

פרק ד'

המערכת הפיננסית : המקורות והשימושים למימון הפעילות במשק

- שיעור החיסכון הגולמי ירד השנה ירידה קלה ביחס לשנה הקודמת. החיסכון של המגזר הפרטי הופנה למזומן ופיקדונות, להרחבת ההשקעות הישירות בחו"ל ולרכישת דירות.
- האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי צמח ב-4% – שלא כמו בשנים 2008 עד 2015, שבהן אשראי זה צמח בשיעורים נמוכים יותר. עיקר הגידול השנה היה באשראי החוץ-בנקאי. נמשכה מגמת הגידול של האשראי הבנקאי לעסקים קטנים.
- סך האשראי למשקי הבית צמח השנה ב-6%, בדומה לקצב של השנים האחרונות. גידולו של החוב לדיוור הסתכם ב-5.5%, ושל החוב שאינו לדיוור – ב-7.6%.
- מאז 2011 התמתן קצב גידולו של האשראי לדיוור. צמיחתו של האשראי הצרכני בשלוש השנים האחרונות הייתה מהירה מצמיחת האשראי לדיוור.
- היקף המשכנתאות החדשות שנלקחו השנה היה נמוך ב-8% מאשר בשנה הקודמת. השנה נמשכה העלייה של הריבית הממוצעת על המשכנתאות החדשות, מגמה שהחלה באמצע 2015. עלייתה של הריבית על המשכנתאות וריסון ההיצע של אשראי זה נובעים, בין היתר, מהתייקרות המקורות של הבנקים, על רקע הדרישות להגדלת הונם.
- להוציא את האשראי לדיוור, לא חל שינוי בתמסורת מהמדיניות המוניטרית המרחיבה של בנק ישראל אל הריביות ביתר המגזרים: היציבות של ריבית בנק ישראל התבטאה ביציבות של הריביות על הפיקדונות, על האשראי הצרכני ועל האשראי למגזר העסקי מהבנקים, וכן בירידת המרווחים בשוק אג"ח החברות.
- במסגרת צעדי הממשלה להגברת התחרות באשראי הקמעוני אישרה הכנסת (בעקבות המלצות "ועדת שטרומ" את החוק להגברת התחרותיות במערכת הבנקאית, הקובע שבנקים אשר היקף האשראי הקמעוני שהם נותנים עולה על 20% מהשוק יאלצו למכור את חברות כרטיסי האשראי אשר ברשותם. החוק הורה להקים "ועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי", שתעקוב אחר הצלחת המהלך.
- למרות סביבת הריבית הנמוכה, היקף החשיפה של הגופים המוסדיים המנהלים את החיסכון ארוך הטווח למניות ולכספים זרים נמוך בהשוואה בין-לאומית. בשנים האחרונות גדלה בשיעור ניכר החשיפה להלוואות ישירות, וכן ההשקעה בנכסים "אחרים" (בעיקר בקרנות השקעה).

ההאצה של שיעור צמיחת התוצר, חוזקו של שוק העבודה ועליית השכר הריאלי למשרת שכיר הביאו לגידול ההכנסה הפנויה במשק, התפתחות שהתבטאה הן בעליית החיסכון הלאומי הגולמי והן בגידול הצריכה. הצריכה עלתה בשיעור חד של 6.1%. (הרחבה על הצריכה הפרטית והחיסכון במשק ראו בפרק ב'). עלייה זו של הצריכה התבטאה בירידה קלה של שיעור החיסכון: שיעור החיסכון הלאומי הגולמי ביחס לתוצר עמד השנה על 23.9%, לעומת 24.2% ב-2015. בשנים הקודמות השלים שיעור החיסכון עלייה הדרגתית משפל של 21.1 אחוזי תוצר ב-2008 ל-24.2 אחוזי תוצר ב-2015. גידולו של החיסכון הלאומי הגולמי התבסס על גידול החיסכון הפרטי הגולמי, בעוד שהחיסכון הציבורי הגולמי פחת. (עוד על החיסכון הציבורי ראו בפרק ו'). גם השנה תרמו תושבי חוץ לגידול מקורות המימון של המשק המקומי באמצעות השקעות בהיקף של כ-18 מיליארדי ש"ח, פי שניים מאשר בשנתיים הקודמות.

גידולם של מקורות המימון שימש להמשך הצמיחה של האשראי למשקי הבית. קצב עלייתו (6.2%) דמה לזה של השנים האחרונות, מה שתמך בהמשך הפעילות הגבוהה בשוק הדיור וגם בצריכה הפרטית. גידול מקורות המימון שימש גם לעלייה של היקף האשראי למגזר העסקי, בעיקר דרך גיוסים נטו של אג"ח חברות סחירות וגידול החוב לחו"ל. גידול האשראי למגזר העסקי השנה (בשיעור של 4.1%) גבוה מאשר בשנה הקודמת וגבוה משמעותית מהמוצע בשנים 2012–2015, שבהן יתרת החוב של המגזר העסקי כמעט לא גדלה כלל. מקורות המימון הופנו גם להשקעות בחו"ל, שם גדלו ההשקעות הישירות של תושבי ישראל, לצד קיפאון בהשקעות הפיננסיות.

השנה הואט קצב גידולו של האשראי לדיור למשקי הבית, ונמשכה עליית הריבית על משכנתאות, שהחלה באמצע 2015. קצב הגידול של האשראי לדיור למשקי הבית מתמתן בהדרגה מאז 2011, לצד עליית קצב הגידול של האשראי שאינו מגובה בדירה למשקי הבית. מהניתוח עולה כי בדומה למצב ב-2015, לא הייתה מגבלה של ממש על היצע האשראי למגזר העסקי. הערכה זו נתמכת בעובדה שהחברות הגדולות נהנו מירידת המרווחים בשוק אג"ח החברות במהלך השנה, מרווחים שרמתם ממילא נמוכה; בעלייה משמעותית של היקף ההנפקות בשוק האג"ח, ברוטו ונטו; וכן על המשך מגמת הגידול של האשראי הבנקאי לעסקים קטנים.

מאז 2011 מתמתן קצב הגידול של האשראי לדיור למשקי הבית.

1. מקורות המימון במשק

א. תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור¹

תיק הנכסים הפיננסיים מכיל את כל ההחזקות הפיננסיות של משקי הבית והמגזר העסקי. כמחצית מהתיק מוחזקת בידי הציבור במישרין², והיתר מוחזק בתיק שמנהלים עבורו הגופים המוסדיים – להלן התיק המנוהל³. תיק הנכסים גדל בשנת 2016 בכ-100 מיליארדי ש"ח, והגיע בסופה לשווי של 3.4 טריליון ש"ח⁴, עלייה של 3%. העלייה בתיק הנכסים השנה במונחים נומינליים הייתה קטנה ביחס לעליות שנרשמו בשנים קודמות, וכן נמוכה משיעור צמיחתו צמיחתו של התוצר.

תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור הגיע לשווי של 3.4 טריליון ש"ח. עליית שווי התיק בשנת 2016 נמוכה משיעור צמיחתו של התוצר.

¹ לבחינה נרחבת של השינויים שחלו בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור בשנת 2016 ראו מבט סטטיסטי 2016, שפרסמה לאחרונה החטיבה למידע ולסטטיסטיקה של בנק ישראל.

² ההגדרה כוללת את מלאי הנכסים הפיננסיים, כולל מזומן ופיקדונות, ניירות ערך סחירים ולא-סחירים ומוצרי מדדים, שהציבור מחזיק במישרין ובאמצעות מנהלי תיקים או קרנות נאמנות.

³ הגדרה זו כוללת את ההשקעות של המשקיעים המוסדיים, שהם קופות הגמל והפיצויים, קרנות ההשתלמות, קרנות הפנסיה (הוותיקות והחדשות) וכן התכניות לביטוח חיים המנוהלות על ידי חברות הביטוח (לא כולל תיק הנוסטרו של חברות אלה – התיק שהן מנהלות עבור עצמן).

⁴ אומדן עד דצמבר 2016.

**לוח ד-1
תיק הנכסים הפיננסיים ברוטו של הציבור¹ – התפלגותו לפי סוגי הנכסים, עד 2007, נתוני סוף תקופה**

השקעות של תושבי ישראל בחו"ל		אג"ח חברות ² מניות ⁴ בארץ		אג"ח ממשלתית בלתי סחירות ⁶		אג"ח ממשלתית סחירות		מק"ם פיקדונות		שיעור חתיק מהתוצר		מיליארדי ש"ח		התקופה
מניות	אג"ח	מניות	אג"ח	בלתי סחירות ⁶	סחירות	מק"ם	פיקדונות	פיקדונות	מק"ם	שיעור חתיק	מיליארדי ש"ח	מיליארדי ש"ח	התקופה	
4.5	7.8	5.3	0.5	14.0	9.9	9.7	11.2	1.5	26.0	9.5	3,417.9	2016		
4.0	8.0	5.3	0.8	14.9	9.5	9.7	11.9	2.2	25.5	8.3	3,318.2	2015		
3.2	8.2	5.2	0.7	15.6	9.7	9.8	12.5	3.0	25.9	6.2	3,179.1	2014		
3.3	7.4	4.2	0.9	16.7	10.7	9.3	12.9	2.6	27.0	4.9	2,977.0	2013		
3.1	6.4	4.4	1.1	14.9	11.5	9.4	13.1	2.6	28.9	4.6	2,732.0	2012		
2.8	5.7	4.2	1.8	15.4	11.5	9.6	12.1	3.0	29.5	4.4	2,534.0	2011		
2.6	5.6	3.2	2.2	21.4	11.5	8.7	12.0	2.7	25.8	4.3	2,563.6	2010		
2.7	4.8	3.1	3.2	18.5	11.4	9.3	12.6	2.7	27.1	4.6	2,302.1	2009		
2.7	3.3	3.1	3.9	11.6	9.8	11.2	13.9	3.5	33.0	4.0	1,882.6	2008		
2.5	4.0	3.6	4.0	24.0	11.2	6.6	10.1	3.2	27.8	3.0	2,055.5	2007		

¹ הציבור אינו כולל את הממשלה, את בנק ישראל, את החשקיות של תושבי חוץ ואת הנכסים המסחריים והנכסים למשכנתאות.

² כולל אג"ח להמרה.

³ כולל אופציות Warrant.

⁴ לרבות השקעה בניירות עד ישראלים בחו"ל, ולמעט השקעה בתעודות סל הנסחרות בתי"א על מודדים בחו"ל.

⁵ מפברואר 2008 כולל התחייבות הממשלה לסייע לקרנות הפנסיה הוותיקות. התחייבות זו עמדה בפברואר 2008 על סך 72 מיליארדי ש"ח.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

של התוצר. בשנים 2010–2014 צמח התיק בשיעור ממוצע גבוה של 6.7%, וב-2015 הואט קצב צמיחתו ל-4.4%.

הגידול המתון של תיק הנכסים הפיננסיים נבע מגידול של 4.8% בתיק המנוהל, תוצאת גידול מתמשך של היקף ההפקדות בקרנות הפנסיה החדשות ועלייה של 1.3% בשווי התיק שהציבור מחזיק במישרין. מגמת הצמיחה של קרנות הפנסיה החדשות נשענת על החלת פנסיית חובה לשכירים החל משנת 2008 ועלייה מתמשכת של שיעורי ההפרשות שבהם מחויבים העובדים והמעסיקים לאורך השנים⁵, לצד עלייה בשכר הנומינלי. כניסתה לתוקף של פנסיית החובה לעצמאיים החל מ-2017 צפויה להגדיל את היקף הצבירות בחיסכון הפנסיוני (תוספת של כ-6 מיליארדי ש"ח בהפקדות בשנה, לפי אומדן⁶), וגם קופות הגמל צפויות ליהנות מגידול של הצבירות עם פתיחת אפשרות להפקיד ב"קופות גמל להשקעה" (עד לסך של 70 אלף ש"ח בשנה), מתן אפשרות למשקיעים בשוק הדיור שימכרו את דירתם השלישית ומעלה להפקיד את תמורת המכירה בקופות אלה⁷ ופתיחת תכנית "חיסכון לכל ילד" (תוספת של כ-2.9 מיליארדי ש"ח בשנה, הצפויה להתחלק בין 1.9 מיליארדים הפקדות בקופות הגמל ו-1 מיליארד הפקדות בבנקים⁸). השפעת המחיר הכוללת על תיק הנכסים הפיננסיים (השינוי בשווי התיק כתוצאה משינוי במחיר הנכסים המוחזקים), בהתאם להתפלגות הנכסים בו בסוף שנת 2015, נאמדת כשלילית, ומקורה בעיקר בשוק המניות המקומי⁹. כנגד זאת, השפעת המחיר של הנכסים המוחזקים בחו"ל נאמדת כחיובית. הצבירות בתיק בניכוי אומדן השפעת המחיר הופנו, כמו בשנה הקודמת, בעיקר לגידולם של רכיבי המזומן והפיקדונות (כ-91 מיליארדי ש"ח), אך בלטו גם צבירות חיוביות באג"ח החברות הסחירות ובמניות הישראליות, לצד ירידה של הצבירה במניות בחו"ל. ההתפלגות של החזקת יתרת אג"ח החברות הסחירות בישראל מלמדת כי מאז סוף 2011 שיעור ההחזקה הישירה של הציבור עולה ברציפות, על חשבון ההחזקה של אג"ח סחירות בתיק המנוהל, שיורדת. יתרותיהן של אג"ח החברות הסחירות שבידי המוסדיים ובידי הציבור עמדו בסוף שנת 2011 על 48% ו-50%, בהתאמה, ואילו בסוף 2016 החזיק ציבור 58% מהיתרה, והמוסדיים – 41%. בעוד שהגופים המוסדיים, ובעיקר קופות הגמל, הגיעו להחזקות גבוהות באג"ח חברות ערב המשבר הפיננסי, הסדרי החוב הרבים בשוק זה בשנים 2009–2012 והמגבלות שהוטלו על השקעה באג"ח חברות על פי המלצות "ועדת חודק" הניעו אותם לצמצם את החשיפה למכשיר זה בשנים שלאחר מכן ולהפנות מקורות להשקעה בחו"ל ולהגדלת ההלוואות הישירות למגזר העסקי. בניכוי אומדן השפעת המחיר גדל תיק הנכסים הפיננסי בכ-3.7% (122 מיליארדי ש"ח). יתר הגידול של החיסכון הלאומי הופנה לגידול ההשקעות הישירות של תושבי ישראל בחו"ל (כ-12 מיליארדי ש"ח) ולרכישת נכסים ריאליים – בראש ובראשונה דירות, וגם להשקעות בחברות פרטיות מקומיות.

קרנות הפנסיה וקופות הגמל צפויות ליהנות מזרם חדש של תקבולים, שנאמד במיליארדי ש"ח בשנה.

שווי תיק הנכסים הפיננסיים הושפע לשלילה ממחירי המניות בשוק המקומי ולחיוב ממחירי הנכסים המוחזקים בחו"ל.

⁵ שיעור ההפרשה הכולל עלה בהדרגה בכל שנה מרמה של 2.5% ב-2008 ל-18.5% החל מ-01/01/2017. למעשה, עד שנת 2016 צמחו ההפקדות כתוצאה מהגידול הטבעי בסך ההכנסות של האוכלוסייה הרלבנטית ומתהליך היישום של פנסיית החובה, שהושלם למעשה בתחילת 2017.

⁶ האומדן מתבסס על התפלגות השכר של עצמאיים לפי עשירונים על פי נתוני סקר ההוצאות 2013, על מספר העצמאיים לפי נתוני הביטוח הלאומי לשנת 2014 ועל שיעורי ההפרשה שנקבעו בחוק.

⁷ בסכום הנמוך מבין שתי אפשרויות – עד 2.5 מיליון ש"ח או סך התמורה עבור מכירת הדירה.

⁸ אומדן המבוסס על בחירותיהם של הורים לילדים – הן לגבי הכפלת הסכום והן לגבי אפיק ההפקדה – עד תחילת פברואר 2017. לפי נתוני הלמ"ס ל-2015 מדובר בכ-42% מכל הילדים בגילים 0–17.

⁹ שוק המניות המקומי לקה בחולשה של החברות הגדולות ביותר במשק - חברות מענף הפארמה, המהוות כ-30% ממדד המניות הכללי; זאת בניגוד למגמה החיובית במדד המניות ת"א 75 ובמדד מניות היתר.

השנה נרשמה יציבות בהיקף החשיפה לנכסים זרים.

