



האם השוק המשני למשכנתאות יפתור את בעיית הדיור של הזוגות הצעירים?

פרופסור אליה ורצברגר

התוכנית למדיניות ציבורית

אוניברסיטת תל-אביב

דצמבר 2001

תוכן עניינים

1. מבוא

2. מהו שוק משני למשכנתאות?

2.1 תפקיד הבנקים כמתווכים בין משקיעים לבין לווים

2.2 מה זה שוק משני למשכנתאות

2.3 יתרונותיו של השוק המשני למשכנתאות

2.4 ממצאים אמפיריים

3. הניסיון בחו"ל

3.1 ארצות הברית

3.2 צרפת

3.3 גרמניה

3.4 דרום אפריקה

3.5 קוסטה ריקה

3.6 דנמרק

4. מגמות ובעיות בשוק המשכנתאות בישראל**5. דיון ומסקנות**

5.1 השוק המשני למשכנתאות ובעיות הדיור של זוגות צעירים בישראל

5.2 תועלת הצפויה מהקמת השוק המשני בישראל

5.3 מה בכל זאת ניתן לעשות?

1. מבוא

הרקע:

כיום, הרוב המכריע של הזוגות הצעירים בישראל אינו מסוגל לרכוש דירה ללא עזרה ממשלתית. עזרה זו ניתנת באמצעות משכנתאות מסובסדות, מענקים ועוד. על אף העזרה הזאת, עדיין דרושות משכנתאות "משלימות" מהבנקים המסחריים, שעלותם מטילה על הרוכשים נטל כלכלי כבד לתקופה ארוכה.

מצוקת הזוגות הצעירים נובעת בעיקר משלוש תכונות של שוק הדיור בישראל:

(א) מחיר הדירות גבוה מאוד בהשוואה להכנסה. הדירה הממוצעת בישראל עולה היום פי שמונה מההכנסה השנתית של משק הבית הממוצע, לעומת יחס של 5:1 בשווייץ או של 3:1 בארה"ב.

(ב) בחברה הישראלית, רכישת דירה היא הצורה הנורמטיבית של דיור. אין בנייה של דירות להשכרה על ידי המגזר הפרטי. השיכון הציבורי מוגבל לרובד החלש ביותר, והדירות בשכירות חופשית מושכרות, רובן ככולן, על ידי בעלי בתים זעירים, לתקופות קצרות. התוצאה היא שזוג צעיר, שהוריו אינם אמידים, חייב לשלם חלק גדול מהכנסותיו להחזר הלוואות, דווקא בשלב בחיים שבו הכנסותיו נמוכות יחסית.

(ג) הריבית של המשכנתאות גבוהה והיא מגדילה את נטל המימון על כל מי שרוכש דירה, בהשוואה למדינות אחרות בעולם.

מאז קום המדינה התערבו ממשלות ישראל בשוק הדיור, בין היתר על ידי מתן משכנתאות מסובסדות לקבוצות נזקקות (עולים חדשים, משפחות חד-הוריות וזוגות צעירים). במשך השנים, עם תהליך ההפרטה והצמצום בתוכניות הרווחה, הלך וקטן תפקיד המדינה בשוק הדיור ולאחרונה גם במתן משכנתאות לזכאים. כוונתו של משרד האוצר להקטין את העזרה הניתנת היום לזכאים, תקטין בהכרח את מספר הזוגות שיזכו בהלוואות לזכאים ו/או תרע את התנאים שיוצעו להם. כתוצאה מכך יגדל הצורך בהלוואות משלימות ממקורות מסחריים ובמימון ממקורות חלופיים, לדוגמה, הלוואות מקרובים. כדי לרכוש דירה, יצטרכו הזוגות הצעירים לשלם ריבית גבוהה יותר מזו הנהוגה היום ולהחזיר את ההלוואה תוך זמן קצר יותר. החשש הוא כי אחוז ניכר של זוגות צעירים יתקשו לרכוש דירה בעתיד הנראה לעין ויהיה עליהם למצוא פתרון חלופי, כגון שכירות חופשית, מגורים אצל ההורים, או דחייה של הקמת משק הבית.

שוק משני במקום הטבות לזוגות צעירים

לאחרונה עלה הרעיון להקל על מצוקת הדיור של זוגות צעירים על ידי פיתוח שוק משני למשכנתאות. לא מצאנו מסמך הדן ספציפית בהצעה זו. הרעיון מבוסס כנראה על ההנחה, שהקמת שוק משני תביא לכניסה מסיבית של משקיעים חדשים לשוק המשכנתאות. התחרות בין המשקיעים האלה אמורה להביא להוזלה משמעותית בריבית, שתפצה את הזוגות הצעירים על הקטנת העזרה הממשלתית.

2. מהו שוק משני למשכנתאות?

2.1 תפקיד הבנקים כמתווכים בין משקיעים לבין לווים:

אחד התפקידים החשובים של הבנקים הוא לתווך בין משקיעים לבין לווים (לוקחי משכנתאות). אבל שלא כמו מתווכים אחרים, הבנק בדרך כלל אינו מקשר בין לווה מסוים לבין משקיע ספציפי, אלא הוא מחזיק בפיקדונות כחלק ממקורותיו ומלווה את הכסף למעוניינים במשכנתה. העדר החפיפה בין הפקדות לבין הלואות מעורר בעיה: רוב ההלוואות לדיור הן לטווח ארוך, ואילו רוב הפיקדונות הן לטווח קצר או בינוני. הבנק חייב אפוא לגשר בין ההלוואות ולהבטיח, לעיתים באמצעות ההון העצמי שלו, שלא ייווצר גירעון פיננסי. גירעון כזה עלול להיווצר כאשר המשקיעים מבקשים לפדות את פיקדונותיהם, המושקעים לטווח קצר, בזמן שהמשכנתאות טרם הוחזרו.

לבנקים למשכנתאות יש כמה תפקידים נוספים, מלבד יצירת המפגש בין הלווה לבין המשקיע:

* בדיקת הלווה: בדיקת היכולת והנכונות של לווה המשכנתה להחזיר את החוב ולשלם את הריבית בזמן.

* בדיקת הנכס: בדיקת שווי הנכסים שבעלות לווה המשכנתה, על מנת להבטיח ששווי הנכס יש בו כדי לשלם את החוב, אם הלווה אינו מסוגל לעמוד בהתחייבויותיו.

