

22 אשראי לדיור

דורון נחמני*

1. התפתחות מימון רכישת הדיור

א. צרכי המימון

השיטה של בעלות פרטית על רכוש, היא אבן יסוד בתפיסה הכלכלית הליברלית הרווחת במדינות המערב. במסגרת זו התפתחה גם בעלותם של משקי הבית על נכסי המגורים: תחת שיטה זו, שיעור גבוה של משקי הבית גרים בנכסים הנמצאים בבעלותם. שיעור זה גדל בהתמדה בכל העולם, והוא גבוה יותר במדינות שרמת החיים בהן גבוהה יותר. שיעורי בעלות גבוהים נתפסים כחיוביים כיוון שהם מתיישבים עם רמה גבוהה יותר של בטחון כלכלי ועם יתר שוויוניות בהתחלקות ההכנסה והעושר בין משקי הבית. הממשלות השונות פועלות לכן להגדלת שיעור משקי הבית הגרים בנכסים שבבעלותם.

כדי לאפשר שיעורים גבוהים של בעלות על נכסי מגורים נדרשת מערכת מתאימה של תיווך פיננסי למימון רכישת נכסי מגורים. מטרת מערכת כזו היא לספק למשקי הבית את המקורות הכספיים הדרושים להם למימון הרכישה. מטרה זו פשוטה ומוגדרת היטב, והייתה צריכה לכאורה להביא לשיטה יחידה של מימון - העובדה שמערכות ושיטות המימון בעולם שונות זו מזו נובעת מהבדלים בינלאומיים במבנה שווקי ההון והכספים, מהבדלים בשיטות השונות של התערבות הממשלות בשווקים וממשקעים הסטוריים שגרמו להיווצרות מערכות לאומיות השונות זו מזו. המקור למימון ההשקעה בנכסי מגורים הוא החיסכון האישי, כלומר

* דורון נחמני משמש בתפקיד סמנכ"ל לתכנון, תיאום ובקרה בבנק טפחות. בעל תואר מוסמך לכלכלה האוניברסיטה העברית, ירושלים.

החיסכון של הסקטור הפרטי הלא-עסקי. במשק מודרני יש למשקי הבית זרם חיסכון יציב, וזרם זה מממן את השקעות הסקטור העסקי ואת השקעות הממשלה. אולם, למרות שלכלל משקי הבית יש חיסכון מצרפי חיובי, זוהי תוצאה של קיזוז, כשחלק ממשקי הבית הוא בעל חיסכון חיובי ומשקי בית אחרים צורכים מקורות לרכישת נכסי מגורים, כך שרק העודף מועבר למימון השקעות הסקטורים האחרים. מערכת התיווך הפיננסי נדרשת לכן להעביר מקורות ממשקי בית בעלי חיסכון חיובי גם למשקי בית המשקיעים ברכישת נכסי דיור.

לחיסכון של משקי בית דפוסי התנהגות ידועים. משקי הבית חוסכים לאורך מחזור חייהם חלק מהכנסתם השוטפת, וצוברים בכך בהדרגה ערך נקי. קיימות מספר מטרות מקובלות לצבירה זו של עתודות על ידי משקי בית: השקעה במגורים, צבירת רכוש שיתורגם להכנסה לעת פרישה ממעגל העבודה, צבירת עתודות למקרים בלתי צפויים, והעברה בין-דורית. מבחינה כרונולוגית, המטרה הראשונה היא השקעה במגורים. בגלל גודלה של ההשקעה במגורים ביחס לשכר צוברים משקי הבית עתודות המספיקות לרכישה עצמאית של נכס דיור רק בשלב מאוחר-יחסית של חייהם, ויכולתם לגור בנכס שבבעלותם כבר בשלב מוקדם של חייהם מותנית בקיומה של מערכת תיווך פיננסי שתעביר מקורות ממשקי בית בעלי עתודות חיסכון גדולות למשקי בית המתכננים להשקיע בנכס מגורים, או במילים אחרות ממשקי בית מבוגרים למשקי בית צעירים. מחזור החיים האופייני של משק בית הוא לכן צבירת ערך נקי המספיק למימון חלק מההשקעה, יצירת חוב בעת ההשקעה בנכס מגורים, הקטנה הדרגתית של החוב לאורך השנים ויצירת עתודות כספיות לקראת פרישה ממעגל העבודה. סקרים שנעשו במשקים שונים במערב מראים שכמחצית מכל הנכסים הפיננסיים של משקי הבית שייכים לגילאי 65 ומעלה, וכשלושה רבעים של סך החיסכון הפיננסי נמצא בידי משקי בית בגילאי 55 ומעלה.

עיתוי רכישת נכס הדיור תלוי אמנם בפרמטרים שונים של הכלכלה, אבל קיים דמיון מסויים בין מדינות. חלקם של משקי הבית הגרים בנכס שבבעלותם עולה כפונקציה של הגיל והזמן שחלף מהיווצרות משק הבית, אבל יש הבדלים בין מדינות הנובעים למשל מזמינותו של פתרון מגורים שלא בדרך של רכישת נכס: במשקים שבהם שוק ההשכרה לדיור הוא קטן-יחסית יהיה גיל הרכישה הממוצע

ניהול נדל"ן

נמוך יותר מאשר במשקים בהם קיים שוק פעיל של השכרה לדיור. גורמים אחרים שישפיעו על עיתוי רכישת הדיור הם מחירי הדיור במונחי שכר, קיומה של מערכת מימון יעילה המסוגלת לאפשר מנופים פיננסיים ביחסים הנדרשים ובמחיר סביר, מידת הסיוע הממשלתי למערכת זו, והרגלים תרבותיים. המשמעות הלאומית של גיל ממוצע נמוך בעת רכישת נכס מגורים תהיה שהערך הנקי שנצבר בידי משק הבית הממוצע עד לביצוע הרכישה הוא קטן יותר, ולכן תידרש המערכת להעמיד הלוואות ששיעור המימון שלהן גבוה. שיעור מימון גבוה ואוכלוסיה צעירה מבחינת מקצוע והכנסה שוטפת הם שני גורמי סיכון שיכבידו על מערכת התיווך הפרטית, ויגבירו לכן את הלחץ הציבורי להתערבות ממשלתית שתספק סבסוד ו/או ביטוח אשראי למערכת התיווך הפרטית.

הבדלים בין מדינות בגודלה היחסי של מערכת האשראי לדיור נובעים גם ממידת מעורבותה של ממשלה בעידוד מערכת התיווך. ברוב המדינות מתערבות הממשלות בדרכים שונות המפלות לטובה את פעילות המערכת הללו, על ידי הקלות שונות במיסוי, על ידי סבסוד ישיר ועל ידי בניית מערכת סבסוד המפלה בין משקי בית על סמך משתני הכנסה או משתנים סוציו-כלכליים אחרים. התערבות הממשלה באה בדרך כלל להבטיח העמדת אשראי בנפחים ובמחירים שלא היו מתקיימים במצב של תחרות חופשית, בעיקר כשמדובר בשכבות הפחות מבוססות של האוכלוסייה. קיים בדרך כלל מתאם ברור בין דרגת ההתפתחות של המערכות הפיננסיות לבין גודלו היחסי של האשראי לדיור, ובמשקים המפותחים גדול חלקו של האשראי לדיור בסך האשראי הבנקאי.

ב. המוצר הפיננסי

מימון רכישת נכס מגורים על ידי משק בית מצריך מוצר פיננסי ייחודי. למשק הבית נחוץ אשראי בסכום חד פעמי גבוה, שאותו ניתן להחזיר לשיעורין לאורך תקופה ארוכה, שכן משק הבית נהנה מפירות השקעתו לאורך זמן (שירותי דיור), ולכן הוא פורע את ההלוואה מתוך הכנסתו השוטפת, כחלק מהחיסכון. מדובר לכן באשראי לטווח ארוך מאד, הנפרע לשיעורין לכל אורך חיי ההלוואה, והשיטה המתאימה ביותר למשקי בית היא של תשלום קבוע לאורך זמן.

בעיית העמדת אשראי לטווחים כה ארוכים - בארה"ב ההלוואה השכיחה כיום היא לתקופה של 30 שנה - נובעת מקיומו של עקום תשואה עולה, שמשמעותו שהריבית לתקופה ארוכה גבוהה במידה ניכרת מהריבית לתקופה קצרה. צורתו זו של עקום התשואה מיוחסת בדרך כלל להיצע החיסכון מצד משקי הבית: אלה מוכנים לוותר על נזילות ולהפקיד כספים לתקופה ארוכה יותר רק תמורת תוספת לתשואה על כספם. המשמעות היא שאשראי לתקופה הארוכה הנדרשת על ידי משקי הבית יינתן רק בעלויות גבוהות. מערכת התיווך הפיננסי יכולה לכאורה לפתור את הבעיה על ידי כך שתחשוף את עצמה לסיכוני ריבית ותעמיד אשראי לטווחים ארוכים מתוך מקורות לטווחים קצרים, ואולי אף הממשלה תסייע למערכת התיווך בהכוונת זרמי כספים ובתקנות מפלות, אבל הסיכון הוא עצום, כפי שמלמד הניסיון של התמוטטות מערכת הבנקים למשכנתאות בארה"ב בשנות השמונים. אם מגבילים את כניסתם של מוסדות המימון לסיכוני ריבית נותרים שני פתרונות: מימון לטווח ארוך בריבית קבועה המגלמת בתוכה את עקום התשואה, או העמדת אשראי לטווח ארוך בריבית ניידת, כך שהאשראי ניתן אמנם לתקופה ארוכה ובלוח סילוקים נוח, אבל הריבית על ההלוואה נקבעת מחדש כל תקופה (בדרך כלל כל שנה) לפי תנאי השוק. במשטר של ריבית ניידת נהנה הלווה מהריביות הנמוכות-יחסית של הטווח הקצר, אבל הוא חשוף לשינויים בלתי צפויים בריבית.

