



שוק האשראי: מגמות, בעיות ופתרונות

נייר עבודה – כנס הרצליה ה-13

עיבוד ועריכה: רעות בונה ואורי סלונים

עבודה זו מתבססת על דיון שהתקיים לקראת הכנס, ב-1.1.13 בקמפוס המרכז הבינתחומי הרצליה. הדיון נוהל ע"י פרופ' צבי אקשטיין והשתתפו נציגי ממשל וגורמים עסקיים בכירים. בנייר מופיעים טיעונים, דוגמאות ורעיונות שעלו במפגש. האחריות לכתוב היא של המחברים.

ינואר 2013

מגמות באשראי העסקי

בחלק זה נציג את המאפיינים והמגמות העיקריות של שוק האשראי העסקי בישראל.

נכון לסוף שנת 2011 עמד יחס האשראי למגזר העסקי לתוצר על 83%, יחס הדומה או הנמוך מהמתקיים בארה"ב (90%), בריטניה (118%), צרפת (150%) וגרמניה (80%) והמצביע על כך שהמשק אינו מצוי ברמת מינוף גבוהה במיוחד¹.

החל משנת 2008 ניתן לצפות במגמת התכווצות משמעותית ביחס האשראי למגזר העסקי לתוצר העסקי שעמד על 140% בסוף שנת 2007 ועומד על כ-120% בלבד נכון לסוף שנת 2012, ונראה כי מגמת התכווצות האשראי מתייצבת בשנתיים האחרונות².

התכווצות האשראי לסקטור העסקי משנת 2008 מתבטאת במיוחד בירידה באשראי הבנקאי אך במידה מסוימת גם באשראי הלא בנקאי, תופעה זו מתחזקת בשלושת הרבעונים הראשונים של 2012 ומשנה מגמתה ברבעון הרביעי של שנה זו³. כל זאת בהמשך לירידה משמעותית במתן אשראי בנקאי, לעומת מגמת התרחבות גדולה בהיקף האשראי החוץ בנקאי מרמה של 24%-26% בשנים 2000-2003 ועד לרמה של 45% בשנת 2012 ונראה כי מתייצבת בשנתיים האחרונות⁴.

חשוב לציין שהתרחבות האשראי העסקי הלא פיננסי (אג"ח חברות) יחסית לתל"ג בישראל הגיע לממדים גבוהים ויוצאי דופן בעולם בין השנים 2004 ל-2009⁵. ריכוז אשראי זה בענף הנדל"ן והנפקתו בשנים 2005-2007 היו גם הם

¹תרשים 1- דו"ח ב"י 2011 עמ' 152 איור ד"5.

²תרשים 2- נתוני ב"י.

³תרשים 3- נתוני ב"י

⁴תרשים 4- נתוני הרשות לניירות ערך.

⁵תרשים 5- נתוני ב"י.

קיומו של שוק האשראי החוץ בנקאי לצידו של האשראי הבנקאי חשוב עקב היותם שווקים משלימים, לשם הגברת התחרותיות באשראי ולשם פיזור רחב יותר של סיכוני האשראי במשק. מאידך, התרחבותו של האשראי החוץ בנקאי יחד עם הצטמצמות האשראי הבנקאי מעלה את האפשרות שמתקיים צמצום באשראי לעסקים קטנים ובינוניים אשר אינם נגישים לשוק החוץ בנקאי. לכן נראה כי האשראי הבנקאי העומד בפניהם מצטמצם עקב ירידתו המהירה יותר של האשראי הבנקאי.

היקף פרעונות אג"ח חברות ב-2012 הסתכם בכ-40 מליארדי שקלים ובשנה הקרובה צפויה עלייה של כ-8 מליארד שקלים שרובה במערכת הבנקאית. באשר לשוק החוץ בנקאי נראה כי ישנה בעיית מיחזור הנובעת עקב כשל חברות וכן בירידה מסויימת ביכולת המיחזור. היקף פרעונות האג"ח בשנים 2013-2015 צפוי להיות כ-46 מליארדים בממוצע לשנה אולם מרבית העליה היא במחזור חוב פיננסי אשר בו לא נראה שתהיה בעייה משמעותית. אי לכך צפוי שבשנים הקרובות בעיות המיחזור יהיו דומות לאלו של 2012.⁷

מרווחי האשראי בשוק החוץ בנקאי מצויים בשנה האחרונה במגמת ירידה, מרווחים אלו גבוהים יותר מאלו של שנת 2011, ונמוכים יותר מאלו של סוף שנת 2008.⁸ זאת בניגוד להערכות שהצטמצמות האשראי נובעת מירידה בהצע שאמורה היתה לגרום לעליית מרווחים. יש הטוענים שהמרווחים באשראי הבנקאי גדלים לאחרונה אך אין על כך נתונים פרטניים.

