



## דוח היציבות הפיננסית

המחצית הראשונה של שנת 2024

ינואר- יוני

כותבים ומרכזים :  
כותבי התיבות :  
אנה ססי ברודסקי ורועי שטיין.  
איתי קדמי, רועי אהרון, רועי ברוורמן, נמרוד שגב, אפרת דרסלר וחנוך  
דננברג  
תורמי מידע ונתונים :  
הפיקוח על הבנקים, רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון, חטיבת השווקים  
והחטיבה למידע ולסטטיסטיקה של בנק ישראל.  
עוזרי המחקר :  
אייל מרום ושירי גרין.

## תוכן עניינים

|    |  |      |
|----|--|------|
| 3  | מבנה הדוח, שיטת הניתוח ומטרתו  |      |
| 4  | עיקרי הדברים   |      |
| 4  | הערכה מסכמת  | .1   |
| 7  | ערוצי החשיפה לסיכון  | .2   |
| 8  | ערוץ המקרו   | .2.1 |
| 12 | ערוץ מחירי הנכסים  | .2.2 |
| 15 | זרקור א' - היקף ההשקעות של משקיעים זרים בנכסים פיננסיים נקובים בשקלים      |      |
| 17 | זרקור ב' - סקירה עולמית ומקומית של הנדל"ן המניב                            |      |
| 19 | ערוץ האשראי  | .2.3 |
| 25 | זרקור ג' - מגמות בשוק הדירות החדשות, הלוואות בולט ומבצעי מימון של היזמים   |      |
| 30 | זרקור ד' - התפתחויות בשוק האשראי לרכב בישראל, 2020-2024                    |      |
| 34 | עמידות המערכת הפיננסית   | .3   |
| 34 | מערכת הבנקאות  | 3.1. |
| 35 | חברות הביטוח   | 3.2. |
| 37 | תרחישי סיכון   | .4   |
| 39 | תיבות  | .5   |
|    | חשיפת מוסדיים וקרנות נאמנות לחוזים עתידיים והשינוי בטעמי ההשקעה של העמיתים | .5.1 |
| 39 |  |      |
| 45 | רווחיות הבנקים מעסקים והמגמות באשראי העסקי                                 | .5.2 |
| 51 | ההשפעה של קרנות הסל על התשואות והנזילות של נכסי הבסיס                      | .5.3 |
| 57 | סיקור המגמה העולמית והישראלית בשוק הקריפטו                                 | .5.4 |

## מבנה הדוח, שיטת הניתוח ומטרתו

בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2024 מנתחים כלכלני הבנק את רמת היציבות הפיננסית בישראל הנקבעת בהתאם לפגיעותה של המערכת הפיננסית בכללותה, על בסיס ערוצי החשיפה לסיכון; תרחישי הסיכון הרלוונטיים לתקופה; ובהינתן כושר העמידות של המוסדות הפיננסיים (תרשים 1.1).<sup>1</sup> ההערכה הסופית לגבי רמת היציבות הפיננסית של המשק נשענת על המסקנות מכל שלושת הנדבכים הללו יחד (תרשים 1.2 – הצבעים בתרשים מבטאים את תוצאות הניתוח של החלקים השונים ומידת הסיכון בכל אחד מהם. הפירוט הוא בגוף הדוח). ההערכות והניתוחים שמובאים בדו"ח מתבססים על בחינת המאפיינים המבניים, שימוש בכלים אנליטיים, וגם על הערכה של תנאי הרקע העדכניים ביותר בכלכלה העולמית. הדו"ח מציג את הסכנות העיקריות למערכת הפיננסית בישראל, שביכולתן לשאת השלכות משמעותיות על הפעילות הכלכלית במשק. מטרת הדו"ח היא להגביר את המודעות בקרב קובעי המדיניות ובציבור הרחב באשר לאיומים הפוטנציאליים שצפויים למערכת הפיננסית בטווחים הקצר והבינוני ולאפשר היערכות מתאימה.

### תרשים 1.1 - תהליך ההערכה והניתוח של רמת היציבות הפיננסית



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

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

<sup>1</sup> תיאור מפורט לכל אחד מרכיבים אלה של תרשים 1 ניתן לראות בדוח היציבות למחצית השנייה של 2022.

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

<sup>3</sup> המוניטור נועד לזהות את אזורי הפגיעות העיקריים של זעזוע פיננסי למשק ולא לחזות את התזמון או להעריך את עוצמתו.

המוניטור גם אינו מספק פרספקטיבה לגבי עוצמת הפגיעויות בהשוואה לתקופות הקיצון (משברים) במדינות אחרות.

## עיקרי הדברים

- למרות האתגרים הביטחוניים והגיאופוליטיים המתמשכים, המערכת הפיננסית בישראל מפגינה עמידות טובה עם יחסי הון, נזילות וכריות ספיגה נאותים במערכת הבנקאית ובחברות הביטוח. יחס חוב-תוצר נמוך ערב המלחמה ויתרות מט"ח גבוהות של בנק ישראל תומכים ביציבות המערכת.
- במהלך התקופה הנסקרת נותר הסיכון בערוץ המקרו ברמה גבוהה על רקע המצב הביטחוני והשלכותיו על הפעילות הכלכלית שנתרה נמוכה מהרגיל. צורכי המימון של הממשלה והעלויות למימנם גדלו, וסוכנויות דירוג האשראי הורידו את דירוג האשראי של ישראל.
- בתקופה הנסקרת, מדדי המניות המקומיים עלו במתינות, כאשר מחירי המניות ביחס לרווחיות החברות וביחס למדדי מניות בעולם הצביעו על רמת תמחור נמוכה יחסית.
- האשראי למגזר הפרטי גדל ב-51 מיליארד ש"ח במחצית הראשונה של 2024, בעיקר בענפי הנדל"ן והמשכנתאות. שיעורי הפיגור באשראי הבנקאי נמוכים ביחס לכלל החוב, אך ישנה עלייה קלה בשיעור החוב בפיגור במגזרים מסוימים, במיוחד בקרב עסקים גדולים ובקרב חברות בנייה.

### 1. הערכה מסכמת

ההערכה של רמת הסיכון ליציבותה של המערכת הפיננסית מחייבת את בחינת השילוב של עוצמת הפגיעות בערוצי הסיכון ואת רמת הסיכון בתרחישים אפשריים, מול כושר העמידות והספיגה של המוסדות הפיננסיים. במחצית הראשונה של 2024, למרות הפגיעה בערוצי המקרו ובמחירי הנכסים ותרחיש הסיכון של החרפה במצב הגיאופוליטי, אנו מוצאים כי המוסדות הפיננסיים הפגינו עמידות טובה עם יחסי הון, נזילות וכריות ספיגה נאותים. יחס נמוך של החוב הממשלתי לתוצר בתחילת המלחמה ויתרות מט"ח גבוהות שבידי בנק ישראל תומכים גם הם ביציבותה של המערכת הפיננסית.

בתקופה זו נותרה רמת הסיכון בערוץ המקרו גבוהה, בדומה לדוח הקודם. אומנם ישנם סימנים להתאוששות כלכלית בהשוואה לתחילת מלחמת "חרבות ברזל" ובכלל זה - שיפורים בצריכה הפרטית, ביצוא ובשוק העבודה. עם זאת העמיק הגירעון הממשלתי, התשוואות לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות עלו, הן בשקלים והן במט"ח ועלות המימון של ההוצאות הממשלה עלתה בהתאם.<sup>4</sup> סוכנויות דירוג האשראי הורידו את דירוג האשראי ואת תחזית הדירוג בשל אי-ודאות גבוהה לגבי אפשרות התרחבותה של המלחמה לזירות נוספות, מועד סיום הלחימה בעזה והגידול שחל בצרכים הפיסקליים-ביטחוניים.

---

<sup>4</sup> קשר זה בין הגירעון לבין התשוואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות נבחן אמפירית ותואם את ההשפעה גם בתקופה הנוכחית. ראו מאמרים של ברנדר וריבון, 2015 "השפעתן של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית בישראל, ושל הכלכלה העולמית, על התשוואות הריאליות של האג"ח הממשלתיות בישראל: בחינה מחודשת לאחר עשור" סקר בנק ישראל 88; מיכלסון ושטיין, 2023, "הגורמים שמסבירים את תשוואות איגרות החוב הממשלתיות הארוכות בישראל ובמדינות ה-OECD, סקר בנק ישראל 93.

ההערכה של רמת הסיכון בערוץ מחירי הנכסים הפיננסיים נותרה גבוהה בדוח הנוכחי. מדדי המניות המקומיים עלו במהלך התקופה הנסקרת, אך בשיעור נמוך יחסית. רמת התמחור ביחס לרווחיות החברות ולמדדי מניות מובילים בעולם המשיכה לרדת לרמה נמוכה במיוחד. הביצועים הנמוכים בבורסה המקומית, שנמשכו בתקופה הנסקרת, הוסיפו לביצועים הנמוכים שנרשמו עוד במהלך שנת 2023 לפני המלחמה, על רקע רמת אי-הוודאות בשוק המניות שנותרה גבוהה במהלך המחצית הראשונה של שנת 2024. בתחילת המלחמה נרשמו מימושים של משקיעים זרים בשווקים הפיננסיים בישראל, מגמה שהלכה ונחלשה לאחר מספר חודשים עם חזרת המשק לתפקוד תקין. ברבעון השני אף נרשמו תנועות הון חיוביות/רכישות נטו של זרים במשק.

משקי הבית בישראל צוברים נכסים פיננסיים זרים ומגמה זו הואצה מאז פרוץ המלחמה. המשקיעים המוסדיים הגדילו את אחזקותיהם בנכסים זרים, שצמחו ל-41% מסך הנכסים המנוהלים על ידם. הציבור הגדיל את אחזקותיו בנכסים פיננסיים זרים גם דרך קרנות הנאמנות, בין היתר באמצעות ניירות ערך נגזרים ולא באמצעות אחזקה ישירה בנכסי הבסיס. סגנון השקעה זה מגביר את סיכון הנזילות לאג"ח הממשלתיות, המשמשות כבטוחות לנגזרים אלו. אם מחירי הנכסים הזרים ירדו בחדות, יגרור הדבר לחצים מהירים למכירת אג"ח ממשלתיות ולרכישת מט"ח, כפי שאירע בתחילת משבר הקורונה (ראו הרחבה בתיבה 1 בדוח הנוכחי ותיבה 3 בדוח היציבות למחצית שניה של שנת 2020).

שיעורי הפיגור בהחזרי החובות של האשראי הבנקאי הם נמוכים ביחס לחוב כולו, אך מגזרי פעילות מסוימים, במיוחד עסקים גדולים וחברות בנייה, מראים עליה בשיעור החוב בפיגור. חוב זה כבר סווג על ידי הבנקים כלא צובר ברבעונים קודמים. האשראי למגזר הפרטי גדל בכ-51 מיליארד ש"ח מאז פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" ועד לחודש יולי 2024, כאשר הוא מונע מאשראי עסקי לענף הבינוי והנדל"ן ומשכנתאות למשקי הבית. חברות מענפי הנדל"ן והבינוי מצליחות לגייס חוב חדש גם בשוק האג"ח, באמצעות היקפן הגבוה של ההנפקות בחודשים האחרונים.

חברות הבנייה הגדילו את מספר הדירות שהושלמו ברבעון האחרון של שנת 2023 וברביע הראשון של שנת 2024, זאת על רקע הגידול המשמעותי בהתחלות הבנייה שהיה בשנת 2022. יחד עם זאת, מנתוני החשבונאות הלאומית למחצית הראשונה של 2024 עולה כי ההשקעה בבנייה למגורים ירדה בשיעור ניכר בהשוואה לתקופה שלפני המלחמה, ביטוי אפשרי למחסור בעובדים (ובחומרי גלם) שהפך למתמשך.

במקביל נרשמה התאוששות בעסקאות בענף הדיור, התפתחות שעשויה לשפר את קשיי הנזילות שמהם סובלות החברות בענף (פרק 2.3). לצד זאת, התופעה של מכירת דירות, תוך דחיית חלק עיקרי מהתשלום לקבלן או דחייה בהחזרי קרן המשכנתא למועדים מאוחרים יותר, עלולה להגדיל את חשיפת חברות הנדל"ן והרוכשים לסיכונים שוק, ככל שקצב הורדות הריבית בעולם ובישראל יהיה איטי יותר בהשוואה לציפיות השוק בזמן ביצוע העסקה. עוד נציין כי הגידול בהנפקות אג"ח לטווח קצר כדי לגלגל את החוב כל עוד הריבית עדיין גבוהה ומתוך הנחה לירידתה, חושפת את המנפיקים לסיכון גבוה יותר לגבי המימון מחדש.

התרחישים להמשך המלחמה, לצד אי-הוודאות הגבוהה לגבי סיומה, משפיעים על המערכת הפיננסית דרך כמה ערוצים. ערוץ המקרו הוא הערוץ העיקרי שמושפע מההתפתחויות הגיאופוליטיות וזאת באמצעות הפגיעה האפשרית בפעילות העסקית, הגידול בצרכי המימון של הממשלה, העלייה בעלויות שירות החוב הממשלתי

והפרטי וההשלכות השליליות על הסחר הבין-לאומי. גם ערוצים אחרים מושפעים מההתפתחויות הללו, כגון ערוצי מחירי הנכסים הפיננסיים והאשראי, ודרכם, מושפעות החברות שמאופיינות במינוף גבוה ובנזילות נמוכה יחסית, כמו בענף הנדל"ן.

היציבות הפיננסית של ישראל תלויה במידה רבה בהתנהלות פיסקלית אחראית ומאוזנת. מדיניות כזו תמנע התבדרות של יחס החוב הממשלתי לתוצר לנוכח העלייה בצרכים התקציביים, ותייצר סדר עדיפויות בהקצאת המשאבים הלאומיים, שיתמוך במימושו של פוטנציאל הצמיחה. התנהלות כזו היא חיונית לשמירה על אמון השווקים והמשקיעים בכלכלת ישראל. אתגר מרכזי שעומד בפני הממשלה בהקשר זה הוא גיבוש תוואי רב-שנתי לתקציב הביטחון, שיאזן באופן בר-קיימא בין הבטחת המשאבים ההכרחיים לביטחון המדינה, לבין מזעור הפגיעה בצמיחה הכלכלית ארוכת הטווח<sup>5</sup>.

תמונת המצב המשקית והפיננסית, כפי שעולה מן הדוח, מבהירה שלמרות הסיכונים והפגיעויות, עמידותה של המערכת הפיננסית של ישראל מאפשרת לה, נכון למועד זה, להתמודד בהצלחה עם האתגרים המתמשכים ובפרט עם ההשלכות של הלחימה ושל המשבר הגיאופוליטי. עמידות זו אינה מובנת מאליה ונשענת על כמה גורמים תומכים, לרבות מדיניות מוניטרית ופיסקלית אחראית והולמת שנקטה עם פרוץ המלחמה ותגובה מהירה של הפיקוח על הבנקים ושל הממשלה ביישום של צעדים שיסייעו ללווים הפגיעים ביותר להתמודד עם בעיות נזילות קצרות טווח. לאור החמרת האיומים הפוטנציאליים על הכלכלה ועל היציבות הפיננסית - ובראשם הסלמה ביטחונית נוספת - חיוני הדבר להמשיך לנהל מדיניות כלכלית אחראית, הן בצד הפיסקלי והן בצד המוניטרי, כך שתישמר עמידות המשק אל מול תרחישי קיצון אפשריים.

הדוח הזה כולל ניתוחים מעמיקים של נושאים מבניים שקשורים ליציבות הפיננסית בארבע תיבות :

**תיבה 1** בוחנת את החשיפה המוגברת לחוזים עתידיים של השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל בשנים האחרונות, מגמה שהואצה מאז פרוץ המלחמה. השקעות אלה כוללות מניות ונכסים פיננסיים עוקבי מדדים, מה שמוביל לתיק השקעות שחשוף במידה רבה יותר מבעבר לזעזועים חיצוניים. החשיפה לחו"ל הניבה במהלך השנתיים האחרונות תשואה גבוהה לתיק הנכסים של הציבור, בזכות העליות במדדים בחו"ל בהשוואה למחירי הנכסים בשוק המקומי. יחד עם זאת, היקף ההשקעות במדדי מניות חו"ל באמצעות חוזים עתידיים מגביר את הסיכון למשבר בשוק ההון והמט"ח.

**תיבה 2** מדגישה את הקשר המובהק שבין הרווחיות של הבנקים מהאשראי שהם מעניקים לעסקים שונים לבין קצב הצמיחה של האשראי שמועמד לעסקים אלה. היא מדגישה את הגידול המהיר יחסית באשראי לחברות גדולות ולענף הנדל"ן, לצד המעבר של חלק מהאשראי לעסקים קטנים לכיוונו של מוסדות אשראי חוץ-בנקאיים.

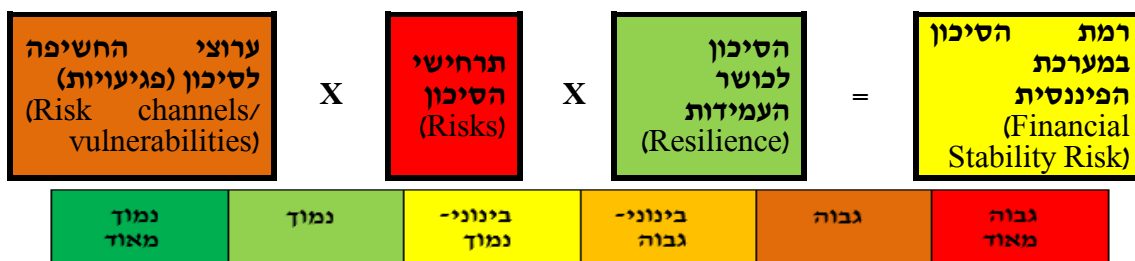
**תיבה 3** בוחנת את ההשפעה הגוברת של קרנות סל על נכסי הבסיס במונחים של תנודתיות המחירים ובהיבטי נזילות כאחד. היא בוחנת גם כיצד חלק מהמשקיעים מנצל את עדכוני המדדים כדי להשיג רווחים פרטיים על חשבון ציבור המשקיעים בקרנות הסל.

