

---

# 08 | התפתחות האשראי החוץ בנקאי בישראל בעשור האחרון<sup>1</sup>

חגית פינדר<sup>2</sup>

---

## מבוא

שוק האשראי הישראלי עבר בשנים האחרונות מספר שינויים שהשפיעו הן על אופי הפעילות בתחום האשראי והן על מגוון המשתתפים בו. בין יתר השינויים ניתן לציין את הרפורמה בקרנות הפנסיה, הרפורמה המבנית בשוק ההון (הידועה בכינוי "רפורמת בכר"), אשר במסגרתה מכרו הבנקים את החברות לניהול קופות הגמל וקרנות הנאמנות לגופים אחרים, והשינויים שנגרמו כתוצאה מרגולציה (כדוגמת באזל 2). סקירה זו מציגה את התפתחות השוק בדגש על שוק האשראי החוץ בנקאי בישראל.

## שוק האשראי החוץ בנקאי בישראל

עיקר האשראי החוץ בנקאי בישראל מתבסס על הנפקות אגרות חוב. הרוכשים (נותני האשראי) הם גופים מוסדיים, בנקים זרים, חברות כרטיסי האשראי, חברות ליסינג ומשקי הבית. על פי נתוני בנק ישראל לנובמבר 2010<sup>3</sup> סך האשראי החוץ בנקאי למשקי בית ולסקטור העסקי בישראל עמד על כ-400 מיליארד ₪ בהשוואה ל-696 מיליארד ₪ ממקורות בנקאיים. נציין שהאשראי החוץ בנקאי גדל מאוד בשנים האחרונות (תרשים 1). כך, מסוף שנת 2002 ועד יולי 2007 (עת פרץ משבר הסאב-פריים בארה"ב) צמח האשראי החוץ בנקאי לסקטור הפרטי פי 2.1. לשם השוואה האשראי הבנקאי גדל באותה תקופה רק ב-10%. על אף נתונים מרשימים אלו, חשוב לשים לב כי האשראי החוץ בנקאי הינו שוק חדש יחסית, ולכן הרמות מהן התחיל היו נמוכות מאוד ואפשרו שיעורי גידול גבוהים יותר. כמו כן, מאחר והשוק החוץ בנקאי חדש וההלוואות ניתנו לטווחים בינוניים-ארוכים ולא קצרים חולפות שנים מספר עד שהחלו פדיונות, כלומר

---

1. ברצוני להודות למר קובי הבר, דר' גיל מיכאל בפמן ומר איל רז על הערותיהם המועילות.

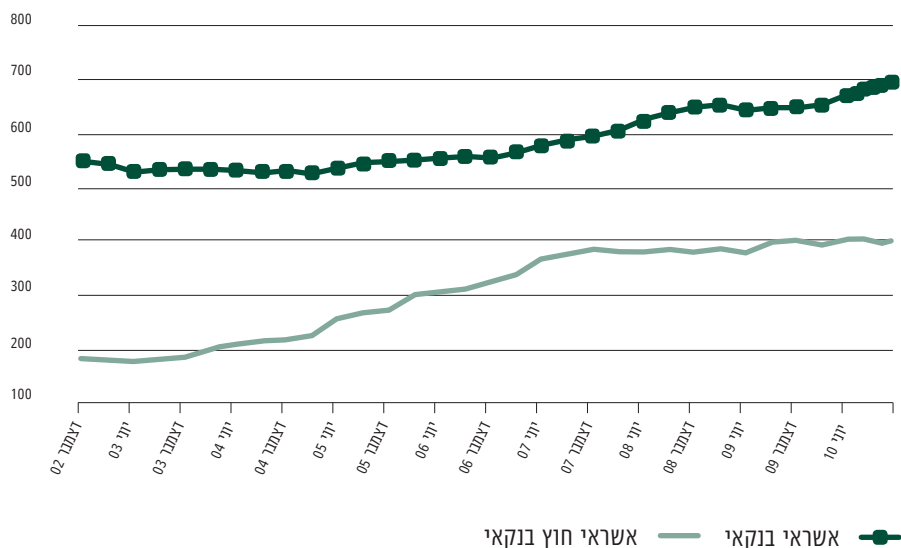
2. חגית פינדר היא כלכלנית באגף הכלכלה של בנק לאומי.