* ביצוע המשכנתה: הכנת המסמכים החוקיים ליצירת המשכנתה ורישום המשכנתה במשרדי הטאבו.

* אחסון המשכנתה: שמירת החוזים בנאמנות עד להחזר ההלוואה והשלמת כל התשלומים.

* טיפול שוטף (servicing): תפקיד זה כולל את גביית התשלומים החודשיים, העברת התשלומים למשקיעים, מעקב אחרי פיגורים בתשלומים ומימוש הנכס הממושכן אם לווה המשכנתה אינו עומד בהתחייבויותיו.

2.2 מהו שוק משני למשכנתאות?

יצירת שוק משני למשכנתאות מבוססת על הפרדה בין התפקיד של שיווק המשכנתה ללווים ובין התפקיד של שיווק המשכנתה למשקיעים. כלומר, שוק המשכנתאות מתחלק לשתי חטיבות לפחות: שוק המשכנתאות הראשוני והשוק המשני. **בשוק הראשוני** הבנקים למשכנתאות או יוצרי המשכנתאות בודקים את הבקשה למשכנתאות, שמגישים הלווים, ומעבדים אותן עד לחתימת החוזה (underwriting). הם גם נותנים את סכום המשכנתה ללווים. **בשוק המשני**, המשכנתאות - כלומר החוב, ההלוואה - נמכרות למשקיעים. הפעילות בשוק המשני של משכנתאות מתבצעת עקרונית בשתי צורות:

1. **מכירה ישירה של משכנתאות למשקיעים**: ניתן למכור משכנתאות ישירות למשקיעים פרטיים או עסקיים.

2. **הפיכת המשכנתאות לניירות ערך**: תהליך הקרוי securitization (ראו Maisel, p. 170). הבנק, יוצר המשכנתאות, מצרף את המשכנתאות לתיק, הנמסר לאחר מכן למשמרת אצל נאמן. תיק המשכנתאות משמש כבטוחה (גיבוי) להנפקת ניירות ערך. **היתרון של הפיכת המשכנתאות לניירות ערך הוא, שהמשקיעים אינם נדרשים לבדוק את המהימנות של כל לווה או לדאוג לשווי של כל משכנתה**. יוצר המשכנתה -- הבנק -- הוא שדואג לכך. כמו כן, רוב המשכנתאות בשוק המשני מבוטחות, לפחות בארה"ב (Maisel, 1995), על ידי ערבות ממשלתית או על ידי חברת ביטוח פרטית או ציבורית. אם לווה המשכנתה מפסיק את התשלומים, חברת הביטוח או הערבים הם המשלמים למלווה את הריבית ואת יתרת החוב. במקביל הם רשאים לעקל או לממש את הנכס כדי לכסות את החוב (Maisel, 1995).

חמש קבוצות של "שחקנים" משתתפות אפוא בשוק המשני למשכנתאות. לשלושת השחקנים המשתתפים בשוק המשכנתאות הרגיל -- לווים, יוצרי משכנתאות ומשקיעים - נוספים בשוק המשני למשכנתאות גם

אורזים ומבטחים (ר' לוח להלן).

המשתתפים בשוק המשני למשכנתאות

1. לווים	* אנשים פרטיים * עסקים * יזמים בתחום הנדל"ן
2. יוצרי משכנתאות	* בנקים מסחריים * בנקים למשכנתאות
3. משקיעים	* קרנות פנסיה * חברות ביטוח * קרנות נאמנות * בנקים מסחריים
4. אורזים	* בנקים למשכנתאות * מוסדות מיוחדים כגון בארה"ב, FNMA, FHLMC, FNMA
5. מבטחים או ערבים	* חברות ביטוח למשכנתאות * ממשלה * בנקים המשווקים את המשכנתאות

2.3 יתרונותיו של השוק המשני למשכנתאות:

בספרות מוזכרים כמה יתרונות בולטים של השוק המשני למשכנתאות. נסקור בקצרה את התועלת הרלוונטית של השוק המשני ביחס לתנאים בישראל (הוועדה לבחינת שוק משני, 1998).

1. הגדלת היקף המקורות העומדים לרשותו של שוק המשכנתאות: בהפיכת המשכנתאות לניירת ערך סחירים, במסגרת השוק המשני, משקיעים חדשים יכולים להעביר חלק מהשקעותיהם לשוק הנדל"ן, בלי שיידרשו להכיר את התנאים המקומיים או להיעזר במנגנון של מומחים לבדיקת הלווים והנכסים. כתוצאה מכך, היקף המקורות שיעמדו לרשות שוק המשכנתאות עשוי לגדול גידול ניכר ובכך יתמתנו קשיי הנזילות של יוצרי המשכנתאות -- הבנקים.

2. התמחות וייעול שוק המשכנתאות: השוק המשני יגרום להפרדה בין תפקידי השיווק לבין תפקידי ההשקעה בניירות ערך. יש לקוות שההתמחות תייעל את השוק ותגרום להורדת העלויות.

3. שיפור בהלימות ההון לבנקים למשכנתאות: המשכנתאות נלקחות בדרך כלל לטווח ארוך (10 שנים ויותר).

לעומת זאת, פיקדונותיהם של המשקיעים הפרטיים הם לרוב לטווח קצר יותר. השוק המשני יעודד גם משקיעים לטווח קצר להשתתף במימון משכנתאות, אם הריבית היא אטרקטיבית. קיימת סכנה שהמשקיעים ירצו לקבל את כספם לפני שנוטלי המשכנתאות יחזירו את ההלוואה, אבל הבנקים יוכלו למכור את ניירות הערך כאשר מתעורר הצורך במזומנים.

4. סטנדרדיזציה (אחידות בשוק): יצירת שוק משני והפיכת המשכנתאות לסחירות מחייבות קיום מוצר בעל תכונות ניתנות להשוואה, עבור משקיעים שאינם מכירים את הנכס המסוים ואת התנאים הספציפיים במקום. כלומר: נדרשת אחידות בקריטריונים להערכת נכסים ובאישור ההלוואות. האחידות בקריטריונים ובסוגי המשכנתאות יוצרת הזדמנות לייעול.