---

<sup>5</sup> לאחר התקופה הנסקרת אושר בממשלה תקציב לשנת 2025. ראו התייחסות נגיד בנק ישראל למסגרת התקציב שאושר ולהרכבו בקישור <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/1-11-24>

**תיבה 4** דנה בהשקעות של הציבור הישראלי בנכסים קריפטוגרפיים. למרות העלייה בהשקעות שמונעת מהזינוק במחירים בשוק זה, הן קטנות עדיין בהיקפן בהשוואה בין-לאומית.

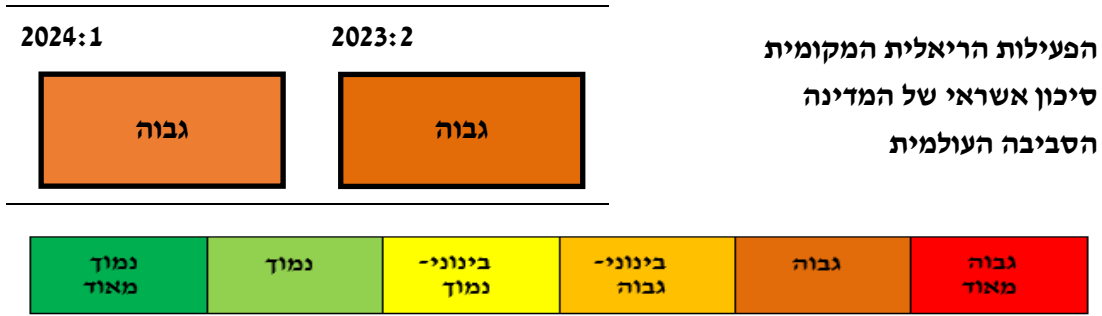
**תרשים 1.2 - ההערכה המסכמת לרמת הסיכון במערכת הפיננסית, בעזרת מפת חום**



**2. ערוצי החשיפה לסיכון**

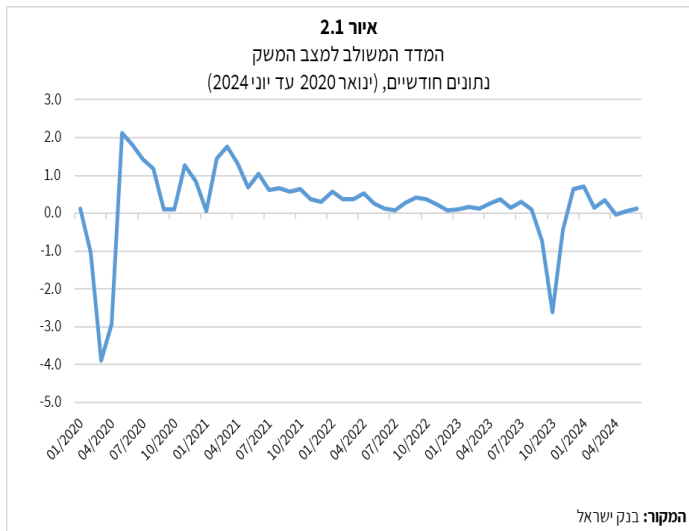
פגיעותה של המערכת הפיננסית בכללותה נגזרת מרמת פגיעותם של ערוצי החשיפה-לסיכון העיקריים. בדוח למחצית הראשונה של 2024 מנותחים שלושה ערוצי סיכון עיקריים:

- ערוץ המקרו (הפעילות הכלכלית) – הסביבה המקרו-כלכלית המקומית משפיעה על הפעילות הכלכלית ועל מידת עמידותם של השחקנים העיקריים במערכת הפיננסית – משקי הבית, החברות והמתווכים הפיננסים. ככל שסביבה זו פחות יציבה וככל שהתחזיות להתפתחותה הן תנודתיות ואף שליליות יותר, כך פגיעותה של המערכת גבוה יותר.
- ערוץ מחירי הנכסים – פגיעותה של המערכת הפיננסית תגדל, אם בסביבה שבה היא פועלת יתרחקו מחירי הנכסים מתנאי היסוד או ממגמתם ארוכת הטווח, במיוחד בשל תמחור חסר של הסיכונים. בסביבה כזו יש סיכון מוגבר לתיקון חד במחירי הנכסים הפיננסיים ו/או הריאליים, מה שעלול להתגלגל עד לפגיעה במערכת הפיננסית.
- ערוץ האשראי – רמות גבוהות של אשראי (מינוף) שנוטלים משקי הבית והעסקים חושפות אותם לסיכונים שונים, כגון סיכונים שכרוכים בעלויות בשיעורי הריבית (ככל שהאשראי הוא בריבית משתנה), בירידות בפעילות הכלכלית המקומית או העולמית ובירידות במחירי הנכסים. רמת המינוף, התפלגותו, מהירות השינויים בו והשימושים באשראי, משפיעים כולם על רמת הפגיעות של המערכת הפיננסית.



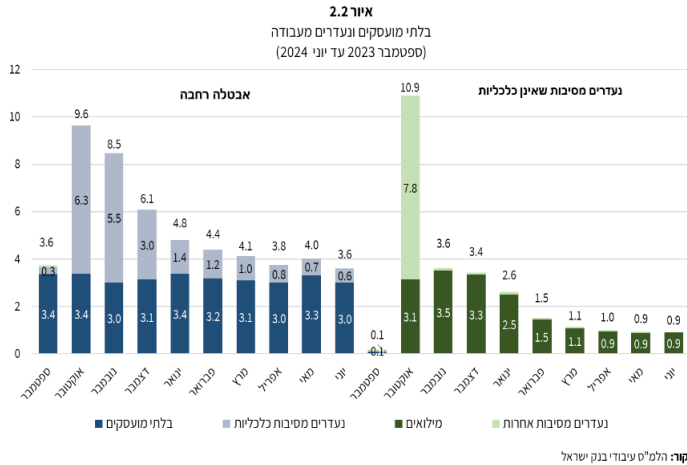
המלחמה הביאה לירידה חדה בפעילות הכלכלית באוקטובר 2023 ובהמשך חלה התאוששות הדרגתית. במהלך התקופה הנסקרת נותר ערוץ המקרו ברמת פגיעות גבוהה בשל המתחים הגיאופוליטיים והסנטימנט העולמי השלילי כלפי ישראל. ערוץ זה מושפע לרעה מהפגיעה האפשרית בפעילות העסקית, מצרכי מימון ממשלתיים מוגברים, מהעלויות הגבוהות יותר שכרוכות בשירות החוב הממשלתי ומההשלכות השליליות על הסחר הבין-לאומי. פרמיית הסיכון על האשראי של מדינת ישראל נותרה גבוהה ואף עלתה במעט בחודש אפריל 2024, ובכך תרמה לעליית התשואות על אגרות החוב הממשלתיות. סוכנויות דירוג האשראי הורידו את דירוג האשראי ואת תחזית הדירוג בשל התפתחויות אלו.

אנו מותירים את סיכון המקרו ברמה גבוהה וזאת לאור המצב הגיאופוליטי המתמשך של ישראל מאז אוקטובר 2023 והשלכותיו על עלויות המימון הממשלתיות, שהפכו להיות משמעותיות יותר בעקבות עליית הגירעון.

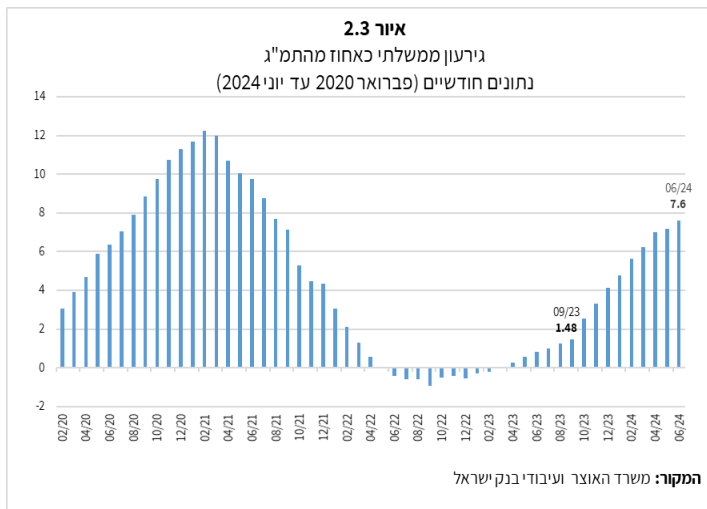


המדד המשולב שמשקף את רמת הפעילות הכלכלית התאושש בתחילת התקופה הנסקרת לאחר הירידה החדה עם תחילת המלחמה באוקטובר 2023 השפעתה, מה שמצביע על הסתגלות מסוימת של פעילות המשק בזמן מלחמה (איור 2.1). עם זאת נותר המדד המשולב ברביע השני של השנה ברמה נמוכה וקרובה לאפס, מה שמעיד על המשך השפעתה של המלחמה על הפעילות הכלכלית. ביטוי מעודד להתאוששותו של המשק ניתן למצוא בתקבולי המיסים שהיו גבוהים יותר מתחילת השנה מאשר בתקופה המקבילה אשתקד.



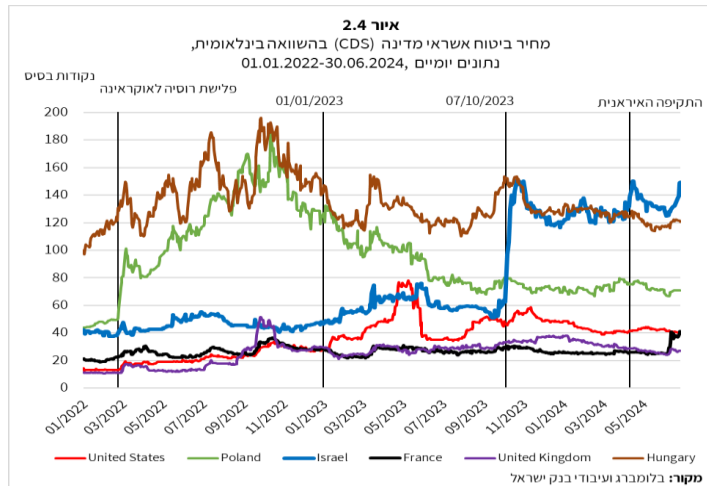


בתחילת התקופה הנסקרת שוק העבודה המשיך להתאושש עם עלייה בביקוש לעובדים והקלה במגבלות היצע העבודה עקב הצמצום במספר משרתי המילואים (איור 2.2). שיעור האבטלה הרחבה<sup>6</sup> התמתן במהלך התקופה הנסקרת והגיע לשיעור של 3.6%, בדומה לשיעור ששרר לפני המלחמה. גם שיעור ההיעדרות מעבודה מסיבות שאינן כלכליות ירד, אבל הוא נשאר ברביע השני של השנה על 0.9 אחוז בעקבות היקף המשרתים במילואים.

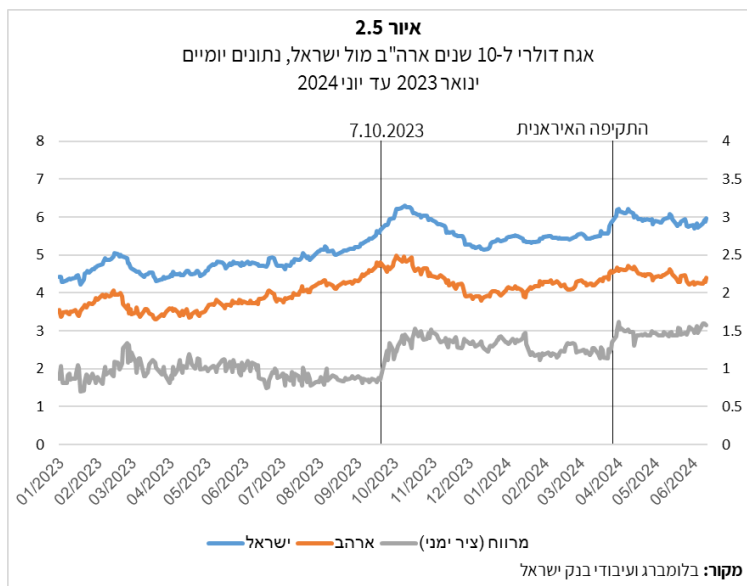


עקב הוצאות הממשלה הגבוהות המשיך בתקופה הנסקרת שיעור הגרעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים לעלות והגיע ל-7.6 אחוזי תוצר בחודש יוני (איור 2.3).

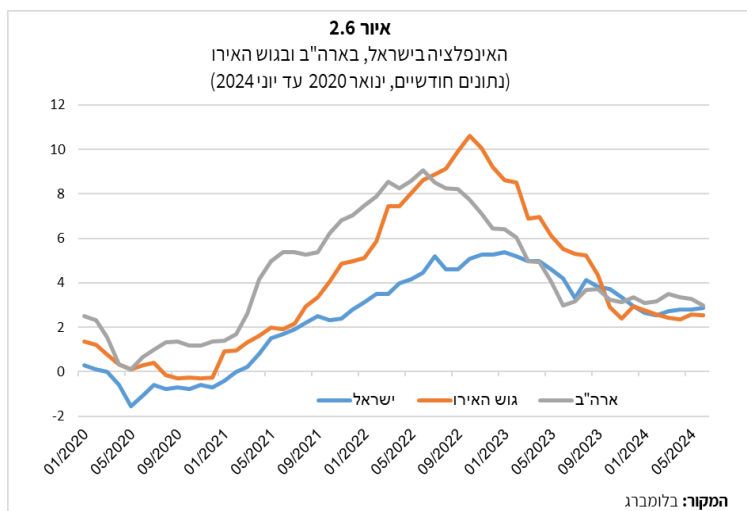
סוכנויות דירוג האשראי הבין-לאומיות הורידו את דירוג האשראי של ישראל במהלך התקופה הנסקרת, כאשר חלקן הותירו אופק שלילי לדירוג, מה שהצביע על האפשרות להורדה נוספת של דירוג האשראי (פירוט בפרק 3.1). הורדת הדירוג נבעה מאי-הוודאות בנוגע להתרחבותה של המלחמה לזירות נוספות, למועד סיום הלחימה בעזה ולשינויים במדיניות הפיסקלית. התפתחויות אלה משתקפות היטב בעלייתה של פרמיית הסיכון של ישראל כפי שהיא נמדדת באמצעות מחיר הביטוח כנגד פשיטת הרגל של המדינה (ה-CDS, איור 2.4). מחיר ביטוח זה המשיך לעלות במהלך התקופה הנסקרת לאחר הקפיצה שחלה מיד עם תחילת המלחמה באוקטובר 2023.



<sup>6</sup> המובטלים בתוספת נעדרים מהעבודה מסיבות כלכליות כל ימות השבוע.



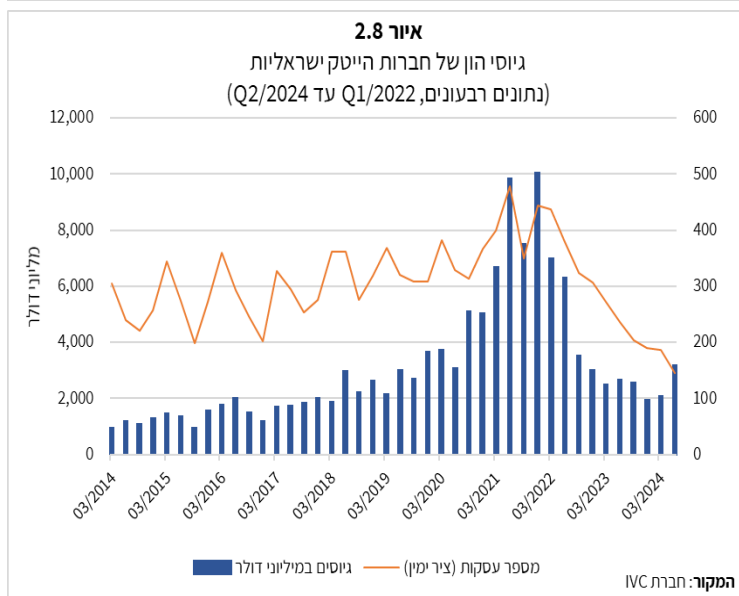
הסיכון המוגבר למדינת ישראל ניכר בעלויות הגבוהות יותר של החוב הממשלתי, שנמדד בעזרת עליית מרווח התשואות בין איגרות החוב הממשלתיות הנקובות בדולרים והאג"ח של ארה"ב. מרווח זה עלה בחצי נקודת האחוז (מרמה של נקודת אחוז אחת) בשתי נקודות זמן – תחילת המלחמה וההתקפה הישירה של אירן (איור 2.5).



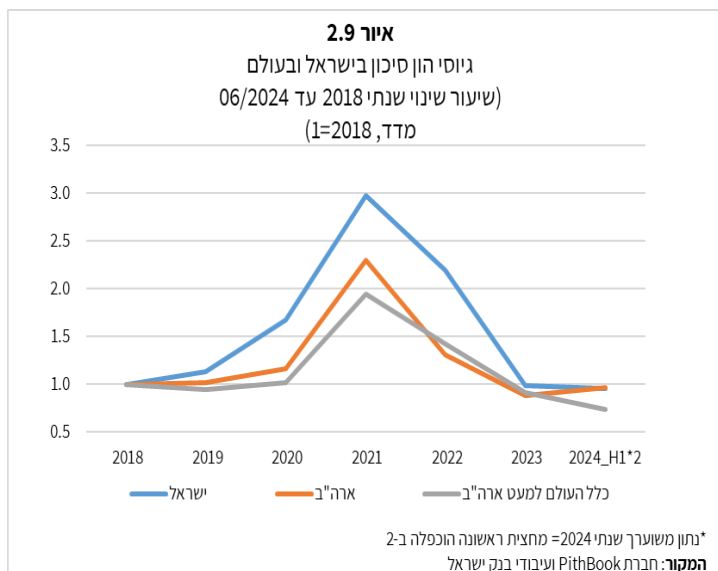
סביבת האינפלציה בישראל נכנסה אמנם אל תחום היעד, אך הציפיות לאינפלציה נותרו גבוהות יחסית במהלך התקופה הנסקרת, קרוב לגבול העליון של היעד. בהשוואה בין-לאומית ניתן לראות כי קצב הירידה של האינפלציה הואט משמעותית במהלך התקופה הנסקרת, לרבות בארה"ב ובקרב המדינות בגוש האירו (איור 2.6).