3. נתוני האשראי בעבודה זו מתבססים על נתוני בנק ישראל- לוח מספר 1: "יתרות החוב של הלווים במשק" (האשראי מנקודת ראות הלווים), נתונים לפני הפרשה לחובות מסופקים ואג"ח לפי ערך נקוב. נתוני חברות הליסינג לא נכללים בנתוני בנק ישראל, אם כי להערכתנו מדובר בהיקף אשראי קטן יחסית לגופים המוסדיים והבנקאיים.

הברוטו של הגיוס היה גם הנטו. זהו איננו מצב "טבעי" בשוק האשראי והוא נובע רק מהיותו חדש. בשנים האחרונות החלו להגיע אגרות חוב לפירעון וחלק מהחברות גייסו כדי למחזר (כמו הארכת הלוואה באשראי בנקאי) ולכן האשראי נטו גדל בשיעור יותר מתון.

## תרשים 1

התפתחות האשראי בישראל



מקור הנתונים: בנק ישראל

קיימות מספר סיבות לגידול באשראי החוץ בנקאי בשנים האחרונות, ביניהן:

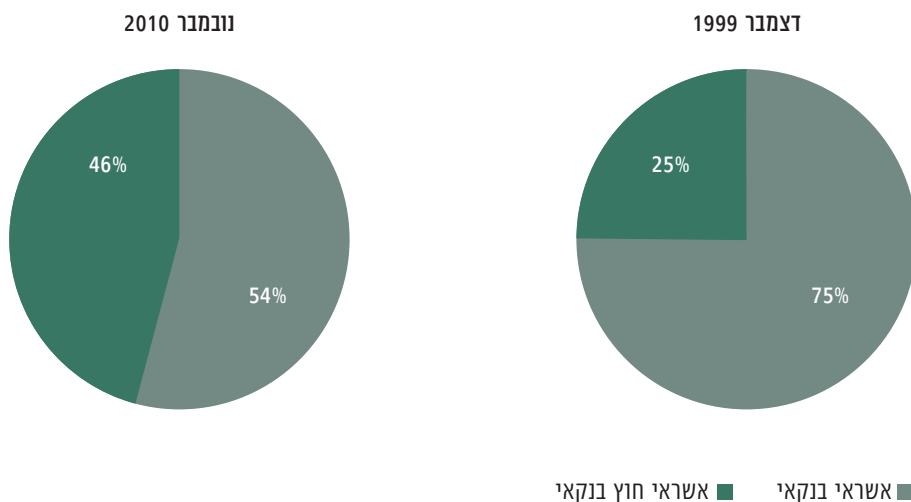
- צמצום הנפקת אג"ח "מיועדות" מיוחדות ובלתי סחירות, על ידי הממשלה עבור קרנות הפנסיה הוותיקות;
- גידול נכסי הציבור אשר מחפשים אפיקי השקעה חדשים;
- "רפורמת בכר" – רפורמה זו הינה תוצאה של ועדת בכר שמסקנותיה אושרו בכנסת באוגוסט 2005. מטרת ועדה זו הייתה להפחית את הריכוזיות של המערכת הבנקאית בשוק ההון;

- כללי באזל 2 אשר חייבו את הבנקים להגדיל את ההון העצמי אל מול הסיכונים שהם לוקחים וכן להתמודד עם ריכוזיות וקבוצות לוויים;
- חשיפה רבה יותר של הציבור לשוק ההון כתוצאה מפרסום ושיווק אינטנסיבי.

עיקר הגידול באשראי החוץ בנקאי נובע מהסקטור העסקי, אשר מהווה בשנים האחרונות למעלה מ-85% מהפעילות בשוק זה. בבחינת ההתפלגות של מקורות האשראי של הסקטור העסקי ניתן לראות כי האשראי החוץ בנקאי מהווה כמעט מחצית מסך האשראי לסקטור זה (תרשים 2).