חלקן של המניות הישראליות בתיק הנכסים פחת השנה, המשך למגמה בשלוש השנים הקודמות (לוח ד'-1). ואולם לאחר שבשנים 2013 עד 2015 הירידה של חלק המניות הישראליות בתיק הייתה תוצאת ירידה של החזקות תושבי ישראל במניות ישראליות לצד עליית מחיריהן, הרי השנה עלה היקף ההחזקה של תושבי ישראל במניות לצד ירידה במחיריהן. השנה עלה גם היקף החזקות של משקיעים זרים במניות, לאחר שירד בשנה הקודמת. נוסף על כך ירד השנה חלקם של הנכסים המושקעים בחו"ל¹⁰ בתיק הנכסים, בניגוד למגמת גידול העקבית מאז 2008. החל מ-2008 הלכה וגדלה גם החשיפה לנכסים זרים¹¹ – משיעור של 6.8% ל-24% ב-2015. השנה נשאר שיעור זה ללא שינוי, תוצאה של הקטנת החשיפה במחצית הראשונה והגדלתה במחצית השנייה. ייתכן שהיציבות בחשיפה לנכסים זרים במהלך השנה, בניגוד למגמה בשנים קודמות ולמרות ביצועים טובים יחסית בשווקים בחו"ל, היא תוצאה של אי-הוודאות הרבה אשר שררה בשווקים בחו"ל השנה, במיוחד בהשפעת אירועים בולטים – הברקזיט בבריטניה והבחירות בארה"ב. היקף הנכסים הנזילים¹² עלה ב-6%, כך ששיעור הנכסים הנזילים מתוך תיק הנכסים הפיננסיים ממשיך לעלות במתינות מאז 2011. לאחר שבשנים קודמות גדלו הן החזקות בנכסים נזילים בתיק המנוהל והן החזקות הישירות של הציבור, השנה חלק התיק הנזיל בתיק המנוהל ירד, בעוד שהחזקות הציבור במישרין הוסיפו וגדלו. הציבור במישרין מחזיק כמעט מחצית מהשקעותיו בנכסים נזילים, בעוד שבתיק המנוהל שיעורו של רכיב זה כ-8%. זאת על רקע שוני באופק ההשקעות: הגופים המוסדיים מנהלים חיסכון לטווח ארוך, ואילו הציבור שומר בהשקעותיו על אופק קצר יותר ורמת נזילות גבוהה. השינוי ברכיב הנכסים הנזילים השנה הוא תוצאת עלייה של 18% בהיקף המזומן והעו"ש – שיעור גבוה, אך נמוך מאשר בשנתיים הקודמות – ועלייה בפיקדונות לטווח קצר, לצד ירידה ברכיב המק"ם. מאז 2012 הציבור מגדיל בקצב מהיר את החזקותו במזומן ובעו"ש לצד שיעור גידול איטי בפיקדונות לזמן קצר. נוסף על כך נמשכו השנה פדיונות נטו של הציבור מהקרנות הכספיות, בדומה להתפתחות בשנתיים הקודמות. מגמות אלה תואמות לניחות המגמה שהוצג בשנה הקודמת, אשר לפיו, על רקע הריבית הקרובה לאפס, הציבור מעדיף להחזיק נכסים נזילים, שבהם ניתן לצמצם את עלויות דמי הניהול ועלויות העסקה. מאז הורדת הריבית האחרונה ב-2015 קצב הצמיחה של הפיקדונות הקצרים הוסיף וירד, וכנגד זאת עלה קצב הצמיחה של הפיקדונות הארוכים. סך היקף הפיקדונות בבנקים עלה השנה ב-5%, מעל לממוצע בשלוש השנים הקודמות, דבר שתורם להגדלת מקורותיהם.

ב. תיק האשראי הבנקאי

תיק האשראי הבנקאי המקומי (הלוואות והחזקות אג"ח) גדל השנה ב-4% והגיע ל-951 מיליארדי ש"ח. קצב הגידול השנה נמוך מעט מזה של השנה הקודמת (6.2%) וגבוה מהקצב הממוצע בשנים 2012 עד 2014 (2.6%). צמיחת תיק האשראי נשענת, בין היתר, על הגידול של פיקדונות הציבור בבנקים, כפי שעולה מניתוח תיק הנכסים, וזאת נוסף על גיוסים נטו חיוביים באג"ח חברות. יוזכר כי במהלך השנים 2012 ועד 2015 חויבו הבנקים להעלות את יחס ההון העצמי רובד 1 לרמה של 9%, ומאז ועד תחילת 2017 היה על שני הבנקים הגדולים להעלות יחס זה עוד עד לרמה של 10%, מה שהגביל את יכולתם להרחיב את תיק האשראי. בפועל הגיעו שני הבנקים הגדולים ליחס ההון הנדרש, וכרגע אינם נדרשים להעלות הון נוספת. מגבלות שהטיל הפיקוח על הבנקים ופעולות

¹⁰ יתרת הנכסים המושקעים מחוץ לישראל. כולל החזקות בני"ע שהנפיקו חברות ישראליות בחו"ל ולא כולל החזקות בנכסים זרים בארץ.

¹¹ הסכום הכספי הנתון בסיכון במקרה של ירידת ערכם של נכסים שהנפיקו תושבי חוץ.

¹² מזומן, פיקדונות עד שנה בארץ ומק"ם.

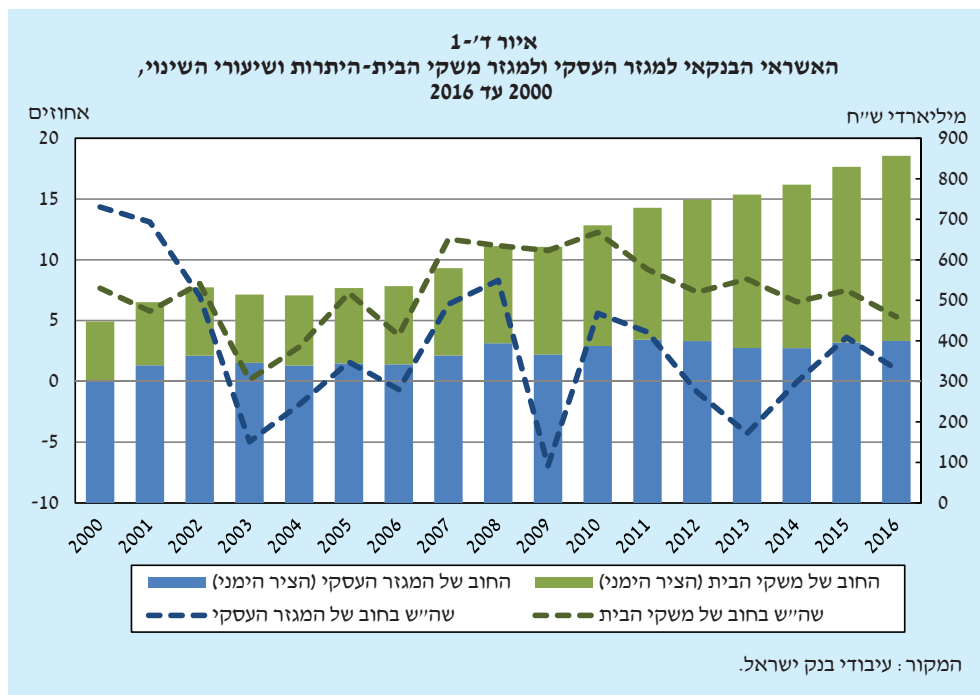
מאז 2012 הציבור מגדיל בקצב מהיר את החזקותו במזומן ובעו"ש. נמשכו השנה פדיונות נטו של הציבור מהקרנות הכספיות.

שנקט, אשר התבטאו, בין היתר, בדרישות ההון משני הבנקים הגדולים, השפיעו השנה על המגמה באשראי המשכנתאות וגם באשראי לעסקים גדולים: במשכנתאות צמצמו שניהם את נתח השוק שלהם, והאשראי שהם מעמידים לעסקים גדולים ירד, לצד התרחבות בבנקים אחרים.

תיק האשראי הבנקאי מורכב מ-457 מיליארדי ש"ח חוב של משקי הבית, 400 מיליארדים חוב של המגזר העסקי (כולל החזקה באג"ח חברות) וכמאה מיליארדים נוספים חוב של הממשלה. גידולו של תיק האשראי הבנקאי השנה מורכב מעלייה של 5.3% באשראי למשקי הבית ועלייה מתונה של 1% בלבד בחוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי. מאיור ד'-1 ניתן לראות כי באשראי הבנקאי למגזר העסקי היו כמה תקופות של התרחבות וצמצום מאז שנות האלפיים, ולפיכך הוא גדל רק מעט מאוד במהלך התקופה בכללותה; משנת 2003 נרשמה באשראי הבנקאי למגזר העסקי מגמת צמצום – תחילה בגלל המיתון במשק ובהמשך בגלל הגידול המואץ של האשראי החוץ-בנקאי למגזר זה על רקע הרפורמה בקופות הגמל וקרנות הנאמנות. צמיחתו של האשראי הבנקאי למגזר העסקי התחדשה ב-2006, אך כעבור זמן קצר התהפכה המגמה בעטיו של המשבר הפיננסי. התאוששות האשראי למגזר העסקי, שהחלה ב-2010, נבלמה בשלישית ב-2012, וזאת אולי על רקע הדרישה להעלאת יחס הון הליבה של הבנקים¹³, וכן כתוצאה מביקוש נמוך לאשראי מצד המגזר העסקי. לעומת זאת נמשכה בשנים אלו צמיחה רצופה של האשראי למשקי הבית. בין 2007 ל-2010 היה שיעור צמיחתו גבוה במיוחד, 11.5% בממוצע שנתי, ומאז הקצב ירד לרמה ממוצעת של 7.4% בשנה, בגלל צירוף ההשפעות של הדרישות להגדלת ההון ושל צעדים מקרו-יציבותיים שנקט הפיקוח על הבנקים בתחום האשראי לדיור. הגם שחלק מהסיבות אשר השפיעו על צמיחת האשראי למגזר העסקי היו זמניות, סביר כי השינוי שחל במיקוד הפעילות הבנקאית

שני הבנקים הגדולים צמצמו את נתח השוק שלהם במשכנתאות, והאשראי שהם מעמידים לעסקים גדולים ירד.

הרפורמות בחיסכון הפנסיוני והגידול המהיר בתיק הנכסים המנוהלים מחזקים את האלטרנטיבה לאשראי הבנקאי עבור העסקים הגדולים.



¹³ להרחבה ראו דוחות בנק ישראל לשנים 2013 ו-2014, פרק א'.

מחזורי העסקים
במשכנתאות הפכו לגורם
משמעותי במשברים
פיננסיים בעשורים
האחרונים.

האתגר למשק כעת הוא
לרתום, באופן מבוקר,
את המקורות הגדלים
שהגופים המוסדיים
מנהלים להרחבת היצע
האשראי ולתרום לתחרות
גם במגזרים נוספים.

יכולתן של חברות
כרטיסי אשראי
להמשיך ולהעמיד
אשראי לאחר היפרדותן
מהבנקים צפויה
להתחזק.

עסקות סינדיקציה עם
הבנקים יכולות לשלב בין
הצורך והרצון של הגופים
המוסדיים להגדיל את
נתח ההלוואות למגזר
העסקי.

המקומית – מעבר להתרכזות באשראי למשקי בית ולעסקים קטנים¹⁴ על חשבון האשראי למגזר העסקים הגדולים – אינו בעל אופי זמני; שינוי זה מוסבר על רקע הרפורמות בחיסכון הפנסיוני וגידול מהיר ועקבי בתיק הנכסים של הגופים המנהלים אותו; אלה מחזקים את האלטרנטיבה לאשראי בנקאי עבור העסקים הגדולים. שינוי דומה התרחש בעשורים האחרונים גם במדינות המפותחות, על רקע גידול בבעלות הפרטית על דירות והתפתחות שוקי ההון. מאגר מידע¹⁵ של החוב למגזר הפרטי ב-17 מדינות מפותחות הראה כי בשנות ה-70 של המאה הקודמת עיקר ההלוואות של הבנקים התרכזו באשראי למגזר העסקי, ואילו בשנת 2010 מעל מחצית מתיק האשראי של הבנקים במדינות אלה הייתה אשראי לדיור למשקי בית. תהליך זה לווה בעליית המינוף של משקי הבית, בעליית שיעור הבעלות על בתים ובהפיכת מחזורי עסקים במשכנתאות לגורם משמעותי במשברים פיננסיים בעשורים האחרונים. האתגר למשק כעת הוא לרתום, באופן מבוקר, את המקורות הגדלים שהגופים המוסדיים מנהלים להרחבת היצע האשראי ולתרום לתחרות גם במגזרים נוספים.

במסגרת פעילותה של הממשלה להקטנת הריכוזיות של הבנקים במתן אשראי למשקי הבית אושר השנה החוק להגברת התחרות במערכת הבנקאית, שעל פיו שני הבנקים הגדולים מחויבים למכור את החברות לכרטיסי אשראי שבעלותם. (להרחבה ראו תיבה ד'-1 בסופו של פרק זה.) בשוק הישראלי פועלות שלוש חברות לכרטיסי אשראי, המעמידות אשראי שחלקו ניתן באחריות הבנק (וכלול בחוב למערכת הבנקאית), וחלקו ניתן באחריותן של החברות עצמן¹⁶. מרבית האשראי מהחברות לכרטיסי אשראי ניתנת למשקי הבית; היקפו של חוב זה – 16 מיליארדי ש"ח – דומה להיקף החוב של משקי הבית לגופים המוסדיים. האשראי מחברות אלה שאינו באחריות הבנקים צמח במהירות בעשור האחרון (ב-19% מממוצע שנתי), מגמה המעידה על פנייה הולכת וגוברת של החברות למי שאינם לקוחות הבנק השולט בהן (באמצעות כרטיסי אשראי חוץ-בנקאיים, למשל דרך מועדוני צרכנות). כך מתחזקת יכולתן להמשיך ולהעמיד אשראי לאחר היפרדותן מהבנקים, כל עוד לא תהיה עלייה משמעותית בעלות של גיוס מקורותיהן.

כפי שעולה מניתוח תיק הנכסים, הגופים המוסדיים המנהלים את תיק החיסכון לטווח ארוך העדיפו בשנים האחרונות לצמצם את החזקתם באג"ח חברות לטובת השקעות בחו"ל והלוואות ישירות למגזר העסקי. במקביל, הבנקים לא הגדילו את האשראי למגזר העסקים הגדולים, אולי בגלל מגבלות על ההון או בגלל העדפתם לפנות למגזרים אחרים. עסקות סינדיקציה¹⁷ יכולות לשלב בין הצורך והרצון של הגופים המוסדיים להגדיל את נתח ההלוואות למגזר העסקי לבין הסתמכות על מומחיות הקיימת בבנקים במתן ובניטור של הלוואות – תמורת עמלה. בשנים 2014 ו-2015 ביצעו חמשת הבנקים הגדולים עסקות סינדיקציה בשווי של 13 ו-15 מיליארדי ש"ח, בהתאמה. כ-60% וכ-70% מסך עסקות הסינדיקציה בשנים אלו, בהתאמה, נעשו בשיתוף עם גופים מוסדיים, והיתר התבצע בתוך המערכת הבנקאית. נכון להיום היקפן של עסקות הסינדיקציה בארץ נמוך: שוק הסינדיקציה במדינות מפותחות משמש מקור מימון מרכזי למגזר העסקי ומספק אשראי הדומה בהיקפו להיקף הגיוסים ברוטו באג"ח חברות. בישראל, נכון לעכשיו, היקף עסקות הסינדיקציה הוא כשליש מהיקפן של הנפקות האג"ח.

¹⁴ התרכזות הבנקים בעסקים הקטנים היא בין היתר פועל יוצא של פעילות הפיקוח לצמצום החשיפה ללוויים גדולים, של חתירת הבנקים לפיזור תיקיהם ושל שיעור השקלול הנמוך של אשראי זה לצורכי הון.

¹⁵ O.Jorda, M. Schularick, and A. M. Taylor (2014b, September). The great mortgaging: Housing, finance, crises, and business cycles. Working Paper 20501, National Bureau of Economic Research.

¹⁶ להרחבה בעניין השימוש בכרטיסי אשראי בישראל והאשראי שמעמידות החברות לכרטיסי אשראי ראו דוח בנק ישראל לשנת 2015, פרק ד'.

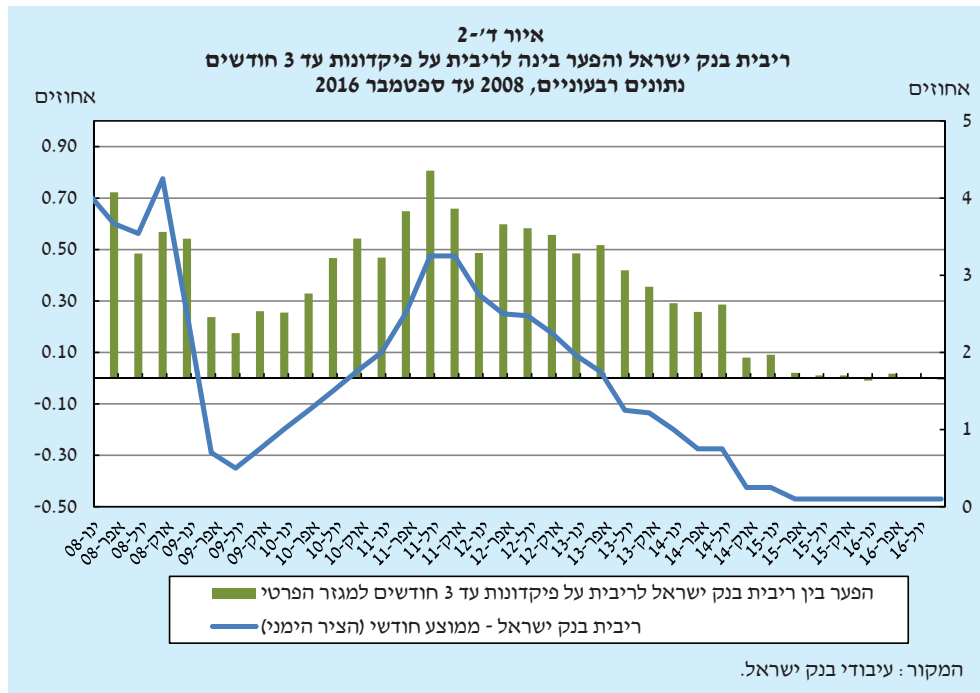
¹⁷ עסקת סינדיקציה היא עסקת מתן אשראי בין כמה מלוויים ללווה אחד. בדרך כלל, בעולם, עסקות סינדיקציה מתבצעות בין בנקים שונים לגבי הלוואות גדולות.