שיעור הריבית הריאלית שנאמדת עבור עלות גיוסי החוב של הממשלה, זו שנגזרת מהתשוואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות צמודות מדד ל-10 שנים, המשיכה לעלות במהלך התקופה הנסקרת ועברה את 2 האחוזים (איור 2.7). שיעור זה משקף עלות ריאלית של מימון החוב הממשלתי שהיא הגבוהה ביותר מזה למעלה מעשור.

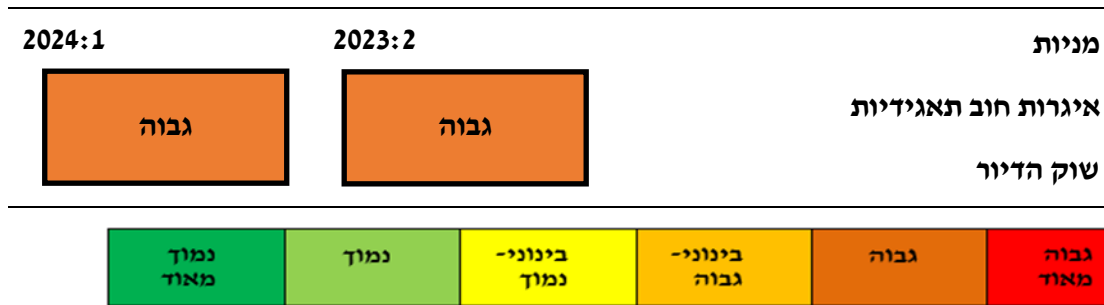


בשנים 2021 ו-2022 נרשמו שיאים בהיקף גיוסי ההון בהייטק הישראלי, אך נפח זה ירד בשנים שלאחר מכן לרמה ששררה לפני תקופת הקורונה (איור 2.8). בתקופה הנסקרת נצפתה התאושות בגיוסים. במהלך שנת 2023 וביתר שאת בשנת 2024, הוקצה חלק גדול יותר מהסכומים שגויסו לחברות בשלבים מאוחרים יותר ופחות לחברות בשלבי פיתוח מוקדמים. חברות שגייסו כספים בשנת 2023 ובתחילת שנת 2024 היו בדרך כלל מבוססות יותר ונמצאו בשלב של גידול מכירות (revenue growth).

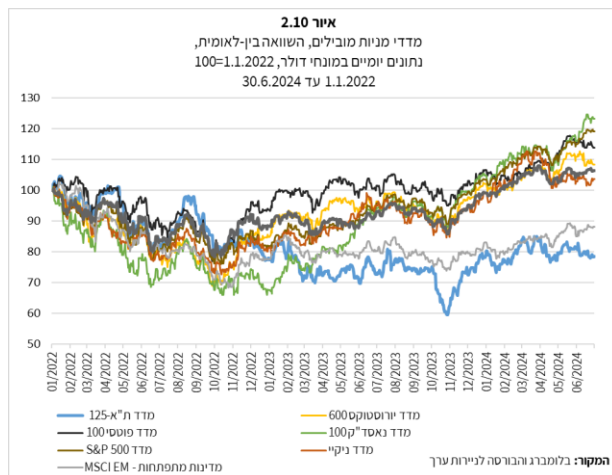


בהשוואה בין-לאומית היה קצב הגידול של גיוסי ההון במגזר ההייטק בישראל גבוה בשנים 2021 ו-2022, אך הקצב ירד בשנת 2023 ובמחצית הראשונה של 2024 וזאת בדומה לארה"ב (איור 2.9).

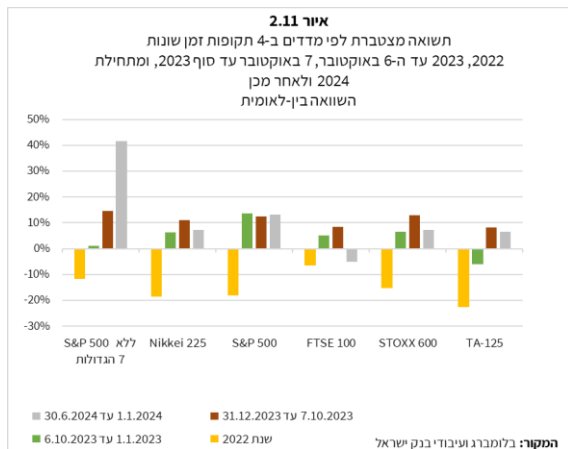
ישראל עלולה עם זאת להיפגע מהירידה הגלובלית במימון לענף ההייטק יותר מאשר מדינות אחרות, שכן סך הפעילות וההשקעות של ענף זה ביחס לתוצר הוא גבוה בהשוואה לרוב המדינות האחרות.



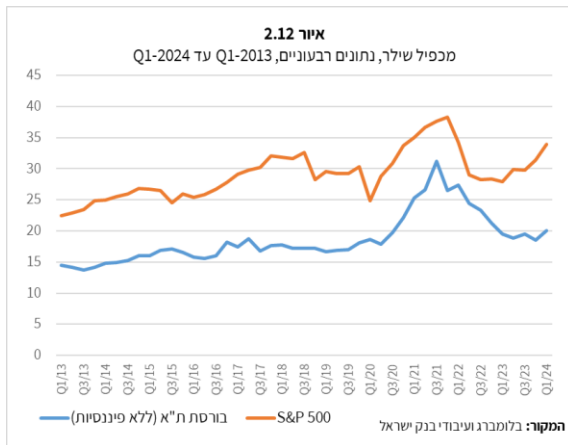
במהלך התקופה הנסקרת עלו מדדי המניות המקומיים, אך בשיעור נמוך יחסית. רמת התמחור ביחס לרווחיות החברות ולמדדי מניות מובילים בעולם המשיכה לרדת, מה שמשקף את העלייה בהערכת הסיכונים בתקופה זו על ידי השוק; הביצועים הנמוכים של הבורסה המקומית בהשוואה לחו"ל המשיכו במגמה שהחלה בתחילת שנת 2023. מרווחי איגרות החוב התאגידיות, שהתרחבו עם פרוץ המלחמה, ירדו מאז עקב לחצי הביקוש לאג"ח אלה מצד קרנות הנאמנות מתחת לרמתם ערב המלחמה והם נמוכים כיום אף מתחת לרמתם ביחס לגורמים הבסיסיים. לעומת זאת חזרו מחירי הדיירות לעלות במהלך התקופה הנסקרת והעלו גם את היחס של מחיר הדיירה לשכר הדיירה, אם כי הוא נותר מתחת לרמות השיא של אמצע 2022. לאור ההתאוששות החלקית במחירי הנכסים המקומיים, על רקע רמת אי-הוודאות שהתגברה והפוטנציאל הגבוה להשפעות שליליות על מחירי הנכסים, אנו מותירים את רמת הסיכון לירידות חדות במחירי הנכסים הפיננסיים ברמה גבוהה.



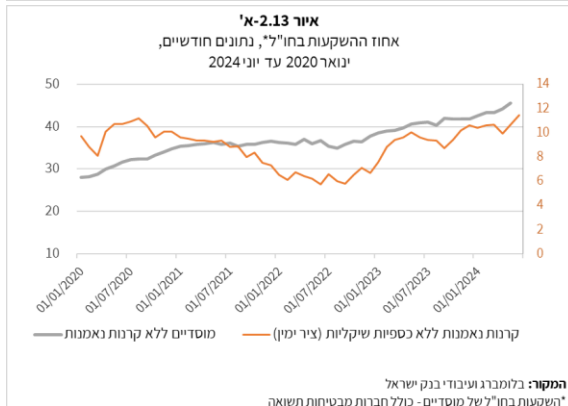
מדדי המניות המקומיים הפגינו במהלך התקופה הנסקרת ביצועים מעט נמוכים בהשוואה לאלה של המדינות המפותחות ובמיוחד בהשוואה למדדי המניות בארה"ב ובכך המשיכו להעמיק את הפער שנוצר מתחילת 2023 (איור 2.10).



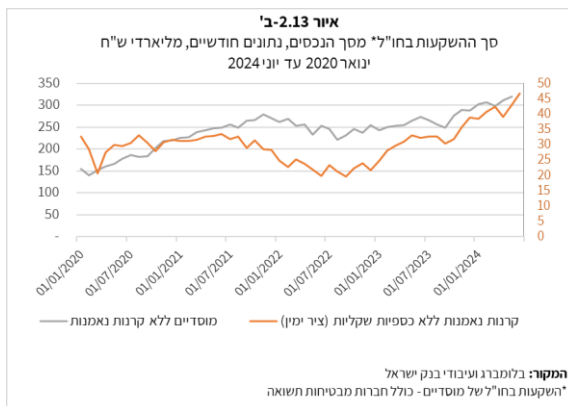
ביצועים נמוכים אלה, בממוצע של 15 אחוזים ביחס למדדי בורסה נבחרים, התרחשו בעיקר בשנת 2023, אך נמשכו במחצית הראשונה של שנת 2024 בעיקר בהשוואה לארה"ב (איור 2.11). אמנם במדד ת"א 125 יש משקל גבוה יחסית של מניות נדליין שתשואתן הייתה נמוכה ומשקל נמוך יחסית של מניות של חברות הייטק שתשואתן הייתה יחסית גבוהה, אך הבדלים אלה במשקולות מסבירים את הביצועים הנמוכים בישראל באופן חלקי בלבד.

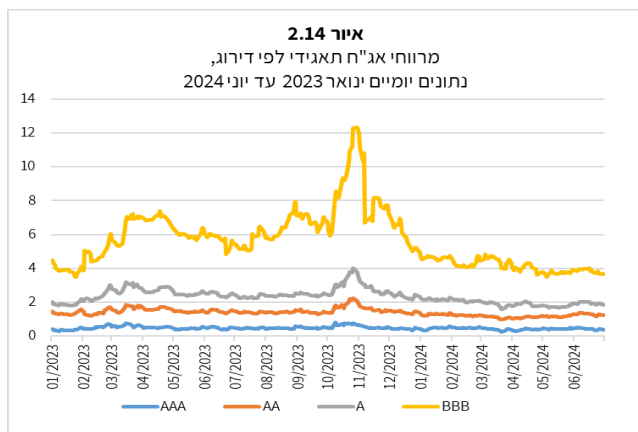


מכפיל הרווח, שמייצג את היחס בין מחיר המניה לבין הרווח הנקי למניה על פי נתוני הדוחות הכספיים, משקף אומדן לרמת התמחור ביחס לרווח. הפער בין מכפיל הרווח שמחושב עבור המניות הנסחרות ב-S&P500 לבין המניות שכלולות במדד ת"א 35, הלך והתרחב במהלך התקופה הנסקרת והגיע לרמה גבוהה (איור 2.12). הדבר מצביע על כך שרמת המחירים בישראל היא נמוכה יחסית ומושפעת מציפיות לצמיחה נמוכה יותר של הרווחים של החברות הציבוריות.



היקף ההשקעות של גופים מוסדיים בנכסים פיננסיים זרים ומשקלם מסך התיק עלו בשנים האחרונות, מגמה שהואצה ביתר שאת מאז פרוץ המלחמה (איור 2.13). מגמה זו ניכרת במהלך התקופה הנסקרת גם בתיקי הנכסים של קרנות הנאמנות, שבהם מתקבלות החלטות ההשקעה רק על ידי משקי הבית עצמם ולא על ידי מנהלי הקרנות. תיבה 1 מתארת את היקף ההשקעות שעוקבות אחר מדד המניות S&P500 באמצעות חוזים עתידיים ואת הסיכונים שגלומים בחוזים אלה, במידה ותחול ירידה חדה במדדי המניות בחו"ל, כפי שהתרחשה בזמן משבר הקורונה במרץ 2020.

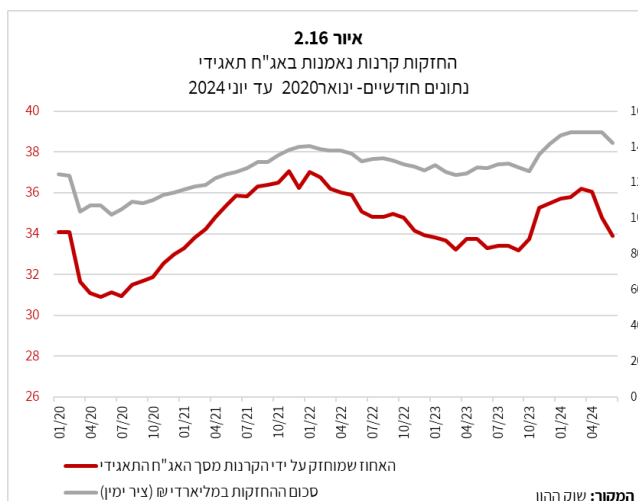




מרווחי איגרות החוב התאגידיות, שהתרחבו עם פרוץ המלחמה, הצטמצמו מאז וירדו בכל הדירוגים השונים מתחת לרמתם ערב המלחמה (איור 2.14).



**איור 2.15** מראה כי התשואות לפדיון בשוק אג"ח החברות במהלך התקופה הנסקרת נטו להיות נמוכות מהתשואות שמתקבלות על פי מודל מבני.<sup>7</sup> ממצא זה מעיד על אפשרות לתמחור בחסר של הסיכונים בשוק זה. שלא כמו בשוק המניות, בשוק האג"ח הממשלתיות ובמק"ם, מחזיקות קרנות הנאמנות בנתח משמעותי מסך ההון המונפק של האג"ח התאגידיות, נתח שהמשיך לצמוח מאז אוקטובר 2023.

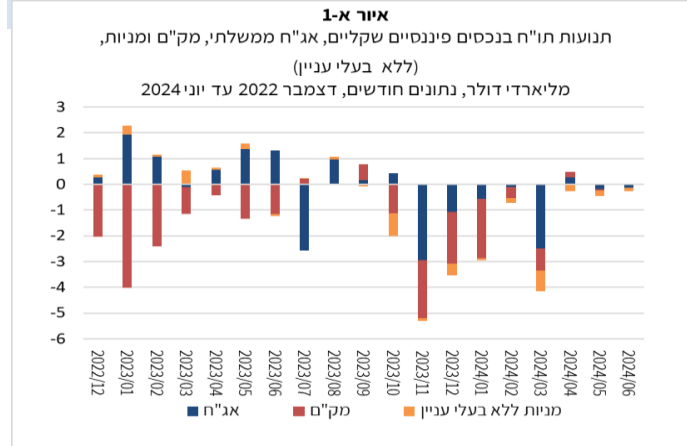


אחזקתן של אג"ח תאגידיות באמצעות קרנות הנאמנות עלתה לרמות גבוהות במהלך תקופה הנסקרת. עם זאת, על פי הנתונים העדכניים ירדו האחזקות מעט במאי ויוני והגיעו לשיעור של כ-34 אחוז מסך השווי של האג"ח התאגידיות הסחירות (איור 2.16). היקף החיסכון הגבוה של משקי הבית באמצעות קרנות הנאמנות לוחץ ככל הנראה את התשואות כלפי מטה, כפי שהדבר משתקף במרווחי התשואות (איורים 2.14 ו-2.15).

<sup>7</sup> גראם-רוזן, מיכלסון ווידר (08/2023) "הגורמים המשפיעים על מרווחי איגרות החוב התאגידיות", סקר בנק ישראל 93.

## זרקור א' - היקף ההשקעות של משקיעים זרים בנכסים פיננסיים נקובים בשקלים

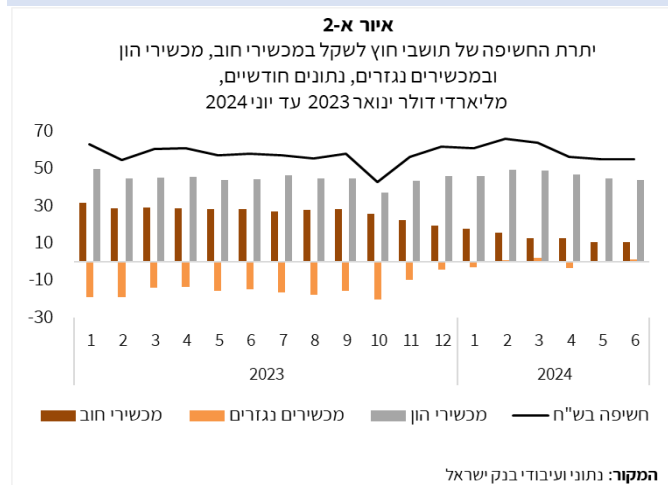
מאז פרוץ המלחמה באוקטובר 2023, המשקיעים הזרים מימשו חלק גדול מהשקעותיהם בנכסים פיננסיים נקובים בשקלים. נכון לחודש יוני הסתכמו המימושים הללו ב-19 מיליארד דולר, שמהווים כ-25 אחוז מסך השקעותיהם בנכסים אלה.



למרות החששות שעלו בתקופה הנסקרת ממשיכתן של השקעות נוספת על ידי הקרנות הבין-לאומיות, שחלקן אף הצהירו באופן פומבי על כוונתן לעשות זאת, התמקדו המימושים בתחילת התקופה הנסקרת במק"ם ובאג"ח ממשלתי (איור א'-1). ברביע השני של השנה נעצרו המימושים ולא חלו שינויים משמעותיים בתיק האחזקות של המשקיעים הזרים בנכסים פיננסיים שקליים. חשוב לציין כי, משקיעים

זרים הגדילו במידה מסוימת במהלך תקופה זו את אחזקותיהם באג"ח ממשלתיות הנסחרות בחו"ל.