## תרשים 2

הרכב האשראי לסקטור העסקי על פי נותני האשראי



מקור הנתונים: בנק ישראל

הסיבות שצוינו לעיל הביאו לגיוון מקורות האשראי ואיפשרו לסקטור העסקי לגייס אשראי בעלויות נמוכות יותר ובצורה קלה יותר. מנגד, פתיחת שוק זה חשפה בעיות שונות שכן המימון לא תמיד "נתפר" בדיוק לצורכי הלווה, ובנוסף חוסר הכרות מלא עם הלווה גורם לכך שמחיר האשראי לא תמיד משקף את הסיכון האמיתי שלו.

לפיכך, הסיכון מועבר לגופים נותני האשראי והמשבר שהחריף בשנת 2008 חשף את הכשלים בתהליך.

## שוק אגרות חוב של חברות

כאמור, הגידול המואץ באשראי החוץ בנקאי בעשור האחרון נבע בעיקר מגידול מואץ של הנפקות של אגרות חוב על ידי חברות. כפי שניתן לראות בתרשים מספר 3, בשנים 2000 עד 2003 שוק אגרות החוב כמעט לא היה פעיל כאמצעי לגיוס הון על ידי חברות. בשנת 2004, עם צמצום ההנפקות של אגרות חוב בארץ על ידי הממשלה, במקביל להסטת השקעות של המוסדיים מאפיקים ממשלתיים בלתי סחירים לאפיקים מבוססי שוק, עלה היקף ההנפקות של החברות בשיעור ניכר. השוק הגיע לשיאו בשנת 2007 בה הונפקו אגרות חוב של חברות<sup>4</sup> בשווי של כ-76 מיליארד ₪.

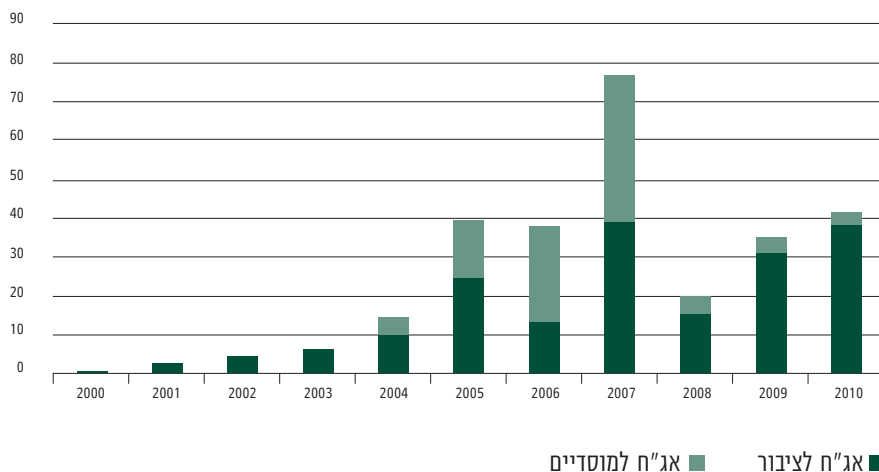
המשבר הפיננסי העולמי שהחל בקיץ 2007, החל להשפיע בצורה משמעותית על החברות בישראל בשנת 2008. המשקיעים החלו לחשוש לרווחיות החברות ויכולתן לפרוע את התחייבויותיהן, דבר שהקטין בצורה דרמטית את היקף ההנפקות. נוסף לכך, הממשלה שהכנסותיה מגביית מיסים נפגעו, הגדילה באופן ניכר את הנפקותיה (גיוס של כ-31 מיליארד ₪ נטו בהשוואה לכ-2 מיליארד ₪ ב-2007-2006) לצורך מימון הגרעון התקציבי ובכך תרמה לפגיעה נוספת בגיוסי החברות. סך הכל הונפקו בשנת 2008 אגרות חוב חברות בהיקף כספי של 19.9 מיליארד ₪ (ירידה של כ-74% בהשוואה לשנת 2007). כ-85% מההנפקות בוצעו במחצית הראשונה של אותה שנה, כאשר במחצית השנייה נרשם קיפאון בתחום.

