

פרק ד'

התפתחויות במקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי

- « על רקע חוסנה ויציבותה המשיכה המערכת הפיננסית השנה לתמוך בפעילות הכלכלית ובהתאוששות המשק, חרף האתגרים המורכבים לכלכלה הישראלית.
- « יחס החוב הפרטי לתוצר עלה מעט השנה, הן במגזר העסקי והן במשקי הבית, אך נותר נמוך בהשוואה בין-לאומית.
- « מרווחי האג"ח של המגזר העסקי ירדו לרמות נמוכות מאלה של טרם המלחמה, בדומה למגמה העולמית.
- « חברות הבינוי הגדילו את השימוש במימון בנקאי ובאג"ח כדי לתמוך בהמשך הפעילות ולפצות על הירידה בתזרימי המזומנים של היזמים (בעיקר ברביע הראשון של השנה).
- « שיעור הגידול של יתרת האשראי למשקי הבית היה השנה גבוה יותר מאשר בשנת 2023 (6.6 אחוזים לעומת 2.3 אחוזים), בהובלת האשראי לדירה.
- « היקף המשכנתאות החדשות גדל השנה בכ-30 אחוזים, תוך גידול השימוש בהלוואות "בולט" במסגרת מבצעי מימון של הקבלנים ועלייה במדדי הסיכון של המשכנתאות.
- « הגידול בתיק הנכסים של הציבור היה השנה גבוה בהשוואה לשנים קודמות. עלייה ניכרת הקיפה את כל רכיביו, ובלטה במניות ובאג"ח, הן המקומיות והן בחו"ל.

1. מבוא וההתפתחויות העיקריות

פרק זה עוסק במקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי (משקי הבית והעסקים) בישראל. המימון משמש את משקי הבית ואת המגזר העסקי לצריכה ולהשקעה, ומכאן חשיבותו הרבה לפעילות הכלכלית. הפרק מתאר את השינויים המרכזיים שחלו במימון המגזר הפרטי של המשק בשנת 2024, על רקע ההתעצמות וההתמשכות של מלחמת "חרבות ברזל".

ההתפתחויות לאורך השנה לא היו אחידות. האינפלציה הוואצה במחצית הראשונה, והחלה לרדת לקראת סוף השנה עד ל-3.2 אחוזים, בדומה לרמתה בסוף 2023. בנק ישראל הפחית את הריבית המונית בחדש ינואר מ-4.75 אחוזים ל-4.5 אחוזים, רמה שנשמרה עד תום השנה. זאת בניגוד למגמה במרבית המדינות המפותחות, שבהן האינפלציה ירדה, והבנקים המרכזיים החלו במסלול של הפחתות ריבית. (להרחבה ראו פרק ג.) פרמיית הסיכון של המשק, כפי שהתבטאה במרווחי תשואות האג"ח הממשלתיים ובמחירי ה-CDS, הושפעה מהתפתחות המלחמה ומעצימותה¹. היא הגיעה לרמות שיא במהלך החודשים הראשונים של השנה וירדה במידה ניכרת ברבעון האחרון, אך נותרה מעל רמתה טרם המלחמה. (להרחבה ראו פרק א').

שוק המניות הישראלי התאפיין במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של השנה בביצועי חסר ביחס לשווקים הגלובליים. מגמה זו הייתה המשך ישיר לביצועי החסר של שוק זה בשנת 2023, על רקע אי-הוודאות סביב העיסוק בשינויי חקיקה הנוגעים למערכת המשפט ופרוץ מלחמת "חרבות ברזל" בחודש אוקטובר. ברבעון האחרון, במקביל להסכם הפסקת האש בצפון והתאוששות המשק, נרשמו בשוק ההון המקומי עליות שערים גבוהות, שהיו בולטות במיוחד בהשוואה למדדי המניות העולמיים.

מרווחי איגרות החוב של המגזר העסקי (למעט אלה של הבנקים ושל חברות הביטוח) ירדו בשנת 2024 אל מתחת לרמתם ערב המלחמה. ירידת המרווחים שיקפה עלייה בתיאבון-לסיכון של המשקיעים, שהתבטאה גם בשיעור הצבירה הגבוה בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח תאגידיות. ירידת המרווחים לוותה בעליית התשואות של האג"ח הממשלתיים – בין היתר בגלל עלייה של פרמיית הסיכון (איור ד'-1). תופעה דומה של צמצום מרווחי האג"ח התרחשה גם במדינות מפותחות אחרות.

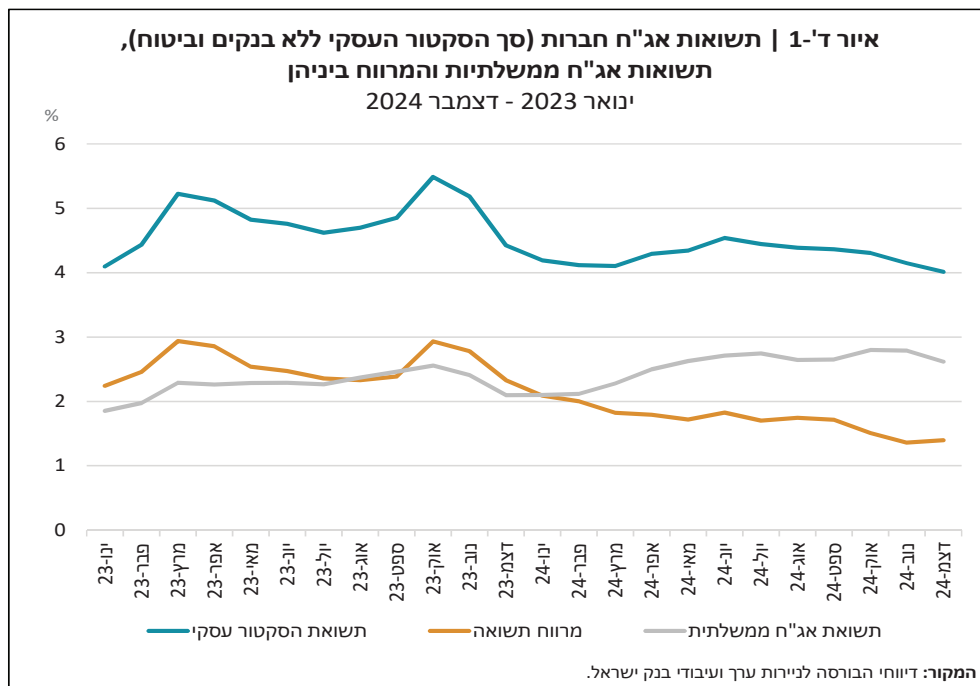
היקף ההנפקות של מניות עלה בשנת 2024 בשיעור מתון בהשוואה ל-2023, אך עדיין היה נמוך ביחס לממוצע בשנים קודמות. לאחר שבשנת 2023 רק חברה אחת ביצעה הנפקה ראשונה לציבור, נרשמה בשנת 2024 התאוששות מסוימת בהנפקות החדשות (IPO): חמש חברות הנפיקו את מניותיהן, בשווי של 832 מיליוני ש"ח. עם זאת, מספר ההנפקות החדשות עדיין נמוך משמעותית בהשוואה לשנים 2017–2022, שבהן מספרן היה בממוצע 28, בשווי של 4.2 מיליארדי ש"ח לשנה². לאחר שיאים ברמות הגיוס של מקורות מימון בשנת 2021 נרשמה החל מהמחצית הראשונה של 2022 ירידה משמעותית של רמת ההשקעות בחברות היי-טק בישראל ובעולם. בשנת 2023 שיעור הירידה בהיקף הגיוסים של חברות ההיי-טק מקרנות הון-סיכון – שהן גורם עיקרי במימון

מרווחי איגרות החוב של המגזר העסקי (ללא הבנקים וחברות הביטוח) ירדו בשנת 2024 אל מתחת לרמתם ערב המלחמה.

היקף ההנפקות של מניות עלה בשנת 2024 בשיעור מתון בהשוואה ל-2023, אך נותר נמוך ביחס לממוצע בשנים קודמות.

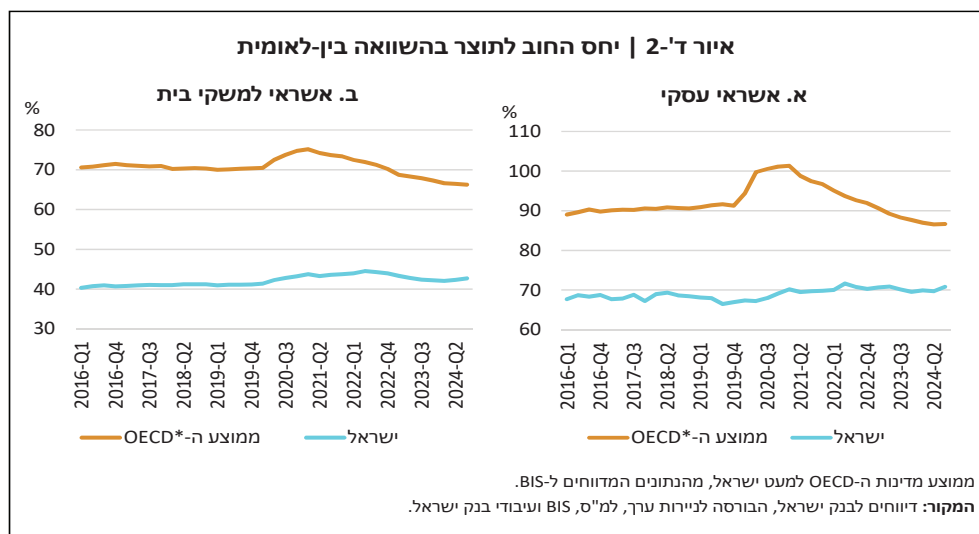
¹ העלייה בפרמיית הסיכון התבטאה גם בהורדת דירוג האשראי של ישראל על ידי סוכנויות דירוג האשראי הבין-לאומיות במהלך התקופה הנסקרת. חלקן הותירו אופק שלילי לדירוג, כלומר צפו אפשרות להורדה נוספת של דירוג האשראי. להרחבה ראו דוחות היציבות הפיננסית למחציות הראשונה והשנייה של שנת 2024.

² גם בניכוי 2021–2022, שהיו שנים חריגות, מספר ההנפקות החדשות היה גבוה יותר - בממוצע 12, בשווי של 2.3 מיליארדי ש"ח לשנה.

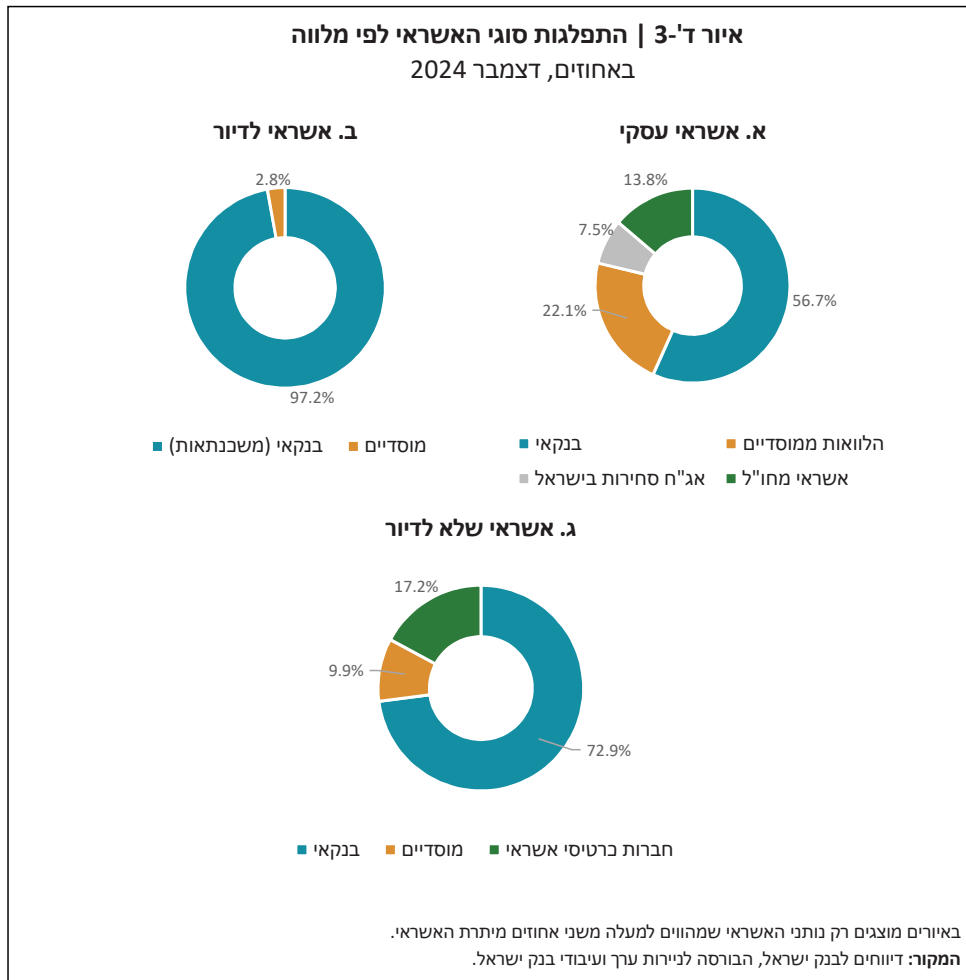


מגזר ההיי-טק בישראל – היה גבוה יותר מאשר בעולם. בשנת 2024 נבלמה מגמת הירידה בגיוסים, ושיעור הגידול של היקף הגיוסים בישראל היה גבוה במקצת מאשר בעולם. (להרחבה ראו פרק ב'). יחס החוב הפרטי לתוצר עלה מעט השנה, הן במגזר העסקי (מ-69.5 אחוזים ל-70.3 אחוזים) והן במגזר משקי הבית (מ-42.1 אחוזים ל-42.2 אחוזים), אך נותר נמוך בהשוואה בין-לאומית. העלייה של יחס זה מנוגדת למגמה במרבית מדינות ה-OECD, שבהן נמשכה ירידתו לאחר שעלה בתקופת הקורונה (איור ד-2). הרמה הנוכחית של יחס החוב הפרטי לתוצר בישראל דומה מאוד לרמות שנצפו בשנים קודמות, וייתכן שהיא משקפת את תפקודו של תקציב הממשלה כ"בלם זעזועים" של המשק במגפת הקורונה ובמלחמה הנוכחית.

יחס החוב הפרטי לתוצר עלה מעט השנה, הן במגזר העסקי והן במגזר משקי הבית, אך נותר נמוך בהשוואה בין-לאומית.

