

פרק ד'

המערכת הפיננסית

- ◆ בשנת 2008 החרף המשבר הפיננסי העולמי ואיים לשתק את המערכת הפיננסית הגלובלית. בעקבות המשבר נוצרה מצוקת נזילות קשה במערכת הפיננסית הגלובלית, כולל ליבת שוק הכספים הבין-בנקאי. בנקים ומוסדות פיננסיים רבים בעולם התמוטטו, או נקלעו לקשיים חמורים, ונדרשה הזרמה ממשלתית חסרת תקדים לחילוץם. המשבר הפיננסי חלחל בעוצמה גם לפעילות הריאלית: החל מהמחצית השנייה של השנה סבלו כמעט כל המדינות בעולם מהאטה חריפה בפעילותן, וחלקן אף שקעו במיתון.
- ◆ השווקים הפיננסיים בישראל נפגעו מהמשבר בעוצמה, בדומה לשווקים פיננסיים אחרים בעולם, ותגובתם ביטאה חשש מהשלכות המשבר על הפעילות הריאלית בישראל: שערי המניות ואיגרות החוב של המגזר הפרטי ירדו בשיעורים חדים, התנודתיות בשווקים גברה מאוד, ומירווחי הסיכון בשוק האשראי עלו עלייה חדה והעלו את עלות גיוס האשראי במשק. שער החליפין יוסף בשיעור חד עד יולי, ובהמשך השנה פוחד בשיעור חד.
- ◆ גם רווחיותם של הבנקים וחברות הביטוח בישראל נפגעה במידה נכרת, בהשוואה לשנים האחרונות, אולם על אף ההרעה במצבם, גילו המוסדות הפיננסיים בישראל עמידות, יחסית למוסדות בחו"ל; זאת בזכות מצבם הטוב ערב המשבר, וכן משום שמערכת הבנקאות בישראל שמרנית ופועלת תחת רגולציה מקיפה ופיקוח הדוק. גם מידתה המוגבלת של חשיפת המוסדות בישראל ל"מכשירים הרעילים"¹ בעולם ומיעוט ההישענות על שוקי ההון בארץ ובחו"ל לגיוס מקורות תרמו למתניותה של הפגיעה בהם, יחסית למוסדות מקבילים בחו"ל.
- ◆ שוק האג"ח של חברות מסחריות ("אג"ח קונצרניות") היה מוקד הסיכון למערכת הפיננסית המקומית, בעקבות התפתחותו המואצת והלא-מאוזנת בשנתיים האחרונות, שהתבטאה בהאצת קצב גיוסי ההון להשקעות בנדל"ן בחו"ל ענף - שהיה מוקד המשבר העולמי בתחילתו.
- ◆ התגברות אי-הוודאות ורצון החוסכים לעבור לאפיקי חיסכון שבהם הסיכון נמוך יותר הגבירו את קצב הפדיונות מקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח ומקופות הגמל; אלו נאלצו לממש נכסים בהיקפים גדולים, והדבר הגביר את עליית התשואות בשוק האג"ח הקונצרניות.
- ◆ בשל חומרת המשבר נקטו ממשלת ישראל ובנק ישראל מספר צעדים שמטרתם להרחיב את מצאי האשראי במשק ולהקטין את עלותו, וכן לעודד את הפעילות הריאלית. בין הצעדים שננקטו: מתן ערבויות לבנקים המקומיים לגיוס הון, הקמת קרנות "מנוף"², הפחתות חדות של הריבית והתערבות בשוק המט"ח ובשוק האג"ח הממשלתי.

¹ "מכשירים רעילים" ("toxic assets") הם מכשירים פיננסיים מתוחכמים שהתפתחו בעולם בשנים האחרונות, ובדיעבד התברר שאיכותם ירודה וסיכונם גבוה מאוד.

² ראו סעיף 2.12.

1. ההתפתחויות העיקריות

המערכת הפיננסית הגלובלית חוותה ב-2008 את אחד המשברים הפיננסיים הגדולים שידעה בפרספקטיבה היסטורית (להלן: המשבר העולמי). המשבר, שהוא עדיין בעיצומו, ועוצמתו אף מתחזקת, נחשף בראשית 2007 בשוק המשכנתאות מסוג "סאב-פריים" בארה"ב, התפשט בהדרגה לשווקים ומגזרים נוספים בארה"ב ובאירופה, והחריף בספטמבר 2008, עם קריסת בנק ההשקעות "ליהמן ברדרס" וגופים פיננסיים נוספים, מהמרכזיים בעולם. בעקבות המשבר נסדק האמון בתפקודה של המערכת הפיננסית הגלובלית; שוק הכספים, שוק האיגוח והשוק הבין-בנקאי השתתקו כמעט לחלוטין, ונוצרה מצוקת נזילות קשה במערכת הפיננסית הגלובלית; מוסדות פיננסיים גדולים בעולם התמוטטו, ומוסדות אחרים הגיעו אל סף קריסה, ונדרשה הזרמה ממשלתית חסרת תקדים בהיקפה לחילוץ; הערכת הסיכונים בשווקים עלתה עלייה חדה, ומחיריהם של רוב הנכסים הפיננסיים בעולם צנחו, תוך גידול המיתאם בין השווקים הגלובליים. גם מחירי הנדל"ן, שהגיעו בחלק מהמדינות למצב בועתי, ירדו בשיעורים חדים. בגלל מצוקת האשראי, שפגעה בפעילות המגזר העסקי, והשחיקה החדה במחירי הנכסים הפיננסיים, שפגעה בצריכה הפרטית, חלחל המשבר הפיננסי בעוצמה גם לפעילות הריאלית, וקצב הצמיחה בעולם כולו הואט מאוד, עד כדי חשש למיתון עולמי. (ראו סעיף 2.)

השלכות המשבר העולמי ניכרו היטב גם במערכת הפיננסית המקומית ובמצב הריאלי של המשק, ועוצמת ההשפעה התגברה ברביע האחרון של השנה, עם החרפת המשבר העולמי: שערי המניות ואיגרות החוב של המגזר הפרטי ירדו בשיעורים חדים, התנודתיות בשווקים עלתה מאוד, מירווחי הסיכון בשוק האשראי (הבנקאי והחוץ-בנקאי) עלו עלייה חדה וייקרו את עלות האשראי במשק, גיוסי ההון של המגזר העסקי פסקו כמעט לחלוטין, פרמיית הסיכון של המשק עלתה, זרם ההשקעות הפיננסיות של תושבי חוץ הואט, ובמחצית השנייה של השנה אף הפך לשלילי¹, והרווחיות של המגזר העסקי, ובכלל זה הבנקים וחברות הביטוח, נפגעה. גם בשוק המט"ח עלתה התנודתיות מאוד, ולאחר ייסוף גדול במחצית הראשונה של השנה פוחת השקל במחצית השנייה בשיעור חד, והשער כמעט חזר לרמה של ראשית השנה; זאת על רקע התערבותו של בנק ישראל במסחר החל ממאוס והתחזקות הדולר בעולם. ברביע האחרון של השנה הואט מאוד קצב צמיחתו של המשק, וב-2009 כולה צפוי מיתון; זאת משום שהמשק הישראלי הוא קטן ופתוח ותלוי במידה רבה בשוקי היצוא (לוח ד'-1).

על אף הטלטלה שהתחוללה במערכת הפיננסית המקומית, גילו שוק הכספים והמוסדות הפיננסיים בישראל, וביניהם מערכת הבנקאות המקומית, עמידות, יחסית לעוצמת השפעתו של המשבר בחו"ל. התגובה בישראל התמקדה בשווקים הפיננסיים: שוק המניות ושוק האג"ח הקונצרניות הגיבו בעוצמה רבה, שלא נפלה מזו של שווקים מפותחים ומתעוררים אחרים בעולם, ולעיתים אף עלתה עליהם. תגובה זו ביטאה חשש מהשלכות המשבר העולמי על רווחיות החברות הישראליות ועל יכולתן לפרוע את חובותיהן במועד. התגובה השלילית של השוק המקומי בלטה בחברות מענף הנדל"ן, ובעיקר באלה שעיקר פעילותן בחו"ל.

הגורמים העיקריים לעמידות היחסית של המערכת הפיננסית המקומית לעומת המערכות הפיננסיות בחו"ל קשורים למצבו האיתן של המשק ערב המשבר, לאחר מספר

בשנת 2008 התחולל במערכת הפיננסית הגלובלית אחד המשברים הפיננסיים הגדולים בכל הזמנים.

גם את המערכת הפיננסית המקומית פקד זעזוע גדול בעטיו של המשבר הגלובלי.

המוסדות הפיננסיים בישראל גילו עמידות, יחסית לעוצמת השפעתו של המשבר על המוסדות הפיננסיים בחו"ל. לעומת זאת השווקים הפיננסיים המקומיים, ובעיקר שוקי המניות והאג"ח הקונצרניות, הגיבו על המשבר בעוצמה.

¹ בלי להביא בחשבון את עסקת הרכישה של חברת Barr על ידי "טבע", שבמסגרתה הוקצו לבעלי Barr מניות ב"טבע".

לוח ד'-1

אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2003 עד 2008

(אחוזים)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	
א. הסביבה העולמית						
3.4	5.2	5.1	4.4	4.9	3.6	שיעור הצמיחה של התמ"ג העולמי
4.1	7.2	9.3	7.6	10.7	5.4	שיעור הגידול של הסחר העולמי
3.8	1.9	2.0	3.2	4.4	5.6	המירווח על אג"ח של המשקים המתעוררים EMBI
32.7	17.5	12.8	12.8	15.5	22.0	מדד VIX של Chicago Board Options Exchange
ב. הסביבה המקומית						
76.3	77.6	83.7	92.2	96.0	97.4	יחס החוב הממשלתי לתמ"ג
-24.7	-23.6	-22.1	-16.7	-8.2	-4.1	יחס החוב החיצוני נטו לתמ"ג
142.8	148.8	138.4	138.6	134.0	134.8	יחס סך האשראי הפרטי לתמ"ג
137.9	148.7	137.0	137.0	136.2	131.8	יחס האשראי למגזר העסקי לתוצר המגזר העסקי
58.6	59.4	56.8	60.7	61.3	62.0	נטל האשראי על משקי הבית (יחס האשראי להכנסה הפנויה)
1.60	0.32	0.22	0.30	0.41	0.60	פרמיית הסיכון של ישראל (מירווח ה-CDS)
2.24	0.94	1.52	2.09	3.30	4.68	הפער בין תשואת אג"ח ממשלתיות שקליות לבין התשואה על שטרי אוצר של ארה"ב, ל-10 שנים
ג. הנכסים הפיננסיים						
מדדי סיכון (ממוצע תקופתי)						
סטיית התקן הגלומה:						
15.1	9.3	7.3	6.3	6.2	10.4	בשער החליפין
33.8	21.2	21.1	19.3	20.0	26.7	במדד ת"א 25
סטיית התקן בפועל:						
14.5	7.0	5.3	4.6	4.1	7.1	בשער החליפין
24.2	14.1	13.0	12.9	12.6	16.6	במדד המניות הכללי
2.5	2.0	1.2	1.5	1.5	3.3	באג"ח הממשלתיות הלא-צמודות
9.2	2.3	1.1	1.6	0.9	1.7	באג"ח הקונצרניות הצמודות
מחירים ותשואות (במונחים שנתיים)						
-1.1	-9.0	-8.2	6.8	-1.6	-7.6	שיעור השינוי של השקל מול הדולר (במהלך התקופה)
-10.1	-3.1	0.0	1.1	4.3	4.7	שיעור השינוי בשער החליפין האפקטיבי (במהלך התקופה)
-46.4	23.3	5.4	33.2	17.4	55.7	שיעור השינוי של מדד המניות הכללי (במהלך התקופה)
5.2	5.2	6.0	5.6	6.6	8.4	התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא צמודות ל-5 שנים (ממוצע תקופתי)

(המשך)

לוח ד'-1 (המשך)
אינדיקטורים עיקריים ליציבות המערכת הפיננסית בישראל, 2003 עד 2008
 (אחוזים)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	
						ד. עמידות המערכת הפיננסית
						מערכת הבנקאות ¹
11.5	11.0	10.8	10.7	10.8	10.3	יחס ההון לרכיבי הסיכון
86.3	82.5	80.3	82.0	83.6	88.8	יחס סיכון האשראי המאזני לתוצר
6.8	6.7	8.4	9.5	10.5	10.5	יחס האשראי הבעייתי לסך האשראי
						חברות הביטוח³
5.6	5.6	5.4	5.3	5.7	5.3	יחס ההון הראשוני לנכסים ⁴
43.2	46.4	42.1	35.6	25.7	22.1	משקל נכסי הסיכון בסך הנכסים
						קופות גמל²
57.0	56.5	52.3	50.1	47.4	45.0	משקל החשבונות הנזילים בסך ההתחייבויות
23.2	18.4	22.6	23.6	13.2	10.9	יחס הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות
21.5	26.0	34.1	39.7	43.5	45.7	משקל הקופות בשוק האג"ח הממשלתיות הצמודות
50.5	68.0	58.6	49.9	38.4	34.6	משקל נכסי הסיכון בסך הנכסים
						נזילות השווקים
4.5	42.7	27.1	35.6	9.0	-4.8	השינוי במחזור המסחר היומי הכולל בשווקים
0.11	0.08	0.08	0.08	0.10	0.15	מירווח ה-bid-ask בשוק השקל-מט"ח

(1) בנתוני 2008: הנתון הוא לחדש ספטמבר.

(2) כולל קופות גמל מרכזיות לפיצויים וקרנות השתלמות.

(3) בנתוני 2008: הנתון הוא לחדש יוני.

(4) לרבות נכסים כנגד תוכניות משתפות ברווחים, שהסיכון בהן חל על העמית ולא על חברת הביטוח.
 המקור: נתוני ה-IMF, נתוני בנק ישראל ואגף שוק ההון במשרד האוצר ועיבודי חטיבת המחקר בבנק ישראל.

שנים של צמיחה מהירה ולניהול מדיניות מקרו-כלכלית אחראית. אלה השתקפו בעודף בחשבון השוטף, ברמה גבוהה של יתרות מטבע החוץ, בגירעון תקציבי נמוך, במגמת ירידה של יחס החוב לתוצר, נטל חוב נמוך יחסית של הפירמות ומשקי הבית, ברווחיות גבוהה של המגזר העסקי, מערכת בנקאית שמרנית, הפועלת בכפיפות לרגולציה מקיפה ולפיקוח הדוק, ועמידותה ויחסי ההון בה השתפרו מאוד בשנים האחרונות, ומחירי נדל"ן אשר בניגוד למצב הבועתי בחלק ממדינות העולם כמעט לא עלו בשנים האחרונות (איור ב'-15 בפרק ב').

מתינותה היחסית של תגובת המערכת הפיננסית המקומית למשבר הושפעה גם ממידתה המוגבלת של חשיפת המוסדות הפיננסיים בישראל לנכסים פיננסיים מורכבים בחו"ל, מהיעדרם של שוקי כספים ואיגוח משמעותיים בישראל, מימיעוט המעורבות של בנקים זרים בתיווך הפיננסי המקומי ומהיקפה המוגבל של הישענות מערכת הבנקאות המקומית על גיוס מקורות בשוק ההון המקומי או בחו"ל.

רווחיותם של הבנקים
ושל חברות הבטוח נפגעה
ב-2008.

רווחיותם של הבנקים נפגעה במידה ניכרת ב-2008, על רקע התממשותם של סיכוני שוק והרעת המצב הריאלי במשק. גם חברות הביטוח סבלו משחיקה גדולה ברווחיותן, וברביע השלישי אף מהפסדים, בעקבות חשיפתן הגבוהה לסיכוני שוק בהשקעות הנוסטרו שלהן ופגיעה בעמלות, התלויות בביצועיהן. לשם חיזוק יציבותם פועלים הבנקים וחברות הביטוח להגדלת הונם בהתאם לדרישות הגופים המפקחים. קופות הגמל הצליחו להיערך לעלייה בפדיונות, ויחס הנזילות שלהן אף עלה לקראת סוף השנה, אך זאת תוך תשואות שליליות גבוהות.

הריבית הריאלית לטווח
ארוך על איגרות החוב
הממשלתיות נותרה גם
ב-2008 ברמה נמוכה, על
אף המשבר.



שלא כמו במשברים קודמים, הריבית הריאלית לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות נותרה ב-2008 ברמה נמוכה, בדומה לרמתה ב-2007 - 3.5 אחוזים בממוצע (איור ד'-1).

הגורמים שתמכו בהמשך סביבת הריביות הנמוכה ב-2008 הם רמה גבוהה של החיסכון הפרטי, שהגדילה את הביקוש לנכסים פיננסיים, בעיקר בעלי סיכון נמוך - בעקבות התגברות אי-הוודאות; הגלובליזציה ותנועות ההון, שחיזקו את הקשר לריביות הנמוכות בעולם, והחיסכון הממשלתי, שעל אף ירידתו הגדולה השנה נותר עדיין חיובי, והקטין את צורכי המימון של הממשלה; בניגוד לרמתה הנמוכה של הריבית

הריאלית לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות, המשמשת סמן לעלויות המימון של המגזר העסקי, פרמיית הסיכון הנדרשת על אשראי למימון המגזר העסקי דווקא עלתה השנה עלייה תלולה, והעלתה את עלות גיוס האשראי במשק, על רקע עליית הסיכונים והרעת המצב הריאלי של המגזר העסקי.

מוקד הסיכון למערכת
הפיננסית המקומית היה
שוק האשראי החוץ-
בנקאי, שהתפתח בשנים
האחרונות במהירות
ובאופן לא מאוזן.

רכיב המערכת הפיננסית המקומית שנפגע במידה הרבה ביותר השנה, ואף היה מוקד הסיכון למערכת הפיננסית המקומית, הוא שוק האשראי החוץ-בנקאי. שוק זה התפתח בקצב מואץ בשנים האחרונות, בעקבות רפורמות מבניות שבוצעו בענף החיסכון המוסדי לטווח ארוך, צמצום גיוסי ההון של הממשלה והנטייה של המשקיעים המוסדיים לטול יותר סיכונים, בניסיון להשיג תשואות גבוהות יותר; זאת על רקע סביבת הריביות הנמוכה, עליית התחרותיות והירידה של פרמיית הסיכון בעולם כולו.

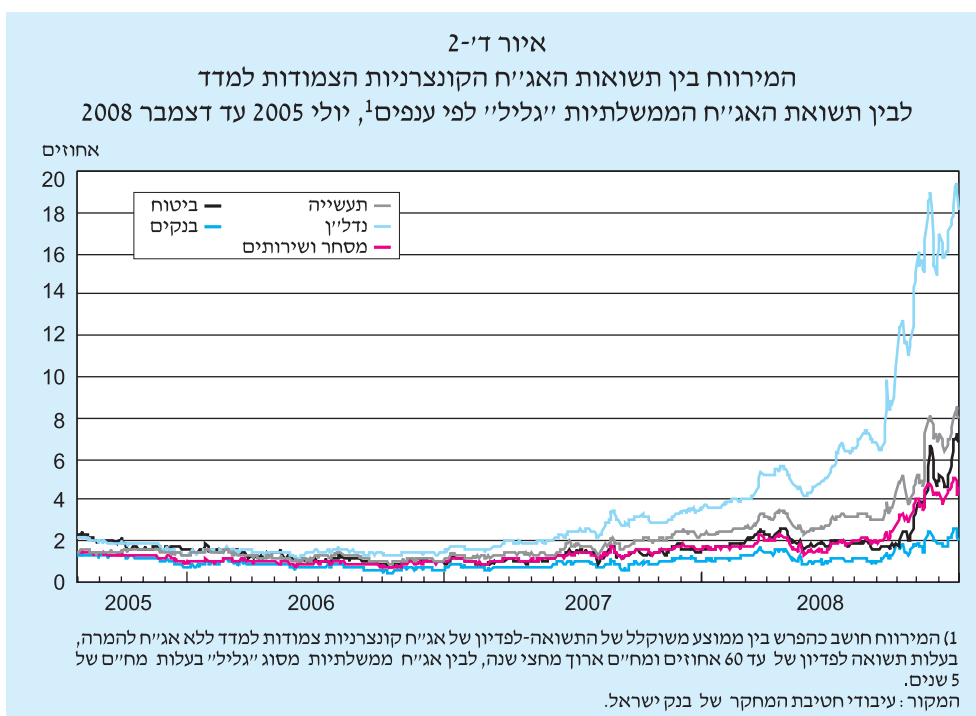
התפתחותו המואצת של האשראי החוץ-בנקאי, אשר השתקפה בהאצת קצב ההנפקות של איגרות החוב שהוצעו לציבור הרחב ולמשקיעים מוסדיים, גיוונה את מקורות האשראי למימון המגזר העסקי, ויצרה תחרות אפקטיבית למערכת הבנקאית הריכוזית בישראל. אולם כיוון שהאשראי החוץ-בנקאי התרחב עוד לפני שפותחה בגופים המוסדיים תשתית מספקת להערכה ולניטור סיכוניו וללא פיתוח מקביל של תשתית פיקוחית והגבלות מוסדיות על אשראי זה - הוא צמח במהירות ובצורה לא-מאוזנת, וגדלה פגיעותו לזעזועים.

כך, למשל, גדל האשראי החוץ-בנקאי לענף הנדל"ן בקצב מואץ, בגלל העדר מגבלות ענפיות על אשראי זה; העלות הנמוכה של האשראי הניעה את הפירמות המנפיקות לטול יותר סיכוני השקעה, כפי שהשתקף, בין היתר, בהקצאת חלק נכבד מהאשראי למימון

השקעות ממונפות בפרויקטים של נדל"ן בחו"ל - ענף שסבל בשנים האחרונות מעליות מחירים מופרזות והיה במוקד המשבר העולמי; ולבסוף - גם אצל המשקיעים המוסדיים גברה הנטייה ליטול יותר סיכונים: הם העמידו אשראי ללא ביטחונות, תוך הסתמכות כמעט מוחלטת על חברות הדירוג, ובמירווחים אשר הלכו וירדו עד לרמות נמוכות היסטורית, ולא שיקפו אל נכון את הסיכון הכרוך בהשקעה, שדווקא הלך ועלה.²

על רקע חוסר האיזונים בשוק האשראי החוץ-בנקאי גדלה פגיעותו לזעזועים חיצוניים, ועל כן הוא הגיב בעוצמה חריפה על גידול הסיכונים ועל התממשות של חלק מהם, בעקבות המשבר העולמי. כך התכווץ השוק הראשוני, ובמחצית השנייה של השנה נעלם כמעט לחלוטין, מחירי האג"ח הקונצרניות הצמודות למדד ירדו בשיעור חד של כ-17 אחוזים, והתשואות ומירווחי הסיכון עלו עלייה חדה, בעיקר במחצית השנייה של השנה, במיוחד בחברות מענף הנדל"ן (איור ד'-2).

על רקע חוסר האיזונים בשוק האשראי החוץ-בנקאי גדלה פגיעותו לזעזועים חיצוניים, ועל כן הוא הגיב בעוצמה רבה לעליית הסיכונים בעקבות המשבר.



חלק מעליית התשואות בשוק האג"ח הקונצרניות קשור גם לעלייתה של פרמיית הנזילות בשוק זה בעקבות ההאצה החדה שהייתה ב-2008 בפדיונות מקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה ב"אג"ח אחר³, וכן, בסכומים קטנים יותר, מקופות הגמל. התגברות קצב הפדיונות קשורה בעיקר לנהירה אל אפיקי השקעה פחות מסוכנים, לנוכח עליית אי-הוודאות בשווקים והתשואות השליליות החריגות שהציגו קופות הגמל במחצית השנייה של השנה; זוהי תוצאה הגדלה מתמשכת של רכיב הנכסים המסוכנים בתיקיהן בשנים

עליית התשואות החדה בשוק איגרות החוב הקונצרניות קשורה לעלייה בסיכון האשראי של הפירמות בגלל המשבר ולעלייה של פרמיית הנזילות בגלל ההאצה החדה בפדיונות מקרנות הנאמנות ומקופות הגמל.

² כך, למשל, ירד המירווח של אג"ח קונצרניות מול אג"ח ממשלתיות מ-1.5 אחוזים בממוצע ביולי 2005 ל-0.75 אחוז בממוצע בספטמבר 2006, ועלה ברביע האחרון של 2008 בעקבות המשבר, לשיעור ממוצע של 6.7 אחוזים.

³ כ-55 אחוזים מנכסיהן של קרנות אלו בסוף 2007 היו אג"ח קונצרניות.

האחרונות, בלי שציבור המשקיעים היה מודע די הצורך לעליית הסיכון של התיק שהן מנהלות עבורו.

בעקבות המשיכות הגבוהות נאלצו הקרנות והקופות לממש נכסים בהיקפים גדולים, וביניהם איגרות חוב קונצרניות, ובכך תרמו לעליית התשואות; זאת על רקע שוק שהסחירות בו לא גבוהה - בשל בעיות מבניות של ריבוי סדרות בעלות שווי שוק לא גבוה והעדר פעילות של משקיעים זרים - וכן על רקע משקלן הגבוה של האיגרות בתיק הקרנות והקופות (כ-11 ו-40 אחוזים, בהתאמה, ביוני) ושל הקרנות והקופות בשוק האג"ח הקונצרניות הסחירות (כ-10 ו-27 אחוזים ביוני, בהתאמה).

בעוד שעליית החשיפה של קרנות הנאמנות להשקעה באג"ח קונצרניות בשנים 2004-2007 הייתה תוצאה ישירה של בחירת ציבור המשקיעים (באמצעות בחירת מסלול ההתמחות הספציפי של הקרן שבה מבוצעת ההשקעה), הרי בקופות הגמל, שבדן מסלולי ההשקעה החלו להתפתח רק לאחרונה, אין עדיין קשר ישיר כזה. מכאן עולה השאלה עד כמה הרפורמות בענף הגמל - ובכלל זה רפורמת בכר, שהביאה להעברת הבעלות והניהול של קופות הגמל מהבנקים לחברות הביטוח ולברוקרים פרטיים - תרמו לעלייה בתיאבון של קופות הגמל לסיכון⁴.

נראה כי העלייה בתיאבון של קופות הגמל לסיכון הושפעה משילוב של גורמים, שעיקרם תנאי הרקע הכלכליים והשינויים המבניים בענף. סביבת הריביות הנמוכה הובילה לחיפוש אחר תשואה גבוהה יותר, ולכן הגדילה את הנכונות ליטול סיכון בקרב החוסכים בעולם כולו וגם בישראל, ולא בקופות הגמל בלבד. על כך מעידות ירידת מירווחי הסיכון בכל העולם עד אמצע 2007 (איור ד'-3) והצבירות הגבוהות בקרנות הנאמנות הישראליות שהתמחו בהשקעה באג"ח קונצרניות.

במקביל - שינויים רגולטוריים בענף הגמל מ-2002 נתנו לקופות הגמל חופש מלא בניהול ההשקעות, בהותירם בתקנות ההשקעה שלהן הגבלות יציבותיות והגבלות על פיזור ההשקעות בלבד⁵, ושינויים אחרים הגדילו את השקיפות

בענף ופישטו את המעבר בין המנהלים השונים. כל אלה תרמו להגדלת התחרותיות בענף הגמל, ורפורמת בכר, שהובילה למכירת קופות הגמל מהבנקים, בעיקר במהלך 2007, עוד הוסיפה לכך.

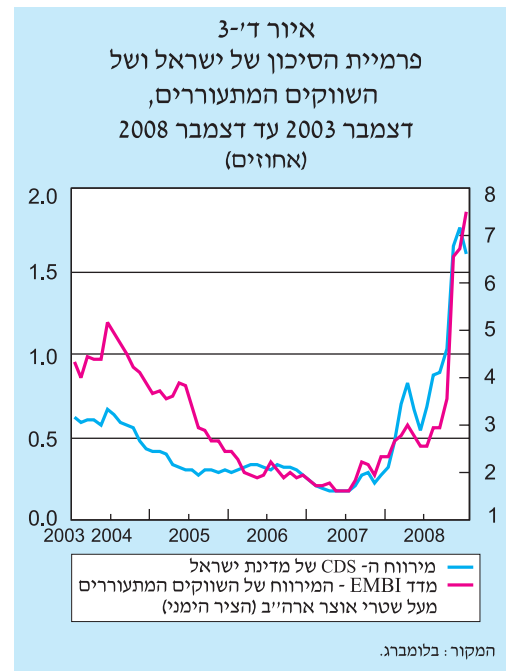
ההגדלה המהירה של שיעורי החשיפה של קופות הגמל למניות החלה למעשה עוד ב-2003, ולאג"ח קונצרניות בראשית 2005, וניתן לייחס אותה למכלול הגורמים שצינו

⁴ להרחבה בעניין המלצות ועדת בכר ראו דוח הוועדה מספטמבר 2004 ושינויי החקיקה מ-2005.

