

פרק ד'

התפתחות מקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי

- עליית ריבית בנק ישראל הביאה לגידול עלויות המימון במשק. כתוצאה מכך נרשמה התמתנות בקצב הגידול של האשראי העסקי ושל האשראי למשקי הבית, שהתעצמה ברבעון הרביעי של השנה על רקע פרוץ מלחמת "חרבות ברזל".
- בהתפתחות החוב העסקי לבנקים ניכר הבדל בין העסקים הגדולים לקטנים במהלך השנה: גידול האשראי לעסקים הגדולים אמנם התמתן, אך נותר גבוה, ואילו האשראי לעסקים הקטנים והזעירים לא גדל, ואף הצטמצם.
- התמתנות הגידול של האשראי הבנקאי לעסקים הגדולים לוותה בהתמתנות מסוימת של היקפי הגיוסים בשוק ההון, אך אלו נותרו ברמה גבוהה ביחס לעבר.
- ענף הבינוי והנדל"ן המשיך להוביל את צמיחת תיק האשראי הבנקאי ואת הגיוסים בשוק ההון. על רקע ירידה במכירת הדירות, צורכי המימון של חברות הבינוי גדלו.
- היקף הנפקת המניות ירד השנה בשיעור ניכר. כמו כן, לאחר מספר שנים שבהן בלט היקף ההנפקות החדשות (IPOs), בשנת 2023 רק חברה אחת הנפיקה את מניותיה לציבור. במקביל נמשך צמצום הגיוסים של חברות ההיי-טק מקרנות הון-סיכון בישראל ובעולם, מגמה שנצפתה גם בשווקים המובילים בעולם.
- האשראי לדיור גדל השנה בשיעור מתון, לצד ירידה של מספר העסקאות לרכישת דירה, והאשראי הצרכני הצטמצם לאחר עלייה מתמשכת מתחילת שנת 2021. הירידה באשראי הצרכני התבטאה בעיקר בצמצום של האשראי מהמוסדיים, בפרט של האשראי החדש, ובעלייה בפדיונות של הלוואות קיימות על רקע עליית הריבית.
- כדי לצמצם את הפגיעה הכלכלית של מלחמת "חרבות ברזל" במגזר העסקי ובמשקי הבית ולתמוך בהיצע האשראי נקטו הממשלה ובנק ישראל מספר צעדים לעידוד מתן אשראי ולהקלה בתנאי האשראי.

1. מבוא והתפתחויות העיקריות

פרק זה עוסק בניתוח השינויים במקורות המימון של משקי הבית והעסקים (המגזר הפרטי הלא-פיננסי) בישראל. המימון משמש את משקי הבית ואת המגזר העסקי לצריכה והשקעה, ומכאן חשיבותו הרבה לפעילות הכלכלית. הפרק מתאר את השינויים המרכזיים שחלו בחוב של המגזר הפרטי בשנת 2023 על רקע העלאות ריבית בנק ישראל, חוסר הוודאות סביב תהליך החקיקה המשפטית ומלחמת "חרבות ברזל" שפרצה ברבעון הרביעי של השנה. בשנת 2023 הוסיף בנק ישראל להעלות את הריבית המוניטרית, מ-3.25% בסוף 2022 ל-4.75% בחודש יוני,¹ ושיעור זה נותר בעינו עד סוף השנה². העלאות הריבית המוניטרית אפיינו את מרבית המדינות המפותחות בעולם (הרחבה בפרק ג'), מצב שהביא להידוק התנאים הפיננסיים בישראל ובעולם.

לאחר ירידות של מחירי הנכסים הפיננסיים בעולם בשנת 2022 על רקע עליית הריביות והחששות הגיאו-פוליטיים כתוצאה ממלחמת רוסיה-אוקראינה, בשנת 2023 היה תיקון ונרשמו עליות מחירים, וזאת על אף המשך ההידוק המוניטרי. שוק המניות הישראלי הציג ביצועי חסר בהשוואה לעולם, על רקע חוסר הוודאות סביב השלכות החקיקה המשפטית ופרוץ מלחמת "חרבות ברזל" בחודש אוקטובר. בשנת 2023 כולה עלו מחירי המניות בישראל בשיעור של כ-4%, לעומת עליות דו-ספרתיות של מרבית מדדי המניות המרכזיים בעולם. בשוק האג"ח הקונצרניות המקומי נרשמו בסיכום שנתי עליות שערים גבוהות יחסית לעבר, גבוהות אף מאלה של מדדי המניות. בהשוואה לעולם נרשמו גם בשוק זה ביצועי חסר.

עליית ריבית בנק ישראל תורגמה לגידול עלויות החוב והשפיעה על מקורות המימון במשק: יתרת האשראי לעסקים הקטנים והזעירים הצטמצמה, וקצב הגידול של האשראי לעסקים הגדולים התמתן, אך נותר גבוה. צמצום היצע האשראי לעסקים הקטנים בא לידי ביטוי בסקר המגמות בעסקים: זה הצביע על עלייה בקושי של העסקים הקטנים לגייס אשראי בנקאי וחוץ-בנקאי. לעומתם העסקים הגדולים לא דיווחו על עלייה בקושי זה בסיכום השנה. ייתכן שההבדל בהתפתחות החוב בין העסקים הגדולים לקטנים נובע גם מהבדל במידת יציבותו של הביקוש לאשראי, תוצאת שוני באופיה של הפעילות: עסקים גדולים מנהלים לרוב פרויקטים ארוכי טווח, ועל כן פעילותם רגישה פחות לשינויים במחירים, במספר העובדים וכדומה, מה שכנראה מקטין את הגמישות בהיקפי המימון שלהם.

עליית הריבית במשק, שהעלתה את עלות האשראי לחברות, לוותה בהאטה של גידול ההשקעה במשק בהשוואה לשנים הקודמות (כפי שמתואר בפרק ב'). עליית הריבית גם הפחיתה את הביקוש לצריכה והגדילה את הביקוש לחיסכון, מה שתרם לגידול האיטי מאוד של הצריכה הפרטית ולהמעטה במימון צריכה באשראי. תמריץ זה להגדלת החיסכון, יחד עם המשך הגידול של ההכנסה הפנויה, מסבירים את המשך גידולו של החיסכון הפרטי.

בגלל התייקרות האשראי ועליית נטל החוזר היה קצב גידולו של האשראי לדיור נמוך במיוחד בהשוואה לשנים קודמות, וכך ירד מספר העסקאות לרכישת דירה. ירידה זו, לצד עלייה במלאי הדירות שבבנייה וירידה של מחירי הדירות (הרחבה בפרק ח'), תומכת בהערכה שירידת מספר העסקאות נובעת מהאטה בביקוש לדירות. במקביל להתמתנות הגידול של האשראי לדיור הצטמצם האשראי שלא לדיור: מלבד הימנעות מנטילת חוב נוסף לשם צריכה כלשהי, חלק ממשקי הבית גם הקטינו חוב קיים באמצעות פירעון מוקדם (מלא או חלקי) של חובות שנלקחו בעבר. (להרחבה ראו תיבה ד'-2).

¹ לאחר שבשנת 2022, החל מחודש אפריל, עלתה הריבית בחדות מ-0.1% ל-3.25%.

² בחודש ינואר 2024 הוריד בנק ישראל את הריבית ל-4.5%.

מלחמת "חרבות ברזל", שפרצה בתחילת הרבעון הרביעי של השנה, העצימה את המגמות שתוארו לעיל: נרשם קצב גידול נמוך באשראי לעסקים הבינוניים, כפי שהיה ברבעון השלישי, האשראי לעסקים הגדולים הצטמצם, לאחר התמתנות הדרגתית בקצב גידולו לאורך השנה, והעמיקה הירידה באשראי לעסקים הקטנים והזעירים. כמו כן, במקביל לעליית המרווחים על רקע המלחמה, נצפתה ירידה משמעותית בהנפקות האג"ח, בעיקר בדירוגים הנמוכים יותר. גם מגמות ההתמתנות באשראי למשקי הבית התעצמו – הן באשראי לדיור והן באשראי שלא לדיור. כדי לצמצם את הפגיעה הכלכלית של המלחמה במגזר העסקי ובמשקי הבית נקטו הממשלה ובנק ישראל מספר צעדים לעידוד מתן אשראי ולהקלה בתנאי האשראי.³ על רקע צעדים אלה, עסקים ומשקי בית דחו תשלומים של פירעון הלוואות, ועסקים (בעיקר קטנים וזעירים) פנו, נוסף על תמיכה בנקאית, לקבלת אשראי מקרנות בערבות המדינה. דרך מתווי הסיוע השונים ניתן לעסקים קטנים וזעירים אשראי בגובה של כעשרה מיליארד שקלים עד סוף חודש פברואר 2024 – כ-9% מהאשראי שניתן להם בחודשים נובמבר 2023 - פברואר 2024. כתוצאה מתוכניות אלו, אשר עודדו העמדת אשראי בריבית נמוכה, ירדה גם הריבית על האשראי לעסקים הקטנים והזעירים.

לוח 1: התפלגות החוב של המגזר הפרטי הלא פיננסי, 2021 עד 2023
יתרות לסוף תקופה, מיליארדי ₪, מחירים שוטפים

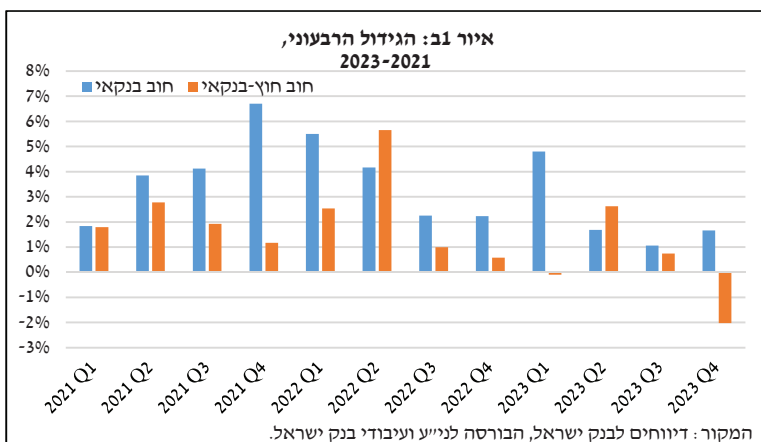
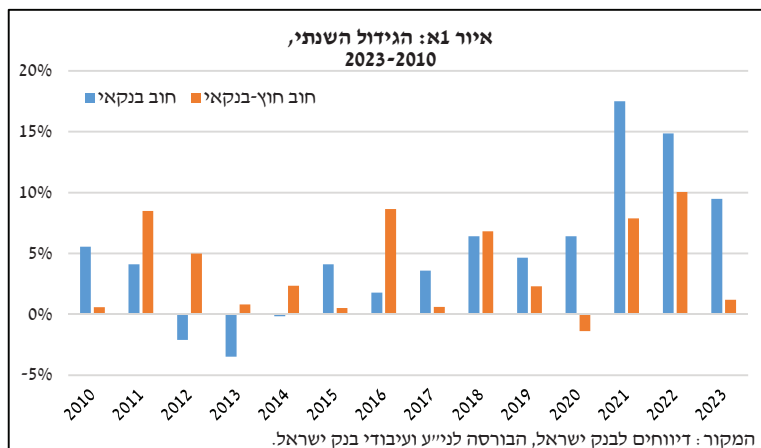
יתרה לסופי רביע			יתרה לסופי תקופה				
31/12/2023	30/09/2023	30/06/2023	31/03/2023	2023	2022	2021	
2,103	2,104	2,084	2,052	2,103	2,016	1,794	החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי (1+2)
1310	1310	1298	1271	1310	1240	1102	1. החוב של המגזר העסקי
721	709	702	690	721	658	573	אשראי מהבנקים
278	278	273	265	278	263	235	אג"ח סחיר בישראל
121	122	122	118	121	119	112	אג"ח לא סחיר והלוואות לא בנקאיות
400	400	396	383	400	383	348	אשראי חוץ בנקאי מקומי
189	201	201	199	189	199	181	אשראי מחו"ל
793	794	786	781	793	775	692	2. החוב של משקי הבית
568	563	556	549	568	543	477	אשראי לדיור
226	231	230	231	226	233	215	אשראי שלא לדיור
השינוי במהלך הרביע			השינוי במהלך התקופה				
0.0	0.9	1.6	1.8	4.3	12.3	12.9	החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי (1+2)
0.0	0.9	2.1	2.5	5.6	12.5	12.7	1. החוב של המגזר העסקי
1.7	1.1	1.7	4.8	9.5	14.8	17.5	אשראי מהבנקים
1.7	1.1	1.7	4.8	5.8	11.9	10.8	אג"ח סחיר בישראל
0.1	1.8	3.2	0.6	1.7	6.2	0.3	אג"ח לא סחיר והלוואות לא בנקאיות
-0.1	1.2	3.3	0.1	4.5	10.0	7.2	אשראי חוץ בנקאי מקומי
-5.9	-0.1	1.2	-0.4	-5.2	10.0	9.2	אשראי מחו"ל
0.0	1.0	0.7	0.7	2.3	12.0	13.3	2. החוב של משקי הבית
0.8	1.3	1.2	1.2	4.6	13.7	14.5	אשראי לדיור
-2.2	0.2	-0.5	-0.6	-3.0	8.3	10.8	אשראי שלא לדיור

³ להרחבה ראו סעיף 4.

2. התפתחות האשראי העסקי

בשנת 2023 הגיעה יתרת החוב של המגזר העסקי ל-1.3 טריליון שקלים, ויחס החוב העסקי לתוצר עמד על 70.2%, כמו בשנה הקודמת ונמוך בהשוואה בין-לאומית.⁴ קצב הגידול של האשראי העסקי בשנת 2023 היה 5.6% – כמחצית מקצב גידולו בשנים 2021–2022, אך עדיין גבוה היסטורית.⁵ ההתמתנות בקצב הגידול נצפתה הן באשראי הבנקאי (המהווה כ-55% מסך האשראי העסקי), והן באשראי הלא בנקאי⁶ (איור ד'-1א'), אך נמשכה המגמה שלפיה האשראי הבנקאי גדל מהר יותר מאשר האשראי הלא בנקאי. בחלוקה לרבעונים (איור ד'-1ב') ניתן להיווכח כי ברבעון הרביעי של השנה ההתמתנות העמיקה באשראי הלא בנקאי, ככל הנראה על רקע המלחמה.

איור 1: הגידול ביתרת האשראי העסקי, הבנקאי והחוץ-בנקאי (באחוזים)



⁴ להרחבה בנושא יחס החוב העסקי לתוצר בהשוואה בין-לאומית ראו תיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2021.

⁵ כיוון שכ-25% מהחוב העסקי צמודים למדד המחירים לצרכן, וכ-21% נקובים במט"ח (בעיקר בדולרים), למעלה משליש מעליית יתרתו שיקף את עליית מדד המחירים לצרכן ואת פחות השקל במהלך שנת 2023.

⁶ המורכב מאג"ח סחירות, מאג"ח לא סחירות, מההלוואות הלא בנקאיות ומהאשראי מחו"ל.

א. האשראי הבנקאי העסקי

האשראי הבנקאי העסקי גדל בשנת 2023 בכ-9.5%, שיעור גבוה בהשוואה היסטורית, אך נמוך משמעותית מגידולו בשנים 2021–2022 (16% בממוצע). קצב הגידול של האשראי היה גבוה יותר דווקא במהלך ההעלאות של ריבית בנק ישראל, שבאו לידי ביטוי בהעלאת הריבית על האשראי הבנקאי העסקי, במחצית הראשונה של השנה – ולא במחצית השנייה, שבה שיעור הריבית על האשראי הבנקאי עלה בקצב מתון יותר עבור העסקים הבינוניים והגדולים, ואף ירד עבור העסקים הקטנים והזעירים. זאת אולי כתוצאה מדומיננטיות של הביקוש במחצית הראשונה של השנה.

בהתפתחות החוב העסקי לבנקים ניכר הבדל בין העסקים הגדולים לקטנים במהלך השנה: גידול האשראי לעסקים הגדולים אמנם התמתן, אך נותר גבוה, ואילו האשראי לעסקים הקטנים והזעירים לא גדל, ואף הצטמצם.

בהתפתחות האשראי הבנקאי ניכר הבדל בין העסקים הגדולים לקטנים (איור ד'-2): האשראי הבנקאי לעסקים הגדולים גדל בשנת 2023 בכ-14%, כמחצית משיעור גידולו אשתקד, אך דומה לממוצע של שיעורי הגידול בשנים הקודמות. ביתר העסקים נראתה תמונה שונה: בעסקים הבינוניים שיעורי הגידול היו מתונים – כ-4%, כשליש משיעור הגידול בשנת 2022 – בעסקים הקטנים לא חל שינוי, ובעסקים הזעירים יתרת האשראי אף ירדה (ב-3.5%). ייתכן שהבדל זה בין העסקים הגדולים לקטנים נובע מהבדל במידת יציבותו של הביקוש לאשראי, תוצאת שוני באופיה של הפעילות: עסקים גדולים מנהלים לרוב פרויקטים ארוכי טווח, ועל כן פחות גמישים לשינויים במחירים, במספר העובדים וכדומה, מה שכנראה מונע מהם גמישות בהיקפי המימון שלהם.