5. יצירת מאגר מידע: האחידות בתנאי המשכנתאות ובקריטריונים לבדיקת הנכסים ולאישור ההלוואות מאפשרת יצירה של מאגר מידע. מאגר זה יכלול מידע על בעיות כגון פיגורים בתשלום, פירעונות מוקדמים וקשיים הקשורים לקבוצות מסוימות של נוטלי משכנתאות. מאגר מידע מסוג זה יאפשר לגופים השונים המשתתפים בשוק המשכנתאות להעריך טוב יותר את הסיכונים ולהזיל את הריבית או את העמלות. מאגר זה יכול כמובן גם לפגוע בקבוצות חלשות או בעייתיות.

6. אינטגרציה של שווקים פיננסיים: הקמת שוק משני למשכנתאות מעודדת איחוד בין שווקים שונים ומביאה להקטנת הפערים בריביות. אינטגרציה זו מאפשרת לבנקים לתת משכנתאות גם כאשר אצלם יש מחסור בזמן שבשווקים אחרים יש עודפים. זוהי התרומה החשובה ביותר בהקמת שוק זה.

7. חלוקה מחדש (repackaging) של סיכון: חלוקה זו מנטרלת בעיות מקומיות עקב מיתון מקומי או ירידה בסטנדרטים למתן אשראי.

8. ביטוח משכנתאות או ערבויות לאוכלוסיות חלשות: אוכלוסייה מעוטת יכולת יש בה משום סיכון גדול מבחינת המלווה (הבנק), ומשום כך רואים באנשיה לווים בעייתיים. ללא עזרה, אנשים אלה עלולים לא לזכות כלל במשכנתה או לקבל משכנתה קטנה ולרוב גם בתנאים גרועים מבחינת הריבית ותקופת ההחזר. ביטוח או ערבות ממשלתית יכולים להגדיל את מספר רוכשי הדירה על ידי הקטנת הריבית והגדלת המשכנתה. הביטוח הוא לטובת המלווה. על ידי ביטוח המשכנתאות של FHA (יפורט בהמשך) ועל ידי ערבות ממשלתית, איפשרה ממשלת ארה"ב ליוצא צבא להגדיל את גודל המשכנתה עד לשיעור של 95% ממחיר הבית. מבחינת השוק המשני, תרומת הביטוח היא הקטנת הסיכון של המשקיע.

2.4 ממצאים אמפיריים

העדויות האמפיריות לגבי השפעת השוק המשני מתייחסות בעיקר לשאלה: האם השוק המשני מוזיל את הריבית על המשכנתאות. מחקר שבוצע לאחרונה בארה"ב עבור Federal Reserve Board ספקני מאוד לגבי ההשלכות הפיננסיות של השוק המשני (Sorohan, 2000).

מסקנת המחקר היא ששני המכשירים -- דירוג אשראי והפיכת המשכנתאות לניירות ערך -- אינם מביאים בהכרח לירידה בשיעור הריבית. מחברי המחקר טוענים, כי בתנאים מסוימים ההשפעה עלולה אפילו להיות הפוכה.¹

בעבודה אחרת, שהתפרסמה לאחרונה (Todd, 2001), נבדקה השפעת השוק המשני על הריבית ועל העמלות. לא נמצאה כל הוכחה לכך, שהפיכת המשכנתאות לניירות ערך משפיעה על שיעורי הריבית.

מתוך מסקנות המחקרים האלה לא נראה כי השוק המשני גורם להוזלה משמעותית של המשכנתה עבור הצרכן.

3. הניסיון בחו"ל

השוק המשני הוותיק, הגדול והמפותח ביותר הוא כמובן בארה"ב. שם, היקף ההשקעות בניירות ערך מגובות משכנתאות מגיע לשני טריליון דולר. השוק המשני בארה"ב, משום גודלו, הוותק שלו ומספר המכשירים הפיננסיים שפותחו בו, הוא דוגמה חשובה להבנת הבעיות וההזדמנויות הטמונות בשוק זה.

יש לא מעט מדינות אחרות, שבהן פותחו שוקי משנה, ובכל אחת מהן נעשה מאמץ להתאים את המכשיר למבנה הקיים של המערכת הפיננסית, לבעיות ולצרכים המקומיים (אי ודאות לגבי שיעור הריבית בבריטניה, היפר-אינפלציה במקסיקו, עלות דיור גבוהה מאוד ביפן, מימוש מסורבל ואיטי של משכנתאות בצרפת) (Roche, 1997). גם במדינות מתפתחות נעשו כמה ניסיונות לפיתוח שוק משני המבוסס בדרך כלל על הדגם האמריקני. בינתיים, רק ארצות מעטות הצליחו במשימה (Porteous, 2000). בין המדינות שהקימו מוסדות משניים למימון דיור בשנות התשעים ראוי לציין את ברזיל ודרום-אפריקה (1997), מקסיקו (Taylor, 1997), רוסיה (1997), תאילנד, אקוודור ואלג'יריה (1998), דרום קוריאה (1999), וכן ארגנטינה (Murray, 2000) וקוסטה ריקה (Murray, 2000). נסקור בקצרה כמה מדינות, תוך התייחסות לרקע ולפתרונות שפותחו בהן:

3.1 ארה"ב

בשנות השלושים, בשיא המשבר הכלכלי, התערב הממשל הפדרלי בשוק המשכנתאות מתוך כוונה לעודד את הבעלות על הדיור גם במעמד הפועלים וכדי לקדם את יציאת המשק מהמיתון. במשך הזמן הקימה הממשלה ארבעה מוסדות, שתפקידם קשור במישרין או בעקיפין לשוק המשכנתאות, ובפרט לשוק המשכנתאות המשני.

FHA: מינהל הדיור הפדרלי (Federal Housing Administration). הוקם בשנת 1934 בידי ממשלת ארה"ב. תפקידו המרכזי היה לעודד את הבעלות על הדיור בקבוצות שהכנסתן נמוכה, לרבות זוגות צעירים. פעילותו כללה ביטוח של משכנתאות למשך 30 שנה עם ריבית ותשלומים קבועים לבתים חד-משפחתיים וגם לדירות בבתים משותפים (במקום הלוואות לחמש עד שבע שנים עם החזר החוב בסוף התקופה, כפי שהיה מקובל קודם לכן). כמו כן תרם FHA תרומה מכרעת לקידום האחידות בשוק המשכנתאות.

Fannie Mae: אגודה למשכנתאות (Federal National Mortgage Association), הוקמה בשנת 1938 בידי הממשל הפדרלי. תפקידה היה לרכוש הלוואות למשכנתה, שבטחו על ידי FHA, ולמכור אותן למשקיעים עסקיים ומוסדיים. בשנת 1948 החלה Fannie Mae לרכוש גם משכנתאות של "מינהל משוחררי הצבא" (VA) ובשנת 1970 הלוואות רגילות. בשנת 1968 הופרטה Fannie Mae והיום היא חברה ציבורית, שמניותיה נסחרות בבורסה בניו יורק.