שני הפתרונות בעייתיים. מימון לטווח ארוך בריבית קבועה, הכולל ברוב המדינות אופציה ללווה לסילוק מוקדם של ההלוואה - שהיא למעשה זכות חד-צדדית לנצל רווחי הון הנוצרים על ידי ירידת הריבית - מביא בהכרח לשיעור ריבית גבוה על ההלוואה בגלל התמורה שידרוש המשקיע לעסקה לא-נוחה זו. מימון בריבית משתנה יוצר אי-ודאות ללווה וסיכון אשראי נוסף לנותן האשראי: כאשר הריבית משתנה, נטל ההחזר השוטף יכול להשתנות לאורך חיי ההלוואה; מאחר שברוב המדינות ההלוואות לדיור אינן צמודות למדד, נוצר מצב שכל שינוי בקצב האינפלציה יביא לשינוי דומה בשיעור הריבית על ההלוואה. מצב כזה יכול להביא אוכלוסיות של לוויים לאי-יכולת פירעון שוטף כשקצב האינפלציה מואץ, ולכן הוא מחייב את מערכת התיווך להחמיר את הקריטריונים למתן אשראי. הדילמה שהועלתה גרמה לכך שברוב המקרים יצרו ממשלות יתרונות מלאכותיים למערכת

האשראי לדיור כדי לאפשר מתן אשראי לטווח ארוך בריבית קבועה ובעלות סבירה ללווה. יתרונות אלו נוצרו ע"י בניית הטבות מס, הכוונת כספים לשוק אשראי זה בדרך של תקנות שונות, או בניית מערכות סבסוד ישיר מסוגים שונים. גם התמיכה בבניית שוק משני למשכנתאות - שוק שבו יכולים הבנקים למכור הלוואות כדי להשיג מקורות למתן אשראי נוסף - באה לייעל את דרכי מימון האשראי ולהוזיל אותו, ובכך לסייע לשוק הראשוני.

ג. המתווכים הפיננסיים

מערכת תיווך פיננסי למימון רכישת דיור דורשת התמחות שלא היתה קיימת בבנקאות המסחרית הרגילה. כאמור, מערכת התיווך צריכה להעביר מקורות ממשקי בית בעלי חיסכון פיננסי נצבר למשקי בית הנשענים על מנופים פיננסיים לרכישת דיור. קשה לחשוב על מערכת התקשרות ישירה, כך שמשק בית אחד יעמיד הלוואה מתאימה למשק בית אחר - מערכת כזו אינה יעילה והיא פועלת רק במשקים בהם לא התפתחה מערכת מסחרית - ולכן נדרשת כאן מערכת תיווך פיננסי. מערכת התיווך הפיננסי הנדרשת צריכה להתמודד עם קשיים הנובעים מהבדלים מהותיים בין שיטות גיוס החיסכון ואופי המוצרים הפיננסיים שניתן להציע למשקי בית מבוגרים לבין מתן האשראי ואופי המוצרים הפיננסיים הדרושים למשקי בית צעירים למימון ההשקעה בדיור. בצד גיוס החיסכון התפתחה ברוב המדינות התמחות ספציפית, של "אוספי חיסכון פיננסי", שעיקר התמחותם גיוס כספים לטווחים ארוכים ממשקי בית. מתווכים אלה - חברות ביטוח, קופות פנסיה ובישראל גם קופות גמל - מוגנים בדרך כלל על ידי מערכות חוקים הנותנות להם הטבות מס ספציפיות היוצרות להם יתרון על פני מתווכים אחרים. מתווכים אלו מעבירים את המקורות לכלל המשקיעים, כולל השקעות בדיור. "אוספי החיסכון הפיננסי" אינם עוסקים בדרך כלל במתן האשראי, שכן בתחום מתן האשראי נדרשת התמחות, כשהמדובר בהלוואות למשקי בית לרכישת דיור. בניגוד לבנקאות המסחרית הרגילה, שהתמחתה במתן אשראי בהיקפים גדולים לגופים עסקיים, ויצרה במשך הזמן מעגל לקוחות קבועים והכרות טובה עם עסקיהם של לקוחות אלו, מדובר כאן בלקוחות חד-פעמיים שכלי ההערכה המקובלים אינם תקפים

לגביהם. גם גודל העסקאות האופייני לרכישת דיור לא הצדיק שימוש במערכי ההערכה המסורבלים שהיו מקובלים בבנקאות. אופי המוצר גם הוא בעייתי לבנקאות המסחרית: מסורתית, עסקו הבנקים במימון השקעות עסקיות לטווחים קצרים, כאשר החזרי הקרן בוצעו עם הבשלת ההשקעות - כאן מדובר בהשקעה לטווחים ארוכים כשהקרן מוחזרת לשיעורין. גם בעיית ההפצה דרשה סוג אחר של בנקאות: נגישות למשקי בית, מכירה ללקוחות חד-פעמיים, התמחות במוצר מורכב ועוד. כל אלו יצרו צורך ביצירת מערכות בנקאיות מתמחות לתחום האשראי לדיור.

הצרכים המיוחדים של מערכת התיווך הפיננסי הביאו להיווצרותם של גופים מיוחדים, מתמחים, ולהתפתחות מבנה מימון שהוא ייחודי למערכת האשראי לדיור. מתחילה, נמנעה הבנקאות המסחרית מלהיכנס לתחום זה והבסיס למתן האשראי נוצר על ידי התאגדויות וולונטריות של משקי בית שבהן נצבר חיסכון פיננסי של קבוצת משקי בית והוא הועמד לרשות חלק מהם. אגודות שיתופיות כאלה (Building Societies) הוקמו באנגליה כבר במאה ה-18. אגודות שיתופיות אלו של הלוואה וחסכון יצרו גם קישור בין הזכות לקבלת אשראי לבין צבירת החיסכון, ובכך יצרו מעגלים סגורים בהם לווים פוטנציאליים חוסכים כספם לקראת רכישת נכס דיור, וכספם משמש למימון רכישת דיור על ידי לווים שחסכו בעבר. בהדרגה, התפתחו אגודות אלו לבנקים ייעודיים למתן אשראי לרכישת דיור, ורק מאוחר יותר החלו להצטרף גם בנקים מסחריים לפעילות אשראי זו. במשקי המערב פועלים במקביל מתווכים פיננסיים מסוגים שונים העוסקים בהעמדת אשראי למשקי בית לרכישת דיור, כאשר גופים אלו שונים זה מזה בדרכי מימונם והם מתמחים במגזרי שוק שונים ובמוצרים פיננסיים שונים.

ניתן לסווג את שיטות העמדת האשראי הקיימות היום תחת ארבעה מנגנונים עיקריים:

ההשקעה הישירה - זוהי שיטה שנעדר בה המתווך הפיננסי, והיא אופיינית למצבים בהם מערכת התיווך הפיננסי אינה מתפקדת, כך שמשקי הבית אינם יכולים למצוא בשוק החופשי אשראי למימון רכישת דיור. במקרים כאלו נראה השקעה ישירה, שפירושה העמדת אשראי בתוך משפחה, או ממקום עבודה לעובד, או שהיזם בונה

המגורים הוא מקבל האשראי מהמערכת הבנקאית והוא המתווך המעביר את האשראי למשקי הבית. בגלל הלאמת שוק ההון לאורך רוב שנות קיומה של מדינת ישראל, שיטת ההשקעה הישירה היתה נפוצה בישראל. פרט לכך שחלק ניכר מרכישות הדיור נעשו מאמצעים עצמיים, הועבר אשראי בצורות ישירות ובעיקר נפוצה השיטה של קבלת האשראי מהקבלן. לשיטה זו חסרונות ברורים, בכך שהיא אינה יעילה, דוחה את גיל רכישת הדיור ואינה מאפשרת פתרונות מימון בהיקפים הנדרשים בחברה מודרנית.

מנגנונים הקושרים הלוואה לחיסכון - במקומות בהם שוק ההון אינו מסוגל להעמיד למערכת התיווך הפיננסי מקורות מתאימים למתן אשראי למשתכנים, או במקומות בהם הממשלה יוצרת עדיפות לסוג זה של קישור, נמצא מערכת שבה קיים קישור חוזי בין זכות משק הבית ללוות לבין עמידה בתנאים מסוימים לגבי חיסכון מצטבר לפני קבלת האשראי. בצורה זו זכותו של הלווה לקבל הלוואה בשיעורי ריבית נמוכים מותנית בהתמדה חוזית בחיסכון פיננסי במיוחד למטרה זו, במשך תקופה מסויימת לפני קבלת ההלוואה. שיטה זו באה לעודד חיסכון אצל משקי בית והממשלה מוסיפה בדרך כלל הטבות מס לעסקה. מקורה של שיטה זו באגודות וולונטריות שסיפקו מימון לרכישת דיור לחבריהן - Building Societies באנגליה ו- Saving and Loan Associations בארצות הברית, שפעילותן השתנתה במשך השנים. כיום אופייניות שיטות אלו לגרמניה, אוסטריה, צרפת וארצות אפריקה דוברות צרפתית. בדרך כלל קיום שיטה מעין זו יביא לדחיית רכישת הדיור לגיל מבוגר יותר, ולכן היא תתיישב עם קיום פתרונות דיור בהשכרה בתקופת ההמתנה לרכישה.

מתווכים פיננסיים המקבלים פיקדונות ממשקי בית - ברוב המדינות פועלים מתווכים המממנים את מתן האשראי על-ידי קבלת פיקדונות ממשקי בית. מתווכים אלו משלימים את המעגל בכך שהם פועלים ברמה הקמעונאית בשני צדי המאזן: מגייסים פיקדונות ממשקי בית בעלי חיסכון פיננסי, ומן הצד השני מעמידים אשראי למשקי בית המשקיעים בנכסי דיור. סוגים שונים של מתווכים פיננסיים שייכים לקבוצה זו: גופים ייעודיים כמו הבנקים להלוואה וחיסכון הפועלים בארה"ב ובבריטניה, בנקים מסחריים, וכו'. המוסדות הייעודיים נהנים בדרך כלל מהטבות מס בגיוס הפיקדונות מהציבור, ובכך יש להם יתרון מסויים בשוק מתן האשראי.

לעומת זאת, הבעיה של גיוס פיקדונות ממשקי בית פירושה שהמקורות העומדים לרשות מתווכים אלו הם לטווח קצר-יחסית, ולכן הם מוגבלים בצד האשראי לטווחים קצרים.

מתווכים שניוניים - בצד המתווכים המקבלים פיקדונות ממשקי בית ופועלים לכן "מקיר אל קיר", קיימים גם מתווכים שניוניים, המקבלים את מקורותיהם ממתווכים אחרים ומתמחים רק במתן האשראי. ההתמחות במתן האשראי פוטר מתווכים אלו מהצורך לבנות מנגנוני איסוף חסכוניות ומאפשרת להם בדרך כלל להיות יותר ממוקדים ויותר יעילים מההיבט התפעולי. לקבוצה זו משתייכים מתווכים המממנים את מתן האשראי על ידי הנפקת אגרות חוב, כפי שעושים הבנקים למשכנתאות בישראל, או על ידי מכירת המשכנתאות למשקיעים. בגלל שמדובר בפעילות רק בתחום מתן האשראי - ובחלק מהגופים מצטמצם הסיכון הפיננסי אף יותר - גופים אלו לעתים אינם בנקים אלא גופים ייעודיים בעלי רשיון מוגבל מבחינת תחומי עיסוקם. מתווכים אלו יכולים - בגלל אופי המקורות הנגישים להם - להתמחות במתן אשראי לטווח ארוך.