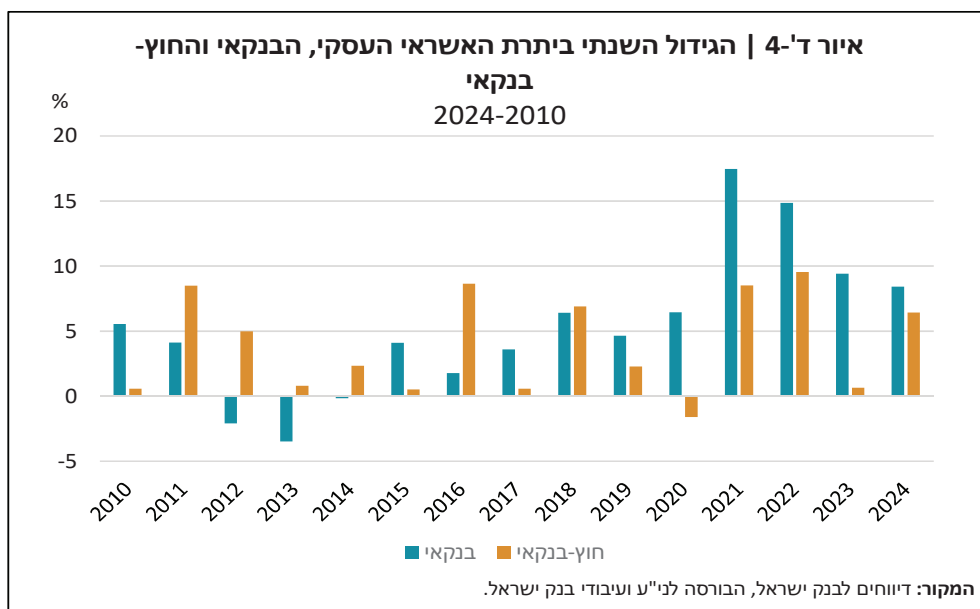


האשראי הפרטי הלא-פיננסי מורכב מהאשראי העסקי ומהאשראי למשקי הבית, שיתרונותיהם עמדו בסוף 2024 על כ-1.4 טריליוני ש"ח ו-845 מיליארדי ש"ח, בהתאמה. האשראי למשקי הבית מורכב מהאשראי לדיור (72 אחוזים) והאשראי שלא לדיור (28 אחוזים). איור ד'-3 מציג את התפלגות האשראים לפי המלווה.



במהלך שנת 2024 נמשך גידולו של האשראי העסקי בישראל (איור ד'-4), וכמו בחמש השנים הקודמות גידול האשראי מהבנקים היה מהיר מזה של האשראי החוץ-בנקאי. עלייה זו מתיישבת עם דיווחי כל קבוצות העסקים על ירידה בקשיי המימון הבנקאי והחוץ-בנקאי בסקר הערכת המגמות בעסקים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. העובדה שעיקר צמיחתו של האשראי התרחשה במחצית השנייה של השנה מרמזת על אפשרות שהיא נבעה מהתאוששות העסקים, ולא ממצוקת נזילות שלהם בעת המלחמה. יחד עם זאת, ניתוח של דפוסי התפתחות האשראי במגזרים עסקיים שונים מצביע על הטרוגניות, המצריכה הבחנה בין קבוצות המשנה השונות לשם הבנה מעמיקה של צורכי המימון במשק.

במהלך 2024 נמשך גידולו של האשראי העסקי, וכמו בחמש השנים הקודמות גידול האשראי מהבנקים היה מהיר מזה של האשראי החוץ-בנקאי.

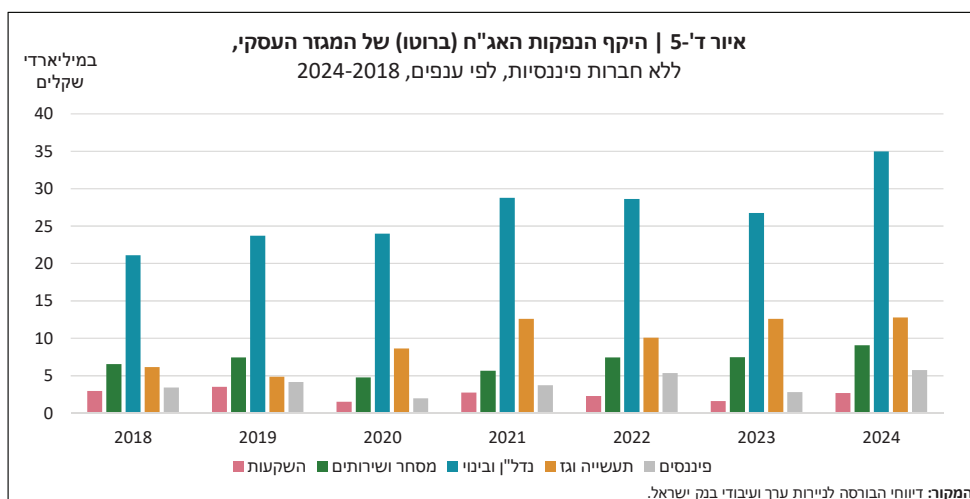


האשראי לענף השירותים הפיננסיים תרם לגידול של האשראי העסקי הבנקאי השנה כ-40 אחוזים, יותר מאשר האשראי ליתר הענפים. גופי האשראי המוסדרים, הנכללים בענף זה, מספקים בעצמם אשראי חוץ-בנקאי לעסקים קטנים וזעירים בענפי הבינוי והנדל"ן³, וכן למשקי בית, בדגש על הלוואות לרכב. הגידול המשמעותי בענף השירותים הפיננסיים משתקף בהאצת קצב הגידול של יתרת האשראי שהעמידו גופים אלו השנה. ענף הבינוי, שהאשראי לו הוא חלק ניכר מתיק האשראי העסקי הבנקאי והחוץ-בנקאי, נשאר אחד הנהנים המרכזיים מהתרחבות האשראי, על אף המשך מגמת ההאטה בקצב צמיחתו. (להרחבה נוספת ראו סעיף מימון הבנייה).

האשראי לענף השירותים הפיננסיים תרם לגידול של האשראי העסקי הבנקאי השנה כ-40 אחוזים, יותר מאשר האשראי ליתר הענפים. גופי האשראי המוסדרים, הנכללים בענף זה, מספקים בעצמם אשראי חוץ-בנקאי לעסקים קטנים וזעירים בענפי הבינוי והנדל"ן³, וכן למשקי בית, בדגש על הלוואות לרכב. הגידול המשמעותי בענף השירותים הפיננסיים משתקף בהאצת קצב הגידול של יתרת האשראי שהעמידו גופים אלו השנה. ענף הבינוי, שהאשראי לו הוא חלק ניכר מתיק האשראי העסקי הבנקאי והחוץ-בנקאי, נשאר אחד הנהנים המרכזיים מהתרחבות האשראי, על אף המשך מגמת ההאטה בקצב צמיחתו. (להרחבה נוספת ראו סעיף מימון הבנייה).

במקביל להמשך הגידול של האשראי הבנקאי גייסו העסקים הגדולים מכל הענפים אג"ח בהיקף גבוה משמעותית מאשר בשנת 2023, ואף מהממוצע השנתי בשנים הקודמות (איור ד-5)⁴.

במקביל להמשך הגידול של האשראי הבנקאי גייסו העסקים הגדולים מכל הענפים אג"ח בהיקף גבוה משמעותית מאשר בשנים קודמות.

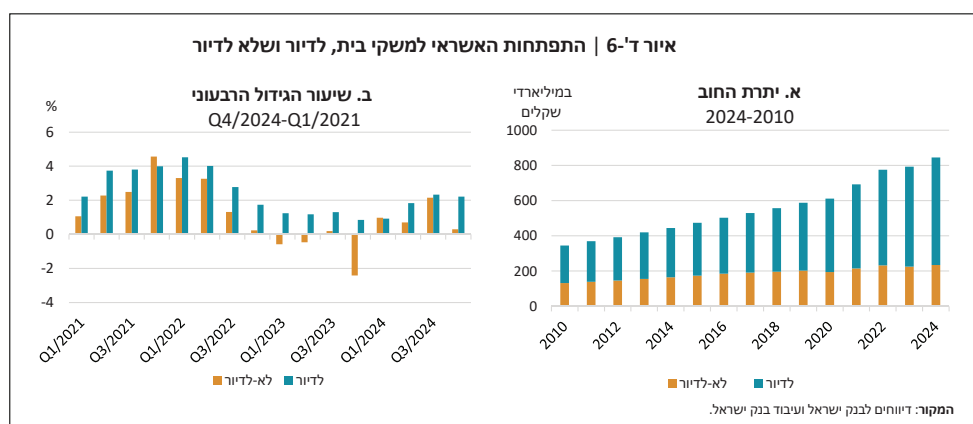


⁴ הגידול המשמעותי ניכר גם בסך ההנפקות נטו.

לצד האצת ההנפקות הואץ גם הגידול של יתרת ההלוואות החוץ-בנקאיות, הן מהמלווים המקומיים⁵ והן מתושבי חוץ. יתרת האשראי מחו"ל (בניכוי השפעת שער החליפין), המורכבת מהלוואות מתושבי חוץ ומאיגרות חוב שהונפקו בחו"ל, ומהווה כ-14 אחוזים מסך האשראי למגזר העסקי, גדלה השנה, בניגוד למגמת ירידתה בשנים הקודמות, אך עדיין לא שבה לרמה של ערב המלחמה.

במהלך שנת 2024 עלה היחס בין הצריכה הפרטית להכנסה הפנויה אל מעבר לרמתו טרם המלחמה. במקביל המשיך חוב משקי הבית לצמוח, אולם בקצב נמוך מהמוצע בשנים הקודמות. גידולו של האשראי למשקי הבית נבע בעיקר מעלייה באשראי לדיור, אך גם באשראי הצרכני (איור ד'-6א). בבחינה רבעונית (איור ד'-6ב) ניתן לראות כי לאחר התמתנות הדרגתית בקצב הגידול של האשראי לדיור, שהחלה עם העלאות הריבית ב-2022, הואץ הקצב החל מהרבעון הראשון של 2024. גם באשראי שלא לדיור נרשמה התאוששות: לאחר הצטמצמות לאורך מרבית שנת 2023 התחדשה מגמת גידולו בשנת 2024, כך שהוא חזר לרמה של סוף 2022. העלייה של יתרת האשראי למשקי הבית לוותה בירידת ריביות מתונה, שעיקרה במחצית הראשונה של השנה, על רקע הפחתת ריבית בנק ישראל ברבע נקודת אחוז בתחילת ינואר. לאורך שנת 2024 ירדו הריביות הבנקאיות על האשראי לדיור והאשראי שלא לדיור בכ-0.3 ו-0.5 נקודות אחוז, בהתאמה⁶.

במקביל לעלייה של יחס הצריכה הפרטית להכנסה הפנויה הוסיף וצמח החוב של משקי הבית, בהובלת האשראי לדיור.



היקף המשכנתאות החדשות החל לעלות ברבעון הראשון של השנה, עלייה שקיזזה חלק ניכר מירידתו מאז אמצע 2022 (איור ד'-7), וזאת למרות סביבת הריבית הגבוהה יותר. גידול זה נבע משילוב של עלייה במספר העסקאות ובגודלה הממוצע של המשכנתה, על רקע עלייה של מחירי הדיור (הרחבה בפרק ח'), ובלט גידול משמעותי בהלוואות מסוג "בולט", בעיקר במסגרת מבצעי קבלנים⁷. לפי מאגר האשראי הקמעונאי היקף המשכנתאות עלה בכל האשכולות החברתיים-

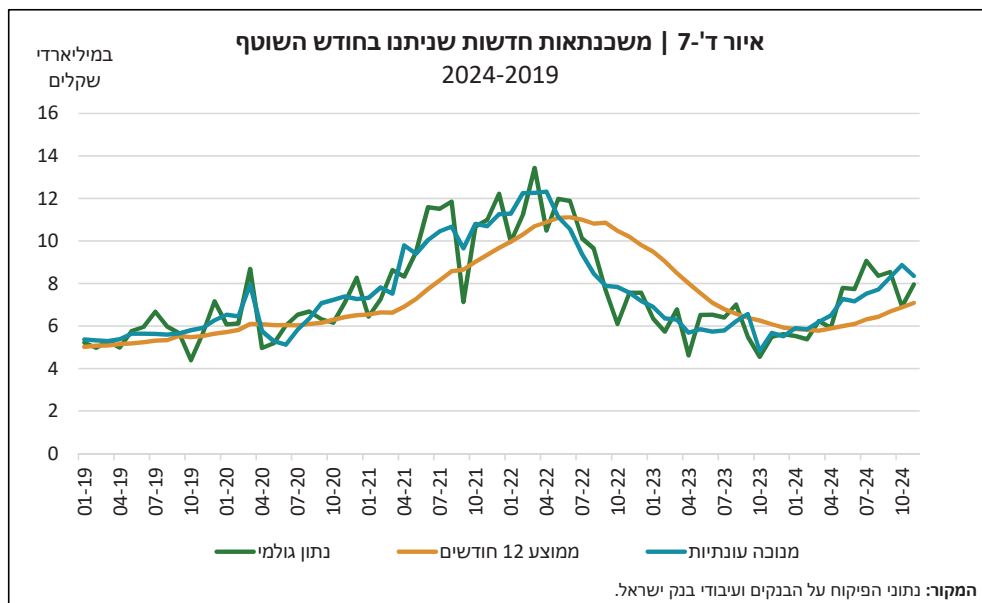
היקף המשכנתאות החדשות חזר לרמות של אמצע 2022, וזאת למרות סביבת הריבית הגבוהה יותר.

⁵ פרט לאשראי מוכוון מהממשלה, שמשקלו כ-0.02 אחוז בלבד; זה ירד השנה בכ-15 אחוזים.

⁶ באשראי שלא לדיור – הריבית על האשראי הלא-צמוד בריבית משתנה, שהוא כ-95 אחוזים מאשראי זה; באשראי לדיור – הריבית המשוקללת הנומינלית על כל סוגי האשראי בהנחה ששיעור האינפלציה הוא 2 אחוזים.

⁷ היזם מתקשר עם הבנק ומפנה את הלקוחות לקבל הלוואה מהבנק. הלוואות אלה נלקחות על ידי הרוכשים כהלוואות לדיור, ולרוב הקבלן משלם את הריבית. בעת מסירת הדירה הקרן נפרעת על ידי הרוכשים בתשלום אחד, ככל הנראה על ידי החלפתה בהלוואת משכנתה רגילה. על היתרונות והסיכונים בהלוואות אלו ראו בנק ישראל, דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2024, זרקור ג'.

כלכליים, ושיעור העלייה גדל ככל שהדירוג החברתי-כלכלי יורד. מדדי הסיכון של המשכנתאות ממשיכים להיות גבוהים. חלקיהן של המשכנתאות במימון של מעל 60 אחוזים ושל המשכנתאות שבהן יחס ההחזר מהכנסה (PTI) גדול מ-30 אחוזים המשיכו לעלות והתקרבו לרמות שיא (44 ו-43 אחוזים, בהתאמה); בסוף 2024 כרבע מהמשכנתאות החדשות התאפיינו בשני הדברים האלה גם יחד, עלייה לעומת 21 אחוזים בסוף 2023.



בפילוח לפי ספקי
האשראי הצרכני בלטה
עלייה של האשראי
מחברות האשראי
החוץ-בנקאיות
ומחברות כרטיסי
האשראי.

גם האשראי הצרכני התרחב, לאחר ההתכווצות בשנה הקודמת, תוך הבדלים ניכרים בין שכבות האוכלוסייה. (להרחבה נוספת ראו סעיף האשראי שלא לדיור לפי המעמד החברתי-כלכלי.) בפילוח לפי ספקי האשראי בלטה עלייה באשראי מחברות האשראי החוץ-בנקאיות ומחברות כרטיסי האשראי, בעוד שהאשראי מהגופים המוסדיים המשיך להצטמצם.