Ginnie Mae: בשנת 1968 פוצלה Fannie Mae לשתי חברות: האחת, **Fannie Mae**, היא היום חברת מניות פרטית בפיקוח פדרלי; הכינוי של השנייה הוא **Ginnie Mae**, היא רשומה בשם Government National Mortgage Association (ראשי תיבות: GNMA), והיא חברה ממשלתית האחראית לשוק המשני למשכנתאות המסובסדות על ידי הממשלה. **Ginnie Mae** פועלת בשתי צורות: כמעביר (conduit) היא רוכשת משכנתאות, אורזת אותן ומוכרת את ניירות הערך. בנוסף על כך, היא מאפשרת למלווים פרטיים להנפיק ניירות ערך. **Ginnie Mae** אחראית לכל הפסד או הפסקת תשלומים מצד לוקחי המשכנתאות, ויש לה ערבות מלאה של ממשלת ארה"ב, שלא כמו **Fannie Mae**, שהיא חברת מניות מסחרית.

Freddie Mac: "החברה הפדרלית להלוואות ומשכנתאות" (Federal Loan Mortgage Corporation), הוקמה בשנת 1970 בידי הקונגרס. החברה מתמחה ביצירת שוק משני למשכנתאות רגילות לא מסובסדות. היא קונה את המשכנתאות, אורזת אותן ומוכרת את ניירות הערך למשקיעים. **Freddie Mac** היא חברת מניות מסחרית, שמניותיה נסחרות בבורסה, כמו אלה של **Fannie Mae**.

שוק משני מסחרי: רק בראשית שנות השמונים התפתח בארה"ב שוק משני ללא מעורבות ממשלתית. שלא כמו חברות שהוקמו בחסות ממלכתית, כמו **FNMA** או **Freddie Mac**, הערבות או הביטוח בשוק זה ניתנים על ידי מוסדות עסקיים חיצוניים או על ידי המנפיק עצמו (תלמון, 1998). בעקבות מפולת הבנקים למשכנתאות (Savings and Loans Association) בסוף שנות השמונים, לא גדל היקף השוק המשני העצמאי למשכנתאות בארה"ב, כפי שאפשר היה לצפות ומשקלו הצטמצם לעומת משקל השוק שהוקם בחסות המדינה.

מתוך כארבעה מיליארד דולר של משכנתאות בארה"ב, יותר משליש הוחזקו בשנת 1995 בניירות ערך (Cummings and DiPasquale, 1997), מהם 46% ישירות על ידי Fannie Mae או על ידי Freddie Mac באחריות Freddie Mac, Fannie Mae או Ginnie Mae.

מהי, אם כן, התרומה שתרם השוק המשני למשכנתאות בארה"ב? בלי להרחיב את הדיון בהתפתחות של מדיניות הדיור בארה"ב, ברור שהשפעתו ומטרותיו של השוק המשני השתנו מאז שנות השלושים. בהתחלה היו מטרותיו העיקריות להוציא את ענף הבנייה מהשפל הכלכלי, להזרים מימון לאזורים נידחים, לשפר את מאזן הכסף הנזיל של הבנקים למשכנתאות על ידי הזרמת מימון ממשקיעים כלליים ולעודד את הבעלות על דיור. ליעדים חברתיים היה למעשה תפקיד שולי. אחרי מלחמת עולם השנייה, הדאגה המרכזית היתה לאפשר לחיילים השבים הביתה ולבני מעמד הפועלים הגבוה להגשים את החלום האמריקאי -- לרכוש בית עם גינה. היום, כשמחצית המשכנתאות משווקות בשוק המשני, תפקידו העיקרי הוא שילובו של שוק המשכנתאות בשוק ההון.

3.2 צרפת

בצרפת, ריכוז שוק המשכנתאות בידי כמה בנקים יצר קשיי נזילות, מחסור במקורות וחוסר יעילות מצד המלווים, שפעלו כגופים מונופוליסטיים. כדי לפתור את הבעיות האלו הוקם השוק המשני למשכנתאות. בצרפת קיימת תוכנית רחבה למתן משכנתאות מסובסדות לקבוצות חלשות באוכלוסייה הממומנת על ידי הממשלה. השוק המשני לא תרם לתחום זה.

עד שנות השישים נשלט שוק המשכנתאות בצרפת על ידי Credit Foncier de France (ראשי תיבות: CFF), שנתנה הלוואות, לרבות משכנתאות מסובסדות על ידי המדינה (Chiquier, 1998). המוסד, שהלוואותיו היו בערך 15% משוק המשכנתאות, פשט למעשה את הרגל באמצע שנות התשעים, כתוצאה מניהול כושל וחשיפת יתר הלוואות סיכון. בשנת 1966 הוקם בצרפת "שוק משכנתאות משני מבוזר" March Hypothcaire (ראשי תיבות: HM). המשכנתאות הניתנות בו מוגבלות למגורים ולמשכנתאות ראשוניות וההלוואה יכולה להיות 80% לכל היותר משווי הבית הנרכש. בשנות השמונים, עם הירידה בריביות, הלך והצטמצם תפקידו של שוק המשני.

בשנת 1985 הוקמה "הקופה למימון משכנתאות", Caisse de Refinancement Hypothcaire (ראשי תיבות: CRH) כחברת מניות משותפת לארבעה בנקים גדולים. "הקופה למימון משכנתאות" מציעה סוגים שונים של משכנתאות לבנקים למשכנתאות, כדי לענות על צורכי הנזילות (הכסף הזמין) של הבנקים המלווים. כך היא מגדילה את כמות הכסף הנזיל של הבנקים למשכנתאות ואת היקף המקורות העומדים לרשותם לצורך מתן משכנתאות. כמו כן, הקופה אחראית לבדיקת התיקים והמשכנתאות.