מלחמת "חברות ברזל", שפרצה בתחילת הרבעון הרביעי של השנה, העצימה את המגמות שתוארו לעיל. בחלוקה לרבעונים (איור ד'-2) ניתן להיווכח כי ברבעון הרביעי, שבתחילתו פרצה המלחמה, קצב הגידול של האשראי לעסקים הבינוניים היה נמוך, כפי שהיה ברבעון השלישי, לאחר התמתנות הדרגתית לאורך השנה. ביתר העסקים אופיין הרבעון הרביעי בצמצום האשראי: בעסקים הגדולים צמצום זה הגיע לאחר ירידה הדרגתית של קצב הגידול הרבעוני לאורך השנה;⁷ בעסקים הקטנים החלה הירידה כבר ברבעון השלישי והתעצמה ברביעי, ובעסקים הזעירים הצמצום היה המשך ישיר למגמה ששררה לאורך רוב השנה.

במטרה להגדיל את היצע האשראי לעסקים ולאפשר להם להתמודד עם קשיי תזרים וצרכי הון חוזר העמידה המדינה, החל מחודש נובמבר, ערבויות הלוואות למגזר העסקי באמצעות קרן בערבות המדינה.⁸ כמו כן הציע בנק ישראל לבנקים הלוואות מוניטריות בריבית נמוכה, בתנאי שאלו יועברו כאשראי לעסקים הזעירים והקטנים. באמצעות מתווי הסיוע השונים ניתן לעסקים קטנים וזעירים, נכון לסוף פברואר 2024, אשראי בהיקף של כעשרה מיליארד שקלים – כ-9% מהאשראי שניתן להם בחודשים נובמבר 2023–פברואר 2024.

ענף הבינוי והנדל"ן, אשר יתרתו מהווה כ-40% מסך יתרת האשראי העסקי הבנקאי, אמנם המשיך להוביל את התרחבות תיק האשראי, אך קצב גידולו היה נמוך יותר מאשר בשנים הקודמות.

הירידה בקצב גידולו של האשראי בהשוואה לשנים קודמות הקיפה את מרבית הענפים.⁹ ענף הבינוי והנדל"ן, אשר יתרתו מהווה כ-40% מסך יתרת האשראי העסקי הבנקאי, אמנם המשיך להוביל את התרחבות תיק האשראי, אך קצב גידולו היה נמוך יותר מאשר בשנים הקודמות.¹⁰ זאת על רקע המשך פעילות בהיקף גבוה, בעיקר בפרויקטים קיימים, שההשקעה ברבים מהם החלה לפני עליית הריבית, והאטת הרכישות, שחייבה את חברות הבינוי להשתמש במימון

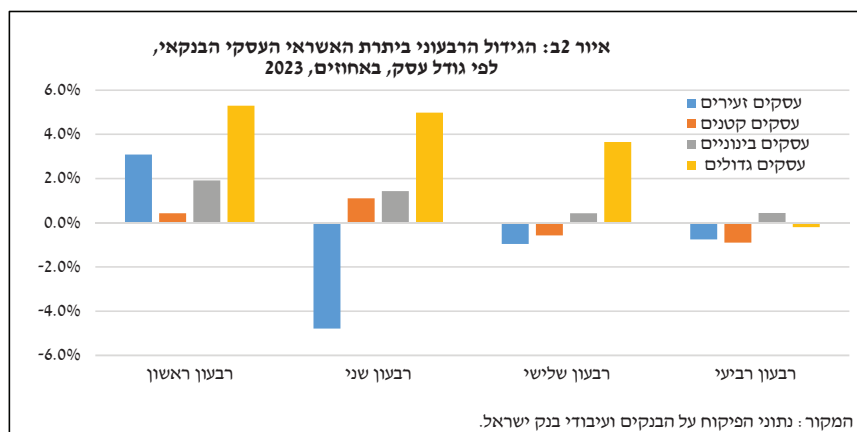
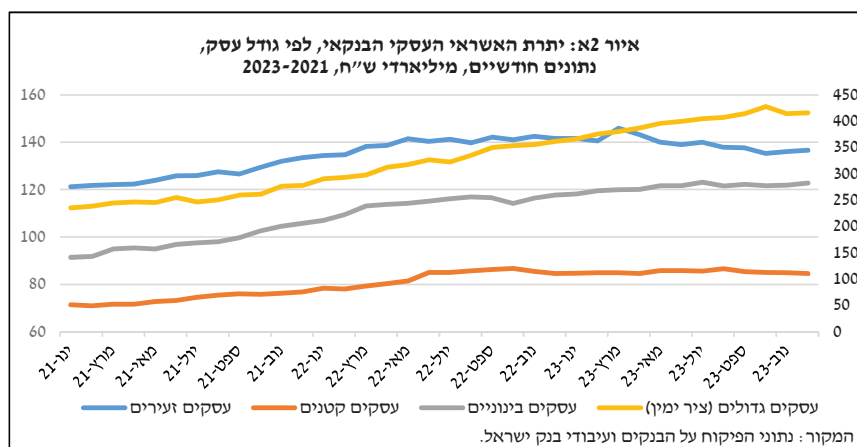
⁷ באוקטובר, החודש הראשון למלחמת "חברות ברזל", גדל האשראי משמעותית, אך בחודש שאחריו הוא קטן כמעט באותו ההיקף. ככל הנראה לא מדובר בניצול מיידי של קווי האשראי, אלא בעיקר בהעברת ביטחונות (הנחשבת כאשראי לציבור) בגלל הפסד מהפעילות בנגזרים. גם בתחילת משבר הקורונה הגדילו העסקים הגדולים משמעותית את יתרות החוב שלהם, אך שלא כמו במשבר הנוכחי עשו זאת, ככל הנראה, באמצעות ניצול מיידי של קווי אשראי. (להרחבה ראה פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2020.) בחודש דצמבר נרשמה עלייה מתונה באשראי.

⁸ להרחבה על תוכניות הממשלה ובנק ישראל לתמיכה בפעילות האשראי ראו סעיף 4.

⁹ רק בענפים אספקת חשמל, גז, קיטור ומיזוג אוויר ואספקת מים, שירותי ביו, טיפול באשפה ובפסולת ושירותי טיהור הגידול בשנת 2023 היה גבוה יותר.

¹⁰ לתיאור אפיקי האשראי של ענף הבינוי והנדל"ן ראו איוורים ב'-8 וב'-9 במבט סטטיסטי 2023.

בנקאי ובאג"ח.^{11,12} עם הענפים שהגידול של יתרת חובם הואט משמעותית בשנת 2023 נמנה ענף השירותים הפיננסיים,¹³ הכולל, בין היתר, את גופי האשראי המוסדרים – גופים המספקים אשראי חוץ-בנקאי לעסקים קטנים ולמשקי בית. זאת לאחר שבשנת 2022 יתרת האשראי בענף גדלה ביותר מ-30%. התמתנות זו משתקפת בירידת קצב הגידול של יתרת האשראי שהעמידו גופי האשראי המוסדרים בשנה זו, כפי שיתואר בהמשך.



העלאות ריבית בנק ישראל עד חודש יוני באו לידי ביטוי בהעלאת הריבית על האשראי והפיקדונות הבנקאיים לכלל העסקים, ללא תלות בגודלם, ובכל הענפים – עדות לתמסורת חזקה מריבית בנק ישראל. איור ד-3 מתאר את גידולו של שיעור הריבית על האשראי והפיקדונות הבנקאיים בתקופה שלפני המלחמה (ינואר עד ספטמבר, איור ד-3א') לעומת התקופה הכוללת את המלחמה (ינואר עד דצמבר, איור ד-3ב').¹⁴ ניתן לראות כי עבור העסקים הבינוניים והגדולים

העלאות ריבית בנק ישראל עד חודש יוני באו לידי ביטוי בהעלאת הריבית על האשראי והפיקדונות הבנקאיים לכלל העסקים, ללא תלות בגודלם, ובכל הענפים – עדות לתמסורת חזקה מריבית בנק ישראל.

¹¹ האשראי הבנקאי לענף הבינוני מורכב משני מקורות עיקריים – חובות וערבויות חוק המכר, שהבנק מעמיד לרוכשי הדירות. אם חברת בנייה מוכרת פחות דירות, היא זקוקה ליותר אשראי כדי להתקדם בבנייה, אך כנגד זאת היא זקוקה לפחות ערבויות חוץ-מאזניות.

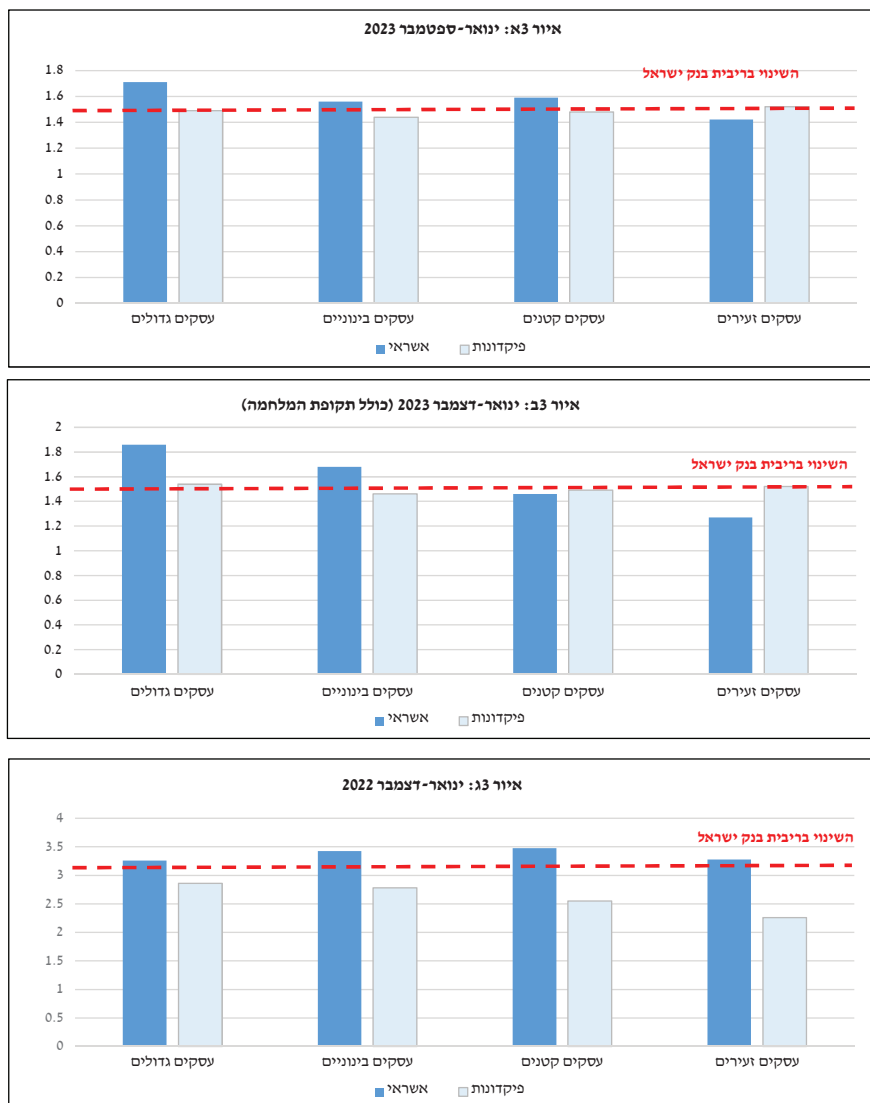
¹² היקף פעילות הבנייה בענף לפי החשבונאות הלאומית גדל במהלך השנה.

¹³ אשר יתרתו מהווה כ-15% מיתרת האשראי העסקי הבנקאי.

¹⁴ הריביות המתוארות באיור ד-3 הן הריביות על האשראי ועל הפיקדונות הבנקאיים במגזר הלא-צמוד בריבית משתנה, שהם כ-70% מן האשראי העסקי וכ-40% מן הפיקדונות למגזר העסקי.

עלתה הריבית ברבעון הרביעי של השנה, ואילו עבור העסקים הקטנים והזעירים היא ירדה – ככל הנראה בזכות תוכניות הסיוע, אשר עודדו העמדת אשראי בריבית נמוכה לעסקים אלו.

איור 3: הגידול בשיעור הריבית על האשראי והפיקדונות הבנקאים למגזר העסקי (בנקודות אחוז)



* עבור האשראי והפיקדונות הבנקאיים החדשים במגזר הלא צמוד בריבית משתנה המקור: נתוני הפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

בסיכום שנת 2023 עלתה הריבית על האשראי לעסקים הקטנים והזעירים פחות מאשר ריבית בנק ישראל, ואילו לעסקים הבינוניים והגדולים (הרוב המכריע של האשראי) היא עלתה יותר. במקביל עלתה הריבית על הפיקדונות של המגזר העסקי בשיעור דומה לשיעור העלייה של ריבית בנק ישראל – לכל העסקים. זאת לאחר שבשנת 2022 התמסורת מריבית בנק ישראל אל ריבית

הפיקדונות הייתה חלקית,¹⁵ (שלא כמו התמסורת החזקה יותר אל ריבית האשראי) (איור ד'-ג3). ייתכן כי השינוי בתמסורת משקף מגמות בנזילות הבנקים, שהמשיכה לרדת במהלך שנת 2023 (מ-23% בסוף 2022 ל-16% ברבעון השלישי של שנת 2023).¹⁶ אף ששיעור הנזילות של הבנקים עדיין גבוה בפרספקטיבה היסטורית, ייתכן שהמשך התהליך המהיר של הצטמצמותו היה בין הגורמים להתחזקות התמסורת אל ריבית הפיקדונות במהלך השנה.¹⁷

ב. האשראי העסקי החוץ-בנקאי

האשראי העסקי החוץ-בנקאי מגויס באמצעות הנפקת אג"ח, שהן ערוץ גיוס החוב המרכזי, והלוואות (מגופים מוסדיים, מגופים חוץ-בנקאיים – נותני האשראי המוסדריים וחברות כרטיסי האשראי – ומתושבי חוץ). גם באשראי זה נרשמה השנה התמתנות, בהשפעת עליית מחירו.

1. איגרות החוב

מרווחי האג"ח של המגזר העסקי (ללא פיננסים), שעלו בשנת 2022, נותרו בסיכום שנת 2023 פחות או יותר בעינם¹⁸ (איור ד'-א4), בעוד שבעולם נרשמו ירידות מרווחים (איור ד'-ב4¹⁹). לאורך השנה נרשמה ירידה מתונה של המרווחים, להוציא שתי אפיזודות – הצגת שינויי החקיקה לגבי מערכת המשפט (בפברואר ובמרץ) ופרוץ מלחמת "חרבות ברזל" (באוקטובר). הירידה הגדולה ביותר של המרווחים הייתה בענף הנדל"ן והבינוי (0.4 נקודת אחוז),²⁰ שיתרת האג"ח של החברות בו מהווה כ-58% מזו של המגזר העסקי הלא פיננסי. יחד עם זאת, כשמפצלים את האג"ח של ענף הנדל"ן והבינוי לכאלה של חברות הבנייה וכאלה של חברות הנדל"ן, נוכחים לדעת כי המרווחים בענף הבנייה, שרמת הסיכון בו עלתה במהלך התקופה (כפי שמפורט בפרק ח'), גדלו במקצת בשנת 2023, בעיקר בחודשיים הראשונים למלחמה. השפעת המלחמה לעליית מרווחי האג"ח של המגזר העסקי (ללא פיננסים) התבטאה בעיקר בחודש הראשון למלחמה, וביתר שאת באג"ח בדירוגים הנמוכים. עליות אלה נבעו בין היתר מפדיונות גבוהים מקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח חברות. מחודש נובמבר שבו המרווחים וירדו – לרמה נמוכה אף מזו ששררה ברוב הענפים ערב המלחמה. במקביל להמשך הגידול (שהתמתן) באשראי הבנקאי, גייסו העסקים הגדולים חוב בהיקף נמוך מעט²¹ מאשר בשנים 2021–2022, אך גבוה מהמוצא השנתי בשנים הקודמות. בחלוקה לענפים (איור ד'-א5) ניתן לראות ירידה של כ-8% בהנפקות ענף הנדל"ן והבינוי (שהן למעלה ממחצית מההנפקות של המגזר העסקי הלא פיננסי²²), ירידה שהקיפה את שני חלקיו של הענף. בחודשים אוקטובר ונובמבר, במקביל לעליית המרווחים על רקע המלחמה, נצפתה ירידה משמעותית של ההנפקות, בעיקר בדירוגים הנמוכים מ-AA- – התפתחות המאותתת על מגבלה מסוימת בהיצע האשראי, ואולי על קושי של החברות הפחות אמידות במשק בגיוסו. התפתחות זו

לאורך השנה נרשמה ירידה מתונה של המרווחים - להוציא את עלייתם בעת הצגת שינויי החקיקה לגבי מערכת המשפט (בפברואר ובמרץ) ועם פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" (באוקטובר).