לוח ד'-1 | התפלגות החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי, 2022 עד 2024
(יתרות לסוף תקופה, במיליארדי שקלים, במחירים שוטפים)

	2024	2023	2022	מרץ 2024	יוני 2024	ספטמבר 2024	דצמבר 2024
	יתרה לסופי תקופה			יתרה לסופי רבעון			
החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי (1+2)	2,015	2,099	2,249	2,131	2,151	2,209	2,249
1. החוב של המגזר העסקי	1,240	1,306	1,404	1,330	1,338	1,378	1,404
אשראי מהבנקים	658	720	781	726	732	758	781
אשראי חוץ-בנקאי מקומי	383	401	431	412	412	427	431
מזה: אג"ח סחירות בישראל	263	278	305	287	286	300	305
מזה: אג"ח לא סחירות והלוואות לא בנקאיות	119	122	126	125	126	127	126
אשראי מחו"ל	199	185	192	193	194	194	192
2. החוב של משקי הבית	775	793	845	800	812	831	845
אשראי לדיור	543	568	610	573	583	597	610
אשראי שלא לדיור	233	225	235	227	229	234	235
	השינוי במהלך התקופה			השינוי במהלך הרבעון			
החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי (1+2)	12.2	4.1	7.2	1.5	0.9	2.7	1.8
1. החוב של המגזר העסקי	12.3	5.3	7.5	1.9	0.6	3.0	1.9
אשראי מהבנקים	14.8	9.4	8.4	0.8	0.9	3.5	3.0
אשראי חוץ-בנקאי מקומי	9.9	4.8	7.6	2.8	0.1	3.5	1.0
מזה: אג"ח סחירות בישראל	11.9	5.8	9.6	0.8	0.9	3.5	3.0
מזה: אג"ח לא סחירות והלוואות לא בנקאיות	5.9	2.5	3.0	3.0	-0.3	4.7	1.9
אשראי מחו"ל	8.7	-7.3	4.0	4.4	0.7	-0.2	-1.0
2. החוב של משקי הבית	12.0	2.3	6.6	0.9	1.5	2.3	1.7
אשראי לדיור	13.7	4.6	7.5	0.9	1.8	2.3	2.2
אשראי שלא לדיור	8.3	-3.3	4.2	1.0	0.7	2.2	0.3

המקור: דיווחים לבנק ישראל, הבורסה לני"ע ועיבודי בנק ישראל.

2. מימון ענף הבינוי

האשראי לענף הבינוי, שהוא כרבע מהאשראי העסקי הבנקאי, המשיך להיות רכיב מרכזי בהתרחבות האשראי הבנקאי, לצד המשך ההאטה של קצב גידולו. גידול האשראי לענף זה התרכז ברובו המכריע (94 אחוזים) בחברות הבנייה הגדולות. על התפתחות האשראי הבנקאי לענף הבינוי (שהוא כ-90 אחוזים מסך האשראי לענף) ניתן ללמוד מבחינת התמהיל בין החוב המאזני לערבויות החוץ-מאזניות – ערבויות חוק המכר⁸, שהבנק מעמיד לרוכשי הדירות. ערבויות אלו, הנדרשות על פי חוק בגין כל תשלום של הרוכש העולה על 7 אחוזים ממחיר הנכס, נועדו להבטיח את השלמת הבנייה או את החזר התשלום במקרה של כשל בפרויקט. היקפן של ערבויות חוק המכר משקף במידה רבה את התזרים הכספי של הקבלנים ממכירת דירות: ככל שחברת בנייה מוכרת יותר דירות, כך היא נדרשת לפחות אשראי לצורך התקדמות הבנייה, אך כנגד זאת גדל היקף ערבויות חוק המכר שהבנק מעמיד לחברה, המהוות חשיפות חוץ-מאזניות של הבנק כלפי הקבלן.

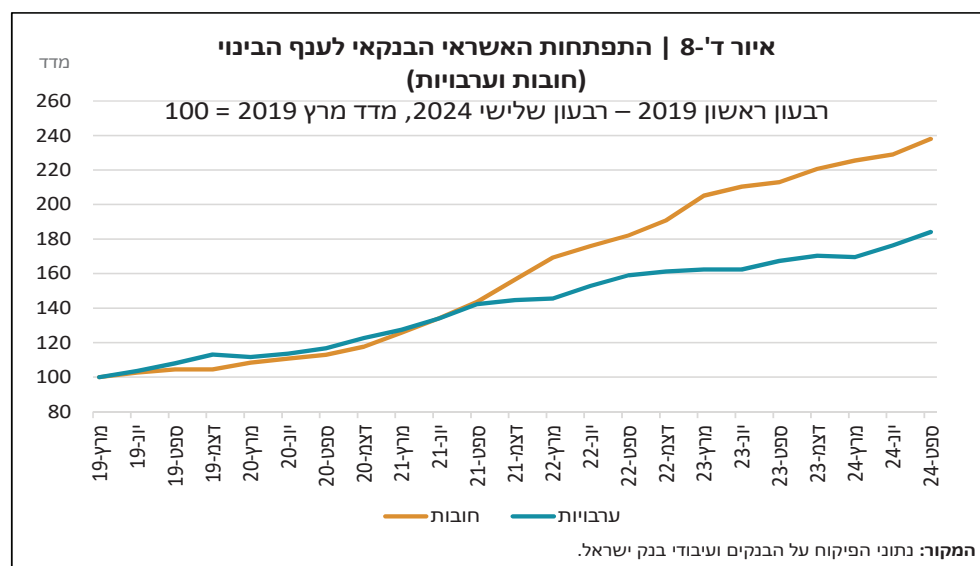
ענף הבינוי המשיך להיות רכיב מרכזי בהתרחבות האשראי הבנקאי, תוך המשך ההתמתנות של קצב גידולו.

⁸ חוק המכר (דירות) (הבטחת השקעות של רוכשי דירות), תשל"ה-1974.

המשך הגידול של חובות יזמי הבניה ברבעון הראשון של 2024, לצד ההאטה במתן הערבויות הניתנות בפרויקטים שמצויים בתהליך בניה, מבטאת ירידה בתזרים המזומנים של היזמים.

ברבעונים השני והשלישי של 2024 גדל היקף הערבויות ליזמים מהר יותר מאשר היקף החובות.

מניתוח רכיבי האשראי (איור ד'-8) עולה כי מסוף שנת 2021 ועד הרבעון הראשון של 2024 הואט מתן הערבויות, בעוד שהיקף החובות המשיך לצמוח. תמונה זו מבטאת פגיעה בתזרים המזומנים של היזמים ממכירת דירות, תוך המשך הצורך באשראי למימון הבנייה. מקור המגמה הוא בשילוב של שני גורמים – עלייתה החדה של הריבית בתחילת התקופה, שפגעה במכירת דירות חדשות, ומבצעי היזמים משלהי 2023, שכללו דחייה של מרבית התשלומים למועד האכלוס⁹. מבצעים אלו גרמו ליזמים להישען בעיקר על אשראי במקום על תמורות ממכירת דירות. המצב החמיר עם פרוץ המלחמה. המחסור בכוח אדם עקב איסור הכניסה של עובדים פלסטינים מתחילת המלחמה, הביא להתארכות משך הבנייה¹⁰, לעיכובים בהשלמת פרויקטים, ובהתאם לכך – לדחייה בקבלת התמורה ובשחרור הערבויות לתשלומים קודמים. כתוצאה מכך גבר הצורך של חברות הבנייה להסתמך על מימון בנקאי ואג"ח בפרויקטים קיימים הנמצאים בתהליכי בניה. מגמה זו עולה בקנה אחד עם ירידת ההשקעות בבנייה, כפי שמפורט בפרק ב'. ברבעונים השני והשלישי של 2024 התהפכה המגמה, והיקף הערבויות צמח מהר יותר מאשר היקף החובות. שינוי זה נבע, כנראה, מעלייה בעסקאות לרכישת דירות בתקופה זו.



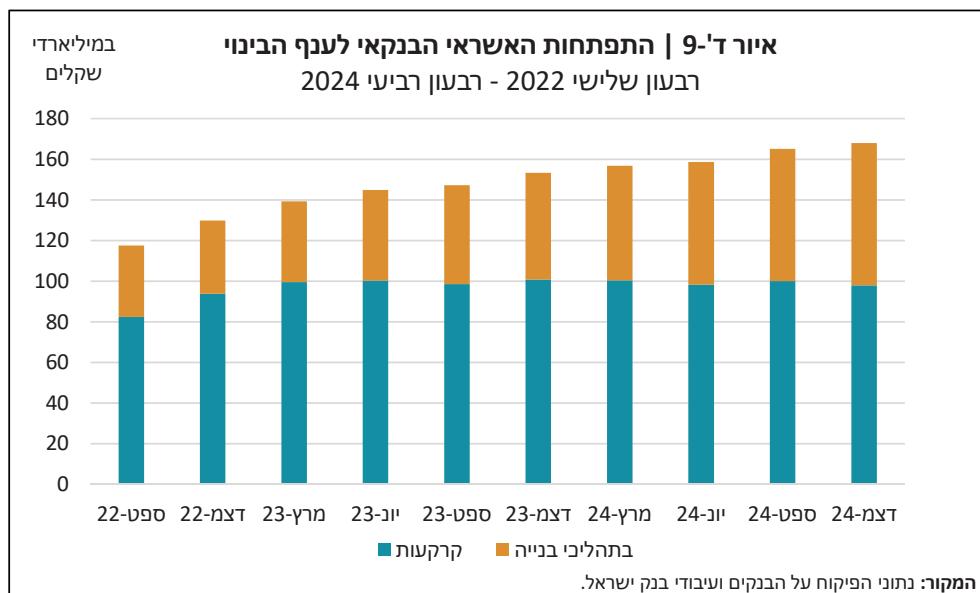
ניתוח חלוקת האשראי הבנקאי לענף הבינוי לפי סוג הבטוחה – אשראי לקרקע גולמית לעומת אשראי לתהליכי בניה – מספק תובנה נוספת (איור ד'-9). האשראי לקרקע גולמית נותר כמעט ללא שינוי מתחילת 2023. יציבות זו משקפת שתי מגמות מקבילות: מחד גיסא, העברת אשראי מסעיף הקרקע הגולמית לסעיף תהליכי הבנייה בפרויקטים שעברו לשלב הבניה וקיבלו ליווי בנקאי, ומאידך, כניסת קרקעות חדשות בעקבות רכישות של יזמים; אלו בוצעו ככל הנראה במחירים נמוכים יותר מאשר בעבר, עקב הוזלת הקרקעות המשווקות על ידי רשות מקרקעי ישראל¹¹.

⁹ להרחבה ראו זרקור ג' בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של שנת 2024.

¹⁰ על פי חישובי הלמ"ס, המחסור בכוח אדם מאריך את משך הבנייה למגורים ב-6 עד 8 חודשים בממוצע (הודעה לעיתונות 407/2024, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה).

¹¹ על פי רשות מקרקעי ישראל היקף מכירת הקרקעות, במונחים כמותיים, לא השתנה בשנת 2024 בהשוואה לשנת 2023, אך הכנסות הרשות ירדו בשל מחירים נמוכים יותר לקרקעות שנמכרו. (להרחבה ראו פרק ח').

יציבות היקף האשראי לקרקעות בנסיבות אלו מרמזת כי היקף הקרקע הגולמית שנרכשה השנה עלה על היקף הקרקעות שעברו לתהליכי בניה. לצד זאת, האשראי עבור פרויקטים בתהליכי בנייה (למגורים ולמסחר) גדל ברציפות¹² לאורך התקופה, בעיקר עקב התארכות משך הבנייה ודחיית תשלומים של הלקוחות.



3. האשראי שלא לדויר לפי המעמד החברתי-כלכלי

התפתחות האשראי הצרכני¹³ לפי האשכול החברתי-כלכלי¹⁴ (איור ד' 10) מצביעה על הבדלים בין קבוצות האוכלוסייה, השונות זו מזו בדפוסי ההתנהגות¹⁵. ביישובים המדורגים במדד חברתי-כלכלי נמוך נמשכה בשנת 2024 מגמת העלייה בנטילת חוב צרכני, ועוצמת העלייה גדלה ככל שהדירוג החברתי-כלכלי יורד. לעומת זאת, לווים מיישובים המדורגים באשכולות הגבוהים (8-10) אופיינו בדפוס שונה – צמצום היקף האשראי במחצית הראשונה של השנה¹⁶ והגדלתו במחצית השנייה, כך שבסיכום שנתי נרשמה אצלם עלייה מתונה.

ההתפתחות במחצית הראשונה של השנה תואמת את המגמה שהתחילה עוד לפני כשלוש שנים: מאז שבנק ישראל החל להעלות את הריבית, באפריל 2022, בעלי הלוואות צרכניות המתגוררים ביישובים המדורגים במדד כלכלי-חברתי גבוה נטו בשכירות גבוהה יותר להימנע מנטילת חוב חדש ולפרוע חובות קיימים, בעוד שאלו המתגוררים ביישובים המדורגים במדד כלכלי-חברתי נמוך, אשר אינם בעלי אמצעים, נטלו חוב נוסף. (להרחבה ראו תיבה ד' 2 בדוח בנק ישראל לשנת 2023).

ביישובים המדורגים במדד חברתי-כלכלי נמוך נמשכה בשנת 2024 מגמת עלייה בנטילת חוב צרכני, ועוצמתה גדלה ככל שהדירוג החברתי-כלכלי נמוך יותר.

לווים מיישובים המדורגים באשכולות הגבוהים צמצמו את היקף האשראי במחצית הראשונה של השנה והגדילו אותו במחצית השנייה.

¹² גידול של כ-85 אחוזים בין הרבעון הראשון של שנת 2022 לרבעון השלישי של שנת 2024.

¹³ לפי מאגר נתוני האשראי הקמעונאי.

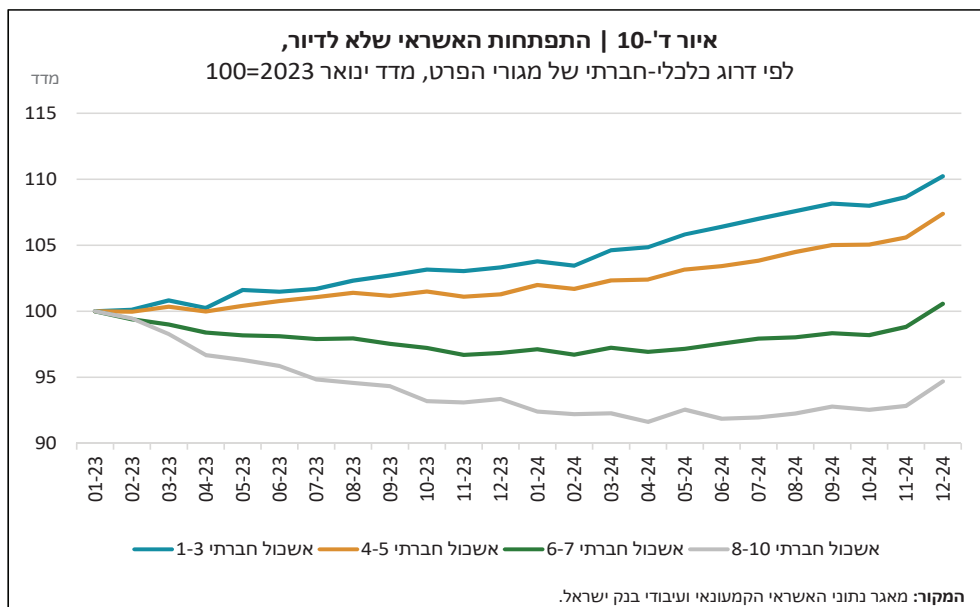
¹⁴ המצב החברתי-כלכלי של מגורי הפרט נמדד על פי המדרג של האשכול החברתי-כלכלי, שמספקת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; זה נע עבור כל מועצה מקומית או עירייה על סולם מ-1 עד 10. הדירוג 1 מצוין את התנאים החברתיים-כלכליים הירודים ביותר, ו-10 – את הטובים ביותר.

¹⁵ תיבה ד' 2- מנתחת את השלכות המלחמה על נטל החוב של תושבי קו העימות, תוך הבחנה בין שתי קבוצות – מפונים שזכו לסיוע כלכלי מהמדינה ותושבים שנותרו בבתיהם.

¹⁶ היקף האשראי הצרכני עבור אשכולות אלו הוא הנמוך ביותר מבין האשכולות המוצגים באיור.