⁵ הגבלות על השיעור מהנכסים שקופת הגמל יכולה להחזיק בתאגיד מסוים, או לתת לו כהלוואות, ועל השיעור מהכמות המונפקת של נייר בודד שהיא רשאית להחזיק.

העלייה בתיאבון של קופות הגמל לסיכון אפיינה משקיעים בעולם כולו. היא הושפעה מסביבת הריביות הנמוכה, שהניעה את המשקיעים לחפש תשואה תוך נכונות ליטול יותר סיכונים.

הרפורמות במערכת הפיננסית בשנים האחרונות תרמו להקטנת הריכוזיות והשליטה של הבנקים כמעט בכל רובדי המערכת הפיננסית, אולם נדרשת השלמה של הרפורמות והתאמת הרגולציה למבנה החדש של המערכת שלאחר רפורמת בכר.



לעיל. אולם מכאן אין להסיק שמהלכי הרפורמות לא היו בכיוון הרצוי; יש לזכור שלפני הרפורמות סבלה המערכת הפיננסית בישראל ממעורבות ממשלתית גבוהה מהרצוי ומסיכון גבוה וחוסר יעילות, תוצאת ריכוזיות ושליטה של מערכת הבנקאות האוליגופוליסטית כמעט בכל רובדי המערכת הפיננסית. על כן חשוב מאוד לשמר את עיקרי הרפורמות, אך יש להשלימן, ובעיקר להתאים את הרגולציה למבנה החדש של המערכת הפיננסית לאחר רפורמת בכר; כך ראוי להטיל הגבלות חדשות על האופי וההרכב של תיק החיסכון לטווח ארוך, וכן להדק את הפיקוח על הגופים הפיננסיים החוץ-בנקאיים, שקיבלו לניהולם, בעקבות הרפורמה, חלק ניכר מחסכוניות הציבור. על חלק מהמהלכים המתבקשים כבר המליצה ועדת בכר וכן קרן המטבע הבין-לאומית, אולם היישום המהיר מהצפוי של הרפורמה הביא לשינוי המבני עוד לפני שהרגולציה הותאמה למבנה החדש.

הרפורמות תרמו תרומה חשובה להגדלת התחרותיות והשקיפות במערכת הפיננסית, אולם גם הגדילו את הנטייה של המשקיעים המוסדיים להעדיף שיקולי תשואה לטווח קצר ולטול יותר סיכונים אשראי ושוק - בין היתר משום שהן הדגישו מאוד את הגדלת השקיפות של ביצועי ההשקעות, ופחות את הסיכונים הכרוכים בהן; כתוצאה מכך גדל הסיכון הפוטנציאלי של מוצרי החיסכון וההשקעה המוצעים לציבור הרחב ושל תיק האשראי במשק. הרפורמות גם הגדילו את חלקם של הגופים המוסדיים בתיווך הפיננסי, הקטינו את ניהודי העניינים הפוטנציאליים של הבנקים והגבירו את התחרות על האשראי ועל ניהול נכסי הציבור - אך זאת עוד לפני שהגופים המוסדיים הקימו תשתית מספקת להערכה ולניטור של סיכונים האשראי, לפני שנבנתה תשתית מספקת של פיקוח עליהם ולפני שהוסדרה התשתית החוקית למניעת ניהודי עניינים בפעילותם.

על רקע כל אלה נראה כי לשם חיזוק יציבותה של המערכת הפיננסית יש לנקוט מספר מהלכים משמעותיים שיתרמו להקטנת הסיכונים במערכת הפיננסית: (1) הידוק הפיקוח על הגופים הפיננסיים החוץ-בנקאיים, ובראשם על חברות הביטוח, אשר הפכו למתווך פיננסי המנהל חלק ניכר מנכסי הציבור הן במישרין והן דרך קופות הגמל וקרנות הפנסיה שבשליטתן⁶; (2) הקטנת ניהודי העניינים הפוטנציאליים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים החוץ-בנקאיים כחתמים, כספקי אשראי וכמנהלים של חסכוניות הציבור, ברוח התקנות שאושרו בראשית 2009; (3) הסדרת פעילותן של חברות הדירוג בהתאם לכללים שייקבעו במדינות המפותחות, לרבות הקטנת המשקל המיוחס להן בהערכה של ניירות ערך וכן טיפול בכשל המוסרי הכרוך בפעילותן, מפני זהות האינטרסים בינן לבין מנפיקי החוב, המזמינים את הדירוג ומשלמים עבורו; (4) הגברת השקיפות באשר לסיכונים הטמונים במכשירי ההשקעה השונים ובתיק הנכסים המנוהל עבור העמיתים, תוך הטלת הגבלות על הנפקתם של מכשירים פיננסיים מתוחכמים מדי, שקשה להעריך את סיכונם; (5) הגברת החינוך הפיננסי של הציבור; (6) טיפול במבנה התמריצים לגופים המנהלים את חסכוניות הציבור כך שהוא לא יעודד אותם לטול סיכונים יתר; (7) ולבסוף - הטלת הגבלות על הרכב התיקים של המשקיעים המוסדיים, בעיקר של אלה המנוהלים עבור משקיעים הקרובים לגיל הפרישה, תוך הרחבת הפיזור בהם והקטנת רכיב הנכסים המסוכנים יותר, כך שהם יבטיחו להם פנסיה סבירה. משרד האוצר כבר פועל ליישום מהלך זה ב-2009, בהתאם להחלטת הממשלה.

לשם חיזוק יציבותה של המערכת הפיננסית נדרשים מהלכים משמעותיים בתחום הרגולציה, שיקטינו את הסיכונים במערכת הפיננסית.

⁶ כך ניהלו חברות הביטוח בסוף 2008 140 מיליארדי ש"ח בתוכניות לביטוח חיים, נוסף על שליטה ב-55 אחוזים מנכסי ענף הגמל ו-37 אחוזים מנכסי ענף קרנות הנאמנות (לוח ד'-2).

2. המשבר הפיננסי העולמי, לקחים וצעדים לטיפול בהשלכותיו

א. המשבר העולמי

המשבר העולמי פרץ בעטיין של חולשות מבניות קשות בהסדרי המימון בשוק ה"סאב-פריים" בארה"ב, ושל קשיים שמוסדות פיננסיים הקשורים לשוק זה נקלעו אליהם. המשבר התפשט במהירות לשווקים ומגזרים נוספים, תחילה בארה"ב ובבריטניה ולאחר מכן במדינות מפותחות נוספות. (ראו דוח בנק ישראל לשנת 2007, פרק ד'). הוא חשף עיוותים במערכת הפיננסית הגלובלית, שנוצרו מתחילת העשור, על רקע הגירעונות הגבוהים במאזן התשלומים ובתקציב בארה"ב ועודפי כספים שהגיעו מסין וממדינות הנפט והושקעו בארה"ב. אלה הובילו לירידת הריביות והמירווחים בשווקים הפיננסיים והניעו את ציבור המשקיעים לחפש חלופות השקעה שיניבו ריבית גבוהה יותר, ואת המוסדות הפיננסיים - להרחיב מאוד את פעילותם, אך זאת ללא בסיס הון מתאים.

סימנים ראשונים של המשבר נחשפו בפברואר 2007, כאשר מספר גופים פיננסיים גדולים שעסקו במתן הלוואות "סאב-פריים" החלו לדווח על הפסדים. המשבר עלה מדרגה באוגוסט 2007, כששלוש קרנות גידור המנוהלות על ידי הבנק הצרפתי הגדול BNP התמוטטו, התפתחות שהעלתה דרמטית את הערכות הסיכון בשווקים, שיתקה את שוק הכספים הבין-בנקאי והכניסה מוסדות פיננסיים רבים למצוקת נזילות קשה. במארס 2008 עלה המשבר מדרגה נוספת, עם נפילתו של בנק ההשקעות Bear Stearns. הוא הוסיף והחריף בתחילת ספטמבר, עם הצורך להציל מפילה את סוכנויות המשכנתאות Fannie Mae ו-Freddie Mac, אשר נזילותן נשענה על גיוס הון לטווח קצר; חרדת הסיכון אשר השתררה בשווקים הפכה גיוס הון לבלתי אפשרי, וכך נקלעו חברות אלו לחדלות פירעון. במקרה זה נחלצו הבנק המרכזי והאוצר להצלת המוסדות כדי למנוע נפילות-בשרשרת של עוד כמה מוסדות פיננסיים חשובים. צעדי הרשויות השיגו מטרה זו זמנית, אך במחיר של הגדלת הסיכון המוסרי במערכת.

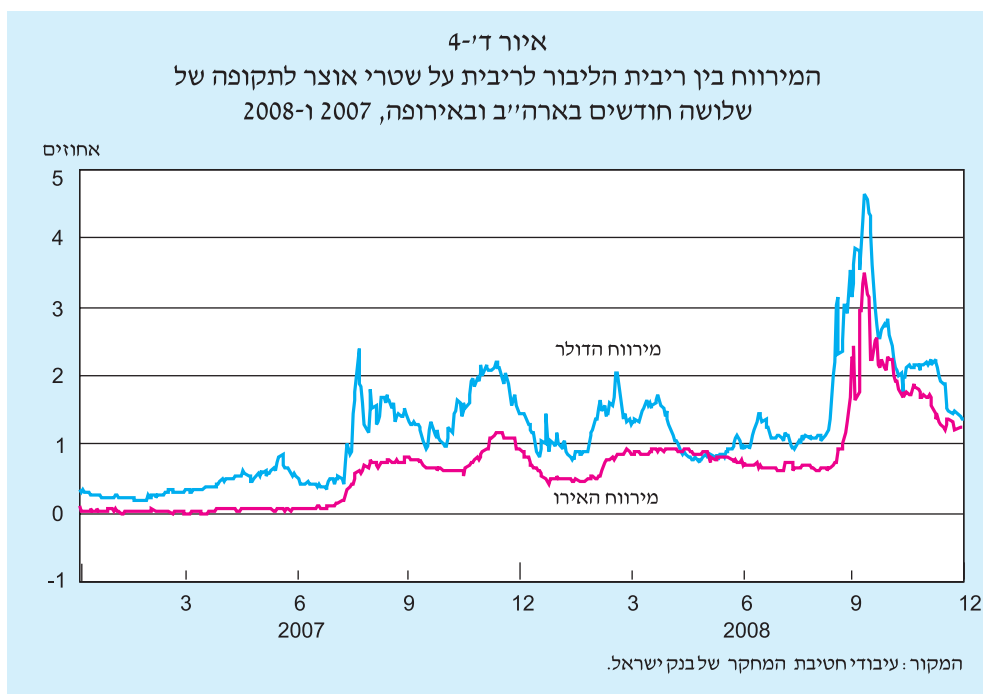
לא כך היה באמצע ספטמבר, כאשר נפל בנק ההשקעות Lehman Brothers. כמו Bear Stearns, גם ליהמן הוכרע על ידי משבר האמון, כשלא הצליח לגייס מימון לטווח קצר, אך הבנק המרכזי לא הצליח לארגן תוכנית הצלה לחילוץ, והוא התמוטט. כתוצאה מכך נרשמה עליית מדרגה משמעותית בהערכת הסיכון של השווקים, וזו הובילה לשיתוק חלקים מרכזיים של המערכת הפיננסית בארצות המפותחות, ובכלל זה שוקי כספים, שוקי איגרות חוב ושוקי אשראי בין-בנקאיים (איור ד'-4). מצב זה גרר מצוקת נזילות רחבת היקף, והאפשרות לקבל אשראי הצטמצמה מאוד. המשבר הפיננסי השתקף בירידות חדות של מחירי מרבית הנכסים הפיננסיים והנדל"ן, בעליית מירווחי הסיכון ובהתגברות אי-הוודאות. מוסדות פיננסיים התמוטטו, או כמעט התמוטטו, ובנקים הפסיקו להלוות זה לזה וללקוחות עסקיים.

עוצמתו חסרת התקדים של המשבר הביאה לנקיטת צעדי מדיניות יוצאי דופן באופיים ובהיקפם - תחילה, שוב, בארה"ב, ולאחר מכן במשקים מפותחים אחרים. האמצעים שנוקטות רשויות במדינות שונות כדי לבלום את התפשטות המשבר מתחלקים לשניים - הפעלת כלי מדיניות מסורתיים, בעוצמה יוצאת דופן, ושימוש בכלי מדיניות חריגים, אשר אינם עולים בקנה אחד עם התפיסות הכלכליות ששררו (בעיקר בארה"ב) לפני המשבר.

המשבר הפיננסי העולמי נחשף בשוק הסאב-פריים בארה"ב והתפשט במהירות לשווקים ומגזרים נוספים בארה"ב ובאירופה.

סימנים ראשונים של המשבר נחשפו בתחילת 2007, והוא הלך והחריף במהלך 2007 ו-2008, כשהמערכת הפיננסית כולה סבלה ממצוקת נזילות קשה, ומוסדות פיננסיים מהמדרגה הראשונה נקלעו לקשיים.

המשבר הוביל לשיתוק חלקים מרכזיים של המערכת הפיננסית הגלובלית, ובכלל זה שוקי כספים, שוקי איגרות חוב ושוקי אשראי בין-בנקאיים.



במסגרת כלי המדיניות המסורתיים, המופעלים בעוצמה חריגה, בלטו בראש ובראשונה כלי המדיניות המוניטרית: בארה"ב, לדוגמה, הופחתה הריבית, שקובע הבנק המרכזי מ-5.25 אחוזים באמצע 2007 לרמה קרובה ל-0 בסוף 2007, ובמדינות מפותחות רבות הזרימו הבנקים המרכזיים למערכת הפיננסית נזילות בהיקף עצום. היקף ההרחבה הפיסקלית, שמקורה בתוכניות סיוע ותמיכה שונות, בולט אף הוא: לפי ההערכות יהיה הגירעון התקציבי בארה"ב ב-2009 גדול מ-8 אחוזי תוצר. בבריטניה, שבה לא התמוטט בנק זה עשרות שנים, נאלצו הרשויות לתת ערבות פיקדונות גורפת למפקידים בבנקים, בעקבות הבהלה שנגרמה עם קריסתו של בנק Northern Rock, ומדינות אחרות חיזקו והרחיבו את הסדרי ביטוח הפיקדונות הנהוגים בהן. בבריטניה, ולאחר מכן בארה"ב ובמדינות מפותחות נוספות, פעלו הרשויות בהיקף חסר תקדים לחיזוק יציבותם של הבנקים באמצעות פעולות להנפקת הון. במדינות שונות עודדו הרשויות מוסדות פיננסיים איתנים באופן נמרץ לרכוש מוסדות הנתונים בקשיים.

עם הכלים הלא-מסורתיים, שננקטו בעיקר בארה"ב, אך לא רק בה, נמנים: הלאמתם של בנקים להשקעות ושל מוסדות פיננסיים למתן משכנתאות וחברת ביטוח, כדי למנוע את קריסתם; הזרמת מקורות בהיקף עצום על ידי הבנק המרכזי לחברות ולמוסדות פיננסיים (בין השאר באמצעות רכישת נכסים פיננסיים "מסוכנים"), וכל זה במטרה להקל על קשיי הנזילות שלהם; אילוצם של מוסדות פיננסיים - אשר בעבר לא היו מפוקחים על ידי הבנק המרכזי - להפוך לחברות החזקה בנקאיות, כדי שהבנק המרכזי יהיה רשאי לפקח עליהם.

לאחר התערבות ממשלתית זו החלה הפאניקה בשווקים להתמתן, ושיעורי הריבית בשוק החלו לרדת, אף כי המרחק מרמות התשואה ההיסטוריות עדיין רב. למרות ההתייצבות החלקית, האשראי לעסקים נותר מוגבל, וההאטה הכלכלית המעמיקה העמידה בסימן שאלה כל סוג של חוב. על רקע החששות ממחיקות נוספות

עוצמתו חסרת התקדים של המשבר הניעה את הרשויות במדינות שונות לנקוט צעדים יוצאי דופן בהיקפם כדי למנוע את התפשטות המשבר, או לפחות למתן את פגיעתו.

ההתערבות חסרת התקדים של הרשויות במדינות השונות הביאה להתייצבות חלקית של המערכת הפיננסית, אולם מצוקת האשראי במערכת הפיננסית הגלובלית נותרה בעינה, ופרמיות הסיכון נותרו גבוהות מאוד

המשבר הפיננסי ומצוקת
האשראי החריפו את
ההאטה הכלכלית
הגלובלית.

ומחוסר נגישות של שוק ההון, במקרה שיצטרכו לגייס נזילות, העדיפו הגופים הפיננסיים את חיזוק מאזניהם על הגדלת האשראי, דבר שהוביל להעצמת מצוקת האשראי והנזילות ולעלייה משמעותית של פרמיות הסיכון, בעיקר מאמצע אוקטובר.

המשבר הפיננסי ומצוקת האשראי החריפו את ההאטה הכלכלית הגלובלית, בגלל מחסור במקורות למימון פעילות המגזר העסקי ולהשקעות. ירידת מחירי הנכסים, שהחלה עוד בשנת 2006, הובילה להקטנת הוצאות הצרכנים בארה"ב עוד לפני החרפת המשבר בספטמבר, ושרשרת אירועי ספטמבר ואוקטובר דרדרה את ביטחון הצרכנים לרמה הנמוכה ביותר מזה עשרות שנים, דבר שהשתקף בהאטה משמעותית של הצריכה והפעילות הכלכלית.

גם באירופה ההאטה הכלכלית בפועל גדולה מהצפוי. במספר מדינות השתרר מיתון כבר ברבע השלישי של השנה. במטרה להבטיח את כושר הפירעון של מערכת הבנקאות המקומית ערבו רבות ממדינות אירופה לבנקים. החשש כי קריסת מערכת הבנקאות במדינות כאירלנד, איטליה ויוון תוביל לקריסה כלכלית גם של המדינה משתקף בעליית פרמיית הסיכון של אותן מדינות, כפי שהיא נמדדת על ידי מירווח ה-CDS.

המשבר הפיננסי וההאטה הכלכלית התפשטו גם לשווקים המתפתחים ולתחום המט"ח, והתבטאו בפיחותים, בבריחת הון ובעלייה של פרמיית הסיכון עד לרמות שביטאו חשש לחדלות פירעון. חלק מתופעות אלו פקדו גם מדינות מפותחות כאוסטרליה ואיסלנד. המשבר הכלכלי העולמי עדיין בעיצומו, ועוצמתו אף מתחזקת. על כן מוקדם מדי לסכם את ההשלכות והלקחים העולים ממנו. אולם כבר בשלב זה ניתן למנות מספר תובנות בדבר הגורמים שהביאו להתפתחותו:

- בשוק ההון התקיימה רמה גבוהה של חדשנות, אולם התברר בדיעבד כי ניהול הסיכונים והמעקב בתוך החברות הפיננסיות וברשויות הפיקוח אחר הכלים החדשים הללו והסיכונים הכרוכים בהם לקה בחסר, הן בגלל פיגור בקצב הפיתוח של הכלים לניהול הסיכונים והן בגלל העדר תפיסה מערכתית של יציבות פיננסית וסיכונים מערכתיים אפשריים. ייתכן גם שהכשל הוא תוצאת תפיסות שגויות של פעולת השווקים הפיננסיים בכלל ושל תמחור נכסים בפרט - אך לא ברור אם ומתי יימצאו תפיסות נכונות, ומה תהיינה השלכותיהן על מבנה המערכת הפיננסית והפיקוח עליה.
- מערכת התמריצים לקתה בכשל מוסרי, אשר דחף את המתווכים הפיננסיים למשוך לשוקי האשראי לוויים בעלי מוסר ו/או יכולת פירעון ירודים. הבנקים העניקו אשראי תוך התעלמות מטיב הלוויים, משום שהסיכון הכרוך בו לא נרשם במאזניהם, עקב פעולת האיגוח. בדיעבד התברר כי הבנקים היו חשופים לשווקים של נכסים פיננסיים חדשניים, ובחשיפתם זו הקלו על התפשטות המשבר למערכת הבנקאית.
- לא התקיים פיקוח הולם על חוליות מרכזיות בשוק ההון, בראש ובראשונה על חברות הדירוג; כישלונן של חברות הדירוג, מעבר למערכת התמריצים הפגומה, נבע גם מהמורכבות של המכשירים הפיננסיים החדשים, ומהערכה לא נכונה של יכולת הפירעון של הלוויים החדשים, תוצאת העדר נתונים היסטוריים על לוויים כמותם.
- הבנק המרכזי של ארה"ב והפיקוח על הבנקים, הנמצא בתוכו, פעלו במשך שנים רבות לאור ההשקפה כי יש להמעט עד כמה שניתן בהתערבות מונעת במערכת הפיננסית.

- איגוח משכנתאות ה"סאב-פריים" כרוך בכמה רכיבים נפרדים: מתן אשראי בנקאי, פעילות בניירות ערך, ניהול חסכונות של משקיעים מוסדיים, ובהם קרנות הפנסיה, ועוד תחומים של פעילות פיננסית. מכאן שהוא חוצה את גבולות אחריות ותחומי הפיקוח של הרשויות הרגולטוריות השונות. הלכה למעשה התאפיין איגוח המשכנתאות במבנה תמריצים קלוקל, אשר לא טופל אף לא על ידי אחת מאותן רשויות, שכן מוויית ההסתכלות הצרה של כל אחת מהן לא נרשמה התנהגות בלתי תקינה בפעילות, אשר חייבה התערבות.

ב. לקחי המשבר מההיבט הישראלי

שוק איגרות החוב הקונצרניות בישראל היה מוקד הסיכון למערכת הפיננסית המקומית ב-2008, וחלק מהגורמים למשבר שהתרחש בו הם בעלי אפיונים דומים לגורמים שתמכו בהתפתחותו של המשבר העולמי: (1) ניגוד העניינים בין המתווכים הפיננסיים השונים וחברות הדירוג לבין ציבור המשקיעים והרצון של הראשונים למרב רווחים חשפו את ציבור המשקיעים לסיכונים הולכים וגוברים. (2) כמו בעסקות האיגוח - המשקיעים המוסדיים שהעמידו את האשראי באמצעות רכישת איגרות החוב לא היו חשופים בדרך כלל לסיכון האשראי; בסיכון נשא ציבור המשקיעים, וזאת בניגוד למצב באשראי הבנקאי, שבו הבנק נושא במלוא סיכון האשראי. (3) לא התקיימה משמעת שוק, מחמת הלהיטות של המשקיעים המוסדיים להשקיע ונטייתם לאפיקי השקעה חדשים שיניבו תשואה גבוהה יותר, על רקע סביבת הריביות הנמוכה. (4) לחברות הדירוג היה תפקיד מרכזי בהתפתחות המשבר, שכן ההסתמכות הכמעט מוחלטת של המשקיעים המוסדיים על דירוגי האשראי של חברות אלה פגמו ביכולתם להעריך נכונה את הסיכון שבהשקעה; (5) ולבסוף - העדר רגולציה מספקת שימש קרקע נוחה להאצת קצב ההתפתחות הלא מאוזנת של השוק (תיבה ד'-1).

חלק גדול מהתובנות העולות בעולם באשר ללקחי המשבר רלוונטיות מאוד גם למשק הישראלי. אולם בשל חומרת המשבר ומאחר שהוא טרם חלף, ההמלצות דלהלן, שהתגבשו עד כה, הן עדיין כלליות - בבחינת הגדרת שאיפות עקרוניות ולא הנחיות מעשיות הניתנות כבר ליישום (תיבה ד'-2). נראה שכל פתרון אשר יתגבש בעתיד יחייב את התאמת הרגולציה והידוק הפיקוח על המערכת החוץ-בנקאית, אך חשוב לזכור שהפיקוח אמנם יכול להקטין את ההסתברות למשבר נוסף ו/או למתן את פגעיו אם יתרחש, אך אין ביכולתו למנוע לחלוטין משברים בעתיד. על כן חשוב להשקיע גם בחינוך הפיננסי של הציבור, וכן להטיל מגבלות על פעולות פיננסיות הנראות מסוכנות מדי. נוסף על כך יש להטיל מגבלות על הרכבם של תיקי החיסכון הפנסיוני, בעיקר אלה המנוהלים עבור משקיעים הקרובים לגיל פרישה.

להלן פירוט התובנות באשר ללקחי המשבר:

(1) **התאמת הרגולציה והידוק הפיקוח - על ידי רשויות הפיקוח - חיזוק הרגולציה והידוק הפיקוח** הן מסקנות מרכזיות שעולות מניתוח המשבר על ידי גופים בין-לאומיים. המשבר הבליט את הצורך בהידוק הפיקוח על גופים פיננסיים שאינם בנקים. במשק הישראלי ההשלכה המיידית של מסקנה זו היא צורך להגביר את הפיקוח על חברות הביטוח, שהפכו בעקבות רפורמת בכר לגורם דומיננטי בשוק ההון, הנותן אשראי ומנהל חלק ניכר מחסכונות הציבור (לוח ד'-2). הרשויות חייבות להעמיק את המעקב אחר ההתפתחויות בתיקי המשקיעים המוסדיים באמצעות דיווחים מדויקים ומפורטים המוגשים להן על ידי

שוק איגרות החוב
הקונצרניות בישראל היה
מוקד הסיכון למערכת
הפיננסית המקומית
ב-2008, וחלק מהגורמים
למשבר שהתרחש
בו הם בעלי אפיונים
דומים לגורמים שתמכו
בהתפתחותו של המשבר
העולמי.

2008 TV 2003

קרנות הנאמנות

המשתתפות ברורים.

קרנות דנאמנות, ו"פריזמה" כ-7% ונ-12% בהתאמה - בתחילת 2009 נרכשה "פריזמה" על ידי "פסגות".

המקור: אמרן שוקן הדור הביטוח והחסכון במשרד האוצר, הרשות לני"ע ועיבודי הטובת המחקר בבנק ישראל.

המתווכים הפיננסיים. במסגרת התערבותן יכולות רשויות הפיקוח לתרום גם להפצת מידע חיוני, שיאפשר לציבור להעריך נכונה את טיב ההשקעות של המשקיע המוסדי. חלק מהמגבלות המוטלות היום על המערכת הבנקאית, כגון מגבלות על הפיזור הענפי של סיכונים אשראי, יש להחיל גם על המתווכים הפיננסיים שאינם בנקים. יש להשלים את מהלך הגדלת ההון של המוסדות הפיננסיים כפי שנקבע, וכן לשפר את מערך ניהול הסיכונים שלהם, במיוחד סיכון הנזילות והסיכון הניהולי. כך, למשל, יש להתאים את דרישות הנזילות מהבנקים למציאות החדשה, שבה הם מעורבים יותר בשוקי ניירות הערך, ולפיכך חשופים לסיכונים שוק במקרה של מצוקת נזילות בשווקים.

(2) **הגבלת התחכום של מכשירים פיננסיים והגדלת השקיפות** - יש למנוע את הנפקתם של מכשירים פיננסיים מורכבים ומתוחכמים שלא ניתן להעריך נכונה את הסיכון הכרוך בהשקעה בהם, ולדאוג לשקיפות מלאה, המובנת לא רק למומחים, לגבי הסיכונים הכרוכים בהשקעה במכשירים המונפקים.

(3) **חברות הדירוג** - חברות הדירוג היו רכיב מרכזי בהתפתחות המשבר בעולם ובישראל. המגמה בעולם היא להקטין את ההישענות על חברות הדירוג, לשפר את תהליך הדירוג וליצור הבדלה ברורה בין דירוג חברות לדירוג מוצרים מובנים. הניסיון בעולם ובישראל מלמד שהמשקיעים המוסדיים והרגולטורים צריכים להקטין את השימוש בדירוג ככלי יחיד לקבלת החלטות השקעה ולחייב אותם לפתח את יכולתם להעריך סיכונים אשראי בעצמם. נוסף על כך יש להחיל על חברות הדירוג רגולציה, שבמסגרתה תטופל בעיית זהות האינטרסים שבין חברות אלו לחברות המנפיקות, המזמינות את הדירוג ומשלמות עבורו. בהקשר זה יש, למשל, לאסור על חברות הדירוג לעסוק ביעוץ בתחום שיווק המכשירים המורכבים, כדי להקטין את זהות האינטרסים בין לבין מנפיקי המכשירים. באירופה וכן במדינות נוספות כבר נערכים לתהליך של הידוק הרגולציה על חברות הדירוג.

