

דוח היציבות הפיננסית

המחצית השנייה של שנת 2024, יולי-דצמבר



כותבים ומרכזים:

אנה ססי ברודסקי ורועי שטיין.

כותבי התיבות:

יהונתן ברזני ונועם מיכלסון.

תורמי מידע ונתונים:

הפיקוח על הבנקים, רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, מחלקת תשלומים

וסליקה, חטיבת השווקים והחטיבה למידע ולסטטיסטיקה של בנק ישראל.

עוזרי המחקר:

איתן פינק ואופירה פפרני.

תוכן עניינים

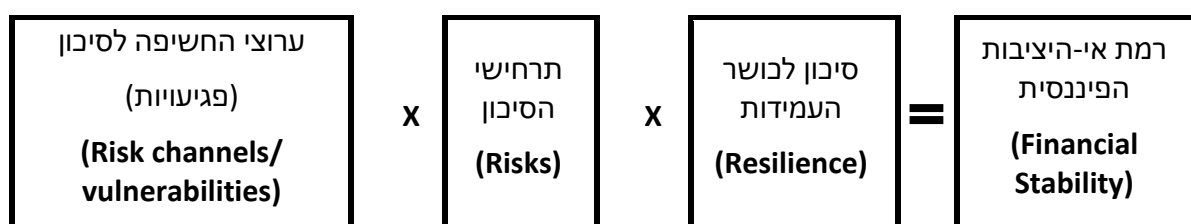
מבנה הדוח, שיטת הניתוח ומטרותיו	3
1. הערכה מסכמת	5
2. ערוצי החשיפה לסיכון	8
2.1 ערוץ המאקרו	9
זרקור א'. ניתוח ההתפתחויות בתשואה על אג"ח הממשלתית הארוכה	12
2.2 ערוץ מחירי הנכסים	15
2.3 ערוץ האשראי	19
זרקור ב'. התפתחות האשראי של החברות בענף הבנייה ויכולתן לעמוד בתשלומי החזר	25
3. עמידות המערכת הפיננסית	29
3.1 המערכת הבנקאית	29
זרקור ג'. מקורות הרווחיות במערכת הבנקאית	32
3.2 חברות הביטוח	35
זרקור ד. איום הסייבר על מערכות תשלומים	36
4.1 תרחיש סיכון עיקרי מקומי	39
4.2 תרחיש סיכון עיקרי גלובלי	39
תיבה 1. שיעורי החזר והשפעת הרפורמה בהליכי חדלות פירעון: ניתוח אמפירי	40

דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2024 סוקר את ההתפתחויות הפיננסיות בתקופה זו ומעריך את יציבות המערכת על רקע מלחמת "חרבות ברזל" המתמשכת בעזה, בדרום לבנון והתרחבותה לגזרות נוספות. הדוח בוחן את השפעת המלחמה על ערוצי החשיפה לסיכון, בהינתן כושר העמידות של המוסדות הפיננסים. רמת היציבות הפיננסית מוערכת על סמך ניתוחים אלה.

מבנה הדוח, שיטת הניתוח ומטרתו

בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2024 מנתחים כלכלי הבנק את רמת היציבות הפיננסית בישראל, הנקבעת בהתאם לפגיעותה של המערכת הפיננסית בכללותה, על בסיס ערוצי החשיפה לסיכון, תרחישי הסיכון הרלוונטיים לתקופה, ובהינתן כושר העמידות של המוסדות הפיננסיים (תרשים 1.1).¹ ההערכה הסופית לגבי רמת היציבות הפיננסית של המשק נשענת על המסקנות מכל שלושת הנדבכים הללו יחד; ההערכות והניתוחים שמובאים בדוח מתבססים על בחינת המאפיינים המבניים, שימוש בכלים אנליטיים, וגם על הערכה של תנאי הרקע העדכניים ביותר בכלכלה העולמית. הדוח מציג את הסכנות העיקריות למערכת הפיננסית בישראל, שביכולתן לשאת השלכות משמעותיות על הפעילות הכלכלית במשק. מטרת הדוח היא להגביר את המודעות בקרב קובעי המדיניות ובציבור הרחב באשר לאיומים הפוטנציאליים שצפויים למערכת הפיננסית בטווחים הקצר והבינוני, ולאפשר היערכות מתאימה.

תרשים 1.1 - תהליך ההערכה והניתוח של רמת היציבות הפיננסית



כדי להעריך את רמת אי-היציבות הפיננסית ולהצביע על השינויים במהלך התקופה הנסקרת, נעשה שימוש במוניטור ליציבות הפיננסית בישראל.² המוניטור מורכב ממערך של מדדים כמותיים שמתארים את רמות הסיכון על פני ערוצי חשיפה שונים ואת כושר העמידות של המוסדות הפיננסיים. רמת הסיכון במחצית הנסקרת נקבעת על ידי השוואה של ערכי המדדים הכמותיים הללו, להתפלגויות ההיסטוריות ארוכות הטווח שלהם בישראל.³ בהתבסס על ממצאי המוניטור, נערך ניתוח להערכת הפגיעויות שנצפו. הערכה זו מתייחסת לאירועי העבר בכלכלה המקומית ומשווה את ההתפתחויות של המדדים הנבחרים (עוצמת השינויים) להתפתחויות בינלאומיות, תוך התמקדות בערוצי המאקרו, מחירי הנכסים והאשראי. ההערכה הסופית והסובייקטיבית של רמות הסיכון בכל ערוץ מוצגת באמצעות מפת חום מקודדת בצבע, החל מהפגיעות הפוטנציאלית הנמוכה ביותר (ירוק כהה) ועד לפגיעות הגבוהה ביותר (אדום).

¹ תיאור של מרכיבי תרשים 1.1 ניתן לראות בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2022.

² לפירוט ראו "מוניטור ליציבות פיננסית בישראל", סדרת ניירות תקופתיים 2020.02, בנק ישראל.

³ המוניטור נועד לזהות את אזורי הפגיעות העיקריים מזעזוע פיננסי למשק ולא לחזות את התזמון או להעריך את עוצמתו. המוניטור גם אינו מספק פרספקטיבה לגבי עוצמת הפגיעויות בהשוואה לתקופות הקיצון (משברים) במדינות אחרות.

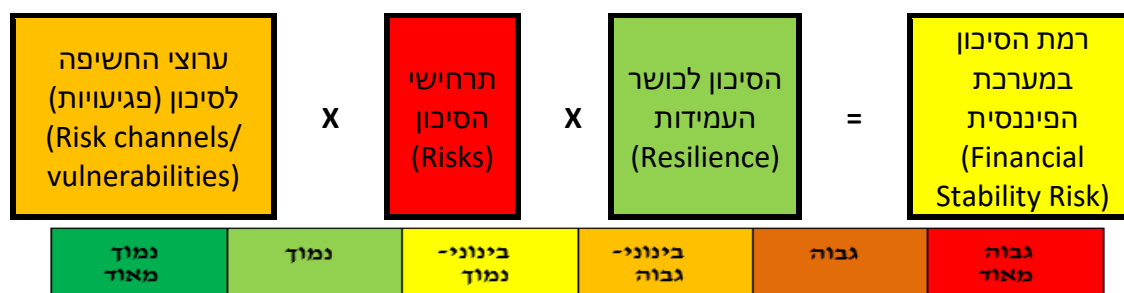
עיקרי הדברים

- המערכת הפיננסית בישראל מפגינה עמידות גבוהה מול האתגרים הביטחוניים ואי הודאות הגיאופוליטית המתמשכים למעלה משנה.
- במהלך התקופה הנסקרת נותר הסיכון בערוץ המאקרו ברמה גבוהה, על רקע המצב הביטחוני והשלכותיו על הפעילות הכלכלית שנותרה ברמה נמוכה מהמגמה ארוכת הטווח. במקביל, צורכי המימון של הממשלה ועלותם גדלו, פרמיית הסיכון של ישראל בשווקים הפיננסיים עלתה, וסוכנויות דירוג האשראי הפחיתו את הדירוג של ישראל והותירו אופק שלילי לתחזיות הדירוג.
- מדדי המניות המקומיים עלו ברבעון האחרון וצמצמו חלקית את ביצועי החסר שהצטברו מתחילת 2023 במונחים דולריים. למרות העליות, מחירי המניות בישראל עדיין נמוכים ביחס למדדי מניות בעולם במונחים דולריים, ונראה שהם עדיין מגלמים הערכת סיכונים גבוהה יחסית בישראל.
- מחירי הדירות המשיכו לעלות בתקופה הנסקרת, לאחר שעלייתם התחדשה במחצית הראשונה של השנה, לצד התאוששות בהיקף העסקות. שכר הדירה המשיך לעלות והוביל לייצוב ואף לירידה קלה ביחס בין מחיר הדירה לשכר הדירה.
- שיעורי הפיגור בהחזרי האשראי נותרו יציבים ורמתם נמוכה בראייה היסטורית. במהלך התקופה הנסקרת גם ירדו הוצאות הבנקים להפסדי אשראי. על רקע זה, אנו מעריכים כי רמת הסיכון בערוץ האשראי התמתנה במחצית השנייה של 2024 לרמה בינונית-גבוהה.
- עמידות המוסדות הפיננסיים המרכזיים נותרה גבוהה; חל שיפור ביחסי ההון הן של הבנקים והן של חברות הביטוח, שהיו גבוהים עוד קודם.
- שני תרחישי סיכון למשק מתייחסים לפוטנציאל לפגיעה נוספת בערוץ המאקרו. התרחיש הראשון הינו המשך הסיכון הביטחוני שהתממש עם פרוץ מלחמת "חרבות ברזל". הוא מתייחס להחמרה במצב הגיאופוליטי המקומי. התרחיש השני עוסק באי-הוודאות הגבוהה בכלכלה העולמית, לצד תהליכים של דה-גלובליזציה וירידה בצמיחה הגלובלית.

1. הערכה מסכמת

הערכת רמת הסיכון ליציבות המערכת הפיננסית מבוססת על בחינה משולבת של שני היבטים מרכזיים: מחד, רמת החשיפה בערוצי הסיכון ורמת הסיכון בתרחישים השונים, מאידך, כושר העמידות והספיגה של המוסדות הפיננסיים. במחצית השנייה של 2024 המערכת הפיננסית הפגינה עמידות בצל העימות הביטחוני והמתיחות הגיאופוליטית שנמשכים יותר משנה. עמידות זו באה לידי ביטוי ביחסי הון ונזילות נאותים ובכריות ספיגה מספקות של המוסדות הפיננסיים. יתרה מכך, יציבות המערכת הפיננסית נתמכת בשני גורמי מאקרו מרכזיים: יחס חוב-תוצר ממשלתי נמוך ערב פרוץ המלחמה, ורמה גבוהה של יתרות מטבע חוץ בבנק ישראל. בתרשים 1.2 ניתן לראות, כי חרף החשיפה הגבוהה לסיכון ולצד תרחישי הסיכון המוגברים, הסיכון לכושר העמידות נשאר ברמה נמוכה, והסיכון למערכת הפיננסית נותר ברמה בינונית נמוכה.

תרשים 1.2 - ההערכה המסכמת לרמת הסיכון במערכת הפיננסית, בעזרת מפת חום



הנתונים המאקרו-כלכליים לאחר שנה ויותר של פעילות בזמן מלחמה משקפים האטה ניכרת בצמיחה, לצד רמת אינפלציה שנותרה מעל ליעד יציבות המחירים של בנק ישראל. יחד עם זאת נמשכת ההתאוששות בפעילות הכלכלית בקצב מתון. מגבלות ההיצע בחלק מענפי המשק, ממשיכות לעכב את צמצום הפער בין רמת התוצר בפועל לבין רמתו הצפויה לפי המגמה ארוכת הטווח. שינויי מיסוי, ובפרט העלאת המע"מ, לצד מגבלות ההיצע, בשילוב הוצאה ציבורית גבוהה, צפויים להעלות את שיעור האינפלציה במהלך המחצית הראשונה של השנה, לפני שיתמתן לתוך תחום היעד במהלך המחצית השנייה.

במהלך התקופה הנסקרת, פרמיית הסיכון של המשק הישראלי הגיעה לרמה גבוהה, והתשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות לטווח של עשר שנים - המהווה אינדיקציה לעלות גיוס החוב הממשלתי - הגיעה לשיא של העשור האחרון. עם זאת, לקראת תום התקופה הנסקרת ירדו פרמיית הסיכון ועלויות מימון החוב, על רקע התמתנות בהערכות הסיכון הגיאופוליטי שהתבטאה בשיפור בסנטימנט כלפי השווקים המקומיים.

על רקע ההתפתחויות לעיל לצד קידום ההתאמות בתקציב המדינה לשנת 2025, הערכת רמת הסיכון בערוץ מחירי הנכסים הפיננסיים ירדה לרמה בינונית-גבוהה בדוח הנוכחי (תרשים 1.3). ביטוי לכך ניתן לראות בעלויות

שנרשמו במדדי המניות המקומיים במהלך התקופה הנסקרת, אשר צמצמו את תת-הביצוע המצטבר במונחים דולריים מתחילת שנת 2023. במקביל, נצפו רכישות נטו של נכסים פיננסיים שקליים על ידי משקיעים זרים, המהוות היפוך במגמת המימושים שאפיינה את תחילת המלחמה.

הפעילות בענף הבינוי עודנה נמוכה ביחס לערב המלחמה, ומושפעת בעיקר ממגבלות כח האדם, שהיו משמעותיות עד סוף השנה. אלו התבטאו בנתוני ההשקעה בבנייה למגורים.⁴ לאחר שמספר הדירות שבניתן הושלמה הגיע לשיא בסוף 2023, במהלך שנת 2024 קצב סיומי הבניה היה נמוך יותר.⁵

האשראי למגזר הפרטי צמח מהר יותר בחודשים האחרונים בהשוואה לשנת 2023 ולתחילת שנת 2024. הדבר הביא לעלייה ביחס החוב לתוצר הן באשראי העסקי והן באשראי למשקי הבית. במקביל, שיעור האשראי הלא-צובר⁶ בהלוואות מהבנקים נמצא במגמת ירידה מתונה בכל המגזרים, לרבות בענף הבנייה והנדל"ן, מאז השיא המקומי אליו הגיע בסוף 2023. על רקע זה, הבנקים הקטינו את שיעור ההוצאה להפסדי אשראי. לאור מדדים אלה, אנו מעריכים, כי הסיכון בערוץ האשראי ירד בהשוואה לתחילת המלחמה, וכי גם בענף הבנייה התרחשה התאמה לסביבה העסקית והמימונית החדשה.

הרכיבים שצמחו באשראי הם בעיקר האשראי העסקי לענף הבנייה והאשראי לדיור למשקי בית. במסגרת תהליך ההתאמה לסביבת הריבית, חל שינוי בפריסת התשלומים לקבלני הבנייה, כך שחלק גדול יותר מהתשלום עובר מהרוכש לקבלן בשלב מאוחר יותר, ולכן נאלצים הקבלנים ליטול מימון בנקאי רב יותר במהלך תהליך הבנייה. התופעה באה לידי ביטוי הן בגידול האשראי לענף הבנייה והן ברווחיות נמוכה יותר של הקבלנים, כתוצאה מעלויות מימון גבוהות ורווח נמוך יותר ביחס למכירות (זרקור ב'). בצד משקי הבית, קצב נטילת המשכנתאות וחלקן של המשכנתאות שנלקחות בשיעורי החזר ומינוף גבוהים, ממשיך להיות גבוה. במצב זה, משקי הבית רגישים במיוחד לשינויים בהכנסה הפנויה, אשר יכולה להיפגע מירידה בשכר או עלייה בהוצאות משק הבית.

המדיניות המוניטרית העולמית עברה מפנה, על רקע התמתנות האינפלציה והאטה בפעילות הכלכלית במהלך התקופה הנסקרת. הבנק הפדרלי בארה"ב הפחית את הריבית בחצי נקודת אחוז בחודש ספטמבר ובעוד רבע נקודת האחוז בחודש דצמבר, אך תחזית הורדות הריבית בשנת 2025 צומצמה לשתי הורדות בלבד. במקביל, הבנק המרכזי האירופי והבנק המרכזי של אנגליה הפחיתו אף הם את הריבית. תוצאות הבחירות לנשיאות ארה"ב

⁴ בתקופות שיגרה הלמ"ס מחשבת אומדן זה על פי משך בניה המחושב, מתוך דיווחי הקבלנים המתעדכנים פעם בשנה לגבי שטח התחלות הבניה וסיומי הבניה. בתקופות אחרות כגון, האינתיפאדה השנייה, משבר הקורונה, והתקופה הנוכחית - עוברים לחשב לפי תשומת עבודה.

⁵ נתוני ההשקעה, התחלות וגמר הבניה זמינים בעת כתיבת דוח זה רק עד סוף הרבעון השלישי של 2024.

⁶ אשראי לא-צובר מוגדר כאשראי שלא מתקבל בגינו החזר תשלומים (קרן או ריבית), ומאופיין בכך שקיימת סבירות גבוהה שהלווה לא יפרע את החוב (או חלקו) לפי תנאי ההסכם. אולם, אין ודאות לגבי סיכויי הגבייה ועדיין לא ראוי למחוק אותו (או חלקו) מהדוחות הכספיים. אשראי שנמצא בדחיה במסגרת ההקלות לאוכלוסיות זכאיות על רקע מלחמת "חרבות ברזל" אינו נכלל באשראי לא-צובר.

בחודש נובמבר הובילו לתגובות מעורבות בשווקים הפיננסיים: מדדי המניות בארה"ב עלו, בעוד שבאירופה נרשמו ירידות שערים. במקביל, ירדו מחירי האג"ח הממשלתיות ברחבי העולם, כאשר התשואות ל-10 שנים בארה"ב עלו ב-20 נקודות בסיס בימים שלאחר פרסום תוצאות הבחירות. נראה, כי השינויים האפשריים במדיניות הסחר של ארה"ב עלולים להקטין את היקפי הסחר העולמי ולהגביר את אי-הוודאות הכלכלית העולמית.

הסיכונים למערכת הפיננסית כוללים תרחיש של התחדשות הלחימה ואי-הוודאות לגבי מועד סיומה. אלו משפיעים על המערכת בעיקר דרך ערוץ המאקרו - המקיים זיקה ישירה להתפתחויות הגיאופוליטיות, וכולל פגיעה אפשרית בפעילות העסקית, גידול בצורכי המימון הממשלתיים והשפעה שלילית על היקף הסחר של ישראל. השלכות המצב הגיאופוליטי ניכרות גם בערוצי סיכון נוספים, בדגש על מחירי הנכסים הפיננסיים והאשראי.

תמונת המצב המשקית והפיננסית המשתקפת בדוח זה מעידה, כי חרף הסיכונים והפגיעה בפעילות, המערכת הפיננסית הישראלית מגלה, נכון לשלהי שנת 2024, עמידות אל מול האתגרים המתמשכים, ובפרט כנגד השלכות הלחימה ואי הוודאות הגאופוליטית. עמידות זו נשענת על מספר גורמים מרכזיים, ובראשם יישום מדיניות מוניטרית ופיסקלית מתאימה, לצד תגובה אקטיבית של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל והממשלה בהטמעת מנגנונים תומכים עבור לווים אשר נפגעו בצורה ישירה במלחמה.

לנוכח ההתמשכות הצפויה של האיומים הפוטנציאליים על המשק והיציבות הפיננסית, קיימת חשיבות גבוהה להמשיך ולישם מדיניות כלכלית זהירה ומאוזנת, הן במישור הפיסקלי והן במישור המוניטרי. גישה זו תסייע בשימור חוסנו של המשק אל מול הסיכונים שכבר התמששו ומול תרחישי סיכון עתידיים פוטנציאליים. בפרט, התקציב לשנת 2025 (שטרם אושר) כולל גירעון גבוה יחסית, והרחבה ניכרת של ההוצאה הציבורית. יתרה מכך, צורכי המימון של הממשלה בשנים הקרובות יושפעו גם מההחלטות שתקבל לגבי המלצות ועדת נגל לבחינת תקציב הביטחון ובנין הכח להגדיל את תקציב הביטחון בשנים הקרובות. יהיה חשוב לוודא כי כחלק מיישום ההמלצות, תקציבי השנים הבאות יכללו גם צעדי התכנסות שיבטיחו ירידה מתמשכת של יחס החוב לתוצר החל משנת 2026. ללא מתווה פיסקלי ברור שנותן מענה לצרכי הביטחון לצד צעדים תקציביים מקזזים, הסיכונים בערוץ המקרו עלולים לגבור.

מעבר לניתוח השוטף, דוח היציבות הפיננסית כולל ניתוח מעמיק (תיבה 1) של השפעת הרפורמה בהליכי חדלות פירעון על שיעורי ההחזר של החייבים שנכנסו להסדר המשפטי. הרפורמה בהליכי חדלות פירעון, שיושמה באמצע ספטמבר 2019, הביאה לשינוי משמעותי בהליכים אלו. מהניתוח עולה, כי התשלומים החודשיים של החייב נקבעים בעיקר על בסיס יכולת עמידתו בתשלומים, ללא קשר חזק לסך החוב. כמו כן, קיצור משך הזמן שהציב החוק החדש לקבלת הפטר, ללא עלייה מספקת בתשלומים החודשיים, הביא לירידה בשיעור החזר החובות בהליכים אלו משיעור ממוצע של 31% ל-25%. לירידה זו עשויה להיות השפעה ארוכת טווח על היצע

האשראי. הריביות, הנקבעות ללווה על בסיס סיכון האשראי, מושפעות מהערכות לשיעור ההחזר לצד ההסתברות לחדלות פירעון.

