

דוח היציבות הפיננסית לשנת 2025

בנק ישראל
חטיבת המחקר



דוח היציבות הפיננסית לשנת 2025

תאריך פרסום: מרץ 2026

כותבים ומרכזים

אייל מרום, איתי דוד, יונתן בן שימול, לילך שמע-זלטוקרילוב, נועם מיכלסון, סטיב לב, קונסטנטין קוסנקו, כלכלני היחידה הכלכלית בפיקוח על הבנקים, כלכלני מחלקת סולבנסי והון ברשות שוק ההון, ביטוח וחסכון

נתונים

חטיבת המידע והסטטיסטיקה, הפיקוח על הבנקים, רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון, חטיבת השווקים

כותבי התיבות

יהונתן ברזני, יוסי יכין, מאיה הרן-רוזן, רועי שטיין, שירה בן שבת, שלומי בר דגן

עוזרי מחקר

עדי פלדמן, עומר רוזנטל

תוכן עניינים

4.....	מבנה הדוח, שיטת הניתוח ומטרתו.....
6.....	עיקרי הדברים.....
7.....	1. הערכה מסכמת.....
10.....	2. ערוצי החשיפה לסיכון.....
10.....	2.1 ערוץ המקרו-כלכלה.....
16.....	2.2 ערוץ מחירי הנכסים.....
41.....	2.3 ערוץ האשראי.....
75.....	3. עמידות המוסדות הפיננסיים.....
75.....	3.1 מערכת הבנקאות.....
77.....	3.2 חברות הביטוח.....
79.....	3.3 מערכות התשלומים והסליקה: עדכון.....
80.....	4. תרחישי סיכון.....
82.....	תיבה א': מחירי הדירות לעומת שוויין התיאורטי.....
89.....	תיבה ב': מחזוריות בהשקעות גופים מוסדיים בישראל.....
95.....	תיבה ג': הקשר בין חייבים בהוצאה לפועל לחדלות פירעון, דפוסים ומגמות מהשנים האחרונות.....
100.....	תיבה ד': מאפייני הנפקות אגרות חוב קונצרניות בשנת 2025.....
104.....	תיבה ה': התפתחותם של המטבעות היציבים והשפעתם על היציבות הפיננסית.....
111.....	נספח 1: המוניטור ליציבות פיננסית, רבעון ראשון 2015 – רבעון שלישי 2025.....

מבנה הדוח, שיטת הניתוח ומטרתו

החל משנת 2026 דוח היציבות הפיננסית מתפרסם פעם בשנה. בדוח אנו מנתחים את **ערוצי החשיפה לסיכונים** (risk channels) במערכת הפיננסית ואת **רמת הפגיעות** המערכת בערוצים אלה (vulnerabilities), מציגים את הערכתנו לגבי **תרחישי הסיכון** העיקריים (risks) ובוחנים את **כושר העמידות** (resilience) של המערכת בפני סיכונים אלה, בהתאם לתרחישי הקיצון.¹ ההערכה הסופית לגבי רמת היציבות הפיננסית של המשק נשענת על המסקנות מכל שלושת הנדבכים האלה יחד. ההערכות והניתוחים שמובאים בדו"ח מתבססים על סקירת ההתפתחויות ההיסטוריות, ספרות אקדמית, בחינת המאפיינים המבניים, שימוש במודלים אנליטיים (לרבות סימולציות ומבחני לחץ) והערכה של תנאי הרקע העדכניים ביותר בכלכלות העולמית והמקומית.² באופן כללי הדוח מציג את הסיכונים שהתממשותם עלולה להשפיע משמעותית על המשק בטווחים הקצר והבינוני, במטרה להגביר את המודעות אליהם בקרב קובעי המדיניות ובציבור הרחב ולאפשר היערכות מתאימה.

תרשים 1: תהליך ההערכה והניתוח של רמת היציבות הפיננסית



במסגרת הדוח השנתי, הניתוח יתמקד בתיאור ההתפתחויות המרכזיות בערוצי החשיפה לסיכון במהלך השנה הנסקרת לאור התממשות הסיכונים עליהם הצבענו בדוח היציבות האחרון, בראשם הסיכון הגאו-פוליטי המקומי בדמות התמשכות המלחמה שפרצה ב-7 באוקטובר 2023 ומבצע "עם כלביא". בנוסף, בדוח יינתן דגש מיוחד על הערכה של רמת הפגיעות בכל אחד מערוצי החשיפה בסוף השנה, כושר העמידות של המוסדות הפיננסיים בסופה ותרחישי הסיכון העיקריים שעלולים לאיים על המערכת הפיננסית בתקופה הקרובה. זאת, במטרה להעריך את רמת היציבות הפיננסית במשק הישראלי בסוף שנת 2025.

דוח זה הוכן והושלם טרם פרוץ מבצע "שאגת הארי". על כן, ממצאי הדוח ומסקנותיו מבוססים על מידע ונתונים שנאספו לפני האירועים, ויש לקרוא אותם בהקשר זה. נדגיש כי חלק מתרחישי

¹ תיאור מפורט לכל אחד מהרכיבים של תרשים 1 ניתן למצוא בדוח היציבות למחצית השנייה של 2022.
² חלק ניכר מהניתוח מתבסס על המוניטור ליציבות הפיננסית, המורכב ממערך של מדדים כמותיים שמתארים את רמות הסיכון על פני ערוצי החשיפה השונים, ביחס להתפלגויות ההיסטוריות ארוכות הטווח שלהם. את המדדים העדכניים של המוניטור ניתן למצוא בנספח 1. לפירוט ראו: "מוניטור ליציבות פיננסית בישראל", סדרת ניירות תקופתיים 2020.02, בנק ישראל.

הקיצון וההערכות שנדונו במסגרת ניתוחי הסיכונים שבו באו לידי ביטוי, במידה זו או אחרת, במציאות שנוצרה עם פרוץ המבצע והתפתחויותיו, תוך הבנה שההתפתחויות המקרו-כלכליות והפיננסיות לאחר מכן השפיעו באופן נרחב על סביבת הסיכונים של המשק ושל המערכת הפיננסית.

עיקרי הדברים

- המערכת הפיננסית הפגינה עמידות ושמרה בשנת 2025 על יציבותה, על רקע המשך המלחמה שפרצה ב-7 באוקטובר 2023 ומבצע "עם כלביא". התוצר – ובפרט התוצר העסקי – המשיך לשהות השנה מתחת למגמת הצמיחה שקדמה למלחמה והתנודתיות בשווקים נמשכה.
- רמת הסיכון בערוץ המקרו-כלכלי ירדה, בזכות התאוששות הדרגתית של המשק, התכנסות האינפלציה וירידה בפרמיית הסיכון של ישראל. אולם אי-וודאות ביטחונית ומרווח פסקלי מצומצם ממשיכים להכביד על הסנטימנט הכללי בערוץ זה.
- בחינה של ערוץ הנכסים הפיננסיים מצביעה על ביצועי יתר של שוק המניות המקומי בהשוואה למרבית השווקים המפותחים, בעוד שמרווחי התשואה על אג"ח קונצרניות המשיכו לרדת לרמות נמוכות, בדומה למגמות בעולם. ניתוח מעמיק מעלה כי רמות התמחור הגבוהות מתבססות ברוב הענפים על עלייה של רמת הציפיות לרווחיות בעתיד, ומגדילות את הסיכון לתיקון חד.
- מחירי הדירות התייצבו השנה, לאחר שעלו בשנת 2024, לצד סימנים לתמחור יתר בשוק זה. מספר היתרי הבנייה, התחלות וגמר הבנייה עלו בשנה האחרונה ומלאי הדירות הלא מכורות גדל.
- האשראי העסקי התרחב בקצב מהיר, ויחס החוב העסקי לתוצר עלה; החברות מענפי הבינו והנדל"ן הובילו מגמה זו, תוך גידול של האשראי במינוף גבוה והאצה בהנפקות אג"ח של חברות חדשות; עם זאת לא נרשמה הרעה משמעותית ביכולת לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות שלהן.
- האשראי למשקי בית לדיור ולא-לדיור גדל במתינות, ושיעורי הפיגורים בתשלומיו נותרו נמוכים, למעט עלייה קלה של שיעורם באשראי הצרכני החוץ-בנקאי.
- המערכת הפיננסית המשיכה להפגין עמידות גבוהה: יחס ההון של הבנקים נותר מעל הדרישות הרגולטוריות, ויחס כושר הפירעון של חברות הביטוח נותר גבוה אף הוא – ושניהם שיקפו חוסן מוסדי. מערכות התשלומים והסליקה הוכיחו יציבות מול אתגרי סייבר, ובזכות היערכות מוקדמת היקף הפגיעה בפועל נותר מוגבל. בנוסף, קידומה של רגולציה חדשה בתחום הנזילות של הגופים המוסדיים וקרנות הנאמנות תביא לחיזוק נוסף של עמידותה של המערכת הפיננסית.
- על רקע עמידותה הגבוהה יחסית של המערכת הפיננסית הסיכונים העיקריים בשנה הקרובה הם מירידה חדה ומתמשכת של מחירי הנכסים הפיננסיים והריאליים בגלל זעזועים

גלובליים או התפתחויות גאו-פוליטיות מקומיות, שעלולות להרע את מצב המגזר העסקי ומשקי הבית, ובכך לפגוע במוסדות הפיננסיים.

1. הערכה מסכמת

בשנת 2025 הוסיפו ההתפתחויות הגאו-פוליטיות המקומיות לעצב במידה רבה את המגמות הכלכליות. על רקע רמת פעילות נמוכה מהמגמה בשל השפעות המלחמה ומבצע "עם כלביא", שחולל זעזוע מקרו-כלכלי עצים אך קצר-טווח נוסף, המערכת הפיננסית שמרה על יציבותה. לעמידות זו תרמו גורמים מבניים כגון יתרות מט"ח גבוהות, יכולת ההתאוששות המהירה של משקי הבית והעסקים, המשך תפקודו של חלק נרחב מהמשק לאורך מרבית השנה וצעדים שננקטו על ידי הממשלה לתמיכה בפעילות. בנוסף, המוסדות הפיננסיים עצמם הפגינו חוסן תפעולי והמשיכו לספק אשראי למשק גם בתקופות מאתגרות, באופן שסייע לייצוב הפעילות הכלכלית.

בחינה של הערוצים שדרכם המערכת חשופה לסיכונים – הערוץ המקרו-כלכלי, ערוץ מחירי הנכסים וערוץ האשראי – מציגה תמונה מעורבת של שיפור מסוים בחלק ממדדי הסיכון לצד הרעה קלה באחרים. בערוץ המקרו-כלכלי ירדה רמת הסיכון, אף כי היא נותרה גבוהה ביחס לתקופה שלפני המלחמה: לצד התאוששות הדרגתית בפעילות הכלכלית, התכנסות האינפלציה אל תחום היעד וייסוף השקל, ירדה פרמיית הסיכון של ישראל – מה שבא לידי ביטוי הן במרווחי ה-CDS והן במרווחי התשואות של האג"ח הממשלתיות ביחס לאלה של ממשלות אחרות. על אף הסנטימנט השלילי כלפי ישראל, שליווה את ההתפתחויות הגאו-פוליטיות המקומיות והעולמיות לאורך השנה, היצוא הישראלי שמר על יציבות – בהובלת מגזר ההיי-טק. אמנם ההשפעה הישירה של פעילות היצוא על המערכת הפיננסית המקומית מוגבלת, אך ריכוז הסיכון העסקי במגזר אחד או במספר מצומצם של ענפים תנודתיים מעלה את החשיפה העקיפה לסיכון דרך שוק האשראי הצרכני, שוק הדיור והצריכה הפרטית. על רקע זה, ועם תום העימות במספר חזיתות, ביטאו גם חברות הדיור נימה אופטימית מעט יותר לגבי תפקודו של המשק; זאת בכפיפות לכך שתישמר רגיעה ביטחונית ותהיה הפחתה מתמשכת של הוצאות הביטחון. ואולם אי-הוודאות הביטחונית והגאו-פוליטית נותרו גבוהות ומשפיעות על הסנטימנט הכלכלי, והמרווח הפיסקלי המצומצם נשאר נקודת תורפה. רמת התוצר נותרה נמוכה מהרמה הנגזרת מהמגמה ארוכת הטווח של התוצר ומגבלות היצע ממשיכות להכביד על הפעילות המשקית.

ההתפתחויות בערוץ מחירי הנכסים – הפיננסיים והריאליים – יצרו תמונה מעורבת, עם סימנים לעלייה מסוימת ברמת הסיכון. שוק המניות הישראלי הציג ביצועי יתר ביחס למרבית השווקים המפותחים, ובמקביל נרשמה עלייה במחירי האג"ח הקונצרניות, בדומה למגמות בעולם, לצד גידול בהשקעה בנכסי סיכון. הירידה באי-הוודאות הגאו-פוליטית המקומית תרמה גם לחידוש כניסתם של

משקיעים זרים: חלקם בהחזקות בניירות ערך מקומיים עלה וחזר לרמות שנצפו טרם המלחמה. עם זאת, רמות התמחור בשוק המניות ובשוק האג"ח הקונצרניות משקפות ציפיות חיוביות לגבי רווחיות ויציבותן של החברות. במצב כזה, שינוי בסנטימנט בשווקים – בין אם מקורו בהתפתחויות מקומיות ובין אם בזעזוע חיצוני – עלול להביא להתאמת מחירים מהירה יחסית ולעלייה בתנודתיות. בניגוד לשוק הנכסים הפיננסיים, מחירי הדירות התייבבו במהלך השנה, במקביל לירידה של היקף העסקאות ולעלייה של מלאי הדירות שלא נמכרו. אף על פי כן רמת התמחור – כפי שהיא נמדדת לפי מודל תמחור נכסים – עדיין גבוהה. ככל שמצב זה יתבטא בירידה מתמשכת של מחירי הדירות – הדבר עלול לאתגר את המוסדות הפיננסיים דרך פגיעה בתזרים המזומנים של חברות הבנייה הלוות בשוק המקומי ודרך שחיקה של ערך הביטחונות שבידי המלווים, כאשר עוצמת ההשפעה תלויה בעומק ובמשך התיקון ובהתפתחויות המאקרו-כלכליות.

גם בערוץ האשראי התמונה מורכבת, ולהערכתנו רמת הסיכון בו נותרה בעינה. התפתחות מרכזית אחת היא התרחבותו המהירה של האשראי העסקי ביחס לתוצר, עם דגש בענפי הבינוי והנדל"ן: באשראי הבנקאי למגזר זה גדל שיעור האשראי במינוף גבוה, לצד האצה בהיקף ההנפקות של אג"ח קונצרניות – במיוחד של מנפיקים חדשים – זאת על רקע המרווחים הנמוכים בשוק. שיעור הפיגורים באשראי העסקי, ובפרט בענפי הבינוי והנדל"ן, עלה מעט, אך נותר נמוך בהסתכלות ארוכת טווח. הדוחות הכספיים של חברות הבנייה הציבוריות (לרבעון השלישי), שפעילותן היא כרבע מהפעילות בענף, מצביעים על גידול במכירות ועל יחסים פיננסיים שאינם חריגים היסטורית, אך אלה עדיין אינם משקפים את ההאטה בהכנסות כתוצאה מהירידה בהיקף העסקאות השנה. גם האשראי למשקי הבית – לדיור ושלא לדיור – גדל השנה, אך במידה מתונה יותר מאשר האשראי העסקי. שיעור המשכנתאות החדשות בסיכון נותר יציב, ובחינת מלאי המשכנתאות מצביעה על יציבות בנטל החוב, ואף על ירידה קלה של יחס החזר להכנסה הממוצעת. עם זאת עלה מעט שיעור הפיגורים באשראי למשקי הבית, בעיקר באשראי הצרכני שמקורו בחברות אשראי חוץ-בנקאיות.

על אף תמונת הסיכונים המורכבת, עמידותם של המוסדות הפיננסיים נשמרה ברמה גבוהה. המערכת הבנקאית שמרה על יחסי הון גבוהים מהדרישות הרגולטוריות ועל יחסי כיסוי גבוהים, אשר מבחינה של יציבות פיננסית הם מספקים כרית ביטחון הכרחית לספיגת הפסדים פוטנציאליים. גם בחברות הביטוח נשמרה עמידות גבוהה, שבאה לידי ביטוי ברמת כושר הפירעון ובשיפורו. מערכות התשלומים והסליקה שמרו על יציבות מול אתגרי סייבר, ובזכות היערכות מוקדמת היקף הפגיעה ממתקפות שבוצעו בפועל היה מוגבל. נוסף על כך פרסם בנק ישראל במהלך השנה – בשיתוף כלל הרגולטורים הפיננסיים במסגרת הוועדה ליציבות פיננסית – אסדרה חדשה, שצפויה להיכנס לתוקף לאחר השלמת הליך העיגון שלה כהוראה מחייבת, ולפיה גופים מוסדיים וקרנות נאמנות המחזיקים בנגזרים על מדדי מניות בחו"ל ידרשו להחזיק כריות נזילות במט"ח בשיעור של 10%. מטרת אסדרה

זו היא לחזק את יכולתם של הגופים הפיננסיים להתמודד עם תנודתיות מוגברת בשווקים הגלובליים, לצמצם סיכוני נזילות ולתרום ליציבותם של שוק ההון ושוק המט"ח המקומיים.

בסיכום, על אף התממשות חלקית של תרחישי הסיכון שהוצגו בדוח היציבות הקודם (למחצית שנייה של שנת 2024), יציבות המערכת הפיננסית נשמרה. תרחישי הסיכון שעלולים לאתגר את המערכת בשנה הקרובה הם: (1) ירידה חדה ומתמשכת של מחירי הנכסים הפיננסיים; זו יכולה להיגרם בין בשל זעזועים גלובליים – כגון תיקון חד בשוקי ההון על רקע חששות לתמחור יתר של מניות הטכנולוגיה, או תנודתיות בשוקי המט"ח והאג"ח הממשלתיות על רקע יחס חוב-תוצר גבוה במדינות רבות וסיכונים גאו-פוליטיים גוברים – ובין בשל התפתחויות מקומיות, ובראשן המצב הביטחוני. (2) ירידה מתמשכת של מחירי הנכסים הריאליים (דירות) – על רקע הדינמיקה בשוק הדיור – אשר עלולה לפגוע במגזר העסקי ובמשקי הבית, ובכך להשפיע על המוסדות הפיננסיים. עם זאת, כריות הביטחון של המערכת הפיננסית ומאפייניו המבניים של המשק תומכים בהמשך יציבותה ובתפקודה התקין.

2. ערוצי החשיפה לסיכון

2.1. ערוץ המקרו-כלכלה

בשנת 2025 התמתנה במידה מסוימת עוצמת הסיכונים בערוץ המקרו-כלכלי, אך רמתם נותרה גבוהה ביחס לשנים שקדמו למשבר. ההתמתנות נבעה מירידה בהסתברות של תרחישי קיצון אחרי שחלקם התממשו באופן מתון ביחס לחששות המוקדמים, משיפור חלקי בפעילות ובתחזיות הצמיחה, מצעדי התכנסות פיסקלית שביצעה הממשלה בתחילת השנה ומהתכנסות האינפלציה אל תחום היעד. אלו התבטאו בין השאר בירידה בפרמיית הסיכון של ישראל ובייסוף השקל. עם זאת, הסיכונים המקרו-כלכליים נותרו משמעותיים בשל המשך אי-הוודאות הביטחונית, הגירעון והחוב הגבוהים ומגבלות ההיצע בשוק העבודה. כתוצאה מכך המשיכה סביבת הסיכון להתאפיין במניפת תרחישים רחבה – מקומית וגלובלית גם יחד – וברגישות רבה לזעזועים גאו-פוליטיים ולתוואי ההתאמה הפיסקלית.

שנת 2025 הייתה שנה תנודתית למשק הישראלי, שבה ההתפתחויות הגאו-פוליטיות המקומיות והגלובליות עיצבו במידה רבה את המגמות הכלכליות. השנה נפתחה עם המשך צמיחה מתונה של המשק על רקע המשך הלחימה בעזה. מבצע "עם כלביא" (בחודש יוני) יצר זעזוע מקרו-כלכלי נוסף, שהתבטא בעלייה של פרמיות הסיכון, בתנודתיות של שער החליפין, בעליית תשואות האג"ח ובהאטה חדה אך קצרת טווח בפעילות הריאלית. מגבלות ההיצע (בעיקר) – היצע עובדים למגזר העסקי ושיבושים בסחר החוץ – הגבירו לחצי אינפלציה. במקביל, הוצאות הביטחון הרחיבו את הביקושים המקומיים והגדילו את הגירעון. לקראת סוף השנה, לאחר הפסקת האש בעזה, נרשמה הקלה מסוימת במגבלות ההיצע והתמתנות באינפלציה. אף שעוצמת הלחימה דעכה, ישראל המשיכה לפעול בסביבה אזורית רגישה, ומגמות גלובליות – בעיקר גאו-פוליטיות – הוסיפו על אי-הוודאות.

במקביל להתפתחויות בישראל התאפיינה הכלכלה העולמית בצמיחה מתונה ובציפיות להמשך ההתמתנות, תוך עלייה של פרמיות הסיכון והידוק תנאי המימון. האינפלציה במרבית המשקים המפותחים ירדה בהדרגה, והתקרבה ליעדי הבנקים המרכזיים, אך הסיכון להתפרצות מחודשת או להתארכות תהליך החזרה אל היעד נותר בעינו. דוחות בין-לאומיים (WEO, GFSR, GEP, OECD) הצביעו על סיכונים גוברים לסטייה כלפי מטה של הפעילות מהתחזיות, בין היתר בשל שיבושים מתמשכים בשרשראות האספקה, לחצי עלויות והסתגלות למדיניות סחר משתנה (כולל מכסים, הגבלות יצוא וסנקציות).³ המערכת הפיננסית הבין-לאומית התמודדה עם פגיעות הנובעת ממינוף

³ ציפיות האינפלציה המעוגנות לאורך זמן נותרו קריטיות ליכולתם של הבנקים המרכזיים להקל או להדק את התנאים, תוך איזון בין יציבות המחירים לבין שימור היציבות הפיננסית.

גבוה, מתמחור נכסים הדוק ומתנודתיות בשוקי האג"ח והמט"ח, לצד חשש מהיווצרות "בועת AI". מוסדות פיננסיים לא-בנקאיים (NBFI) המשיכו להגדיל את חלקם במערכת, תוך חשיפה לסיכוני נזילות, ומדינות בעלות חוב ציבורי גבוה ניצבו בפני סיכוני מימון גוברים. מעבר לכך גדל פוטנציאל ההדבקה הפיננסית, בגלל עלייה בסיכונים מבניים ארוכי טווח – מתחים גאו-פוליטיים התמתנות בגלובליזציה⁴, התרחבות השימוש בטכנולוגיות מתקדמות ובבינה מלאכותית במערכת הפיננסית, סיכוני סייבר ושינויים במבנה שוקי ההון – לרבות עלייה בחשיבותם של גופים חוץ-בנקאיים כמתווכי אשראי כל אלה, יחד עם עלייה ברגישות של המשקיעים (הסנטימנט), ממשיכים לעצב סביבה גלובלית מאתגרת, מוסיפים נדבך נוסף של פוטנציאל לאי-יציבות, ומחייבים ניטור הדוק של מוקדי סיכון חדשים.

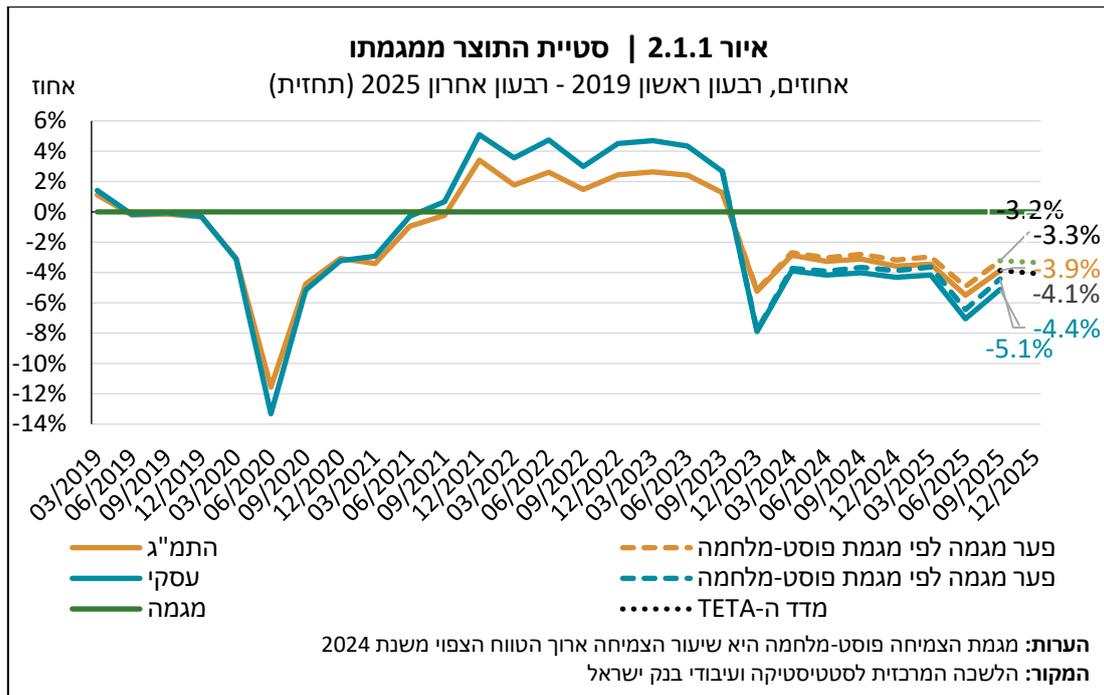
על רקע זה התאפיין המשק הישראלי בשנת 2025 בהתאוששות הדרגתית: התוצר (עדכני לרבעון השלישי) צמח בקצב של כ-3% – גבוה מהתחזיות שניתנו בסוף 2024 – אולם סטיית התוצר מהמגמות שקדמו למלחמה נותרה שלילית ולא הצטמצמה במהלך השנה (איור 2.1.1). שוק העבודה נותר הדוק עם שיעור אבטלה נמוך, ומגבלות היצע – כתוצאה ממחסור בעובדים לא ישראלים וגיוס מילואים ממושך. מגבלות אלו החלו להתמתן מעט רק לקראת סוף השנה. האינפלציה השנתית התמתנה בדצמבר ל-2.6% והציפיות הן שתתכנס קרוב לסביבת מרכז היעד בתחילת 2026. לירידת האינפלציה תרם גם ייסוף השקל: שערו ירד מ-3.6–3.7 ש"ח לדולר בתחילת השנה לכ-3.2 ש"ח לדולר בסופה, זאת בדומה למגמה בעולם.⁵ על רקע סיבות אלו הוריד בנק ישראל את הריבית בחודש נובמבר, לראשונה מאז ינואר 2024, וזו עמדה בסוף השנה על 4.25%.⁶ העודף בחשבון הסחורות והשירותים הצטמצם, בעיקר בשל עלייה חדה ביבוא, זאת על רקע מגבלות היצע במשק.

Accominoti et al. (2020), "Did Globalization Kill Contagion?", Working Paper 96-2020. ⁴

⁵ במהלך שנת 2025 השפעת הגורמים המקומיים על שער החליפין, אשר משקפים באופן רחב את סיכון המדינה, הלכו ופחתו ובסוף השנה שער החליפין מושפע ברובו מהגורמים הגלובליים.

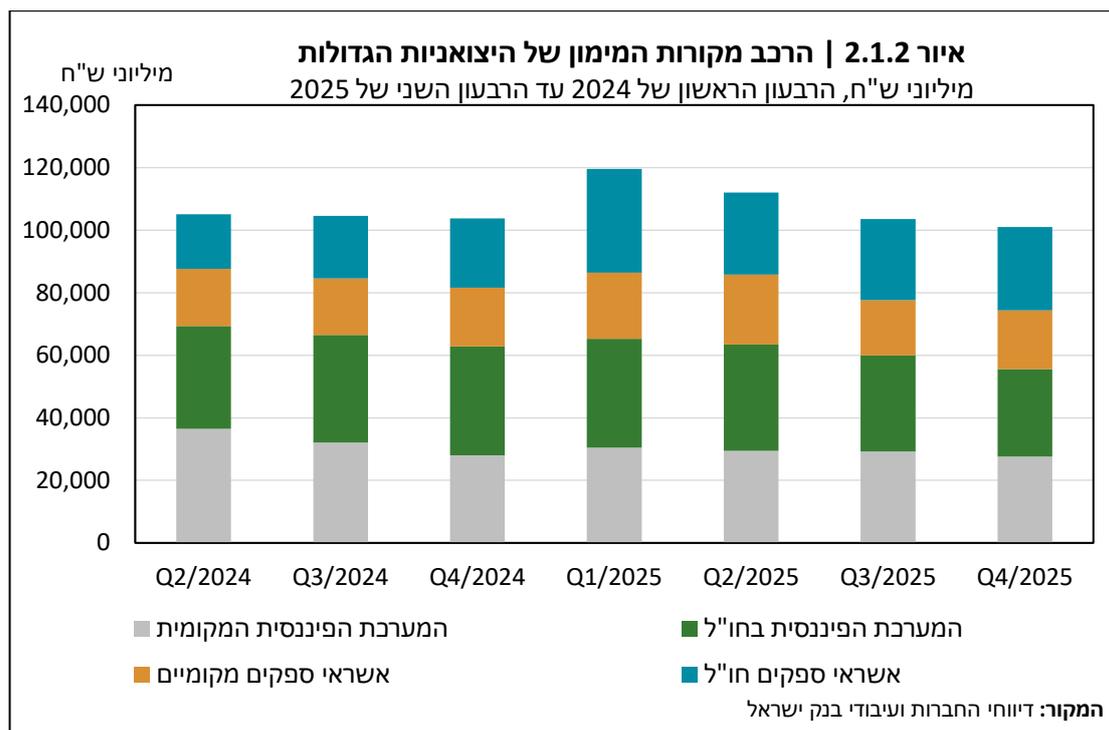
⁶ בתחילת ינואר 2026 הוריד בנק ישראל את הריבית ברבע נקודת אחוז נוספת. ראו:

<https://www.boi.org.il/media/q22onrej/24112025-החלטת-ריבית-2025.pdf>



מגזר ההיי טק, "מנוע הצמיחה" של המשק, המהווה כ-17% מהתמ"ג, כרבע מהכנסות המדינה ממסים ישירים, 11.5% מכוח העבודה ומעל מחצית מהיצוא, שמר בתקופת המלחמה על עמידות, ובמהלך 2025 הציג התאוששות בגיוסי ההון והמשך גידול בפעילות. ההשפעה הישירה של הפעילות במגזר ההיי-טק על המערכת הפיננסית המקומית יחסית פחותה, בשל החשיפה הנמוכה יחסית של המערכת לענפים אלה, אולם המרכזיות של ענפי ההיי-טק במשק הישראלי הופכת אותם למקור לפגיעות: תקופות של האטה בגיוסי הון, למשל על רקע תיקון חד במחירי מניות הטכנולוגיה בעולם, עלולות להתבטא בירידה של הפעילות במגזר זה, מה שעלול להביא לפגיעה בהכנסות ממסים, בצריכה הפרטית וביכולת שירות החוב של חלק ממשקי הבית.

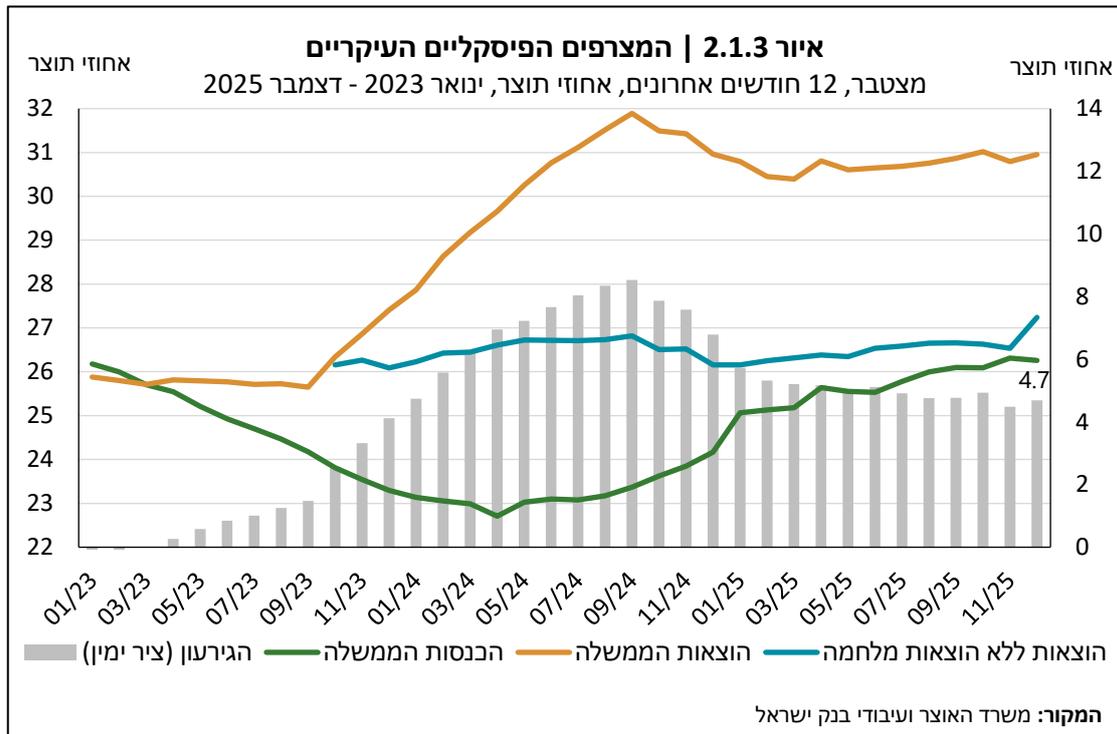
במהלך 2025 גבר החשש כי הסנטימנט השלילי כלפי ישראל בעולם עלול להשפיע על היצוא, ובכך להשפיע על המערכת הפיננסית. הערוץ הישיר שבו ירידה ביצוא עשויה להשפיע על היציבות הפיננסית הוא דרך חשיפת הבנקים והגופים החוץ בנקאיים לחברות היצוא, בעיקר באמצעות מימון ותנודתיות בשער החליפין. אף שקיימים סיכונים אשראי במקרה של ירידה בביקוש החיצוני, במחירי היצוא או בפעילות ההיי-טק, החשיפה הישירה מוגבלת: המימון לחברות היצוא הגדולות - המהוות למעלה ממחצית מהיצוא - מסתכם בכ-29.1 מיליארד ש"ח, שהם כ-2.5% מסך האשראי העסקי (איור 2.1.2).



הערוץ העקיף נראה משמעותי יותר: היות שהיצוא מהווה מנוע מרכזי של צמיחה, תעסוקה והכנסות המדינה, האטה בו עלולה להשפיע על הפעילות המקרו-כלכלית, על הגירעון והחוב, ועל פרמיית הסיכון ותשואות האג"ח. נוסף על כך, ירידה בשווי החברות היצואניות – במיוחד הציבוריות – עשויה להשפיע על מחירי הנכסים, על הון הבנקים והמוסדיים ועל עושר משקי הבית. עם זאת, בשל ריבוי הגורמים המשפיעים על משתנים אלה, לא ניתן לייחס באופן מבודד את השפעת היצוא או להעריך את עוצמתה באופן כמותי. הערכת הסיכונים הכללית מצביעה על כך כי ירידה ביצוא – בין אם כתוצאה מסנטימנט שלילי כלפי ישראל ובין אם בשל חולשה גלובלית – אכן יוצרת פוטנציאל להשפעה מסוימת על המערכת הפיננסית.

בין מגוון הגורמים עולה כי רכיב מרכזי בהערכת הסיכון המקרו-כלכלי של ישראל הוא המדיניות הפיסקלית. בשנת 2025 התייצבו הוצאות הממשלה ברמה נמוכה במקצת מהרמה הגבוהה אליה עלו בשנת 2024 בשל גידול חד של הוצאות הביטחון והרחבת מסגרות תקציביות אזרחיות הנלוות למלחמה. במקביל גדלו תקבולי מסים, בזכות צעדי ההתכנסות שהפעילה הממשלה בתחום המסים בתחילת 2025 ורווחיות גבוהה במגזר הפיננסי ובשוק ההון. כתוצאה מכך ירד הגירעון הממשלתי מ-6.8% תוצר בשנת 2024, ל-4.7% תוצר ב-2025, רמה שעודנה גבוהה ביחס לשנים שקדמו למלחמה (איור 2.1.3). יחס החוב-לתוצר בסוף 2025 מוערך בכ-68.5%, וללא התאמות נוספות הוא צפוי להתייצב ברמה זו בשנים הקרובות. בכך הצטמצמו "כריות הביטחון הפיסקליות" שהמשק צבר לאורך שנים ושוקמו במהירות לאחר מגפת הקורונה. לנוכח אי-הוודאות הגאו-פוליטית (ביטחונית)

והגלובלית, יש חשיבות רבה להתכנסות פיסקלית שתגדיל את המרווח להתמודדות עם אתגרים עתידיים.



על רקע ההתפתחויות הפיסקאליות, ההשלכות על היציבות הפיננסית צפויות להתבטא בשלושה מישורים מרכזיים. ראשית, עלייה בעלויות המימון הממשלתיות ובתנודתיותן עלולה להתגלגל לעלייה בעלויות המימון למגזר העסקי ולמשקי הבית, ובכך להגביר את הרגישות לסיכוני אשראי ונזילות. שנית, גידול החוב והגירעון צפוי להעלות את פגיעות המשק לשינויים בסנטימנט המשקיעים, להורדות דירוג ולעלייה בפרמיית הסיכון, עם השפעה ישירה על תמחור נכסים וביטחונות במערכת הפיננסית. שלישית, הצורך הצפוי בהידוק פיסקלי בשנים הקרובות עלול להיות פרו-מחזורי אם ייושם בתקופת צמיחה חלשה, להכביד על תיקי האשראי ולהגביר את הסיכון המקרו-כלכלי, גם אם בטווח הארוך הוא תומך באמינות המדיניות וביציבות.

סוכנויות דירוג האשראי הבין-לאומיות שיקפו את השינויים בעוצמת הסיכון, והדגישו כי אף שהמשק מפגין התאוששות ריאלית מסוימת, רמות אי-הוודאות הגאו-פוליטית והגירעון המבני ממשיכות להעיב על פרופיל האשראי של המדינה. זאת מול החוזקות – יתרות מט"ח גבוהות, עודף מתמשך בחשבון השוטף, מגזר היי-טק מפותח ומערכת בנקאית יציבה: סוכנות Moody's הותירה במשך כל השנה את הדירוג ברמה של Baa1 עם תחזית שלילית⁷, Fitch שמרה על דירוג A עם תחזית שלילית, ו-S&P

⁷ בינואר 2026 העלתה Moody's את תחזית הדירוג משלילית ליציבה. בעקבותיה, גם תחזית הדירוג של Fitch צפויה לעלות ליציבה.

הותירה את הדירוג A והעלתה את התחזית ליציבה בחודש נובמבר, לאחר שיפור חלקי בתנאים המקרו-כלכליים. זאת, תוך הדגשה שהסלמה ביטחונית חדשה עלולה להחזיר את התחזית לשלילית. מסרים אלה משקפים הערכה כי הסיכונים בסביבה הפיסקלית והביטחונית של ישראל עודם משמעותיים, וכי נדרשת מדיניות עקבית כדי לייצב את מסלול החוב.

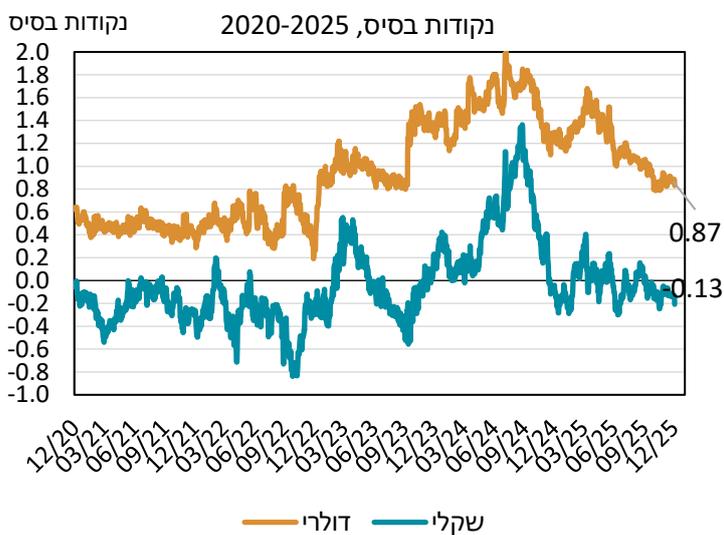
במהלך 2025 פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא משתקפת במחיר ה-CDS לחמש שנים, התאפיינה בתנודתיות, תוך התכנסות הדרגתית מרמות השיא ששררו בעקבות המלחמה. בתחילת השנה נותרה הפרמיה גבוהה, על רקע אי-וודאות ביטחונית ופיסקלית, גירעון גבוה וחוב גדל וחששות מהסלמה אזורית. בהמשך, עם התאוששות חלקית בפעילות, גיבוש צעדי התאמה פיסקלית (שאושרו ברובם כבר בסוף שנת 2024) ושימור גישה טובה לשווקים הבין-לאומיים, נרשמה ירידה מתונה בפרמיית הסיכון תוך רגישות גבוהה לאירועים גאו-פוליטיים, כפי שניכר בעימות עם איראן. הדינמיקה הושפעה משלושה גורמים עיקריים: ההתפתחויות הביטחוניות, אמינות המדיניות הפיסקלית והסנטימנט הגלובלי כלפי שווקים מתעוררים. נכון לסוף השנה, מרווח ה-CDS של ישראל ירד והתקרב לרמות שלפני המלחמה⁸.

תמונה זו משתקפת גם במרווח התשואה בין אג"ח דולרית של ממשלת ישראל ל-10 שנים לבין אג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב. בהנפקת האג"ח בפברואר 2025 תומחרה הסדרה ל-10 שנים במרווח של כ-135 נקודות בסיס מעל האג"ח האמריקאית, והסדרה ל-5 שנים - במרווח של כ-120 נקודות בסיס. מרווחים אלה ביטאו פרמיית סיכון מוגברת ביחס לעבר. לאורך השנה נע המרווח בהתאם לאותם גורמים שהשפיעו על ה-CDS – שינויים בסנטימנט כלפי ישראל, ציפיות לשיפור פיסקלי והתרחשויות ביטחוניות. גם ה-CDS וגם המרווח הדולרי שיקפו סביבת סיכון שנותרה גבוהה ביחס לשנים שלפני המשבר, אך עם סימנים לירידה הדרגתית של הפרמיה ככל שהשווקים התרשמו מעמידות המשק בפני זעזועים.

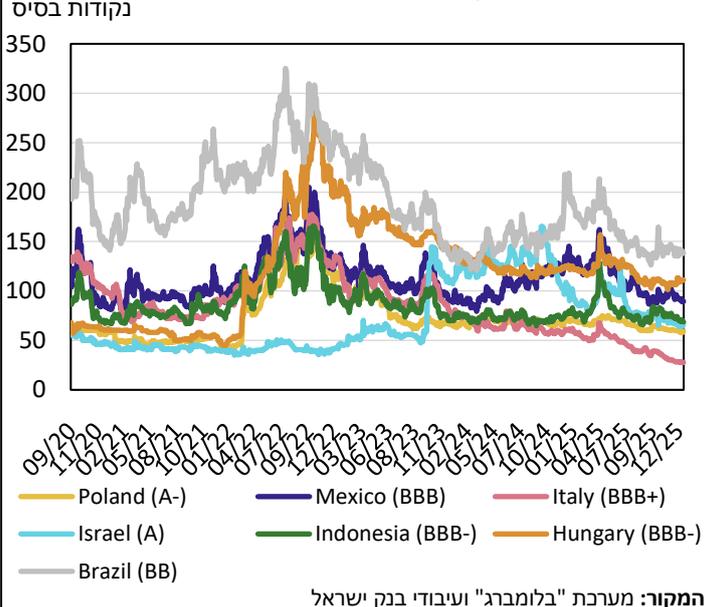
לסיכום, מבחינת היציבות הפיננסית, רמת הסיכון אמנם ירדה לאחר הפסקת האש הרשמית בחזיתות השונות, אך עלויות המימון הגבוהות של המלחמה והעלייה בהוצאות הביטחון בטווח הקצר והבינוני הותירו מרווח פיסקלי מצומצם. על כן, רמת הסיכון הכוללת נותרה גבוהה מזו של ערב המלחמה. והמשך השיפור ידרוש הידוק של המסגרת הפיסקלית, הפחתה של הגירעון ושימור האמון של המשקיעים ושל חברות הדירוג ביכולתה של ישראל לשוב למסלול צמיחה יציב ובר-קיימא.

⁸ השווקים חדלו לגלם תרחישי קיצון מסוימים, לאחר שהמערכת הפיננסית הפגינה חוסן גם כאשר תרחישים אלה התממשו, ובראשם הסלמה אזורית מיידית. עם זאת, פרמיית הסיכון נותרה גבוהה מעט מהרמות שקדמו למלחמה

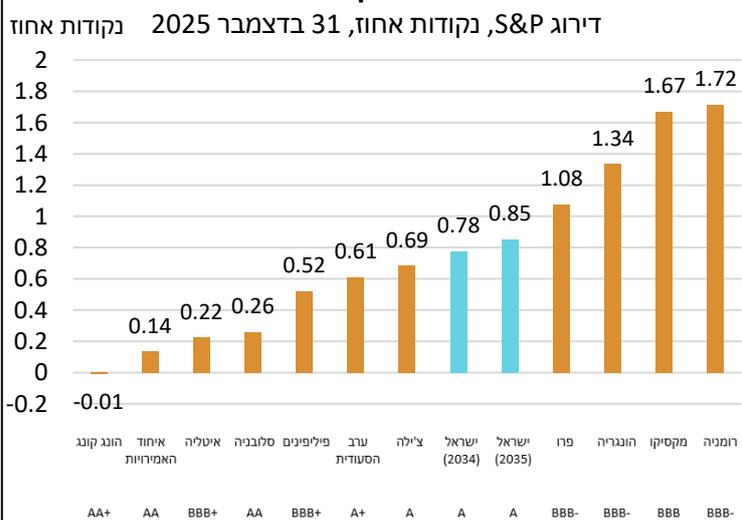
איור 2.1.4א | מרווחי האג"ח הממשלתיות ל-10 שנים - ישראל לעומת ארה"ב



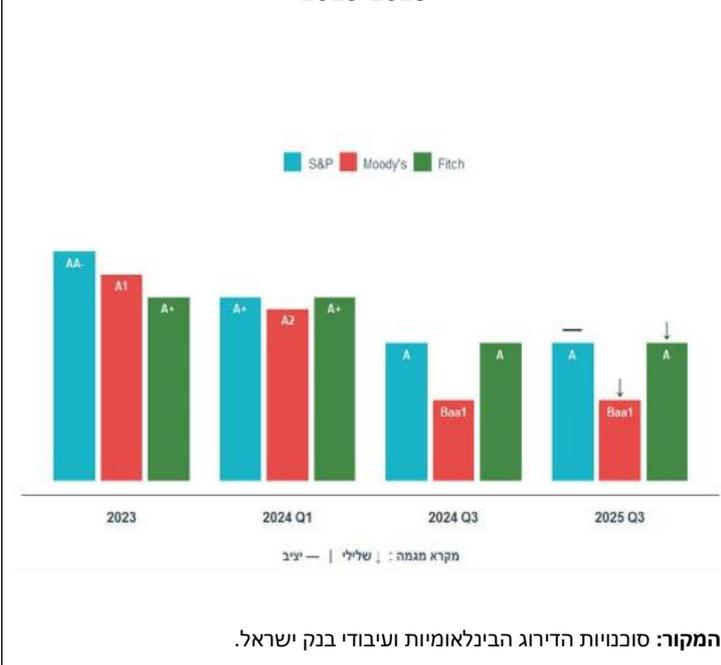
איור 2.1.4ב | מרווחי CDS ל-5 שנים נקודות בסיס, 2020-2025



איור 2.1.4ג | המרווח הדולרי ל-10 שנים - השוואה בין-לאומית



איור 2.1.4ד | המגמה בדירוג האשראי של ישראל 2023-2025



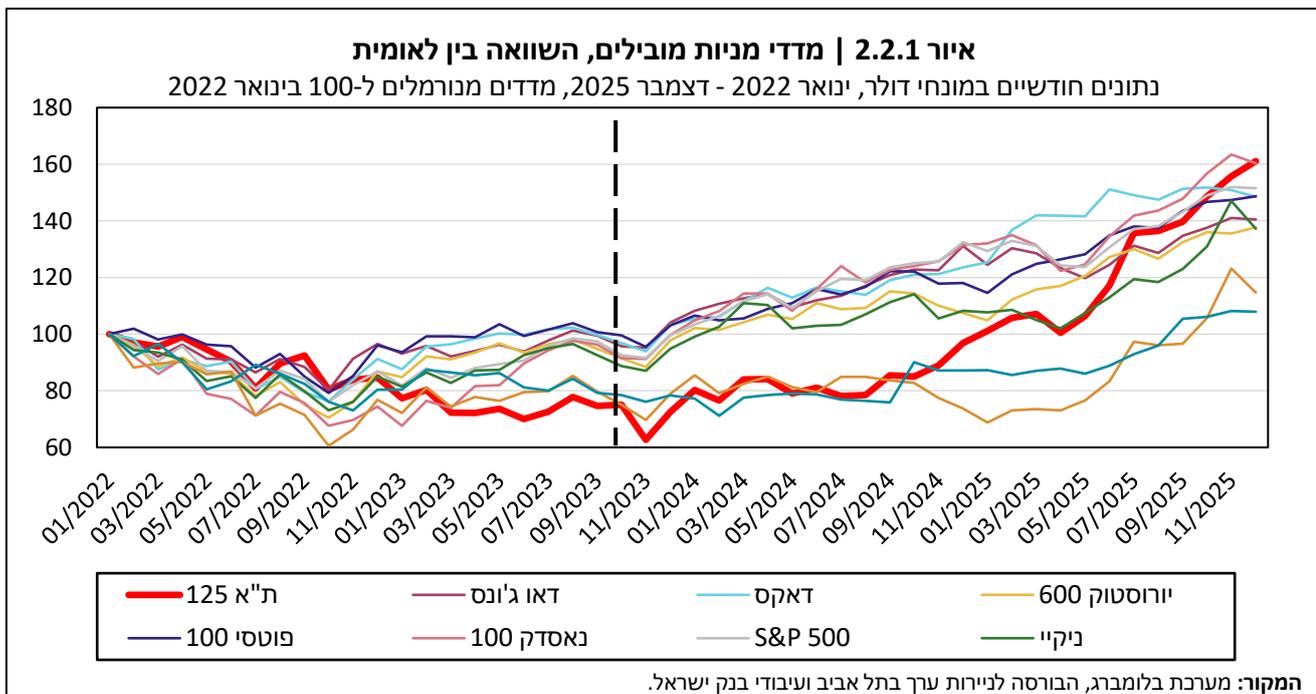
2.2 ערוץ מחירי הנכסים

להערכתנו, השנה גדלה הפגיעות בערוץ הנכסים. בתקופה הנסקרת נרשמה עלייה חדה במחירי המניות בישראל בכלל ובענפי הבנקאות, הביטוח והנדל"ן בפרט, ומדדי המניות הגיעו לשיאים חדשים. זאת, תוך המשך קיומו של פער שלילי בתמחור המניות לעומת מדדי חו"ל, המשקף בחלקו

פרמיית סיכון גיאופוליטית. במקביל, בשוק האג"ח הקונצרני חזרו מרווחי הסיכון לרמות נמוכות היסטורית, כפי שהיו לפני המלחמה, בדומה למגמה העולמית. רמות התמחור הגבוהות של נכסים פיננסיים בארץ ובעולם, לצד תלות בתיאבון הסיכון הגלובלי וחשיפת משקיעים לא-בנקאיים לנכסים פחות נזילים, מעלות את הפגיעות של המערכת לתיקון במחירי נכסים או לשינוי בסנטימנט המשקיעים. בשוק הדיור המחירים ירדו לאורך מרבית השנה ומלאי הדירות הלא מכורות גדל. התפתחויות אלו, לצד הריכוזיות הגבוהה של חשיפת נותני האשראי לענף הנדל"ן – הן במשכנתאות והן באשראי לנדל"ן מסחרי – מגבירות את החשש מהתממשות סיכוני אשראי במקרה של המשך ירידה במחירי הדירות.