3.3 גרמניה

ה"פנדבריה" הגרמניים (Pfandbriefe) הם איגרות חוב המונפקות על ידי בנקים. "פנדבריה" נשארות חוב ישיר של הבנק המנפיק אותם. אם הבנק קורס, יש למשקיע גישה לתיק ה"פנדבריה" של הבנק. רק משכנתאות ראשוניות (first class) יכולות להיכלל בפנדבריה, והן יכולות להוות לכל היותר 60% מערך הנכס. אם הלווה בצרות ושווי הנכס ירד לשיעור של 65% מערכו המקורי, המחזיק במשכנתה הראשונית עדיין יקבל את מלוא ערך השקעתו, אבל מלווים אחרים עלולים להפסיד את כל כספם.

כמו בארצות אחרות, תרומת הסדר ייחודי זה היא בהרחבת המקורות העומדים לרשות הבנקים למשכנתאות ופתרון בעיית הכסף הנזיל המקשה עליהם לממן הלוואות לטווח ארוך. אין בפתרון זה מרכיב המקל על השכבות החלשות, ונושא זה מטופל במסגרת תוכניות ממשלתיות.

3.4 דרום אפריקה

בשנת 1977 החלו ניסיונות ראשוניים להקים מוסד למימון משני של משכנתאות. המטרה העיקרית היתה

לאפשר למשקי בית בעלי הכנסה נמוכה לקבל אשראי לדיור. למעשה, שיעור של 30% לפחות ממשקי הבית בדרום אפריקה יכלו לקבל הלוואות קטנות בלבד המתאימות למימון שיפוצים אבל לא לקניית בית, אף על פי שהכנסתם מאפשרת הלוואה לרכישת דיור. הסיבות לכך: הבנקים הגדולים טוענים שהלוואות קטנות אינן כדאיות להם, והבנקים הקטנים מוגבלים מבחינת נזילות (הכסף הזמין). כתוצאה מכך, קבלת אשראי להלוואות בסכומים שבין 1,500 דולר עד 10,000 דולר, סכום המאפשר רכישת דיור בשכונות של פועלים בלתי מקצועיים, היתה כמעט בלתי אפשרית.

בנק הפיתוח (National Housing Finance Corporation), בנק בבעלות המדינה, הקים בשנת 1999 חברה מעורבת ציבורית-פרטית בשם Gateway Home Loans Ltd. במטרה לפתח שוק משני למשכנתאות. התשלומים למשכנתאות שנותן בנק זה מועברים באמצעות המעביד ישר מהמשכורת לבנק. כל עוד הלווה ממשיך לעבוד באותו מקום עבודה, אין סיכון אשראי רציני. גם הוצאות הגבייה נמוכות, כיוון שהמעביד משלם בתשלום אחד את התשלומים לכל המועסקים אצלו. הבטוחה (הנכס) מעוגנת בקרן הפנסיה של העובד ולא בשווי הבית הנקנה. החברה פועלת רק שנתיים ולכן אי אפשר להעריך את פעילותה לטווח ארוך, אבל התוכנית מאפשרת רכישת בית, אמנם פשוט ביותר, למי שלא היו מסוגלים להגיע לבעלות על דיור כלשהו בלעדיה. התוכנית מוגבלת לפועלים המועסקים במפעלים מסודרים, שיש להם שכר חודשי ומעמד דומה לקביעות הישראלית.

3.5 קוסטה ריקה

בקוסטה ריקה יש שוק משכנתאות ראשוני לא מפותח, הסובל מריבית גבוהה יחסית אפילו במשכנתאות סטנדרטיות. לאחרונה אישרה חברה אמריקנית (Overseas Private Investment Corporation). ערבות להלוואות שישמשו לתמיכה בחברה, שתמכור איגרות חוב למכירה בארה"ב (Murray, 2000a). העובדה, שהמשכורות צמודות דולר צפויה להקל על מכירת ניירות ערך אלו. קוסטה ריקה מחפשת היום בנקים להשקעות בארה"ב, גם באמצעות מהגרים מקוסטה ריקה הגרים בארה"ב. לשוק המשני יש אפוא שתי מטרות: השגת מימון למשכנתאות ממהגרים הגרים בארה"ב, והרחבת שוק המשכנתאות בכלל.

3.6 דנמרק

כל המשכנתאות בדנמרק, למגורים או לעסקים, ממונות על ידי איגרות חוב מגובות משכנתאות (Euromoney, 1994). יש רק שישה מוסדות או בנקים למשכנתאות הרשאים לתת הלוואות לצורכי מגורים לתקופות הנעות בדרך כלל בין עשר לשלושים שנה. איגרות החוב נמכרות בבורסה המרכזית של דנמרק והן אחת ההשקעות המועדפות לאנשים פרטיים ולמוסדות. מטרת השוק המשני בדנמרק היא אפוא אינטגרציה של שוק ההון כדי להבטיח שלא ייווצרו הבדלים בהיצע מקורות ובריבית בין שוקי הכספים השונים.

4. מגמות ובעיות בשוק המשכנתאות בישראל

שלוש מגמות עיקריות אפיינו את שוק המשכנתאות בישראל בשנות התשעים: מצוקת מקורות, תחרות גוברת והחמרה בסיכוני אשראי (ועדת תלמון, 1998):

(א) מצוקת מקורות: למצוקת המקורות בבנקים למשכנתאות היו כמה סיבות: גל העלייה הביא להתרחבות שוק המשכנתאות; הריבוי הטבעי של האוכלוסייה והצמיחה במשק גרמו לביקוש גדל לדירות; הקטנת תקרת ההשקעות המותרות בבנק בודד בשל פדיונות קופות; יציאת הממשלה משוק המשכנתאות.

התוצאה של הגורמים האלה היתה מחסור במקורות לטווח ארוך. בעוד הבנקים הגדולים יכלו להיעזר בכספי בנק האם, הבנקים העצמאיים הקטנים נאלצו לפתור את בעיית ההלימות על ידי מכירת חבילות של משכנתאות למשקיעים חיצוניים ועל ידי צמצום במתן משכנתאות.

(ב) הגברת התחרות בשוק המשכנתאות: חברות הביטוח, שנכנסו לשוק המשכנתאות, פגעו ברווחיות הבנקים וחייבו אותם ליתר זהירות.

(ג) החמרה בסיכוני אשראי: רווחיות ענף המשכנתאות נפגעה גם מהתרחבות שוק המשכנתאות וחייבה את הבנקים ליתר זהירות.