אתגרי שוק האשראי של הסקטור העיסקי

מיחזור והסדרי חוב בתנאים של התכווצות אשראי: החל מהמחצית השנייה של שנת 2011 הורגש הידוק מסוים בהיצע האשראי למגזר העסקי על רקע העלייה בסיכונים. ההידוק משתקף בירידה ביכולת המיחזור של החובות בשוק החוץ בנקאי ובהידוק של תנאי האשראי בבנקים. כאמור, בשנים 2013-2015 צפוי המשק להתמודד עם הצורך למחזר אשראי בהיקף שנתי ממוצע של כ-46 מליארדי שקלים.

הקשחת הרגולציה על בנקים ומוסדיים עקב כללי הסיכון: עם התגברות אי הודאות והסיכונים בעקבות המצב הכלכלי העולמי בשנים האחרונות, פחתה יכולתן של הפירמות לקבל מימון הן מהבנקים והן בשוק החוץ-בנקאי. עליית הסיכונים והצפי לירידת רווחיות המגזר העסקי, לצד כוונה להגדיל את דרישות ההון מהבנקים והקטנת החשיפה לסיכון של המוסדיים (במיוחד היקפי החשיפה להון וחוב בנקאי), הגדילו את הסלקטיביות במימון חברות ופרויקטים. לכך עשויה להיות השפעה שלילית על צמיחת המשק.

ירידה בשיעורי הצמיחה של המשק אך עליה בבניה שדורשת אשראי רב: הקשר בין ירידה בפעילות העסקית במשק לבין היקף האשראי הוא ברור ונשאלת השאלה כיצד תושפע מכך הצמיחה. אינדיקטורים מרכזיים כמו רמת האבטלה במשק אינם מצביעים על מיתון משמעותי אך על ירידה בשיעורי הצמיחה. קיימת הדילמה האם הירידה במינוף, המתבטאת בין היתר בפחות אשראי לעסקים קטנים ובינוניים על-ידי המערכת הבנקאית, היא אחד הגורמים לירידה בשיעורי הצמיחה. שערי הריבית הנמוכים תומכים בצמיחת המשק כאשר יש תהליך תמסורת דרך המערכת הפיננסית ואין צמצומי אשראי מגורמים אחרים. יתכן והמערכת הרגולטיבית והעדר מכשירים פיננסיים מתקדמים מצמצמים את ההשפעה המרחיבה של המדיניות המוניטארית בתנאי המשק הנוכחיים.

מרבית החיסכון וההון זורמים אל הגופים המוסדיים במסגרת חסכון משקי הבית. מאחר ואין גופים אלו נותנים אשראי מלא לכלל העסקים ובמיוחד לעסקים קטנים ובינוניים יש כנראה מגבלה אפקטיבית בהעמדת אשראי להשקעות הסקטור העסקי. כתוצאה מכך הגופים המוסדיים מרחיבים את השקעת הכספים בשוקי חו"ל או בתמחור יתר של נכסים. במצב זה נוצר צורך במכשירים פיננסיים אשר מאפשרים העברת הון בחיסכון ארוך טווח מהגופים המוסדיים למערכת הבנקאית המתמחה בשוק האשראי.

⁶ מנתוני דו"ח ישראל והמשבר העולמי 2007-2009, עמוד 59.
⁷ תרשים 6- נתוני דו"ח ב"י לשנת 2011, איור ד'-17, עמ' 172.
⁸ תרשים 7- נתוני ב"י.