שוק המניות

איור 2.2.1 מציג את התפתחות מדדי המניות המרכזיים בישראל ובעולם במונחי דולר, על בסיס נתונים חודשיים, בתקופה שבין ינואר 2022 לדצמבר 2025.



הערה: הקו השחור המקווקו מסמן את תחילת המלחמה (7 באוקטובר 2023). מקורות הנתונים הם מערכת בלומברג והבורסה לניירות ערך בתל אביב. בפברואר 2017 הורחב מדד ת"א-100 למדד ת"א-125; התשוואות מחושבות במונחי דולר אמריקאי על בסיס שער חליפין יומי ממוצע; המדדים מייצגים תשואת מחיר בלבד, ללא השקעה מחדש של דיווידנדים (Adjusted Price).

מדד ת"א-125 רשם במהלך שנת 2025 עלייה ניכרת (במונחי דולר), לאחר התנודתיות החריגה שנרשמה החל מפרוץ המלחמה, וכן במהלך שנת 2024. ניתוח השוואתי של ביצועי השוק המקומי מול מדדי המניות הבין-לאומיים (איור 2.2.1) מגלה שהדינמיקה השתנתה לאורך שלושה שלבים

עיקריים: בשנת 2022 נשמרה קורלציה גבוהה בין השוק המקומי לשווקים הגלובליים; במהלך 2023, וביתר שאת לאחר פרוץ המלחמה, עלו פרמיות הסיכון המקומיות והעמיקו פערי התשואה מול חו"ל; בשנים 2024–2025 התאפיין השוק המקומי בהתאוששות עקבית, שהוצאה במהלך שנת 2025,⁹ כך שפערי התשואה שנפתחו בתקופות הקודמות נסגרו. בסיכום התקופה כולה רשם מדד ת"א-125 תשואה עודפת (במונחי דולר) על פני מדד S&P500, והתקרב לרמות התשואה של מדד ה-NASDAQ-100. בשל התחזקות השקל העלייה במונחי דולר הייתה מתונה מהעלייה השקלית.

איור 2.2.2 מציג השוואה של ביצועי ארבעה ענפי מפתח במספר מדינות, וממחיש כיצד ההרכב הענפי של מדד ת"א-125, שבו יש משקל ניכר לענפי הפיננסים והנדל"ן, משפיע על תנודתיות השוק ועל התמסורת לתנאים הפיננסיים המקומיים. ניתוח זה מאפשר להבחין בין מגמות הנובעות מכוחות גלובליים, כגון המחזוריות בענפי הטכנולוגיה, לבין גורמים מקומיים המשפיעים על התמחור ועל סיכוני הריכוזיות בענפים ממונפים. העלייה הניכרת של מדד ת"א-125 בשנת 2025 הובלה בעיקר על ידי ענפי הפיננסים והנדל"ן, המאופיינים בזיקה גבוהה לפעילות המקומית, וזאת על רקע ציפיות להתמתנות הדרגתית בעלויות המימון, המושפעות הן מרמת הריבית והן מפרמיית הסיכון המקומית, ולהתאוששות הפעילות. לשם השוואה, העלייה של מדד S&P500 הונעה בעיקר על ידי מניות הטכנולוגיה הגדולות, ולוותה ברמות תמחור גבוהות מהמוצע ההיסטורי, המשקפות פרמיה ניכרת ביחס לעבר.¹⁰

הדפוסים השונים בהתנהגות מחירי המניות נשענים על מספר גורמים, מחזוריים ומבניים. בישראל, פרמיית סיכון גאו-פוליטית המתקיימת לאורך זמן מתורגמת לשיעורי היוון גבוהים יחסית ולתמחור מתון יחסית של תזרימי המזומנים העתידיים, במיוחד בענפים הרגישים לריבית ולפעילות המקומית.¹¹ על כן ההרכב הענפי של מדד ת"א-125, הכולל, כאמור, משקל גבוה יחסית של ענפי הפיננסים והנדל"ן ומשקל נמוך יחסית של ענפי הטכנולוגיה העלית, הופך את המדד לרגיש לתנודות בביקוש המקומי ובתנאי המימון. כנגד זאת בארה"ב המשקל הגבוה של ענפי הטכנולוגיה ושל חברות המנהלות פעילות גלובלית הפחית את הזיקה הישירה של המדדים לזעזועים גאו-פוליטיים מקומיים, אך הגביר את החשיפה לסיכוני תמחור וריכוזיות.¹²

⁹ בנק ישראל (2024). דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2024, פרק 2, עמ' 22-27.

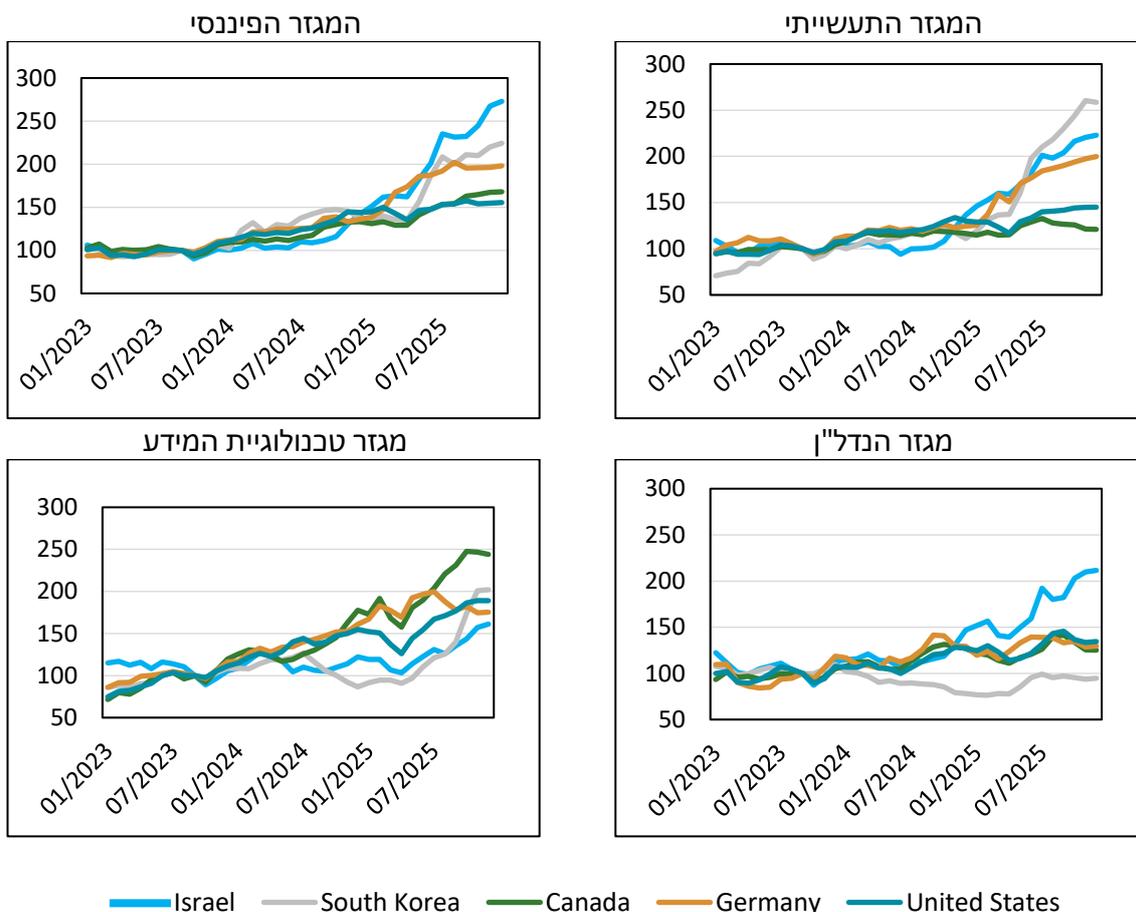
¹⁰ המדד מורכב בעיקר מחברות טכנולוגיה, ו"שבע המופלאות" (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, NVIDIA), מהוות כ-45% מהמדד. ראו: NASDAQ (2025), NASDAQ-100 Index Factsheet.

¹¹ בנושא ההשפעה של פרמיות סיכון גאו-פוליטי על תמחור נכסים פיננסיים, ראו: G. Bekaert, M. Hoerova and M. Lo Duca (2013). "Risk, Uncertainty and Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 60(7), 771–788; D. Caldara and M. Iacoviello (2022). "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, 112(4), 1194–1225.

¹² ניתוח ההרכב המגזרי של ת"א-125 מבוסס על נתוני הבורסה לניירות ערך בתל אביב, דצמבר 2025. משקל ענפי הנדל"ן והבניין הוא כ-24% מסך המדד, לעומת כ-18% לענפי הטכנולוגיה. השוואתית, במדד NASDAQ-100 ענף הטכנולוגיה מהווה כ-55%–60% מהמדד ושבע חברות הטכנולוגיה המובילות (Magnificent 7) – כ-45% מהמדד.

איור 2.2.2 | ביצועים ענפיים בהשוואה בין-לאומית

נתונים חודשיים, ינואר 2023 עד דצמבר 2025. מדדים מנורמלים ל-100 ביום 6.10.2023.



הערות: תשוואה מצטברת של ארבעה ענפים מרכזיים בחמש מדינות. מקורות הנתונים של מחירי הסגירה היומיים ושוקי (בדולר של ארה"ב) הם בלומברג, הבורסה לניירות ערך בתל אביב ועיבודי בנק ישראל. החברות המדגמיות נבחרו על בסיס קריטריוני סיכון, הכוללים מחזור מסחר יומי ממוצע העולה על עשרת אלפים דולרים אמריקאיים, סטטוס מסחר פעיל וסיווג כמניה רגילה בבורסות העיקריות. ניירות הערך מחולקים למגזרים לפי סיווג ה-GICS. עבור כל מדינה וענף חושב מדד מחירים משוקלל שוויו שוק. המדדים מנורמלים מחדש לרמה של 100 ב-6 באוקטובר 2023 ומייצגים ביצועי מחירים בלבד (ללא השקעה מחדש של דיווידנדים).

המגמות בשווקים הגלובליים רלוונטיות לכלכלה הישראלית משני טעמים מרכזיים: קשרי תמחור בין שוקי המניות, המשפיעים על התיאבון לסיכון ועל הקצאת הנכסים של המשקיעים המקומיים; והשפעה ישירה על מגזר ההיי-טק הישראלי באמצעות מתאם גבוה של הפעילות בו השווקים הפיננסיים העולמיים, שוק ההנפקות והערכות שוויו בחו"ל. בראייה רחבה, תנודתיות בענפים בעלי זיקה בין-לאומית חזקה, ובפרט בענף הטכנולוגיה, עשויה להשליך על זרימות ההון ועל שער החליפין, ובכך להשפיע על תנאי המימון המקומיים (ראו בהמשך איור 2.2.12). על כן רמות תמחור גבוהות במדינות המפתח מעלות חשש להתאמת מחירים במקרה של זעזוע מקרו-כלכלי או החמרה במצב השווקים הפיננסיים העולמיים, וזו עלולה להקרין על היציבות הפיננסית המקומית.

על מנת לבחון באיזו מידה ביצועי מחירי המניות של החברות המקומיות משקפים שינוי בתמחור גרידא או גם שיפור מהותי, בחנו מדדי רווחיות ענפיים, המתבססים על היחס בין שווי השוק של החברה לרווח הנקי השנתי שלה, ומשקפים שילוב של שלושה רכיבים: שיעור ההיוון (הנגזר מהריבית חסרת הסיכון ומפרמיות הסיכון), הציפיות לצמיחת הרווחים, ומאפייני הסיכון הייחודיים לענף.¹³ השינויים במכפילים בתקופה הנסקרת הם אינדיקציה לשינוי בתפיסת הסיכון ולכיוון הציפיות לרווחיות בענפים שונים בישראל.¹⁴

השילוב של מכפילים גבוהים, המשקל המשמעותי של מספר ענפים דומיננטיים במדדי המניות ומתאם גבוה עם השווקים הפיננסיים העולמיים, עלול להגביר את הסיכון לתיקון חד במחירים. סטייה בין הציפיות המגולמות בתמחור לבין ההתפתחויות הכלכליות בפועל עלולה להביא להתאמת מחירים ולעלייה בתנודתיות בשוק כולו. חשיפה זו לשווקים הבין-לאומיים אמנם מגוונת את מקורות המימון וממנת את עוצמת החשיפה לזעזועים מקומיים, אך היא גם מהווה ערוץ תמסורת המייבא תנודתיות גלובלית לשוק המקומי. במקרה של שינוי בסנטימנט המשקיעים בעולם, התאמת מחירים עלולה להשליך על יכולת שירות החוב ועל איכות תיקי האשראי של הגופים המממנים. איור 2.2.3 מציג את מכפיל הרווח (P/E – Price to Earnings) של החברות הנסחרות בתל אביב, לפי ענף. כפי שעולה מהאיור, ענפי הטכנולוגיה והנדל"ן נוטים להיסחר במכפילי רווח גבוהים יחסית, המשקפים, בין היתר, את ציפיות המשקיעים לצמיחה ארוכת טווח. ההתפתחויות בענפים אלו נגזרות משני ערוצי תמסורת עיקריים: בענף הטכנולוגיה פועל סנטימנט הסיכון הבין-לאומי, ומתבטא בתנודות מדד ה-NASDAQ 100; מאידך, ענפי הנדל"ן רגישים יותר להתפתחויות בסביבה המקומית ובפרט לשינויים בעלויות המימון.¹⁵

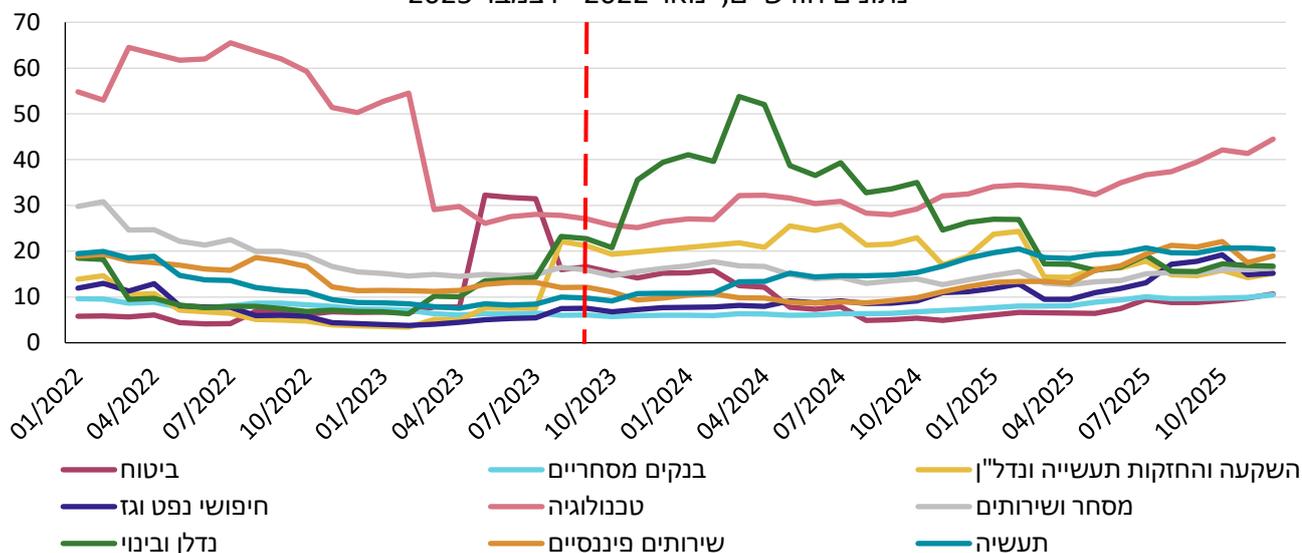
¹³ יחס המחיר לרווח צופה פני עתיד (Forward P/E) של מדד ה-NASDAQ-100 עמד באוקטובר 2025 עמד על כ-28.5, לעומת ממוצע היסטורי של כ-22 מאז 2010. ראו: FactSet Research Systems (2025), Earnings Insight Report, October 2025.

¹⁴ ניתוח נתוני בלומברג מראה שמכפילי הרווח בענפי הטכנולוגיה והתעשייה המתקדמת נותרו גבוהים יחסית גם בתקופת המלחמה, החל מאוקטובר 2023.

¹⁵ ענף הנדל"ן בישראל חווה תנודתיות ניכרת במכפילי הרווח, במיוחד לנוכח האתגרים המבניים של עלייה בריביות ואי-הוודאות הגאו-פוליטית מאז אוקטובר 2023.

איור 2.2.3 | מכפיל הרווח הנקי של חברות הנסחרות בת"א, בחלוקה לענפי הבורסה

נתונים חודשיים, ינואר 2022 - דצמבר 2025



המקור: בלומברג ועיבודי בנק ישראל.

הערה: הקו האדום המקווקו מייצג את תחילת המלחמה (7 באוקטובר, 2023). מקור הנתונים: בלומברג ועיבודי בנק ישראל. החלוקה הענפית מבוססת על סיווג הבורסה לניירות ערך בתל אביב. מכפילי הרווח מחושבים כיחס בין שווי השוק הכולל של הענף לבין סך הרווחים הנקיים של החברות בענף ב-12 החודשים האחרונים.

איור 2.2.4 מציג את מדדי CAPE-Shiller הענפיים בישראל ובארה"ב, המשקפים את היחס בין המחיר הנוכחי לבין ממוצע הרווחים הריאליים לאורך מספר שנים, ומאפשרים להעריך את רמות התמחור תוך נטרול השפעתן של תנודות מחזוריות ברווחיות.¹⁶ שימוש במדד זה עשוי לסייע לבחון אם עליות השערים משקפות שיפור עקבי ברווחיות הריאלית או נובעות מהתאמה בפרמיות הסיכון ובסנטימנט המשקיעים. מהאיור עולה כי במגזר הפיננסי הצטמצם במהלך שנת 2025 הפער בין מכפילי ה-CAPE בישראל לאלו שבארה"ב, במידה רבה בהתאם לביצועים החזקים ולשיפור ברווחיות של הבנקים המקומיים שהתבטא במחירי מניותיהם.

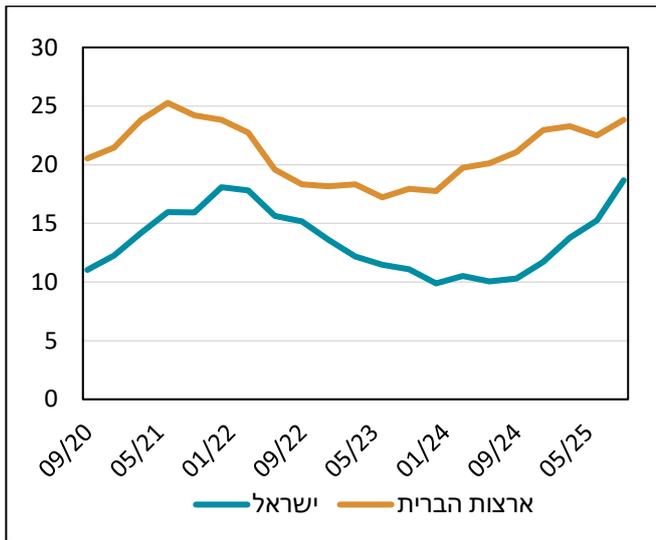
מנגד, במגזר הטכנולוגיה נמשכים פערים משמעותיים ברמות התמחור בין השוק הישראלי לאמריקאי, עובדה המשקפת במידה רבה שוני מבני בהרכב החברות הנסחרות. בעוד שהמכפילים הגבוהים בארה"ב נשענים על חברות ענק גלובליות, הענף המקביל בישראל מאופיין בתמהיל הכולל נוכחות בולטת של חברות ביו-טק וצמיחה. שוני זה במבנה מקשה על הסקת מסקנות נחרצות מהשוואה ישירה; בעוד שפערי המכפילים עשויים להצביע לכאורה על חשיפה פתוחה לתיקון במחירי

¹⁶ מדד ה-CAPE (Cyclically Adjusted Price-to-Earnings) מחושב על בסיס הרווחים הממוצעים בעשר שנים, מותאמים בגין האינפלציה. ראו: Shiller, R.J. (2015). Irrational Exuberance, 3rd Edition. Princeton University Press.

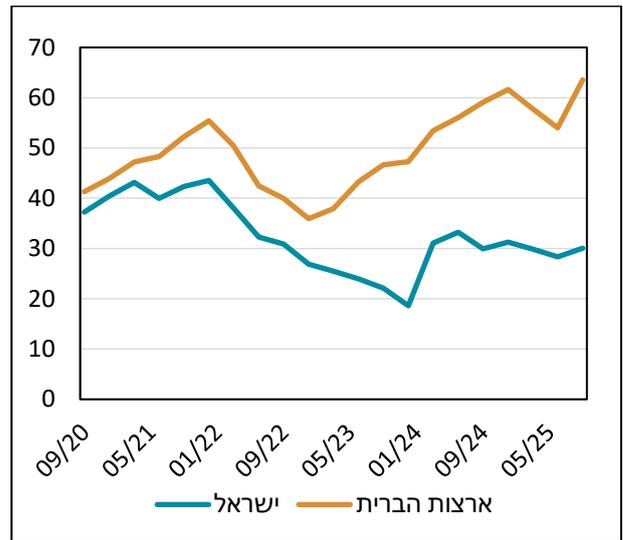
חברות הטכנולוגיה הגלובליות הגדולות, הם משקפים בעיקר את פרופיל הסיכון הייחודי של החברות המקומיות, הנותרות רגישות לשינויים בתיאבון הסיכון הספציפי למגזרי הצמיחה בישראל.

איור 2.2.4 | מכפילי CAPE ענפיים: ישראל לעומת ארצות הברית נתונים רבעוניים, רבעון ראשון 2020 - רבעון רביעי 2025.

המגזר הפיננסי

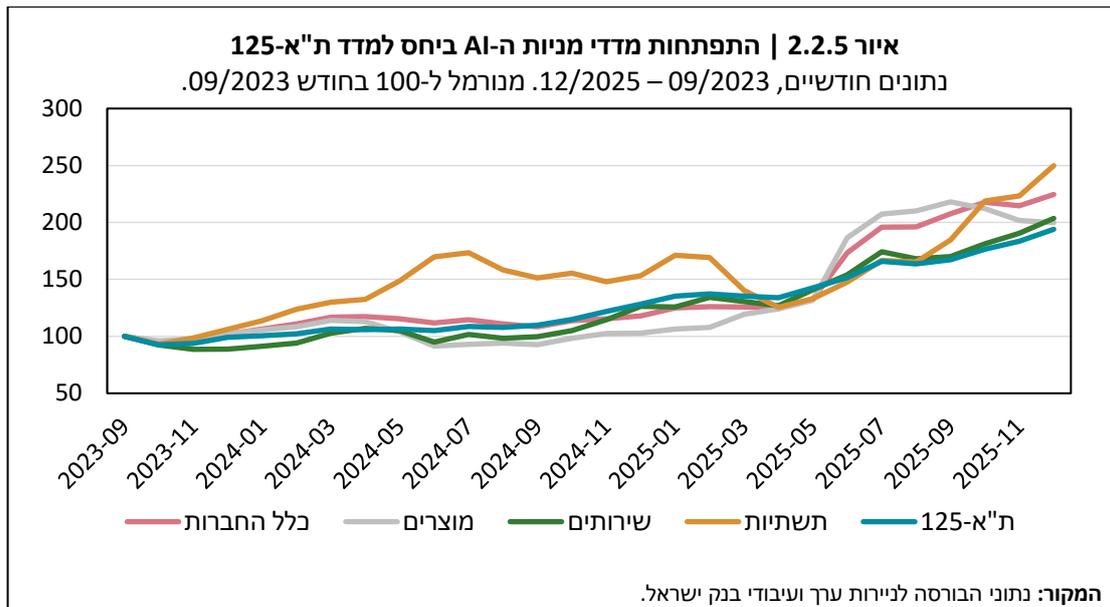


מגזר טכנולוגיית המידע



הערה: מקורות הנתונים הם בלומברג, ה-OECD ועיבודי בנק ישראל. מכפיל ה-CAPE מחושב כיחס בין שווי השוק הריאלי הכולל של הענף לבין סכום הרווחים הריאליים המנורמלים מחזורית (ממוצע נע של 10 שנים). הנתונים מותאמים לאינפלציה באמצעות דפלטורים של ה-OECD. החישוב מבוסס על נתונים רבעוניים של מחירי המניות, הרווח למניה ושווי השוק, תוך סינון ערכים חריגים ודרישה לרצף נתונים היסטורי מלא של 10 שנים. החלוקה למגזרים היא לפי סיווג ה-GICS. מגזר הפיננסיים כולל חברות ביטוח, בנקים וחברות שירותים פיננסיים. מגזר טכנולוגיית המידע כולל בעיקר חברות המסווגות לפי הבורסה לענף הטכנולוגיה.

איור 2.2.5 מציג את התפתחות מדדי המניות של חברות הבינה המלאכותית (AI) בישראל מאז ספטמבר 2023, בחלוקה לסגמנטים של תשתיות, שירותים ומוצרים, בהשוואה למדד ת"א-125. חשיבותו המקרו יציבותית של הניתוח נגזרת מכך ששווי השוק הכולל של החברות במדד ה-AI המוצג שקול לכ-16% משווי הכולל של מדד ת"א-125. היקף משמעותי זה מייצר חשיפה עקיפה של תיקי הציבור והמוסדיים למגזר זה, כך שתנודתיות במחירי מניות אלה משליכה ישירות על עושר הציבור (ראו גם דיון בפרק ערוץ המקרו-כלכלה). ההסתכלות הדיפרנציאלית על סגמנטים חיונית לניתוח היציבות, שכן היא מאפשרת להפריד בין רכיבים החשופים לזעזועי סנטימנט גלובליים, דוגמת סגמנט התשתיות והחומרה המקיים זיקה הדוקה למחזורי ההשקעה העולמיים, לבין רכיבים שביצועיהם נשענים על אימוץ והטמעה של פתרונות טכנולוגיים בפעילות העסקית השוטפת, כגון סגמנט השירותים. המדדים מחושבים כמדדי תשואה מצטברת (Total Return) משוקללים בגין שווי השוק.



הערה: הסיווג של החברות הנסחרות בבורסה נעשה על פי תיאור פעילותן כפי שעולה מהדוחות הכספיים, ובהינתן שהיקף המכירות עולה על שליש בקטגוריה ספציפית. המדדים שוקללו בהתאם לשווי השוק היחסי של החברות ערב המלחמה (משקלות קבועים).

מאיור 2.2.5 עולה כי בעוד שבמהלך שנת 2024 נשמר מתאם גבוה בין מדדי ה-AI למדד ת"א-125, החל מראשית שנת 2025 החלה להסתמן התבדרות עקבית. בסגמנטים של התשתיות והמוצרים נרשמו תשואות יתר על פני מדד השוק הרחב, מגמה שלווה בתנודתיות גבוהה במיוחד. אמנם בשל גודלם הקטן יותר של מדדים ענפיים אלה נוטים להיות תנודתיים יותר מהמדד הכולל, אך עוצמת התנודות במדדים אלו עשויה להצביע על הפוטנציאל שלהם לשמש כערוץ תמסורת משמעותי לייבוא זעזועים מהשווקים הגלובליים. העובדה שהתבדרות זו אף גדלה במהלך שנת 2025 מחזקת את הצורך במעקב אחר רגישות המגזר למחזורי ההשקעה העולמיים בבינה מלאכותית.

מדדי התמחור הנוכחיים עבור החברות בתחום ה-AI מצביעים על מכפילים גבוהים, אך רחוקים מאלו שנצפו בתקופות בהן ההתפתחויות בפועל התנתקו מגורמי היסוד, דוגמת משבר ה"דוט-קום".¹⁷ באופן ספציפי, מכפיל ה-Forward P/E הנוכחי, שמודד את התמחור ביחס לרווחים הצפויים בעתיד, נמוך מהרמות שנרשמו בתקופות בנות השוואה קודמות, דבר המצביע על תמחור מתון יותר מאשר בעבר.¹⁸ עם זאת, מנקודת מבט של יציבות פיננסית, רמת המכפילים הגבוהה מצביעה על רגישות גבוהה של המגזר לתיקון במחירים במקרה של הרעה בתנאים המקרו-כלכליים, מה שעלול להשפיע על הסנטימנט בשוק המניות המקומי כולו.

¹⁷ על בסיס ניתוח שנערך בחטיבת השווקים של בנק ישראל.

¹⁸ מכפיל ה-Forward P/E דומה למכפיל ה-P/E הרגיל, אך במקום להתבסס על רווחי העבר, הוא מתחשב ברווחים הצפויים בעתיד. מדד זה רלוונטי יותר לחברות צומחות, כגון חברות טכנולוגיה ו-AI, שמצפות להגדיל את רווחיהן בעתיד.

זרקור: בחינת הדינמיקה של השינוי במחירי המניות

העליות החדות במחירי המניות בישראל, ובפרט במגזר הפיננסי, במהלך השנים 2024–2025, מעוררות את השאלה אם עליות אלו טומנות בחובן סיכון לתיקון חד במחירים.

אינדיקציה מרכזית לסיכון כזה היא קיומה של "דינמיקה נפיצה" - מצב שבו המחירים עולים בקצב הולך וגובר. דינמיקה כזו אינה יכולה להימשך לאורך זמן, והיא נוטה להסתיים בתיקון חד של המחירים. התנהגות זו מאפיינת בועות מחירים: כאשר משקיעים רוכשים נכס במחיר הגבוה מערכו הבסיסי, מתוך ציפייה למכור אותו במחיר גבוה עוד יותר.¹⁹ הציפייה מזינה את עצמה - ככל שהמחיר עולה, גדלה הציפייה לעליות נוספות, והמחיר מתרחב בקצב הולך וגובר עד לקריסה.²⁰

דינמיקה נפיצה במחיר היא תנאי הכרחי לקיומה של בועה, אך לא תנאי מספיק: התנהגות נפיצה במחיר עשויה לשקף גם התאמה מהירה לשיפור חד בגורמים בסיסיים כגון רווחיות או ריביות.²¹ מנקודת מבט של יציבות פיננסית, ההבחנה בין שני המקורות חשובה אך אינה מכרעת: דינמיקה נפיצה טומנת בחובה סיכון בין אם מקורה בציפיות ספקולטיביות שאינן מעוגנות ביסודות, ובין אם מקורה בשיפור ביסודות שעשוי שלא להימשך. בשני המקרים עלולה להתרחש ירידת מחירים חדה.²² לפיכך, הניתוח שלהלן מתנהל בשני שלבים: ראשית נבחן האם בכלל קיימת התנהגות נפיצה במחירי המניות; ובמידה שכן - נבחן את מקורה ואת הסבירות שהגורמים התומכים בה ימשיכו להתקיים.

לזיהוי התנהגות נפיצה נעשה שימוש במבחן GSADF.²³ מבחן זה בוחן האם סדרת המחירים מציגה התנהגות חריגה - קצב עליית מחירים הולך וגובר - או שהיא מתנהגת באופן "רגיל", כלומר בסדרה שבה שינויי המחיר אינם תלויים ברמת המחיר.²⁴ המבחן עצמו מתנהל בשני שלבים. בשלב הראשון נבדק האם קיימת בסדרה התנהגות נפיצה כלשהי: הסטטיסטי GSADF מושווה לערך סף קריטי, ואם הוא חוצה אותו ניתן לקבוע במובהקות סטטיסטית כי קיימת בסדרה לפחות אפיזודה נפיצה

¹⁹ על פי מודלים סטנדרטיים של תמחור נכסים, מחירו ההוגן של נכס - "הערך הבסיסי" - שווה לערך הנוכחי המהווה של תזרים הדיווידנדים הצפוי ממנו. ראו: Campbell, J.Y. and R.J. Shiller (1988), "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors", *Review of Financial Studies*, 1(3), 195–228.

²⁰ הקשר התיאורטי בין בועות ספקולטיביות לדינמיקה נפיצה, והמבחנים הסטטיסטיים לזיהויה, מוצגים ב: Phillips, P.C.B., S. Shi and J. Yu (2015), "Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P 500", *International Economic Review*, 56(4), 1043–1078.

²¹ כדי להבחין בין שני המקורות, הגישה הסטנדרטית בספרות היא בדיקת יחס המחיר-דיבידנד: התנהגות נפיצה ביחס זה מהווה אינדיקציה חזקה יותר להתנתקות המחירים מהיסודות. ראו: Phillips et al. (2015), עמ' 1046.

²² לדוגמה, עלייה חדה ברווחיות הבנקים עשויה להצדיק עליית מחירים מהירה, אך אם הרווחיות הגבוהה נובעת מגורמים מחזוריים זמניים ולא משיפור מבני מתמשך, המחירים עלולים לרדת בחדות כאשר הרווחיות תתנרמל.

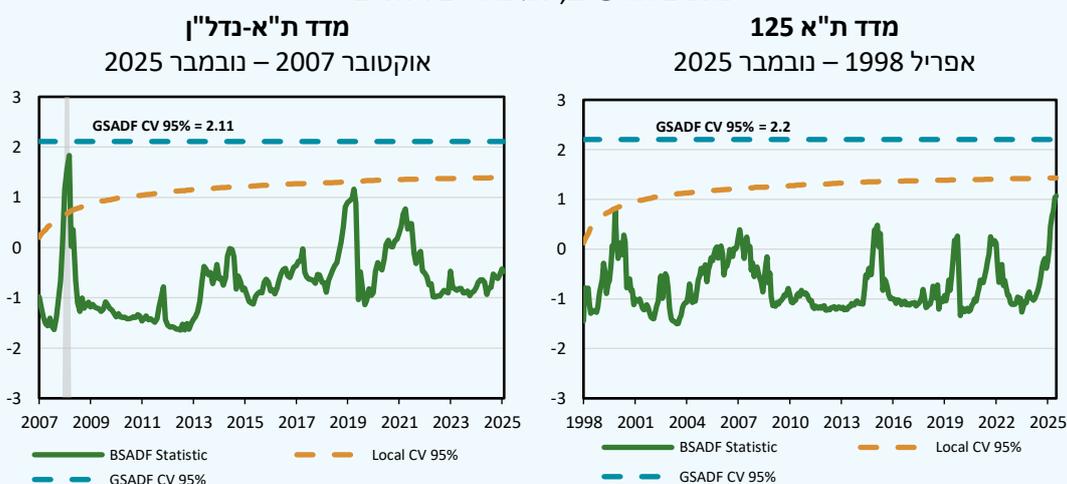
²³ מבחן ה-GSADF פותח על ידי Phillips et al. (2015). התיאוריה של המבחן מוצגת במאמרם הנלווה: Phillips, P.C.B., S. Shi and J. Yu (2015), "Testing for Multiple Bubbles: Limit Theory of Real-Time Detectors", *International Economic Review*, 56(4), 1079–1134.

²⁴ מבחינה טכנית, השערת האפס היא שהסדרה מתנהגת כ"הליכה אקראית": תהליך שבו שינוי המחיר בכל תקופה הוא אקראי ואינו תלוי ברמת המחיר. בהתנהגות נפיצה, לעומת זאת, רמת המחיר משפיעה על השינוי: ככל שהמחיר גבוה יותר, השינוי הצפוי גדול יותר.

אחת.²⁵ בשלב השני מתבצע תיארוך התקופות הנפיצות באמצעות רצף הסטטיסטי BSADF, המחושב לכל נקודת זמן בנפרד ומושווה לערכי סף מקומיים.²⁶ חציית הסף המקומי כלפי מעלה מסמנת תחילתה של תקופה נפיצה; ירידה מתחת לסף מסמנת את סיומה.²⁷ להלן נבחן האם קיימת התנהגות נפיצה במדדי מניות נבחרים: מדד ת"א-125, המשמש נקודת ייחוס לשוק המניות הישראלית בכללותו; מדד ת"א-נדל"ן, המקושר לשוק הדיור; ומדד ת"א-בנקים, שרשם עליות חדות במיוחד בתקופה הנסקרת ומייצג את ליבת המערכת הפיננסית. עבור מדדי ת"א-125 ות"א-נדל"ן, בשל מגבלת נתונים, הניתוח מבוצע על לוגריתם המחיר הישראלי בלבד.²⁸ עבור מדד הבנקים, זמינות הנתונים מאפשרת לבצע גם בדיקה על יחס המחיר-רווחים.

איור 2.2.6 | בדיקת התנהגות נפיצה במדד ת"א-125 ות"א-נדל"ן

נתונים חודשיים, לוג מחירים ריאליים



הערה: הניתוח מבוצע על הלוגריתם של המחיר הישראלי; בכל גרף, הקו הירוק מציג את הרצף הסטטיסטי BSADF, הקו הכתום המקווקו את ערך הסף המקומי, והקו האופקי את ערך הסף הכללי.

איור 2.2.6 מציג את תוצאות מבחן הנפיצות עבור מדד ת"א-125 ומדד ת"א-נדל"ן. ממצאי איור 2.2.6 מלמדים כי מדד ת"א-125, המשמש נקודת ייחוס לשוק המניות הישראלי, לא חצה את ערך הסף

²⁵ ערכי הסף נגזרים מסימולציות מונטה-קרלו על סדרות "הליכה אקראית" באורך זהה למדגם. ערך הסף הכללי מבוסס על האחוזון ה-95 של התפלגות המקסימום של הסטטיסטי בסדרות אלו; ערכי הסף המקומיים מבוססים על האחוזון ה-95 בכל נקודת זמן בנפרד. יש לציין שמבחינים מוקדמים יותר היו רגישים לבחירת נקודת התחלה של הבדיקה והתקשו לזהות אפיזודות קצרות. מבחן ה-GSADF פותר בעיות אלו על ידי בדיקת הסדרה דרך "חלונות" רבים באורכים שונים ובנקודות התחלה שונות, כך שהתוצאה אינה תלויה בבחירה שרירותית של נקודת התחלה.

²⁶ הסטטיסטי BSADF משקף את עוצמת הראיות לנפיצות עד לכל נקודת זמן, ומאפשר לזהות מתי התחילה ומתי הסתיימה כל אפיזודה.

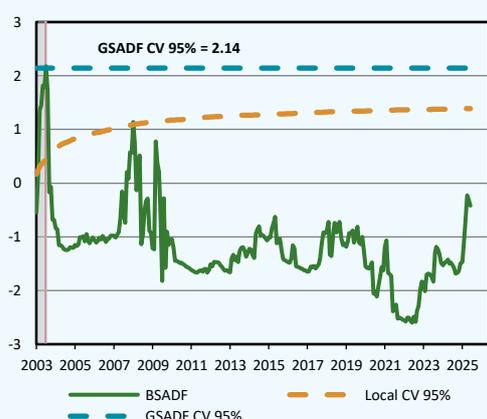
²⁷ כאשר ה-GSADF אינו חוצה את הסף הכללי, לא ניתן לקבוע במובהקות סטטיסטית קיומה של אפיזודה נפיצה - גם אם ה-BSADF חצה את הסף המקומי בתקופות מסוימות. עם זאת, חציית הסף המקומי או התקרבות אליו בתקופה האחרונה מהווה אות אזהרה המצריך ניטור.

²⁸ כאמור לעיל, בה"ש 20, הגישה הסטנדרטית בספרות היא בדיקת יחס המחיר-דיבידנד, המאפשרת להבחין בין עליית מחירים המוצדקת בשיפור ביסודות לבין התנהגות בועתית; Phillips et al. (2015, עמ' 1046) מראים כי בהעדר בועה, ובתנאי שהדיבידנדים אינם מציגים דינמיקה נפיצה, גם מחיר הנכס ויחס המחיר-דיבידנד לא יציגו דינמיקה נפיצה; במבחני רגישות שנעשו על מחירים בלבד עולות תוצאות דומות לגישה המלאה עם רגישות מעט גבוהה יותר. Campbell and Shiller (1988, עמ' 204-205) הראו כי דיבידנדים אכן אינם מציגים דינמיקה נפיצה; לפיכך, העדר התנהגות נפיצה במחיר הישראלי מהווה תנאי מספיק לשלילת התנהגות נפיצה ביחס המחיר-דיבידנד.

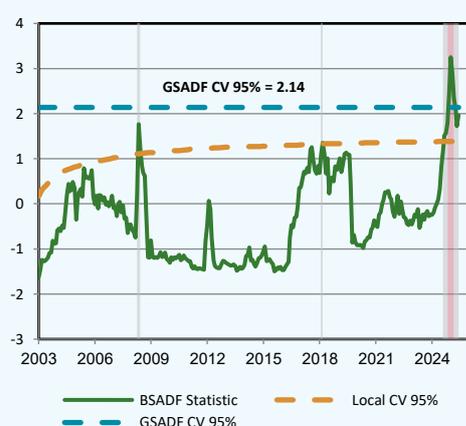
הקריטי ($GSADF = 1.37$, לעומת ערך סף של 2.20). אמנם בשנים 2024–2025 חלה עלייה ניכרת בסטטיסטי $BSADF$, המשקפת את העליות החדות במחירי המניות, אך הוא נותר מתחת לסף המקומי - כלומר העליות אינן חריגות דיין ביחס להתנהגות ההיסטורית של הסדרה כדי להעיד על דינמיקה נפיצה. תמונה דומה עולה ממדד ת"א-נדל"ן ($GSADF = 1.83$, לעומת ערך סף של 2.11). משמעות הממצאים היא שלמרות העליות החדות שנרשמו בשווקים אלו, הן אינן מתאפיינות בדינמיקה של קצב הולך וגובר – ולפיכך אין בהן כיום אינדיקציה להתפתחות בועתית.²⁹

איור 2.2.7 | בדיקת התנהגות נפיצה במדד ת"א בנקים

לוג יחס מחיר-רווח (P/E) של מדד ת"א-בנקים
נתונים חודשיים, מרץ 2003 – אוגוסט 2025



לוג המחיר הריאלי של מדד ת"א-בנקים
נתונים חודשיים, יוני 2003 – נובמבר 2025



הערה: בכל גרף, הקו הירוק מציג את הרצף הסטטיסטי $BSADF$; הקו הכתום המקווקו את ערך הסף המקומי, והקו האופקי את ערך הסף הכללי; הניתוח מבוצע על הלוגריתם של יחס המחיר-רווחים. הקו הירוק מציג את הסטטיסטי לאורך זמן; הקו הכתום המקווקו מציג את ערכי הסף המקומיים; הקו האופקי המקווקו מציג את ערך הסף הכללי.

תמונה שונה עולה ממדד ת"א-בנקים. איור 2.2.7 מציג את תוצאות מבחן הנפיצות עבור שני משתנים: לוגריתם המחיר הריאלי (מימין) ולוגריתם יחס המחיר-רווח (משמאל),³⁰ עבור מדד ת"א-בנקים.³¹ בדיקת התנהגות לוג המחיר הריאלי מצביעה על התנהגות נפיצה ($GSADF = 3.25$, לעומת ערך סף של 2.14), בעוד בדיקת יחס המחיר-רווחים אינה מצביעה על התנהגות נפיצה ($GSADF = 2.18$, לעומת ערך סף של 2.14). שילוב ממצאים זה מלמד כי עליית הרווחים תאמה את עליית המחירים עד כדי שלילת התנהגות נפיצה ביחס המחיר-רווחים, ולפיכך אין מדובר בדינמיקה

²⁹ נדגיש: העדר התנהגות נפיצה אינו שולל את האפשרות שמחירי הנכסים גבוהים מערכם הבסיסי, אלא מלמד שאין כיום תהליך מואץ של ניפוח מחירים - התהליך האופייני להתפתחות בועתית. המבחן מזהה דינמיקה (קצב שינוי הולך וגובר), לא רמה ביחס לערך הבסיסי.

³⁰ יחס המחיר-רווחים של מדד הבנקים חושב כיחס בין שווי השוק הכולל של חמש הקבוצות הבנקאיות לסך הרווחים ב-12 החודשים האחרונים (Trailing Twelve Months). הסדרה מבוססת על היום האחרון בכל חודש. מקור הנתונים: Bloomberg.

³¹ כאמור, העדר התנהגות נפיצה במחיר הריאלי שולל קיום דינמיקה חריגה ומסיים את הבדיקה - כפי שנמצא במדדי ת"א-נדל"ן. במדד הבנקים, לעומת זאת, נמצאה התנהגות נפיצה במחיר הריאלי, ולכן נדרשת בחינה נוספת באמצעות יחס המחיר-רווחים.

בועתית שבה המחירים מתנתקים מהיסודות.³² עם זאת, עצם העובדה שהרווחים עלו בחדות כזו מעלה שאלה יציבותית: האם רמת הרווחיות הנוכחית היא בת קיימא? לאור זאת, בחנו את מקורות השיפור ברווחיות הבנקים ואת מידת יציבותם.

לבחינת רמת התמחור חישבנו את מכפיל שילר (CAPE) – היחס בין שווי השוק לממוצע הרווחים הריאליים בעשור האחרון – המאפשר להעריך את התמחור תוך נטרול תנודות מחזוריות ברווחיות.³³ מכפיל שילר של מדד הבנקים עומד כיום על 14.6, גבוה ב-11% מהממוצע ההיסטורי (13.1).³⁴ ממצא זה מעלה את השאלה כיצד התפתח התמחור במגזר. ניתוח גמישות שווי השוק ביחס לרווחים מגלה כי השוק נקט זהירות רבה לאורך השנים 2020–2024.³⁵ בתקופה זו הרווח הנקי השנתי של חמש הקבוצות הבנקאיות עלה מ-9.7 מיליארדי ש"ח (2019) ל-29.5 מיליארדים (2024) – גידול של כ-200%. לעומת זאת, שווי השוק הממוצע עלה מ-116 מיליארדים ל-174 מיליארדים בלבד – גידול של כ-50%. הגמישות המצטברת עמדה על 0.58, מה שמעיד שהשוק לא מיצה במלואו את השיפור ברווחיות. התמונה השתנתה בשנת 2025: שווי השוק הממוצע זינק ל-276 מיליארדי ש"ח – עלייה של 59% בשנה אחת, לעומת גידול של 11% בלבד ברווחים. הגמישות השנתית קפצה ל-5.16, המשקפת גידול חד במכפילים. התפתחות זו מסבירה את הדינמיקה הנפיצה במחיר הריאלי שזוהתה לעיל – ניתן לפרש את הרחבת המכפילים כ"הדבקת פערים" שנצברו בשנים הקודמות. אך יש לבחון על איזה בסיס נסגר פער זה.

בחינת מקורות השיפור ברווחיות מעלה תמונה מורכבת. פירוק הגידול ברווח הנקי של חמש הקבוצות הבנקאיות בין 2021 ל-2025 מעלה כי 60% מהגידול (8.8 מיליארד ש"ח מתוך 14.6 מיליארד) נובע מ"השפעת המחיר" – הרחבת המרווח הפיננסי בסביבת הריבית הגבוהה.³⁶ לעומת זאת, רק 40% (5.8 מיליארד ש"ח) נובעים מ"השפעת הכמות", קרי גידול בתיק הנכסים נושאי הריבית.³⁷ במילים

³² האפיזודה הנפיצה במחיר הריאלי החלה בתחילת 2024 והגיעה לשיאה באמצע 2025, על רקע תשואות של כ-40% בשנת 2024 וכ-61% בשנת 2025 בחמשת הבנקים.

³³ ראו: Shiller (2015). המכפיל מחושב כיחס בין שווי השוק הריאלי (ממוצע 12 חודשים) לממוצע הרווחים הריאליים בעשר השנים האחרונות. כל הערכים במחירי 2019.

³⁴ החישוב מבוסס על הדוחות הכספיים לציבור (רווח נקי של חמש הקבוצות הבנקאיות) והבורסה לניירות ערך בתל אביב (שווי שוק). ממוצע הרווחים הריאליים לעשר שנים (2016–2025): 16.1 מיליארדי ש"ח במחירי 2019; שווי שוק ממוצע 2025: 235 מיליארדי ש"ח במונחים ריאליים. הממוצע ההיסטורי (13.1) מחושב על פני הערכים בשנים 2016–2025.

³⁵ גמישות שווי השוק ביחס לרווחים מחושבת כיחס בין השינוי באחוזים בשווי השוק לשינוי באחוזים ברווח הנקי. הניתוח מבוצע בערכים נומינליים. גמישות נמוכה מ-1 מעידה על תגובה זהירה של השוק לשיפור ברווחיות; גמישות גבוהה מ-1 מעידה על ציפיות אופטימיות להמשך השיפור.

³⁶ נתוני 2025 מבוססים על שלושת הרבעונים הראשונים, מתוקננים לשנה שלמה; "השפעת המחיר" מחושבת כמכפלת השינוי במרווח הפיננסי (הנומינלי) בנכסים נושאי הריבית של שנת הבסיס, בתוספת רכיב האינטראקציה. המרווח הפיננסי (הנומינלי) – היחס בין הכנסות הריבית נטו לסך הנכסים נושאי הריבית – עלה מ-2.03% ב-2021 ל-2.57% ב-2025. הנכסים נושאי הריבית מוגדרים כסך האשראי לציבור ולממשלה, מזומנים ופיקדונות בבנקים, ואגרות חוב וניירות ערך. מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי חטיבת המחקר, בנק ישראל.

³⁷ "השפעת הכמות" מחושבת כמכפלת המרווח הפיננסי של שנת הבסיס (2021) בגידול בנכסים נושאי הריבית. הנכסים נושאי הריבית גדלו מ-1,985 מיליארד ש"ח ב-2021 ל-2,393 מיליארד ב-2025.

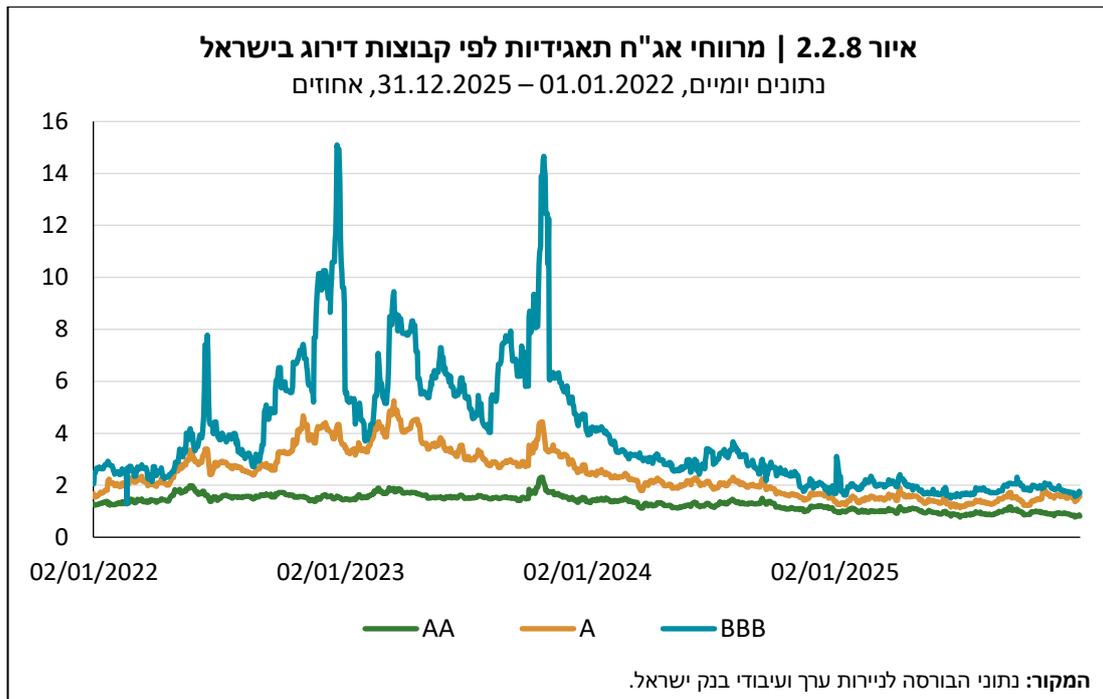
אחרות, חלק מהותי מהגידול ברווחיות הוא מחזורי ותלוי בהמשך סביבת הריבית הגבוהה.³⁸ משמעות ממצאים אלו היא שהתמחור הנוכחי רגיש לשינויים בסביבת הריבית. תרחישים שונים להתפתחות הרווחיות מצביעים על טווח רחב של תוצאות אפשריות, מתיקון מתון ועד תיקון משמעותי יותר.³⁹ לסיכום, הניתוח לעיל אינו מצביע על דינמיקה בועתית במדדים שנבחנו, נכון לשנת 2025. במדדי ת"א-125 ות"א-נדל"ן, בהם הניתוח התבסס על המחיר הריאלי, לא זוהתה דינמיקה חריגה. במדדי ת"א-בנקים זוהתה התנהגות נפיצה במחיר הריאלי, אך בדיקת יחס המחיר-רווחים שללה קיומה של דינמיקה בועתית: עליית הרווחים תאמה את עליית המחירים. עם זאת, בחינת מקורות הרווחיות מעלה כי חלק מהותי מהשיפור (כ-60%) הוא מחזורי ותלוי בסביבת הריבית הגבוהה. ולפיכך, גם בהעדר בועה, קיימת אפשרות לתיקון במחירי המניות במידה שהרווחיות תתמתן. מכל מקום, נדרש מעקב רציף אחר התפתחות הרווחיות והתמחור במגזר זה.