(4) **חשבוונאות וגילוי** - נדרשות התאמות של כללי החשבונאות, כך שיינתן חיזוק לגילוי אודות המכשירים החוץ-מאזניים והחשיפה לסיכון הכרוכה בהשקעה בהם. כמו כן יש לערוך התאמות בכללי השיערוך של מכשירים לא-סחירים כך שהם ייתנו ביטוי קרוב ככל שניתן לשווי הכלכלי של הנכסים. במסגרת זו יש להכניס תיקונים במודל השיערוך של הנכסים הלא-סחירים המוחזקים בידי המשקיעים המוסדיים - בשל עיוותים שהתגלו בו. הוראת השעה שהוציא אגף שוק ההון במשרד האוצר בראשית 2009 מטפלת בנושא זה⁷.

(5) **מבנה רשויות הפיקוח** - המשבר הפיננסי הנוכחי לא הגביר את הקונצנזוס לגבי המבנה הרצוי של רשויות הפיקוח, שכן הוא פקד גם מדינות שאיחדו לאחרונה את רשויות הפיקוח (אנגליה, אירלנד) וגם מדינות שהשאירו מבנה פיקוח מבוזר (ארה"ב). מכל מקום, הטיפול במשבר הנוכחי מחיש את החשיבות שבהגברת התיאום והעברת האינפורמציה בין רשויות הפיקוח. בתום המשבר ובמסגרת הפקת הלקחים מהטיפול בו, יהיה צורך לבחון איזו התאמה נדרשת במבנה רשויות הפיקוח בישראל.

(6) **שוק האיגוח** - זהו שוק מרכזי בכלכלות המדינות המפותחות, התורם משמעותית לפיזור הסיכונים, לתפקוד שוקי ההון ולהוזלת הריבית לטווח הארוך. המשך תפקודו של שוק זה חיוני לתפקוד השווקים, אך זאת כמובן לאחר התאמות רבות, המתחייבות מלקחי המשבר⁸. בישראל אנו נמצאים בשלב הקמתו של השוק, וחשוב לעשות זאת תוך ניתוח והפקת לקחים מהשגיאות שנעשו בחו"ל. בעיקר חשוב ליצור שוק שיתאים למבנה שוק

⁷ ראו חוזר 2009-9-2 מיום 2 במארס 2009 בעניין שיערוך השקעה בחוב לא-סחיר.

⁸ ראו דוח Restoring confidence in securitization markets, ASF AsuF, SIFMA, Europeans securitisation forum, December 3, 2008.

ההון בישראל, ויכלול נכסים פשוטים ברמת שקיפות גבוהה, המובנים למשקיעים ולחברות הדירוג. יש להתאים את מבנה התמריצים כך שהיוזם של עסקת האיגוח יהיה חוליה הדואגת לאיכות הנכסים המאוגחים - למשל על ידי השארת חלק מהנכסים המאוגחים במאזנו. כמו כן מוצע להתאים את הרגולציה על ה-SPE (החברה הייעודית לביצוע ההנפקה).

תיבה ד'-1: מבנה שוק ההון והפיקוח עליו: לקחים משוק איגרות החוב הקונצרניות ומניהולן של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות

מניתוח הרקע המוסדי והרגולטורי בשוק ההון הישראלי, תוך שימוש בקופות הגמל וקרנות ההשתלמות כדוגמה, עולה כי היקף השחיקה ברכוש הפיננסי של הציבור בעקבות המשבר העולמי נגזר לא רק מהיקפו ועוצמתו של הזעזוע החיצוני, שמקורו בשוקי ההון הבין-לאומיים, אלא גם מחשיפה של המשקיעים המוסדיים לסיכונים, תולדה של גורמים מקומיים, ובעיקר של ניגודי עניינים מובנים בשוק ההון בתחומים שנותרו ללא פיקוח ורגולציה נאותים.

1. ניגודי אינטרסים מובנים בין המשקיעים למתווכים והפעילים הפיננסיים בשוק האשראי החוץ-בנקאי

בשוקי האשראי החוץ-בנקאיים אין לחברות הדירוג ולמתווכים הפיננסיים תמריץ מובהק לעקוב אחר פעילות הלווה, שכן הכנסותיהם תלויות בהיקפי ההנפקות, בגודל התיקים שהם מנהלים ובנפח העסקאות המתבצעות בתיקים אלה, בעוד שבסיכון האשראי נושאים אך ורק עמיתי קופות הגמל וקרנות ההשתלמות. כתוצאה מכך נוצרים תמריצים למתווכים הפיננסיים לממן פרויקטים מסוכנים יחסית, שהם לא היו מממנים אילו היה עליהם לטול חלק בסיכון המשקיעים. הגלישה לפלחי שוק מסוכנים יותר לוותה בשנים האחרונות הן בישראל והן בחו"ל גם בדירוגי אשראי לא מהימנים, בגלל הקושי להעריך את הפרויקטים (הלווים) המסוכנים יותר, בהעדר נתונים היסטוריים על ביצועיהם. התוצאה הייתה חשיפתם של העמיתים לסיכונים שהם אינם מודעים להם, אשר יצרה בסיס לפגיעה ביציבות של שוק ההון בשלב מאוחר יותר¹.

איכותו הירודה של דירוג האשראי השתקפה בישראל הן ברמה הנמוכה (עד פרוץ המשבר) של פרמיית הסיכון על החוב הקונצרני לעומת החוב הממשלתי והן באי-יכולת של חברות הדירוג להעריך נכונה את הסיכון הכרוך בחשיפת יתר של שוק האשראי החוץ-בנקאי לענף הנדל"ן; כתוצאה מכשל זה נפתח, עם פרוץ המשבר, פער בין הפרמיות על איגרות חוב של חברות נדל"ן לאלו של חברות אחרות שדורגו

¹ הדברים אמנם נאמרים בהקשר של איגרות החוב הקונצרניות, אך רובם תקפים גם לגבי השקעותיו של הציבור במניות באמצעות הקופות והקרנות. ניגודי עניינים בין מתווך פיננסי למשקיע עלולים להיווצר גם במסגרת שבה מוסדות פיננסיים, לרבות בנקים, מעבירים לציבור הרחב את סיכון האשראי שלהם באמצעות איגוח הלוואות, כפי שקרה בארה"ב.

באותו דירוג לפני המשבר (איור ד'-11); זאת אף על פי שמעורבות מתוכננת של חלק מחברות הנדל"ן בשווקים מסוכנים בחו"ל הייתה ידועה כבר בעת ההנפקה. מאחר שרשויות הפיקוח תפסו את התפתחותם של שוקי האשראי החוץ-בנקאיים כעדות להשתכללות שוקי ההון, הן נמנעו מלהדק את הפיקוח מצד אחד ואת ההתערבות הרגולטורית מהצד האחר - פעולות שהיו עשויות למתן את החשיפה לסיכונים הן של המלווים והן של הלווים, שכן האחרונים היו מתקשים לממן פרויקטים מסוכנים.

2. דרכים להתמודדות עם ניגודי העניינים

את נטייתם המובנית של שוקי ההון לשגשוג יתר תחילה וקריסה לאחר מכן, בשל מערכת תמריצים התומכת בכוחות הפועלים לניפוח השוק, ניתן להחליש באמצעות תמריצים לצמצום של ניגודי העניינים, העומדים, כאמור, מאחורי ניפוח זה - ייקור העלות של ניצול ניגודים אלו מזה והוזלת העלות של הפעלת משמעת השוק מזה. בכיוון הראשון יכולים לסייע החזקת חלק מניירות הערך המונפקים בידי המתווכים הפיננסיים המעורבים בהנפקות ו/או חוקים ותקנות שעל פיהם הפגיעה באינטרסים של המשקיעים בשל רשלנות ניהולית תהיה כרוכה בקנסות ובתשלום פיצויים לעמיתים. ניתן גם לקשור את הלימות ההון של החברות המנהלות את הקופות והקרנות לסיכונים הכרוכים בהשקעותיהן, שכן הגברתם עלולה להצביע על פוטנציאל גובר של רשלנות, ולפיכך - של תשלום פיצויים. בדרך זו עשוי להיווצר מנגנון שדרכו המשקיעים המוסדיים יפנימו את הסיכון שציבור המשקיעים בקופות ובקרנות חשוף לו, ויתומרצו לפעול להקטנתו, כפי שמתמרצת המערכת הבנקאית; זאת בניגוד להסדר של ביטוח של מנהלי הקופות והקרנות מפני כשלים ניהוליים, שמדרבן דווקא את חשיפת היתר לסיכונים.

בכיוון השני יכולה לסייע הוזלת העלות של איסוף המידע לגבי טיב ההשקעות; זאת באמצעות הגברת השקיפות בדוחותיהן של הפירמות המציעות לציבור לממן אותן וגילוי היקף השקעותיהן של הקרנות והקופות בכל פירמה ופירמה. מידע זה עשוי לשמש בידי הציבור להטלת משמעת שוק באמצעות ניצול יכולתו לעבור בין משקיעים מוסדיים שונים. ואולם, כל הדרכים האלה אין בהן כדי להבטיח שתפקודם של המשקיעים המוסדיים יעלה בקנה אחד עם האינטרסים של ציבור המשקיעים. לשם כך דרושה גם התערבות של רשויות הפיקוח, שיכולה למתן את החשיפה של ציבור המשקיעים לסיכונים. התערבות זו אמורה לפעול בשלושה מישורים:

(א) שכלול המנגנונים התומכים בייקור העלות של ניצול ניגודי העניינים. הדבר מחייב את הגברת האכיפה של התקנות שמטרתן למנוע את ניגודי העניינים וניצול סמכותה של הרשות המפקחת לנקוט צעדים משמעתיים ומשפטיים, לרבות ביטול רישיון העיסוק בתיווך פיננסי ובדירוג חברות במקרה של עבירות על התקנות האלה.

(ב) הפצת מידע לציבור המשקיעים במטרה לחזק את משמעת השוק, ובאמצעותה להניע את המתווכים הפיננסיים והמשקיעים המוסדיים להפנמת הסיכונים שהם מטילים על הציבור. ככל שעיבוד המידע מורכב יותר - בגלל מורכבות המכשירים

הפיננסיים, ו/או מבנה ההחזקות במגזר העסקי - ולכן יקר יותר, הזרמתו לציבור בעייתית יותר. לפיכך מן ההכרח כי רשויות הפיקוח, האמורות לאסוף מידע זה במסגרת תפקידן, יהיו מופקדות גם על הפצתו, תוך תרומה לשכלול השווקים. נטען לפעמים כי מידע מסוג זה עלול דווקא לערער את היציבות בשווקים הפיננסיים; הדבר עשוי להיות נכון אם המידע מופץ כששוק ההון כבר שרוי במשבר - אך שקיפות רבה בטרם פרץ משבר היא הדרך למנוע אותו.

(ג) התערבות רגולטורית ישירה בניהול הפיננסי של המשקיעים המוסדיים באמצעות הטלת מגבלות על חשיפתם לסיכון.

3. עידוד מובנה לחשיפה לסיכונים ללא שסתומי ביטחון

המערכת הנוכחית של הפיקוח על קופות הגמל וקרנות ההשתלמות (להלן הקופות והקרנות) חלשה בדיוק בשלושת המישורים האמורים: אין מערכת מתוכללת וממוכנת של דיווח ועיבוד נתונים, המאפשרת מעקב בזמן אמת אחר חשיפתן לניגודי עניינים ולסיכונים ואחר עמידתן בתקנות הרגולטוריות. רשויות הפיקוח לא מפיצות מידע על אופן ניהולן, בעיקר בתחום ניהול הסיכונים, מידע שהוא חיוני לשקיפות ולהטלת משמעת שוק. כמו כן קיימת מגמה של הקלה במגבלות רגולטוריות על החשיפה לסיכון, תוך הישענות יתר על "כוחות השוק" לתיקון עיוותים בשוק ההון.

בהעדר מגבלות על החשיפה למגזר מסוים (העסקי לעומת הציבורי) ולמכשיר פיננסי מסוים, נחשפו הקופות והקרנות בארבע השנים האחרונות חשיפה משמעותית לניירות ערך קונצרניים, ובפרט לאיגרות חוב קונצרניות, על חשבון איגרות החוב הממשלתיות; בהעדר מגבלות ענפיות הן נחשפו לאיגרות חוב של ענף הבנייה והנדל"ן². מאחר שתנודתיות השערים של ניירות הערך הקונצרניים בטווח הקצר גדולה מזו של איגרות החוב הממשלתיות, הרי לשם השגת תשואה חיובית יש להחזיקם תקופות ארוכות יחסית. ואולם, חלק ניכר מהשקעותיו של הציבור בקופות ובקרנות - בעיקר חסכוניות של אנשים הקרובים לגיל הפרישה - כבר ניתן למשיכה מיידית. (ראו דיון בסעיף 2.ג.4.) כתוצאה מכך החשיפה האמורה לתנודות, בעיקר בעת משבר, מניעה את הציבור לממשו בניסיון למנוע את שחיתתו. בכך עלול הציבור להעצים את ירידות השערים של ניירות הערך הקונצרניים, שבהם מושקעים החסכוניות, דווקא בעתות משבר - שכן משקלן של הקופות והקרנות בהחזקתם של ניירות אלה הוא משמעותי ביותר.

מכאן שרצוי לקשור את רמת הסיכון של תיק ההשקעות של הציבור לגיל החוסכים, או לפחות להפריד בניהול תיק ההשקעות בין תוכניות החיסכון הנזילות או הניתנות למשיכה בקרוב לבין התוכניות האחרות. קשר זה אמור למזער את

² משקלם של ניירות הערך הקונצרניים (מניות ואיגרות חוב) המושקעים בחברות ישראליות בישראל בתיק קופות הגמל וקרנות ההשתלמות עלה מ-36 אחוזים בתחילת 2005 ל-56 אחוזים בדצמבר 2007, משקל איגרות חוב עלה מ-18 אחוזים ל-37 אחוזים, ומשקל המניות - מ-18 אחוזים ל-19 אחוזים. במקביל ירד משקלן של איגרות החוב הממשלתיות בתיק מ-40 ל-20 אחוזים; זאת על רקע מימוש מסיבי של איגרות חוב ממשלתיות במהלך 2007 בסכום מצטבר של כ-18.1 מיליארדי ש"ח - בעיקר על ידי קופות הגמל - לעומת צבירת נכסים נטו בסך כ-3 מיליארדי ש"ח בלבד.

חשיפתם-לסיכון של התיקים הנזילים, הניתנים למשיכה מיידית, ובכך למתן את התנודתיות בשוק בעתות משבר. אולם גם לגבי תוכניות חיסכון חדשות, הנפדות רק בעת היציאה לפנסיה, אמור צעד זה למזער את הפגיעה בחסכונותיהם של מי שמתקרבים לפרישה, במקרה של משבר. בהקשר זה ראוי לזכור כי ירידת משקלן של איגרות החוב הממשלתיות בתיק נכסיהן של הקופות והקרנות (איור ד'-16) חשפה את התיק גם לסיכונים מערכתיים שמקורם בשוקי ההון, משום שבעתות משבר המיתאם בין תשואותיהם של ניירות הערך הקונצרניים עולה, ואיגרות החוב הממשלתיות הן שנוטות לייצב את ערך התיק.

הכוחות המובנים הפועלים לחשיפתם של המשקיעים בשוק ההון לסיכונים נתמכו גם בדגש הרב שהרשויות שמו בתשואות של הקופות והקרנות כמדד לניהולן המוצלח, לעומת דגש מועט בחשיפה לסיכון. השילוב של אי האיוון האמור בדגשים יחד עם הגברת יכולתו של הציבור לעבור בין משקיעים מוסדיים, היה בו כדי לעודד את חשיפת היתר של הקופות והקרנות לסיכונים, בניסיון לשווק את עצמן באמצעות הצגת תשואות גבוהות, ובכך למנוע מעבר של עמיתיהן אל המתחרים. זאת ועוד, בדוח השנתי (2007) של הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון, בולטות הישענות בלעדית, בהקשר של הסיכון, על דירוג האשראי ועל ההתפלגות הגיאוגרפית של ההשקעות - ישראל לעומת חו"ל - ואי התייחסות לחשיפה הענפית של תיקי ההשקעות של הקופות והקרנות ולכל נתון אחר הקשור לסיכון הפירמות שבהן מושקעות הקרנות והקופות. נתונים כאלה יכלו לשמש מנגנון ביקורת על דירוגיהן של חברות הדירוג - לו היו בהישג יד. כתוצאה מכך נוצרה תפיסת השקעות שהתעלמה מאלמנט הסיכון ותרמה להשקעה מוגברת בפרויקטים מסוכנים. זו העצימה את פגיעותם של הלווים בשוק ההון לזעזועים שליליים, וכתוצאה מכך - את סיכון האשראי של המלווים בכלל, לא רק של בעלי איגרות החוב הקונצרניות. כתוצאה מחשיפתן המוגברת של הקרנות והקופות לסיכונים תשואותיהן על השקעותיהן בניירות ערך קונצרניים - איגרות חוב ומניות - במהלך 2008, בעטיו של המשבר, נמוכות משמעותית מהתשואות שהיו מתקבלות אילו הרכב תיק איגרות החוב (הממשלתיות והקונצרניות) ותיק המניות שהן החזיקו היה זהה לזה של השוק³.

4. מערכת הרגולציה של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות

התקנות הנוגעות למגבלות על השקעותיהן של הקופות והקרנות ביחס לסך הערך של נכסיהן מופיעות בתקנות מס ההכנסה (כללים לאישור וניהול קופות גמל) ובבטיחה של חוק הפיקוח על השירותים הפיננסיים (כללי השקעה) של 2006. לעת עתה תקפות רק תקנות מס ההכנסה, כי החוק טרם אושר.

³ ניתן לגזור את רווחי (הפסדי) ההון של הקופות והקרנות באמצעות השוואה בין השינוי בערך הנגזר מצבירת נכסים לשינוי בערך המדווח. על פי נתונים אלו השקעותיהן של הקופות והקרנות גם יחד ב-2008 הניבו תשואה שלילית של כ-7 אחוזים באיגרות חוב (ממשלתיות וקונצרניות) ושל כ-50 אחוזים במניות - לעומת תשואה חיובית של פחות מאחוז ותשואה שלילית של כ-31.4 אחוזים בתיקי השוק המקבילים.

על פי תקנות מס ההכנסה, סך ההחזקות של משקיע מוסדי בניירות ערך השייכים לתאגיד ספציפי הוא מוגבל. הוא אינו יכול לעלות על 10 אחוזים מערך התיק של אותו משקיע, וזאת בתנאי שדירוג התאגיד אינו פחות מ-AA⁴. בגין דירוגים נמוכים יותר אחוז החשיפה המותר נמוך יותר.

ביחס לקבוצת לווים (חברות הפועלות תחת המטריה של אותם בעלי עניין) הסף העליון של החשיפה הוא 15 אחוזים לגבי פיקדונות והלוואות בלבד, בכפיפות לאותן מגבלות דירוג שצוינו לעיל⁵. כתוצאה מכך לא ניתן להגביל, על פי תקנות מס ההכנסה, את חשיפתן של הקופות והקרנות - באמצעות ניירות ערך - לחברות המשרתות אינטרסים עסקיים משותפים. אמנם בטיוטת החוק הורחבו מגבלות ההשקעה בקבוצת לווים, והוחלו על כל סוגי ניירות הערך, אולם חוק זה טרם אושר, כאמור, על ידי המחוקק⁶. מכל מקום, המגבלה האמורה של 15 אחוזים יכולה להיות גבוהה מדי, משום שחשיפה לחמש קבוצות פירושה השקעה בהיקף של 75 אחוזים מערך תיק ההשקעות של הקופות והקרנות! כמו כן אין בתקנות מס ההכנסה מגבלות בפועל על היקף החשיפה בפיקדונות ובהלוואות לא-סחירים כל עוד דירוגו של הלווה הוא BBB לפחות⁷.

חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים אמנם טרם אושר, אך הטיוטה הקיימת מאופיינת בתפיסה ששררה במהלך השנים האחרונות כי הגברת התחרות בשוק ההון מספיקה כדי למנוע את ניגודי העניינים, שתוארו לעיל, ולהבטיח ניהול נאות של המשקיעים המוסדיים באמצעות הטלת משמעת שוק; זאת אף על פי שהמידע אשר ברשות הפעילים בשווקים הוא חלקי בלבד. כתוצאה מכך הטלת מגבלות על החשיפה למגזר (הממשלתי או העסקי) לענף בתוך המגזר העסקי, למכשיר ולשוק פיננסי מסוימים, שלא נתפסה כחיונית בתקנות מס ההכנסה המקוריות, לא קיבלה ביטוי גם בטיוטת החוק. לאור האמור לעיל, ובמיוחד לנוכח אי יכולתם של השווקים לייצב את עצמם, בגלל מערכת תמריצים הלוקה בניגודי אינטרסים בין המתווכים הפיננסיים לבין ציבור המשקיעים, הטלת המגבלות האמורות היא כורח המציאות. מאותה סיבה יש לחזק את הקשר הקיים בתקנות מס ההכנסה בין היקף ההשקעה בניירות ערך של תאגיד בודד לבין דירוגו, ולהרחיבו גם לקבוצות לווים, במקום לבטל אותו, כפי שנעשה בטיוטת החוק האמורה⁸.

5. סיכום

מהניתוח דלעיל ניתן להפיק לקחים הנוגעים לתפקודו של שוק ההון בכללו. בשל ניגודי עניינים מובנים בשוק ההון בין המתווכים הפיננסיים לציבור המשקיעים, ביצוען של הרפורמות המביאות להיווצרותם של שווקים פיננסיים חדשים מחייב לנקוט צעדים משפטיים וכלכליים שיקטינו את התמריצים לנצל את ניגודי העניינים

⁴ (סעיפים 41.ג.א), 41.ג.ב), 41.ג.ו-ג).

⁵ (סעיף 41.ד').

⁶ (סעיף 12 א)

⁷ (סעיף 41.ד.3.2).

⁸ סעיף 11א) בטיוטה לעומת סעיפים 41.ג.א), 41.ג.ב), 41.ג.ו-ג) בתקנות מס ההכנסה.

האמורים. ההנחה כי הגברת התחרות תצליח למנוע ניגודים אלו באמצעות הפעלת משמעות שוק היא חזקה מדי, משום שהיא נשענת על קיומו של מידע מלא בידי הציבור ועל ניצולו ביעילות. הואיל ואיסוף מידע כרוך בעלות, המידע הנאסף הוא חלקי בלבד, ולכן - גם הפעלתה של משמעת השוק. כוחות השוק אינם יכולים אפוא להבטיח את תפקודו התקין ואת יציבותו של שוק ההון, כפי שמעידות התפתחותו המהירה של שוק האשראי החוץ-בנקאי וחשיפתו המוגברת לענף הנדל"ן והבנייה. לשם כך דרושה התערבות של רשויות הפיקוח, וזאת בשלושה מישורים: מעקב אחר מילוי התקנות למניעת ניגודי עניינים, הפצת מידע כלכלי, החיוני להפעלתה של משמעת השוק, והתערבות רגולטורית, כדי לפתור בעיות, בעיקר של ניהול סיכונים, שמשמעת השוק עלולה להיכשל בפתרון. מכאן שאת הרפורמות מן ההכרח לבצע בד בבד עם בניית תשתית משפטית ורגולטורית, כאמור לעיל, שכן בלעדיה הן עלולות להגביר את פגיעות שוק ההון לזעזועים, בגלל הפוטנציאל האמור לניגודי עניינים. "ניצול הזדמנויות" לביצוע רפורמות תוך דחיית יצירתה של התשתית הפיקוחית והרגולטורית המתאימה עלול דווקא לפגוע ביעדיה. באשר לקופות הגמל וקרנות ההשתלמות, נדגיש: לשם תפקודן התקין יש ליישם עליהן את המסקנות שהוצגו לעיל: חיוני להקים במשרד האוצר מערכת מתוכללת וממוכנת לדיווח, עיבוד נתונים והצלבתם; מערכת כזאת תקל על פעילותן של רשויות הפיקוח בשלושת המישורים האמורים. כל אלה מחייבים הקצאת תקציבים מתאימים להגדלת כוח האדם המקצועי במשרד האוצר, כדי לסגור את הפערים, בהיקף המשאבים, בינו לבין שאר רשויות הפיקוח בישראל⁹ - תנאי הכרחי, אף כי לא מספיק, לפיקוח נאות.

⁹ ראו אבי בן-בסט, הפיקוח על שוק ההון, המכון הישראלי לדמוקרטיה, 2007.

תיבה ד'-2: רפורמה בפיקוח על מערכות פיננסיות - הצעות שהתפרסמו בעולם

משבר פיננסי גלובלי חמור מוליד, מטבע הדברים, שפע של הצעות לרפורמות בפיקוח על המערכות הפיננסיות. בתיבה קצרה זו אין אפשרות לסקור את כל ההצעות שפורסמו עד כה, או אפילו לתת רשימה של כולן. נסתפק אפוא בתמצית של החשובות שבהן. הצעות המתייחסות למיגון רב של נושאים פורסמו על ידי: (א) מוסדות בין-לאומיים כקן המטבע הבין-לאומית, הבנק העולמי, הבנק הבינלאומי לסילוקין (BIS) וה-Financial Stability Forum שלידו; (ב) גופים בין-לאומיים שאין להם מעמד פורמלי כגון ה-Group of Thirty; (ג) מוסדות לאומיים, כגון בנקים מרכזיים, הקונגרס של ארה"ב וגופים ממשלתיים אחרים; (ד) כלכלנים מהאקדמיה ופוליטיקאים¹.

¹ למשל, יו"ר עיריית ניו-יורק מיכאל בלומברג עם הסנטור צ'רלס שומר בחסות חברת הייעוץ McKinsey.

סקירה זו מבוססת בעיקר על דוח של ה-Congressional Oversight Panel (COP)² בארה"ב, שפורסם בינואר 2009, משום שהוא עדכני, כולל גם דעת מיעוט מעניינת, ובמיוחד משום שהוא משרת את הגוף הממשלתי המזרים את סכומי הכסף הגדולים ביותר לשם הקלה על המצב. הסקירה שואבת במקצת גם מכמה הצעות אחרות, כדוגמת נאומו של פרופ' בן ברננקי, יו"ר חבר הנגידים של מערכת ה-Federal Reserve, מיום 10 במארס 2009.

להלן כמה מההצעות העיקריות:

- (1) להגביר את דרישות ההון בכלל, ובמיוחד בעסקאות מורכבות ובעסקאות חוץ-מאזניות.
 - (2) לזהות את המוסדות הפיננסיים שיש להם חשיבות מערכתית ולהגביר את הפיקוח עליהם - הן את ההסדרה והן את הפיקוח השוטף. מדובר גם במתווכים פיננסיים בעלי חשיבות מערכתית וגם במערכות הקישור בין המוסדות, כגון מערכות המסחר והסליקה.
 - (3) להכפיף לפיקוח את כל הפעילויות הפיננסיות שהתנהלו למעשה מחוץ למסגרת הפיקוחית האפקטיבית (shadow financial system).
 - (4) לצמצם את הפערים בפיקוח על מוסדות שונים בתחומי העיסוק הדומים; להגביר את התיאום בין רשויות הפיקוח השונות כדי לסתום פרצות.
 - (5) לשפר את הכלים לניהול סיכונים, במיוחד מההיבט הכלל-תאגידי ולגבי עסקאות חוץ-מאזניות.
 - (6) לצמצם את השפעתן של חברות הדירוג ולמצוא להן תחליף במסגרות המתווכים הפיננסיים עצמם.
 - (7) לחזק את הממשל התאגידי במוסדות הפיננסיים, כולל הגברת אחריות הדירקטוריון וגופי פיקוח פנימיים אחרים, וכן להגביל את תיגמול העובדים הבכירים ולתמרץ באמצעות התיגמול ניהול סיכונים נאות.
 - (8) להגביל את המינוף (leverage) בתיווך הפיננסי.
 - (9) להגביר את השקיפות, במיוחד בגילוי הסיכונים בפעילות החוץ-מאזנית ובשיטות השיערוך (valuation).
 - (10) להגדיר את השמירה על היציבות הפיננסית כתחום אחריותו של הבנק המרכזי בלבד.
 - (11) להתאים את כללי הרגולציה בתחום היציבות הפיננסית כדי למנוע הגברה של המחזוריות, העלולה ליצור בועות.
 - (12) לפעול לתיאום בין רשויות הפיקוח בעולם, ובמיוחד - לקבוע רף פיקוחי תחתון (regulatory floor), שיהיה לו תוקף בעולם כולו; זאת כדי למנוע העברת פעילות פיננסית בעלת חשיבות מערכתית אל מחוץ לגבולות המדינות המשתתפות במערך הפיקוחי, שעומדות לפחות ברף זה.
 - (13) להסדיר את הפעילות של שוקי הנגזרים בעלי החשיבות המערכתית, בעיקר דרך המסלקות המרכזיות.
- מאפיין חשוב של רוב ההצעות שהתפרסמו עד כה: הן אינן בשלות ליישום, אלא רק מצביעות על תחומים המחייבים התייחסות מיוחדת בשיפור הפיקוח, או

² רשימה ממצה של הדוחות שהתפרסמו מובאת בנספח לדוח זה.