בחודשים אוקטובר ונובמבר, במקביל לעליית המרווחים על רקע המלחמה, נצפתה ירידה משמעותית של ההנפקות, בעיקר בדירוגים הנמוכים מ-AA-.

¹⁵ בעוד שהתמסורת מהריבית המוניטרית לריביות על האשראי הבנקאי הייתה חזקה בתקופה זו. להרחבה ראו תיבה ד'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2022.

¹⁶ הנמדד על פי היחס בין כמות המזומן ופיקדונות הבנקים בבנק ישראל לבין סך הנכסים של כלל המערכת הבנקאית.

¹⁷ להרחבה ראו תיבה ד'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2022.

¹⁸ ירדו בממוצע בכ-0.2 נקודת אחוז.

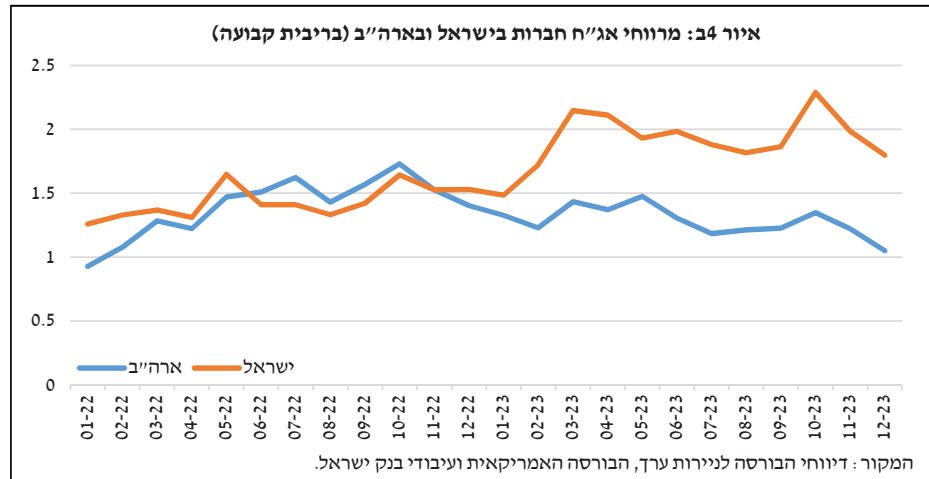
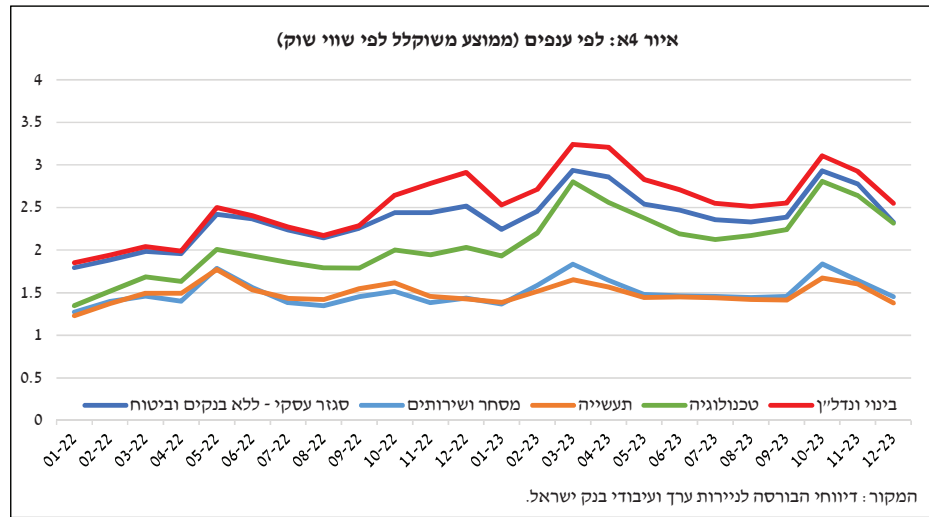
¹⁹ איור ד'-ב4' משווה בין מרווחי תל בונד שקלי לבין מרווחי אג"ח חברות אמריקאיות בדירוג השקעה לתקופה לפירעון של 5–7 שנים.

²⁰ זאת במקביל לעלייה בולטת במיוחד של מדד מניות הנדל"ן והבינוי בהשוואה ליתר הענפים בשנת 2023.

²¹ בכ-2%.

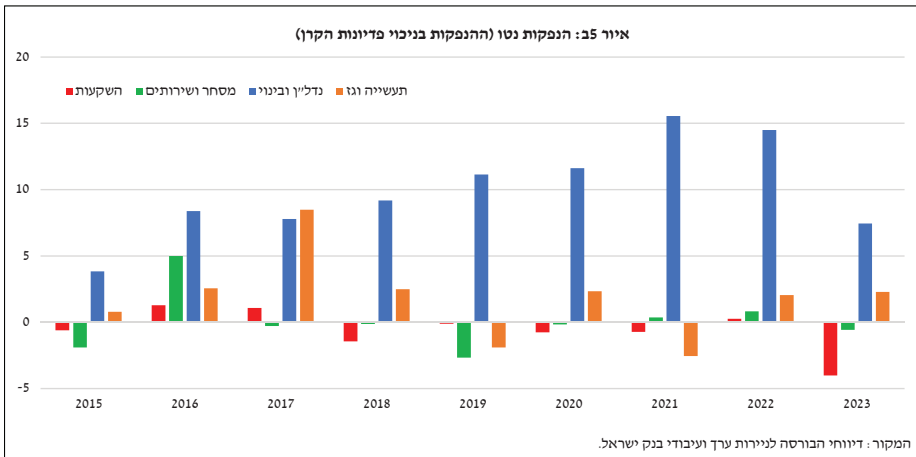
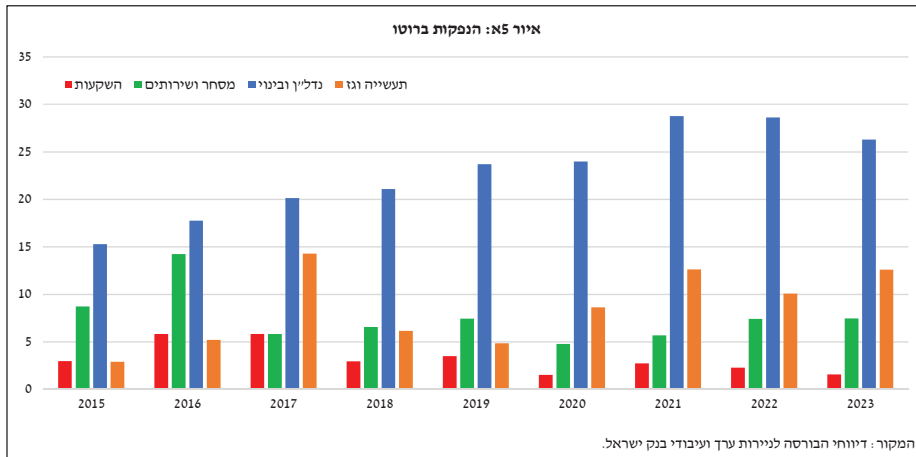
²² השיעור של ענף הנדל"ן והבינוי בסך ההנפקות דומה לשיעורו בשנים קודמות (58%).

איור 4: מרווח ממוצע בין אג"ח חברות לבין אג"ח ממשלתי (באחוזים, ממוצע חודשי, 2022-2023)



תואמת תופעה מוכרת: בתקופת משבר גוברת שנאת הסיכון, והאשראי מוקצה לעסקים שסיכונם נמוך (חברות ציבוריות בעלות דירוג גבוה) ופחות לעסקים קטנים ולחברות ציבוריות בדירוג נמוך. בחודש דצמבר התאוששו ההנפקות, והחברות חזרו להנפיק בהיקף גבוה משמעותית מן הממוצע החודשי לפני המלחמה. בחינה של ההנפקות נטו (ההנפקות בניכוי פדיונות הקרן) מעלה תמונה שלילית יותר (איור ד'-5ב'): סך ההנפקות נטו של החברות הלא-פיננסיות בשנת 2023 היה רק כשליש מן הממוצע של שלוש השנים הקודמות, והירידה הקיפה את כל הענפים, פרט לענף הנפט והגז. הגיוס נטו בענף ההשקעות וההחזקות, בענף המסחר והשירותים ובענף התעשייה היה אף שלילי. ירידה זו של היקף הגיוס נטו על רקע עליית הריבית נמנית, ככל הנראה, עם הגורמים לאי התרחבות המרווחים השנה, אף שלנוכח האירועים היינו מצפים להתרחבותם.

איור 5: היקף הנפקות אג"ח של המגזר העסקי, ללא חברות פיננסיות, לפי ענפים, (מיליארדי ש"ח, 2015-2023)



2. ההלוואות החוץ-בנקאיות

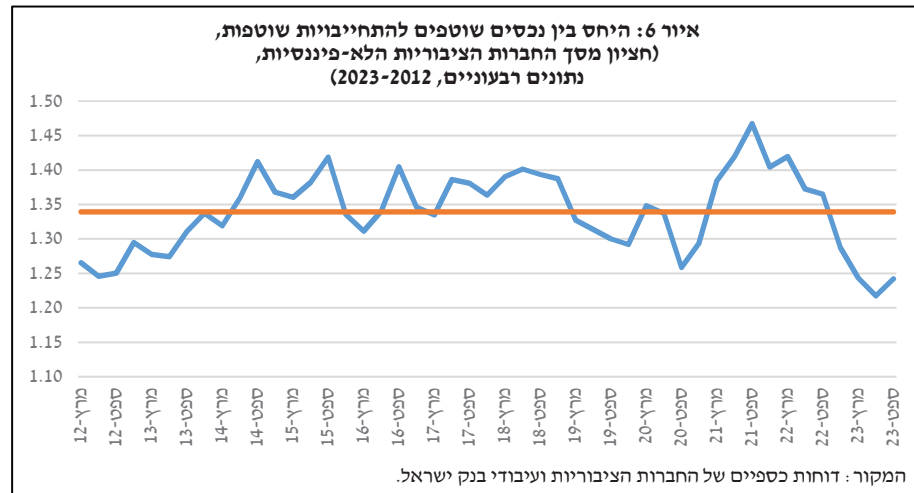
במקביל להתמתנות בהנפקות ובהלוואות הבנקאיות התמתן (נכון לנובמבר) גם קצב הגידול של ההלוואות החוץ-בנקאיות מהמלווים המקומיים²³. לאחר שלוש שנים של גידול משמעותי בהיקפי האשראי שמספקים נותני האשראי המוסדרים (כ-130% מסוף 2019) גדלה יתרת האשראי בשלושת הרבעונים הראשונים של 2023 בשיעור מתון יחסית, והגיעה לכ-20 מיליארדי שקלים (עדיין שיעור זניח של 1.5% מסך האשראי העסקי).²⁴ יתרת האשראי מחו"ל, המורכבת מהלוואות מתושבי חוץ ומאג"ח שהונפקו בחו"ל, ומהווה כ-16% מסך האשראי למגזר העסקי, ירדה השנה (בניכוי השינוי בשער החליפין).

²³ פרט להלוואות מחברות כרטיסי האשראי, שמשקלן בסך האשראי למגזר העסקי הוא כחצי אחוז בלבד, אשר שיעור גידולן דמה לאלה שנרשמו בשנים קודמות – 27%.

²⁴ זאת על רקע ירידות בגיוסי האשראי של ענף הפיננסים בכללותו – הן של הגיוסים דרך הבנקים והן של אלה דרך הנפקות האג"ח.

3. נזילות החברות הציבוריות

חברות יכולות לממן את השקעותיהן באמצעות גיוס אשראי/הון או באמצעות הנזילות שבידיהן. בחינה של היחס השוטף²⁵ בחברות הציבוריות מראה שרכיב זה עבור החברה החציובנית היה בשיאו ברבעון השלישי של שנת 2021, מאז ירד בהדרגה, וברבעונים השני והשלישי של 2023 אף הגיע לרמה נמוכה היסטורית (איור ד'-6). לשם השוואה: ברבעון השלישי של שנת 2020 היחס השוטף היה נמוך מ-1 ב-20% מן החברות הציבוריות הלא פיננסיות, ואילו ברבעון השלישי של שנת 2023 שיעור זה הגיע ל-28%. משמע שהחברות הציבוריות במשק אינן נהנות מנזילות כמו בעבר, ועל כן הן רגישות יותר לשינויים בעלויות מימון האשראי. ניתוח ענפי מראה שבמרבית הענפים היחס השוטף בשנת 2023 היה נמוך בהשוואה היסטורית, כולל בחברות מענף הנדל"ן והבינוי, שחלקן באשראי הבנקאי העסקי דומיננטי, והן נמנות עם העסקים הגדולים והבינוניים. במקביל לירידה של היחס השוטף, התקצר המח"ם הממוצע של החוב הבנקאי העסקי. נתון זה מעלה אפשרות שהעסקים מצמצמים את האשראי המשמש להשקעות וממשיכים לקחת אשראי קצר יותר, המשמש בעיקר לפעילות השוטפת (הון חוזר). השערה זו מתיישבת עם העובדה שלא חל שינוי מהותי ביחס המינוף החציובני של החברות הציבוריות (התחייבויות/נכסים) מתחילת העלאות הריבית ועד הרבעון השלישי של שנת 2023.



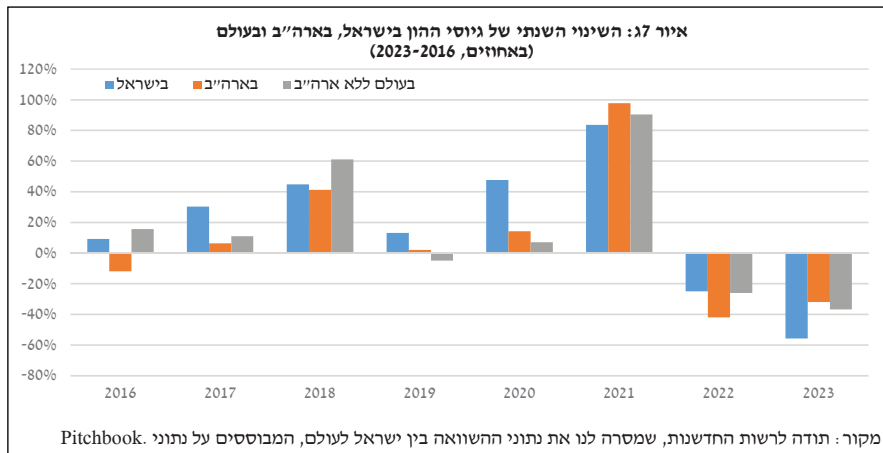
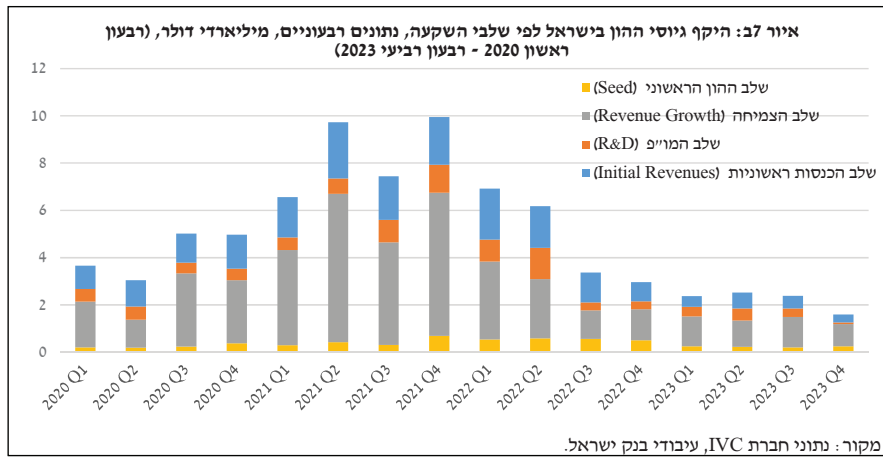
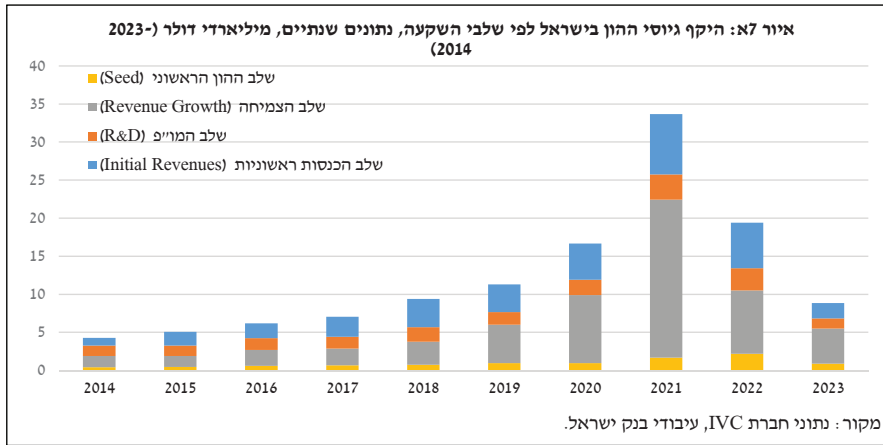
ג. גיוסי ההון

היקף ההנפקות של המניות ירד בשנת 2023 בכ-60% ביחס להיקפן הממוצע בשנים 2020–2022, שהיו שנים בולטות במיוחד בהיקף ההנפקות ובסנטימנט החיובי של השוק.²⁶ היקף ההנפקות ב-2023 היה דומה להיקפן הממוצע בשנים 2010–2019. בשנת 2023 כולה רק חברה חדשה אחת הנפיקה את מניותיה לציבור, ירידה חדה לאחר שבשנים 2017–2022 מספר ההנפקות החדשות (IPOs) היה בממוצע 28, בשווי של 4.2 מיליארדי שקלים לשנה.