2. ערוצי החשיפה לסיכון

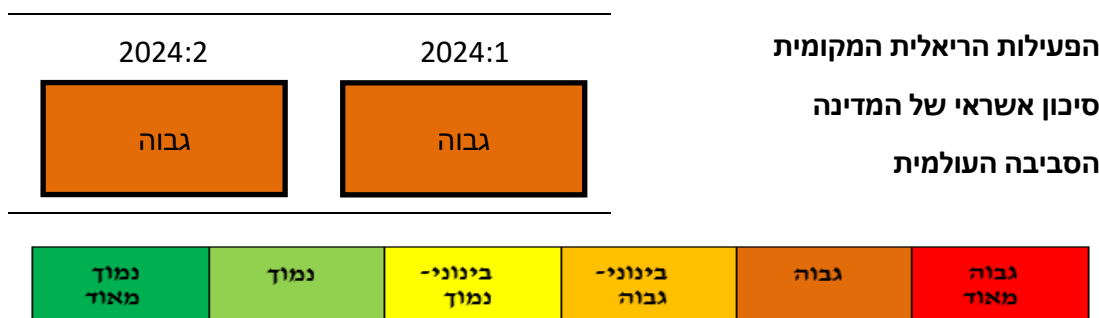
פגיעותה של המערכת הפיננסית בכללותה נגזרת מרמת הפגיעות בערוצי החשיפה לסיכון העיקריים. בדוח הנוכחי מנותחים שלושה ערוצי סיכון עיקריים:

- ערוץ המאקרו (הפעילות הכלכלית) מבטא את מידת החשיפה של המערכת הפיננסית לסיכונים הנובעים מהסביבה המאקרו-כלכלית. ערוץ זה משקף כיצד התנאים המאקרו-כלכליים במשק משפיעים על מצבם הפיננסי של השחקנים המרכזיים - משקי הבית, המגזר העסקי והמתווכים הפיננסיים. ככל שהסביבה המאקרו-כלכלית מתאפיינת באי-יציבות גבוהה יותר, וככל שהתחזיות להתפתחותה העתידית תנודתיות או שליליות יותר, כך עולה רמת הפגיעות של המערכת הפיננסית דרך ערוץ זה.
 - ערוץ מחירי הנכסים מבטא את רמת החשיפה של המערכת הפיננסית לסיכון הנובע מהתרחקות מחירי הנכסים הפיננסיים והריאליים מרמתם הנגזרת מתנאי היסוד. התרחקות זו עלולה לנבוע, בין היתר, מתמחור חסר של סיכונים בשווקים. סביבה כזו מגבירה את הסיכון לתיקון חד במחירי הנכסים, אשר עלול להתפתח לדינמיקה שלילית במערכת הפיננסית.
 - ערוץ האשראי משקף את החשיפה של המערכת הפיננסית לסיכונים הנובעים מרמות המינוף של משקי הבית והמגזר העסקי. רמות מינוף גבוהות חושפות את הלווים לסיכונים הנובעים משינויים בשיעורי הריבית (בפרט באשראי בריבית משתנה), מהאטה בפעילות הכלכלית ומירידות במחירי נכסים. מאפייני האשראי - ובהם רמת המינוף הכוללת, התפלגותו בין הלווים, קצב הגידול בו והשימושים בו - משפיעים על עוצמת החשיפה בערוץ זה.
- תרשים 1.3 מציג הערכה של רמת הסיכון בערוצי החשיפה העיקריים של המערכת הפיננסית לאורך זמן. ההערכה מבוססת, בין השאר, על תוצאות שהתקבלו מהמוניטור הפיננסי (אשר מוצג בפירוט בדוח היציבות למחצית הראשונה של 2020). פירוט ההתפתחויות בערוצים אלו יוצגו בתתי הפרקים הבאים (2.1-2.3).

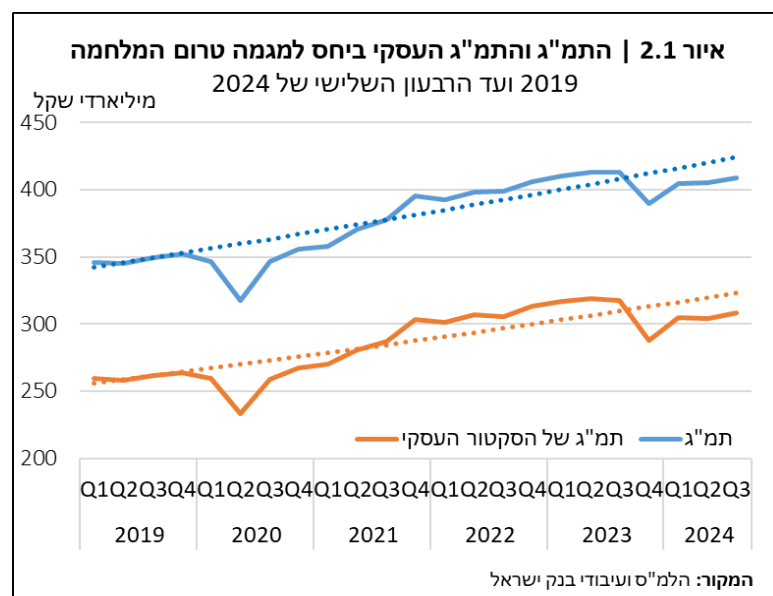
תרשים 1.3. רמת הפגיעות של ערוצי החשיפה העיקריים לפי המוניטור

[illegible]

2.1 ערוץ המאקרו

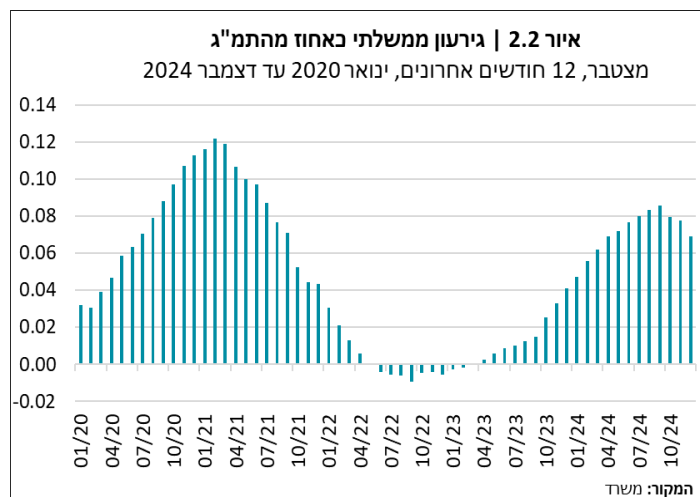


במהלך התקופה הנסקרת, נותר ערוץ המאקרו ברמת פגיעות גבוהה, על רקע המצב הביטחוני וגם בשל השלכותיו על הסנטימנט העולמי כלפי ישראל. השפעתו השלילית של ערוץ זה התבטאה במספר גורמים, ובהם הפגיעה בפעילות העסקית, והתרחבות צורכי המימון הממשלתיים והשלכותיהם על עלויות המימון, אשר השתקפו בעלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות. אף שפרמיית סיכון האשראי של המדינה ירדה לקראת תום התקופה הנסקרת, רמתה נותרה גבוהה ביחס לתקופה טרם המלחמה. סוכנויות הדירוג הבינלאומיות הורידו את דירוג האשראי של ישראל והותירו אופק דירוג שלילי. חרף הפסקת האש בצפון וההערכות המתגברות לאפשרות של הסדרה מדינית, רמת אי-הוודאות ביחס להתפתחויות הגיאופוליטיות נותרה גבוהה. לפיכך, הערכתנו היא כי רמת סיכון המאקרו המשיכה להיות גבוהה במחצית השנייה של השנה.

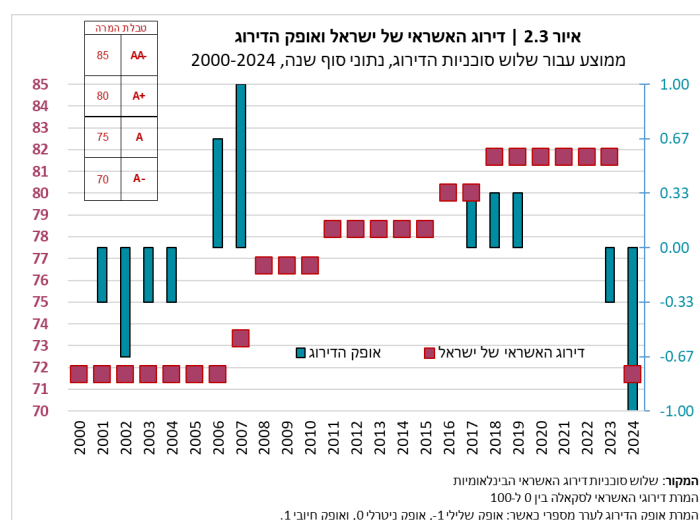


על פי נתוני החשבונאות הלאומית המעודכנים לרבעון השלישי של השנה, התוצר המקומי הגולמי עלה מאז הירידה שנרשמה ברבעון האחרון של 2023, אך רמתו נותרה עדיין נמוכה ביחס למגמה ארוכת הטווח (איור 2.1). המדד המשולב, המהווה אינדיקטור לרמת הפעילות הכלכלית, המשיך לדשדש גם בחודשים אוקטובר ונובמבר, דבר שמעיד על האתגרים המשמעותיים בפעילות המשקית בתקופת הלחימה – טרם

כניסתו לתוקף של הסכם הפסקת האש בצפון הארץ.

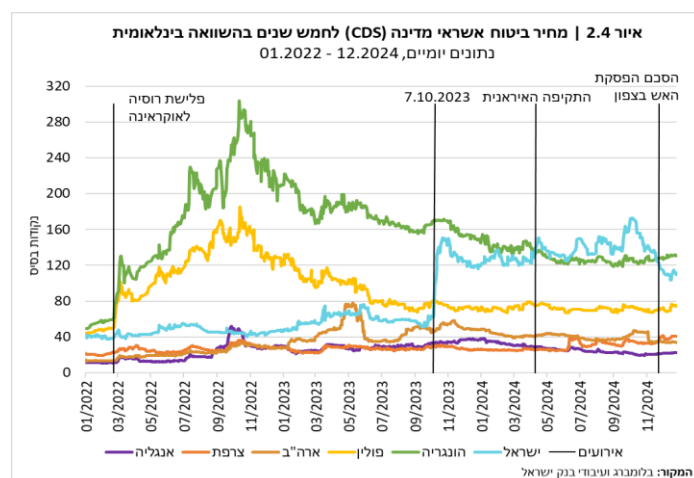


הגירעון המצטבר בתקציב המדינה ב-12 החודשים האחרונים המשיך במגמת העלייה עד חודש ספטמבר, בעיקר בשל התרחבות ההוצאות הממשלתיות. אולם, ברבעון האחרון נרשמה התמתנות מסוימת בגירעון המצטבר, אשר ירד בדצמבר ל-6.9% תוצר (איור 2.2), ירידה זו נבעה ברובה מעלייה בתקבולי המיסים, בין היתר בשל הקדמת רכישות כדי להימנע מעליית שיעורי המיסים בתחילת 2025.

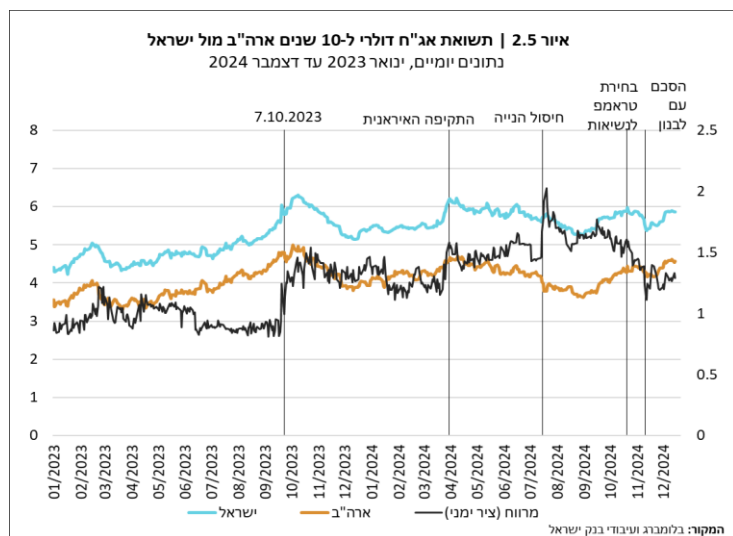


סוכנויות דירוג האשראי הבינלאומיות הורידו במהלך שנת 2024 את דירוג האשראי של ישראל, תוך הותרת אופק שלילי המצביע על פוטנציאל להמשך הורדות דירוג. איור 2.3 מציג באופן כמותי את התפתחות ממוצע דירוגי האשראי ואופק הדירוג על פני זמן. הנימוקים המרכזיים להורדת הדירוג כוללים את אי-הוודאות בנוגע להתרחבות אפשרית של העימות, משך הלחימה הצפוי, והשינויים במדיניות הפיסקלית.

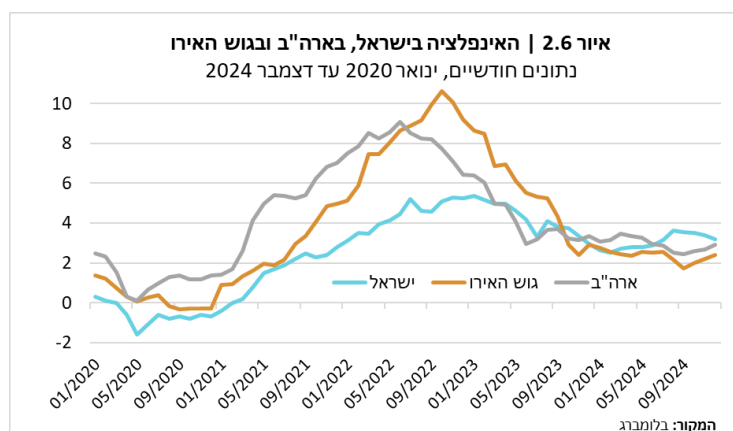
ממוצע הדירוגים – ממוצע פשוט לאחר המרת הדירוגים של כל אחת מסוכנויות הדירוג לסקאלה בין 0 ל-100, על פי השיטה ששימשה את המודל של מיכלסון ושטיין, (2023). אופק הדירוגים – ממוצע פשוט לאחר המרת אופק הדירוג של כל אחת מסוכנויות הדירוג לערך יחידתי, אחד (מינוס אחד) - עבור אופק חיובי (שלילי) ו-0 עבור אופק ניטרלי.



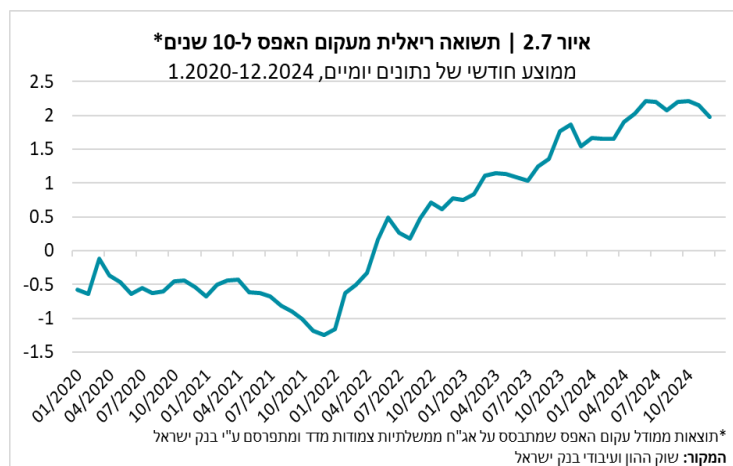
רמת הפגיעות המוגברת בערוץ המאקרו משתקפת בעליית פרמיית סיכון האשראי של ישראל, כפי שנמדדת, למשל, באמצעות מכשיר ה-CDS (איור 2.4). פרמיה זו נותרה גבוהה לאורך התקופה הנסקרת, תוך תנודתיות משמעותית. לקראת סוף התקופה נרשמה ירידה משמעותית, אך רמת הפרמיה עדיין גבוהה ביחס לערב המלחמה.



הסיכון הפיננסי של המדינה בא לידי ביטוי גם בעלייה בעלויות המימון של החוב הממשלתי, כפי שמשקף במרווח התשואות בין האג"ח הממשלתיים של ישראל הנקובות בדולרים לבין אלו של ארה"ב. המרווח עלה בכנקודת אחוז בשלוש נקודות זמן מרכזיות – פרוץ המלחמה וההתפתחויות הביטחוניות מול איראן (איור 2.5). בסוף התקופה הנסקרת ובפרט לאחר הסכם הפסקת האש בצפון, מרווח התשואות ירד משמעותית אך הוא עדיין גבוה מזה של ערב המלחמה.



רמת האינפלציה בישראל חרגה במהלך התקופה הנסקרת מעט מעל הגבול העליון של היעד (3.2%). בהשוואה בינלאומית, קצב האינפלציה בישראל גבוה בתקופה הנסקרת (איור 2.6), לאחר שהיה נמוך בהרבה מתחילת העשור. לקראת סוף התקופה, הציפיות הנגזרות משוק ההון והערכות החזאים מצביעות על ירידה בשיעור האינפלציה ל-12 החודשים הבאים, והן התקרבו לאמצע יעד האינפלציה.



הריבית הריאלית על גיוסי החוב הממשלתיים, הנגזרת מהתשואה לפדיון של אג"ח ממשלתיים צמודות מדד ל-10 שנים, עמדה במרבית התקופה הנסקרת ברמה של 2.2% (איור 2.7). שיעור זה משקף התייקרות משמעותית בעלות הריאלית של מימון החוב

הממשלתי בהשוואה לעשור האחרון. על רקע התמתנות בהערכות הסיכון הגיאופוליטי ושיפור בסנטימנט כלפי השווקים המקומיים, נרשמה בנתוני הקצה ירידה מסוימת בתשואה הריאלית.

זרקור א'. ניתוח ההתפתחויות בתשואה על אג"ח הממשלתית הארוכה

- התשואה הממשלתית הארוכה, המהווה תשואת סמן חשובה לשוק ההון והכספים, עלתה בשנתיים האחרונות בשלוש נקודות אחוז ביחס לשנים 2021 ו-2022.
- מניתוח באמצעות מודל אמפירי עולה, כי הגורמים הפיסקליים, ובראשם יחס החוב לתוצר שעלה בשנים 2023 ו-2024, מסבירים 0.6 נקודת אחוז מהעלייה בתשואה הארוכה בשנים אלה. הפחתות הדירוג בשנת 2024 תרמו לעלייה נוספת של 0.2 נקודת אחוז.

מוטיבציה ותיאור המתודולוגיה

מאז פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" עלו תשואות האג"ח הממשלתיות בחדות: בשנת 2022 עמדה תשואת הפורוורד מ-5 שנים ל-10 שנים⁷ (להלן, "התשואה הארוכה") על 1.5% ובשנת 2024 היא עומדת על 4.7% (ממוצע חודש דצמבר). תשואה זו מהווה אומדן לעלות גיוס החוב הממשלתית וריבית סמן למערכת הפיננסית. זרקור זה מיישם מודל אמפירי המאפשר לנתח את הגורמים המשפיעים על תשואה זו (מיכלסון ושטיין, 2023).^{8,9} המחקר מפרק את ההשפעות הכלכליות והפיננסיות לשלוש קבוצות עיקריות:

1. גורמי סיכון פיסקליים: יחס תקבולי המס לתוצר; יחס החוב לתוצר;
 2. גורמים מחזוריים: הריבית הריאלית קצרת הטווח כפי שנקבעת על ידי המדיניות המוניטרית; האינפלציה בשנה האחרונה; היקף רכישות האג"ח של הבנק המרכזי במדינה כשיעור מסך ההתחייבויות של המדינה באג"ח ממשלתיות (בשנה שעברה); שיעור צמיחת התוצר לנפש; העודף בחשבון השוטף; וכן השינוי בשער חליפין ריאלי אפקטיבי;
 3. גורמים מבניים שמייצגים שינויים ארוכי טווח בריבית הטבעית בכל אחת מהמדינות במדגם. משתנים אלה כוללים את רמת התוצר לנפש ואת המצב הדמוגרפי שמיוצג על ידי יחס התלות בין גודל האוכלוסייה בגילי פרישה (65 ומעלה) לגודל האוכלוסייה בגילי העבודה העיקריים (20-64)¹⁰.
- בפירוק מקורות השינוי בתשואות אג"ח ממשלתיות, חשוב להתייחס הן לגורמים הכלכליים והפיננסיים והן לדירוג האשראי. אמנם קיים דמיון רב בין תנאי היסוד המשפיעים על שניהם, אך משמעויות השינויים בהם אינן זהות. שינוי התשואה על אג"ח ממשלתית מתרחש בשווקים באופן רציף, על בסיס מידע רב הכולל את ההתפתחויות הכלכליות, הפיננסיות ואחרות. לעומת זאת, שינוי בדירוג האשראי של מדינה הוא אירוע לא רציף, המתרחש לרוב

⁷ במחקר הנ"ל משתמשים החוקרים בתשואות הפורוורד מ-5 עד 10 שנים בתור המשתנה המוסבר, והוא מוגדר כ"תשואה הארוכה". תשואה זו היא הריבית שצפויה לשרור בעוד חמש שנים למשך חמש שנים, והיא מנוטרלת מהשפעות קצרות טווח. הספרות האמפירית מייחסת לריבית זו אומדן של עלות החוב הממשלתי בטווח הארוך.

