



שוק משני למשכנתאות למגורים

דוח מיוחד | מאי 2012

1

מחברים:

אביגיל קוניקוב - ראש צוות בכירה

avigail.k@midroog.co.il

אנשי קשר:

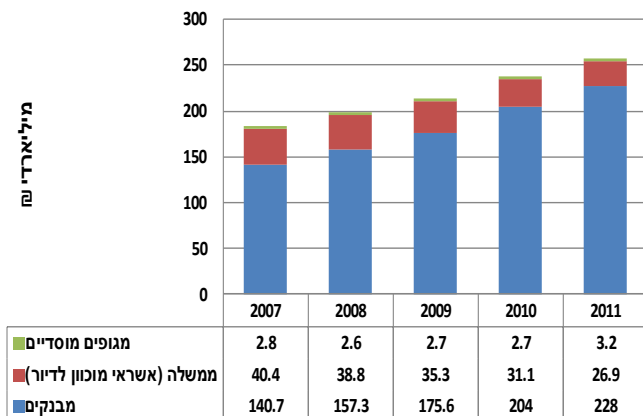
רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים

meravb@midroog.co.il

ריכוז שוק המשכנתאות הראשוני במערכת הבנקאית

יתרת החוב בגין משכנתאות למגורים בישראל עומד על כ-258 מליארד ₪, נכון לסוף דצמבר 2011 ומרוכז ברובו במערכת הבנקאית. נכון לסוף דצמבר 2011, כ-228 מיליארד ₪ מיתרת החוב לדיור הינו למערכת הבנקאית וכ-3.2 מיליארד ₪ לגופים מוסדיים¹. בתרשים 1 מתוארת התפתחות החוב לדיור של משקי הבית בשנים 2007-2011. בשנת 2011 שוק המשכנתאות המשיך לצמוח, ורשם צמיחה של כ-11%. נציין כי גם השוק החוץ בנקאי צמח (בשיעור של כ-18%). יחד עם זאת, מדובר בשוק מצומצם בהיקפו המהווה כ-1.4%, מיתרת החוב של משקי הבית בגין הלוואות דיור (סך החוב כולל גם אשראי ממשלתי מכוון לדיור של כ-26.9 מליארד ₪).

יתרת חוב לדיור של משקי הבית



תרשים 1. מקור: דוח התפתחות החוב במשק של בנק ישראל (פברואר 2012).

המרווחים בשוק המשכנתאות הראשוני ואיכות תיקי המשכנתאות

הריבית הממוצעת בשוק המשכנתאות צמודות המדד ירדה בשנים האחרונות בשל ירידה בשיעורי הריבית במשק וכן בשל התחרות בין הבנקים. עם הירידה בריבית בנק ישראל עלה הביקוש להלוואות בריבית משתנה.

נציין כי המרווח של הבנקים בישראל במימון משכנתאות הוא מצומצם יחסית. מהנתונים בישראל ובארה"ב עולה כי, נכון לפברואר 2012, הריבית הממוצעת על משכנתא בריבית צמודה קבועה בישראל הינה 2.64% כאשר התשואה לפדיון באג"ח ממשלתי צמוד מדד הינו 2.4% ל-12 שנים ו-2.8% ל-24 שנים. ריבית משתנה לא צמודה ממוצעת על משכנתאות בישראל עומדת על כ-3.6%, כאשר התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתית בריבית משתנה לא צמודה הינו כ-2.9% ל-8 שנים (לא קיים טווח ארוך יותר)². בהשוואה לריבית הממוצעת על משכנתאות בארה"ב שעומדת נכון למועד כתיבת הדוח על 3.88%³, כאשר התשואה על T-bill לתקופה של 20 שנים הינה כ-2.8%.

¹ בעיקר כלל משכנתאות.

² מקור נתוני איגרות החוב הממשלתיות: בנק ישראל, מרץ 2012.

³ נתוני federal reserve ביחס למשכנתאות בריבית קבועה.

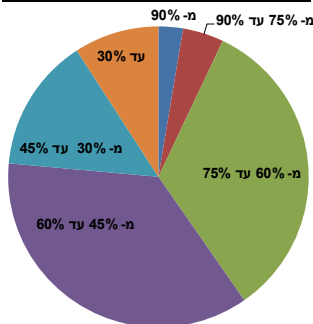
רווחיות המערכת הבנקאית מסתן הלוואות למגורים פחתה וזאת על רקע התחרות בין הבנקים אשר הובילה למדיניות תמחור אגרסיבית, על רק של ירידה בהכנסות העקיפות (כגון: עמלות ביטוח, זכאות, פתיחת תיק וכו') ללא עלייה מקבילה של המרווחים וכן כתוצאה ממחזור משכנתאות של לווים בסביבת ריבית נמוכה. בהקשר זה נציין מיזוגי הבנקים למשכנתאות עם הבנקים המסחריים יצרו אפשרות למתן ריביות נמוכות יותר על ידי הבנקים וזאת כנגד הכנסות בפעילות המסחרית של הבנק באמצעות פתיחת חשבון ללקוח בבנק המסחרי. לנוכח מצב זה, גופים מוסדיים מתקשים להתחרות בריביות הבנקים ומהווים שיעור נמוך ביחס לשוק.