הגידול שנראה במחצית השנייה של השנה היה גבוה, ודומה פחות או יותר בין האשכולות (למעלה מ-3 אחוזים). הגידול מביא לידי ביטוי את ההתאוששות באשראי הצרכני, המתיישבת עם העלייה בצריכה הפרטית באותה התקופה.

בחלוקה למקורות האשראי נצפה הבדל בין האשכולות רק באשראי הבנקאי – עלייה מתונה בו באשכולות 1-5 לעומת יציבות באשכולות 6-10. בכל האשכולות נרשמה ירידה משמעותית של האשראי מהמוסדיים לצד עלייה משמעותית של האשראי מנותני האשראי המוסדרים ומחברות כרטיסי האשראי.



4. תיק הנכסים של הציבור

היקף תיק הנכסים של הציבור עלה בשנת 2024 בשיעור גבוה במיוחד של כ-15 אחוזים, והגיע לכ-6.2 טריליוני שקלים.

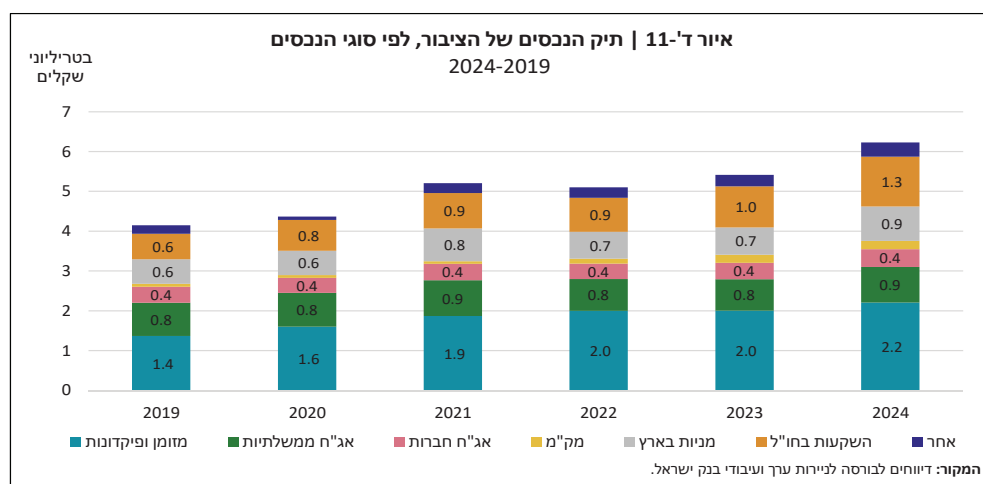
היקף תיק הנכסים של הציבור¹⁷ עלה בשנת 2024 בשיעור גבוה במיוחד של כ-15 אחוזים, שהם 812 מיליארדי ש"ח (כ-42 אחוזים מהתוצר ב-2023) והגיע לכ-6.2 טריליוני ש"ח¹⁸ (איור ד-11). במונחים כספיים נרשמה עלייה בכל הרכיבים – גידול של 313 מיליארדי ש"ח בהיקף המניות ואיגרות החוב המקומיות¹⁹ ועלייה של 221 מיליארדי ש"ח בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל. משקל המזומן והפיקדונות בתיק המשיך לרדת השנה והגיע לכ-35 אחוזים²⁰, משקלן של המניות ואיגרות החוב המקומיות נותר ללא שינוי, וחלקן של המניות ושל איגרות החוב מחו"ל עלה בכאחוז.

¹⁷ הציבור כולל את משקי הבית ואת החברות העסקיות, ואינו כולל את הממשלה, בנק ישראל, ההשקעות של תושבי חוץ ושל הבנקים המסחריים, לרבות הבנקים למשכנתאות. הנכסים בארץ אינם כוללים תעודות סל, תעודות פיקדון ואיגרות חוב מובנות.

¹⁸ חלק מעלייה זו נבע מעלייה של מחירי הנכסים לאורך השנה.

¹⁹ עלייה של כ-106 מיליארדי ש"ח באיגרות החוב הממשלתיות ועלייה של כ-207 מיליארדים באלה של החברות ובמניות המקומיות.

²⁰ היקף המזומן ופיקדונות העו"ש (לא כולל עו"ש נושא ריבית) עלה בכ-10 מיליארדי ש"ח, והיקף יתר הפיקדונות עלה בכ-191 מיליארדי ש"ח.



ניתן לבחון את התנהגות החוסכים גם באמצעות הצבירה נטו (סך הכסף שנכנס פחות הכסף שיוצא) בגופים המוסדיים השונים, שגדלה מאוד בשנת 2024 בהשוואה לשנים הקודמות. שיעור הגידול בצבירות נטו היה בולט במיוחד בקרנות הנאמנות (77 אחוזים)²¹ ובקרנות ההשתלמות (32 אחוזים)²². בקרנות הפנסיה המשמשות כמכשיר חיסכון לטווח ארוך העלייה הייתה מתונה יותר (9 אחוזים)²³.

איור ד'-12 מציג את היקף הצבירות נטו בשוק המקומי ובחו"ל לפי אפיקי החיסכון השונים – קרנות הפנסיה, קרנות ההשתלמות וקופות הגמל, המשמשות מכשירי חיסכון לטווח בינוני-ארוך. בשנת 2024 היה היקף הצבירות בשוק המקומי חיובי בכל מוצרי החיסכון וגבוה בשיעור ניכר בהשוואה לשנים קודמות. זאת בהשוואה לצבירות נטו בשלושת אפיקי החיסכון בחו"ל, אשר התכווצו ב-2024 בהשוואה לשנים קודמות.

בקרנות הכספיות (השקליות ובמט"ח) ירדה השנה (בעיקר ברביע האחרון שלה) הצבירה נטו בכ-31 אחוזים (4.8 מיליארדי ש"ח), וזאת בניגוד לשנת 2023, שבה היא גדלה משמעותית בשל חוסר הוודאות המקומית ורצון החוסכים להשקיע את כספם באפיק חיסכון נזיל וסולידי. ייתכן ששינוי זה מעיד על עלייה בביטחון המשקיעים ועל חיפוש תשואות גבוהות יותר.

הגידול בתיק הנכסים של הציבור בשנת 2024, על אף היותה שנת מלחמה, משקף שיפור באיתנות הפיננסית של משקי הבית ומחזק את יכולתם להתמודד עם זעזועים כלכליים. גידולם של רווחי ההון תרם להגדלת ההכנסה הפנויה של הציבור, והדבר בא לידי ביטוי בעלייה של הצריכה הפרטית (הרחבה בפרק ב) דרך אפקט העושר²⁴. ברמה המקרו-כלכלית, הגידול בתיק הנכסים תרם לצמיחת המשק לא רק דרך הגדלת הצריכה הפרטית, אלא גם באמצעות הרחבת היקף ההשקעות בשוק ההון והגדלת הכנסות המדינה ממיסוי רווחי הון.

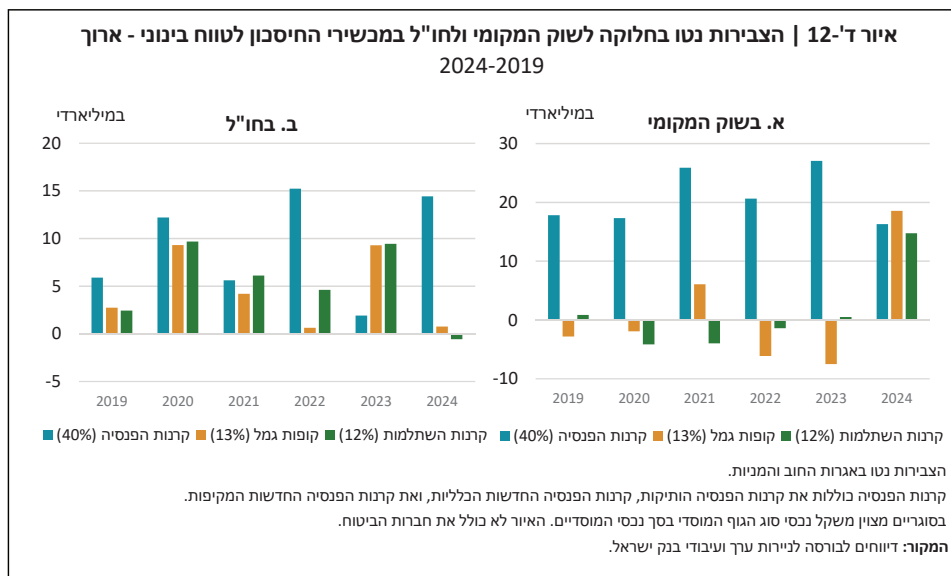
הגידול בתיק הנכסים של הציבור בשנת 2024 משקף שיפור באיתנות הפיננסית של משקי הבית ומחזק את יכולתם להתמודד עם זעזועים כלכליים.

²¹ 13.6 אחוזים מסך הנכסים של קרנות הנאמנות בסוף שנת 2023.

²² 4.3 אחוזים מסך הנכסים של קרנות ההשתלמות בסוף שנת 2023.

²³ 3.5 אחוזים מסך הנכסים של קרנות הפנסיה בסוף שנת 2023.

²⁴ ראו: ארנון ברק (2017). פונקציית הצריכה הפרטית בישראל, סדרת מאמרים לדיון 2017.04, בנק ישראל. ברק מצא כי השינויים קצרי הטווח בצריכה הפרטית מוסברים בעיקר על ידי השינויים בתיק הנכסים הפיננסיים.



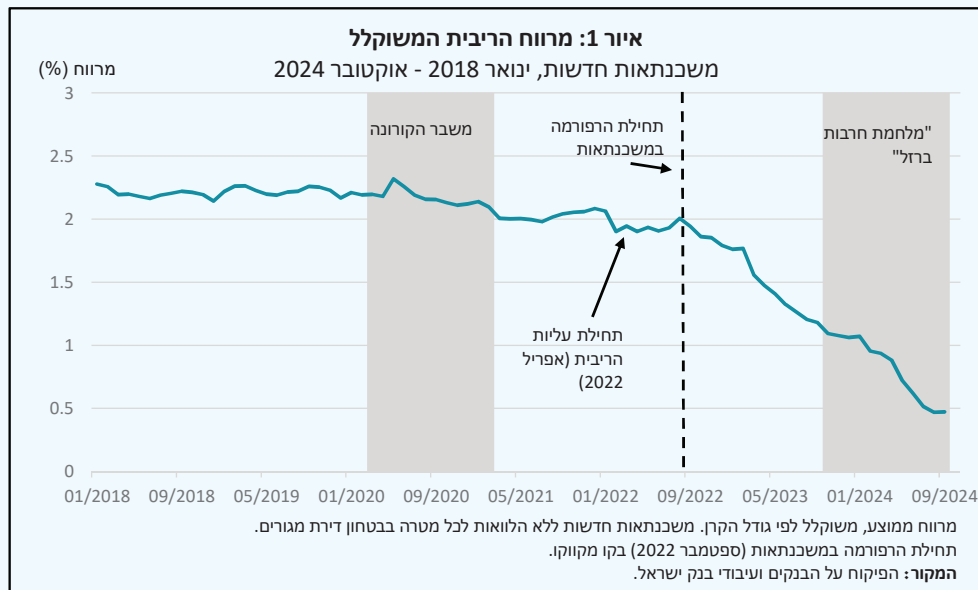
תיבה ד'-1: התפתחויות בתמחור המשכנתאות בישראל

- בשנתיים האחרונות ירדו מרווחי המשכנתאות בישראל על רקע מספר התפתחויות – עליית ריבית בנק ישראל, רפורמות צרכניות להגברת שקיפות המידע והתחרות בשוק המשכנתאות, ומלחמת "חרבות ברזל".
- כרבע מהירידה של המרווחים מוסבר בהתגברות התחרות בשוק, והשאר מוסבר בצמצום המרווחים בעקבות עליית הריבית וירידת הביקוש למשכנתאות.

1. רקע

מרווחי המשכנתאות בישראל ירדו בשנים האחרונות ירידה חדה (איור 1). מרווח המשכנתה, המוצג באיור 1, הוא ההפרש בין הריבית במסלול המשכנתה לבין ריבית העוגן, המחושבת על בסיס עקום תשואות האפס של אג"ח ממשלתיות, בהתאם להצמדה (נומינלית או ריאלית) ולמח"ם הרלוונטי. מרווח זה מבטא את העלות הנוספת שמשלם הלווה מעבר לריבית האלטרנטיבית שעומדת בפני הבנק בעת מתן ההלוואה¹. גודל המרווח מושפע ממספר גורמים – בהם סיכון הלווה, העלויות התפעוליות הכרוכות בהעמדת ההלוואה (כגון חיתום וניהול סיכונים), וכן, פוטנציאלית, פרמיה נוספת, הקשורה לכוח השוק של הבנק. ככלל, עבור לוויים זהים מבחינת פרופיל הסיכון ומאפייני המשכנתה, ככל שהמרווח קטן יותר הרווחיות של הבנק מהמשכנתה פחותה.

¹ המרווח בין ריבית המשכנתאות לעקום האפס על בסיס האג"ח הממשלתיות אינו מייצג בהכרח את המרווח מעלות גיוס המקורות של המערכת הבנקאית, אלא, מהעלות האלטרנטיבית, שהיא התשואה שהבנק היה מקבל, במקום על המשכנתה, על נכס אחר בעל אותו מח"ם ואותו סוג הצמדה למדד.



הירידה של מרווחי המשכנתה התרחשה על רקע מספר התפתחויות משמעותיות בשוק המשכנתאות בישראל. ראשית, החל מהרבעון השני של שנת 2022 ירדו בחדות ביצועי המשכנתאות על רקע עליית ריבית בנק ישראל. ככלל, עליית הריבית מגדילה את העלות השולית של הבנקים למתן אשראי, מה שמצמצם בפועל את היצע המשכנתאות. במצב כזה הבנקים עשויים לבחור לספוג חלק מהעלייה כדי למנוע ירידה חדה אף יותר בביצועי המשכנתאות, מה שמביא לצמצום המרווחים בשוק.