התנועות במסחר ובעיקר המימושים במק"ם היו חדות יחסית. הדבר נובע בין היתר משינויים בפערים בשיעורי הריבית בין השקל לבין הדולר, שהשפיעו גם על היקף האחזקות בנגזרי הריבית. לעומת זאת היו התנועות באג"ח ממשלתיות ובמניות קטנות יחסית ומושפעות פחות משינויים בפערים בשיעורי הריבית לטווח הקצר בין השקל לבין הדולר. משקיעים זרים מימשו רק חלק קטן מהשקעותיהם במניות ישראליות לעומת המימוש המשמעותי שלהם של אג"ח ממשלתיות, בעיקר בחודשים הראשונים של המלחמה.

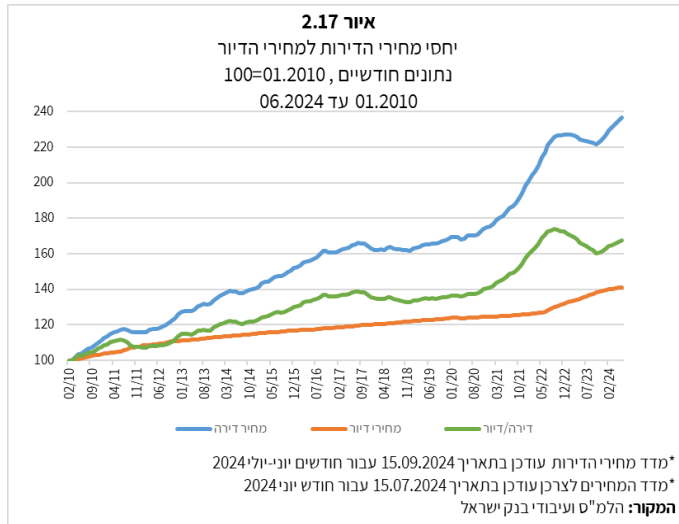


רמת החשיפה של משקיעים זרים לשקל לא ירדה ונתרה ברמתה ערב המלחמה (איור א'-2). יציבות זו נובעת מירידה משמעותית באחזקותיהם במכשירי החוב שאוזנה באמצעות ירידה בהיקף דומה במכשירים פיננסיים נגזרים שמשמשים כהגנה פיננסית מפני שינויים בשער החליפין שקל-דולר.

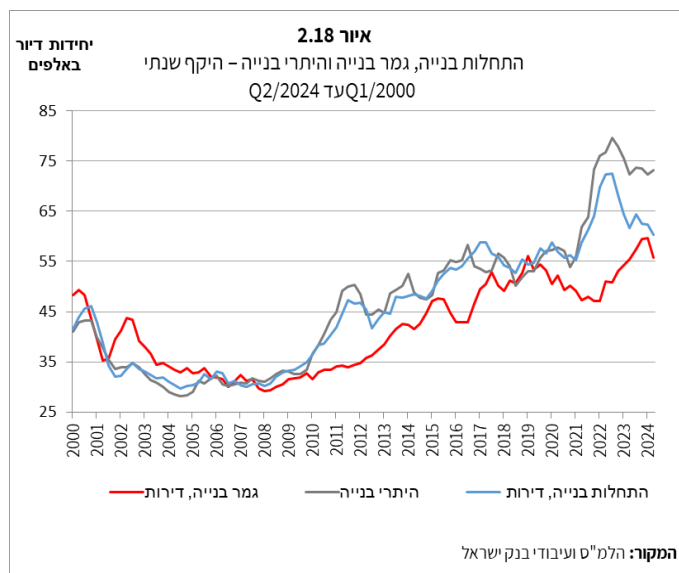
עם זאת, מאחר שחלק מסוים משוק המניות הישראלי מוחזק בידי משקיעים זרים (כ-14%) והשקעותיהם במניות (ללא בעלי עניין) מהוות את

עיקר השקעותיהם בנכסים פיננסיים שנקובים בשקלים, ההשפעה הפוטנציאלית על שוק המניות כתוצאה ממימושים מצידם (למעט בעלי עניין)<sup>8</sup>, יכולה להיות גדולה יחסית.

<sup>8</sup> בעלי עניין מוגדרים בניתוח זה כמשקיעים שמחזיקים יותר מ-10 אחוזים משווי המניות החברה ואינם מאופיינים בשינויים מהירים בתיק השקעותיהם. לכן חשובה ההפרדה משאר המשקיעים בהקשר זה.



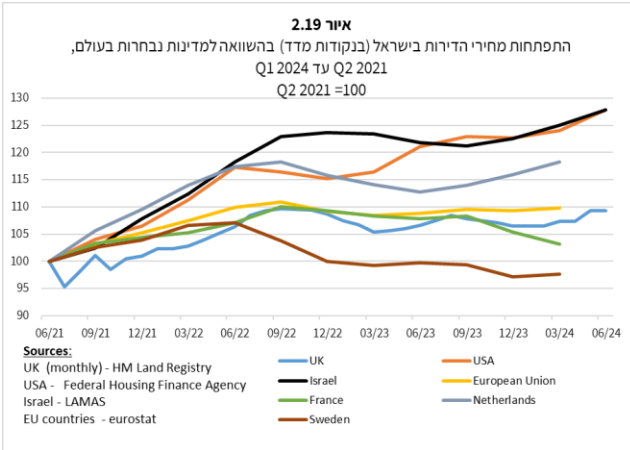
בשוק הדיור התחדשה העלייה במחירי הדירות על רקע ההתאוששות בהיקף העסקות במהלך התקופה הנסקרת. קצב עליית המחירים בנקודת הקצה הואץ בסוף התקופה הנסקרת, בעקבות הירידות הקלות שנרשמו מאז אמצע שנת 2022. במקביל המשיך מדד שכר הדירה לעלות בקצב מהיר יחסית. כתוצאה מכך עלה בתקופה הנסקרת שוב יחס מחיר דירה לשכר הדירה, אך הוא נותר עדיין מתחת לרמות השיא ששררו באמצע שנת 2022 (איור 2.17).



התחלות הבנייה ברבעון הרביעי של שנת 2023 והראשון של שנת 2024 אמנם ירדו, אך הוסיפו לשהות ברמה גבוהה יחסית למגמות ארוכות הטווח, כאשר גמר הבנייה הגיע לרמה גבוהה היסטורית בעקבות התחלות הבנייה הגבוהות במיוחד בשנת 2022 (איור 2.18). למרות ההתאוששות המסתמנת בענף הבנייה ובפרט העלייה במספר הדירות שבניתן הסתיימה, עולה מנתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון של 2024 כי ההשקעה בבנייה למגורים עדיין נמוכה בהשוואה לתקופה שלפני המלחמה וזאת, ככל הנראה, על רקע המחסור בעובדים מאז אוקטובר 2023.

נוסף על כך, בהמשך לאירועים הגיאופוליטיים, עיצומים על היצוא לישראל עלולים להכביד על הפעילות הכלכלית ועל ענף הבינוי בפרט, באמצעות פגיעה בהיצע חומרי הגלם. פגיעה כזאת עלולה להקטין את היצע הדירות אף מעבר להשפעתה של המגבלה בהיצע העובדים.





מהשוואות בין-לאומיות עולה כי העליות האחרונות במחירי הדירות אינן ייחודיות לישראל, אלא שהן מתרחשות גם בעוד כמה מדינות (איור 2.19). עוד ניתן לראות באיור כי השונות בהתפתחות מחירי הדירות בין המדינות המוצגות באיור גבוהה יחסית.

### זרקור ב' - סקירה עולמית ומקומית של הנדל"ן המניב<sup>9</sup>

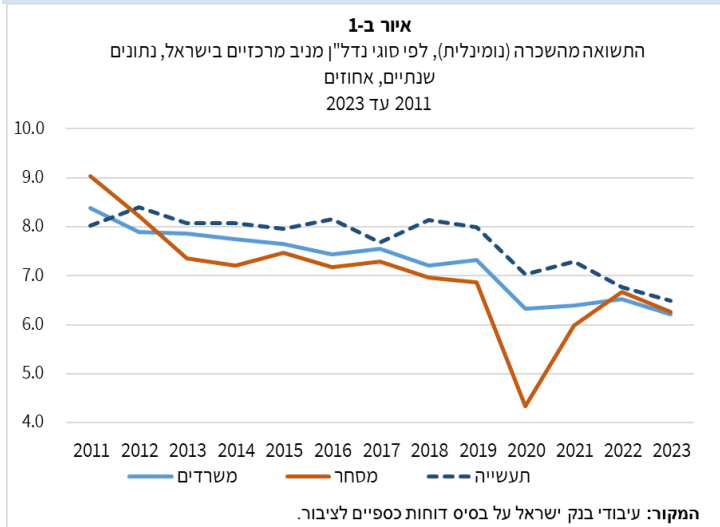
על רקע העלייה בסביבת הריבית בעולם ושינויים מבניים לאחר מגפת הקורונה, כגון מעבר לעבודה מרחוק ו/או היברידית, אנו עדים להתפתחויות שליליות בתחום הנדל"ן המניב, ובנדל"ן למשרדים במיוחד, באזורים רבים בעולם (כולל ארה"ב, אירופה וסין). דוח היציבות הפיננסית (Global Financial Stability Report – GFSR) שפרסמה קרן המטבע הבין-לאומית (IMF) בחודש אפריל 2024 מצביע על כך שמחירי הנדל"ן המניב בעולם ירדו ב-14% במונחים ריאליים. במגזר המשרדים בארה"ב ירדו המחירים ב-24% ובאירופה ב-18%.<sup>10</sup> ה-GFSR גם מציין ששיעור השטחים הפנויים המשיך לעלות ב-2023, כך שבמוצע הוא עמד על כ-15%, בהשוואה למוצע שנתי של כ-10% בשנים 2016—2019, טרום המגפה.

התפתחויות אלה משקפות על פי ה-IMF התגברות של הסיכון, שכן התשוואות של הנדל"ן המניב ירדו בהדרגה מתחת לעלות החוב של הלווים בענף. ב-IMF מעריכים כי על אף שמערכת הבנקאות במצב טוב מבחינת יכולתה לספוג הפסדים, יש כלכלות שעולות לספוג הפסדים משמעותיים, בהתחשב בגודלו המשמעותי של ענף הנדל"ן באותן כלכלות והקשר שלו עם המערכת הפיננסית. בישראל מסתכם האשראי לנדל"ן המניב (לא כולל האשראי לחברות בנייה) ב-225 מיליארד ש"ח, כ-22% מהאשראי העסקי במשק, מה שמדגיש את חשיבותו הגבוהה של הענף למערכת הפיננסית.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2024/04/16/global-financial-stability-report-april-2024>

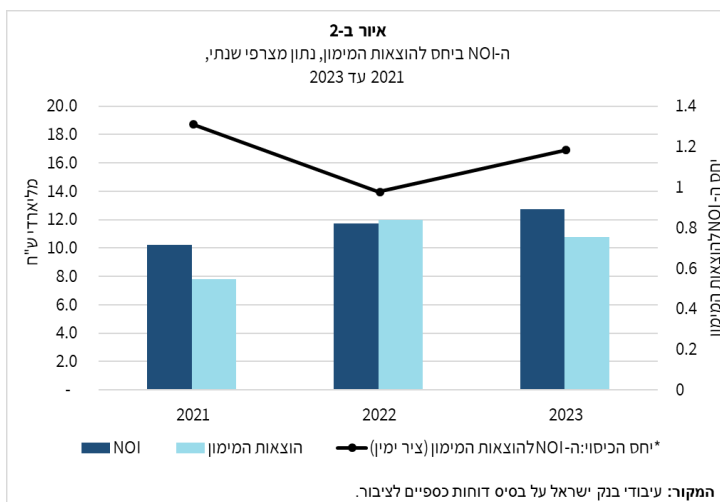
<sup>11</sup> נכון לספטמבר 2023.

על פי הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות בישראל (שמחזיקות בנתח שוק מוערך של כ-65% מענף הנדליין המניב), התשואה הכוללת מהנדליין המניב (מהשכרה ומהשינוי בערך הנדליין) הסתכמה בשנת 2023 בכ-8.8% (נומינלי).<sup>12</sup> זו תשואה נמוכה יותר מהתשואה בשנתיים הקודמות (13.6% בשנת 2022 ו-14.9% בשנת 2021). בניגוד למגמות בעולם, עלה ערך הנדליין המניב בישראל בשנת 2023: התשואה מהשינוי בערך הנדליין הייתה חיובית, כ-2.7%, אך נמוכה בהשוואה לתשואות מהשינוי בערך הנדליין שנרשמו בשנים 2021 ו-2022 (7.2% ו-8.7% בהתאמה). התשואה מהשכרה הסתכמה בכ-6%, לאחר מגמת ירידה מתמשכת שבלטה בכל המגזרים



המרכזיים (איור ב'-1). ייתכן שירידה זו נובעת מכך שתקבולי השכירות בפועל אינם משקפים את אלו הגלומים בהערכות השווי לפיהן נקבע ערך הנדליין.<sup>13</sup>

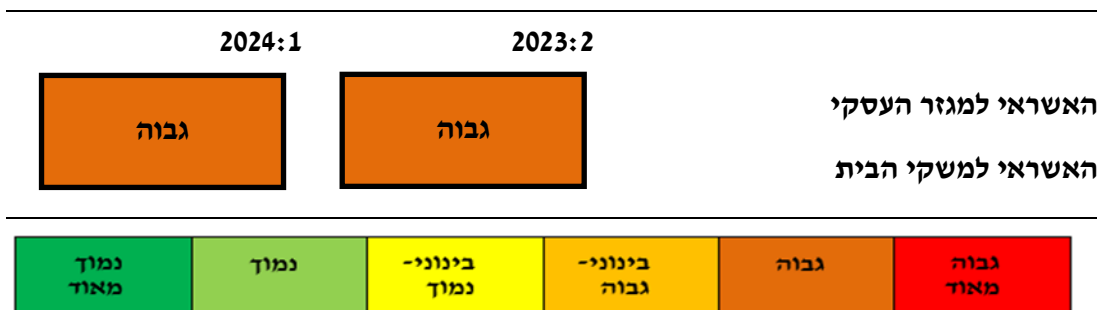
כפי שמתואר על ידי ה-IMF, הירידה בתשואה מהשכרה, לצד עלייה בהוצאות המימון של החברות (כפועל יוצא של עלייה בשיעורי הריבית) – כפי שקורה בכלכלות בעולם – עלולות להגביר את הסיכון הפיננסי ולהוביל להפסדי אשראי למערכת הפיננסית. איור ב'-2 מציג את הרווח התפעולי הנקי של חברות הנדליין המניב בישראל (Net Operating Income – NOI) מעליית ערך) ביחס להוצאות המימון שלהן בשלוש השנים האחרונות. עם עליית הריבית והאינפלציה בשנת 2022 עלו הוצאות המימון בחדות, ואז הצטמצמו מעט בשנת 2023. היחס בין ה-NOI לבין הוצאות המימון ("יחס הכיסוי") התייצב בשנת 2023 על רמה הגבוהה מ-1. מכאן ניתן להעריך כי יש לחברות את היכולת לשרת את החוב שלהן, כפי שגם מעידים מרווחי האג"ח שלהן, שנמצאים על רמה נמוכה בהשוואה לרוב הענפים האחרים.



לסיכום, בישראל אין עדויות לירידה בערך הנדליין המניב כפי שתועדו במקומות רבים בעולם, אך בדומה לעולם ישנה מגמה של ירידה בתשואות הנדליין, תוך עלייה חדה בעלות החוב. עם זאת, איננו מעריכים שתחול התגברות מהותית ברמות הסיכון בענף זה.

<sup>12</sup> נתח השוק של החברות הציבוריות הוערך בתיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2018.

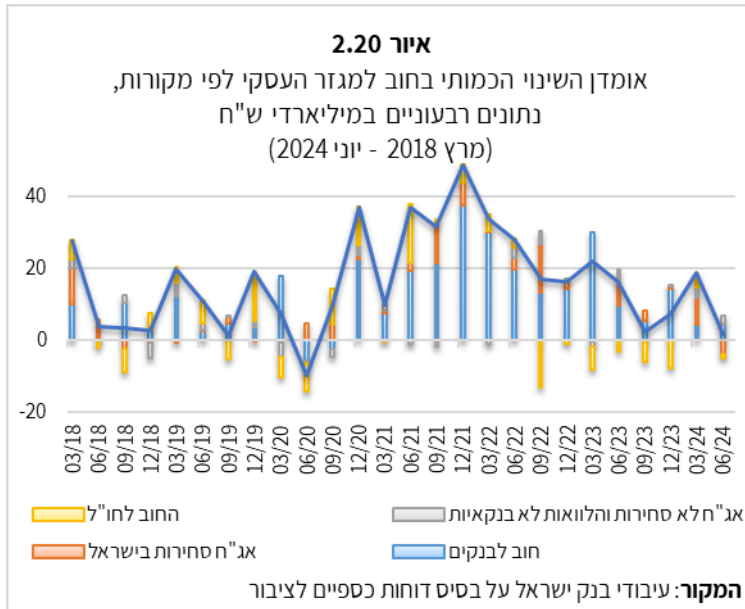
<sup>13</sup> נושא שנידון בתיבה 1 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2022.