ד. סיכוני האשראי

סיכוני האשראי האופייניים לאשראי לרכישת דיור הם מסוג שלא היה מוכר למערכת הבנקאית:

1. רכישת דיור שונה מהשקעה עסקית בטווח הזמן - מדובר כאן בטווחים ארוכים מהמקובל, ומנקודת מבטו של נותן האשראי יש בעסקה אי-ודאות מוגברת.
2. בניגוד להשקעות עסקיות, בהן יכול הבנק לפתח יכולת לניתוח והערכה של הסיכונים הספציפיים ללקוח ולעסקה, עסקאות רכישת דיור על ידי משקי בית הן עסקאות בהיקף כספי שאינו מצדיק שימוש בכלי ההערכה המקובלים ומעורבים בהן לקוחות בעלי מופע חד-פעמי, שלבנק אין היכרות מתמשכת עימם. לפיכך, ניתוח הסיכונים וניסוח מדיניות אשראי צריכים להתבסס על כלים סטטיסטיים ולא על יכולת הערכה של עסקה בודדת. החיתום בסביבה זו צריך להישען יותר על כללים נוקשים שנכונותם נבחנה בממוצע, ופחות על קבלת החלטות ספציפיות.

3. בגלל גילם הצעיר של משקי הבית רוכשי הדיור והעדרו של רכוש אחר אין המערכת הבנקאית יכולה להישען על בטחונות חיצוניים לעסקה ועליה להתבסס כמעט בלעדית על הנכס הנרכש. הבעיה מחריפה בגלל שיעור המימון הגבוה הנדרש למימון רכישת דיור על ידי משקי בית בתחילת דרכם.

ההתמודדות עם סיכוני האשראי המיוחדים דורשת כלים מתאימים. בנקאות משכנתאות דורשת פיתוח כושר הערכה של סיכוני אשראי אלה, ובעיקר פיתוח כלים סטטיסטיים. לשם כך נדרשים בסיסי נתונים מהם ניתן להסיק על קשרים סטטיסטיים בין משתנים סוציו-כלכליים לבין חדלות-פירעון. נדרש גם פיתוח יכולת להערכת סיכוני ענף הנדל"ן ולזיהוי מחזורי מחירים בענף זה. טיב הבטוחות צריך לענות על צרכי נותני האשראי: תנאי לקיום מערכת פרטית למתן אשראי הוא שתהיה בידי נותני האשראי יכולת מלאה להיפרע מן הנכס המשועבד. לשם כך יש צורך במערכת תקינה של רישום הבעלות על מקרקעין ומערכת חוקית המאפשרת לנותן האשראי לממש את הבטוחות ללא מגבלות ובלוח זמנים סביר במקרה שהלווה אינו עומד בתשלומיו. במציאות שבה שיטת הבטוחות הנכסיות אינה מתפקדת - בגלל העדר מערכת מוסדרת של רישום מקרקעין או בגלל קיומה של מערכת הגנה על הלווה מפני הנושה - נצפה שהמערכת הפרטית תנסה להישען על מערכת בטוחות אלטרנטיבית או שהמערכת הפרטית לא תוכל להתפתח בכוחות עצמה והממשלה תידרש לספק פתרונות ציבוריים. בישראל, לדוגמא, גרמו העדר מערכת מוסדרת של רישום בעלות על מקרקעין ומסורת של קשיים במימוש נכס על ידי הנושים להתפתחות שיטה של ערבויות אישיות כחיזוק, או אף תחליף, לבטוחות הנכסיות. בארצות הברית סיפקה הממשלה באמצעות סוכנויות פדרליות ערבויות כדי לאפשר לנותני האשראי להעמיד אשראי בשיעורי מימון גבוהים מאלו שהמערכת הפרטית היתה מוכנה להעמיד. הניסיון הארוך שנצבר במשקי המערב, התשתית המחקרית שנוצרה ללימוד סיכוני האשראי, פיזור הסיכונים על-ידי יצירת תיקי אשראי גדולים ובניית כלים מיוחדים לנטרול חלק מהסיכונים על ידי מכשירים פיננסיים והעברת הסיכונים לגופים מתמחים - כל אלו הביאו לכך שהאשראי למשקי בית לרכישת דיור נחשב כיום כבעל דרגת סיכון נמוכה ביותר. התפתחות זו מאפשרת להוזיל את האשראי ללווה ולהגדיל את נפח האשראי יחסית לכלכלה.

ה. התגבשות המוצר הפיננסי

המוצר הפיננסי הרווח כיום במתן האשראי לדיור התפתח בשלב מאוחר יחסית. בתחילה, היה המוצר הבסיסי הלוואה לתקופה של 5 או 10 שנים, כשהחזר הקרן נעשה בתשלום אחד בסוף התקופה. הלוואות אלו רווחו בארה"ב עד המשבר הכלכלי של 1929, שגרם להתמוטטות מערכת האשראי. הלוואות עומדות אלו יצרו מצב שמשקי הבית מימנו את החזר ההלוואה הישנה על ידי נטילת הלוואה חדשה. מצב זה הביא למבוי סתום עם נפילת המערכת הבנקאית, כאשר משקי הבית לא יכלו עוד למצוא מקור מימון למחזור הלוואותיהם הקיימות ונאלצו להעמיד את בתייהם למכירה. התפתחות הבעיה לממדי משבר הביאה את הממשלה האמריקנית להתערב במערכת שעד אז נוהלה בשוק פרטי לחלוטין, על ידי העמדת אשראי מכוון למניעת הצורך לממש את נכסי הדיור. משנוצרה המערכת הפדרלית שהשיבה לחיים את האשראי לדיור בשנות ה-30, גובש גם מוצר פיננסי חדש: הלוואה לתקופה ארוכה, 30 שנה, שבה הקרן נפרעת לשיעורין לכל אורך חיי ההלוואה.

המוצר הפיננסי שגובש בשנות ה-30 בארה"ב קיים בווריאציות קלות עד היום, ברוב השווקים בעולם. הטווח הארוך מאפשר למשקי הבית להחזיר את הקרן לשיעורין, ולכן למעשה לממן את החזר ההלוואה מתוך החסכון האישי השוטף. מוצר זה מתאים למשקי הבית מכיוון שהוא נוח להם מבחינה תזרימית, ויתרונו הוא בכך שמשק הבית צובר בהדרגה הון עצמי על חשבון האשראי הנפרע. מבחינת סיכוני אשראי, החזרי הקרן מקטינים לאורך זמן את שיעורי המימון, ולכן חשיפת נותן האשראי לסיכון פוחתת לאורך זמן.

שיטת החזר שהתבססה במשך השנים, והפכה לאופיינית לתחום המשכנתאות, הוא של תשלום קבוע של קרן וריבית. אילו היתה שיטת החזר בנויה על החזר קווי של קרן לאורך כל תקופת ההלוואה, היה הלווה צריך לשלם לנותן האשראי תשלומים פוחתים והולכים: בתחילת חיי ההלוואה היתרה לסילוק עדיין גדולה, ולכן תשלומי הריבית הנגזרים גבוהים, והם פוחתים לאורך חיי ההלוואה ככל שפוחתת יתרת החוב. צורת תשלום זו יוצרת ללווה עומס ניכר של תשלומים בתחילת חיי ההלוואה, עומס הפוחת בהדרגה. כדי להקל על החזר השוטף אומצה שיטת תשלום לפיה התשלום החודשי קבוע לכל אורך חיי ההלוואה. בצורה זו משלם

הלווה סכום קבוע, שהרכבו משתנה בהתמדה: ככל שפוחתת יתרת החוב כך פוחת תשלום הריבית על החוב, ולכן גדל החלק המשלים שהוא החזר קרן. כתוצאה מכך מאיץ הלווה בהדרגה את תשלומיו על חשבון הקרן, ולכן יתרת הקרן פוחתת בקצב איטי בשנים הראשונות ובקצב הולך ומתגבר בהמשך חיי ההלוואה.

עקום התשואה העולה בשוק אגרות החוב יצר תמיד פיתוי למתווכים הפיננסיים להשתמש במקור כספי קצר למימון הלוואות לטווח ארוך, ובכך להגדיל במידה ניכרת את המרווח הבנקאי שהם גובים. שיטה זו, היוצרת חשיפה לסיכוני ריבית, רווחה לאורך תקופה ארוכה בארה"ב, עד שהביאה בשנות ה-70 להתמוטטות הבנקים להלוואות וחיסכון כאשר אלו נאלצו לגייס מקורות קצרים שהתייקרו בגלל האינפלציה שלאחר משבר הדלק הראשון, בעוד שהלוואותיהם ניתנו לתקופות ארוכות בשיעורי ריבית נמוכים. הלקח שנלמד - להימנע מחשיפה לא מודעת לסיכוני ריבית - הביא לגיבוש מוצר פיננסי חדש: הלוואה לטווח ארוך בריבית המשתנה מידי תקופה קצרה לפי ריבית השוק. מוצר זה מאפשר ללווה לנצל את עקום התשואה העולה וללוות בשיעורי ריבית נמוכים מאלה הנקבעים להלוואות לטווח ארוך, אבל בכך לקחת על עצמו את הסיכון ששינויים בלתי צפויים בריבית השוק יחייבו אותו בעתיד להגדיל את תשלומי הריבית השוטפים. היתרונות והחסרונות של מוצר פיננסי זה ביחס להלוואה בריבית קבועה ברורים, ובשוק נמצאים שני המוצרים כתחליפים. העדפות הלווים משתנות מעת לעת לפי ציפיותיהם להתפתחות הריבית: כאשר הריבית נמוכה והלווים מצפים שהיא תעלה בעתיד - יגדל הביקוש להלוואות בריבית קבועה. כאשר הציפיות הן שהריבית בעתיד תהיה נמוכה מהריבית בעת נטילת ההלוואה - יגדל הביקוש להלוואה בריבית משתנה. בשוק המשכנתאות קיימים גם מוצרים מעורבים: הלוואה בריבית משתנה עם אופציה ללווה להמירה במועד ידוע להלוואה בריבית קבועה.