מעלות רעיונות כלליים הטעונים פיתוח נוסף, ללא פרטים המתחייבים מתוכנית ליישום. אמנם עדיין מוקדם לצפות להצעות מפורטות, שכן המשבר עדיין בעיצומו, ולעת עתה אין הבנה מספקת של המנגנונים שבעטיים הוא התהווה; עם זאת יש לראות בהצעות המתגבשות את מפת הדרכים שעל פיה יגיע העולם למבנה פיננסי חדש.

בחלק מהדוחות הובעו טענות מפורשות בדבר מוגבלותו של הפיקוח על שוק ההון. הגדיל לעשות בנושא זה דוח ה-COP, המצביע, למשל בתחום השקיפות, על הקושי להגיע לשקיפות נאותה בעסקאות מורכבות מאוד, וכן עומד על החשיבות של רמת שקיפות גבוהה גם עבור מי שאינו מומחה בתחום.

ואולם, רוב העסקאות המורכבות תוארו בפירוט רב בתשקיפים, כך שקשה לטעון כי לא הייתה שקיפות לגביהן, לפחות למומחים בתחום; הבעיה העיקרית הייתה בהערכת הסיכונים בגלל מורכבות העסקה, לא בגלל העדר שקיפות. זאת ועוד, בדעת המיעוט של דוח ה-COP צוין שהכישלונות הראשונים והחשובים ביותר במערך הפיננסי בארה"ב לא היו במגזרים שלא היו מפוקחים, אלא דווקא בבנקים, שהיו בפיקוח הדוק, תופעה המעלה ספקות לגבי אפקטיביות הפיקוח בכלל.

לבסוף - אחד היעדים העיקריים שצוינו בדוח ה-COP הוא להתכונן היטב למשבר הבא; זאת מתוך הכרה כי במועד עתידי כלשהו תהיינה התפתחויות שאיש אינו מסוגל לחזותן, ובוודאי לא להתכונן להשלכותיהם המכשילות. בדוח מובאת הצעה להקים ועדת מומחים חיצונית (Financial Risk Council) שכל תפקידה יהיה להזהיר את הקונגרס והמפקחים על איומים מהתהווים - בעוד מועד. הרעיון של הקמת רשות לטיפול בסיכונים מערכתיים בהסתכלות לטווח הבינוני והארון הוצג בהרחבה בנאום של יו"ר ה-Federal Reserve ברננקי כמה ימים לפני סגירת דוח זה.

ג. צעדים שננקטו בישראל לטיפול בהשלכות המשבר

המשבר הפיננסי העולמי היה בין הגורמים שהקטינו את זמינות האשראי למגזר העסקי גם בישראל, והובילו להאטה חדה בפעילות הריאלית ולשחיקה ניכרת של חסכוניות הציבור. כחלק מהניסיון של הרשויות למתן מעט את פגעי המשבר הוחלט על יישום מספר צעדים, המפורטים להלן. אחדים מצעדים אלה נמצאים בשלבי ביצוע; אחרים עדיין מתעכבים - טרם הוחל ביישומם, או שיישומם אורך זמן רב.

1. משרד האוצר העמיד לבנקים ערבויות מדינה בסכום של כ-6 מיליארדי ש"ח להבטחת הנפקתם של כתבי התחייבות נדחים להגדלת ההון המשני. גיוס ההון באמצעות ערבות המדינה יוזיל את עלויות הגיוס ויאפשר להגדיל את היצע האשראי שתעמיד המערכת הבנקאית למגזר העסקי ולציבור הרחב.

2. הוחלט על הקמת קרנות השקעה ("קרנות מנוף") להרחבת מתן האשראי החוץ-בנקאי. לשם כך יקצה משרד האוצר יחד עם המשקיעים המוסדיים לטווח ארוך (גופי הגמל, הפנסיה והביטוח) הון להקמת קרנות השקעה, אשר יתנו הלוואות לתאגידים שלמעלה ממחצית פעילותם היא בישראל. הממשלה תישא בסיכון הראשון של ההשקעה בהיקף שייקבע,

כחלק מהניסיון של הרשויות למתן את פגעי המשבר הוחלט על יישום מספר צעדים שאחת ממטרותיהם היא להגדיל את מצאי האשראי במשק.

ותזכה בחלק מהרווחים, אם יהיו כאלה. השקעת המדינה בקרנות מתוכננת להגיע ל-5 מיליארדי ש"ח, והמכרז הוא על רמת המינוף של הקרן. הקרנות יוכלו למחזר חוב, לפרוס אותו, וכן להשקיע בחברות שבקשיים, אולם ההשקעה בשוק המשני תוגבל ל-20 אחוזים. בשלב הראשון הוחלט על הקמת קרן ראשונה שהיקף ההון שתשקיע בה הממשלה יהיה 500 מיליוני ש"ח.

3. שוק איגרות החוב הקונצרניות, שהתפתח רק בשנים האחרונות, חווה לראשונה משבר, וחסרים בו כלים מתאימים להתמודדות עם משבר כה גדול. הרשות לניירות ערך פועלת לאפשר מינוי "קציני אשראי", אשר יסייעו לחברות להתמודד עם קשיים בארגון-מחדש של איגרות החוב הסחירות שהן הנפיקו. קציני האשראי, שימונו על ידי נציגות של מחזיקי האיגרות, יפעלו מול החברה המנפיקה, מול המחזיקים ולעיתים אף מול נושים נוספים, והכול במטרה לאפשר גיבוש הסדר יעיל לטובת מחזיקי האג"ח ובאישורם.

4. ניתנו הקלות במס לעידוד השקעות זרות במשק הישראלי ולהזרמת כספי חברות זרות שבשליטת תושבי ישראל מחו"ל לישראל. לשם כך אושרה הוראת שעה לשנת המס 2009, המפחיתה את שיעור המס המוטל על חלוקת דייוידנד מחברות זרות המוחזקות על ידי חברות ישראליות מ-25 אחוזים ל-5 אחוזים בלבד. כן ניתן פטור ממס על ריבית איגרת חוב הרשומה למסחר בבורסה המשולמת לתושב חוץ, כפי שנהוג במדינות מפותחות אחרות; זאת במטרה לעודד משקיעים זרים להשקיע באיגרות חוב קונצרניות הנסחרות בבורסה.

5. במטרה לשפר את מצב הנזילות במשק ולהחזיל עלויות למגזר העסקי, יזם בנק ישראל שורת צעדים בכלים המוניטריים: (א) החל מינואר 2009 הוקטנה ספיגת עודפי הנזילות המתבצעת באמצעות הנפקת מק"ם. (ב) על ההלוואות המוניטריות הניתנות כיום במסגרת המכרזים למערכת הבנקאית ליום ולשבוע תתווספנה הלוואות לטווחים ארוכים יותר. (ג) המירוווח סביב ריבית בנק ישראל (הפרוזדור) בחלון האשראי ובחלון הפיקדונות לבנקים המסחריים הורד מ-1± אחוז ל-0.5± אחוז בינואר ול-0.25± אחוז החל ממאוס 2009. (ד) מכרזי הריפו (Repo) לבנקים המסחריים ולגופים המוסדיים יוצעו לתקופות ארוכות יותר משבוע, הנהוג כיום.

6. המפקח על שוק ההון פרסם בתחילת נובמבר 2008 הוראת שעה המאפשרת למשקיע המוסדי לחשב את שוויין של איגרות חוב קונצרניות לא-סחירות שירכוש החל ממועד פרסום ההוראה לפי עלותן המותאמת ולא על פי שוויין ההוגן; זאת עד להיקף של 3 אחוזים מהשווי המשוער של נכסיו. מטרת ההוראה לעודד רכישה חדשה של איגרות חוב קונצרניות על ידי משקיעים מוסדיים, ובכך להקל על המצוקה בשוק איגרות החוב הקונצרניות, תוצאת החשש של משקיעים לרכוש איגרות חוב.

7. משרד האוצר הוציא הוראת שעה לשנה, שתוקפה מראשית 2009 ועל פיה ניתן לשערך השקעה בנכס לא-סחיר שבוצעה החל מראשית 2009 בהתאם למירוווח סיכון ומנגנון שיערוך שוטף שקבע המשקיע המוסדי - או לסווג את ההשקעה כהלוואה ולשערך אותה בהתאם לתקינה הבין-לאומית. מטרת ההוראה למנוע את הצורך לשערך נכס על פי תשואות חריגות בשוק, אם תשואות אלה אינן מייצגות נכונה את הסיכון הגלום בהשקעה באותו נכס.

8. הירידות החדות בשוקי ניירות הערך המקומיים הובילו לשחיקה ניכרת של חסכוניות הציבור, וביניהם גם החסכוניות לגיל פרישה. כדי לטפל בשחיקה הגדולה בחסכוניות של עמיתים הקרובים מאוד לגיל פרישה החליטה הממשלה להפעיל תוכנית להגנה על החיסכון הפנסיוני של עמיתים מבוגרים, ובה שני חלקים: כפתרון ארוך טווח מכין משרד האוצר רפורמה רגולטורית מקיפה, הכוללת מסלולי השקעה תלויי גיל, כך שהסיכון הגלום בתיקי

ההשקעות של החוסכים יקטן עם התקרבות לגיל הפרישה, על ידי הגדלת משקלם של הנכסים הסולידיים בתיק. כתשובה לבעיה המיידית פרשה הממשלה רשת ביטחון מוגדרת לחיסכון הפנסיוני במטרה להבטיח קצבת פנסיה בסיסית לחוסכים הקרובים לגיל פרישה (מעל גיל 57) שחשכונם הפנסיוני היה חשוף במידה משמעותית לשוק ההון.

9. על רקע הצמצום בזמינות האשראי במשק והקושי של עסקים קטנים לגייס אשראי מהמערכת הבנקאית החליטה הממשלה על הגדלת הסיוע לעסקים קטנים⁹ באמצעות קרן ממשלתית. הסכום שהוקצה לקרן עומד על 200 מיליון ש"ח. כן הוחלט להקים קרן לעסקים בינוניים¹⁰, בהיקף של 200 מיליון ש"ח, ולערוך התאמות בקרן "יצואן בודד", תוך הקצאת 77 מיליון ש"ח לקרן. נוסף על סכומים אלה, המוקצים על ידי הממשלה, יעמידו הבנקים שזכו במכרז סכומים נוספים ממקורותיהם. המקורות העומדים לרשות הקרנות מסתכמים ב-2 מיליארדי ש"ח.

מפאת חומרתו של המשבר חשוב להשלים במהירות את הצעדים שהוחלט עליהם וכן ליזום צעדים נוספים בהתאם לצורך, כדי למתן את פגיעתו של המשבר במשק הישראלי.

3. תיק הנכסים של הציבור והאשראי במשק

א. תיק הנכסים של הציבור

שווי תיק הנכסים של הציבור ירד ב-2008 בשיעור חד של 12.1 אחוזים¹¹, לאחר שלוש שנים רצופות של שיעורי גידול מהירים - למעלה מ-10 אחוזים בשנה. ירידת שווי של התיק היא תוצאה של ירידה חדה במחירי הנכסים בעקבות המשבר הפיננסי העולמי (לוח ד'-3).

בעקבות המשבר עלו הערכות הסיכון בשווקים הפיננסיים עלייה חדה, גברה התנודתיות, וגדלו מירווחי הסיכון. להתפתחויות אלו הייתה השפעה חזקה על הרכב תיק הנכסים של הציבור: עלה משקלם של הנכסים הפחות מסוכנים, כאגרות חוב ממשלתיות ופיקדונות, וירד משקלם של הנכסים המסוכנים יותר, כמניות ואגרות חוב קונצרניות. כן הושפע התיק מתנודתיות האינפלציה במהלך השנה ומההתפתחויות בשער החליפין; כל זאת מלבד השפעתן ארוכת הטווח של הרפורמות המבניות שבוצעו בשנים האחרונות.

כך ירד חלקן של המניות בתיק ירידה חדה - מ-23.9 אחוזים בסוף 2007 ל-11.2 אחוזים בלבד בסוף 2008, שיעור דומה לזה ששרר במיתון הקודם, ב-2002-2003 (איור ד'-5). ירידת חלקן של המניות היא תוצאה של ירידת שערים חדה, 46 אחוזים, אשר התרחשה לאחר 5 שנים של עליות רצופות, והיא משקפת את הציפיות להתמתנות רווחיותן של החברות ואת העלייה בהערכות הסיכון.

גם שיעור ההשקעה בחו"ל ירד, והגיע בסוף 2008 ל-10.8 אחוזים מהתיק, לעומת 11.7 אחוזים בסוף 2007 ו-13.1 אחוזים ביולי אשתקד. חלק מהירידה קוזה על ידי הפיחות

ערך תיק הנכסים של הציבור ירד ב-2008 בשיעור חד, לאחר שלוש שנים של שיעורי גידול מהירים.

בשנת 2008 ירד חלקם בתיק של הנכסים המסוכנים יותר - כמניות ואגרות חוב קונצרניות - ועלה חלקם של הנכסים המסוכנים פחות, כאגרות חוב ממשלתיות ופיקדונות.

⁹ עסקים שמספר העובדים בהם אינו עולה על 70, ומחזורם השנתי האחרון אינו עולה על 22 מיליון ש"ח.

¹⁰ עסק עם מחזור שנתי של 22-100 מיליון ש"ח.

¹¹ זאת בניכוי התחייבות הממשלה לקרנות הפנסיה הוותיקות. התחייבות זו תקפה מאז הסדר ההבראה של הקרנות ב-2003, אולם רק בפברואר 2008 קיבלו הקרנות הוראה לרשום אותה כחלק מנכסיהן. יתרת ההתחייבות משתנה בכל חודש, ובסוף 2008 היא עמדה על כ-76.7 מיליארדי ש"ח.

לוח ד'-3

תיק הנכסים הכספיים של הציבור, 2005 עד 2008

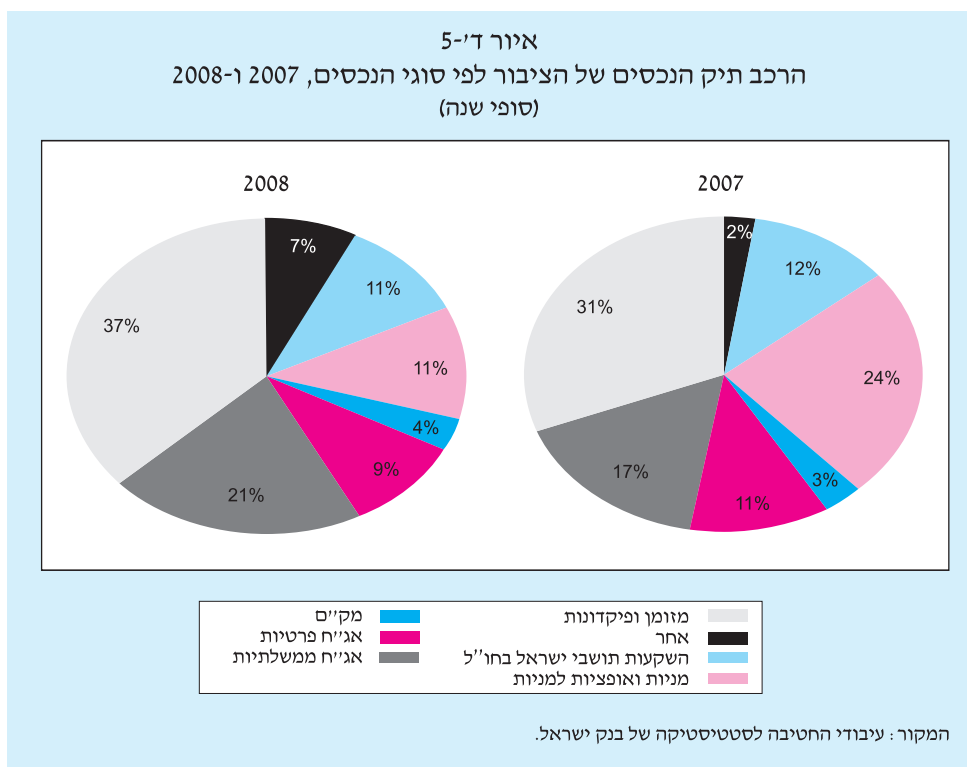
ההתפלגות (אחוזים)				היתרה (מיליארדי ש"ח)			
2008	2007	2006	2005	2008	2007	2006	2005
100.0	100.0	100.0	100.0	1,884.6	2,057.9	1,837.0	1,648.5
סך כל הנכסים							
שיעור השינוי הנומינלי ביחס לשנה קודמת ¹							
(אחוזים)							
				-12.1	12.0	11.4	16.0
הנכסים הסחירים בתיק (אחוזים)							
				42.1	52.6	50.2	47.4
הנכסים לפי סוגי ההצמדה							
הנכסים הלא-צמודים							
35.5	27.6	29.5	30.4	668.8	567.6	542.8	501.5
הנכסים הצמודים למדד							
35.1	29.6	29.8	31.6	660.9	609.2	547.7	521.7
הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח							
15.4	14.9	15.2	15.7	290.6	307.2	280.0	258.5
המניות בארץ							
11.2	23.9	21.4	18.8	211.9	492.6	392.9	310.7
המניות בחו"ל							
2.8	4.0	4.0	3.4	52.4	81.4	73.5	56.1
הנכסים לפי סוגי ההצמדה (ללא מניות וללא התחייבות הממשלה לסיוע לקופות פנסיה ותיקות¹)							
100.0	100.0	100.0	100.0	1,543.5	1,484.0	1,370.5	1,281.8
הנכסים הלא-צמודים							
43.3	38.2	39.6	39.1	668.8	567.6	542.8	501.5
הנכסים הצמודים למדד							
37.8	41.0	40.0	40.7	584.2	609.2	547.7	521.7
הנכסים במט"ח ובהצמדה למט"ח							
18.8	20.7	20.4	20.2	290.6	307.2	280.0	258.5

(1) ראו הערה 11 בגוף הפרק.

המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, ועיבודי החטיבה למידע ולסטטיסטיקה של בנק ישראל.

החד ביחס לדולר מאז יולי, ששיעורו הצטבר לכ-18 אחוזים. שיעורי ההשקעה בחו"ל היו במגמת עלייה עד פרוץ המשבר הפיננסי העולמי, אולם בעקבותיו הם קטנו. ירידת שיעורי ההשקעה בחו"ל היא תוצאה של ירידות השערים שם ושל מימושי השקעות. בלטו במימושי השקעות אלה משקי הבית, באמצעות קרנות הנאמנות, וכן קופות הגמל, בעוד שקרנות הפנסיה הוסיפו והגדילו את השקעותיהן בחו"ל גם במהלך המשבר.

במקביל לירידת חלקן של המניות וההשקעות בחו"ל, עלה השנה במידה ניכרת חלקם של הנכסים הלא-צמודים והגיע ל-35.5 אחוזים מהתיק, לעומת 27.6 אחוזים בסוף 2007, לאחר שמאז 2005 היה רכיב זה בתיק במגמת ירידה. (בהסתכלות על רכיבי התיק ללא מניות וללא איגרות החוב המיועדות, שהוזכרו לעיל, עליית חלקן של הרכיב הלא-צמוד מתונה יותר.) הגדלת חלקם של הנכסים הלא-צמודים קשורה לעלייה בהערכת הסיכון, ובעקבותיה מעבר לנכסים בעלי סיכון נמוך - בעיקר לפיקדונות בבנקים, מק"ם ואיגרות חוב ממשלתיות לא-צמודות.



הגדלת חלקם של הנכסים השקליים הלא-צמודים נעשתה בחלקה באמצעות רכישת קרנות כספיות שקליות (תיבה ד-3). אלה הושקו לראשונה ב-2008, והן משקיעות רק בנכסים שקליים לטווח קצר - פיקדונות שקליים, מק"ם ואג"ח שקליות קצרות טווח - החשופים פחות לתנודתיות בשווקים. בקרנות אלה נצברו במהלך השנה כ-29 מיליארדי ש"ח, לעומת 38 מיליארדים שנמשכו מיתר הקרנות, בעיקר מאלה המתמחות בהשקעה באג"ח קונצרניות (איור ד-6).

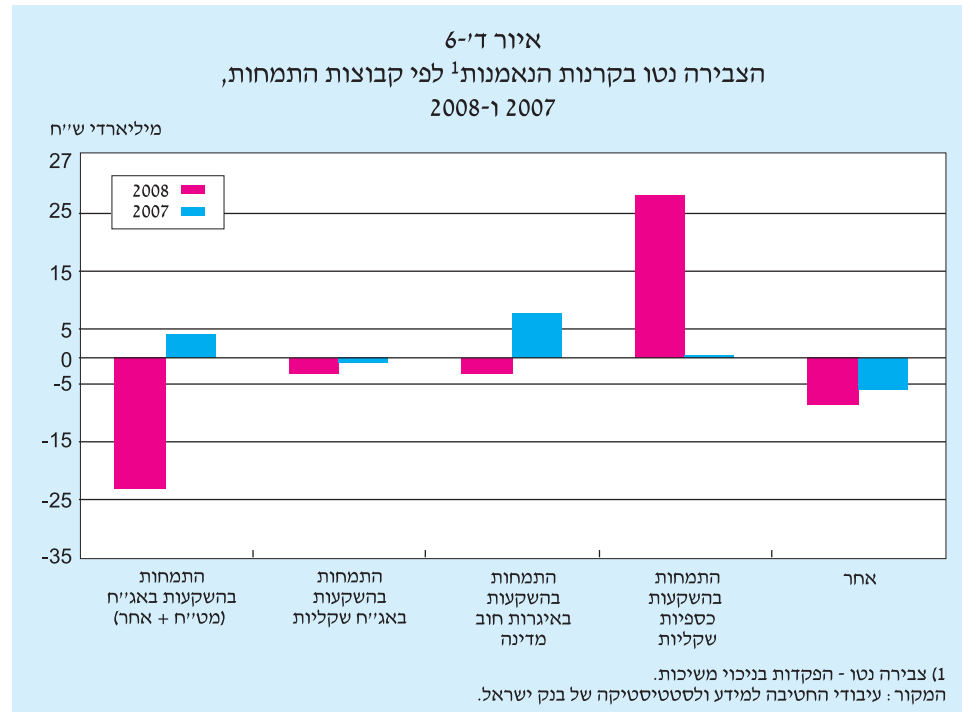
בניגוד למשיכות הגבוהות מקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה באג"ח קונצרניות, הוסיפו מנפיקי תעודות הסל גם השנה, כמו במשקים אחרים, לגייס נטו כספים לתעודות המתמחות בהשקעה באג"ח קונצרניות. ההשקעה נטו בתעודות סל המתמחות באג"ח קונצרניות הסתכמה ב-2008 ב-5.4 מיליארדי ש"ח, כמעט כולה במחצית הראשונה של השנה. קשה להסביר את הצבירות בתעודות אלו על רקע הפדיונות הגבוהים מקרנות הנאמנות המתמחות באותו אפיק. ייתכן שאחד ההסברים לכך קשור לדמי הניהול הנמוכים מאוד בתעודות הסל לעומת קרנות הנאמנות, כך שמי שהחליטו להשקיע באפיק זה על אף עליית הסיכונים בחרו לעשות זאת בדרך של רכישת תעודת סל¹². הסבר נוסף: על רקע עליית הסיכונים גברה נטיית הציבור להשקיע במוצרים מדדיים, ומיגוון אפיקי ההשקעה המדדיים שמציעות תעודות סל רחב מזה של קרנות הנאמנות.

חלקם של הנכסים השקליים הלא-צמודים בתיק עלה - בין השאר כתוצאה מרכישת קרנות כספיות שקליות, על חשבון הקרנות המתמחות בהשקעה באיגרות חוב קונצרניות.

במחצית הראשונה של 2008 המשיכו מנפיקי תעודות הסל לגייס נטו כספים לתעודות המתמחות בהשקעה באיגרות חוב קונצרניות. זאת בניגוד למשיכות הגדולות שנרשמו בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה באיגרות חוב קונצרניות.

¹² השקת תעודות סל להשקעה באג"ח קונצרניות התאפשרה למעשה רק בתחילת 2007, עם השקת מדד התל-בונד 20, ובראשית 2008 הושקו שני מדדים נוספים - התל-בונד 40 והתל-בונד 60.

חלקם של הנכסים הסחירים ירד השנה ירידה חדה, והגיע ל-42.1 אחוזים מהתיק, לעומת 52.6 אחוזים בסוף 2007. (ירידה זו מתקבלת גם כשמנכים את האיגרות המיועדות לקרנות הפנסיה הוותיקות.) התפתחות זו, שעצרה מגמה בת חמש שנים של עלייה רצופה בחלק הנכסים הסחירים בתיק, היא תוצאת ירידה חדה של מחירי הנכסים הסחירים (בעיקר המניות) ושל חזרה לצבירה בפיקדונות שקליים. התפתחות זו מקטינה את הנוזלות בשווקים הפיננסיים, לאחר שנים רבות של עלייה רצופה בנוזלות ובסחירות, בהשפעת הרפורמות המבניות, שעודדו את התפתחותם של מכשירי שוק חדשים על חשבון הפיקדונות בבנקים ואיגרות החוב הלא-סחירות.



תיבה ד'-3: הקרנות הכספיות

הקרנות הכספיות החלו פעילותן בישראל בראשית 2008, לאחר שהרשות לניירות ערך השלימה את הקמת התשתית המשפטית לפעילותן. קרן כספית היא סוג של קרן נאמנות המשקיעה בנכסים לטווח קצר בלבד, שדירוגם גבוה¹. המטרה באישור תקנות ההשקעה לקרן כספית הייתה ליצור אפיק השקעה נוח לציבור החוסכים, מעין תחליף לפיקדון בנקאי, הנושא סיכון נמוך יחסית, ומאפשר התפתחות של תחרות לבנקים הן בצד הפיקדונות והן בצד האשראי לטווח קצר.

¹ קרן כספית רשאית להשקיע באגרות חוב ממשלתיות, במק"ם ובפיקדונות בבנקים, וכן באיגרות חוב קונצרניות ובניירות ערך מסחריים בדירוג גבוה, ובלבד שהמח"ם הממוצע של כל נכסי הקרן לא יעלה על 90 ימים. בניירות ערך מסחריים מסוג תעודות חוב (ניירות ערך מסחריים שאינם נסחרים בבורסה) ההשקעה מוגבלת לתעודות שמועד פדיון אינו מאוחר מ-30 ימים מיום הוצאתן, וניתן לדרוש את פירעון בהתראה של 7 ימי עסקים.

כך מאפשרת רכישה של קרן כספית השגת תשואה גבוהה מעט מזו של פיקדון בנקאי, תוך הגדלה מסוימת של הסיכון, שכן קרן כספית נהנית מיתרון לגודל ומקבלת על פיקדון בנקאי ריבית גבוהה מזו שמקבל החוסך הפרטי. מלבד זאת, הקרן משקיעה חלק מנכסיה גם באיגרות חוב (ממשלתיות וקונצרניות) ובניירות ערך מסחריים בדירוג גבוה ולטווח קצר, וגם אלה עשויים לאפשר לה להשיג תשואה גבוהה יותר - אמנם תוך הגדלה מבוקרת של הסיכון.²

התפתחות הקרנות הכספיות עשויה לתמוך גם בהתפתחות תחרות לאשראי הבנקאי לטווח קצר, באמצעות יצירת ביקוש להנפקות של ניירות ערך מסחריים מצד הקרנות הכספיות.³ ואכן, עם השקתן של הקרנות הכספיות עלה בהדרגה היקף ההנפקות של איגרות חוב מסחריות, והקרנות הכספיות השקיעו באיגרות חוב אלה. אולם החרפת המשבר העולמי קטעה תהליך זה באבו.

עוד יתרון להשקעה בקרן כספית: השקעה בה מקנה לחוסך נזילות, בניגוד לפיקדון בנקאי, שכן ניתן למכור קרן כספית בכל יום, ואילו פיקדון בבנק אינו נזיל, ושבירתו כרוכה בתשלום קנס.