פתרונות לשוק האשראי העסקי

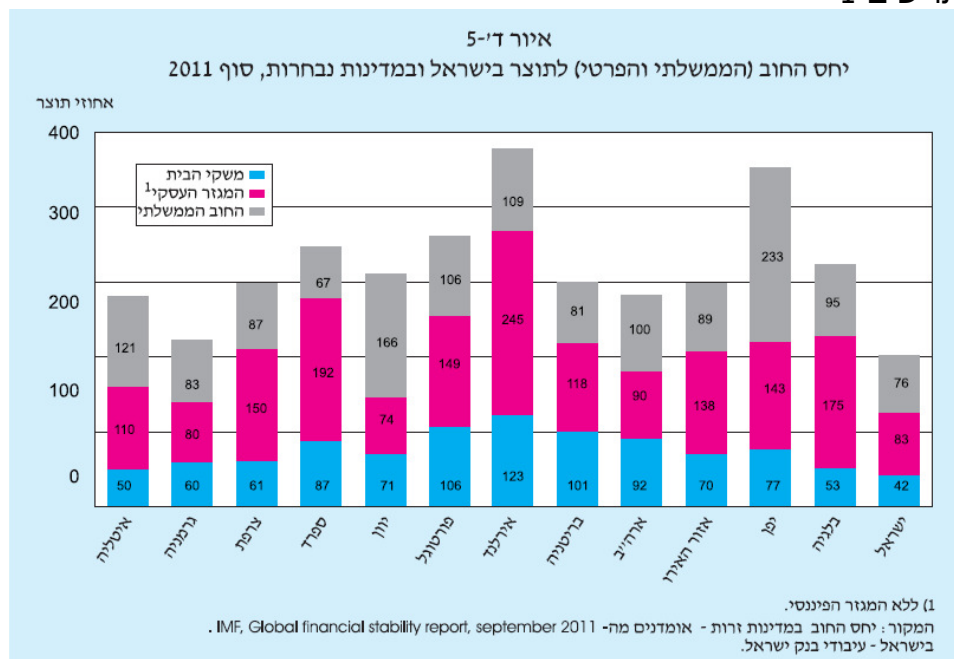
חלק מהבעיות של הקטנת האשראי הבנקאי נובעת מדרישות ההון הגדלות בעקבות כללי בזל III. פתרון חלקי לבעיית התכווצות האשראי הבנקאי הוא שימוש ב"כריות" אנטי-מחזוריות בהתאם למתווה כללי בזל. התקופה הנוכחית היא תקופה של האטה בשיעורי הצמיחה הכלכליים ומימוש דרישת הרגולציה בדבר הגדלת דרישות ההון מגבילה את התפתחות האשראי הבנקאי, דווקא בתקופה בה הוא כה נדרש. מטרתן של הכריות האנטי מחזוריות היא הקלה על מצוקת אשראי העשויה להיווצר עקב החמרת הדרישות הרגולטוריות. הכוונה היא להקצות לבנקים תקופה ארוכה יותר על מנת שיממשו את דרישות ההון כפי שהובאו בדרישות ועדת באזל.

פיתרון לבעיית מעבר הנכסים וההון בין הגופים המוסדיים לבין המערכת הבנקאית הוא פיתוח המכשירים הפיננסיים באמצעות איגוח תזרימי הלוואות ותזרימי תשלומים אחרים ברמת סיכון נמוכה. האיגוח (securitization) הוא כלי פיננסי נפוץ ומרכזי בכל המדינות בעלות שווקי הון מפותחים. האיגוח מאפשר גישור בין אשראי ברמת סיכון נמוכה ובפיזור רחב לבין אשראי עסקי (למשל משכנתאות, חובות של חברות, תזרים מכרטיסי אשראי, תשלומי חשמל וארנונה ועוד). בתנאים ובהיקפים מוגדרים על סמך כללי רגולציה כלי זה מאפשר הגדלה של היצע האשראי במשק עם פיזור רחב יותר של הסיכון וללא שימוש בהקצאת הון נוספת.