(א) התמסורת מהמדיניות המוניטרית לריביות הבנקאיות

מאז פברואר 2015 ניצבה ריבית בנק ישראל ללא שינוי ברמה של 0.1%. באוקטובר 2015 עשתה הוועדה המוניטרית שימוש בערוץ ה"הכוונה לעתיד" (forward guidance), כדי להשפיע על ציפיות הציבור בנושאי הריבית והאינפלציה בטווחים הקצר והבינוני. המסר שרצתה הוועדה המוניטרית להעביר באמצעות ערוץ זה היה כי בכונתה להמשיך ולנקוט מדיניות מרחיבה גם בעתיד¹⁸. אחת הדרכים שבהן אמורה ריבית בנק ישראל להשפיע על הפעילות במשק היא התמסורת ממנה לריביות על הפיקדונות ועל האשראי לציבור בטווח הקצר. ירידת הריבית בשני אפיקים אלה פועלת להגדלת ההשקעה והצריכה.

באיור ד'-2 ניתן לראות כי במקביל לירידה עקבית של ריבית בנק ישראל מאז 2011 הלך והצטמצם הפער בינה לבין הריבית על פיקדונות לא צמודים עד שלושה חודשים. במילים אחרות: הריבית על פיקדונות הלכה וירדה במקביל לירידת ריבית בנק ישראל, אך ירידתה הייתה קטנה יותר, עקב ההתקרבות לריבית אפס. בפברואר 2015 – הפעם האחרונה שהיה שינוי בריבית – הפער בין ריבית בנק ישראל לריבית הממוצעת על הפיקדונות עד שלושה חודשים הגיע לאפס, ונותר יציב סביב רמה זו. כיוון שריבית בנק ישראל לא שונתה במהלך השנה, יציבות הריבית על הפיקדונות הקצרים מעידה כי לא חל שינוי בתמסורת בין הריביות. במהלך השנה הריבית הממוצעת על פיקדונות חדשים של משקי הבית הלכה ופחתה, וזאת לצד ירידה בטווח הממוצע לפירעון. קיצור טווח הפירעון בפיקדונות חדשים לצד עלייה בהחזקות המזומן והעו"ש של הציבור מלמדים כי הציבור הפנים שהריביות צפויות להישאר נמוכות בטווח הזמן הקרוב, ולכן הקטין

הציבור הפנים שהריביות צפויות להישאר נמוכות בטווח הזמן הקרוב, ולכן הקטין את החיסכון שלו.



את החיסכון שלו.

¹⁸ להרחבה ראו פרק ג' בדוח זה.

אומדן הריבית על
האשראי העסקי הלא
צמוד עלה – בין היתר
מפני הסטה של אשראי
בנקאי מעסקים גדולים
לעסקים קטנים.

האשראי החדש שניתן למגזר העסקי במהלך השנה התאפיין ברובו ביציבות הן בכמותו והן בריבית עליו בכל מגזרי הפעילות של המגזר העסקי¹⁹. אומדן הריבית על יתרת האשראי העסקי הלא-צמוד (המהווה 70% מסך האשראי העסקי) עלה השנה עלייה מסוימת ביחס לשנה הקודמת, למרות אי שינוי בריבית בנק ישראל. חלק מההסבר לעלייה של פער הריבית נעוץ בשינוי הרכב האשראי – המשך ההסטה של האשראי מעסקים גדולים לעסקים קטנים. פרופיל הסיכון של הלוקוחות בעלי העסקים הזעירים והקטנים נחשב גבוה יותר, ולכן הריבית הנגבית מהם גבוהה מן הריבית לעסקים בינוניים וגדולים. מבדיקת היחס בין הכנסות הריבית נטו מפעילות אשראי לסך יתרת האשראי בחלוקה לפי מגזרים (יחס המשמש אומדן לריבית הממוצעת על האשראי), עולה כי לא הייתה עלייה בהשוואה לשנה הקודמת בהתייחס לכל מגזר בנפרד; משמע שלא חל שינוי בתמסורת מריבית בנק ישראל לריבית על האשראי. בחינת המקורות של הבנקים מצביעה על עלייה בנכסי הבנקים כתוצאה מגידול בפיקדונות; נוסף על כך ירדו מעט ב-2016 המרווחים הממוצעים על אג"ח החברות בענף הבנקים בהשוואה ל-2015. היקף הנפקות האג"ח של ענף הבנקים השנה דמה לזה של קודמתה, והיה גבוה פי שניים ויותר מן הממוצע בשנים 2012–2014. לא נראה אפוא שהייתה עלייה בעלות הגיוס משני מקורות אלה עבור הבנקים או החמרה בזמינותם. בעקיפין גדלה עלות המקורות של הבנקים בגלל הדרישות להגדלת הונם.

ג. החשבון הפיננסי במאזן התשלומים

החשבון הפיננסי במאזן התשלומים²⁰ מבטא את העסקאות הפיננסיות של תושבי ישראל בחו"ל ושל תושבי חו"ל בישראל, ומורכב מזרם התשלומים נטו של השקעות ישירות בניירות ערך²¹, השקעות פיננסיות בניירות ערך²², השקעות אחרות ונכסי זרבה (שמנהל בנק ישראל). התנועות בחשבון הפיננסי מבטאות את מקורות המימון המקומיים שהופנו להשקעות בחו"ל, ולעומתם את מקורות המימון הנוספים מחו"ל שהמשק המקומי נהנה מהם. החשבון הפיננסי נטו של המשק הישראלי הוא שלילי (יצוא הון נטו של השקעות) ברציפות מאז שנת 2001. בשנת 2016 הוא הסתכם ביצוא הון נטו על 7.1 מיליארדי דולרים, נמוך מאשר בשנתיים הקודמות, שבהן היה יצוא הון נטו של כ-15 מיליארדי דולרים בממוצע לשנה. ללא נכסי זרבה עבר המשק הישראלי השנה ליבוא הון נטו בהיקף קטן (1.4 מיליארדי דולרים).

בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל (איור ד'-3) בולטת עלייה בהיקף ההשקעות הישירות, אולם זו מיוחסת בעיקרה להשקעה גדולה של חברת אחת, לצד העדר השקעות פיננסיות. הירידה בזרם ההשקעות הפיננסיות של תושבי ישראל בחו"ל אפיינה את כל המגזרים במשק, וזאת לעומת היקפי השקעה גבוהים ברכיב זה בשלוש השנים האחרונות הן של משקי הבית והן של הגופים המוסדיים. על אף הירידה בזרם ההשקעות הפיננסיות גדלה היתרה של השקעות אלה, וזאת כתוצאה מעליית מחירי המניות בשוקי חו"ל.

יצוא ההון הסתכם
השנה ב-7.1 מיליארדי
דולרים.

פחת זרם ההשקעות
הפיננסיות של תושבי
ישראל לחו"ל.

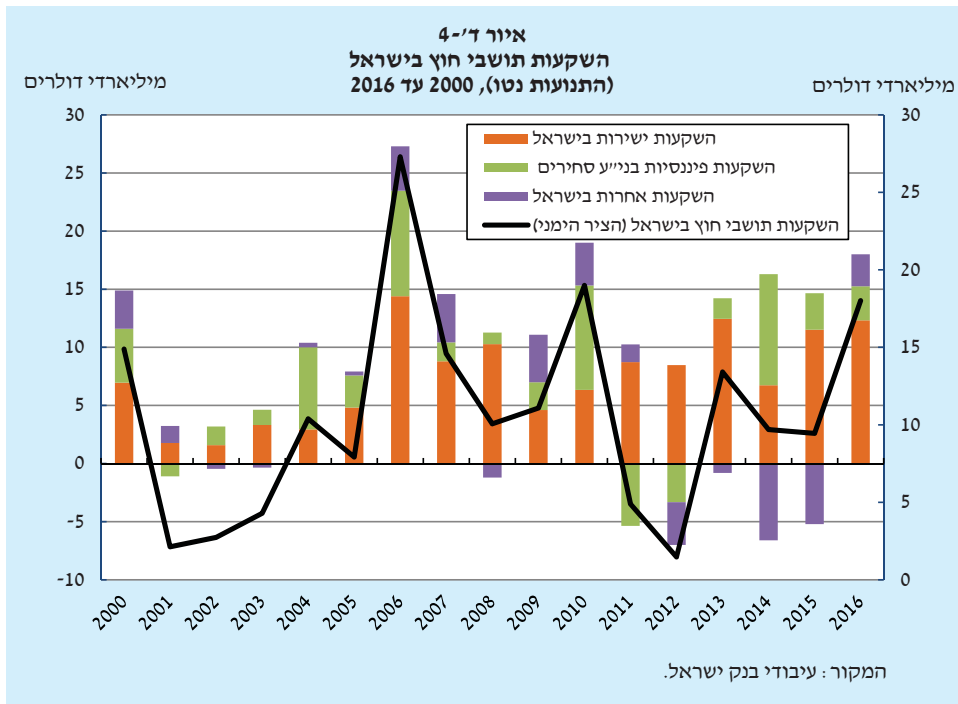
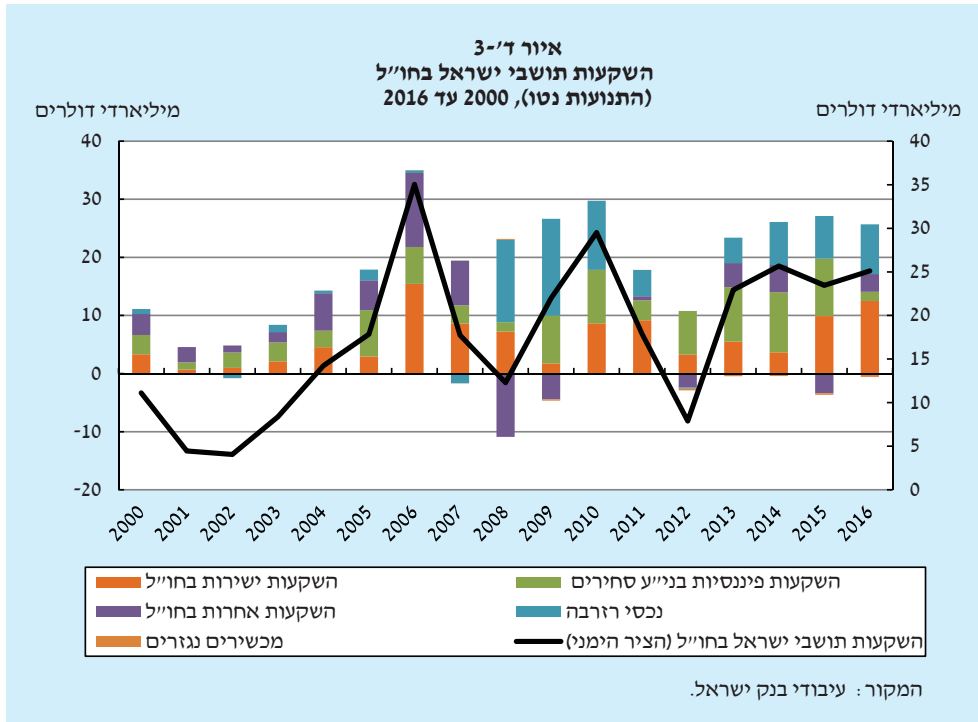
¹⁹ בינואר 2016 שינה בנק ישראל את הגדרות החלוקה למגזרי פעילות, כך שתינקט שיטה אחידה לכל הבנקים. המגזרים כעת הם: משקי בית, בנקאות פרטית, עסקים זעירים, עסקים קטנים, עסקים בינוניים, עסקים גדולים ומגזר הניהול הפיננסי.

²⁰ להרחבה על החשבון הפיננסי במאזן תשלומים בשנת 2016 ראו מבט סטטיסטי 2016, פרסומי בנק ישראל של החטיבה למידע ולסטטיסטיקה.

²¹ השקעות המקנות זכויות הצבעה במועצת המנהלים של החברה ואפשרות להשתתף בניהולה. כולל רכישת מניות, הלוואות בעלים וסוגי הלוואות אחרים.

²² כל ההשקעות בניירות ערך סחירים שאינן מוגדרות כהשקעות ישירות.

בנק ישראל, דין וחשבון 2016



תושבי חוץ המשיכו להגדיל את השקעותיהם הישירות והפיננסיות בישראל (איור ד'-4) בקצב דומה לזה של השנה הקודמת. בהשקעות ה"אחרות" נרשמה עלייה, שעיקרה גידול של ההלוואות לתושבי ישראל ושל אשראי הספקים.

גידול ההשקעות הישירות וההשקעות הפיננסיות התמקד, כמו ב-2015, במניות ישראליות. על אף זרם השקעות פיננסיות חיובי מתושבי חוץ פחתה יתרת ההשקעות הפיננסיות של תושבי חוץ במשק, וזאת בגלל השפעת מחיר שלילית של המניות בישראל – בפרט ירידות מחירים במניות של חברות בענף התרופות, שמשקלן בתיק ההשקעות של תושבי חוץ גבוה. ההשפעה הכוללת של התפתחויות אלו על יתרת ההתחייבויות והנכסים של המשק מול חו"ל האיצה את מגמת הגידול בעודף הנכסים על ההתחייבויות של המשק מול חו"ל. העודף עמד בסוף 2016 על רמה של 106 מיליארדי דולרים, וזאת בעיקר כתוצאה מהתפתחויות מנוגדות במחירי המניות המקומיות ובאלה של המניות בחו"ל, שצירופן התבטא ביצוא הון נטו בהיקף מתון.

2. השימושים

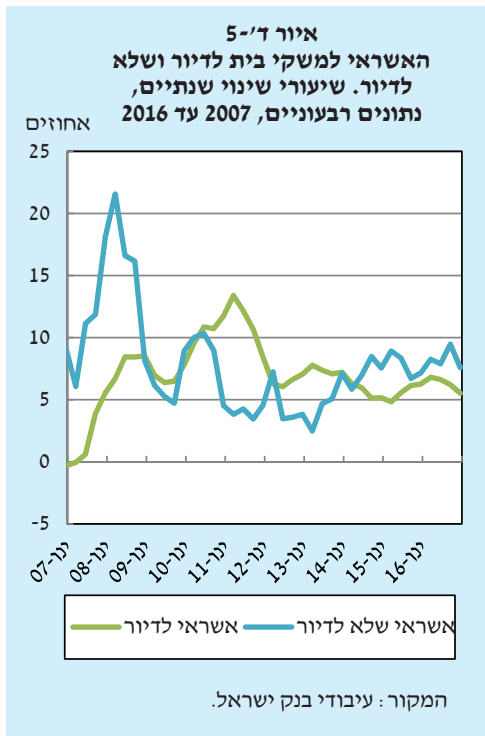
השנה צמח האשראי
למגזר העסקי הלא-
פיננסי בשיעור גבוה,
יחסית לשנים הקודמות.

השימושים במקורות המימון במשק מתחלקים בין משקי הבית, המגזר העסקי והממשלה. פירוט על השימושים של הממשלה ניתן למצוא בפרק ו' של דוח זה. סך החוב של מגזר הפרטי הלא-פיננסי (הכולל את החוב של משקי הבית ושל המגזר העסקי הלא-פיננסי) הגיע בשנת 2016 ל-1.35 טריליון ש"ח. החוב של המגזר הפרטי צמח ב-4.9%, שיעור גבוה במקצת מזה של השנה הקודמת (4%). שיעור החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי בישראל ביחס לתוצר ירד מ-2007 עד 2015. ירידתו מאז המשבר הפיננסי בישראל נבעה מאטיות צמיחתו של האשראי למגזר העסקי, שמקורה בביקוש נמוך להשקעה לצד גידול עקבי, בשיעורים גבוהים, של חוב משקי הבית. השנה ניתן לראות שינוי מסוים במגמה זו: האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי צמח בשיעור גבוה ביחס לשנים הקודמות. יתרת החוב של המגזר הלא-פיננסי ביחס לתוצר בישראל (כ-112%) נמוכה ביחס לממוצע בשווקים המתעוררים (143%) ובשווקים המפותחים (כ-165%).

א. משקי הבית

האשראי למשקי בית המשיך לצמוח במהלך 2016 בקצב מהיר. סך אשראי זה צמח מתחילת השנה ב-6.2% והגיע לרמה של 504 מיליארדי ש"ח, לעומת 475 מיליארדים ש"ח בשנת 2015. (סכום הכולל אשראי מהמערכת הבנקאית, אשראי מהחברות לכרטיסי אשראי שלא באחריות הבנקים ואשראי מגופים מוסדיים). תופעה שנצפתה במדינות רבות: התרחבות האשראי התומכת בהתרחבות הצריכה הפרטית יכולה ליצור מחזור עסקים, אף שהיקף המינוף אינו גדל באופן חריג. תחילה חלק מגידול הצריכה מנותב לתוצר המקומי ולא יתבטא בהכרח בשיעורי גידול חריגים של יחס החוב לתוצר, שכן שניהם הולכים ועולים. ואולם אם לא יהיה גידול מקביל של ההשקעה במשק תיתכן ירידה בתוצר בהמשך²³. בישראל עלה השנה שיעור ההשקעה במשק.