מראשית השנה נצברו בקרנות הכספיות כ-29 מיליארדי ש"ח, בעוד שמיתר קרנות הנאמנות נמשכו כ-38 מיליארדים. עיקר נכסי הקרנות הכספיות (כ-97 אחוזים) מושקעים עד כה בפיקדונות, באיגרות חוב ממשלתיות שקליות לטווח קצר ובמק"ם (איור ד'-27). לקרנות הכספיות כמעט אין השקעה באיגרות חוב קונצרניות או בניירות ערך מסחריים. מצב זה אינו מפתיע על רקע המשבר בשוק איגרות החוב הקונצרניות והרצון של הקרנות הכספיות לא להיחשף לסיכונים יתר כדי לא לאבד את תדמיתן הסולידית.

בחינת התשואה שהשיגו הקרנות הכספיות מראשית השנה מלמדת כי הן אכן הצליחו לשמש תחליף הולם לפיקדונות בבנקים: מראשית השנה הן השיגו תשואה מצטברת של 4.3 אחוזים, לעומת תשואה של 3.31 אחוזים בממוצע על פיקדונות בנקאיים. השגת התשואה הגבוהה יותר התאפשרה גם משום שמרבית הקרנות הכספיות נמנעו עד כה מלגבות דמי ניהול, בגלל התחרות הגבוהה בענף, או גבו דמי ניהול נמוכים מאוד.

בתחום האשראי - עד כה לא סייעו הקרנות הכספיות להתפתחותו של שוק אשראי חוץ-בנקאי לטווח קצר, אך זאת, כאמור, בהשפעת המשבר בשוק איגרות החוב. ניתן לצפות כי לכשיחלוף המשבר, יקצו הקרנות בהדרגה חלק מנכסיהן גם להשקעה בניירות ערך מסחריים בדירוג גבוה, והסכומים הגדולים שייצברו בהן יהיו מקור משמעותי לתחרות בבנקים.

בהקשר זה ראוי לציין כי תקנות ההשקעה של הקרנות הכספיות מבטיחות השקעה בנכסים בעלי דירוג גבוה בלבד, וכן מגבילות את שיעור ההשקעה בתעודות חוב ל-25 אחוזים מנכסי הקרנות הכספיות. זאת בניגוד לתקנות ההשקעה של קופות

² אחד מלקחי המשבר במשק האמריקאי הוא שגם קרנות כספיות המשקיעות בניירות ערך מסחריים בדירוג גבוה עלולות להיקלע לקשיים, כפי שקרה בארה"ב בקרנות הכספיות המשקיעות ב-ABCP - ניירות ערך מסחריים מגובים בנכסים.

³ ניירות ערך מסחריים הם ניירות ערך לטווח קצר (שבוע עד שנה), המונפקים על ידי תאגידים ומאפשרים להם לגייס מימון לטווח קצר כתחליף לאשראי הבנקאי.

הגמל וחברות הביטוח, שהותירו לגוף המשקיע חופש מלא בניהול ההשקעות. ייתכן שעל רקע המשבר האחרון בשוק האג"ח יש להגביל גם את שיעור ההשקעה של הקרנות הכספיות באיגרות חוב קונצרניות ובניירות ערך מסחריים שאינם תעודות חוב, כפי שהוגבל שיעור ההשקעה שלהן בתעודות חוב. מקבילותיהן של הקרנות הכספיות בארץ הן ה-Money Market Fund בארה"ב. קרנות אלה גם מורשות להנפיק פנקסי צ'קים וכרטיסי חיוב, ובכך הן מהוות תחרות לחשבונות העו"ש בבנקים, דבר שבשארל עדיין אינו אפשרי.

ב. האשראי למגזר הפרטי הלא-פיננסי ושוק איגרות החוב הקונצרניות

(1) האשראי למגזר העסקי ושוק איגרות החוב הקונצרניות

יתרת האשראי הכוללת (הבנקאי והחוץ-בנקאי) למגזר העסקי נותרה ב-2008 כמעט ללא שינוי והגיעה בדצמבר ל-738 מיליארדי ש"ח¹³ (לוח ד'-4). ההאטה בקצב הגידול של יתרת האשראי, לאחר שלוש שנים של צמיחה מהירה - בעיקר של האשראי החוץ-בנקאי - היא תוצאה של התכווצות היצע האשראי החוץ-בנקאי ושל ירידות שערי איגרות החוב, בעקבות העלייה בהערכת הסיכון בשווקים הפיננסיים בכלל ובשוק איגרות החוב הקונצרניות בפרט. כך, היקף ההנפקות של המגזר העסקי ירד ירידה חדה במהלך 2008 כולה, ובמחצית השנייה הן פסקו כמעט לחלוטין (לוח ד'-5), ומחירי איגרות החוב הקונצרניות הצמודות למדד ירדו בשיעורים חדים של כ-17 אחוזים.

אשר לביקוש לאשראי - ההאטה במשק משפיעה עליו בשני כיוונים מנוגדים: הירידה בהשקעות מקטינה את הביקוש לאשראי, ואילו הרעת מצבן הריאלי של הפירמות מגדילה את צורכי ההון החוזר שלהן. מעדויות בסקר החברות¹⁴ לרביע האחרון של השנה עולה כי במהלך המחצית השנייה של 2008 התהדקה מגבלת המימון של הפירמות, ועלייתה בלטה יותר ככל שהפירמות קטנות יותר. עלייתה של מגבלת המימון בלטה בענפי הבנייה, התחבורה והמסחר יותר מאשר בענפים אחרים.

בעוד שיתרת האשראי החוץ-בנקאי המקומי התכווצה השנה, צמח האשראי הבנקאי למגזר העסקי בשיעור של כ-8 אחוזים, וחלקו בסך האשראי למימון המגזר העסקי שב ועלה ל-55 אחוזים, לאחר מספר שנים של ירידה רצופה. זהו שינוי כיוון של מגמות האשראי במשק: האשראי הבנקאי למגזר העסקי מתרחב בקצב מהיר יחסית, בעוד שהאשראי החוץ-בנקאי מתכווץ, לאחר שנים של מצב הפוך.

על אף הגידול המהיר של היצע האשראי החוץ-בנקאי בשנים 2004-2007, שיעור גידולו של סך האשראי למגזר העסקי לא היה חריג, בהתחשב בשיעורי הצמיחה המהירים של התוצר העסקי באותן שנים. בחינת היחס בין סך האשראי למגזר העסקי לבין התוצר העסקי מראה שיחס זה עלה במתינות מאז 2004 (איור ד'-7), ובחודשיים האחרונים של השנה הוא אף ירד, בעיקר בהשפעת ירידות המחירים החדות של שערי איגרות החוב.

בשנת 2008 הואט קצב הגידול של יתרת האשראי למגזר העסקי, בגלל התכווצות היצע האשראי החוץ-בנקאי וירידת שעריהן של איגרות החוב.

האשראי הבנקאי עלה ב-2008 בכ-8 אחוזים, וחלקו בסך האשראי למגזר העסקי שב ועלה, לאחר מספר שנים של ירידה רצופה.

¹³ הסכום של יתרת האשראי החוץ-בנקאי, המוצג ברובו בערכי שוק, והאשראי הבנקאי, המוצג בערכו המתואם.

¹⁴ סקר שעורכת חטיבת המחקר בבנק ישראל בקרב כ-700 חברות ועסקים במשק, ובאמצעותו ניתן לקבל תמונה מוקדמת של מצב המשק.

לוח ד'-4

השינויים באשראי למגזר העסקי¹, 2003 עד 2008

2008	2007	2006	2005	2004	2003	
(מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)						היתרות
738	740	644	591	530	503	סך האשראי למגזר העסקי
408	379	357	358	353	362	האשראי הבנקאי המקומי
197	239	166	126	75	56	האשראי החוץ-בנקאי המקומי
133	122	120	107	102	86	האשראי מתושבי חוץ
(אחוזים)						התפלגות האשראי למגזר העסקי
						לפי מקורות
55	51	55	61	67	72	האשראי הבנקאי המקומי
27	32	26	21	14	11	האשראי החוץ-בנקאי המקומי
18	16	19	18	19	17	האשראי מתושבי חוץ
						לפי סחירות
23	24	18	14	10	8	אג"ח סחירות
8	11	12	11	8	7	אג"ח לא סחירות
70	65	70	75	81	85	הלוואות
(הקצב השנתי, אחוזים)						שיעורי השינוי באשראי למגזר העסקי
-0.3	14.9	9.0	11.5	5.2	-1.7	סך האשראי למגזר העסקי
-7.1	53.0	42.8	48.5	31.5	6.7	מזה: אג"ח סחירות
						לפי מקורות
7.7	6.1	-0.3	1.5	-2.4	-4.8	האשראי הבנקאי המקומי
-17.8	43.9	32.3	66.4	35.5	35.4	האשראי החוץ-בנקאי המקומי
9.4	1.1	12.5	5.4	18.0	-5.8	האשראי מתושבי חוץ

(1) האשראי למגזר העסקי כולל הלוואות ואג"ח סחירות ולא-סחירות, כאשר ההלוואות מוצגות במחיר המתואם שלהן והאג"ח הסחירות במחירי שוק. להגדרת האשראי למגזר העסקי - ראו אתר בנק ישראל, נתונים ומידע, נתוני היציבות הפיננסית. המקור: נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון באוצר ועיבודי החטיבה למידע ולסטטיסטיקה של בנק ישראל.

ההתפתחות המהירה של האשראי החוץ-בנקאי המקומי בשנים האחרונות יצרה ערוץ חלופי לאשראי הבנקאי והביאה לפיזור רחב יותר של סיכוני האשראי במשק, שיש בו כדי לתרום ליציבות המוסדות המעמידים אשראי¹⁵ וליצירת מערכת פיננסית תחרותית יותר. אולם כיוון שהאשראי החוץ-בנקאי גדל במהירות, בלי שפותחה בגופים המוסדיים תשתית נאותה להערכה ולניטור של סיכוני אשראי ובלא פיתוח מקביל של תשתית פיקוחית והגבלות מוסדיות על אשראי זה - הובילה התפתחותו המהירה דווקא לעלייה בסיכון הפוטנציאלי של תיק האשראי במשק. כך, למשל, העדר הגבלות על היקף האשראי שגוף מוסדי רשאי להעמיד לענף בודד איפשר התרחבות מהירה של האשראי לענף הנדל"ן, שהיה במוקד המשבר העולמי, והוא ביצע כ-40 אחוזים מהיקף הנפקות האג"ח בשנים 2006-2007. מצב כזה לא היה מתאפשר במערכת הבנקאית המקומית, המנועה מלהגדיל

התפתחותו המואצת של האשראי החוץ-בנקאי בשנים האחרונות, בלי שפותחה בגופים המוסדיים תשתית להערכה ולניטור של סיכוני האשראי ובלא תשתית פיקוחית והגבלות מוסדיות מספקות על אשראי זה, הובילה לעליית הסיכון של תיק האשראי במשק.

¹⁵ זאת אף על פי שהמשבר הנוכחי מראה כי להתפתחות מואצת מדי של האשראי החוץ-בנקאי יש השלכה גם על המערכת הבנקאית.

לוח ד'-5
הנפקת נגזרות ערך של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בארץ לפני סוג הנגזר¹, 2004 עד 2008

התפלגות הגיוס בארץ, אחוזים										מיליוני ש"ח, מחזירים שוטפים				
2008	2007	2006	2005	2004	2008	2007	2006	2005	2004					
100	100	100	100	100	22,704	109,367	61,375	54,242	29,698	סך כל הגיוס				
84	68	62	59	63	19,066	73,891	38,073	31,912	18,769	מזדה: בניירות ערך סחירים				
69	80	89	92	78	15,648	87,922	54,548	49,733	23,214	1. גיוס למימון פעילות				
26	14	19	23	22	5,855	14,959	11,873	12,237	6,656	מעזרת ובעי המרה				
27	34	32	28	19	6,155	37,487	19,373	15,165	5,629	אגרות חוב סחירות				
16	32	38	41	37	3,638	35,477	23,302	22,331	10,929	אגרות חוב לא סחירות ²				
					965					מזדה: בניירות ערך מסחריים				
31	20	11	8	22	7,056	21,445	6,827	4,510	6,484	2. מכשירים פיננסיים				
-6	5	7	1	12	-1,358	4,987	4,359	628	3,453	תעודות סל למעזרת ³				
36	6	1	0	0	8,124	6,257	360	83	42	תעודות סל לאג"ח ⁴				
4	5	3	7	7	829	5,283	1,946	3,593	2,060	אג"ח מוכנות				
-2	4	0	0	3	-539	4,918	163	206	929	תעודות פיקדון ⁴				

(1) לא כולל הנפקות לחברות בנות. מ-2008 לא כולל הנפקות של חברות זרות.
(2) כולל הנפקת אגרות חוב של רשויות מקומיות בסכום של 140 ו-330 מיליוני ש"ח ב-2005 ו-2006, בהתאמה.
(3) הנפקות נטו (הנפקות בניכוי פדיונות).
(4) הנפקות נטו מ-2007 (הנפקות בניכוי פדיונות).
המקור: הבורסה לנגזרות ערך ועיבודי החשיבה למידע ולסטטיסטיקה של בנק ישראל.



את האשראי לענף הנמצא בקרבת הגבול העליון של החשיפה המותרת (20 אחוזים). יתירה מזו, חלק ניכר מההנפקות היו ללא ביטחונות, עם אפשרות מוגבלת-בלבד למכירת החוב, ומימנו השקעות בחו"ל במדינות שבהן עלו מחירי הנדל"ן בשנים האחרונות בשיעורים מופרזים; זאת ללא כל יכולת בקרה של הגוף המוסדי המשקיע - מצב שהמערכת הבנקאית המקומית לא הייתה מאפשרת. גם המירווח הנדרש להשקעה באיגרות חוב קונצרניות ירד בהדרגה על רקע התגברות תאבונם של המשקיעים המוסדיים לסיכון והעלייה בתחרותיות. כתוצאה מכך עלה בהדרגה חלקן של איגרות החוב הקונצרניות בתיק המשקיעים המוסדיים והגיע, למשל, כמעט ל-40 אחוזים בממוצע מתיק קופות הגמל והפיצויים.

לעליית הסיכון של תיק האשראי במשק תרמו גורמים נוספים: (א) במוצרי החיסכון השונים, שלא כמו באשראי הבנקאי, ציבור החוסכים, ולא הגוף המוסדי המשקיע, הוא הנושא במלוא סיכוני האשראי, ולפיכך גדלה הנטייה של המשקיעים המוסדיים לטול סיכוני יתר. (ב) כיוון שבגופים המוסדיים טרם פותחה תשתית מספקת לניטור סיכוני אשראי, הועמד האשראי בדרך כלל בהסתמכות כמעט מוחלטת על דירוגי חברות הדירוג, ואלה לא השכילו להעריך נכונה את הסיכון הגדל שבחשיפה להשקעות בנדל"ן בחו"ל - ענף שהיה בעין הסערה העולמית. עצם ההסתמכות על חברות הדירוג בלבד¹⁶ היא בעייתית, מפני שלחברות הדירוג יש תמריץ לעודד הנפקות, כדי לזכות בעמלות, ומפני הפוטנציאל לשיתוף אינטרסים בין לבין מנפיקי איגרות החוב, המזמינים את הדירוג ומשלמים עבורו. (ג) רשויות הפיקוח פעלו לעודד את התפתחותו של שוק האשראי החוץ-בנקאי כדי להגביר את התחרות עם הבנקים, אך לא השכילו להבחין בעוד מועד בעלייה הבלתי מבוקרת של הסיכונים, ולא יצרו את התשתית המשפטית והפיקוחית המתאימה כדי לעצור את ההתפתחויות הבלתי מאוזנות בתחום האשראי.

על רקע חוסר האיזונים בשוק האשראי החוץ-בנקאי גדלה פגיעותו לזעזועים חיצוניים, והוא הגיב בעוצמה רבה על עליית הסיכונים ועל ההתממשות של חלק מהם, בעטיו של המשבר העולמי. כך התכווץ השוק הראשוני וכמעט נעלם, מחירי איגרות החוב הקונצרניות הצמודות למדד ירדו בשיעורים חדים, והתשואות ומירווחי הסיכון עלו עלייה תלולה, בעיקר במחצית השנייה של השנה, תוך גידול ניכר של פיזור התשואות והתנודתיות. התשואות עלו על אף הפחתות הריבית המואצות של בנק ישראל בשליש האחרון של השנה; אלה לא חלחלו במידה מספקת לשוקי האשראי, בגלל עליית הסיכונים, ולא התבטאו בהפחתת עלויות המימון למגזר העסקי.

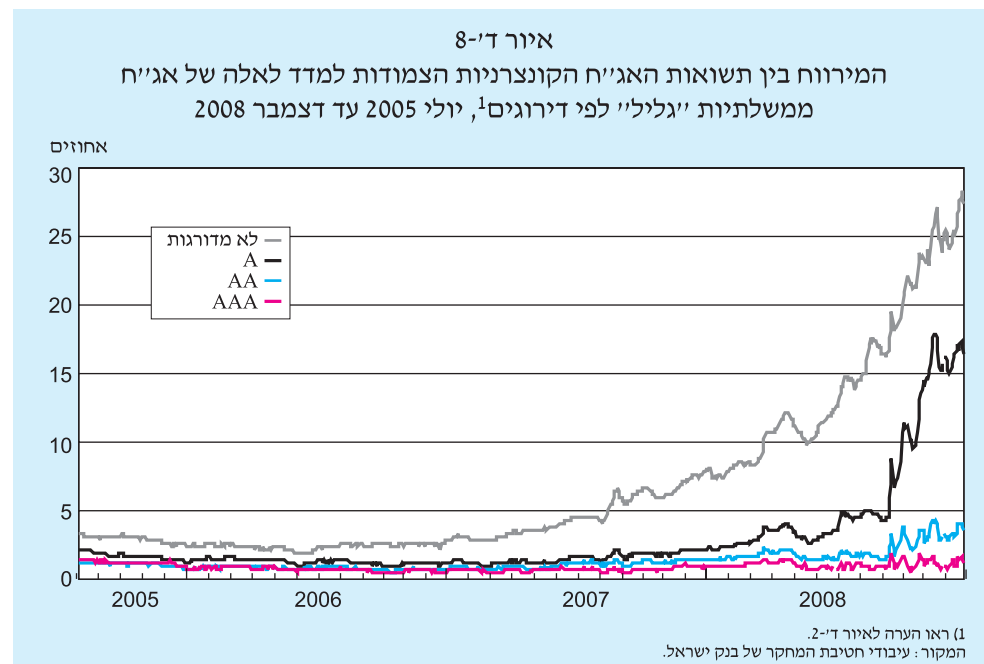
על רקע חוסר האיזונים בשוק האשראי החוץ-בנקאי גדלה פגיעותו לזעזועים, והוא הגיב בעוצמה על עליית הסיכונים בעטיו של המשבר העולמי.

¹⁶ כמו בעולם.

תגובתו של השוק המקומי על המשבר הייתה לעיתים חריפה יותר מאשר במשקים מפותחים אחרים. היא קשורה לחשש, כי חלק ניכר מהאשראי שגויס בשנות הגאות לא ייפרע במועד, וחברות גדולות ומשמעותיות בשוק האשראי יגיעו למצב של חדלות פירעון, התפתחות שעלולה להיות לה השלכה מערכתית. חשש זה התעורר גם על רקע המבנה הריכוזי של הבעלות והשליטה במשק הישראלי, אשר עלול להוביל להתרחבות המשבר מענף הנדל"ן למגזרים וענפים אחרים, ואף להשליך על יציבות המערכת הבנקאית¹⁷. ברקע החששות האלה עמדה גם האפשרות של הרעה נוספת במצב הכלכלי - בשל התלות הגבוהה בשוקי היצוא והעצירה הכמעט מוחלטת של מקורות האשראי הן בשוק ההון המקומי והן מחו"ל, וההערכה שהמערכת הבנקאית המקומית לא תוכל לספק את כל צורכי האשראי.

עליית המירווחים הקיפה את כל הענפים ואת כל הדירוגים, ובלטה בעיקר בקבוצת החברות בדירוג A ומטה (איור ד'-8 וד'-9), שהיוותה בסוף 2007 כ-34 אחוזים משווי השוק של איגרות החוב הקונצרניות. עלייתם התלולה של המירווחים בקבוצה, עיקרה בענף הנדל"ן, אך היא הקיפה גם ענפים אחרים, בהם התעשייה, המסחר וההשקעה, והייתה חריגה ביחס לדירוגים אחרים, ולעיתים גם ביחס למשקים אחרים כארה"ב ואירופה¹⁸ (איור ד'-10). גם פיזור התשואות בקבוצה זו היה רחב ביותר, ויצר עיוות בשיטת השיעור של חברת "שערי ריבית"¹⁹ (איור ד'-11).

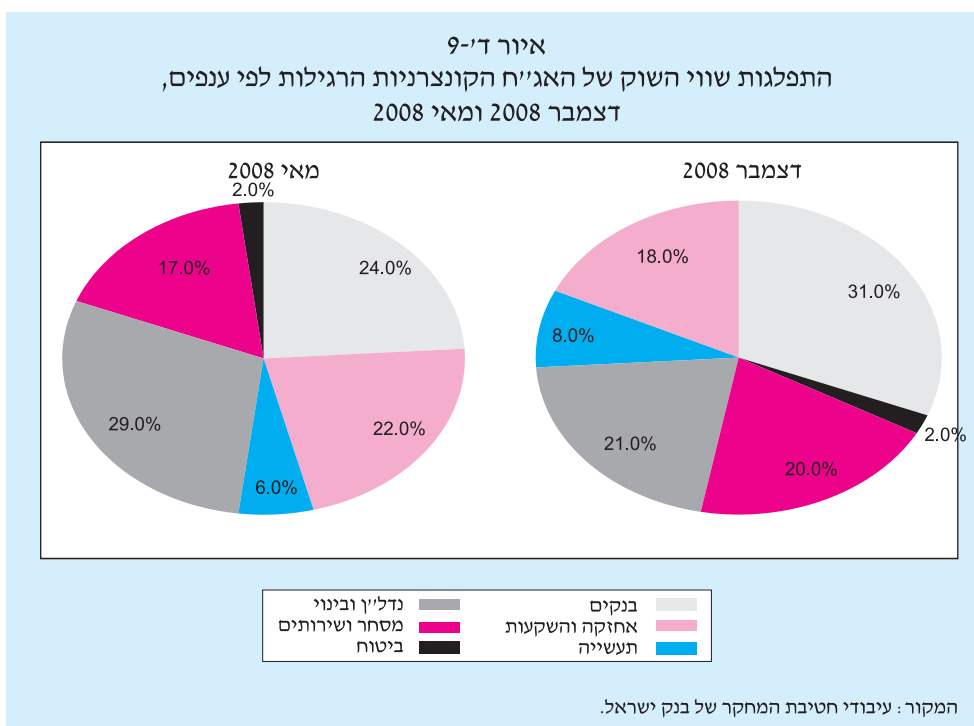
עליית המירווחים הקיפה את כל הענפים ואת כל הדירוגים, ובלטה בעיקר בקבוצת החברות בדירוג A ומטה.



¹⁷ ראו קונסטנטין קוסנקו, התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק, סדרת מאמרים לדיון, מחלקת המחקר, 16.4.2008.

¹⁸ ההשוואה נערכה בין כל רמת דירוג בישראל לשתי רמות דירוג נמוכות ממנה בארה"ב ובאירופה. זאת בגלל חוסר האחידות בסולמות הדירוג - ראו חוזר הממונה על שוק ההון מיום 31 לאוגוסט 2008.

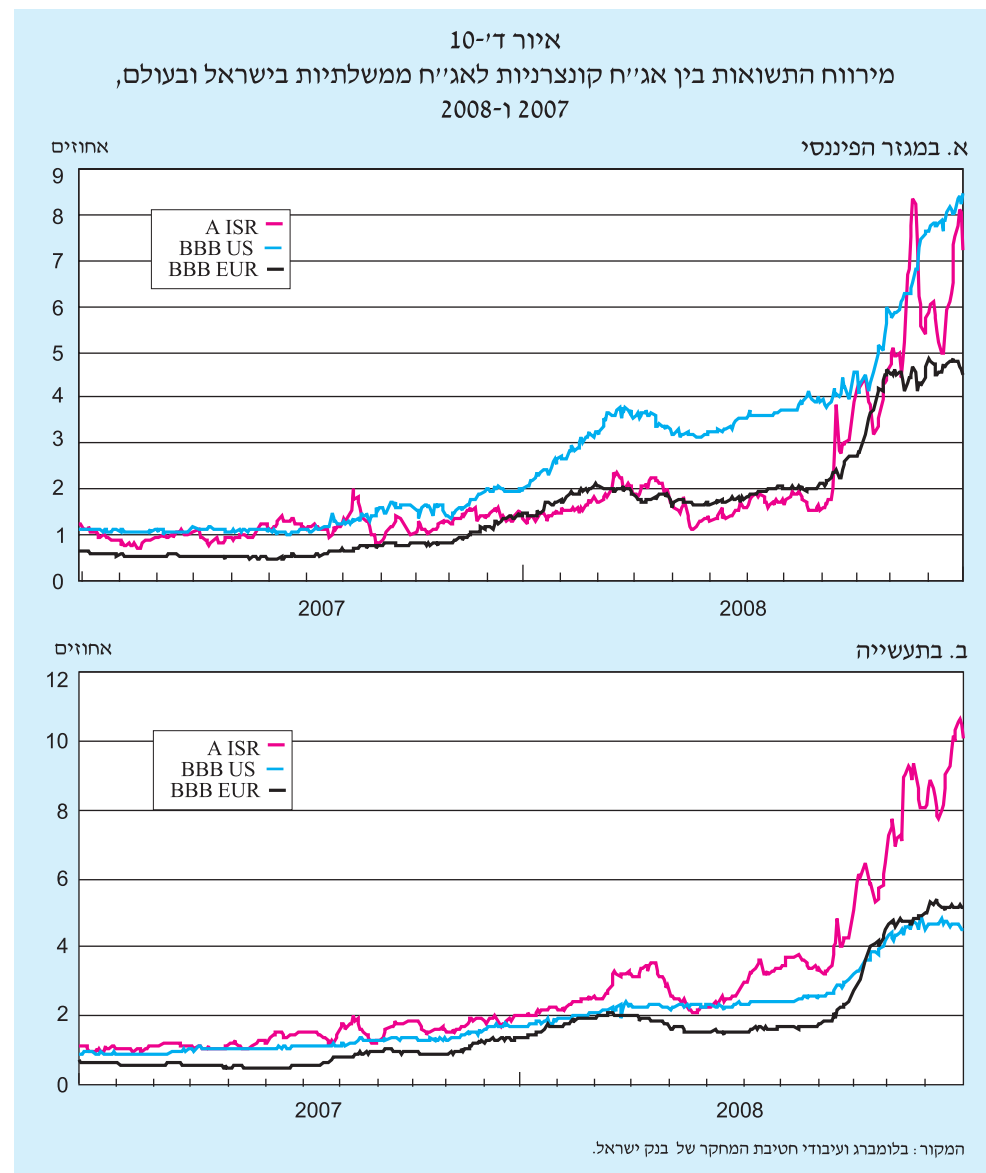
¹⁹ "שערי ריבית" היא החברה שבחר משרד האוצר לשם קביעת הריביות שעל פיהן יש לשערך איגרות חוב לא-סחירות. בגלל הפיזור הרחב של התשואות מספטמבר, הריבית הממוצעת שעל פיה הורתה "שערי ריבית" לשערך את האיגרות הייתה גבוהה יחסית. היא פגעה בחברות הטובות, ששיעור הריבית שלהן היה נמוך מהממוצע, שכן היא חייבה משקיעים לרשום הפסדי הון על כל השקעה בהן. בתחילת 2009 הוציא אגף שוק ההון חוזר המטפל בבעיה זו.



ראוי לציין כי כ-50 אחוזים מהחברות בקבוצת הדירוג A ומטה היו בסוף 2007 מענף הנדל"ן, וכי חברות מענפים נוספים, כגון ענפי ההשקעה, חשופות אף הן להשקעה בנדל"ן. ההשקעה בנדל"ן מאופיינת בשיעורי מינוף גבוהים ביותר, וחלק מהמקורות לביצועה היה מכספים שגויסו בשוק ההון המקומי בשנתיים האחרונות. חלק ניכר מהכספים שגויסו שימשו להשקעות בפרויקטים של נדל"ן מעבר לים, כנגד מינוף נוסף בחו"ל. על רקע שיעורי המינוף הגבוהים של הענף, מצוקת האשראי הגלובלית והחשש (שכבר החל להתממש) לירידה חדה של מחירי נכסי הנדל"ן, עלו המירווחים של חברות מהענף עלייה חדה, ובעיקר אלה שעיקר פעילותן בחו"ל. עלייה זו הצביעה על חוסר אמון של השוק בדירוג החברות בקבוצה ועל חשש כבד לחדלות פירעון של חלק גדול מהחברות. לעומת זאת בקבוצת הדירוגים הגבוהים - AA ומעלה - הייתה עליית המירווחים בישראל מתונה הרבה יותר; היא תאמה את שיעורי העלייה בארצות הברית ובאירופה, ובענפים הפיננסיים הייתה אף נמוכה מאשר במשק האמריקאי.