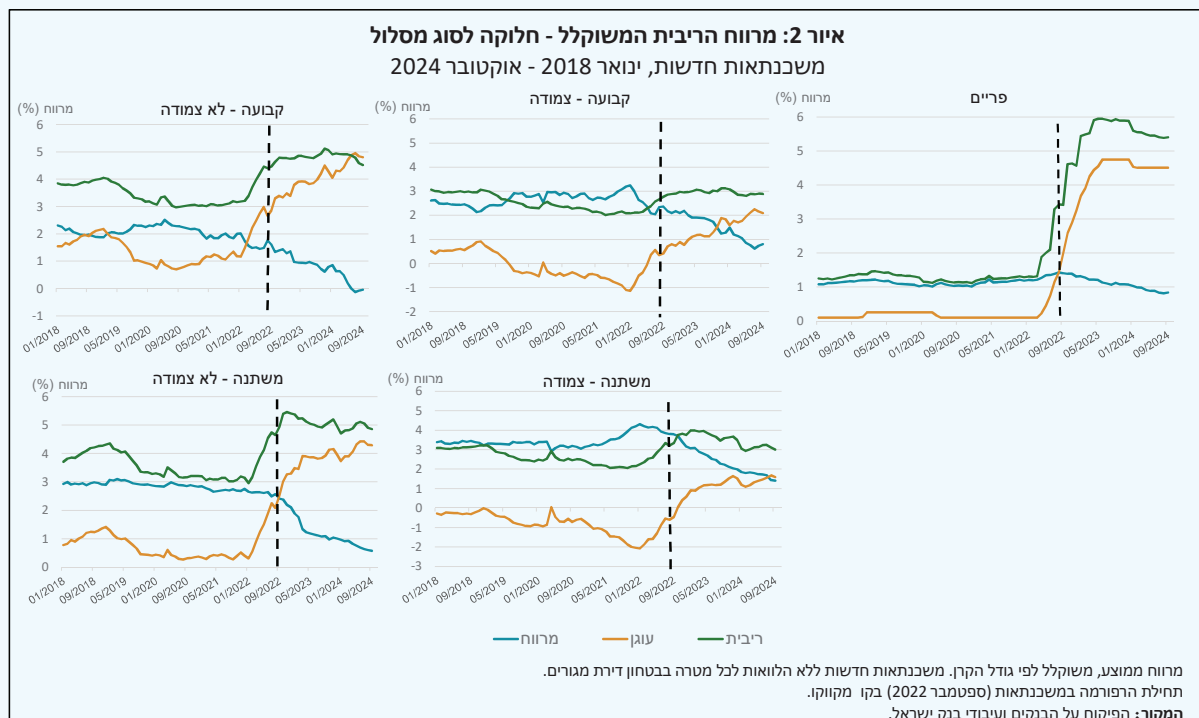
שנית, בספטמבר 2022 הוביל בנק ישראל רפורמה צרכנית, שמטרתה להגביר את שקיפות המידע והתחרות בשוק המשכנתאות². זאת באמצעות הגדלת יכולתם של הלווים להשוות בין הצעות הבנקים השונים ושיפור התהליך של קבלת אישור עקרוני למשכנתה. תחילת הרפורמה (ספטמבר 2022) מתוארת באיור 1 בקו מקווקו. ניתן לראות כי לפני תחילתה היה המרווח במגמת ירידה קלה, וכי בספטמבר 2022 הוא החל לרדת באופן עקבי; מגמה זו נמשכה גם לאחר שריבית בנק ישראל התייצבה, ביוני 2023, וגם עם התאוששות שוק המשכנתאות החל מהרבעון השני של 2024. בהמשך התיבה אנו בודקים אם ירידת המרווחים נבעה מצד היצע האשראי, בהשפעת הרפורמה, שהגבירה את התחרות על הלקוחות, או מירידת ביקושים על רקע עליית ריבית בנק ישראל.

כדי לתת אינדיקציה להשפעה של עליית סביבת הריבית על המרווחים מוצגת, באיור 2, התפתחות הריבית על המשכנתה וריבית העוגן עבור כל אחד מחמשת מסלולי המשכנתה הנפוצים בישראל³. ניתן לראות באיור כי ברוב המסלולים תחילת עלייתה של ריבית העוגן הייתה מלווה בירידה של המרווחים, ללא קשר למועד תחילתה של הרפורמה. לדוגמה, עבור המסלול ריבית קבועה-לא-צמודה (קל"צ) החלה עלייה של תשואת העוגן כבר בינואר 2022, ובמקביל החלה כמעט מייד ירידה של המרווח במסלול. נראה אפוא שברוב המסלולים עליית התשואות של עקום האפס לוותה בעלייה חלקית

² במסגרת הרפורמה חויבו הבנקים לספק ללקוח אישור עקרוני בפורמט אחיד, שבו יוצגו, נוסף על סל המשכנתה שהם מציעים, שלושה סלים אחידים, אשר הרכבם נקבע על ידי בנק ישראל, ועבור כל סל יוצגו הריבית הכוללת החזויה, סך התשלומים החזוי לאורך כל תקופת המשכנתה והתשלום החודשי הגבוה ביותר הצפוי על פי התחזיות. נוסף על כך קוצר הזמן עד למתן האישור העקרוני לימים ספורים בלבד, והבנקים חויבו לאפשר את הגשת הבקשה וקבלת האישור באופן מקוון. לפירוט על צעדי הרפורמה ראו <https://mash-boi.org.il>

³ שיעור זניח מהמשכנתאות בתקופה הנסקרת הוא מסלולים צמודים למט"ח. משכנתאות אלה אינן נכללות בניתוח הנוכחי.

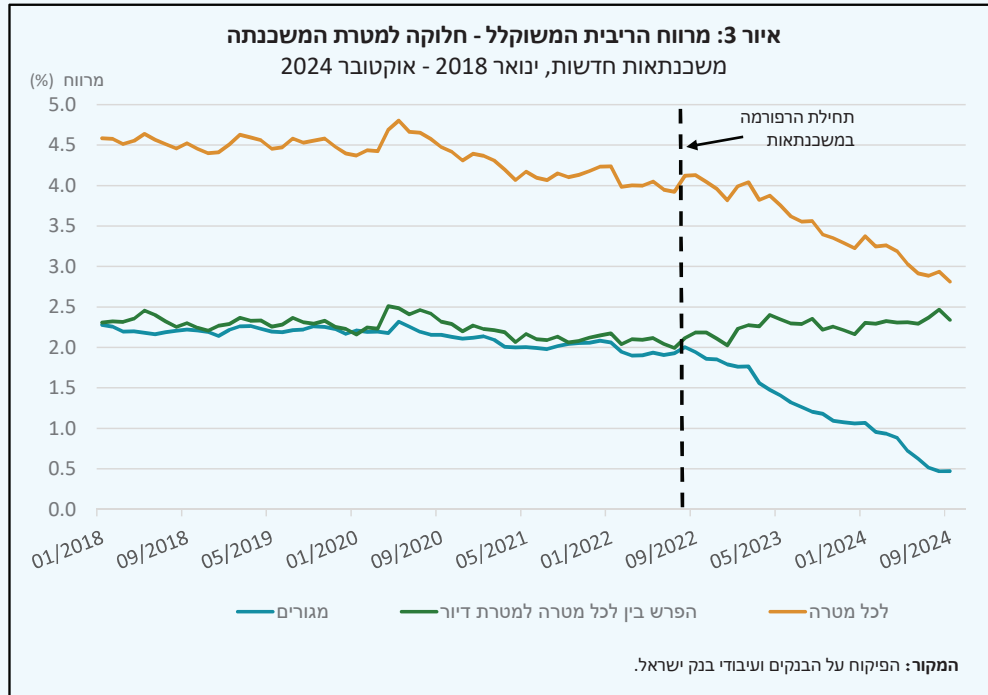
בלבד של ריבית המשכנתאות, מה שגרם לצמצום המרווח. לעומת זאת עבור מסלול הפריים נראה כי עליית הריבית, שהחלה באפריל 2022, לא לוותה בירידה מיידית של המרווח. המרווח במסלול הפריים החל לרדת רק בספטמבר 2022, אחרי כמעט חצי שנה שבמהלכה הריבית במסלול זה אף עלתה מעט, על רקע עליית ריבית בנק ישראל. נוסף על כך נראה שמגמת הירידה של המרווח במסלול הריבית המשתנה הלא-צמודה (שאינה פריים) התחזקה משמעותית לאחר ספטמבר 2022. מכאן שהתחזקות ירידתו של המרווח החל מספטמבר ביטאה שילוב של: התמשכות ירידת המרווחים בחלק מהמסלולים, על רקע עליית התשואות וסביבת הריבית; שינוי המגמה במסלול הפריים; והתחזקות הירידה של המרווח במסלול הריבית המשתנה הלא-צמודה החל מספטמבר 2022.



2. זיהוי השפעת הרפורמה

בסעיף זה אנו מנסים לבודד את ההשפעה הספציפית של הרפורמה על מרווחי המשכנתאות באמצעות בחינה של התפתחות המרווחים בסוגים שונים של הלוואות – משכנתאות למטרת מגורים ומשכנתאות לכל מטרה בביטחון דירת מגורים. הנחת המוצא היא שאף כי הרפורמה הוחלה על שני סוגי ההלוואות השפעתה על המשכנתאות לכל מטרה תהיה חלשה יותר. הסיבה היא שמשכנתה לכל מטרה נלקחת לרוב על ידי לקוחות שכבר יש להם משכנתה על הדירה (בכ-80 אחוזים מהמקרים). במצב זה ההלוואה הנוספת נלקחת כמעט תמיד מאותו הבנק שבו כבר מתנהלת המשכנתה, כדי להימנע מהליכי שיעבוד וחיתום חדשים. משמע שעבור לקוחות בעלי משכנתה קיימת המעוניינים לקחת הלוואה נוספת לכל מטרה בביטחון דירת מגורים ישנן מגבלות אופרטיביות, המצמצמות את יכולתם לערוך השוואת מחירים אפקטיבית, ולכן ניתן להניח שהשפעתה של הרפורמה על התחרות במקטע זה תהיה מוגבלת יחסית. איור 3 מציג את התפתחות מרווחי המשכנתה בחלוקה בין מטרת מגורים ולכל מטרה. ניתן לראות כי באופן כללי, המרווח על משכנתאות לכל מטרה

גבוה מזדה של משכנתאות למגורים – מצב הנובע, כאמור, מהתחרות הפחותה במשכנתאות אלה, וגם מן הסיכון הגבוה יותר הכרוך בהלוואות הנלקחות למטרות צריכה.



האיור מציג גם את ההפרש בין הסדרות ואת העלייה הקלה של פער המרווחים לאחר ספטמבר 2022. ניתן לראות שהירידה של מרווחי המשכנתאות למטרת מגורים הייתה חזקה מזו של מרווחי המשכנתאות לכל מטרה. איור 3 אינו מביא בחשבון את ההבדלים במאפייני המשכנתאות, שיכולים להיות קשורים להשפעות שונות של עליית הריבית. לוח 1 מציג את הממוצע והחציון של מאפייני המשכנתאות השונות. ניתן לראות כי המשכנתאות למטרת מגורים נוטות להיות גדולות הרבה יותר מהמשכנתאות לכל מטרה ולהציע יותר מסלולים, וכי יחס ההחזר להכנסה ויחס המימון בהן גבוהים יותר. כדי לכמת את ההשפעה הסיבתית של הרפורמה נשתמש בשיטת "הפרש-הפרשים" (Difference-in-Differences) דינמי, הבוחנת את השינוי בתמחור המשכנתאות למטרת מגורים לעומת אלה לכל מטרה. הבדיקה נערכה באמצעות אמידה של הרגרסיה הבאה:

$$Spread_{ijt} = \alpha_j + \gamma_t + \sum_{t=-12}^{12} \beta^t D_t * treat_i + \theta X_{it} + \epsilon_{ijt}$$

לוח 1 | מאפייני משכנתאות לכל מטרה ולמטרת מגורים משכנתאות חדשות, ספטמבר 2021 עד אוגוסט 2023

לכל מטרה		מטרת מגורים		
ממוצע	חציון	ממוצע	חציון	
מרווח (%)	1.93	1.88	4.17	4.25
מספר הלווים החייבים במשכנתה	1.79	2.00	1.84	2.00
הכנסה נטו למשק בית (באלפי ₪)	25.05	19.96	22.97	19.77
סכום הקרן (באלפי ₪)	959	850	290	220
תקופה לפירעון (בחודשים)	294	312	250	240
מספר המסלולים במשכנתה	4.04	4.00	2.88	3.00
יחס החזר להכנסה (ב-%)	25.34	26.00	15.45	13.00
שיעור מימון (ב-%)	54.23	56.72	36.16	39.00
שיעור המשכנתה שצמוד למדד (ב-%)	29.07	27.78	35.97	33.33
שיעור המשכנתה שברביית קבועה (ב-%)	40.90	34.79	39.38	34.11

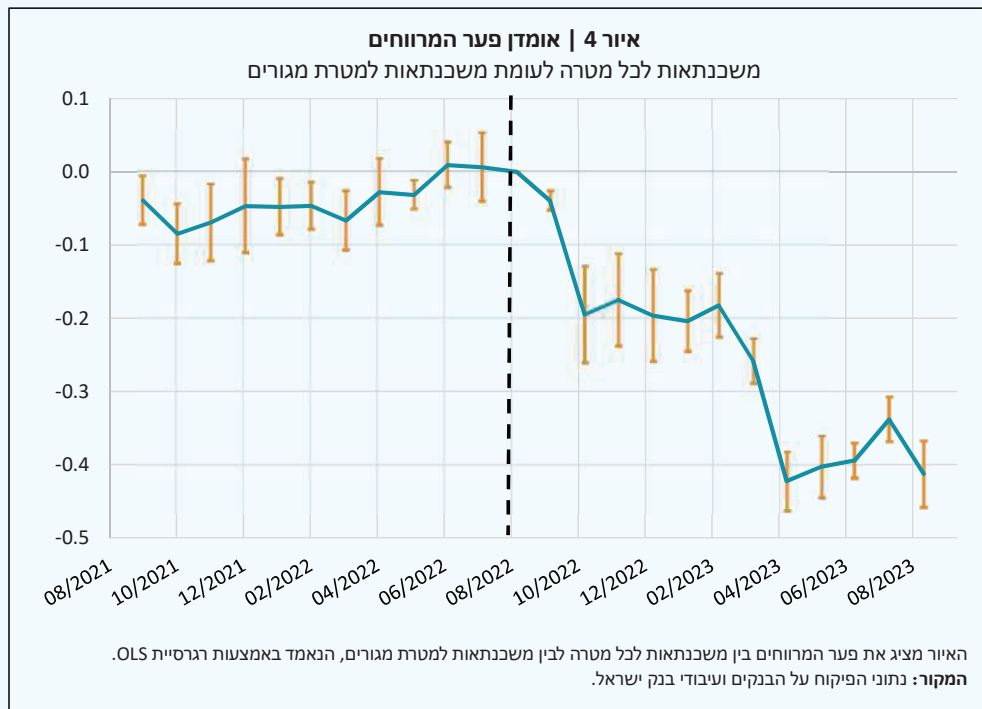
המקור: מאגר נתוני אשראי ועיבודי בנק ישראל. ללא משכנתאות עם מסלולים צמודים למט"ח ומסלולי בולט\בלון.

כאשר $Spread_{ijt}$ הוא מרווח המשכנתה המשוקלל של משכנתה i שניתנה על ידי בנק j בחודש t . $treat.t$ הוא משתנה בינארי, שמקבל את הערך 1 עבור משכנתה למטרת מגורים ו-0 עבור הלוואות לכל מטרה בביטחון דירת מגורים. X הוא וקטור של מאפיינים ספציפיים של כל משכנתה: גודל המשכנתה, ממוצע משוקלל של התקופה-לפירעון של כלל המסלולים במשכנתה, מספר המסלולים, יחס המימון (LTV), יחס החזר להכנסה (PTI), לוג ההכנסה הפנויה של משק הבית, שיעור המשכנתה שברביית קבועה ושיעור המשכנתה הצמוד למדד. נוסף על אלה כוללת הרגרסיה משתנים קבועים עבור הזמן, הבנק המלווה, היישוב של הנכס הנרכש ומטרת ההלוואה⁴. סטיות התקן ברגרסיה מקובצות לפי מטרת המשכנתה והחודש. D הוא משתנה בינארי, שמקבל את הערך 1 עבור כל חודש בין ספטמבר 2021 לאוגוסט 2023, והמקדם של אוגוסט 2022 מנורמל לאפס. האמידה מציגה את התפתחות ההפרש בין המרווח על משכנתאות למגורים לזה על משכנתאות לכל מטרה, בניכוי השפעת שאר הדברים, ביחס לחודש הבסיס אוגוסט 2022.