²³ הרחבה על הקשר התיאורטי בין חוב משקי הבית לבין הצמיחה ניתן לראות בתיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל 2015 לאחרונה פורסם גם מאמר אמפירי – Atif R. Mian, Amir Sufi and Emil Verner. Household debt and business cycles worldwide. No. w21581. National Bureau of Economic Research, 2015 מהיר של חוב משקי הבית (המתבטא בעלייה של מעל 5 נקודות בסיס ביחס בין חוב זה לתוצר במשך שלוש שנים במצטבר) לבין תרומה לצמיחת התוצר בזמן התרחבות האשראי, אך גם להיפוך המגמה בהמשך והשפעה שלילית על צמיחת התוצר, מעל ומעבר להשפעה החיובית בתקופה הראשונה. הדינמיקה שתועדה במאמר התקיימה במדגם גם לפני שנות ה-90 (תקופה שהתאפיינה ברמות נמוכות משמעותיות של יחס חוב משקי הבית לתוצר בהשוואה לעשור האחרון) וגם בשווקים מתפתחים, שבהם רמות החוב נמוכות מאשר בשווקים מפותחים.



האשראי למשקי הבית מורכב מ-339 מיליארדי ש"ח, שהם חוב הניתן כנגד מישכון דירה (להלן חוב לדיור), ו-165 מיליארדים חוב שאינו כנגד מישכון דירה (להלן חוב שאינו לדיור). גידול החוב לדיור הסתכם ב-5.5%, וגידול החוב שאינו לדיור – ב-7.6%. באיור ד'5- ניתן לראות: מאז 2011 קצב הגידול של האשראי לדיור התמתן, אך נשאר מעל 5%, בעוד ששיעורי הצמיחה של האשראי שלא לדיור עלו; ובשלוש השנים האחרונות האשראי שלא לדיור צמח מהר יותר מאשר האשראי לדיור.

[האשראי שלא לדיור צמח בשנים האחרונות בקצב מהיר.](#)

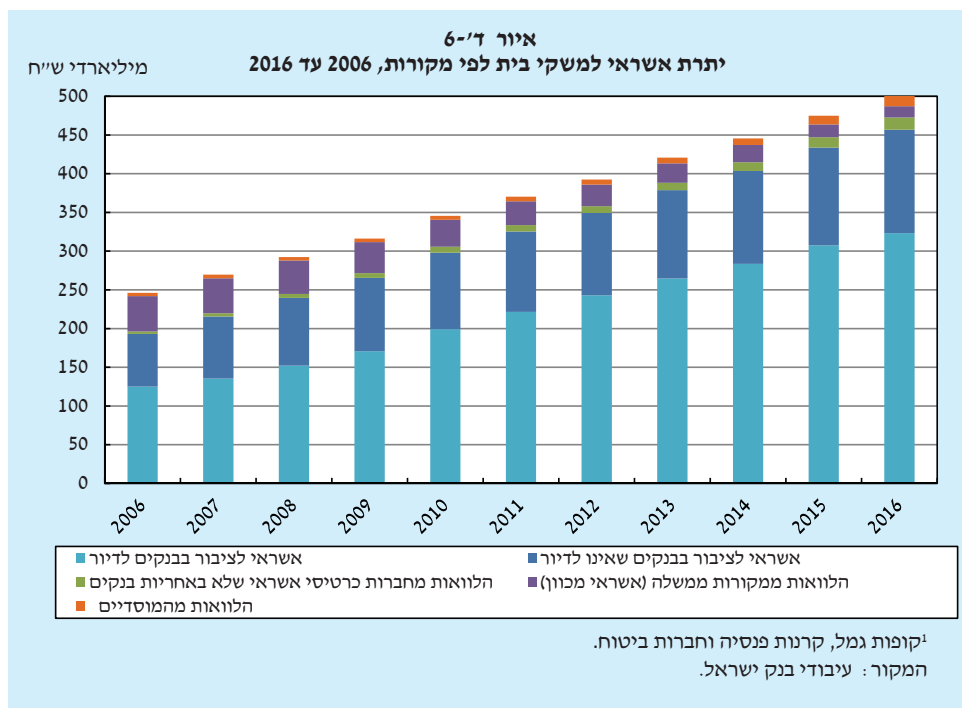
הבנקים ממשיכים לשמור על מקומם המרכזי כמלווים למגזר משקי הבית: חלקם באשראי למשקי הבית לדיור כ-95%, ובאשראי למשקי הבית שלא לדיור – 82% (איור ד'6). בעוד שחלקם של הבנקים בחוב של משקי הבית לדיור גדל בשנים האחרונות בגלל צמצום האשראי מהממשלה, חלקם בחוב שלא לדיור הלך ופחת עקב שיעורי הגידול הגבוהים של האשראי מהמוסדיים

[יתרת האשראי למשקי הבית מהגופים המוסדיים היא עדיין חלק קטן מהאשראי הכולל למשקי הבית, אך רכיב זה צומח במהירות בשנתיים האחרונות.](#)

והאשראי בכרטיסי אשראי שלא באחריות הבנקים. יתרת האשראי למשקי הבית מהגופים המוסדיים היא עדיין חלק קטן מהאשראי הכולל למגזר זה, אך רכיב זה צומח במהירות בשנתיים האחרונות: הוא הוכפל מ-9 מיליארדי ש"ח ב-2014 ל-17 מיליארדי ש"ח ב-2016. מתוך יתרה זו כ-10 מיליארדי ש"ח הם אשראי שלא לדיור ו-7 מיליארדים הם אשראי לדיור. השנה עלה במיוחד האשראי לדיור (מרמה של 3 מיליארדים אשתד), כתוצאה מרכישת תיקי משכנתאות מהבנקים. בשנת 2015 מכרו הבנקים תיקי אשראי בהיקף של 3.4 מיליארדי ש"ח, מתוכם רק כ-0.6 מיליארד אשראי במשכנתאות. בשנת 2016 גדל משמעותית היקף שיתופי הפעולה בין הבנקים לגופים המוסדיים בתחום המשכנתאות, וכך מכרו הבנקים למוסדיים בשנה ומחצית השנה האחרונות תיקי משכנתאות בהיקף של כ-8 מיליארדי ש"ח. מפאת הסיכונים הגלומים בפעילות זו פרסמו המפקחת על שוק ההון והמפקחת על הבנקים הנחיות שנועדו לאזן את מאזן הסיכונים בין הבנקים למוסדיים מחד גיסא, ומאידך למנוע מכירה סלקטיבית של תיקי משכנתאות עם סיכון נמוך. על כן המוסדיים מוגבלים לרכישת משכנתאות בסיכון נמוך, דהיינו משכנתאות שבהן ה-LTV נמוך מ-60%, והבנקים מוגבלים למכירה של עד 6% מתיק המשכנתאות שלהם (כ-18 מיליארדי ש"ח). מכירת תיקי אשראי מגלמת בתוכה את מרבית היתרונות הקיימים באיגוח²⁴, שוק שטרם התפתח בישראל, ובראשם פינוי מקורות במערכת הבנקאית וגיוון אפשרויות ההשקעה של גופים מוסדיים, אך גם חסרונות אפשריים – בעיקר הקטנת התמריצים של הבנקים לפקח על איכות האשראי. עם זאת מכירת תיק אשראי היא פעולה פחות שקופה מאיגוח, ועל כן מגלמת חסרונות נוספים; כך, למשל, מוצרי איגוח מקבלים מחברות הדירוג דירוג המותאם לסיכון הגלום בהרכב ההלוואות הכלול בתיק, ואילו תהליך הערכת הסיכון במכירת תיק אשראי מוטל על הקונה עצמו.

[השנה גדל משמעותית היקף שיתופי הפעולה בין הבנקים לגופים המוסדיים בתחום המשכנתאות.](#)

²⁴ להרחבה ראו דוח בנק ישראל 2014, פרק ד', תיבה ד'2.



לגבי איגוח נקבעים תקנים קבועים, למשל: כמה מיתרת התיק צריכה להישאר בידי הבנק. (עד כה, מתוך העסקאות של מכירת תיקי המשכנתאות שבוצעו שיעור התיק שנשאר בידי הבנק היה גבוה משמעותית מהרף שנקבע לגבי איגוח.)

גידול מהיר מאפיין בשנים האחרונות גם את האשראי מהחברות לכרטיסי אשראי שאינו באחריות הבנקים, והיקפו הגיע השנה ל-16 מיליארדי ש"ח.

העלייה של שיעור החיסכון בשנים האחרונות, סביבת הריבית הנמוכה זה מספר שנים וחלקם הגדל של הגופים המוסדיים באשראי למשקי הבית, שיכול להצביע על התגברות התחרות, מעידים על שיפור בהיצע האשראי. בצד הביקוש – העלייה המתמשכת של מחירי הדירות תורמת לעליית הביקוש לאשראי, משום שמשקי הבית נזקקים ליותר אשראי כדי להחליק את צריכתם²⁵.

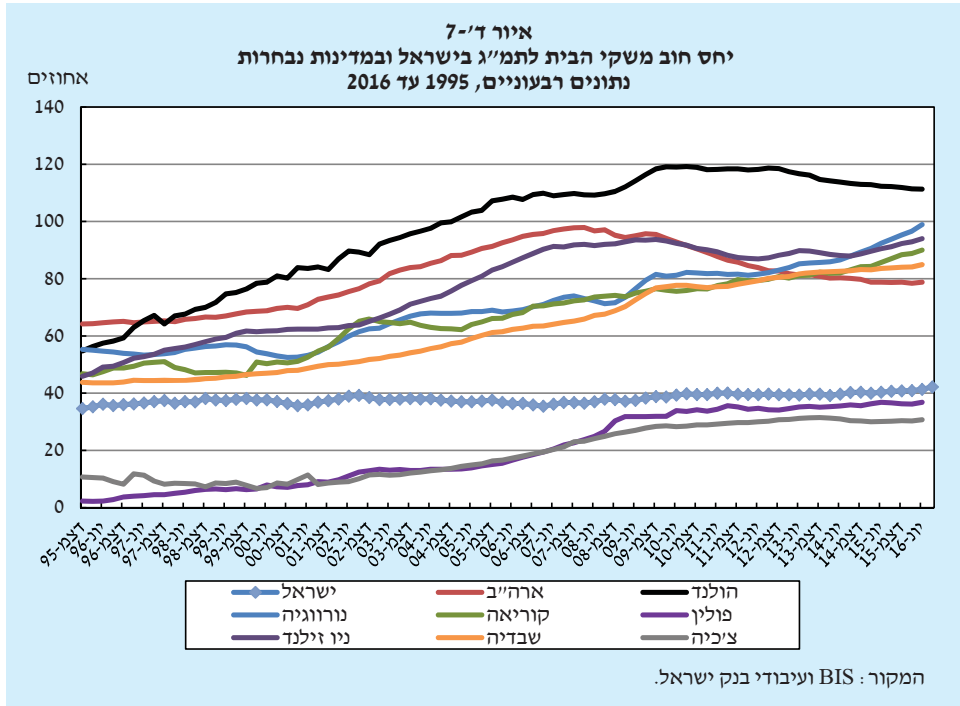
בעולם, כמו בישראל, עיקר החוב של משקי הבית הוא חוב לדיור. הניסיון של המשבר הפיננסי מלמד שגידול האשראי לדיור במדינות שנפגעו מהמשבר היה מתואם עם עלייה של מחירי הבתים. ההשפעה בין צמיחת החוב לדיור לבין מחירי הבתים היא הדדית: עלייה של מחירי הדירות מצריכה ומאפשרת נטילת חוב גדול יותר (הודות לעליית שווי הנכס המשמש בטוחה), ושיפור בהיצע האשראי מאפשר למשקי הבית להציע מחירים גבוהים יותר בשוק הדיור. בישראל מחירי הדירות עולים זה כמעט עשור, אך הדבר לא התבטא בצמיחה מהירה של האשראי ביחס לתוצר כמו במשקים אחרים: היחס שבין יתרת החוב של משקי הבית לתוצר עלתה בשיעור קטן בלבד. רק בשלוש השנים האחרונות הואצה עלייתו במידה מסוימת – מ-39.7% ל-41.7%. ועדיין, שיעור זה מציב את ישראל ברמה שהיא בין הנמוכות בקרב המשקים המפותחים, גם בין אלה שקצב צמיחתם מאז המשבר ירד במידה מתונה יחסית לקצב לפניו (המוצגים באיור ד'-7). בפרספקטיבה

הניסיון של המשבר הפיננסי מלמד שגידול האשראי לדיור במדינות שנפגעו מהמשבר היה מתואם עם עלייה של מחירי הבתים. בישראל היחס שבין יתרת החוב של משקי הבית לתוצר עלה בשיעור מועט.

²⁵ הסבר זה מבוסס על מודל "מחזור החיים", שבו האשראי משמש להעברת הצריכה בין תקופות שבהן הכנסת הפרטים נמוכה לבין תקופות שבהן היא גבוהה. להרחבה ראו תיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל 2015.

ארוכת טווח ניתן לראות כי ביחס זה נשמרת יציבות כבר תקופה ארוכה, בניגוד למגמה במרבית המדינות. שיעור המינוף של משקי הבית (הנמדד כסך התחייבויות ביחס לסך הנכסים – הפיננסיים והריאליים) אף ירד בין 2008 ל-2015.

שיעור החוב של משקי הבית בישראל נמוך, אף ששיעור הבעלות על דירות, שיעור משקי הבית המשלמים משכנתה ושיעור ההחזר במשכנתאות המוטל על משקי הבית גבוהים ביחס



לממוצע במדינות האירו; חוב משקי הבית הושפע מהצעדים המקרו-יציבותיים אשר נקט בנק ישראל, צעדים שהגבילו את מינוף משקי הבית²⁶: מגבלה על שיעור המינוף המותר במשכנתאות מאז 2012; מגבלה על גובה ההחזר החודשי ביחס להכנסה – עד 50% – מאז 2013; דרישות הון מוגדלות לשיעורים גבוהים של משכנתה ביחס לערך הדירה מאז 2010; דרישה להעלאת הפרשות ההון בגין משכנתאות מאז 2013. חלק מהמגבלות הביאו מאז 2013 לעליית המרווח של הריבית על המשכנתאות ביחס לתשואות אג"ח ממשלתית, עלייה המעידה כי התרחבות היצע האשראי אטית ביחס להתרחבות הביקוש לו. סך האשראי למשקי הבית בישראל אמנם נמוך בהשוואה בין-לאומית, אך זאת בגלל רמתו הנמוכה של האשראי לדיור, שכן האשראי למשקי הבית שלא לדיור (האשראי הצרכני) אינו נמוך²⁷. דווקא חוב שאינו לדיור עשוי להיות מסוכן יותר ליציבות המשק, כי הוא ניתן לתקופות קצרות יותר, ולכן חשוף לסיכון מימון-מחדש מצד הלווה, בדרך כלל בריבית גבוהה יותר, בפרט אם אינו מגובה בטוחה כדירה.

האשראי לדיור ביחס לתוצר נמוך בהשוואה בין-לאומית, בניגוד לאשראי הצרכני.

²⁶ ההשוואה למדינות OECD בפסקה זו מבוססת על

(Household debt in OECD countries: stylized facts and policy issues" (2006)

ההשוואה למדינות גוש האירו בפסקה זו מבוססת על

The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey Results From the First Wave" (2013).

²⁷ הרחבה בנושא זה נידונה בדוח בנק ישראל 2015, פרק ד'.

בין השימושים השונים של האשראי הצרכני למשקי הבית ריכזה סוגיית הרכישה של כלי רכב השנה תשומת לב רבה, על רקע שיעורי צמיחה גבוהים ביבוא ובמכירה של כלי רכב חדשים. קשה לאמוד את היקף האשראי הכולל ששימש לרכישת כלי רכב, מפני שאשראי זה מגיע ממספר מקורות. חלק מהאשראי ניתן על ידי הבנקים ללקוחות פרטיים: נכון לאמצע 2016 נתנו הבנקים כ-9.2 מיליארדי ש"ח אשראי כנגד שעבוד של כלי רכב לבנק (נתון שהפיקוח על הבנקים אוסף לראשונה, ולא ידוע מה היה קצב צמיחתו בשנים האחרונות). על כך ניתן להוסיף עוד כ-1.8 מיליארד ש"ח אשראי שכלי רכב משמשים לו בטוחה, אשר נתנו באופן עצמאי (שלא באחריות הבנקים) החברות לכרטיסי אשראי. יחד מדובר על כ-6% מהיקף האשראי הצרכני. זוהי הערכת חסר של האשראי שנטלו משקי הבית מהבנקים למימון של כלי רכב, משום שבאפשרותם לקחת גם "אשראי לכל מטרה" ולהשתמש בו לרכישת רכב או אשראי לרכישת רכב ללא שיעבוד. אפיק מימון נוסף, שככל הנראה הופך פופולרי יותר ויותר, הוא רכישת כלי רכב במימון הניתן על ידי חברת ההשכרה או היבואן. במקרה זה היבואן או חברת ההשכרה הם שנוטלים אשראי מהבנקים או אשראי חוץ-בנקאי, אשראי שייכלל ביתרת האשראי למגזר העסקי. יצוין כי החל משנת 2008 עלה השיעור של רכישת רכב חדש על ידי לקוחות פרטיים על חשבון שיעור הרכישה של תאגידיים וחברות השכרה, מה שמביא להסטה של מימון פעילות זו מאשראי עסקי אל אשראי למשקי בית. חלקם של התאגידיים בין רוכשי רכב חדש הוא כ-44%, ובתוך אלה חלקן של חברות ההשכרה – כ-37%²⁸. יצוין כי הירידה המתמשכת של מחירי רכב מיד שנייה שוחקת את שווי הבטוחה המשמשת לנטילת הלוואה לשם רכישת רכב, בין מיבואן או חברת ההשכרה ובין מבנק.

כ-6% מהיקף האשראי הצרכני זוהו כאשראי לרכישת רכב.