---

4. הנתון כולל אשראי לבנקים. בשנת 2007 הנפיקו הבנקים כ-7.3 מיליארד ₪, בשנת 2008 9.6 מיליארד ₪ ובשנת 2009 11.9 מיליארד ₪. הנתון לא כולל מוצרים מדד ואג"ח מובנות.

### תרשים 3

הנפקות אג"ח חברות (נתונים במיליארדי ש"ח)



מקור הנתונים: הבורסה לניירות ערך

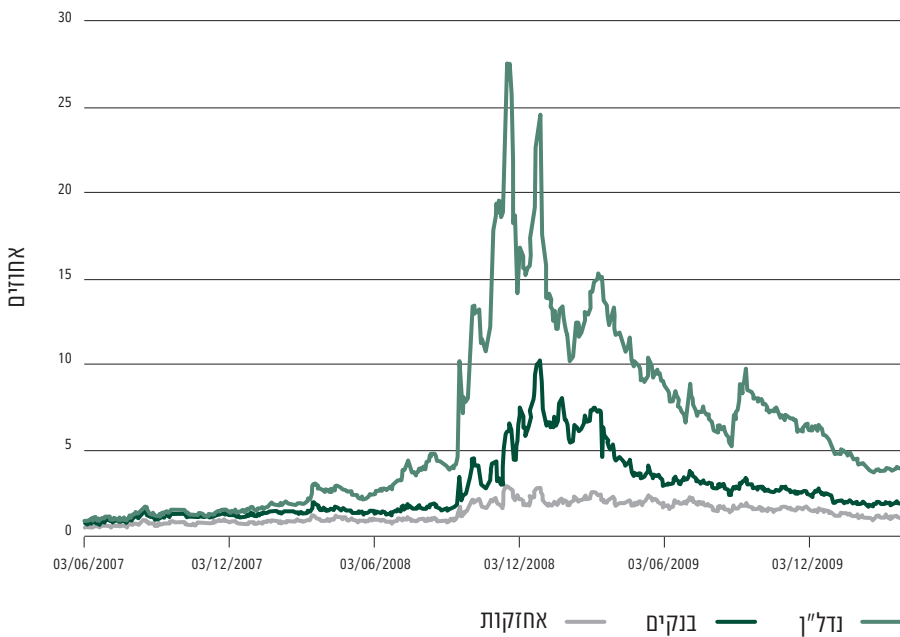
### משבר האשראי

מחנק האשראי ומשבר הנזילות, שהחריפו בשווקים הבינלאומיים, החלו להשפיע על פעילותן של חברות ישראליות רבות, אשר מצד אחד לא הצליחו לגייס אשראי, ומנגד מכירותיהן נפגעו כתוצאה מירידה בביקוש למוצריהן. אדגיש כי בארץ לא היה מחנק אשראי אם כי, עליית הסיכון בשוק גרמה לבנקים להגדיל את מרווחי הסיכון ובכך ייקרו את הריבית על האשראי. במקביל, כתוצאה מירידה בהיקף פעילות החברות ירד הביקוש לאשראי בשוק החוץ בנקאי. העלייה החדה שנרשמה בתשואות לפדיון (כפי שגם ניתן לראות בעליית המרווחים בתרשים 4) הקשתה גם על חברות טובות ויציבות לגייס הון, היות והצפייה בשוק הייתה שגיוסים חדשים יבוצעו ברמת תשואות גבוהה, המשקפת את רמת המחירים בשוק המשני. עליית התשואות לפדיון הגדילה את הוצאות המימון של החברות ובכך פגעה ברווחיותן עוד יותר. על פי סקר החברות של בנק ישראל לרביע האחרון של 2008, החברות ציינו כי במהלך המחצית השנייה של 2008 התהדקה מגבלת

המימון של הפירמות ועלייתה בלטה יותר ככל שהפירמות קטנות יותר (בסקירת מערכת הבנקאות לשנת 2008<sup>5</sup> אכן מצוין כי החל מהרביע השני של השנה נעצר גידול האשראי לעסקים הקטנים והבינוניים). עיקר המגבלה בלטה בענף הנדל"ן שכן עיקר המשבר התרכז בענף זה, כפי שרואים בתרשים 4 עם העלייה המשמעותית בפער התשואות בין אג"ח של חברות בענף לאג"ח ממשלתיות.