⁸ מיכלסון, נועם, ורועי שטיין (2023). "הגורמים שמסבירים את תשואות האג"ח הממשלתיות הארוכות בישראל ובמדינות ה-OECD", סקר בנק ישראל 93, עמ' 103-146.

⁹ לניתוחים דומים עבור תשואות הפורוורד של ישראל ראו בר, ברנדר וריבון (2004), ברנדר וריבון (2014).

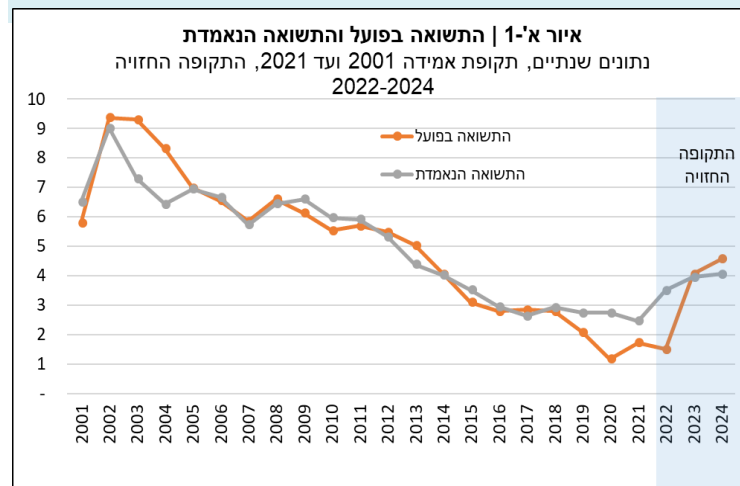
¹⁰ השימוש בהגדרת גילי עבודה החל מגיל 20 בהתאם למקובל ב-OECD.

כאשר המידע הכלכלי כבר ידוע. למרות זאת, שינוי הדירוג, הנשען על שיקול דעת של סוכנויות דירוג האשראי, מסמן בעיני משקיעים רבים חציית סף סיכון, והם מגיבים בהתאם לכללי הרגולציה ומדיניות ההשקעה שלהם ומקטינים את החשיפה ("אפקט ההסמכה"). משום כך חשוב לאמוד את השפעת הגורמים הכלכליים והפיננסיים הידועים לציבור ודירוג האשראי במשותף.

המודל נאמד בעזרת נתוני פאנל של מדינות ה-OECD משנת 2001 ועד 2021 ובכללן ישראל, ובחן את תרומת דירוגי האשראי בהינתן השפעת הגורמים הכלכליים והפיננסיים על התשואות הארוכות. נמצא, כי הגורמים הכלכליים והפיננסיים מסבירים קרוב ל-90% מהשונות של התשואות הארוכות, וכי יש תרומה נוספת לשינויי דירוג - ובפרט להפחתות דירוג. לעומת זאת, לא נמצאה השפעה מובהקת של רמת הדירוג על התשואות, מעבר להשפעתם של הגורמים הכלכליים והפיננסיים.¹¹ ההשפעה המובהקת של שינוי הדירוג על התשואות מוסברת בספרות בעזרת "אפקט ההסמכה" אשר משפיע באופן מחייב על האופן שבו חברות פיננסיות מפזרות את תיק הנכסים שלהן. ירידה בדירוג אשראי של מדינה מחייבת גופי השקעה גדולים, אשר מסתמכים על דירוגי האשראי, לצמצם את החשיפה שלהם לאג"ח של אותה מדינה, ולכך יש השפעה על מחירי האג"ח ועל עלות ההון שמגייסת המדינה, מעבר למכלול הגורמים הכלכליים שמשפיעים על ריביות אלה. עם זאת, חשוב לציין, כי ההשפעה של שינוי הדירוג על התשואה אינה מתמשכת לאורך זמן, אלא רק למשך תקופת התאמת תיק הנכסים על ידי המשקיעים המפוקחים.

ממצאים

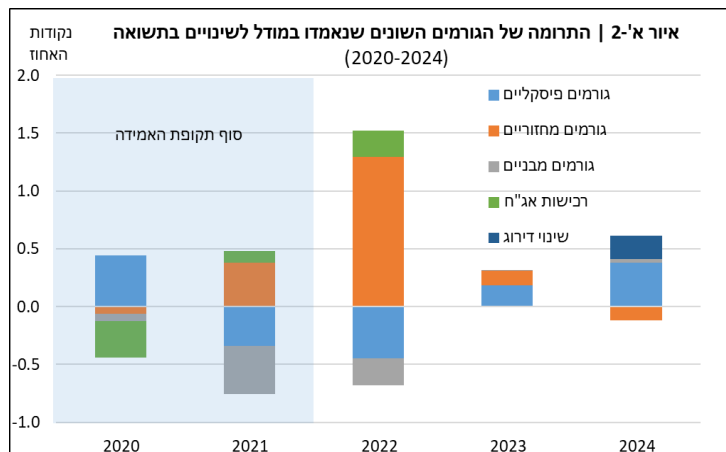
על בסיס המקדמים שנאמדו במודל והמשתנים הנאמדים שנדגמו עבור השנים 2022 ועד 2024, חישבנו את תרומת כל אחד מהגורמים עבור אותן השנים לשינוי הריבית בישראל לשינוי הריבית בישראל.¹² איור א'-1 מציג את התשואה בפועל וזו החזויה מהמודל וניתן לראות כי התשואה



הנאמדת מצליחה להסביר היטב את התשואה הארוכה בישראל במרבית תקופת האמידה.

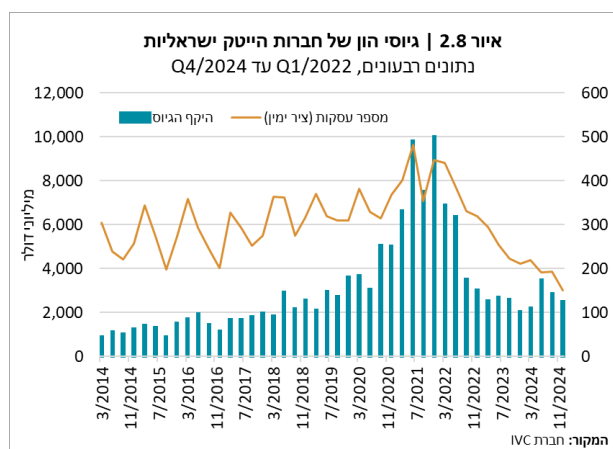
¹¹ ירידה בדירוג הממוצע¹¹ של notch אחד (לדוגמא, מ-AA ל-AA-) מובילה לעלייה של 0.1 נקודות אחוז בריבית הארוכה.

¹² נתונים עבור שנת 2024 שלא היו זמינים בעת כתיבת הדו"ק הושלמו על בסיס תחזיות בנק ישראל.



איור א'-2 מציג את תרומת הגורמים השונים שנאמדו במודל לשינויים בתשואה, בתקופה שמתחילה בשנת 2020.¹³ ניתן לראות כי בשנת 2022 הגורמים הפיסקליים תרמו לירידת התשואה, בעוד הגורמים המחזוריים, ובראשם האינפלציה, דחפו את התשואה כלפי מעלה ב-1.5 נקודות האחוז. גם הפסקת הרכישות של בנק ישראל תרמו לעליית

התשואה הארוכה. בסך הכל, התשואה בפועל בסוף 2022 הייתה נמוכה בשיעור ניכר מזו שחזויה לפי המודל ורק בתחילת שנת 2023 התשואה בפועל החלה לעלות. בשנים 2023 ו-2024 התשואה הארוכה בפועל עלתה, כאשר הגורמים הפיסקליים תרמו 0.6 נקודת אחוז והפחתות הדירוג שהיו בשנת 2024 תרמו עוד 0.2 נקודת אחוז.¹⁴ בסיכומנו של דבר, בסוף שנת 2024 התשואה בפועל גבוהה מזו החזויה בכחצי נקודת אחוז. הסבר אפשרי לחלק הבלתי מוסבר לשנה זו הוא חשש רב יותר של המשקיעים להרעה בגורמים הכלכליים והפיננסיים של ישראל בעקבות המלחמה. ברנדר וריבון (2014), למשל, מוצאים כי למשתנים פיסקליים צפויים יש השפעה גדולה יותר על התשואות מאשר לנתונים הבו-זמניים. הערכה זו מתבססת, בין היתר, על כך שכל סוכנויות דירוג האשראי ציינו בהורדות הדירוג שפורסמו במהלך שנת 2024, כי אופק הדירוג שלילי. לכן, ייתכן כי גם המשקיעים, השרויים באי-ודאות גבוהה בשל המצב הגיאופוליטי, פסימיים ביחס להתפתחויות הכלכליות שעולות מהנתונים הזמינים.

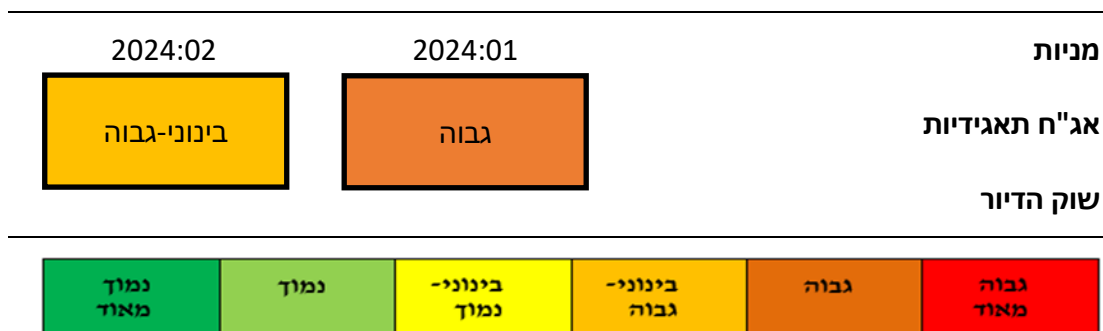


היקפי גיוס ההון של חברות ההייטק ברבעון השני של 2024 עלו מעט ביחס לשנת 2023 ולרבעון הראשון של 2024, אך היו נמוכים יותר ברבעונים השלישי והרביעי. לצד זאת, מספר העסקאות ממשיך לרדת כחלק ממגמת הירידה שהחלה ב-2022. (איור 2.8). נציין כי שיעור הגידול בהיקף גיוס ההון של חברות ההייטק בישראל דומה לשיעורו בארה"ב, וגבוה מבשאר העולם שם נמשכה מגמת הירידה.

¹³ כיוון שתקופת האמידה מסתיימת בשנת 2021, האיור מציג את התוצאות כפי שהתקבלו במשוואת האמידה, ועבור השנים 2022 ועד 2024, חישבנו בעזרת עדכון המשתנים המסבירים.

¹⁴ חברת S&P הורידה דירוג ב-2 notches, Moody's בשלושה ו-Fitch באחד.

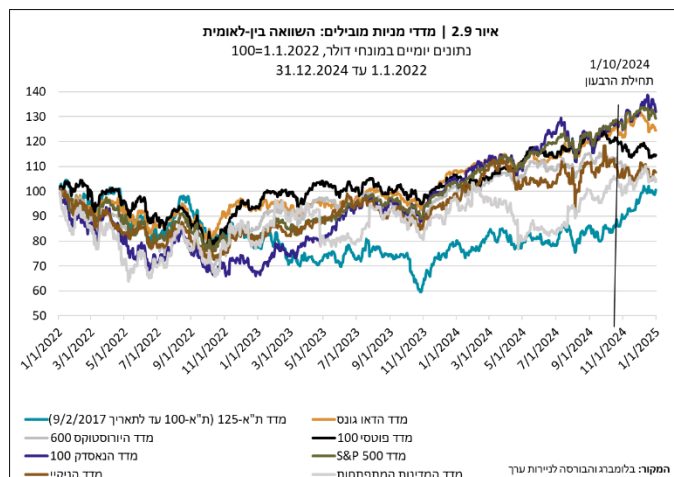
2.2 ערוץ מחירי הנכסים



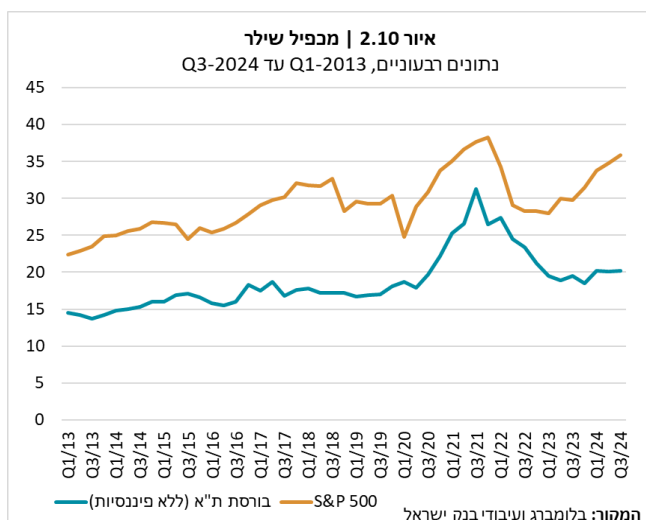
מדדי המניות המקומיים עלו ברבעון האחרון וצמצמו חלקית את ביצועי החסר במונחים דולריים שהצטברו מאז תחילת 2023. נראה, כי צמצום זה משקף את השיפור במצב הגיאופוליטי לקראת סוף התקופה הנסקרת שהתבטא בסנטימנט חיובי בשוק ההון. הירידה במרווחי התשואה של אג"ח החברות נמשכה בתקופה הנסקרת, לצד המשך מגמת הגידול באחזקות של קרנות הנאמנות שנוטות להגיב בחריפות בתקופות משבר. אלה אמנם מעלים במעט את הסיכון בסקטור זה, אך שוק האג"ח קטן יחסית לשוקי המניות והנדל"ן.

מחירי הדירות המשיכו לעלות בתקופה הנסקרת, לאחר שעלייתם התחדשה במחצית הראשונה של השנה, לצד התאוששות בהיקף העסקות. גם העלויות בשכר הדירה נמשכו, ויחס מחיר הדירה לשכר הדירה התייצב ואף ירד במקצת בנקודת הקצה.

אי-הוודאות לגבי ההתפתחויות הגיאופוליטיות ירדה במקצת בסוף התקופה הנסקרת, ופוטנציאל ההשפעות השליליות על מחירי המניות ירד במעט עקב הטמעת הסיכונים כפי שמשתקף במכפיל הרווח. בנוסף, מגבלות ההיצע בשוק הדיור נותרו בעין והסיכון לירידות חדות במחירי הדירות אינו גבוה. על רקע זאת והשיפור בסנטימנט כלפי המשק הישראלי שבא לידי ביטוי בשוקי הנכסים ובפרמיות הסיכון, אנו מעריכים כי פגיעותה של המערכת הפיננסית מערוץ מחירי הנכסים ירדה ביחס למחצית הראשונה של השנה לרמה בינונית-גבוהה.

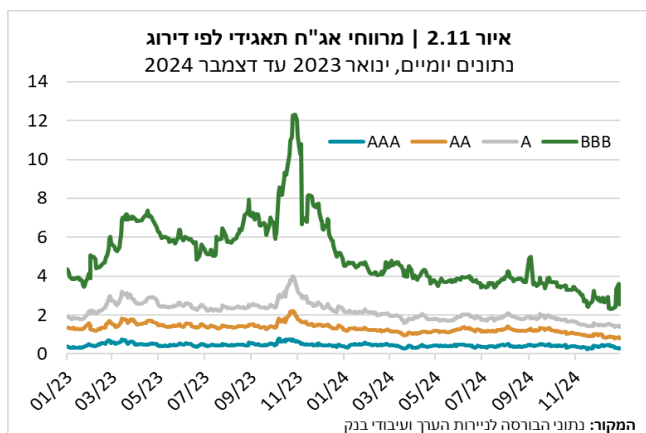


מדדי המניות המקומיים עלו ברבעון האחרון של השנה וצמצמו חלקית את ביצועי החסר (במונחים דולריים) שהצטברו מאז תחילת 2023, בהשוואה למדינות המפותחות (איור 2.9). נראה, כי התפתחות זו מוסברת מהשיפור בסנטימנט כלפי שוק ההון לאור ההערכות לשיפור המצב הביטחוני לקראת סוף התקופה הנסקרת.

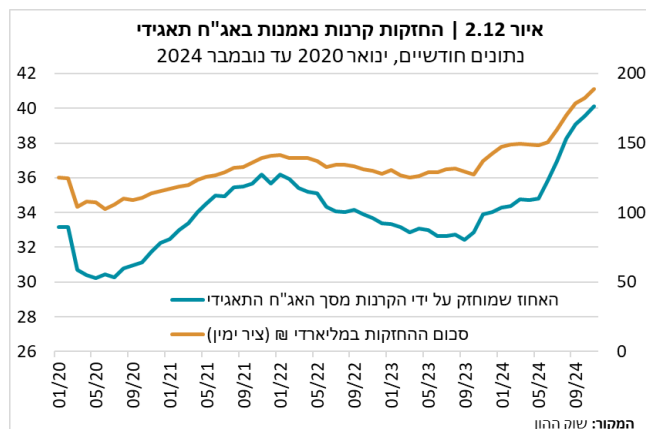


מכפיל הרווח, המשקף את היחס בין מחיר המניה לרווח הנקי למניה בהתבסס על נתוני הדוחות הכספיים, מהווה אינדיקטור מקובל לרמת התמחור ביחס לרווחיות. הפער בין מכפיל הרווח של מדד מניות ה-S&P500 לבין אלו הנסחרות בבורסה בתל-אביב (ללא החברות הפיננסיות) המשיך להתרחב גם ברבעון השלישי של השנה (איור 2.10). ברבעון האחרון, לגביו טרם התפרסמו הדוחות הכספיים, הפער צפוי להצטמצם חלקית על רקע העלייה

המשמעותית במדד המניות בישראל שהתרחשה ברבעון האחרון של השנה. המחירים בשוק המקומי אמנם רשמו תיקון אך נותרו נמוכים יחסית, ונראה כי הם עדיין מגלמים סיכונים גיאופוליטיים בישראל.



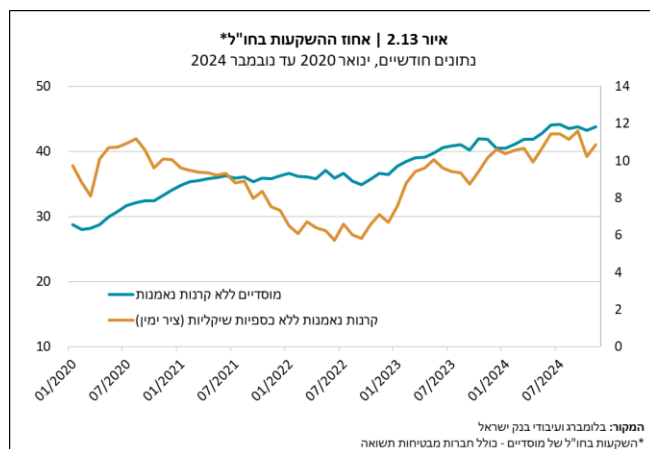
מרווחי האג"ח של החברות, שהתרחבו עם פרוץ המלחמה, הצטמצמו מאז וירדו בכל הדירוגים השונים אל מתחת לרמתם ערב המלחמה (איור 2.11). מגמה זו משתקפת היטב בעיקר בתשואות אג"ח בדירוגים הנמוכים. נציין, כי התפתחות זו של ירידת המרווחים היא חלק ממגמה עולמית.¹⁵



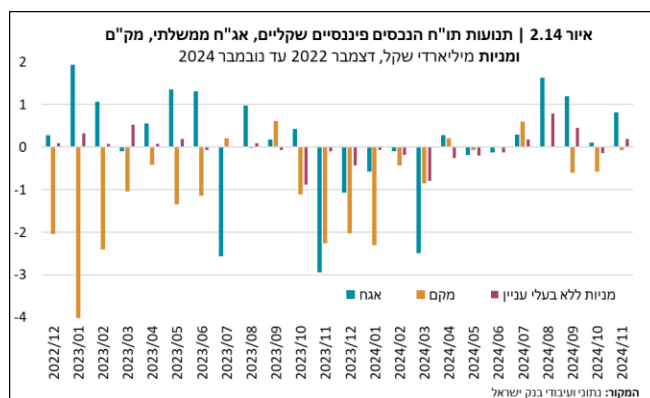
אחזקות אג"ח חברות באמצעות קרנות הנאמנות הגיעו לשיאים חדשים בתקופה הנסקרת - 40% מסך אג"ח החברות הרשומות למסחר (איור 2.12). הביקוש הגבוה של משקי הבית באמצעות קרנות הנאמנות לוחץ את התשואות כלפי מטה, כפי שמשקף במרווחי התשואות (איור 2.11). ריכוז גבוה זה של אחזקות בידי קרנות הנאמנות מגביר את הסיכון לתנודתיות חדה בשוק, שכן בעתות משבר,

¹⁵ ראו דוח היציבות הפיננסית של קרן המטבע העולמית (אוקטובר 2024), שטוען: האג"ח של החברות בעולם המשיכו להיסחר במרווחים הדוקים בסטנדרטים היסטוריים, דבר שהוביל לאי-התאמה בתמחור ומעיד על סיכון מוגבר לשינוי בתמחור פתאומי של סיכון האשראי.