1. השפעת האינפלציה והמשכנתא הצמודה

במשק שבו מתקיים תהליך אינפלציוני מתאים שיעור הריבית את עצמו כך, שנשמרת התשואה במונחי כוח קנייה. במצב כזה נוצרים שני שיעורי ריבית: שיעור הריבית הנקוב בחוזים - "הריבית הנומינלית" - ושיעור הריבית המשקף את

התשואה על החוזים במונחי כוח קנייה - "הריבית הריאלית". כאשר האינפלציה יציבה ולציבור ציפיות נכונות לגבי שיעורה בתקופת החוזה, קיימת התאמה מלאה של שיעור הריבית הנומינלי לשיעור האינפלציה החוזי, כך ששיעור הריבית הריאלי נותר ללא שינוי. השפעתו של תהליך אינפלציוני תהיה אם כן ריבית נומינלית גבוהה יותר, וככל ששיעור האינפלציה גבוה יותר - כך תגדל הריבית הנומינלית.

בשווקים שבהם חוזי המשכנתאות נכתבים במונחי ריבית נומינלית - וכאלה הם רוב השווקים בעולם - נוצרות בעיות כאשר קצב האינפלציה עולה מעבר לאחוזים בודדים בשנה. בעיה ראשונה נוגעת לגובה התשלום החודשי של הלווה: כל תוספת של נקודת אחוז לשיעור האינפלציה גוררת תוספת זהה לשיעור הריבית על ההלוואה, ולכן לגידול בתשלומים השוטפים של הלווה. לדוגמא, בהלוואה בגובה 200,000 ש"ח הניתנת ל- 30 שנה בריבית שנתית של 5%, גובה התשלום החודשי יהיה 1,074 ש"ח; אם נניח כעת ששיעור האינפלציה הוא 3% והריבית על ההלוואה תהיה בהתאם 8% - ואלו המספרים המתאימים כיום למשק האמריקני - יגיע התשלום החודשי ל- 1,468 ש"ח; במשק שבו שיעור האינפלציה הוא 10% ושיעור הריבית על הלוואה הוא 15% - נתונים הדומים למשק הישראלי כיום - התשלום החודשי יהיה 2,529 ש"ח. המסקנה היא שכאשר מתקיים תהליך אינפלציוני גורמת ההישענות על הריבית הנומינלית לכך שנטל התשלום החודשי גבוה יותר עבור אותו גודל של אשראי ואותו שיעור ריבית ריאלי, וחלק ממשקי הבית אינם יכולים לעמוד עוד בנטל ולא יוכלו לקבל הלוואות מהבנקים.

בעיה שנייה הנגרמת על-ידי האינפלציה נוגעת לחלוקת נטל התשלומים על פני זמן. שיטת החזר המקובלת של הלוואות לרכישת דיור יוצרת תשלום חודשי קבוע לכל אורך תקופת ההלוואה. במצב של אינפלציה, המשמעות של זרם תשלומים קבוע נומינלית היא שהנטל פוחת ריאלית על פני תקופת ההלוואה. תופעה זו - Frontloading - פירושה שככל ששיעור האינפלציה גבוה יותר - כך גדל הנטל בתחילת חיי ההלוואה וגובר קצב הדעיכה שלו לאורך תקופת ההלוואה. כאשר קצב האינפלציה גבוה יותר, יתקשו משקי הבית בעלי ההכנסות הנמוכות-יחסית לעמוד בנטל התשלומים בתחילת התקופה, ולכן האצת האינפלציה דוחקת את משקי הבית הצעירים אל מחוץ למעגל רוכשי הדיור. בחלק מהמשקים יצרה המערכת הבנקאית

ניהול נדל"ן

מוצרים ספציפיים שבאו לפתור את הבעיה, על ידי יצירת הלוואה עם נטל תשלומים העולה בהדרגה בשנים הראשונות של ההלוואה (למשל: GPM - Gradual Payment Mortgage). פעולה דומה מתבצעת אוטומטית, ולכל אורך תקופת ההלוואה, בשיטת המשכנתא הצמודה הנהוגה בישראל.

הבעיות שיוצרת האינפלציה לשוק ההלוואות לדיור מחמירות כשמדובר בהלוואות בריבית משתנה. אם בהלוואות בריבית קבועה גורמים שינויים בקצב האינפלציה לשינויים מקבילים בשיעור הריבית על הלוואות חדשות - בהלוואות בריבית משתנה מתרחבת ההשפעה גם להלוואות שכבר ניתנו בעבר. שיטת הריבית המשתנה, שבאה להזיל את עלות האשראי למשקי בית בתמורה להעברת סיכון הריבית אליו - יוצרת מצב לפיו משקי הבית חשופים לאורך כל תקופת ההלוואה לשינויים בקצב האינפלציה. משק בית שנטל הלוואה בתקופה בה שיעור האינפלציה היה נמוך, עלול למצוא את עצמו מתמודד עם גידול ניכר בנטל התשלומים השוטף באמצע תקופת ההלוואה. האינפלציה הופכת בכך לגורם סיכון ממשי, שכן ביכולתה להפוך קבוצות אוכלוסייה לחדלות-פירעון. ניסיון להתמודד עם חשיפה זו נעשה במוצרים הפיננסיים הקיימים, בהם הוגבל השינוי בריבית בהלוואות אלה לתקרות קבועות וידועות, הן לתקופה יחידה והן לכל חיי ההלוואה.

ההתמודדות הנוחה ביותר עם בעיית האינפלציה ניתנת על-ידי המשכנתא הצמודה. מכשיר פיננסי זה יוצר חוזה המפריד בין שיעור הריבית בהלוואה לבין שיעור האינפלציה, בכך שהוא מתבסס כולו על שיעור הריבית הריאלי. בעת נטילת ההלוואה נקבע תשלום חודשי שאיננו תלוי בשיעור האינפלציה, שכן הוא מחושב לפי ריבית ריאלית. כך למשל, אם לווה א' נטל הלוואה כשיעור האינפלציה הוא 3% ולווה ב' נטל הלוואה כשיעור האינפלציה הוא 10% (ראה דוגמא לעיל) - שניהם ישלמו אותו תשלום חודשי אם שיעור הריבית הריאלי נשאר כשהיה, בעוד שבמשכנתא שאינה צמודה גודל התשלום הוא פונקציה של שיעור הריבית הנומינלי. נטל ההחזר השוטף תלוי ברמת המחירים, ומשתנה לאורך זמן: החוזה מוגדר במונחים ריאליים, ועל הלווה להחזיר את הקרן תוך שמירה על כח הקנייה; בחוזה נקבע מדד מחירים - בדרך כלל מדד המחירים לצרכן - ויתרת החוב צמודה למדד זה כך שהפרשי ההצמדה חלים על הלווה. התשלום החודשי צמוד למדד המחירים, ולכן

הוא משתנה נומינלית וקבוע במונחי כח קנייה. כתוצאה משיטה זו נמנעת בעיית ה-Frontloading האופיינית למצב אינפלציה, ונשמר נטל קבוע-ריאלית לכל אורך חיי ההלוואה. במשכנתא בריבית משתנה הניתנת בהצמדה למדד המחירים נמנעת הבעיה המיוחדת הקשורה לחשיפה לאינפלציה: שינויים בתשלומים בסופי תקופת ריבית נעשים רק במידה שחלו שינויים בריבית הריאלית, מבלי שיש לשיעור האינפלציה השפעה על הריבית בעת החידוש.

לשיטת המשכנתא הצמודה יש גם חסרונות. בשיטה של משכנתא שאינה צמודה, גורמת האינפלציה לשחיקה על פני זמן של כל מדדי הסיכון: גודל החוב נשחק ריאלית וכמוהו היחס בין יתרת החוב לערך הבטוחה הנכסית, ונטל התשלומים השוטפים נשחק ריאלית וביחס להכנסה השוטפת. שחיקה כללית זו גורמת לכך שרוב סיכון האשראי מבחינת המלווה מרוכזת בתחילת תקופת ההלוואה. כאשר כל הגדלים אינם נשחקים - כמו במקרה של הלוואה צמודה למדד המחירים - גובר הסיכון שהגדלים עליהם נשענת ההלוואה - מחירי הנדל"ן או השכר - יישחקו ריאלית, ולכן סיכון האשראי נמשך תקופה ארוכה יותר. מגבלה נוספת של המשכנתא הצמודה קשורה לקיום "אשליית כסף" אצל הצרכנים: שיטת ההצמדה גורמת להם לתחושה של אי-ודאות לגבי יכולת ההחזר שלהם ולהערכת יתר של עלות החוב, ולכן לנטייה ליצור מנופים פיננסיים קטנים יותר משהיו יוצרים לולא התקיימה אשליה זו. כמו-כן נוטים הלווים לקצר ככל האפשר את משך החוב, הן מראש והן על ידי סילוקים מוקדמים במהלך חיי ההלוואה.

ז. השוק המשני למשכנתאות

שיטת המימון שהופכת בהדרגה לפופולרית במדינות השונות נשענת על קיומו של שוק משני למשכנתאות. בשוק זה נמכרות הלוואות - ישירות או באמצעות יצירת ניירות ערך המגובים על ידי הלוואות - למשקיעים. בצורה זו, השוק המשני מאפשר העברתה של הבעלות על ההלוואות, ואיתה הסיכון לאי פירעון וסיכונים נוספים, לצד שלישי. הצד השלישי הוא בדרך כלל מתווך פיננסי מיוחד ומנותק מנותני האשראי, המתמחה בגיוס מקורות על ידי הנפקת ניירות ערך המגובים על ידי תזרימי הלוואות. השוק המשני הראשון למשכנתאות נוסד בארה"ב, והוא מהווה

ניהול נדל"ן

שם צינור שדרכו מגויסים כיום רוב המקורות הדרושים למתן אשראי לרכישת נכסי-מגורים. ניירות ערך המגובים במשכנתאות הונפקו כבר באוסטרליה, בריטניה, ספרד, צרפת, קנדה ושבדיה. גם בישראל נעשה ניסיון ראשון ב-1989, על ידי "בנק כרמל", להנפיק ניירות ערך מגובי משכנתאות.