#### תרשים 4

הפער שבשיעורי התשואות לפדיון: בין אג"ח חברות ואג"ח ממשלתיות, לפי ענפים



נתונים: הבורסה לניירות ערך, עיבוד החטיבה לשוקי הון - בנק לאומי

## לקחים ומסקנות מהמשבר

בדיעבד ניתן לומר שהתפתחותו המהירה של האשראי החוץ בנקאי בישראל הובילה מחד להתגברות התחרות על אשראי עסקי ומאידך לעלייה בסיכון הפוטנציאלי של תיק האשראי במשק. זאת משום שבניגוד למערכת הבנקאית, המשקיעים המוסדיים הגדילו במידה ניכרת את חשיפתם לענפים מסוכנים ובפרט ענף הנדל"ן, שריכוז פעילות בשווקים בלתי יציבים בחו"ל, תוך כדי חשיפות שונות ורבות לסיכונים. ענף הנדל"ן היה המנפיק העיקרי באותן שנים וגם עמד במוקד המשבר והמשקיעים המוסדיים היו הגורמים המרכזיים שרכשו הנפקות אלו.

בדוח בנק ישראל לשנת 2008<sup>6</sup> צוינו מספר מהלכים שיש לנקוט על מנת להקטין את הסיכונים במערכת הפיננסית ובכדי להימנע מחזרה למאורעות אותה שנה. בין היתר הודגש הצורך בהגדלת הפיקוח על גופים פיננסיים חוץ בנקאיים, הסדרת פעילותן של חברות הדרוג, הגברת השקיפות באשר לסיכונים הטמונים במכשירי השקעה שונים, הגברת החינוך הפיננסי של הציבור והגבלת הרכב התיקים של המשקיעים המוסדיים.

הקשיים הרבים שעלו סביב גיבוש הסדרי חוב, הצביעו על נקודות חולשה בתהליך ההנפקה של אג"ח, במיוחד בכל הקשור למערכת היחסים בין החברות המנפיקות לבין הגופים המוסדיים המשקיעים את כספי העמיתים באג"ח אלו. במצב הנוכחי, "כללי המשחק" בשוק האשראי הבנקאי לעומת החוץ בנקאי לא דומים כלל: מידת ההיכרות עם המנפיק טובה פחות מאשר בקשר בנקאי ישיר ומידת הגמישות להתמודדות עם קשיים בהחזר ההלוואה קטנה יותר באשראי חוץ בנקאי. אי לכך, בישראל, רוב אגרות החוב המונפקות לציבור היו במצב נחות במצב של פירוק חברה מול כל חוב אחר. לכן, כאשר מספר חברות נקלעו לקשיים, הבנקים (אשר להם היו בטחונות) הצליחו להגיע להסדרים מהירים יחסית בעוד עם מחזיקי אגרות החוב (אשר לא ביקשו בטחונות) נמשכו הדיונים לאורך זמן.

כתוצאה מכשלים מבניים אלו, במאי 2009 מונתה ועדת "חודק" (הועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת אג"ח לא ממשלתיות) במטרה לבחון את ההשקעה הרצויה של גופים מוסדיים באג"ח לא ממשלתיות. זאת כיוון שהכספים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים נועדו לחיסכון