המשמעות של התהליכים האלה היתה החרפה של מצוקת המימון של הזוגות הצעירים. ממשלת ישראל הלכה וצמצמה את מעורבותה במתן הלוואות לזכאים. במקביל, גם הבנקים התחילו להתקשות במתן הלוואות המשלימות, שבלעדיהן רוב הזוגות אינם מסוגלים לרכוש דירה. בשנת 1994 היו המשכנתאות הממשלתיות 38% מסך האשראי לדיוור. עד 1997 ירד משקלן לשיעור של 25% מסך האשראי לדיוור (יחזקאל 1998). גם יישום ההמלצות של ועדת גדיש לא שינה שינוי של ממש את הבעיה העקרונית, לנוכח כוונת האוצר לצמצם את משקל העזרה הממשלתית במימון הדיוור של מרבית הזכאים.

שלושה שינויים בחקיקה, שהתקבלו בשנות התשעים, השפיעו גם הם על שוק המשכנתאות והחריפו את מצוקת המקורות של הבנקים:

(א) חוק ההלוואות לדיוור (1992) -- חוק זה הגדיל את הסבסוד הניתן לזכאים בשלוש דרכים: הגבלת הריבית המרבית לשיעור של 4%, הארכת תקופת החוזרים עד 30 שנה, והפחתת שיעור ההצמדה על הקרן לשיעור של 80% והגדלת סכומי המשכנתאות.

(ב) תיקון לחוק הערבות (1992) -- חוק זה הגביל את האחראיות של ערבים לחלקם היחסי בהלוואה וחייב את הבנקים למצות את ההליכים כנגד החייב לפני הפנייה לערבים. כתוצאה מכך, הבנקים היו חייבים להחמיר את הדרישות מלוקחי המשכנתה. הם הגדילו באופן ניכר את מספר הדירות שמומשו, כאשר לוקחי המשכנתה לא יכלו לעמוד בתשלומי הריבית וההחזר. לגבי הזוגות הצעירים, ההתפתחויות האלה החריפו את הקשיים שלהם בהשגת אשראי משלים וצמצמו במקרים רבים את גודל המשכנתאות המשלימות שיכלו לקבל.

(ג) יישום המלצות ועדת גביש (1998-1999) -- בעקבות יישום ההמלצות האלה, זוגות צעירים עם ניקוד נמוך, שהם הרוב בקרב הזכאים למשכנתאות, קיבלו משכנתה מעט גבוהה יותר -- 76,800 ש"ח במקום 70,000 ש"ח, אולם ההלוואה ניתנה במחיר השוק ולא בריבית נוחה של 4%, כפי שהיה נהוג לפני כן -- וזו הרעה בתנאים. (יחזקאל, 1998).

בשנת 1998 התפרסם דו"ח ועדת תלמון. ועדה זו בחנה את האפשרות להקים שוק משני למשכנתאות בתנאים הישראליים. מסקנותיה אינן חד-משמעיות: מצד אחד, הוועדה טוענת שאין לצפות לתועלת משמעותית מהקמת השוק. לטענתה, היקף ההשקעות באגרות חוב אינו צפוי לגדול כתוצאה מהקמת שוק משני למשכנתאות. פיתוח השוק המשני רק יגרום לחלוקה מחדש של ההשקעות אבל לא להגדלת כמות המקורות העומדים לרשותו. חברי הוועדה מתנגדים לתפקיד ממשלתי בביטוח המשכנתאות בדומה לדוגמה האמריקנית, שלא לדבר על ערבות ממשלתית, שלדעתם עלולה לסבך את המדינה בהתחייבויות קשות, אם יחולו שינויים לרעה במצב הכלכלי וביכולת של לזוי המשכנתאות לעמוד בחובותיהם. מצד שני, חברי הוועדה רואים בהקמת שוק משני אמצעי רצוי לייעול השוק. הם הציעו סדרה של שינויים במיסוי, באגרות ובחוקים, שמקצתם כבר התקבלו. לגבי שאר השינויים כבר החלו בתהליכים הנדרשים, לרבות הקמת שתי ועדות במשרד השיכון, שטרם השלימו את דיוניהן.

אם המלצות הדו"ח יתקבלו במלואן, הקמת השוק המשני עשויה להיטיב בעיקר עם הבנקים, בכך שתביא לאחידות המערכת ולייעולה ותגדיל את המקורות החיצוניים לאשראי. אבל בהעדר ביטוח בערבות ממשלתית, השוק המשני לא יוכל לתרום תרומה מהותית לפתרון הבעיות של זוגות צעירים (או של כל קבוצה חלשה אחרת). ללא ביטוח המשכנתאות (לטובת המלווה במקרה של קשיי תשלום מצד הלווה), לא יהיה אפשר להפוך את המשכנתאות של זוגות צעירים (או של לווים "בעייתיים" אחרים) לניירות ערך סחירים. כדי להבטיח את עצמם מסיכוני אשראי, הבנקים יצטרכו להקטין את היחס בין שווי הנכס לבין גודל ההלוואה ולקצר את תקופת החזר. דרך זו לא תוכל לפתור את מצוקת האשראי לטובת הזוגות הצעירים.

5. דיון ומסקנות

להלן נסכם את עיקרי הדברים שהועלו במסגרת העבודה ונדון במסקנות המתבקשות מהם. הפרק מתחלק לשני חלקים העוסקים בהשלכות הצפויות של הקמת שוק משני למשכנתאות בכלל, ובתועלת של שוק זה לפתרון מצוקת הזוגות הצעירים.

5.1 שוק המשני למשכנתאות ובעיות הדיור של זוגות צעירים בישראל

לפי מה שניתן ללמוד מהספרות ומהניסיון בחו"ל, אין לצפות לשינויים מרחיקי לכת בשוק המשכנתאות כתוצאה מהקמת השוק המשני. נתייחס כאן לשלוש סוגיות בלבד: מצוקת המקורות, ייעול המערכת וצמצום הסיכון.

(1) מצוקת המקורות: כפי שנאמר בדוח ועדת תלמון (1998), לא נראה שהקמת שוק משני למשכנתאות תביא להגדלה משמעותית בהיקף ההשקעות במשק או בשוק איגרות החוב. אם כן, אפשר רק לצפות לחלוקה מחדש של ההשקעות. כלומר, חלק מהמשקיעים הפרטיים והמוסדיים יעברו מאיגרות חוב ממשלתיות או מסחריות לניירות ערך מגובות למשכנתאות. תהליך זה עלול להביא, בסופו של דבר, דווקא לעלייה מסוימת בריבית, בגלל הצורך למצוא מקורות חדשים לאשראי לטווח הארוך, במקום המקורות התקציביים של הממשלה.