²⁵ היחס בין הנכסים השוטפים (מזומנים ושווי מזומנים) להתחייבויות השוטפות.

²⁶ ראו תיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2022.

איור 7: גיוסי ההון



עם העלייה של רמת הריביות והתמתנות הפעילות, ולאחר שיאים ברמות הגיוס של מקורות מימון בשנת 2021, נרשמה החל מהמחצית הראשונה של 2022 ירידה משמעותית של רמת ההשקעות בחברות היי-טק בישראל ובעולם,²⁷ והירידה בישראל הייתה בשיעור גבוה יותר מאשר בעולם (איור ד'-ג7).²⁸ איור ד'-7 מציג את היקף הגיוסים של חברות ההיי-טק מקרנות הון-סיכון בישראל ובעולם. קרנות אלו הן גורם עיקרי במימון ענף ההיי-טק בישראל²⁹. היקף הגיוסים פחת בשנת 2023 בכ-70% ביחס להיקפם בשנת 2022, ורמתו דמתה דומה לזו ששררה לפני יותר מחמש שנים, וזאת בכל שלבי ההשקעה (איור ד'-א7). הירידה באה לידי ביטוי הן במספר הגיוסים והן בהיקפם. בחלוקה לרביעים (איור ד'-ב7) ניתן להיווכח כי הירידה בהיקף הגיוסים החלה עוד ברבעון הראשון של 2022 ונמשכה עד לרבעון הרביעי של 2023, שבו נרשם היקף נמוך במיוחד. בהתייחס לתקופת המלחמה ערך מכון SNPI (Start-Up Nation Policy Institute) ניתוח המבוסס על 600 בקשות גיוס הון, שהוגשו לאחת מקרנות החירום הפרטיות אשר הוקמו כדי לסייע לחברות ישראליות במלחמה.^{30,31} מהניתוח עולה כי גם חברות הזנק ותיקות (שקמו לפני 2017) וכאלו שלפני המלחמה גייסו סכומים משמעותיים דיווחו על קשיים בגיוס הון. חברות צעירות שמעסיקות עד 10 עובדים וגייסו פחות מ-5 מיליון דולרים דיווחו לא רק על קשיים אלא גם על הפסקת תהליכי השקעה, הן על ידי משקיעים זרים והן על ידי מקומיים. למעלה מ-20% מהחברות דיווחו על פגיעה בפעילותן עקב גיוס עובדים למילואים, ושיעור דומה דיווח על פגיעה בפעילות השוטפת בישראל. חברות רבות מעידות כי הפסקת הטיסות של החברות הזרות לישראל עם תחילת המלחמה הקשתה על תפקודן השוטף.

3. התפתחות האשראי למשקי הבית

ירתת החוב של משקי הבית הגיעה בשנת 2023 (נכון לנובמבר) לרמה של 793 מיליארדי שקלים, כך שיחס חוב משקי הבית לתוצר הגיע ל-42.5% (ירידה ביחס ל-44% בשנה הקודמת). חוב משקי הבית גדל במהלך 2023 ב-18.1 מיליארדי שקלים, שהם 2.3% מיתרת החוב,³² שיעור גידול נמוך במיוחד הן בהשוואה לשנים הקודמות³³ והן בהשוואה למגזר העסקי. הגידול היה באשראי לדיור בלבד, בעוד שהאשראי שלא לדיור הצטמצם (איור ד'-א8). בחלוקה לרבעונים (איור ד'-ב8) ניתן לראות כי התמתנות קצב הגידול של האשראי לדיור והצטמצמות האשראי שלא לדיור התגברו ברבעון הרביעי של השנה, אשר בו התנהלה המלחמה.

²⁷ להרחבה ראו פרק א' בדוח בנק ישראל לשנת 2022, וגם א' דה מלאך, מ' הרן-רוזן, י' פרידמן ות' רמות-ניסקה (2022), הערכת ההשלכות של הירידות בשוקי ההון על יציבות מגזר ההיי-טק הישראלי, בנק ישראל.

²⁸ תודה לרשות החדשנות, שמסרה לנו את נתוני ההשוואה בין ישראל לעולם, המבוססים על נתוני Pitchbook.

²⁹ לדיון נוסף בענף ההיי-טק ראו פרק ב'.

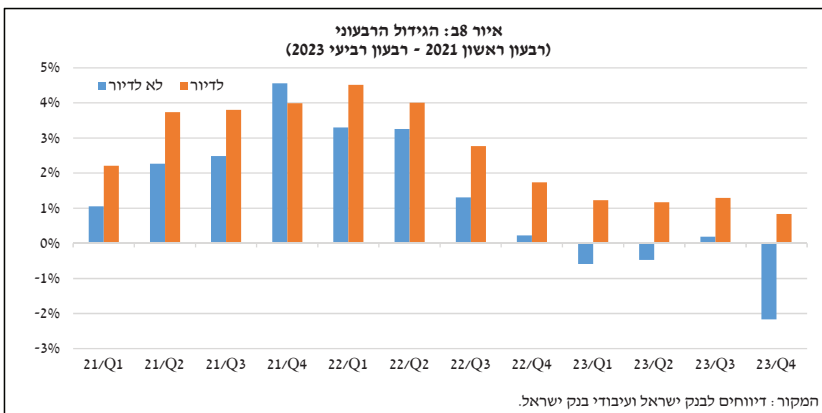
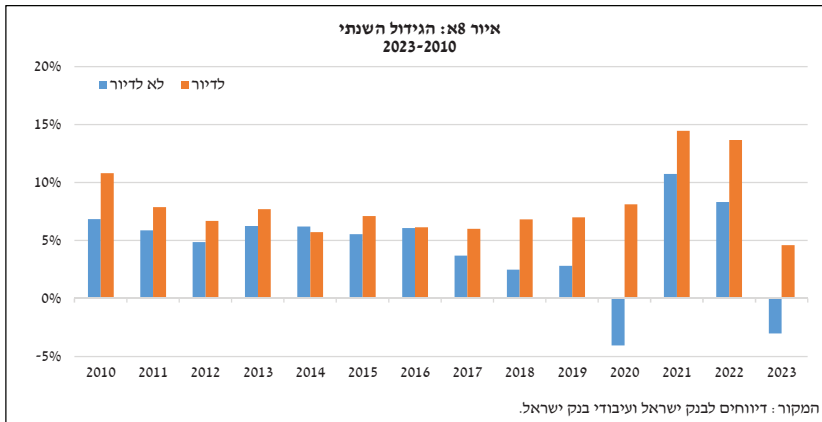
³⁰ [/https://snpi.org/he/insight/the-war-impact-on-israeli-startups-he-pdf](https://snpi.org/he/insight/the-war-impact-on-israeli-startups-he-pdf)

³¹ הדוח מתייחס לחברות שהגישו לקרן בקשה. אמנם מדובר במאות חברות, אך הן אינן מייצגות בהכרח את כלל חברות ההזנק הישראליות. סביר, לדוגמה, שחברות הזנק שלא נזקקו למימון בתקופה זו או/ו כאלה שזקקו למימון וקיבלו אותו ממשקיעים קיימים שלהן לא הגישו בקשה לקרן.

³² כשליש (32%) מהחוב של משקי הבית צמוד למדד המחירים לצרכן, כך שלמעלה ממחצית מעליית יתרתנו נבעה מעליית מדד המחירים לצרכן במהלך 2023.

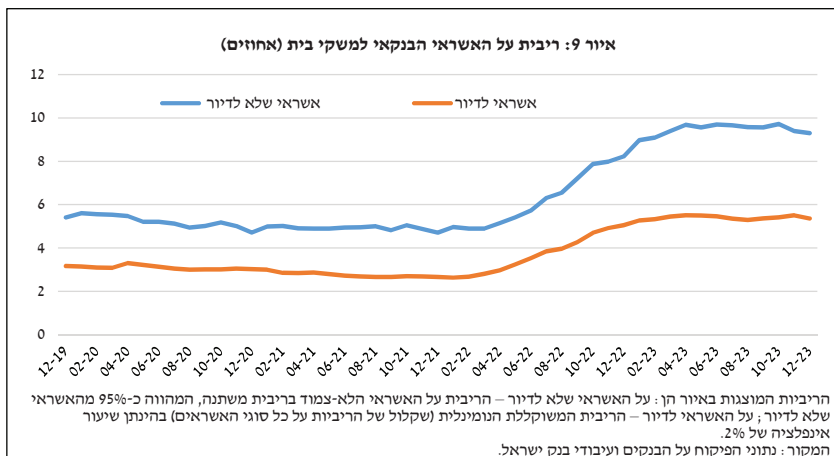
³³ שיעור הגידול הממוצע של החוב בשנים 2010–2022 היה 7.2% (ובניכוי השנים 2021–2022 שהיו שנים בולטות במיוחד – 6.2%).

איור 8: הגידול ביתרת האשראי למשקי בית, לדיור ושלא לדיור



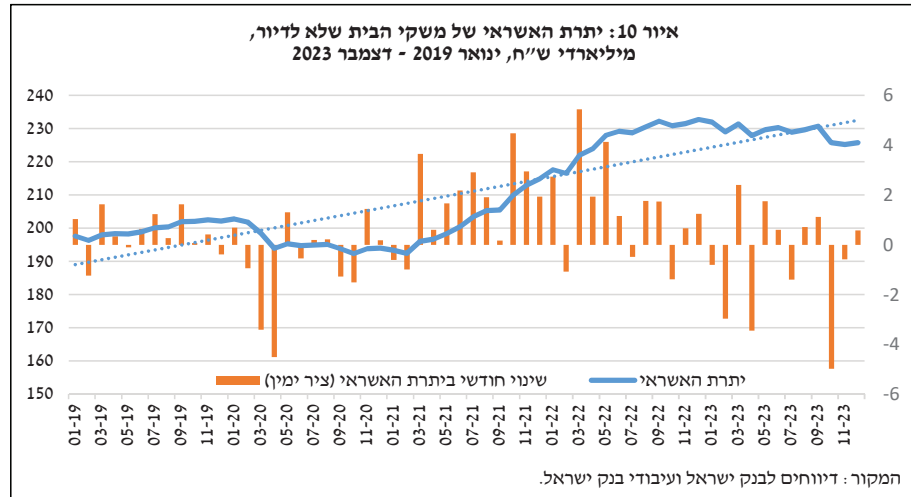
הרקע להתמתנות באשראי למשקי הבית היה עליית ריביות. בשנת 2023 כולה עלו הריביות הבנקאיות על האשראי שלא לדיור ב-1.1 נקודות אחוז (איור ד'-9). עלייתן של הריביות על האשראי לדיור הייתה מתונה יותר: הן עלו בממוצע ב-0.3 נקודת אחוז, והעלייה הגבוהה ביותר (ב-0.6 נקודת אחוז) הייתה במסלול הלא-צמוד בריבית משתנה, על רקע המשך העלאתה של ריבית בנק ישראל.

התמתנות קצב הגידול של האשראי לדיור והצטמצמות האשראי שלא לדיור התגברו ברבעון הרביעי של השנה, שבו פרצה המלחמה.



א. האשראי שלא לדיור

האשראי הצרכני למשקי הבית מתקבל מהבנקים (71%), מהגופים המוסדיים (11%), מחברות כרטיסי האשראי (16%) ומהממשלה (2%). בהשוואה לעליית החוב לדיור בשנת 2023, האשראי שלא לדיור ("החוב הצרכני") הצטמצם. הצטמצמותו החלה עוד בתחילת השנה, והתעצמה ברבעון הרביעי (איור ד'-10), לאחר עלייה מתמשכת של אשראי זה מתחילת 2021. מלבד הימנעות מנטילת חוב נוסף לשם צריכה כלשהי, חלק ממשקי הבית גם הקטינו חובות קיימים על ידי פירעון (מלא או חלקי) שלהם.³⁴ (להרחבה ראו תיבה ד'-2). הירידה בביצועי האשראי הבנקאי שלא לדיור^{35,36} – אשר התעצמה ברבעון הרביעי של השנה על רקע המלחמה, שבעטיה ירדה הצריכה – לוותה בירידה של מספר העסקאות בשיעור של 10%. גובה ההלוואה הממוצעת והתקופה לפירעון לא השתנו מהותית.



הירידה באשראי הצרכני למשקי הבית נבעה כמעט כולה מן הירידה בירת האשראי הצרכני מהגופים המוסדיים: זו הצטמצמה מאוגוסט 2022 ב-32%.

בחינה לפי נותני האשראי (איור ד'-11³⁷) מראה שכמעט כל הירידה באשראי הצרכני למשקי הבית נבעה מן הירידה בירת האשראי הצרכני מהגופים המוסדיים: זו הצטמצמה מאוגוסט 2022 ב-32%. באשראי הבנקאי ובאשראי מחברות כרטיסי האשראי נרשמו בתקופה זו דווקא עליות של כ-1% אחוזים וכ-18%, בהתאמה (גיזול של כמיליארד וכשישה מיליארד שקלים, בהתאמה). הבדל זה בין היקף האשראי הבנקאי להיקף האשראי הניטל מחברות כרטיסי האשראי ניכר בעיקר בחודשי המלחמה (אוקטובר עד דצמבר 2023) שבהם לא חל שינוי באשראי מחברות כרטיסי האשראי, בעוד שהאשראי הבנקאי הצטמצם (ב-2.5%).

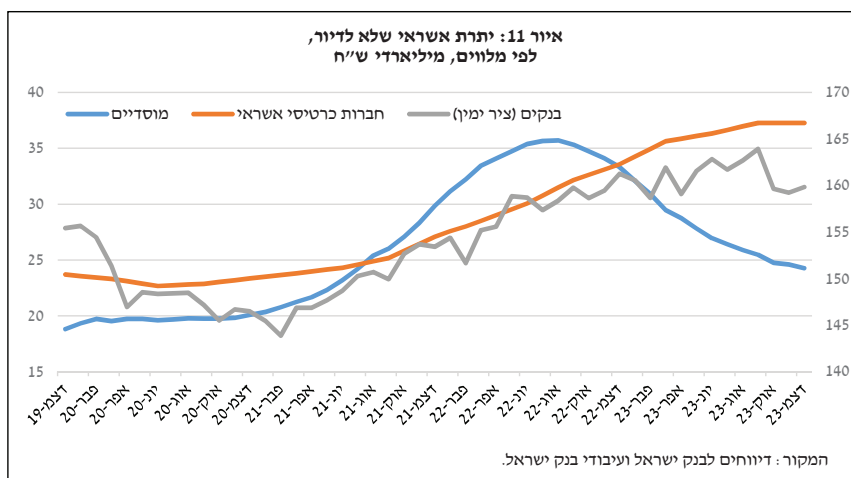
³⁴ 95% מאשראי זה אינו צמוד, ולכן כמעט אינו מושפע מהשינוי באינפלציה.

³⁵ ההצטמצמות הייתה בהלוואות שלא לדיור, המהוות כ-82% מאשראי זה, בעוד שבהלוואות לכל מטרה בביטחון דירת מגורים, אשר הריבית עליהן נמוכה יותר, נמשכה מגמת העלייה בשיעורים דומים לאלו של השנים הקודמות.

³⁶ במקביל לירידה בביצועים נרשמה עלייה בפירעונות לאורך השנה.

³⁷ הגרף אינו כולל את האשראי המכוון מהממשלה, המהווה כשני אחוזים מהאשראי שאינו לדיור.

³⁸ ההלוואות מהמוסדיים ירדו רק באשראי הצרכני ולא בהלוואות לדיור, שגדלו בשנה זו בשיעור של 6%.



הירידה האמורה בהלוואות הצרכניות מהמוסדיים³⁹ נבעה ברובה מירידה בביקושים לאשראי חדש ומפדינות של הלוואות קיימות על רקע עליית ריבית בנק ישראל. סביר כי ההלוואות הצרכניות מהמוסדיים, בזכות היקפן המשמעותי ועלותן הזולה יחסית, משמשות גם כהלוואות משלימות לרכישת נדל"ן,⁴⁰ השערה המתיישבת עם הצטמצמות הלוואות אלו במקביל להתמתנות בנטילת משכנתאות חדשות. (ראו הסעיף על חוב משקי הבית לדיור.)