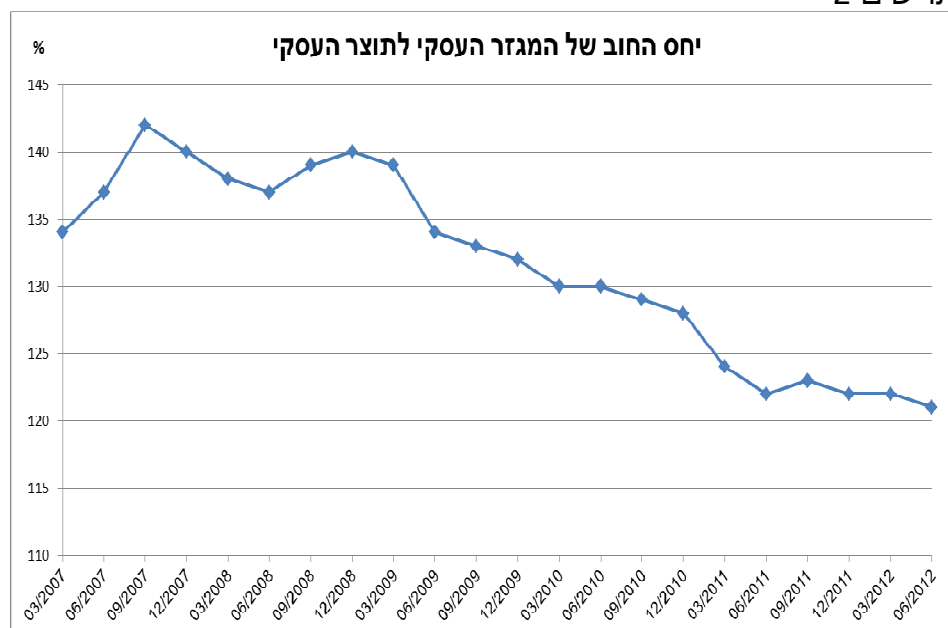
בישראל מתקיימת כיום פעילות איגוח בהיקפים מצומצמים מאד במסגרת סדרות אג"ח שהנפיקו הבנקים וכן בתחום הליסינג. על מנת להשריש שימוש נרחב יותר בכלי האיגוח, כונסה ועדה בראשותו של פרופסור צבי אקשטיין אשר העמידה דו"ח וחקיקה המסדירים את הנושא בדומה למה שקורה בארצות המפותחות בעולם. הצעות חקיקה אלו הפנימו את כשלונות שוק האיגוח האמריקני תוך שימת דגש על שקיפות ופשטות הכלי ובהתאם למקובל בארצות בהן שוק זה מתפקד היטב. איגוח תשלומים של חברות (CLO), משכנתאות (MBS) תשלומי ארנונה ותשלומי חשמל יאפשרו יצירת תיקי אג"ח נסחרים וכן הרחבת אשראי לענפים הנמצאים במגבלות הפיקוח מאחר והסיכון בהם יעבור מהבנקים אל הגופים המוסדיים. במיוחד החוק המוצע מעצב את הודאות במכירת הסיכון ("TRUE SALE"), את המבנה של חברות האג"ח (SPV) ואת הסדרי המיסוי המיוחדים למכשירים פיננסיים אלו.

כדי שלבנקים תהיה אפשרות להיות גורם משמעותי בהסדרים על אגרות חוב של חברות שנקלעו לקשיים, מומלץ להתיר להם לסחור במניות בנוסף על המסחר באג"ח תחת מגבלות אך בדומה למקובל בעולם. המגבלות המוטלות על הבנקים בשוק המניות יוצרות חציצה בין שוק האשראי הבנקאי והחוץ-בנקאי ובכך מקטינות את המחזור בשוק כך שהוא נעשה מוגבל וחסר עומק. מצב זה מעודד פעילות שחקני "נוסטרו" ו-"אלגו טרידינג" וכן יוצר בעיות של מזילות בשווקים. למעשה הפרדה זו יוצרת הפליה של הבנקים בעת גיבוש הסדרי חוב מאחר והגורם היחידי לו הם יכולים למכור בטוחות מניות הן הגופים המוסדיים, שלהם עומדת גם האפשרות למכור את המניות לציבור. הפליה זו נוספת להפליית הבנקים בכל הנוגע למידע הקשור במנגנון האשראי ובהסדרי חוב, הזמין לגופים המוסדיים אך מנוע מהבנקים. המגבלה הרגולטורית של המסחר של בנקים במניות מגביל מאד את התפתחות של כלים מבוססי CDS, המציעים בטוחות ופיזור של הסיכון ברמה הנדרשת לביצוע תהליכי מיחזור אשראי ומאפשרים עמידה בדרישות הלימות ההון.