איור 4 מציג את מקדמי ה- β^h של כל חודש, כולל רווח בר-סמך של 95 אחוזים. האיור מציג את השינוי במרווחי הריבית לאורך זמן. לאחר תחילת הרפורמה (המסומנת בקו מקוקו), ניכרת ירידה של עד כ-40 נקודות בסיס במרווחים על משכנתאות למטרת מגורים ביחס לכאלה לכל מטרה. אי המובהקות לפני הרפורמה מעיד על מגמות מקבילות בשני סוגי ההלוואות עד הרפורמה, והירידה החדה יותר של מרווחי המשכנתאות למטרת מגורים בהשוואה למשכנתאות לכל

⁴ בחירת המשתנים הקבועים ומשתני הבקרה ברגרסיה מתבססת על הניתוח שנעשה ב: Presman, & Tzur-Ilan (2019).

מטרה לאחר הרפורמה מספקת אינדיקציה להשפעתה – העמקת התחרות והפחתת המרווחים⁵. בפרט, מהניתוח עולה שכ-0.4 נקודות אחוז מירידת המרווחים במשכנתאות למגורים ניתן לייחס להשפעת הרפורמה, שיעור שווה ערך לכ-260 שקלים בחודש עבור משכנתה ממוצעת שנלקחה בספטמבר 2024⁶.



מקורות

Presman, N. & N. Tzur-Ilan. (2019). Does Location Matter?: Evidence on Differential Mortgage Pricing in Israel. Research Department, Bank of Israel

⁵ כדי להקטין את החשש מבעיית סלקציה ואנדוגניות בהשוואה בין משכנתאות לכל מטרה לבין משכנתאות למטרת מגורים נבדקה עמידות התוצאות באמצעות שימוש בגישת PSM (Propensity Score Matching), אשר מקטינה את ההטיה הנובעת מהבדלים בין קבוצת הטיפול לקבוצת הביקורת. תוצאות האמידה של מדגם ה-PSM תואמות לאומדנים של הרגרסיה הליניארית הפשוטה – מה שמחזק את ההנחה שהמאפיינים השונים של המשכנתאות אינם מטים את התוצאות.

⁶ משכנתה של מיליון שקלים שנלקחת ל-30 שנים לפי התפלגויות הריבית והצמדה הממוצעות באותו חודש.

תיבה ד'-2: השפעת המלחמה על נטל החוב של תושבי קו העימות

- התיבה בוחנת את השפעת המלחמה על נטל החוב של תושבי קו העימות באמצעות ניתוח שלושה פרמטרים עיקריים – משיכות היתר, יתרות ההלוואות הצרכניות וההוצאות בכרטיסי אשראי – תוך הבחנה בין היישובים שפוננו לאלו שלא פוננו או פוננו חלקית.
- בעוד שלווים שהם תושבי יישובים מאזורי העימות שלא פוננו חוו עלייה של נטל החוב בדומה ללווים בשאר הארץ, הלווים מיישובים באזורי העימות שפוננו הקטינו את יתרת חובותיהם הצרכניים ומשיכות היתר, מה שעשוי להצביע על תרומת הסיוע הממשלתי להקלה על המפונים. ההשפעה הייתה חזקה יותר ביישובים שפוננו כמעט במלואם.
- הקשר החיובי בין שיעור ההלוואות הבנקאיות בסך ההלוואות הצרכניות לבין ההסתברות להפחתת נטל התשלומים מצביע על האפקטיביות של ההקלות הבנקאיות בסיוע לאוכלוסיית המפונים.

תיבה זו בוחנת את השפעת המלחמה על החוב¹ של תושבי קו העימות, תוך הבחנה בין אוכלוסיית הזכאים לפינוי², שקיבלו סיוע כלכלי מהמדינה³, לבין אלו שנשארו בבתיהם ולא קיבלו סיוע⁴. הניתוח מתבסס על נתונים חודשיים ממאגר נתוני האשראי הקמעונאי⁵ ומתמקד בשלושה משתנים מרכזיים: יתרות משיכות היתר מחשבונות העו"ש, יתרות החוב הצרכני וההוצאות בכרטיסי אשראי (ללא ריביות). בחינת משתנים אלה מאפשרת להעריך את השינוי בחוב הצרכני של משקי הבית ולדעת אם הוא נבע משינויים בהוצאות השוטפות, המשמשות אינדיקטור לצריכה הפרטית המיידית, או מהשפעות אחרות של המלחמה. הניתוח מתמקד בחוב הצרכני, שהוא דינמי יותר, ואינו כולל משכנתאות, מפני אופיין ארוך הטווח והציב יחסית.

לצורך הניתוח אנו מחלקות את היישובים לשלושה אזורי גיאוגרפיים (לפי חלוקת פיקוד העורף): הצפון (הגליל, הגולן, חיפה והעמקים), הדרום (עוטף עזה, לכיש, דרום הנגב ומרכז הנגב, אילת, הבקעה והערבה) ושאר הארץ. באזורי הצפון והדרום סיווגנו את היישובים לשלוש קטגוריות לפי שיעור האוכלוסייה שפונתה: יישובים/מועצות ללא פינוי (0 אחוז), מועצות עם פינוי חלקי (22–50 אחוזים), ויישובים/מועצות שפוננו כמעט במלואם (90–100 אחוזים)⁶. כך נוצרו שבע קטגוריות. בשל מגבלות המאגר, המגדיר כיישוב נפרד רק מקומות המונים מעל אלפיים תושבים, יישובים קטנים יותר נכללים במסגרת המועצות האזוריות שאליהן הם משתייכים. לכן שיעורי הפינוי של יישובים אלה חושבו ברמת המועצה האזורית. נכון לספטמבר 2023, המאגר כלל כ-5.2 מיליוני לקוחות בעלי הלוואה צרכנית, משיכת יתר או הוצאות בכרטיסי אשראי. מתוכם כ-700 אלף בדרום (13 אחוזים) וכ-1.2 מיליון בצפון (24 אחוזים). הלווים המתגוררים ביישובים שפוננו הם כ-6

¹ יתרות משיכות היתר מחשבונות העו"ש והאשראי הצרכני.

² תושבים שקיבלו הוראה או המלצה להתפנות על ידי המדינה.

³ המדינה סיפקה למפונים פתרונות דיור, בעיקר בבתים מלון, או מענקי אכלוס למתפנים עצמאית, לצד מענה לצרכים נוספים כגון חינוך ורווחה. (להרחבה ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2023). אין בידינו מספר מדויק של התושבים מהאזורים שלא פוננו אשר החליטו להתפנות על דעת עצמם. (פינוי מסוג זה אינו מזכה את התושבים המתפנים בסיוע מהמדינה).

⁴ למעט העסקים שנפגעו מהמלחמה, אשר קיבלו פיצויים (תקנות מס רכוש וקרן פיצויים לעסקים).

⁵ החישובים בוצעו על בסיס נתונים ברמת העסקה הבודדת, והלווים הם לקוחות פרטיים ועסקים מורשים. מקום מגוריו של הלווה נקבע על סמך רישום של ההלוואה, שאינו תואם בהכרח את המיקום בפועל של הלווה בעת המלחמה.

⁶ לפי מרכז המחקר והמידע של הכנסת (דצמבר 2023), כ-84 אחוזים מהתושבים אשר התגוררו ביישובי הצפון שנכללו בתוכניות הפינוי אכן התפנו בפועל.

אחוזים מהלווים המתגוררים ביישובי הדרום והצפון. נספח א' מציג את הממוצע, החציון וסטיית התקן של כל אחד ממשטני המטרה לפי שבע הקטגוריות ערב המלחמה (ספטמבר 2023). נראה כי ערב המלחמה רמות החוב ביישובים שפוננו היו גבוהות יותר מאשר באלה שלא פוננו, וזאת בהתאם לרמה הסוציו-אקונומית של התושבים המתגוררים באזורים אלו, שבה נדון בהמשך. בלטו במיוחד אזורי הפינוי החלקי, שבהם החובות היו גבוהים ב-13-19 אחוזים מאשר באזורים ללא פינוי. באזורי הפינוי המלא נמצאו ערכים מתונים יותר – גבוהים ב-5-8 אחוזים בלבד מאשר באזורים ללא פינוי. ככלל, רמות החוב בדרום היו גבוהות יותר מאשר בצפון. עם זאת, שיעור הלווים שלהם משיכת יתר לא היה גבוה יותר ביישובים שפוננו. אזורי הפינוי מתאפיינים בהרכב סוציו-אקונומי ייחודי, עם שיעור גבוה של יישובים כפריים, במיוחד קיבוצים ומושבנים, שהמדדים החברתיים-כלכליים שלהם – לרבות שיעורי ההשכלה האקדמית, התעסוקה וההכנסה מעבודה שכירה – חזקים מאלה של היישובים העירוניים⁷. הבדלים אלה משפיעים על דפוסי החוב והשימוש באשראי, כפי שנצפה למשל בתגובה להעלאות הריבית מאפריל 2022: תושבי יישובים מבוססים נטו לצמצם חובות חדשים ולפרוע חובות קיימים, ואילו תושבי יישובים חלשים יותר נטלו אשראי נוסף⁸.

כדי לנטרל את השפעת ההבדלים הסוציו-אקונומיים על ניתוח משטני המטרה (משיכות היתר, החוב הצרכני וההוצאות בכרטיסי אשראי) אנו מנטרלות, בשלב הראשון, את ההשפעה של הבדלים סוציו-אקונומיים בין היישובים על בסיס רגרסיית OLS, שבה התצפיות הן עסקאות מכל סוג לתקופה שבין ינואר 2023 לספטמבר 2023, המדווחות מדי חודש⁹: המשתנה המוסבר הוא אחד משלושת משטני המטרה והמשתנה המסביר הוא המדד הסוציו-אקונומי¹⁰ באינטראקציה עם אינדיקטור האומר אם הלווה הוא משק בית או עוסק מורשה¹¹. לאחר ניכוי השפעת המדד הסוציו-אקונומי באמצעות מקדמי הרגרסיה חילקנו את הנתונים לשבע הקטגוריות שהוגדרו ונרמלנו אותם ביחס לינואר 2023 כנקודת ייחוס. איור 2 מציג את התפתחות המדדים המנורמלים מינואר 2023 עד דצמבר 2024 בחלוקה לאזור הצפון (הגרפים העליונים) ואזור הדרום (הגרפים התחתונים).

מפרוץ המלחמה עד דצמבר 2024 נרשמה מגמת עלייה מתמשכת בחובות הצרכניים של תושבי אזורי העימות שלא פוננו. בצפון גדלו החובות עד חודש אוקטובר¹² ב-2.3 אחוזים, ובדרום הם גדלו ב-2.8 אחוזים – שיעורים גבוהים במקצת מאשר בשאר חלקי הארץ (1.3 אחוזים). במשיכות היתר נראה דפוס שונה: ירידה בתחילת המלחמה, שהתחלפה בעלייה במחצית השנייה, במיוחד בדרום (4.8 אחוזים לעומת 2.8 אחוזים). ההוצאות בכרטיסי אשראי הציגו מגמת עלייה כללית, עם ירידות בשתי נקודות זמן – בתחילת המלחמה (בעיקר בצפון) וברבעון השלישי של 2024, כשהלחימה בצפון התעצמה. בניגוד לתושבים שנשארו באזורי העימות, יתרות החוב של האוכלוסייה שפונתה ירדו לאחר פרוץ המלחמה. בצפון יתרות ההלוואות הצרכניות של תושבי יישובים שפוננו כמעט במלואם ירדו ב-5.4 אחוזים, לעומת ירידה מתונה יותר של 3.5 אחוזים ביישובים שפוננו חלקית¹³, ירידות שהתפרסו לאורך כל השנה. פער דומה נצפה במשיכות היתר – ירידה של 29 אחוזים ביישובים שפוננו במלואם לעומת 21 אחוזים ביישובים שפוננו חלקית, גם כאן לאורך כל השנה, אך ביתר שאת

⁷ להרחבה ראו פרק ז' בדוח בנק ישראל לשנת 2023.

⁸ להרחבה ראו תיבה ד'2- בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2023.

⁹ בניכוי תצפיות חריגות (99.5%-0.5%).

¹⁰ המצב החברתי-כלכלי נמדד על ידי האשכול החברתי-כלכלי שמספקת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה עבור כל ישוב, אשר נע על סולם מ-1 (התנאים החברתיים-כלכליים הירודים ביותר) עד 10. אנו מגדירים את x כמשתנה אורדינלי המבוסס על מדד זה עבור כל לווה.

¹¹ תוצאות שלוש הרגרסיות מצביעות על קשר מובהק ברמת מובהקות של מעל אחוז. תוצאות המקדמים למשקי הבית: 0.013 (הלוואה צרכנית), 0.019 (משיכת יתר), 0.056 (תשלומים בכרטיסי אשראי); ולעוסקים המורשים: 0.020 (הלוואה צרכנית), -0.007 (משיכת יתר), 0.05 (תשלומים בכרטיסי אשראי).

¹² בחודש נובמבר נחתם הסכם הפסקת אש בצפון.

¹³ ניתן לראות שעבור הקבוצה 22-50 שיעור הירידה בהלוואה הצרכנית החל עוד לפני תחילת המלחמה – כפי שהיה בשאר הארץ, אך בשיעורים גבוהים יותר.

בחודשים הראשונים למלחמה. נמצא כי מקרב הלווים שהייתה להם משיכת יתר ערב המלחמה חלק משמעותי – 17 אחוזים ביישובים שפונם במלואם ו-12 אחוזים ביישובים שפונם חלקית – יצאו ממצב זה במהלך המלחמה. (ראו נספח ב'). שתי קבוצות המפונים הציגו ירידות דומות של כ-5 אחוזים בהוצאות בכרטיסי אשראי לאורך התקופה.

דפוס דומה נצפה בדרום: גם שם היה היקף הירידה במשיכות היתר ובהלוואות הצרכניות ביישובים שפונם כמעט במלואם משמעותי יותר מאשר באלו שפונם חלקית, למרות דמיון בדפוס ההוצאה בכרטיסי אשראי. תופעה זו מדגישה את ההשפעה הדיפרנציאלית של היקף הפינוי על נטל החוב, מעבר להשפעתו על דפוס הצריכה השוטפים. אולם שלא כמו בצפון, ניכרה באזור הדרום תפנית באמצע השנה: נטל החוב של התושבים המפונים חזר לעלות, ככל הנראה בעקבות חזרתם ההדרגתית לבתיהם¹⁴. תפנית כזאת לא נצפתה בצפון, שם מרבית התושבים טרם שבו לבתיהם¹⁵.

הממצאים מצביעים על הבדל משמעותי במצב הפיננסי בין אוכלוסיית המפונים לאלו שנשארו באזורי העימות. בעוד שהנשארים הגדילו את נטל החוב שלהם, כמו בשאר אזורי הארץ, הצליחו המפונים לצמצם משמעותית את חובותיהם הצרכניים ומשיכות היתר. על פי הנתונים שבידינו קשה להעריך את משקל הגורמים שתרמו לירידה של נטל החוב בקרב המפונים – צמצום הצריכה הפרטית, הסיוע הממשלתי שניתן להם, ואם הייתה להם אפשרות להמשיך בעבודתם הרגילה¹⁶. תושבי המעגל הראשון¹⁷ זכו לסיוע גם מהמערכת הבנקאית – דחיית הלוואות ללא ריבית ועמלות, פטור מעמלות על מרבית הפעולות הבנקאיות למשך שלושה חודשים וריבית אפס על משיכות יתר עד לסכום של 10,000 ש"ח; חלק מהבנקים אף הרחיבו את המתווה¹⁸. בסוף 2023 נדחו החזרים לכ-5 אחוזים מההלוואות הצרכניות וכ-10 אחוזים מהמשכנתאות. עד נובמבר 2024 ירדו שיעורים אלה משמעותית ל-0.8 אחוז ול-2 אחוזים, בהתאמה. את הקשר בין דחיית תשלומים להקלה בנטל החוב מחדד הממצא שכ-32 אחוזים מהלווים ביישובים שפונם (באופן מלא או חלקי) אשר הקטינו את סך חובותיהם (הצרכני + משיכת היתר)¹⁹ ניצלו את האפשרות לדחות תשלומים של האשראי הצרכני ו/או האשראי לדיור, לעומת כ-20 אחוזים מן הלווים מהיישובים שלא פונו אשר הקטינו את חובותיהם.