(2) ייעול המערכת: תנאי מוקדם להקמת שוק משני של משכנתאות הוא, כאמור לעיל, ביצוע ההמלצות של ועדת תלמון (1998), שאמורות להקטין את ההוצאות ולבטל סדרה של איגרות ומסים הנגבים היום. מסים אלה עלולים לייקר מאוד את פעולת השוק המשני. כמו כן, דוח ועדת תלמון ממליץ להפעיל כמה תוכניות לייעול פעילות השוק. בשלב זה אין אומדנים מבוססים על הצפוי, לנוכח הממצאים המתוארים בספרות (ראו Todd, 2001; Sorohan, 1999).

(3) צמצום הסיכון: ברוב הארצות, פיתוח שוק משני למשכנתאות קשור או מותנה בערבות ממשלתית או בביטוח. הביטוח מצמצם את סיכון האשראי למשקיעים בלי שיצטרכו להכיר את הנכס או את הלווה ובכך מתאפשרת הגדלת ההלוואה. אבל זוהי תוצאת לוואי של הקמת שוק משני, ואפשר להשיג אותה גם בלעדיו.

5.2 תועלת הצפויה מהקמת השוק המשני בישראל

נראה ששוק משני של משכנתאות לא יוכל לפתור את מצוקת הזוגות הצעירים בישראל. מצוקה זו עלולה להחריף ביתר שאת עם צמצום העזרה הניתנת לזכאים. בשלב זה, אין מידע המאפשר הערכה כמותית של ההשלכות הצפויות. אף על פי כן, אפשר להסיק כמה מסקנות איכותיות. המסקנות האלה מעלות ספקות לגבי הנחת היסוד של המדיניות המוצעת, לפיה הקמת השוק המשני למשכנתאות עשויה לפצות את הזוגות הצעירים על צמצום התמיכה הממשלתית.

(1) הוזלת הריבית: אין הוכחות חותכות לטענה כי השוק המשני עשוי להביא להוזלה משמעותית של הריבית.

(2) גודל המשכנתה: גודל המשכנתה הוא היחס בין סכום המשכנתה לבין שווי הנכס. ביטוח או ערבות לטובת המלווה מאפשרים הגדלת המשכנתה עם סיכון מזערי למלווה אבל עם סיכון לא מבוטל למבטח. ביטוח מסוג זה הוא בהכרח יקר יותר ככל שהסיכון גדול יותר. בארה"ב, למשל, שם אפשר לממש משכנתאות בקלות יחסית, התשלום עבור ביטוח הוא בסביבות אחוז מגודל המשכנתה. אם המדינה תקבל על עצמה את הערבויות, הסיכון עלול לגדול מעל ומעבר. שלא כמו חברה פרטית, המדינה תהיה חשופה ללחצים פוליטיים להקלות בתנאי המשכנתה, העלולות לגרור התחייבויות אדירות במקרה של מיתון או הרעה במצב הפוליטי (ועדת תלמון, 1998). מצד שני, נראה שהעלות של ערבות ממשלתית על ההלוואות המשלימות תהיה נמוכה בהרבה מעלות העזרה הניתנת היום לזכאים. **שוב, מדובר לא על תוצאה של השוק המשני אלא על תוצאה של תוכנית, שאפשר להפעילה גם בלעדיו.**

(3) משך ההלוואה : מצד אחד, הארכת תקופת המשכנתה (לעומת המקובל במשכנתאות משלימות) חיונית לזוגות צעירים, שהכנסתם נמוכה ועול כבד של הקמת משק בית רובץ עליהם. מצד שני, הלוואות לטווח ארוך מחמירות את בעיית הכסף הנזיל של הבנקים המלווים ועלולות להגדיל את סיכון האשראי. התרומה החשובה ביותר של השוק המשני היא בכך שהוא מאפשר להפוך הלוואות לטווח ארוך לניירות ערך, שהמשקיע הבודד יכול להחזיק בהם כראות עיניו, כל עוד החזקתם כדאית עבורו.

לסיכום, לדעתנו התרומה של השוק המשני לפתרון מצוקת הדיור של זוגות צעירים לא תהיה הוזלת המשכנתאות, שכנראה לא תהיה משמעותית, אם בכלל. התרומה העיקרית תהיה בעצם תוצאת לוואי - מערכת ערבויות או ביטוח המלווים. היא עשויה לאפשר הגדלת ההלוואות והקטנת הצורך בהון העצמי של הלווים וגם הארכה של תקופת החזר של ההלוואה.

5.3 מה בכל זאת אפשר לעשות?

כאמור במבוא, מצוקת הזוגות הצעירים בישראל נובעת משלוש תכונות בסיסיות של שוק הדיור : העלות הגדולה של האשראי עקב שיעורי הריבית הנהוגים, המחיר הגבוה יחסית של הדירות, העובדה שבעלות על דירה היא צורת ההחזקה הנורמטיבית בישראל. כל פתרון לבעיית הזוגות הצעירים יצטרך להתמקד לפחות באחת משלוש הסוגיות האלה.

סבסוד המשכנתאות לזכאים הוא היום האמצעי העיקרי שמפעילה הממשלה כדי לעזור לזוגות הצעירים. הפסקת העזרה ואפילו צמצומה בלבד יחמירו את מצוקתם ויהיו להן השלכות חברתיות קשות ביותר. אין לנו ספק, שבמצב הנוכחי לא יהיה מנוס ממעורבות ממשלתית כלשהי, גם אם עלותה התקציבית, לכאורה, מנוגדת למדיניות הכלכלית המשתנה מדי פעם.

בעבודה זו ניסינו להראות, מדוע הקמת השוק המשני למשכנתאות אין בה משום פתרון לבעיה זו. עם זאת, סביר להניח שלאחידות בשוק ולהפעלת ביטוח משכנתאות יהיו השלכות חיוביות על גודל ההלוואה המשלימה ועל תקופת החזרתה.