(א) ההתפתחות במשכנתאות

סך המשכנתאות שניתנו השנה הגיע לכ-60 מיליארדי ש"ח, נמוך מאשר בשנה הקודמת, שבה ניתנו משכנתאות חדשות בהיקף של 65 מיליארדים. החל מקיץ 2015 ניכרת ירידה בקצב נטילתן של משכנתאות חדשות, לאחר שיא שנרשם באותה עת, לקראת העלאת המס על דירות להשקעה. המגמות שאפיינו את המשכנתאות החדשות השנה היו המשך מגמות שהחלו במחצית השנייה של שנת 2015: העלייה של הריבית על משכנתאות; ירידת חלקם של המשקיעים מתוך נוטלי המשכנתאות החדשות משיעור של כ-17% לפחות מ-14%; התארכות התקופה הממוצעת לפדיון; עלייה של גודל המשכנתה הממוצעת.

השנה עלתה הריבית על המשכנתאות, ירד חלקם של המשקיעים, התארכה התקופה הממוצעת לפדיון, ועלה גודל המשכנתה הממוצעת.

הריבית הריאלית המשוקללת על משכנתאות עלתה מרמה ממוצעת של 0.7% באמצע 2015 לכ-1.9% בסוף 2016. במחזור הנוכחי בשוק הדיור (מאז 2008) הריבית הייתה במגמת עלייה בין תחילת 2009 לאמצע 2011, לאחר מכן היא ירדה עד אמצע 2015, ומאז שבה ועלתה. ואולם במרווח בין הריבית על המשכנתאות לתשואות על אג"ח של ממשלת ישראל החלה מגמת העלייה עוד באמצע 2013, וזאת עד 2015, במקביל לירידה של ריבית בנק ישראל. עליית הריבית על המשכנתאות בשנה ומחצית השנה האחרונות הקיפה את כל המסלולים והייתה מלווה בהארכה מסוימת של התקופה לפדיון. מאז תחילתו של המחזור הנוכחי במחירי הדיור פרסם הפיקוח על הבנקים מספר הוראות שמטרתן להגביל את החשיפה של הבנקים לשוק הדיור, לעודד אותם להפנים את הסיכון הגובר בשוק זה, ולהקטין את הסיכון לתיק האשראי לכשתעלה הריבית במשק. שתי הוראות הנוגעות לשיעורי ריתוק ההון הנדרשים מהבנקים ופורסמו סמוך לתקופה האחרונה השפיעו על מחיר המשכנתאות – הגדלת הקצאת ההון בגין תיק האשראי לדיור עד לתחילת 2017 והטמעת הוראות באזל III בדבר יחס הון הליבה מאז 2012, שעל פיה אמורים שני הבנקים הגדולים להגיע ליחס הון ליבה של 10% עד תחילת 2017, ושאר הבנקים – ליחס של 9% עד תחילת 2015. הוראות אלה השפיעו בעוצמה גדולה על שני הבנקים הגדולים, ובעוצמה פחותה

²⁸ מתוך סקירה של ענף הרכב לשנת 2015, רשות המסים.

יותר על שאר הבנקים במערכת. את ההשפעה הדיפרנציאלית על הבנקים השונים ניתן היה לראות בשינוי ההתפלגות ביניהם בביצועי הלוואות המשכנתה החדשות בשנת 2016: שני הבנקים הגדולים צמצמו את חלקם במשכנתאות מרמה מצרפית של 48% ב-2015 ל-37%²⁹. אמנם כתוצאה מכך נוצרה חלוקה שוויונית יותר בין הבנקים במתן משכנתאות חדשות, אך צמצום חלקם של שני הבנקים הגדולים פעל לצמצום היצע האשראי לדויר, מה שהתבטא בעליית מחירו³⁰. התגברות הסיכונים באשראי לדויר, התייקרות המקורות של הבנקים והוראות הפיקוח על הבנקים שניתנו בעקבות התפתחויות אלו הן שהביאו, ככל הנראה, לעליית הריבית על המשכנתאות³¹.

ב. המגזר העסקי הלא-פיננסי

המגזר העסקי מתבסס על שלושה מקורות מימון עיקריים – שימוש במקורות פנימיים (הרווחים שהחברה צברה), גיוס אשראי (משוק ההון, מהגופים המוסדיים ומהבנקים) והנפקת מניות³². לפי דיווחי החברות בסקר החברות לא חל ב-2016 שינוי בקשיי המימון במהלך שנת 2016, והמצב דמה לזה של 2015. בתוך כך נראה כי בעוד שהחברות הגדולות מדווחות על עלייה מסוימת של קשיי המימון בתקופה האחרונה, החברות הקטנות והבינוניות מדווחות דווקא על הקלה. מגמה זו תואמת לשינויים במיקוד הפעילות הבנקאית בשנים האחרונות – הקטנת חלקו של האשראי לחברות הגדולות והרחבת האשראי לחברות הבינוניות והקטנות.

החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי גדל במהלך השנה ב-1.1% והגיע לרמה של 848 מיליארדי ש"ח, גבוה מאשר בשנה הקודמת – 2.6% – וגבוה משמעותית מהמוצע בשנים 2012 עד 2015, שבהן יתרת החוב כמעט לא גדלה. גידולה של יתרת החוב למגזר העסקי תאם השנה את קצב צמיחתו של התוצר העסקי, ולראשונה מאז המשבר הפיננסי שהחל ב-2008 נבלמה ירידת יחס החוב של המגזר העסקי לתוצר העסקי (איור ד'-8). לאחר שבשנת 2015 עיקר הגידול של האשראי למגזר העסקי התבסס על גידול האשראי מהבנקים וההלוואות מהגופים המוסדיים, השנה הייתה יותר ממחצית גידולו תוצאה של עלייה ביתרת האג"ח. בהסתכלות ארוכה יותר – בעשור האחרון בולט הקיפאון באשראי הבנקאי למגזר העסקי, בעוד שהאשראי הכולל למגזר העסקי המשיך לצמוח. הקיפאון באשראי הבנקאי למגזר העסקי לצד צמיחה של האשראי החוץ-בנקאי למגזר זה תרמו לצמצום נוסף של חלק האשראי הבנקאי בסך האשראי למגזר העסקי, ובסוף 2016 יתרת החוב המוחזקת בידי הבנקים הייתה פחות ממחצית מיתרת החוב של המגזר העסקי, לעומת 55% ב-2008 ו-74% ב-2002.

החוב של המגזר העסקי לבנקים (כולל באמצעות החזקת אג"ח) צמח בשנת 2016 בשיעור נמוך של 1%, לעומת 3.6% בשנת 2015. בין השנים 2012 ו-2015 הצטמצם החוב של המגזר העסקי לבנקים בממוצע ב-2%. במהלך השנה גדלה יתרת האשראי מהבנקים למגזר העסקים הקטנים והזעירים, לצד יציבות באשראי לעסקים בינוניים וירידה באשראי לעסקים גדולים. ברביע השלישי של 2016 עברה יתרת האשראי של הבנקים לעסקים קטנים וזעירים (176 מיליארדי ש"ח) את יתרתו לעסקים הגדולים (158 מיליארדי ש"ח). מגמה זו של הסטת האשראי העסקי מעסקים גדולים למגזר העסקים הקטנים נמשכת מאז 2009. הפיקוח על הבנקים ציין בסקירתו החצי-שנתית מיוני 2016 כי צמצום האשראי לעסקים גדולים התרכז בשני הבנקים הגדולים, בעוד שמרבית הבנקים הבינוניים דווקא הגדילו אשראי זה. למגמת הצמצום של האשראי לעסקים

התגברות הסיכונים באשראי לדויר, התייקרות המקורות של הבנקים והוראות הפיקוח על הבנקים שניתנו בעקבות התפתחויות אלו הן שהביאו, ככל הנראה, לעליית הריבית על המשכנתאות.

בעשור האחרון בלט קיפאון באשראי הבנקאי למגזר העסקי, בעוד שסך האשראי למגזר העסקי המשיך לצמוח.

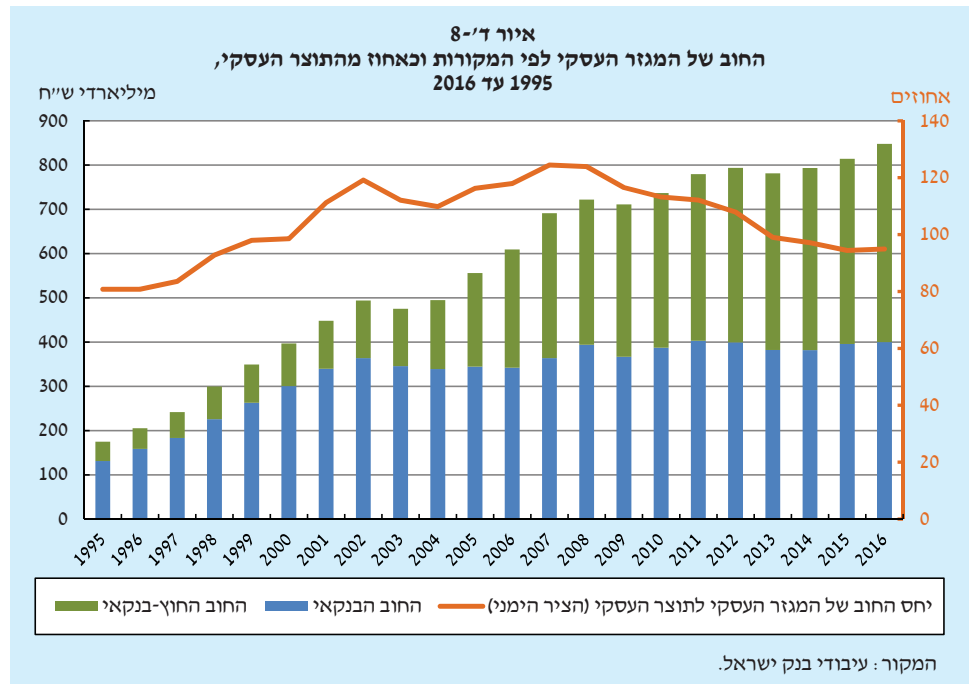
מגמת הסטת האשראי הבנקאי למגזר העסקי מהעסקים הגדולים לקטנים נמשכת מאז 2009.

²⁹ ראו דוח של הפיקוח על הבנקים 2016, שעסק בהרחבה בסוגיה זו.

³⁰ להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2016 – מגזר משקי הבית.

³¹ להרחבה ראו תיבה בעמ' 7 בסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים, יוני 2016.

³² להרחבה ראו דוח בנק ישראל 2015, תיבה ד'-2.

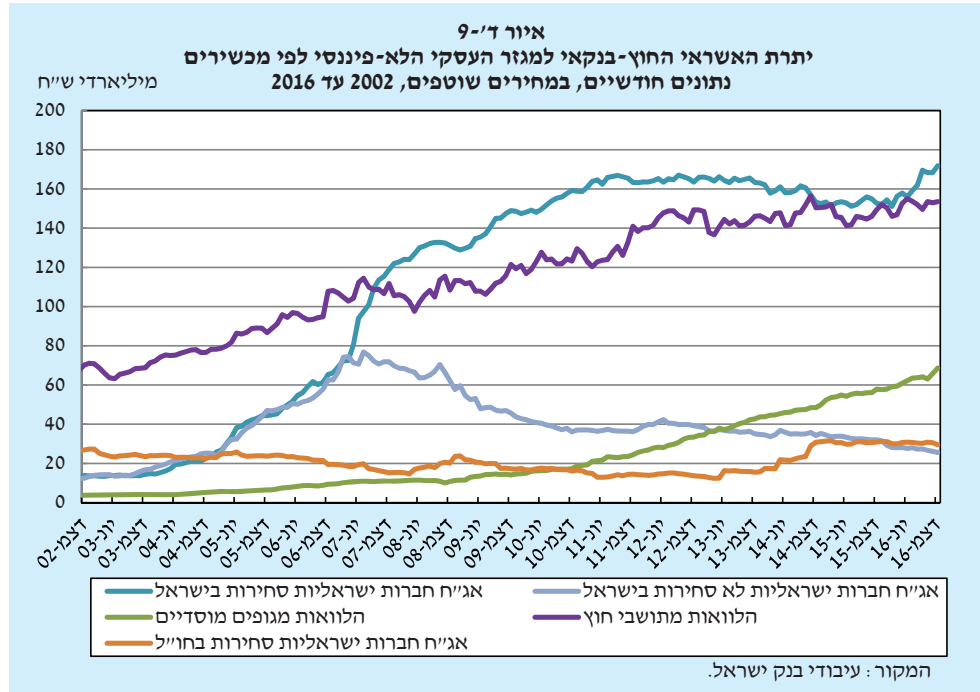


מגבלות רגולטוריות
תרמו לצמיחת האשראי
הבנקאי לעסקים קטנים
ולצמצום האשראי שנתנו
שני הבנקים הגדולים
לעסקים הגדולים.

גדולים לעומת צמיחה של האשראי לעסקים קטנים כמה סיבות, שחלקן קשורות לצד ההיצע וחלקן לצד הביקוש. בצד ההיצע, האשראי לעסקים קטנים משוקלל בנכסי הסיכון של הבנקים במשקל נמוך מזה של העסקים הגדולים. מלבד זאת מוטלת על הבנקים מגבלת החשיפה ללווה בודד ולקבוצת לוויים, אף כי נראה כי לעת עתה החשיפה ללווה בודד אינה מגבילה את האשראי ללוויים הקיימים. בתחילת 2016 הוחמרו מגבלות החשיפה: היקף החשיפה המותרת לקבוצת לוויים הורד מ-25% ל-15%, וכך הוקטן בסיס ההון שעליו מתבסס חישוב החשיפה – מההון הכולל להון רוברד 1. בצד הביקוש, החולשה ביצוא לצד חוזקו של הביקוש המקומי תומכת בהתרחבות הפעילות בענפים מקומיים, כגון המסחר והשירותים, על חשבון ענפים מוטי יצוא, כגון התעשייה, מצב המתבטא בעליית הביקוש לאשראי מצד עסקים קטנים לעומת ירידת הביקוש של עסקים גדולים. ואכן, חלקו של האשראי לענף המסחר בתיק האשראי המסחרי של הבנקים צומח בשנים האחרונות, בעוד שהאשראי לענף התעשייה מצטמצם. בתחום האשראי המאזני למגזר העסקי ענף הבינוי והנדל"ן הוא הענף הלווה הגדול ביותר: חלקו בתיק האשראי המאזני למגזר העסקי הוא כ-28%, וכ-11% מהתיק הכולל, אולם היקף האשראי לענף זה לא עלה השנה. בשני הבנקים הגדולים חלק האשראי לענף זה בסך יתרת האשראי הוא הגדול ביותר ומתקרר ל-20%, רף שעל פי הנחיית הפיקוח על הבנקים מחייב הפרשה נוספת להון. שלושת הבנקים הבינוניים רחוקים מהמגבלה הענפית. ראוי לציין כי לעת עתה חברות הנדל"ן מצליחות לגייס אג"ח בהיקף נרחב בשוק האשראי החוץ-בנקאי במרווחים נמוכים.

החוב החוץ-בנקאי (איור ד'-9) של המגזר העסקי הלא-פיננסי הסתכם בסוף שנת 2016 ב-448 מיליארדי ש"ח – גידול של 5.5% ביחס ל-2015, וגבוה מהקצב של שלוש השנים הקודמות, שהיה 2% בממוצע בשנה. ההלוואות מתושבי חוץ הניתנות במט"ח מאופיינות במגמת עלייה זה למעלה מעשור, עם התמתנות מסוימת בחמש השנים האחרונות. סביר אפוא כי במקביל גדלה החשיפה של המגזר העסקי לסיכונים מטבע. ההלוואות הישירות מהמוסדיים המשיכו לגדול בקצב מהיר גם השנה, ויתרת החוב באפיק זה עמדה על 69 מיליארדי ש"ח, שהם כ-8% מסך החוב של המגזר העסקי, גידול של 19% מהשנה הקודמת. במקביל נמשכה הירידה של יתרת האג"ח הלא-סחירות

כמקור מימון, מגמה שהחלה ב-2008, וזו עומדת כיום על 26 מיליארדי ש"ח, לעומת 72 מיליארדים בסוף שנת 2007. יש לציין כי גם הגופים המוסדיים כפופים למגבלות רגולטוריות על חשיפה לתאגיד בודד, וכיוון שכשליש מיתרת האשראי למגזר העסקי מקורה בגופים אלו, המגבלות החלות עליהם יכולות לצמצם את גידולו של היצע האשראי החוץ-בנקאי.



(1) החברות הציבוריות³³ והבורסה

החברות הציבוריות בישראל מייצגות באופן חלקי את המגזר העסקי: משקלן³⁴ של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות במגזר העסקי הלא-פיננסי הוא כ-38% (נכון לשנת 2015). ניתן לראות באיור ד'10 כי ב-2016 ירד הרווח הנקי של החברות הציבוריות, וכי ירידתו התבטאה בירידה של יתרת המזומנים ביחס לסך הנכסים, שמשמעה פגיעה בזמינות המקורות הפנימיים. ירידת הרווח הנקי ביחס לסך הנכסים הקיפה את כל הענפים בקרב החברות הציבוריות למעט ענף הנדל"ן. הירידה ברווחיות של החברות השנה מפתיעה לנוכח איתנות הביקוש המקומי ושיעור הצמיחה הנאה של הצריכה הפרטית, אך היא עולה בקנה אחד עם האינפלציה השלילית. בחלק מהענפים ירידת הרווחיות יכולה להיות תוצאה של עלייה בתחרות. (להרחבה ראו פרקים א' וג').