כדי לחזק את ממצאינו אמדנו את ההסתברות להפחתת התשלום החודשי על הלוואות צרכניות בין ספטמבר 2023 למאי 2024 באמצעות אמידת משוואת פרוביט²⁰. ההשפעות השוליות הממוצעות המתקבלות על בסיס הפרמטרים של גרסיה זו מצביעות על קשר חיובי ומובהק בין שיעור הפינוי להסתברות להפחתת תשלומים: ככל ששיעור הפינוי ביישוב גבוה יותר גדלה ההסתברות להפחתת התשלום החודשי (איור 1). גורם משמעותי נוסף שנמצא הוא שיעור ההלוואות הבנקאיות מסך ההלוואות הצרכניות: עלייה של נקודת אחוז בשיעור ההלוואות שנלקחו מהבנקים הגדילה את ההסתברות להפחתת נטל התשלומים השוטפים ב-0.32 נקודות אחוז. ממצא זה מחזק את מסקנתנו בדבר התרומה המשמעותית של ההקלות הבנקאיות להפחתת נטל החוב בקרב אוכלוסיית המפונים.

¹⁴ נכון לינואר 2025, הוגדר שלמרבית יישובי הדרום אשר פונו אין מניעה לחזור. החזרה ל-13 יישובים עדיין מנועה מסיבה ביטחונית/שיקומית.

¹⁵ נכון לינואר 2025, לפי דוח מרכז מידע וידע, כלל יישובי הצפון אשר פונו עדיין מוגדרים מפונים. ההערכה היא ש-25 אחוזים ממפונים אלו חזרו לבתיהם.

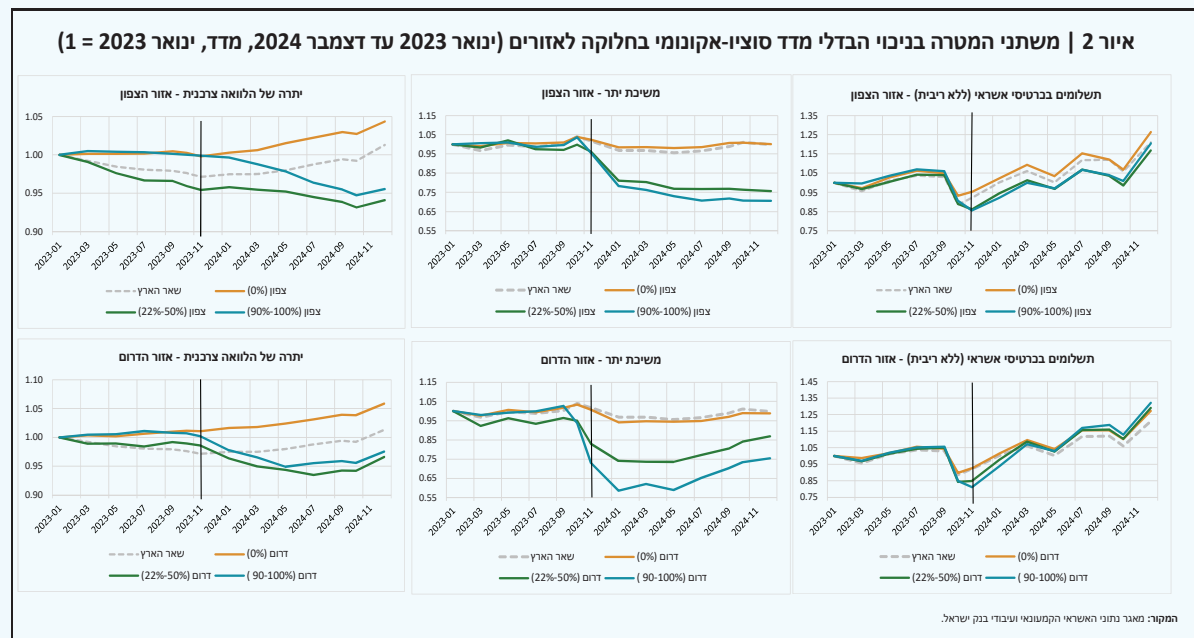
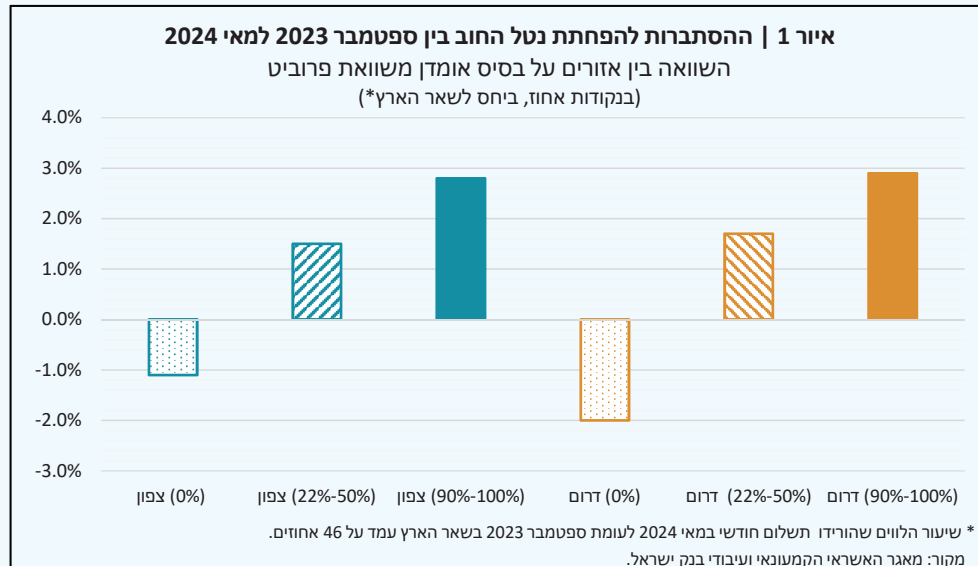
¹⁶ אין בידינו נתונים על אחוז המפונים שהמשיכו בעבודתם הרגילה.

¹⁷ למתגוררים ופועלים בטווח של 30 ק"מ מרצועת עזה וביישובי צפון הארץ בטווח של 5 ק"מ מגבול הצפון, אזרחים שפונם מביתם על ידי גורם מדינתי רשמי, שגויסו למילואים בצו 8, או שהם בעלי קרבה ראשונה לחללי המלחמה או לחטופים או לנעדרים ההלוואות נדחו ללא חיוב בריבית וללא חיוב בעמלות.

¹⁸ להרחבה ראו סעיף 4 בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2023.

¹⁹ בין חודש ספטמבר 2023 לחודש מאי 2024 (החודש שבו נראית תפנית בהיקף החוב).

²⁰ משוואת ה-probit היא: $P(Y=1|X) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 X)$, שבה המשתנה התלוי Y מצוין אם הייתה ירידה של התשלום החודשי במאי 2024 בהשוואה לספטמבר 2023 ($Y=1$). משתני ההסבר X כוללים את שיעור ההלוואות הבנקאיות מסך ההלוואות הצרכניות של הלווה, המדד הסוציו-אקונומי של היישוב, וקטגוריית אזור הפינוי, כאשר Φ מייצגת את הפונקציה המצטברת של ההתפלגות הנורמלית. המודל נאמד על מדגם של כ-1.66 מיליוני תצפיות, המשוקללות לפי יתרת החוב בספטמבר 2023. כל המקדמים נמצאו מובהקים ברמה שמעל אחוז אחד.



**נספח א' | סטטיסטיקה תיאורית של יתרת הלוואה צרכנית, יתרת משיכת היתר ללקוח, ותשלומים
בכרטיסי אשראי (ללא תשלומי ריבית) לפי חלוקת האזורים, 30/09/23**

אזור	סטטוס הפינני	ממוצע	חציין	סטיית תקן
יתרת הלוואה צרכנית ללקוח	צפון	לא פונו	109,171	70,100
		פונן 22%-50%	119,805	74,800
		פונן 90%-100%	112,571	72,215
	דרום	לא פונו	105,159	67,200
		פונן 22%-50%	131,230	86,600
		פונן 90%-100%	119,290	79,850
	שאר הארץ		106,163	66,057
יתרת משיכת היתר ללקוח (שיעור הלווים עם משיכת יתר מופיע בסוגריים בטור הממוצע)	צפון	לא פונו	16,373 (38%)	6,800
		פונן 22%-50%	18,064 (29%)	8,550
		פונן 90%-100%	16,723 (40%)	8,000
	דרום	לא פונו	15,514 (37%)	6,800
		פונן 22%-50%	18,020 (32%)	9,600
		פונן 90%-100%	16,956 (34%)	8,250
	שאר הארץ		15,956 (30%)	6,780
תשלומים בכרטיסי אשראי (ללא תשלומי ריבית) ללקוח	צפון	לא פונו	21,727	15,100
		פונן 22%-50%	27,045	20,835
		פונן 90%-100%	21,497	16,100
	דרום	לא פונו	22,402	16,160
		פונן 22%-50%	29,519	22,735
		פונן 90%-100%	24,626	18,935
	שאר הארץ		27,402	20,240

**נספח ב' | שיעור הלווים לפי מצב משיכת היתר בחשבונם בהשוואה בין שתי נקודות
זמן - 30/09/2023 ו-31/05/2024, כאשר: (0) מציין היעדר משיכת יתר, ו-(1) מציין
קיום משיכת יתר**

אזור	סטטוס הפינני	מ-0 ל-0	מ-1 ל-0	מ-1 ל-1	מ-0 ל-1
צפון	לא פונו	51.5%	9.5%	27.3%	8.0%
	פונן 22%-50%	63.2%	11.8%	16.9%	5.8%
	פונן 90%-100%	52.2%	16.9%	21.8%	4.9%
דרום	לא פונו	53.2%	9.4%	25.8%	7.6%
	פונן 22%-50%	60.0%	11.5%	20.0%	6.2%
	פונן 90%-100%	59.2%	14.6%	17.7%	5.0%
שאר הארץ		60.6%	8.5%	20.3%	7.7%

תיבה ד'-3: פיתוח של שוק האיגוח בישראל (על רקע הגשת הצעת החוק)

- איגוח הוא תהליך שבו נכסים לא-נזילים – משכנתאות, הלוואות צרכניות, חובות מסחריים, הלוואות לרכב ועוד שנמצאים בבעלות יזם (בנקים, גופים חוץ-בנקאים וחברות) – מאוגמים (pooled) יחד ומומרים לניירות ערך סחירים דרך "תאגיד ייעודי"; זאת בתמורה למזומן, העברת סיכוני האשראי אל המשקיעים – גופים מוסדיים והציבור הרחב – ושחרור ההון לפעולות אחרות של היזם.
- האיגוח הוא כלי פיננסי מרכזי להגדלת נזילות ולהפחתת סיכוני אשראי. בארה"ב שוק האיגוח מפותח ונרחב, בפרט בתחומי המשכנתאות והלוואות הצרכניות. באירופה השוק מתרחב בהדרגה, ומתמקד באיגוח משכנתאות והלוואות לרכב.
- בישראל אין כיום מסגרת משפטית מקיפה לאיגוח, מה שיוצר אי-ודאות רגולטורית, מגביל את התפתחותו של שוק זה, ומונע גיוס אשראי חוץ-בנקאי בהיקפים משמעותיים. שוק איגוח מפותח ומוסדר עשוי לשפר את הקצאת המקורות במשק ולהגביר את התחרות בשוק האשראי.
- בשנת 2024 הונחה על שולחן הממשלה הצעת חוק האיגוח, השואבת השראה מהאסדרה האירופית (SECR, 2017). במטרה לאסדר את השוק וליצור לו מסגרת משפטית ברורה, תוך שמירה על היציבות הפיננסית.
- הצעת החוק מבוססת על הנוסח שהציע צוות בין-משרדי (2015) בהשתתפות נציגי בנק ישראל, משרד המשפטים, הרשות לניירות ערך, רשות המסים ומשרד האוצר. צוות זה המליץ על פתרון חקיקתי כולל באשר לעסקאות איגוח ולשוק האיגוח בכללותו¹. פיתוח שוק זה נועד לקדם את התחרות במערכת הפיננסית, וכן להנגיש ולהזיל את מקורות המימון במשק, בפרט לעסקים הקטנים והבינוניים ולמשקי הבית².

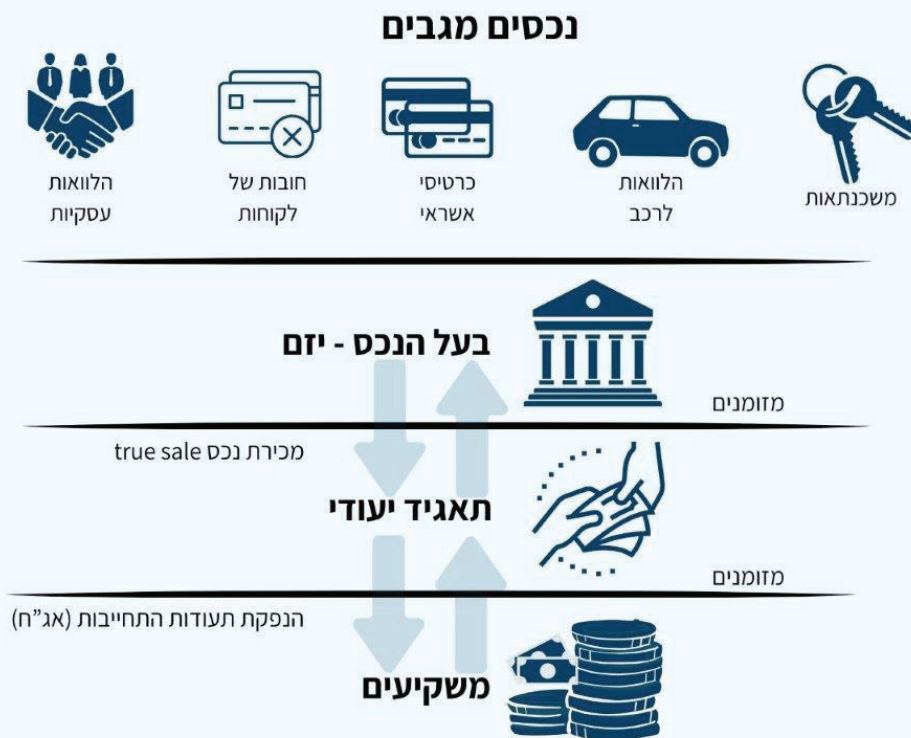
במהלך שנת 2024 הונחה על שולחן הממשלה הצעת חוק האיגוח, שמטרתו "להקנות ודאות משפטית וכלכלית שנדרשת להבטחת פעילותו התקינה של שוק האיגוח בישראל, ובדרך זו לשפר את הקצאת המקורות במשק ולהגביר את היעילות והתחרותיות של שוקי האשראי. כל זאת, תוך שמירה על יציבותה של המערכת הפיננסית בישראל"³. מפני הפוטנציאל הגלום בשוק האיגוח והשפעתו הצפויה הן על שוק האשראי והן על שוק ההון, אנו מציגים בתיבה זו את המושגים הבסיסיים בתחום האיגוח ומצביעים על התמודדותה של הרגולציה המוצעת בישראל עם הסיכונים בהתפתחותו על רקע הניסיון הבין-לאומי.