יצוין כי מרווחי הריבית הנמוכים מקשים על ביצוע איגוח משכנתאות, בשל העלויות הנוספות והתשואה הנדרשת באיגוח, אל מול התשואה הנמוכה יחסית הגלומה בתיקי המשכנתאות.

אל מול הריביות הנמוכות יצוין כי מאפייני מתן האשראי הבאים לידי ביטוי במדדים כגון היקף הפיגורים המצטברים ושיעורי ה-LTV הינם שמרניים יחסית וזאת גם בשל מגבלות רגולטריות אשר נועדו לשמור על יציבות המערכת הבנקאית.

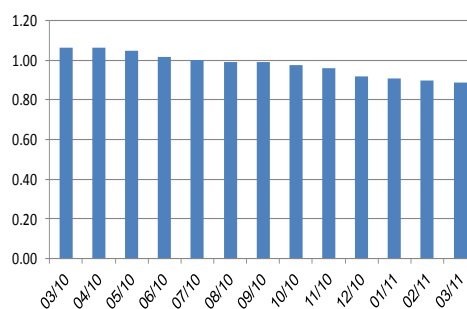
תרשים 2 מציג את הפיגורים המצטברים מיתרת האשראי לדיור. פיגורים הינם סכומי החזר שלא נתקבלו שלושה חודשים ומעלה. מהתרשים עולה כי שיעור זה עומד בסביבות ה-1% בתקופה שהחל במרץ 2010 ועד מרץ 2011. תרשים 3 מציג את שיעורי ה-LTV בהלוואות חדשות שניתנו על ידי המערכת הבנקאית. מהתרשים עולה כי שיעורים אלו נמוכים מ-75% בממוצע. נציין כי בהתאם להנחיות המפקח על הבנקים, כללי הקצאת ההון ושקלול נכסי הסיכון של הבנקים מחייבים את הבנקים להקצות הון נוסף בגין משכנתאות בשיעור מימון העולה על 60% וכן לשקלל ב-100% משכנתאות בשיעור מימון העולה על 60% ורכיב ריבית משתנה של 25% ומעלה בתוך נכסי הסיכון של הבנק.

ביצועי משכנתאות לפי שיעור LTV, פברואר 2012



תרשים 3. מקור: בנק ישראל, לוח יד' - 1.1.

פיגורים המצטברים באחוזים מיתרת האשראי לדיור

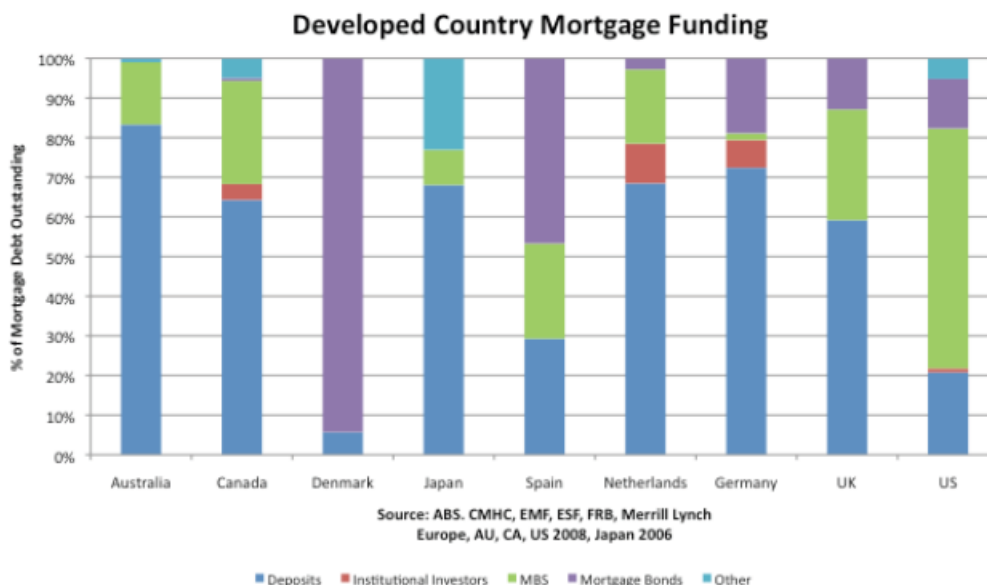


תרשים 2. מקור: בנק ישראל, לוח ד'-10.