הירידה באשראי שלא לדיור מהמוסדיים נצפתה מהרבעון השלישי של 2022 בהלוואות מקופות הגמל ומקרנות ההשתלמות (34%) ומחברות הביטוח (38%), המהוות יחד כ-86% מסך ההלוואות שלא לדיור מהמוסדיים. בהלוואות כנגד קרנות הפנסיה נמשכה בתקופה זו מגמת העלייה הגבוהה (37%).⁴¹ האשראי מהמוסדיים למשקי הבית מאופיין בדרך כלל בהלוואות גדולות, שנלקחות כנגד בטוחות (למשל קרן הפנסיה של העמית) ובריביות נמוכות יחסית – לרוב בריבית של פריים פלוס אחוז מסוים⁴². לכן, הן זולות יותר מההלוואות מחברות כרטיסי האשראי ומההלוואות לכל מטרה אשר מעמידים הבנקים.

ב. האשראי לדיור

האשראי לדיור עיקרו מהבנקים. (חלק זניח מתקבל מהגופים המוסדיים ומנותני האשראי החוץ-בנקאיים.) יתרת האשראי לדיור המשיכה לגדול בשנת 2023 בקצב מתון, התפתחות שהחלה עוד ברבעון האחרון של 2022. שיעור העלייה של יתרת המשכנתאות היה כשליש משיעור עלייתה הממוצע בשלוש השנים הקודמות. ההתמתנות לוותה בהמשך עלייה של הריבית בכל המסלולים, וזאת, כאמור, על רקע המשך העלאתה של ריבית בנק ישראל.

³⁹ המהווה, כאמור, כ-11 אחוזים מהאשראי שלא לדיור למשקי הבית, וכ-3 אחוזים מסך האשראי למשקי הבית.

⁴⁰ ראו פרק די ברוח בנק ישראל לשנת 2021.

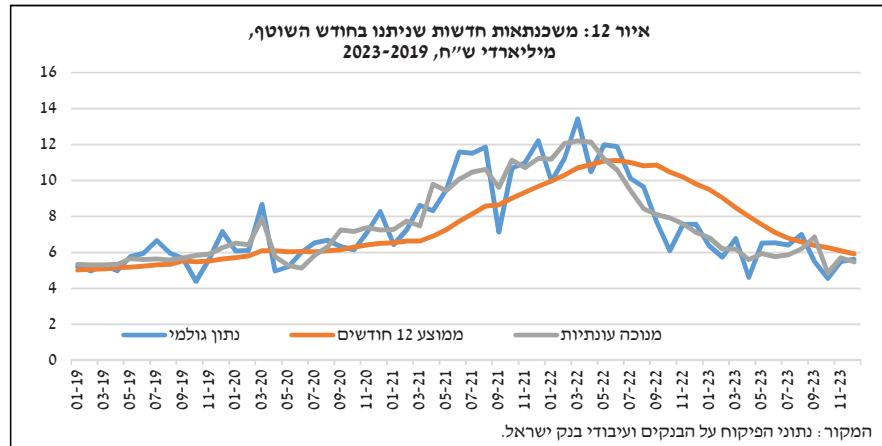
⁴¹ ככל הנראה, עיקר העלייה נובע מאחת החברות שביצעה שינויים טכנולוגיים אשר הנגישו את ההלוואות לציבור.

⁴² ישנן קרנות שמציעות גם הלוואות בריבית קבועה, אך היא לרוב גבוהה יותר מהריבית המשתנה המוצעת באותן קרנות.

עליית הריבית במשק מאפריל 2022 לוותה בירידה מתמשכת של היקף המשכנתאות החדשות.

עליית הריבית במשק מאפריל 2022 לוותה בירידה מתמשכת בהיקף המשכנתאות החדשות – משיא של 12.3 מיליארדי שקלים בחודש מרץ 2022 עד ל-5.6 מיליארדי שקלים (מנוכה עונתיות) באפריל 2023. היקף המשכנתאות התייצב ממאי 2023, ואף עלה מעט, אך מפרוץ המלחמה הוא ירד שוב (איור ד'-12). הירידה של היקף המשכנתאות בשנת 2023 לוותה גם בירידה משמעותית (40%)⁴³ של מספר עסקות המשכנתה ביחס למספרן בשנת 2022.

כשבוחנים את תמהיל המשכנתאות החדשות ניתן להיווכח כי נוטלי המשכנתאות לקחו יותר משכנתאות בריבית קבועה ופחות בריבית משתנה, פחות משכנתאות במסלולים הצמודים ויותר משכנתאות במסלולים הלא צמודים. ייתכן שהסטה זו לריבית הקבועה, קשורה, מעבר לשיקולי הצרכן גם להיבט רגולטורי: במעמד החיתום נוטלי המשכנתאות נדרשים ליחס מסוים של ההחזר מהכנסתם (PTI), והגדלת החלק הקבוע על חשבון החלק המשתנה פעלה השנה להקטנתו. מהרבעון הרביעי של 2022 ועד יוני 2023 אנו עדים לעלייה של סך המיחזורים⁴⁴ ושל הפירעונות המוקדמים. הואיל ותנאי הריבית בשוק המשכנתאות פחות טובים מאשר בשנים הקודמות, סביר כי ממחזרי המשכנתה עשו זאת כדי להקל בנטל התשלומים השוטפים. גם התארכות התקופה-לפירעון בקרב ממחזרי המשכנתה בבנק שלהם מלמדת שהמיחזור נועד לפריסת התשלומים החודשיים ולהקטנת ההחזר החודשי.



ג. תיק הנכסים של הציבור

על רקע העלאות הריבית במחצית הראשונה של השנה נמשך עד אמצע השנה המעבר מעו"ש אל פיקדונות לזמן קצוב, שהחל בשנת 2022.

היקף תיק הנכסים של הציבור⁴⁵ עלה בשיעור מתון בשנת 2023⁴⁶ והגיע לכ-5 טריליון שקלים. בחינת התמהיל של תיק הנכסים מלמדת שמשקל המזומן והפיקדונות בתיק, אשר עלה משמעותית בשנת 2022, ירד במקצת ב-2023, לכ-40%. היקף המזומן והפיקדונות אמנם עלה⁴⁷, אך זאת בשיעור נמוך יותר משיעור הגידול של תיק הנכסים, ולכן משקלו בתיק ירד. למרות הירידה משקל זה עדיין גבוה יותר מאשר בשנים שלפני 2022. כמו כן, על רקע העלאות הריבית במחצית הראשונה של השנה

⁴³ הירידה הייתה בולטת במיוחד ברבעון הרביעי של השנה.

⁴⁴ עיקר העלייה של המיחזורים בתקופה המדווחת היה במיחזורים באותו הבנק ולא בבנק אחר, ועל כן לא השפיעה על ביצועי המשכנתאות שתוארו לעיל, אשר כוללים מיחזורים בבנק אחר המהווים 6% בלבד מהביצועים.

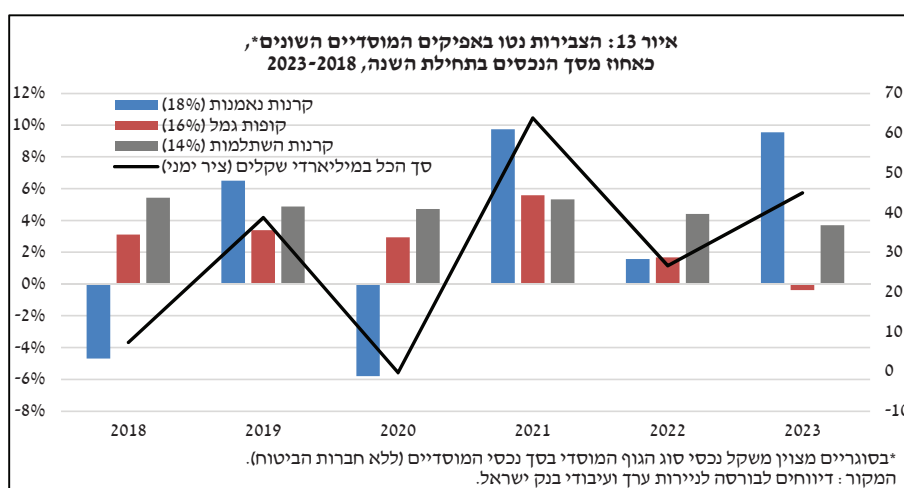
⁴⁵ הציבור כולל את משקי הבית ואת החברות העסקיות.

⁴⁶ 3.9% במונחים נומינליים, עד נובמבר.

⁴⁷ היקף המזומן עלה בכ-8%, היקף פיקדונות העו"ש ירד בכ-21% ואילו היקף יתר הפיקדונות עלה בכ-8% (עלייה של כ-9.3 מיליארדי שקלים, ירידה של כ-103 מיליארדי שקלים ועלייה של כ-21 מיליארדי שקלים, בהתאמה).

נמשך עד אמצע השנה המעבר מעו"ש לפיקדונות לזמן קצוב⁴⁸, שהחל בשנת 2022. במקביל, על רקע אי-הוודאות המקומית, ירד משקלן של המניות והאג"ח המקומיות בתיק, בעוד שחלקן של המניות ושל אג"ח חו"ל עלה. בחינת הרכב הנכסים לפי סוג ההצמדה מראה שחלק התיק הצמוד למט"ח עלה, ואילו החלק הצמוד למדד לא השתנה.

ניתן לבחון את התנהגות החוסכים גם באמצעות הצבירה נטו (סך הכסף שנכנס פחות הכסף שיוצא) בגופים המוסדיים השונים. איור ד'-13 מציג את שיעורי הצבירה נטו לפי מוצרי החיסכון השונים – קרנות הנאמנות, קרנות ההשתלמות וקופות הגמל, המשמשות כמכשירי חיסכון לטווח קצר-בינוני.⁴⁹ ניתן לראות שבשנת 2023 שיעור הצבירות נטו בקרנות הנאמנות היה גבוה משיעורן בשנים הקודמות (חוץ מאשר בשנת 2021). הצבירה גדלה בעיקר בקרנות המתמחות באג"ח ומניות בחו"ל ובקרנות הכספיות. ההשקעה בקרנות הכספיות גדלה – ככל הנראה, מפני עליית הריבית, חוסר הוודאות המקומית ורצונם של החוסכים להשקיע את כספם ש"חנה" בעו"ש והיה זמין להעברה מיידית באפיק חיסכון נזיל ו/או סולידי.



בשני ימי העסקים הראשונים למלחמה נפדו מקרנות הנאמנות 700 מיליון שקלים – סכום נמוך בהשוואה למשברים קודמים – וזאת מאפיקי המניות והאג"ח המקומיים. בימים שאחרי כן נצפו שוב צבירות חיוביות. עוצמת התגובה ומשך התגובה נמוכים משמעותית בהשוואה לזעזועים גדולים בעבר, כדוגמת משבר הקורונה ומשבר 2008. לעומת קרנות הנאמנות שיעור הצבירה בקרנות ההשתלמות היה נמוך מאשר בעבר, ובקופות הגמל הוא היה אף שלילי.⁵⁰ גם בקופות הגמל וגם בקרנות ההשתלמות הירידה בשנת 2023 נבעה מירידה בהפקדות, ובמידה רבה יותר – מעלייה בפדיונות. ייתכן כי עלייה זו בפדיון החסכונות נועדה להחזיר חובות שעלותם התייקרה. אפשרות זו עולה בקנה אחד עם ממצאי תיבה ד'-2, אשר לפיהם חלק מהלווים הצליחו למתן את ההשפעה של עליית הריבית על החזר החודשי בהקטינם את חובם באמצעות פירעון מוקדם.

⁴⁸ ראו לוח ג'-3 בפרק ג'.

⁴⁹ ללא חברות הביטוח.

⁵⁰ בשקלים הצבירות נטו ירדו בשנת 2023 בהשוואה לשנת 2022 ב-7.5 מיליארדי שקלים בקופות הגמל ובכ-3 מיליארדי שקלים בקרנות ההשתלמות.

4. תוכניות הממשלה ובנק ישראל לתמיכה בפעילות האשראי

כדי לצמצם את הפגיעה הכלכלית של המלחמה במגזר העסקי ובמשקי הבית ולתמוך בהיצע האשראי נקטו ממשלת ישראל ובנק ישראל מספר צעדים לעידוד מתן אשראי ולהקלה בתנאי האשראי.

כדי לצמצם את הפגיעה הכלכלית של המלחמה במגזר העסקי ובמשקי הבית ולתמוך בהיצע האשראי נקטו ממשלת ישראל ובנק ישראל⁵¹ מספר צעדים לעידוד מתן אשראי ולהקלה בתנאי האשראי הקיימים⁵² – הקמת קרנות להלוואות בערבות המדינה, הלוואות מוניטריות, עסקות ריפו לגופי האשראי החוץ-בנקאיים, הקלות רגולטוריות ומתווה לדחיית החזרי הלוואות. כמו בתקופת משבר הקורונה העמידה המדינה למגזר העסקי ערבויות להלוואות באמצעות קרן בערבות המדינה במטרה להגדיל את היצע האשראי לעסקים ולאפשר להם להתמודד עם קשיי תזרים מזומנים ועם צורכי הון חוזר, העלולים להיווצר בשל המלחמה. המסלולים מיועדים לעסקים שמחזור המכירות השנתי שלהם בשנה שקדמה לבקשה אינו עולה על מיליארד שקלים. במסגרת "מסלול חרבות ברזל" תיתן המדינה ערבות של עד 1.2 מיליארד ש"ח, שכנגדם יינתנו הלוואות בסך של עד 10 מיליארד ש"ח – עד 8 מיליארד שקלים לעסקים זעירים, קטנים ובינוניים ועד 2 מיליארדים לעסקים גדולים.⁵³ המסלולים החדשים מיועדים לעסקים בכל רחבי הארץ, אשר נפגעו כתוצאה מהמלחמה וסובלים מפער תזרימי. ההלוואות ניתנות דרך קרנות ייעודיות, משבעה בנקים ומשלושה גופים שאינם בנקים.⁵⁴ תקופת החזר ההלוואה נקבעה לחמש שנים, עם אפשרות לדחייה של תשלומי קרן ההלוואה והריבית לעד 12 חודשים לעסקים זעירים, קטנים ובינוניים ועד 3 חודשים לעסקים הגדולים.⁵⁵ נוסף על המסלולים החדשים שנפתחו בעקבות המלחמה⁵⁶ ניתנו במסגרת הקרן להלוואות בערבות המדינה גם הקלות להלוואות קיימות.⁵⁷ נכון ל-29.2.2024 הוגשו כ-36 אלף בקשות להלוואות בהיקף כספי של כ-19.1 מיליארדי שקלים, מתוכם כ-16 מיליארדי שקלים בידי עסקים זעירים וקטנים, המהווים כ-60% מהממוצע החודשי של ביצועי האשראי בעסקים אלו. מתוך הבקשות שטופלו עד סוף פברואר (68% מהבקשות) 78% אושרו בהיקף כספי של 7.1 מיליארדי שקלים, ובפועל ניתנו עד סוף פברואר כ-6 מיליארד שקלים. בחלוקה לפי מספר הבקשות – מרבית הבקשות (98%) הוגשו בידי עסקים קטנים וזעירים, 18% מתוכן מענף הבינוני (15%) והנדל"ן (3%). איור ד'-14 מראה שלעסקים מהענף שנפגע קשות – ענף החקלאות – שיעור האשראי שניתן מתוך זה שטופל היה הגבוה ביותר (85%).

⁵¹ לצעדים נוספים שנקטו ראו פרק א'.

⁵² להרחבה נוספת ראו תיבה 1 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2023.

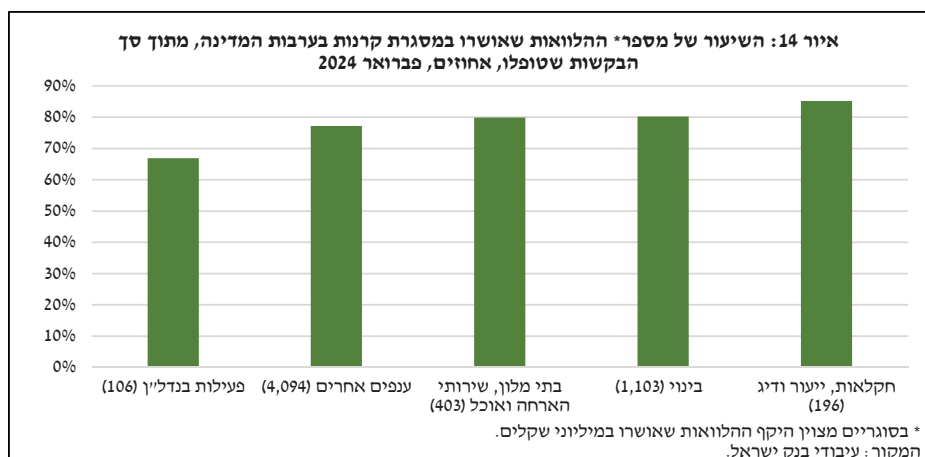
⁵³ המדינה נותנת ערבות של 60% מההלוואות לעסקים הגדולים ו-85% מהן לעסקים הקטנים.

⁵⁴ שיעור הריבית הממוצע בהלוואות שיעמיד נותן אשראי יהיה במרווח שלא יעלה על 1.5% מעל ריבית הפריים. עבור נותני אשראי חוץ-בנקאיים מסוימים ההוראה שונה: שיעורי הריבית הממוצעים בהלוואות שייתנו "גמא ניהול וסליקה" ו-B2B יהיו במרווחים שלא יעלו על 3.25% ו-4% מעל ריבית הפריים, בהתאמה.