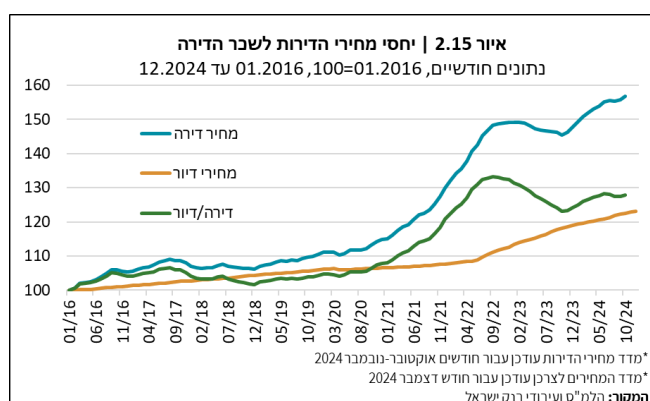
משקיעי קרנות הנאמנות עלולים להגיב בחדות ולמשוך את השקעותיהם באופן מהיר ומרכזי¹⁶. תופעה זו, המוכרת כ"התנהגות עדר", עלולה להוביל לירידות חדות במחירי האג"ח ולהעצים את המשבר בשוק אג"ח החברות, ככל שהמשקיעים המוסדיים לא ירצו לקנות את האג"ח שהציבור ימכור.



בתקופה הנסקרת התייצב שיעור ההשקעות של הגופים המוסדיים בנכסים פיננסיים זרים ברמה גבוהה יחסית לעבר, לאחר מגמת עלייה שנמשכה מתחילת 2023 ועד המחצית הראשונה של 2024 (איור 2.13). תופעה דומה נצפתה גם בקרנות הנאמנות, שבהן החלטות ההשקעה נקבעות ישירות על ידי משקי הבית ולא על ידי מנהלי הקרנות.



המגמה השלילית בהשקעות זרות בשווקים הפיננסיים בישראל התהפכה במחצית השנייה של 2024. בעוד שמפרוץ המלחמה ועד יוני 2024 משכו המשקיעים הזרים כ-18 מיליארד שקל מנכסים שקליים, בחודשים יולי-נובמבר נרשמה זרימה חיובית של כ-6 מיליארד שקל להשקעות אלה (איור 2.14). שינוי מגמה זה עשוי לשקף את השיפור בסנטימנט של המשקיעים הזרים כלפי המשק הישראלי.

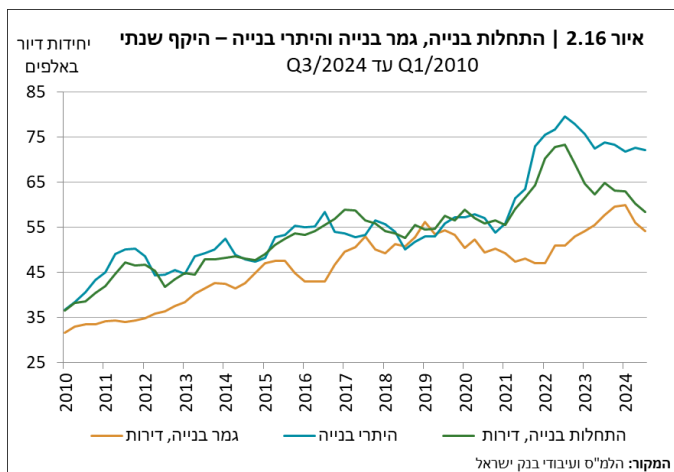


מחירי הדירות המשיכו לעלות בתקופה הנסקרת, לאחר שעלייתם התחדשה במחצית הראשונה של השנה, על רקע ההתאוששות בהיקף העסקות (איור 2.15). מדד שכר הדירה המשיך אף הוא לעלות בקצב מהיר יחסית וקבוע. כתוצאה מכך, יחס מחיר

דירה לשכר הדירה לא המשיך לעלות בתקופה הנסקרת ונותר נמוך יחסית לשיא שנרשם באמצע 2022.

¹⁶ Akbas, F., Armstrong, W. J., Sorescu, S., & Subrahmanyam, A. (2015). "Smart money, dumb money, and capital market anomalies". Journal of Financial Economics, 118(2), 355-382.

Gibson et. al. 2004 Frazzini, A., & Lamont, O. A. (2008). Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns. Journal of financial economics, 88(2), 299-322.



מצביעים על כך שההשקעה בבנייה למגורים נותרה נמוכה בכ-20% בהשוואה לתקופה שקדמה למלחמה, תופעה המיוחסת בעיקר למחסור בכוח אדם שנוצר מאז אוקטובר 2023.



מספר הדירות שבנייתן הושלמה הגיע לשיא היסטורי ברבעון הראשון של 2024, כתוצאה, בין היתר, מהיקף התחלות הבנייה החריג שנרשם בשנת 2022 (איור 2.16). עם זאת, ברבעון השני והשלישי של 2024 נצפתה מגמת ירידה במספר יחידות הדיור שהושלמה בנייתן וגידול בהתחלות הבניה ברבעון השלישי. עם זאת, נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון השלישי של 2024

היקף העסקאות בשוק הדיור התאושש בתקופה הנסקרת, לאחר שנרשמה פעילות מצומצמת בשנת 2023, שבאה בעקבות הירידה המשמעותית במהלך 2022 על רקע העלאות הריבית (איור 2.17). ניתוח העסקאות בין דירות חדשות לדירות יד שנייה מעלה, כי בתקופה הנסקרת משקל העסקאות בדירות חדשות הצטמצם מעט, אך משקלן נשאר גבוה ביחס למשקלן הממוצע בשנים האחרונות.

2.3 ערוץ האשראי

2024:2	2023:2	האשראי למגזר העסקי
בינוני-גבוה	גבוה	האשראי למשקי הבית

נמוך מאוד	נמוך	בינוני-נמוך	בינוני-גבוה	גבוה	גבוה מאוד
-----------	------	-------------	-------------	------	-----------

לנוכח היציבות בשיעורי הפיגור באשראי ורמתם הנמוכה, והירידה בהפרשות הבנקים להפסדי אשראי, אנו מעריכים שסיכוני האשראי התמתנו. בהתאם לכך, אנו מפחיתים את רמת הסיכון בערוץ האשראי למחצית השנייה של 2024 לרמה בינונית-גבוהה.

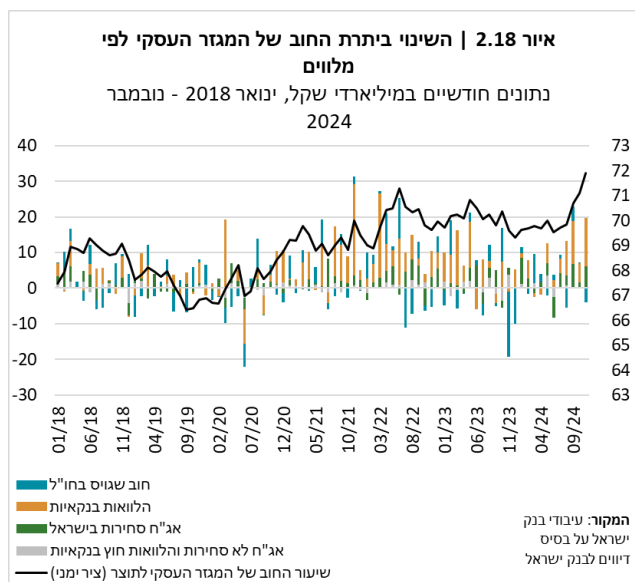
מאז חודש יוני מסתמנת האצה בקצב גידול האשראי למגזר הפרטי הלא-פיננסי. הרכיבים המרכזיים שבגינם גדל האשראי הם אשראי למשקי הבית לדיור ואשראי למגזר העסקי - גם דרך הנפקות אג"ח וגם דרך הלוואות בנקאיות לעסקים גדולים. חלק ניכר מהגידול באשראי העסקי מכון לשוק הבנייה.

החוב של המגזר העסקי גדל ביותר מ-60 מיליארד שקל בין יוני לנובמבר תוך יציבות במדדי הסיכון ושיפור ברווחיות החברות.

משקי הבית הגדילו את החוב לדיור בקצב גבוה בחודשים האחרונים – קצב נטילת משכנתאות חדשות עמד על כמעט תשעה מיליארד שקל בחודש במוצע בחצי השנה האחרונה. על רקע הסביבה המקרו-כלכלית ובפרט סביבת הריביות ורמת מחירי הדירות, שיעורן של המשכנתאות החדשות בסיכון גבוה וכן שיעורן של המשכנתאות מסוג בולט מסך המשכנתאות גבוה ביחס לעבר. נוטלי משכנתאות חדשות המשלמים מעל 30% מהכנסתם להחזר המשכנתה, ומהווים קרוב ל-42% מהלווים החדשים, חשופים במיוחד לסיכון כתוצאה משינויים פוטנציאליים בהכנסה הפנויה או בהחזר החוב החודשי.

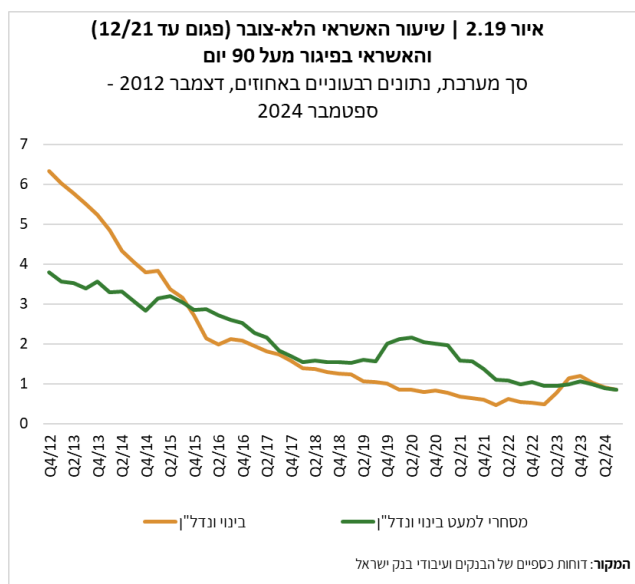
האשראי לסקטור העסקי

קצב גידול החוב של המגזר העסקי הואץ בחודשים האחרונים, הן בהלוואות בנקאיות והן בגיוסי אג"ח, זאת בניגוד לקצב הגידול האיטי שאפיין את שנת 2023 ותחילת 2024. הגידול בחוב היה מהיר יותר מצמיחת התוצר. ענף הבינוי והנדל"ן מוביל מגמה זו באמצעות הלוואות והנפקות אג"ח, כאשר במקביל עלה היקף ההלוואות הבנקאיות לענף השירותים הפיננסיים. חלק מהאשראי לשירותים הפיננסיים מגיע לענף הבינוי והנדל"ן דרך מימון שמעניקות חברות חוץ-בנקאיות לחברות בנייה בינויות וקטנות. יתרת החוב של המגזר העסקי בנובמבר עמדה על 1.4 טריליון שקל, מתוכו 777 מיליארד שקל בהלוואות מהבנקים.

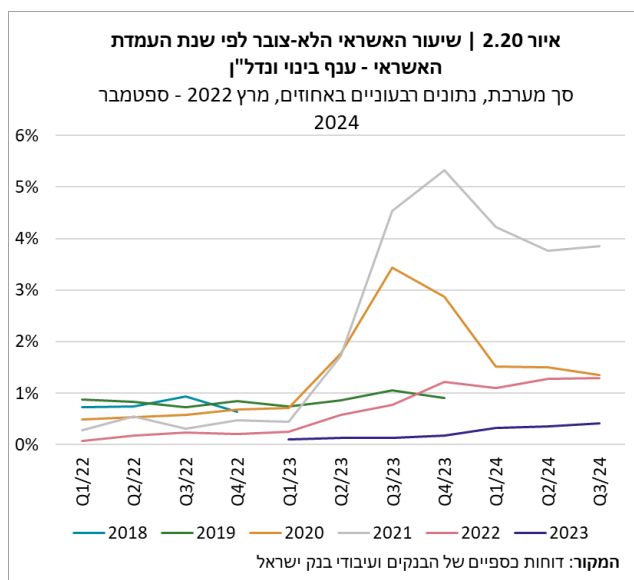


שיעור האשראי הלא-צובר¹⁷ בענף הבינוי והנדל"ן יורד במתינות מאז הגיע לשיא מקומי ברבעון האחרון של 2023. מגמה דומה נצפית גם באשראי מסחרי אחר, ששיעור האשראי הלא-צובר בו מעט נמוך יותר.

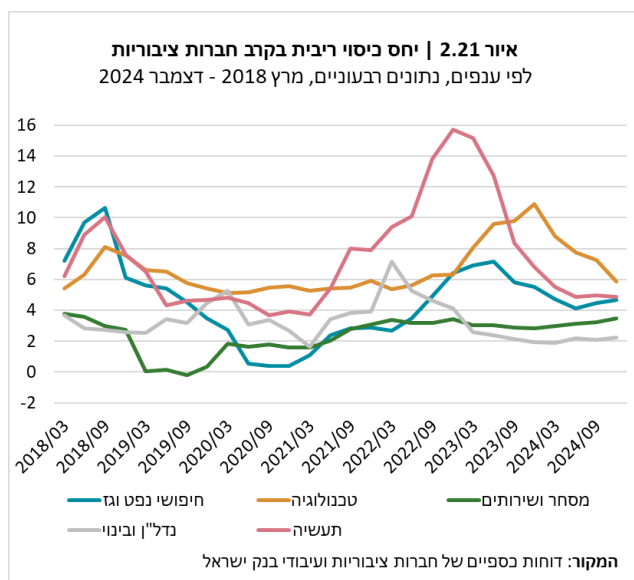
תת-הענפים בינוי ונדל"ן מהווים כ-25% ו-15% מהאשראי לעסקים של הבנקים, בהתאמה. שיעור האשראי הלא-צובר בבינוי יותר מכפול משיעור האשראי הלא-צובר בנדל"ן אולם שניהם נמוכים בראייה היסטורית.



¹⁷ אשראי לא-צובר מוגדר כאשראי שלא מתקבל בגינו החזר תשלומים (קרן או ריבית), ומאופיין בכך שקיימת סבירות גבוהה שהלווה לא יפרע את החוב (או חלקו) לפי תנאי ההסכם. אולם, אין ודאות לגבי סיכויי הגבייה ועדיין לא ראוי למחוק אותו (או חלקו) מהדוחות הכספיים. אשראי שנמצא בדחיה במסגרת ההקלות לאוכלוסיות זכאיות על רקע מלחמת "חרבות ברזל" אינו נכלל באשראי לא-צובר.



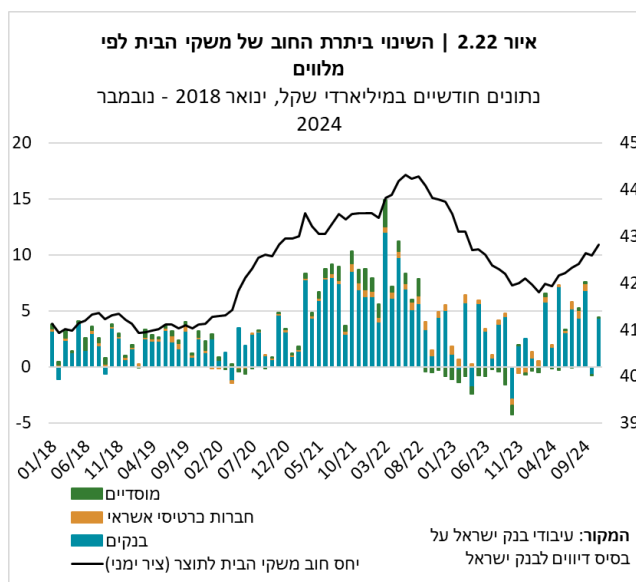
שיעור האשראי הלא-צובר בענף הבנייה גבוה בקרב עסקים שנטלו אשראי לפני שנת 2022, טרם העלייה בריבית המוניטרית. תופעה זו עשויה לשקף את הקושי של עסקים אלה להתאים בזמן את המודל העסקי שלהם לסביבת הריבית הגבוהה. עם זאת, היקף הסיכון מוגבל יחסית, שכן האשראי שניתן עד שנת 2022 מהווה כיום פחות משליש מסך האשראי לענף הבינוי והנדל"ן.



אמנם הוצאות הריבית עדיין מהוות נתח משמעותי מהרווח התפעולי (=יחס כיסוי ריבית) של החברות הציבוריות, אך שיפור ברווחיות מאז סוף 2023 מקל במידת מה על נטל זה. יחס כיסוי הריבית הנוכחי גם אינו גבוה במיוחד בהשוואה לשנים שקדמו להעלאת הריבית המוניטרית.

חברות הטכנולוגיה חוות החמרה קלה ביכולתן לשלם את הוצאות הריבית מהרווח התפעולי שלהן, בעוד שבשאר הענפים מדד זה נותר יציב או אף משתפר במעט.

האשראי למשקי בית

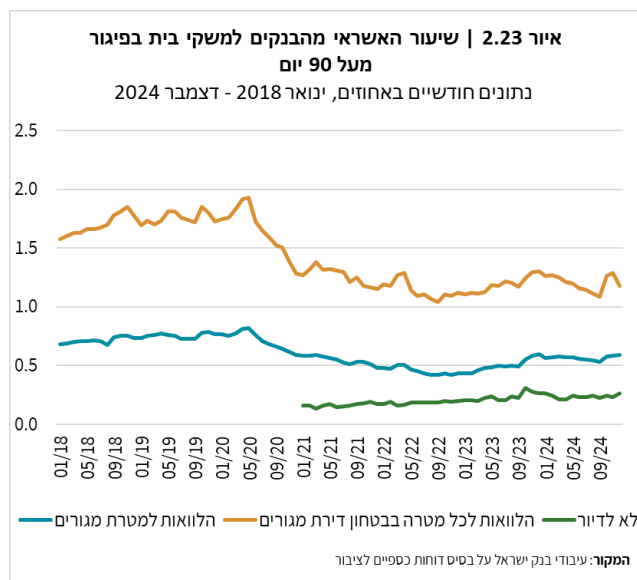
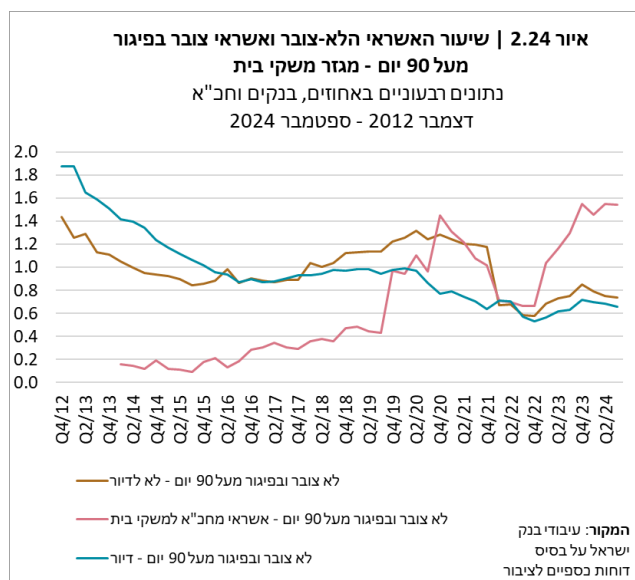


החוב של משקי הבית ממשיך לגדול בקצב יציב, כשהמנוע העיקרי לגידול זה הוא המשכנתאות הבנקאיות. יתרת החוב לדיור עמדה על 602 מיליארד שקל בנובמבר 2024. לעומת זאת, החוב שאינו לדיור (232 מיליארד שקל) מציג תמונה מעורבת: התכווצות מתונה באשראי מהגופים המוסדיים, לצד עלייה מתונה באשראי הבנקאי, כאשר היקף החוב בכרטיסי האשראי נותר יציב. מתחילת 2024 קצב גידול החוב של משקי הבית עולה על קצב צמיחת התוצר, דבר שמוביל לעלייה ביחס החוב לתוצר – אם כי רמתו עדיין נמוכה מהשיא שנרשם ב-2022.

שיעורי הפיגור מעל 90 יום בהחזרי אשראי של משקי הבית מהבנקים נותרו ברמה דומה לממוצע של השנים האחרונות (איור 2.23).

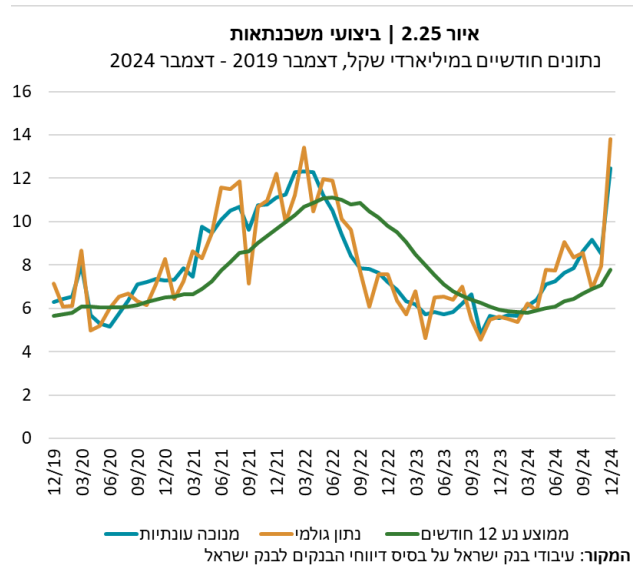
מדד מקובל להערכת שיעור ההלוואות שנמצאות בהסתברות גבוהה לכשל הוא שיעור האשראי הלא-צובר והאשראי בפיגור מעל 90 יום יחדיו¹⁸. בראייה היסטורית ארוכת טווח, שיעורי האשראי בקטגוריה הזאת נמוכים גם הם (איור 2.24).