שוק האג"ח הקונצרניות: מגמות וסיכונים

שני האיורים הבאים בוחנים את הדינמיקה של מרווחי התשואה בשוק אג"ח החברות: איור 2.2.8 מנתח את המגמות בשוק המקומי בחלוקה לרמות דירוג, ואיור 2.2.9 משווה את המרווח המקומי למקבילו בשוק האמריקאי, תוך התאמה בגין הבדלים בשיטות הדירוג. הניתוח מתמקד בשינויים בפרמיית הסיכון לאורך זמן, עם דגש בתקופת הלחימה וההתאוששות שאחריה. מאיור 2.2.8 עולה כי במרווחי התשואה, שנותרו ברמה גבוהה לאורך מרבית שנת 2023 על רקע אי-הוודאות שליוותה את תהליכי החקיקה בתחום מערכת המשפט, והתרחבו עוד יותר עם פרוץ המלחמה באוקטובר של אותה שנה, הצטמצמו במהלך שנת 2024 ובמחצית הראשונה של 2025, במרבית קבוצות הדירוג. התנודתיות הגבוהה ביותר לאורך התקופה אפיינה את קבוצת הדירוג BBB, שבה נרשמו תנודות חדות יחסית הן בראשית 2023 והן ברבעון האחרון של אותה שנה, בעוד שהמרווחים בדירוגים הגבוהים יותר (AA ו-A) התאפיינו ביציבות גבוהה יחסית.

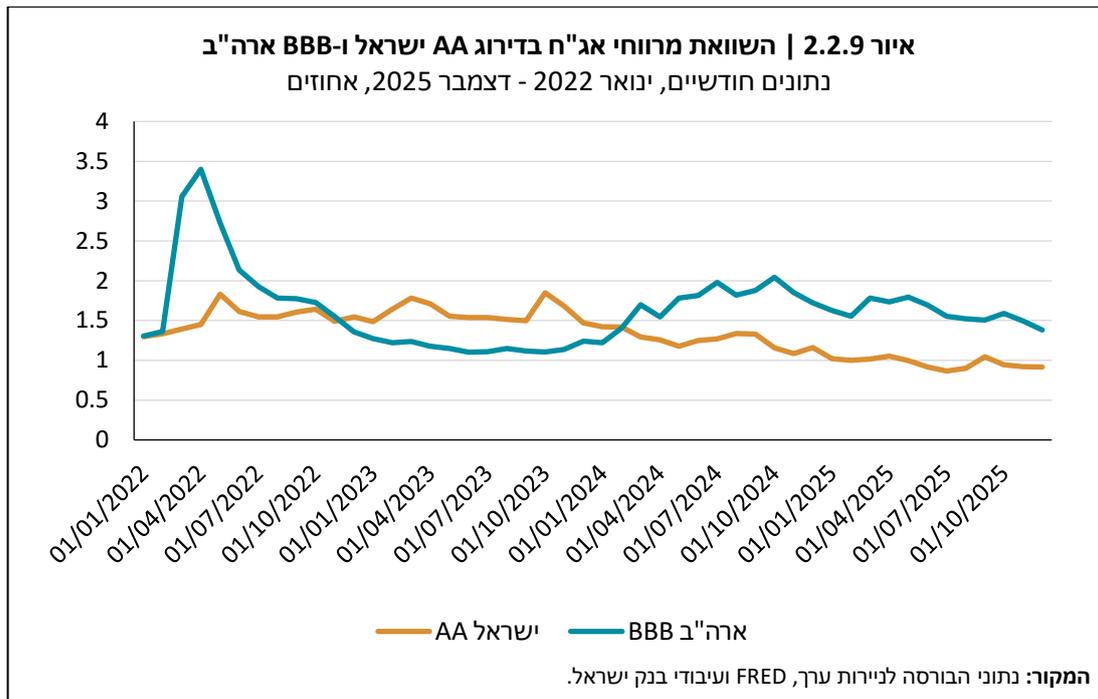
³⁸ תלות זו באה לידי ביטוי במרווח הפיננסי, אשר עלה מ-2.03% בסוף 2021 לשיא של 2.76% בסוף 2023. אולם מרווח זה כבר החל להתכווץ, ועומד על 2.57% בספטמבר 2025 – מגמה הצפויה להימשך עם ירידת הריבית.

³⁹ דרך אחת לבחינת תרחישי הרגישות היא באמצעות חישובם כמכפלת הרווח הצפוי במכפיל P/E הנוכחי (9.8). כך למשל, בתרחיש "נורמליזציה חלקית" (התכווצות של 50% בהשפעת המחיר), הרווח הצפוי הוא 28.5 מיליארד ש"ח ושווי השוק הגלום 280 מיליארדים - תיקון של כ-13% משווי השוק בסוף 2025 (323 מיליארדים). בתרחיש "חזרה לסביבת 2021" (מחיקת כל השפעת המחיר), הרווח הצפוי הוא 24.1 מיליארד ש"ח ושווי השוק הגלום 237 מיליארדים - תיקון של כ-27%.



הערה: הדירוג שבו נעשה שימוש במדד ICE BofA AA US Corporate Index מבוסס על חברות הדירוג המובילות: Fitch, Moody's, S&P. המדד כולל אג"ח בדירוג השקעה (Investment Grade) שמסווגות כ-AA (או בציון מקביל) עבור לפחות אחת מהסוכנויות הללו. בפועל, שיטת המדד נשענת על מיפוי הדירוגים כדי לקבוע את השיוך לקטגוריה (AA) במקרה הזה) על בסיס הדירוגים שניתנו על ידי סוכנויות הדירוג הגדולות.

המרווחים בישראל ירדו במהלך 2025 לרמות נמוכות בהשוואה היסטורית, בדומה למגמה שנרשמה בשווקים הגלובליים, תוך הצטמצמות הפער בין איגרות חוב בדירוגים גבוהים לנמוכים. מגמה זו משקפת שיפור בנזילות ובתיאבון-לסיכון של המשקיעים בעולם ובישראל, אך היא מעלה את החשש לתמחור חסר של הסיכון. רמה נמוכה זו של מרווחים לאורך זמן, בפרט בענפים מחזוריים, עלולה להותיר למשקיעים מרווח ביטחון מצומצם בלבד כפיצוי על הפסדים אפשריים במקרה של הרעה בתנאים המקרו-כלכליים או התממשות של סיכונים ספציפיים למשק המקומי.

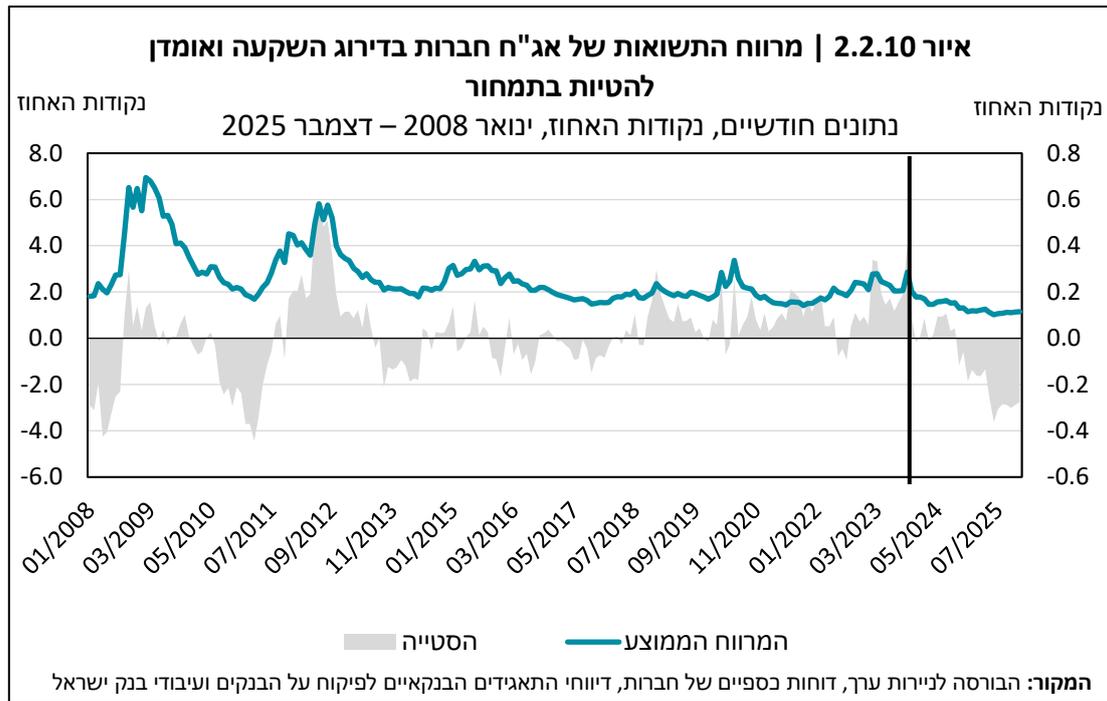


הערה: הדירוג שבו נעשה שימוש במדד ICE BofA AA US Corporate Index מבוסס על חברות הדירוג המובילות: S&P, Moody's ו-Fitch. המדד כולל אג"ח בדירוג השקעה (Investment Grade) שמשווגות כ-AA (או בציון מקביל) בידי לפחות אחת מהסוכנויות הללו. בפועל שיטת המדד נשענת על מיפוי דירוגים כדי לקבוע את השיוך לקטגוריה (במקרה זה AA) על בסיס הדירוגים שקבעו סוכנויות הדירוג הגדולות.

איור 2.2.9 משווה את מרווחי האג"ח בשוק המקומי לאלו שבשוק האמריקאי, תוך התאמת הדירוג המקומי לזה האמריקאי: מוצגת השוואה בין אג"ח בדירוג AA ישראלי לבין אג"ח בדירוג BBB אמריקאי, קטגוריות המבטאות רמות סיכון דומות במונחים בין-לאומיים. ההשוואה מלמדת כי החל מראשית שנת 2024 המרווחים בישראל ירדו אל מתחת לאלו שבארה"ב – לאחר שהיו גבוהים יותר מתחילת 2023 – ונותרו ברמה נמוכה יותר עד לסוף שנת 2025. בניגוד לרגישות המאפיינת את השוק המקומי בעת זעזועים גיאופוליטיים, לאורך התקופה הנסקרת המרווחים בישראל היו תנודתיים פחות מהמרווחים בשוק האמריקאי. דפוס זה עשוי להעיד על חוסן של החברות המנפיקות ועל התייבבות בהערכות הסיכון של המשקיעים כלפי השוק המקומי, המפרשים את רמות התשואה הנוכחיות כמשקפות כרית ביטחון מספקת גם מול תרחישי קיצון.

במבט כולל על הממצאים המוצגים בשני האיורים (2.2.8 ו-2.2.9) ניכרת השפעה קטנה בלבד של הזעזוע הביטחוני עם פרוץ המלחמה, והתאוששות מהירה ממנו. עם זאת, רמת המרווחים הנוכחית מחייבת מעקב רציף אחר פוטנציאל הצטברות הסיכונים בתמחור הנכסים. הצטמצמות הפרמיות עשויה ללמד שהשוק מטמיע תרחישים אופטימיים יחסית, בעוד שאי-הוודאות המקרו-כלכלית והגאו-פוליטית נותרת ברמה גבוהה, מה שמצמצם את כרית הביטחון של תיקי האג"ח למקרה של תפנית שלילית במצב המשק.

איור 2.2.10 מוסיף לבחינת המרווחים ניתוח כמותי, המשווה את המרווח בפועל למרווח צפוי המוסבר על ידי מאפייני האיגרת, החברה המנפיקה ומשתנים מקרו-כלכליים ופיננסיים.⁴⁰ אם המרווח בפועל נמוך מהמרווח המוסבר על ידי המודל, ייתכן שהדבר מרמז על הטיית תמחור ועל תיאבון-לסיכון גבוה בקרב המשקיעים. בחינה זו מסייעת להבחין בין הצטמצמות מרווחים הנתמכת על ידי שיפור בנתוני היסוד לבין הצטמצמות שמקורה בחיפוש אחר תשואה, ובכך היא עשויה לשמש כלי לזיהוי סיכונים בתמחור.



הערות: הגדרת המדגם: אג"ח חברות בדירוג השקעה (Investment Grade), למעט אג"ח של תאגידים בנקאיים וחברות ביטוח. שיטת החישוב: הטיית התמחור מחושבת כהפרש בין מרווח התשואה בפועל (Actual Spread) לבין המרווח החזוי על פי גורמי יסוד (Model-Based Spread). המרווח החזוי מתבסס על אומדן אקונומטרי הכולל משתנים מסבירים כגון שיעור הצמיחה, התנודתיות בשוקי ההון, הריבית חסרת הסיכון ופרמיית הסיכון במניות. שיטת השקלול: המדדים משוקללים לפי שווי השוק של איגרות החוב. פרשנות התוצאות: ערך שלילי (מרווח בפועל נמוך מהחזוי) מצביע על תמחור חסר (Underpricing) של סיכוני האשראי, וערך חיובי מצביע על תמחור יתר (Overpricing).

במבט היסטורי, המשלב את הממצאים העולים מאיורים 2.2.8 עד 2.2.10, ניתן לאפיין את המגמות הנדונות בשלושה דפוסים מרכזיים. הדפוס הראשון הוא נסיקה חדה של מרווחי האשראי בעתות של זעזועים מערכתיים, המביאים להרחבה מהירה של הפרמיות, השני הוא ירידה הדרגתית של המרווחים, המתרחשת במקביל להתייצבותם של תנאי השוק והנזילות, והשלישי – שהוא מוקד הבחינה הנוכחית – הוא תמחור חסר, המופיע לעיתים בשלבים המאוחרים של מחזור החיפוש אחר

⁴⁰ להרחבה על המודל ראו: גראם-רוזן, מ., וידר, ח. ומיכלסון, נ. (2023). "הגורמים המשפיעים על מרווחי איגרות החוב התאגידיות", סקר בנק ישראל 93.

תשואה. מצב זה מזוהה בנקודות שבהן השינויים בנתוני היסוד הכלכליים אינם מסבירים את מלוא עוצמתו של הצמצום במרווחים.

נכון לסוף שנת 2025, המרווח בפועל נמוך מן המרווח הצפוי על פי המודל, נתון העשוי להצביע על הטיית תמחור ועל תמחור חסר של סיכוני האשראי בשוק. פער זה מרמז כי יתכן והמרווחים הנוכחיים אינם מספקים פיצוי מלא לרמת הסיכון הגלומה בנכסים, במיוחד לנוכח הרגישות הגבוהה שנרשמה בקבוצת הדירוג BBB בעתות משבר. מצב זה מחדד את פגיעותם של ענפים ממונפים לשינויים בסנטימנט המשקיעים.⁴¹

הנזילות ושחקנים לא-בנקאיים: קרנות הנאמנות וזרימות ההון

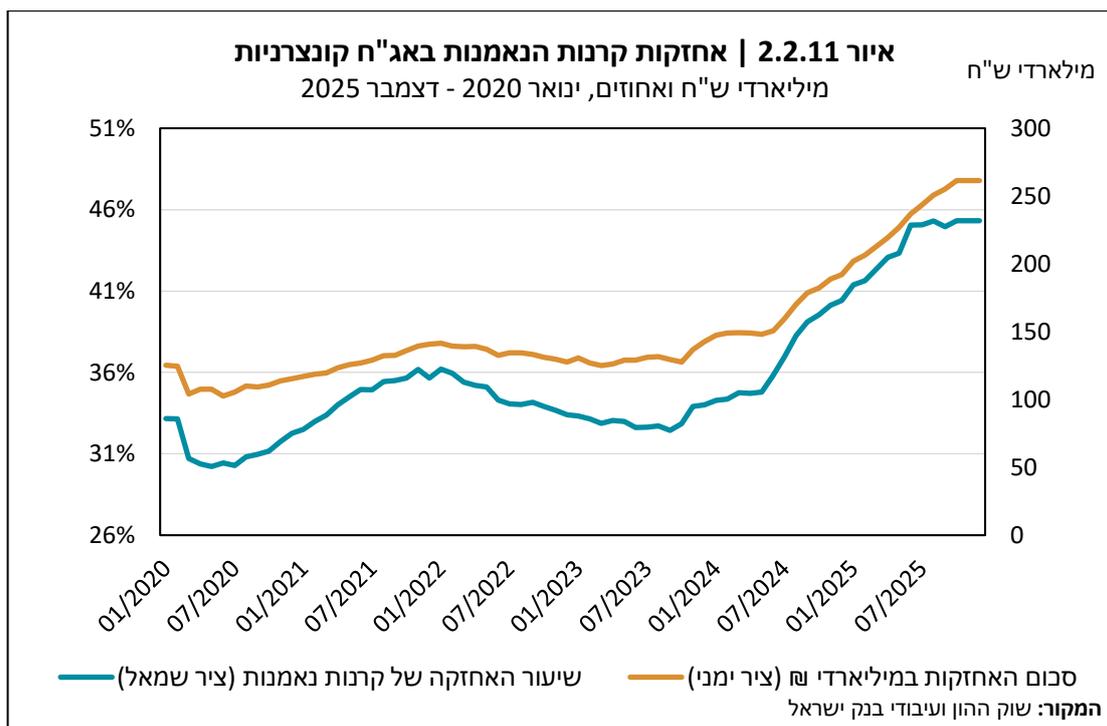
איור 2.2.11 מציג את התפתחות החזקותיהן של קרנות הנאמנות באג"ח קונצרניות בישראל, הן במונחים כספיים והן כשיעור מסך השוק. ניתוח זה חיוני להערכת היציבות, שכן הוא בוחן את החשיפה של גופים בעלי התחייבויות נזילות לנכסים שסחירותם עלולה להצטמצם בתרחיש לחץ. הבחינה מתמקדת בקשר שבין רמות התמחור בשוק לבין מבנה הנזילות של השחקנים הפועלים בו.⁴² במהלך השנים 2024 ו-2025 השתנה הרכב האחזקות בשוק האג"ח הקונצרניות, ומשקלן של קרנות הנאמנות עלה בהדרגה על חשבון משקל אחזקותיהם של המשקיעים המוסדיים.⁴³ שינוי זה מעלה את הסיכון המצרפי ליציבות השוק, שכן הוא משקף תחלופה של משקיעים בעלי אופק השקעה ארוך והתחייבויות יציבות במשקיעים החשופים לסיכון נזילות מובנה, אשר מקורו באי-התאמה אפשרית בין נזילות הנכסים המוחזקים לבין נזילות ההתחייבויות, המאופיינות באפשרות לפדיון יומי. כתוצאה מכך, במצבי לחץ בשווקים, פדיונות משמעותיים עלולים לאלץ את מנהלי הקרנות למהר ולמכור נכסים פחות נזילים במטרה לספק נזילות מיידית למשקיעים. תהליך מעין זה עשוי להעמיק את ירידות המחירים בשוק המשני, להביא להרחבה חדה של מרווחי האשראי, ובכך לייצר דינמיקה של הדבקה בין שוק האג"ח לבין המשקיעים הלא-בנקאיים.⁴⁴

D. López-Salido, J. C. Stein and E. Zakrajšek (2017). "Credit-market sentiment and the business cycle", ⁴¹*The Quarterly Journal of Economics*, 132(3), 1373–1426.

Q. Chen, I. Goldstein and W. Jiang (2010). "Payoff Complementarities and Financial Fragility: Evidence from Mutual Fund Outflows", *Journal of Financial Economics*, 97(2), 239–262.

⁴³ חלקם של הגופים המוסדיים (חברות ביטוח, קרנות פנסיה, גמל והשתלמות) בשוק האג"ח הקונצרניות נותר יציב ברמה של כ-45% עד לתחילת שנת 2024, אולם נתוני הקצה מצביעים על ירידה לרמה של כ-39%.

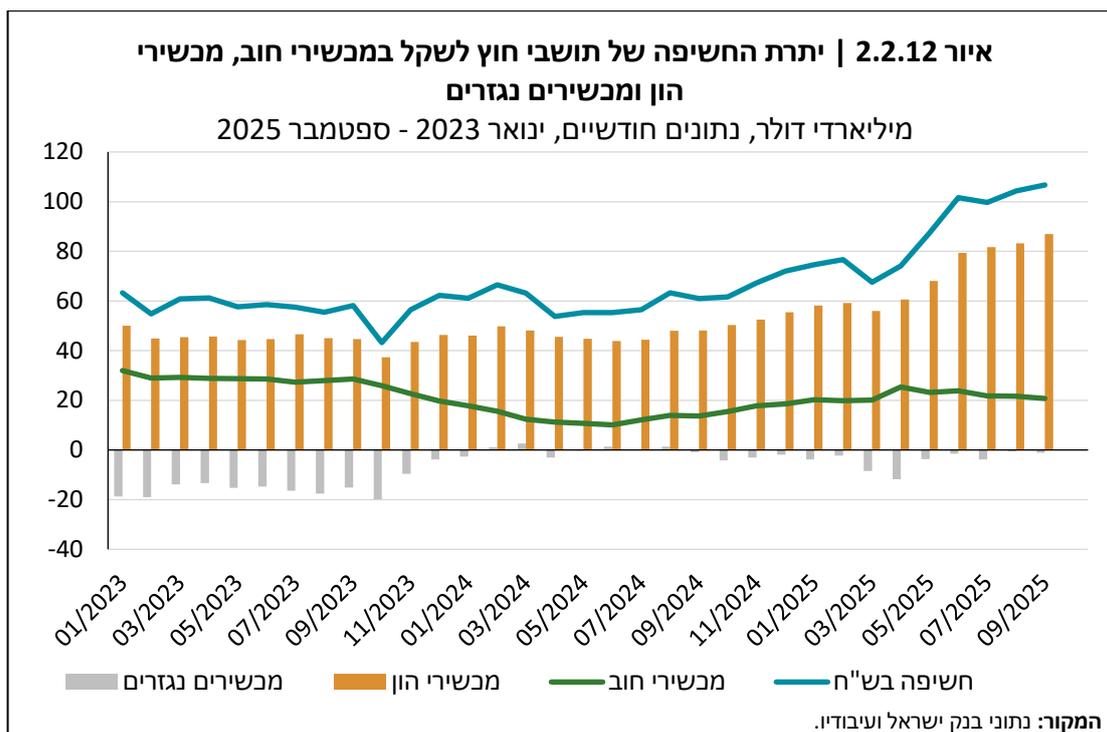
V. Haddad, A. Moreira and T. Muir (2021). "When Selling Becomes Viral: Disruptions in Debt Markets in the COVID-19 Crisis and the Fed's Response", *Review of Financial Studies*, 34(11), 5309-5351.



יתר על כן, העלייה של היקף האחזקות, שהתעצמה בשנת 2025, מעלה את החשש להיווצרות מנגנון הדבקה במקרה של זעזוע חיצוני בשווקים. ריכוז ההחזקה בידי גופים המאופיינים בהתחייבויות נזילות יוצר תלות הדדית, שכן ירידת מחירי הנכסים עלולה לעודד פדיונות נוספים, ואלה יחריפו את מגמת הירידה ויפגעו בנזילות השוק כולו. מעגל משוב שלילי (feedback loop) זה עלול להתקיים ביתר שאת בענפים ממונפים ובסדרות אג"ח המאופיינות בסחירות נמוכה מלכתחילה.⁴⁵ לפיכך הערכת הסיכונים המערכתיים בשוק ההון בתקופה הנסקרת מחייבת שילוב בין מגמות התמחור (איורים 2.2.8 עד 2.2.10) לבין ניתוח מבנה ההחזקות, וכן בחינה של הקשר האפשרי לשער החליפין דרך זרימות הון או עלייה בפרמיות הסיכון.

איור 2.2.12 מציג את יתרת החשיפה הכוללת של תושבי חוץ לשקל – באמצעות מכשירי חוב, מכשירי הון ונגזרים – בתקופה ינואר 2023 עד אוקטובר 2025. במהלך תקופה זו, ובפרט בשנים 2024–2025, ניכרת רגישות מסוימת של משקיעים זרים לאירועים גאו-פוליטיים: סביב נקודות ציון משמעותיות בלחימה נרשמו ירידות בחשיפה הזרה, בעיקר דרך מכשירי הון ונגזרים. תנודות אלו מצביעות על סיכונים פוטנציאליים הכרוכים בשינוי חד בתפיסת הסיכון של תושבי חוץ ביחס למשק הישראלי: הערכה מחדש של פרמיית הסיכון המקומית בעקבות אירועים גיאופוליטיים עלולה להביא ליציאת הון מהירה, לתנודתיות בשער החליפין ולפגיעה בתנאי המימון והנזילות במשק.

⁴⁵ בנק ישראל (2024). דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2024, פרק 3, עמ' 42–47 ("פעילות המשקיעים המוסדיים בשוק האג"ח הקונצרני").



ניתוח החשיפה הזרה לשקל מלמד על חוסן יחסי לאורך התקופה הנסקרת. למרות ירידה רוחבית בכלל אפיקי ההשקעה עם פרוץ המלחמה, סך החשיפה לשקל נותר יציב במהלך שנת 2024. מתחילת שנת 2025 נרשמה התאוששות הדרגתית שהתעצמה לאורך השנה והתבטאה בעלייה בחשיפה בכלל המכשירים, ובמיוחד במכשירי ההון והחוב.⁴⁶ מגמה זו תומכת ביציבות השווקים, אך היא אינה מבטלת את הפגיעות הנובעות מרגישות זרמי ההון לשינויים חדים בתפיסת הסיכון הגיאוגרפית.

החשיפה של משקיעים זרים לשקל מעלה שלוש סוגיות סיכון מרכזיות: (1) סיכון ליציאת הון פתאומית (Sudden Stop), העלולה להביא לפיחות חד וללחץ בשווקים; (2) סיכון שוק ונזילות, בפרט במצב שבו ירידה של מחירי נכסים תיצור אילוץ למכירות נוספות, ותעמיק מגמה של תנודתיות; (3) סיכון מקרו-פיננסי שיתבטא בייקור העלות של שירות החוב החיצוני ובהרעת תנאי המימון של המגזר העסקי, ובנוסף מהלחצים האינפלציוניים הנוצרים בתוצרה מהפיחות, אשר עלולים להוביל לסביבת ריבית גבוהה לאורך זמן.

בתקופה המתאפיינת בתמחור מתוח בשווקים הגלובליים סיכונים אלו רלוונטיים במיוחד. בישראל ערוצי השפעה אלה מתחברים למגמות כלליות בשוקי המניות והאג"ח (איורים 2.2.1 ו-2.2.8), וכן

⁴⁶ יש לציין כי חלק מהעלייה המוסבר על ידי העלייה במחירי הנכסים עצמם ולא דווקא מכניסה מוגברת של משקיעים זרים. כך למשל, שיעור המניות המקומיות המוחזקות על ידי משקיעים זרים – הנכס הפיננסי המקומי שבו מרבית ההשקעה שלהם – נמצא כיום ברמה דומה לזה של ערב המלחמה.

לפעילותם של שחקנים לא-בנקאיים, שעלולה לתרום להפצת זעזועים (איור 2.2.11).⁴⁷ עם זאת חשוב לציין שלמשק הישראלי ישנם מנגנוני הגנה, שבכוחם למתן זעזועים חיצוניים – יתרות מט"ח גדולות, שוק חוב ממשלתי מקומי עמוק וכללי רגולציה וצעדי מדיניות שונים, כדוגמת דרישות הון ונזילות מחמירות ומגבלות מקרו יציבותיות בשוק האשראי לדיוור, התומכים ביציבות המערכת הפיננסית.

שוק הדיוור: מגמות וסיכונים

היקף העסקאות בשוק הדיוור היה השנה נמוך מהממוצע ההיסטורי⁴⁸ והרכב הרוכשים השתנה: מאז 2022 משקיעים הם מוכרים נטו, בעוד ששיקור הביקוש מגיע מרוכשי דירה ראשונה.⁴⁹ נתוני סקר אמון הצרכנים מלמדים כי הנכונות לרכוש דירה נמצאת ברמה הנמוכה ביותר בעשור האחרון.⁵⁰ אשר להיצע – מלאי הדירות החדשות שנותרו למכירה הוכפל מאז סוף 2021 והגיע לכ-84 אלף יחידות (נכון לאוקטובר 2025).⁵¹ מלאי זה הצטבר לצד המשך קצב בנייה גבוה והוא כרוך בעלויות מימון גוברות ליזמים ולקבלנים. על רקע זה, ניכרת תפנית משמעותית במחירי הדירות במונחים ריאליים מאז תחילת מחזור העלאות הריבית באפריל 2022 (איור 2.2.13). קצב עליית המחירים הריאלית, שעמד אז על כ-11.5%, החל להתמתן בהדרגה, ובחודשים שלאחר פרוץ המלחמה המחירים ירדו ריאלית ב-5.4%.⁵² מאז הייתה התמתנות חלקית, אולם ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר 2025 מחירי הדירות עדיין ירדו במונחים ריאליים ב-1.7%.

G.A. Calvo (1998). "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, 1(1), 35–54; K.J. Forbes and F.E. Warnock (2012). "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment", *Journal of International Economics*, 88(2), 235–251.

⁴⁸ היקף העסקאות הדו-חודשי מחושב ביחס לממוצע התקופה המקבילה בחמש השנים הקודמות. ממוצע יחסים אלו לאורך הסדרה עומד על 1.04 עם סטיית תקן של 0.23.

⁴⁹ "מוכרים נטו" משמעו שהיקף מכירות הדירות על ידי משקיעים עולה על היקף רכישותיהם. המעבר למכירות נטו התרחש בדצמבר 2021 ונמשך ברציפות מאז.

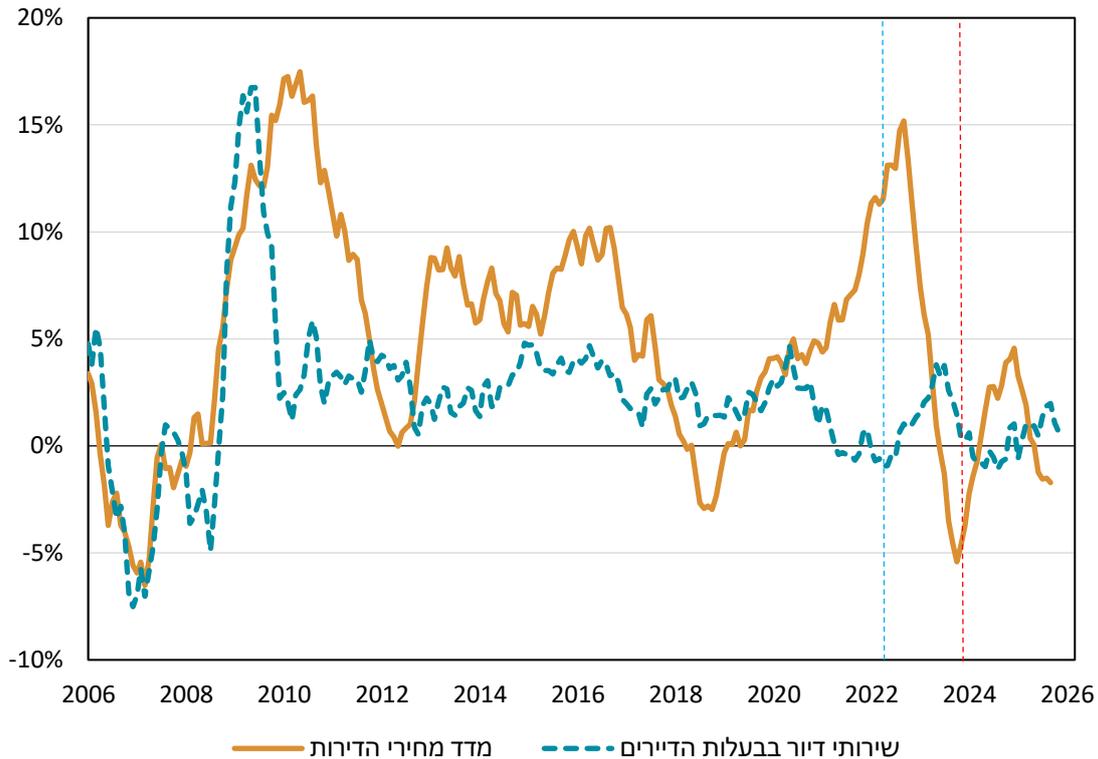
⁵⁰ הנתון מתייחס לשיעור משקי הבית שענו כי "לא כל כך סביר" או "בכלל לא סביר" שירכשו דירה ב-12 החודשים הקרובים. נכון לספטמבר 2025 עמד שיעור זה על כ-95%, לעומת ממוצע של כ-89% בשנים 2011–2019. המקור: סקר אמון הצרכנים, הלמ"ס.

⁵¹ מלאי הדירות החדשות למכירה עלה מכ-44 אלף יחידות באפריל 2022, עם תחילת מחזור העלאות הריבית, לכ-84 אלף באוקטובר 2025 – עלייה של כ-90%. המקור: הלמ"ס, סקר התחלות בנייה.

⁵² מדד מחירי הדירות משקף את מחירי העסקאות בשוק הדיוור. הנתונים מוצגים במונחים ריאליים, בניכוי מדד המחירים לצרכן ללא דיוור. המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

איור 2.2.13 | מדד מחירי הדירות ושירותי דיור בבעלות הדיירים, מונחים ריאליים

שיעור השינוי השנתי בניכוי מדד המחירים לצרכן ללא דיור, ינואר 2006 עד נובמבר 2025



הערה: הקו הכחול המקווקו מצוין את מועד תחילת העלאות הריבית (אפריל 2022); הקו האדום מצוין את תחילת המלחמה (אוקטובר 2023).

בניגוד למחירי הדירות, שכר הדירה הריאלי ממשיך לעלות בקצב של כ-2%. המגמות המנוגדות מעידות ששוק השכירות נותר הדוק, ככל הנראה בשל משקי בית המתקשים לרכוש דירה ונותרים בשוק השכירות.⁵³ להתפתחויות אלו ישנן השלכות הן על צד ההיצע – יזמים וקבלנים ניצבים מול מלאי גדל ומחירים יורדים – והן על צד הביקוש: משקי בית מתמודדים עם אתגרי מימון המרסנים את המחירים.

זרקור: בחינת דינמיקה של השינוי במחירי הדירות

בחלק זה נבחן את שוק הדיור באמצעות המסגרת האנליטית שיושמה בזרקור הקודם על מדדי המניות - מבחן GSADF לזיהוי התנהגות נפיצה במחירי נכסים.⁵⁴ הבחינה רלוונטית במיוחד לשוק הדיור: דירה מהווה נתח משמעותי מתיק הנכסים של משק בית ממוצע בישראל, ולהתפתחות מחירי הדירות השלכות ישירות על העושר נטו של משקי הבית, על חשיפת המערכת הבנקאית לאשראי לדיור, ועל יציבות ענף הנדל"ן והבנייה.

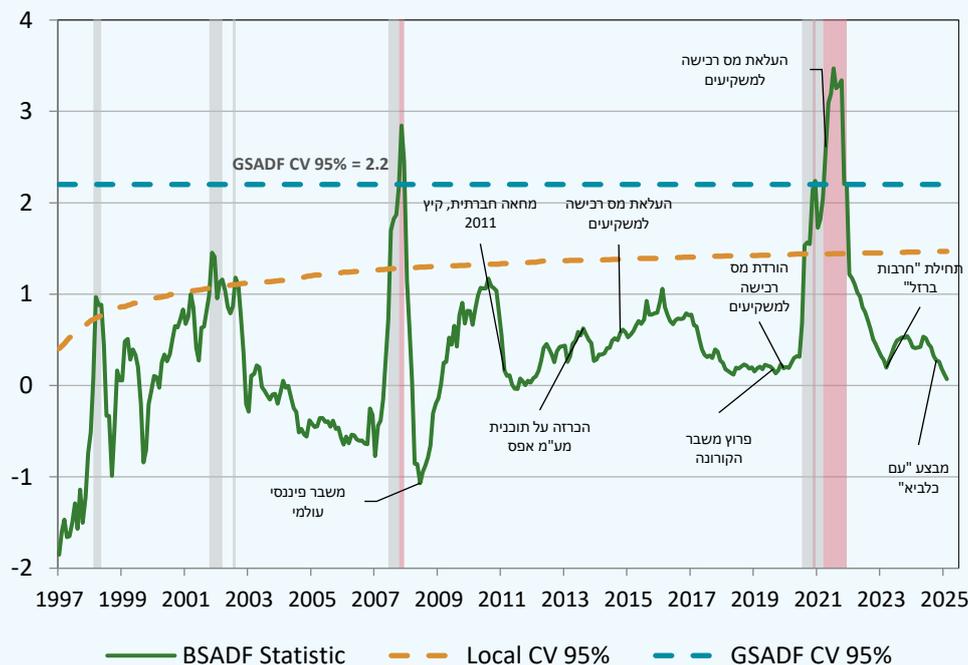
⁵³ מדד שירותי דיור בבעלות הדיירים משקף את עלות השימוש בדיור עבור משקי הבית, ומגיב בדרך כלל בפיגור ביחס למחירי הרכישה. נתוני ספטמבר 2025 קודמים לשתי הפחתות הריבית האחרונות של בנק ישראל.

⁵⁴ מבחן GSADF מזהה תקופות שבהן מחירים עולים בקצב הולך וגובר – דינמיקה העשויה להעיד על רכיב בועתי. ראו I. Caspi (2016). "Testing for a housing bubble in the Israeli housing market: Evidence from the national and regional level: The case of Israel", *Empirical Economics*, 51(2), 483–516.

שלא כמו במדדי ת"א-125 ות"א-נדל"ן, שבהם לא זוהתה התנהגות נפיצה ולפיכך לא נדרש ניתוח משלים, בשוק הדיור התמונה מורכבת יותר. כפי שיוצג להלן, המבחן זיהה אפיזודה נפיצה היסטורית משמעותית שהגיעה לסיומה. אולם סיומה של אפיזודה נפיצה אינו שולל סיכון יציבותי: מבחן הנפיצות בוחן את קצב שינויי המחירים אך לא את הרמה - ולפיכך אינו מלמד האם רמת המחירים, שעלתה בחדות בתקופה הנפיצה, התאימה את עצמה במלואה לסביבה החדשה. לפיכך, הניתוח שלהלן מתנהל בשני שלבים: ראשית נציג את ממצאי מבחן הנפיצות ונבחן את מאפייני האפיזודה שזוהתה; לאחר מכן נבדוק האם תהליך ההתאמה לסביבת התשואות החדשה הסתיים.

איור 2.2.14 | אינדיקטור לזיהוי התנהגות נפיצה בשוק הדיור

נתונים חודשיים, ינואר 1999 – ספטמבר 2025



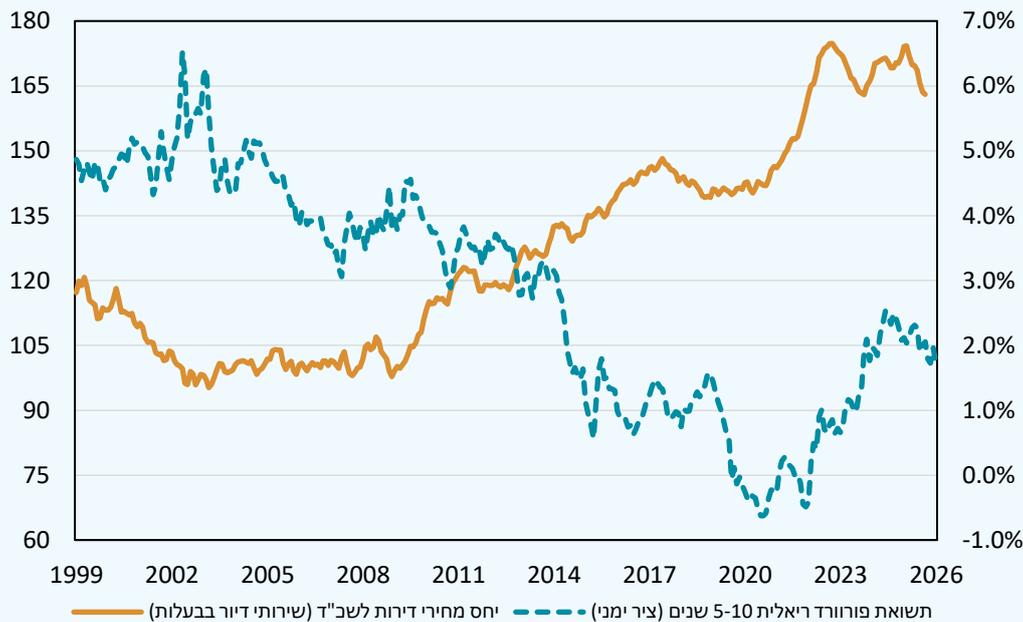
הערה: הניתוח מבוצע על לוגריתם יחס מחיר הדירות לשכר הדירה; הקו הירוק מציג את הרצף הסטטיסטי BSADF, הקו הכתום המקווקו את ערכי הסף המקומיים; הקו האופקי הירוק את ערך הסף הכללי (2.2); שטחים מוצללים באדום מציינים תקופות שבהן הסטטיסטי חצה את הסף הכללי; שטחים מוצללים באפור מציינים חציית הסף המקומי ותחילתה של אפיזודה נפיצה.

איור 2.2.14 מציג את תוצאות מבחן הנפיצות עבור יחס מחיר הדירות לשכר הדירה.⁵⁵ המבחן מזהה מספר אפיזודות נפיצות לאורך תקופת המדגם. האפיזודה האחרונה בולטת במיוחד - הסטטיסטי הגיע לשיא של 3.47 בפברואר 2022, גבוה ב-58% מערך הסף (2.2). אפיזודה זו הגיעה לסיומה במחצית השנייה של 2022, במקביל לעליית הריבית החדה. נכון לספטמבר 2025, הסטטיסטי BSADF עומד על 0.07 בלבד - נמוך משמעותית מהסף המקומי (1.47). כלומר, אין כיום אינדיקציה לדינמיקה נפיצה פעילה בשוק הדיור.

⁵⁵ הבחירה ביחס מחיר-שכירות נובעת מכך שיחס זה משקף את התמחור היחסי של דירה כנגד השקעה - מחיר הרכישה ביחס לתזרים השכירות שהנכס מניב. ראו: Campbell & Shiller (1988) על השימוש ביחסי תמחור לזיהוי סטיות מערך יסוד.

סיום האפיזודה חל במקביל לעליית הריבית החדה שהחלה באפריל 2022.⁵⁶ ממצא זה מלמד כי שוק הדיור איננו מנותק מגורמי היסוד - דינמיקה הנפיצה נבלמה כאשר סביבת התשואות השתנתה. אולם כאמור, העובדה שהאפיזודה הסתיימה איננה שוללת סיכון יציבותי: מחירי הדירות עלו בחדות בתקופה הנפיצה,⁵⁷ והשאלה נותרת בעינה: האם רמת המחירים התאימה את עצמה במלואה לסביבת התשואות החדשה?⁵⁸ איור 2.2.15 להלן מציג את שני המשתנים יחד ומאפשר לבחון שאלה זו.

איור 2.2.15 | יחס מחירי דירות לשכר הדירה והתשואה הריאלית
דצמבר 2007=100, ינואר 1999 עד ינואר 2026



הערה: התצפית האחרונה של יחס מחיר-שכירות: ספטמבר 2025.
המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

איור 2.2.15 מציג את יחס מחיר הדירות לשכר הדירה לצד התשואה הריאלית. על פי המסגרת התיאורטית שהוצגה לעיל,⁵⁹ בין שני המשתנים צפוי להתקיים קשר הפוך: עליית התשואה הריאלית

⁵⁶ בנק ישראל החל להעלות את הריבית באפריל 2022, מ-0.1% ל-4.75% בינואר 2024. במקביל, התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים עלתה מסביבת האפס לכ-2%.

⁵⁷ הקשר בין תשואות ריאליות למחירי דירות נובע מכך שדירה להשקעה מתחרה עם נכסים פיננסיים כגון אג"ח. כאשר התשואה הריאלית על אג"ח עולה, התשואה הנדרשת מדירה עולה אף היא – ובהינתן שכר דירה קבוע בטווח הקצר, הדרך היחידה להשיג תשואה גבוהה יותר היא באמצעות ירידה במחיר הדירה (או האטה בקצב עלייתו).

⁵⁸ כאמור, הערכת רמת התמחור נעשית באמצעות יחס מחיר הדירות לשכר הדירה - אנלוגי ליחס מחיר-דיבידנד בשוק המניות. על פי מודל גורדון הבסיסי, מחיר נכס מניב שווה לתזרים השוטף מחולק בפער שבין שיעור ההיוון לשיעור הצמיחה הצפוי: $P = \frac{D}{r-g}$. ובאופן שקול, יחס התשואה: $\frac{D}{P} = r - g$. כאשר P הוא המחיר, D הוא התזרים (דיבידנד או שכר דירה), r הוא שיעור ההיוון, ו- g הוא שיעור צמיחה צפוי. ככל שהפער $r - g$ קטן יותר, היחס גבוה יותר. בהנחה ששיעור הצמיחה הצפוי בשכר הדירה יציב יחסית (כ-1.6% בממוצע ארוך טווח, ראו תיבה א'), עליית התשואות הריאליות מצדיקה ירידה ביחס מחיר/שכירות. ראו Campbell and Shiller (1988).

⁵⁹ ראו הערת שוליים 58 לעיל.

מגדילה את הפער $r - g$, ולפיכך מצדיקה ירידה ביחס מחיר-שכירות.⁶⁰ הגרף מאשש קשר זה באופן כללי: בתקופה שבין 2008 ל-2020, התשואות הריאליות ירדו מכ-4% לסביבת האפס, ובמקביל יחס מחיר-שכירות עלה בחדות. ב-2020–2022, כשהתשואות הפכו לאפסיות ואף שליליות, היחס האמיר לשיא - התפתחות שבאה לידי ביטוי באפיזודה הנפיצה שזוהתה לעיל. מאז 2022 חל היפוך מגמה: התשואות הריאליות עלו בלמעלה מ-100 נקודות בסיס, ויחס מחיר-שכירות אכן החל לרדת - אך בשיעור מתון בלבד. ממצא זה מתיישב עם הניתוח המפורט בתיבה א' בדוח זה, הבוחן את הפער בין מחירי הדירות בפועל לבין שוויין התיאורטי. על פי ניתוח זה, לפני פרוץ המלחמה - ולאחר עליית התשואות - מחירי הדירות תאמו בקירוב את שוויין התיאורטי. אולם מאז פרוץ המלחמה מחירי הדירות שבו לעלות בעוד שהשווי התאורטי המשיך לרדת, בעיקר בשל עליית תשואות.⁶¹

שילוב הממצאים דלעיל מאפשר להעריך את הכיוונים הפוטנציאליים להתפתחויות המחירים בשוק הדיור. נראה כי ההתאמה לסביבת התשואות החדשה מתנהלת באופן הדרגתי ובשני מסלולים במקביל - מחירי הדירות הריאליים ירדו בכ-3% מאז סיום האפיזודה הנפיצה, ושכר הדירה הריאלי עלה בכ-4%. עם זאת, הפער בין מחירי הדירות בפועל לשוויין התיאורטי, כפי שמתועד בתיבה א' של דוח זה, מלמד כי תהליך ההתאמה טרם הושלם. בסביבת התשואות הנוכחית, שוק ההון מציע תשואה עדיפה על שוק הדיור, מה שיוצר ציפיות להמשך התאמה של המחירים בשוק הדיור עד למצב של שיווי משקל.⁶² מבחינה יציבותית, כל עוד פער התמחור קיים, שוק הדיור נותר חשוף לתיקון מחירים - סיכון המשליך על הונם של משקי בית שרכשו דירות במינוף גבוה בשנים האחרונות, ועל חברות הנדל"ן והבנייה המחזיקות במלאי דירות הולך וגדל. סיכון זה עשוי להתגבר אם התשואות הריאליות ימשיכו לעלות.

לסיכום, המגמות במחירי הנכסים הפיננסיים בתקופה הנדונה מבטאות שילוב של ציפיות לשיפור בפעילות וברווחיות ותמחור מתמשך של אי-וודאות וסיכוני מימון. הניתוח בפרק זה מצביע על שלושה מוקדי פגיעות מרכזיים: בשוק המניות, העלייה החדה במחירים הובלה בעיקר על ידי ענפים בעלי זיקה גבוהה לפעילות המקומית, ובפרט מגזר הבנקאות, שבו הניתוח מצביע על רכיב מחזורי משמעותי ברווחיות התלוי בסביבת הריבית הגבוהה. בשוק האג"ח הקונצרניות, חזרת המרווחים לרמות נמוכות היסטורית, בשילוב ממצאי המודל המצביעים על תמחור חסר אפשרי של סיכוני

⁶⁰ התשואה הריאלית על אג"ח ל-5-10 שנים המוצגת באיור היא אינדיקטור פשטני לתשואה הרלוונטית לשוק הדיור. כפי שמראה הניתוח בתיבה א', התשואה התיאורטית הנדרשת מדירות משקללת את עקום התשואות כולו - הן של אג"ח ממשלתיות והן של ריבית משכנתאות - לצד צמיחת שכר הדירה, פחת ופרמיית סיכון, והיא עוקבת טוב יותר אחר יחס שכר הדירה למחיר. לפיכך, אין לצפות ל"מפגש" בין שני הקווים באיור, והנקודה המרכזית אינה גודל הפער המוחלט אלא הכיוון: עליית התשואות מצדיקה ירידה ביחס, וירידה כזו אכן החלה - אך היא חלקית.

⁶¹ הפער שנפתח מאז פרוץ המלחמה עשוי לשקף ציפיות לעליית שכר דירה בטווח הקצר על רקע האטה בקצב הבנייה. עם זאת, השווי התאורטי מושפע בעיקר מהתפתחות שכר הדירה בטווחים ארוכים, ולכן - לפחות מנקודת מבט תאורטית - לא ניתן לתלות את כל עליית המחירים בציפיות כאלה. ראו תיבה א' לדיון מפורט.

⁶² לניתוח נוסף ראו תיבה א' בדוח זה.

אשראי, ועליית משקלן של קרנות הנאמנות על חשבון המשקיעים המוסדיים, מגבירות את הפגיעות לתיקון מחירים ולדינמיקה של פדיונות בתרחישי לחץ. בשוק הדיור, פער התמחור ביחס לתשואות חלופיות טרם נסגר, וירידה ריאלית מתמשכת במחירים יוצרת ציפיות לסגירת הפער דרך תיקון במחירי הדירות. דינמיקה זאת, לצד מלאי הדירות הגדל וביקוש מתון מגבירים את סיכוני האשראי בענפי הבינוי והנדל"ן. יצוין כי שלושת הערוצים אינם פועלים בנפרד, ושינוי בסנטימנט הגלובלי או החמרה גאו-פוליטית עלולים להפעיל לחץ בו זמני על מוקדי הפגיעות שזוהו.

2.3. ערוץ האשראי

סיכון האשראי במערכת הפיננסית נותר גבוה בשנת 2025. מגמה זו הושפעה משילוב של שלושה גורמים עיקריים: ההתרחבות המהירה של האשראי לענפים ממונפים והרגישים לתנאי שוק; הריכוזיות הגבוהה (בדגש על הגברת החשיפה לענפי הבינוי והנדל"ן ושירותים פיננסיים שמהווים כ-60% מהאשראי העסקי הבנקאי); והגידול באשראי החוץ-בנקאי המאופיין בריביות גבוהות ובחשיפה לאוכלוסיות פגיעות יותר. התפתחויות בסיכון האשראי מחייבות מעקב צמוד, אך בשלב זה הן טרם קיבלו ביטוי באיכות האשראי.