⁵⁵ עסקים גדולים מוגדרים ככאלו בעלי מחזור מעל 100 מיליון שקלים ועד מיליארד שקלים.

⁵⁶ בחודש ינואר נוסף מסלול שנועד לתת מענה למשרתי מילואים בעלי עסקים, בהיקף של כמיליארד ש"ח. במסלול זה שיעור הריבית הממוצע בהלוואות שיועמדו על ידי נותן אשראי לא יעלה על ריבית הפריים, והמדינה תישא בעלות הריבית של שנת החזר הראשונה.

⁵⁷ עסקים המשתייכים למעגל הראשון (כפי שמוגדר בהערת שוליים 66) ועסקים המשתייכים למעגל השני (כלומר יתר העסקים) ומחזור פעילותם עד 25 מיליון ש"ח רשאים לדחות את תשלומי הקרן והריבית לתקופה של עד שלושה חודשים. עסק שדחה את תשלומי הקרן והריבית לתקופה של 3 חודשים עד לתאריך 31.12.23 יהיה זכאי להגיש בקשה לדחייה נוספת לתקופה של 3 חודשים. תקופת הדחייה המקסימלית תהיה 6 חודשים. (עסקים המשתייכים למעגל השני ומחזור פעילותם גבוה מ-25 מיליון ש"ח רשאים לדחות את תשלומי הקרן בלבד.)



נוסף על קרנות הממשלה, הציע בנק ישראל למערכת הבנקאית הלוואות מוניטריות בריבית משתנה – ריבית בנק ישראל פחות 1.5 נקודות אחוז – כנגד הלוואות שהבנקים יעניקו עד ינואר 2024 לעסקים קטנים וזעירים אשר פדיונם נפגע בגלל המלחמה בשיעור של לפחות 25%,⁵⁸ ובתנאי שממוצע הריבית על ההלוואות לאותם עסקים קטנים וזעירים לא יעלה על ריבית הפריים. היקף התוכנית הוא עד 10 מיליארדי ש"ח.

נכון לסוף ינואר נתנו הבנקים לכ-9,030 עסקים זעירים וקטנים העומדים בקריטריונים שנקבעו בתוכנית הלוואות בגובה של כ-6.3 מיליארדי שקלים;⁵⁹ כ-30% מהאשראי לתקופת פירעון של בין חצי שנה לשנתיים, והיתר – לתקופת פירעון שמעל שנתיים. בחלוקה לענפים – מרבית האשראי ניתן לחברות בענף הבינוי והנדל"ן ולענף המסחר (34% ו-25%, בהתאמה), ולתעשייה (13%). כ-35% מהיקף הלוואות אלו ניתנו במסגרת תוכנית הערבויות של הממשלה. ככלי נוסף ומשלים לתוכנית המוניטרית הציע בנק ישראל עסקות ריפוף⁶⁰ לגופי האשראי החוץ-בנקאיים המפוקחים על ידי בנק ישראל (חברות כרטיסי האשראי) או על ידי רשות שוק ההון.⁶¹ היקף התוכנית לגופים אלו היה עד 1 מיליארד שקלים.⁶² עסקות ריפוף היו אמורות להתבצע גם באפיק זה אך ורק בכפיפות להעמדת אשראי לעסקים קטנים וזעירים מיום 21 בנובמבר 2023 ועד סוף חודש ינואר 2024.⁶³

⁵⁸ באחד מהחודשים אוקטובר, נובמבר או דצמבר 2023.

⁵⁹ במקביל לא הנפיקו הבנקים אג"ח גם בחודש נובמבר, כפי שנהגו בחודשים שלפניו.

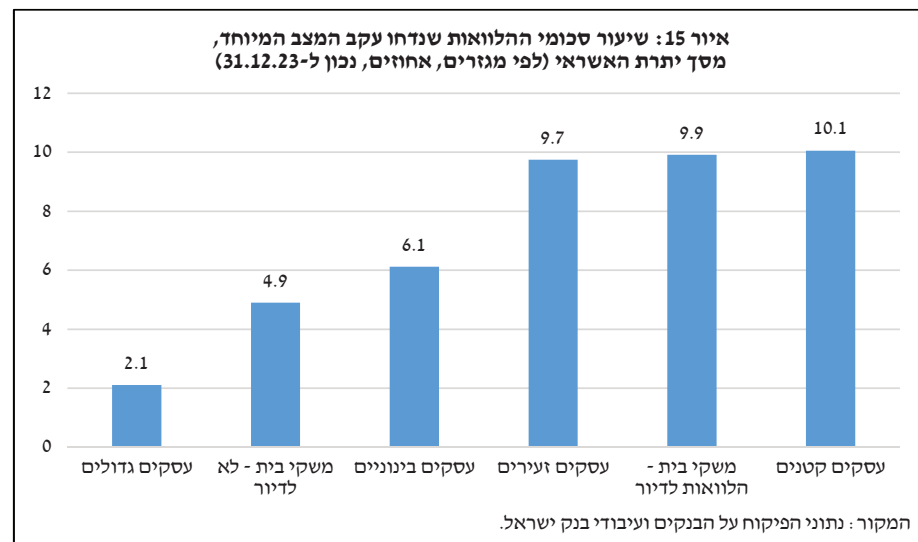
⁶⁰ במסגרת עסקת ריפוף בעל נייר ערך (לרוב אג"ח) מוכר אותו לצד אחר בעסקה, תוך התחייבות לחזור ולרכוש אותו שוב בתאריך ובמחיר הנקבעים מראש. כך למעשה מקבל בעל נייר הערך מימון לתקופה קצובה, ונייר הערך משמש כבטוחה.

⁶¹ גופים אשר קיבלו מרשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון רישיון לעסוק במתן אשראי מורחב, כהגדרתו בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016.

⁶² הריבית במסגרת העסקה תהיה ריבית משתנה – שיעורה של ריבית בנק ישראל פחות 1.5 נקודות אחוז.

⁶³ גם בתוכנית זו האשראי מכוון לעסקים קטנים וזעירים שפדיונם נפגע בשיעור של לפחות 25%, ובתנאי שממוצע הריבית על האשראי שניתן לא יעלה על ריבית הפריים. התקופות לפירעון במסלולים א' ו' יהיו זהות לאלו בתר כנית המוניטרית. במסלול א' בנק ישראל יאפשר שלוש תקופות נוספות של שישה חודשים כל אחת, ובמסלול ב' - חמש תקופות נוספות של שישה חודשים כל אחת, באותם התנאים. במסגרת עסקות הריפוף קיבל בנק ישראל מהגופים בטוחות סחירות – אג"ח ממשלתיות, מק"ם ואג"ח תאגידיות – על פי קריטריונים מסוימים.

הסיוע למשקי הבית ולעסקים על רקע המלחמה כלל, בין היתר, מתווה לדחיית תשלומי הלוואות⁶⁴ הן מהמערכת הבנקאית והן מחברות כרטיסי האשראי. המתווה חל על המשכנתאות, האשראי הצרכני (לרבות יתרת חובה בעו"ש) והעסקי.⁶⁵ נכון לחודש הראשון למלחמה, כשליש מההלוואות שנדחו ממועד כניסת מתווה בנק ישראל לתוקף משתייכות לאוכלוסיית "המעגל הראשון",⁶⁶ שנפגעה ישירות מהמלחמה. מפרוץ המלחמה (עד סוף חודש דצמבר) נדחו החוזרים של כ-308 אלף הלוואות, מרביתן (כ-70%) למשקי הבית – 30% בהלוואות לדיור ו-40% בהלוואות לא לדיור. 25% מתשלומי ההלוואות הנדחים הם לעסקים הזעירים. נכון לסוף דצמבר 2023 סך התשלומים שנדחו עמד על כ-5.6 מיליארדי ש"ח, מרביתם (65%) במגזר העסקי. מספר התשלומים וסך התשלומים שנדחו מסוף אוקטובר עלה כמעט פי שלושה, ויתרת ההלוואות שבגינה ניתנה דחייה היא כ-102 מיליארדי שקלים, שהם כ-6% מיתרת האשראי לכלל המגזרים. בחלוקה לפי מגזרים (איור ד'-15) ניתן להיווכח כי השיעורים הגבוהים ביותר הם בהלוואות לדיור ולעסקים הקטנים והזעירים – סביב 10%. מתווה בנק ישראל עבור המשתייכים למעגל הראשון כלל גם



פטור מעמלות בגין פעולות שיבצעו הלקוחות⁶⁷ לתקופה של 3 חודשים וריבית של 0% על יתרת חובה בחשבון עו"ש של משקי הבית עד סכום של 10,000 שקלים. חלק מהבנקים הרחיבו את המתווה בדרכים שונות.

⁶⁴ תיבה ד'-1 סוקרת את הרקע, היתרונות והסיכונים של חוק דחיית מועדים, שנועד לצמצם את הפגיעה באוכלוסיות שנפגעו במלחמה.

⁶⁵ לקבוצת הלקוחות במעגל הראשון, כלומר למתגוררים ופועלים בטווח של 30 ק"מ מרצועת עזה ובישובי צפון הארץ בטווח של 5 ק"מ מגבול הצפון, אזרחים שפוננו מביתם על ידי גורם מדינתי רשמי, שגויסו למילואים בצו 8, או שהם בעלי קרבה ראשונה לחללי המלחמה או לחטופים או לנעדרים, ההלוואות יידחו ללא חיוב בריבית וללא חיוב בעמלות. ליתר לקוחות הבנקים תינתן אפשרות לדחות את ההלוואות למשך 3 חודשים, התשלומים הנדחים יישאו ריבית שלא תעלה על שיעור הריבית בחוזה ההלוואה, והתשלומים יתווספו בסוף תקופת ההלוואה. הדחייה תבוצע ללא חיוב בעמלות. המתווה שגובש הציג את תנאי המינימום לדחיית ההלוואות, וכל בנק רשאי להרחיבו לטובת לקוחותיו ולבקשתם.

⁶⁶ לפירוט על קבוצת הלקוחות המשתייכים למעגל הראשון ראו הערת שוליים 66.

⁶⁷ למעט פעילות מ"ט"ח, ני"ע, סחר חוץ ויהלומים.

מאז פרוץ המלחמה יושמו גם מספר הקלות רגולטוריות, ביניהן: הקלה בקריטריונים לקבלת הלוואה לכל מטרה בשיעבוד דירה; תקנות שלפיהן צ'קים שסורבו במהלך חודש אוקטובר בגלל העדר כיסוי לא ייכללו ברשימת הצ'קים המביאה להטלת הגבלה על חשבונות הצ'קים שעליהם הם משוכים; והארכת משך הזמן הנדרש לפני דיווח⁶⁸ על פיגורים בתשלום הלוואות: במקום לדווח על הפיגור לאחר 30 ימים הם ידווחו רק לאחר 60 ימים; זאת כדי לאפשר ללווים שהות מספקת להסדרת התחייבויותיהם לנותני האשראי, ולמנוע דיווח על פיגורים בתשלומי הלוואות שנבעו מסיבות טכניות שונות.

תיבה ד-1 – שינוי מעמדן של התחייבויות חוזיות בזמן מלחמת "חרבות ברזל"

- תיבה זו סוקרת את הרקע, היתרונות והסיכונים של חוק דחיית מועדים, שנועד לצמצם את הפגיעה באוכלוסיות שנפגעו במלחמה באפשרו להן לדחות תשלומים לרשויות ולאנשים פרטיים.
- החוק חריג, שכן הוא מבטא התערבות ממשלתית בחוזים שנחתמו בין אנשים ועסקים פרטיים. התערבות כזאת עלולה לפגוע בהתנהלות הכלכלית הרציפה, לייקר חוזים, ולדרדר את מצבם הכלכלי של המסתמכים על החוזה.
- בחודש ינואר 2024 הוכנס בחוק תיקון מצמצם, המבטא התאמה מאוזנת יותר, בין הצורך להתחשב במצב החריג של שירות מילואים מתמשך, חטופים ושבוים ואלפי מפונים שטרם שבו לביתם, לבין השמירה על אמינות החוזים שנחתמים בין גופים פרטיים.

1. דחיית מועדים בחקיקה ראשית במלחמת "חרבות ברזל"

מאז תחילת מלחמת "חרבות ברזל", בשבעה באוקטובר 2023, אוכלוסיות מסוימות אינן מנהלות שגרת חיים רגילה, וכתוצאה מכך אינן יכולות לעמוד בהתחייבויותיהן המשפטיות במועדן. על רקע זה נחקק "חוק דחיית מועדים (הוראת שעה – חרבות ברזל) חוזה, פסק דין או תשלום לרשות, התשפ"ד – 2023" (להלן: "החוק"). החוק מאפשר דחיית תשלומים שנקבעו בחוזה או על פי דין, למעט תשלומי מזונות וחוזי עבודה. תחילה נחקק החוק כהוראת שעה לתקופה של חודש מיום 7.10.23, ובהמשך הוארכה תחולתו באמצעות צווים עד ל- 31.12.23. החוק הוחל על קבוצה רחבה של זכאים.¹ בינואר 2024 הוארכה תחולת החוק עד ליום 29.2.2024.² תוך צמצום מסוים של רשימת הזכאים לבקש דחיית תשלום, והוספת החרגה של עסקת תשלומים שבה הנכס או השירות כבר סופקו במלואם למשלם.³

¹ רשימת הזכאים: מי שבתקופה הקובעת, כולה או חלקה, שירת כחייל, שוטר, סוהר או כבאי; היה נעדר, חטוף או שבו; מי שהתגורר ערב תחילתה של התקופה הקובעת ביישוב שהתפנה; מי שאושפז בבית חולים לתקופה של שבעה ימים לפחות בשל פציעה שנגרמה לו כתוצאה מפגיעת איבה; עובד או מתנדב בגוף הצלה; בן הזוג של כל אחד מהאמורים; חברה שיש לה חמישה בעלי מניות לכל היותר, אם בעל מניות בה הוא אדם המנוי בקטגוריות לעיל והוא מחזיק 50% מאמצעי השליטה בה לפחות, או שותפות רשומה אשר אדם המנוי בקטגוריות לעיל משתתף בניהול עסקיה ושולט ב-50% לפחות מנכסיה.

² במקרה של מועד לתשלום לרשות (כהגדרתו בחוק), הדחייה נמשכת לחודש מרץ. לגבי חשבונות ארנונה תקופתיים שמועד תשלומם הוא בינואר ופברואר 2024, הדחיה היא של 31 ימים.

³ חוק דחיית מועדים (הוראת שעה – חרבות ברזל) חוזה, פסק דין או תשלום לרשות (תיקון) (דחיית מועדים בתקופה הקובעת השנייה) התשפ"ד – 2023. קבוצת המפונים הוגבלה לזו שהייתה בתחילת התקופה הקובעת הראשונה, הוסרה הקטגוריה של מאושפזים, חיילים הופרדו לקטגוריות חייל בשירות חובה, שירות מילואים ושירות קבע, משרתי משטרת ישראל, סוהרים וכבאים. החקיקה ממשכה לחול על נעדרים חטופים ושבוים, בני הזוג של כל אחד מהאמורים, חברת מעטים ושותפות.

⁶⁸ עבור מאגר נתוני אשראי.

סקר מהיר, שנערך בחודש דצמבר בקרב משרדים של רואי חשבון,⁴ מלמד שעיקר השימוש בחוק דחיית חיובים היה למען לקוחות שהם חיילים (79% מהתשובות) ומי שהתגוררו ביישוב שהתפנה (31% מהתשובות). השיעור הגבוה ביותר של שימוש בחקיקה (70% מהתשובות) נגע לתשלומים לרשויות. אמנם הסקר מצומצם, ואינו מייצג מבחינה סטטיסטית, אולם הוא מספק הצצה ראשונית לשימושים בחוק.

הרקע לחוק: תיעוד ראשון של חוקים מסוג זה בישראל הוא חוק הארכת מועדים, תשי"ז-1957. חוק זה נתן סעד למשרתים שירות מילואים ממושך לאחר מבצע קדש, והופעל גם במלחמת ששת הימים. במלחמת יום הכיפורים נדרשו הארכות זמן ליישומן, ולכן הותקנו תקנות שעת חירום, ותוקן חוק הארכת מועדים, תשל"ד – 1974 שנתן מענה למשרתי המילואים, בהבחנה מכלל האוכלוסייה.⁵ עד למלחמת "חרבות ברזל" אמנם עלתה לדיון ציבורי שאלת הפעלתו של החוק (בין היתר במבצעי "חומות מגן" ו"עופרת יצוקה" ומלחמת לבנון השנייה), אך ממשלות ישראל נטו שלא להפעילו.

