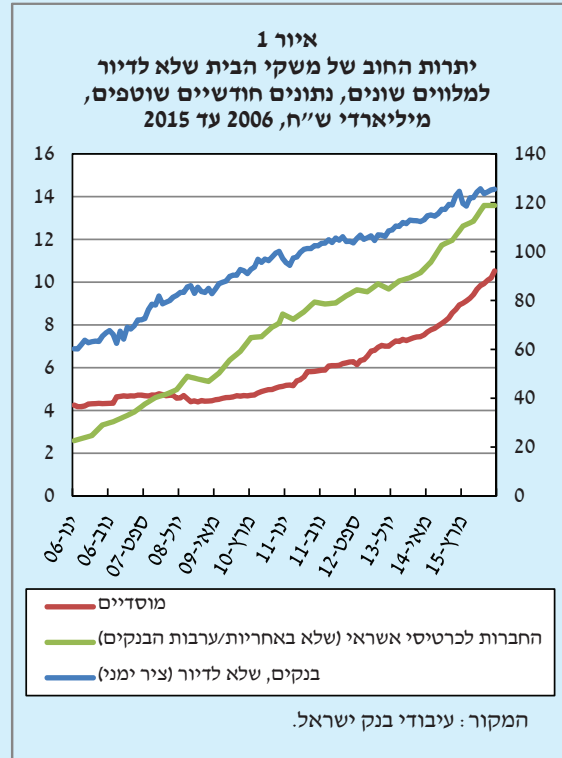
## תיבה ד'-1: השלכות מקרו-כלכליות של גידול האשראי הצרכני

על רקע הרפורמות לשיפור תנאי האשראי למגזר משקי הבית – מטרה מבורכת – יש לדון בשתי שאלות: אם אכן שורר מחסור באשראי הצרכני למשקי הבית (שאמור להתבטא בעלותו הגבוהה לציבור) ואם נכון לעודד את הגדלת המימון שלהם. באשר לשאלה הראשונה, כמויות האשראי שלא לדיור מכל המקורות גדלו במידה ניכרת בשנים האחרונות (איור 1), וכפי שעולה מאיור ד'-7, האשראי שלא לדיור ביחס לתוצר בישראל גבוה כבר היום בהשוואה למדינות רבות אחרות.

אשר לעלות האשראי – אין לנו נתונים השוואתיים על עלויות האשראי הבנקאי, אך ההשוואה הבין-לאומית, שהוזכרה לעיל, של עלות האשראי שמעמידות החברות לכרטיסי אשראי רומזת כי משקי בית שיש ברשותם כרטיסי אשראי מסוגלים להשיג אשראי בהיקף שהם מעוניינים בו. עם זאת, למשקי בית שהכנסתם נמוכה הגישה לאשראי מוגבלת.

כדי להשיב על השאלה השנייה נסתייע בניסיון המחקרי הבין-לאומי – התיאורטי והאמפירי. מודל בסיסי של הצריכה הפרטית הוא מודל של "מחזור החיים", שבו הצריכה נקבעת על ידי ההכנסה הפרמננטית הצפויה לאורך החיים (Ando and Modigliani, 1963; Modigliani and Brumberg, 1979; Hall, 1978). כיוון שבפועל הכנסתו של פרט/משק בית תלויה בנקודות הימצאותו על פני מחזור החיים, הוא מחליק את התצרוכת באמצעות כלים פיננסיים. האשראי משמש להעברת הצריכה בין התקופות שבהן הכנסתו של הפרט/משק הבית נמוכה לתקופות שבהן היא גבוהה. במילים אחרות: פרטים/משקי בית אמורים ללוות בצעירותם, כשהכנסתם נמוכה יחסית, ולהחזיר את החוב כשהם מתבגרים והכנסתם עולה. מכאן שלחוב כשלעצמו אין תפקיד סיבתי בקביעת הצריכה הפרטית.

תוצאה זו נובעת מאימוץ הנחות מפשטות – העדר מגבלת אשראי, אי-שינוי בריבית, יכולת של משקי הבית לצפות בדיוק את הכנסתם על פני מחזור החיים, ודאות מלאה לגבי



כל המשתנים המאקרו-כלכליים וכד'. אולם המציאות מורכבת יותר: משקי בית מתמודדים עם מגבלות אשראי, שאף משתנות על פני זמן, ואינם יכולים ללוות כנגד הכנסה עתידית אלא חייבים להעמיד בטוחות כנגד מרבית ההלוואות; קיימת אי-וודאות הן לגבי הכנסותיהם העתידיות של משקי הבית והן לגבי הפעילות במשק, כי זעזועים חיצוניים עלולים להביא לסטיות של משתנים מאקרו-כלכליים ממגמות ארוכות טווח. במציאות מרבית משקי הבית אינם מסווגים כלוים או מלווים בלבד; שיקולים מגוונים גורמים להם להחזיק בחסכונות ובחוב גם יחד.