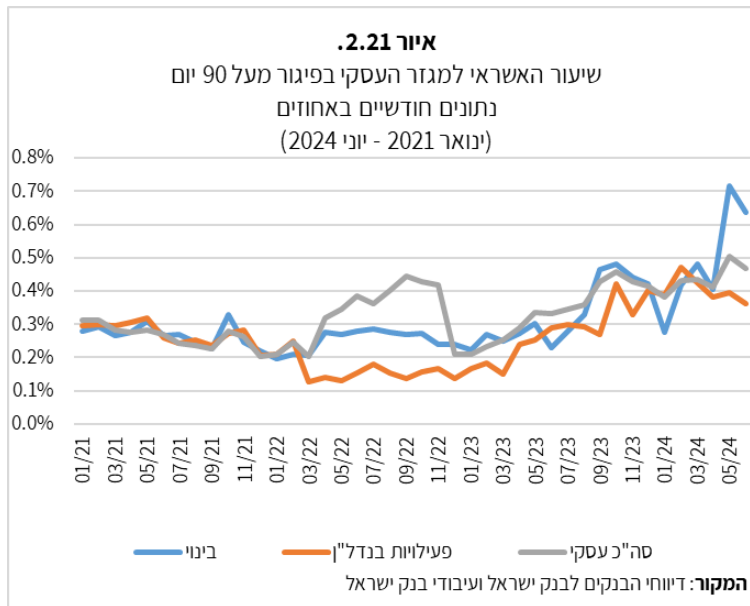
מאז פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" צמח האשראי למגזר הפרטי הלא פיננסי (עסקים ומשקי בית) ב-51 מיליארד ש"ח. צמיחה זו מיוחסת בעיקר לאשראי למגזר העסקי ולאשראי לדיור. בעוד שברבעון הראשון של 2024 קצב הגידול באשראי היה גבוה, במחצית השנייה חלה בו האטה משמעותית. שיעורי האשראי הבנקאי שבפיגור אינם גבוהים בראייה היסטורית.

במהלך התקופה הנסקרת נרשמה, על אף המגבלות מצד היצע העבודה, התאוששות בעסקות בענף הדיור וחברות הבנייה הצליחו להגדיל את גמר הבנייה. יתרת האשראי הבנקאי לענף הבנייה גדלה בכ-12 מיליארד ש"ח וגם היקף הנפקות האג"ח בענף היה גבוה. עם זאת, חלה הרעה בשיעור האשראי שבפיגור בקרב חברות בנייה. כמו כן, נותרה הנזילות של חברות הבנייה נמוכה, מה שמגדיל את הסיכון לחדלות פירעון של חלקן. קצב נטילת משכנתאות חדשות עולה בחודשים האחרונים. בנוסף, שיעור המשכנתאות החדשות עם פרופיל סיכון גבוה נמצא ברמה גבוהה.

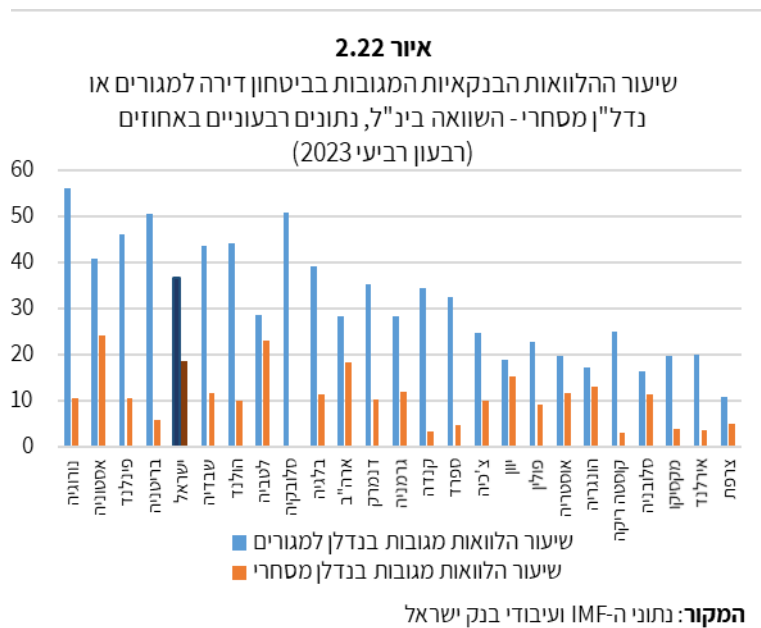
להערכתנו, הסיכון בערוץ זה נותר גבוה בדומה למחצית השנייה של השנה הקודמת, על רקע מגמה מעורבת במדדי הלוואות בפיגור, בדגש על עלייה בפיגור בקרב עסקים גדולים ועסקים מענף הבנייה, הגם שחלק מאשראי זה כבר סווג בתקופה קודמת על ידי הבנקים כאשראי לא צובר. משקלן הגבוה של הלוואות מגובות בנכסי נדל"ן בתיק האשראי הבנקאי, לצד שיעור גבוה של אג"ח לענף הנדל"ן והבינוני, מדגישה את חשיבותו המערכתית של מגזר הנדל"ן והבניה ליציבות הפיננסית.



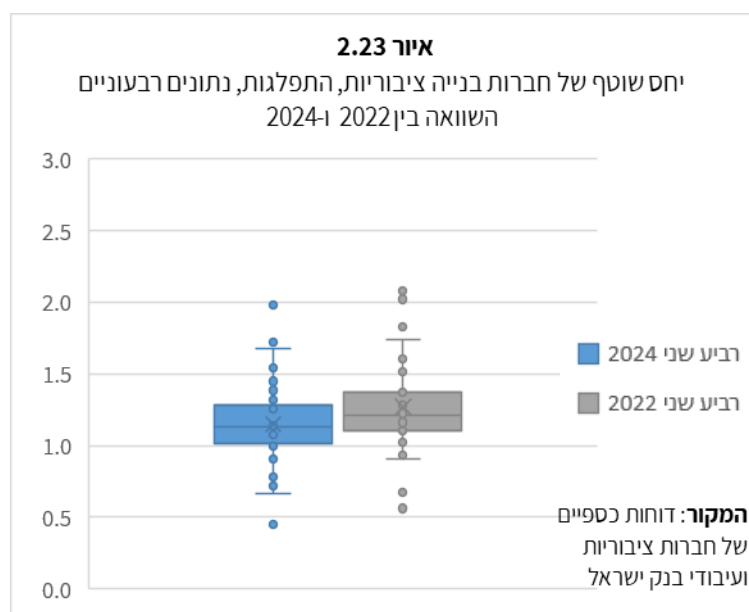
התרחבות האשראי למגזר העסקי מהבנקים ובאג"ח קוזה בחלקה על ידי ירידה עקבית באשראי מחו"ל. בתחום האשראי הבנקאי נרשמה צמיחה של האשראי לענף הבנייה ולענף שירותים פיננסיים וכן לעסקים בינוניים וקטנים, בעוד שהאשראי לענפים מסחריים ולעסקים גדולים וזעירים הצטמצם. חברות מענף הנדל"ן והבינוי מצליחות לגייס חוב חדש גם בשוק האג"ח, עם היקף הנפקות גבוה בחודשים האחרונים.



שיעור הפיגור באשראי הבנקאי למגזר העסקי נותר בממוצע יציב בחודשים האחרונים, אם כי חלה הרעה במדד זה בענף הבנייה. החוב בפיגור סווג כאשראי לא צובר כבר ברבעונים קודמים. הבנקים הפחיתו בהדרגה את שיעור האשראי העסקי שמסווג על ידם כבעייתי ושיעור אשראי לא צובר הן ברבעון הראשון ושוב ברבעון השני של 2024. בהמשך לכך, הבנקים גם הקטינו את ההפרשה להפסדי אשראי על רקע תחזיות לשיפור במצב המקרו כלכלי.

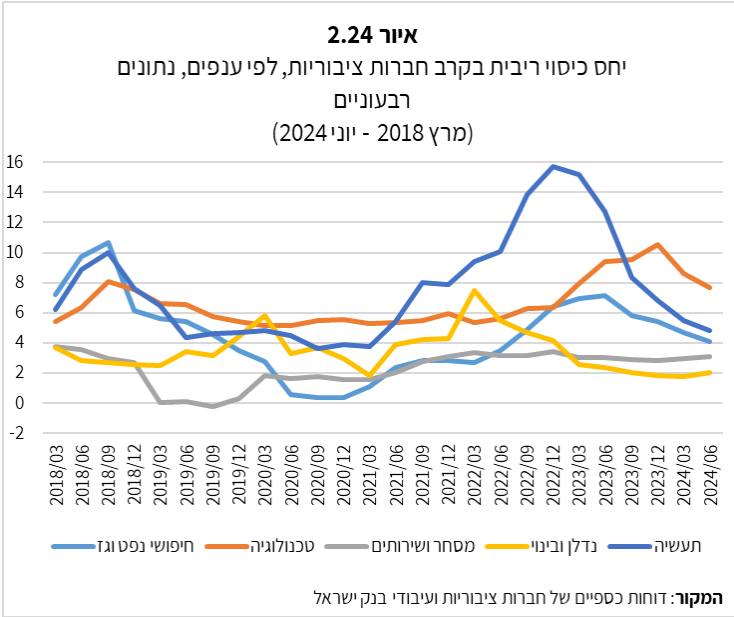


לאחר מספר שנים של גאות בשוק הנדל"ן במהלכן צמח בקצב גבוה האשראי לענף הנדל"ן והבינוי, כיום, שיעור האשראי הבנקאי בישראל שמגובה בנדל"ן הינו גבוה בהשוואה בין-לאומית. לכך יש להוסיף שיעור גבוה של אשראי לחברות נדל"ן ובינוי באג"ח חברות בישראל – כשליש מיתרת האג"ח. מאפיינים אלה ממחישים שענף הנדל"ן והבינוי בעל חשיבות מערכתית למערכת הפיננסית.

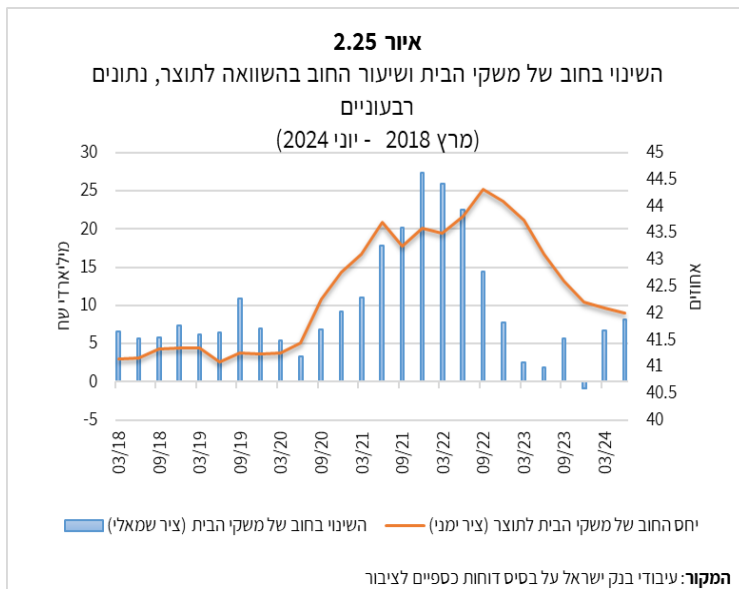


הירידה ביחס השוטף<sup>14</sup> בקרב חברות הבנייה הציבוריות מעידה על הרעה במצב הנזילות בקרב חברות אלה. מנגד שמרו חברות הנדל"ן המניב על נזילות טובה יותר (ראו זרקור על הנדל"ן המניב בישראל בעמוד 18). החמרה נוספת בנזילות, בין אם בשל ירידה בפעילות הבנייה, ירידה במכירות או מכירת דירות בפריסת תשלומים נדחים, עלולה להוביל חברות לחדלות פירעון.

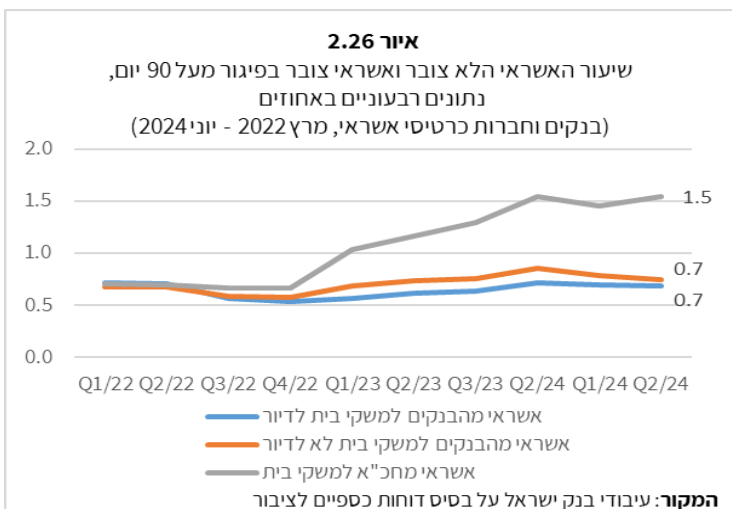
<sup>14</sup> מדד למינוף לטווח קצר, מוגדר כיחס בין הנכסים השוטפים של החברה לבין התחייבויותיה השוטפות.



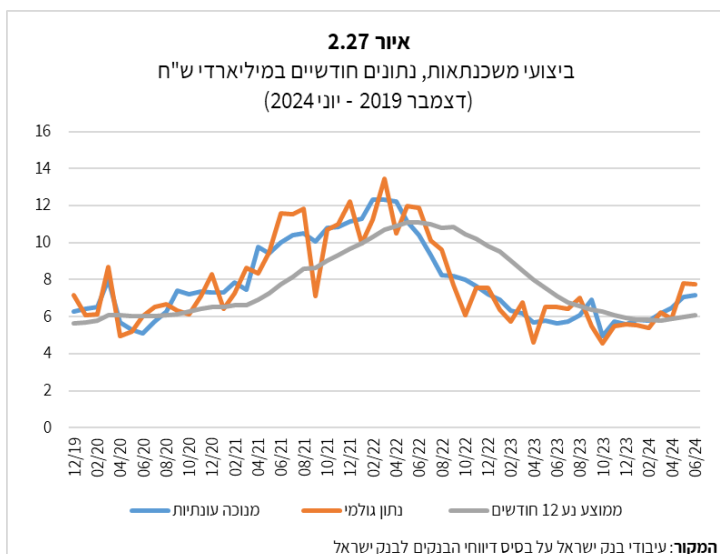
נתוני הרבעון הראשון של שנת 2024 מצביעים על כך שהרווחיות של החברות הציבוריות ביחס להוצאות המימון נפגעה בעקבות המלחמה במגזרי התעשייה, הטכנולוגיה והנפט והגז. עם זאת חל שיפור קל בשאר המגזרים. יחסי כיסוי הריבית נמצאים כיום ברוב הענפים ברמה סבירה בהשוואה לשנים האחרונות.



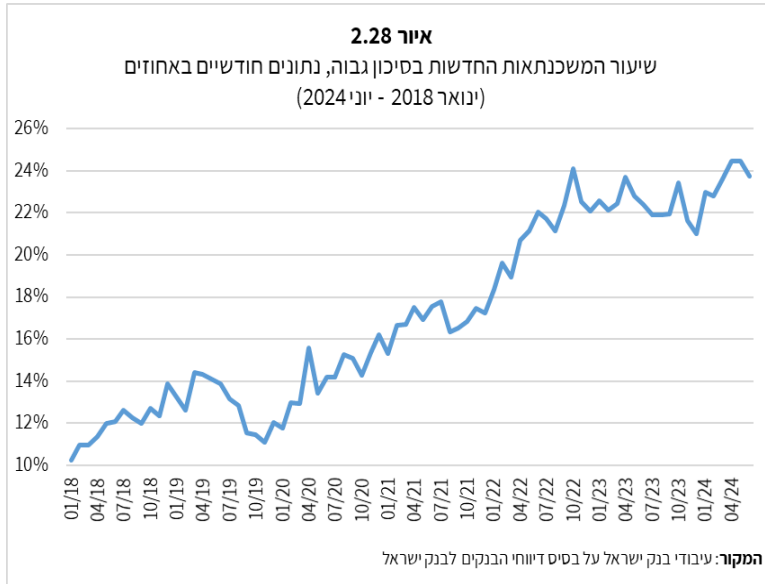
מגמת הירידה ביחס החוב של משקי הבית לתוצר נמשכה, כאשר החוב של משקי הבית גדל במחצית הראשונה של שנת 2024 עקב הגידול בחוב המשכנתאות ויציבות בשאר הרכיבים.



מדדי איכות האשראי למשקי בית מצביעים על התייצבות בשיעור האשראי בפיגור, הן בבנקים והן באשראי מחברות כרטיסי אשראי, אם כי בקרב חברות כרטיסי האשראי שיעור הפיגור גבוה כפליים מזה שבבנקים.



לאחר ירידה חדה בעסקות בשוק הדיור עם פרוץ מלחמת "חברות ברזל", ובעקבותיה התאוששות מסוימת, חלה בחודשים האחרונים עלייה בקצב נטילת משכנתות חדשות. בחודש יולי 2024 נרשם סכום גבוה במיוחד של משכנתות חדשות של 9 מיליארד ש"ח.



בשנתיים האחרונות התייצבו שיעורי ההלוואות בסיכון גבוה.<sup>15</sup> התייצבות זו היא בשיעור גבוה היסטורית של מעל 20%.

<sup>15</sup> משכנתות בסיכון גבוה מאופיינות במינוף שנע בין 60%-ל-75% ו/או יחס החזר להכנסה בין 30%-ל-40%.