התהוות שוק משני למשכנתאות בישראל?

הצורך של הבנקים בשוק משכנתאות משני

נכון למועד כתיבת הדוח, שוק מכירת משכנתאות למגורים מהמערכת הבנקאית אינו קיים בישראל. בתרשים 4 מוצג אופן מימון המשכנתאות במדינות מפותחות נבחרות. מהתרשים עולה כי איגרות חוב מגובות משכנתאות (MBS) קיימות במדינות מפותחות רבות ובייחוד בארה"ב (בתרשים 4 מסומן בירוק). במדינות מסוימות באיחוד האירופי, מימון המשכנתאות מבוצע באמצעות Mortgage Bonds (בתרשים 4 מסומן בסגול), מדובר באיגרות חוב המונפקות על ידי בנקים המגובות במשכנתאות למגורים, אך ללא מנגנון איגוח בו הלוואות נמכרות על ידי הבנק. יצוין כי בחלק המדינות קיימות תוכניות ממשלתיות התומכות באיגוחים מסוג זה באמצעות מתן תמריצים וערבויות. בארה"ב הערבויות למימון משכנתאות ניתנו על מנת ליצור מקורות למתן הלוואות חדשות לרכישת דירות ובכך לאפשר רכישת דירות על ידי תושבי המדינה. הערבות הוזילה את עלויות המימון בגין איגרות החוב ובכך הפכה את האיגוח לכדאי כלכלית. עם שכלול השוק החלו סוכנויות הדירוג לדרג את סיכוני האשראי של איגרות החוב ובכך איפשרו איגוח שאינו מגובה ערבויות, ויחד עם זאת מדורג בדירוג אשראי המשקף הערכה של ההפסד הצפוי הגלום באיגרות החוב. ברב מדינות האיחוד האירופי, לעומת זאת, ערבויות ממשלתיות לא ניתנות ככלל. אומנם קיימים גופים המרכזים הנפקות של תיקי משכנתאות, אך הם מוחזקים בבעלות פרטית. נציין כי השיעור המצומצם יחסית של איגוח משכנתאות באירופה ביחס לארה"ב, נובע גם מחלופות לאיגוח משכנתאות באמצעות מכשירי ה-Mortgage Bonds, כאמור לעיל. איגרות חוב אלו אינן דורשות מסגרת משפטית של איגוח ועלויות המימון שלהן קשורות בעיקר לסיכון האשראי של הבנק המנפיק.



תרשים 4. מקור: Dr. ,Alternative Forms of Mortgage Finance: What Can We Learn From Other Countries? .Michael Lea



יחד עם זאת, ניהול ההון של הבנקים בהתאם לרכיבי סיכון, בייחוד לאור יישום המלצות ועדת באזל, דורש מהבנקים דינאמיות גבוהה להתאמת ההון לרכיבי הסיכון. לפיכך, מכירת הסיכונים הקיימים במאזן, לרבות בתיקי המשכנתאות למגורים, מהווה כלי לניהול ההון וניהול סיכון האשראי ואף מספק לבנק נזילות. נציין כי בשוק איגוח המשכנתאות אתגרים רבים:

- מבנה המשכנתא בישראל ומרווחי הריבית הנמוכים (המרווח לאיגוח נמוך היות ובעבר נגבו הכנסות עקיפות גבוהות יחסית שירדו בשנים האחרונות, במועד מתן ההלוואה לעומת מרווח ריבית נמוך יחסית לאורך חיי ההלוואה).
- התאמת המצב המשפטי, החשבונאי והמיסוי לצורך ביצוע מכר מלא True sale והוצאת הסיכון מהמאזן.
- הסדרת אופן פעילות נותן השירותים בתיק המשכנתאות ופירעונות האיגוח (גבייה ומימוש הבטוחות בעת כשל משכנתא), לרבות החלפת נותן השירותים.
- רישום הבטוחות וחוק האיגוח.