¹⁸ שיעור זה מכונה בחו"ל ל non-performing loans ratio.

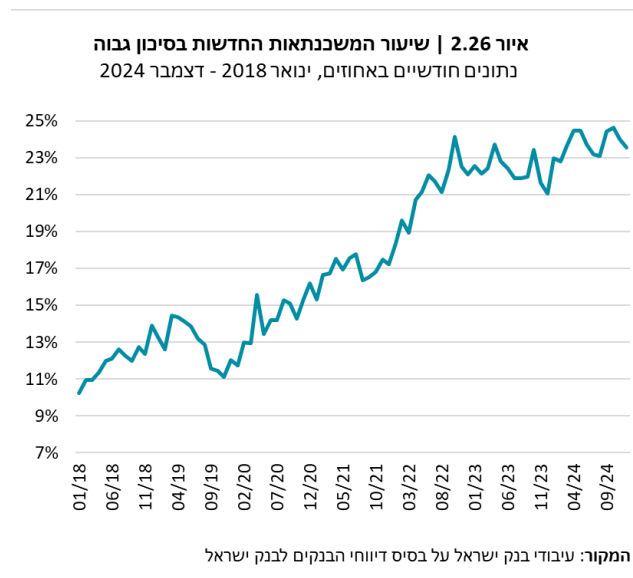


בחלק קטן מהאשראי למשקי בית שהינו בפרופיל סיכון גבוה, ישנם מספר מדדים המעידים על קושי של אותם משקי בית; שיעור האשראי הלא צובר באשראי מכרטיסי אשראי (יתרה של כ-40 מיליארד שקל) גבוה יחסית לעבר מזה מספר חודשים, ללא החמרה נוספת. בנוסף, באשראי מהבנקים בביטחון דירת מגורים, שיתרתו 33 מיליארד שקל (ומשמש למעשה כאשראי צרכני ולא למימון רכישת דירה) - גדל שיעור האשראי בפיגור מעל 90 יום אם כי הוא אינו גבוה היסטורית.

קצב נטילת המשכנתאות החדשות עלה בחודשים האחרונים, לצד עליית מחירי הדיור והיקף העסקאות הגבוה מתחילת 2024. במיוחד נרשם היקף משכנתאות חדשות גבוה בסוף השנה, אשר יתכן ונובע בחלקו מרצון להקדים תשלומים מצד הקונה ומצד הקבלן לפני עליית המע"מ. בחינת הרכב המשכנתאות החדשות מראה, כי 40% מהן ניטלות בריבית קבועה (בעיקר במסלול לא צמוד), והיתר בריבית משתנה (גם כן בעיקר במסלול לא צמוד). בעוד שלפני עליית הריבית המוניטרית רוב ההלוואות במסלול הריבית המשתנה לא צמודה היו במסלול פריים, מאז חל מעבר למסלול שבו הריבית מתעדכנת אחת לשנה עד חמש שנים. מבנה זה עדיין חושף את הלוויים לסיכון של שינויים בריבית לטווח קצר-בינוני.



בראייה כוללת של תיק המשכנתאות הקיים, כ-60% מסך האשראי לדיור נמצא במסלולי ריבית משתנה: 40% במסלול לא צמוד ו-20% במסלול צמוד מדד.

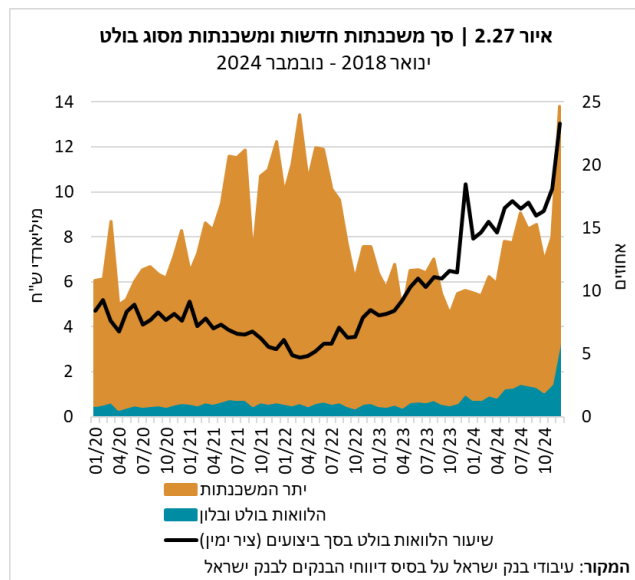


שיעור המשכנתאות החדשות המוגדרות בסיכון גבוה - הלוואות שבהן המינוף נע בין 60%-ל-75% משווי הנכס, ויחס ההחזר החודשי להכנסה נע בין 30%-ל-40% - נמצא כיום ברמת שיא היסטורית. בולטת במיוחד העלייה באחוז הלוויים המקדישים יותר מ-30% מהכנסתם להחזר המשכנתה (יחס PTI); אלו מהווים מעל 40% מכלל לזוי המשכנתאות החדשות מזה שנתיים, לאחר ששיעורם עלה בחדות ובמהירות. לווים אלה חשופים במיוחד לזעזועים בהכנסתם הפנויה, בין אם כתוצאה מעליית ההחזר

החודשי, מגידול בהוצאות אחרות או מירידה בהכנסותם.

נמשכים מבצעי מימון בנוסח 20/80 או בפריסה דומה שמציעים היזמים ומאפשרים דחייה של מרב התשלומים למועד האכלוס. תחת פריסת תשלומים כזו, נזקקים היזמים למימון רב יותר במהלך הבנייה. כמו כן, רוכשים בעלי הון עצמי נמוך יכולים להתחייב לרכישת דירה, כאשר את יתרת ההון העצמי עליהם לגייס עד לקבלתה. יתר על כן, עקב דחית מרב התשלום, נטילת המשכנתה נדחית גם היא לשלב מאוחר יותר, והרוכשים אינם עוברים במעמד החתימה על רכישת הדירה חיתום של בנק. בצד היזמים, מבצעי דחיית תשלומים שוחקים את רווחיותם (ראו זרקור ב' בפרק זה).

שיעור הלוואות הבולט מסך המשכנתאות החדשות מוסיף להיות גבוה. כפי שנותח בדוח היציבות הפיננסית הקודם¹⁹, חלק מהלוואות הבולט שניתנות בתקופה האחרונה מאורגנות על ידי היזמים, על מנת להגדיל את המכירות. לתופעה זו יש יתרונות לרוכשים וליזמים, אך היא גם מגדילה את הסיכון בשוק הדיור: בצד הרוכשים, יש חוסר וודאות לגבי תנאי המשכנתה העתידיים שהם יקבלו בעת קבלת הדירה. בצד היזמים, תשלום הריבית במקומו של הרוכש מחייב הוצאות נוספות של היזם. אך מאחר והריבית על הלוואות לדיור זולה יותר מהריבית על אשראי לבינוי, עבור הקבלנים, האלטרנטיבה הראשונה מקטינה הוצאות.



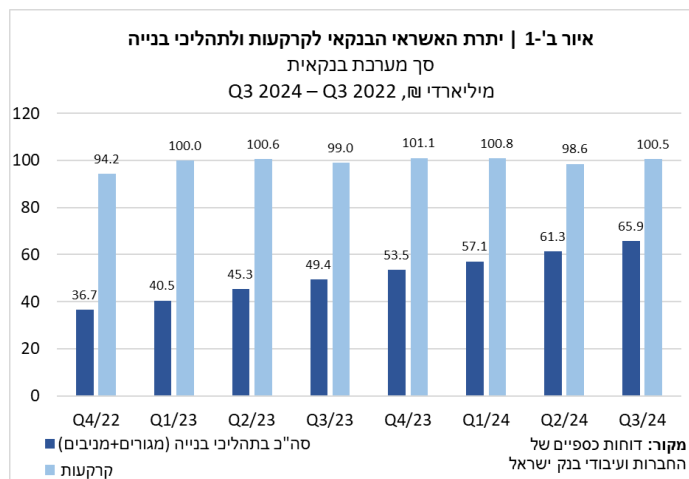
זרקור ב'. התפתחות האשראי של החברות בענף הבנייה ויכולתן לעמוד בתשלומי ההחזר

- בתקופה הנסקרת גדל האשראי הבנקאי לענף הבנייה, בעיקר למימון תהליכי הבנייה. זאת, על רקע ירידה בפעילות בענף, התמשכות תהליכי הבנייה וניסיון קבלני הבנייה למשוך לקוחות בעזרת מבצעים פיננסיים. אנו רואים במגמות אלה המשך תהליך של התאמת אופן הפעילות והמימון לסביבת הריבית הגבוהה יותר ולעלייה בעלויות הייצור.

¹⁹ <https://www.boi.org.il/82588>

- נמשכה העלייה ביחס הוצאות המימון לרווח התפעולי של חברות הבנייה הציבוריות, שהחלה בשנת 2022. יחס זה הגיע ל-50% בארבעת הרבעונים האחרונים.
- רמת הרווחיות של חברות הבנייה הציבוריות ירדה בשלוש השנים האחרונות והיא נמוכה ביחס לשנים שקדמו להן.
- מכפיל הרווח של החברות הציבוריות בענף הבנייה מצביע על כך שהיחס בין שווי השוק של החברות לבין רמת הרווחיות המדווחת בדוחות הכספיים שפורסמו עד כה, הוא גבוה בהשוואה לעבר.
- יתרות ההפרשה להפסדי אשראי במערכת הבנקאית בגין ענף הבנייה גבוהות מהאשראי שלא-צובר²⁰. מנקודת מבט של יציבות פיננסית, פער זה משמש כרית ביטחון רחבה למקרה של התממשות הסיכונים. בנוסף, שיעורי הפיגור של החזרי האשראי בענף הבנייה יציבים בחודשים האחרונים ואינם גבוהים בראייה היסטורית (ראו פרק 2.3).

מבוא



ענף הבנייה בישראל מהווה מרכיב מרכזי במשק, ובעל השפעה משמעותית על התוצר המקומי הגולמי ועל שוק האשראי. לנוכח מרכזיותו של הענף באשראי למגזר העסקי ובעקיפין גם באשראי למשקי הבית בדמות משכנתאות, יש לו השפעה על היציבות הפיננסית המערכתית. הניתוח הפיננסי של חברות בענף זה הינו כלי חיוני להבנת איתנות הפיננסית וכושר הפירעון שלהן, וחשיבותו רבה

לאור המאפיינים הייחודיים של הענף: מחזורי פעילות ארוכים, השקעות הוניות משמעותיות, תלות במימון חיצוני ורגישות גבוהה לתנודות במחירים בהתאם לתנאים המקרו-כלכליים. השימוש ביחסים פיננסיים, המבוססים על נתוני הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות ונתוני המסחר בשוק ההון, מאפשר הערכה של ביצועי החברות בענף במספר היבטים מרכזיים: רווחיות, נדילות, יעילות תפעולית, ובפרט, איתנות פיננסית וכושר החזר.²¹ מעקב

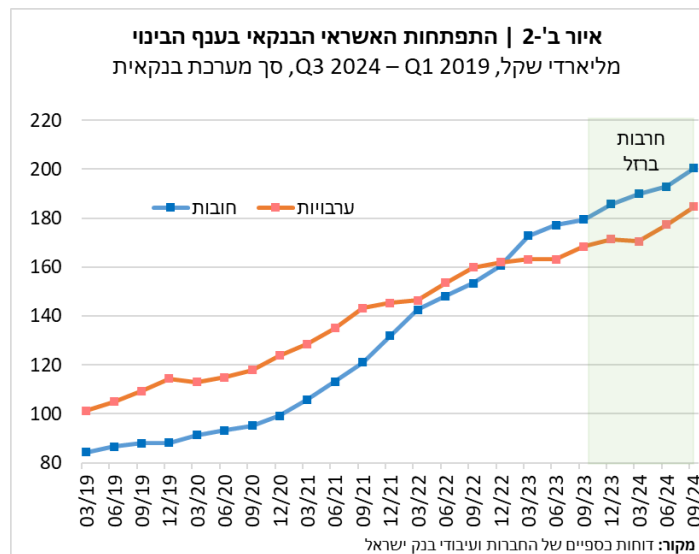
²⁰ אשראי לא-צובר מוגדר כאשראי שלא מתקבל בגינו החזר תשלומים (קרן או ריבית), ומאופיין בכך שקיימת סבירות גבוהה שהלווה לא יפרע את החוב (או חלקו) לפי תנאי ההסכם. אולם, אין ודאות לגבי סיכויי הגבייה ועדיין לא ראוי למחוק אותו (או חלקו) מהדוחות הכספיים. אשראי שנמצא בדחיה במסגרת ההקלות לאוכלוסיות זכאיות על רקע מלחמת "חרבות ברזל" אינו נכלל באשראי לא-צובר.

²¹ זלקינדר חנן, שטיין רועי ושיטינברג נדב (2012), "הצעה מתודולוגית לבחינת רמתם של מחירי המניות", סדרת ניירות תקופתיים 2012.03, בנק ישראל.

אחר המצב הפיננסי של חברות הבנייה תורם להערכת הסיכונים המתפתחים במערכת הפיננסית, על רקע הגידול

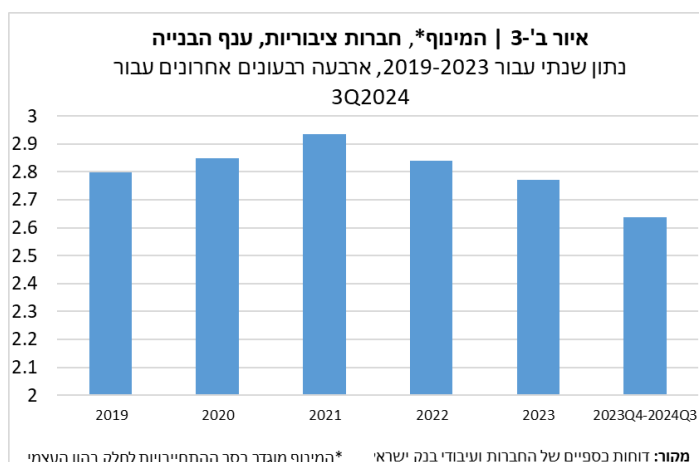
באשראי לענף זה.²²

התפתחות האשראי לענף הבנייה



היקף האשראי הכולל לענף הבנייה המשיך לגדול בשנים האחרונות. באשראי הבנקאי המוקצה לתהליכי בנייה נרשם גידול, בעוד שהיקף האשראי המוקצה לקרקעות נשאר ברמתו מאז תחילת 2023 (איור ב'1).²³ יתרה מכך, בבחינת חובות הענף והערבויות (שמהוות את החוב החוץ-מאזני²⁴, המתואמות עם קבלת תקבולים מרוכשי הדירות), ניתן

לראות, בין היתר, את ההשפעה של התמשכות תהליכי הבנייה ושל המבצעים הפיננסיים של הקבלנים לרוכשי הדירות²⁵, שבמסגרתם מגדילים את האשראי על חשבון התשלומים המוקדמים של רוכשי הדירות (איור ב'2). על רקע התפתחויות אלו, חשוב לבחון את הפעילות בענף זה ובפרט את כושר החזר החוב של החברות בענף.



ניתוח פיננסי על פי נתוני הדוחות הכספיים

המינוף של חברות הבנייה הציבוריות, המוגדר כיחס בין התחייבויות להון עצמי, ירד במקצת על פני שלוש השנים האחרונות (איור ב'3), בעוד ששיעור הוצאות המימון, המוגדר כיחס בין הוצאות המימון לרווח התפעולי, גדל (איור ב'4). מגמות אלה נמשכו בארבעת הרבעונים האחרונים ושיעורן של הוצאות

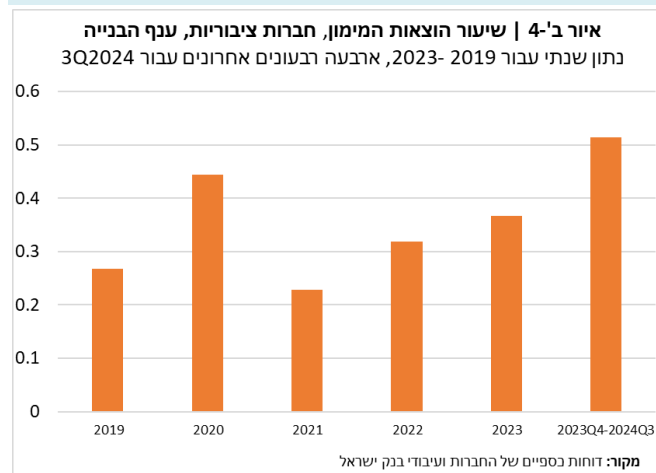
²² בזרקור זה אנו מתבססים על החברות הציבוריות, כיוון שלגביהן יש נתונים מפורטים מהדוחות הכספיים.

²³ במרץ 2022 הטיל הפיקוח על הבנקים דרישה להקצאת הון נוספת בגין מימון קרקעות במינוף גבוה.

²⁴ ערבויות אלה כוללות בעיקר את ערבויות חוק המכר, שנועדו להגן על רוכשי הדירות. הערבויות מבטיחות את השלמת הבנייה או את החזר התשלום במקרה של כשל בפרויקט, ומחויבות על פי חוק (בכל תשלום מצד הרוכש של מעל 7%).

²⁵ שיעור מבצעי הקבלנים ביחס לסך המכירות עלה מכ-20% לפני המלחמה לכ-50% מהמכירות אחרי המלחמה.

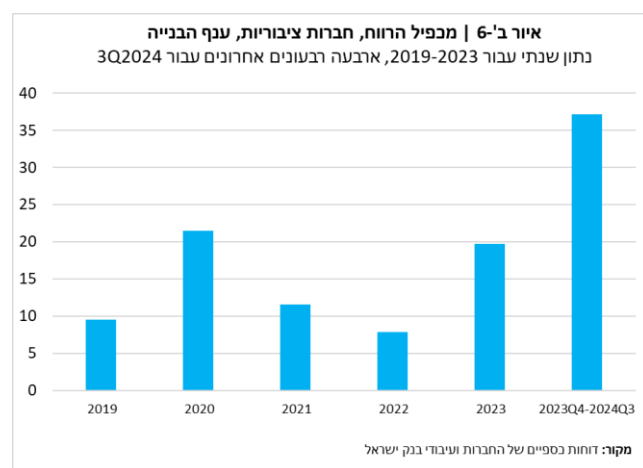
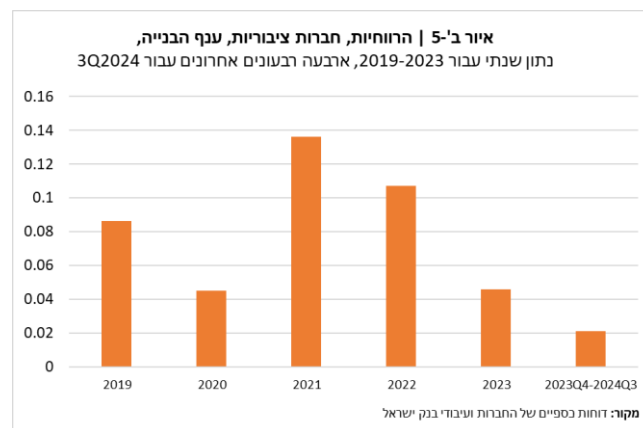
המימון גבוה אף מהשיעור שהיה בשנת 2020. למרות עלייתו, שיעור הוצאות המימון של כ-50%, שאליו הגיעו



החברות הציבוריות בשנה האחרונה, נמצא בטווח הסביר והמקובל לחברות בענף הבנייה.²⁶

עלייה זו בשיעור הוצאות המימון הקטינה בשלוש השנים האחרונות את רווחיות החברות, המוגדרת כיחס בין הרווח הנקי למכירות (איור ב'5). ממצאים אלו משקפים יותר מהכול את הגידול בהוצאות המימון בעקבות עליית הריבית על הלוואותיהן.

לצד הרווחיות הנמוכה של חברות הבנייה, ניתן לראות באיור ב'6, כי מכפיל הרווח, המוגדר כיחס בין שווי השוק לרווח הנקי, נמצא ברמה הגבוהה ביותר בחמש השנים האחרונות, ומשקף מחיר שוק גבוה יחסית לחברות הציבוריות מענפים אחרים הנסחרות בבורסה בתל אביב (ראה איור 2.11). מכפיל גבוה זה עשוי להצביע על ציפיות המשקיעים להתאוששות רווחיות החברות בעתיד.



אל מול הגידול באשראי לענף הבנייה והירידה בכוח החזר החוב של החברות הציבוריות בענף, ניצבת יתרת ההפרשה של המערכת הבנקאית להפסדי אשראי. יתרה זו גבוהה מהאשראי הלא-צובר ומשמשת כרית ביטחון רחבה למקרה של התממשות הסיכונים. בנוסף יכולים ספקי אשראי לתחום את סיכון האשראי על ידי הגדרת מסגרת אשראי לטובת כל פרויקט, בנפרד מהאשראי של חברת הבנייה הכולל. עם זאת, בהינתן המגמות

שצוינו לעיל, נדרש המשך מעקב אחר איכות תיק האשראי לענף הבנייה ואחר התפתחות מדדי הסיכון השונים.