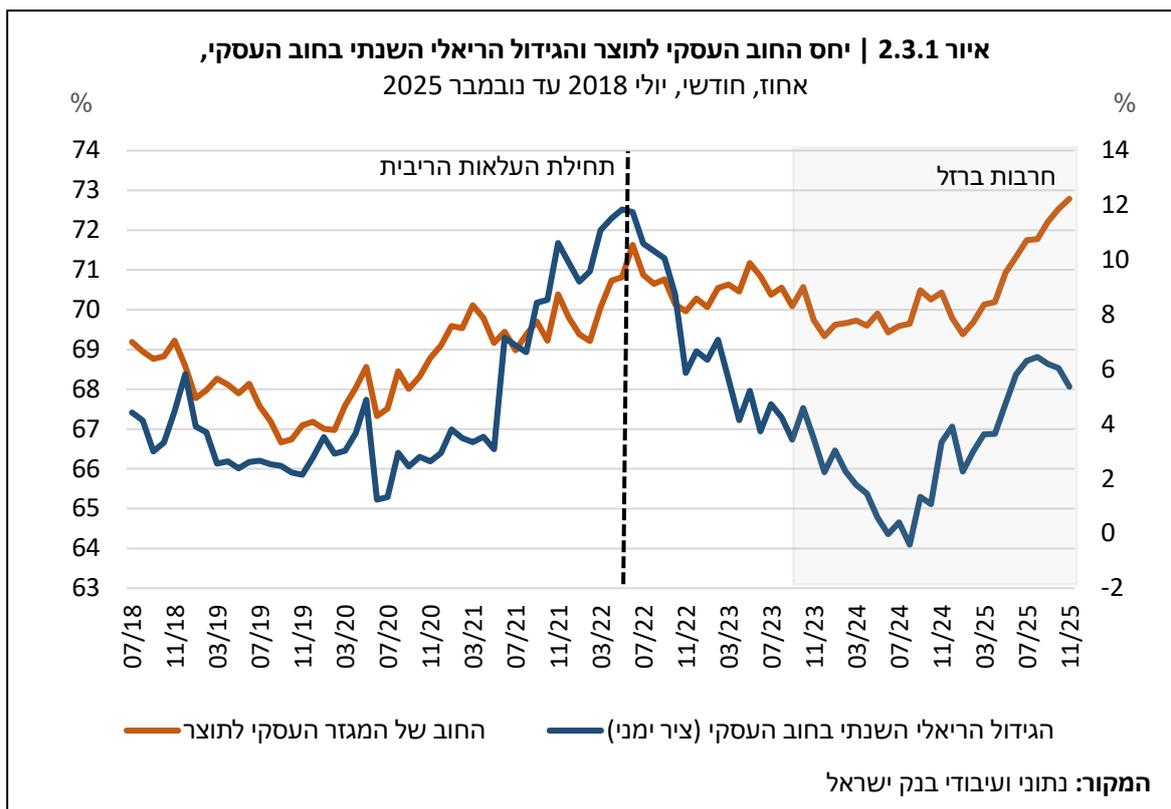
לוח 2.3.1 | התפלגות החוב של המגזר הפרטי הלא פיננסי, 2020 עד 2025

2025	2024	2023	2022	2021	2025	2024	2023	2022	2021	
שיעור השינוי במהלך התקופה (אחוזים)					יתרה סוף תקופה (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)					
9.1	7.0	4.1	12.2	13.1	2,450	2,246	2,098	2,015	1,796	החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי (1+2)
10.5	7.3	5.3	12.3	13.0	1,548	1,400	1,305	1,240	1,104	1. החוב של המגזר העסקי
18.3	8.1	9.4	14.8	17.5	921	779	720	658	573	הלוואות מהבנקים
4.2	7.2	4.8	9.9	7.3	448	430	401	383	348	אשראי חוץ בנקאי מקומי
8.6	9.6	5.8	11.9	10.8	331	305	278	263	235	מזה: אג"ח סחיר בישראל
6.7	6.7	2.3	12.0	13.3	903	846	793	775	692	2. החוב של משקי הבית
7.0	7.5	4.6	13.7	14.5	653	610	568	543	477	אשראי לדיור
7.1	7.5	4.8	13.5	15.5	628	587	546	521	459	מזה: אשראי לדיור מהבנקים
6.1	4.7	-3.3	8.3	10.8	250	236	225	233	215	אשראי שלא לדיור
5.6	5.0	-0.2	5.1	4.8	178	169	161	161	153	מזה: אשראי שלא לדיור מהבנקים

המקור: דיווחים לבנק ישראל, הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל

האשראי העסקי

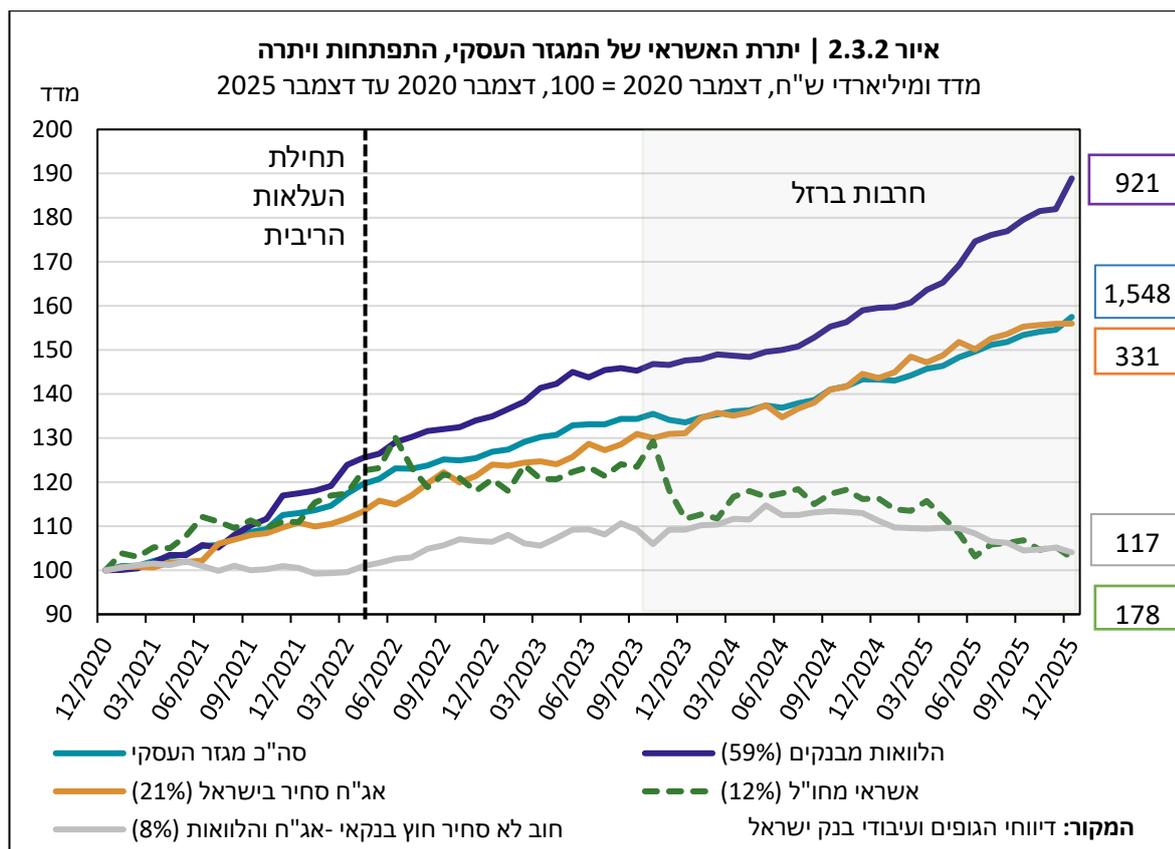
התרחבות האשראי העסקי, שהחלה באמצע 2024, הואצה במהלך 2025. יתרת החוב הגיעה בסוף השנה לכ-1.5 טריליוני ש"ח, והיחס בין האשראי העסקי לתוצר הנומינלי עלה ב-2.7 נקודות אחוז לכ-73% (איור 2.3.1), אם כי היחס עדיין נמוך בהשוואה בין-לאומית (להרחבה ראו פרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2026, איור ד-1 ומבט סטטיסטי 2025 איור ב-3).



המקורות המרכזיים לגידול הם האשראי הבנקאי והאג"ח הסחיר. האשראי הבנקאי לעסקים הסתכם בכ-921 מיליארדי ש"ח, צמיחה שנתייה מהירה של כ-18%, בעוד שיתרת האג"ח הקונצרניות הסחירות עלתה לכ-331 מיליארדי ש"ח (גידול שנתי של כ-8.6%, לוח 2.3.1 ואיור 2.3.2).

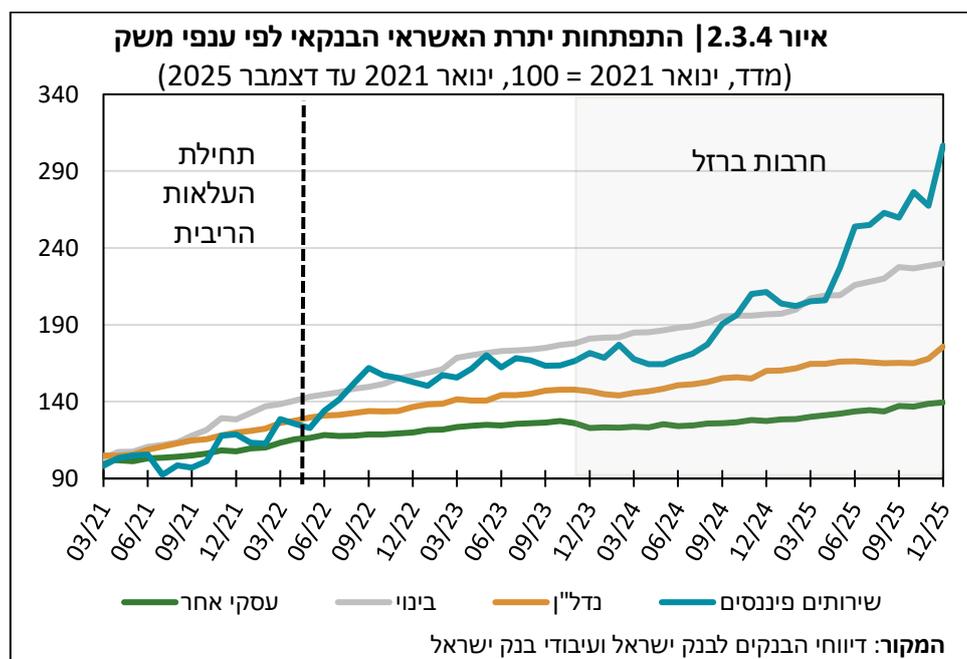
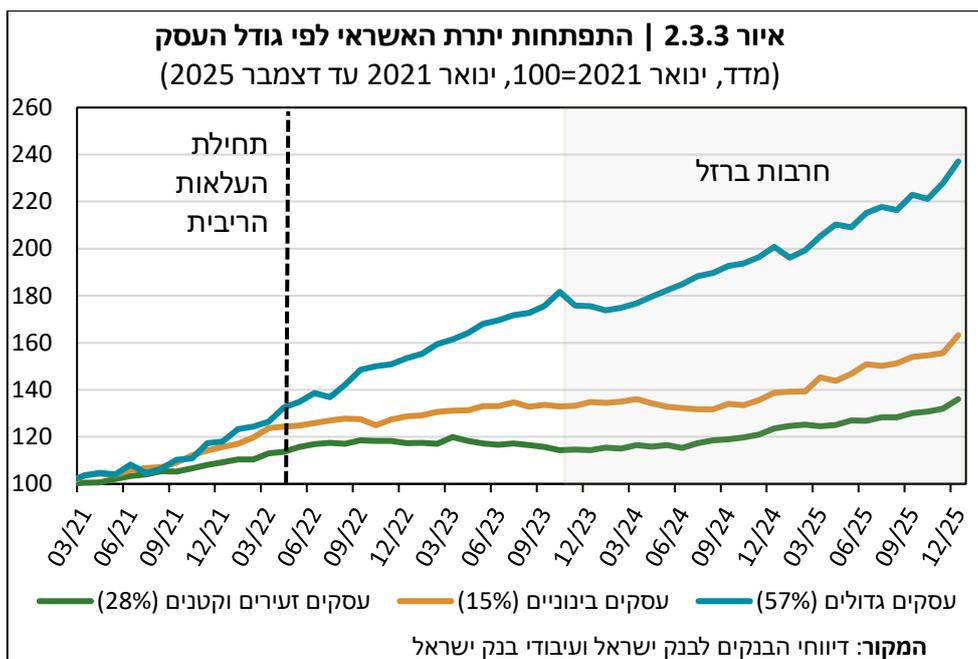
קצב הגידול של האשראי העסקי בשנת 2025, והסטייה המסוימת מקו המגמה ארוך הטווח (איור 2.3.1), עומדים במוקד הניתוח בפרק זה. הספרות המחקרית מצביעה על סטיות מסוג זה ככלי עזר לניטור מוקדם של סיכונים.⁶³ אך אנו נמנעים מהסתמכות על מדד כמותי יחיד. לפיכך, התרחבות האשראי נבחנת בפרק זה תוך התייחסות הן לרמת החוב הכוללת והן לניתוח מפורט של הרכב האשראי ופרופיל הסיכון הענפי. גישה זו מאפשרת לבחון לעומק את הגורמים לגידול המואץ ולעמוד על השלכותיו על היציבות הפיננסית.

⁶³ להרחבה ראו Drehmann, M and J. Yetman (2020) "Which credit gap is better at predicting financial crises? A comparison of univariate filters", BIS, WP 878.



האשראי העסקי – מבט ענפי

האשראי העסקי במשק המשיך, כאמור, להתרחב בקצב מהיר, הן במערכת הבנקאית והן בערוצים החוץ-בנקאיים. במערכת הבנקאית נרשם גידול רוחבי בכל קבוצות הגודל, תוך שהחשיפה העיקרית נותרה לעסקים גדולים, שהשנה נטלו כ-57% מהאשראי העסקי הבנקאי; האשראי לאלה צמח בשיעור שנתי של כ-18%. האשראי לעסקים בינוניים צמח ב-17.6%, ואילו האשראי לעסקים קטנים וזעירים התרחב בקצב מתון יותר של 10% (איור 2.3.3).

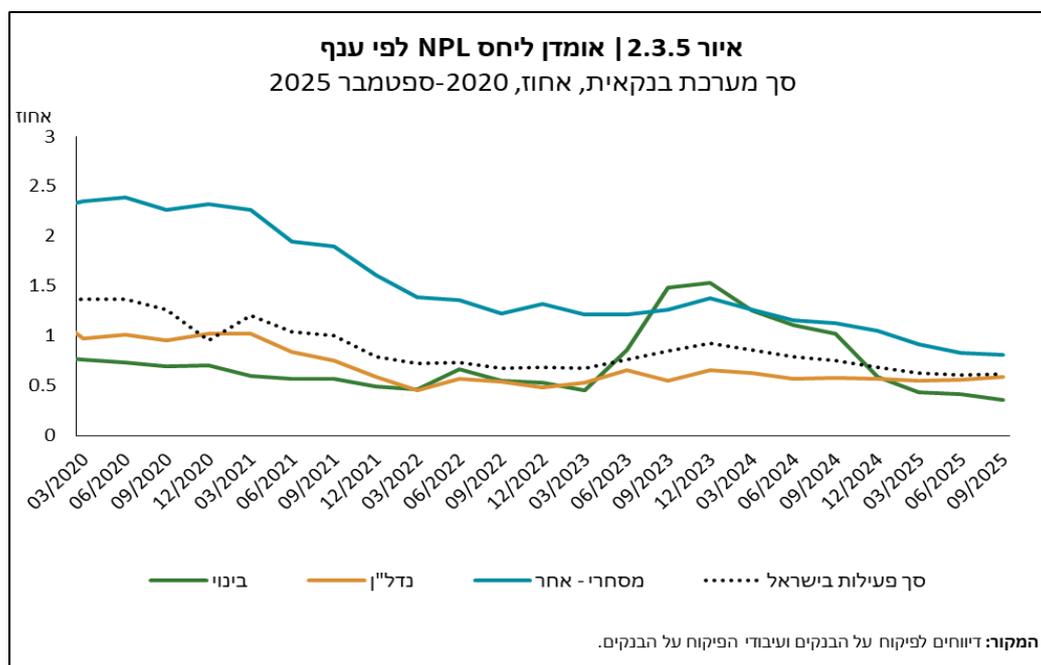


בתוך ערוץ האשראי הבנקאי בלטו שני ענפים מרכזיים: הבינוי והנדל"ן, המהווים 38.8% מהאשראי העסקי הבנקאי, וענף השירותים הפיננסיים, המהווה 22% ממנו (איור 2.3.4). הגידול המואץ בענפי הבינוי והנדל"ן⁶⁴ - 17% בענף הבינוי ו-10% בענף הנדל"ן - משקף המשך מימון גבוה בענפים אלה - הרגישים לשינויים בפעילות הריאלית ובתנאי המימון, גם בסביבת ריבית גבוהה. בענף השירותים הפיננסיים, הגידול המואץ בהיקפי האשראי (45% ו-23% בשנים 2025 ו-2024 בהתאמה) נובע

⁶⁴ סה"כ שיעור הגידול באשראי הבנקאי לענפי הבינוי והנדל"ן יחד עמד על 14.2% במהלך 2025.

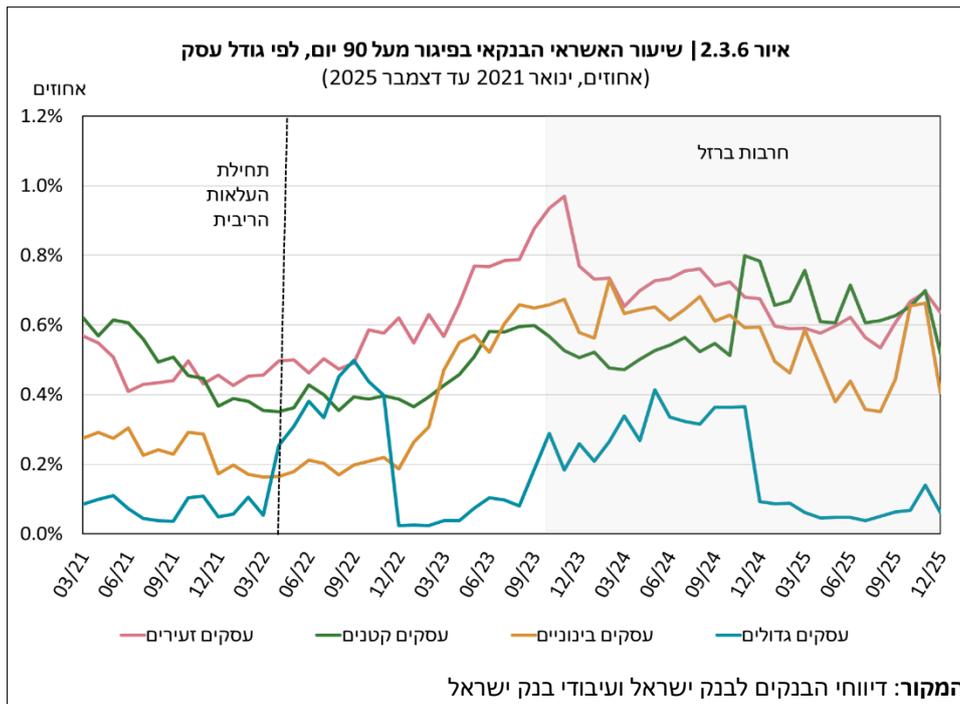
מהתרחבות פעילות המימון החוץ-בנקאי ומחשיפה של לווים לפעילויות בשוק ההון, פעילות המגובה ברובה בביטחונות מלאים (ראו פירוט בהמשך פרק זה).

לצד ההתרחבות המהירה ביתרת האשראי, נשמרה איכות האשראי העסקי הבנקאי: שיעור האשראי הבעייתי (NPL – Non-Performing Loans),⁶⁵ נותר ברמה נמוכה במהלך שנת 2025 ואף המשיך לרדת, זאת לאחר שעלה בחדות ברבעון השלישי של 2023, בעיקר בענף הבינוי ובמגזר העסקים הגדולים. נכון לספטמבר 2025 עמד שיעור ה-NPL לכלל האשראי העסקי הבנקאי על כ-0.6% - רמה דומה לזו שנרשמה ערב המלחמה (איור 2.3.5). בחינת המדד לאורך תקופה ממושכת יותר מצביעה על מגמת שיפור עקבית מאז 2020.

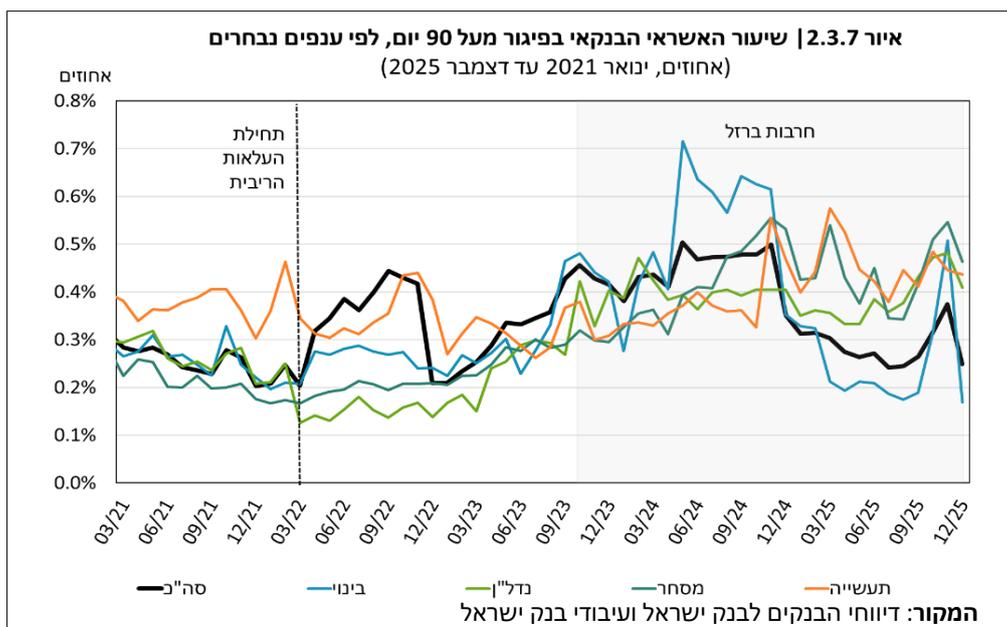


לצד מדד ה-NPL, ניתן לבחון כאינדיקטור מקדים גם את "האשראי בפיגור מעל 90 יום שעדיין צובר ריבית". מהנתונים עולה כי בחודשיים האחרונים של השנה (ספטמבר-נובמבר) עלה שיעור האשראי הבנקאי בפיגור מעל 90 יום בקרב עסקים זעירים, קטנים ובינוניים, אך נותר נמוך גם בפרספקטיבה ההיסטורית, והוא ירד שוב בחודש דצמבר. בעסקים הגדולים נותר שיעור הפיגורים יציב וקרוב לאפס (איור 2.3.6).

⁶⁵ האשראי שאינו צובר ריבית או בפיגור מעל 90 יום מסך האשראי לציבור.



העלייה הזמנית בשיעור האשראי בפיגור בחודשים ספטמבר-נובמבר נרשמה בכלל הענפים (איור 2.3.7), כאשר בלטו במיוחד ענפי הבינוני והמסחר, ובאלו אף נרשמה הירידה החדה בסוף השנה. יצוין גם כי העלייה בענף הבינוני מגיעה לאחר ירידה חדה שנרשמה בשיעור הפיגורים מסוף 2024 - כתוצאה מהסדרי חוב שנחתמו בין הבנקים לחברות גדולות בענף. נתונים אלה מצביעים על שיפור מתמשך באיכות תיק האשראי הבנקאי. לעת עתה הריבית הגבוהה לצד האי-ודאות הגאו-פוליטית לא התבטאו בקשיים בשירות החוב מצד הלווים.



שוק האשראי החוץ-בנקאי (אג"ח קונצרני)

כפי שמפורט בפרק הנכסים, שוק האשראי החוץ-בנקאי בישראל התאפיין בשנת 2025 בהתרחבות של היקפי הגיוס ובהעמקת פעילותם של מנפיקים רבים, על רקע התאוששות הדרגתית בפעילות הכלכלית. היקף הנפקות האג"ח הקונצרניות הגיע לשיא של כ-152 מיליארד ₪ (נתון הכולל נע"מים⁶⁶) - עלייה של כ-54% לעומת 2024 - נתון שמשקף את חשיבותו של שוק ההון כמקור מימון מרכזי לחברות במשק ואת אמון המשקיעים. מספר המנפיקים השנה הסתכם ב-227, מהם 42 (19%) חברות הנפיקו לראשונה⁶⁷. ניתוח מאפייני החברות המנפיקות (ראו תיבה ד'), מראה כי חברות אלה היו, בממוצע, גדולות יותר ובעלות פרופיל נזילות נמוך יותר בהשוואה למנפיקים החדשים בשנים הקודמות, אך ללא הבדל מובהק במינוף או בביצועים התפעוליים. יחד עם זאת, המגמה הכללית בשוק הקונצרני לוותה בשונות גבוהה באיכות האשראי בין ענפים⁶⁸. בעוד שהמגזר הפיננסי הציג יציבות ואף שיפור, ענפים בעלי פרופיל מינוף גבוה כגון נדל"ן ובינוי המשיכו להתמודד עם סיכונים מהותיים, גם אם נהנו מנגישות גבוהה לשוק ההון.

מבחינת איכות האשראי, בשנת 2025 נצפו היקפי גיוס גבוהים בענפים יציבים עם דירוג גבוה, ובראשם הבנקים וחברות הביטוח: המגזר הפיננסי הוביל את השוק עם כ-63.6 מיליארד ש"ח (בערך נקוב)⁶⁹, המהווים כ-42% מסך הנפקות, זינוק של כ-183% לעומת 2024. הגידול החד נבע בין היתר מהרחבת המאזנים, ושיקף את יכולתם של המוסדות הפיננסיים לגייס בריביות תחרותיות גם בתקופה של אי-ודאות.

בענף הנדל"ן והבינוי, איכות האשראי נותרה מאתגרת על רקע סביבת ריבית גבוהה, התמתנות בביקושים והצטברות מלאי דירות לא מכורות. היקף הגיוסים בענף עלה לכ-53.3 מיליארד ₪ (מתוכם 40 מיליארד ₪ גיוסים של חברות ישראליות ללא זרות) - גידול של כ-16% לעומת 2024 - בעיקר בשל צורך במחזור חוב בהיקפים משמעותיים. המרווחים בענף נותרו גבוהים ביחס לשאר הענפים, והדבר משקף את פרמיית הסיכון שהמשקיעים ממשיכים לדרוש⁷⁰, אך היקפי הגיוס הגבוהים מצביעים על כך שהשוק עדיין מהווה מקור מימון מרכזי גם לענף זה.

⁶⁶ אלו הן אגרות חוב שמנפיקה מדינת ישראל לצורך גיוס כספים מהציבור. המדינה מתחייבת לשלם למחזיקי האג"ח ריבית תקופתית (תשואה) ולהחזיר את הקרן במועד הפירעון.

⁶⁷ להשוואה: בשנת 2024 כמות המנפיקים השונים עמדה על 179 ורק 9% מהם היו המנפיקים החדשים.

⁶⁸ נציין כי בנטרול הענף הפיננסי, נרשמה עלייה במספר המנפיקים שאינם מדורגים – 78 מנפיקים (לעומת 52 בשנה שעברה), כ-40% מכלל המנפיקים – מה שמעיד על התרחבות השימוש בשוק החוב גם בקרב חברות קטנות ובינוניות, אם כי ברמות סיכון גבוהות יותר.

⁶⁹ המספרים מתייחסים להיקפי הנפקות ברוטו, כלומר ללא התייחסות להיקפי הפדיונות. בחינה של המגמות בהנפקות נטו (הנפקות בניכוי פדיונות של כלל המכשירים הסחירים) מעלה תמונה דומה.

⁷⁰ שוק האג"ח הקונצרניות משקף תפיסת סיכון שונה במקצת מזו של המערכת הבנקאית. במהלך השנה נרשמו תנודות בהיקפי הגיוס ובמרווחים, בעיקר בחברות בעלות דירוגי אשראי בינוניים, על רקע אירועים גאו-פוליטיים. תנודתיות זו משקפת רגישות גבוהה יותר של משקיעים באג"ח לשינויים בתנאי השוק, בהשוואה לאשראי הבנקאי שנותר יציב יותר.

בהיקפי הגיוס של המגזר העסקי שאינו נדל"ן - תעשייה, מסחר ושירותים - נרשם גידול משמעותי והם הגיעו ל-31.7 מיליארד ש"ח, עלייה של כ-34% לעומת 2024. מגמה זו משקפת התאוששות בפעילות הכלכלית, לצד שיפור ביכולת החברות לגייס חוב. ענף השירותים הפיננסיים רשם זינוק חד בהנפקות, והגיוס בסקטור זה (ברוטו) הסתכם השנה בכ-17 מיליארד ש"ח (בהשוואה ל-5 מיליארד ש"ח בשנה שעברה).

התפתחות המרווחים לאורך השנה תאמה את דפוסי הגיוס: בענפים יציבים נרשמה התכווצות מתונה של המרווחים, בעוד שבענפי נדל"ן ומימון חוץ-בנקאי (שירותים פיננסיים) המרווחים נותרו גבוהים, גם אם יציבים יחסית. התמונה הכוללת מצביעה על שוק חוץ-בנקאי פעיל מאוד, שבו איכות האשראי השתפרה בענפים חזקים, אך נותרה פגיעה בענפים ממונפים, כפי שמעידים המרווחים הגבוהים יותר. היקפי הגיוס הגבוהים - ובפרט העובדה שהפיננסיים והנדל"ן היו שני הענפים המרכזיים בהנפקות - משקפים שילוב של אמון המשקיעים בחברות חזקות מצד אחד, וצורך דחוק במחזור חוב מצד שני.

לסיכום, ההתפתחויות בשוק האשראי החוץ-בנקאי השנה משקפות תמונה מורכבת, שבה שיפור חלקי באיכות האשראי מתקיים לצד המשך סיכונים מהותיים, בעיקר בענפים ממונפים. שוק האג"ח הקונצרניות פעל בסביבה של ריבית גבוהה ותנודתיות בשוקי ההון, אך גם נהנה מהתמתנות מסוימת באינפלציה ומהתבססות הציפיות לשינוי כיוון במדיניות המוניטרית. חלק מההנפקות אמנם יועדו למיחזור של חוב, אך הסתכלות על ההנפקות נטו מעלה כי גם היקף ההנפקות לצורך הגדלת החוב הקונצרני היה גבוה במיוחד.

האשראי לענף הבינוי והנדל"ן – ריכוזיות המקורות והמינוף

ענף הבינוי והנדל"ן הפך בשנת 2025 לרכיב העיקרי של התרחבות האשראי העסקי במשק: כך לדוגמה, בין ספטמבר 2024 לספטמבר 2025 גדל סך האשראי העסקי במשק בכ-121 מיליארד ש"ח, ותרומתו של ענף הבינוי והנדל"ן לגידול הגיעה ל-50%, ול-66% בתקופה המקבילה אשתקד (לוח 2.3.2). הגידול באשראי לענף הבינוי והנדל"ן נשען על מקורות מימון מגוונים, הן בנקאיים והן חוץ-בנקאיים: האשראי הבנקאי המאזני לענף צמח בכ-40 מיליארד ש"ח ותרם כ-33% לגידול כלל החוב העסקי במשק שעמד על 212 מיליארדי ש"ח, בעוד שהנפקות אג"ח נטו של חברות בענף (בניכוי פירעונות) הסתכמו בכ-18.5 מיליארד ש"ח ותרמו כ-15% לגידול. גיוון מקורות המימון מעיד על נגישות טובה של החברות בענף לערוצי אשראי שונים, אך במקביל יוצר קשרים הדוקים בין המערכת הבנקאית לבין שוק ההון, כאשר שני הערוצים חשופים לאותם ענפים ולעיתים אף לאותן חברות.

לוח 2.3.2: השינוי בחוב לענף הבינוי והנדל"ן בישראל
(האשראי החדש)

המקור	השינוי השנתי 9/2024 מיליארדי ש"ח	השיעור מסך השינוי השנתי באשראי העסקי מכל המקורות	השינוי השנתי 9/2025 מיליארדי ש"ח	השיעור מסך השינוי השנתי באשראי העסקי מכל המקורות
ס"כ האשראי העסקי	65	100%	121	100%
ס"כ הבנייה והנדל"ן - מכל הערוצים	42.9	66%	60.5	50%
אשראי מאזני מהבנקים לענף הבינוי והנדל"ן	30	46%	40	33%
אשראי חוץ-בנקאי לענף הבינוי והנדל"ן	1.4	2%	2.1	2%
אג"ח של חברות ישראליות המונפקות בישראל (נטו - בנינוי פירעונות)*	11.5	18%	18.5	15%

*מתחילת השנה

ריכוזיות התרחבות האשראי בדגש על ענף אחד, הרגיש במיוחד לשינויים בשווי נכסים, בביקוש לדיר ונדל"ן מניב, ובעלויות מימון, מחייבת מעקב צמוד אחר מספר היבטים: מבנה המימון של החברות (היחס בין החוב להון העצמי), יכולת שירות החוב בסביבת ריבית גבוהה, והתפתחות ההכנסות התפעוליות של החברות בענף⁷¹.

האשראי הבנקאי לענף הבינוי והנדל"ן, שהסתכם ברבעון השלישי של 2025 בכ-355 מיליארד ש"ח (גידול של 12.6% ביחס לשנה הקודמת), מתאפיין בריכוזיות גבוהה ובחשיפה משמעותית למקטעים ממונפים. האשראי מתרכז בשני מקטעים עיקריים בגודל דומה: מימון נדל"ן מניב (כ-109 מיליארד ש"ח, כ-31% מהאשראי) ומימון רכישת קרקעות (כ-106 מיליארד ש"ח, כ-30%), המהווים יחד כ-60% מסך האשראי לענף. אחריהם מימון בנייה למגורים (כ-63 מיליארד ש"ח, כ-18%), ומימון בנייה של נדל"ן מניב (כ-21 מיליארד ש"ח, כ-6%) (לוח 2.3.3).

דפוסי הגידול בשנת 2025 מצביעים על התמקדות בפעילות בנייה. הגידול הבולט ביותר נרשם במימון בנייה למגורים – צמיחה שנתית של כ-34% – שמשקף שילוב של מספר גורמים: המשך ביקוש לדיר והתרחבות פרויקטים חדשים, לצד עלייה בצורכי המימון של הקבלנים עקב מבצעי מכירה בתשלומים נדחים (מבצעי "80-20") שהתרבו בשנה האחרונה. במבצעים אלה, הקבלנים מקבלים רק 20%

⁷¹ ניתוח זה מתבצע בהמשך הפרק על החברות הציבוריות והוא חשוב במיוחד נוכח העובדה שהענף מהווה מקור משמעותי לתעסוקה ולפעילות כלכלית במשק, כך שקשיים בו עשויים להשפיע על מעגלים רחבים יותר במשק.

מתמורת הדירה במועד החתימה והיתרה נדחית לשנה-שנתיים, מה שמחייב אותם לממן את השלמת הבנייה באמצעות אשראי בנקאי למשך תקופה ארוכה יותר⁷². גם במימון תשתיות נרשמה צמיחה גבוהה (16%), כמו גם במימון בנייה של נדל"ן מניב (19%) ובמימון נדל"ן מניב שבנייתו הושלמה (כ-11%). לעומת זאת, מימון רכישת קרקעות – אחד משני המקטעים הגדולים ביותר – צמח בקצב מתון יותר (6.4%), מה שמצביע על כך שהחברות ממשיכות לפתח פרויקטים קיימים יותר מאשר לרכוש קרקעות חדשות.⁷³

לוח 2.3.3: האשראי הבנקאי לענף הבינוי והנדל"ן בישראל (חמשת הקבוצות הבנקאיות הגדולות, מיליארדי ש"ח ואחוזים)

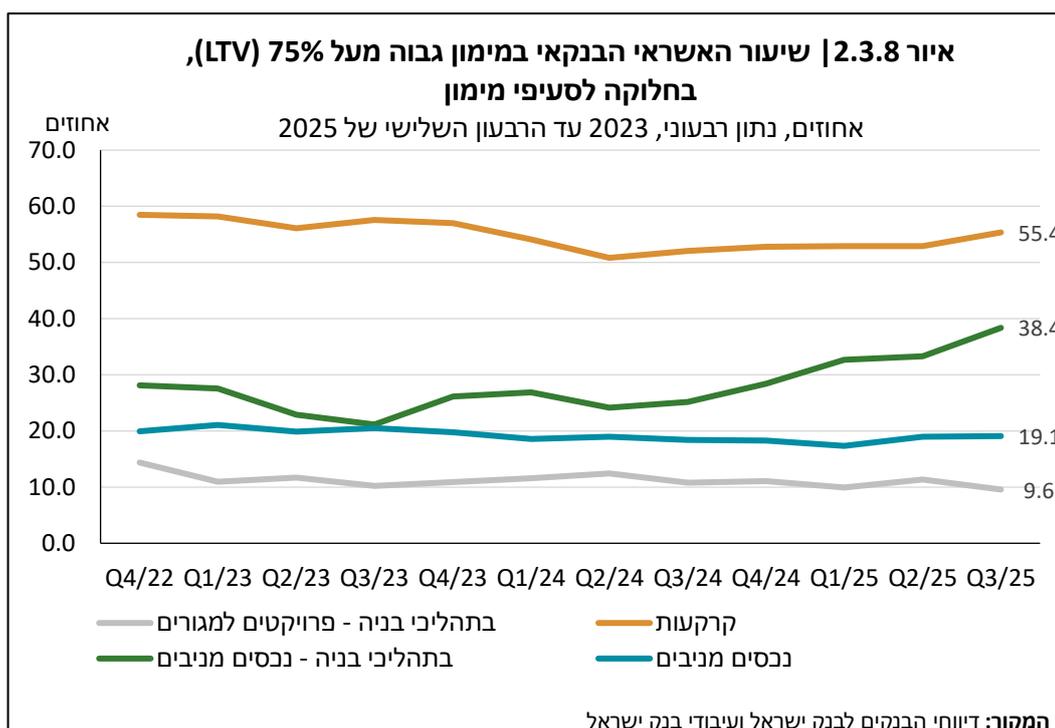
הסעיף	30.09.2023	30.09.2024	שיעור שינוי	30.09.2025	שיעור השינוי
ס"כ האשראי המאזני	285.7	315.7	+10.5%	355.4	+12.6%
מימון בנייה למגורים	33.7	47.1	+39.6%	63.1	+34.1%
מימון תשתיות	11.3	15.1	+34.0%	17.5	+16.0%
מימון רכישת קרקעות	98.5	100.1	+1.5%	106.4	+6.4%
מימון נדל"ן מניב	90.9	98.3	+8.1%	109.1	+10.9%
מימון בנייה של נדל"ן מניב	14.9	17.9	+19.8%	21.3	+19.1%
אשראי שאינו מיועד לנכס ספציפי	37.0	38.0	+2.7%	38.0	0.0%

איור 2.3.8 מציג את התפלגות תיק האשראי הבנקאי לענף הנדל"ן לפי רמת המינוף המאפיינת כל אחד מתתי-המגזרים בו. כל עמודה מייצגת את חלקו היחסי של האשראי שניתן ביחס הלוואה לשווי (LTV) הגבוה מ-75% - רף המוגדר כמינוף גבוה - מתוך סך האשראי המאזני באותו מקטע. הבחנה זו מאפשרת לזהות מוקדי רגישות מוגברת לירידה בערך הבטוחות או לזעזועים בעלויות המימון. ניתוח הנתונים מצביע על שונות משמעותית ברמות הסיכון והמינוף בין מקטעי הפעילות השונים בענף. מוקד תשומת הלב המרכזי עולה ממקטע מימון הקרקעות, שבו שיעור האשראי במינוף גבוה מעל 75% מהאשראי למימון הקרקעות נותר ברמה יציבה אך גבוהה מבחינה היסטורית, ועמד ברבעון השלישי של 2025 על כ-55%. רמת מינוף זו משקפת את מאפייני המימון של רכישת עתודות קרקע,

⁷² ביום 6 באפריל 2025 נכנסה לתוקפה הוראת שעה, שמטרתה לאזן בין הפחתת הסיכון הגובר מהשימוש במבצעי העידוד לבין המשך שימוש מבוקר בכלי זה בשוק הדיור. ההוראה מגבילה את שיעור המכירות שבהן התשלומים ליזם נדחים משמעותית. להרחבה ראו חוזר 2816, שעניינו הוראת שעה זו. בנוסף, ראו גם מכתב המפקח על הבנקים, אוקטובר 2024, בנושא "התפתחויות בענף הבנייה והנדל"ן".

⁷³ לקראת סוף השנה, בדומה לשנים האחרונות, חלה עלייה בשיווקי הקרקעות, מה שאמור להשתקף גם בשיעור גידול שנתי בהיקף המימון לרכישת קרקעות גבוה יותר. מנגד, חלק מהפרוייקטים הרשומים תחת סעיף זה עוברים לסעיף של מימון בנייה עם התחלת עבודות הבנייה כך שהשפעה נטו על היקף המימון של סעיף זה איננה ברורה.

שלעיתים מבוצעת בשיעורי מימון גבוהים בשלביה הראשוניים של הפעילות היזמית. התפתחות בולטת נוספת נרשמה במקטע הנדל"ן המניב בשלבי הקמה, שם נצפתה עלייה משמעותית בשיעור האשראי במינוף גבוה במקטע מימון זה מכ-25% ברבעון השלישי של 2024 לכ-38% ברבעון המקביל ב-2025. מגמה זו עשויה להעיד על עלייה בצורכי המימון של פרויקטים מורכבים ועל הארכת משך הבנייה, התפתחות המגדילה את חשיפת המערכת הבנקאית לשינויים בשווי הנכסים בתקופת ההבשלה של הפרויקט. לעומת זאת, במקטע הנדל"ן המניב שהושלם, רמת המינוף עומדת על כ-19% בלבד, מה שמעיד על פרופיל סיכון מתון יותר ברגע שהנכס מתחיל להניב תזרים מזומנים שוטף. בניגוד למגמות אלו, מקטע המימון לבנייה למגורים (ליווי פרויקטים) ממשיך להפגין חוסן יחסי, כאשר שיעור האשראי במינוף גבוה נותר נמוך ועמד על כ-10% בלבד בספטמבר 2025. נתון זה מצביע על כך שהמימון הישיר של בניית יחידות הדיור נעשה תוך שמירה על כריות הון מספקות, דפוס התורם ליציבות הכללית של תיק הנדל"ן הבנקאי. עם זאת, רמות ה-LTV הגבוהות במקטעי הקרקעות והנכסים בהקמה מחייבות המשך מעקב צמוד אחר שווי הבטוחות, שכן מינוף גבוה מגדיל את רגישות הלווים לירידות מחירים אפשריות בשוק.



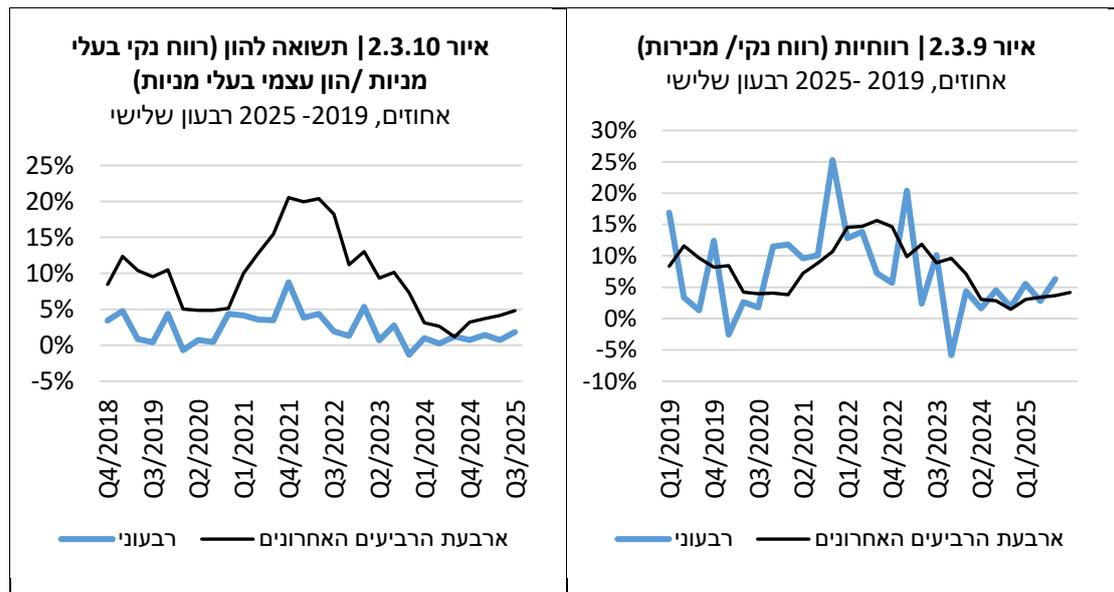
ענף הבינוי והנדל"ן – עמידות החברות הציבוריות

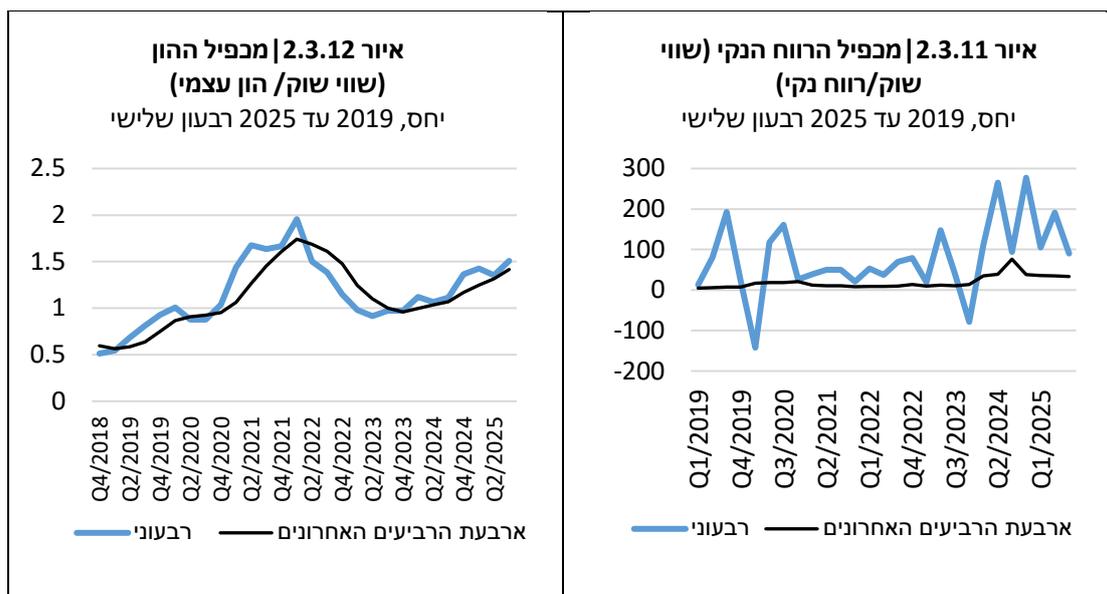
בחינת עמידות ענף הבינוי והנדל"ן מתבססת על ניתוח דוחות כספיים של החברות הציבוריות בענף, המהוות את השחקניות המרכזיות ומרכזות חלק ניכר מהאשראי המופנה אליו. הניתוח מתבסס על נתוני הרבעון השלישי של 2025 עבור כ-40 מהחברות הציבוריות, ומשקף בעיקר את מצבן של החברות הגדולות. צריך לזכור כי היעדר חובת פרסום דוחות כספיים מצד חברות פרטיות מגביל את

היכולת להעריך את מצבן של יתר החברות, גדולות בינוניות וקטנות, והיזמים העצמאיים, אשר פרופיל הסיכון שלהם, נגישותם למימון ויכולת ההתמודדות שלהם עם תנודתיות בשוק עשויים להיות שונים באופן מהותי מאלה של החברות הציבוריות.

הכנסות החברות הציבוריות בענף עלו בכ-11 אחוזים ברבעון השלישי של 2025, על אף האטה ניכרת בפעילות בשוק הדיור. העלייה מוסברת בשיטת ההכרה בהכנסה לפי תקן IFRS 15 המשקפת את התקדמות הבנייה בפרויקטים שנמכרו בשנים קודמות, ואינה מעידה בהכרח על המשך צמיחה עתידית.

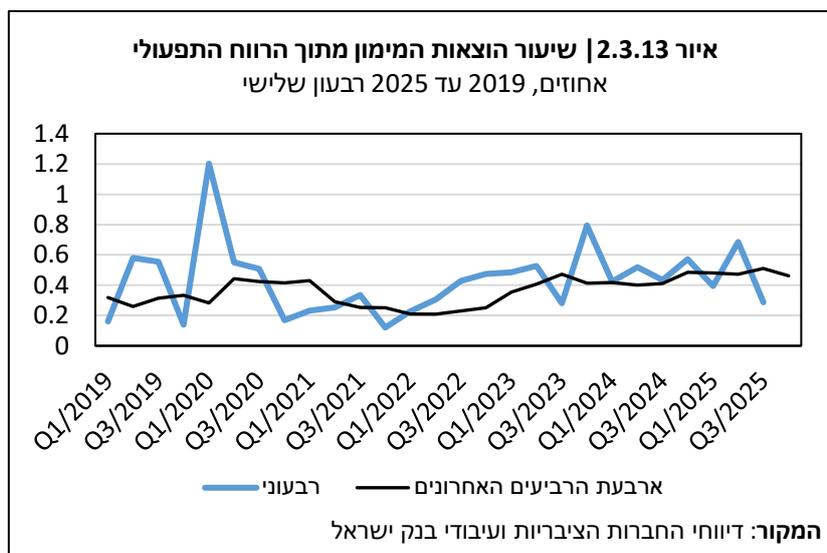
הרווחיות השתפרה (איור 2.3.9), כפי שבאה לידי ביטוי בעלייה בתשואה להון (איור 2.3.10) ובשיעור הרווח הנקי (איור 2.3.11), אך היא נובעת מפרויקטים שנחתמו בתנאים נוחים יותר בשנים של ביקוש גבוה. פרויקטים חדשים עשויים להניב רווחיות נמוכה יותר בשל עלויות מימון ובנייה גבוהות יותר וביקוש מתון. אמון המשקיעים בענף נותר יציב, כפי שמשתקף במכפילי ההון הגבוהים מ-1.0 (איור 2.3.12), המעידים על הערכת שוק חיובית ליכולת החברות לשמור על ערכן גם בסביבה מאקרו-כלכלית מאתגרת.



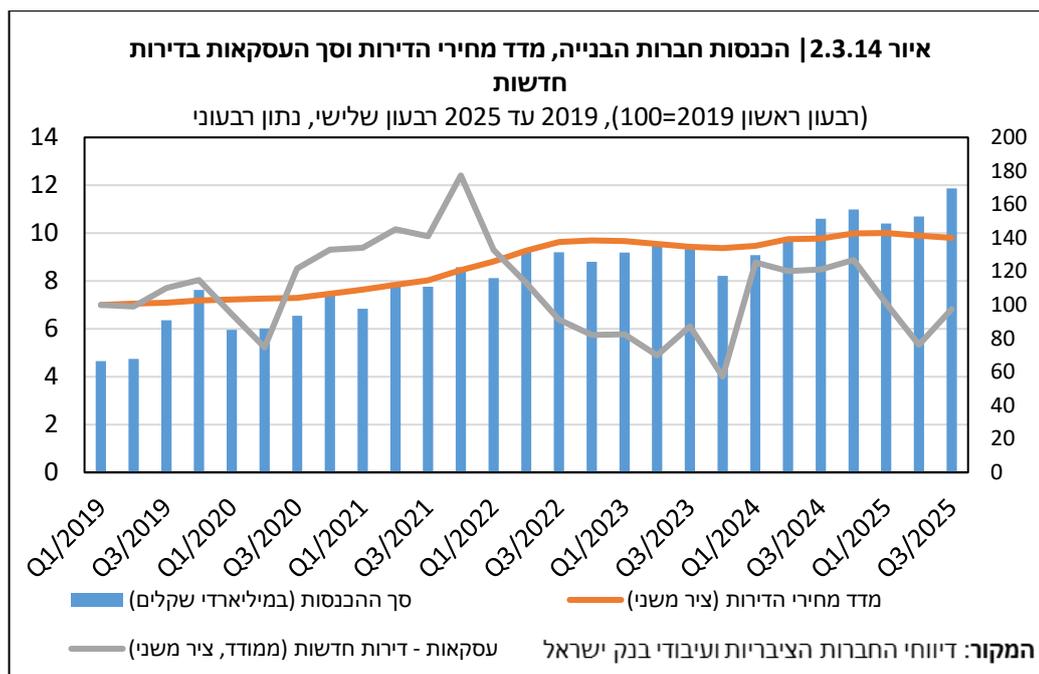


המקור: דוחות כספיים של החברות הציבוריות ועיבודי בנק ישראל

יחס כיסוי הריבית השתפר ברבעון הנבחן (Q3), בעקבות עלייה ברווח התפעולי וירידה בהוצאות המימון, דבר המעיד על יציבות תזרימית ויכולת שירות חוב נאותה גם בסביבת ריבית גבוהה (איור 2.3.13).