השוק המשני נולד בארה"ב כדרך לייעל את גיוס המקורות ארוכי-הטווח הדרושים למתן אשראי למשקי-בית לרכישת נכסי דיור. הבעיה של הבנקים הייעודיים היתה כפולה: (1) בהיותם בנקים קטנים הפרושים באזורים מוגבלים, הם התקשו לגייס פיקדונות בשוקי ההון וסבלו קשות ממגבלות על מקורות; (2) עיסוקם כמקבלי פיקדונות הכתיב להם מקורות לטווחים קצרים, והם התקשו לשאת את סיכוני הריבית הכרוכים במתן אשראי בריבית קבועה לטווחים ארוכים.

הממשלה האמריקנית, שניסתה לעודד את מתן האשראי למשקי בית כדי לתמוך ביציבותו ובפריחתו של ענף הבנייה, יצרה תכניות בהן סיפקה ביטוח אשראי להלוואות העומדות בקריטריונים שקבעה והנמכרות לשוק המשני, ובכך אפשרה את פעילותו של שוק זה: יצירתם של ניירות ערך המגובים על ידי הלוואות ומובטחים על ידי ערבותם של מוסדות לאומיים איתנים הביאה לנכונות המשקיעים הפרטיים להשקיע בניירות ערך אלה, והשוק החל לפעול. בהדרגה נצברו ידע ונתונים סטטיסטיים על התנהגות הלווים, והשוק נעשה יותר פעיל ויותר מתוחכם, כשנוצרו נגזרות פיננסיות של ניירות הערך המקוריים. מעורבות הממשלה פחתה כשהסוכנויות הפדרליות לביטוח הופרטו, ובהדרגה החלה תחרות בין גופים המתמחים בביטוח אשראי. תחרות זו הביאה להתייעלות מערכת המימון ולהוזלת ההלוואה ללווה. בכך הושלם שלב נוסף בהתפתחותו של מימון רכישת הדיור: רוב המימון נעשה באמצעות שוק ההון, כולל שווקים בינלאומיים, ולא עוד באמצעות מעגלי מימון קצרים ומוגבלים. הסיכונים השונים הקשורים באשראי זה זהו ופוצלו, כך שכל גורם בשוק מתמחה בסוגי הסיכונים הנוחים לו.

התפתחות השוק המשני למשכנתאות יצרה התמחויות בשלבים השונים של העמדת האשראי. קיימת הפרדה ברורה כיום בין העמדת ההלוואה (Origination), גיוס המקורות, ושירות ההלוואה (Servicing). העמדת ההלוואה דורשת יכולת שיווקית, הנשענת על פרישה סניפית והתמחות בטיפול בלקוחות, והיא נעשית על ידי

מגוון של גופים, כולל כאלו שאינם בנקים. גיוס המקורות נעשה באמצעות שוק ההון, הסוכנויות הפדרליות המיוחדות וחברות הביטוח, ושירות ההלוואות נעשה בידי גופים המתמחים בפעילות גבייה ונהנים מיתרונות לגודל. בארה"ב, רוב ההלוואות מבוצעות כיום בידי גופים שאינם מחזיקים אותן ככס ואף אינם נותנים להן שירותי גבייה, אלא מתפרנסים מעמלות תמורת כריתת החוזים.

2. שוק המשכנתאות בישראל

א. התפתחות

ענף המשכנתאות בישראל נמצא באמצעו של תהליך שינוי ארוך, שהחל בסוף שנות השמונים וטרם הסתיים. במהלכו של תהליך זה השתנו מהותית נפח השוק, המוצרים, המתווכים הפיננסיים, הלקוחות ומניעי הביקוש שלהם, מקורות המימון ורמת הסיכון בשוק. תהליך השינוי לא הסתיים, ובשנים הקרובות צפויים עוד שינויים מרחיקי לכת בענף.

ענף המשכנתאות בישראל התפתח בחסות הממשלה. גלי העלייה ההמונית שלאחר קום המדינה, על רקע משק לאומי לא-מפותח, יצרו צורך להתמודד עם בעיית קליטתם הכלכלית של מיליוני בני אדם חסרי בית. בתוך מאמץ הקליטה הכביר הוגדר נושא השיכון כיעד עיקרי, כשכבר מתחילה נקבעה ההעדפה לאפשר לעולים החדשים להגיע לבעלות על נכסי הדיור. במקביל, ננקטה מדיניות לפיזור אוכלוסיית העולים החדשים ביישובי פיתוח ולאורך הגבולות החדשים שנקבעו. צירוף משימות אלו הביא למאמץ שבמסגרתו יושבו חלק מהעולים החדשים ביישובים ערביים נטושים, הוקמו יישובי ספר ויישובי פיתוח ונבנו שיכונים ציבוריים בפאתי הערים. בשלבים מוקדמים אלו לא פעל עדיין בישראל שוק משכנתאות, ורוב פתרונות הדיור סופקו על ידי הסקטור הציבורי במחירים מסובסדים. נעשו ניסיונות לעודד צבירת מקורות עצמיים בקרב אוכלוסיית ילידי הארץ על ידי מפעלי חיסכון שהבטיחו סיוע בהשגת דיור, אולם רוב הסיוע היה בדרך

של בנייה ציבורית ומכירת דירות במחירים מסובסדים.

בשנות השבעים נעשו רפורמות שונות שבאו להגדיל את אפקטיביות הסיוע הממשלתי לרכישת דיור. מנגנוני הסיוע הוסטו לצד הביקוש: פחות ופחות בנייה ציבורית וחלוקת פתרונות דיור, ויותר סיוע בהעמדת אשראי מוזל למשקי בית לרכישה עצמאית של נכס המגורים. הוגדרו קריטריונים המזכים את האוכלוסייה בקבלת סיוע ממשלתי לרכישת דיור, כשהקריטריונים נבנו בצורה פרוגרסיבית: זכותו של משק בית לסיוע פחתה ככל שדירווגו הסוציו-כלכלי גבוה יותר. הנהנים העיקריים מהסיוע היו עולים חדשים, זוגות צעירים חסרי דיור, מתיישבים ביישובי הפיתוח, ובשלב מסויימים גם קבוצות אוכלוסייה שאובחנו כסובלות מרמת דיור לא נאותה. הסיוע הממשלתי נשען על גופים פרטיים ייעודיים שהתמחו בהעמדת אשראי למשתכנים: הבנקים למשכנתאות. הבנקים העמידו הלוואות מכספי המדינה ועל אחריותה למשקי בית שהוגדרו כזכאים לסיוע, בסכומים ובתנאים שהוכתבו על ידי המדינה. בשלב מאוחר יותר העבירה המדינה לבנקים למשכנתאות גם תפקידים נוספים, כמו טיפול בהנפקת תעודות הזכאות לסיוע הממשלתי וטיפול בסיוע בשכ"ד. העובדה שהממשלה שימשה כמתווך פיננסי - גייסה כספים במישרין מהציבור בדרך של מלוות, ובעקיפין על-ידי הלאמת כל אפיקי החיסכון בדרך של חובת הפקדה בחשבונות החשב הכללי באוצר - הביאה לכך שהבנקים למשכנתאות פעלו לא כבנקים אלא כסוכנויות בעלות זיכיון לנושא המשכנתאות. הבנקים קיבלו עמלות תמורת הטיפול בכספי הממשלה ולא לקחו על עצמם סיכון כלשהו מאלה המקובלים בבנקאות הכללית. הממשלה, כמתווך, הביאה לפיתוחם של מוצרים פיננסיים רבים ומגוונים, השונים זה מזה בעיקר במגוון שיטות החזר, משיקולים הנובעים מראייה רק של צד הלקוח: בהיותה גוף שאיננו מונע על-ידי שיקולים עסקיים, לא נלקחו בחשבון שיקולים תפעוליים, שיקולים של סיכונים אשראי או של ניהול סיכונים ריבית. רוב מוצרים אלו התנוונו כשהמערכת נעשתה פרטית. סביבה זו של שליטה ממשלתית גרמה גם לכך שלא נצבר ידע - החיוני כל-כך למערכת בנקאית פרטית - לגבי התנהגות משקי בית, ובעיקר לגבי סיכונים אשראי וסיכונים ריבית. החמצה זו משפיעה על הבנקים למשכנתאות גם כיום, שכן אין ברשותם בסיס מידע מוצק שיאפשר להם לקבוע מדיניות אשראי המבוססת אמפירית או הערכות לגבי סיכונים

אשראי.

בשנת 1986 נקטה הממשלה במדיניות כלכלית חדשה לבלימת האינפלציה, ותוצאות מדיניות זו השפיעו עד היום וישפיעו גם בשנים הקרובות על שוק המשכנתאות. חלק ניכר מצעדי המדיניות שננקטו נגעו בשוק ההון: הממשלה החלה בסדרת צעדים במסגרת הרפורמה בשוק ההון, צעדים שנועדו להקטין בהדרגה את מעורבותה ולשחרר את השוק לפעולתם של כוחות חופשיים של ביקוש והיצע. החשוב בצעדים אלו מבחינת התפתחותו של שוק המשכנתאות הוא הפסקת הנפקתן של אגרות חוב מיועדות (בלתי סחירות) לקופות הגמל ומתן היתר לקופות אלה להשקיע חלק מנכסיהן בשוק החופשי. בגלל גודלן של קופות הגמל, שהפכו במשך השנים למתווך הפיננסי הראשון בחשיבותו במשק הישראלי - הקופות הגיעו בשנת 1993 להיקף שיא של כ- 133 מיליארד ש"ח, או קרוב לרבע מתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור - גרמו השינויים במדיניות ההשקעות להופעת היצע של מקורות, שהוא שאיפשר לבנקים למשכנתאות להגדיל את תיק האשראי החופשי בממדים בהם גדל בשנות התשעים (ראה לוח 1). במקביל להופעת ההיצע מצד קופות הגמל, בוטלו כמעט לחלוטין חובות אחזקת הנזילות כנגד פיקדונות שמקבלים הבנקים למשכנתאות לזמן ארוך וכנגד תכניות החיסכון. סידרת צעדים אלו הרחיבה את יכולת הבנקים למשכנתאות לגייס מקורות לטווחים הנדרשים למתן אשראי. גידול תיק האשראי בשנים אלו הוכתב על ידי צד הביקושים: הרפורמות בשוק ההון הסירו את מגבלת ההיצע משוק המשכנתאות.