²⁶ על פי הספרות המחקרית, יחס זה מהווה מדד סטנדרטי להערכת כושר הפירעון של חברה. יחס גדול יותר משמעותו שנדרש חלק גדול יותר מהרווח התפעולי על מנת לכסות את ההוצאות המימוניות של החברות, וככל שהוא קרוב יותר ל-1, החברה נמצאת בסיכון של אי-יכולת לעמוד בפירעון התחייבויותיה, ראו לדוגמה, Arhinful and Radmehr (2023) וכן Lian, C. and Ma, Y. (2021).

3. עמידות המערכת הפיננסית

יציבותה של המערכת הפיננסית תלויה בכושר העמידות של מוסדותיה השונים בפני זעזועים שמגיעים לפתחה דרך ערוצי החשיפה העיקריים. הערכת העמידות של המערכת מתבססת בדוח היציבות הפיננסית, לצד בחינת ההתפתחויות, על מגוון של מחוונים שנגזרים מנתונים חשבונאיים של המוסדות הפיננסיים. זאת כדי לנטר את יכולתם לספוג הפסדים כתוצאה מהתמשותם של תרחישי סיכון.

המוסדות הפיננסיים המרכזיים, דהיינו הבנקים וחברות הביטוח, שמרו על איתנותם תוך שמירה על יחסי הון גבוהים. הבנקים בישראל נשענים במידה רבה על מימון מפקדונות הציבור, ובאופן יחסי לבנקים בחו"ל, מעט על מימון מהשוק, דבר שתורם להערכה בדבר יציבותם. הסיכונים העיקריים למוסדות הפיננסיים הם האפשרות של ירידה חדה במחירי הנכסים הפיננסיים או הרעה באיכות האשראי. עם זאת, אנו מעריכים כי הסיכון ליציבותם של הבנקים ושל חברות הביטוח נמצא ברמה נמוכה - על רקע איתנותם הפיננסית וכריות הספיגה שהם שומרים.

3.1 המערכת הבנקאית

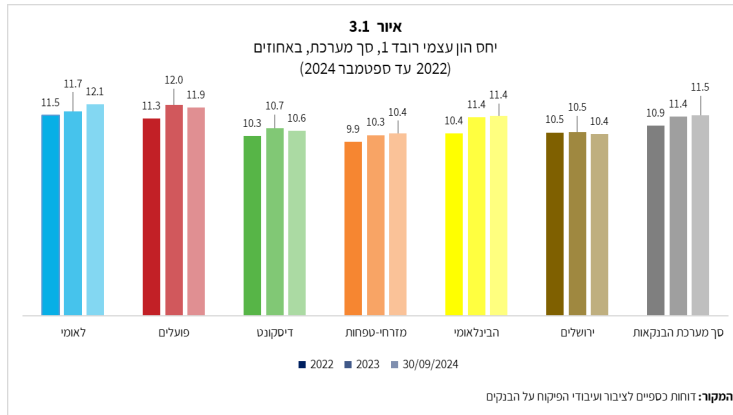
הבנקים בישראל שמרו על איתנותם הפיננסית, כאשר בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2024 יחסי ההון ורמות הנזילות נותרו גבוהים לצד רווחיות גבוהה (ראו זרקור ג' בהמשך) ושיפור במדדי איכות תיק האשראי. הבנקים הושפעו לרעה מהעלייה בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל ומהורדת דירוג האשראי של מדינת ישראל בידי סוכנויות הדירוג²⁷ – שהובילו לעלייה בתשואות האג"ח הבנקאיות. הורדת דירוג האשראי של מדינת ישראל על ידי חברת S&P²⁸ הובילה לעלייה בדרישות ההון בגין חשיפות הבנקים לממשלת ישראל²⁹, לגופים במגזר הציבורי, לגופים מוסדיים ולבנקים אחרים ולשחיקה ביחס ההון העצמי רובד 1 בשיעור של עד 0.25 נקודות אחוז. היה וחברת S&P תחליט על הורדת דירוג נוספות למדינת ישראל (BBB+), יחס ההון העצמי של הבנקים יישחק בשיעור של עד 0.36 נקודות אחוז.

²⁷ להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של שנת 2024

²⁸ נציין, כי פרט לבנק לאומי, שמשמש בדירוג האשראי המחמיר ביותר מבין שלוש חברות דירוג (Moody's ו-S&P, Fitch), כל שאר הבנקים משתמשים בדירוג של חברת S&P בלבד. לפיכך, עבור רוב הבנקים במערכת, להורדת דירוג על-ידי חברות הדירוג הנוספות, לא צפויה להיות השפעה ישירה על ההון.

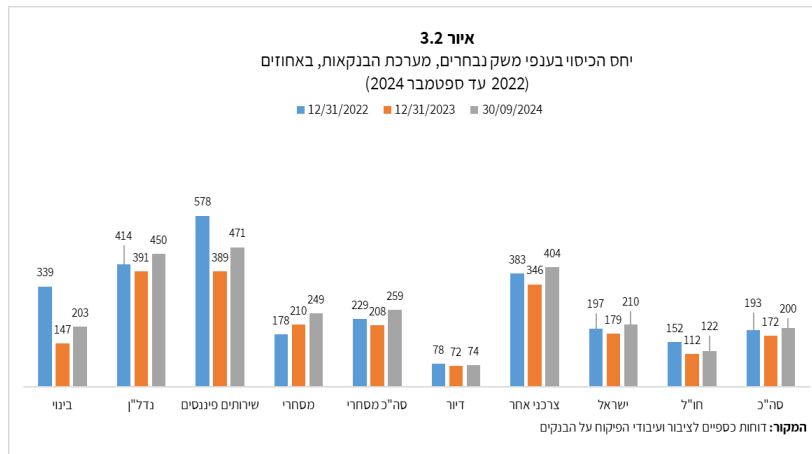
²⁹ חשיפות של תאגידים בנקאיים לממשלת ישראל ולבנק ישראל, הנקובות במט"ח או ששולמו במט"ח.

על אף ההשפעה השלילית של הורדת הדירוג של מדינת ישראל, עלה יחס הון רובד 1 במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2024, הודות לרווחיות הגבוהה.



השיפור שחל במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2024 במדדי איכות תיק האשראי של הבנקים (ראו סעיף 2.3 בדוח זה), הביא לקצב הוצאה להפסדי אשראי נמוך יותר במהלך 2024 בהשוואה לשנת 2023. חלק מהבנקים אף דיווחו על הכנסות בסעיף זה במהלך המחצית הראשונה של השנה – כלומר, הפרשות שבוצעו בעבר "חזרו" למעשה למאזן.³⁰

הכרית לספיגת הפסדים (או יתרת ההפרשה להפסדי אשראי) גדלה בשיעור של 1.7% במהלך שלושת הרבעונים של שנת 2024 (כ-27 מיליארד שקל). אולם, כשיעור מסך האשראי, ירדה יתרת ההפרשה להפסדי אשראי מ-1.7% בסוף 2023 ל-1.6% בסוף הרבעון השלישי של 2024.

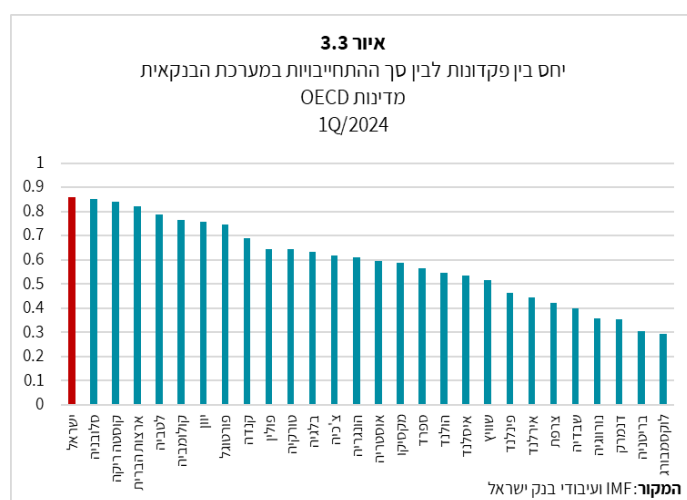


בתוך כך, נרשם שיפור ביחס הכיסוי³¹ לאור הירידה בהיקף האשראי הלא-צובר והאשראי הצובר בפיגור מעל 90 יום. עיקר השיפור נרשם באשראי המסחרי, שבמחצית ממנו נובע משיפור בענף הבנייה.

³⁰ שיעור ההוצאה להפסדי אשראי עמד במחצית הראשונה של שנת 2024 על 0.09% (במונחים שנתיים) בהשוואה ל-0.5% בכל שנת 2023.

³¹ היחס בין יתרת ההפרשה להפסדי אשראי לבין האשראי הלא-צובר והאשראי הצובר בפיגור מעל 90 יום.

מחקר שבחן לאחרונה³² נתונים היסטוריים על חדלות פירעון של בנקים בארה"ב במהלך מעל 150 השנים האחרונות, מצא כי שלושה גורמים עיקריים מנבאים אירוע של כשל בבנקים; מדובר על עלייה בהפסדי אשראי (עלייה בשיעור האשראי הלא-צובר), הישענות הולכת וגוברת על מקורות מימון מהשוק במקום על פיקדונות, ומחזור של צמיחה מהירה ואז התכווצות מהירה בנכסים. חשוב לציין, כי אירוע הכשל יכול להיות תוצאה של משבר נזילות בבנק, הנגרם מ"ריצה אל הבנק" או כתוצאה מכשל מאזני של הבנק. כך או כך, הגורמים המנבאים אירוע מעין זה דומים לאורך השנים. בשלושת הפרמטרים שנמנו לעיל, מצבה של המערכת הבנקאית בישראל מעיד על יציבות – שיעור האשראי הלא-צובר נמצא ברמה נמוכה היסטורית, על אף עלייה מסוימת בשנים האחרונות ובמהלך המלחמה (ראה סעיף 2.3).

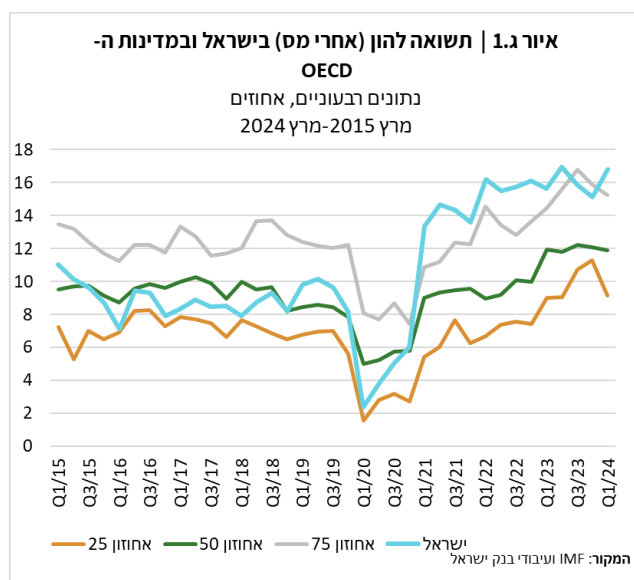


קצב צמיחת הנכסים הנומינלי היה גבוה בשנים 2020-2022 (כ-12% בשנה) ומאז התמתן מעט, אם כי הוא עדיין עומד על 5% בשנה. לצד זאת, קצב צמיחת הפיקדונות היה דומה. יתר על כן, המערכת הבנקאית בישראל נשענת במידה רבה מאוד על מימון באמצעות פיקדונות, ופחות על גיוס בשווקים הפיננסיים. מקור זה נחשב תנודתי פחות בהשוואה למימון המתבסס על השוק, ומעיד גם על אמון הציבור ביציבות המערכת.

³² Correia, Sergio A., Stephan Luck, and Emil Verner. Failing banks. No. w32907. National Bureau of Economic Research, 2024.

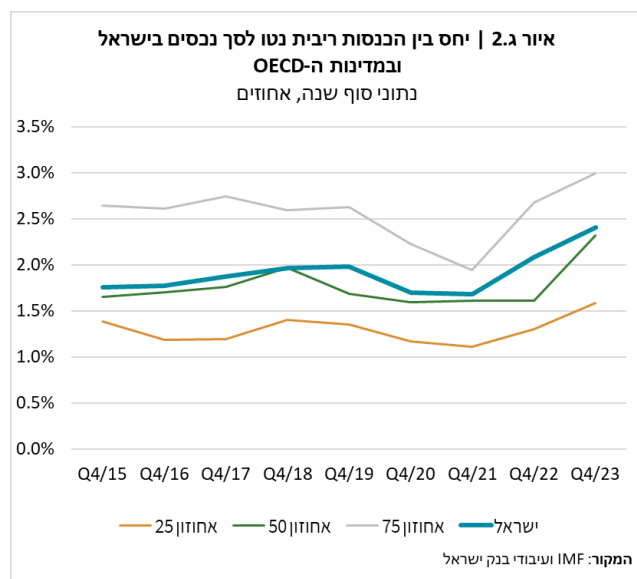
זרקור ג'. מקורות הרווחיות במערכת הבנקאית

- המערכת הבנקאית בישראל מפגינה שיעור רווחיות גבוה שמקורו הן בעלייה בשיעור ההכנסות והן בירידה בשיעור ההוצאות ביחס לנכסים בשנים האחרונות.
- העלייה בהכנסות, בפרט בהכנסות ממימון נטו, תרמה מאוד לעלייה ברווחיות, והתרחשה על רקע שינוי סביבת האינפלציה והריבית. העלייה בשיעור ההכנסות הייתה דומה לעלייה שחוו מדינות מפותחות אחרות.
- בצד ההוצאות, המערכת הבנקאית בישראל צמצמה את שיעור ההוצאות שאינן ריבית ביחס לנכסים בצורה משמעותית, מעל ומעבר לירידה שהתרחשה במדינות מפותחות אחרות. הצמצום בעלויות שאינן ריבית החל עוד קודם למשבר הקורונה. התייעלות וצמיחה מהירה של הנכסים תרמו לירידה זו.
- על רקע הרווחיות הגדילו הבנקים את שיעורי ההון וכריות הספיגה מה שתורם ליציבותם.



התשואה על ההון במערכת הבנקאית בישראל עלתה בחדות בשנת 2021, עם יציאת המשק ממשבר הקורונה, ונשארה מאז ברמה גבוהה יחסית לשנים שלפני משבר הקורונה. הרווחיות בשנים האחרונות הינה גבוהה גם ממרבית המדינות המפותחות אך לא חריגה (איור ג.1). לפני משבר הקורונה הייתה הרווחיות במערכת הבנקאית בישראל דומה לממוצע המדינות המפותחות. העלייה בתשואה הממוצעת על ההון בשנים אלו הקיפה את כל הבנקים במערכת, אם כי היו שנים שבהן בנקים מסוימים רשמו נתונים נמוכים יותר, ויש בנקים שנמצאים ברמת רווחיות גבוהה יותר מאחרים באופן עקבי.

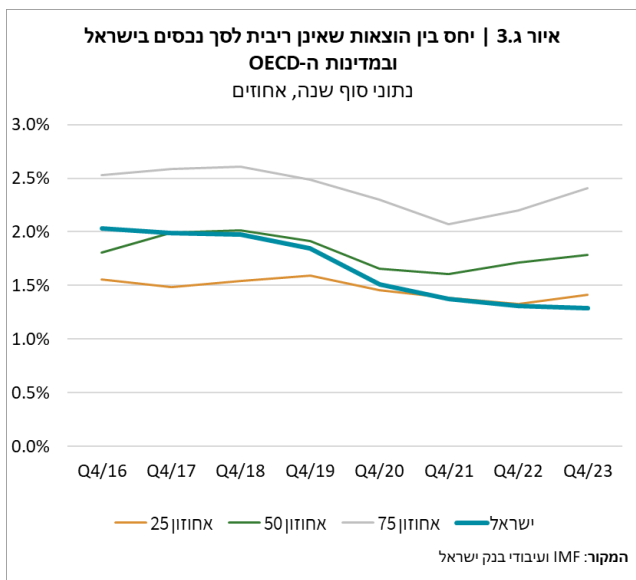
העלייה ברווחיות מאז 2021 נשענת הן על עלייה בהכנסות והן על ירידה יחסית בהוצאות. בצד ההכנסות, בסוף שנת 2019 עמדו אלה על כ-50 מיליארד שקל, מתוכם 33 מיליארד שקל הכנסות מריבית נטו, ועוד כ-13 מיליארד שקל מעמלות. בסוף 2023 עלו ההכנסות ל-81 מיליארד שקל, מתוכם 61 מיליארד שקל הכנסות ריבית נטו ועוד כ-15 מיליארד שקל מעמלות. כלומר, בצד ההכנסות, עיקר העלייה הייתה ברכיב ההכנסות מריבית נטו, אשר עלה בכ-85% במהלך תקופה זו. לכך תרם, מן הסתם, השינוי בסביבת הריבית והאינפלציה ובהשוואה בינ"ל גם ההתאוששות החדה יותר של המשק הישראלי ביחס למרבית המדינות המפותחות שהתבטאה גם בצמיחה מהירה של הנכסים של הבנקים. ואולם, העלייה בהכנסות מריבית נטו אינה מסבירה את הרווחיות הגבוהה



בישראל ביחס למדינות המפותחות; איור ג.2 מצביע על כך שהעלייה בשיעור ההכנסות מריבית נטו בישראל לא הייתה יוצאת דופן. העלייה בהכנסות מריבית נטו התרחשה על רקע גידול הן בפיקדונות בבנקים והן בתיק האשראי לציבור של הבנקים, כאשר דווקא הגידול בפיקדונות היה מהיר יותר מהגידול באשראי, 52% ו-42% בהתאמה. חשוב לציין, כי תשלומי הריבית על האשראי של הציבור רגישים יותר לשינויים בסביבת הריבית בהשוואה לריבית על הפיקדונות; במגזר העסקי שיעור ההלוואות הניתנות

בריבית משתנה לא צמודה עומד לאורך השנים על בין 60% מהאשראי לעסקים גדולים ל-80% ומעלה לעסקים בינוניים וקטנים. באשראי לדיור, משקל המשכנתאות בריבית משתנה נמוך יותר בהשוואה לאשראי העסקי, בין היתר עקב מגבלות רגולטוריות שהתקיימו בעשור האחרון. בפרט, רק כ-40% מיתרת המשכנתאות הינה בריבית לא צמודה משתנה אשר מושפעת בעיקר מהשינויים בריבית המוניטרית. מנגד, באשראי לדיור שיעור גבוה של אשראי שצמוד למדד (בין 50% ל-30% משכנתאות חדשות בשנים האחרונות). העלייה בסביבת הריבית המוניטרית והאינפלציה, אם כך, התבטאה באופן מהיר ומיידי בעלייה בהכנסות הריבית מאשראי, אולם בצד הפיקדונות, לציבור לקח זמן להסיט את הכספים שהחזיק בעו"ש לעבר פיקדונות נושאי ריבית. היקף הפיקדונות לזמן קצוב צמח מהר יותר מסך הפיקדונות החל מ-2019, ב-88% במצטבר, בעיקר במהלך השנים 2022 ו-2023. למרות זאת, מהווים הפיקדונות לזמן קצוב רק כרבע מסך הפיקדונות.

במקביל, במהלך השנים 2021 ו-2022 היו לבנקים הוצאות נמוכות במיוחד להפסדי אשראי, על רקע הוצאות גבוהות מאוד במהלך משבר הקורונה, שלא התממשו במידה רבה. גם מאז תחילת המלחמה מוסיף שיעור ההוצאות להפסדי אשראי להיות נמוך בהשוואה לתקופת הקורונה, ולתרום לרווחיות גבוהה במערכת. בצד ההוצאות צמצמו הבנקים לאורך העשור האחרון את כל סעיפי ההוצאות - באופן יחסי לנכסים אשר כאמור צמחו בקצב מהיר - בדגש על הוצאות שכר; מאז שנת 2014, אז הגיעו הוצאות השכר לשיא של כ-18.5 מיליארד

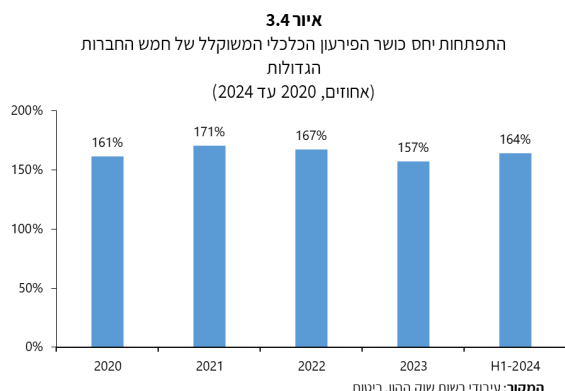


שקל, נותרה הוצאה זו ללא שינוי. בסוף 2023 עמדו הוצאות השכר על כ-17.5 מיליארד שקל. ההוצאות האחרות עלו מאז סוף שנת 2014 מכ-13 מיליארד שקל ל-15 מיליארד שקל; ואולם, סך ההוצאות התפעוליות והאחרות ביחס לנכסים ירדו משיעור של 2.3% בסוף 2014 לשיעור של 1.3% בסוף 2023, והיחס הוסיף לרדת במהלך 2024. איור 3.ג ממחיש, כי הירידה בהוצאות שאינן מריבית הייתה משמעותית בישראל, וגדולה בהשוואה למדינות מפותחות אחרות. מאז שעלתה הריבית המוניטרית בישראל ובעולם, שיעור

ההוצאות שאינן מריבית בישראל הוסיף לרדת, בניגוד למדינות מפותחות אחרות.