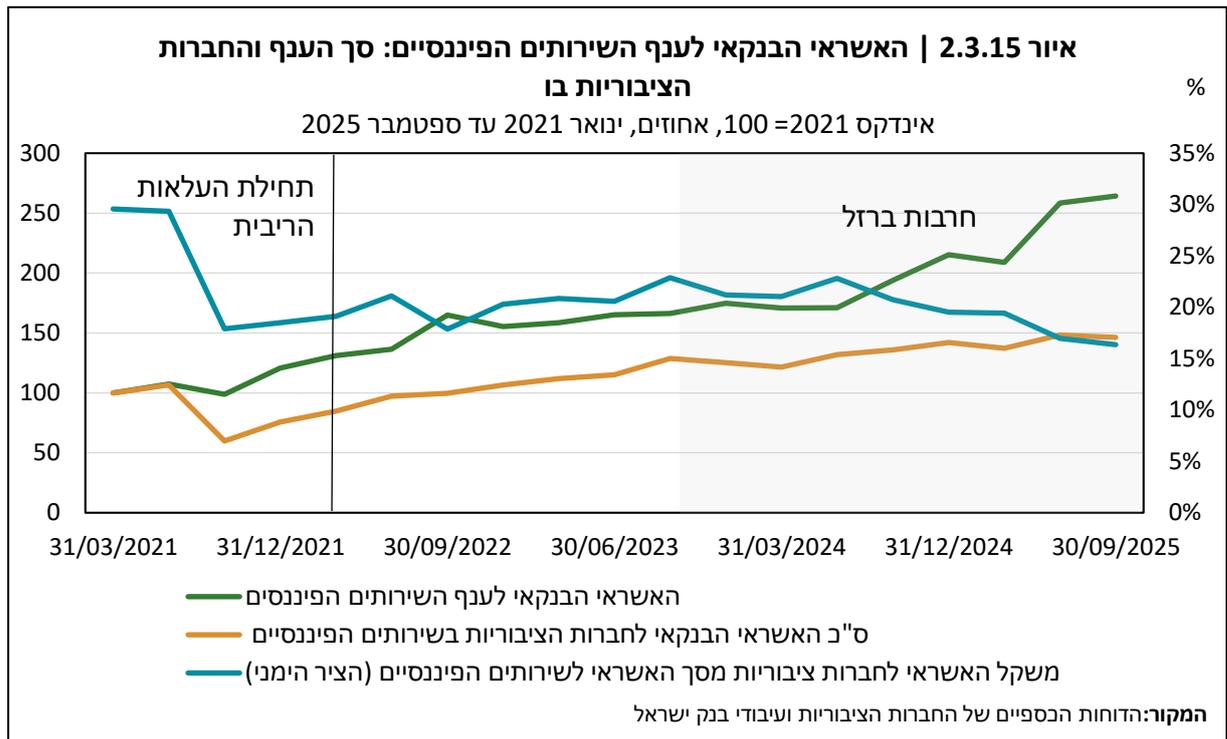


עם זאת, רמת המינוף בענף נותרה גבוהה, במיוחד במימון קרקעות ונכסים בהקמה, מה שמגביר את הרגישות לשינויים בשווי נכסים ובעלויות המימון. ריכוזיות האשראי הגבוהה לענף - המהווה חלק משמעותי מהחוב העסקי במשק - מחייבת המשך מעקב אחר חשיפת המערכת הפיננסית לסיכונים אלה. (איור 2.3.14).



האשראי לענף השירותים הפיננסיים

התפתחות מרכזית נוספת שנרשמה במהלך השנה היא גידול באשראי לענף השירותים הפיננסיים שנשען על שני רכיבים עיקריים - האשראי לגופים חוץ-בנקאיים העוסקים במתן אשראי, והאשראי לגופים פיננסיים לצורך, למשל, השאלת ניירות ערך, הבטחת פעילותם בנגזרים פיננסיים ופעילויות נוספות, אשר לרוב מגובות בביטחונות מלאים. נכון לדצמבר 2025, האשראי הבנקאי לענף זה עומד על כ-212 מיליארד ש"ח, המהווים כ-22% מסך האשראי העסקי הבנקאי. בעוד שבשנים האחרונות ניכרת יציבות יחסית בחשיפה הבנקאית הישירה לענף, הרכבו הפנימי מצביע על שינוי מבני. בחינת התפלגות הלווים מעלה כי חלקן של החברות הציבוריות בתיק האשראי לענף נותר משני, כאשר עיקר החשיפה מופנה כיום לחברות שאינן ציבוריות. אולם, כמחצית מהעלייה ביתרה מיוחסת כאמור למימון פעילויות בשוק ההון (כפי שמשקף בפירוט באיור 2.3.15).

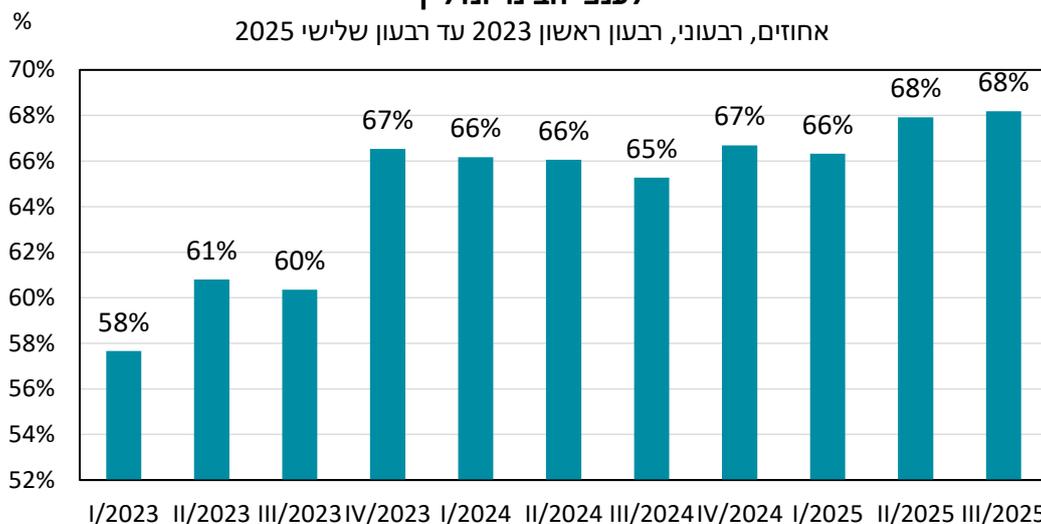


במקביל ליציבות בתיק הבנקאי, בשנת 2025 נמשכה מגמת הצמיחה המהירה בפעילותם של הגופים החוץ-בנקאיים. ניתוח הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות במגזר זה מעלה כי יתרת האשראי צמחה בכ-17% במהלך השנה והגיעה לכ-25.4 מיליארדי ש"ח ברבעון השלישי. מבנה המימון של גופים אלו נותר מוטה באופן מובהק למערכת הבנקאית, המהווה כ-63% ממקורות המימון שלהם.

הסיכון בערוץ אשראי זה נובע מהריכוזיות הענפית הגבוהה: כ-68% מסך האשראי החוץ-בנקאי מופנה לענפי הבינוי והנדל"ן (איור 2.3.16). הנתונים חושפים את קיומו של "מינוף כפול": הבנקים מממנים את הגופים החוץ-בנקאיים, אשר בתורם מממנים יזמי נדל"ן - לעיתים כאלו שפרופיל הסיכון שלהם אינו מאפשר מימון בנקאי ישיר. שרשרת מימונית זו יוצרת ערוץ תמסורת נוסף בין ההתפתחויות בשוק הנדל"ן למערכת הבנקאית.

איור 2.3.16 | שיעור החשיפה של חברות אשראי חוץ בנקאי לענפי הבינוי ונדל"ן

אחוזים, רבעוני, רבעון ראשון 2023 עד רבעון שלישי 2025



המקור: הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות ועיבודי בנק ישראל

פערי הריבית בין האשראי הבנקאי לחוץ-בנקאי משקפים את השונות בפרופיל הסיכון של הלווים: בעוד שריבית האשראי הבנקאי לעסקים נעה סביב 6.3%-7.4%, האשראי החוץ-בנקאי מתמחר בשיעורים גבוהים משמעותית של 5%-20%, וכ-16% מהזרם החדש ניתן בריביות העולות על 20%. פערים אלו נובעים, בין היתר, מכך שחלק מהאשראי העסקי החוץ-בנקאי אינו כפוף למגבלות "חוק אשראי הוגן".

הזיקה המבנית שבה המערכת הבנקאית משמשת כספק הנזילות המרכזי של הגופים החוץ-בנקאיים יוצרת ערוץ הדבקה פוטנציאלי: במקרה של הרעה בתנאי השוק בענף הנדל"ן, הלחץ על הגופים החוץ-בנקאיים עלול להתגלגל חזרה למאזני הבנקים דרך פגיעה באיכות האשראי שניתן למגזר השירותים הפיננסיים כולו.

האשראי העסקי האחר

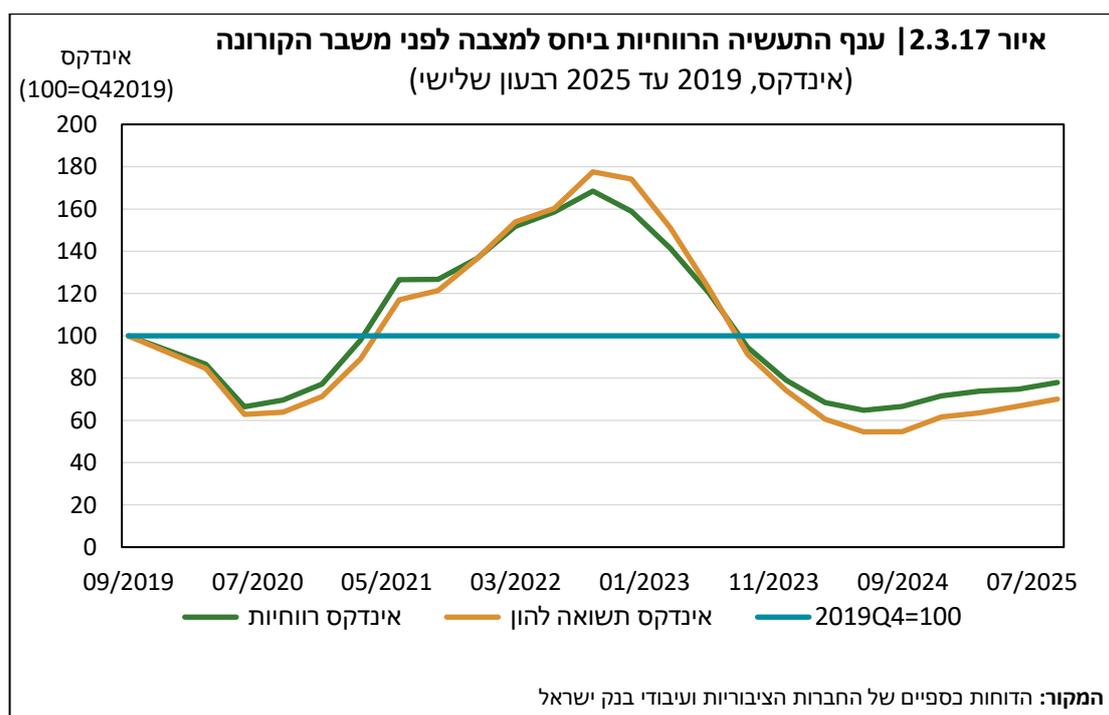
במקביל להתרחבות המואצת בענפי הנדל"ן והשירותים הפיננסיים, האשראי ליתר ענפי המשק ("העסקי האחר") הציג צמיחה מתונה יותר - בשיעור שנתי של כ-8%. רכיב חוב זה, המורכב בעיקרו מענפי המסחר, התעשייה והחרושת, מהווה כ-19% מכלל החוב העסקי. ניתוח הדוחות הכספיים של החברות המשתייכות לענפים אלו משקף תמונה של התייצבות כללית בפעילות העסקית לאחר תקופה ממושכת של לחימה, לצד התמודדות מתמשכת עם אתגרי נזילות ותזרים, בפרט בענפים המאופיינים ברמות מלאי גבוהות ובהיקפי אשראי לקוחות משמעותיים.

נתוני הדוחות הכספיים החל משנת 2024 ועד לרבעון השלישי של 2025 מצביעים על התאוששות הדרגתית, המובלת על ידי ענפי הקמעונאות והתעשייה.

מגזר הקמעונאות: בענף זה ניכר שיפור עקבי במדדי הרווחיות ובמכפילי השווי, לאחר שחיקה משמעותית בשנים 2022–2023. החברות במגזר נהנות מהתאוששות בביקוש המקומי, מהתייצבות ברמות המחירים וממגמת ירידה הדרגתית בעלויות המימון. שיעור הרווח הגולמי הציג עלייה הדרגתית לאורך השנה, וברבעון השלישי של 2025 התכנס לרמה של כ-35.8% – רמה הדומה לזו שנרשמה ערב משבר הקורונה. לצד עלייה חדה של כ-51% ברווחיות הנקייה ושיפור במבנה ההון (ירידה של כ-7% ביחס המינוף), נרשמה עלייה של כ-26% במספר ימי המלאי, נתון המעיד על אתגרים תפעוליים בניהול המלאים בסביבה הנוכחית.

מגזר הסיטונאות (ללא יבואני רכב): במגזר זה ניכרת הכבדה בניהול ההון החוזר, הבאה לידי ביטוי בגידול במספר ימי המלאי וימי הלקוחות. מגמה זו מרמזת על האטה בקצב מימוש המלאים ועל התרחבות האשראי המסחרי הניתן ללקוחות. חרף זאת, שיעורי הרווחיות נותרו יציבים ברמה של 4%–4.5% והיחס השוטף נשמר מעל רמה של 2, נתון המעיד על חוסן נזילתי מספק.

מגזר התעשייה: חברות התעשייה הציגו יציבות בשולי הרווח הגולמי ומגמת ירידה ביחס המינוף (התחייבויות לנכסים), עובדה המצביעה על שיפור במבנה ההון והפחתת רמת הסיכון הפיננסי. עם זאת, רמת הרווחיות הכוללת במגזר עדיין נמוכה מרמות הבסיס של שנת 2019. פער זה נובע בעיקר מעלויות תשומות גבוהות (אנרגיה וחומרי גלם) ומהאטה מסוימת בביקוש בשוקי היצוא, כפי שמשקף במגמות המוצגות באיור 2.3.17.



העסקים הקטנים והזעירים

בעוד שהניתוח בפרקים הקודמים התבסס על דוחות כספיים של החברות הציבוריות, המייצגות את מגזר העסקים הגדולים, בחינת עמידותם של העסקים הקטנים, הבינוניים והזעירים (SMEs) מחייבת הסתמכות על מקורות מידע חלופיים, שכן לרובם אין דוחות כספיים נגישים לציבור. לצורך כך נעשה שימוש בנתוני הממונה על מאגר נתוני האשראי, המאפשרים בחינה שוטפת של התנהגות החייבים ושל התפתחות תיקי האשראי בפועל.

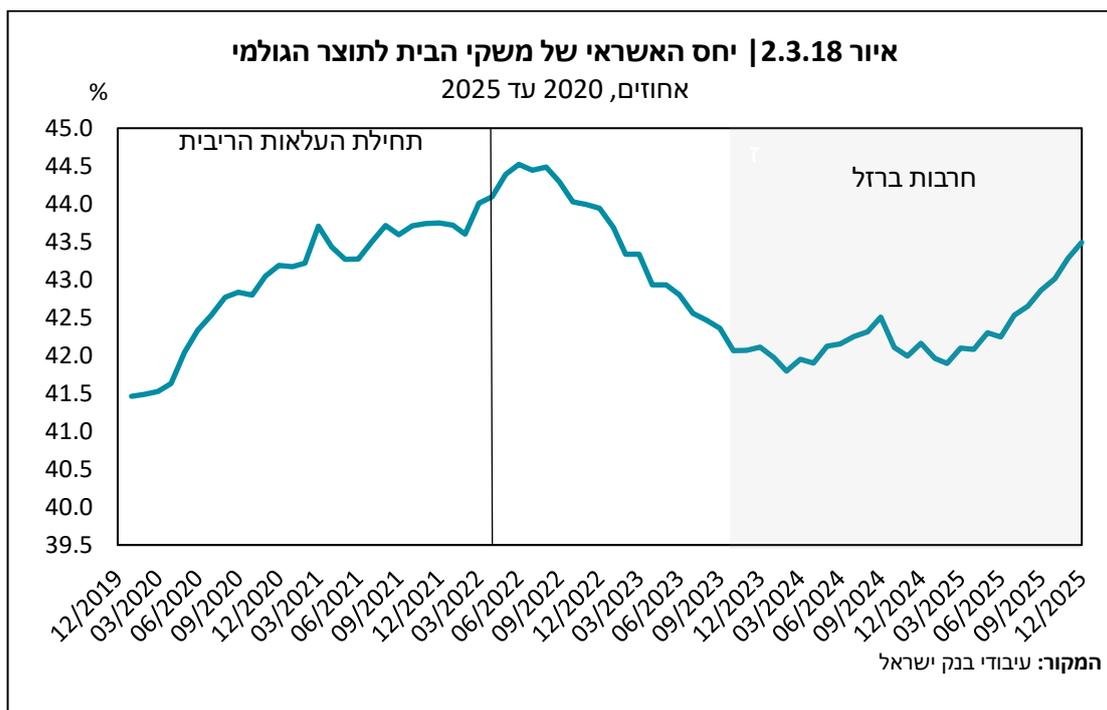
מנתוני המאגר עולה (להרחבה ראו תיבה ג') כי חרף הסביבה המאקרו-כלכלית המתגרת, מספר הפרטים והעוסקים המורשים המצויים בהליכי הוצאה לפועל או חדלות פירעון נותר יציב בשנים האחרונות. יציבות זו מעידה על חוסן יחסי של המגזר. עוד עולה מהניתוח שעוסקים מורשים נוטים להיקלע להליכי חדלות פירעון בשיעור גבוה יותר מפרטים שאינם עוסקים. ממצא זה משקף רמת סיכון פיננסית גבוהה יותר ורגישות מוגברת לזעזועים תזרימיים בקרב עסקים קטנים בהשוואה למשקי בית.

פערי הסיכון באים לידי ביטוי גם בתמחור האשראי: הנתונים המדווחים לבנק ישראל על ידי הגופים מצביעים על כך ששיעורי הריבית על עסקים קטנים וזעירים גבוהים מאלו של העסקים הגדולים, הן במערכת הבנקאית והן בערוצי המימון החוץ-בנקאיים. פער זה משקף את פרמיית הסיכון הגבוהה המיוחסת למגזר, הנובעת מתלותו בתזרים השוטף, ממבנה פיננסי מצומצם ומנגישות מוגבלת למקורות מימון מגוונים.

לסיכום, היציבות היחסית בהיקף החייבים החדשים ושיעורי הפיגור הנמוכים בראייה היסטורית, מעידים על חוסנו של מגזר העסקים הקטנים והזעירים ועל יכולת העמידה שלו אל מול תנאי המאקרו המאתגרים. המשך זמינות האשראי למגזר זה מצד המערכת הפיננסית, תוך שמירה על סטנדרטים גבוהים של חיתום מבוסס נתונים, מהווה נדבך חשוב בשמירה על היציבות הפיננסית של המשק גם בעת הנוכחית.

האשראי למשקי הבית

התפתחות תיקי האשראי של מגזר משקי הבית במהלך שנת 2025, ובפרט בנתוני הקצה של הרבעון האחרון, משקפת תמונה של התאוששות בביקוש. בראייה שנתית, יתרת החוב הכוללת של משקי הבית הוסיפה להתרחב והגיעה בדצמבר 2025 לרמה של כ-903 מיליארדי ש"ח – נתון המבטא קצב צמיחה שנתי של 6.7%. התפתחות זו תרמה לעלייה מתונה ועקבית ביחס החוב לתוצר הנומינלי, אשר נאמד בסוף התקופה הנסקרת בכ-43.5% (איור 2.3.18), בדומה לרמתו טרם מגפת הקורונה, ועדיין נמוך מרמתו ערב המלחמה.

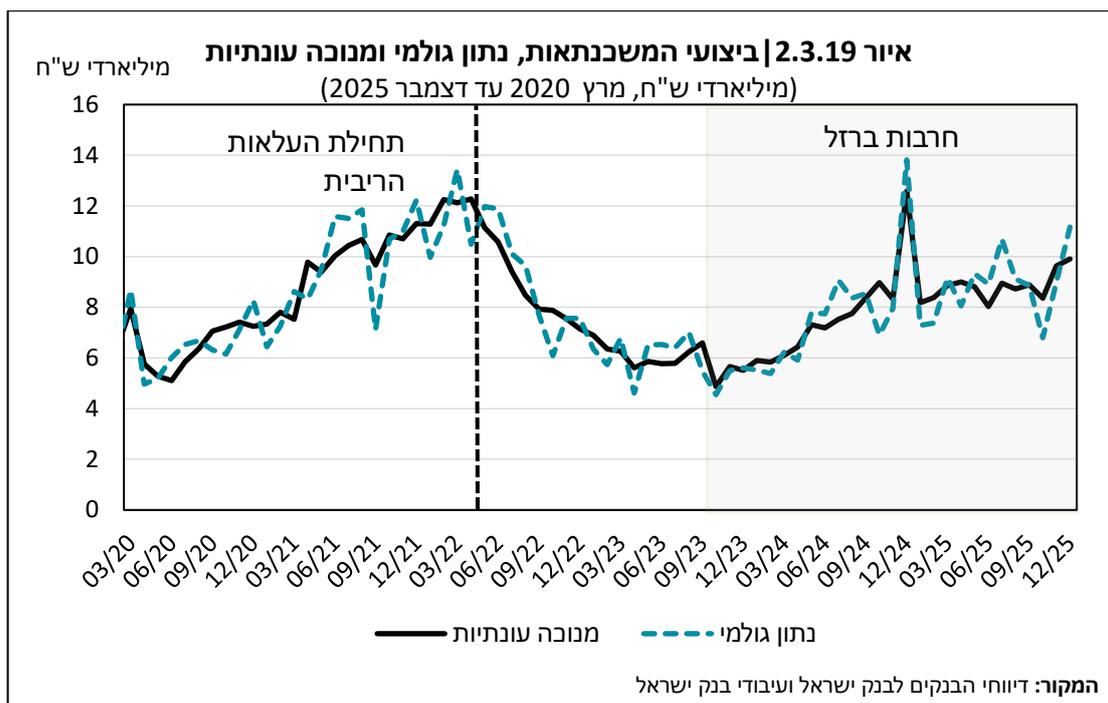


בחינת המבנה הפנימי של החוב מעלה כי האשראי לדיור (משכנתאות) מוסיף להיות העוגן של תיק החוב, עם משקל של כ-72% מסך היתרה בשלוש השנים האחרונות. המערכת הבנקאית שומרת על דומיננטיות כמעט מוחלטת באפיק זה, ומחזיקה בכ-96% מהחוב לדיור ובכ-89% מכלל האשראי המופנה למגזר משקי הבית.

אשראי לדיור - המשכנתאות

בחינת הדינמיקה בשוק המשכנתאות במהלך 2025 מצביעה על התאוששות ניכרת בפעילות לקראת סוף השנה, לאחר ירידה בחודשים אוגוסט-אוקטובר. בדצמבר עלה היקף ההלוואות החדשות לדיור לרמה של 9.9 מיליארד ש"ח (מנוכה עונתיות) - הגבוהה ביותר שנרשמה במהלך השנה (איור 2.3.19).

ביצועי המשכנתאות משקפים במידה רבה עסקאות שנחתמו בחודשים קודמים, לאור הפיגור של מספר חודשים בין מועד החתימה על עסקת הרכישה לבין משיכת ההלוואה בפועל (לפירוט תרומתם של ביצועים משנים קודמות ראה גם פרק ד' דוח בנק ישראל, סעיף אשראי לדיור). התאוששות הביצועים מיוחסת לשילוב של דעיכת השפעת הלחימה על הביקושים ומהתגברות הציפיות בקרב משקי הבית לשינוי בתוואי הריבית העתידית, הבא לידי ביטוי בדומיננטיות בביצועים בריבית משתנה.



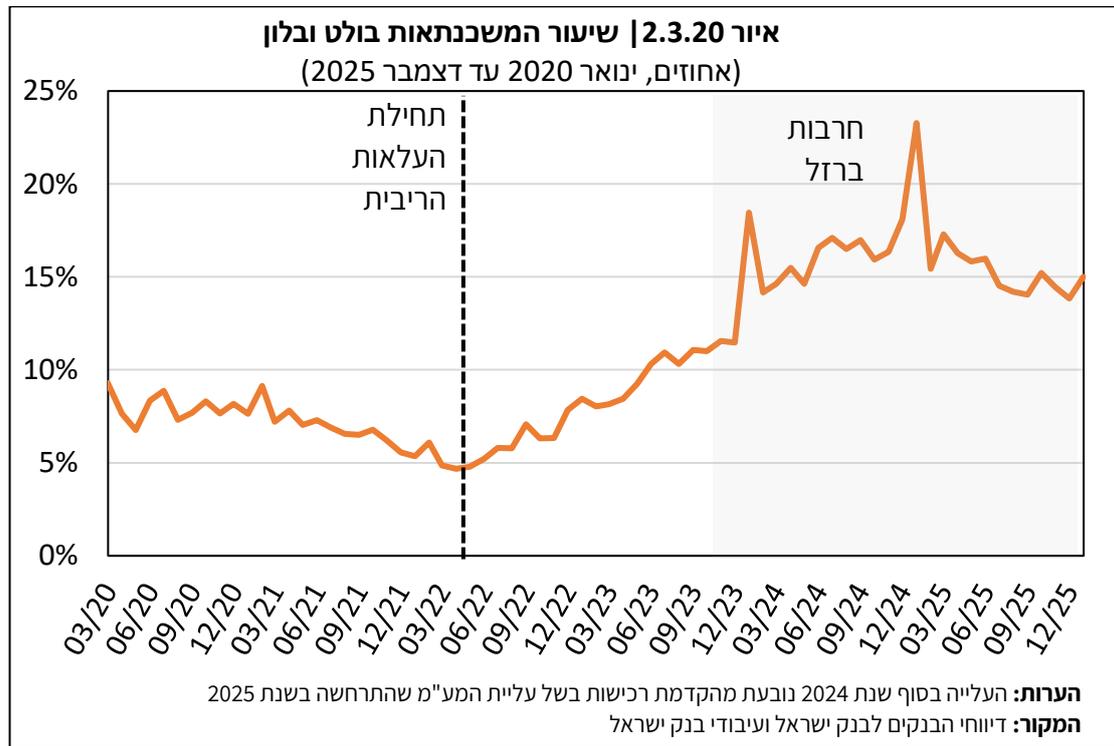
הגידול בהיקף ביצועי המשכנתאות משקף בעיקר מעלייה חדה במספר העסקאות החדשות בכל פלחי השוק. מספר ההלוואות למטרות מגורים עלה בדצמבר בכ-21% (מ-8,136 ל-9,919), ומספר ההלוואות למטרות השקעה גדל בכ-35% (מ-642 ל-871). במקביל, גובה המשכנתא הממוצעת הכללית ירד במתינות - מ-1.06 מיליון ש"ח בחודש ספטמבר ל-1.035 מיליון ש"ח בחודש דצמבר - מגמה התואמת את ירידת מחירי הדירות שנרשמה בחודשים שקדמו לכך.

עם זאת, ניתוח מפורט לפי מטרת הרכישה מצביע על שונות משמעותית: המשכנתא הממוצעת למגורים עלתה לאורך השנה רק בכ-8% והגיעה לכ-1,017 אלף ש"ח בדצמבר, בעוד שבמגזר המשקיעים נרשמה עלייה של כ-23%, מרמה של כ-1.0 מיליון ש"ח בתחילת השנה לכ-1.24 מיליון ש"ח בדצמבר. נתונים אלו עשויים להעיד על שינוי מגמה בקרב משקיעים, אשר לאחר תקופה ממושכת של המתנה על רקע אי-ודאות מקרו-כלכלית וביטחונית, החלו לשוב בהדרגה לפעילות בשוק הדיור.

השפעת הצעדים הרגולטוריים ושינוי תמהיל המשכנתאות

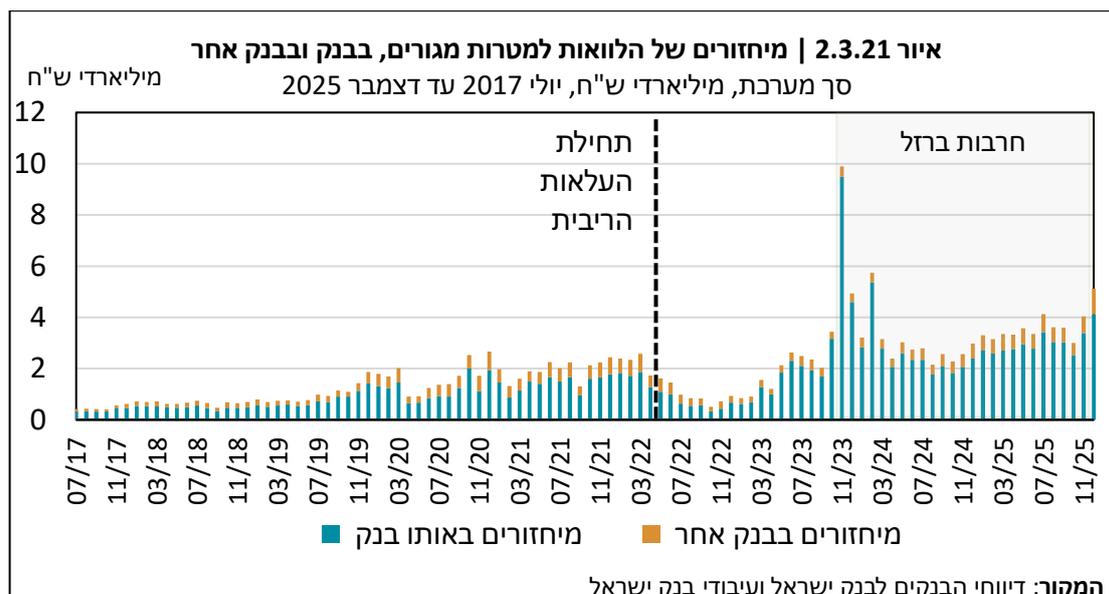
היבט משמעותי נוסף בהתפתחות שוק האשראי לדיור בשנת 2025 נוגע להשפעת הצעדים הרגולטוריים על מבנה המוצרים אשר תרמו להתמתנות בביצועים החדשים ברבעון השלישי של השנה. בעקבות הנחיות הפיקוח על הבנקים מחודש מרץ 2025, שהגבילו את שיעור הביצוע של הלוואות "בולט" ו"בלון" בסבסוד קבלן ל-10% מהביצועים הרבעוניים, נרשמה ירידה עקבית בשימוש במכשירים אלו (איור 2.3.20). שיעור הלוואות הבולט/בלון, שעמד על כ-23% מהביצועים בתחילת השנה, ירד לכ-15% בדצמבר, כאשר הפער מהמגבלה הרגולטורית מוסבר בעיקר בביקוש הקשיח

למכשירי מימון גמישים עבור משפרי דיור – ובראשם הלוואות גישור, שאינן כפופות למגבלה וממשיכות לשמש כלי מרכזי בתקופת המעבר בין מכירת נכס קיים לרכישת נכס חדש.



במקביל, פעילות מחזורי המשכנתאות היוותה רכיב מרכזי בשוק האשראי לדיור לאורך השנה. לאחר ירידה בהיקפי המחזור בחודשים אוגוסט-אוקטובר, נרשמה בדצמבר עלייה בפעילות (ביצועים) ביחס לחודש ספטמבר של השנה, הן במחזורים פנימיים (19%) והן במעבר בין מוסדות בנקאיים (10%), איור 2.3.21.⁷⁴

⁷⁴ דחיות בעקבות המלחמה לתקופה של מעל 3 חודשים דווחו כמחזורים.

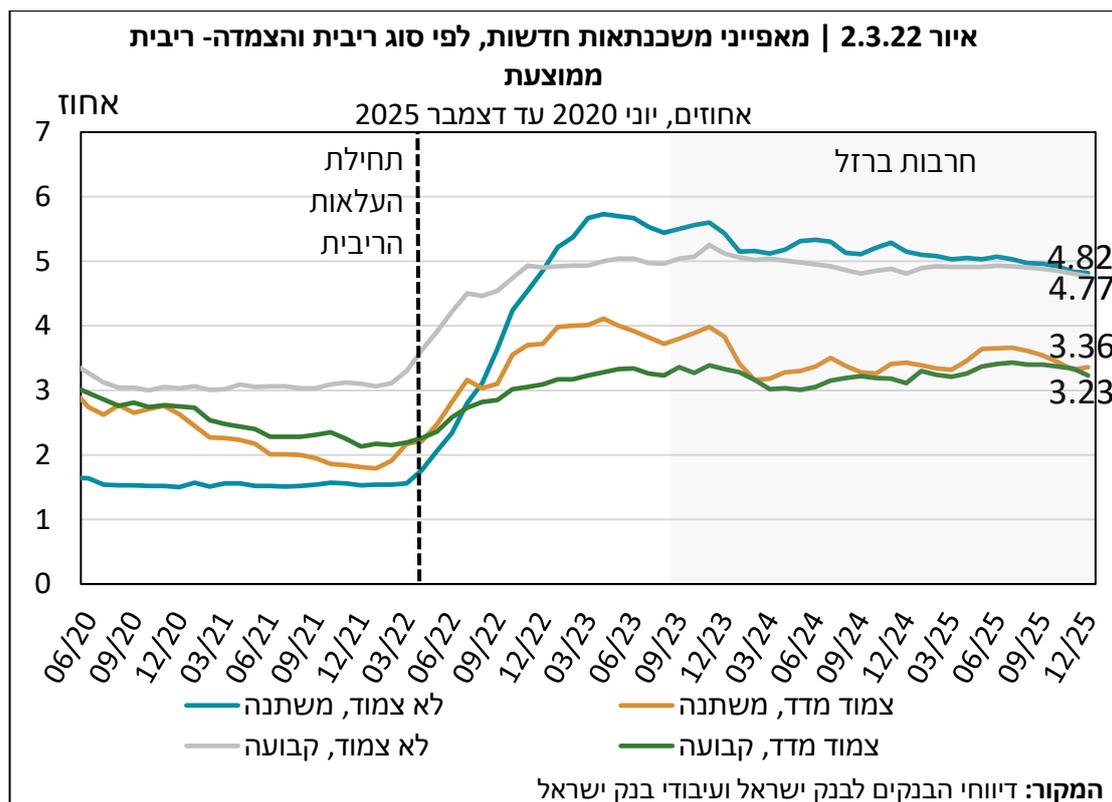


המגמה הזו נובעת מכמה סיבות: לווים שהריבית על הלוואה שלהם עודכנה במהלך השנה בדקו מחדש את תנאי הלוואה, בין השאר בגלל שהמרווחים מעל ריבית הבסיס ירדו לעומת הזמן שבו קיבלו את הלוואה במקור. לצד שיקולי עלות המימון, חלק מהלווים ביקשו לבצע פריסה מחודשת של החוב כדי להקל על הנטל החודשי בסביבת הריבית הנוכחית. בנוסף, הקלות תפעוליות – ובכללן הרפורמה בתחום הניוד הדיגיטלי – תרמו לצמצום חסמי המעבר בין בנקים ולעידוד לווים לשפר את תנאי האשראי שלהם לאורך השנה.⁷⁵

מסלולי הריבית וניהול סיכונים מצד הלווים

בחינת התפלגות מסלולי הריבית כפי שמפורט בפרק ד' לדוח בנק ישראל לשנת 2025 מעלה כי המסלול הלא-צמוד המשתנה ממשיך להוות את הרכיב הדומיננטי בביצועים החדשים. ניתוח מעמיק חושף כי בכמחצית מתיק זה הריבית משתנה מדי שנה עד שנתיים, וברבע ממנו היא משתנה כל שנתיים עד חמש שנים (איור 2.3.22).

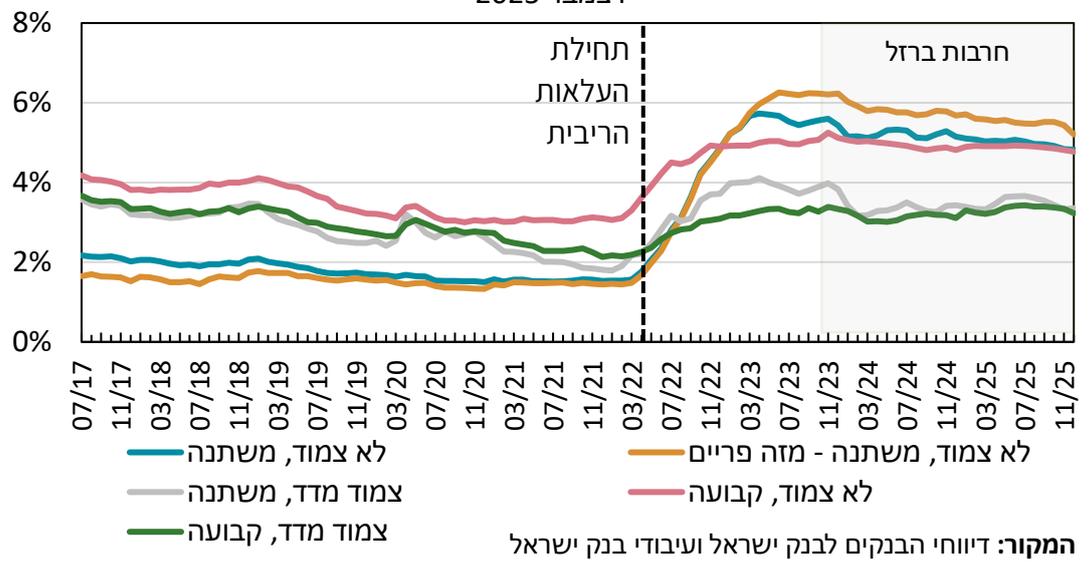
⁷⁵ לפירוט נוסף ראה גם תיבה ד-1 בדוח בנק ישראל – מחזורים באשראי לדויר – סיבות, מגמות ומאפייני לווים.



נתון מרכזי נוסף הוא היציבות היחסית בחלקן של המשכנתאות במסלול הפריים (לאחר ירידה חדה בחלקן מאז תחילת העלאות הריבית), ששמר על שיעור של כ-10% מהביצועים החדשים. יציבות זו מעידה על ניהול סיכונים שמרני מצד הלווים ועל ציפיות מתונות לירידה ניכרת בריבית בטווח הקצר. במקביל, נרשמה ירידה קלה בריביות הממוצעות בכל המסלולים לאורך הרבעון האחרון של השנה, מה שהקל במעט על עלויות המימון עבור נוטלי המשכנתאות החדשים (איור 2.3.23).

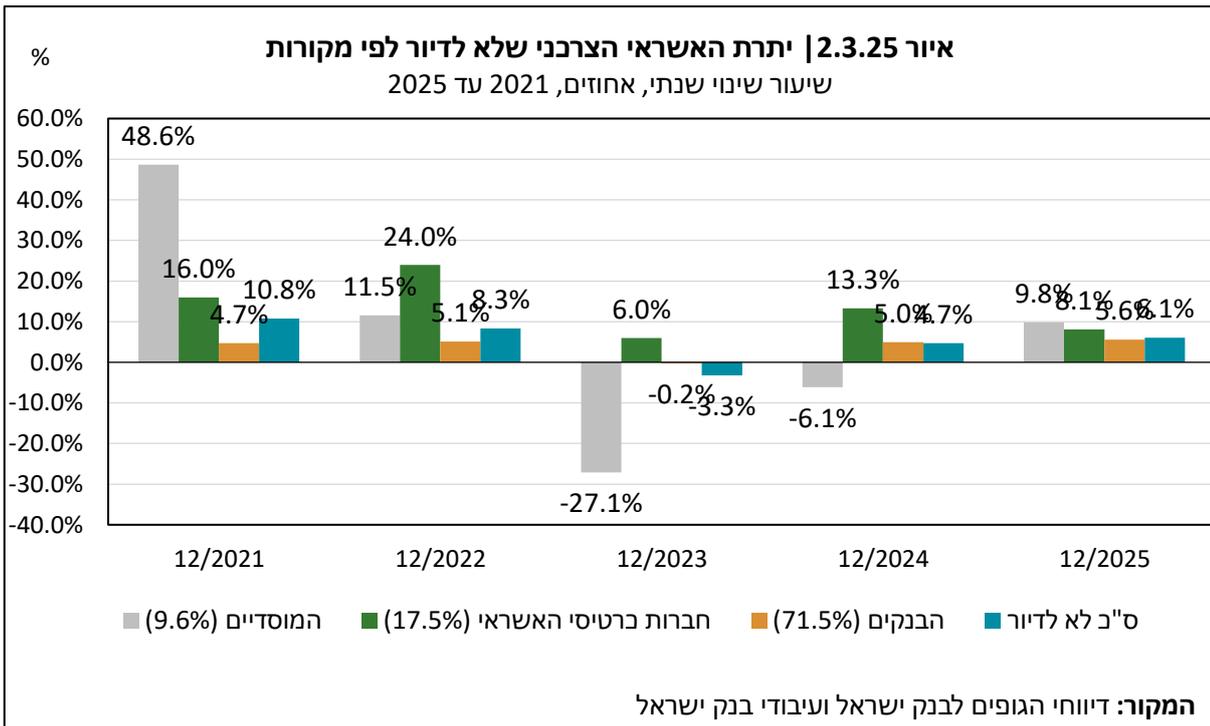
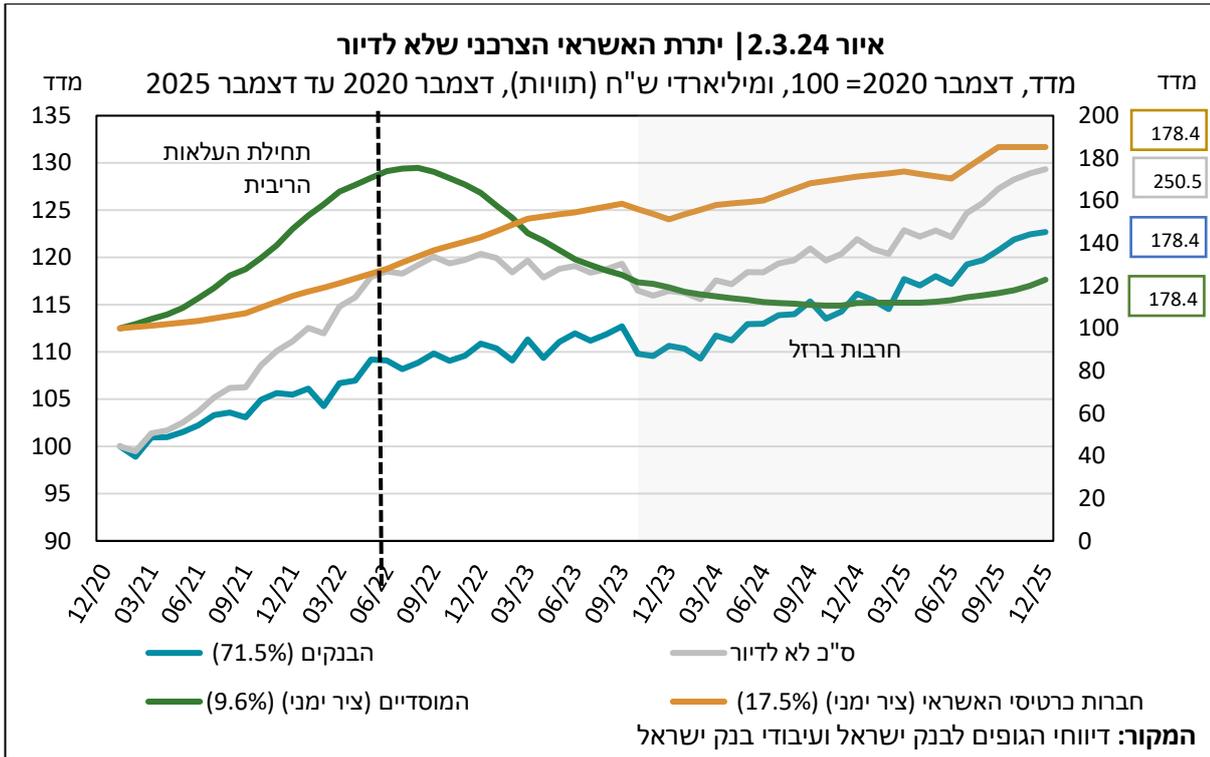
איור 2.3.23 | ריבית ממוצעת על הלוואות למטרות מגורים לפי מגזר הצמדה וסוג ריבית

חודשי, סך המערכת הבנקאית, ביצועים חדשים, אחוזים, יולי 2017 עד
דצמבר 2025



התפתחות מקורות האשראי

אחד הממצאים הבולטים בניתוח שנת 2025 הוא שינוי הדינמי בתמהיל מקורות האשראי הצרכני, המעיד על התרחקות הדרגתית מההגמוניה המסורתית של המערכת הבנקאית ועל מעבר למערכת פיננסית מגוונת ותחרותית יותר (איורים 2.3.24 ו-2.3.25). האשראי הצרכני הכולל (שאינו לדיור) רשם צמיחה שנתית מואצת של כ- 6.1% לעומת 4.5% בשנת 2024. בחינת מקורות הצמיחה מצביעה על תרומה רחבה מכלל ערוצי המערכת הפיננסית ועל שינוי מגמה בחלקם. המערכת הבנקאית ממשיכה להוות החלק הארי של השוק עם נתח של כ-70% וצמיחה שנתית של 5.6% נכון לחודש דצמבר.



שנת 2025 התאפיינה בהתרחבות ניכרת של פעילות חברות כרטיסי האשראי 8.1%, שמשקלן הגיע לכ-17.5% מהשוק. מגמה זו משקפת את יכולתן להציע אשראי מהיר ונגיש בנקודות המכירה, תוך ניצול יתרונות טכנולוגיים ודיגיטליים, במיוחד על רקע התאוששות הצריכה לאחר תקופות הלחימה. במקביל, הגופים המוסדיים - קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח - חזרו לפעילות משמעותית בשוק האשראי הצרכני, ותיק ההלוואות שלהם, המהווה כ-10% מהשוק (כ-24 מיליארד ש"ח), צמח בכ-9.8% בשנה האחרונה. מדובר בשינוי מגמה מהותי לאחר תקופה ממושכת של התכווצות מאז תחילת העלאות הריבית ב-2022. גם חברות האשראי החוץ-בנקאיות הציבוריות הציגו צמיחה מהירה במיוחד, בשיעור שנתי של כ-16.4%, אך משקלן באשראי למשקי הבית עדיין עומד על כ-1% בלבד. מכלול ההתפתחויות מצביע על תהליך של גיוון במקורות המימון. התפתחויות אלה מעצבות סביבה תחרותית מורכבת המחייבת ניטור רציף של איכות החיתום ותמחור הסיכונים בשוק.

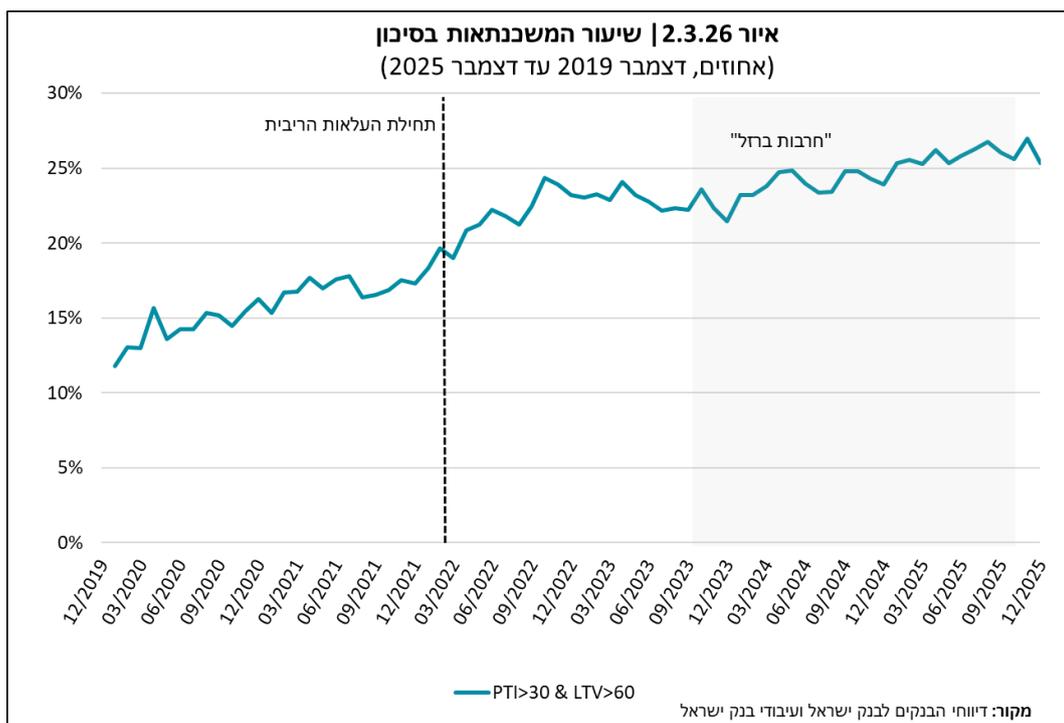
איכות האשראי וחוסן משקי הבית

הערכת החוסן הפיננסי של מגזר משקי הבית בשנת 2025 מלמדת על עמידות גבוהה של הלווים, תוך שמירה על איכות תיק איתנה ויכולת שירות חוב יציבה. חוסן זה, המשתקף בשיעורי פיגור נמוכים במיוחד בהשוואה בינלאומית, הוא תוצאה של מדיניות חיתום שמרנית הנסמכת על הכלים המקרו-יציבותיים של בנק ישראל. לצד זאת, באשראי הצרכני (שלא לדיור) נצפית שונות באיכות האשראי בין המערכת הבנקאית לערוצים החוץ-בנקאיים, מגמה המבליטה את מוקדי הרגישות בקרב אוכלוסיות ללא נכסים.

האשראי לדיור

תיק האשראי לדיור בישראל מאופיין בשמרנות בולטת בהשוואה בינלאומית, הן בהיבט של מבנה ההלוואה והן בהיבט של חוקיות המימוש. בניגוד למדינות רבות ב-OECD, שוק המשכנתאות המקומי מתבסס על הלוואות עם זכות חזרה ללווה (Recourse loans), עובדה המתמרצת את הלווים לתעדף את שירות חוב הדיור על פני כל הוצאה אחרת. שמרנות זו מגובה במגבלות רגולטוריות הדוקות על יחס המינוף (LTV) ועל נטל החזר מההכנסה (PTI), אשר מנעו התפתחות של בועות אשראי המבוססות על מינוף יתר⁷⁶ (איור 2.3.26).