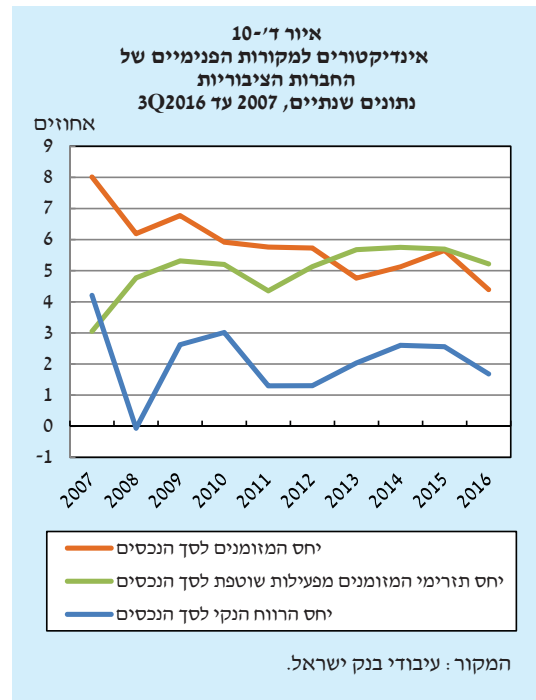
שנת 2016 בולטת בהיקף הנפקות גבוה של אג"ח חברות, המשקף גידול ניכר של פעילות ההשקעה בחברות הציבוריות. סך החוב (הסחיר והלא-סחיר) שהנפיק המגזר העסקי הלא-פיננסי עמד על 42.5 מיליארדי ש"ח, ההיקף הגבוה ביותר מאז 2007, וכמעט פי שניים מאשר ב-2015. כ-17.5 מיליארדי ש"ח הונפקו על ידי חברות מענף הנדל"ן. אומדן גיוס ההון נטו בהנפקות השנה היה 18.9 מיליארדי ש"ח, גבוה משמעותית מאשר בשנים האחרונות, שבהן היקף הגיוסים היה כמעט

אומדן גיוס ההון נטו בהנפקות השנה היה 18.9 מיליארדי ש"ח, גבוה משמעותית מאשר בשנים האחרונות, שבהן היקף הגיוסים היה כמעט זהה להיקף הפדיונות.

³³ הניתוח מתייחס לנתונים המסתיימים ברבעון השלישי של 2015.

³⁴ לפי משקל החברות הציבוריות בפדיון של סך המגזר העסקי הלא-פיננסי.

זהה להיקף הפדיונות. כמחצית מסכום זה (9.1 מיליארדי ש"ח) גייס ענף הנדל"ן, ו-2.4 מיליארדים – ענף ההשקעה וההחזקות. גם בשנים קודמות בלט ענף הנדל"ן בהשוואה ליתר הענפים בהיקף חיובי של גיוסים נטו, אולם גיוסים אלה היו נמוכים יותר. לשם השוואה: ב-2015 גייס ענף הנדל"ן נטו כ-4 מיליארדי ש"ח. בניכוי ענף הנדל"ן וענף ההשקעות וההחזקות אומדן הגיוסים נטו מצביע על עלייה משמעותית בגיוס של יתר הענפים. אחת הסיבות האפשריות לעלייה בהיקף הגיוסים היא הרצון של חברות לגייס הון כל עוד הריבית נמוכה. למרות העלייה של היקף הגיוסים נטו, בחינה של יחסי המינוף בחברות הציבוריות מעלה כי כמעט לא חל שינוי בשיעורי המינוף שלהן³⁵, ומכאן שבמקביל עלה היקף נכסיהן. בממוצע הייתה ירידה משמעותית של תזרים המזומנים מפעילות השקעה³⁶ – כלומר גידול ניכר של פעילות ההשקעה בחברות הציבוריות, להוציא את ענפי הנדל"ן והבינוי. באופן כללי עלתה השנה



הפעילות ההשקעה בחברות הציבוריות, להוציא את ענפי הנדל"ן והבינוי. באופן כללי עלתה השנה ההשקעה של המגזר העסקי בנכסים קבועים. (ראו פרק ב').

המרווחים על האג"ח ירדו בכל הענפים חוץ מאשר בענף הפיננסים.

עלות גיוס החוב המשתקפת במרווחים על האג"ח הנסחרות ירדה במהלך השנה בכל הענפים (איור ד'-11); הבולטים שביניהם הם ענף ההשקעות וההחזקות, שרשם ירידה של 2.6 נקודות אחוז במוצע, וענף הבינוי והנדל"ן, שרשם ירידה של 1.2 נקודות אחוז. הירידה המשמעותית יותר נרשמה בקבוצת הדירוג הנמוך ובחברות הקטנות יותר, ואילו בחברות הגדולות ובחברות בעלות הדירוג הגבוה ירדת המרווח הייתה מתונה יותר. ההסבר לכך נעוץ בענף הפיננסי (ביטוח ובנקים), שבו המרווחים כמעט לא ירדו; זאת, בין השאר, בהשפעת ציפיות שליליות לגבי הרווחיות בענף זה לנוכח צעדים רגולטוריים וחקיקתיים שנקטו במטרה להגביר את התחרות (למשל פנסיית ברירת מחדל בביטוח ו"החוק להגברת התחרות במערכת הבנקאית"). באופן כללי הירידה במרווחים התרחשה על רקע יחסים פיננסיים טובים יחסית – הסתברות נמוכה לחדלות פירעון, רמה נמוכה של המכפילים ועוד – ושיפור מתמשך בפעילות הכלכלית. חשוב לציין כי השיפורים במצב הפיננסי של החברות ובפעילות הכלכלית תומכים בירידת המרווחים, אך זו הושפעה ככל הנראה גם מהרמה הנמוכה של הריביות והתשואות בארץ ובעולם, הנמשכת כבר זמן רב. זאת משום שתמחור הסיכונים עשוי להיות נמוך יותר, בין היתר עקב שאיפה להשגת תשואות גבוהות, ומשום שלמרות ירידתם של המרווחים אג"ח החברות עדיין מקנות תשואה עודפת.

גם בארה"ב נרשמה ירידה של המרווחים באג"ח החברות לאורך שנת 2016, ירידה תלולה יותר מאשר בישראל. הפער בין ישראל לארה"ב במרווחים על אג"ח כאלה הצטמצם בסוף השנה לעומת תחילתה. במקביל הצטמצם גם הפער בין ישראל לארה"ב בתשואות על אג"ח ממשלתיות לטווח של

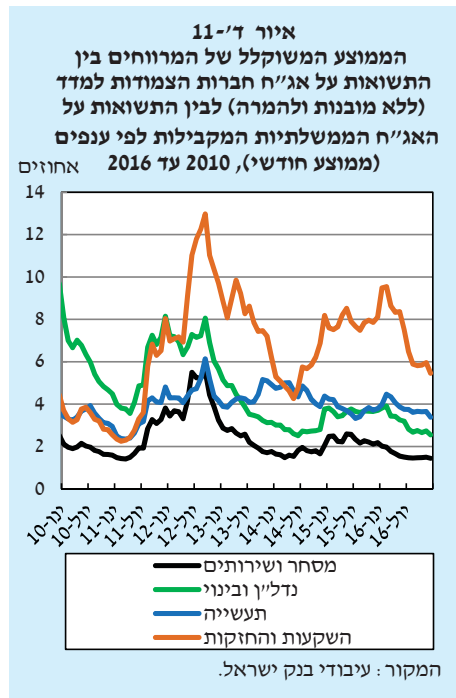
³⁵ להרחבה על שיעורי המינוף של החברות הציבוריות והמגמות בהן ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2016 – המגזר העסקי.

³⁶ תזרים המזומנים מפעילות השקעה מבטא את השינוי נטו כתוצאה מקנייה ומכירה של רכוש קבוע והשקעה בחברות בנות. ככל שהשקעה בנכסים אלה גדולה יותר כך תזרים המזומנים מפעילות השקעה יהיה שלילי יותר.

עשר שנים, ואף ירד לתחום השלילי לקראת סוף השנה. השנה לא היו הנפקות אג"ח של חברות ישראליות בחו"ל.

השנה הנפיקו חברות ישראליות הון מניות בסך 5.5 מיליארדי ש"ח בבורסה בתל אביב, לעומת 4.9 מיליארדים בשנה הקודמת. כ-1.9 מיליארדים הונפקו על ידי חברות מענף הנדל"ן, 1.3 מיליארדים על ידי חברות מענף החזקות וההשקעות ועוד 1.2 מיליארדים על ידי בנקים. כ-766 מיליוני ש"ח נוספים הונפקו על ידי חברות ישראליות בחו"ל (להוציא את חברת "טבע"), כולן מענפי הביומד והטכנולוגיה. הנפקת מניות של חברות זרות בבורסה בתל אביב הייתה בהיקף זניח. רק שלוש חברות הנפיקו השנה לראשונה מניות בבורסה של תל אביב, שתיים ישראליות ואחת זרה.

מחזורי המסחר במניות בבורסה בת"א ירדו ב-2016 (במחירים קבועים) – ירידה של כ-13% במחזור המסחר היומי הכולל במניות בהשוואה



לשנת 2015 וירידה של כ-6% כאשר לא כוללים תעודות סל. כמו בשנים עברו עיקר המסחר התרכז במניות של החברות הגדולות במשק, אולם ישראל אינה חריגה בכך: תופעה זו מתקיימת הן בשווקים מפותחים והן בשווקים מתפתחים. שווי שוק המניות ביחס לתוצר בישראל עמד בסוף 2016 על כ-67% אחוזי תוצר, נתון הממקם אותה באמצע בין השוק האמריקאי לבין הממוצע בגוש האירו. מספר החברות הנסחרות (הון מניות סחיר) בבורסה בתל אביב ירד גם השנה – מ-461 בסוף שנת 2015 ל-452 בסוף 2016. תופעת צמצום מספרן של החברות הציבוריות מתרחשת בשנים האחרונות לא רק בישראל, אלא גם בארה"ב ובאירופה. בסך הכול נרשם צמצום של כ-37% במספר החברות הציבוריות בישראל מאז 2011. יחד עם זאת ולמרות הירידה העקבית של מספר החברות הציבוריות, היחס בין מספרן לאוכלוסייה בישראל הוא עדיין בין הגבוהים בעולם. מחקר שנערך בבנק ישראל³⁷ מצא שלחברות המתאפיינות בממשל תאגידי באיכות נמוכה יחסית סיכוי רב יחסית להימחק. החברות שנמחקות מתאפיינות גם במינוף נמוך, באפשרויות צמיחה מצומצמות ובשיעור נמוך של החזקות גופים מוסדיים. מדובר אפוא בחברות שגישתן לגיוס בשוק ההון (צד ההיצע) קטנה וגם הצורך שלהן בגיוס הון (צד הביקוש) נמוך יחסית.

מדדי המניות הגדולות בתל אביב סיימו את השנה בתשואות שליליות – 4.8% למדד ת"א 25 ו-3.3% למדד ת"א 100. בהשוואה בין-לאומית – מדובר בביצועי חסר מול השוק האמריקאי (עלייה של כ-11% במדד S&P500) ובביצועים דומים לאלה של השוק האירופי (ירידה של 5% במדד EuroStoxx50). ואולם הביצועים הנמוכים של המדדים המובילים נובעים מירידות חדות בשווי השוק של המניות הגדולות ביותר – בפרט של מניות ממגזר הפארמה – ובולטים בניגוד גמור לעליות ניכרות ביתר החברות בשוק; לשם השוואה: מדד ת"א 75 רשם עלייה של 16.3%, ומדד יתר 50 רשם עלייה של 25.4% במהלך השנה.

תופעת צמצום מספרן של החברות הציבוריות מתרחשת בשנים האחרונות לא רק בישראל, אלא גם בארה"ב ובאירופה.

³⁷ להרחבה ראו "מאפייני החברות שנמחקו מניותיהן ממסחר בבורסה בת"א", הסקירה הפיסקלית התקופתית ולקט נתונים, 2016.

תיבה ד'-1: חקיקה להגברת התחרות על אשראי במשק

מערכת הבנקאות המקומית מאופיינת בריכוזיות גבוהה, מה שעשוי להעיד על תחרות נמוכה במתן אשראי. מצב זה מאפיין במיוחד את מגזר משקי הבית ואת מגזר העסקים הקטנים והבינוניים, התלויים כמעט באופן מוחלט במערכת הבנקאית למימון צורכי האשראי שלהם. לפיכך הוקמה ביוני 2015 "הוועדה להגברת התחרותיות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים בישראל", בראשות עו"ד דרור שטרומ ("ועדת שטרומ") ובהשתתפות נציגים ממשד האוצר, בנק ישראל, משרד המשפטים, הממונה על ההגבלים העסקיים ונציגי ציבור. הוועדה פרסמה את המלצותיה הסופיות באמצע שנת 2016, ומרביתן עברו בחודש ינואר 2017 בקריאה שנייה ושלישית בכנסת.

ההמלצה המרכזית שאושרה בחוק היא הוצאת השליטה בחברות לרטיסי אשראי (להלן: "חכ"א") מידיהם של תאגידי בנקאיים ששווי נכסיהם עולה על 20% משווי הנכסים של כלל הבנקים בישראל. משמע ש"בנק הפועלים" ו"בנק לאומי" יחויבו למכור את מלוא החזקותיהם ב"ישראלכרט" וב"לאומי קארד", בהתאמה, השולטות בכ-75% משוק הסליקה ומתפעול ההנפקה ובכ-60% משוק ההנפקה החוץ-בנקאי¹. מטרתה המרכזית של הרפורמה היא אפוא הכנסת שחקנים חדשים לשוק האשראי לצד הגברת התחרות בשוק באמצעות הפחתת הריכוזיות. כמו כן עתידה הרפורמה לחזק את כוחם היחסי של הבנקים הבינוניים, ובכך להגביר את התחרות.

הגדלת מספר השחקנים בתחום האשראי על ידי הפרדת החכ"א אינה מספיקה כדי להבטיח את הגדלת האיום התחרותי וירידת מחיר האשראי ללקוחות. זאת בעיקר לנוכח שאלת עלות גיוס המקורות של חברות אלו לאחר שיופרדו מן הבנקים. לכן חשוב כי החכ"א יצליחו לגייס מקורות בעלות קרובה לזו של הבנקים לצורך מתן אשראי קמעוני, או לגבש מודל עסקי יעיל יותר, כדי לבסס את כוחן לתחרות אמיתית מול הבנקים.

הרצון לחזק את כוחן התחרותי של החברות המופרדות מול המערכת הבנקאית הביא לחקיקת שורה של "הגנות ינוקא" לטובתן. המטרה של הגנות אלו היא להבטיח את התבססותן של החברות, כך שאף כי בטווח הקצר הצרכנים עשויים לשלם עבור האשראי יותר מאשר כיום, הרי הגדלת מספר השחקנים בשוק האשראי צפויה להביא, בטווח הארוך, להפחתת עלות האשראי ביחס למצב כיום. בתקופת תהליך ההפרדה יצמצמו "בנק הפועלים" ו"בנק לאומי" בהדרגה את סך היקף מסגרות האשראי שהם מספקים באמצעות כרטיסי האשראי של לקוחותיהם בשיעור של 50%. לא יתאפשר לצמצם מסגרות אשראי קיימות אל מתחת ל-5,000 ש"ח, וזאת כדי למנוע פגיעה בלקוחות החלשים ביותר של הבנקים. נקבע כי בנק יוכל לפנות ללקוח בדבר חידוש כרטיס האשראי רק 45 יום לפחות לפני תאריך תפוגת הכרטיס, אלא אם כן חל שינוי מהותי במצבו הכלכלי של הלקוח. צמצום האשראי עלול להביא להתייקרותו בטווח הקצר, אך מטרתן של הגבלות אלו לעודד לווים לחפש באופן אקטיבי ערוצי אשראי נוספים לבנקים, לרבות חכ"א². בתחום תפעול ההנפקה³ יחויבו הבנקים ששלטו או החזיקו באמצעי שליטה בחכ"א להתקשר עם שתי חברות לפחות, כך שהיקף התפעול של הנפקת כרטיסי אשראי באמצעות חכ"א אחת לא יעלה על 52%; על בנק בעל היקף פעילות רחב כהגדרתו בחוק (נכון להיום – "בנק לאומי" ו"בנק הפועלים") נאסר לחלוטין לעסוק בשירותי סליקה ובתפעול הנפקה (באופן ישיר או באמצעות חברות בנות). זאת כדי למנוע מצב שבו הבנקים ממשיכים לספק שירותים חלופיים לאלו שמספקות החכ"א שבשליטת הבנקים כיום. לצד הפרדת החברות לרטיסי אשראי מהבנקים קידם החוק מספר צעדים נוספים שמטרתם לעודד כניסת שחקנים חדשים לשוק האשראי ולשוק הבנקאות. כך, למשל, במטרה להקל בעלויות הכניסה של בנקים חדשים הוחלט כי בתוך תשעה חודשים מיום כניסת החוק לתוקף רשאי משרד האוצר לפרסם מכרז להקמת מערכת ממוחשבת במימון המדינה לשימושם של בנקים חדשים ואגודות אשראי. העדר תשתיות אלו מהווה כיום חסם כניסה מרכזי, שכן נדרש הון ראשוני משמעותי להקמת מערכת זו. ואולם, אם לאחר שנה וחצי מכניסת החוק לתוקף יראה שר האוצר כי טרם התפתחה

¹ להרחבה לגבי ענף כרטיסי האשראי בישראל והשוואתו לחו"ל ראו דוח בנק ישראל 2015, פרק ד'.