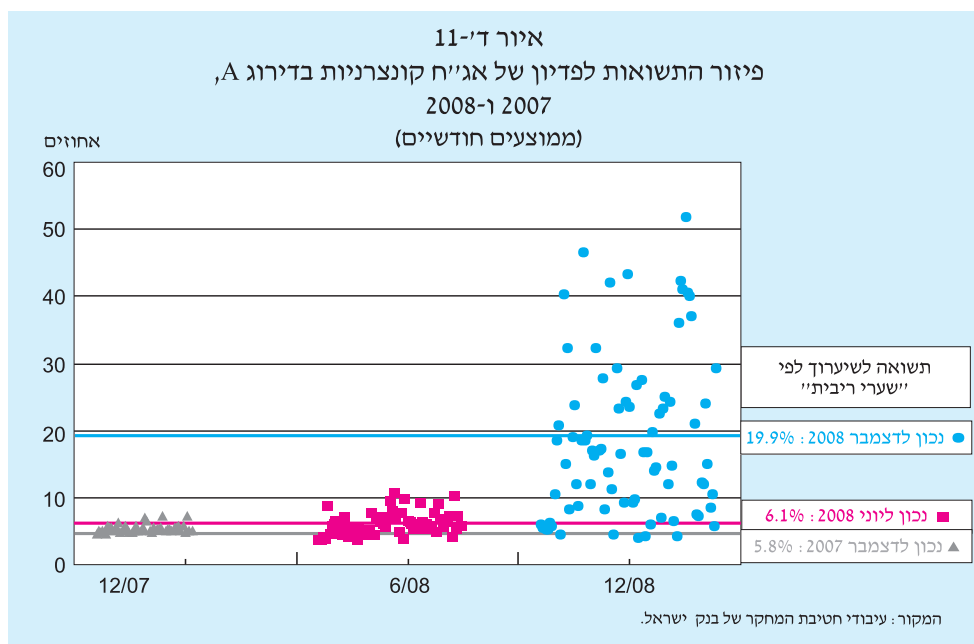
עליית המירווחים בשוק האג"ח לא נבעה רק מן החשש לחדלות פירעון של החברות, אלא גם מעלייה של פרמיית הנזילות; זאת בגלל מצוקת נזילות בשוק - תוצאת לחץ למימושים גדולים ומהירים של קרנות הנאמנות וקופות הגמל במהלך 2008 עקב פדיונות גבוהים - כ-23 מיליארדים בקרנות האג"ח וכ-8 מיליארדים בקופות הגמל. על ירידת הנזילות בשווקים מצביעים מספר מדדי שוק ונזילות - רמת התנודתיות בשוק, מירווחי הציטוט, הגודל הממוצע לעסקה ועוד. יחד עם זאת, מחזורי המסחר באיגרות החוב הקונצרניות הוסיפו ועלו גם ב-2008 והגיעו לכ-550 מיליוני ש"ח בממוצע ליום (ללא איגרות חוב מובנות ומוצרים מדדיים), לעומת כ-400 מיליונים ב-2007 (לוח ד'-6). מכאן שהירידה בנזילות לא הגיעה עד כדי כשל שוק וחוסר יכולת לבצע עסקאות.

השקעה בנדל"ן
מאופיינת בשיעורי מינוף
גבוהים ביותר, וחלק
מהמקורות לביצועה היה
מכספים שגויסו בשוק
ההון המקומי בשנתיים
האחרונות.



על אף הירידה בנזילות נראה כי עיקר העלייה של המירווחים נבעה מעלייה של פרמיית סיכון האשראי, ולא של פרמיית הנזילות. את פרמיית הנזילות הנדרשת בשוק על העדר סחירות ניתן לגזור ממירווח התשואה הנדרש בהנפקה של איגרות חוב לא-סחירות לעומת איגרות חוב סחירות באותה רמת סיכון. פרמיית הנזילות שהייתה מקובלת בשוק בשנים האחרונות²⁰ על איגרת חוב לא-סחירה עמדה על 0.5-1 אחוז, ובשליש האחרון של 2008 היא עמדה, על פי המודל של חברת "שערי ריבית", על כ-2 אחוזים; נראה אפוא כי עיקר העלייה במירווחים היא תוצאת העלייה בהערכת סיכון האשראי. עליית המירווחים בשוק איגרות החוב הקונצרניות הייתה כנראה מעבר למה שהתחייב מעליית הסיכון; כך עולה מההסתברויות לפשיטת רגל הנגזרות מרמת התשואות הקיימת,

²⁰ לפי הערכות השוק, לאחר החלת הוראות השיערוך החדשות של חברת "שערי ריבית".



המצביעות על שיעורי פשיטת רגל צפויים קיצוניים²¹. נראה אפוא שעוצמת האירועים במשבר העולמי והחשש מהשלכותיו על המערכת הפיננסית המקומית הגבירו את אי-הוודאות והובילו לעיתים לתגובות יתר של השוק. תימוכין להערכה שתשואות גבוהות של סדרות רבות מייצגות הערכת יתר של סיכוני האשראי ניתן למצוא בהיקף הגבוה של הרכישות העצמיות של איגרות חוב בידי החברות המנפיקות. התשואה הגבוהה מאפשרת לחברות המנפיקות לרכוש בחזרה את החוב במחיר מופחת, וכך להקטין את נטל החוב העתידי. הרכישות העצמיות שבוצעו במהלך השנה היו מפורזות על פני חברות רבות מענפים רבים, ומכאן שההערכה כי איגרות החוב נסחרות במחיר חסר היא רחבה, ואינה נחלתן של חברות מועטות בלבד.

החמרת המצב הריאלי והפיננסי של הפירמות במהלך 2008 באה לידי ביטוי גם במספרן הרב של הפחתות הדירוג במהלך השנה, וכן בעלייה של מספר החברות שלא עמדו בהתחייבותן לפרוע את איגרות החוב. בשנת 2008 בוצעו 91 הפחתות דירוג לסדרות של איגרות חוב סחירות, ושווי השוק הכולל של סדרות אלה עמד בסוף השנה על 38 מיליארדי ש"ח, לעומת 47 מיליארדים בסוף 2007. מרבית שינויי הדירוג היו לסדרות אשר הונפקו על ידי חברות מענף הבנקאות²² והנדל"ן שדירוגן ערב ההפחתה היה AAA או AA. היקף הפירעונות הצפוי של האשראי החוץ-בנקאי - על פי לוחות הסילוקין - עמד ב-2008, על 14.5 מיליארדי ש"ח (קרן + ריבית, ללא אג"ח מובנות ואג"ח של המגזר הפיננסי).

החמרת המצב הריאלי והפיננסי של הפירמות במהלך 2008 באה לידי ביטוי גם במספרן הרב של הפחתות הדירוג במהלך השנה.

²¹ ערכנו חישוב פשוט, לסדר הגודל של ההסתברות לפשיטת רגל הנגזרת מהשוק, העונה על השאלה מה אחוז החברות שאם הן יפשוטו רגל מייד ההשקעה בתיק של איגרות החוב הקונצרניות תניב תשואה דומה לזו של איגרת חוב ממשלתית מסוג "גליל". ההנחה היא של 0 recovery rate, ושל תיק עם טווח לפדיון של 5 שנים. לפי חישוב זה, ההסתברות הנגזרת בסוף 2008 הייתה 15 אחוזים מחברות התל-בונד 20 ו-45 אחוזים מחברות הנדל"ן. נוסחת החישוב:
$$= \frac{((1+ip/100)^5 - (1+ig/100)^5) / ((1+ip/100)^5 - 1)}{100}$$
 התשואה השנתית לפדיון באג"ח קונצרניות = ip; התשואה השנתית לפדיון באג"ח ממשלתית "גליל" = ig. ²² בשל ריבוי סדרות המונפקות על ידי בנקים מעטים.

לוח ד'-6

מחזורי העסקאות היומיים הממוצעים¹ במק"ם, באיגרות חוב ממשלתיות, במניות ובמט"ח, 2004 עד 2008

2004 - 2008									
השנה	מק"ם	צמודות	צמודות ²	סה"כ אג"ח	ב- MTS ³	אג"ח חוב לא		תעודות	מט"ח ⁵
						ממשלתיות			
						אג"ח מובנות	ממשלתיות		
(מיליוני דולרים)									
2004	628	616	275	891	37	31	617	41	1,648
2005	676	759	365	1,124	98	117	897	105	2,340
2006	797	1,300	391	1,691	255	135	1,174	286	3,029
2007	848	2,534	734	3,268	663	214	1,694	451	4,469
2008	784	2,575	869	3,444	339	173	1,602	561	4,123

(1) עסקאות בבורסה ומחוץ לבורסה.

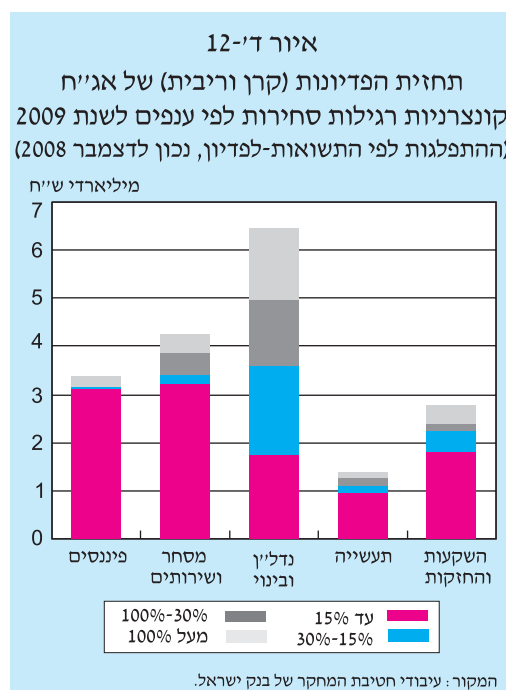
(2) אג"ח ממשלתיות צמודות למדד ולמט"ח.

(3) מערכת מסחר נפרדת לעושיי השוק באג"ח ממשלתיות שמינה משרד האוצר.

(4) תעודות סל לאג"ח ולמניות.

5) נפח המסחר במט"ח של מוסדות פיננסיים זרים, לקוחות אחרים ובנקים מקומיים. כולל עסקות החלף.

המקור: הבורסה לניירות ערך, מחלקת מט"ח ועיבודי החטיבה למידע ולסטטיסטיקה של בנק ישראל.



סכום זה צפוי לגדול ב-2009 ל-17.4 מיליארדים (איור ד'-12).

על רקע הצמצום בזמינות האשראי במשק והחמרת המצב הכלכלי, נראה כי רמת התשואות הגבוהה שיקפה חשש כי חלק מסכום זה לא ייפרע במועד. חשש זה נתמך גם בעובדה שכ-65 אחוזים מהפירעונות הצפויים ב-2009 הם של חברות בקבוצות הדירוג A ומטה, וכ-35 אחוזים הם של חברות מענף הנדל"ן. יתר על כן, כ-75 אחוזים מהפירעונות הצפויים בענף הנדל"ן ב-2009 מיוחסים לסדרות אג"ח שנסחרו בדצמבר בתשואות הגבוהות מ-15 אחוזים, וחלקן של הסדרות בתשואה מעל 30 אחוזים מתקרב ל-50 אחוזים.

(2) האשראי למשקי הבית

יתרת האשראי למשקי הבית הסתכמה בסוף 2008 ב-278.3 מיליארדי ש"ח, גידול של 8.3 אחוזים ביחס ליתרה בסוף 2007. גידול האשראי התמקד באשראי לדיור, שהיווה בסוף 2008 64 אחוזים מיתרת האשראי למשקי הבית. יתרת האשראי למשקי הבית היוותה בסוף 2008 כ-58.6 אחוזים מההכנסה הפנויה של משקי הבית, ללא שינוי משמעותי ביחס לשנים קודמות; זאת בניגוד למצב במשק האמריקאי, שבו עלה שיעור זה מכ-100 אחוזים בסוף 2002 לכ-130 אחוזים בסוף 2008.

4. המוסדות הפיננסיים

א. הבנקים²³

השנה הייתה שנה קשה למערכת הבנקאות: המשבר הפיננסי הגלובלי הביא בתחילה להתממשות סיכוני אשראי הגלומים בנכסים פיננסיים הנסחרים בשוקי חו"ל (משכנתאות ה-subprime והאיגוח שלהם) - כל בנק לפי חשיפתו; לאחר מכן ירד גם כושר הפירעון של פירמות ומשקי בית בישראל בשל היחלשות הביקושים ליצוא והביקושים המקומיים, ובשל ירידת מחירי נכסים בארץ (נכסים פיננסיים) ובחו"ל (נכסים פיננסיים ונדל"ן); רפורמות בתחום העמלות שחייבו עריכת רויזיה בתמחור הפעילות הבנקאית ובהישענות על ההכנסות מעמלות; כנגד זאת, היכולת לגייס הון בשוק איגרות החוב הקונצרניות ובשוק המניות בישראל הלכה ופחתה, ומרבית הביקושים לאשראי עברו אל הבנקים. ברקע כל אלה נדרשו הבנקים להמשיך בתהליך ההתאמה והאימוץ של כללי "באזל 2", ובמסגרת זו - לגייס הון לשם הגדלת יחס הונם לנכסי הסיכון שלהם לרמה של 12 אחוזים.

במצב זה טבעי הוא שהמערכת הבנקאית תפנה למדיניות עסקית שמרנית יותר מאשר בעבר - יותר השקעות באיגרות חוב ממשלתיות, יותר אשראי למשקי בית, שהסיכונים בו ניתנים לתמחור, הגדלת פרמיית הסיכון והנזילות בתמחור התיווך הפיננסי, פחות אשראי לעסקים קטנים, שעלות המעקב אחר ביצועיהם גבוהה, ופחות השקעות בשווקים בחו"ל. יתירה מזאת, יש אף חשש שהבנקים ינקטו קיצוב אשראי²⁴, ובכך יחריפו את השפעת המשבר הפיננסי הגלובלי על המשק הישראלי. עוד אפשר שהבנקים ינצלו את הסטת הביקושים לאשראי הבנקאי לגביית פרמיה מונופוליסטית.

מאז אמצע 2003 מאופיין המשק הישראלי בצמיחה מהירה ובהתחזקות במגזרי הפעילות הכלכלית השונים, וכתוצאה מכך עלה הביקוש לתיווך הפיננסי - במקרים רבים, תוך עלייה באיתנות הפיננסית של הפירמות ומשקי הבית. לפיכך נהנו הבנקים בתקופה זו מעלייה של רווחיותם (מתשואה להון של כ-8.4 אחוזים ב-2003 לכ-17.3 אחוזים ב-2007). במקביל

שנה קשה למערכת הבנקאות: התממשות של סיכונים בביקושים ניכרים בגלל המשבר הגלובלי; ירידה בכושר הפירעון של פירמות ומשקי בית רפורמות בעמלות, שחייבו רביזיה בתמחור הפעילות; המשך ההתאמה והאימוץ של כללי "באזל 2" ודרישה להגדלת יחס ההון לנכסי הסיכון.

ביקושים לאשראי משוקי האג"ח הקונצרניות והמניות הוסטו אל מערכת הבנקאות.

²³ הניתוח בסעיף זה מתבסס בחלקו על נתוני הדוח הכספי לציבור בשלושת הרבעים הראשונים של 2008.

²⁴ קיצוב אשראי הוא מצב שבו הבנק המסחרי נמנע מלהעניק מימון (אשראי) לפרויקט או לפירמה בריבית השוק או אף בריביות גבוהות יותר. זאת כאשר סיכון האשראי (ההסתברות לאי החזר ההלוואה) של הלווה גבוה עד כדי כך שאם הוא מובא בחשבון, תוחלת הרווח בגין העמדת אשראי זה היא שלילית. מצב זה יכול להיווצר גם כשלבנק יש מידע חלקי-בלבד על כושר הפירעון של הלווה, או כשקשה מאוד להעריך את הסיכון בעוד שללווה יש מידע רב יותר.

הצמיחה המהירה מאז 2003, שהתבטאה בעליית הביקוש לתיאור הפיננסי ובהתחזקות האיתנות הפיננסית של הפירמות ומשקי הבית, אפשרה לבנקים ליהנות מרווחיות גבוהה ולשפר את הלימות הונם; אלה תמכו בעמידותם עם פרוץ המשבר.

בשלושת הרבעים הראשונים של 2008 גדל ריאלית האשראי למגזר העסקי, אך זאת תוך ירידה ריאלית של האשראי למגזר העסקים הקטנים. ייתכן שזו משקפת, נוסף על ירידת הביקושים, מדיניות של קיצוב אשראי מצד הבנקים, בשל גידול סיכוני האשראי.

הרווחיות של חמש הקבוצות הבנקאיות ירדה השנה ירידה ניכרת, בעיקר בשל התממשות של סיכונים, שהתבטאה גם בעליית יחס ההפרשה לחובות מסופקים לסך האשראי.

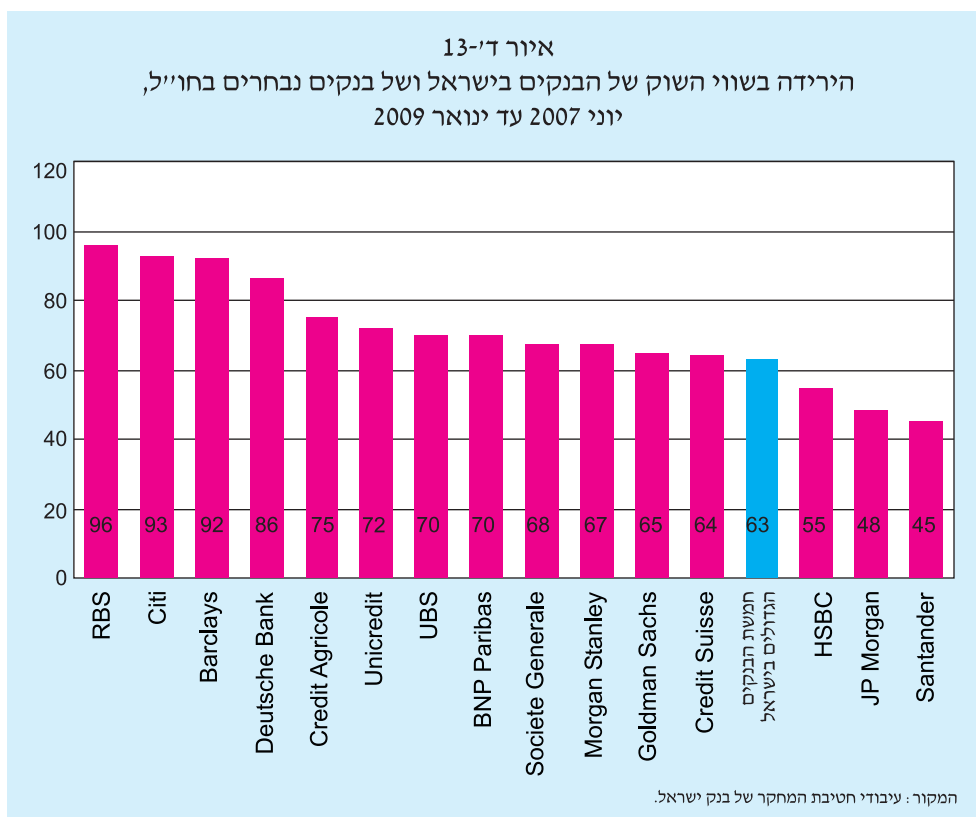
המשבר הפיננסי הגלובלי התבטא בירידת שווי השוק של הבנקים, בדומה לבנקים זרים גדולים במשקים מערביים אחרים. אולם בשונה מהם – בנק ישראלי לא פשט את הרגל, ולא נדרשה התערבות חירום ישירה של הרשויות.

נראה היה כי החשיפה לסיכונים הגלומים בתיק האשראי הבנקאי ירדה בשנים אלה, כפי שמשקף ביחס ההוצאה השנתית בגין ההפרשה לחובות מסופקים לסך האשראי מ-0.78 נקודת האחוז ב-2003 לכ-0.17 ב-2007. גם הלימות ההון של הבנקים עלתה בתקופה זו. כל אלה מבטאים עלייה בעמידות הבנקים בתקופה שלפני המשבר. יתירה מזאת, בשונה מאשר במשק האמריקאי, הצמיחה בישראל לא לוותה באינפלציה של נכסים, שלעיתים גורמת לחשיפה גבוהה של המתווכים הפיננסיים לסיכון השוק הגלום במחירי הנכסים האלה. במהלך 2008 גדלה יתרת האשראי הבנקאי, ריאלית, בכ-3.1 אחוזים, המשך לגידול דומה אשתקד. יתרת האשראי למשקי הבית גדלה השנה ריאלית בכ-4.7 אחוזים – תוצאות האצה שנמשכת כבר שנתיים – וזאת לצד גידול של כ-3.7 אחוזים ביתרת האשראי למגזר העסקי; לעומת זאת האשראי לממשלה ירד (ריאלית). מנתוני הבנקאות לשלושת הרבעים הראשונים של 2008 עולה כי לצד הגידול האשראי למגזר העסקי, ירדה בכאחוז (ריאלית) יתרת האשראי למגזר העסקים הקטנים²⁵. ייתכן שירידה זו משקפת, נוסף על ירידה בביקושים, מדיניות של קיצוב אשראי מצד הבנקים, בשל גידול סיכוני האשראי. חלק ניכר מהאשראי הבנקאי שהועמד בתקופה זו לפירמות עסקיות ניתן לפירמות מענף הבינו והנדל"ן, ענף שעד 2007 בלט בין מגייסי האשראי החוץ-בנקאי – עדות להסטה של ביקושים-לאשראי אל המגזר הבנקאי. להסתת ביקושים אלה לבנקים יש יתרונות וחסרונות: מצד אחד, מערכת הבנקאות התמחתה בהעמדת אשראים ובניהול מושכל של תיקי לווים ושל הסיכונים הגלומים בהם, גם בתקופות של שפל כשאיטנות הלווים יורדת. עוד התמחו הבנקים בהיענות לצורכי מיחזור של אשראים, המקל על הלווים. לפיכך פעלה הסטה זו להתייעלות בהספקת השירותים הפיננסיים. מהצד האחר, הסתת הביקושים מגדילה מחדש את הריכוזיות בשוק האשראי, ובכך מגבירה את כוח השוק של הבנקים, וזאת במערכת בנקאות שהיא ממילא ריכוזית.

רווחיות הבנקים, כפי שהיא משתקפת בתשואה-להון של חמש הקבוצות הבנקאיות, ירדה ירידה ניכרת בשלושת הרבעים הראשונים של 2008, לשיעור של 4.2 אחוזים, לעומת 15.6 ו-17.3 אחוזים ב-2007 ו-2006, בהתאמה. ברבע הרביעי של השנה צפויים להירשם הפסדים בפעילות מרבית הבנקים, כך שהרווחיות השנתית שלהם ב-2008 תהיה אף נמוכה יותר. ירידת הרווחיות היא, בין השאר, תוצאה של מחיקות האשראי שהבנקים נאלצו לבצע בשל המשבר הפיננסי הגלובלי, חלקן בגין החזקת איגרות חוב זרות מגובות במשכנתאות (MBS). יחס ההוצאה השנתית בגין ההפרשה לחובות מסופקים לסך האשראי עלה והסתכם בשלושת הרבעים הראשונים של 2008 בשיעור של כ-0.31 נקודת אחוז (לעומת 0.17 ב-2007 כאמור לעיל)²⁶, והוא צפוי לעלות משמעותית ברבע הרביעי. על פי הפרסומים בשוק המניות יהיו לשלושת הבנקים הגדולים בישראל הפסדים גדולים ברבע האחרון של 2008 – בין השאר, בשל מחיקות אשראי גדולות שנאלצו לעשות השנה. לנוכח כל אלה, ועל אף העמידות היחסית של מערכת הבנקאות הישראלית, בא המשבר הפיננסי הגלובלי לידי ביטוי בירידת שווי השוק של הבנקים (איור ד'-13). סביר להניח שחלק מירידה זו מקורו בחשש שההרעה בביקושים בארץ ומחול"ל (זו שכבר אירעה וזו הצפויה) תבוא לידי ביטוי בירידת כושר פירעון האשראי של הפירמות. נציין כי הירידה בשווי השוק של הבנקים אמנם הגיעה לסדרי גודל משמעותיים מאוד (כמו בבנקים הגדולים הזרים, המצוינים באיור ד'-13), אך בישראל, בניגוד לבנקים הזרים (כולל אלה המצוינים

²⁵ מצרף זה לוקה בהטיה, בגלל שוני בין הבנקים בהגדרת עסקים קטנים.

²⁶ ההחלטה העיקרית בעניין ההפרשה לחובות מסופקים בשנה נתונה מתקבלת בדרך כלל בסופה של השנה, כך שיתכן כי נתון זה עוד ישתנה במידה רבה לכשיתפרסמו הדוחות של סוף 2008.

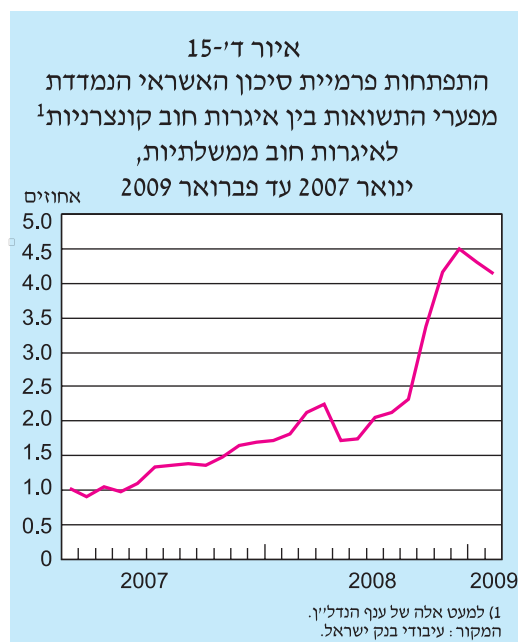
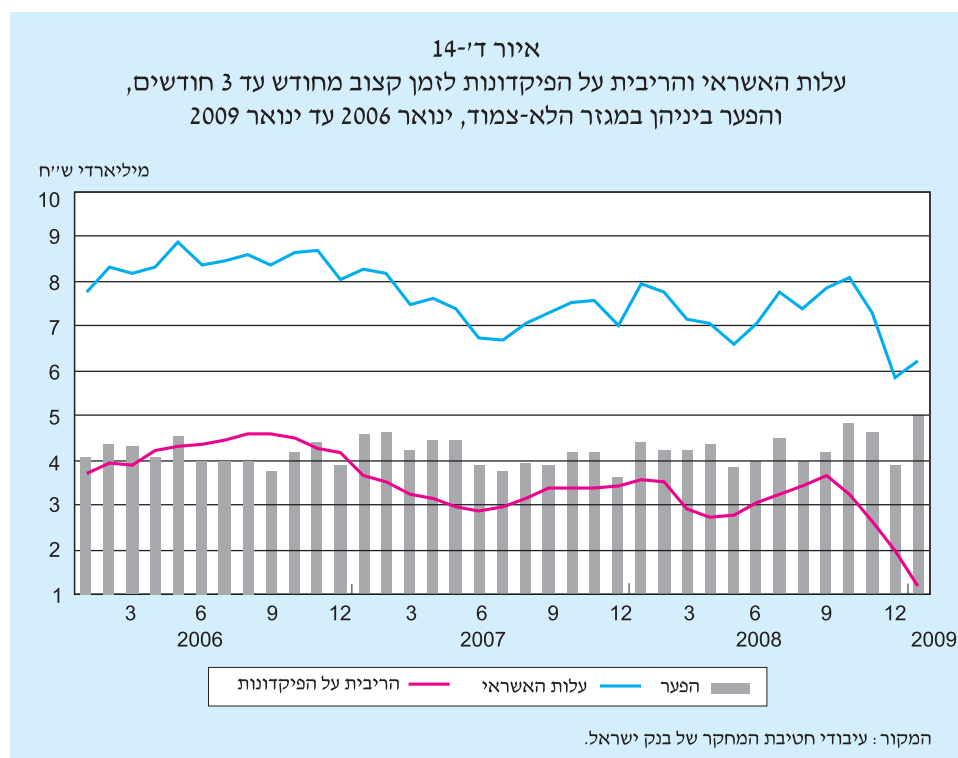


באיור, שום בנק מסחרי לא פשט את הרגל, וגם לא נדרשה התערבות חירום ישירה של הרשויות בדרך של הזרמת הון. בהקשר זה ראוי לציין כי בניגוד לשווקים הגדולים בארה"ב ובאנגליה, בישראל לא התהוותה בשנים האחרונות מגמת עלייה של מחירי הדירות והנדל"ן. בחו"ל גרמה התהפכות מגמה זו לחלק לא-מבוטל מהשפעתו של משבר האשראי הגלובלי על השווקים.