מה הן אפוא החלופות העיקריות? הבעיה השנייה שהוזכרה לעיל היא העלות הגבוהה של הדירות בישראל. מחיר הדירה הוא פונקציה שווה, לפחות באזור המרכז, של עלות הקרקע ועלות הבנייה. מניסיון העבר, אין סיכויים להביא להורדה משמעותית בעלות הבנייה בלי לפגוע באיכות המוצר. ולא כאן המקום להסבר מפורט. הדרך היחידה להוזלת הדיור היא אפוא הוזלת הקרקע. לכאורה, כל מה שדרוש הוא שיווק קרקע ציבורית, שהיא כידוע בערך 93% משטח המדינה. משרד הבינוי והשיכון אכן משווק מדי פעם, בעיקר ב"אזורי עדיפות לאומית" ולקבוצות יעד נבחרות, קרקע לבנייה במחיר נמוך משווי השוק שלה. אין ספק שהקונים נהנים מהטבה משמעותית. אבל באזורי הביקוש העיקריים אין עתודות קרקע ציבורית פנויה המתאימה לפיתוח. לפיכך, מדיניות זו יוצרת אפליה בין אלה הזוכים בהטבה ובין כל השאר, שהם הרוב. בנוסף על כך, כאשר מדובר בדירות לרכישה, המדיניות מטיבה רק עם הקונה הראשון, הזוכה ברווחי הון משמעותיים. מי שירכוש את הדירה ממנו, ישלם את מלוא המחיר. הפתרון הוא אפוא פתרון חלקי ואפקטיבי לטווח הקצר בלבד.

החלופה האחרונה היא עידוד ההשכרה במקום בעלות על דירה. מאז קום המדינה עשו כמעט כל הממשלות מאמצים להחיות את הבנייה להשכרה על ידי גורמים פרטיים, אבל ללא הצלחה. יש כמה סיבות לכישלון הזה. בכל מקרה, קיומו של שוק לשכירות פרטית, שהיקפו יותר מפי שניים מגודלו של הדיור הציבורי, מצביע על ביקוש לא מבוטל. זאת ועוד, מדובר בשוק משכירים שבו כמעט שאין מלאי פנוי (אפלייד, 2000). ההיצע של דירות בשכירות פרטית מבוסס רובו על דירות ישנות שמשכירים בעלי דירות מזדמנים הנהנים מפטור ממס הכנסה על שכר הדירה. ראוי היה אפוא לחשוב על מערכת מיסוי שתעודד חברות עסקיות לרכוש דירות מיד שנייה לצורכי השכרה ולוותר על התוכניות הממשלתיות שניסו לעודד את הבנייה להשכרה.

פתרון זה מעלה כמה שאלות החורגות ממסגרת עבודה זו. למשל, יש לבחון את הכדאיות של השקעות בשוק דירות מיד שנייה להשכרה עבור משקיעים עסקיים, את עלות התוכנית בהשוואה לעזרה במשכנתאות, את הדרכים למניעת ניצול לרעה של הפטור, וכו'.

מקורות :

- 1) ועדת תלמון, הוועדה לבחינת שוק משני למשכנתאות בישראל (1998). "המלצות הוועדה לבחינת שוק משני למשכנתאות בישראל".
- 2) יחזקאל, ירון (1998). "תוכנית המשכנתאות החדשה של משרד הבינוי והשיכון". תל-אביב: מרכז אדוה.
- 3) משרד האוצר (2000). "הצעת תקציב לשנת הכספים 2001 ודברי הסבר מוגשים לכנסת החמש-עשרה: משרד הבינוי והשיכון". ירושלים.
- 4) Anonymous (1994). "Denmark". Euromoney, 16-21.
- 5) Anonymous (1998). "How Pfandbriefe work". International Bond Investor, Spring 1998.
- 6) Applied Economics Ltd. (2000). "The Private Rental Housing Market in Israel". Prepared for the Ministry of Construction and Housing, The State of Israel. Jerusalem, September, 2000. (Hebrew).
- 7) Chiquier, Loic (1998). "A French secondary mortgage facility: Caisse de Refinancement Hypothecaire". Housing Finance International 12:3, 18-27.
- 8) Cummings, Jean and Denise DiPasquale (1997). A Primer on the Secondary Mortgage Market". Boston: City Research.
- 9) Kemeny, J (1995). From Public Housing to the Social Market: Rental Policy Strategies in Comparative Perspective. Routledge, London .
- 10) Maisel, Sherman J. (1992). Real Estate Finance. Fort Worth: The Dryden Press.
- 11) McNulty, James E. (1999). "Secondary Mortgage Market Pedagogy: The Central Role of Prepayments". Journal of Real Estate Practice and Education 2, 45-61.
- 12) Murphy, Laurence (1996). "Whose Interest Rates? Issues in the Development of Mortgage-Backed Securitisation". Housing Studies 11, 589-581
- 13) Murray, Michael (2000a). "U.S. helps costa rica jump-start a secondary market". Real Estate Finance Today 17:39, 10-15.
- 14) Murray, Michael (2000). "Secondary Market spreads to Argentina". Real Estate Finance Today 17:36, 14-15.
- 15) Porteous, David (2000). "Coming second? Secondary market development in developing countries: A case study". Housing Finance International 15:1, 18-25.
- 16) Roche, Ellen P (1997). " Loans around the world ". Secondary Mortgage Markets 14:1, 14.
- 17) Sorohan, Mike (2000). "Securitization does not lower rates, Fed report says". Real Estate Finance Today 17:,46, 2-3.

18) Stephens, Mark (2000). "Convergence in European mortgage systems before and after EMU". Journal of Housing and the Built Environment 15: 29-52.

19) Taylor, Marshall (1997). "Modern mortgage industry is taking root in Mexico". Real Estate Finance Today 14:9, 3-18.

20) Todd, Steven (2001). "The effects of securitization on consumer mortgage costs". Real Estate Economics 29:1, 29-54.

21) Werczberger, Elia (2001). "Public vs. Private Rental Housing in Israel: Public Policy and Tenants Choice". In Proceedings of the British-Israeli Workshop in Regional Science, Jerusalem, 2000. (In print).

{הערות}

1. התוצאות עוררו כמובן התנגדות חריפה מצד המוסדות הגדולים, Freddie Mac ו-Fannie Mae. לטענת אחד הדוברים החסכון בתשלומי ריבית עקב פעילות השוק המשני מגיע לסכום של 10 מיליארד דולר, בערך 10 אחוז מתשלומי הריבית. אולם לפי מרבית החוקרים, אומדן זה נראה יותר מדי גבוה. {מזור}

מרכז אדוה, ת.ד. 36529, תל-אביב 61364, טל. 03-5608871, פקס. 03-5602205

Adva Center, POB 36529, Tel Aviv 61364, Tel. 03-5608871, Fax. 03-5602205

e-mail: advainfo@netvision.net.il **web site:** <http://www.adva.org>