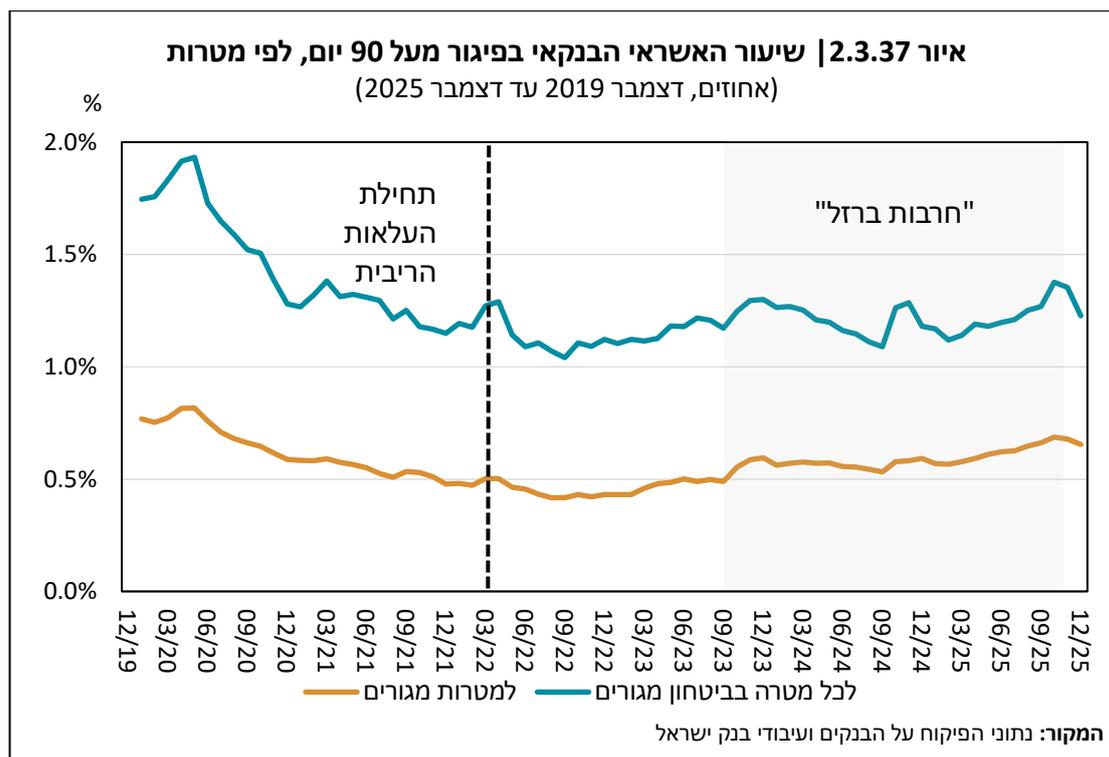
⁷⁶ OECD Economic Surveys: Israel 2023/2024: מצוין לחיוב את הכלים המקרו-יציבותיים של ישראל (כמו הגבלת רכיב הריבית המשתנה) כגורם מגן מרכזי.



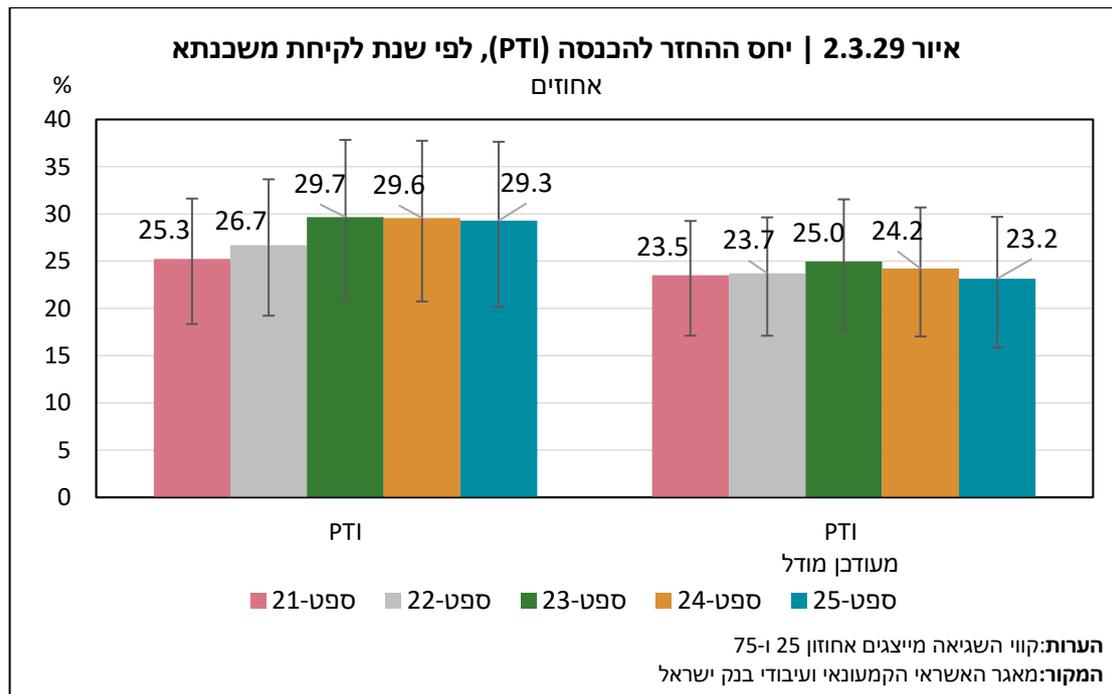
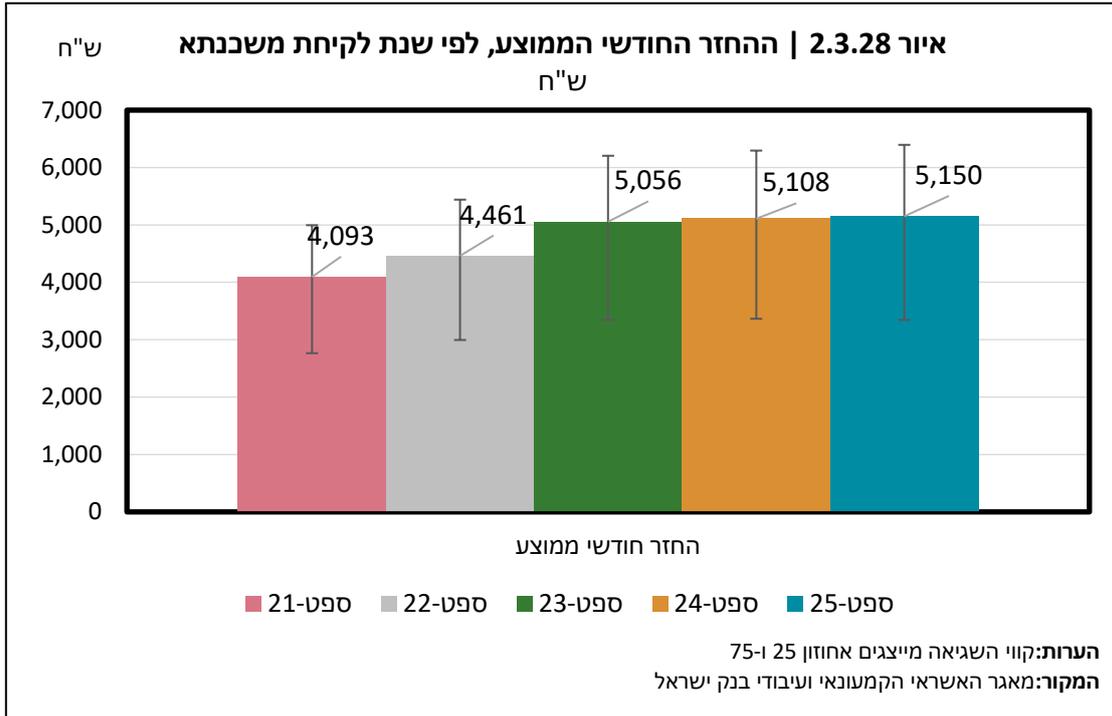
בהקשר של יציבות פיננסית, המשתנה המכריע למדידת יכולתם של משקי הבית להמשיך ולשרת את החוב באופן שוטף, כאשר שווי הנכס הפיזי (הבטוחה) יורד ביחס ליתרת החוב, בעיקר בתרחישי קיצון של כשל פירעון רחב. נתוני שנת 2025 מצביעים על כך ששיעור הפיגורים בהחזר הלוואות לדיור נותר ברמה נמוכה מאוד של פחות מ-1.5% (איור 2.3.27).⁷⁷ נתון זה נמוך משמעותית מהממוצע במדינות ה-OECD, והוא מעיד על כך שלמרות עלויות המימון, משקי הבית בישראל ממשיכים לעמוד בגידול בהחזרים החודשיים שנוצר בשנים הקודמות, ללא פגיעה משמעותית באיכות פירעון החוב עם שיעור הוצאות בגין הפסדי אשראי מסך האשראי קרוב לאפס^{78,79}. היציבות בשירות החוב נשענת במידה רבה על הצמיחה הנומינלית בשכר – בפרט של אוכלוסיית משלמי המשכנתאות - ועל הגידול בהכנסה הפנויה של משקי הבית לאורך השנה.

⁷⁷ Statista / OECD Data: השוואה של שיעורי פיגור במשכנתאות (Mortgage Delinquency Rates) מראה כי ישראל (לרוב מתחת ל-1%) - ברבעון התחתון של המדינות המפותחות, הרחק מארה"ב או מדינות דרום אירופה בעתות משבר. ⁷⁸ נכון לרבעון השלישי שיעורן עמד על 0.006%.

⁷⁹ גם הדוחות השנתיים של קרן המטבע הבינלאומית מדגישים באופן עקבי את שיעורי ה-NPL (Non-Performing Loans) הנמוכים במשכנתאות בישראל בהשוואה למדינות מפותחות אחרות.



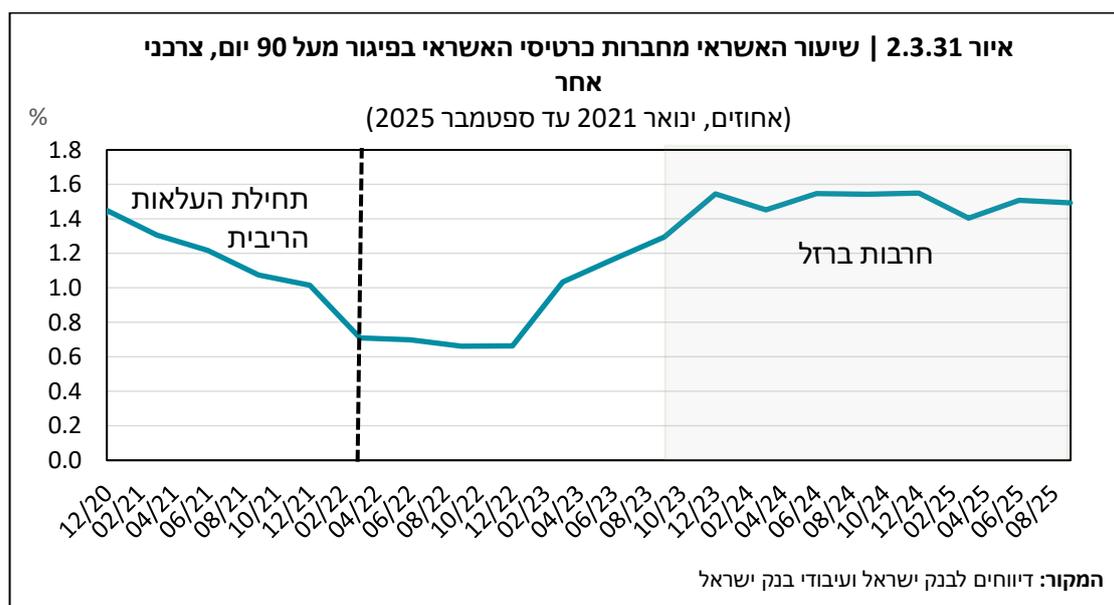
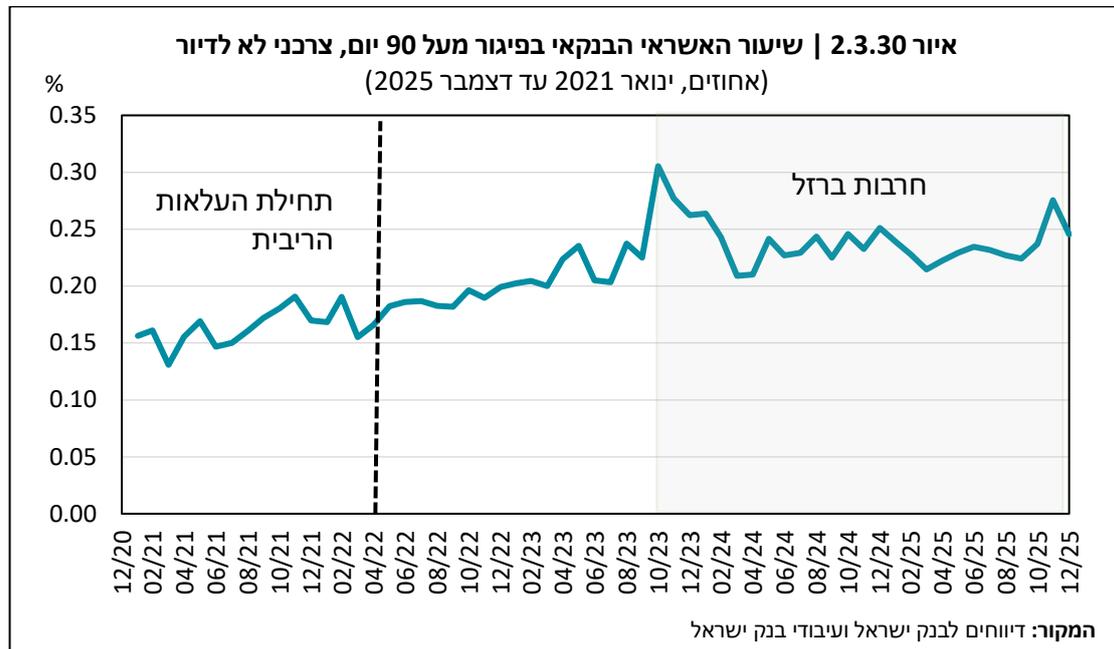
ניתוח ארוך טווח המבוסס על מאגר נתוני האשראי - כלל המשכנתאות שניתנו החל מינואר 2018, (מדגם המשתנה לאורך זמן הכולל את מי שלקחו משכנתא חדשה בניכוי מי שפרעו) מלמד כי גודל ההחזר החודשי הממוצע התייצב בשנתיים האחרונות (איור 2.3.28). יתרה מכך, כאשר בוחנים את "נטל ההחזר" – כלומר, היחס בין ההחזר להכנסה הפנויה המעודכנת – עולה כי נטל ההחזר ירד בשנתיים האחרונות (איור 2.3.29).



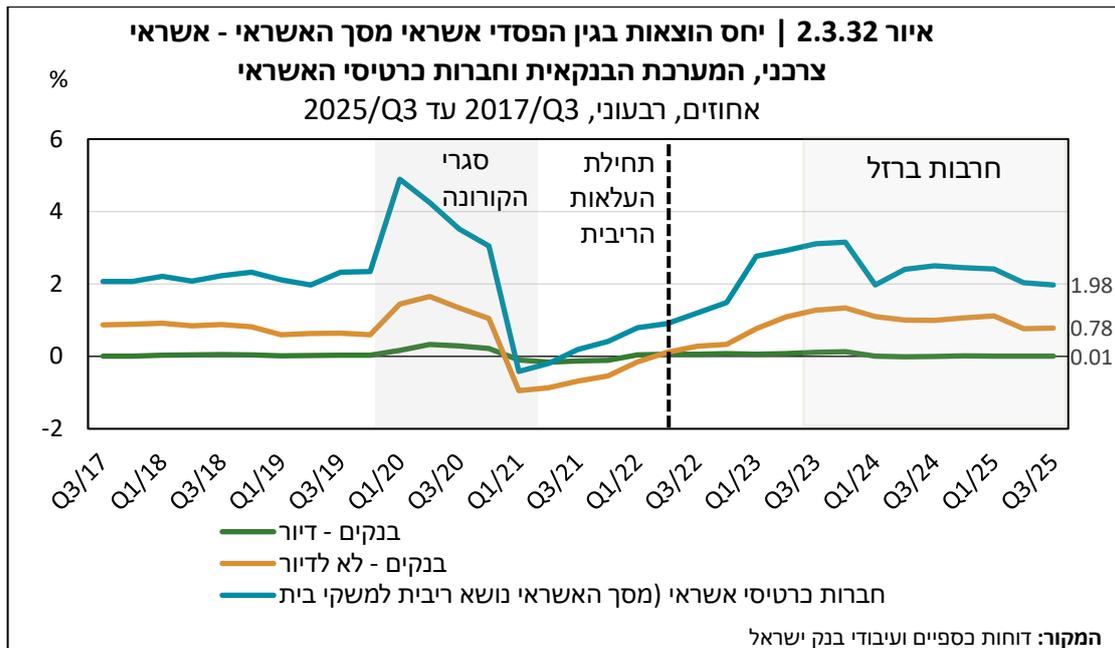
האשראי הצרכני שלא לדיור

בתחום האשראי שלא לדיור, התמונה המצטיירת בשנת 2025 היא של שונות באיכות האשראי בין המערכת הבנקאית לבין הערוצים החוץ-בנקאיים. במערכת הבנקאית, המרכזת כ-71% מהאשראי הצרכני, נשמרת איכות אשראי גבוהה ושיעורי הפיגור נותרו נמוכים (איור 2.3.30). חוסן זה נובע מתהליכי חיתום קפדניים ומנטייה של הבנקים להתמקד בלווים בעלי פרופיל פיננסי איתן, המנהלים

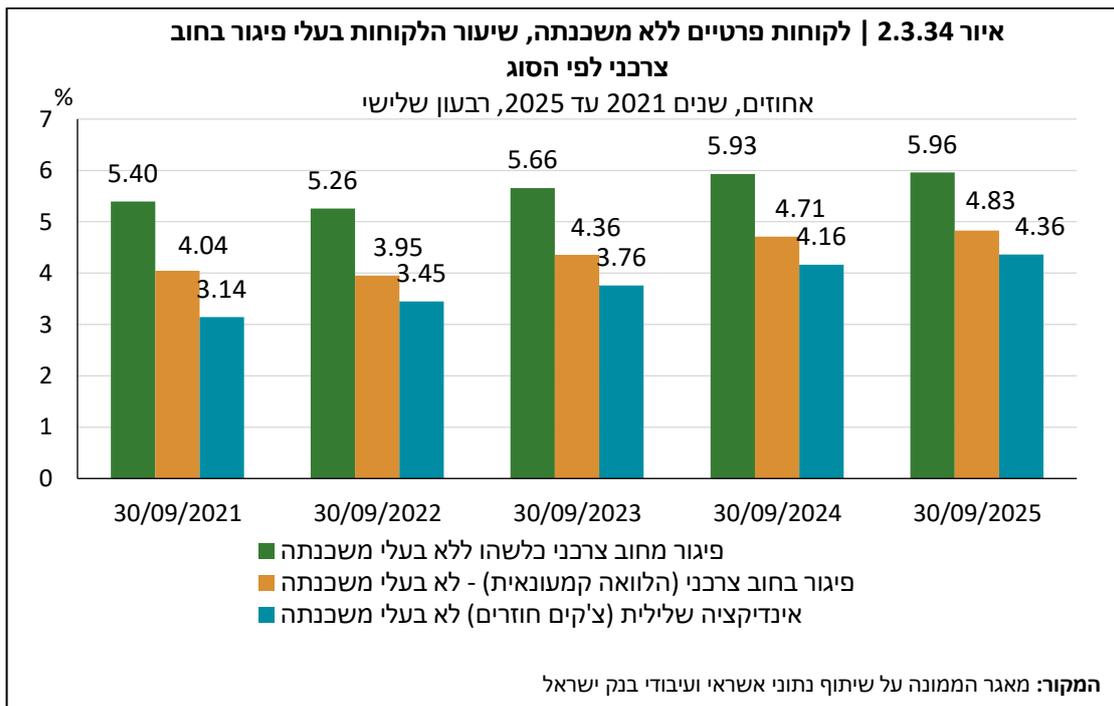
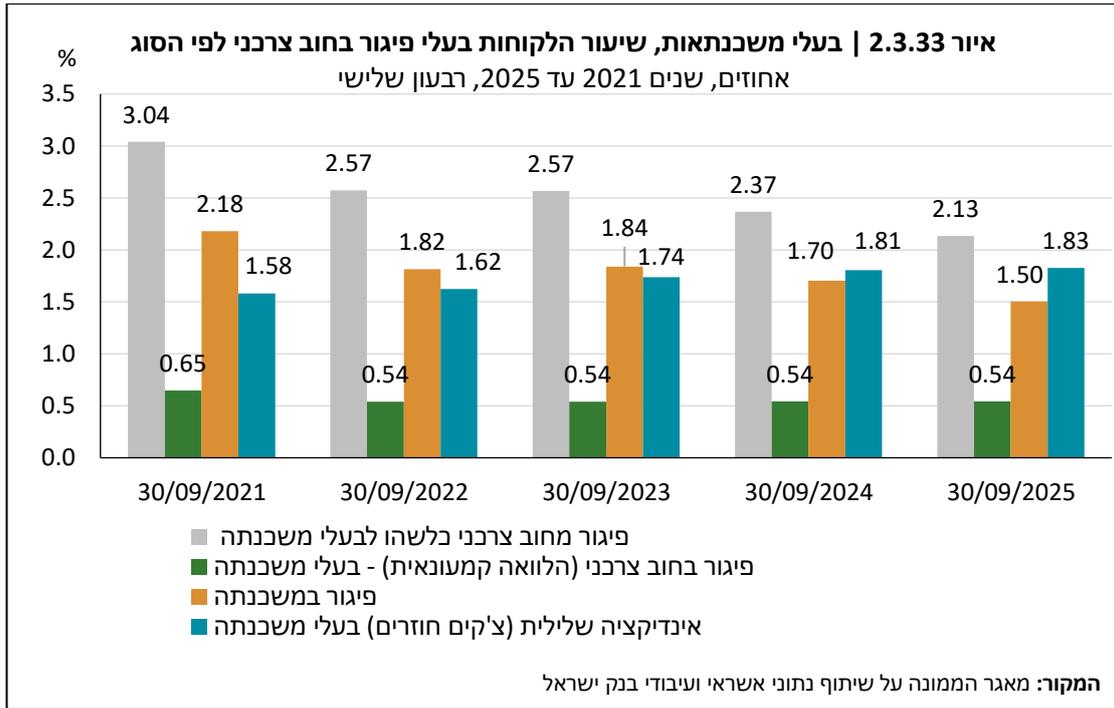
לרוב את חשבון העו"ש שלהם באותו מוסד. מנגד, בערוץ החוץ-בנקאי, ובפרט בחברות כרטיסי האשראי, נותרו שיעורי הפיגור הגבוהים (איור 2.3.31).

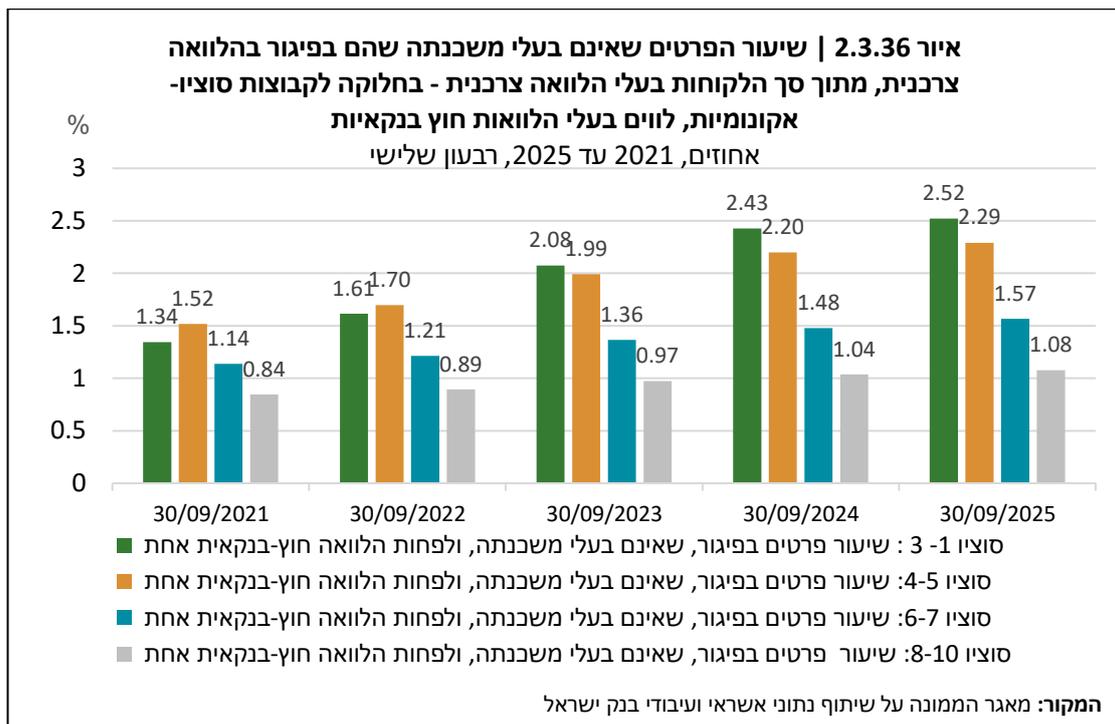
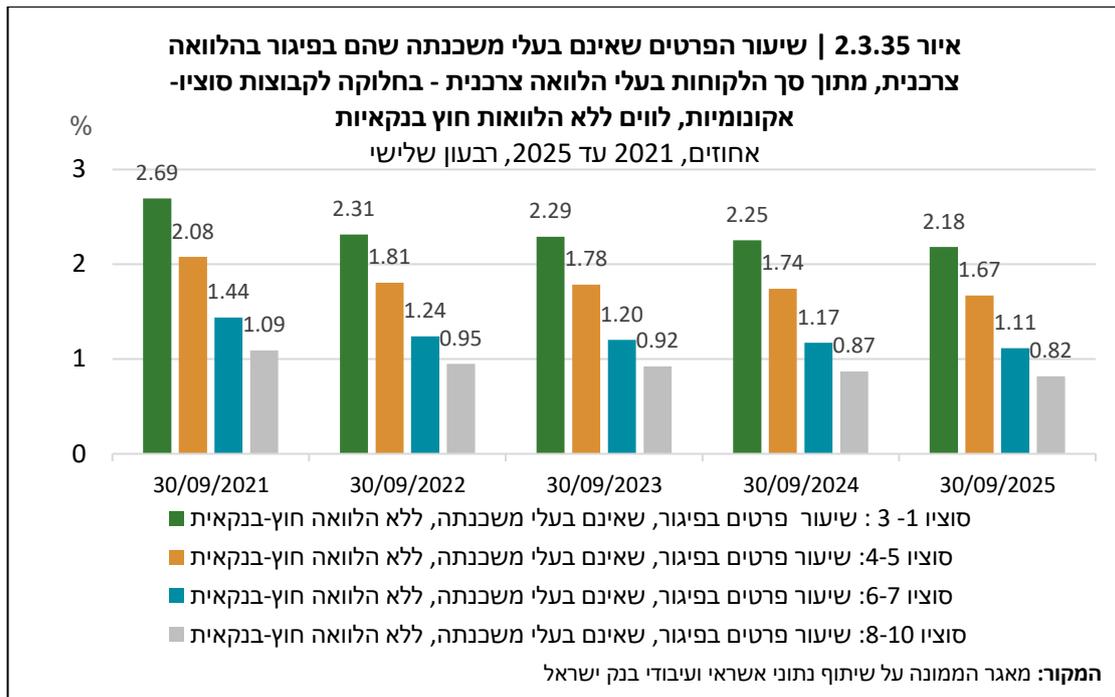


זו מעידה על כך שחלק מהלווים המסתמכים על ערוצי אשראי אלו חווים קושי גובר בניהול התחייבויותיהם. בעוד שבבנקים ההכרה בהוצאות בגין הפסדי אשראי מסך האשראי (NPLs) ירדה בשיעור של 28% (מ-1.1% בתחילת השנה ל-0.78% בסוף השנה), בחברות כרטיסי אשראי הירידה הייתה מתונה יותר, בשיעור של 18% (מ-2.4% בתחילת השנה ל-1.98% בסוף השנה) (איור 2.3.32).



שימוש בנתוני מאגר האשראי הקמעונאי מאפשר לזהות כי מוקד הרגישות אינו מפוזר באופן אחיד במגזר משקי הבית. נמצא כי בקרב בעלי משכנתאות, שיעור הפיגורים בהלוואות צרכניות דווקא ירד (איור 2.3.33), מה שמבליט את מעמדם של נוטלי המשכנתאות כקבוצה בעלת חוסן פיננסי ומוסר תשלומים גבוה. לעומת זאת, העלייה בשיעורי הפיגור מתרכזת בקרב לווים שאינם בעלי נכס נדל"ני, ובפרט בקרב אוכלוסיות המשתייכות לרמות סוציו-אקונומיות נמוכות שנטלו הלוואות מגופים חוץ-בנקאיים (איורים 2.3.34-2.3.36). נתונים אלו מחדדים את העובדה שהסיכון ליציבות אינו נובע משוק הדיור הממוסד, אלא מצמיחה של חוב צרכני בשכבות חלשות ובקבוצות גיל צעירות, אשר נגישותן לאשראי מהיר עלולה להוביל למינוף יתר שאינו תואם את יכולת ההחזר שלהן.





סיכום רמת הסיכון וחוסן המגזר

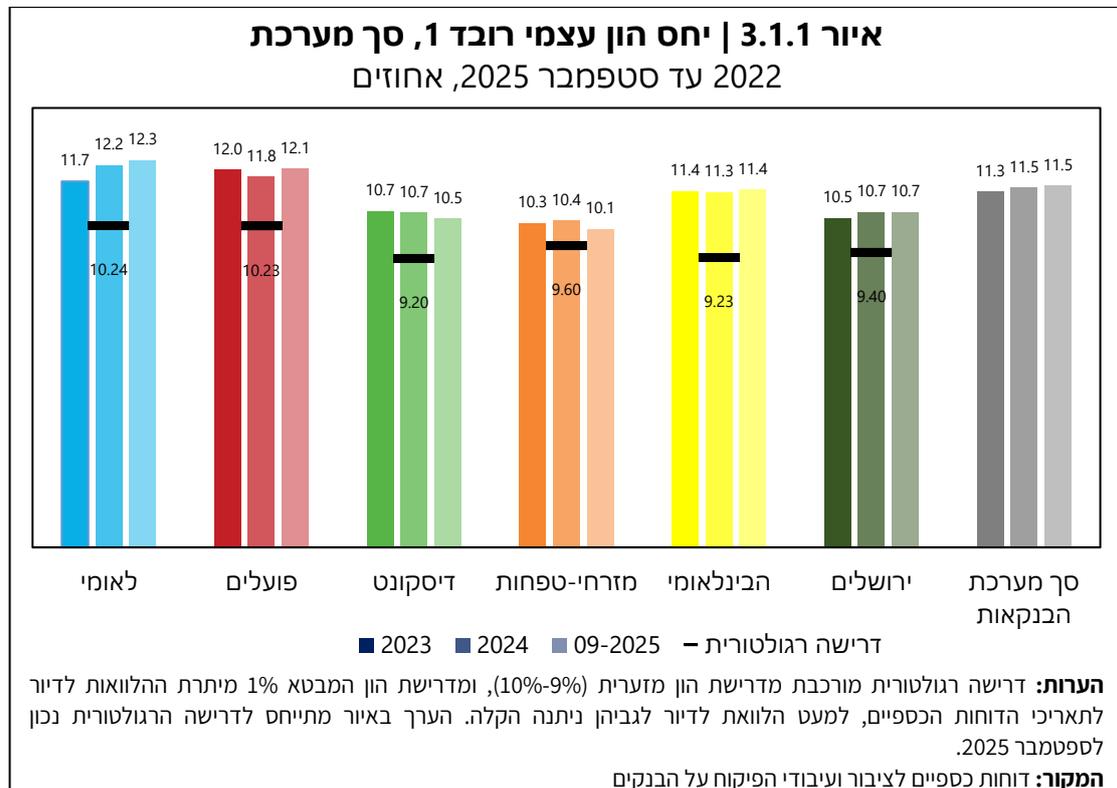
מגזר משקי הבית בישראל הפגין בשנת 2025 רמת חוסן גבוהה, המעוגנת בשמרנות היסטורית של שוק המשכנתאות וביכולת שירות חוב איתנה של רוב הלווים. רמת הסיכון המערכתית משוק הדיור נותרת נמוכה, בזכות שיעורי פיגור נמוכים מאוד במונחים בינלאומיים וכריות הון משמעותיות בדמות הון עצמי גבוה של הלווים. מוקדי הרגישות המזוהים מצויים בפלח הצרכני החוץ-בנקאי ובקר

אוכלוסיות ללא נכסים, אך היקפם הכולל ביחס לתיק האשראי של משקי הבית אינו מהווה בשלב זה איום על היציבות הפיננסית המערכתית.

3. עמידות המוסדות הפיננסיים

3.1. מערכת הבנקאות

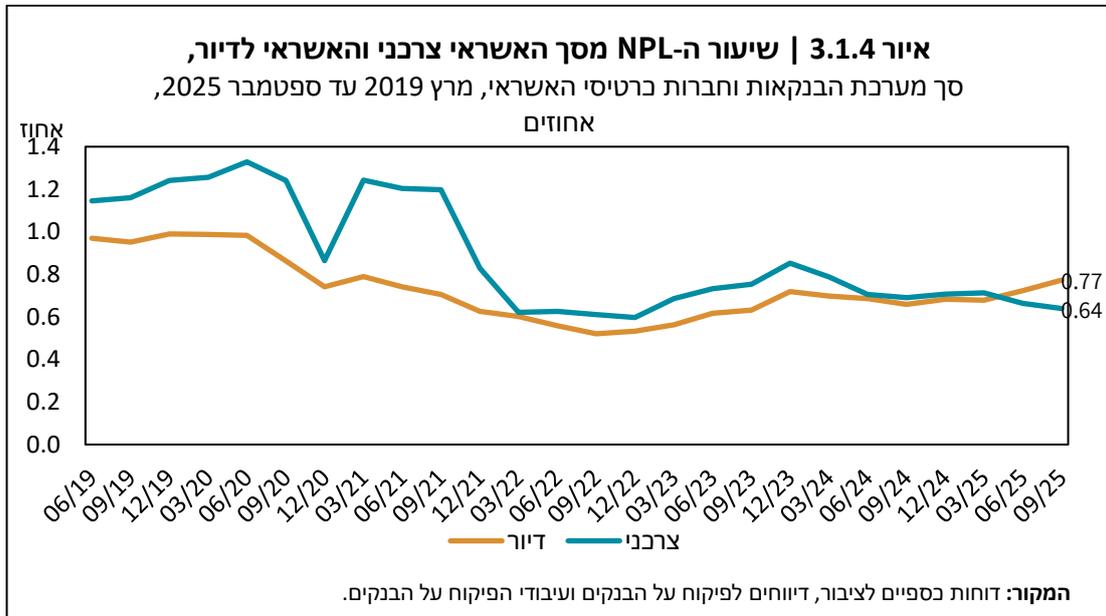
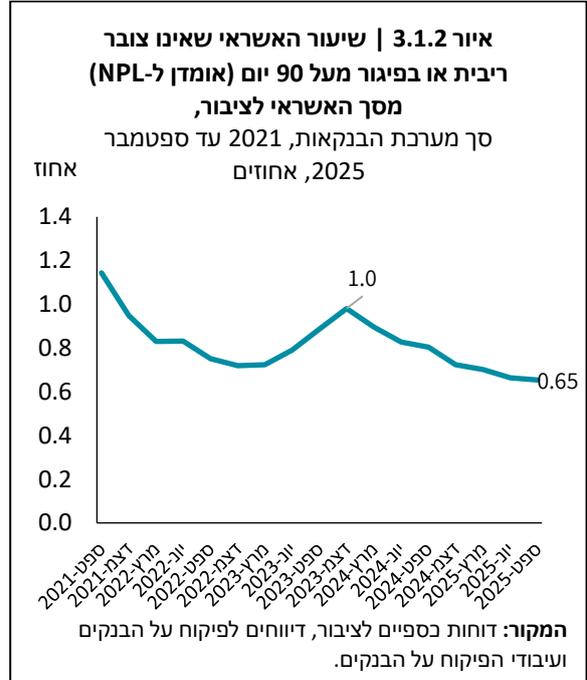
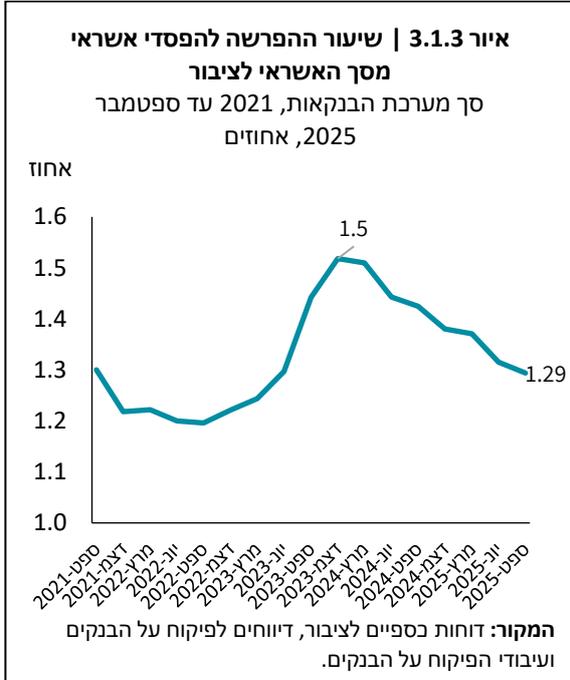
בתשעת החודשים הראשונים של 2025 המשיכה מערכת הבנקאות הישראלית לשמור על איתנותה.⁸⁰ יחסי ההון והנדילות נותרו ברמות גבוהות, וזאת, בין היתר, על רקע רמת רווחיות גבוהה של המערכת והמשך צמיחתו של תיק האשראי לציבור. לא נרשמה הרעה במדדי הסיכון בתיק, חוץ מאשר באשראי למשקי הבית, שבו ניכרת הרעה מסוימת. יחס ההון העצמי רובד 1 של מערכת הבנקאות בתקופה האמורה נשאר גבוה ומעל לדרישות הרגולטוריות (איור 3.1.1). רווחיות הבנקים הוסיפה לגדול ולתרומם לחיזוק ההון, בעוד שחלוקת הדיווידנדים וגידול נכסי הסיכון שוחקים את יחסי ההון. רמות גבוהות אלו של יחסי ההון מבטאות את האיתנות הפיננסית⁸¹ של הבנקים בישראל ואת יכולתם לתמוך במשק ולהתמודד עם אירועי משבר מתמשכים.⁸²



יתרת האשראי הבנקאי גדלה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2025 בשיעור שנתי של 11.1%, בהובלת האשראי העסקי. זאת לעומת 8.9% בשנת 2024. איכותו של סך התיק השתפרה:

⁸⁰ נתוני הרבעון האחרון של השנה טרם פורסמו בעת כתיבת הדוח.
⁸¹ במחצית השנה השנייה של שנת 2025 עודכן אופק הדירוג של מדינת ישראל משלילי ליציב על ידי סוכנות הדירוג S&P. כמו כן העלו סוכנויות הדירוג את אופק דירוג האשראי של מרבית הבנקים במערכת משלילי ליציב.
⁸² הפיקוח על הבנקים נמצא בעיצומו של תהליך בחינת שינויים והוראות הנוגעות לאופן חישוב נכסי הסיכון ולדרישות ההון והמינוף. זאת במטרה לשפר את ההלימה בין דרישות ההון הפיקוחיות החלות על התאגידים הבנקאיים בישראל לבין המלצות ועדת באזל ונהגים מקובלים בעולם.

שיעור ה-NPL⁸³ מסך האשראי לציבור ירד, ועמד בספטמבר 2025 על 0.65%, לעומת 0.72% בשנת 2024. בהתאם לכך נשחק מעט יחס הכיסוי הכולל, ל-1.29%⁸⁴, לעומת 1.38% בשנת 2024 (איורים 3.1.2 ו-3.1.3). באיכות האשראי למשקי הבית נרשמה הרעה קלה, בפרט באשראי לדיור. בשנה האחרונה חלה עלייה מתונה בשיעור ה-NPL מסך האשראי לדיור, ובספטמבר 2025 הוא עומד על 0.77%, לעומת 0.68% בשנת 2024 (איור 3.1.4).⁸⁵



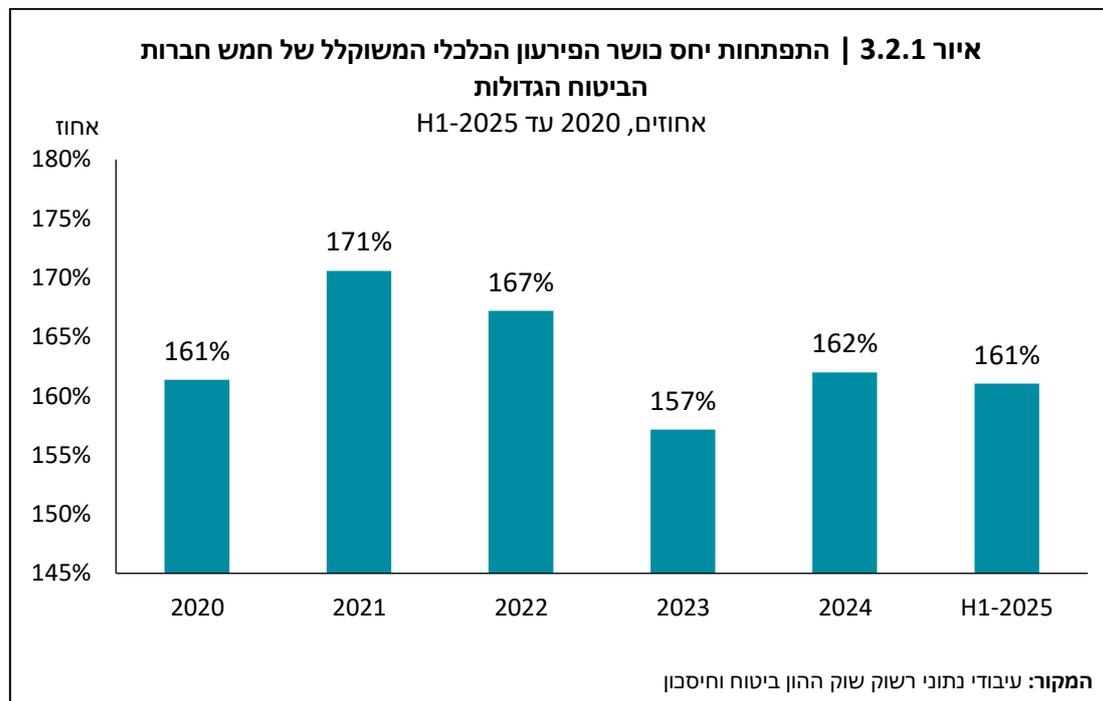
⁸³ האשראי שאינו צובר ריבית או בפיגור מעל 90 יום מסך האשראי לציבור.

⁸⁴ היחס בין יתרת ההפרשה להפסדי אשראי ליתרת האשראי לציבור

⁸⁵ לניתוחים נוספים על האשראי הבנקאי ואיכותו ראו בפרק ערוץ האשראי.

3.2. חברות הביטוח

נכון לאמצע שנת 2025, חברות הביטוח שמרו על איתנותן והציגו יחסי כושר פירעון כלכלי ועודפי הון גבוהים, זאת למרות המשך אי-הוודאות הגאו-פוליטית ועצימות המלחמה.⁸⁶ ההון הכלכלי המצרפי⁸⁷ של חמש חברות הביטוח הגדולות⁸⁸ הסתכם בכ- 83 מיליארד ש"ח, והונן הנדרש לכושר פירעון הסתכם בכ- 52 מיליארדי ש"ח, מצב שהביא את יחס כושר הפירעון המצרפי של חמש החברות האלה ל-161 אחוזים (איור 3.2.1). היציבות של יחס כושר הפירעון נבעה בעיקרה מהשפעות שוק מקוזות – מחד גיסא תשואות חיוביות בשוקי ההון ומאידיך ירידת עקום הריבית חסרת הסיכון הצמודה בטווחים הארוכים והאינפלציה.



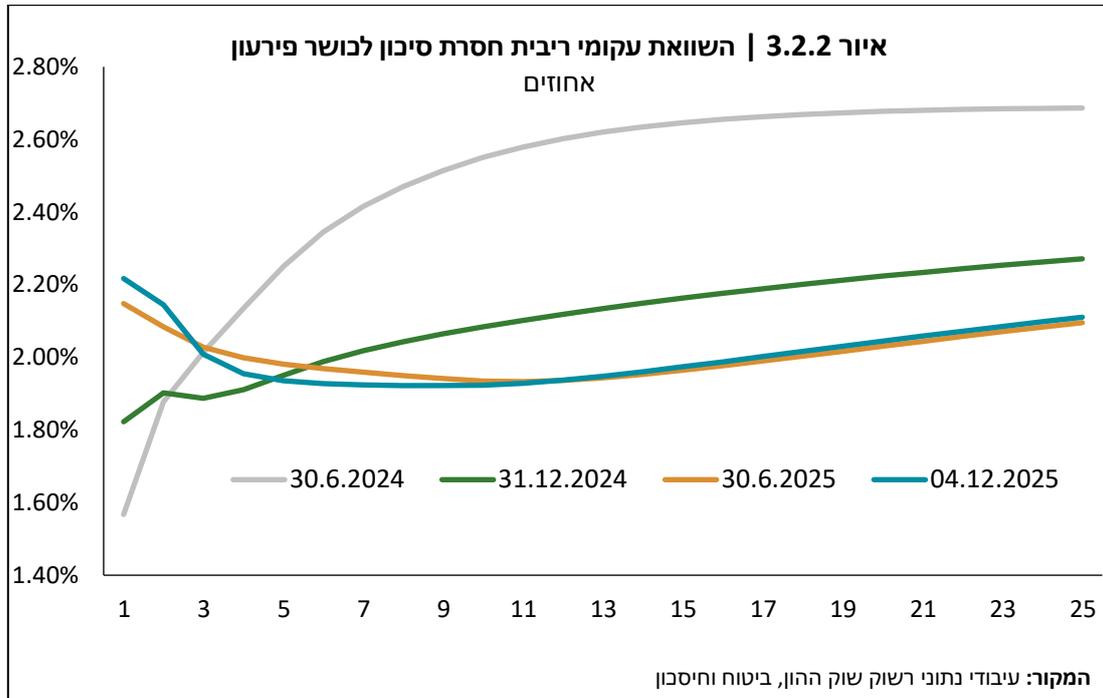
שני גורמים שתרמו אף הם לשמירת יציבותן של חברות הביטוח הם גידול הפעילות והרווחיות בענף הביטוח הכללי וגיוסי הון. כנגד אלה השפיעו על יחס כושר הפירעון לרעה חלוקת דיווידנדים והתכלות

⁸⁶ חברות הביטוח בישראל נדרשות לעמוד בהוראות משטר כושר פירעון כלכלי, אשר מבוססות על הוראות סולבנסי 2 האירופיות. בהתאם למשטר זה נדרשות החברות לחשב את המאזן הכלכלי באמצעות הערכת שוויים 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. על פי ההנחיות, יחסי כושר הפירעון מחושבים בתדירות חצי שנתית ומפורסמים בדוח התקופתי העוקב למועד החישוב. להרחבה ורקע על משטר כושר הפירעון הכלכלי של חברות הביטוח ראו פרק 6.2: חברות הביטוח, בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023.

⁸⁷ כל נתוני ההון הכלכלי ויחס כושר פירעון כלכלי מתייחסים לתוצאות הכוללות את יישום הוראות המעבר, אלא אם כן צוין אחרת.

⁸⁸ חמש חברות הביטוח הגדולות הן מגדל, כלל, הפניקס, הראל ומנורה מבטחים.

הניכוי לעתודות ביטוחיות לאורך זמן⁸⁹; אלה מיתנו את ההשפעות החיוביות האמורות. במחצית השנייה של 2025 לא נצפה שינוי מהותי בעקום הריבית חסרת הסיכון הצמודה (איור 3.2.2).⁹⁰ לנוכח תשואות חיוביות בשוקי ההון צפוי אפוא שיחסי כושר הפירעון לסוף 2025 אף ישתפרו. אמנם מידת ההשפעה של תרחישים ביטחוניים שונים אינה ודאית, אך נכון לעת הזו לא נצפתה השפעתם השלילית על יציבותן של חברות הביטוח.



⁸⁹ רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון אישרה לחלק מחברות הביטוח פריסה הדרגתית של הגידול בעתודות ביטוחיות מסוימות כתוצאה משינוי משטר כושר הפירעון, וזאת עד שנת 2032. גובה הניכוי פוחת לאורך תקופת הפריסה בהתאם לפרק הזמן שנותר עד לסוף תקופה זו, וכן עשוי להשתנות בעקבות חישוב מחדש, בשל שינויים מהותיים שמשפיעים על רכיביו, כדוגמת שינוי מהותי בעקום הריבית. נכון לדיווח של יוני 2025, בחרו כל חברות הביטוח המסורתיות (חברות הביטוח המסורתיות הינן חברות עם עסקי ביטוח חיים ישנים וכוללות את החברות מגדל, כלל, הפניקס, הראל, מנורה מבטחים, איילון והכשרה) בהוראות המעבר בדבר ניכוי עתודות.

⁹⁰ עקומי הריבית לצורך יחס כושר הפירעון הכלכלי מבוססים על העקומים שמפרסמת החברה הזוכה במכרז לציטוט מחירים. עקומים אלה מבוססים על תשואות-לפדיון של אג"ח סחירות של ממשלת ישראל. עקומי הריבית לצורך יחס כושר הפירעון הכלכלי זהים לאלה שמפרסמת 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 2024, ירידה של 0.5 אחוז בעקום הריבית (עד לנקודת ה-LLP), צפויה להוריד את יחס כושר הפירעון הכלכלי של החברות הגדולות בשיעורים שבין 6 ל-12 נקודות אחוז.

3.3 מערכות התשלומים והסליקה: עדכון

הסיכונים שזוהו בשנים האחרונות בתחום הסייבר נותרו בעינם, והם ממשיכים להציב אתגר משמעותי בשמירה על יציבותן וחוסנן של מערכות התשלומים בישראל. הסביבה הגיאופוליטית, רמת הדיגיטליזציה הגבוהה של המשק וההסתמכות הגוברת על צדדים שלישיים – כל אלה תורמים להעמקת החשיפה לסיכוני סייבר ולהגברת הצורך בהיערכות מערכתית מתמשכת.

בנק ישראל ממשיך לפעול באופן שיטתי מול מפעילי מערכות התשלומים וגורמים נוספים באקו-סיסטם שלהן, במטרה לחזק את יכולת ההתמודדות של המערכת כולה עם סיכונים אלו. פעילות זו כוללת תהליכי הערכת סיכונים רוחבית ואסדרה של הדרישות בתחומי הסייבר, המבטאים עקרונות של יתירות ועמידות תפעולית. צעדים אלו נועדו להבטיח כי גם במצבי קיצון יישמרו רציפות הפעילות של מערכות התשלומים ויציבותה של המערכת הפיננסית.

במהלך שנת 2025 התמודדה המערכת עם מספר אירועי סייבר – אף על פי שאלו זוהו מראש, ונערכו אליהם מראש – בעיקר מתקפות שנועדו למנוע שירות (DDoS). עם זאת, היקף הפגיעה בפעילות היה מוגבל, וזאת הודות לצעדים שננקטו בעוד מועד. אירועים אלו המחישו את חשיבות ההיערכות המוקדמת ואת תרומתה לשמירה על יציבות המערכת ועל אמון הציבור.

בהמשך לכך בנק ישראל מתכנן להרחיב בשנת 2026 את היקף הפעולות בתחום סיכוני הסייבר, ובכלל זה מתן הנחיות מפורטות בנושאי המשכיות עסקית וחוסן סייבר. הנחיות אלו יחולו לא רק על מפעילי מערכות התשלומים, אלא גם על גורמים נוספים באקו-סיסטם הפיננסי, במטרה להבטיח רמה אחידה של מוכנות ויכולת תגובה לכל אורכה של שרשרת ביצוע העסקה.

4. תרחישי סיכון

דוח ה-GFSR (Global Financial Stability Report) של קרן המטבע הבין-לאומית וסקירת ה-OECD האחרונים מדגישים כי רמת הסיכון המערכתית הגלובלית נותרה גבוהה, וכי השווקים מתמחרים אופטימיות שאינה תואמת את הסביבה המקרו-פיננסית. בין מוקדי הפגיעות המרכזיים: הערכות שווי מנופחות של נכסי סיכון, התעלמות מההשפעות המצטברות של מתחים מסחריים על שיעורי האינפלציה והצמיחה, היחלשות הדולר למרות פערי ריבית משמעותיים והעמקת התלות של ממשלות במימון מצד משקיעים רגישי-מחיר. במקביל, מוסדות פיננסיים שאינם בנקים (NBFIs) ממשיכים להתרחב ולשמש מקור סיכון גובר, בשל קשריהם ההדוקים עם המערכות הבנקאיות והשלכותיהם על נזילות ועל הדבקה פיננסית.