מדיניות הפחתת הריבית שנוקט בנק ישראל בתגובה למשבר עשויה להיות אפקטיבית במידה שהיא תתבטא בריביות השוק - הריבית על הפקדונות ועל האשראי. עלייה בסיכון הלווים פועלת אפוא לקיצוץ (ולו חלקי) מהאפקטיביות של מדיניות מוניטרית זו. הפער בין העלות השולית²⁷ של האשראי הבנקאי לריבית השולית על הפיקדונות הבנקאיים לזמן קצוב עד 3 חודשים (במגזר הלא-צמוד) עלה במקצת במחצית השנייה של 2008 (איור ד'-14). שאלה היא באיזו מידה עלייה זו משקפת את הגידול של סיכון הלווים (איור ד'-15) ושל חשיפת הבנקים לסיכון האשראי, ובאיזו מידה היא משקפת ניצול כוח השוק של הבנקים כתוצאה מהסטת ביקושים לתיווך הפיננסי הבנקאי. בשל תקופת הזמן הקצרה מאז התפתחות זו בפער הריביות, מוקדם עדיין לקבוע את תקפותה של הטענה בדבר ניצול כוח השוק.

²⁷ כדי להשתמש בנתוני הריביות השולית ולא בריבית הממוצעת על כלל תיק האשראי והפיקדונות, השתמשנו בנתוני הבנקים על האשראי שניתן והפיקדונות שהתקבלו במהלך החודש השוטף בלבד.

פרק ד': המערכת הפיננסית



ב. חברות הביטוח

מצבן של חברות הביטוח הורע השנה²⁸. עיקר הפגיעה באה מפעילות ענף ביטוח החיים, שהוא רגיש יותר לשוק ההון ותורם כמחצית מהכנסות הענף מפרמיות, ואילו ענף הביטוח הכללי נפגע פחות, שכן ההרעה במצב הריאלי עדיין לא השתקפה במלואה בתוצאות העסקיות.

נכסי ענף ביטוח החיים הסתכמו בסוף 2008 בכ-140 מיליארדי ש"ח, 60 אחוזים מהם מרוכזים בתוכניות המשתתפות ברווחים (לוח ד'-7), שקטנו השנה ב-12 אחוזים לאחר שנים של גידול מואץ. נכסי ענף ביטוח החיים היוו בסוף 2008 כ-7.5 אחוזים מתיק הנכסים של הציבור.

התוצאות העסקיות של חברות הביטוח השנה מצביעות על ירידה משמעותית בהכנסות, ואף על מעבר של חברות הביטוח להפסד מצרפי קטן (כ-60 מיליוני ש"ח), לעומת רווח של כ-2.1 מיליארדי ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד.

בעוד שבביטוח הכללי הרווחיות עדיין חיובית, אף כי קטנה, וההכנסות מפרמיות עלו בכ-6 אחוזים, ענף ביטוח החיים עבר להפסדים. לפגיעה ברווחיותו תרמו ירידות השערים בשוק ההון ומעבר לתשואות שליליות בפוליסות המשתתפות ברווחים, המונע מהחברות גבייה של עמלת דמי ניהול משתנים. זו תוכל להיגבות שוב רק לאחר שהתשואה המצטברת (הכוללת גם את תקופת התשואה השלילית²⁹) תחזור להיות חיובית.

המשבר הפיננסי העולמי משתקף גם בעמידותן של חברות הביטוח: ב-2008 ירד ההון העצמי בכל החברות הגדולות ביחס לשנה קודמת, וכן ירד יחס ההון הראשוני לסך הנכסים. המעבר להפסדים והשחיקה בשווי הנכסים, שנוקפה להון, יצרו גירעון בהון העצמי של חלק מהחברות, והן הגיבו והשלימו את ההון הנדרש. על פי המגמות הנוכחיות יצטרכו חברות הביטוח לגייס בתקופה הקרובה הון ראשוני ומשני כדי לעמוד בדרישות הפיקוח.

השנה התממשה החשיפה הגדולה של חברות הביטוח לשוק ההון, וגדלה החשיפה שלהן לסיכונים האשראי. בלטה התלות הגדולה של ביצועי חברות הביטוח בשווקים, שהלכה וגברה עם תהליכי הרפורמה. זו הושפעה בעיקר מעליית משקלם של הנכסים הסחירים בתוכניות לביטוח חיים המשתתפות ברווחים, וכן מהשקעות של תיק הנוסטרו ומעבר לשיערוך הנכסים הלא סחירים שבתיק תוכניות הביטוח המשתתפות ברווחים במחירי השוק. החשיפה של התוכניות המשתתפות ברווחים לשוק איגרות החוב הקונצרניות הייתה השנה קטנה מזו של קופות הגמל (במוצע 28 אחוזים מהתיק לעומת כ-37 אחוזים); לעומת זאת החשיפה של תוכניות אלה לחו"ל הייתה גדולה מזו של קופות הגמל (17 אחוזים לעומת 8.5 אחוזים).

הסערה בשווקים העולמיים והתערערות האיתנות של המוסדות הפיננסיים בעולם הבליטו גם את סיכון מבטחי המשנה³⁰, סיכון שנושאות בו גם חברות ביטוח במדינות אחרות: ההתחייבויות של מבטחי המשנה כלפי חברות הביטוח הסתכמו בספטמבר בכ-10 מיליארדי ש"ח, והריכוזיות בתחום זה גבוהה - דווקא בתקופה זו, שבה אין להסתמך על הדירוג הגבוה של מבטחי המשנה, ונדרש יתר פיזור על ידי הגדלת מספרם (כפי שאכן נעשה).

התוצאות העסקיות של חברות הביטוח עד הרביע השלישי של השנה מצביעות על ירידה משמעותית בהכנסות, ואף על מעבר של חברות הביטוח להפסד מצרפי קטן.

בתשעת החודשים הראשונים של 2008 ירד ההון העצמי בכל חברות הביטוח הגדולות ביחס לשנה קודמת, וכן ירד יחס ההון הראשוני לסך הנכסים.

הסערה בשווקים העולמיים והתערערות האיתנות של המוסדות הפיננסיים בעולם הבליטו גם את סיכון מבטחי המשנה, בשל הריכוזיות הגדולה בתחום זה.

²⁸ הנתונים מתבססים על הדוחות הכספיים של חמש חברות הביטוח הגדולות ביותר לספטמבר 2008.

²⁹ על פי הכללים, כאשר בתוכניות המשתתפות ברווחים התשואה שלילית, הן צריכות להניב בעתיד תשואה חיובית באותו גודל לפני שהחברות זכאיות להשתתפות (15%) ברווחים.

³⁰ מבטחי משנה - חברות ביטוח גדולות בחו"ל שניתן למכור להן חלק מהסיכון הביטוחי תמורת פרמיה.

לוח ד'-7

המשקיעים המוסדיים - ההתפתחויות העיקריות, 2004 עד 2008

השנה	קרנות הנאמנות	קופות התגמולים והפיצויים	קרנות ההשתלמות	קרנות הפנסיה		התוכניות לביטוח חיים ¹		סך הכול
				ותיקות	חדשות ²	מבטיחות תשואה	משתתפות ברווחים	
יתרת הנכסים ³ (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
2004	101.1	163.7	60.5	124.2	23.8	43.6	58.1	575.0
2005	124.6	163.7	71.2	142.3	44.3	47.3	70.9	664.3
2006	111.4	173.5	78.6	145.7	53.8	48.5	83.0	694.5
2007	119.2	186.1	88.0	157.1	62.8	50.1	96.4	760.0
2008	97.6	142.1	70.8	⁴ 235.9	69.1	54.9	84.8	755.9
אחוזים מסך החיסכון המוסדי ⁵								
2004	17.6	28.5	10.5	21.6	4.1	7.6	10.1	100.0
2005	18.8	24.6	10.7	21.4	6.7	7.1	10.7	100.0
2006	16.0	25.0	11.3	21.0	7.7	7.0	11.9	100.0
2007	15.7	24.5	11.6	20.7	8.3	6.6	12.7	100.0
2008	12.9	18.8	9.4	31.2	9.1	7.3	11.2	100.0
אחוזים מסך כל תיק הנכסים של הציבור								
2004	7.1	11.5	4.3	8.7	1.7	3.1	4.1	40.5
2005	7.6	9.9	4.3	8.6	2.7	2.9	4.3	40.3
2006	6.1	9.4	4.3	7.9	2.9	2.6	4.5	37.8
2007	5.8	9.0	4.3	7.6	3.1	2.4	4.7	36.9
2008	5.2	7.5	3.8	12.5	3.7	2.9	4.5	40.1
הצבירה נטו (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים) ⁶								
2004	13.9	1.0	2.7	-4.2	3.7			17.1
2005	16.0	2.5	2.8	-3.8	⁷ 17.9			17.5
2006	-18.3	-0.8	3.0	-4.3	6.2			-14.2
2007	5.0	-0.7	3.7	-4.2	6.4			10.2
2008	-9.4	-8.8	-0.6	-4.4	8.0			-15.1

(1) יתרת הנכסים של התוכניות לביטוח חיים אינה כוללת רכוש קבוע, סכומים לקבל והוצאות רכישה נדחות.

(2) כולל את קרנות הפנסיה הכלליות וקופות הגמל המרכזיות לקצבה.

(3) נכסי כל משקיע מוסדי הם בניכוי השקעותיו בקרנות נאמנות ובתעודות סל.

(4) מפברואר 2008 כוללים נכסי קרנות הפנסיה הוותיקות גם את התחייבות הממשלה לסיוע. התחייבות זו תקפה מאז 2003 אולם רק בפברואר 2008 קיבלו הקרנות הוראה לרשום אותה כחלק מנכסיהן. יתרת ההתחייבות משתנה מחודש לחודש, ובדצמבר 2008 היא עמדה על סך של 76.7 מיליארדי ש"ח.

(5) כולל: קרנות הנאמנות וקרנות ההשתלמות המוגדרות כחיסכון לטווח קצר עד בינוני וקופות הגמל, קרנות הפנסיה והתוכניות לביטוח חיים, המוגדרות כחיסכון מוסדי-חוזי לטווח ארוך.

(6) ללא העברה בין קופות.

(7) כולל הפקדה חד-פעמית לקופת גמל מרכזית לקצבה.

המקור: דיווחי קרנות הנאמנות לבנק ישראל, אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר ועיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.

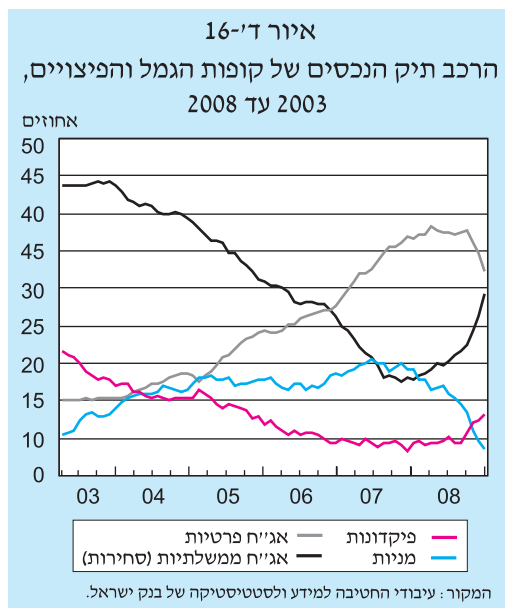
סיכון הנזילות בחברות הביטוח הוא, מטבע הדברים, קטן יחסית, בגלל ההתחייבויות ארוכות הטווח שלהן, ההפסד-למבוטח במשיכה מוקדמת של הפוליסה והעובדה שמרבית סיכון השוק נופל על העמית. אולם ברמת החברה הבודדת קיים הסיכון שהמבוטח יעביר את התוכנית לחברה אחרת. (עם זאת, עד כה לא היו בענף זה פדיונות והעברות משמעותיים למרות המשבר הפיננסי). רפורמת הניידות בין מכשירי החיסכון לטווח ארוך בתחילת 2009 תחייב התאמה של רמת הנכסים הנזילים בחברות הביטוח, בגלל האפשרות של עמיתים לעבור מתוכניות ביטוח חיים לאפיקי חיסכון אחרים לטווח ארוך, כגמל ופנסיה.

ג. קופות הגמל והפיצויים

(1) מדיניות ההשקעה והרכב התיק

בשנת 2008 כמעט הושלם תהליך המכירה של קופות הגמל מהבנקים לחברות הביטוח ולמנהלים אחרים, ובספטמבר נודלו בידי הבנקים כ-10 אחוזים מנכסי הענף. נכסי קופות הגמל והפיצויים המנוהלים בידי למעלה מ-500 קופות ירדו ב-2008 ירידה תלולה, והגיעו בסופה ל-145.4 מיליארדי ש"ח, לעומת 188.9 מיליארדים בסוף 2007. זאת בעקבות האצה משמעותית במשיכות ותשואות שליליות על ההשקעות. הצבירה נטו בקופות הגמל ב-2008 הייתה שלילית, והסתכמה ב-8.8 מיליארדי ש"ח³¹ (לעומת כ-700 מיליונים ב-2007), והתשואה המצטברת הייתה שלילית -

בשנת 2008 נרשמו בקופות הגמל צבירה נטו שלילית של כ-8.8 מיליארדי ש"ח ותשואות שליליות חריגות - 15.4 אחוזים.



התגברות קצב המשיכות השנה קשורה למשבר הפיננסי הגלובלי, שהוביל לירידה חדה של מחירי הנכסים הפיננסיים והניע את הציבור לחפש אפיקי השקעה בעלי סיכון נמוך יותר. קופות הגמל, שנתפסו כאפיק חיסכון סולידי לטווח ארוך, הגדילו בשנים האחרונות את חשיפתן לסיכון, לעיתים אף בלי שהעמיתים היו מודעים לכך (איור ד'-16). כך, למשל, רכשו קופות הגמל מניות ואיגרות חוב קונצרניות והגדילו את חלקן של אלה בתיקיהן, על חשבון איגרות החוב הממשלתיות והפיקדונות (לוח ד'-8). כן גדלה חשיפתן להשקעות ממונפות בנדל"ן בחו"ל³², וגדל המיתאם בין נכסיהן, בגלל המיתאם

הגבוה בין שערי המניות לשערי איגרות החוב הקונצרניות בעתות משבר. כתוצאה מכך הציגו הקופות במחצית השנה האחרונה תשואות שליליות חריגות, ומשום כך התגבר קצב המשיכות מהן.

³¹ ללא העברות בין קופות.

³² הגיוס בארץ שימש הון עצמי להשקעות ממונפות בחו"ל.

לוח ד'-8
התפלגות תיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים לפי סוגי נכסים, עד 2006
(אחוזים)

נכסים אחרים ²	אג"ח ממשלתיות				אג"ח פרטיות				מניות				השקעות בחו"ל ¹			
	2008	2007	2006	2008	2007	2006	2008	2007	2006	2008	2007	2006	2008	2007	2006	2006
קופות הגמל																
והפנציות	18.9	13.0	14.9	33.1	20.6	28.0	32.2	36.7	29.7	8.6	19.2	18.5	7.2	10.5	8.9	
קרנות ההשתלמות	19.9	14.9	17.2	29.8	18.1	25.1	32.3	37.8	29.9	10.8	19.6	18.2	7.2	9.6	9.6	
קרנות הפנסיה																
הותיקות	5.5	5.1	6.1	81.1	70.4	78.1	7.1	12.8	9.0	1.9	3.8	3.5	4.4	7.9	3.3	
קרנות הפנסיה																
הכלליות החדשות	17.6	17.4	17.0	45.8	23	29.4	25.4	35.6	30.9	6.1	17.1	16.4	5.1	6.9	6.3	
קרנות הפנסיה																
המקיפות החדשות ³	21.2	13.4	13.7	47.6	44.7	51.5	17.8	21.7	19.5	5.1	9.5	7.4	8.3	10.7	7.9	
קרנות הנאמנות	41.7	21.1	24.4	36.7	32.1	29.6	11.3	20.1	14.4	4.2	13.3	14.2	6.1	13.4	17.4	
תוכניות הביטוח																
המבטחות תשואה ⁴	20.2	22.0	22.7	66.1	65.4	66.6	11	9.3	7.5	1.3	1.5	1.5	1.4	1.8	1.7	
תוכניות הביטוח																
המשתתפות ברווחים ⁴	22.9	18.8	19.4	22.9	14.4	18.1	26.7	27.5	24.2	11.2	19.7	20.3	16.3	19.6	18.0	
סך כל המשקיעים	18.6	14.2	16.2	50.7	36.5	41.7	18.3	25.1	19.6	5.6	13.3	12.8	6.8	10.9	9.7	

(1) כולל השקעה בניות ערך ישראלים הנסחרים בחו"ל, בניירות ערך זרים, בפיקדונות בחו"ל ובקרנות נאמנות. לא כולל השקעה בתעודות סל על מודים בחו"ל אשר נסחרות בתל אביב.
 (2) מקיט, פיקדונות, הלוואות, תעודות השתתפות בקרנות נאמנות, זכויות מקרקעין, נכסים עתידיים, חיקי משכנתאות ונכסים אחרים.
 (3) כולל את קופות הגמל המוכוזיות לקצבה.
 (4) נכסי השקעה בלבד בנין תוכניות ביטוח חיים.
 המקור: דיווחי הברית הביטוח, קופות הגמל, ההשתלמות והפנסיה לאגף שוק ההון במשרד האוצר ודיווחי קרנות הנאמנות לנפק ישראל.

ייתכן שחלק מההסבר להאצת המשיכות מהקופות נעוץ גם בסרבול ואי-הוודאות שהתלוו לתהליך העברת נכסי הקופות מהבנקים למנהלים אחרים, שלא העמידים בחרו בהם, לעיתים תוך העברת הקופות של אותו עמית למספר מנהלים שונים.

(2) היבטים בעייתיים בענף הגמל ולקחי המשבר

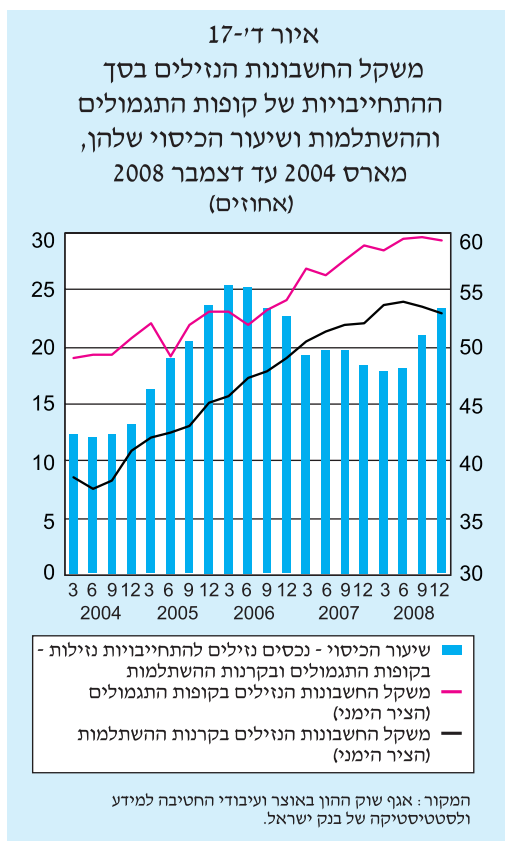
א. ענף הגמל נתפס כמכשיר חיסכון לטווח ארוך, אולם מרבית הכספים המנוהלים בו (כמעט 60 אחוזים מהיתרה) ניתנים למשיכה בהתראה קצרה, על פי החלטת העמית (איור ד'-17); זאת על רקע הבשלתם של כספים שהופקדו בעבר בקופות הגמל לתקופות של 15 שנים.

כתוצאה מכך, וכן על רקע פרסום תדיר של התשואות, ניהול ההשקעות מונע משיקולים קצרי טווח, והיקף הנכסים הנזילים שהקופות נדרשות להחזיק הוא גבוה. הרפורמה שבוצעה ב-2004 ומאפשרת הפקדת כספים חדשים בקופות הגמל לגיל פרישה בלבד מטפלת בבעיה זו, אולם השפעתה היא הדרגתית ותאריך זמן רב.

ב. אף שמיגוון הגילים של החוסכים בענף הגמל רחב ביותר, וטעמי החוסכים שונים, כספי עמיתים צעירים, שאופק החיסכון שלהם ארוך, מנוהלים יחד עם כספי עמיתים הקרובים לגיל פרישה. המשבר הנוכחי הבליט את הבעייתיות של השיטה הקיימת, בעייתיות שהייתה מוכרת מזמן והניעה את התפתחות מסלולי ההשקעה השונים בקופות, כפי שהתבטא בהתגברות קצב העברת הכספים בין מסלולי השקעה אצל אותו מנהל. יחד עם זאת עדיין יש צורך ממשי באישור קופות גמל אישיות, המנוהלות על פי תמהיל השקעות ספציפי שיקבע העמית, בהתאם לגילו וטעמיו.

המשבר שפקד את ענף הגמל בשנה האחרונה העלה על סדר היום את השאלה אם נדרשת החזרה של חלק מההגבלות על הרכב התיק של קופות הגמל. זאת על רקע העלייה בנטייתן לטול סיכונים, בעקבות התגברות התחרות בענף (תיבה ד'-1). למעשה, הרפורמה שבוצעה בתקנות ההשקעה של קופות הגמל ב-2002 העבירה את האחריות על ניהול ההשקעות למנהלי הקופות, תוך מתן חופש מלא למנהלים, והותירה בתקנות ההשקעה אך ורק הגבלות יציבותיות³³ והגבלות הנוגעות לפיזור ההשקעות. אולם הניסיון של השנים האחרונות, ובעיקר העובדה שקופות הגמל הגדילו מאוד את החשיפה שלהן לאשראי, מעלים את השאלה אם העברת האחריות לקופות הייתה

ענף הגמל נתפס כמכשיר חיסכון לטווח ארוך, אולם מרבית הכספים המנוהלים בו (כמעט 60 אחוזים מהיתרה) ניתנים למשיכה בהתראה קצרה, על פי החלטת העמית.



³³ ראו הערה 5.

קופות הגמל הגדילו את האשראי למגזר העסקי עד לרמה של כמעט 40 אחוזים מהרכב התיק שלהן; זאת לפני שהן השכילו לפתח יכולת מקצועית לניהול סיכונים אשראי, תוך הסתמכות כמעט מוחלטת על חברות הדירוג, ללא ביטחונות מתאימים וללא פיזור ענפי של החשיפה.

מוצדקת. כך, למשל, הגדילו הקופות את חשיפתן לאשראי למגזר העסקי עד לרמה של כמעט 40 אחוזים מהרכב התיק שלהן במאוס 2008, וזאת לפני שהן השכילו לפתח את היכולת המקצועית לנהל סיכונים אשראי, תוך הסתמכות כמעט מוחלטת על חברות הדירוג, ללא ביטחונות מתאימים וללא פיזור ענפי של החשיפה.

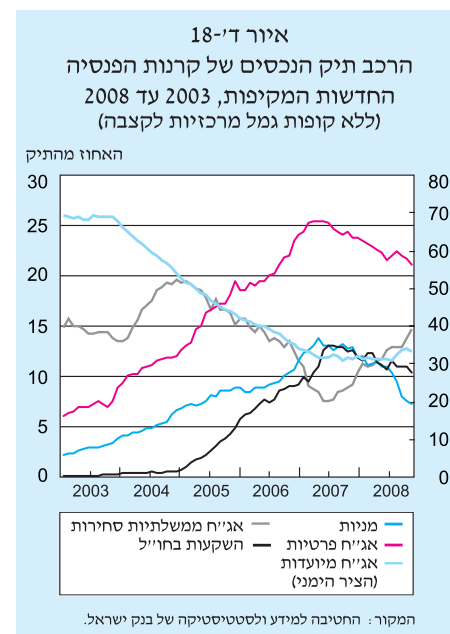
על רקע כל אלה נראה כי יש להחיל את ההגבלות הענפיות המוטלות על המערכת הבנקאית גם על המשקיעים המוסדיים לכל סוגיהם, וכן ליצור שונות בתקנות ההשקעה לפי גיל החוסכים, כך שכלל שגיל החוסכים קרוב יותר לפרישה רמת הסיכונים שהקופה תהיה רשאית לטול תהיה נמוכה יותר (בהתאם להכרזה של משרד האוצר, העומדת לביצוע במהלך 2009).

קופות הגמל נערכו ב-2008 לגל פדיונות גדול מזה שהיה בפועל והתמודדו היטב עם ההאצה בקצב המשיכות. על אף העלייה במשיכות הן הצליחו להגדיל את יחס הנזילות³⁴ במחצית השנייה של השנה, וזאת באמצעות הגדלת שיעורי ההחזקה שלהן בנכסים נזילים. נראה כי לתקופה הקרובה, על אף ההגדלה, יחס זה עדיין נמוך, ונדרשת הגדלה נוספת שלו; זאת על רקע עליית משקלן של איגרות החוב הקונצרניות, שהן נכס בעל נזילות נמוכה יחסית, בתיק הקופות בשנים האחרונות, וכן על רקע אי היציבות הפיננסית והחשש להתגברות הפדיונות.

ד. קרנות הפנסיה החדשות

נכסי קרנות הפנסיה החדשות הסתכמו בסוף 2008 ב-48.3 מיליארדי ש"ח (ללא נכסי קופות הגמל המרכזיות לקצבה)³⁵, ירידה של 3.4 אחוזים לעומת יתרת הנכסים בסוף 2007. הירידה ביתרת הנכסים, על אף המשך הצבירות הגבוהות בקרנות (כ-6.3 מיליארדים), היא תוצאת תשואה שלילית של כ-11 אחוזים על ההשקעות במהלך 2008.

התשואה השלילית על ההשקעות מוסברת בחשיפה הולכת ועולה של קרנות הפנסיה לנכסי שוק מאז הרפורמה בענף ב-2003. בעקבות הרפורמה ירד בהדרגה משקלן של איגרות החוב המיועדות בתיק הקרנות, ועלה משקלן של נכסי שוק כאיגרות חוב ממשלתיות, איגרות חוב קונצרניות, מניות והשקעות בחו"ל (איור ד'-18). אולם כיוון



גם קרנות הפנסיה החדשות הגדילו את חשיפתן לנכסי שוק מאז הרפורמה בענף ב-2003. אולם כיוון שהן נהנות עדיין מ-30 אחוזים של אג"ח מיועדות, חשיפתן לתנודתיות בשווקים נמוכה מזו של משקיעים מוסדיים אחרים לטווח ארוך.

שקרנות הפנסיה עדיין נהנות מאיגרות חוב מיועדות בשיעור של עד 30 אחוזים מהתיק,

³⁴ יחס הנזילות - יחס הנכסים הנזילים להתחייבויות הנזילות. הנכסים הנזילים הם מזומן ועו"ש (כולל מט"ח). מק"ם ונכסים סחירים בחו"ל, ללא נכסים עתידיים בחו"ל.

³⁵ ישנן גם קרנות פנסיה ותיקות, הסגורות בפני עמיתים חדשים, והיקף הנכסים שהן ניהלו בסוף 2008 היה כ-230 מיליארדי ש"ח.

חשיפתן לתנודתיות בשווקים נמוכה מזו של משקיעים מוסדיים אחרים, ועל כן התשוואות השליליות שמהן סבלו ב-2008 היו נמוכות יותר.

בשנת 2008 יושמו שני שינויים מרחיקי לכת בענף החיסכון לטווח ארוך, שצפויה להיות להם השפעה ארוכת טווח על ההיקף והמבנה של החיסכון לטווח ארוך. השינוי הראשון הוא החלת חוק פנסיית חובה, שצפוי להגדיל את היקף החיסכון לטווח ארוך, והשני - החלת כללי רגולציה אחידים והטבות מס זהות לכל מכשירי החיסכון. המהלך האחרון צפוי ליצור אחידות בין כל אפיקי החיסכון, כך שבחירת מסלול החיסכון תהיה חפה משקולים זרים ותושבת אך ורק על התשואה, רמת הסיכון, איכות השירות וגובה דמי הניהול. חשוב כי כל שינוי עתידי יקיים אף הוא עקרונות אלו.