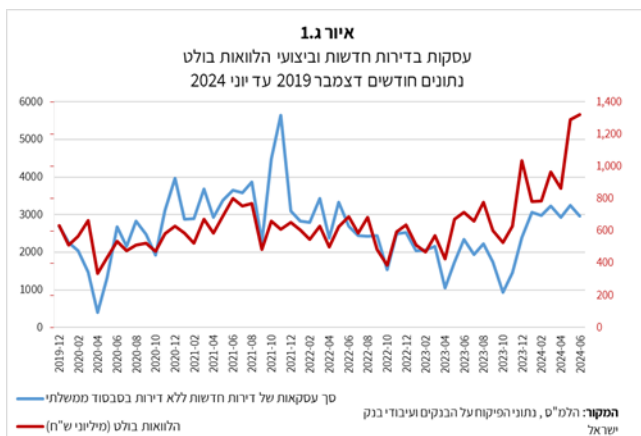


- מכירות הדירות החדשות התאושו מאז חודש נובמבר 2023, מונעות על ידי מבצעי קבלן שמוזילים למעשה ובאופן בלתי רשמי את מחירי הדירות.
- מבצעים אלה כוללים למשל שדרוג מטבחים, ביצוע שינויים בדירה ללא עלות, פטור מהצמדה למדד תשומות הבנייה, דחיית תשלומים למועד מסירת הדירה והלוואות בולט במימון הקבלן.
- הלוואות הבולט מהוות שיעור הולך וגדל מביצועי המשכנתות החדשות. הגידול בהלוואות מסוג זה מגיע מהטבת קבלן לפיה משלמים הקבלנים את הריבית והרוכשים מתחייבים להחזיר את הקרן במועד מסירת הדירה. בשלב הזה צפויים הרוכשים להמיר את הלוואות הבולט בהלוואות משכנתה רגילה.
- הסיכונים העיקריים בהתגברות התופעה של הלוואות הבולט הם חוסר הוודאות שעומדת לפתחי הרוכשים לגבי תנאי ההלוואה העתידיים שהם יקבלו וכן הסיכון למיתון עתידי, שעלולים למנוע מהרוכשים להבטיח הלוואות משכנתה בסכומים שנדרשים להמרתה של הלוואות הבולט.
- יחד עם זאת, בדיקה מערכתית מעלה שהסיכון בהלוואות אלה מגודר בכמה אמצעים ועל כן לא צפוי להוות סיכון משמעותי למערכת הבנקאות.

ערב פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" הייתה רמת המכירות של דירות חדשות על רקע עליית הריבית נמוכה והיזמים צברו מלאי משמעותי של כ-61 אלף דירות לא מכורות. עם פרוץ המלחמה בחודש אוקטובר 2023 ירד בחדות מספר העסקות בדירות החדשות, אך כבר בחודשים נובמבר-דצמבר ניכרה התאושות במספר העסקות. התאושות זו נבעה מעלייה בביקוש לדירות חדשות עם ממ"ד (ראו פרק ח' בדוח בנק ישראל, 2023), לצד החשש למחסור אפשרי עתידי בדירות חדשות בשל שיבושים בפעילותו של ענף הבנייה בעקבות האיסור על העסקת עובדים פלשתינים ובעידוד המבצעים וההטבות שהציעו היזמים לרוכשים. מבצעים אלה כללו דחייה של מרב התשלומים למועד האכלוס (80/20 או אפילו 90/10), ביטול ההצמדה למדד מחירי תשומות הבנייה ותוספות ושינויים במפרט הדירה. מבצעי הדחייה בתשלומים נעשו האופן העיקרי בו נרכשות כיום דירות חדשות. מבצעי מימון נוספים שמוצעים על ידי היזמים הן הלוואות משכנתה מסוג בולט שנלקחות על ידי הרוכשים, כאשר הריבית עליהן משולמת על ידי הקבלנים מראש. הרוכשים יחזירו את הקרן על הלוואה זו בזמן הקרוב למסירת הדירה, ככל הנראה על ידי החלפתה בהלוואות משכנתה רגילה.

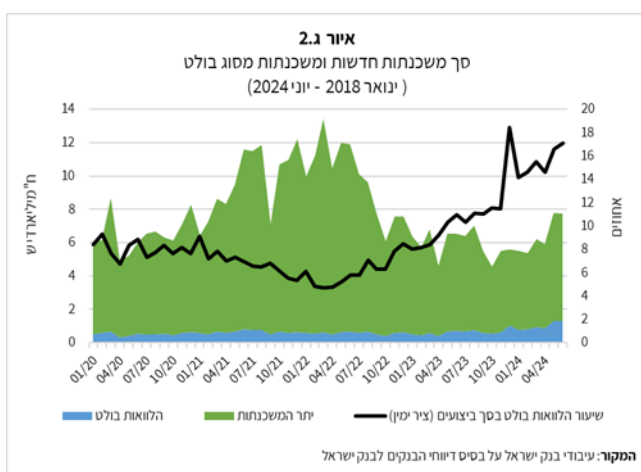
---

<sup>16</sup> הלוואות שיתרת הקרן מוחזרת במלואה בתום התקופה, בין אם הריבית משולמת לאורך חיי ההלוואה (בולט) ובין אם הריבית משולמת בתום התקופה יחד עם הקרן (בלון). בכל מקום בדוח זה שבו יש התייחסות להלוואות משכנתה מסוג בולט, הכוונה היא גם בולט וגם בלון.



מבצעי המימון של הקבלנים הגדילו, כפי שמוצג באיור 1.1, את הלוואות הבולט לרכישתן של דירות מגורים. למרות שמספר העסקות של דירות חדשות (ללא דירות במחיר מסובסד) נותר בחודשים האחרונים דומה לזה של אמצע שנת 2020, היקפן של הלוואות הבולט שניתנו בחודשים האחרונים יותר מהכפיל את עצמו בהשוואה לביצועים באותה תקופה ומהווה כעת למעלה מ-15% מהמשכנתות החדשות (ראו איור 2). כאמור, הלוואות בולט אלה שניתנו בתקופה האחרונה מאורגנות ברובן על ידי

היזמים, שמפנים את הרוכשים לבנקים מסוימים



ההלוואות הללו ואילו הרוכשים שעל שמם רשומות ההלוואות, מעבירים ליזמים את סכום ההלוואה הכולל שקיבלו בתמורה להנפקה של ערבות חוק המכר. גובה הלוואת הבולט נקבע על ידי היזם אך אינו חורג ממגבלת המשכנתה שהרוכש יכול לקבל (בהתאם למגבלה: בין אם הרוכש קונה דירה ראשונה, משפר דיור או רוכש דירה להשקעה). מועד הפירעון של הלוואות אלה נקבע מראש למועד הצפוי לסיום הבנייה ולמסירת הדירה. במועד זה צפויים הרוכשים להמיר את הלוואת הבולט בהלוואת משכנתה רגילה.

### היתרונות והסיכונים בהסדר הלוואות הבולט

עבור היזם / קבלן הבניין מוזילות הלוואות אלה את עלויות המימון, שכן הן מסווגות כהלוואות לדיור ולכן זולות יותר מהלוואות עסקיות לקבלנים. הסדר זה גם מאפשר לקבלנים להגדיל את מכירות הדירות ולהציג התקדמות בפרויקט, תוך הימנעות מהורדה במחירי הדירות. הריבית שמשלם הקבלן מחליפה הנחה במחיר הדירה לרוכשים, שלא באה לידי ביטוי בהורדה של מדד מחירי הדירות. הרוכשים מצדם נהנים מהקלה בתזרים של החזרי ההלוואה בתקופת הביניים שבין רכישת הדירה ועד לקבלתה בפועל. בניגוד למצב ה"רגיל" שבו הקונים נאלצים לשלם בתקופה זו חלק הולך וגדל מתשלומי המשכנתה, תוך כיסוי הוצאות על מגורים אחרים (שכר דירה או משכנתה על דירת המגורים בבעלותם), יכולה הקלה זו לאפשר לרוכשים אפשריים לרכוש דירה כאשר אחרת לא היו מסוגלים לכך.

גם הבנקים המלווים נהנים מהסדר הלוואות הבולט, שכן הלוואות אלה פחות מסוכנות מהלוואות עסקיות לקבלנים, נושאות עלות הונית נמוכה יותר ואף מאפשרות מתן אשראי נוסף לענף הבינוי והנדל"ן שלא במסגרת מגבלת האשראי הענפית. עם זאת מתעוררים כמה סיכונים שנוצרים עם התגברות התופעה של הלוואות הבולט. המחירים עלולים להיות מעוותים ועלול להיווצר קושי בהתאמתם לתנאי השוק המשתנים. הרוכשים ניצבים

בפני הסיכון שיצטרכו לממן את המרתה של הלוואת הבולט לאחר כמה שנים בתנאי שוק עתידיים, שאינם ידועים כמובן כיום. אם תופעת דחיית התשלומים (עם או בלי הלוואות הבולט) מפתה רוכשים להיכנס לעסקה של רכישת דירה כאשר הם לא בטוחים ביכולת המימון העתידית שלהם, תוך הסתמכות על האפשרות למכור את הדירה הנרכשת עוד בטרם השלמת הרכישה – עלולים רוכשים אלה לספוג הפסד בשיעור של כ-10% ממחיר הנכס על אי השלמת העסקה (הפסד שמכונה "פיצוי מוסכם" שמופיע בכל הסכם רכישה של דירה חדשה מקבלן). אם רוכשים רבים כאלה ייאלצו להתמודד עם מצב מעין זה, עלולים הקבלנים "להיתקע" עם מלאי של דירות גמורות שאינן מכורות. מיתון עתידי בעוד שנתיים עד שלוש עלול להחמיר את מצבם של רוכשי דירות רבים ביחס ליום רכישת הדירה ולגרום להם שלא יוכלו לעמוד בנטילת משכנתה לצורך סילוקה של הלוואת הבולט. תרחיש זה עלול לפגוע במערכת הבנקאות שתספוג הפסדים בגין הלוואות אלה.

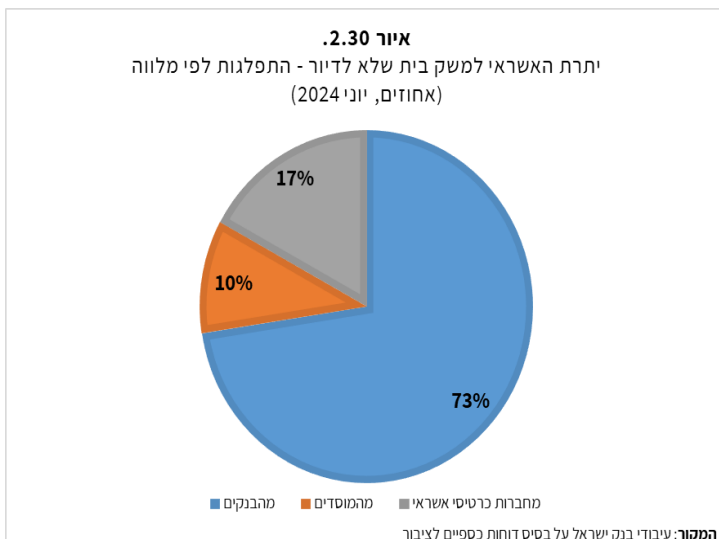
ואולם, בחינה מערכתית של היקף התופעה ואמידה של הסיכון המערכתי שעלול להיווצר הצביעה על הטרוגניות במאפיינים רבים של הלוואות אלה ועל כמה מדדים שמפחיתים את החשש מהתפתחותו של סיכון משמעותי למערכת הבנקאות. מאפיינים אלה כוללים למשל פיזור גיאוגרפי רחב של פרויקטים שמציעים הלוואות בולט; מגבלה כמותית שקובעים הקבלנים עצמם על שיעור העסקות הללו מסך הדירות בכל פרויקט; שוני בין הבנק (או הגוף המוסדי) המלווה לפרויקט לבין הבנק שמעמיד הלוואות בולט לרוכשים (מה שמביא לפיזור הסיכון בין הבנקים); מעורבותם של יזמים או קבלנים בינוניים או גדולים (שהסיכון שלהם לכשל נמוך יותר) וחיתום שמבצעים הבנקים להערכת יכולת החזר של רוכשים בעת העמדתה של הלוואת הבולט, לרבות החזרים עתידיים לאחר המרתה של הלוואת הבולט להלוואת משכנתה רגילה.

אנו מעריכים שככל שמחירי הדירות יעלו, או אם יחזור הביקוש לרמתו בשנים 2021/22 וכאשר הריבית תהיה נמוכה יותר, יימנעו הקבלנים מלהציע את ההטבה הזו של הלוואות הבולט ושכוחותן תקטן.

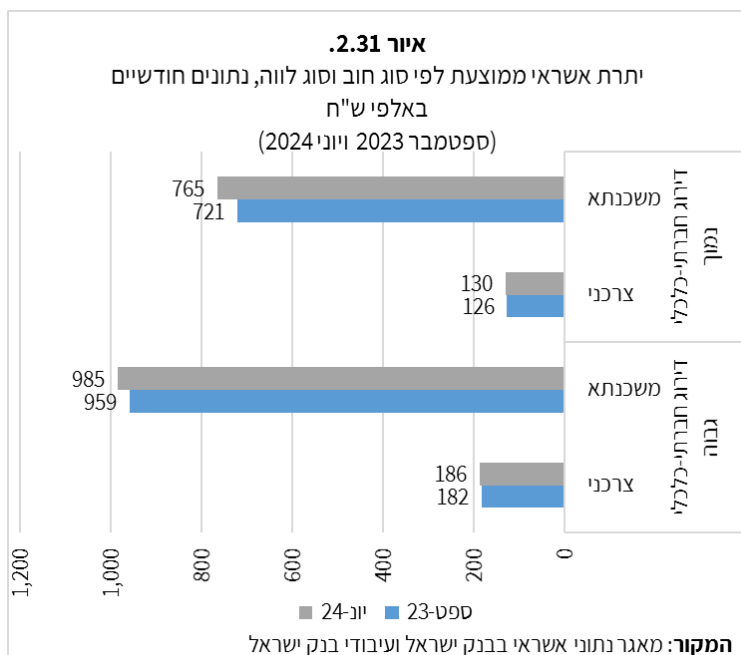
היקף ההלוואות בדחיה הולך ופוחת, אך בהלוואות לדיור יש עדיין את שיעור הלווים הגבוה ביותר – כ-30% – שטרם חזרו לשלם אותן במסגרת מתווה דחיית החוזרים על רקע המלחמה.<sup>17</sup> שיעור זה נמוך יותר במגזרים אחרים ועומד על בין 10% ל-20%. הלוואות לדיור שנמצאות בדחיית החוזרים מהוות כ-79% מיתרת ההלוואות שמצויות עדיין בדחיה ומהוות כ-4% מיתרת האשראי לדיור. בקרב לוויים שחידשו את החוזרים לאחר דחייתם, יש חלק שמפגר בהחוזרים; יש לציין ששיעור הלוואות בפיגור מעל 30 יום במגזר משקי הבית שלא לדיור עומד על 4%, לעומת כ-1.5% מההלוואות שהצטרפו למתווה הדחיות לפני הדחיה.



מאז פרוץ המלחמה ירדה יתרת האשראי שלא לדיור בכ-2 מיליארד ש"ח. במקביל המשיך לעלות, בהמשך למגמה משנת 2023, חלקו היחסי של האשראי מהבנקים ביתרת האשראי וזאת לאחר תקופה ארוכה שבה פחת משקלו, בעיקר על חשבון הלוואות מהגופים המוסדיים שיתרתן פחתה ב-12 מיליארד ש"ח מאז השיא ב-2022. כלומר, על רקע הידוק במדיניות המוניטרית הפכו מקורות האשראי למשקי הבית מגוונים פחות, כאשר המגמה הפרו מחזורית בקרב מלוויים לא בנקאיים הודגמה כחזקה יותר.



<sup>17</sup> בנק ישראל גיבש בתחילת מלחמת "חרבות ברזל" מתווה לדחיית החוזרי הלוואות שאומץ על ידי מערכת הבנקאות, כאשר במסגרתו ניתנה למשקי בית שנפגעו ישירות ממתקפת הטרור או המלחמה האפשרות לדחות את החוזרי ההלוואה למשך שלושה



מאז פרוץ המלחמה עלתה יתרת החוב הממוצעת בקרב משקי הבית, הן במשכנתות והן בחוב שלא לדיור. בקרב משקי בית מיישובים במעמד חברתי-כלכלי נמוך הייתה העלייה ביתרת המשכנתה הממוצעת כפולה מזו של משקי בית מיישובים במעמד חברתי-כלכלי גבוה. בנוסף, בקרב משקי בית מיישובים מבוססים, ירד מספר משקי הבית עם חוב צרכני או כאלה שהיו במצב של משיכת יתר, מגמה שלא נצפתה בקרב משקי בית במעמד חברתי-כלכלי נמוך. מספר משקי הבית עם משכנתות נותר בשתי הקבוצות כמעט ללא שינוי.

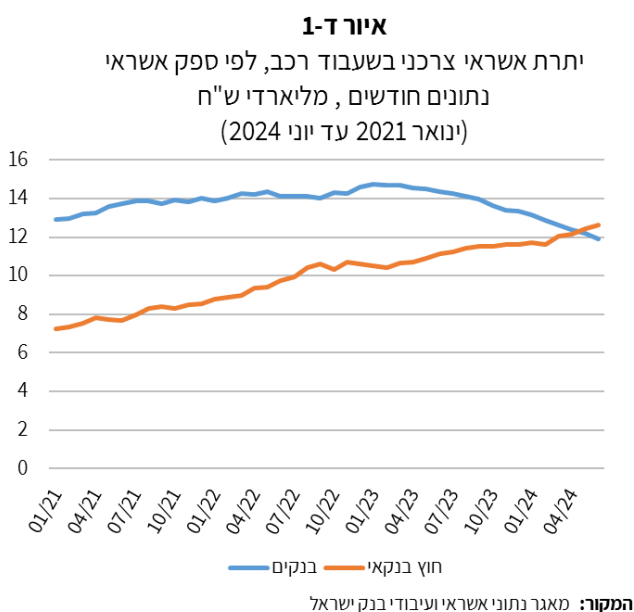
חודשים ללא חיוב בריבית ועמלות. בנוסף אפשרו הבנקים דחיות של החזרי הלוואות לאוכלוסיות נוספות. לאור הימשכות המלחמה, הודיע בנק ישראל בתאריך 23 ביוני 2024 על הארכת המתווה שאומץ על ידי הבנקים בשלושה חודשים, תוך התאמות בתנאי הזכאות. בין היתר תעמוד תקופת הדחייה של הלוואות ומשכנתות לזכאים על 9 חודשים לכל היותר.