לוח מס' 1:

תיק האשראי של הבנקים למשכנתאות

(1990 עד 1996, מיליארדי ש"ח, מחירי 12/1996)

סך האשראי	כספי בנק	כספי תקציב	הגידול בכספי הבנק
1990	14.5	20.9	
1991	18.2	23.3	3.7

ניהול נדל"ן

סך האשראי	כספי בנק	כספי תקציב	הגידול בכספי הבנק		
46.4	20.8	25.6	2.6	1992	
54.4	25.6	28.8	4.8	1993	
65.5	35.4	30.1	9.8	1994	
77.2	45.6	31.6	10.2	1995	
88.3	55.0	33.3	9.4	1996	

בצד הביקוש הופעלו רפורמות שהביאו לצמיחה חסרת תקדים של תיק האשראי כולו, ובעיקר של האשראי באחריות הבנקים. לאחר מספר צעדים חלקיים, בהם הוסרה המגבלה שהטיל המפקח על הבנקים על סך האשראי ללווה בודד והבנקים החלו להעמיד "הלוואות משלימות" מכספם לזכאי משרד הבינוי והשיכון, הופעלה ב- 1990 רפורמה רחבה בתחום מתן האשראי לזכאים. במסגרת רפורמה זו ניאו הבנקים למשכנתאות להעמיד לזוגות צעירים בעלי ניקוד נמוך-יחסית אשראי ממקורותיהם ועל אחריותם, בתנאים שנקבעו על ידי הממשלה ותוך סבסוד ממשלתי. רפורמה זו העבירה את רוב הזוגות הצעירים לאחריות הבנקים, והיא הוגדרה כצעד ראשון במהלך כולל, רב שנתי: בשנתיים שלאחר מכן הועברו קבוצות לווים נוספות לקטגוריית מקבלי האשראי הבנקאי.

העברת המימון לכתפי הבנקים, והתפתחותו המהירה של הביקוש לאשראי החופשי בשנות התשעים, הכריחו את הבנקים להתמודד עם סיכונים שלא נחלת חלקם בעבר. כל עוד הבנקים העמידו הלוואות מכספי המדינה - לא התעוררה שאלת סיכוני האשראי והבנקים לא נדרשו לטפל בהם. משום כך לא התגבשה מדיניות אשראי ולא הוקמו מנגנוני הערכה מתאימים - הזכאות ותנאיה הוכתבו של ידי הממשלה, ההלוואות המשלימות היו בממדים צנועים והשוק החופשי טרם התפתח. מרגע שהבנקים החלו להעמיד אשראי ממקורותיהם ועל אחריותם, הם נדרשו גם לקבל החלטות, ולכן גם לגבש מדיניות אשראי ולבנות מנגנוני בחינה ואישור של הלוואות. כאמור, התקופה הארוכה של חסות ממשלתית מנעה התפתחות הדרגתית

של ידע על סיכונים והכריחה את הבנקים להתאים עצמם במהירות למציאות החדשה.

ב. גל העלייה והשפעתו

בסוף 1989, עם התפרקותה של ברית המועצות, החל גל של עלייה המונית ממדינות הברית לישראל, וגל זה הביא למהפכה גם בענף המשכנתאות. מתחילת גל העלייה ועד סוף 1996 הגיעו לישראל כ- 780 אלף עולים חדשים, מהם כ- 670 אלף ממדינות חבר העמים. גל זה יצר ביקוש של קרוב ל- 200 אלף יחידות דיור מעבר לצרכי האוכלוסייה הוותיקה.

לוח מס' 2:

העלייה לישראל, 1985 עד 1996 (אלפי עולים)

שנה	סה"כ	מזה: ממדינות חבר העמים
1985	10.6	0.4
1986	9.5	0.2
1987	13.0	2.1
1988	13.0	2.3
1989	24.1	12.9
1990	199.5	185.2
1991	176.1	147.8
1992	77.1	65.1
1993	76.8	66.1
1994	79.8	68.1
1995	76.4	64.8

ניהול נדל"ן

שנה	סה"כ	מזה: ממדינות חבר העמים
1996	70.6	58.9

העולים החדשים היוו בעיה לבנקים למשכנתאות: חסרי הון עצמי, מבוגרים יחסית לאוכלוסיות הזכאים הוותיקות, בחלקם חסרי מקצוע מוכר ורובם מועסקים בעבודות זמניות, חסרי מסורת של עמידה בהחזרי הלוואות וחסרי יכולת להעמיד ערבים אישיים מהסוג המקובל בבנקים למשכנתאות - הם היוו סיכון אשראי מוגזם לפי הקריטריונים המקובלים בבנקאות הישראלית. הממשלה הביעה את כוונתה להפוך חלק גדול ככל האפשר מהעולים לבעלי דירות, ולשם כך פעלה בכמה מישורים: בנתה במהירות פתרונות דיור זולים ברחבי הארץ, מכרה דירות במחירים מוזלים באזורים אליהם היא ניסתה למשוך את העולים, הגדילה את הסיוע מעל לזה הניתן לזוגות צעירים ילידי הארץ, והסכימה להקל את הדרישות בנושא הקריטריונים למתן אשראי. הצלחתה של הממשלה הייתה ניכרת: מנתונים שנצטברו לסוף 1996 עולה כי כ- 73 אחוזים ממשפחות העולים כבר מימשו את זכותם לסיוע ברכישת דיור; כ- 85 אחוזים מהמשפחות שעלו ב- 1990 רכשו כבר דירות, מעבר לממוצע לילידי הארץ. מימוש הסיוע לדיור על-ידי העולים החדשים החל ב- 1990 וצמח במהירות לקצב שנתי של כ- 20 אלף בשנים 1991-1992. שיאו של גל רכישות הדיור היה ב- 1993, בה ניתן סיוע לכ- 35 אלף עולים, ולאחר מכן שכך הגל בהדרגה.

לוח מס' 3:

מימוש סיוע לדיור ע"י זכאים (1987 עד 1996, אלפים)

שנה	זוגות צעירים	זכאים אחרים	סה"כ
1987	2.7	11.6	14.8
1988	3.1	13.3	16.1
1989	2.9	12.8	16.0

סה"כ	זכאים אחרים	זוגות צעירים	עולים חדשים	
34.9	15.6	12.0	7.3	1990
51.6	17.7	14.7	19.2	1991
53.7	13.3	19.5	20.9	1992
64.6	12.7	16.8	35.1	1993
52.6	8.3	15.8	28.5	1994
51.9	10.1	18.7	23.1	1995
55.0	12.0	21.5	21.5	1996

כניסתם של העולים החדשים לשוק הדיור הכניסה את ענף הבנייה לגיאור. לאחר שנים שבהם התייצב מספר התחלות הבנייה על כ- 20 אלף יחידות דיור בממוצע, הפעילה הממשלה פרוגרמה מיוחדת לבנייה מואצת של פתרונות דיור מסוגים שונים. במסגרת פרוגרמה זו, שהתבססה על תערובת של בנייה תקציבית ובנייה פרטית ביוזמה ציבורית, הוכפל ב- 1990 מספר התחלות הבנייה, והוא הוכפל שוב ב- 1991. קצב התחלות הבנייה הואט לאחר הבחירות ב- 1992, כשהממשלה החדשה הכריזה על סדרי עדיפות לאומית חדשים והפסיקה את הבנייה ביוזמה ציבורית, והואץ מחדש לאחר שנקבעה שיטה חדשה לעידוד ממשלתי של הבנייה. עליית מחירי הדירות שנוצרה עקב הגיאור ועודפי הביקוש הביאה לגידול בהשקעה הספקולטיבית בדיור, תוך גידול מהיר בביקוש לאשראי חופשי למימון ההשקעות. עם זאת, כניסת העולים החדשים יצרה נסיגה במגמת ההפרטה של שוק המשכנתאות: השפעתם המספרית הגדולה של העולים, שעיקר המימון שלהם היה מכספי המדינה - החזירה את הבנקים למשכנתאות למצב שרוב האשראי שניתן היה מכספי המדינה ועל אחריותה. תופעה זו נחלשה בשנתיים האחרונות, עם דעיכת הביקוש לדיור מצד העולים.

לוח מס' 4:

**התחלות בנייה למגורים, 1989 עד 1996
(אלפי יחידות דיור)**

19.9	1989
42.4	1990
83.5	1991
46.0	1992
35.8	1993
43.6	1994
63.5	1995
52.9	1996

ג. הנסיגה מהרפורמות

לאחר שנים של רפורמות שמטרתן הייתה לייצב שוק פרטי למתן אשראי לדיור ולהקטין את מעורבות הממשלה, גרמו מספר התערבויות שלטוניות לנסיגה במגמה זו. במהלך 1991 התגבשה יוזמה בכנסת, לשפר את תנאי המשכנתאות על ידי הגדלה משמעותית של ההלוואות, הארכת תקופת ההלוואה המקסימלית, הורדת הריבית וצמצום שיעור ההצמדה למדד המחירים מ- 100% ל- 80%. יוזמה זו - "חוק שמאיי" - וכמוה יוזמות אחרות שננקטו לפניה ואחריה, נבעו משאיפה לרצות קבוצות אוכלוסייה שנאבקו לשיפור תנאיהן והתיימרו שיש בכוחה של הממשלה לחזור ולפעול כמתווך פיננסי תוך העמקת הסבסוד לזכאים. יוזמה זו, מקוצצת קמעא, גולמה בסופו של התהליך בחוק המשכנתאות שנכנס לתוקפו בתחילת 1992. הבעיה שיצר החוק נגעה לשני היבטים: חוסר יכולתם של הבנקים להעמיד הלוואות לתקופות כה ארוכות כפי שקבע החוק, והעדר מקורות שיאפשרו העמדת אשראי עם הצמדה של 80% למדד המחירים. במשא ומתן בין הבנקים לבין הממשלה נקבעו בסופו של דבר כללים שמשמעותם שהממשלה נסוגה מהישגיה הקודמים בתחום

הרפורמה ונאלצה לחזור ולהתערב בהלוואות לזוגות צעירים, הן בדרך של העמדת חלק מהאשראי ישירות מתקציב פעולות הממשלה והן בהגברת שיעור הסבסוד.