עסקות איגוח הן תהליך פיננסי, שבו נכסים לא נזילים כגון הלוואות, משכנתאות, חובות מסחריים ואף תשלומי ארנונה – "נכסים מגבים" – מאוגמים (pooled) בידי יזם (בנקים, גופים חוץ-בנקאים וחברות) יחד ומומרים לתעודות התחייבות סחירות (אג"ח); זאת דרך "תאגיד ייעודי" לביצוע האיגוח (איור 1). השימוש בתאגיד הייעודי נועד לאפשר השקעה שהסיכון הכרוך בה הוא לנכסים המגבים בלבד – ללא הסיכון הכרוך בהשקעה ביזם עצמו, כמו, למשל, במקרה של הנפקת אג"ח קונצרניות. לשם כך נדרש שעסקת האיגוח תתבצע במסגרת עסקת מכר מלאה (true sale) של הנכסים המגבים, שתהיה מנותקת מהיזם מבחינה משפטית וכלכלית. תהליך זה מאפשר ליזמים להמיר נכסים לא נזילים שבמאזניהם למזומן, ובכך

¹ בהצעת החוק הנוכחית מוטמעים עקרונות מתוך דירקטיבה 2017/2402 של האיחוד האירופי בנושא איגוח (REGULATION (EU) 2017/2402 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 12 December 2017), וזאת כתוצאה מתהליך למידה מקיף ויישום הלקחים מהמסבר הפיננסי הגדול (GFC, 2008).

² להרחבה בעניין השלכותיו הפוטנציאליות של שוק האיגוח על המערכת הפיננסית ראו תיבה ד-2 בפרק ד' של דוח בנק ישראל (2014).

³ <https://www.gov.il/he/pages/dec2097-2024>



לפנות את ההון לפעילויות אחרות ולהפחית את סיכוני האשראי שלהם, תוך העברתם אל המשקיעים – גופים מוסדיים או/כלל הציבור – בהתאם לביקוש של אלה.

קיומו ופיתוחו הנאות של שוק האיגוח עשוי לתרום ליצירת מקור מימון אטרקטיבי לכלכלה הריאלית. במסגרת עסקאות איגוח פרטים וגופים מסחריים (לרבות עסקים קטנים ובינוניים) המבקשים לקבל הלוואה עשויים לקבל גישה לאשראי בתנאים נוחים יותר מאלה שהם היו מקבלים בהעדר שוק איגוח. זאת בזכות הפוטנציאל לפיזור רחב יותר של סיכוני האשראי מצד המלווים בשווקים הפיננסיים. האיגוח מאפשר גם איגום של חשיפות רבות במכשיר אחד, תוך יצירת סטנדרטיזציה ופיזור הסיכונים במסגרת המכשיר המונפק, ובכך להרחיב את הביקושים של מממנים פוטנציאליים⁴. הניסיון העולמי בתחום האיגוח, שנשען על שני מודלים מרכזיים – האמריקאי והאירופי – תומך בטיעונים אלה, ומעיד על יתרונותיו הרבים של שוק איגוח מוסדר ומפוקח, שנבנה באופן הדרגתי ומבוקר⁵.

בארה"ב: האיגוח, בתפיסתו המודרנית, החל להתפתח בשנות ה-70 של המאה ה-20, כמענה לצורך ההולך וגדל במימון דיור. השוק התרחב הדרגתית לתחומים (נכסים מגבים) מגוונים, כגון הלוואות לרכב, הלוואות באמצעות

⁴ ראו דוח של הרשות לניירות ערך 2020.

⁵ להרחבה ראו "ניתוח השלכות הפוטנציאליות של שוק האיגוח על המערכת הפיננסית של שוק האיגוח" - תיבה ד-2 בפרק ד' של דוח בנק ישראל, 2014.

כרטיסי אשראי, הלוואות סטודנטים, נכסים מסחריים ואף איגוח של תזרימים עתידיים שטרם באו לעולם (future flow securitization).

אף שהאיגוח תרם רבות להורדת עלויות המימון בכלל ולשיפור נגישות האשראי לדיור בפרט, הוא גם לוה בכשלים.⁶ כך היה לאיגוח בארה"ב חלק משמעותי, אף כי עקיף, במשבר הפיננסי הגדול (GFC) של 2008. מכירה המונית של ניירות ערך מגובים במשכנתאות (MBS-mortgage backed securities) בעקבות קשיי פירעון של הלוואות "סאב פריים" גרמה לבעיות נזילות חמורות במערכת הבנקאית, ואף לקריסה של מוסדות פיננסיים מרכזיים בארה"ב ובעולם. תהליכי איגוח מורכבים וחוסר שקיפות במבנה העסקאות העצימו את הסיכון, שכן משקיעים רבים לא היו מודעים לחשיפה המלאה שלהם לנכסים בעייתיים. מניסיון זה עלה כי האיגוח כטכניקת מימון אמנם אינו מקור לסיכון, אך בחירת נכסים מגבים פגומים או מורכבים מדי וחוסר שקיפות הופכים אותו לגורם המזרז משבר.

עם זאת, מפרספקטיבה של כשני עשורים מאז המשבר הגדול ניתן להיווכח כי איגוח נותר כלי חשוב בפעילות השווקים הפיננסיים: היקפו בארה"ב (נכון ל-2023) מוערך בכ-50 אחוזים מהתוצר, והוא שני רק ל-US Treasuries (98 אחוזים תוצר). ואולם המשבר כן שינה את אופן ביצוען של עסקאות האיגוח, תוך דגש בניהול הסיכונים ורגולציה מוגברת בארה"ב (בתמיכת הממשל)⁷, ובמיוחד באירופה, שהחזיקה בה שימשה תשתית לחקיקה המוצעת בישראל כיום.

באירופה: תהליך האיגוח באירופה החל לצבור תאוצה רק בשנות ה-80 המאוחרות של המאה העשרים, ובניגוד לארה"ב התקדמותו באירופה הייתה איטית בשל הבדלים משפטיים ורגולטוריים בין המדינות.

למשבר הפיננסי הגלובלי של 2008 הייתה, כאמור, השפעה ניכרת על תהליכי האיגוח באירופה. השפעה זו באה לידי ביטוי בשנת 2017 בדמות אסדרה מקיפה (SECR), שנועדה ליצור שוק איגוח אמין ושקוף. הרגולציה כללה מנגנון חדש להבחנה בין מוצרים פשוטים, שקופים וסטנדרטיים (STS-Simple, Transparent and Standardized) שהם נכסים מגבים מסורתיים (משכנתאות, הלוואות לרכב והלוואות מסחריות) שזכו לטיפול מועדף בדרישות ההון מהמוסדות הפיננסיים ותומצו כמכשיר השקעה בעל תו תקן גבוה עבור ציבור המשקיעים – לבין מוצרים מורכבים ולא הומוגניים (כגון CMBS commercial mortgage backed securities –). במסגרת זו הוגדרו כללים ברורים להתמודדות המומלצת עם הסיכון שבעסקאות האיגוח – דרישת ריבוד (tranching)⁸ בהנפקה של תעודות ההתחייבות, איסור פעולות של איגוח על איגוח, דרישה מהיזמים לשימור הסיכון (risk retention), שנועדה להתמודד עם סוגיית ה-moral hazard, הגבלת אוכלוסיית המשקיעים למשקיעים "כשירים" בלבד והעלאת דרישות השקיפות והדיווח.

שוק האיגוח באירופה מתפתח בהתמדה, אך היקפו שם עדיין קטן הרבה יותר מאשר בארה"ב: 6 אחוזים מהתוצר בלבד בסוף שנת 2023. זאת, ככל הנראה, בגלל ההתאמה ההדרגתית למסגרת הרגולטורית או בהשפעת גורמים מבניים ומקרו-כלכליים.

הרכיב העיקרי בשוק האיגוח האירופי הוא משכנתאות למגורים (54 אחוזים, לעומת 81 אחוזים בארה"ב), ואחריו: הלוואות רכב (16 אחוזים), הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים (15 אחוזים) והלוואות צרכניות (12 אחוזים)⁹. מרבית האיגוחים באירופה מוחזקים בידי הבנקים (כ-84 אחוזים) – שלא כמו בארה"ב, שבה כ-70 אחוזים מתעודות האיגוח נמצאות בידי המשקיעים (המוסדיים). מעבר לשוני במסגרת הרגולטורית, שני גורמים עיקריים עומדים בבסיס ההבדלים בין אירופה לארה"ב. ראשית, מבנה החוב (משקל קטן של שוק האג"ח הקונצרניות במשק והעדפה לשימור חשיפות

⁶ Gorton, G. and A. Metrick (2013).

⁷ Schwarcz L. (2015).

⁸ בהנפקות איגוח ניתן לחלק את ניירות הערך לרבדים (tranches), המשקפים תמהילים שונים של תשואה וסיכון כפועל יוצא של סדר התשלומים שצריכים להתקבל מהנכסים המגבים.

⁹ להרחבה בנושא ריכוזיות ההנפקות וההטרוגניות בין מדינות האיחוד בבסיס הנכסים המגבים ראו דוח של ESMA, דצמבר 2023 ודוח של SUERF 2024.

האשראי הצרכני במאזני הבנקים האירופיים, לצד שימוש נרחב ב-covered bonds¹⁰) מצמצם את התמריצים לאיגוח מצד המערכת הבנקאית; שנית, פעילותו הענפה של שוק האיגוח בארה"ב מבוססת על ונתמכת על ידי תוכניות ערבות ציבוריות, שממלאות תפקיד חשוב הרבה יותר מאשר באירופה: מוסדות הנתמכים על ידי הממשל (Fannie Mae – (GSE and Freddie Mac אחראיים לכ-81 אחוזים מעסקות האיגוח. לעומת זאת הערבויות של קרן ההשקעות האירופית (EIF) למוצרים מאוגחים מסתכמות במוצא בכ-2–3 מיליארדי אירו לשנה (בשנים 2013–2023), שהם כ-1–2 אחוזים בלבד מנפח העסקאות הכולל.

ישראל: התפיסה הרווחת בעניין ההתהוות הרצויה של שוק האיגוח בישראל – שהתגבשה בשני העשורים האחרונים על רקע הדמיון לשוק האירופי (העדר ערבויות ממשלתיות) – הובילה למסקנה כי איגוח מפוקח, שקוף ופשוט, שבבסיסו תשתית רגולטורית המסייעת למשקיעים להבין את הסיכונים והסיכונים הכרוכים בעסקאות הרלוונטיות, עשוי לתרום רבות להקצאת המקורות במשק ולשוק ההון המקומי.

בישראל אין כיום הסדר משפטי מקיף המסדיר את התחום. מצב זה יוצר אי-וודאות משפטית, חשבונאית ומיסויית, שהייתה חסם מרכזי להתפתחות שוק איגוח תקין. המאמצים לאסדרה וקידום של שוק האיגוח החלו עוד בשנת 2005, במסגרת ועדת "חיימוביץ-אשר", שהצביעה על הצורך הדחוף בהסדרה חוקית, שתאפשר ודאות ותצמצם חסמים לפיתוח השוק. אך רק ב-2024, בהתבסס על הנוסח שהציע הצוות הבין-משרדי (2015), הונחה על שולחן הממשלה (ועדת השרים לענייני החקיקה) הצעת חוק בנושא. על פי הצעת החוק, עסקת איגוח בישראל תוגדר כעסקה שבה היזם מעביר נכסים מגבים לתאגיד ייעודי; זה מנפיק תעודות התחייבות, המגובות בנכסים האמורים, ובתמורה מעביר ליזם כספים שהתקבלו מהנפקתן. הנפקת התעודות יכולה להתבצע כהצעה לכלל הציבור או כהצעה לרוכשים ספציפיים, ועליה להתבצע בשני רבדים (tranches) שונים לפחות. הנוסח הקיים מפריד את עסקות האיגוח בישראל משאר עסקות המחאת הנכסים, כגון עסקות סינדיקציה (כ-154 מיליארדי ש"ח), מכירת הלוואות (15 מיליארדי ש"ח) או עסקאות סינתטיות¹¹ (שיעור יחסית זניח, נכון להיום) ומאפשר את קיומם של שני השווקים יחד. הצעת החוק שואבת השראה רבה מהדירקטיבה האירופית בנושא איגוח משנת 2017 (EU 2017/2402), לרבות הגדרה של זהות היזמים הפוטנציאליים, המשקיעים, דרישת ה"ריבוד", הפרדה בין עסקות בנכסים מגבים פשוטים לעסקאות מורכבות ולא הומוגניות, דרישות לשימור הסיכון מצד היזמים, שקיפות ועוד; זאת תוך התאמת הכלים החקיקתיים למציאות המקומית והתמודדות עם לקחי המשבר.

נכון להיום, הניסיון בתחום האיגוח בישראל מוגבל ביותר. בעבר היו יוזמות בודדות להנפיק אג"ח מוניציפליות¹² על ידי רשויות מקומיות שאפשרו לגייס אשראי מגופים מוסדיים כקרנות פנסיה וחברות ביטוח. הנפקות אלו זכו להיענות מצומצמת בלבד, בעיקר בשל מורכבות התהליך וחששות מארגון-מחדש של התקציב המקומי. עסקות האיגוח המעטות שנעשו בישראל מאז התרכזו בתחומים של חכירה (ליסינג) ונדל"ן מניב, ונעשו על סמך חוות דעת משפטיות נקודתיות וללא אסדרה כוללת. עם זאת, בשנים האחרונות חל שינוי מסוים: חברות מימון חוץ-בנקאי התחילו לבצע פעילות דומה לאיגוח, אך בהיקף זעיר ובאופן שעדיין לא עומד בכללים הרגולטוריים המיועדים להיכנס לתוקף. תהליכים אלו משקפים את התגברות הצורך בשוק הון מתקדם בישראל ומסמנים את פוטנציאל ההתפתחות של תחום האיגוח לאחר כניסת החקיקה המיועדת. בפרט, איגוח יכול לגשר בין הכספים שבידי הגופים המוסדיים (המשקיעים), שהיקפם מתרחב במהירות, לבין המגזרים והתחומים הזקוקים לאשראי; זאת תוך שילוב של יכולות הבנקים ונותני האשראי החוץ-בנקאיים בתפעול ובהתנהלות מול הלווים.

¹⁰ Covered bonds (אג"ח מגובות ביטחונות) – הן ניירות שבהם המנפיקים (מדינות וחברות) נותנים למשקיעים שעבודים ברמות ביטחון שונות, החל בפיקדונות ועד הלוואות ומשכנתאות ברמות סיכון שונות. היקף ה-covered bonds באירופה עמד בסוף 2024 על כ-3 טריליון אירו.

¹¹ "איגוח סינתטי" הוא תהליך שבו סיכון האשראי מועבר אל המשקיעים באמצעות מכשירים פיננסיים כנגזרים או ערבויות, בעוד שהנכסים עצמם נותרים בבעלות המנפיק (היזם).

¹² שוורץ (2018).

מקורות:

- שוורץ, דויד (2018). איגרות חוב מוניציפליות בישראל - ארגון מחדש של ניהול התקציב המקומי, אוניברסיטת בר אילן.
ESMA TRV Risk Analysis "The EU securitization market – an Overview", 2023.
- Gorton, G., and A. Metrick. "Securitization." Handbook of the Economics of Finance. Vol. 2. Elsevier, 2013. 1-70.
- Schwarcz, S. L. "Securitization and post-crisis financial regulation." Cornell L. Rev. Online 101 (2015): 115
REGULATION (EU) 2017/2402 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 12 December 2017.
- Schwartz, D. "Municipal bonds in Israel: Restructuring local budget management." Department of Political Science, Bar-Ilan University, 2018.
- Walther, U. "European securitization market – ready for a comeback?", SUERF Policy Note, No. 360, Oct. 2024.