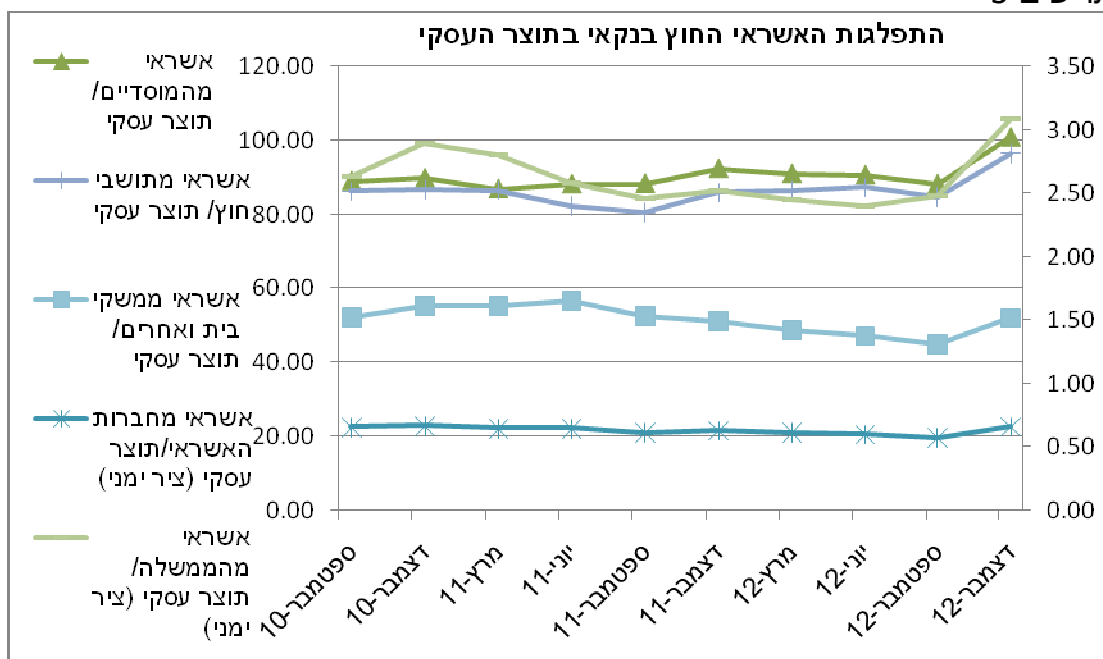
תרשים 1



תרשים 2

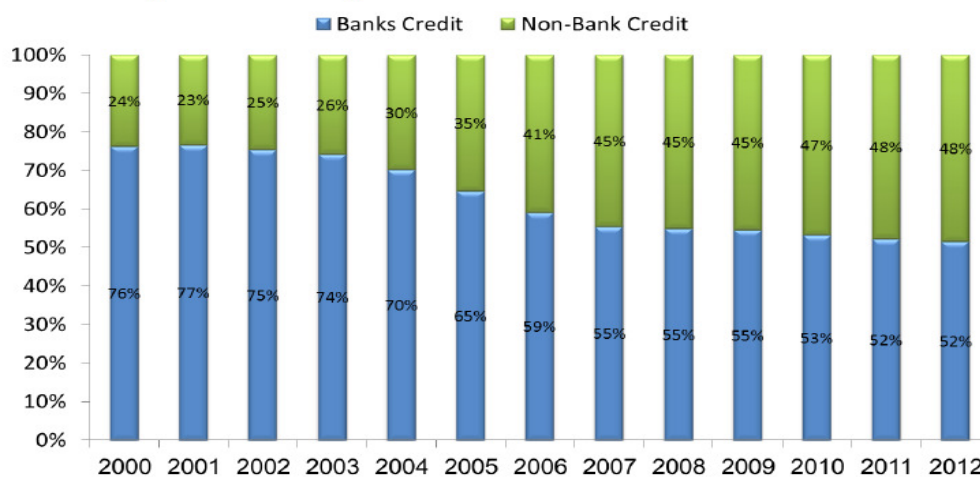


תרשים 3



תרשים 4

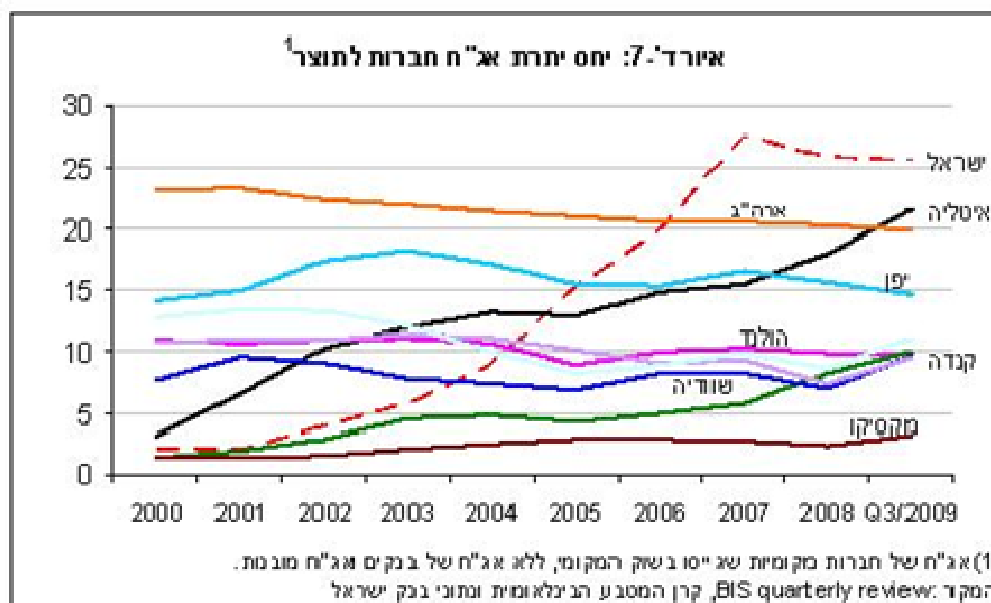
התפלגות האשראי לסקטור עסקי



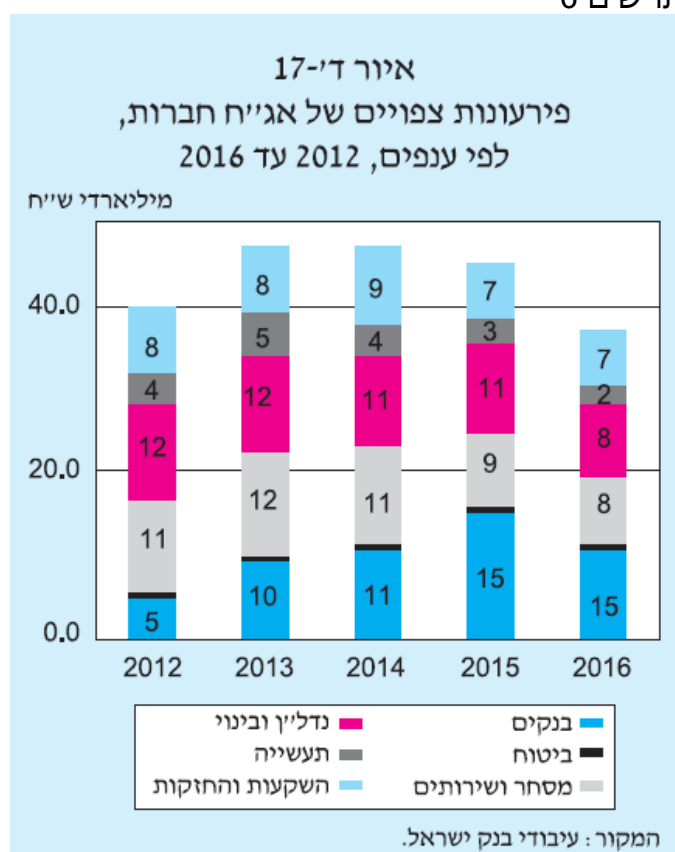
Source: Bank of Israel and the Economic Research Department of the ISA
המחלקה הכלכלית, רנ"ע

Until September 2012 *

תרשים 5



תרשים 6



מרווח תשואות בין אג"ח פרטיות צמודות ובין
ממשלתיות צמודות - לפי דירוגים
נקודות אחוז