מספר חודשים לאחר שהתקבל חוק המשכנתאות חל שינוי דרמטי נוסף בתנאים בהם פעל השוק, כשהכנסת קיבלה את התיקון לחוק ערבים. שיטת הערבות האישית ייחודית לישראל, והיא התפתחה בגלל התנאים המיוחדים השוררים בישראל. מחד, מערכת רישום הבעלות על מקרקעין רחוקה מלהיות מספקת לביסוס מערכת אשראי חופשי, ובגלל אופייה המיוחד של מערכת הסיוע לא התמסדה בישראל מסורת של מימוש זכויות הנושה בנכס המשועבד. נוסף על כך, בגלל היותה של מערכת האשראי ציבורית ומיועדת לסייע לאוכלוסיות חלשות, החתך המקובל של לווים הוא נמוך בהגדרה סוציו-כלכלית ביחס לזה המקובל במערכות מערביות. כך, למשל, גדול-יחסית חלקם של לווים שהם בעלי הכנסה נמוכה ובעלי פרופיל תעסוקתי נמוך, ושיעור המימון באזורים שונים בארץ הוא גבוה מזה שמערכת פרטית היתה מוכנה להעמיד. השילוב של לווים בעלי פרופיל עסקי נמוך, בטוחות נכסיות באיכות לא ברורה, קושי במימוש זכויות הנושה במקרים של אי עמידה בתנאי התשלום ושיעורי מימון גבוהים באזורים גיאוגרפיים באיכות מוטלת בספק - הביא להסתמכות הבנקים למשכנתאות על בטחון חילופי: ערבויות אישיות. ההסתמכות על ערבותם של ערבים אישיים, ובעיקר של קרובי משפחה, התבררה כאפקטיבית לצורך גביית החוב, והבנקים התרגלו להסתמך על הערבים האישיים כבטחון ראשון מהבחינה האופרטיבית. הצלחתה של שיטת הערבים האישיים בולטת גם בהשוואות בינלאומיות של ישראל בנושא שיעור הפיגור בהלוואות. בתחילת 1992 תוקן חוק הערבות בצורה המגבילה את יכולת הבנקים להישען על ערבים אישיים ומכריחה אתם למצות את הביטחונות הנכסיים לפני שהם פונים לערבים האישיים. החוק התקבל לגבי הלוואות חדשות, אבל שנה לאחר קבלתו הוא חל גם רטרואקטיבית, לגבי הלוואות שכבר ניתנו בעבר.

בעייתם של הבנקים היתה כפולה: חלה פגיעה מיידית, שמידתה אינה ידועה, באיכות תיק האשראי הקיים של הבנקים, ונדרשה קביעה מחדש של מדיניות האשראי לאור השינויים בחוק הערבות. בהעדר ניסיון היסטורי של מימוש נכסים נותרו הבנקים באפלה בבואם לקבוע קריטריונים למתן אשראי, והם ניסחו כללים

ניהול נדל"ן

המבוססים יותר על אינטואיציה מאשר על ניסיון בנקאי נצבר. בסופו של דבר היו מספר תוצאות לתיקון לחוק הערבות: (1) הבנקים הגיעו להסדר עם הממשלה, המאפשר להם להעמיד אשראי ממקורותיה ועל אחריותה במקרים שהלווים זכאים לסיוע אבל הבנק אינו מוכן להעמיד הלוואה ממקורותיו ועל אחריותו. בצורה זו חלה נסיגה מהרפורמה של 1990 וחלק מהאשראי לזוגות הצעירים הוחזר למימון באחריות הממשלה; (2) הממשלה הסכימה שבאותם מקרים בהם הבנקים העמידו הלוואות ממקורותיהם מעבר להלוואות הבסיסיות שקבעה הממשלה, תהיה לבנקים קדימות לגבי חלק מהכספים שהעמידו במקרה של מימוש נכסים; (3) הבנקים החמירו מיידית את הקריטריונים השונים למתן אשראי, כדי לפצות על היחלשות הביטחון שהיה גלום בערבויות האישיות. השינוי בחוק גרם איפוא להגדלת סיכוני האשראי בענף, לנסיגה ברפורמה, להרעת מצבם של לוויים בעלי פרופיל סוציו-כלכלי נמוך ולהגברת אי-הוודאות לגבי מצבם של הבנקים. אי-הוודאות טרם התפזרה, אם כי אין עדויות עד כה בדבר הרעה במצב הפיגורים. הבנקים, מצידם, חזרו והקלו בהדרגה את הקריטריונים למתן אשראי.

ד. התחרות

בישראל פועלים כיום 9 בנקים למשכנתאות. מתן האשראי לדיור אינו בלעדי לבנקים אלה, וקיימת פעילות גם בחלק מחברות הביטוח. בשנתיים האחרונות הצטרפו גם בנקים מסחריים לתחום המשכנתאות, אולם פעילותם הינה בהיקף קטן יחסית לזו של הבנקים הייעודיים.

לוח מס' 5:

יתרת האשראי של הבנקים למשכנתאות בסוף 1996 (מיליארדי ש"ח, מחירי 12/96)

סכום	% מהמערכת
26.2	29.6
20.8	23.6

בנק טפחות
בנק משכן

סכום	% מהמערכת	
17.5	19.8	בנק לאומי למשכנתאות
6.0	6.7	בנק ירושלים
5.3	6.0	הבנק הבינלאומי למשכנתאות ¹
2.2	2.5	בנק אדנים
2.1	2.4	בנק כרמל
88.3	100.0	סה"כ

הגידול המהיר בפעילות הבנקים למשכנתאות התבטא בגידול מהיר בתיקי האשראי שלהם, וזה הניב גידול מתמיד בהכנסות. הבנקים השקיעו מאמצים בתחום השיווק לאור האטרקטיביות היחסית של ענף אשראי זה. בהדרגה, החריפה התחרות בין הבנקים, בעיקר לאחר שבמחצית הראשונה של 1996 נסתמנה אפשרות שנסתיימה מגמת הגידול בפעילות מתן האשראי. בגלל שמדובר בבנקים הפועלים בצורה דומה מבחינת אמצעי שיווק ומוצרים והמשכנתא מסתמנת כמוצר סטנדרטי בעיני הצרכנים, גלשה התחרות בעיקר לתחום המחר. מאז אמצע 1993 פועלים הבנקים למשכנתאות במרווח פיננסי שהוא פחות ממחצית המרווח שהיה נהוג בשנים שלפני כן. במקביל, גרמו ירידת חלקה של הממשלה במתן האשראי וירידת התמורה שמקבלים הבנקים תמורת הטיפול בהלוואות מכספי המדינה, לירידה במשקלן של העמלות הממשלתיות בהכנסות הבנקים. ירידת המרווחים, שהיא פרי התחרות העזה בין הבנקים למשכנתאות, הביאה את הענף לרמות הכנסה שאינן מאפשרות לו לכסות את עלויותיו בטווח הארוך. היכולת לפעול במצב הנוכחי מתאפשרת בגלל שיטת הדיווח החשבונאי המקובלת, לפיה מדווחים הבנקים על הכנסות בגין הלוואות שניתנו בעבר. ככל שעובר הזמן ונמשכת התחרות במרווחים שמתחת לנורמליים תימשך גם מגמת ירידה, בפיגור, של המרווח הממוצע על תיק האשראי.

¹ כולל נתוני בנק עצמאות.

ה. בעיית המימון

הרפורמות שנעשו בשוק ההון במחצית השנייה של שנות השמונים, ואפשרו את צמיחתו המהירה של תיק האשראי החופשי, לא יספיקו להמשך צמיחתו של הענף, והוא צפוי להיתקל במגבלת מקורות שעלולה לחסום את המשך התפתחותו. המקורות העיקריים של הבנקים למשכנתאות היו עד כה פיקדונות צמודים לטווח ארוך שהפקידו אצלם קופות הגמל. לאור גודלן של קופות הגמל בתחילת שנות התשעים והצרכים הצנועים יחסית של הבנקים למשכנתאות, נראה היה שלא קיימת מגבלה מצד ההיצע לצמיחת הבנקים למשכנתאות. בסוף שנות השמונים הגיע הקף נכסי קופות הגמל לכ-100 מיליארד ש"ח, במחירי סוף 1996, והן נהנו מצמיחה בגלל שילוב של צבירה חיובית ותשואות חיוביות. ב-1989 נהנו הקופות עדיין מאגרות חוב מיועדות, והשקעותיהן בנכסים חופשיים היו עדיין זעומות: חלקן של המניות בתיק הנכסים, לדוגמא, היה עדיין 1.6 אחוז. בשנים שמאז חיפשו הקופות הזדמנויות להשקעות בשוק החופשי, והשידוך עם הבנקים למשכנתאות נראה מתאים בגלל טווחי ההשקעה וקלות ההתקשרות. השקעות קופות הגמל בבנקים למשכנתאות, שנשאו צורה של פיקדונות צמודים לטווחים ארוכים, התרחבו בהתמדה, אבל לאחר מספר שנים של צמיחה מהירה של תיק האשראי החופשי והאטת הצבירה של נכסים בידי קופות הגמל, החלה להסתמן בבירור מגבלה מצד קופות הגמל. התרחבות נכסיהן של קופות הגמל נעצרה ב-1993, לאחר תקופה ארוכה של גיאות בשוק ניירות הערך שתרמה לתשואות הקופות ולצבירה החיובית בהן. המשבר בבורסה לניירות ערך הביא לתשואה שלילית ניכרת ב-1994, ואחריה לגל של משיכות ולהאטה בהפקדות שהביאו לצבירה שלילית בשנים 1995-1996. נכסי קופות הגמל ירדו משיא של 133 מיליארדי ש"ח ב-1993 ל-108 מיליארדי ש"ח ב-1996.² מנגד, הגידול המהיר של האשראי לדירור הביא לגידול פיקדונות קופות הגמל בבנקים למשכנתאות ולכן לגידול מהיר במשקלם של הפיקדונות בבנקים למשכנתאות בסך השקעות הקופות. לכאורה, נוצרה בעיה עקב תקנות

² ראה לוח 5.

משרד האוצר בדבר תקרות השקעה של הקופות בבנקים למשכנתאות, אבל בפועל ייתכן שלקופות יש מגבלות פנימיות, ואלו אינן רחוקות בהכרח מהתיקרות שקבע משרד האוצר, כך שמקור מימון זה מוצה ממילא. אם אכן מיצה ענף המשכנתאות מקור חשוב זה, קיימת בעיה לבנקים למצוא מקורות נוספים לטווחים הארוכים הנדרשים. עובדה זו מומחשת על ידי הנתונים בלוח מס' 1, מהם עולה שבשנים 1994-1996 גדל תיק האשראי החופשי של הבנקים בכ- 10 מיליארד ש"ח לשנה. בעיה זו החמירה עקב החלטת הממשלה לאפשר לקופות הפנסיה לחדש רכישת אגרות חוב מועדפות. בכך תימנענה קופות הפנסיה מלהשקיע בבנקים למשכנתאות, ויוחמץ פתרון חיוני לבעיית מימון הענף, שכן אופי ההשקעות של קופות הפנסיה הופך אותן לשותף אידיאלי לבנקים למשכנתאות, כפי שהדבר מקובל במשקי המערב.