² בהקשר זה חשוב לציין שכדי למנוע פוטנציאל לניגוד עניינים מהותי בדירקטוריון של חברות כרטיסי האשראי שעתידות להיפרד מהבנקים וכדי לבסס כבר עתה את כוחן התחרותי של חברות כרטיסי האשראי המופרדות, הנחה הפיקוח על הבנקים את שני הבנקים הגדולים, עוד טרם כניסת החוק לתוקף, באשר להרכב הדירקטוריון של חברות אלו.

³ כל השירותים הנלווים להנפקת כרטיסי אשראי, כגון שירות לקוחות וניטור הונאות.

תחרות בתחום התשתית הטכנולוגית לאספקת שירותי מחשוב ותפעול עבור גופים פיננסיים, וכי אין חלופות טכנולוגיות מספקות לאספקת שירותים כאמור, הוא יהיה רשאי, בהתייעצות עם נגידת בנק ישראל והממונה על ההגבלים העסקיים, לחייב את הבנקים שהיקף פעילותם אינו צר למכור ולתפעל שירותי מחשוב או להשכיר לגופים פיננסיים גישה למערכות המחשוב אשר בבעלותם. נוסף על כך נקבע כי גופים פיננסיים יוכלו, באישור הלקוח, לצפות באמצעות מערכת מקוונת במידע הנוגע ללקוח ושנמצא בידי גופים פיננסיים אחרים, בפרט בידי תאגידים בנקאיים. המידע שיועבר וירוכז יתייחס לעמלות, ולריביות זכות, לריביות על משיכת יתר ולפעולות הלקוח בחשבוננו. (היקף המידע וסוגו ייקבעו בתקנות על ידי שר האוצר ומשרד המשפטים). מערכת זו תאפשר לגופים אלה להציע ללקוחות הבנקים הצעות ערך למוצרים הבנקאיים השונים שהם צורכים.

בהקשר זה פרסם הפיקוח על הבנקים הנחיות שונות, שנועדו לספק תמריצים לכניסתם של שחקנים חדשים לשוק הבנקאות, לרבות הקלות בדרישות ההון ותהליכי הרישוי לבנקים חדשים ולסולקים חדשים. בפרט, הוצעו הקלות משמעותיות להפיכת החכ"א המופרדות לתאגידים בנקאיים, שכן כבר היום מתקיימים בחברות אלו המאפיינים הנדרשים מבנק חדש, אשר מבטיחים פוטנציאל גבוה להתבססותן כשחקניות משמעותיות בשוק. עם זאת, פתיחת שוק הבנקאות לכניסת שחקנים חדשים מותנית בהקמת מערכת לטיפול בבנק בכשל ומערכת של ביטוח פיקדונות.

מלבד הפן התחרותי קידם החוק צעדים שתכליתם להקל ישירות על מגזר משקי הבית והעסקים הקטנים. כך, למשל, כדי לסייע בהגברת נגישותו של האשראי קובע החוק כי נכס המשועבד בהלוואה בנקאית יהיה זמין לשעבוד, נחות בדרגתו, לנושה אחר. כן קידם החוק הקלות שמטרתן להוזיל עמלות ועלויות סליקה לעסקים קטנים ובינוניים באמצעות הקלות על מתן שירותי סליקה על ידי מאגד. נקבע גם כי שחקנים חדשים בשוק הסליקה יוכלו להתבסס על מערכת המחשוב של הסולקים הקיימים ("סולק מתארח"). שינוי זה, לצד מכלול השינויים המצוינים לעיל, בכוחו להוביל להגברת התחרות ולהוזיל עלויות לעסקים קטנים ובינוניים. בהקשר זה חשוב לציין שקודם להחלת החוק פרסם הפיקוח על הבנקים עדכון מדיניות המקל על מתן רשיון סליקה ומפחית את חומרת הקריטריונים למבקשים להחזיק אמצעי שליטה בסולק. זאת במטרה לעודד כניסת שחקנים חדשים לשוק הסליקה ולהגביר את התחרות בו.

חוסר הוודאות, שהוא מטבעה של רפורמה כזאת, לגבי הצלחת החוק להגביר את התחרות באשראי הביא להחלטה על הקמת "ועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי", אשר תפעל במשך תקופה של שש שנים מיום כניסת החוק לתוקף, ותפקידה העיקרי יהיה לעקוב אחר התפתחות התחרות בשוק האשראי לאור הרפורמות המוצגות לעיל, ולהמליץ לרשויות הרלוונטיות על צעדים מתקנים, שהוגדרו במסגרת סמכויות הוועדה בחוק. בפרט תבחן הוועדה את תרומת הפרדתה של חברת כ.א.ל. מ"בנק דיסקונט" ומ"הבנק הבינלאומי" להמשך קידום התחרות. כמו כן הוטל על ועדה זו לקבוע קריטריונים לבחינת התחרות בשוק האשראי ולהגיש לכנסת דוח חצי-שנתי בנושאים אלה.

יש לציין כי במהלך תקופה זו המשיך בנק ישראל להוביל את השלמת הקמתו של מאגר נתוני אשראי, אשר הפעלתו נקבעה במסגרת חוק נתוני אשראי, שעבר קריאה שנייה ושלישית במארכ 2016. מאגר זה עתיד לרכז נתוני אשראי זמינים על מצבת ההלוואות של הלקוח עבור גופים פיננסיים שונים. הנגשת המידע הייחודי על הלקוח מבקש האשראי, מידע המצוי בידי המלווה, לכלל המלווים הפוטנציאליים בשוק האשראי תסייע בהגברת התחרות בשוק האשראי הקמעוני. במקביל ל"וועדת שטרומ" קידם "הצוות ליישום ההמלצות בנושא רגולציה על נותני שירותי מטבע" מספר רפורמות לאסדרת המערכת הפיננסית החוץ-המוסדית והפיקוח עליה. צוות זה הוקם במארכ 2015 בראשותו של עו"ד יואל בריס ("צוות בריס") כדי ליישם את דוח "וועדת ליכט", והורכב מנציגי משרד האוצר, בנק ישראל, משרד המשפטים, רשות המסים, המועצה הלאומית לכלכלה, הרשות לאיסור הלבנת הון ורשות ההגבלים העסקיים. עיסוקו המרכזי של צוות זה נגע לרגולציה והסדרה של נותני שירות בנק פיננסי ונותני שירותי אשראי במערכת הפיננסית בישראל. בראש ובראשונה פעל הצוות לשיפור הרגולציה בתחום הגנת הצרכן – שקיפות והוגנות ברובד הפיקוח הצרכני ודרישה לניהול תקין ואמין בענף נותני השירותים הפיננסיים⁴, בפרט בנושאים הנוגעים לחשיפת השוק כיום לפעילות של גורמי הלבנת הון. עבודת הצוות חולקה לשלושה מקטעים.

⁴ לרבות העוסקים בניכיון צ'קים, הלוואות חוץ-בנקאיות, פקטורינג, "צ'יינגים" ומט"ח.

הדיון במקטע הראשון התמקד בכינון רגולציה על נותני שירותי מטבע ואשראי. תהליכי החקיקה והדיון במקטע זה נסתיימו. במקביל הופרדה "רשות שוק ההון, הביטוח והחסכון" ממשרד האוצר ונוסדה רשמית כרשות ציבורית בנובמבר 2016. מלבד המשך הפעילות שעליה היה האגף מופקד בהיותו במשרד האוצר נוספה לתפקידו גם הסדרת הפיקוח והרגולציה על גופים וארגונים שעד כה לא היו תחת פיקוח (למשל נותני אשראי חוץ-בנקאיים⁵). במרכזו של הדיון במקטע השני עומדת הסדרת "הבנקאות הזעירה", ובעיקר אגודות הפיקדון והאשראי ("אגודות אשראי")⁶. הדיונים בנושא זה נסתיימו, והסדרת התנאים לכניסת האגודות לשוק הושלמה בחקיקה במסגרת חוק ההסדרים של 2017–2018. החוק מקנה הקלות הון משמעותיות, המאפשרות לראשונה את כניסתן של אגודות האשראי לשוק. כן קובע החוק כי אגודות אלו יוגבלו למתן אשראי לחברים בלבד ולהיקף קבלת פיקדונות ומתן אשראי של עד 1.5 מיליארד ש"ח, וכי הן ייכללו בתחום פיקוחו של הרגולטור החדש. הדיון במקטע השלישי הוא כעת בעיצומו, ונקבע כי פלטפורמות מקוונות לתיווך אשראי P2(P) יהיו גם הן בתחום פיקוחו של הרגולטור. הסדרתן כלולה במסגרת הדיונים על המקטע השלישי, והצעת החוק בנושא עברה במאסר 2017 בוועדת השרים לחקיקה.

⁵ במסגרת חוק ההסדרים של 2015–2016 הותרה לגופים אלו הנפקת אג"ח סחירות, בכפיפות להגבלה שהערך הנקוב של כלל האג"ח אשר מנפיק כל גוף לא יעלה על 2.5 מיליארדי ש"ח.

⁶ אגודות האשראי הן גופים שבבסיסם רעיונות קואופרטיביים של עזרה הדדית ויחסי גומלין בין בעלי אינטרס כלכלי-חברתי משותף. בהתאם לכך רשאיות האגודות לספק שירותי פיקדון ואשראי לחבריהן בלבד, וכן מאופיינות בפיזור יחסי של אמצעי השליטה והבעלות.

תיבה ד'-2: אתגר הריבית הנמוכה בניהול החיסכון הפנסיוני של הציבור

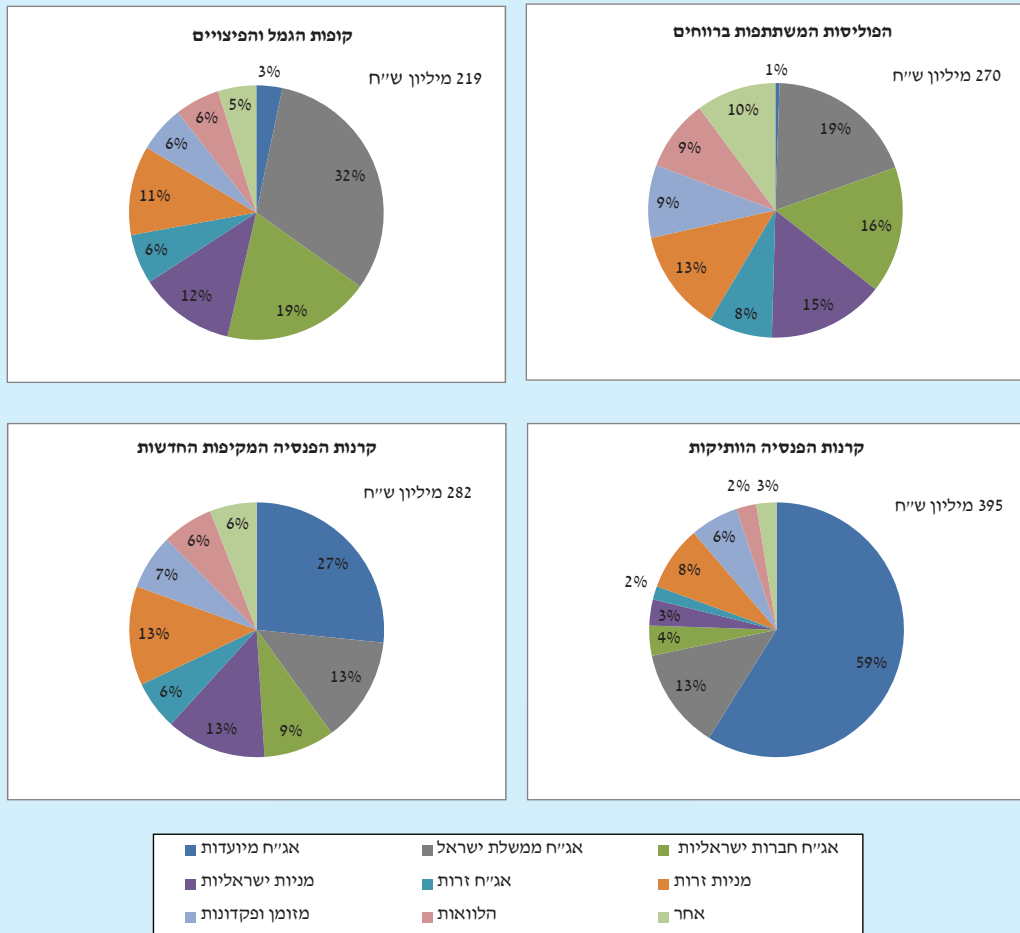
התיק המנוהל של הציבור לטווח ארוך¹ הגיע בשנת 2016 להיקף של כ-1.26 טריליוני ש"ח. האתגר של גופי החיסכון הפנסיוני להשיג לציבור תשואות גבוהות לגיל הפרישה התגבר בשנים האחרונות על רקע סביבת הריבית הנמוכה, שהביאה לירידת התשואה-לפדיון על מכשירים כגון אג"ח חברות ואג"ח ממשלתיות לאורך כל עקום התשואות. כך, למשל, תשואת אג"ח ממשלתית שקלית (צמודה) ל-20 שנה ירדה מכ-6% (4%) לשנה בסוף שנת 2008 לכ-3% (1%) בשנה בממוצע בשנת 2016. משמע שהשקעה במכשירים סטנדרטיים כגון אג"ח חברות ואג"ח ממשלתיות לטווח ארוך לפדיון, במחירים הנוכחיים, אם מחירים אלו יתמידו, לא תספק לחוסכים הצעירים יותר, שנכנסו לשוק העבודה בשנים האחרונות, תשואה משמעותית לפרישה.

ישנם הבדלים בין תיקי הנכסים שמחזיקים הגופים המנהלים השונים (איור 1). התיקים נבדלים בראש ובראשונה בהיקף האג"ח המיועדות – אג"ח ממשלתיות לא סחירות המשלמות תשואה קבועה, שעומדת כיום על 4.86%, ריאלית, לשנה. קרנות הפנסיה הוותיקות מחזיקות בהיקף הגדול ביותר של אג"ח מיועדות בתיק – 58%; אחריהן קרנות הפנסיה המקיפות החדשות – 26%; ולבסוף חברות הביטוח, המחזיקות באג"ח מיועדות 14% מנכסיהן². קופות הגמל כמעט אינן מחזיקות במכשיר זה. התשואה באג"ח מיועדות כיום גבוהה משמעותית מתשואת אג"ח ממשלתיות סחירות, ועבור הגופים הרשאים להחזיק בהן מדובר בנכס אטרקטיבי ביותר מבחינת התשואה, ובסיכון נמוך. כיוון שרוב התיק של קרנות הפנסיה הוותיקות מורכב מאג"ח מיועדות, החשיפה שלהן ליתר הנכסים נמוכה משמעותית מזו של הגופים האחרים, למעט שיעור החזקה לא מבוטל במניות זרות – 8%. לעומת תיק הנכסים הסולידי של קופות הפנסיה הוותיקות

¹ מנהלי החיסכון לטווח ארוך הם: קופות הגמל והפיצויים, קרנות הפנסיה הוותיקות וקרנות הפנסיה המקיפות החדשות, חברת הביטוח (הפוליסות המבטיחות תשואה ופוליסות הביטוח המשתתפות ברווחים).

² הפוליסות המבטיחות תשואה מחזיקות 57%, בעוד שבפוליסות המשתתפות ברווחים אין כמעט כל החזקה באג"ח מיועדות. מכירתן של פוליסות מבטיחות תשואה הופסקה ב-1990.

איור 1
הרכב תיקי הנכסים שמחזיקים הגופים המנהלים השונים

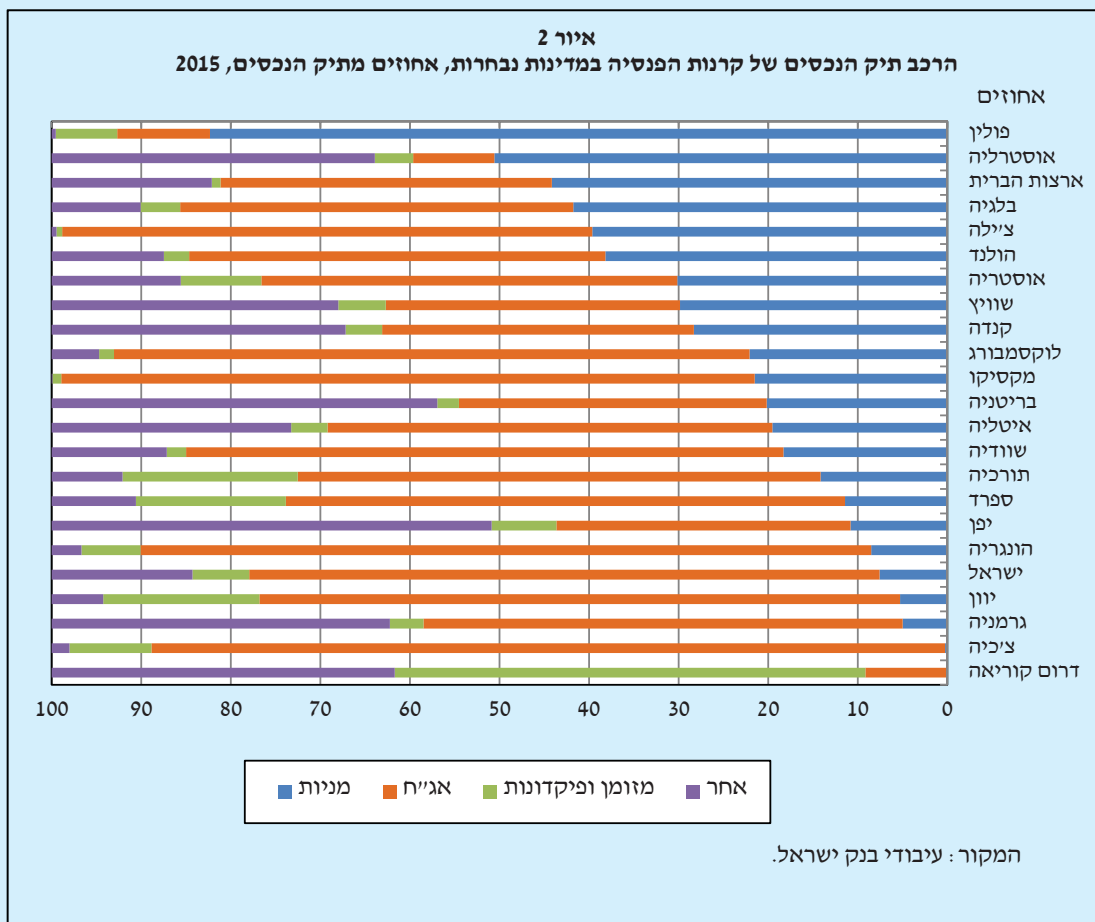


המקור: דיווחי הגופים המוסדיים ועיבודי בנק ישראל.