2. המורכבות שבהרחבת עילות דחיית חיובים במסגרת חקיקה ראשית

מקובל להוסיף לחוזים סעיף "כוח עליון",⁶ המחייב את הצדדים להראות שההתחייבויות לפי החוזה אינן ניתנות לביצוע, ואין דרך אחרת לקיימן. בישראל, על פי דיני החוזים, נהוג להתייחס ל"אירוע מסכל".⁷ לעומת זאת, השימוש במנגנונים של דחיית חיובים הוא בבחינת יוצא מהכלל, שכן שוק חופשי מתאפיין בעסקאות רצוניות, והתפיסה היסודית היא שהתחייבויות יש לקיים; הצדדים לחוזה מייחסים חשיבות גם לעמידה בהן, ולכן יימנעו מפגיעה באמון שאחרים נתנו בהם. התערבות המדינה עלולה לפגוע במנגנונים אלה, וכן בנטייה לפעול בצורה אלטרואיסטית בתקופת משבר (Teichman, Zamir and Farkash (2016) על רקע זה עולה השאלה, אם ועד כמה רצויה התערבות ממשלתית בחוזים באמצעות חוקים ייעודיים. ההמלצה בספרות היא לשמור על מוטיב ההפתעה בצעדים כאלה, ככל שהם נקטים, ולאפשר התערבות ממשלתית רק בעת התממשות תרחישי קיצון קשים במיוחד. זאת כדי להימנע מסיכון מוסרי בחתימה על חוזים תוך הסתמכות מראש על הסדר דחיות אפשרי (Bolton and Rosenthal (2002)).⁸ עם זאת, גם בהתערבות מפתיעה כרוכים נזקים פוטנציאליים. למשל, כושר החזר של הצד המסתמך על החוזה עלול להיפגע כתוצאה מאי מימוש החיוב כלפיו. כמו כן, עצם האפשרות להתערבות ממשלתית לטובת הצד החייב יכול שתגולם ותשפיע על מחירי החוזים. בחוק האמור, המחוקק ביקש למתן השפעה זאת באמצעות התניית המועד בהגשת בקשה מצד החייב.

3. גישה חלופית – מתווים רגולטוריים בשיתוף המערכת המפוקחת

במלחמת "חרבות ברזל" הפעילה המערכת הבנקאית בהובלת בנק ישראל מתווה להקלה על נטל האשראי והעמלות. מתווה זה כלל דחיית הלואות רוחבית להקלה על נטל האשראי: יתרות חובה בעו"ש, במשכנתאות, אשראי צרכני ועסקי – למשקי הבית ולעסקים (להלן: "המתווה הבנקאי").⁹ במתווה הבנקאי מנגנון דחיית המועדים של תשלומי הריבית ופירעון ההלוואות נקבע במשותף עם המערכת הבנקאית. מתווה דומה יושם בעולם ובישראל בתקופת סגרי

⁴ הסקר נערך בשיתוף עם לשכת רואי החשבון ואיגוד הבנקים. השלימו את הסקר 48 משרדים.

⁵ ביחס לכלל האוכלוסייה – בפסק דין משנת 1979 (כך נ' נצחוני מזרחי בע"מ) נקט בית המשפט פרשנות מצמצמת של סעיף ה"סיכול" בחוק החוזים, וקבע כי בשל התנאים הגיאוגרפיים-פוליטיים הייחודיים במדינת ישראל (כלומר המלחמות התכופות והאיומים המתמשכים) מלחמת יום כיפור אינה אירוע מסכל המצדיק הפרת חוזה.

⁶ "Force Majeure" – "Act of God". סעיף זה עשוי להתייחס לאירועים כמגיפה, אסונות טבע, מלחמה, סנקציות, מהומות ועוד.

⁷ בישראל נהוג להתייחס ל"אירוע מסכל". סעיף 18 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), תשל"ה-1970.

⁸ שאלה זו עלתה באשר לאפשרות שנתן הממשל הפדרלי בארצות הברית לדחיית תשלומי חוב על הקרקע בזמן המשבר החקלאי בארצות הברית בשנת 1819. נמצא שההסדרים היו שכחים יותר באזורי הגבול, שבהם החייבים היו בעלי השפעה פוליטית גדולה יותר.

⁹ במקביל גובש והופעל גם מתווה ללקוחות של חברות כרטיסי האשראי, המותאם לדפוס הפעילות של הלקוח מול חברת אלה.

הקורונה¹⁰, כך שהמתווה הנוכחי התבסס על ניסיון העבר.¹¹ זאת, בהתבסס על התפיסה שבאירועים חריגים נדרשים צעדים רגולטוריים בלתי רגילים.¹² המתווה הבנקאי אינו כופה שינוי הסכמים או הפרת חוזים, אלא ממוקד בהקלות וולונטריות שמעניקה המערכת הבנקאית בכללותה, ומהווה בסיס, שניתן להוסיף עליו במסגרת מערכת היחסים השוטפת שבין הבנק ללקוח. בכך המתווה הוא הסדר גמיש ומותאם לנסיבות.

למתווה הבנקאי יש יתרונות רבים בהשוואה לחוק דחיית מועדים, אולם ייתכן כי הסדר כזה, שמתאפשר מול ענף עם מספר עסקים קטן, אינו ישים בראייה משקית רחבה. בפועל במעגל הראשון של המתווה הבנקאי נכללו עשרות יישובים שלא נכללו בחוק דחיית מועדים, כקריית גת, אופקים, אשדוד ואשקלון. לעומת המתווה, החוק אמנם חל על כל חוזה, פסק דין או החלטה, אולם הוא מצומצם יותר מבחינת האזורים הגאוגרפיים וקבוצת הזכאים, בשל הצורך בהגדרת תנאים מדויקים ואובייקטיביים.

מלחמת "חרבות ברזל" מייצגת התממשות של תרחיש קיצון, שהציב חלק מהאוכלוסיות הנפגעות בפני נטל שמתווה הסיוע של הבנקים ודחיית התשלומים לחלק מספקי התשתיות ולרשויות לא נתנו לו מענה. כדי לתת מענה לקשיים אלה חוקק חוק דחיית מועדים, אשר איפשר לאוכלוסיות שנפגעו גם דחייה של תשלומים בחוזים פרטיים. מחד גיסא, החוק סייע להקלה מיידית של הנטל; מאידך, הוא איפשר התערבות ממשלתית בחוזים, ובכך הוא מגביר את חוסר הוודאות בחוזים חדשים וקיימים, ועלול להשליך על פרמיית הסיכון בעשיית עסקים בישראל. הגבלה של החוק למענה לתרחיש חירום קיצוני והתיקון המצמצם שהוכנס בו בחודש ינואר 2024 מבטאים את האיזון המותאם לאירוע מלחמתי חריג, אשר מערב שירות מילואים מתמשך של אוכלוסייה רחבה, אלפי מפונים שאינם יכולים לשוב לבתיהם, חטופים ושבוים.

מקורות

Patrick, Bolton and Howard, Rosenthal (2002). "[Political Intervention in Debt Contracts](#)", [Journal of Political Economy](#), University of Chicago Press, vol. 110(5), pages 1103-1134.

Teichman, Doron and Eyal Zamir and Yuval, Farkash (2016). "Behavioral Economics and Contract Law: Theoretical Insights and Empirical Findings". Essays on Contract in Honor of Gabriela Shalev (Aharon Barak, Yehuda Adar & Efi Zemach eds). <https://ssrn.com/abstract=2891207>

¹⁰ במתווה מתקופת סגרי הקורונה האפשרות לדחות את ההלוואות הייתה כרוכה בחיוב בריבית. במלחמת "חרבות ברזל" לחלק ניכר מקהל היעד (המעגל הראשון) ניתנה אפשרות לדחות את ההלוואות ללא חיוב בריבית ועמלות.

¹¹ דוגמה נוספת היא הוספת הפרקטיקה על ידי ה-Federal Reserve - לתוכנית ההלוואות Main Street Lending Program (MSLP); ועוד קודם לכן, במלחמת העולם השנייה, במסגרת *Defense production act*.

<https://www.elibrary.imf.org/view/journals/024/1953/001/article-A003-en.xml>

¹² <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html>

תיבה ד-2 – הטרוגניות בשינוי בנטל החוב של משקי הבית בעקבות עליית ריבית בנק ישראל

- מאז החל בנק ישראל להעלות את הריבית, באפריל 2022, לווי המתגוררים ביישובים המדורגים במדד כלכלי חברתי גבוה פרעו חלקים מהמשכנתה שלהם (ובפרט את החלק שבמסלול הפריים) בשכחות גבוהה יותר מאשר בעלי משכנתאות המתגוררים ביישובים המדורגים במדד כלכלי-חברתי נמוך.
- באותה התקופה בעלי הלוואות צרכניות המתגוררים ביישובים המדורגים במדד כלכלי-חברתי גבוה נטו בשכחות גבוהה יותר להימנע מנטילת חוב חדש ולפרוע חובות קיימים, בעוד שאלו המתגוררים ביישובים המדורגים במדד כלכלי-חברתי נמוך נטלו חוב נוסף.

1. רקע

תיבה זו מנתחת את נטל החוב של משקי הבית ואת השפעת ההידוק המוניטרי על נטל זה ובוחנת את ההבדלים בדרכי ההתמודדות של הלוויים עם ההידוק על פי מאפייניהם הדמוגרפיים ומאפייני החוב שלהם. התיבה מתמקדת במשכנתאות ובהלוואות צרכניות ומשווה בין מאפייני החוב של משקי הבית לפני תחילת ההידוק המוניטרי (אפריל 2022) לבין מאפייניו בספטמבר 2023.¹

עליית הריבית השפיעה באופן ישיר על משקי בית רבים הנושאים חוב בריבית משתנה, ובפרט במסלול הפריים. עם זאת, חלק מהלוויים הצליחו למתן את השפעתה של עליית הריבית על החוזר החודשי בדרכים שונות:

1. הקטנת חוב קיים על ידי פירעון מוקדם (מלא או חלקי).
2. שינוי תנאי האשראי, כך שהחוזר החודשי יקטן – למשל על ידי הארכת התקופה-לפירעון של החוב, ללא שינוי גובה הקרן.²

נבחר, כי צעדים אלו הקטינו את השפעת עליית הריבית על החוזר החודשי בטווח הקצר, אך לא ניתן לדעת אם הצעדים יקטינו את נטל החוב הכולל לאורך כל חיי החוב. הדבר תלוי בין היתר בהתפתחות האינפלציה וריבית בנק ישראל לאורך השנים הבאות.

הספרות הכלכלית מוצאת כי הנטייה של משק בית לנקוט את כל אחד מהצעדים האמורים לשם הקטנת נטל החוב (או אי-הגדלתו) בעת עליית הריבית מתואמת עם מצבו החברתי-כלכלי, מצבו הפיננסי, האוריינות הפיננסית וכו' המיקוח שלו מול המלווה.

Kyes et al., (2014), Di Maggio et al., (2017), Beraja et al., (2019) מצאו כי ירידה בריבית הנומינלית הניעה משקי בית לבצע מימון מחדש (refinancing) של משכנתאות בריבית קבועה, וכי ההשפעה הייתה שונה באזורים שונים בארה"ב. Kramer et al., (2024) מצאו שמשקי בית בעלי הכנסה נמוכה לא מיחזרו משכנתאות בתקופת הריבית הנמוכה, בניגוד למגמה באוכלוסיות מבוססות יותר.

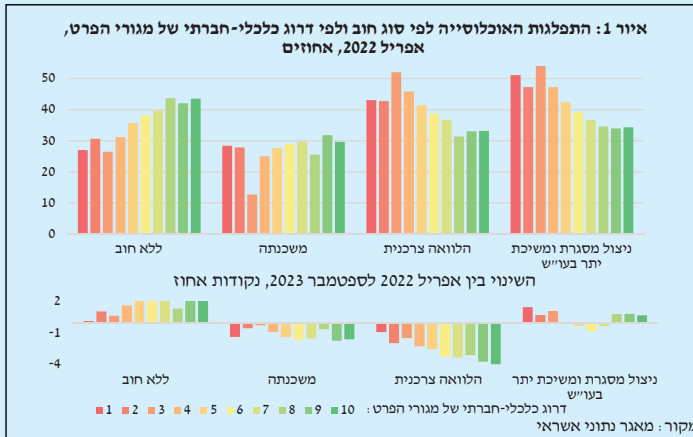
¹ הניתוח מעודכן לספטמבר 2023, שכן התיבה מתמקדת בהשפעת ההידוק המוניטרי, וברצוננו להימנע מההשפעה הפוטנציאלית של המלחמה, שפרצה באוקטובר 2023, על הממצאים.

² דרך נוספת היא להחליף חוב בריבית משתנה (פריים) בחוב בריבית קבועה או בריבית המשתנה בתדירות נמוכה יותר (שרמתה בתקופה הנסקרת הייתה נמוכה יותר). כמו כן ניתן להפחית את החוזר החודשי על ידי לקיחת הלוואות מסוג "בולט" ו"בלון" (שבהן יתרת הקרן מוחזרת במלואה בתום התקופה, והריבית משולמת לאורך חיי הלוואה או במועד הפירעון, בהתאמה).

2. קיומו של חוב מסוגים שונים

באפריל 2022 לכ-62% מהאנשים הרשומים במאגר נתוני האשראי³ היה חוב (משכנתה, הלוואה צרכנית, ניצול מסגרת ומשיכת יתר בעו"ש)⁴. עד ספטמבר 2023, במקביל לעליית הריבית, ירד שיעור בעלי החוב הצרכני בכ-3 נקודות אחוז, ושיעור בעלי המשכנתאות ירד בכנקודות אחוז.⁵

בחינת הדירוג הכלכלי-חברתי של מגורי הפרט⁶ מעלה כי הנטייה ליטול חוב צרכני או לנקוט משיכת יתר פוחתת ככל שהדירוג הכלכלי-חברתי של מגורי הלווה עולה. הבדלים אלו ניכרים הן באפריל 2022 והן בעת התמורות שחלו עד ספטמבר 2023. לעומת זאת משקל הלווים בעלי משכנתה ומשקל האנשים שאינם בעלי חוב (משיכת יתר, הלוואה צרכנית או משכנתה) עולה עם הדירוג הכלכלי-חברתי של מגורי הלווה (איור 1).⁷ ניכר כי הירידה של שיעור בעלי החוב הצרכני במהלך התקופה שבה עלתה הריבית גדולה יותר בקרב משקי בית בדירוג כלכלי-חברתי גבוה (איור 1). מגמה כזאת לא נצפתה בתקופות שקדמו להידוק המוניטרי.⁸



3. משכנתאות⁹

סעיף זה בוחן את השינוי בנטל החוב של משקי הבית בעלי המשכנתאות על פי הצעדים שנקטו לשינוי גובה החוב ומאפייניו. הניתוח נסב על כ-1.2 מיליון בעלי משכנתה שלא נוספו לה מסלולים חדשים לאחר אפריל 2022 ושנתרו בעלי משכנתה

³ הניתוח מתבסס על כ-5.67 וכ-5.96 מיליון פרטים שעליהם היה דיווח במאגר באפריל 2022 ובספטמבר 2023, בהתאמה. המאגר כולל את כל אלה שיש להם כרטיס חיוב נדחה ו/או מסגרת חשבון עו"ש ו/או נמצאים ביתרה שלילית בחשבון העו"ש (גם אם אין להם מסגרת עו"ש). אדם יכול לבחור להיגרע מהמאגר, ובמקרה זה לא יהיו נתונים על אודותיו, אך הרוב המוחלט של האנשים אינם מבקשים להיגרע מהמאגר, כך ששיעור הכיסוי גבוה ביותר.

⁴ כיוון שמרבית הלווים חשופים למסלול הפריים, הניתוח מתמקד בתמורות שחלו בהתאם לשיעור החשיפה לפריים.

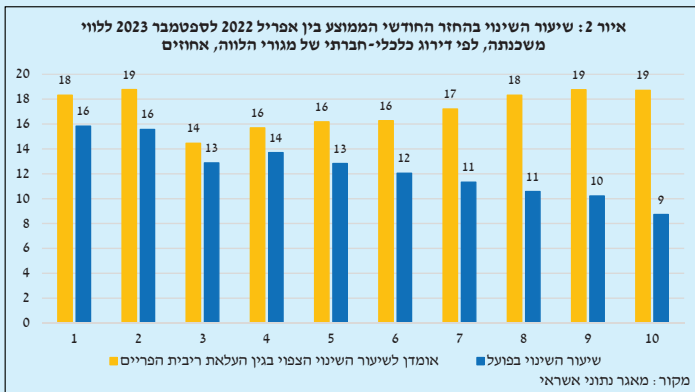
⁵ תמורות אלו אינן מאפיינות תקופה מקבילה שנבחנה. כך בין אפריל 2021 לאפריל 2022 משקל אלה שאינם בעל חוב נותר ללא שינוי, 38%, שיעוריהם של בעלי המשכנתאות בשני החודשים האלה היו 26.4% ו-26.5%, שיעוריהם של בעלי החוב הצרכני היו 38.6% ו-38.1%, ושיעורי בעלי משיכת היתר כ-39.4% וכ-40% בהתאמה.

⁶ הדירוג הכלכלי-חברתי של היישוב שבו מתגורר הלווה מקבל ערכים מ-1 (נמוך) ל-10 (גבוה) לפי דירוג הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. יישובים קטנים שהותממו (המידע לגביהם נמחק ממאגר הנתונים) בגלל דרישות סודיות של מאגר נתוני אשראי הוסרו מהניתוח. בגלל שונות גבוהה בתוך היישובים המדורגים בדירוג כלכלי-חברתי נמוך, בפרט בירושלים, האיורים המוצגים בתיבה לפי הדירוג הכלכלי-חברתי הם בניכוי ירושלים.