לוח מס' 6:

**התפתחות קופות הגמל, 1990 עד 1996
(מיליארדי ש"ח, מחירי 12/96)**

יתרה לסוף תקופה	צבירה נטו	
105.3	3.4	1990
112.3	1.8	1991
128.0	3.0	1992
133.3	1.9	1993
122.9	- 1.0	1994
121.2	- 6.9	1995
107.9	- 12.8	1996

מניין יבוא המימון לשוק המשכנתאות? קיימות מספר אפשרויות והתוצאה תלויה בצעדים בהם תנקוט הממשלה. ללא התערבות הממשלה עתיד השוק למצוא

עצמו במצוקת מימון, והדבר יביא לשימוש באמצעים חדשים, יקרים יותר מהפתרונות הקיימים: הנפקת אגרות חוב לטווח ארוך על-ידי הבנקים למשכנתאות, או מעבר למימון לטווח קצר ומנגד ביסוס האשראי לדיור על הלוואות בריבית משתנה, ועוד. הממשלה תוכל לסייע לשוק הפרטי אם תצרף לשוק את השותפים המקובלים בכל העולם למימון המשכנתאות: קופות הפנסיה וחברות הביטוח. הממשלה תצטרך גם לצמצם את ביקושה למקורות ארוכים וצמודים, כיוון שביקוש זה שלה מתחרה ישירות עם הבנקים למשכנתאות, ולסייע בהקמתו של שוק משני למשכנתאות שייצור ערוץ נוסף למימון פעילותם של נותני האשראי. ללא פתרונות אלו עלולה הממשלה למצוא את עצמה מחדש במצב הבלתי יעיל של מתווך פיננסי ראשי, כפי שהיתה בעבר, כשבכך תימנע את התפתחותו הבריאה של שוק משכנתאות גדול שיתמוך ברכישת דיור על ידי משקי בית.

1. המוצרים הפיננסיים

מסיבות היסטוריות, הקשורות להגדרת המוצר הממשלתי ששלט בשוק בשנות השמונים, כמעט כל מתן האשראי לדיור בישראל הוא במגזר הצמוד למדד. למוצר זה, כאמור, יתרון כפול: האחד, הוא מאפשר תשלומים חודשיים נמוכים יחסית לאלטרנטיבה של הלוואה לא צמודה; והשני, הוא יוצר תשלום חודשי קבוע במונחי כח קנייה ולכן מתואם עם רמת ההכנסה. החסרונות של מוצר זה, כאמור לעיל, הן התמשכות סיכוני האשראי והבעיה של אשליית כסף מצד הצרכנים. בעיית אשליית הכסף - טעות ההבחנה בין גדלים נומינליים וגדלים ריאליים, הנמדדים במונחי כח קנייה - אינה בעיה זניחה: היא גורמת לחששות מצד הלווים, להקטנת המנופים הפיננסיים בעת רכישת הדיור, ולקיצור בדיעבד של תקופת הלוואה. תחושת אי-הוודאות גורמת גם ללחץ של שכבות חלשות באוכלוסייה לביטול ההצמדה, ולחץ זה הוא שהביא בתחילת 1992 ליוזמה פרלמנטרית להקטנת שיעור ההצמדה בהלוואות לזכאים ל-80%. למעט הלוואות אלו, כמעט כל פעילות האשראי צמודה במלואה למדד המחירים לצרכן.

הסכם הסיוע בין הממשלה לבין הבנקים למשכנתאות קובע את תנאי ההלוואות שיועמדו למשקי בית הזכאים לסיוע. ככלל, רוב הזכאים לסיוע הם משקי

בית, ובודדים בגילאים מסוימים, חסרי דיור, ומיעוטם הוא משפרי דיור. הממשלה קבעה מספר סוגים של הלוואות הניתנים לקבוצות הזכאות השונות, כשרמת הסבסוד וגודל האשראי גדלים ככל שמתחזקים המאפיינים הסוציו-כלכליים המתואמים עם מצוקה. לדוגמא, משפחה חסרת דיור עם ילדים, שמוצא ההורים במשפחות מרובות ילדים - זכאית להלוואה גדולה יותר ועם סבסוד עמוק יותר מזוג צעיר ללא ילדים שמוצאו במשפחות בינוניות מבחינת מספר האחים. הדירוג נעשה באמצעות טבלאות ניקוד סטנדרטיות שמפרסמת הממשלה, והוא מגדיר גם את תנאי ההלוואה. חלק מההלוואות ניתן מכספי המדינה וחלקו מכספי הבנק, אבל אין הבדל מבחינת הלווה בין ההלוואות. הבנקים מחויבים בהסכם עם הממשלה לנהוג עם ההלוואות הממשלתיות באותה דרך בה הם נוהגים בהלוואות הפרטיות, הן בעת מתן האשראי והן בעת גביית התשלומים.

רוב הלוואות הסיוע ניתנות מאז חוק המשכנתאות לתקופה של 25-28 שנים, כשהן נושאות ריבית של 4% וצמודות למדד המחירים לצרכן בשיעור של 80%. הממשלה מסבסדת את הבנקים למשכנתאות בגין ההלוואות שהם מעמידים ממקורותיהם, בשיעור ההפרש שבין ריבית השוק החופשי ל- 4%. הממשלה מעמידה גם הלוואות עומדות, שהופכות בהדרגה למענקים, לקבוצות אוכלוסייה מסוימות. מעבר לאלו יש לממשלה סיוע לרוכשי דיור במקומות אליהם היא מכוונת אוכלוסייה, והלוואות אלו - "הלוואות מקום" - ניתנות בדרך כלל לתקופה של 20 שנה ובריבית צמודה של 4.5%.

פרט להלוואות הממשלתיות, שהיקפן היחסי ירד בהדרגה והגיע בשנת 1996 לכרבע ממתן האשראי, מעמידים הבנקים הלוואות פרטיות, ממקורותיהם, הן כהלוואות משלימות למקבלי הסיוע הממשלתי והן ללווים שאינם שייכים למסגרת הסיוע. אין הבדל בין מקרים אלו מבחינת תנאי ההלוואה: הבנקים מעמידים מגוון רחב של הלוואות, לטווחי זמן שונים ובשיטות החזר שונות. כך קיימות הלוואות בריבית משתנה עם מגוון אפשרויות לגבי תקופת הריבית, הלוואות בריבית קבועה לטווחי זמן שונים, והלוואות עם תקופות ביניים של "חסד". בולטת העובדה שהמגוון בישראל רב על המקובל במשקים מפותחים במערב - ניתן לייחס זאת ל"צעירותו" של שוק המשכנתאות, שטרם הסתגל לבעיית ניהול סיכוני ריבית בגלל

המורשת הממשלתית המנוונת, ולהעדר שוק משני למשכנתאות שהיה מחייב את הבנקים לצמצם את המגוון למספר הלוואות סטנדרטיות. כך, ניתן גם למצוא בישראל "קוקטילים" של הלוואות, כשהלווה לוקח חלק מההלוואה בריבית קבועה, חלק אחר בריבית משתנה, וכו'.

טיב הביטחונות בישראל אינו ברור דיו. רישום הבעלות על מקרקעין לוקה בחסר, וזכויות הנושה לממש את הנכס עדיין אינן ברורות. בעיות אלו נובעות מכך שהיסטורית, רוב מתן האשראי היה משיקולים לאומיים וסוציאליים (קליטת עלייה, סיוע למיעוטי יכולת, פיזור אוכלוסין) וניתן מכספי המדינה. משום כך התפתחה מערכת אשראי פגיעה, המתמקדת באוכלוסייה בעלת סיכון אשראי גבוה-יחסית, נעדרת בטחונות נכסיים מספקים ונתונה לסיכונים פוליטיים. הסדרים כמו ערבויות אישיות באו לחזק את המערכת, והם אכן הצליחו בכך, אבל מאידך התפתחו הרגלים בעייתיים כמו רכישת נכס לפני שבניתו נסתיימה: יש בכך אולי יתרונות ליזמים בענף הבנייה, המממנים את הבנייה באשראי מרוכשי הדירות - אבל יש בכך גם גורם סיכון נוסף לאשראי לרכישת דור. ההתמקדות בערבים האישיים וההתעלמות מחשיבות הביטחון הנכסי הביאה גם להתנוונות שיטה של קדימויות בביטחונות מהסוג המקובל בשוקים דומים במערב, ולמצב של ריבוי הלוואות שוות-מעמד ביחס לנכס.

הרפורמות של סוף שנות השמונים הביאו לירידה דרמטית של שיעור הריבית הצמודה בשוק המשכנתאות בשנים 1988 עד 1993. במחצית השנייה של שנות השמונים בוטלה תקרת הריבית והריבית החופשית עלתה ל-13%. ירידת הריבית בשנים שלאחר מכן, לרמה של 6-7%, יצרה סיכון מיוחד לבנקים: מאחר שהחוק מאפשר ללווים לסלק הלוואות לפני מועד תום ההלוואה, ומאחר שבמקרה שכזה נקבע שעל הלווה לפצות את הבנק בצורה סמלית בלבד - יכלו לכאורה הלווים לסלק את הלוואותיהם שניתנו בריבית גבוהה ולממש בכך רווחי הון. אם אכן היו הלווים עושים זאת, היה על הבנקים לחדש את הלוואותיהם בריבית השוק, בעוד שמקורותיהם גויסו בתקופה קודמת בריבית גבוהה יותר. חישובים שנעשו אז הראו שפוטנציאל הפגיעה בבנקים למשכנתאות הוא גבוה מאוד. לאור זאת, ולאור הלקחים הטריים מהתמוטטות הבנקים למשכנתאות

בארה"ב מסיבות דומות, החליט בנק ישראל להתקין תקנה בדבר עמלה שבה מחויב לווה הרוצה לסלק את הלוואתו בסילוק מוקדם. התקנה החדשה, שנכנסה לתוקפה ב-1989, קבעה רכיב חדש בעמלת סילוק מוקדם - "דמי היוון" - המחושב כך שהלווה מפצה את הבנק בגין רוב הפסד ההון שייווצר לו במקרה של סילוק מוקדם. ייתכן שהנהגת עמלת הסילוק המוקדם הגנה על הבנקים ומנעה גל של סילוקים מוקדמים. כיום, לאחר מספר שנים של ריבית נמוכה, אין עוד בעמלת סילוק מוקדם כדי להוות גורם למניעת סילוק מוקדם של הלוואות.