## זרקור ד' - התפתחויות בשוק האשראי לרכב בישראל, 2020-2024<sup>18</sup>

שוק האשראי לרכב התפתח מאוד בשנים האחרונות ובפרט בפלח של האשראי הקמעונאי שמעמידים גופים מוסדרים (להלן: גופים חוץ בנקאיים).<sup>19</sup> בעוד שעבור המערכת הבנקאית אשראי לרכב אינו מהווה בשנים האחרונות תחום פעילות משמעותי, עבור נותני אשראי צרכני חוץ בנקאיים ענף הרכב מהווה כיום את אחד ממוקדי הפעילות המרכזיים כאשר מעל ל-80% מהאשראי החוץ בנקאי המדווח למאגר נתוני האשראי הוא אשראי לרכב, זאת לעומת כ-15% בלבד מהאשראי הצרכני הבנקאי. לאור זאת, זרקור זה סוקר את שוק

האשראי לרכב בישראל בשנים האחרונות ואת התפתחות הסיכונים בענף.

איור 1 מציג את יתרת האשראי הצרכני שדווחה למאגר האשראי עם בטוחה מסוג רכב בחלוקה לבנקים ונותני אשראי חוץ בנקאיים. ניתן לראות כי במהלך התקופה הנסקרת זינקה יתרת האשראי של הגופים החוץ בנקאיים מ-7.2 ל-12.6 מיליארדי ₪, צמיחה של 74 אחוזים. זאת לעומת ירידה של 8 אחוזים ביתרת האשראי הבנקאי שבשעבוד רכב באותה תקופה.



לוח 1 מציג נתונים סטטיסטיים עבור מאפייני

הלוואות בשעבוד רכב שניתנו בין ינואר 2021 ועד יוני 2024 בחלוקה להלוואות שניתנו על ידי המערכת הבנקאית ונותני אשראי חוץ בנקאיים.

| לוח 1 - מאפייני אשראי בשעבוד רכב שניתן בין ינואר 2021 ועד יוני 2024 |         |                   |         |                                    |
|---|---------|-------------------|---------|------------------------------------|
| תאגידים בנקאיים   |         | גופים חוץ בנקאיים |         |                                    |
| ממוצע   | חציון   | ממוצע             | חציון   |                                    |
| 98,500  | 108,558 | 78,900            | 97,728  | סכום ההלוואה המקורי                |
| 145,000   | 168,238 | 106,000           | 132,477 | שווי בטוחה                         |
| 59.5  | 55.1    | 58.9              | 52.48   | תקופת האשראי מקורית (בחודשים)      |
| 6.43  | 6.06    | 9.82              | 9.06    | ריבית                              |
| 39%   |         | 87%               |         | שיעור ההלוואות צמודות למדד המחירים |
| 41%   |         | 94%               |         | שיעור ההלוואות בריבית קבועה        |
| 174,907   |         | 249,513           |         | מספר הלוואות חדשות שניתנו          |
| המקור: מאגר נתוני אשראי ועיבודי בנק ישראל                           |         |                   |         |                                    |

<sup>19</sup> הדיווח בזרקור מתייחס רק להלוואות שהוגדרו במאגר האשראי כהלוואות למטרת רכישת רכב ודווחו עם בטוחה מסוג רכב (שעבוד רכב). החלוקה לסוג נותן האשראי נעשית לפי הגורם המדווח למאגר, כלומר הגוף המתפעל של ההלוואה, אף על פי שבפועל חלק מהאשראי החוץ בנקאי נמכר לגופים פיננסיים אחרים ואינו מוחזק בהכרח על המאזן של הגוף המדווח. בנוסף נציין כי מקורות מידע מדווחים, שהצטרפו לדיווחי המאגר במהלך לאחר ינואר 2021 אינם נכללים בנייתוח, על מנת לשמור על אחידות מדווחים בין התקופות.

מהלוח עולה כי הלוואות בשעבוד רכב מגופים חוץ בנקאיים ומתאגידים בנקאיים נוטות להיות דומות מבחינת תקופת האשראי המקורית (חציון של כ-59 חודשים). גודל ההלוואה של הגופים החוץ בנקאיים קטן במעט מההלוואה הממוצעת של התאגידים הבנקאיים ושווי הבטוחה גם כן נמוך יותר. הריביות על הלוואות רכב מהגופים החוץ בנקאיים אמנם גבוהות יותר בממוצע בכ-3 נקודות אחוז אך חשוב לשים לב שקיים הבדל משמעותי בסוג הריבית הנפוץ בקרב הגופים החוץ בנקאיים אשר רוב ההלוואות שלהם הם בריבית קבוע צמודה למדד המחירים לצרכן, לעומת הלוואות בנקאיות שהן ברובן הלוואות בריבית משתנה צמודה לפריים. כלומר, הבדלי המחיר יכולים לשקף גם הבדלים שנובעים מאופי ההלוואה לרבות סוג הריבית.

על מנת לבחון את ההבדלים בין קבוצות הלווים שלקחו הלוואות מגופים חוץ בנקאיים לעומת הבנקים איור 2 מציג התפתחות את ההתפתחות של יתרת האשראי לרכב בחלוקה לדירוג הכלכלי חברתי של הלווים.<sup>20</sup> הישובים מחולקים לארבע קבוצות: ישובים בדירוגים 1-3 - המוגדרים כישובים במעמד כלכלי-חברתי נמוך, ישובים בדירוג 4-5 - במעמד בינוני-נמוך, 6-7 - בינוני-גבוה ו-8-10 - ישובים במעמד גבוה. חלוקה זאת מעלה מספר תובנות. ראשית ניתן לראות את הבידול בין הישובים במקורות האשראי לרכב כאשר ככול שהישוב במעמד כלכלי-חברתי גבוה יותר שיעור האשראי הבנקאי גבוה יותר. שנית, נראה שלאורך התקופה חלה עלייה משמעותית בשיעור הלווים שנטלו הלוואות מגופים חוץ בנקאיים בכל קבוצות היישובים, לרבות יישובים במעמד כלכלי חברתי גבוה. כלומר, נראה שלפחות חלק מהעלייה בירתת האשראי החוץ בנקאי היה ללווים שיש

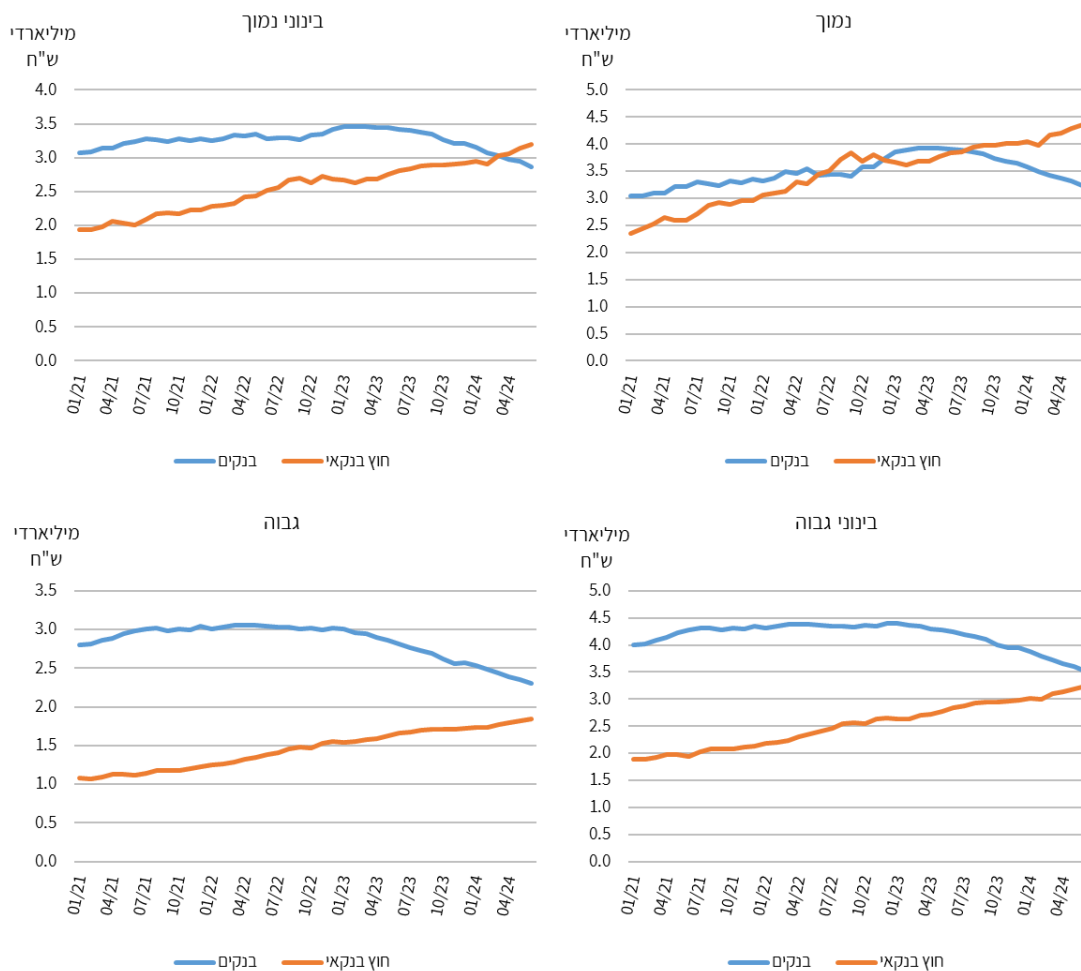
---

<sup>20</sup> המשתנה דירוג כלכלי-חברתי מקבל ערכים מ-1 (נמוך) ל-10 (גבוה) בהתאם לדירוג הכלכלי-חברתי של הישוב בו מתגורר הלווה לפי דירוג הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

באפשרותם לקבל הלוואות מהבנקים, מה שמעיד על מגמה של התרחבות התחרות בענף בין הבנקים לחוץ בנקאיים.

### איור ד-2

יתרת האשראי הצרכני בשעבוד רכב שדווח למאגר האשראי, לפי ספק אשראי ודירוג כלכלי-חברתי של מגורי הלווה  
ינואר 2021 עד יוני 2024



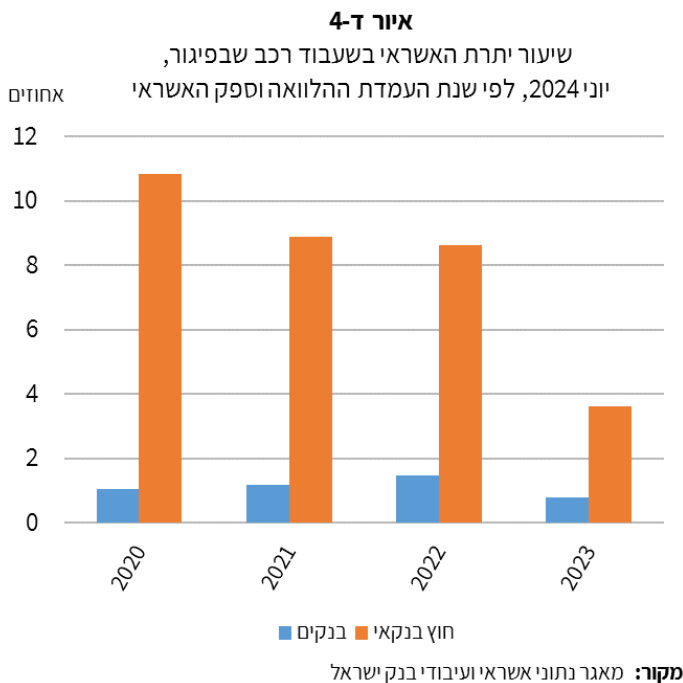
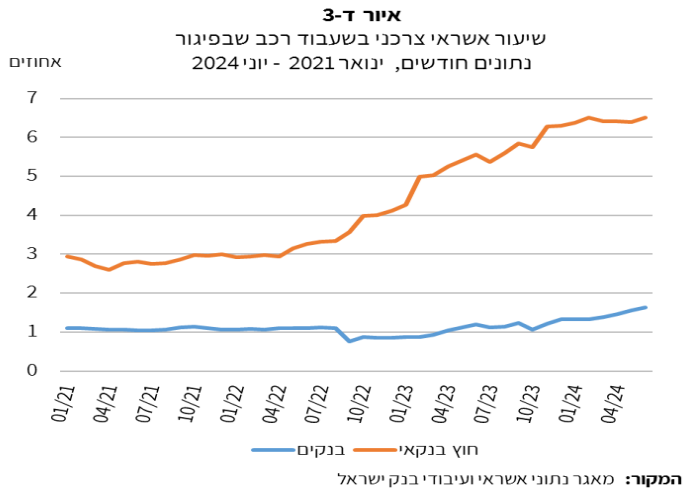
בנוסף בחנו גם את התפתחות הסיכון בענף. איור 3 מציג את שיעור האשראי שמוגדר בפיגור במאגר האשראי בחלוקה לסוג ספקי האשראי.<sup>21</sup> ניתן לראות לאורך כל התקופה כי שיעור הפיגורים בקרב הגופים החוץ בנקאיים נוטה להיות גבוה יותר ביחס למערכת הבנקאית. כלומר נראה כי באופן כללי האשראי שנותנים הגופים החוץ הבנקאיים נוטה להיות ברמת סיכון גבוהה יותר לעומת האשראי מהתאגידים הבנקאיים. בנוסף ניתן לראות עלייה בשיעור הפיגורים בקרב החברות החוץ בנקאיות באמצע 2022 לצד יציבות יחסית של המערכת הבנקאית.

<sup>21</sup> סטאטוס פיגור במאגר נתוני האשראי משמעותו עסקה אשר נמצאת בחריגה או באיחור בתשלום בסכום שגבוה מ-200 ש"ח ושנמשך 30 ימים ויותר ממועד התשלום הצפוי.



בהמשך נרשמה עלייה קלה בשיעור הפיגורים בקרב הבנקים - לקראת סוף התקופה הנסקרת - והתייצבות בקרב החברות החוץ בנקאיות.

ה-2022 היו תקופת גאות משמעותית בענף הרכב, בפרט בקרב הגופים החוץ בנקאיים, כך שיתכן וחלק מהעלייה בשיעור הפיגורים נובע גם מעלייה בתאבון הסיכון של החברות והקלה בתנאי החיתום להלוואות שניתנו באותה תקופה.



כדי לבחון השערה זו איור 4 מציג את שיעור האשראי לרכב שנמצא בפיגור נכון ליוני 2024 בחלוקה לסוג נותן האשראי ושנת העמדת ההלוואה. ניתן לראות את שיעור הפיגורים הגבוה באופן משמעותי מבין ההלוואות שהועמדו ב-2021-2022 לעומת ההלוואות שהועמדו בשנת 2023. אמנם חלק מההבדל יכול לשקף גם את אורך חיי ההלוואה, אך נראה שהירידה משמעותית בין 2022 ל-2023 קשורה גם להקשחה של תנאי החיתום של החברות והעמדת אשראי יותר שמרנית לעומת השנים 2021-2022.

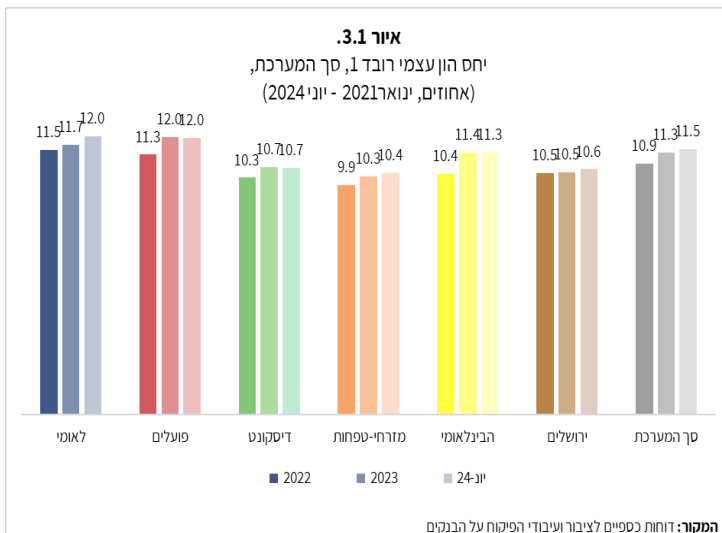
### 3. עמידות המערכת הפיננסית

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

המוסדות הפיננסיים המרכזיים, לרבות הבנקים וחברות הביטוח, שמרו על איתנותם ואף שיפרו בחלק מהפרמטרים את עמידותם בפני זעזועים, כאשר סביבת הריבית הגבוהה היא בין הגורמים המרכזיים שתורמים לכך. הסיכונים העיקריים למוסדות הפיננסיים הם האפשרות של ירידה חדה במחירי הנכסים הפיננסיים ו/או המשך ירידה באיכות האשראי. עם זאת אנו מעריכים שהסיכון ליציבותם של הבנקים ושל חברות הביטוח נמצא על רקע איתנותם הפיננסית וכריות הספיגה שהם בנו ברמה נמוכה.