מודלים שמסירים את ההנחות המפשטות מסיקים כי יש קשר בין היקף האשראי (ונטל החוב המשתמע ממנו) והתנאים לקבלתו לבין הצמיחה. Fisher (1933) הראה שבשנות השפל הגדול בארה"ב נטל החוב העצים את הזעזוע המקורי. King (1994) יישם את המודל של Fisher על המשק הבריטי במשבר של שנות התשעים והציג מודל שבו משקי בית שלוו לאור ציפיות להכנסה עתידית גבוהה חווים זעזוע שלילי להכנסתם העתידית ונאלצים לצמצם את הצריכה כדי להחזיר את החוב. Kiotaki and Moore (1997) הציגו מודל שבו, בגלל דרישה לעירבון כנגד הלוואות, אפילו זעזוע קטן יחסית וזמני לטכנולוגיה או להתפלגות ההכנסות יכול לפגוע במחירי הנכסים ובצמיחה פגיעה ניכרת ומתמשכת. זאת משום שנכסים משמשים הן לייצור והן כבטוחה, וזעזועים הפוגעים בשוויים מורידים את היקף האשראי שניתן לקבל כנגדם, ובדרך זו מצמצמים את ההשקעה במשק. Carroll and Dunn (1997) בנו מודל שבו ליברליזציה פיננסית מקלה על דרישת ההון העצמי (down-payment), דבר שמביא לגידול החוב, ובעקיפין מגדיל את רגישותה של הצריכה לשינויים בציפיות לאבטלה.

פיתוח שוק האשראי מביא עמו צורות חדשות של אשראי צרכני שאין לצדו בטוחות – מסגרות של כרטיסי האשראי, משיכות יתר, כרטיסי רשתות חוץ-בנקאיים וכד', אמצעים שרובם מוצעים ללקוחות בעיקר בתקופות של צמיחה כלכלית. אלה מיטיבים, בטווח הקצר, עם משקי הבית של המעמד הבינוני-נמוך, באפשרם להם צריכה ברמה גבוהה יחסית. האשראי הצרכני הוא פרו-מחזורי, כלומר נוטה להתרחב במהירות בתקופות של צמיחה ולהצטמצם בתקופות שפל. Rajan (1994) העלה את הסברה כי דרישות בעלי המניות של הבנקים להגדיל את הרווחיות בתקופות צמיחה גורמות לבנקים לרופף את דרישותיהם במתן אשראי בתקופות אלה. בתקופות מיתון, כשבעלי המניות מוכנים להסתפק בתשואות נמוכות יותר, הבנקים שבים ומהדקים את דרישותיהם. התנהגות זו יוצרת מחזוריות במדיניות האשראי: זו נעשית מקלה בתקופות טובות ומרסנת בתקופות רעות. באופן דומה מצאו Ferri and Simon (1997) כי בתקופות מיתון בנקים נוטים להעמיד אשראי ללווים איכותיים יותר ולהגביל את האשראי ללווים איכותיים פחות – מעין "flight to quality" בשוק האשראי הצרכני. גם משקי הבית מעוניינים ללוות כשהאווירה הכלכלית אופטימית יותר, כשיש להם ציפיות חיוביות לגבי עתידם הכלכלי. מחקר שפורסם לאחרונה (Kumhof et al., 2015) טוען כי שני המשברים הגדולים – השפל הגדול בשנים 1929–1932 והמשבר הפיננסי שהתחיל ב-2008 – התרחשו לאחר תקופות ארוכות של עלייה באי-השוויון. המחקר מציג מנגנון הנתמך על ידי ממצאים אמפיריים, שבו עליית הכנסותיהם של בעלי הכנסות גבוהות מגדילה את חסכוניהם (עקב נטייה שולית לצרוך נמוכה יחסית של קבוצה זו), וכך – את היקף מקורות האשראי במשק. מי שמנצלים את גידולם של מקורות האשראי הם בעלי הכנסות נמוכות, שלווים כדי להגדיל את הצריכה. כתוצאה מכך יחס החוב להכנסה של לוויים בעלי הכנסות נמוכות גדל, דבר שמחליש את החוסן הפיננסי של המערכת ומעלה את ההסתברות להתרחשותו של משבר פיננסי. המשבר מונע על ידי החלטה אנדוגנית של חלק מהלווים לא להחזיר חובות, החלטה שהמלווים צופים מראש וגובים ריביות גבוהות בהתאם. אי-החזר חובות מקטיף בטווח המיידי את יחס החוב להכנסה של הלווים. אולם הואיל ומשבר פיננסי מלווה בהאטת הפעילות הריאלית, הפוגעת יותר דווקא בבעלי הכנסות הנמוכות, שתעסוקתם ושכרם מחזוריים יותר, יחס חובם להכנסתם שב וגדל. מובן שפעולת המנגנון הזה תלויה במידת הקלות שבה יכול הלווה להשתמט מהחזר החוב<sup>1</sup>. ככל שהסנקציות על אי-החזר חובות חמורות יותר, השפעת נטל החוב על הצריכה העתידית במקרה של זעזוע שלילי להכנסת משקי הבית תהיה חזקה יותר.