ארוך טווח, וייעודם העיקרי הוא כהכנסה עתידית של הציבור לגיל הפרישה. חשוב לציין שהגופים המוסדיים מהווים ציר מרכזי בהשקעה באג"ח בשוק ההון ומחזיקים קרוב ל-50% מאגרות החוב הסחירות וברוב המכריע של אג"ח הלא סחירות. בפברואר 2010 הגישה הועדה את מסקנותיה והמלצותיה. כך, נדרשת מעורבות רגולטורים בשביל להניע את הגופים המוסדיים לפעול לשיפור איכות האג"ח אותן הם רוכשים עבור ציבור החוסכים. בנוסף, הוועדה גיבשה "ארגז כלים" לשיפור איכות המוצר והיכולת לנהל סיכונים לאורך חיי החוב. בין היתר הומלץ להרחיב את התשתיות ליצירת מו"מ בין הגופים המוסדיים לחברות המנפיקות לפני ההנפקה וכן לקבוע תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בעת הנפקת האג"ח.

שוק אג"ח החברות שב לפעילות גיוס הדרגתית בשנת 2009. התנודתיות במחירי האג"ח החלה לרדת וכך גם התשואות ומרווחי הסיכון (אם כי חשוב לציין שלמרות שהמרווחים נמוכים באופן משמעותי מהמרווחים ערב המשבר, אך הרמה כיום גבוהה מהרמות שהיו לפני המשבר). ירידת תשואות זו אפשרה ללווים לחזור לשוק ולהנפיק אג"ח חדשות. על אף שמספר החברות הלא מדורגות שהנפיקו ירד ל-15% מכלל החברות המנפיקות (בניגוד ל-40% ב-2007), היקף ההנפקות ללא התניות חוזיות או דרישה לעמידה באמות מידה פיננסיות נותר עדיין גבוה מאוד<sup>7</sup>. עוד חשוב לציין כי באותה תקופה נרשמה עלייה במספר החברות שהודיעו כי לא יוכלו לעמוד בהחזרי החובות ואשר ביקשו הליך של הסדר חוב. נתונים אלו מעניינים שכן, הם מעלים את השאלות האם המשקיעים הם בעלי זיכרון כה קצר והאם הלקח נלמד?

על פניו הנתונים שהוצגו לעיל, בנוגע לעלייה בהנפקות וירידת פרמיות הסיכון על אף העלייה במספר החברות שביקשו הסדר חוב, מטרידים. מתרשים מספר 5 ניתן להתרשם שקיימת נקודה נוספת למחשבה: כיום, היקף החזקת אג"ח החברות מתחלק כמעט שווה בשווה בין המוסדיים והציבור<sup>8</sup>. עוד ניכר כי בעוד המוסדיים ירדו בצורה ניכרת בהיקף החזקת אג"ח החברות לאחר המשבר, הציבור כמעט ולא שינה את החזקתו. נראה כי אג"ח הפכו לאפיק השקעה פופולארי בקרב הציבור, ייתכן וזאת בעקבות הריבית הנמוכה

7. על פי בדיקה של בנק ישראל (דוח בנק ישראל לשנת 2009, עמוד 168), מדובר על למעלה מ-80% מההנפקות שבוצעו.

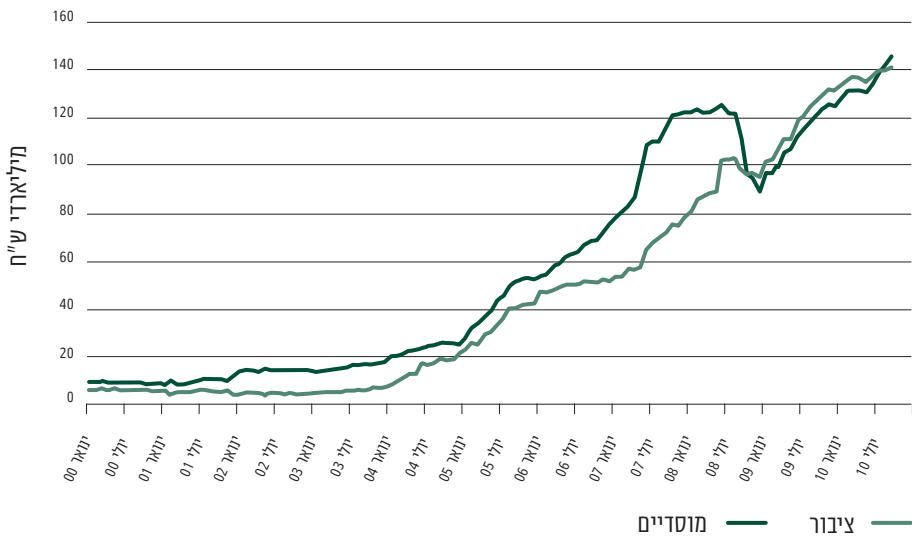
8. הנתונים של החזקת אגרות החוב של בנק ישראל כוללים בתוכם גם נתונים של אג"ח להמרה ואגרות חוב מובנות. אם כי יש לציין שבשנתיים האחרונות שני רכיבים אלו נשארו די קבועים והשינוי נובע בעיקר מאג"ח חברות.