רוב נכסי קרנות הפנסיה (98 אחוזים) מנוהלים בידי חברות הביטוח. הריכוזיות בענף עדיין גבוהה מאוד: שתי קרנות בלבד מנהלות כמעט 70 אחוזים מנכסי הענף.

בשנת 2008 הופעל
לראשונה חוק פנסיית
חובה, ונקבעה רגולציה
אחידה לכל אפיקי
החיסכון לטווח ארוך.

5. השווקים הפיננסיים

א. שוק השקל-מט"ח

(1) התפתחות שער החליפין ורמת סיכנון

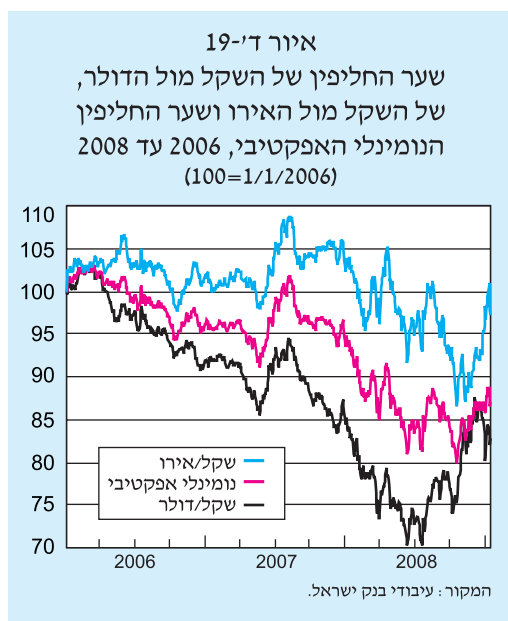
(א) התפתחות שער החליפין

בשנת 2008 יוסף שער החליפין של השקל³⁶ מול הדולר בשיעור של כ-2 אחוזים, ובשיעור של כ-8 אחוזים מול סל המטבעות האפקטיבי, המחושב על פי משקלות הסחר של ישראל (איור ד'-19).

התפתחות שער השקל מול הדולר במהלך התקופה הנסקרת לא הייתה אחידה, והושפעה הן מגורמים גלובליים - ובראשם החרפת המשבר הפיננסי העולמי - והן מגורמים מקומיים, כתנאי יסוד טובים במשק ותוכנית רכישת הדולרים של בנק ישראל בשוק המט"ח (איור ד'-20).

בהתפתחות שער השקל מול הדולר ניתן להבחין בין שתי תקופות עיקריות, הנבדלות זו מזו במגמות השער:

התפתחות שער השקל
מול הדולר במהלך
התקופה הנסקרת לא
הייתה אחידה, והושפעה
הן מגורמים גלובליים
– ובראשם החרפת
המשבר הפיננסי העולמי
– והן מגורמים מקומיים,
כתנאי יסוד טובים במשק
והתערבות בנק ישראל
בשוק המט"ח.

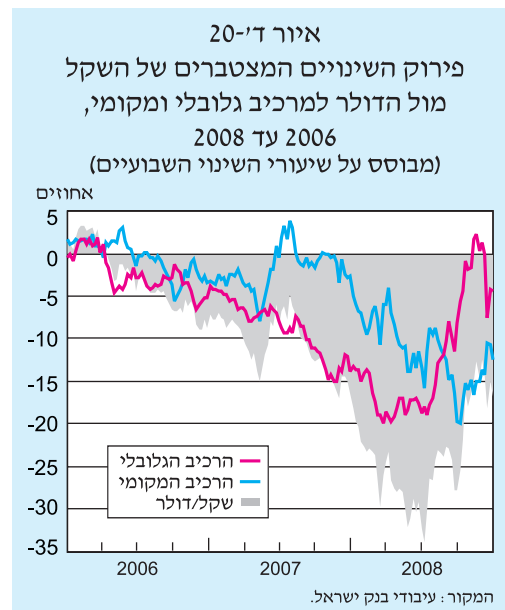


המחצית הראשונה של השנה - תקופה זו אופיינה בייסוס נומינלי של כ-16 אחוזים מול הדולר ובייסוס של כ-14 אחוזים בשער הנומינלי האפקטיבי. משמע שנוסף על התחזקותו מול הדולר התחזק השקל גם ביחס למטבעות אחרים³⁷. הייסוס, אשר ראשיתו עוד בתחילת

³⁶ לכל אורך הסעיף הכוונה היא לשער היציג של הדולר, אלא אם כן יצוין אחרת.

³⁷ לדרך חישוב שער המטבע הנומינלי אפקטיבי ראו י' סופר (2005), מדד שער החליפין הריאלי בישראל והשפעותיו על הייצוא והיבוא, סוגיות במטבע חוץ, בנק ישראל.

אחת הסיבות להתחזקות
השקל מול הדולר
במחצית הראשונה של
השנה היא תנאי יסוד
טובים במשק והמשך
ההתרחבות של הפעילות
הכלכלית.



התרחבות הפעילות הכלכלית במשק הישראלי, והוא אף צמח בקצב שנתי של 5.3 אחוזים; זאת בניגוד למדינות המפותחות והמתפתחות, שבהן הואטה הצמיחה. לנוכח התפתחויות אלה הפך השקל למטבע אטרקטיבי להשקעה.

(2) מסוף שנת 2007 ועד אפריל השנה הפחית הבנק המרכזי של ארה"ב את הריבית בשיעור מצטבר של 2.25 אחוזים, כולל שתי הפחתות רצופות בחודש ינואר בשיעור מצטבר של 1.25 אחוז, כדי להתמודד עם מצוקת האשראי שנוצרה בעטיו של המשבר הפיננסי;

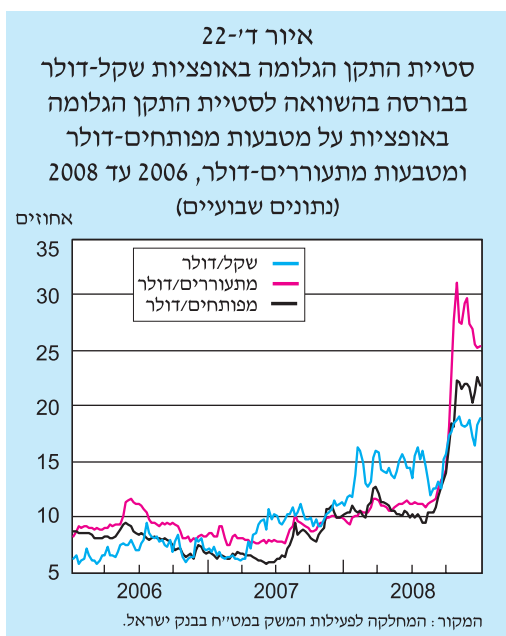
2006, התגבר באוגוסט 2007, בעקבות מגמת ההיחלשות של הדולר בעולם, עם היוודע ההפסדים הכבדים של בנקי ההשקעות הגדולים בארה"ב במכשירים פיננסיים מגובי משכנתאות.

המחצית השנייה של השנה - תקופה
זו אופיינה בפריחות נומינלי של כ-16 אחוזים מול הדולר ובפריחות של כ-7 אחוזים בשער הנומינלי האפקטיבי. מכאן שחלק מן הפריחות מול הדולר נבע מהתחזקות הדולר בעולם.

בשונה ממגמת הייסוף ברביע הרביעי אשתקד, במחצית הראשונה של 2008 נבעה התחזקות השקל מול הדולר בעיקר מגורמים מקומיים³⁸, ורק במקצת מגורמים גלובליים. על כך מעידות מגמות התפתחותו של הדולר מול מטבעות המדינות המתעוררות והמפותחות (איור ד'-21) גם יחד: מתברר שהדולר נחלש גם ביחס למטבעות אחרים בתקופה זו, אף כי בעוצמה פחותה מאשר בישראל. להתחזקות השקל מול הדולר ומול מטבעות אחרים בתקופה זו כמה הסברים מרכזיים:

(1) המשך השיפור בתנאי היסוד של המשק בא לידי ביטוי בהעלאת דירוג האשראי של ישראל בנובמבר 2007 על ידי חברת S&P ובפברואר 2008 על ידי חברת FITCH, וכן בהחלטת ארגון OECD לפתוח בתהליך של קבלת ישראל לארגון. לפיכך המשיכו תושבי חוץ את השקעותיהם בניירות ערך בישראל למרות המשבר העולמי. כמו כן נמשכה במחצית הראשונה של 2008

³⁸ השינוי שאנו מייחסים לשער המקומי של הדולר מחושב כאותו חלק בשינוי שער השקל מול הדולר שלא ניתן להסביר בשינוי השערים הצולבים.



לעומת זאת הופחתה ריבית בנק ישראל באותה תקופה בחצי אחוז בלבד. פער הריביות לטובת השקל הגדיל את הביקוש לו, בטווח הקצר, וכך תרם להתחזקות. עם הגורמים שמיתנו את ייסוף השקל ניתן למנות את תוכנית רכישת הדולרים של בנק ישראל³⁹. (לפירוט על התוכנית ראו פרק ג').

המחצית השנייה של השנה אופיינה בהתחזקות הדולר, בהחרפת המשבר הריאלי בשאר מדינות העולם ובהורדות ריבית חדות הן במדינות המפותחות והן במתפתחות, לסביבת ריביות נמוכה; זאת כדי להתמודד עם מצוקת האשראי וכדי לתמוך בביקוש המצרפי. במהלך תקופה זו גורמים גלובליים הם שהובילו, כאמור, לפיחות השקל מול הדולר, ובעיקר:

- (1) החמרה במשבר הריאלי בשאר מדינות העולם וסביבת האינפלציה הנמוכה, שהביאו לירידות ריביות חדות הן בעולם והן בישראל, עם ציפיות להמשך הורדות הריביות.
- (2) שינוי מדיניות הרכישה של בנק ישראל. ב-10 ביולי פרסם בנק ישראל עדכון לתוכנית, ובמסגרתה הוא ירכוש החל מיום ההודעה 100 מיליוני דולרים ביום.
- (3) פדיונות גבוהים של המשקיעים הזרים בשוק המניות והמשך ההשקעות של תושבי ישראל בשוקי המניות בחו"ל.

(ב) סיכון שער החליפין

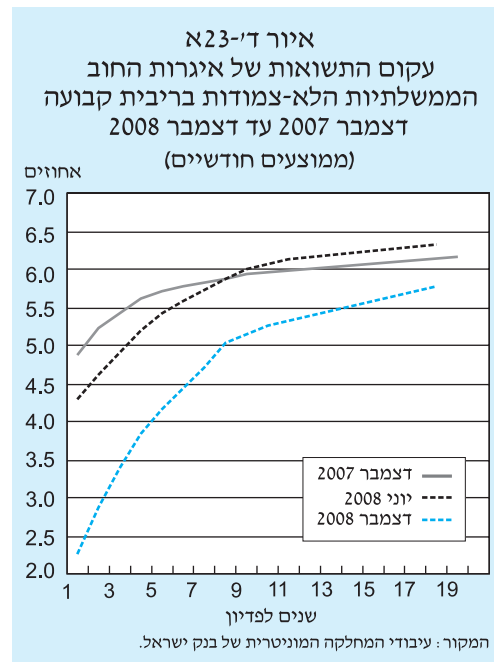
בשנת 2008 עלתה רמת הסיכון במט"ח הן בישראל והן בעולם. הסיכון הצפוי בשער החליפין, כפי שהוא נמדד על ידי סטיות התקן הגלומות באופציות שקל-דולר בבורסה, עלה והגיע לרמות שיא במהלך השנה, ובממוצע הוא עמד על 15 אחוזים - זינוק של 7 נקודות אחוז לעומת 2007. מניתוח רב-שנתי של סטיית התקן עולה כי מגמת העלייה החלה עוד באפריל 2007. במהלך שנת 2008 נרשמה עלייה מתמשכת בסטיית התקן, שהגיעה לשיאה לקראת אמצע פברואר. מגמת עלייה זו עלתה בקנה אחד עם מגמת הייסוף החדה, שהתפתחה באותה תקופה וביטאה את הרמות הגבוהות של סיכון שער החליפין, כפי שהן נתפסו על ידי השחקנים בשוק.

זאת ועוד, מניתוח ההסתברויות לייסוף/פיחות חריג של מעל 3 אחוזים, שחולצו גם הן מהאופציות באותה תקופה, עולה, כי הפרטים שינו את הערכתם לגבי רמות הסיכון לתנועה חדה בשער החליפין (סכום ההסתברויות לפיחות וייסוף של מעל 3 אחוזים): זו הגיעה לרמה של יותר מ-40 אחוזים, לעומת רמות ממוצעות של כ-10 אחוזים בשנים האחרונות.

במחצית השנייה של השנה נחלש השקל מול הדולר - כתוצאה ממגמת התחזקות של הדולר בעולם ומהמשך תוכנית רכישת הדולרים של בנק ישראל.

בשנת 2008 עלתה רמת הסיכון במט"ח הן בישראל והן בעולם. סטיות התקן הגלומות באופציות שקל-דולר בבורסה עמדו בממוצע על 15 אחוזים - זינוק של 7 נקודות אחוז לעומת 2007.

³⁹ בתאריכים ה-14-13 במאס פרסם בנק ישראל (בתום יום המסחר) הודעות לעיתונות על רכישת דולרים בסכום מצטבר של כ-600 מיליוני דולרים. (הסכום פורסם בסוף החודש). כמו כן פרסם בנק ישראל במאס (באמצע יום המסחר) תוכנית להגדלת יתרות המט"ח, שבמסגרתה הוא ירכוש החל מ-24 במאס 25 מיליוני דולרים ביום.



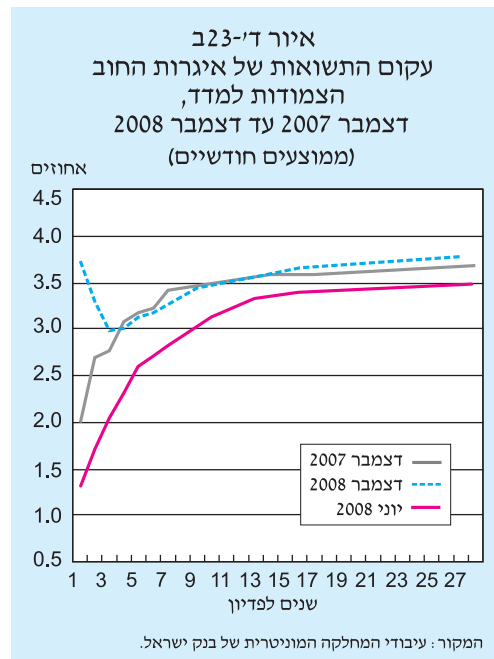
הסיכון שב ועלה בחודש אוקטובר והגיע לרמות שיא בנובמבר ובדצמבר. עלייתו של סיכון שער החליפין בתקופה זו התיישבה עם עלייתו של סיכון שערי החליפין במדינות המתעוררות ובמדינות המפותחות (איור ד'-22).

במהלך שנת 2008 עלה ממוצע מירווח ה-bid-ask היומי בשוק השקל מול הדולר בשיעור של כ-15 אחוזים, ועמד על כ-0.4 אגורה, וזאת עקב עליית אי-הוודאות והסיכון בהשקעה במט"ח השנה. אין זה מפתיע, שכן בתנאי אי-ודאות עושי השוק מגדילים את המירווחים, כפיצוי על חוסר הוודאות. התפתחות המירווחים לא הייתה אחידה במהלך השנה. כך, לדוגמה, עליות גבוהות של המירווחים נצפו לקראת סוף שנת 2008 בד בבד עם עליית סטית התקן.

ב. איגרות החוב הממשלתיות

שווי השוק של איגרות החוב הממשלתיות הסחירות הגיע בסוף 2008 לכ-300 מיליארדי ש"ח (לוח ד'-9), והיה אחד מאפיקי ההשקעה הבודדים שהניב השנה למשקיעים בו תשואה חיובית וגבוהה כ-5 אחוזים באפיק הצמוד למדד ו-12 אחוזים באפיק השקלי הלא-צמוד. התשואות החיוביות על איגרות החוב הממשלתיות הן תוצאה של עלייה בביקוש למכשירי השקעה בעלי סיכון נמוך יחסית ושל הפחתות הריבית המואצות של בנק ישראל בשליש האחרון של השנה, אשר הניבו למשקיעים באג"ח רווחי הון (איור ד'-23א' וד'-23ב').

עליית הביקוש של תושבי ישראל להשקעה באיגרות חוב לוותה במימושי



השקעות של תושבי חוץ, שהקטינו את החזקתם באיגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות בריבית קבועה בשיעור חד - מ-12.8 אחוזים מהמלאי באמצע 2007 עד ל-3.1 אחוזים בסוף 2008. אולם זרם המימושים של תושבי החוץ לא הפריע לתהליך ירידת התשואות, עקב עליית הביקוש של תושבי ישראל לאיגרות חוב.

שוק האג"ח הממשלתיות
היה ב-2008 אחד מאפיקי
ההשקעה הבודדים
שהניב למשקיעים בו
תשואה חיובית גבוהה.

לוח ד'-9					
שווי השוק הכולל של ניירות הערך הנסחרים בבורסה בתל-אביב, 2004 עד 2008					
2008	2007	2006	2005	2004	
(מיליארדי ש"ח, במחירים שוטפים)					
904.8	1175.2	981.2	834.7	667.6	סך הכול
126.7	174.5	153.1	139.6	118.4	באחוזים מהתמ"ג
301.4	591.4	472.3	379.6	284.7	מניות ואופציות למניות
312.9	269.4	265.1	261.4	252.9	אג"ח ממשלתיות
72.0	77.5	96.9	87.2	75.4	מק"ם
134.7	152.2	84.8	58.0	29.4	אג"ח קונצרניות
3.9	8.4	9.7	11.1	6.0	אג"ח להמרה
55.3	49.4	37.6	29.1	12.8	אג"ח מובנות ותעודות פיקדון
23.2	25.7	13.1	7.0	5.1	תעודות סל
1.4	1.3	1.7	1.4	1.4	חוזים עתידיים
(התפלגות איגרות החוב הממשלתיות לפי הצמדה, אחוזים)					
42.0	41.7	42.6	42.0	44.6	צמודות למדד
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	צמודות למט"ח
42.8	39.5	38.9	36.0	32.7	לא-צמודות בריבית קבועה
15.2	18.7	18.4	22.0	22.6	לא-צמודות בריבית משתנה
(התפלגות איגרות החוב הקונצרניות לפי הצמדה, אחוזים)					
88.2	90.1	93.0	91.8	85.8	צמודות למדד
4.6	5.2	1.2	4.7	6.6	צמודות למט"ח
7.2	4.7	5.8	3.5	7.6	לא-צמודות
המקור: הבורסה לניירות ערך, דיווחים ישירים של מגפיקי תעודות סל לבנק ישראל ועיבודי החטיבה למידע ולסטטיסטיקה של בנק ישראל.					

על אף ירידת התשואות עלו הסיכונים ב-2008 גם בשוק איגרות החוב הממשלתיות. עלייתם התבטאה בעליית התנודתיות, אמנם במידה מתונה בהרבה מאשר באיגרות החוב הקונצרניות, ובעליית המירווח בין תשואות איגרות החוב הממשלתיות לתשואות איגרות החוב של ממשלת ארה"ב - אשר הגיעו בשליש האחרון של השנה לרמות שלא נודעו כמותן זה כמה שנים. (איור ד'-24).

מחזורי המסחר באיגרות החוב הממשלתיות גדלו השנה במתינות, לאחר עלייה חדה ב-2007, והגיעו ל-3.4 מיליארדי ש"ח בממוצע ליום. הגידול השנה התמקד במחזורי המסחר באיגרות החוב הצמודות. בהיקפי המסחר במערכת ה-MTS⁴⁰ נרשמה השנה ירידה חדה, בעקבות ירידת הפעילות של זרים, ומחזורי המסחר ב-MTS הפכו לשוליים ביחס לסך מחזורי המסחר באיגרות החוב הממשלתיות - כ-10 אחוזים בלבד. (לוח ד'-6)

בשנת 2008 נבלם הגידול המהיר של מחזורי המסחר באיגרות החוב הממשלתיות; זאת עקב התמתנות הפעילות של זרים בהן, בהשפעת המשבר העולמי.

⁴⁰ מערכת מסחר נפרדת המיועדת רק לעושי השוק באיגרות החוב הממשלתיות, שמינה משרד האוצר.

ג. שוק המניות

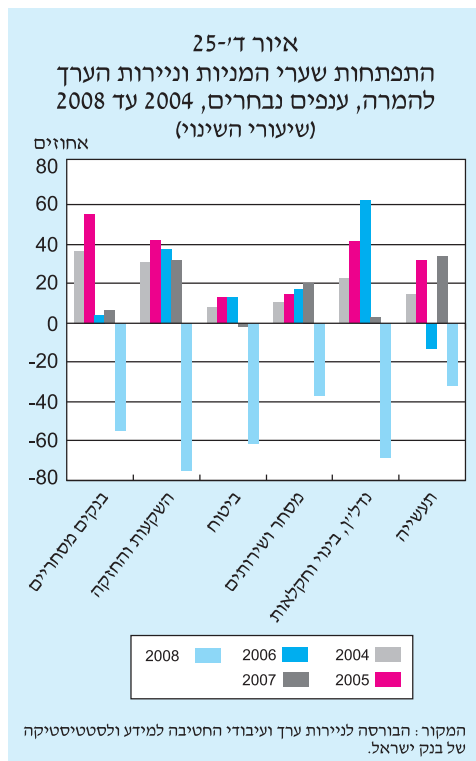
שערי המניות⁴¹ ספגו ב-2008 ירידות חדות של כ-50 אחוזים, וזאת לאחר חמש שנים של עליות שערים רצופות בשיעור ממוצע שנתי של כ-28 אחוזים (שיעור מצטבר של כ-245 אחוזים). הירידות החלו מייד עם תחילת השנה, לאחר שהשערים הגיעו לרמות שיא בדצמבר 2007. ברביע הראשון של 2008 איבדו המניות כ-20 אחוזים מערכן. לאחר עלייה של כ-6 אחוזים ברביע השני, נתחדשה המגמה השלילית ונמשכה בשני הרביעים הבאים: בהם ירדו השערים בכ-18 אחוזים וב-25 אחוזים, בהתאמה.

ירידות השערים החדות היו רחבות בהיקפן וכללו מניות שונות של שווי שוק, בענפים שונים (איור ד'-25). בלטו במיוחד חברות הנדל"ן, שמניותיהן ירדו בכ-80 אחוזים בעקבות התנפצות בועת הנדל"ן בארה"ב ובמספר מדינות נוספות, וחברות הטכנולוגיה העילית, שערכן ירד בכ-60 אחוזים עקב ציפיות לירידות ברווחיותן, עם החרפת המשבר הריאלי וירידת הביקושים בעולם. לעומת אלה, את ירידות השערים הקטנות ביותר הובילו חברות המסחר והשירותים וחברות התעשייה, שמניותיהן ירדו בכ-30 אחוזים. התפתחויות שליליות אלו בשוק המקומי תאמו את המגמות העולמיות, הן בשווקים המתעוררים והן בשווקים המפותחים, וביטאו ציפיות לירידה חדה של רווחיות החברות ולהאטה חדה של קצב הצמיחה העולמי (איור ד'-26).

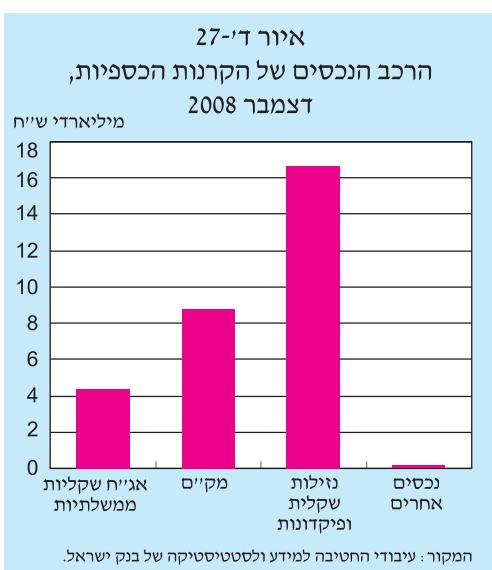
בולטת עלייתו הניכרת של המיתאם בין מדד המניות הישראלי למדדי המניות בשאר מדינות העולם; מכאן, שהמגמות המקומיות בשוק המניות הושפעו כמעט אך ורק מכוחות חיצוניים. זו אינה תופעה ייחודית לשוק הישראלי, אלא אחד המאפיינים הדומיננטיים של משבר זה, והוא הקשה על המשקיעים לפזר את השקעותיהם כדי להפחית סיכון.

מדד ת"א 100 ירד בשנת 2008 ב-50 אחוזים, לאחר חמש שנים של עליות שערים רצופות בשיעור מצטבר של כ-245 אחוזים.

אחד המאפיינים הבולטים של שנת 2008 הוא עליית המיתאם בין מדד המניות הישראלי למדדי מניות בשאר מדינות העולם, דבר אשר הקשה על המשקיעים לפזר את השקעותיהם כדי להפחית סיכון.



⁴¹ השינוי מתייחס למודד ת"א 100.



בהמשך למגמה שהחלה ברביעי הרביעי של שנת 2007, עם פרוץ המשבר הכלכלי העולמי, עלתה התנודתיות⁴² היומית והגיעה לשיאים חדשים. התנודתיות הממוצעת בשנת 2008 עמדה על 37 אחוזים, לעומת 19 אחוזים ב-2007, והגיעה לשיאה ברביעי האחרון של 2008, עם התגברות אי-הוודאות, עליית הסיכון והחרפת המשבר⁴³. כך, סטיית התקן המחושבת מתחזית ההתפלגות של מודל המעו"ף, שהיא סטיית התקן העתידית שהמשקיעים צופים, המבטאת את רמת הסיכון העתידית בשוק, הגיעה לרמות גבוהות במיוחד. מגמת העלייה בסטיית התקן החלה בספטמבר והגיע לשיאה בנובמבר. מגמה זו תאמה את המגמה בשוק האמריקאי, כפי שמשקף במדד ה-VIX האמריקאי, אשר, בדומה לסטיית התקן, מודד את רמות הסיכון בשוק, ומעיד אף הוא על המיתאם וה"הדבקה" (contagion) בשווקים הפיננסיים.

הירידות החדות בשוק המניות באו לידי ביטוי גם בירידה חדה של גיוסי ההון באמצעות הנפקות בשוק המניות. בשנת 2008 הסתכם גיוס מקורות ההון מהציבור בשוק המקומי ב-3.1 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-14 מיליארדים ב-2007. זאת ועוד, בעקבות קשיים בגיוסי אשראי פנו רוב החברות לנתיב של גיוס הון דרך הנפקת זכויות, ובשנת 2008 היוותה

התנודתיות היומית של המניות עמדה בשנת 2008 על 37 אחוזים, לעומת 19 אחוזים בשנת 2007.

גיוס מקורות ההון מהציבור בשוק המקומי באמצעות הנפקת מניות בבורסה הסתכם בשנת 2008 ב-3.1 מיליארדי ש"ח, לעומת 14 מיליארדים ב-2007.

הנפקת הזכויות כ-64 אחוזים מסך ההנפקות, לעומת 10 בלבד אחוזים בשנת 2007. ירידה חדה נרשמה במספר החברות החדשות שגייסו הון בשוק המניות; למעשה רק חברה חדשה אחת הנפיקה מניות, בסך של כ-36 מיליוני ש"ח, וזאת לעומת שנת 2007, שבה חברות חדשות הנפיקו מניות בערך של כ-10 מיליארדי ש"ח - כ-70 אחוזים מסך כל ההנפקות. מחזורי המסחר היומיים בבורסה ירדו ב-2008 מעט, לראשונה 5 שנים, ועמדו על כ-2 מיליארדי ש"ח במוצק ליום, לעומת 2.1 מיליארדים בשנת 2007. ירידה משמעותית של המחזוריים נרשמה ברביעי הרביעי של השנה - כ-1.6 מיליארדי ש"ח במוצק, לעומת 2.3 מיליארדים ברביעי הרביעי של 2007.

⁴² התנודתיות נמדדת כסטיית התקן בפועל של השינויים היומיים במדד ת"א 100 לתקופה של 30 יום, והיא מחושבת במונחים שנתיים.

⁴³ לדוגמה, במהלך ארבעת ימי המסחר בין ה-20 לנובמבר ועד ה-25 בנובמבר, ירד מדד ת"א 100 ביומיים הראשונים בשיעור של כ-12 אחוזים, וביומיים שלאחר מכן שב ועלה בכ-11 אחוזים.