חוק האיגוח

5

בשנת 2011 פירסמה הרשות לני"ע טיוטת הצעת חוק להסדרת עסקאות איגוח להערות הציבור וזאת בהמשך לוועדה חיימוביץ'-אשר, שבחנה בשנת 2005 את ההיבטים השונים של עסקאות האיגוח. הצעת החוק של הרשות לני"ע דנה בהסדרת ההצעה לציבור של עסקאות איגוח. לחוק האיגוח שני רכיבים נוספים: תיקון פקודות מס הכנסה ותיקון חוק המחאת זכויות על מנת להסדיר את היבטי המס וההיבטים המשפטיים בעסקאות האיגוח. הצוות לקידום האיגוח שכולל נציגים של בנק ישראל, רשות ני"ע, אגף שוק ההון במשרד האוצר, משרד המשפטים ורשות המסים התווה עקרונות למאפייני האיגוח: עסקאות פשוטות עם תזרימים קבועים, פרעונות במועדים ידועים ומערכת הדקים פשוטה (plain vanilla), 10% מהתיק המאוגח תיוותר בידי הבנק המוכר וזאת על מנת לשמור על איזון תמריצים בהחלטת העברת הסיכון, איגוח מתגלגל ייאסר ומכשירים מורכבים יידרשו אישור רגולטורי פרטני.

בהתאם לדוח "OECD סקירה של ישראל: שנת 2011" - היעדר איגוח בשוק המשכנתאות למגורים הישראלי גורם למחסור של מאפיינים מסוימים במערכת הפיננסית שיכולים להגביר את יעילות השוק מבלי להגדיל את הסיכונים בצורה מופזרת, באם האיגוח יוכפף לרגולציה ופיקוח הולמים. ההמלצה בדוח זה הינה כי לאור הנסיון הבינלאומי, יש להתקדם בתוכנית לאישור האיגוח בזהירות. הזהירות נדרשת הן בבחינת תיק המשכנתאות המאוגח, הן בבחינת מאפייני איגרות החוב המונפקות על בסיס תיק המשכנתאות, כגון: מבנה מפל התשלומים, הדקים בעסקה, והן בהיבטים התפעוליים ומהשפטיים של האיגוחים, כגון: רישום הבטוחות ומימושן, בידוד התיק



מסיכונים המנפיק ונותן השירות לתיק ועוד. וזאת בין היתר על רקע המשבר הכלכלי, אשר ענף מימון המשכנתאות ונגזרי המשכנתאות לקחו בו תפקיד מהותי.

בהקשר זה יצויין כי המערכת הבנקאית בישראל כפופה לרגולציה בתחום המשכנתאות למגורים, שמטרתה לשמור על יציבות התחום ובכלל זה: כללי הקצאת הון שמרנים להלוואות בשיעור מימון העולה על 60%, המחייבים הקצאת הון נוספת בגין הלוואות אלו, מגבלה על מתן משכנתאות בריבית משתנה עד לשליש מהיקף ההלוואה ושקלול של 100% להלוואות בשיעור מימון העולה על 60% ורכיב ריבית משתנה של 25% ומעלה בתוך נכסי הסיכון של הבנק.

על רוכשי תיק המשכנתאות בשוק המשני לתת את הדעת על הסיכונים הגלומים בתיקי המשכנתאות בעת רכישת תיק בשוק המשני. הסיכונים עשויים להיות ברמת המינוף (LTV), מבנה ומורכבות המשכנתא (ריביות קבועות לעומת מנגנוני עדכון ותקופות ללא תשלום ריבית), מאפייני הלווים, נהלי החיתום ויישומם וכן סיכונים משפטיים ותפעוליים הנובעים מאופן מימוש הבטוחות כאשר המשכנתא נמכרת לצד ג' בשוק המשני.

סיכום

פיתוח שוק משני למשכנתאות בישראל, מהווה שינוי באופן ההתייחסות למשכנתאות למגורים. ללא שוק משני למשכנתאות, הבנקים מהווים "מחסן" של הלוואות ארוכות שניתנו על ידו. בעוד שקיום האפשרות לאיגוח תיקי משכנתאות, מאפשרת, בין היתר, הזרמת מימון למערכת הבנקאית ומתן משכנתאות חדשות. באופן זה, הבנק ממשיך לעסוק במתן הלוואות ותפעולן. מצד המשקיעים בשוק ההון, רכישת איגרות חוב המגובות בתיקי משכנתאות מאפשר השקעה ארוכה יחסית בתיקים מפוזרים ועשויה לתרום לגיוון התיק הקיים הן של המשקיעים המוסדיים וייתכן אף של הציבור באופן ישיר באמצעות הנפקות סחירות. בהתאם לאמור בדוח ה-OECD בעניין זה, פתיחת השוק צריכה להתבצע בזהירות תוך מתן דגש לסוג הסיכונים הייחודי הגלום בעסקאות מסוג זה, לרבות סיכונים אשראי, סיכונים התפעול, המבנה משפטי של העסקה והיבטים נוספים כגון מיסוי, ביטוח ועוד.

מידע מקצועי רלוונטי

[גישת מידרוג לדירוג אג"ח מגובה משכנתאות למגורים](#)



מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של איגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של איגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של איגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לנד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.