לסיכום, המערכת הבנקאית בישראל מציגה בשנים האחרונות רווחיות גבוהה הן ביחס לעבר והן בהשוואה בינלאומית. רווחיות זו נובעת משילוב של גורמים: עלייה משמעותית בהכנסות ממתן אשראי על רקע שינוי סביבת הריבית והאינפלציה; צמיחה מהירה של הנכסים של הבנקים; הוצאות נמוכות להפסדי אשראי; וירידה מתמשכת בהוצאות התפעוליות ביחס לנכסים, בעיקר בהוצאות השכר. הצמצום בהוצאות התפעוליות בישראל בולט במיוחד בהשוואה למדינות מפותחות אחרות, ומשקף מגמת התייעלות ארוכת טווח במערכת הבנקאית המקומית.

3.2 חברות הביטוח



חברות הביטוח שיפרו את איתנותן והציגו נכון למחצית הראשונה של שנת 2024 יחסי כושר פירעון כלכלי ועודפי הון גבוהים יותר בהשוואה לסוף שנת 2023.³³ באמצע שנת 2024 הסתכם ההון הכלכלי המצרפי³⁴ של חמש חברות הביטוח הגדולות³⁵ בכ-72 מיליארד שקל, כאשר ההון הנדרש לכושר פירעון עמד על כ-43 מיליארד שקל. כלומר, יחס כושר הפירעון המצרפי של חמש חברות אלה עמד על 164%.

השיפור ביחס כושר הפירעון נבע בעיקר מהעלייה בעקום הריבית חסרת הסיכון הצמודה, המשמש לחישוב יחס כושר הפירעון הכלכלי.³⁶ בחודשים האחרונים, ומאז אמצע 2024, ירד העקום, ולכן צפויה השפעה שלילית על יחסי כושר הפירעון לסוף שנת 2024 שטרם דווחו.

מספר גורמים נוספים תרמו אף הם לשיפור ביציבותן המאזנית של חברות הביטוח: עלייה במחירי הנכסים הפיננסיים, שיפור רווחיות בביטוח רכב רכוש וגיוסי ההון שלהן. מנגד, השפיעו לרעה על יחס כושר הפירעון: עדכון טבלאות תמותת גמלאים במסגרת חוזר עדכון מערך ההנחות הדמוגרפי בביטוח חיים, האינפלציה, וכן חלוקת

³³ חברות הביטוח בישראל נדרשות לעמוד בהוראות משטר כושר פירעון כלכלי, אשר מבוססות על הוראות סולבנסי 2 האירופיות. בהתאם למשטר זה, נדרשות החברות לחשב מאזן כלכלי באמצעות הערכת שווים הכלכלי של הנכסים וההתחייבויות, ולחשב את ההון שנדרש מהן על בסיס הערכת ירידת ההון הכלכלי בתרחישים שונים. על בסיס משטר זה, מחושב יחס כושר פירעון כלכלי שנגזר מרמת ההון של חברת הביטוח ביחס לנדרש על פי הוראות האסדרה והתרחישים השונים. להרחבה ורקע אודות משטר כושר פירעון כלכלי של חברות הביטוח ראו פרק 6.2: חברות הביטוח, בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023.

³⁴ כל נתוני ההון הכלכלי ויחס כושר פירעון כלכלי מתייחסים לתוצאות עם הוראות מעבר, למעט אם צוין אחרת.

³⁵ חמש חברות הביטוח הגדולות כוללות את מגדל, כלל, הפניקס, הראל ומנורה מבטחים.

³⁶ עקומי הריבית לצורך יחס כושר פירעון כלכלי מבוססים על העקומים שמפורסמים על ידי החברה הזוכה במכרז לציטוט מחירים, אשר מצידם מבוססים על תשואות אג"ח לפדיון של אג"ח סחירות של ממשלת ישראל. עקומי הריבית לצורך יחס כושר פירעון כלכלי זהים לאלה שמפורסמים על ידי החברה הזוכה במכרז עד לנקודת ה-Last Liquid Point (LLP) בשנת ה-10. מעבר לנקודה זו נקבעים עקומי הריבית על פי אקסטרפולציית Smith-Wilson עד לשיעור הריבית העתידית האחרונה (Ultimate Forward Rate או UFR), שנקבעה על 60 שנה. מנקודת ה-UFR ואילך, הריבית העתידית קבועה. לפירוט אודות התמסורת בין השינויים בעקום הריבית לרכיבי החישוב העיקריים ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023. בהתבסס על מבחני רגישות לריבית שהחברות פרסמו ליום 31 בדצמבר 2023, עלייה של 0.5 אחוז בעקום הריבית (עד לנקודת ה-LLP), צפויה להעלות את יחס כושר הפירעון הכלכלי של החברות הגדולות בין 12 ל-19 נקודות אחוז.

הדיווידנדים, אשר מיתנו את ההשפעות החיוביות שצינו לעיל. התכלות הניכוי לאורך זמן של הגידול בעתודות הביטוח אליו נדרשות חברות הביטוח, פעל גם הוא להורדת יחס כושר הפירעון, בדומה למחצית הקודמת.³⁷ למרות אי-הוודאות המשמעותית בנוגע למשך המלחמה, האפשרויות להחמרה בחזיתות אחרות וההשלכות הכלכליות - נכון לעת הזו לא נצפתה השפעה מהותית של המלחמה על ערעור יציבותן של חברות הביטוח.

חברות הביטוח והשפעת תקן IFRS 17

כאמור, חברות הביטוח שיפרו את איתנותן והציגו נכון למחצית הראשונה של שנת 2024 יחסי כושר פירעון כלכלי ועודפי הון גבוהים יותר בהשוואה לסוף שנת 2023. בתחילת 2025 נכנס לתוקף תקן IFRS 17, המשנה את אופן הדיווח החשבונאי של חברות הביטוח. התקן החדש מאפשר הפרדה ברורה יותר בין תוצאות הפעילות החיתומית לבין תוצאות הפעילות הפיננסית, ובכך מייצר שקיפות גבוהה יותר בנוגע למבנה הרווחיות של חברות הביטוח. ארבע מחמש חברות הביטוח הגדולות דיווחו על יתרות מרווח שרות חוזי (CSM) משמעותיות בהיקף כולל של עשרות מיליארדי שקלים, המשקפות רווחים צפויים עתידיים מחוזי ביטוח קיימים בכפוף לשינויים עתידיים באומדנים ובהנחות.

חשוב להדגיש כי למעט השפעה על חישוב הניכוי לתקופת הפריסה והעתודה למס, השינויים החשבונאיים הנובעים מהתקן החדש אינם צפויים להשפיע מהותית על הערכת היציבות הרגולטורית של חברות הביטוח, שכן זו מתבססת על משטר כושר פירעון כלכלי (סולבנסי 2) שאינו מושפע ישירות מכללי החשבונאות. לפיכך, בעוד שהתקן החדש משפר את יכולת ניתוח הרווחיות של החברות, המדדים הרגולטוריים המשמשים להערכת יציבותן נותרים ללא שינוי.

זרקור ד. איום הסייבר על מערכות תשלומים

קרן המטבע העולמית, IMF, העריכה כי כרבע מתקיפות הסייבר בעולם מכוונות למוסדות פיננסיים.³⁸ מחקר של הקרן העלה, כי גודל, רמת דיגיטליזציה וסיכון גיאופוליטי, מגבירים את הסיכון לתקיפה על מערכת כלשהי. מנגד, חקיקה ברמת המדינה העוסקת בסוגיות סייבר, לרבות השימוש והשמירה של מידע, מקטינה אותו. כמו כן, המחקר העלה כי ריכוזיות הפעילות בסקטור מסוים עלולה להחמיר את פוטנציאל הפגיעה, בעוד שתחליפיות יכולה לשפר את המצב.

³⁷ הניכוי בתקופת הפריסה מתייחס לאחת מחלופות הוראות המעבר לתקינות משטר סולבנסי 2, אשר מאפשרת פריסה הדרגתית של הגידול הנדרש מהחברות בעתודות ביטוחיות מסוימות עד שנת 2032, לחברות אשר קיבלו אישור מרשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון. חברות אשר עתודות הביטוח שלהן גדלו כתוצאה מדרישת אסדרה למעבר למשטר סולבנסי 2, רשאיות לפרוס את הגידול בעתודות אלה בתקופת הפריסה. גובה הניכוי פוחת לאורך זמן, בהתאם לפרק הזמן היחסי עד לסוף תקופת הפריסה, וכן עשוי להשתנות בעקבות חישוב מחדש, בשל שינויים מהותיים שמשפיעים על רכיביו, כמו לדוגמה, שינוי מהותי בעקום הריבית. נכון לדיווח ביוני 2024, בחרו 6 חברות ביטוח מתוך 7 חברות הביטוח המסורתיות (חמש החברות הגדולות ובנוסף החברות איילון והכשרה) בהוראות המעבר של ניכוי עתודות.

³⁸ <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2024/04/16/global-financial-stability-report-april-2024>

התרחבות השימוש בשירותים פיננסיים דיגיטליים מלווה בהגדלת אפשרויות לביצוע מתקפות סייבר עבור גורמים עוינים. אף על פי כן, התועלות הכלכליות והתפעוליות הנובעות מדיגיטליזציה הן רבות, כאשר ניהול סיכוני הסייבר מושג, בין היתר, באמצעות יתירות ותחליפיות של שירותים במערכת הפיננסית.

סוגיה מערכתית מתעוררת נוכח התלות ההולכת וגוברת של המוסדות הפיננסיים המפוקחים בספקי שירותי צד ג', ובפרט בחברות טכנולוגיה. בעוד שספקים אלה אינם נתונים לפיקוח ישיר של הרגולטורים הפיננסיים, על פי רוב, האחריות להבטחת נאותות מעטפת ההגנה בממשק עימם מוטלת על המוסדות הפיננסיים המפוקחים. בשנת 2016 פרסם ה-BIS מסמך עקרונות לבחינת עמידות הסייבר של תשתיות שוק פיננסי, ובשנת 2022 הוא ביצע סקר הערכה לעמידת תשתיות השוק הפיננסי באותם עקרונות³⁹. הסקר כלל 37 תשתיות שוק ולא כלל את ישראל.

הסקר העלה את הממצאים העיקריים הבאים:

- רק מספר קטן של תשתיות שוק פיננסי פיתחו תוכניות תגובה והתאוששות מאירוע סייבר ביעד זמן התאוששות של שעותיים.
- קיימים פערים בתכנון ובבדיקת חוסן הסייבר של תשתיות השוק הפיננסי: רק חלק מהן ביצעו בדיקות חוסן סייבר לאחר שינויים משמעותיים, ורובן ככולן לא ביצעו בדיקות תרחיש משמעותיות.
- גם תשתיות שוק פיננסי שביצעו בדיקות לחוסן הסייבר לא הכלילו ספקי שירותים קריטיים בבדיקות.

עולם הסייבר מתאפיין במגוון רחב של תוקפים, הנבדלים זה מזה במוטיבציה, יכולות ושיטות פעולה. תוקפי סייבר מדינתיים הינם קבוצות מקצועיות הפועלות במימון ובחסות ממשלות, אשר מטרתן ריגול, שיבוש תשתיות קריטיות וקידום אינטרסים גאופוליטיים. האקרים, לעומתם, הינם לרוב יחידים או קבוצות קטנות בעלי מוטיבציות מגוונות, לרוב אמביוולנטיות לתמורות גאופוליטיות, תוך שימת דגש על הוכחת יכולותיהם האישיות – ועל כן גם הם מתאפיינים במנעד רחב של יכולות, לאו דווקא עקביות. האקטיביסטים, עם זאת, הינם בעלי אג'נדה פוליטית שאינם מגובים במימון מדינתי כלשהו, אך המוטיבציות שלהם עלולות להתחבר עם אלו של התוקפים המדינתיים – כמו במקרה של מלחמת "חרבות ברזל" – ומטרותיהם בהחלט משתלבות. האחרונים הם התוקפים הפליליים, להם מטרות כלכליות לרוב, והם בעלי מגוון רחב של יכולות המגובות בכספים של ארגוני פשיעה.

הסיכון הגיאופוליטי אליו חשופה מדינת ישראל מציב אותה כמטרה בעדיפות גבוהה של התקפות סייבר ממגוון מקורות, בדגש על התקפות בגיבוי מדינות עוינות. המוטיבציה של התוקפים נעה החל מריגול, תעשייתי או בטחוני, דרך הישגים תודעתיים וכלה בפגיעה של ממש במרקם החיים הרגיל בישראל.

מתקפות סייבר על מערך התשלומים במדינה עלולות לפגוע ביציבות הפיננסית במשק, באופן משתנה בהתאם לעוצמתן והצלחתן, בכמה דרכים:

³⁹ Monitoring of the PFMI: Level 3 assessment on Financial Market Infrastructures' Cyber Resilience, BIS

- **שיבוש הפעילות הכלכלית:** מצב שבו בתי עסק לא יכולים לכבד תשלומים עקב פגיעה בשירות הניתן על ידי כרטיסי חיוב, או תרחיש של פגיעה במערכת תשלומים המובילה לעיכוב בהעברת משכורות, הם דוגמאות לשיבושים בפעילות הכלכלית. שיבושים אלו עלולים להוביל לתהליך מדורג של עיכובים ופגיעות נוספות במערכת הפיננסית בכללותה.
 - **פגיעה באמון הציבור:** ירידה באמון של ציבור המשתמשים במערכות דיגיטליות במשק. חשש של הציבור משימוש באמצעי תשלום דיגיטליים, או פגיעה בתדמית של ישראל כמדינה מתקדמת טכנולוגית ובטוחה לעסקים. פגיעה ממשית, או ריבוי של פגיעות ברצף מתמשך, עלולים גם להרתיע משקיעים זרים ולפגוע במעמדה הבינלאומי של ישראל.
 - **פגיעה בתוצר:** גניבת כספים והונאות שבאים לידי ביטוי בהפסדים פיננסיים ליחידים, לעסקים ולבנקים בטווח המיידי, ועלייה בפרמיות ביטוח ועלויות אבטחה גבוהות יותר בטווח הארוך, עלולים לגרום לנזק כלכלי ממש. זמינות מערכות תשלומים – אבן יסוד בהגנת סייבר
- זמינות (Availability) מערכות התשלומים חיונית לשמירה על רציפות תפקודית של המשק והמגזר הפיננסי. זמינות מתייחסת ליכולת של מערכת תשלומים להיות נגישה ופעילה עבור לקוחות ושותפים במהלך יום עסקים. פגיעה בזמינות מערכות התשלומים, אפילו לזמן קצר, עלולה לגרום לשיבושים נרחבים בפעילות עסקית, לעיכוב תשלומים חיוניים ולפגיעה בשרשרת האספקה. במערכות תשלומים רבות, כגון מערכות סליקה בזמן אמת (RTGS), יש חשיבות קריטית לזמן התגובה בעת כשל. עיכובים בעיבוד עסקאות עלולים לגרום להפסדים פיננסיים ולפגוע באמון הציבור. כיוון שמערכות התשלומים משרתות מיליוני משתמשים מדי יום, שיבוש בזמינות מערכות התשלומים עלול לגרום לבלבול ותסכול רב בקרב המשתמשים.
- מספר איומי ייחוס בתחום הסייבר עלולים להשפיע על זמינות מערכות התשלומים במשק:
- **מתקפות DDoS:** אחת השיטות הנפוצות ביותר לפגיעה בזמינות היא מתקפת מניעת שירות מבוזרת - Distributed Denial of Service (DDoS). מתקפה זו מציפה את מערכת היעד בכמות עצומה של בקשות, ומעמיסה על השרתים עד לקריסתם. מתקפות DDoS הן קלות יחסית ליישום.
 - **השבתת שרתים:** תוקפים עלולים לנסות להשבית שרתים קריטיים במערכת התשלומים באמצעות ניצול חולשות או התקנת נזקות. השבתת שרתים תמנע גישה למערכת ותשבש את פעילותה.
 - **שיבוש רשתות תקשורת:** פגיעה בתשתיות התקשורת המשמשות את מערכת התשלומים עלולה למנוע העברת נתונים ולשבש את זרימת העסקאות.
- שנת 2024 התאפיינה בהתגברות פעילות סייבר עוינת כלפי המערכת הפיננסית בישראל. במהלך השנה נצפו מספר אירועי סייבר שגרמו להפרעות זמניות במערך התשלומים, בעיקר באמצעות מתקפות מניעת שירות (DDoS) על תשתיות קריטיות. ברבעון האחרון של השנה זוהתה פעילות מוגברת שכללה ניסיונות מקדימים

לאיסוף מודיעין (reconnaissance) על מערכות שב"א ומוסדות פיננסיים נוספים, אשר הובילה למספר שיבושים בפעילות השוטפת של מערכות התשלומים אשר היו מוגבלים מאד בהיקף הנזק הכלכלי שנגרם. המערכת הפיננסית בישראל פועלת באופן שוטף להעצמת החוסן הקיברנטי של תשתיות התשלומים הקריטיות. שיתוף הפעולה בין הרגולטורים הפיננסיים, גופי הביטחון, מערך הסייבר הלאומי והמוסדות הפיננסיים, מאפשר התמודדות מערכתית עם האתגרים המתפתחים בזירת הסייבר, תוך שמירה על רציפות תפקודית של מערכות התשלומים ויציבות המערכת הפיננסית.

4. תרחישי סיכון

הניתוח של המערכת הפיננסית מתבסס על הסביבה הכלכלית הנוכחית. בנוסף על כך, חשופה המערכת הפיננסית לתרחישי הסיכון שרלוונטיים לתקופה ובהינתן ערוצי החשיפה לסיכון ועוצמת פגיעותם. הבחירה וההערכה של הסיכוי להתממשותם של תרחישי סיכון המוצגים להלן כרוכים בשיקול דעת סובייקטיבי ומושפעים מההתפתחויות הנוכחיות של גורמי הסיכון שמתהווים בישראל ובמדינות המפותחות כפי שהם מוצגים בסקירות של המוסדות הבין-לאומיים בעולם.

4.1 תרחיש סיכון עיקרי מקומי

תרחיש של החרפה והתארכות הלחימה - עלול להוביל לפגיעה נוספת שנובעת מגיוסם של כוחות מילואים, מפגיעה בתעסוקה, מגידול בהוצאות הביטחון, מהתגברות העיצומים הבינלאומיים, ועוד. זאת כאשר נקודת הפתיחה פחות טובה מנקודת הפתיחה ערב הלחימה. ערוץ הסיכון שייפגע באופן ישיר בתרחיש כזה יהיה ערוץ המאקרו, כאשר דרכו תיתכן פגיעה נוספת הן בערוץ מחירי הנכסים והן בערוץ האשראי.

4.2 תרחיש סיכון עיקרי גלובלי

הרעה בצמיחה העולמית ועלייה באינפלציה על רקע אי-ודאות מאקרו-כלכלית ונסיגה ממדיניות הגלובליזציה הצפויה של ארה"ב. דוח היציבות הפיננסית העולמית, ה-GFSR, שפורסם באוקטובר מציף את הסיכון של חוסר הוודאות המאקרו-כלכלית והשפעותיה על הפעילות הפיננסית והכלכלית – עלייה בתנודתיות והחרפה של ירידות בשווקים הפיננסיים, לצד דחייה של צריכה (ירידה בביקוש) ושל השקעה (ירידה בהשקעות) ואף ירידה בהיצע האשראי. התוצאה עלולה להיות פגיעה בצמיחת התוצר העולמי. לצד סיכון אי-הוודאות, מעלה הדוח סיכונים נוספים לצמיחה העולמית - תחזית לירידת קצב הצמיחה בסין וירידת מחירים נוספת בשוק הנדל"ן המסחרי בחו"ל. יצוין, כי הדוח של קרן המטבע העולמית התפרסם לפני הבחירות בארה"ב. ההכרזות על מדיניותו הכלכלית של הממשל החדש בארה"ב מגדילות את הסיכון לצמיחה העולמית ולעליית מחירים בטווח הזמן הקצר, על רקע הכוונה להטיל מכסים על יבוא ומגבלות סחר.

תיבה 1. שיעורי החזר והשפעת הרפורמה בהליכי חדלות פירעון: ניתוח אמפירי

- הרפורמה בהליכי חדלות פירעון, שנכנסה לתוקף בספטמבר 2019, הובילה לירידת שיעור ההחזר, המוגדר כיחס בין הערך הנוכחי של תשלומים עד לקבלת הפטר, לבין היקף החוב המאושר בבית המשפט.
- שיעור ההחזר נקבע בעיקרו על בסיס יכולת ההחזר של החייב. ייתכן, כי קיצור משך ההליך, המהווה רכיב מרכזי ברפורמה, ללא גידול מספק בתשלומים החודשיים, הוביל לירידה בשיעור ההחזר הכולל.

מבוא, רקע משפטי ועדויות אמפיריות

שיעור החזר (Recovery Rate) מוגדר כיחס בין הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים המתקבלים מהחייב לבין סך החוב המקורי. לאינדיקטור זה ישנה השפעה על הפעילות הכלכלית, ובפרט על היצע האשראי. הריביות, הנקבעות ללווה על בסיס סיכון האשראי, מושפעות מהערכות לשיעור ההחזר לצד ההסתברות לחדלות פירעון. ככל ששיעורי ההחזר גבוהים יותר במקרים בהם התממש הסיכון והלווה כשל בהחזרי ההלוואה, ההפסד הפוטנציאלי של נותני האשראי נמוך יותר.