בשוק אשר הופכת את ההשקעה בפקדונות שונים לפחות אטרקטיביים. נתונים אלו מעידים, שהשלמת הצעדים הרגולטורים שהוזכרו קודם, הכרחיים ויש להרחיבם על מנת להגן על המשקיעים הפרטיים אשר לעיתים מתפתים ללכת "עם הזרם" על אף שלא תמיד הם ערים למלוא הסיכונים הכרוכים בכך.

## תרשים 5

החזקת איגרות חוב פרטיות סחירות (הון רשום, מיליארדי ש"ח)



מקור הנתונים: בנק ישראל

## ומה הלאה?

לגיוון מקורות האשראי ישנה חשיבות רבה לתפקודו של המשק. היות ושוק אשראי חוץ בנקאי כה מהותי, יישום מסקנות בנק ישראל וועדת חודק בנוגע לשוק האשראי החוץ בנקאי חשוב מאוד על מנת למנוע חזרה לאירועי 2008. נוסף לכך, הרחבת שיתוף הפעולה בין הסקטור הבנקאי והחוץ בנקאי עשויה להביא לשיפור ברמת החיים בישראל. כך למשל, הגדלת החשיפה לאשראי החוץ בנקאי (מקומי וזר) מאפשרת ניצול ידע

שאינו קיים בארץ או שקיים באופן חלקי. לדוגמא, הקמת פרויקטים גדולים, כדוגמת פרויקטי תשתיות שונים. הקמת פרויקטים כאלו כרוכה בקשיים רבים בשל היותם מורכבים מאוד ולא אחת מדובר בפרויקטים חדשנים שעדיין לא נבנו כדוגמתם בארץ (גז, רכבת קלה וכו'). הבנקים הזרים יכולים להביא מניסיונם במדינות אחרות וביחד עם הבנקים המקומיים יכולים להוציא לפועל פרויקטים סבוכים כאלו. כבר כיום ניתן לציין את פרויקט מתקן ההתפלה בחדרה שהוקם בהצלחה וזאת במימון מלא של בנקים זרים (בנק לפיתוח אירופה EIB, בנק קלריון הצרפתי ובנק אספיריטו סנטו הפורטוגזי). בניית בסיס טוב של ידע יאפשר גם כניסה של משקיעים מוסדיים להשקעה בתשתיות, זאת כיוון שהתזרים מפרויקטים שכאלו נפרס על פני שנים רבות, ולכן מתאים לאופי הפעילות של המשקיעים.

## בינליוגרפיה

בנק ישראל, "סקירת שנתית – 2008 מערכת הבנקאות בישראל", עמ' 24.

בנק ישראל, "דוח בנק ישראל לשנת 2008", עמ' 132–134.

בנק ישראל, "דוח בנק ישראל לשנת 2009", עמ' 168.

דו"ח הוועדה לקביעת פרמטרים ההתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות ("ועדת חודק"), פברואר 2010.

שאול זילברמן וד"ר גיתית גור גרשגורן, "משבר אשראי: שוק אג"ח חברות 2003–2008", נובמבר 2009, המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

הבורסה לניירות ערך, "סקירה שנתית 2008".