⁷ להרחבה על סוגי החוב שהלווה נוטל לפי הדירוג הכלכלי-חברתי של מגוריו ראו נספח א'.

⁸ בין אפריל 2021 לאפריל 2022 נמצאה במרבית העשירונים ירידה של כנקודת אחוז אחת וירידה גדולה יותר עבור המתגוררים ביישובים המדורגים בדירוג בינוני (5-7).

⁹ הניתוח מתייחס למשכנתאות שניתנו על ידי המערכת הבנקאית, הכוללות גם הלוואות שלא למגורים בביטחון דירת מגורים, בניכוי תצפיות שחורגות מהאחוזון ה-99.5% בהתפלגות של גובה החוב (הקרו, היתרה הנוכחית לסילוק וההחזר החודשי).



בספטמבר 2023.¹⁰ אנחנו עוקבות אחרי לווים אלו ומשוות את ההחזרים ואת היקף חובם בין שתי התקופות. באיור 2 ניתן לראות שמתחילת ההידוק המוניטרי עלה במידה ניכרת ההחזר החודשי הממוצע בגין משכנתאות אלו וששיעור עלייתו גבוה יותר ככל שהדירוג הכלכלי-חברתי של מגורי הלווה נמוך יותר. העמודות הכחולות מציגות את ההחזרים החודשיים בפועל, שהושפעו, מחד גיסא, מעליית הריבית, ומאידך – מהצעדים שנקטו משקי בית כדי להקטין את ההחזרים (כגון פירעון מוקדם או הארכת התקופה-לפירעון). העמודות הצהובות

מציגות את שיעור השינוי הממוצע של ההחזר שהיה נדרש לולא ביצעו הלווים שינויים בתנאי ההלוואה, והשינוי היחיד שהיה מתרחש הוא עליית ריבית הפריים. ניתן לראות שלא שינויים נוספים בגובה החוב ובמאפייני שיעור העלייה של ההחזר החודשי עבור לווים המתגוררים ביישובים בדירוג כלכלי-חברתי גבוה היה גדול יותר. הסיבה העיקרית לכך היא חשיפתם הגבוהה יותר לרכיב הפריים באפריל 2022,¹¹ אך ניכר כי הם התמודדו באופן אקטיבי עם סיכון זה והפחיתו את החשיפה כאשר הוא התממש – כשריבית הפריים עלתה.

כעת נתמקד בכ-902 אלף לווים, שלפי תנאי המשכנתה שלהם באפריל 2022 לא היו עתידים לבצע פירעון של המשכנתה (או של חלקה) לפחות עד ספטמבר 2023. כ-8% מלווים אלו הקטינו את ההיקף הכולל של המשכנתה בין אפריל 2022 לספטמבר 2023, ומשקלם בקרב כלל הלווים עולה עם העלייה בדירוג הכלכלי-חברתי של מגורי הלווה מ-5% ל-12%. משמע שיותר לווים המתגוררים ביישובים המדורגים בדירוג כלכלי-חברתי גבוה הקדימו לפרוע חלק מהמשכנתאות שלהם. עיקר החוב שנפרע היה חוב במסלול הפריים.

בדקנו על בסיס ממצאים אלו, באמצעות מודל סטטיסטי, אם הסיכוי שלווה יבצע פירעון מוקדם של המשכנתה, ובפרט של רכיב הפריים, גדול יותר בקרב לווים המתגוררים ביישובים שדירוגם הכלכלי-חברתי גבוה יותר וככל שהפרט אמיד יותר (לפי אינדיקציות כגובה המשכנתה וסך ההוצאות בכרטיסי אשראי¹²). זאת בהינתן המאפיינים הנצפים של הפרט, כגון הגיל ומקום המגורים, וכן מאפייני החוב. לשם כך אמדנו משוואת פרוביט, הקושרת בין ההסתברות להקטין במהלך התקופה הנחקרת את ההיקף של סך המשכנתה, ובפרט של החלק שבמסלול הפריים, לבין המאפיינים הנצפים של הלווה וההלוואה. ערכנו שתי אמידות נפרדות: באמידה הראשונה המשתנה המוסבר מקבל את הערך 1 אם סך ההלוואות של אותו לווה שבמסלול ריבית הפריים ירד בין אפריל 2022 לספטמבר 2023; באמידה השנייה המשתנה המוסבר מקבל את הערך 1 רק אם הייתה ירידה הן בסך ההלוואות של אותו אדם (לא רק ברכיב פריים) והן בסך הלוואותיו שבמסלול ריבית הפריים. האמידה השנייה מאפשרת לנו להתמקד בלווים שביצעו פירעון אפקטיבי (סך חובם הצטמצם), להבדיל מלווים שפרעו את רכיב הפריים אך הגדילו במקומו חוב אחר.

הנתונים ששימשו לאמידה הם ברמת הלווה (על כלל המשכנתאות שבבעלותו), ולכל לווה סוכמו סכומי הקרן הן בכל מסלולי הפריים (עבור האמידה הראשונה) והן בכלל המסלולים (עבור האמידה השנייה). חושבה התקופה הממוצעת

¹⁰ אוכלוסייה זו נבחרה כדי לנטרל את ההשפעה של משכנתאות שניטלו בהדרגה במשך התקופה, ולכן סכום הקרן של סך הלוואות הלווה עלה בהן לאורך זמן. הואיל ולמרבית האוכלוסייה יש משכנתה אחת, העדר התייחסות למשקי בית שהגדילו את החוב על ידי נטילת משכנתה נוספת אינו משפיע באופן משמעותי על התוצאות.

¹¹ שיעור החשיפה לפריים באפריל 2022 עלה עם הדירוג הכלכלי-חברתי של מגורי הלווה מכ-24% לדירוגים 3-4 לכ-37% לדירוגים 8-10. שיעור החשיפה לפריים של המתגוררים ביישובים המדורגים בדירוג כלכלי-חברתי 1-2 היה גם הוא גדול – כ-30% באפריל 2022.

¹² ההוצאות שאינן נושאות ריבית.

עד לפירעון ההלוואה,¹³ ופיקחנו גם על היתרה הנוכחית לסילוק בתקופת הבסיס. משתנה מסביר נוסף, המשמש מדד לאיתנות הפיננסית של הלווה, ההוצאות בכרטיסי אשראי, מחושב כסכום הוצאותיו בכרטיסי אשראי בתקופת הבסיס. ניתן לראות בלוח 1 כי ההסתברות שמשקי בית אמידים יותר הקטינו את חשיפתם לרכיב הפריים גדולה יותר: הדבר מתבטא במקדמים של משתנה הדירוג הכלכלי-חברתי של מגורי הלווה ובמקדם של המשתנה המתייחס לסך ההוצאות בכרטיסי אשראי (ללא ריבית). עוד נמצא שככל שיתרת החוב לסילוק ערב תחילת ההידוק המוניטרי הייתה גבוהה יותר, ובהתאם לכך פגיעתו של ההידוק המוניטרי בלווה גדולה יותר, כך עולה הסיכוי שאותו לווה יקטין את החשיפה שלו לעליית הריבית. נוסף על כך, ככל שהתקופה שנותרה לפירעון ארוכה יותר כך קטן הסיכוי שהלווה יפרע את החוב.

לוח 1: ההסתברות לפירעון מוקדם של חלק מהמשכנתה, בין אפריל 22 לספטמבר 23

ירידה ביתרת פריים	ירידה ביתרת הכוללת ובפריים	
0.008 *** (0.002)	0.025*** (0.001)	דרוג כלכלי חברתי - מגורי הלווה
0.017 *** (0.001)	0.011*** (0.001)	הוצאות בכרטיסי אשראי
0.481 *** (0.005)	0.443 *** (0.004)	לוג יתרה לסילוק
-0.003*** (0.00004)	-0.006*** (0.00004)	תקופה ממוצעת לפירעון
-8.314*** (0.07)	-6.767*** (0.055)	חותך
859,464	902,411	מספר תצפיות

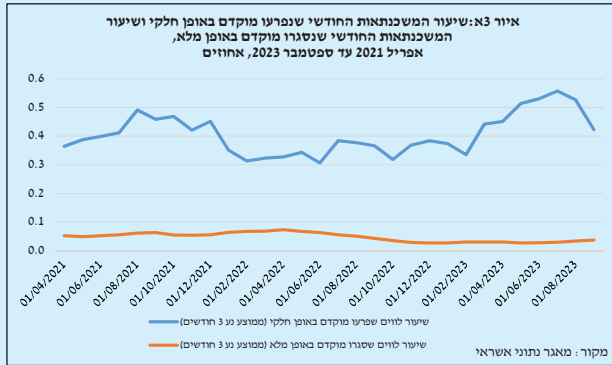
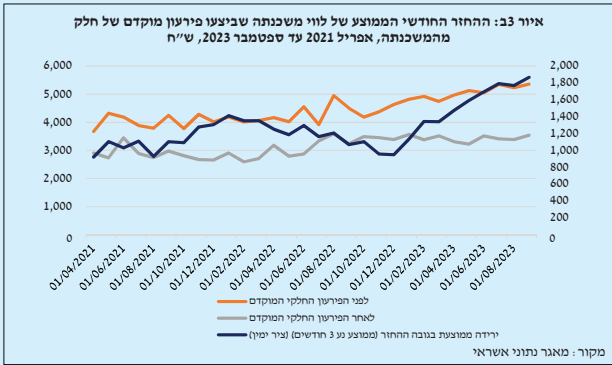
הערה: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

סטיות התקן בסוגריים

מקור: מאגר נתוני אשראי

כעת נבחן את ההשפעה של הפירעון על גובה החוזר. באיור 3 הימני ניתן לראות כי שיעור הפורעים משכנתאות פירעון מוקדם החל לעלות רק כ-10 חודשים לאחר תחילת העלאות הריבית, וגם אז השינוי בשיעור הפירעונות הממוצע לא היה גדול. באיור 3 השמאלי ניתן לראות כי השפעתם של הפירעונות המוקדמים אשר בוצעו לאחר תחילת ההידוק המוניטרי על החוזרים החודשיים הייתה חזקה יותר מהשפעתם של הפירעונות שבוצעו לפני כן, וכי אלה שבוצעו בין אוקטובר 2022 ליולי 2023 הביאו לירידתו של החוזר בכ-1,400 שקלים בממוצע. ככל שהפירעון בוצע זמן רב יותר טרם סיום העלאות הריבית מדובר באומדן חסר גדול יותר של השפעתו על החוזר. עוד ניתן לראות כי לוויים (משקי בית) שביצעו פירעונות מוקדמים במהלך תקופת ההידוק המוניטרי שילמו חוזרים גבוהים יותר מאשר אלה שביצעו פירעונות מוקדמים טרם ההידוק המוניטרי. בשתי התקופות מי שפרעו משכנתאות הם בעלי חוזרים גבוהים מהממוצע של כלל בעלי המשכנתאות, כלומר בעלי איתנות פיננסית גבוהה יחסית.

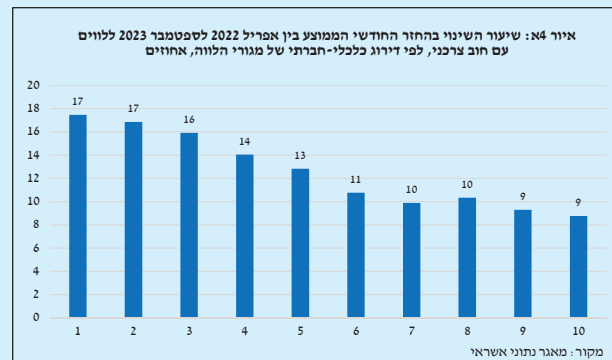
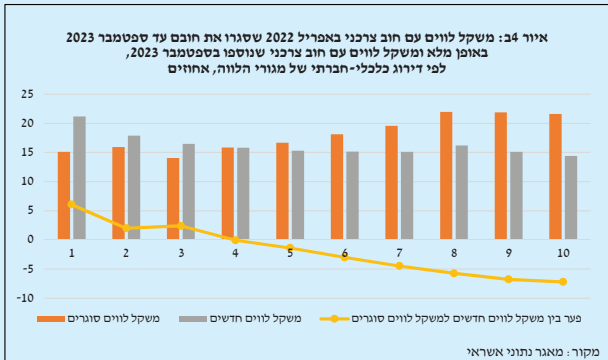
¹³ ממוצע משוקלל לפי היתרה הנוכחית לסילוק בכל מסלול. חושב עבור סך המסלולים ובנפרד עבור מסלול הפריים.



4. אשׂראי צרכני

בניגוד למשכנתאות, חוב צרכני הוא קצר ודינמי (בממוצע הוא נלקח לכ-5.5 שנים, לעומת 23 שנה במשכנתה באפריל 2023). לפיכך חלק ניכר מההתמודדות של בעלי חוב צרכני עם עליית החוזרים בגין עליית הריבית מתבטא בהחלטה לא לקחת חוב חדש (למשל להימנע מנטילת הלוואות רכב). גם לווים אלו (כמו בעלי המשכנתאות) יכולים לבצע פירעון מוקדם (מלא או חלקי) של החוב הקיים.

באפריל 2022 היה לכ-2.2 מיליון אנשים חוב צרכני, לעומת כ-2.1 מיליון בספטמבר 2023. כ-18% מבעלי החוב באפריל 2022 החזירו את החוב במלואו במהלך התקופה הנסקרת (להלן "סוגרים"), וכ-16% מבעלי החוב בספטמבר 2023 היו לווים שלא היה להם חוב באפריל 2022 ("חדשים"). באיור 4 השמאלי ניתן לראות שמשקל בעלי החוב שסגרו את חובם במהלך התקופה אפריל 2022 עד ספטמבר 2023 עולה עם הדירוג הכלכלי-חברתי של מגורי הלווה, ומשקל בעלי החוב החדשים פוחת עם העלייה בדירוג זה. מניתוח קבוצת הלווים שהייתה בעלת חוב צרכני הן באפריל 2022 והן בספטמבר 2023 ("ממשיכים") אנו למדים שמשקל הלווים שהגדילו את חובם במהלך התקופה פוחת עם העלייה בדירוג הכלכלי-חברתי של מגורי הלווה: איור 4 הימני מציג את ההחזרים החודשיים של קבוצת הלווים שהייתה בעלת חוב צרכני הן באפריל 2022 והן בספטמבר 2023 ("ממשיכים"). האיור מתייחס להחזרים בפועל של לווים אלו, לאחר שהם הושפעו הן מעליית הריבית (שפעלה להגדלת החזרים החודשיים של לווים קיימים וחדשים) והן מהצעדים שנקטו משקי הבית – נטילת חוב נוסף או פירעון חוב קיים. ניתן לראות ששיעור העלייה של החזר החודשי בפועל יורד עם העלייה בדירוג הכלכלי-חברתי של מגורי הלווה, וזאת גם משום שלווים המתגוררים ביישובים המדורגים בדירוג כלכלי-חברתי נמוך לא שינו באופן ניכר את התנהגותם: הם הגדילו בממוצע את חובם בדומה לגידולו בתקופות קודמות, מה שגרם להגדלת החזרים החודשיים שלהם. לעומתם לווים המתגוררים ביישובים בעלי דירוג כלכלי-חברתי גבוה לא הגדילו



את החוב, או אף הקטינו אותו (זאת בניגוד לתקופות קודמות). תושבי יישובים המדורגים בדירוג כלכלי-חברתי נמוך האריכו את התקופה הממוצעת לפירעון של החוב, דבר שמיתן במקצת את ההשפעה של הגדלת החוב על ההחזרים.¹⁴ בסיכום, ניתן לראות שונות משמעותית בין משקי בית אמידים, שפעלו להקטנת ההחזרים החודשיים שלהם באמצעות פירעון הלוואות והימנעות מנטילת אשראי נוסף, לבין משקי בית שאינם בעלי אמצעים, שחלקם אף הגדילו את נטל חובם ואת ההחזרים החודשיים שהם משלמים בגינו עוד מעבר לעלייה בהחזרים שהייתה נובעת רק מעליית הריבית.

מקורות

Keys, Benjamin J., et al. (2014) "Mortgage Rates, Household Balance Sheets, and the Real Economy". No. w20561. *National Bureau of Economic Research*.

Di Maggio, Marco, et al. (2017) "Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging", *The American Economic Review*, vol. 107, no. 11.

Martin Beraja, Andreas Fuster, Erik Hurst, Joseph Vavra (2019), "Regional Heterogeneity and the Refinancing Channel of Monetary Policy", *The Quarterly Journal of Economics*, 134, Issue 1,

Claire Kramer-Mills, Ambika Nair, Belicia Rodriguez & Joelle Scally (2024). "The State of Low-Income America: Credit Access & Housing".

¹⁴ התמונה שלפיה לווים אמידים יותר הקטינו את החוב ולווים אמידים פחות הגדילו אותו לא מתקבלת בהשוואה בין אפריל 2021 לאפריל 2022.

נספח א'- התפלגות האנשים לפי סוגי החוב והדירוג הכלכלי-חברתי