בולטות הפוליסות המשתתפות ברווחים בחשיפה גבוהה לנכסים בעלי פרופיל סיכון גבוה יותר, ובפרט להלוואות ישירות ולנכסים "אחרים" (קרנות השקעה מסוגים שונים), לנכסים זרים (אג"ח ומניות) ולמניות ישראליות. באמצע נמצאות קרנות הפנסיה החדשות וקופות הגמל, הדומות אלו לאלו בהרכב תיקיהן, למעט בחשיפה לאג"ח של חברות ישראליות – שעדיין גבוהה יותר בקופות הגמל.

בהשוואה לקרנות פנסיה בחו"ל³ – קרנות הפנסיה בישראל מנהלות היקף נכסים דומה לממוצע הפשוט בקרב מדינות OECD (כ-54% תוצר). יחד עם הנכסים המנוהלים בקופות הגמל ובחברות הביטוח התיק המנוהל הכולל לטווח ארוך בישראל מגיע לכ-100% תוצר. אצל מנהלי החיסכון לטווח ארוך בישראל בולט שיעור החזקה נמוך במניות (להשוואה עם חו"ל ראו איור 2): חשיפתם למניות מקומיות וזרות נעה בין 11% בקרנות הפנסיה הוותיקות ל-28% בתכניות הביטוח המשתתפות ברווחים.

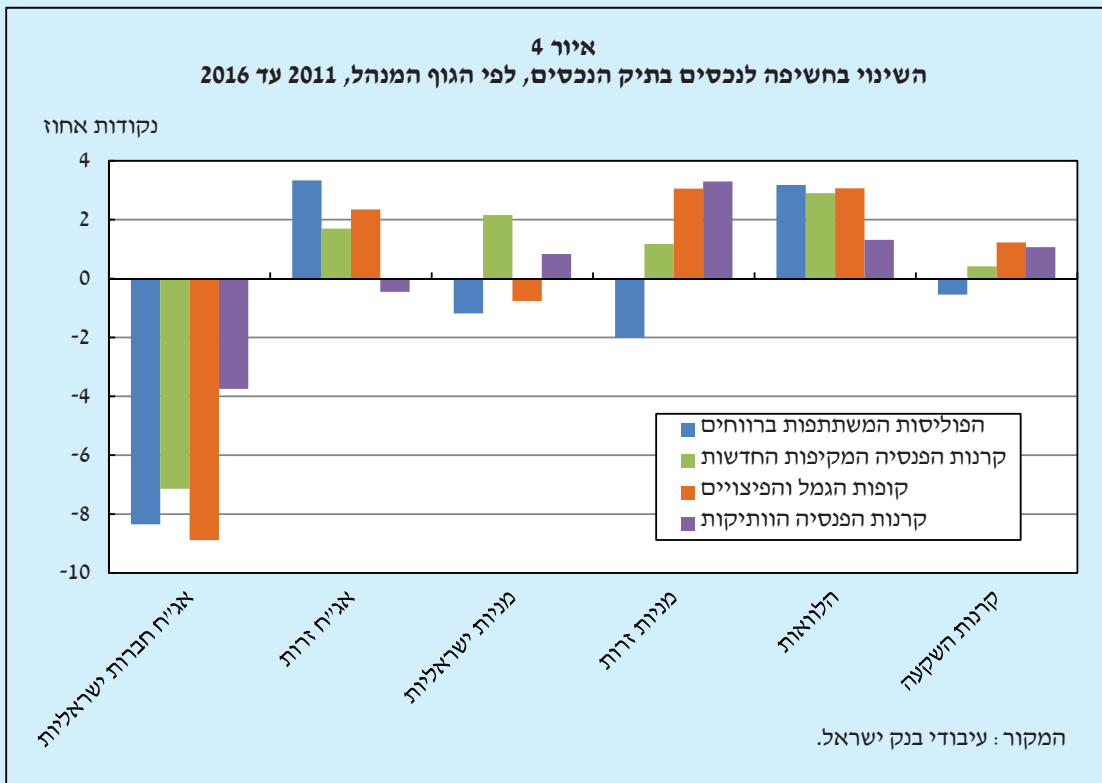
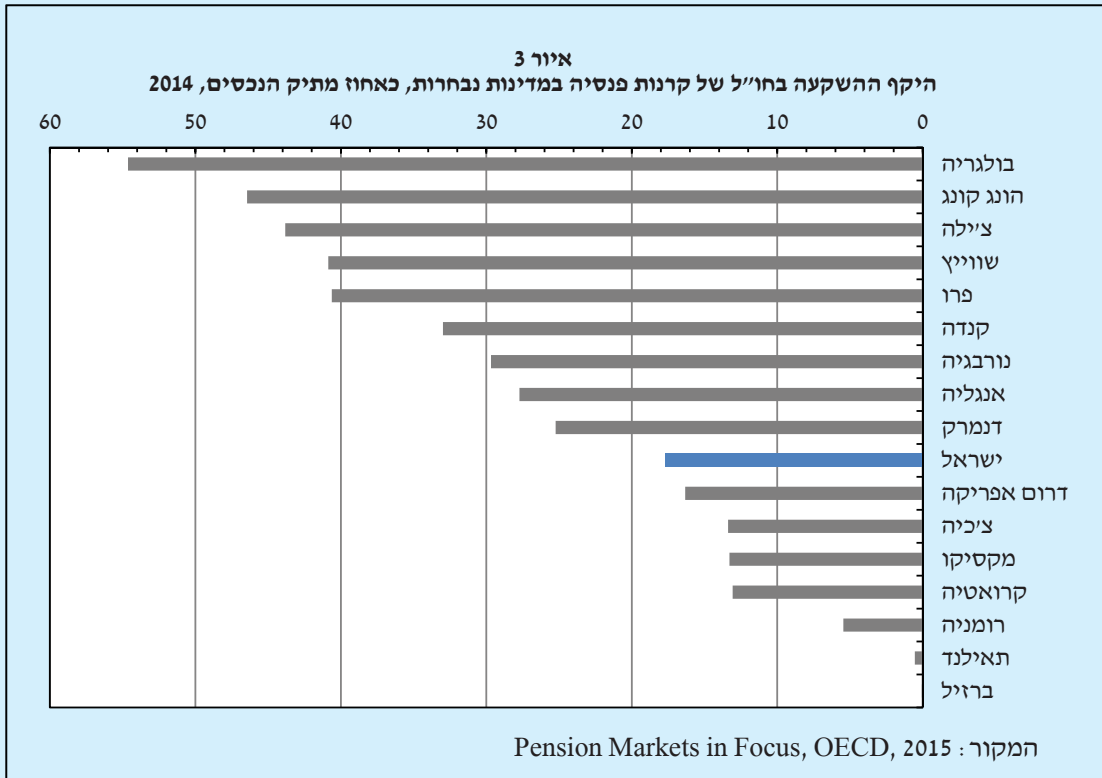
³ ההשוואה עם חו"ל מבוססת על: OECD, Pension Markets in Focus 2015 and 2016.



החשיפה של קרנות הפנסיה בישראל לחו"ל בהשוואה לקרנות בחו"ל נמוכה גם היא (איור 3), וביתר הגופים היא מתקרבת למוצע, וזאת על אף עלייתה המשמעותית בשנים האחרונות: ממוצע החשיפה לנכסים בחו"ל בקרנות הפנסיה במדגם של מדינות בעלות מטבע עצמאי מ-OECD, נכון לשנת 2014, הוא 40%, ובמדינות שאינן ב-OECD – 30%. יש קשר בין העובדה שמנהלי החיסכון לטווח ארוך חשופים למניות במידה מצומצמת לבין חשיפתם המצומצמת לחו"ל: שוק המניות בישראל קטן, ומנהלי החיסכון יכולים להגדיל את חשיפתם למניות בעיקר דרך הגדלת החשיפה לחו"ל; הגדלת החשיפה למניות הייתה אפוא מגדילה את חשיפתם לחו"ל.

השינויים שביצעו הגופים המוסדיים בנכסיהם בשנים האחרונות מצביעים על מגמה דומה (איור 4): הקטנה ניכרת של החשיפה לאג"ח חברות ישראליות, לצד הגדלת החשיפה להלוואות ישירות, לנכסים זרים (אג"ח ומניות) ולקרנות השקעה, חוץ מאשר בתכניות הביטוח המשתתפות ברווחים. ההתמודדות של קרנות הפנסיה בעולם עם סביבת הריבית הנמוכה בשנים האחרונות לא הייתה אחידה: חלקן הגדילו את חשיפתן למניות (בעיקר במשקים קטנים) על חשבון אג"ח, וחלקן הגדילו את השקעותיהן ב"נכסים אלטרנטיביים", כלומר נכסים שאינם אג"ח או מניות – הלוואות, נדל"ן, קרנות גידור, מוצרים מובנים וכדומה (בעיקר במשקים גדולים).

ההלוואות הישירות שהעמידו הגופים המוסדיים בשנים האחרונות שימשו, לפחות חלקית, תחליף לאג"ח של חברות לא סחירות, שהמוסדיים נהגו לרכוש לפני המשבר הפיננסי. אולם צמצום יתרת האג"ח הלא סחירות החל עוד לפני המשבר, ואילו האצת גידולן של ההלוואות החלה אחריו, במיוחד סמוך ליישום המלצות "ועדת חודק" על ידי אגף שוק ההון



והביטוח⁴. אמנם מטרת הצעדים שננקטו בעקבות ההמלצות הייתה לחזק את כוחם של הגופים המוסדיים ולתקן כשל שוק, לכאורה, שמנע מהגופים המוסדיים לדרוש התניות ושעבודים להבטחת חוב, וייתכן שאף פגע בתמחור, אך המוסדיים העדיפו בשנים האחרונות להקטין את חשיפתם למכשיר זה ולהגדיל את החשיפה להלוואות, שמגבלות ההשקעה בהן מקלות יותר⁵ ומחירן אינו שקוף. בדיקה שנערכה ב-2014⁶ העלתה כי ההלוואות ניתנות לחברות גדולות במשק במחירים גבוהים מן הממוצע בשוק האג"ח. משמע שאין בהן בהכרח פוטנציאל של פיזור הסיכון לנכסים שונים, אבל יש בהן פוטנציאל תשואה, הודות לאופק ההשקעה הארוך. ההלוואות גם מגלמות פוטנציאל לתשואה עודפת עקב אי-סחירות. ייתכן כי גם התחרות הגבוהה בין הגופים המוסדיים מניעה אותם להעדיף השקעה באפיק זה, משום שהציבור נוטה להשוות את ביצועי הגופים האלה בטווח קצר של שנה. המוסדיים מתקשים לנהל השקעה בעלת אופק ארוך במוצרים סחירים, שבהם שינוי המחיר מגדיל את התנודתיות בשווי התיק, ומוותרים על גיוון הנכסים לטובת תיקי השקעה דומים, מהחשש לפגור אחר התשואות של המתחרים בחלק מהזמן⁷. מחקר שפורסם לאחרונה⁸ מצביע על קשר בין מידת התחרות ואופן תגמול המנהלים לבין הביצועים בתכניות החיסכון השונות בישראל; מהמחקר עולה כי תכניות ביטוח ישנות שבהן דמי הניהול נגזרים מביצועי ההשקעה משיגות תשואות גבוהות יותר מאשר תכניות שבהן משולמים דמי ניהול קבועים, וכי עדיפות זו אינה כרוכה בהכרח בנטילת סיכון רב יותר. כמו כן עולה מהמחקר כי התחרות הגבוהה המתקיימת בין קופות הגמל אינה תורמת לביצועים טובים יותר, אלא להפך. הרצון של המוסדיים להקטין את מידת החשיפה הציבורית השלילית במקרים של כשל באג"ח סחירות יכולה להיות סיבה נוספת לנטייתם להעדיף השקעה לא סחירה ופחות שקופה כהלוואות. כ-3% מהתיק של הגופים המוסדיים מופנה להשקעה בקרנות השקעה, רובן בחו"ל (הון סיכון, גידור, נדל"ן וכדומה), בעוד שהיקף ההשקעה במכשירים אלה בארץ נמוך יותר. פיתוחם של חלק ממכשירים אלה בארץ מתעכב בגלל מגבלות רגולטוריות, ושל חלק אחר – בגלל מבנה השוק והיקפו הקטן. ואולם הדחיפות בפיתוחם רק הולכת וגדלה: על פי אומדנים של גידול היצע הנכסים שנערכו בחטיבת המחקר בהנחות שמרניות יחסית היקף הנכסים המנוהלים בידי גופי החיסכון לטווח ארוך צפוי לגדול בעשור הקרוב ליותר מ-2 טריליוני ש"ח – מכ-1.26 טריליון כיום. מאמץ בכיוון זה הוא תיקון שנעשה השנה ב"חוק הריטים"⁹ במטרה להוריד את חסמי הכניסה המגבילים את הקמתן של קרנות "ריט" נוספות בישראל. השקעה בנכסים אלטרנטיביים דורשת תשומות ניהול ורמת מומחיות גבוהות יותר.

בסיכום, למרות סביבת הריבית הנמוכה, היקף החשיפה של הגופים המוסדיים למניות ולנכסים זרים נמוך בהשוואה בין-לאומית, והדבר בולט בעיקר בקרנות הפנסיה הנהנות מהיקף גדול של אג"ח מיועדות בתיק. יחד עם זאת, בשנים האחרונות גדלה בשיעור ניכר החשיפה של המוסדיים להלוואות ישירות וגם ההשקעה בנכסים אחרים (קרנות גידור, נדל"ן, מוצרים מובנים וכדומה), מכשירי השקעה שיש בהם ככל הנראה פוטנציאל לתשואה גבוהה יותר, אך גם דורשים תשומות ניהול ומומחיות גבוהות יותר. מנהלי הקרנות הפועלים בתנאי תחרות צריכים לבחור בין פעילות האמורה להניב תשואות בטוחות בטווח הקצר לבין השקעות ארוכות טווח, המתבקשות בניהול החיסכון הפנסיוני, שתשואותיהן בממוצע ארוך טווח גבוהות יותר (כדוגמת מניות). כבר כיום מתקיימת תחרות חזקה בין הגופים המוסדיים על ניהול כספי הציבור. ההתמקדות הרגולטורית בשנים האחרונות הייתה בניסיון להגדיל עוד את התחרות ולהפחית את דמי הניהול באמצעות צעדים כ"פנסייט ברירת מחדל", שהתמקדו בקביעת "סמן" בשוק לדמי ניהול נמוכים, לצד הטלת מגבלה ישירה על

⁴ העלייה בחשיפה של המוסדיים להלוואות נידונה בהרחבה גם בדוח בנק ישראל 2013, פרק ד'.

⁵ "ועדת גולדשמידט לבחינת אופן מתן הלוואות פרטיות על ידי גופים מוסדיים" פרסמה את המלצותיה ב-2014. הוועדה המליצה להטיל מגבלות מסוימות על היכולת של גופים מוסדיים לתת הלוואות, אולם מגבלות אלה מקלות ביחס למגבלות על השקעה באג"ח חברות.

⁶ להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2014.

⁷ ראו תיבה ד'-2 בדוח בנק ישראל 2012.

⁸ Hamdani, Kandel, Mugeran and Yafeh, "Incentive fees and competition in pension funds: evidence from a regulatory experiment", NBER working paper 22634, 2016.

⁹ קרן ריט (REIT-Real Estate Investment Fund) או קרן נדל"ן היא חברה הרוכשת נדל"ן מניב וגובה דמי שכירות. הקרן נהנית מפטור ממס חברות בתמורה למחויבותה לחלק את רוב הכנסותיה כדיבידנד לבעלי המניות. בישראל פועלות שתי קרנות ריט סחירות המתמקדות בנדל"ן למסחר. השנה הוקמה גם קרן ריט חדשה להשקעה בדירות למגורים, לאחר שבתחילת השנה התקבל תיקון חקיקה המקנה לקרנות ריט המתמקדות בחשכרה למגורים הנחה משמעותית במס הרכישה.

דמי ניהולן של השקעות חיצוניות ('כפל דמי ניהול') בשיעור שעד 0.25% בשנת 2015. צעדים אלה עלולים לפגוע במוטיבציה וביכולת של הגופים המוסדיים לפתח תשתיות מתאימות להשקעה בנכסים לא סחירים ו/או בנכסים מורכבים, המשמשים חלופת השקעה חשובה, בפרט בתקופה של ריבית נמוכה – נכסים שלגביהם חסר מידע זמין, ואין להם מחיר שוק שניתן להסתמך עליו.