בספטמבר 2019 נכנס לתוקף "חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי תשע"ח-2018", המציב כיעדים מרכזיים את שיקומו הכלכלי של החייב, הגדלת שיעור החזר החוב לנושים, הגברת היציבות והוודאות המשפטית, וייעול ההליכים הבירוקרטיים. בתיבה זו אנו בוחנים את השפעת הרפורמה על שיעורי ההחזר, ומאפיינים שונים של החובות, הנושים והתשלומים החודשיים עד קבלת הפטר.⁴⁰

הספרות המחקרית מעידה על קשר מובהק בין יעילות הליכי חדלות הפירעון לבין הביצועים הכלכליים, כפי שנמדד באמצעות מדד ה"יד הרכה".⁴¹ הממצאים האמפיריים מראים, כי יעילות גבוהה יותר בהליכים, המתבטאת בזמן קצר יותר, עלויות נמוכות ושיעורי החזר גבוהים, מובילה לזמינות אשראי גבוהה יותר ויחס השקעה-תוצר משופר.

המחקר של Agarwal et al. (2003) בחן את שיעורי ההחזר בחובות כרטיסי אשראי, ומצא, כי שיעור ההחזר הממוצע עומד על כ-25%.⁴² בנוסף, הממצאים האמפיריים הבינלאומיים מראים, כי שיעור ההחזר הממוצע המבוסס על מדגם של 90 מדינות בין השנים 2004-2017, עומד על 33.12 סנט לדולר. יחד עם זאת, סביב ממוצע זה יש שונות ניכרת בין המדינות, הנעה בין 7.33 סנט ל-75.91 סנט. בהקשר הישראלי, מחקרה של נדיב (2023)

⁴⁰ קבלת הפטר היא העת שהשופט קובע כי החייב עמד בצו התשלומים במלואו והוא פטור משארית החוב שאושר ע"י בית המשפט.

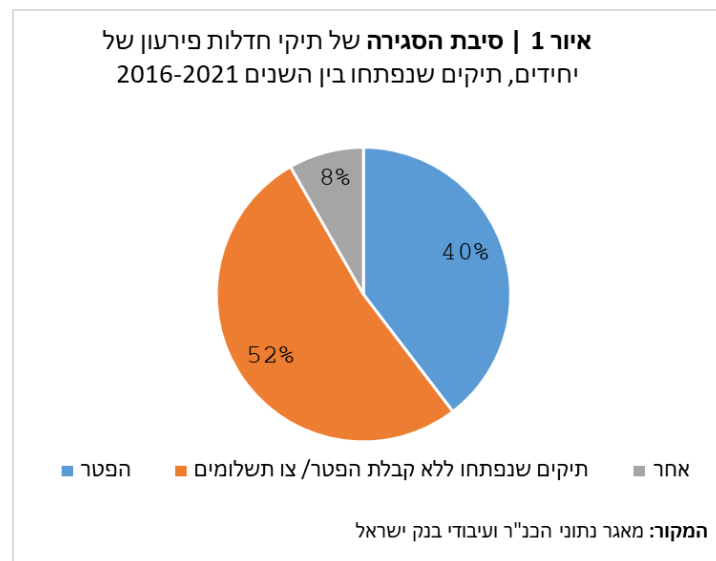
⁴¹ מדד "היד הרכה" (Leniency Index) הוא מדד שמשקף את מידת הנוחות או הגמישות של מערכת חדלות הפירעון כלפי החייבים. המדד נבנה מתוך מספר מרכיבים. ראו נייר של אופיר, ברזני ושטיין (2023) המחשב את מדד "היד הרכה" עבור ישראל.

⁴² בהקשר של כשל במשכנתאות, Qi and Yang (2009) סיפקו תובנות מעניינות לגבי שיעורי ההחזר במשכנתאות למגורים. מחקרם, שניתח נתונים מפאני מיי ופרדי מק, מצא, כי שיעורי ההחלמה במשכנתאות שכשלו עמדו בממוצע על כ-65%, עם שונות משמעותית בהתבסס על יחסי הלוואה לשווי ותנאי שוק הדיור המקומי.

מצא, כי שיעור ההחזר הממוצע עומד על-23% בתיקי חדלות פירעון, בהתבסס על נתונים מתקופה שברובה קדמה ליישום החוק החדש.⁴³

המחקר הנוכחי מתבסס על ניתוח נתונים פרטניים לא מזוהים של תיקי פשיטות רגל/חדלות פירעון, הכוללים מידע על היקף החוב המאושר, סוגי נושים, גובה התשלום החודשי, ומספר התשלומים עד לקבלת ההפטר בשנים 2016 ועד 2021. ניתוח זה מאפשר הערכה מדויקת יותר של שיעורי ההחזר שנקבעו תחת שני חוקים שונים – פשיטות רגל עד ספטמבר 2019 וחדלות פירעון לאחר מכן.

מאפייני סגירת התיקים



מניתוח מאפייני התיקים שנסגרו עולה, כי שיעור התיקים שהסתיימו בקבלת הפטר בשנים 2016-2021 עמד על כ-40% מכלל התיקים⁴⁴, ונשאר ללא שינוי משמעותי בין שתי התקופות - לפני ואחרי הרפורמה. איור 1 מציג ממצא זה ומדגיש, כי מרבית החייבים המתחילים בהליך אינם מקבלים הפטר מחובותיהם, גם לאחר יישום הרפורמה. ההליך המשפטי של התיקים מתחלק לשתי תקופות מרכזיות:

1. תקופת הביניים: מתחילה במתן צו לפתיחת הליכים ומסתיימת במתן צו התשלומים. בתקופה זו הנאמן (הממונה מטעם בית המשפט לבחינת התיק) בוחן את מכלול חובות החייב, נכסיו ויכולת עמידתו בהחזרים, כאשר בית המשפט קובע תשלום חודשי זמני, המתעדכן בהתאם להתפתחויות בבדיקת מצבו הכלכלי של החייב והתקדמות בבחינת חובותיו.
2. תקופת התשלומים: מתחילה עם מתן צו התשלומים ומסתיימת במתן ההפטר, בהתאם לתוכנית התשלומים שנקבעה על ידי בית המשפט.

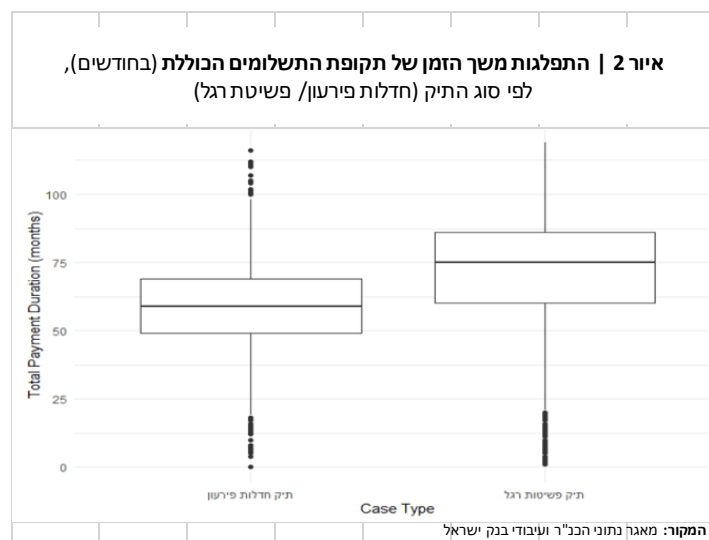
⁴³ בשונה מעבודה זו, המחקר של נדיב נבנה על מדגם סטטיסטי המבוסס על תיקי חדלות פירעון שהסתיימו בשנים 2018, 2019 ו-2020. כלומר, הממצאים מבוססים ברובם על תיקי חדלות פירעון שנפתחו תחת החוק הישן.

⁴⁴ חישוב שיעור התיקים שנסגרו בהפטר כולל גם תיקים שנסגרו בהפטר לאלתר, בהתאם לסעיף 167(א) לחוק, הקובע כי בית המשפט לא יטיל חובת תשלומים על יחיד שבושר השתכרותו אינו עולה על דמי המחיה.

רק החייבים שהצליחו לעמוד בתשלומים שנקבעו עבורם בשתי תקופות התשלומים, יקבלו הפטר מחובותיהם שאושרו בתחילת ההליך בבית המשפט.

מאפייני החוב, גובה התשלומים, וסוגי הנושים⁴⁵

בחלק זה נציג נתונים סטטיסטיים על סכומי החובות, התשלומים וסוגי הנושים השונים בתיקים שנפתחו לפני ואחרי הרפורמה. גובה החוב החציוני בתקופה שטרם יישום הרפורמה עמד על כ-250,000 שקל, ובתיקים שנפתחו לאחר יישום הרפורמה, גובה החוב החציוני בתיק עלה ועמד על כ-320,000 שקל. אחת הסיבות האפשריות לתופעה זו, היא שינוי במאפייני התיקים שנפתחו בתקופה זו. הרפורמה, שהגדילה את התמריצים לפתיחה בהליכים, ככל הנראה הגדילה את הכדאיות של החייבים בעלי חובות גבוהים יותר לפתוח בהליכי חדלות פירעון. הסבר אפשרי נוסף הוא תקופת משבר הקורונה שהחל כבר בחודש מרץ 2020, מיד לאחר יישום הרפורמה, שייתכן והשפיעה על מאפייני החובות והחייבים שפתחו בהליכי חדלות פירעון.



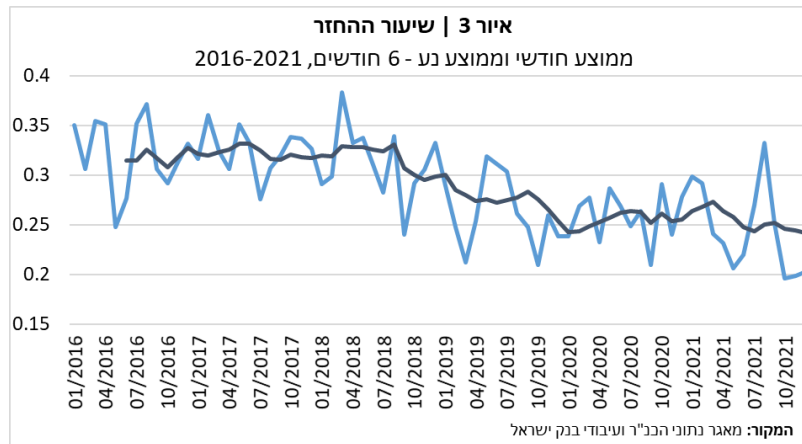
סוגי הנושים הכלולים בתיקים הם: הבנקים, שהם הנושים המרכזיים עם כ-50% מסך החובות המאושרים; נושים תאגידיים, שמחזיקים ב-25%-30% מסך החובות; רשויות המדינה והרשויות המקומיות שמהוות כ-10% מהחוב. משקלם של החובות לנושים הפרטיים היה קטן ואף הצטמצם לאחוזים בודדים במהלך תקופת המדגם.

ניתוח השוואתי של משך הזמן של ההליכים

מצביע על הבדלים מובהקים בין התיקים שנפתחו תחת החוק החדש, המגביל את משך ההליך לשלוש שנים, לבין אלו שנפתחו תחת פקודת פשיטת הרגל (איור 2). הזמן החציוני בתיקי חדלות פירעון תחת החוק החדש עומד על 60 חודשים (מעל התקופה שנקבעה בחוק), לעומת 75 חודשים בתיקי פשיטת רגל תחת החוק הישן. יתרה מכך, בעוד שתחת החוק החדש, מחצית מהתיקים מקבלים הפטר עד 60 חודשים, תחת פקודת פשיטת הרגל רק כרבע מהתיקים קיבלו הפטר עד 60 חודשים.

⁴⁵ בניתוח זה אנו משתמשים בנתונים פרטניים לא מזהים ממאגר נתוני הכ"ר שנפתחו במהלך השנים 2016-2021, 2023. נתונים אלו כוללים מידע על בסיס תאריכי סטטוס התיק לפי שלביו: הגשת הבקשה לפתיחת הליכים; קביעת סכומי התשלומים החודשיים ששולמו בתקופה הביניים, לפני מתן הצו לשיקום כלכלי; קביעת צו לשיקום כלכלי והתשלום החודשי שנקבע בצו; ומועד סגירת התיק. חשוב לציין, כי נתוני הסכום החודשי בצו התשלומים אינם מלאים, ובחלק מהתיקים לא נרשם מועד ההפטר.

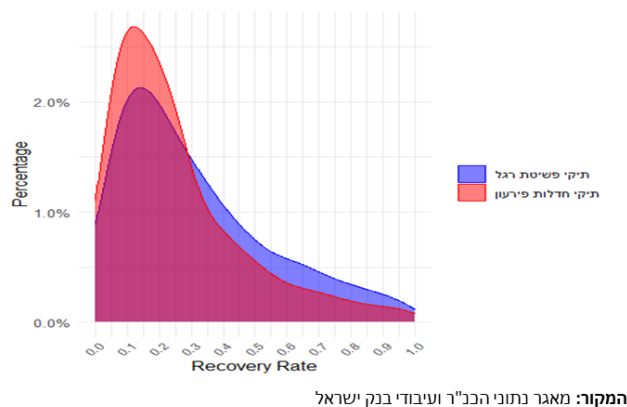
הנתונים מלמדים, כי סכום התשלום החודשי וסכום החוב בתיקים שנפתחו תחת חוק חדלות פירעון, עלו בשיעור דומה לאלה שנפתחו תחת פקודת פשיטת רגל לאחר יישום הרפורמה. אולם, מכיוון שהתקצר משך זמן ההליך עד לקבלת הפטר ומספר התשלומים ירד, שיעור ההחזר ירד בהתאמה.



ניתוח ההתפתחות שיעורי ההחזר

בחינת שיעורי ההחזר⁴⁶ בממוצע חודשי מצביעה על ירידה מרמה ממוצעת של 31% טרם הרפורמה ל-25% לאחר יישומה (איור 3). ממצא זה מדגיש, כי על אף שגובה התשלום החודשי עלה, קיצור משך הזמן של ההליכים מהווה את אחד ההסברים העיקריים לירידת שיעור ההחזר. במילים אחרות, העלייה בתשלומים החודשיים לא הצליחה לפצות על ההשפעה של קיצור משך תקופת התשלומים.

איור 4 | התפלגות שיעור ההחזר, לפני ואחרי הרפורמה



התפלגות שיעורי ההחזר, כפי שמוצגת באיור 4, מציגה את השינוי בצורת ההתפלגות בעקבות הרפורמה. הירידה בשיעורי ההחזר מתבטאת בעיקר בצמצום משמעותי של מספר התיקים בעלי שיעורי החזר גבוהים, במקביל לעלייה בשכיחות התיקים עם שיעורי החזר נמוכים, תוך הסטת ההתפלגות מעט שמאלה. נציין, כי אחת ממטרותיו של חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, היא השאת פירעון החוב הגבוה ביותר לנושים.

ממצא זה מהווה אינדיקציה לכך שעל בסיס המדגם בניתוח זה, נראה כי מטרה זו לא הושגה.

דפוסי החזר לפי מאפייני החוב

בבחינת שיעור ההחזר בקבוצות שונות של תיקים המחולקות לפי גובה החוב וסוגי הנושים עולה, כי הירידה הנצפית בשיעורי ההחזר לאחר הרפורמה ניכרת במגוון חתכים. שיעורי ההחזר הגבוהים ביותר נצפים בשני

⁴⁶ החישוב מתבסס על היחס בין סכום התשלומים לסך החובות, ללא היוון, נוכח יציבות יחסית בשיעורי הריבית לאורך תקופת המדגם. על פי נתוני החשב הכללי, בשנים 2016-2021 נעה ריבית החשב הכללי בין 1.6%-1.75%, ריבית האחסורים בהעברות כספים מהמערכת הבנקאית נעה בין 6.1%-6.25%, וריבית הפיגורים הצמודה נעה בין 7.5%-7.6%.

מקרים עיקריים: (א) חובות בהיקף הנמוך מ-250 אלף שקל, ו-(ב) חובות שבהם המערכת הבנקאית היא הנושה הבלעדי.

בבחינת היקפי החוב לאחר הרפורמה עולה תמונה מעורבת (לוח 1): בעוד שברוב החתכים נרשמה עלייה בגובה החוב הממוצע, בקבוצת התיקים בעלי חוב גבוה, נרשמה ירידה מתונה בגובה החוב הממוצע. בנוסף, בתיקים בהם הבנקים הם הנושים היחידים, חלה ירידה משמעותית בגובה החוב. העלייה בהיקף החוב לאחר הרפורמה.

לוח 1 | סטטיסטיקה תיאורית ומקדם המתאם בין שיעור ההחזר לבין גובה החוב, שתי תקופות - לפני ואחרי הרפורמה, לפי מאפייני חוב נבחרים

מקדם המתאם בין שיעור ההחזר לבין גובה החוב (באחוזים)	ממוצע				קבוצת התייחסות
	שיעור ההחזר	מספר תשלומים	תשלום חודשי	חוב (אלפי שקל)	[מספר התיקים]
לפני הרפורמה					
-26	31	73	1,062	533	כלל התיקים [2,881]
-24	19	76	1,250	899	תיקים בעלי חובות גבוהים [1,486]
-45	45	70	865	141	תיקים בעלי חובות נמוכים [1,385]
-46	27	72	1,197	748	מרבית החוב לנושים לא בנקאיים ** [115]
-35	34	70	873	359	נושים בנקאיים בלבד [142]
אחרי הרפורמה					
-30	25	60	1,779	601	כלל התיקים [1,613]
-30	17	63	2,038	865	תיקים בעלי חובות גבוהים * [1,019]
-45	40	56	1,326	155	תיקים בעלי חובות נמוכים * [604]
-24	21	63	1,816	1,315	מרבית החוב לנושים לא בנקאיים ** [58]
-48	29	55	1,268	240	נושים בנקאיים בלבד [66]

* חובות גבוהים או נמוכים מסכום של 250,000 שקל; ** החובות הבנקאיים מהווים עד 10% מסך החוב.

ניתן לראות בלוח 1, כי הירידה בשיעור ההחזר בעקבות הרפורמה מתרחשת במספר חתכים שונים, כאשר שיעורי ההחזר הגבוהים יחסית נקבעים בתיקים בהם החובות קטנים מ-250 אלף שקל, וכן בתיקים בהם הנושים הם בנקאיים בלבד. עוד ניתן לראות בלוח, כי ממוצע החובות גדל אחרי הרפורמה במרבית החתכים השונים, מלבד בקבוצת התיקים בעלי חובות גדולים, בהם ממוצע החוב ירד במעט, וכן גם בתיקים בהם הבנקים הם הנושים היחידים. בתיקים אלו ממוצע החוב ירד באופן משמעותי.

כדי ללמוד את הגורמים המשפיעים על שיעור ההחזר, בחנו את שיעור ההחזר ביחס לסכום החוב. ניתן לראות בלוח 1, כי קיים קשר שלילי בין שיעור ההחזר לגובה החוב, הן לאחר הרפורמה והן לפני. בפרט, אנו מזהים כי

בחלוקת התיקים על בסיס היקף החוב, הקשר בינם אינו דומה, כאשר מקדם המתאם בין שיעור ההחזר לבין גובה החוב חזק יותר בתיקים בעלי חוב נמוך. ממצאים אלו מהווים אינדיקציה לכך, שהתשלומים שנקבעו לחייב בבית המשפט נקבעים בעיקר על בסיס יכולת ההחזר של החייב, ולכן שיעור ההחזר יורד ככל שסך החוב גדול יותר.

השלכות הרפורמה ומסקנות מדיניות

השינויים המבניים שהתרחשו בעקבות הרפורמה שנכנסה לתוקף בספטמבר 2019 מצביעים על שיעורי החזר נמוכים יותר, ירידה שעשויה להשפיע רבות על פרמיית סיכון האשראי הגלומה בריביות על הלוואות. נציין, כי העלייה בתשלום החודשי שנקבע בצו התשלומים לא הצליחה לפצות על הירידה במספר התשלומים הכולל, ושיעור ההחזר הממוצע ירד מ-31% ל-25%. לירידה זו עשויה להיות השפעה ארוכת טווח על היצע האשראי. הריביות, הנקבעות ללווה על בסיס סיכון האשראי, מושפעות מהערכות לשיעור ההחזר לצד ההסתברות לחדלות פירעון.

הממצאים מעידים, כי הרפורמה השיגה את יעדיה בהגברת הנגישות והיעילות של הליכי חדלות הפירעון, אך במחיר של שיעורי החזר נמוכים יותר. בשל כך, מומלץ כי קובעי המדיניות ישקלו התאמות רגולטוריות שיבטיחו את האפקטיביות של החקיקה הן מנקודת מבטם של החייבים והן מנקודת מבטם של הנושים.

ביבליוגרפיה

- אופיר, ברזני ושטיין (2023) – חדלות פירעון של יחידים: אשראי צרכני, מחזור העסקים ומדד "היד הרכה", ניירות לדיון של חטיבת המחקר, 2023-07.
- Acosta-Ormaechea S, Morozumi A. (2023) "Bankruptcy costs, idiosyncratic risk, and long-run growth", *Macroeconomic Dynamics*, 2023;27(7).
- Agarwal, S., Liu, C., & Mielnicki, L. (2003), "Exemption Laws and Consumer Delinquency and Bankruptcy Behavior: An Empirical Analysis of Credit Card Data", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 43(2).
- Qi, M., & Yang, X. (2009), "Loss Given Default of High Loan-to-Value Residential Mortgages", *Journal of Banking & Finance*, 33(5).