Hall (2012) הראה שהמשבר הריאלי הממושך בארה"ב הוא תוצאה של ירידה גדולה בביקושים של משקי הבית – כלומר בצריכה הפרטית, המהווה בארה"ב כשני שלישים מהתמ"ג – ירידה שנבעה מהצורך שלהם להימנע מנטילת אשראי נוסף. התקופה שלפני המשבר התאפיינה בגידול מהיר של ההשקעה בנדל"ן למגורים ושל הרכישות של בני-קיימא, בעוד שהתרחבות ההשקעה במגזר העסקי הייתה מתונה – תוצאת הקלה מהותית של תנאי האשראי למשקי הבית אך לא לעסקים. כך, למשל, משקי בית בעלי הכנסה נמוכה ולא קבועה, שלפני כן לא זכו לקבל אשראי, יכלו ליטול משכנתאות בריבית subprime. נוסף על המשכנתאות התרחבו יתרות החוב גם למטרות אחרות, כולל אשראי לרכישת כלי רכב. ערב המשבר, בשנת 2007, למעלה משלושה רבעים ממשקי הבית לא החזיקו מספיק נכסים נזילים<sup>2</sup> שיכלו לשמש בולם זעזועים למקרה של ירידה לא צפויה בהכנסה. לפיכך היו רבים מהם תלוים בחסדי מוסדות פיננסיים כדי להמשיך ולשמור על רמת חייהם כשהכנסתם נפגעה. בעקבות המשבר החמירו הבנקים את תנאי האשראי, ומשקי בית רבים נאלצו "להדק את החגורה" – לצמצם את צריכתם כדי לעמוד בחזר החלואות.

ניתוח המבוסס על נתוני המיקרו בבריטניה (Bunn and Rostom, 2014) מלמד כי לאחר פרוץ המשבר הפיננסי של 2008 משקי בית בעלי רמת חוב גבוהה צמצמו את צריכתם (בעיקר של מוצרים בני קיימא ומותרות) ביחס להכנסה יותר מאשר משק הבית הממוצע. כן נמצא כי ירידה בצריכה כתוצאה מחוב לדירור (שהוא כ-80% מסך החוב של משקי הבית בבריטניה)

<sup>1</sup> בקצה האחד של הסקלה לווה שלא מחזיר את החוב מאבד רק את הנכס ששימש בטוחה להלוואה, ובקצה השני הוא מחויב להחזר של מלוא החוב מתוך הכנסותיו העתידיות ללא תלות בשווי הבטוחה. כך, לדוגמה, משכנתאות בארה"ב ובחלק ממדינות אירופה הן non-recourse, משמע שגובה החוב מוגבל לשווי הנכס, ואילו בישראל גובה החוב נותר בעינו גם אם ערכו של הנכס יורד.

<sup>2</sup> לפי קנה מידה של כמות נכסים נזילים שמספיקים לתקופה של חודשיים.