הדוח גם מציין ששוק המט"ח העולמי הפך רגיש יותר לזעזועים בסנטימנט ולשינויים בציפיות לגבי הריביות והצמיחה. הדבר מתבטא בהתרחבות מרווחי הקנייה-מכירה, בעלייה של עלויות המימון במטבע חוץ ובהתגברות התנודתיות – במיוחד בסביבות המאופיינות בחוסר התאמה בין מטבעות, בריכוזיות גבוהה בקרב מספר מצומצם של שחקנים, ובגידול של נוכחות NBFIs. הדוח מדגיש גם לחצים בשוקי האג"ח הממשלתיות, לרבות "מכירות חיסול" (fire sales) בהיקף משמעותי, ובדיקות לחץ מראות כי חלק ניכר מהבנקים בעולם עלול לרדת אל מתחת לרמות ההון הנדרשות בתרחישים שליליים.

לגבי ישראל שני הדוחות יחד מציינים תמונה של רגישות מוגברת לזעזועים חיצוניים. כמשק קטן ופתוח, התלוי בזרמי הון וביצוא שירותים, ישראל חשופה במיוחד לתנודתיות בשער החליפין ולהידוק התנאים הפיננסיים הגלובליים. דוח ה-OECD מצביע על האטה בביקוש לשירותים טכנולוגיים ועל ירידה באמון של העסקים והצרכנים בעולם – תהליכים שעלולים לפגוע בענפי היצוא המרכזיים של ישראל.

בנוסף, ישנם שני תרחישי סיכון מקומיים מרכזיים. הראשון הוא ירידה מתמשכת ומשמעותית של מחירי הדירות. אם תרחיש זה יתממש, ואף תיווצר דינמיקה שבה הקונים "יושבים על הגדר", ייפגעו ההכנסות של חברות הבנייה, הן בגלל מחירי מכירה נמוכים יותר והן בגלל היקף קטן יותר של המכירות. אם תרחיש כזה יתממש צפויים קשיים ביכולת לשרת את החוב הבנקאי והחוץ-בנקאי של חברות בענפי הבינוי והנדל"ן, מה שיפגע במלווים לענף – המערכת הבנקאית, מחזיקי האג"ח ונותני האשראי החוץ-בנקאי. הואיל ומרבית האשראי החוץ-בנקאי ניתן לענפי הבינוי והנדל"ן, ומקור המימון המרכזי של חברות אלה הוא המערכת הבנקאית, עלולה להיווצר פגיעה משנית במערכת הפיננסית דרך אפקט הדבקה. נוסף על כך עלולה להיווצר הרעה במישור המקרו-כלכלי: משקי הבית

צפויים לצמצם צריכה בעקבות אפקט עושר שלילי – בגלל ירידה הן של שווי הדירות שבבעלותם והן של שווי תיק החיסכון הפיננסי שלהם (פנסיה, קרנות השתלמות וכו'), שחלק ניכר ממנו מושקע בחברות בענפי הבינוי והנדל"ן.

תרחיש הסיכון השני המוצג בדוח האמור הוא התחדשות המלחמה בעצימות גבוהה בזירה אחת או יותר. במקרה כזה ההתאוששות המקרו-כלכלית הצפויה תיעצר, פרמיית הסיכון תשוב ותעלה, וייתכן שדירוג האשראי של המדינה יורע. על רקע מרווח פיסקלי מצומצם מימון מלחמה כזאת עלול להקשות על יכולת הממשלה לתמוך בפעילות במשק בהיקפים דומים לתמיכה שסיפקה בשנתיים האחרונות.

תיבה א': מחירי הדירות לעומת שוויין התיאורטי

- ערכן התיאורטי של דירות שווה לערך הנוכחי של תזרים שכר הדירה שהן צפויות להניב. תיבה זו מעריכה את שוויין התיאורטי של דירות בשנים 2004–2025, ומשווה אותו להתפתחות המחירים בפועל. אנו מוצאים כי בסביבת תשואות "נורמלית" (ככלל אצבע, כאשר התשואה הריאלית ל-10 שנים גבוהה מ-1.0%) המשוואה התיאורטית משמשת בסיס השוואה מועיל למחירים בפועל.
- בשנה שלפני פרוץ המלחמה מחירי הדירות תאמו בקירוב את שוויין התיאורטי, אולם מאז מחירי הדירות עלו, בעוד שהשווי התיאורטי ירד, על רקע עלייה בתשואות שוק ההון. בנקודת הקצה, ברביע השלישי של 2025, מחירי הדירות בפועל היו גבוהים משוויין התיאורטי. עם זאת, האומדן הנקודתי רגיש לערכי הפרמטרים של המודל.

הקדמה

לפי משוואת תמחור נכסים סטנדרטית שוויה של דירה אמור לשוות לערכו הנוכחי של תזרים שכר הדירה שהיא צפויה להניב. תיבה זו משווה את הערך התיאורטי הנגזר מהמשוואה למחירי הדירות בפועל בשנים 2004–2025. מהמשוואה נגזרת גם התשואה התיאורטית הנדרשת מהשכרת דירה כדי שרוכש פוטנציאלי יהיה אדיש בין רכישתה להחזקת נכסים אלטרנטיביים – תשואה המשקללת את עקום התשואות כולו, הן של ריביות שוק ההון והן של עלות המשכנתאות, לצד קצב עלייתו הצפוי של שכר הדירה, שיעור הפחת ופרמיית סיכון.

המסגרת התיאורטית

רוכש דירה יהיה מוכן לשלם עבורה סכום שאינו עולה על הערך הנוכחי של תזרים המזומנים הצפוי להתקבל מהחזקתה, תוך התאמתו לסיכון הנובע מחוסר הוודאות, בעת הרכישה, לגבי ערכה העתידי:

$$(1 - \lambda_t)P_t = \frac{Rent_{t,t+1} + (1 - \delta)P_{t+1}^e - (1 + r_{t,t+1}^m)\lambda_t P_t - \rho_t P_t}{1 + r_{t,t+1}} \quad (1\text{-א'})$$

כאשר P_t הוא מחיר הדירה הריאלי בתקופה t , ו- $Rent_{t,t+1}$ הוא שכר הדירה הריאלי בגין השכרתה. האינדקס העליון e מצוין את הערך הצפוי של הדירה. $r_{t,t+1}$ הוא התשואה הריאלית חסרת הסיכון בין התקופה t לתקופה $t + 1$, $r_{t,t+1}^m$ היא ריבית המשכנתאות הצמודות למדד, λ_t הוא שיעור המינוף, δ הוא שיעור הפחת של הדירה, ו- ρ_t הוא שיעור פרמיית הסיכון בגין חוסר הוודאות לגבי התפתחות מחיר הדירה בעתיד.

אגף שמאל של משוואה (1-א') הוא ההון העצמי שרוכש הדירה משלם בתקופה t , $(1 - \lambda_t)P_t$. אגף ימין הוא תזרים המזומנים הצפוי מהדירה, מתוקן בגין הסיכון, אם תימכר בתקופה הבאה. התזרים

מורכב משכר הדירה המתקבל מהשכרתה (או שכר הדירה הנחסך במקרה של שימוש עצמי) מהתקופה t לתקופה $t + 1$, $Rent_{t,t+1}$, יחד עם מחיר הדירה הצפוי בתקופה הבאה, לאחר התחשבות בירידת ערכה בשל פחת, $(1 - \delta)P_{t+1}^e$, פחות החזר המשכנתה, $(1 + r_{t,t+1}^m)\lambda_t P_t$, כאשר הערכים העתידיים מהווים בריבית $r_{t,t+1}$.⁹¹ מערכים אלה מופחתת פרמיית סיכון $\rho_t P_t$.⁹² ממשוואה (א'-1) ניתן לחשב את מחיר הדירה בתקופה הנוכחית בהינתן שכר הדירה, התשואות והציפיות לגבי המחיר העתידי:

$$P_t = \frac{Rent_{t,t+1} + (1 - \delta)P_{t+1}^e}{1 + \hat{r}_{t,t+1}} \quad (2\text{-א'})$$

$$\hat{r}_{t,t+1} \equiv \lambda_t r_{t,t+1}^m + (1 - \lambda_t)r_{t,t+1} + \rho_t \quad (3\text{-א'})$$

ריבית ההיוון, $\hat{r}_{t,t+1}$, כפי שעולה ממשוואה (א'-3), היא ממוצע משוקלל של התשואה חסרת הסיכון וריבית המשכנתאות – במשקלות הנקבעים לפי שיעור המינוף – בתוספת פרמיית הסיכון. גלגול משוואה (א'-2) לתקופות עתידיות מעלה, כי מחיר הדירה אמור לשוות לערך הנוכחי של תזרים שכר הדירה הצפוי להתקבל ממנה לאורך זמן. להערכת המשוואה בנתונים הנחנו שהציפיות לעליית שכר הדירה הריאלי קבועות בשיעור g , ובהתאם לכך מתקבלת משוואת התמחור הבאה:

$$P_t = Rent_{t,t+1} \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{[(1 - \delta)(1 + g)]^{\tau-1}}{\prod_{j=1}^{\tau} (1 + \hat{r}_{t+j-1,t+j})} \quad (4\text{-א'})$$

הדיון עד כה הוא תיאורטי, ואין הכרח שמחירי הדירות בפועל יתאמו את הערכים הנגזרים מהמשוואה. מטרת הניתוח היא לבחון באיזו מידה המשוואה מצליחה להניב אומדנים הקרובים למחירים בפועל, ולגזור ממנה תובנות באשר למשתנים שיש להביא בחשבון בבואנו להעריך את התשואה הרלוונטית לשוק הדיור.

⁹¹ המשוואה מניחה ששכר הדירה מתקבל בסוף תקופת השכירות, ושגובה שכר הדירה בתקופה t ידוע בזמן חתימת חוזה השכירות. על כן השמטנו את סימן הציפיות משכר הדירה. ההנחה ששכר הדירה מתקבל בסוף תקופת השכירות מקלה על הפיתוח האלגברי, והשפעתה על האומדנים הכמותיים נמוכה.

⁹² ניתן לגזור את משוואה (א'-1) כתנאי אופטימליות של צרכן המביא את תועלתו למקסימום בכפיפות למגבלת תקציב, בהנחה שהתועלת משירותי הדיור שדירה מניבה אינה תלויה בבעלות עליה. המשוואה תקפה בין אם הרוכש הוא משקיע הרוכש את הדירה לצורך קבלת הכנסה משכר דירה, ובין אם הוא צורך בעצמו את שירותי הדיור שהיא מניבה, ורכישתה חוסכת לו הוצאות שכר דירה. יצוין כי לבעלות על דירה יתרונות וחסרונות לעומת האלטרנטיבה של מגורים בשכירות; למשל: בעלות מבטחת נגד שינויים עתידיים בשכר הדירה, אך כרוכה בחוסר ודאות לגבי תשלומי המשכנתה ובגמישות מופחתת במעבר דירה. אלה יבואו לידי ביטוי בפרמיות נוספות, שאינן מתבטאות במשוואה. פתרון בעיית הצרכן מניב ביטוי ספציפי לפרמיית הסיכון, הקושרת בין התפתחות המחיר העתידי לצריכה הכללית של משק הבית ולריבית: אם מחיר הדירה נוטה להיות גבוה בעת שהצריכה נמוכה, בעלות על דירה מהווה ביטוח לצרכן, והפרמיה תהיה שלילית; אם מחיר הדירה גבוה בתקופות של גאות בצריכה, הפרמיה חיובית, בשקפה סיכון.

הנתונים וכיול הפרמטרים

לשם קבלת אומדן לשווי הדירות בהתאם למשוואת התמחור, משוואה (א'-4), יש להעריך את ערכם של המשתנים והפרמטרים המופיעים בה. לוח א'-1 מסכם את הדרך שבה אנו מעריכים אותם מתוך הנתונים. תקופת המדגם היא 2004–2025, בהתאם לזמינות הנתונים.⁹³ שכר הדירה ומחירי הדירות נמדדים עבור דירות 3.5–4 חדרים באזורי הארץ השונים, מה שמאפשר השוואה של שכר הדירה למחירה בכל אזור, כלומר התייחסות לדירות הדומות בגודלן ובמקומן. שיעור עלייתו של שכר הדירה הריאלי נאמד בכ-1.6% לשנה. שיעור המינוף בכל תקופה חושב כיחס בין סך ביצועי המשכנתאות לבין שווי הדירות שנרכשו; יודגש כי זהו שיעור המינוף של רוכש ממוצע, ולא של משכנתה ממוצעת, שכן חלק מהדירות נרכשות ללא מימון במשכנתה.

התשואות הריאליות חסרות הסיכון וריביות המשכנתאות⁹⁴ נאמדו באמצעות עקומי תשואות עד לטווח של 20 שנה. תשואות האג"ח הממשלתיות שהשתמשנו בהן אינן חסרות סיכון, ועל כן נוכה מהן רכיב סיכון המדינה על בסיס מרווחי ה-CDS של אג"ח ממשלתיות.⁹⁵ שיעור הפחת נקבע ל-2% לשנה, בהתאם לתקנות מס ההכנסה. פרמיית הסיכון במחירי הדירות, ρ , נאמדה בכ-0.1% במונחים שנתיים.

לוח א'-1: מדידת המשתנים והפרמטרים של משוואת תמחור הדירות

מקור / שיטת אמידה	אומדן	סימון	המשתנים
ממוצע דירות 3.5–4 חדרים, לפי האזור ^a		$Rent_{t,t+1}$	שכר הדירה
ממוצע דירות 3.5–4 חדרים, לפי האזור ^a		P_t	מחירי הדירות
עקום תשואות האג"ח הממשלתיות הצמודות ^b		$r_{t,t+1}$	התשואות חסרות הסיכון
עקום המשכנתאות הצמודות למדד ^c		$r_{t,t+1}^m$	ריבית המשכנתאות
יחס ביצועי המשכנתאות לשווי הרכישות (מחיר דירה ממוצעת כפול מספר העסקאות בדירות)		λ_t	שיעור המינוף
הפרמטרים			
אמידה בהנחה ששכר הדירה הריאלי (בלוגים) מתפתח כמהלך מקרי עם היסט (random walk with drift) ^d	1.6% לשנה	g	עליית שכר הדירה הריאלי
אמידה על בסיס צורתה הפונקציונלית של הפרמיה ^e	0.1% לשנה	ρ	פרמיית הסיכון
תקנות מס ההכנסה (שיעור הפחת לדירה מושכרת למגורים), תשמ"ט-1989	2.0% לשנה	δ	שיעור הפחת

^a עד 2016 דיווחה הלמ"ס את שכר הדירה ואת מחירי הדירות על בסיס אזורי הלמ"ס; החל מ-2017 החלוקה הגאוגרפית מבוססת על מחוזות משרד הפנים.

^b אמידה בשיטת Nelson-Siegel-Svensson עד לטווח של 20 שנה; לאחר מכן הנחנו שהעקום שטוח. מהתשואות נוכה רכיב סיכון המדינה באמצעות נתוני CDS.

^c אמידה בשיטת Nelson-Siegel-Svensson עד לטווח של 20 שנה; לאחר מכן הנחנו שהעקום שטוח.

^d בהנחת המהלך המקרי תומכים מבחני שורש יחידתי. משמעות ההנחה היא ששיעור הצמיחה הצפוי של שכר הדירה הריאלי קבוע ושווה להיסט, g .

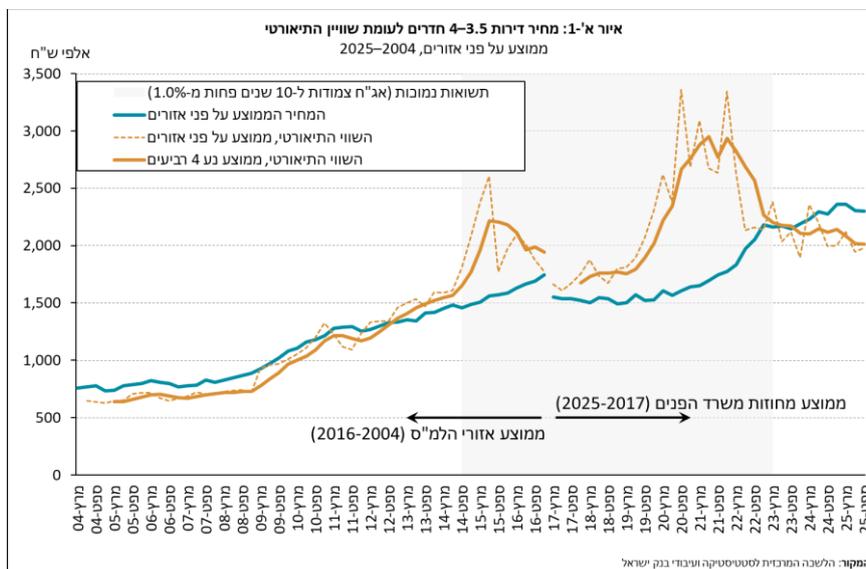
^e פרמלית הפרמיה נתונה על ידי: $\rho_t = -COV_t \left(\beta \frac{U_{C,t+1}}{U_{C,t}} (1 + r_{t,t+1}), \frac{(1-\delta)P_{t+1}}{P_t} \right)$.

⁹³ זמינות נתוני המשכנתאות וסיכון המדינה (מרווחי ה-CDS על אג"ח ממשלתיות) מכתבים את תחילת המדגם ב-2004.

⁹⁴ השתמשנו בריביות של משכנתאות צמודות מדד. שימוש זה מניח כי שיעור הריבית הריאלי הגלומה במשכנתאות שאינן צמודות דומה, ex-ante, לזה של המשכנתאות הצמודות.

⁹⁵ עליית מרווחי ה-CDS על אג"ח דולריות של ממשלת ישראל בתקופת המלחמה מדגישה נקודה זו. עם זאת, עבור אג"ח שקליות לא ברור אם קיים סיכון ממשי לחדלות פירעון, כי סביר שהממשלה תוכל להעמיד מקורות שקליים לפירעון התחייבויותיה גם בתקופות משבר, אף כי הדבר עלול להיות כרוך בנטילת הלוואה מבנק ישראל.

4.א. השווי התיאורטי



איור א'-1 מציג את השווי התיאורטי של דירת 3.5-4 חדרים לעומת שוויין התיאורטי בממוצע על פני אזורי הארץ. אף שהשווי התיאורטי מחושב ללא שימוש בנתוני המחירים, המודל מניב, לאורך חלק ניכר מתקופת המדגם, אומדנים בסדר גודל דומה למחירים בפועל. עד 2014 המשוואה התיאורטית והמחירים בפועל התפתחו באופן דומה. לאחר מכן, עד תחילת 2023 (האזור המוצלל באיור), השווי התיאורטי נסק, בעוד שהמחירים בפועל אמנם עלו, אך הרבה פחות מן הנגזר מהמשוואה. הדבר בולט במיוחד ב-2015, וביתר שאת בתקופת מגפת הקורונה בשנים 2020-2022, כשהתשואות הריאליות הארוכות היו נמוכות במיוחד.

אומדן השווי התיאורטי רגיש מאוד לתשואות הארוכות כשהן נמוכות, ובמצב כזה הוא עלול להתבדר. השטח המוצלל באיור מציין תקופה שבה התשואה על אג"ח ממשלתיות צמודות (לפני ניכוי רכיב סיכון המדינה) הייתה נמוכה מ-1.0%; בתקופת הקורונה התשואה אף הייתה שלילית (איור א'-2). מהנתונים נראה כי בסביבת ריבית נמוכה מחירי הדירות בפועל רגישים לריבית פחות מן הנגזר מהמשוואה התיאורטית. ככלל אצבע, כאשר תשואות האג"ח הממשלתיות הצמודות ל-10 שנים גבוהות מ-1.0%, השווי התיאורטי הוא אינדיקטור שימושי למחירי הדירות.

מתחילת 2022 התשואות הריאליות הארוכות היו במגמת עלייה (איור א'-2), ובהתאם לכך השווי התיאורטי ירד בהתמדה. במהלך השנה שלפני פרץ המלחמה, ולאחר עלייה ניכרת של התשואות, מחירי הדירות תאמו בקירוב את שוויין התיאורטי; אולם מאז מחירי הדירות שבו לעלות, בעוד שהשווי התיאורטי המשיך לרדת. בנקודת הקצה, ברביע השלישי של 2025, מחירי הדירות בפועל, על פי חישוב זה, היו גבוהים משוויין התיאורטי.

האומדן לעיל רגיש לערכי המשתנים והפרמטרים בהם השתמשנו (לוח א'-1). במשוואה שלושה פרמטרים: קצב עליית שכר הדירה הריאלי, g , שיעור הפחתה, δ , ופרמיית הסיכון, ρ . נציין שבקירוב אומדן השווי התיאורטי מגיב לביטוי $\rho - g + \delta$ (ראו משוואה א'-5 מטה), כלומר שרגישות השווי התיאורטי לערכו של ρ דומה לרגישותו ל- δ ולרגישותו, בכיוון ההפוך, ל- g . על כן נבחן את רגישות סטיית המחירים מהשווי התיאורטי לשינוי ב: $\rho - g + \delta$. בכיול הבסיסי ערך ביטוי זה הוא 0.5%, וכל הוספה (הורדה) של עשירית אחוז, מעלה (מורידה) את הסטייה מהשווי התיאורטי בכ-4%. לוח א'-2 מציג באופן כללי יותר את רגישות אומדן השווי התיאורטי לשינויים ברכיביו השונים על בסיס משוואת התמחור במצב עמיד (משוואה א'-5) וערכי המשתנים בטווח הארוך כפי שאלה נאמדו בנקודת הקצה – הרביע השלישי של 2025. מהלוח ניכר כי אומדני השווי התיאורטי רגישים למדי לתשואות. ירידה של ריבית הפורוורד חסרת הסיכון לטווח ארוך בנקודת אחוז (מערכה הנוכחי) מעלה את השווי התיאורטי בכ-15.2% (עמודה 3), וירידה של אחוז אחד בריבית המשכנתאות צמודות המדד (פורוורד לטווח ארוך) מעלה את השווי התיאורטי בכ-18.6% (עמודה 2). גמישות השווי התיאורטי ביחס לשכר הדירה יחידתית: עלייה של אחוז אחד בשכר הדירה מעלה את השווי התיאורטי באחוז אחד.

לוח א'-2: רגישות השווי התיאורטי לרכיביו – אומדני טווח ארוך¹

(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
שכר דירה	שיעור מינוף ממוצע	ריבית חסרת סיכון	ריבית משכנתאות	פרמטרים	
$Rent$	λ	r	r^m	$\rho - g + \delta$	
	55%	1.8%	3.0%	0.5%	ערך (רביע 3 של 2025) ²
1	$-\frac{r^m - r}{\tilde{r}}$	$-\frac{1 - \lambda}{\tilde{r}}$	$-\frac{\lambda}{\tilde{r}}$	$-\frac{1}{\tilde{r}}$	גמישות למחצה (עמודות 1-4) / גמישות (עמודה 5) ³
1	0.4	15.2	18.6	33.8	אומדן

¹ בטווח הארוך: $P = Rent / \tilde{r}$, כאשר $\tilde{r} = \lambda r^m + (1 - \lambda)r + \rho - g + \delta$.

² ריבית המשכנתאות היא ריבית הפורוורד ל-20 שנה של משכנתאות צמודות מדד, הריבית חסרת הסיכון היא ריבית הפורוורד ל-20 שנה על אג"ח ממשלתיות צמודות מדד בניכוי אומדן לרכיב סיכון המדינה. אומדן שכר הדירה הממוצע על פני אזורי הארץ ברביע השלישי של 2025 עמד על 4,963 ש"ח לחודש, אולם ערכו אינו משפיע על רגישות השווי התיאורטי ולכן אינו מוצג בלוח.

³ הגמישות למחצה מודדת את אחוז השינוי של השווי התיאורטי כתוצאה משינוי של נקודת אחוז אחד בגורם המסביר (למשל, מעלייה של הריבית חסרת הסיכון מ-1.8% ל-2.8%). גמישות מודדת את אחוז השינוי של השווי התיאורטי כתוצאה משינוי של אחוז אחד בגורם המסביר (למשל, מעלייה של שכר הדירה באחוז אחד).

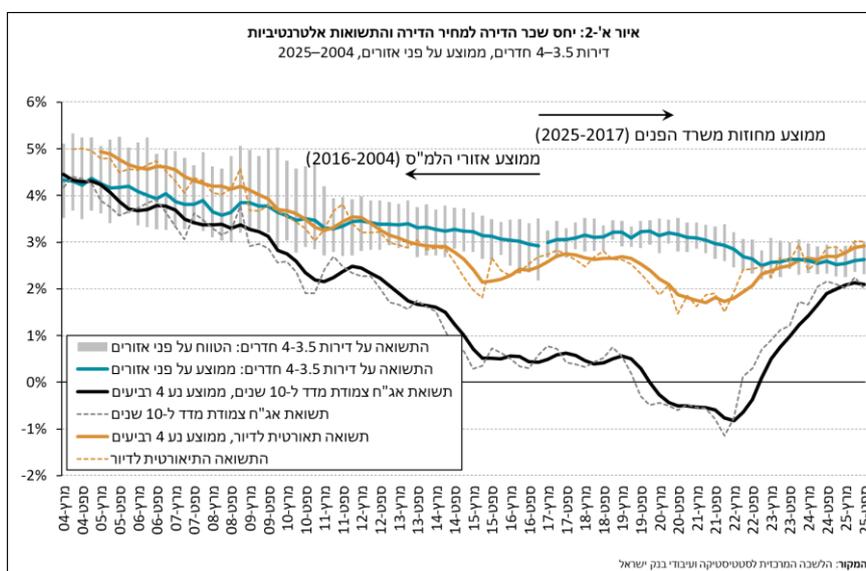
ב.4. התשואה מדירות

דרך אלטרנטיבית לבחינת הנתונים היא באמצעות התשוואה מהחזקת דירה – יחס שכר הדירה למחירה – והשוואתה לתשוואות האלטרנטיביות משוק ההון, העומדות בפני רוכשי הדירות. עקרונית, התשוואה הרלוונטית תלויה בכל עקום התשוואות, כפי שמשקף במשוואה (א'-4), אולם כדי להציג את הרכבה בפשטות מועיל להעריך את המשוואה במצב עמיד (steady state), שבו שכר הדירה והמחירים צומחים בקצב g , ועקום התשוואות שטוח. במצב זה נקבל:

$$\frac{Rent_{ss}}{P_{ss}} = \lambda_{ss} r_{ss}^m + (1 - \lambda_{ss}) r_{ss} + \rho_{ss} - g + \delta \quad (א'-5)$$

התשוואה הרלוונטית משקללת את תשוואות שוק ההון עם ריבית המשכנתאות, כאשר המשקלות נקבעים בהתאם לשיעור המינוף של רוכשי הדירות. צמיחה מהירה של שכר הדירה מאפשרת להתפשר על תשוואה נוכחית נמוכה יותר, בעוד ששיעור פחת ופרמיית סיכון גבוהים יותר דורשים פיצוי כבר בהווה.

איור א'-2 מציג את התשוואה מדירות 3.5–4 חדרים לאורך זמן. הקו הכחול מציין את ממוצע התשוואות על פני אזורי הארץ, והעמודות ברקע – את טווח התשוואות באזורים השונים. השוואה לתשוואת אג"ח ריאלית ארוכה (הקו השחור) מראה שלכאורה אין קשר בין התשוואות בשוק הדיור לתשוואות שוק ההון, אולם חישוב התשוואה התיאורטית הרלוונטית לשוק הדיור על פי המודל מראה כי התשוואה מדירות תואמת בקירוב את התשוואה התיאורטית (הקו האדום).



בתחילת המדגם התשוואה התיאורטית הייתה גבוהה מהתשוואה הממוצעת בשוק הדיור – תוצאה התואמת שווי תיאורטי נמוך מהמחירים בפועל (איור א'-1). החל מאמצע 2012 התשוואה התיאורטית הייתה נמוכה מהתשוואה בשוק הדיור, ובהתאם לכך השווי התיאורטי היה גבוה מהמחירים בפועל. פער התשוואות נפתח משמעותית בסוף 2014, כאשר תשוואות שוק ההון ירדו בחדות – התשוואה על אג"ח ל-10 שנים ירדה לראשונה אל מתחת ל-1.0% – וביתר שאת בתקופת הקורונה. עם עליית

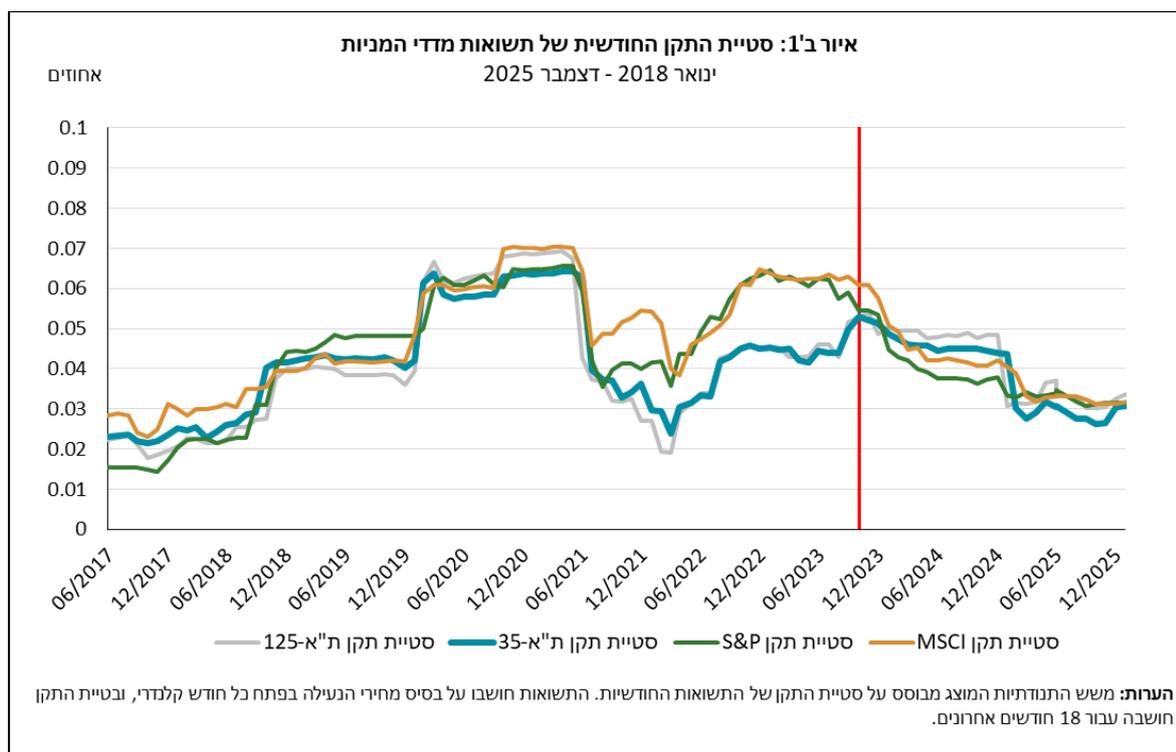
התשואות בשוק ההון עלתה גם התשואה התיאורטית, ובנקודת הקצה – הרביע השלישי של 2025
– התשואה התיאורטית הייתה גבוהה מהתשואה על דירות. מהניתוח עלה כי התשואה שהציע שוק
ההון עדיפה על זו של שוק הדיור.

תיבה ב': מחזוריות בהשקעות גופים מוסדיים בישראל

- ניתוח נתוני החזקות מראה כי קרנות הפנסיה בישראל נוקטות התנהגות אנטי-מחזורית מובהקת בשוק המניות המקומי: הן מצמצמות השקעות בעת עליות ומגדילות אותן בעת ירידות, בניגוד לקרנות נאמנות ולגופים מוסדיים אחרים.
- התנהגות זו עשויה לשמש מנגנון של איזון-מחדש התורם ליציבות היחסית של שוק המניות המקומי, על רקע היקפו הגבוה של החיסכון הפנסיוני ביחס לגודל השוק.

מבוא

בתקופת ההתאוששות ממגפת הקורונה התאפיין שוק המניות הישראלי בתנודתיות נמוכה בהשוואה לשנים שקדמו למגפה ולשווקים בין-לאומיים אחרים. באוקטובר 2023, עם מתקפת הטרור של חמאס ופרוץ המלחמה, עלתה התנודתיות בישראל לרמה גבוהה מזו של השווקים בעולם, והיא התכנסה בחזרה לרמה בשווקים אלה לאחר מבצע חצי הצפון לקראת סוף שנת 2024. נרשמה עמידות יוצאת דופן של מדדי המניות בישראל, המבטאת את המשך המגמה של תנודתיות נמוכה (איור ב'-1).



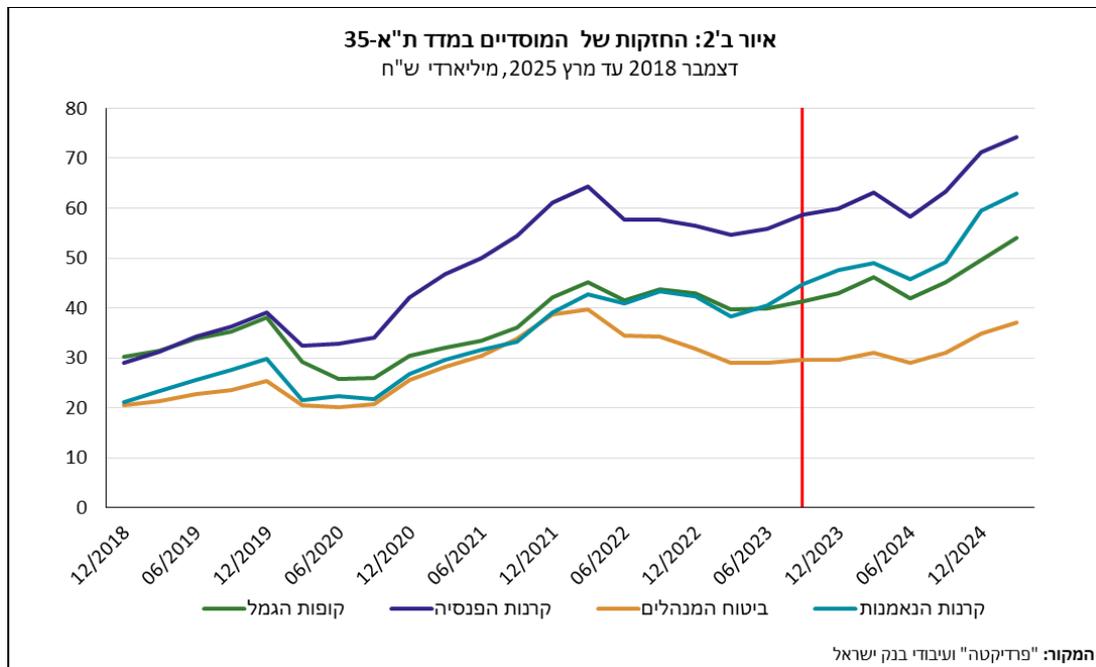
תיבה זו בודקת אם הסבר, ולו חלקי, לעמידות שוק המניות והתנודתיות הנמוכה נעוץ במבנה הייחודי של שוק ההון בישראל, ובייחוד במשקלם הגבוה של הגופים המוסדיים, המשקיעים לטווחים ארוך ובינוני – קרנות הפנסיה, ביטוחי המנהלים (ההשקעות הפנסיוניות בחברות הביטוח), קופות הגמל וקרנות ההשתלמות – בהיקף המסחר ובהחזקת המניות. לשם המחשה, היקף החסכונות במערכת

הפנסיונית בישראל עמד בסוף 2024 על כ-69% מהתוצר, לעומת כ-54% במוצע במדינות המפותחות (OECD Pension in a Glance 2025). שיעור ההחזקה של החיסכון ארוך הטווח, ובפרט של קרנות הפנסיה, בשוק המניות בישראל אף הולך ועולה לאורך זמן⁹⁶, בין היתר על רקע שינויים רגולטוריים, ובראשם הנהגת פנסיית חובה וביטול האג"ח המיועדות (איור ב'2). תיבה זו בודקת אם דפוסי ההשקעה של גופים מוסדיים, ובפרט קרנות הפנסיה, מתאפיינים בהתנהגות אנטי-מחזורית ביחס לתשואות השוק המקומי, התנהגות שעשויה להיות אחד ההסברים האפשריים ליציבות היחסית של שוק המניות המקומי.

גורם משלים להסברים המוצגים בתיבה הוא גודלו המצומצם של שוק המניות המקומי ביחס למסה הקריטית של כספי החיסכון ארוך הטווח המנוהלים בו. היקף החיסכון הפנסיוני בישראל כפי שצוין, מעצים את הדומיננטיות של הגופים המוסדיים ואת השפעת פעילותם על יציבות השוק המקומי.

רקע ומוטיבציה

בשנים האחרונות מתרחבת הספרות האמפירית העוסקת בתפקידם של משקיעים מוסדיים במחזוריות השווקים הפיננסיים. Timmer (2018) מצא כי גופים מוסדיים במדינות מתפתחות נוטים לפעול במחזוריות, כלומר לרכוש מניות כשהשוק בעלייה ולמכור כשהוא בירידה. לעומת זאת נצפית במדינות מפותחות רבות נטייה אנטי-מחזורית, התורמת ליציבות הפיננסית.



מחקרים נוספים מלמדים שהמחזוריות מושפעת מכמה גורמים – מסוג הגוף, ממקור ההון ומאופי הרגולציה. קרנות נאמנות ותעודות סל נוטות למחזוריות גבוהה יותר (Feroli et al., 2014);

⁹⁶ שיעור המניות מהתיק של קרנות הפנסיה עלה מכ-5% בתחילת 2018 לכ-8% בסוף 2025.

(Goldstein et al., 2017), ואילו קרנות פנסיה וקרנות ריבוניות נוטות לפעול באופן מנוגד לשוק, ובכך מספקות נזילות בעת משבר (Arslanalp and Tsuda, 2015).

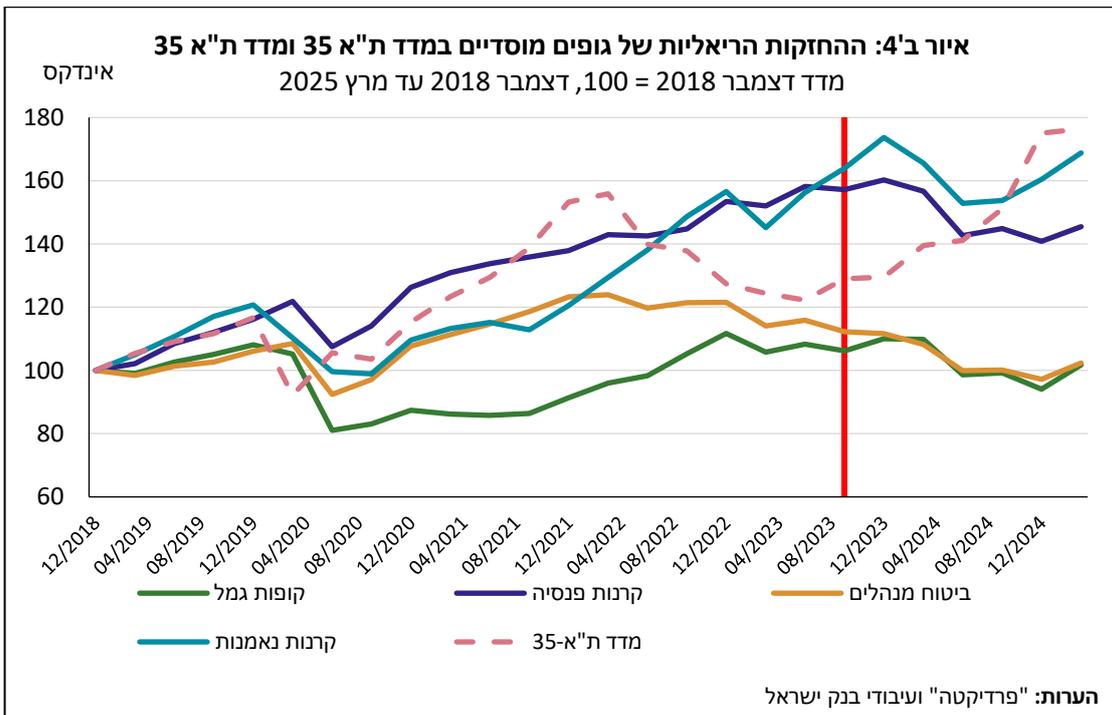
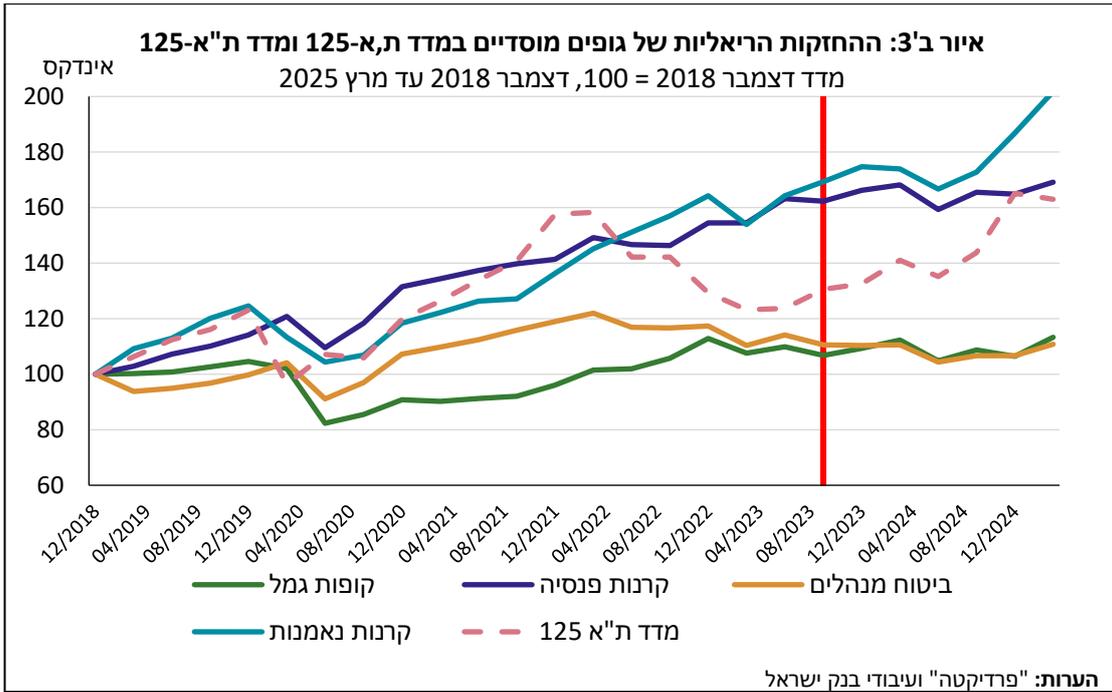
בישראל משקיעים ארוכי טווח, ובפרט קרנות פנסיה, נוקטים מדיניות השקעה ארוכת טווח, וכפופים לרגולציה מחמירה, שצפויה לייצר התנהגות אנטי-מחזורית. פיזור ההשקעות של הקרנות נקבע על ידי הדירקטוריון, שמתכנס אחת לרבעון, והקרנות נדרשות לשמור על פיזור התואם, לאורך זמן, את מדיניות ההשקעה המוצהרת. לכן עלייה של תשואות מדד המניות עשויה להביא לצמצום ההחזקות, במטרה לשמור על שיעור השקעה יציב בהתאם למדיניות שנקבעה. מגבלה זו מחמירה פחות בקופות הגמל ובחברות הביטוח, המחזיקות תיקים ללא מגבלות השקעה, המאפשרים גמישות בחשיפה לנכסים (מסלולי השקעה מגוונים/קצרים ופוליסות השקעה ותיקות). תיבה זו בודקת אמפירית את הטענה שמדיניות ההשקעה הייחודית של קרנות הפנסיה בישראל, לצד התמריצים הבסיסיים המתוארים בספרות, צפויה להוביל להתנהגות אנטי-מחזורית של איזון-מחדש (rebalancing) בשוק המניות המקומי. לנוכח היקף הנכסים המשמעותי של קרנות הפנסיה בישראל והקצב שבו הם גדלים, התנהלות זו עשויה לתרום ליציבות היחסית של שוק המניות המקומי.

בחינה אמפירית

המחקר מתבסס על נתוני החזקת מניות של חברת "פרדיקטה", המאפשרים לבחון השקעה רבעונית של גופים מוסדיים לפי סוג הגוף המוסדי, ונסב על השנים 2016–2025. נשתמש בנתונים אלו כדי לבדוק אם הגופים המוסדיים בישראל נוטים לרכוש מניות כאשר השוק יורד ולמכור כאשר הוא עולה.

תיאור מגמות

איורים ב'-3 וב'-4 מציגים את שיעור ההחזקה הריאלי, מדד המבוסס על השינוי בשווי ההשקעה (בניכוי תשואות השוק) של סוגי הגופים המוסדיים השונים במדד ת"א-125 ובמדד ת"א-35. החל משנת 2022 הן קרנות הנאמנות והן קרנות הפנסיה מציגות מגמת השקעה הגבוהה מתשואות מדד ת"א-125. עם זאת, בעוד שקרנות הנאמנות מאופיינות בתנודתיות גבוהה יחסית, קרנות הפנסיה שומרות על יציבות יחסית: קצב הגידול של השקעתן במדדים האמורים קבוע לאורך זמן. במדד ת"א-35 נשמרת מגמת ההשקעה הגבוהה מאז 2022, אך החל מהרבעון השני של 2024 קצב צמיחתו של המדד גבוה מזה של החזקות קרנות הפנסיה וקרנות הנאמנות, וברבעונים האחרונים קרנות הפנסיה אף שומרות על יציבות בגובה ההחזקות למרות עלייה חדה של המדד.



כדי לבחון את ההתנהגות המחזורית של קרנות הפנסיה ערכנו גם בדיקה אמפירית באמצעות בחינה של הקשר בין תשואות מדד ת"א-35 ברבעון⁹⁷ לבין השינוי בגובה ההשקעות של הגופים המוסדיים (בהשראת מודל המוצג במאמר של Timmer 2018)⁹⁸:

$$Netbuy_{i,t} = \beta_1 Funds_i * \Delta Price_t + FE_t + \epsilon_{i,s,t}$$

כאשר $Funds_i$ מבטא את סוג הגוף המוסדי (קרנות פנסיה, ביטוח מנהלים, קופות גמל וקרנות נאמנות – קבוצת הבסיס היא קופות גמל), $\Delta Price_t$ הוא השינוי בתשואת מדד ת"א-35 ברבעון, ו- $Netbuy_{i,t}$ הוא השינוי בהחזקה הריאלית (בניכוי תשואות) של הגוף במדד ת"א-35 ברבעון – בשקלים. ברגרסיית הפאנל יש פיקוח על ממד הזמן באמצעות משתנים קבועים של הרבעונים.

התוצאות

תוצאות רגרסיית הפאנל בלוח ב'-1 מראות שמקדם האינטראקציה של קרן פנסיה עם תשואת המדד הוא שלילי ומובהק. זאת אומרת שבאשר תשואת המדד חיובית קרנות הפנסיה מקטינות את ההשקעה בו, כלומר מתנהגות באופן אנטי-מחזורי. הפרשנות הכלכלית של התוצאות הן שעלייה של נקודת אחוז בתשואה של מדד מתואמת עם ירידה של 17.5 נקודות אחוז בהחזקות הריאליות של קרנות הפנסיה במדד זה, מעל ומעבר למגמת ההשקעה הכללית של הגוף.⁹⁹ מקדם האינטראקציה של שאר הגופים המוסדיים עם השינוי בתשואה של המדד אינו מובהק סטטיסטית. בחנו גם את השפעת התשואה של מדד S&P 500 על השינוי בהחזקה הריאלית במדד ת"א-35, באמצעות החלפת משתנה $\Delta Price_t$ בתשואת מדד S&P 500, ולא נמצאה השפעה מובהקת. ממצא זה מלמד כי ההתנהגות האנטי-מחזורית ואיזון ההשקעות של קרנות הפנסיה בשוק המקומי חזקים יותר ומובהקים סטטיסטית לעומת האיזון ביחס למדד המניות המוביל בחו"ל.

לוח ב'-1: ממצאים עיקריים מרגרסיית פאנל	
המקדם	המשתנה
-17.51*	קרן הפנסיה * תשואת המדד $Pension * \Delta Price_t$
4,320	מספר התצפיות
120	מספר הגופים
36	מספר התקופות
Panel FE (Time)	סוג המודל

⁹⁷ אנו מסתכלות על שינויים מקבילים בתוך אותו רבעון על פי מדיניות ההשקעה של קרנות הפנסיה שתוארה לעיל.
⁹⁸ המאמר בוחן מחזוריות לפי ניירות ערך ספציפיים, בעוד שבהקשר הישראלי המחזוריות נבחנת ברמת מדדי המניות. לכן הניתוח מתמקד במדד ת"א-35, המאפשר לבחון את הקשר בין שינויי המחיר להשקעה בניירות הכלולים במדד. בניגוד למאמר האמור, השקעות הבנקים אינן נכללות, משום שהם אינם שחקנים מרכזיים בשוק המניות הישראלי.
⁹⁹ התוצאות עמידות גם לאחר ניכוי תצפיות חריגות.

סיכום ודין

המחקר מציג ממצאים המעידים על התנהגות אנטי-מחזורית של קרנות הפנסיה בישראל כלפי תשואת שוק המניות המקומי בהשוואה להתנהגותם של משקיעים מוסדיים אחרים. ממצאים אלה עולים בקנה אחד עם הספרות האמפירית על פעילות גופים מוסדיים בעולם. לנוכח גידול ההיקף של נכסי קרנות הפנסיה ממצאים אלו מצביעים על אפשרות קיומו של מנגנון התורם ליציבות היחסית של שוק המניות הישראלי.

מקורות

Timmer, Yannick (2018). "Cyclical investment behavior across financial institutions", *Journal of Financial Economics* 129, no. 2: 268–286.

Arslanalp, Mr Serkan and Mr Takahiro Tsuda (2015). *Emerging market portfolio flows: The role of benchmark-driven investors*. International Monetary Fund.

Feroli, M., A.K. Kashyap, K.L. Schoenholtz and H.S. Shin (2014). Market tantrums and monetary policy. *Chicago Booth Research Paper*, (14-09).

Goldstein, I., H. Jiang and D.T. Ng (2017). "Investor flows and fragility in corporate bond funds", *Journal of Financial Economics*, 126(3), 592–613.

תיבה ג': הקשר בין חייבים בהוצאה לפועל לחדלות פירעון, דפוסים ומגמות מהשנים

האחרונות

- תיבה זו בוחנת את הקשר בין תיקי הוצאה לפועל¹⁰⁰ המשמשים כסמן (אינדיקטור) למצוקה פיננסית לבין כניסה להליכי חדלות פירעון¹⁰¹ של יחידים בהשוואה לפי שנים.
- הממצאים מלמדים, כי אף שמספר היחידים בעלי תיקים פתוחים בהוצאה לפועל ובהליכי חדלות פירעון, נותר יציב יחסית בשלוש השנים האחרונות, החייבים החדשים בשנים אלו מתאפיינים ברמת סיכון גבוהה יותר לכניסה להליכי חדלות פירעון מאשר בעבר. זו מתבטאת בשיעורים גבוהים יותר של פתיחת הליכי חדלות פירעון.
- בהבחנה בין עוסקים מורשים לאנשים פרטיים נמצא כי שיעור נטייתם של עוסקים מורשים להיקלע להליכי הוצאה לפועל דומה לזה של אנשים פרטיים, אך הסיכון של עוסקים מורשים להתדרדרות אל כשל פיננסי מלא, המתבטא בחדלות פירעון, גבוה יותר.
- למרבית היחידים שפתחו תיקי חדלות פירעון בשנים הנחקרות (83% מהם בממוצע) קדמו חובות בהוצאה לפועל. ניתן ללמוד מכך שהכשל הפיננסי, בדרך כלל, אינו פתאומי, אלא מתרחש בהדרגה.
- כ-14% מחייבי הוצאה לפועל בשנים הנחקרות הגיעו לחדלות פירעון וזאת, לרוב, בתוך שנתיים מפתיחת תיק הוצאה לפועל הראשון.

רקע

תיקי הוצאה לפועל הם המנגנון המשפטי לגביית חובות שלא שולמו בישראל. תיקים אלו נפתחים בגין מגוון רחב של חובות: חובות בנקאיים, חובות לרשויות, חובות לחברות תקשורת (סלולר, אינטרנט וכו'), חובות על נסיעה בכבישי אגרה, חובות משפטיים ועוד. פתיחת תיק הוצאה לפועל עשויה להעיד כי החייב נמצא במצוקה פיננסית, לפחות ביחס לאותו חוב, שכן הנושה מצא לנכון לנקוט צעדים משפטיים לגביית החוב. תיקים אלו יכולים לאותת על מצוקה פיננסית בכמה ערוצים מרכזיים - הם מצביעים על חוסר יכולת או חוסר נכונות לעמוד בהתחייבויות, פוגעים ביכולת החייב לקבל אשראי נוסף מה שמחמיר את מצבו הכלכלי. בנוסף, החובות גם עלולים לגדול עם הזמן בשל ריבית והצמדה, ולהפוך לקשים יותר לפירעון.