יכולה להסביר כ-40% מהירידה בצריכה הפרטית המצרפית לאחר 2007. צמצום הצריכה על ידי משקי בית בעלי חוב גבוה משקף בעיקר את חששם ליכולת החוזר שלהם בעתיד<sup>3</sup>, וגם את ציפיותיהם להקשחות התנאים לקבלת אשראי חדש. אנו נמצאים בתקופה של צמיחה, אמנם איטית יותר מאשר בעבר, בסביבה של ריבית קרובה לאפס ותעסוקה מלאה. שינויים אפשריים בכל אחד מהפרמטרים הנ"ל, כגון עלייה של הריבית או של האבטלה, עלולים לסכן את מצבם הכלכלי של משקי בית לוויים ולהשפיע על היקף הצריכה שלהם. ירידתם של שיעורי הריבית בגלל המשבר הפיננסי העלתה את כדאיות האשראי הצרכני וכבר תרמה לעלייה בחוב של משקי הבית. הביקוש לאשראי נענה על ידי ההיצע: הבנקים בחרו לתת אשראי נוסף למשקי הבית, וזאת גם משום ששקלול האשראי הצרכני כהון סיכון נמוך מזה של האשראי העסקי. אמנם החוב שלא לדיור שיעורו כ-30% בלבד מסך החוב של משקי הבית, אך בהשוואה למשכנתאות, האשראי שלא לדיור נושא ריבית נקובה גבוהה הרבה יותר והוא גמיש הרבה פחות מבחינת היכולת למחזר אותו בתנאים נוחים יותר, מפני שהתקופה-לפירעונו קצרה. נטל חוב גבוה עלול להביא לפגיעות של משקי הבית בשל צמצום יכולתם להגיב על זעזוע לא צפוי להכנסתם (כגון אבטלה או ירידה בשכר), לעושרם (ירידה של ערך נכסיהם) או לשיעורי הריבית שהם משלמים (בהלוואות עם ריבית משתנה). ברמה המצרפית, מידת הרגישות של הצריכה הפרטית לזעזועים באבטלה תלויה במידת הגישה של משקי הבית בעשירונים הנמוכים לאשראי, שכן גידול האשראי לאוכלוסייה זו עלול להעמיס עליהם נטל כבד של החזר החוב (שיהווה שיעור גבוה יותר מהכנסתם). זאת על רקע תעסוקתם המחזורית יותר, שבדרך כלל נפגעת קשה יותר בתקופות מיתון. לפיכך צעדי מדיניות להגברת התחרות במתן אשראי צרכני חייבים להינקט בהירות ולהתחשב בהשלכות הלא רצויות שיש להגדלת המינוף של משקי הבית הן על יציבותם הפיננסית והן על הצמיחה במשק.

#### ביבליוגרפיה

- Ando, A. and F. Modigliani (1963). "The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests", *American Economic Review*, 1963, 55-84.
- Bunn, P. and M. Rostom (2014). "Household Debt and Spending", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2014 Q3.
- Carroll, C. and W. Dunn (1997). "Unemployment Expectations, Jumping (S,s) Triggers, and Household Balance Sheets", NBER Macroeconomics Annual 1997, vol. 12.
- Ferri, G. and P. Simon (1997). "Constrained Consumer Lending: Exploring Business Cycle Patterns Using the Survey of Consumer Finances", Mimeo, Bank of Italy and Princeton University, October 1997.
- Fisher, I. (1933). "The Debt-deflation theory of great depressions", *Econometrica*, vol. 1, no. 4, 337-57.
- Hall, R. (1978). "Stochastic Implications of the Life Cycle – Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence", *Journal of Political Economy*, vol. 86, 971-87.
- Hall, R. (2012). "How the Financial Crisis Caused Persistent Unemployment", in L.E. Ohanian, J.B. Taylor and I.J. Wright (eds.), *Government Policies and the Delayed Economic Recovery*, Hoover Institution Press, pp. 57–83.
- Jappelli, T. and M. Pagano (2002). "Information Sharing, Lending and Defaults: Cross-Country Evidence", *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, 2017–2045.
- King, M. (1994). "Debt Deflation: Theory and Evidence", *European Economic Review*, vol. 38, no. 3-4, 419-55.
- Kiotaki, N. and J. Moore (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 105, No. 2, 211-248.
- Kumhof, M., R. Ranci ere and P. Winant (2015). "Inequality, Leverage, and Crises", *American Economic Review*, vol. 105(3), 1217-1245.
- Modigliani, F. and R. Brumberg (1979). "Utility Analysis and the Consumption Function: An Attempt at Integration", in Abel, A. (ed), *The Collected Papers of Franco Modigliani*, vol. 2, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, pp. 128-97.
- Rajan, R (1994). "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence", *Quarterly Journal of Economics*, May 1994, 399-441.

<sup>3</sup> סקר מיוחד בקרב משקי בית אישר את תוצאותיהם; על פי הסקר משקי בית שצמצמו את צריכתם משיקולי נטל החוב היו מוטרדים מהעובדה שהכנסתם הייתה נמוכה מהצפוי ומאי-ודאות לגבי הכנסתם בעתיד.