¹⁰⁰ לפי חוק הוצאה לפועל התשכ"ז 1967.

¹⁰¹ לפי פקודת פשיטת הרגל תש"ם 1980 עבור תיקי פשיטת רגל שנפתחו עד ספטמבר 2019 ולפי "חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018", עבור תיקי חדלות פירעון ושיקום כלכלי שנפתחו לאחר מכן (תיקים שמנוהלים על ידי הוצאה לפועל ותיקים שמנוהלים על ידי הממונה על הליכי חדלות פירעון ושיקום כלכלי, כתלות בגודל התיק.

חדלות פירעון מוגדרת בחוק כמצב כלכלי-משפטי שבו חייב אינו יכול לשלם את חובותיו, בין אם הגיע מועד התשלום ובין אם מדובר בתשלום עתידי, ו/או סכום החובות וההתחייבויות של החייב גבוה משווי נכסיו. מצב זה משקף כשל פיננסי כולל.

בשנים האחרונות גדל היקף האשראי הצרכני, ועל כן גובר הצורך לפתח כלים נוספים לניטור סיכוני הנשל של יחידים. נוסף על כך נכנס לתוקף, בספטמבר 2019, "חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי תשע"ח-2018", שהקל וייעל את ההליך מנקודת מבטם של החייבים ושל הנושים ובכך הגביר את המוטיבציה של החייבים לגשת להליכי חדלות פירעון. בתיבה זו אנחנו מנתחים, באופן ראשוני, את דפוסי ההסתברות של חייב בעל תיק הוצאה לפועל להגיע לחדלות פירעון. קשר זה נובע משני מנגנונים מרכזיים. הראשון והברור יותר, הוא איתות על מצוקה פיננסית ניכרת. המנגנון השני הוא התנהגותי: חייבים בהוצאה לפועל עשויים לפנות להליך חדלות פירעון מיד לאחר פתיחת התיק גם אם מצבם הפיננסי אינו מצדיק זאת בהכרח, כדי לעצור עיקולים ופעולות גבייה. זאת משום שהגשת בקשה לחדלות פירעון מאפשרת עיכוב הליכים, ומעניקה להם הגנה זמנית, המאפשרת התארגנות כלכלית.

תחילה נבסס את ההלימה בין תיקי הוצאה לפועל לבין חדלות פירעון, ולאחר מכן נבחן את התמורות שחלו לאורך זמן ברמת הסיכון של החייבים. רמת סיכון זו מחושבת באמצעות שיעורי חדלי הפירעון מתוכם.

מקור הנתונים¹⁰² ששימשו לניתוח זה הוא מאגר נתוני האשראי¹⁰³ (המותמם). הניתוח יכול את כל תיקי הוצאה לפועל,¹⁰⁴ המהווים סמן למצוקה פיננסית, ואת כל תיקי חדלות הפירעון שנפתחו מינואר 2019 עד דצמבר 2025 לאנשים פרטיים ולעוסקים מורשים יחדיו. בסוף התיבה נבחין בין פרטיים לעוסקים מורשים בנקודת זמן מסוימת.

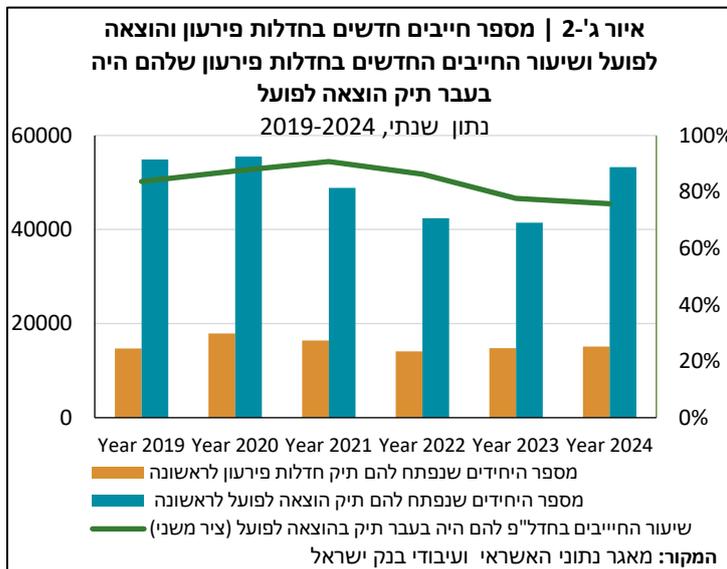
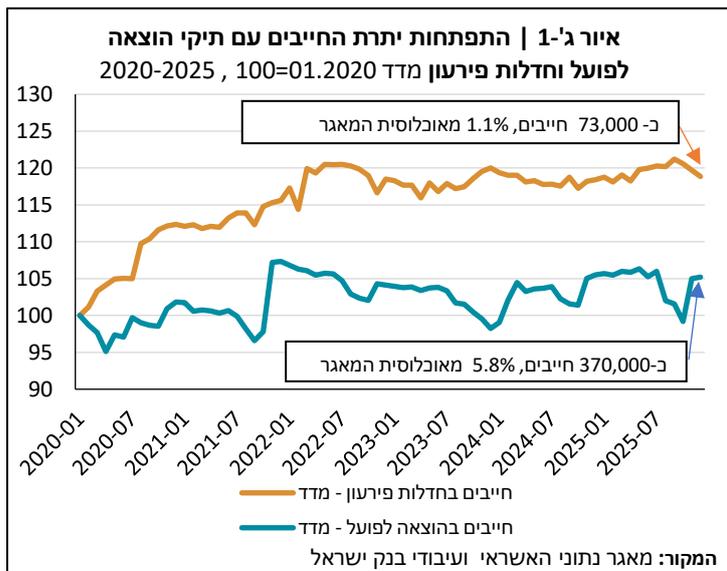
היקף החייבים בהוצאה לפועל ובחדלות פירעון

תחילה נבחן את המגמות בהיקפי החייבים בשנים האחרונות. מהנתונים (איור ג'-1) עולה כי במהלך השנים 2020–2022 עלה מספר חדלי הפירעון, אך החל מהמחצית השנייה של 2022 הוא נשאר

¹⁰² עלולים להיות פערים במגמות בין הנתונים המדווחים למאגר נתוני האשראי לבין הנתונים שברשות האכיפה והגבייה. דוגמאות: למאגר לא ידווחו תיקי הוצאה לפועל בגין מזונות; למאגר ידווחו תיקים על יחידים בלבד, ללא תאגידים. במסמך זה לא הכללנו תיקי הוצאה לפועל בגין נסיעה בכבישי אגרה, למאגר ידווחו תיקי הוצאה לפועל רק לאחר שחלפו 60 ימים ממועד מילוי האזהרה לחייב בהתאם לסעיף 7 לחוק ההוצאה לפועל ועוד.

¹⁰³ חוק נתוני אשראי 2016 והוראות דיווח 202 ו-203. להרחבה ראו creditdata.org.il/regulation

¹⁰⁴ הדיווח על נתוני מלאי התיקים (חדלות פירעון והוצאה לפועל) למאגר נתוני האשראי החל בסוף שנת 2018. בסקירה של מספר החייבים החדשים בכל שנה נכללו רק חייבים שעל פי הנתונים שבמאגר לא נפתחו להם תיקי חוב בעבר, כלומר חייבים שלא היה להם תיק פעיל מתחילת הדיווח למאגר בסוף שנת 2018. ייתכן שבעבר היה לחייב תיק כלשהו שנסגר לפני תחילת הדיווח למאגר, ולא נוכל לדעת עליו.



יציב יחסית עד 2025. בבחינת תיקי ההוצאה לפועל אפשר לראות כי היקף החייבים הוא תנודתי ומאופיין בעונתיות, אך ללא שינוי ניכר לאורך השנים. על פי מאגר נתוני האשראי מספר החייבים בעלי תיקי הוצאה לפועל פתוחים היה בדצמבר 2025 כ-370 אלף, שהם כ-5.8% מאוכלוסיית המאגר. מספר החייבים בחדלות פירעון קטן הרבה יותר – כ-73 אלף, שהם כ-1.1% מאוכלוסיית המאגר.

איור ג'2 מציג את מספר החייבים החדשים בהליכי חדלות פירעון בכל שנה לצד שיעור החייבים שקודם לכן היה להם תיק הוצאה לפועל ואת מספר החייבים החדשים

בהוצאה לפועל. אפשר לראות כי באופן כללי נוספים בכל שנה כ-15 אלף חייבים חדשים בעלי תיק חדלות פירעון. בשנים 2023-2024 עלה מספר החייבים החדשים במתינות, אך עדיין היה נמוך מהשיא שנצפה בשנת 2020. בנוסף, נמצא כי שיעור החייבים החדשים בהליכי חדלות פירעון שנפתחו להם בעבר תיקי הוצאה לפועל נע בין 76% ל-91% מכלל החייבים. משמעות ממצא זה היא שבמרבית המקרים כניסה לחדלות פירעון אינה מתרחשת באופן פתאומי, אלא בתהליך הדרגתי, שעובר דרך חובות בהוצאה לפועל. באשר לחייבים החדשים בהוצאה לפועל נראה כי לאחר ירידה בשנים 2022-2023, עלה מספרם בשנת 2024 והגיע לכ-53 אלף¹⁰⁵.

¹⁰⁵ בגלל המלחמה ניתנו בלשכות הוצאה לפועל הקלות – הכוללות השעיה של ספירת הימים הנדרשים להגשת התנגדות, התייצבות לחקירת יכולת, הגשת תגובה וכל דבר אחר שנקבע בחוק או בהחלטת רשם הוצאה לפועל. הקלות אלו מסבירות חלק מהעלייה שנצפתה בתחילת 2024, שכן תיקים שהצטברו ברבעון השלישי של 2023 קיבלו דחייה ברישום ונרשמו בפועל רק בתחילת 2024.

המעבר של חייבים בהוצאה לפועל להליכי חדלות פירעון

כדי לבחון את התמורות בהיקף המעבר של חייבים מהוצאה לפועל לחדלות פירעון מיפיו, לפי שנים, את שיעור החייבים החדשים בהוצאה לפועל אשר נכנסו מאוחר יותר להליכי חדלות פירעון. לוח ג'-1 מציג את פילוח המעבר מהליכי הוצאה לפועל להליכי חדלות פירעון לפי משך הזמן שחלף בין פתיחת התיקים ולפי שנת פתיחת התיק הראשון בהוצאה לפועל. הממצאים מלמדים כי באופן כללי (על פי נתוני החייבים חדשים ב-2019) כ-14% מהחייבים בעלי תיקי הוצאה לפועל (7.4% עד שנתיים ועוד 6.9% מעל שנתיים) מגיעים בסופו של דבר לחדלות פירעון. ממצאים אלו מעידים שמרבית החייבים החדשים בהוצאה לפועל אינם מגיעים לכדי חדלות פירעון, אלא משתקמים כלכלית. כן עולה כי מרבית חייבי ההוצאה לפועל שנכנסים להליכי חדלות פירעון עושים זאת בתוך שנתיים מפתחת תיק ההוצאה לפועל. בחלוקה חצי-שנתית, הקבוצה הגדולה ביותר של חייבים חדשים שפותחים תיקי חדלות פירעון היא של אלה שעושים זאת בתוך חצי שנה.

לוח ג'-1. שיעור החייבים בהוצאה לפועל, בחלוקה שנתית לפי מספר חודשי הפרש בין פתיחת תיק הוצאה לפועל לבין פתיחת תיק חדלות פירעון					
שנה	1M-6M	1M-12M	1M-18M	1M-24M	24M+
2019	2.1	4.3	5.9	7.4	6.9
2020	2.3	4.1	5.5	6.7	5.1
2021	1.7	3.1	4.2	5.2	3.4
2022	2.2	4.2	5.6	6.9	3.1
2023	2.2	4.4	6.3	8.1	
2024	2.4	4.3			

באשר למגמות בשנים האחרונות¹⁰⁶ נבחן תחילה את שנת 2023. כדי להשוות שנה זו לשנים קודמות נתמקד בשיעור החייבים שנכנסו להליכי חדלות פירעון וחצי ושנתיים מפתחת תיק ההוצאה לפועל. נמצא כי בשנת 2023 עמדו שיעורים אלו על כ-6.3% וכ-8.1%, בהתאמה והם הגבוהים ביותר לאורך כל תקופת הבדיקה. ממצאים אלו מצביעים על עלייה מסוימת ברמת הסיכון של חייבי ההוצאה לפועל בשנה זו. לגבי שנת 2024 נבחן את שיעור החייבים שפתחו תיק חדלות פירעון בתוך חצי שנה ושנה מפתחת תיק ההוצאה

לפועל. מהנתונים עולה כי שיעור הכניסה לחדלות פירעון בתוך חצי שנה הוא הגבוה ביותר שנרשם עד כה, כ-2.4% – עלייה של כ-10% ביחס לשנה הקודמת. בנוסף, שיעור הכניסה לחדלות פירעון בתוך חצי שנה ממועד פתיחת תיק ההוצאה לפועל הראשון עומד על כ-4.3%, מעט נמוך לעומת

¹⁰⁶ לכל השוואה שנתית נתמקד בשיעור הכניסה לחדלות פירעון בקבוצה שבה עבר די זמן מאז העדכון האחרון. לדוגמה, לגבי שנת 2023 נתמקד בשיעור התיקים שנפתחו כעבור תקופה שעד שנה וחצי, כלומר תיקים שעבר זמן מספיק כדי להעריך את מצבם. (עדיין לא חלפו שנתיים מאז פתיחת התיקים האחרונים של 2023).

השנה הקודמת אך עדיין גבוה ביחס לרמות ההיסטוריות. ממצאים אלה מעידים כי בשנת 2024 נמשכה עליית הסיכון בקרב חייבי ההוצאה לפועל.

רמת הסיכון של העוסקים המורשים ביחס לזו של הפרטיים

<p>לוח ג'-2. שיעור החייבים¹⁰⁷ מתוך אוכלוסיית המאגר (מלאי), בהוצאה לפועל וחדלות פירעון, עוסקים מורשים ופרטיים, דצמבר 25</p>			<p>להלן נבחין בין קבוצת יחידים הפרטיים לקבוצת העוסקים המורשים במספר החייבים וברמת הסיכון.¹⁰⁸ הבחנה זו חשובה, שכן לעוסקים מורשים סיכון גבוה יותר לתנודות כלכליות, במיוחד בתקופות של אי-וודאות כתקופת מלחמה ואילו הפרטיים נהנים לרוב מיציבות יחסית, בזכות הכנסה קבועה, חיסכון ותמיכות. מהנתונים (לוח ג'-2) עולה</p>
עוסקים מורשים	פרטיים		
93.8%	94%	ללא תיקים	
5.7%	5.8%	עם לפחות תיק הוצאה לפועל אחד פתוח	
1.8%	1.1%	עם לפחות תיק חדלות פירעון אחד פתוח	
1.3%	0.8%	עם שני סוגי התיקים פתוחים (הוצל"פ + חדלות פירעון)	

כי נכון לחודש דצמבר 2025, שיעור העוסקים המורשים שיש להם לפחות תיק אחד בהוצאה לפועל דומה לשיעורם של הפרטיים. עם זאת, בבחינת שיעור החייבים שבהליכי חדלות פירעון הפער בין הקבוצות מתרחב בשיעור ניכר. שיעור הפרטיים שבחדלות פירעון עומד על כ-1.1%, ושיעור העוסקים המורשים שבחדלות פירעון גבוה יותר – כ-1.8%. גם בבחינת החייבים בעלי תיק פעיל הן בהוצאה לפועל הן בחדלות פירעון ניכר כי שיעור העוסקים המורשים גבוה מזה של הפרטיים – 1.3% לעומת 0.8%. ממצאים אלו מלמדים שלעוסקים מורשים הנקלעים לקשיים הסיכון להגיע לחדלות פירעון – בין לאחר הליכי הוצאה לפועל ובין באופן ישיר – גבוה בשיעור ניכר מאשר לפרטיים.

¹⁰⁷ כיוון שאנחנו מציגים גם את שיעור החייבים שיש להם תיקי הוצאה לפועל יחד עם תיקי חדלות פירעון, סכום האחוזים בכל קבוצה גדול מ-100.

¹⁰⁸ חייב יסווג במאגר נתוני האשראי כעוסק מורשה על פי הדיווח של נותני האשראי על אודותיו. חייב שלא התקבל עליו מידע הגדרנו כפרטי. סיווג של עוסק מורשה אינו מגיע ישירות מההוצאה לפועל או מהממונה על הליכי חדלות פירעון ושיקום כלכלי.

תיבה ד': מאפייני הנפקות אגרות חוב קונצרניות בשנת 2025

- היקף הנפקות אג"ח קונצרניות בשנת 2025 היה גבוה ביחס לשנים קודמות, בפרט של חברות חדשות שבעבר לא גייסו אג"ח.
- היקף הנפקות רחב על רקע מרווחים נמוכים בשוק האג"ח זה מחדדים את הצורך בבחינה של איכות החברות המנפיקות.
- מניתוח מאפיינים חשבונאיים ופיננסיים מרכזים עולה כי החברות החדשות שהנפיקו אינן שונות באופן מובהק מחברות מנפיקות חדשות בשנים קודמות, למעט ביחס בין הנכסים השוטפים להתחייבויות השוטפות (היחס השוטף) שנמצא נמוך יותר מבעבר.
- עם זאת, במרבית המקרים יחס זה גבוה מספיק ואינו מעיד על סיכון מוגבר של החברות המנפיקות החדשות.

בשנת 2025 בלטה פעילות ערה של הנפקות אג"ח קונצרניות¹⁰⁹ בבורסה המקומית: מתחילת השנה עד חודש נובמבר (נקודת הזמן האחרונה בעת כתיבת הניתוח) הנפיקו חברות מהמגזר העסקי הלא-פיננסי (מקומית וזרות, ללא בנקים¹¹⁰, חברות ביטוח ואג"ח מובנות) אג"ח בהיקף שיא של 89.3 מיליארדי ₪ (יתרת האג"ח בסוף שנת 2024 עמדה על כ-430 מיליארד ש"ח). חלק מההנפקות אמנם יועדו למיחזור של חוב, אך הסתכלות על הגידול ביתרת האשראי למגזר העסקי המגויס דרך אג"ח מעלה כי אכן חלק גידול נטו משמעותי באפיק גיוס זה (להרחבה ראו פרק 2.1 בדוח זה). מאפיין בולט של ההנפקות השנה, שיכול להשפיע על היציבות הפיננסית, הוא ריבוי החברות החדשות, אשר בשנת 2025 הנפיקו אג"ח לראשונה. ברקע לגל ההנפקות הגבוה יחסית עומדים, ככל הנראה, מרווחי האג"ח הנמוכים, המאפשרים לחברות חדשות לגייס חוב במחירים נוחים לכמה מטרות – הגדלת המינוף, גיוון מקורות האשראי או החלפת חוב ממקור אחר באג"ח.¹¹¹

כפי שהראו Greenwood and Hanson (2013)¹¹², בתקופות של גאות בשוק האשראי גדלה ההיתכנות להנפקות של אג"ח באיכות נמוכה יחסית או/ו של אג"ח של חברות בעלות סיכון אשראי גבוה יחסית. לפיכך תיבה זו מאפיינת את שוק הנפקות האג"ח בשנת 2025, תוך התמקדות במאפייני החברות החדשות המנפיקות.

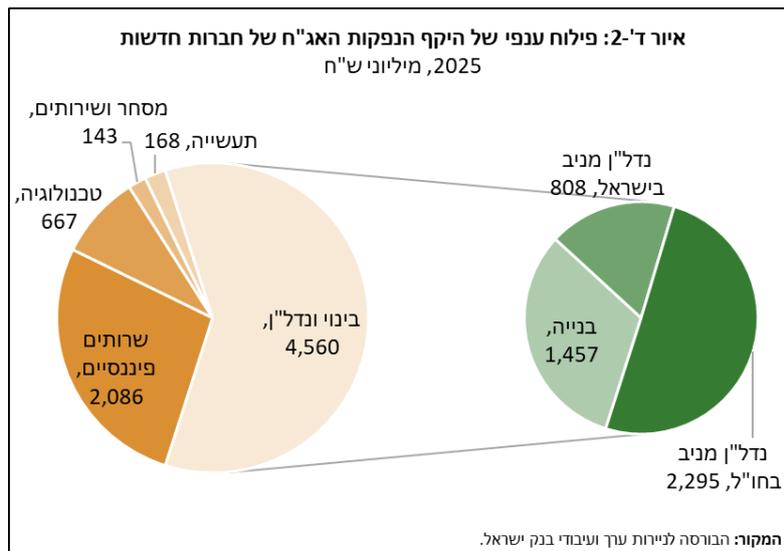
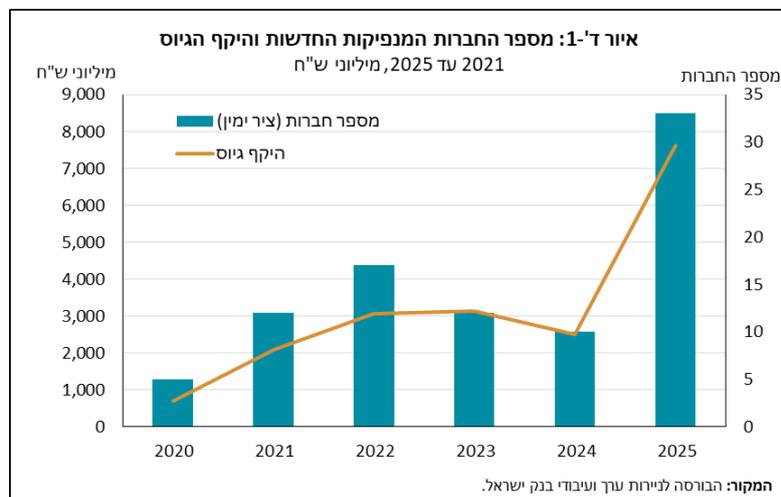
¹⁰⁹ סחירות ולא סחירות, כולל נע"מים.

¹¹⁰ הבנקים המסחריים הנפיקו אג"ח בהיקף חריג – 53.6 מיליארדי ש"ח – יותר מפי שניים מאשר בשנים האחרונות. ברקע להנפקות עמד סיום תוכנית ההלוואות המוניטריות של בנק ישראל מתקופת הקורונה, שאילץ את הבנקים לגייס מקורות חדשים.

¹¹¹ להרחבה ראו פרקי מחירי הנכסים והאשראי בדוח זה.

¹¹² Greenwood, R., & Hanson, S. G. (2013). Issuer quality and corporate bond returns. *The Review of Financial Studies*, 26(6), 1483-1525.

בשנת 2025, כאמור, הנפיקו חברות מהמגזר העסקי הלא-פיננסי אג"ח בהיקף של 89.3 מיליארדי ש"ח, מתוכם 7.6 מיליארדי ש"ח (8.5%) גויסו על ידי 33 חברות חדשות שהנפיקו לראשונה אג"ח בבורסה.¹¹³ חלקן של המנפיקות החדשות בסך ההנפקות, ובמיוחד מספרן, הם הגבוהים ביותר מתחילת העשור (איור ד'-1). מתוך 33 החברות האלה, 10 הן חברות זרות, שגייסו 4.1 מיליארדי ש"ח. זה אכן היקף גדול, אך עדיין רחוק מגל ההנפקות של חברות זרות בשנים 2016–2017. מאפיין נוסף שייחודי לחברות החדשות שהנפיקו השנה הוא חלקן הגבוה של החברות שמניותיהן אינן נסחרות בבורסה: רבע מהחברות שהנפיקו אינן חברות ציבוריות, והן גייסו למעלה מ-80% מסך החוב שגויס. בפילוח ענפי, 60% מההנפקות הם של חברות מענפי הבנייה והנדל"ן, ו-20% – של חברות אשראי-חוץ בנקאי (איור ד'-2).



¹¹³ לחלק מהחברות היו מניות נסחרות עוד קודם לכן, חלק הנפיקו גם מניות וגם אג"ח, וחלק – רק אג"ח. מספר החברות החדשות המנפיקות בניתוח זה אינו כולל חברות שהנפיקו אג"ח המגובה בפקדונות.

כדי לבחון את איכותן של החברות המנפיקות החדשות בשנת 2025 הסתכלנו על מגוון מדדים, המבוססים על הדוחות הכספיים של אותן חברות (ברבעון הסמוך ביותר למועד ההנפקה): גודל החברה (לוג טבעי של סך המאזן), המינוף, שיעור ההתחייבויות השוטפות בסך ההתחייבויות, שיעור האשראי הפיננסי בסך ההתחייבויות, היחס השוטף (הנכסים השוטפים / ההתחייבויות השוטפות), יחס המזומנים (המזומנים ושווי המזומנים / ההתחייבויות השוטפות), יחס כיסוי הריבית (רווח תפעולי / הוצאות מימון נטו), יחס תזרים המזומנים להוצאות המימון, מכפיל החוב התזרימי והתשואה להון. כקבוצת השוואה לקחנו את כלל ההנפקות בחמש השנים הקודמות (2020–2024), ואמדנו משוואה זו:

$$y_i = \alpha + \beta year2025 + month_i + \mu_i + \varepsilon_i$$

כאשר המשתנה התלוי הוא אחד מסט המדדים לעיל, והמשתנה המוסבר המרכזי הוא משתנה דמי, המקבל את הערך 1 אם ההנפקה התרחשה בשנת 2025 ו-0 אחרת. היות שישנה עונתיות בהנפקות האג"ח, כללנו גם משתנה דמי לחודש ההנפקה, והיות שהתפלגות הערכים שונה בין ענף לענף, כללנו גם אפקט קבוע לענף החברה המנפיקה. סטיות התקן עמידות בפני הטרוסקדסטיות. ערכים קיצוניים הושמטו מהמדגם.

מבין שלל המדדים שנבדקו מצאנו כי החברות המנפיקות כיום גדולות יותר מאשר בשנים הקודמות, והיחס השוטף (הנכסים השוטפים חלקי ההתחייבויות השוטפות) בהן נמוך יותר, בפרט בין המזומנים ושווי המזומנים להתחייבויות הקצרות (יחס המזומנים). במדדים האחרים לא נמצאו הבדלים מובהקים בין החברות המנפיקות כיום לאלה שהנפיקו בשנים הקודמות, בפרט לא במינוף ובשיעור החוב הפיננסי מסך ההתחייבויות. כמו כן לא נמצאו הבדלים מובהקים במדדים התפעוליים ובאלה הקשורים לרווחיות. התוצאות אינן משתנות גם כשמשימים מהמדגם את החברות הזרות. אמנם, כפי שמתואר בפרק האשראי של דוח זה, היחס השוטף של כלל החברות הציבוריות ירד מתחילת העשור, אולם בדיקה אקונומטרית מעלה שהיחס השוטף של החברות המנפיקות החדשות נמוך אף מזה של החברות הציבוריות הוותיקות יותר.

בחנו גם שלושה מאפיינים נוספים הקשורים להנפקה: דירוג החברה, סוג הבטוחה והתקופה לפדיון. הניתוח לא מגלה הבדלים מובהקים בין ההנפקות של חברות חדשות השנה להנפקות של חברות חדשות בשנים הקודמות בהיבטי הדירוג והשעבוד, אולם מספר השנים לפדיון נמוך יותר השנה – כ-5 שנים, לעומת 6.8 שנים בשנים 2020–2024. ניתן להסביר זאת בסביבת הריבית, שהייתה השנה

גבוהה יותר מאשר בשנים 2020 עד אמצע 2022, וגם בביקוש ההולך וגובר מצד קרנות כספיות לניירות ערך מסחריים (נע"מים) קצרי טווח בעלי דירוג גבוה.¹¹⁴

לסיכום, הניתוח בתיבה זו מלמד שמרבית המדדים הפיננסיים והחשבונאיים של החברות המנפיקות בשנה הנסקרת אינם שונים מהותית מאלו של השנים הקודמות, אלא רק מבחינת היחס בין הנכסים הנזילים של החברה לסך התחייבויותיה בטווח הזמן הקרוב. עם זאת, במרבית החברות היחס עדיין גבוה מ-1, מה שמעיד כי ביכולתן לשרת את התחייבויותיהן הקצרות. מכאן שמאפיין זה של החברות המנפיקות החדשות אינו טומן בחובו סיכון ליציבות הפיננסית.

¹¹⁴ להרחבה נוספת ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2025.

תיבה ה': התפתחותם של המטבעות היציבים והשפעתם על היציבות הפיננסית

מבוא

המטבעות היציבים (Stablecoins) הפכו בשנים האחרונות לחוליה משמעותית בעולם הנכסים הדיגיטליים, תוך שהם מציעים חדשנות בתשלומים לצד היותם נושאים סיכונים פוטנציאליים ליציבות הפיננסית. מטבע יציב הוא נכס דיגיטלי המוצמד למטבע פיזי, ¹¹⁵ דוגמת הדולר האמריקאי, והרגולציה המתגבשת בעולם ובישראל דורשת שההצמדה תובטח באמצעות גיבוי נכסים נזילים ובטוחים. בניגוד למטבעות הקריפטו חסרי גיבוי (כמו ביטקוין), המאופיינים בתנודתיות גבוהה, מטבעות יציבים מציעים למשתמשים עמידות מפני תנודות המחירים של מטבעות אלו. בתקופות של תנודתיות חדה בשוקי הקריפטו, משקיעים וסוחרים יכולים להמיר נכסים דיגיטליים למטבע היציב אליו הם צמודים כדי להימנע מהתנודתיות במחיריהם. ההמרה למטבעות היציבים, הנגישים על אותה תשתית טכנולוגית של נכסי הקריפטו האחרים, היא קלה יותר מאשר המרה למזומן או לחשבונות בבנקים.

שווי השוק הכולל של מטבעות יציבים הגיע בסוף 2025 ל-300 מיליארד דולר¹¹⁶. אומנם מטבעות אלו משמשים בעיקר למסחר בקריפטו, אך הם גם משמשים להעברות כספים חוצות-גבול ולתשלומים דיגיטליים.¹¹⁷ מטבעות יציבים מהווים מכשיר פיננסי לתשלומים ולהגנה על כספם של משתמשים רבים ברחבי העולם, בעיקר במדינות עם אינפלציה גבוהה או מערכת פיננסית לא מפותחת. למשל, בארגנטינה, ניגריה וונצואלה, מטבעות יציבים מהווים כלי מרכזי לשמירה על שווי החיסכון של האזרחים וסקרים מצביעים על שיעור אימוץ משמעותי במדינות אלו.¹¹⁸

על אף הפוטנציאל הגלום בהם לייעל את התשלומים, קובעי מדיניות מדגישים את הצורך באיזון בין חדשנות לבין ניהול הסיכונים לצרכנים ולמערכת הפיננסית. קרן המטבע הבינלאומית המליצה לקובעי המדיניות לאפשר חדשנות פיננסית ואימוץ של המטבעות הדיגיטליים, אך גם להבטיח רגולציה ברורה שמגנה על הצרכן והמשק. זאת כדי ליהנות מהתועלות הפוטנציאלית בלי לוותר על היציבות במשק. להלן נפרט את יתרונותיהם של המטבעות היציבים לצד הסיכונים העיקריים הגלומים בהם, נסקור את ההתפתחויות הרגולטוריות הבינלאומיות והמקומיות בתחום, ונציג את העקרונות המרכזיים הדרושים לגיבוש רגולציה בישראל לשם צמצום הסיכונים שמטבעות יציבים עשויים לייצר למערכת הפיננסית.

¹¹⁵ מטבע פיזי הוא הילך חוקי המונפק על ידי הבנק המרכזי, שערכו אינו מגובה בנכס פיזי אלא נשען על אמון הציבור, כוח המיסוי של המדינה והמסגרת החוקית המחייבת את קבלתו כאמצעי תשלום.

¹¹⁶ התפתחות שווי שוק המטבעות היציבים ושאר הנכסים הקריפטוגרפים בשנים האחרונות מוצגת בנספח 1. ¹¹⁷ Aldasoro, I., Aquilina, M., Lewrick, U., & Lim, S. H. (2025). "Stablecoin growth-policy challenges and approaches". *BIS Bulletins*, (108)

¹¹⁸ International Monetary Fund (2025). "Understanding Stablecoins." *IMF Departmental Papers*, ¹¹⁸ DP/2025/002, Washington, DC.

חדשנות מול סיכון

יתרונות פוטנציאליים

מטבעות יציבים, המבוססים על טכנולוגיה מבוצרת,¹¹⁹ הם בעלי יכולת לבצע תשלומים באופן מהיר, ללא תלות במערכת הבנקאית המסורתית. כך, הם מספקים אלטרנטיבה לשירותי תשלום איטיים בין מדינות.¹²⁰ בנוסף, המטבעות היציבים סללו את הדרך למוצרים פיננסיים חדשניים¹²¹, בתחום ה-DeFi (שווקי הון מבוזרים) וזאת ללא מתווך, דבר המייעל את המערכת הכלכלית. עם זאת, לצד יתרונות אלו, וככל שהשימוש בהם בקרב הציבור יתרחב, שווי המטבעות היציבים יגדל ואיתם יעלו מגוון סיכונים ואתגרים חדשים למערכת הפיננסית. אלו נובעים מהקשרים ההדוקים ככל שיתפתחו בינם לבין המערכת הפיננסית המסורתית.

הסיכונים הפיננסיים

הסיכון העיקרי הגלום במטבע יציב הוא "ריצה למטבע" – פדיונות מסיביים העלולים לדרוש מכירת אגרות חוב בכמויות גדולות. שני המטבעות היציבים המובילים (USDT ו-USDC), שהיקפם המשותף הגיע לכ-300 מיליארד דולר, מגובים בנכסי רזרבה כגון פיקדונות בנקאיים, אג"ח ממשלתיות קצרות טווח וניירות ערך מסחריים. כאשר יש חשש בקרב הציבור לגבי יכולתו של אחד המנפיקים לעמוד בהתחייבויותיו הסיכון לפדיון מהיר ורחב היקף גובר. יתרה מכך, החדשנות הטכנולוגית הטמונה במטבעות יציבים מגבירה את הסיכון. הפעילות הרציפה (24/7/365), מהירות הפדיונות הדיגיטלית והחשיפה הגלובלית מייצרים תנאים ל"ריצה מהירה" בהיקף חסר תקדים. כאשר משקיעים יחשדו שהנכסים המגבים אינם מספקים, הם ימהרו לפדות את המטבעות היציבים. המנפיק יאלץ למכור את נכסיו במהירות, מה שעלול לערער שווקים פיננסיים רחבים יותר – בדומה למשברי אמון בפיקדונות בנקאיים. תופעה זו התממשה במאי 2022 עם קריסת המטבע היציב TerraUSD, שאיבד את הצמדתו לדולר וגרר מכירות בהיקף של 40 מיליארד דולר בתוך מספר ימים, מה שהדגים את המהירות והעוצמה של משברי אמון בשוק הדיגיטלי.

סיכון חשוב נוסף הינו סיכון שוק הנובע מעליות חדות בשערי הריבית שעלולים להוריד את שווי תיק האג"ח, המשמש כבטוחות. גם בהינתן דרישות רגולטוריות קשיחות לביטחונות, המנפיק עלול להפסיד ערך מהנכסים המשמשים לביטחונות, דבר העלול לייצר לו עודף התחייבויות על נכסים. הפסדים אלו עלולים לייצר חוסר אמון ביכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו והמשתמשים יבקשו

¹¹⁹ טכנולוגיה מבוצרת היא מערכת שבה המידע והשליטה מפוזרים בין משתמשים רבים במקום להיות מרוכזים בידי גוף אחד.

¹²⁰ העובדה ששני צדדים לעסקת תשלום במדינות שונות יכולים להחזיק במישרין בהתחייבות של מנפיק המטבע היציב מאפשרת לבצע את העברת התשלום בפעולה אחת, לעומת השלבויות המאפיינת העברות כספים בבנקאות קורספונדנטיות.

¹²¹ כולל הלוואות, מסחר אלגוריתמי במחירי המטבעות ונגזריו, חוזים חכמים.

לפדות את המטבע, מה שיוביל למכירות אג"ח והמשך ירידת מחירים שעלולים להגביר את הפדיונות. יצוין כי ככול שחלק גדול יותר מהביטחונות מוחזק כפיקדונות בנקאיים, סיכון השוק פוחת אך סיכון הריכוזיות וההדבקה גובר.¹²²

כאשר מטבע יציב משמש לתשלומים קמעונאיים באופן נפוץ, בנוסף להשפעה על היציבות הפיננסית צפויה גם השפעה על מערך התשלומים ועל הכלים המוניטריים התלויים בהיקפי השימוש באמצעי התשלום השונים וכמות הכסף במשק. לכן, מטבעות יציבים "משמעותיים" דורשים תשומת לב רגולטורית רבה לא רק בגלל הסיכונים הגלומים בפעילות ההנפקה אלא גם בפעילויות נלוות אחרות – ארנקים דיגיטליים, זירות מסחר ואפליקציות תשלומים. במדינות קטנות ופתוחות, כדוגמת ישראל, מטבעות יציבים מגבירים גם את הסיכון לתהליך "דולריזציה", שבמסגרתו התרחבות השימוש במטבעות יציבים דולריים, עלולה לפגוע ביכולת הבנקים המרכזיים לנהל מדיניות מוניטרית יעילה, ובכך להגביל את שליטתם באינפלציה, ואת השפעתם על התעסוקה ויציבות שערי החליפין. עם זאת, סיכון זה נראה פחות רלוונטי למדינות המתאפיינות ביציבות מחירים ובמערכת פיננסית יציבה ויעילה, כדוגמת ישראל.

הפעילות של מנפיקי מטבעות יציבים והסיכונים הגלומים בהם דומים לאלו הקיימים בפעילות של קרן כספית, כיוון שזהו גוף פיננסי המנפיק התחייבות לציבור ושומר את כל התחייבויותיו בנכסים בטוחים ונדילים, אך בניגוד לקרן כספית, במקרה זה אין חלוקת רווחים או הפסדים על ידי המנפיק. הבדל מהותי זה יוצר סיכון ייחודי עבור מנפיקי המטבעות: בעוד שבקרנות כספיות המשקיעים מצפים לתשואה חיובית קטנה הם מודעים לכך שערך השקעתם עשוי לרדת ולא רק לעלות, מחזיקי מטבעות יציבים מצפים להצמדה מלאה ובלתי מותנית. ציפייה זו מגבירה את הנטייה לפדיונות מסיביים במצבי לחץ, מאחר שכל סטייה קלה מיחס 1:1 נתפסת כאות אזהרה.¹²³

הרגולציה בעולם ובישראל

סיכוני המטבעות היציבים שפורטו לעיל הניעו מדינות וארגונים בינלאומיים לגבש מענה רגולטורי מקיף. גישת היסוד שגובשה במסגרת ה-G20 היא עיקרון – "Same Risk, Same Regulation" היינו, להחיל על פעילות זו כללי פיקוח זהים לאלו של פעילויות פיננסיות בעלות סיכון דומה. עם זאת, מאחר שהסיכונים של מטבעות יציבים אינם חופפים במלואם למוצרים פיננסיים קיימים, והם פועלים

¹²² סיכון ריכוזיות הוא מצב שבו פעילות או נכסים רבים מרוכזים בגורם בודד ועלולים ליצור תלות מסוכנת בו, בעוד שסיכון הדבקה הוא הסיכון שהתמוטטות או כשל של גורם אחד יגרור במהירות פגיעה בגורמים אחרים במערכת הפיננסית. ¹²³ לשם המחשה, נניח שמנפיק מחזיק אג"ח דולריות כגיבוי למטבע הצמוד לדולר ביחס של 1:1. בתרחיש של עליית ריבית חדה, שווי השוק של האג"ח ירד, ועלול להיווצר מצב בו שווי הנכסים המגבים נמוך משווי המטבעות שהונפקו. בניגוד לקרן כספית שבה ירידה כזו מגולמת בערך היחידה והמשקיעים מודעים לסיכון, במטבע יציב הציפייה להצמדה קשיחה הופכת כל גירעון כזה לזרז ל'ריצה למטבע' ולפדיונות מסיביים.

על פלטפורמות מבזרות וחוצות-גבולות, יש צורך בהתאמות ובכללי רגולציה ייעודיים שיאזנו בין עידוד חדשנות למניעת סיכונים מערכתיים.

האיחוד האירופי גיבש את תקנת Markets in Crypto-Assets (MiCA) שאושרה במאי 2023. התקנה קובעת דרישות מרכזיות ממנפיקי מטבעות יציבים: רישוי חובה, גיבוי 100% בנכסים נזילים (פקדונות ואג"ח ממשלתיות קצרות), זכות פדיון בכל עת, איסור תשלום ריבית, ודיווח רבעוני מבוקר. בנוסף נדרשים המנפיקים לקיים רזרבת מזומן מינימלית ולהגביל נעילת נכסים לטווח ארוך. מטבעות "משמעותיים", המוגדרים לפי שבעה קריטריונים כמותיים ואיכותיים (כגון שווי שוק, מספר משתמשים, קישוריות למערכת הפיננסית) – כפופים לפיקוח מוגבר של הפיקוח על הבנקים של האיחוד האירופי, EBA.

ארצות הברית חוקקה ביולי 2025 את ה-Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act (GENIUS Act), חוק פדרלי המסדיר מטבעות יציבים בעלי השפעה מערכתית. החוק מאפשר לגופים פיננסיים להנפיק מטבעות יציבים תחת רישוי פדרלי, המחייב גיבוי של 100% בנכסים נזילים מאושרים, ואוסר על תשלום ריבית למחזיקים (בדומה ל-MiCA). בניגוד לאירופאים, ארה"ב בחרה קריטריון אחד ויחיד בהגדרת מטבע יציב משמעותי המתייחס לשווי שוק בלבד – 10 מיליארד דולר. ככלל, מטרת המסגרת הרגולטורית האמריקאית היא להשוות את רמת הביטחון במטבעות יציבים משמעותיים לזו שבפיקדונות בנקאיים מבוטחים (למרות שביטוח הפיקדונות בארה"ב לא חל על מטבעות יציבים). במידה שהמטבע היציב יעבור את הסף הפיקוחי פעילות המנפיק תעבור לפיקוח של הבנק הפדרלי האמריקאי.

בפברואר 2023 קיבלה ממשלת ישראל את החלטה 204 לרגולציית נכסים דיגיטליים, ובדצמבר 2024 הוגדרה רשות שוק ההון כרגולטור הרישוי והפיקוח על מנפיקי מטבעות יציבים. עם זאת, ככל שהפעילות במטבע תגדל, ייווצר פוטנציאל להשפעה ממשית על המדיניות המוניטרית ועל המערכת הפיננסית, מנפיקי המטבע יהפכו למוסדות פיננסיים חשובים מערכתית ויעברו לפיקוח בנק ישראל. בהתאם לזאת, מטבע יציב "משמעותי" – בעל השפעה על מדיניות מוניטרית או יציבות המערכת הפיננסית – יועבר לפיקוח בנק ישראל.

המבנה הפיקוחי בבנק ישראל מורכב משתי זרועות: הפיקוח על הבנקים יהיה אחראי למתן רישיונות למנפיקי מטבעות יציבים סיסטמיים המשמשים לתשלומים (בהתאם למנגנון העברה שיגובש מול רשות שוק ההון). במקביל, הפיקוח על מערכות תשלומים יפקח על ארנקים שיוכרוזו כמערכות תשלומים. בנוסף, נבחנת הסדרת יתר הגורמים באקו-סיסטם – ארנקים דיגיטליים, בורסות ונותני שירותים בקריפטו – שפעילותם עשויה להשפיע על היציבות.

סיכום והשלכות מדיניות

ההתפתחויות הרגולטוריות הבינלאומיות מצביעות על התגבשות קווי מתאר משותפים למסגרת הרגולציה של מטבעות יציבים. האיחוד האירופי בתקנת MiCA וארצות הברית ב-GENIUS Act קבעו עקרונות דומים: רישוי חובה, גיבוי מלא בנכסים נזילים, זכות פדיון מיידית. שתי המסגרות מבחינות בין מטבעות יציבים רגילים למטבעות "משמעותיים" הדורשים פיקוח מוגבר.

אחד ההבדלים המשמעותיים בין המסגרות הרגולטוריות מתייחס לאפשרות תשלום ריבית דרך נותני שירות ולהסדרתם. תשלום ריבית ישיר על-ידי מנפיק המטבע היציב למחזיקים הופך את המטבע מאמצעי תשלום לנכס פיננסי המושך החזקה לטווח ארוך. מצב זה יוצר סיכון נזילות למנפיק ואפשרות למשיכה המונית במקרה של לחץ בשוק. לעומת זאת, כאשר נותן שירות משלם ריבית ללקוחותיו המחזיקים במטבע אצלו, הסיכון ברובו מתרכז אצל נותן השירות הפיננסי. בהתאם לזאת, על נותני השירות (CASPs) המעוניינים לשלם ריבית לעמוד בפיקוח מחמיר הכולל בין היתר דרישות הון, הפרדת נכסי לקוחות ורישוי מקדים. ב-MiCA האירופאית איסור מתן הריבית חל גם על נותני השירות ולא רק על המנפיק ולכן צמצמו משמעותית סיכון זה, לעומת ה-GENIUS האמריקאי שבו איסור הריבית חל על המנפיק ונותני השירות אינם מוזכרים במפורש. מצב זה יוצר פרצה רגולטורית בארה"ב בניגוד לבהירות האירופאית, ועשוי לדרוש הבהרה פיקוחית על נותני השירות במטבע היציב או תיקון חקיקתי.

המסגרת הרגולטורית המתהווה בישראל עולה בקנה אחד עם סטנדרטים בינלאומיים אלו. על פי החלטת ממשלה 204, רשות שוק ההון תשמש כרגולטור הבסיסי למנפיקי מטבעות יציבים. במקביל, נקבע מנגנון להעברת סמכות לבנק ישראל במקרה של מטבע משמעותי - כזה שיש לו פוטנציאל להשפיע על המדיניות המוניטרית או על היציבות הפיננסית. הכפפה זו של המנפיקים לרישוי ופיקוח, לצד המנגנון הדו-שלבי, נועדה להבטיח שהמערכת הפיננסית תהיה מוכנה להתמודד עם האתגרים והסיכונים הנובעים משוק מתפתח זה.

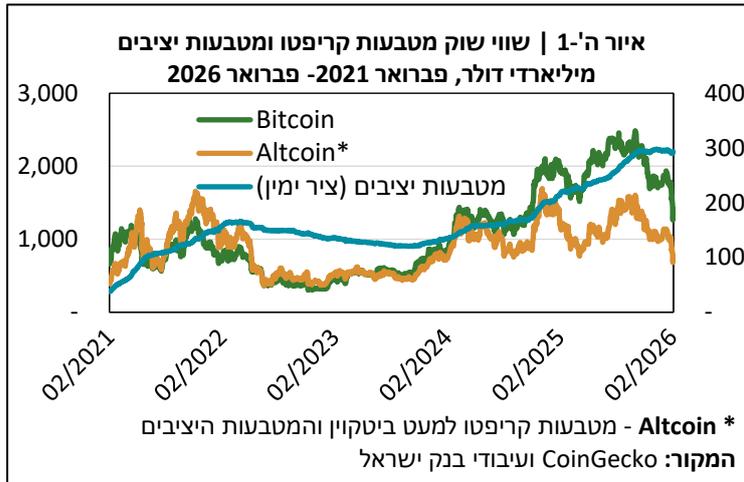
לשם הערכת השלכותיהם של תרחישי משבר אפשריים, נדרש תיאום הדוק ומתמשך בין בנק ישראל לרשות שוק ההון, בהתאם למגמות הרגולטוריות המתהוות בזירה הבינלאומית. במקביל לקידום החקיקה, מומלץ כי שני הרגולטורים יקימו מנגנון ניטור שוטף של התפתחות השוק המקומי, שיעקוב אחר היקפי ההנפקה, דפוסי השימוש המסחרי והקמעונאי, והסיכונים המתפתחים, לרבות בתחום הארנקים הדיגיטליים והבורסות. יש לקבוע מתכונת דיווח אחידה ורציפה מצד מנפיקי המטבעות הכוללת פירוט מלא של סוגי הנכסים המשמשים כביטחונות, דרישות להגבלת ריכוזיות בהפקדות הרזרבות וצמצום סיכונים הדבקה בין גורמי השרשרת, לצד ביצוע מבחני קיצון תקופתיים המלווים בתוכניות שיקום ועמידות. אחדות הדיווחים תאפשר מעבר חלק בין הרגולטורים ככל שיידרש, אף כי הדרישות לנזילות הביטחונות ותדירות הדיווחים עשויות להשתנות. יש לבצע הערכת השפעה

תקופתית של הרגולציה ולעדכן את הדרישות בהתאם להתפתחויות השוק ולשינויים בסטנדרטים הבינלאומיים, על מנת להבטיח כי המסגרת הרגולטורית תישאר רלוונטית ויעילה לאורך זמן.

בהחלטת הממשלה נקבעו שמונה קריטריונים, כאשר עמידה בשלושה מהם לפחות מהווה תנאי להגדרת מטבע יציב כמשמעותי. עם זאת, לאור השפעתם המהותית של הקריטריונים על סיווג המטבע, עולה צורך לבחון מחדש את מספרם, את הרכבם ואת מספר הקריטריונים המחייבים. הקריטריונים המרכזיים והמשמעותיים ביותר כוללים את מספר המשתמשים במטבע, שווי המטבעות שהונפקו, נפח המסחר היומי, וכן את היקף הקישוריות עם המערכת הפיננסית המסורתית או עם פלטפורמות דיגיטליות אחרות. נוסף על כך, יש לשקול הוספת קריטריונים המתייחסים לסיכונים הנובעים מפעילויות נוספות של המנפיק, ככל שאכן יתאפשרו במסגרת החוק שמגובש, כגון מתן שירותים בנכסים דיגיטליים. כמו כן, יש להגדיר את הקריטריונים כך שהערכת הסיכון למערכת הפיננסית תיעשה ברמה מצטברת של כלל המנפיקים, ולא רק ברמת כל מטבע בנפרד. הקריטריונים שייקבעו צריכים להתייחס למגוון תרחישים עתידיים, בהתאם להתקדמות הטכנולוגית בתחום הנכסים הדיגיטליים. לשם הגברת הוודאות הרגולטורית, יש לפרסם מראש את הקריטריונים והספים שנקבעו, תוך התאמתם לרמות הסיכון בפועל.

נדגיש כי עיסוקים נוספים של המנפיק או של ספק הארנק, מעבר לפעילות ההנפקה עצמה, עשויים לחשוף אותם לסיכונים יציבות נוספים המחייבים ניהול סיכונים ייעודי. במסגרת זו יש לבחון את מכלול הקשרים בין מנפיק המטבע לבין נותני השירותים הנלווים - לרבות ארנקים דיגיטליים, אפליקציות תשלומים, וזירות מסחר - במיוחד מאחר שהמנפיק אינו בהכרח הגורם המספק שירותי תשלומים ואינו אחראי על זיהוי לקוחות ועמידה בכללי מניעת הלבנת הון. הפרדה תפעולית זו מגבירה את האתגר הרגולטורי, ומחייבת זיהוי מדויק של מקור הסיכון בכל חוליה בשרשרת השירות. לפיכך, קיימת חשיבות להסדרה ברורה של הארנקים הדיגיטליים ושל כלל שרשרת השירות התומכת במטבע היציב.

נספח 1. התפתחות שווי השוק של המטבעות היציבים בעולם



באיור ה-1 ניתן לראות את העלייה בשווי של המטבעות היציבים הצמודים לדולר שהגיעו ל-300 מיליארד דולר ומטבע הביטקוין שעלה מעבר ל-2 טריליון דולר אך ירד לקראת סוף 2025 ותחילת 2026 בשיעור ניכר. איור ה-2 מציג את שווי שוק המטבעות היציבים ביחס לשווי השוק של סך מטבעות הקריפטו הנאמד בשיעור הנמוך מ-10 אחוזים בעיקר בתקופות שבהן התנודות המאופיינת בשוק נמוכה יחסית. אולם בתקופות של ירידות מחירים חדות משקלם של המטבעות



היציבים גדל, כפי שקרה במהלך 2022 ובסוף 2025. ממצא זה מלמד על שני קשרים סטטיסטיים עיקריים: ראשית, גידול המסחר במטבעות הקריפטו גורם לעליית שווי המטבעות היציבים. שנית, מימוש השקעות מסיבי במטבעות הקריפטו מעלה באופן מובנה ולפחות בטווח הקצר את שיעור המטבעות היציבים מכלל שווי השוק.