#### 3.1 מערכת הבנקאות

הבנקים בישראל שמרו על איתנותם הפיננסית, כאשר במחצית הראשונה של שנת 2024 יחסי ההון ורמות הנזילות נותרו גבוהים. הרווחיות הגבוהה בראייה היסטורית שנרשמה בבנקים במהלך השנתיים האחרונות, שהונעה מהכנסות ריבית גבוהות לנוכח הריבית במשק, תרמה לחיזוק ההון. רווחיות זו הושגה למרות מגמות שפעלו במהלך שנת 2023 ובמחצית הראשונה של שנת 2024 דווקא לשחיקת הרווחיות, כגון האטה משמעותית בקצב צמיחת תיק האשראי החל מהמחצית השנייה של שנת 2023, ירידה באיכותו של תיק האשראי, והסטת כספים מחשבונות העו"ש לפיקדונות נושאי ריבית.<sup>22</sup>

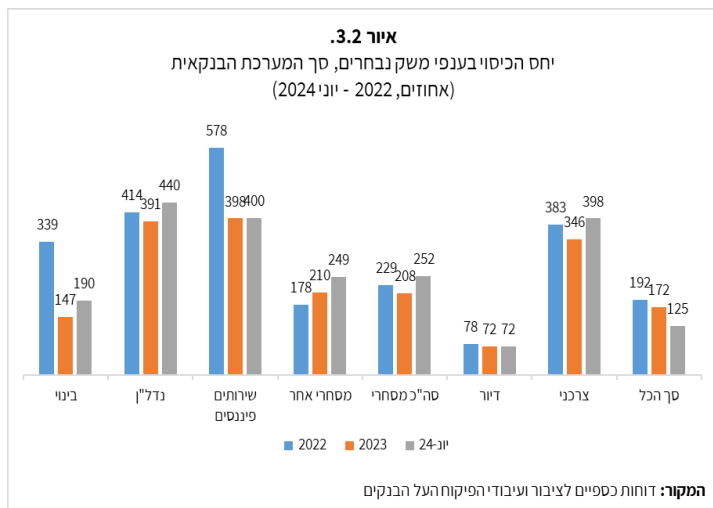


איכותו של תיק האשראי של הבנקים ירדה במהלך שנת 2023 בכל המגזרים ובעיקר בענפי הדיוור ובאשראי לענפי הנדל"ן והבינוי. על רקע זה ובשל התאמות שנובעות מהשפעות מקרו-כלכליות צפויות על המשק, הגדילו הבנקים בסוף שנת 2023 את שיעור ההפרשה שלהם להפסדי אשראי בשיעור ניכר. עם זאת ירד במהלך המחצית הראשונה של שנת 2024 שיעור ההפרשה להפסדי אשראי, כאשר חלק מהבנקים אף דיווחו על הכנסות בסעיף זה.<sup>23</sup> שיפור זה משקף את הערכת הבנקים בנוגע לתנאים מקרו-כלכליים טובים יותר וכן הערכות מעודכנות לגבי השפעות החזויות של מלחמת חרבות ברזל בהשוואה להערכות ששרו ברבעון האחרון של שנת 2023.

<sup>22</sup> עם פרוץ מלחמת חרבות ברזל חלה האטה בקצב ההסטה, שכן לקוחות פרטיים העדיפו להשאיר כספים בעו"ש על חשבון הסטה לפיקדונות נושאי ריבית.

<sup>23</sup> שיעור ההפרשה עמד במחצית הראשונה של שנת 2024 על 0.09% (במונחים שנתיים) בהשוואה ל-0.5% בכל שנת 2023.

הבנקים הושפעו לרעה מהורדת דירוג האשראי של מדינת ישראל בידי חברות הדירוג S&P, Moody's ו-Fitch, ומהעלייה בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל – שהובילה לעלייה בתשואות האג"ח הבנקאיות. הורדה של דירוג האשראי של מדינת ישראל על ידי חברת S&P<sup>25</sup> הובילה לעלייה בדרישות ההון בגין חשיפות הבנקים לממשלת



ישראל<sup>26</sup>, לגופים במגזר הציבורי, לגופים מוסדיים ולבנקים אחרים, ולשחיקה ביחס ההון העצמי רובד 1 בשיעור של עד 0.25 נקי אחוז. במצב שחברת S&P תחליט על שתי הורדות דירוג נוספות למדינת ישראל (BBB+), תהיה לכך השפעה נוספת על יחסי ההון של הבנקים. על אף ההשפעה השלילית של הורדת הדירוג, עלה יחס הון רובד 1 במהלך המחצית הראשונה של שנת 2024 הודות לרווחיות גבוהה והאטה בקצב גידול נכסי הסיכון על רקע ההאטה בגידול באשראי.

הכרית לספיגת הפסדים (או יתרת ההפרשה להפסדי אשראי) גדלה במהלך שנת 2023 בשיעור של כ-30% לסך של 26 מיליארד ש"ח, כשעיקר הגידול חל בענפי הבינוי והנדל"ן ובתחום האשראי לאנשים פרטיים. עם זאת היה גידול זה בכרית לספיגת הפסדים נמוך מהגידול שחל במקביל באשראי הלא צובר ובאשראי הצובר בפיגור מעל 90 יום, מה שהביא לירידה ביחס הכיסוי ב-2023. במהלך המחצית הראשונה של שנת 2024, חל שיפור ביחס הכיסוי<sup>27</sup> לאור ירידה בהיקף האשראי הלא צובר ובאשראי הצובר בפיגור מעל 90 יום בענף הבינוי והנדל"ן.

### 3.2. חברות הביטוח

חברות הביטוח שמרו על איתנותן והציגו נכון לסוף שנת 2023 יחסי כושר פירעון כלכלי גבוהים.<sup>28</sup> בעוד שיחס כושר הפירעון של חברות הביטוח נפגע בשנת 2023 במידה מסוימת, הוא משקף עדיין איתנות ועודפי הון משמעותיים. הירידה ביחס כושר הפירעון נבעה בעיקר מהירידה של הניכוי בשל תקופת הפריסה, אשר חושבה

<sup>24</sup> סוכנות הדירוג Moody's הודיעה ביום שישי ה-9.2.2024 על הורדת דירוג האשראי של החוב של מדינת ישראל מ-A1 ל-A2 ועל אופק דירוג שלילי. סוכנות הדירוג S&P הודיעה ביום חמישי ה-18.4.2024 על הורדת דירוג האשראי של החוב של מדינת ישראל מ-AA- ל-A+ ועל אופק דירוג שלילי. סוכנות הדירוג Fitch הודיעה ביום שני ה-12.8.2024 על הורדת דירוג האשראי של החוב של מדינת ישראל מ-A+ ל-A ועל אופק דירוג שלילי.

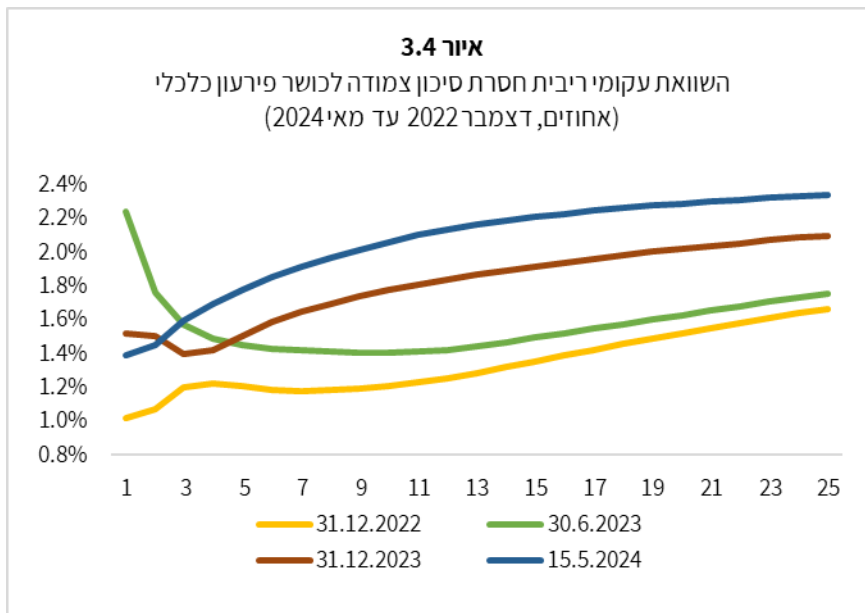
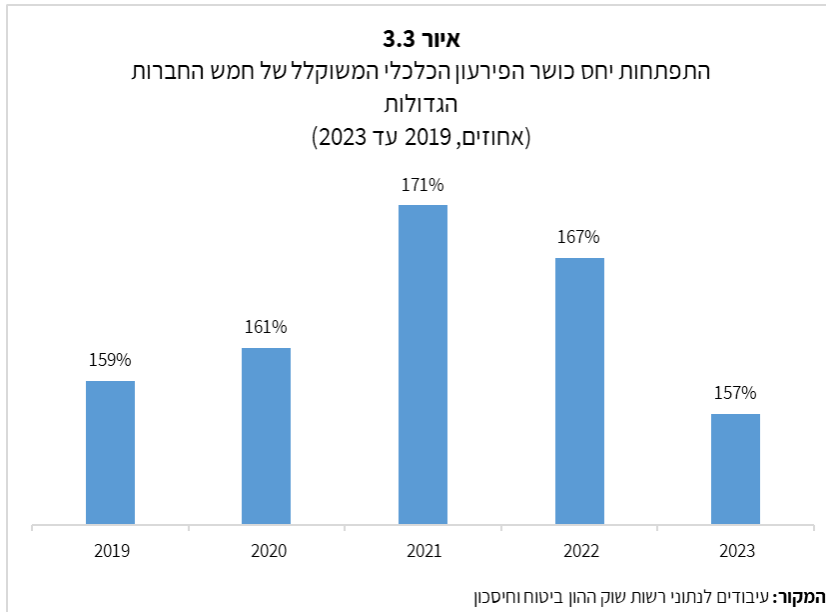
<sup>25</sup> נציין כי פרט לבנק לאומי, שמשמש בדירוג האשראי המחמיר ביותר מבין שלוש חברות דירוג (S&P, Moody's ו-Fitch), כל שאר הבנקים משתמשים בדירוג של חברת S&P בלבד. לפיכך, עבור רוב הבנקים במערכת, להורדת דירוג על-ידי סוכנויות הדירוג הנוספות, לא צפויה להיות השפעה ישירה על ההון.

<sup>26</sup> חשיפות של תאגידים בנקאיים לממשלת ישראל ולבנק ישראל, הנקובות במט"ח או ששולמו במט"ח.

<sup>27</sup> היחס בין יתרת ההפרשה להפסדי אשראי לבין האשראי הלא צובר והאשראי הצובר בפיגור מעל 90 יום.

<sup>28</sup> חברות הביטוח בישראל נדרשות לעמוד בהוראות משטר כושר פירעון כלכלי, אשר מבוססות על הוראות סולבנסי 2 האירופיות. בהתאם למשטר זה נדרשות החברות לחשב מאזן כלכלי באמצעות הערכת שווים הכלכלי של הנכסים וההתחייבויות ולחשב את ההון שנדרש מהן על בסיס הערכת ירידת ההון הכלכלי בתרחישים שונים. על בסיס משטר זה מחושב יחס כושר פירעון כלכלי שנגזר מרמת ההון של חברת הביטוח ביחס לנדרש על פי הוראות האסדרה והתרחישים השונים. להרחבה ורקע אודות משטר כושר פירעון כלכלי של חברות הביטוח ראו פרק 6.2: חברות הביטוח, בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023.

מחדש בעקבות העלייה בעקום הריבית הצמודה לצורך חישוב יחס כושר פירעון כלכלי, יחד עם התכלות הניכוי לאורך זמן.<sup>29</sup>



מספר גורמים תרמו ליציבותן של חברות הביטוח: עלייה במחירי הנכסים הפיננסיים; גיוסי ההון שלהם; וכן צמצום תביעות הרכב בשל ירידה בנסועה ובהיקפי הגניבות בעקבות המלחמה. מנגד השפיעו האינפלציה; הירידות בשווי נדל"ן בחו"ל; העלייה בתביעות של ריסק מוות עקב המלחמה;<sup>30</sup> המשך מגמת הגידול בתביעות סיעוד והוצאות רפואיות; וכן חלוקת הדיווידנדים לרעה על יחס כושר הפירעון ומיתנו את ההשפעות החיוביות שצוינו לעיל.

במחצית הראשונה של 2024 המשיכו העלויות בעקום הריבית השיקלית הצמודה ובמחירי הנכסים הפיננסיים בארץ ובעולם לתרום באופן חיובי ליציבותן של חברות הביטוח. למרות אי הוודאות המשמעותית בנוגע למשך המלחמה ולאופייה, האפשרויות להחמרה בחזיתות אחרות וההשלכות הכלכליות - לרבות האפשרות לערער מחדש של היציבות בשווקים וללחצים אינפלציוניים - עלולות אפשרויות אלה להביא לירידה ביחסי כושר הפירעון, אך לא תהיה להן להערכתנו

<sup>29</sup> הניכוי בתקופת הפריסה מתייחס לאחת מחלופות הוראות המעבר, אשר מאפשרת פריסה הדרגתית של הגידול בעתודות ביטוחיות מסוימות עד שנת 2032, לחברות אשר קיבלו אישור מרשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון. חברות אשר עתודות הביטוח שלהן גדלו כתוצאה מדרישת אסדרה למעבר למשטר סולבנסי 2, רשאיות לפרוס את הגידול בעתודות אלה בתקופת הפריסה. גובה הניכוי פוחת לאורך זמן בהתאם לפרק הזמן היחסי עד לסוף תקופת הפריסה וכן עשוי להשתנות בעקבות חישוב מחדש, בשל שינויים מהותיים שמשפיעים על רכיביו, לדוגמה, שינוי מהותי בעקום הריבית. נכון לדיווח יחס כושר פירעון כלכלי לשנת 2023, בחרו כל חמש חברות הביטוח הגדולות בהוראות המעבר של ניכוי עתודות.

<sup>30</sup> ביטוח זה מזכה את מוטבי הנפטר, בין שהיה אזרח או חייל, שהיה מבוטח בביטוח ריסק מוות, בתשלום בהתאם לתנאי הפוליסה.

השפעה מהותית על יציבותן של חברות הביטוח.

בסוף שנת 2023 הסתכם ההון הכלכלי המצרפי<sup>31</sup> של חמש חברות הביטוח הגדולות<sup>32</sup> בכ-69 מיליארד ש"ח, עם הון נדרש לכושר פירעון של כ-44 מיליארד ש"ח, שהביא ליחס כושר הפירעון מצרפי של חמש חברות אלה ל-157 אחוזים (איור 3.3).

לאורך שנת 2023 עלו עקומי הריבית בכ-50 נקודות בסיס בממוצע בכל הטווחים עם עלייה ממוצעת נוספת של כ-20 נקודות בסיס בתחילת שנת 2024 (איור 3.4),<sup>33</sup> תוך שיפור של יחס כושר הפירעון הכלכלי.

#### 4. תרחישי סיכון

רמת היציבות הפיננסית מושפעת בנוסף לסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית מתרחישי הסיכון שרלוונטיים לתקופה ובהינתן ערוצי החשיפה לסיכון ועוצמת פגיעותם. הבחירה וההערכה של הסיכוי להתממשותם של תרחישי סיכון אלה כרוכים בשיקול דעת סובייקטיבי ומושפעים מההתפתחויות הנוכחיות של גורמי הסיכון שמתהווים בישראל ובמדינות המפותחות כפי שהם מוצגים בסקירות של המוסדות הבין-לאומיים בעולם.

##### 4.1 תרחיש סיכון עיקרי: התרחבות המלחמה והחרפת הלחץ הפוליטי-כלכלי החיצוני על ישראל.

תרחיש של הרחבה והתארכות של הלחימה בגבול הצפוני, בעזה ובחזיתות נוספות - עלול להוביל לפגיעה כלכלית משמעותית נוספת, שנובעת מגיוסם של כוחות מילואים, מפגיעה בתעסוקה, מגידול בהוצאות הביטחון ועוד.

##### 4.2 התפרצות של סיכונים פיננסיים בעולם על רקע המשך ההידוק המוניטרי, לפחות בתקופה הקרובה.

על פי דוח היציבות הפיננסית העולמית (ה-Global Financial Stability Report שהתפרסם באמצע אפריל 2024), ירדו במחצית השנה האחרונה הסיכונים קצרי הטווח למערכת הפיננסית העולמית ולצמיחת התוצר העולמי. השווקים גילמו אז אמון גובר ב"נחיתה רכה" של הפעילות הכלכלית העולמית וצפו בקרוב את תחילתן של הקלות במדיניות המוניטרית. בחודשים מאז פרסום הדוח העולמי, תרחיש זה נשאר התרחיש המוביל כאשר שיעורי האינפלציה באירופה ובארה"ב ירדו במתינות. החולשות הפיננסיות שזוהו בדוח הנ"ל כללו (המשך) ירידות מחירים של נכסי נדל"ן מסחרי, כמו גם של דירות והשפעה שלילית של תופעה זו על מאזני הבנקים בעולם, סיכונים מכיוון החוב העסקי, שחיקה מתמשכת בנזילות של חברות על רקע עלויות מימון גבוהות, המשך ההידרדרות בשוק הנדל"ן הסיני ותנודתיות מוגברת בשוקי החוב הציבורי של מדינות מתפתחות.

<sup>31</sup> כל נתוני ההון הכלכלי ויחס כושר פירעון כלכלי מתייחסים לתוצאות עם הוראות מעבר, למעט אם צוין אחרת.

<sup>32</sup> חמש חברות הביטוח הגדולות כוללות את מגדל, כלל, הפניקס, הראל ומנורה מבטחים.

<sup>33</sup> עקומי הריבית לצורך יחס כושר פירעון כלכלי מבוססים על העקומים שמפורסמים על ידי החברה הזוכה במכרז לציטוט מחירים, אשר מצידם מבוססים על תשואות אג"ח לפדיון של אג"ח סחירות של ממשלת ישראל. עקומי הריבית לצורך יחס כושר פירעון כלכלי זהים לאלה שמפורסמים על ידי החברה הזוכה במכרז עד לנקודת ה-Last Liquid Point (LLP) בשנת ה-10. מעבר לנקודה זו נקבעים עקומי הריבית על פי אקסטרפולציה של Smith-Wilson עד לשיעור הריבית העתידית האחרונה (Ultimate Forward Rate או UFR), שנקבעה על 60 שנה. מנקודת ה-UFR ואילך הריבית העתידית קבועה. לפירוט אודות התמסורת בין השינויים בעקום הריבית לרכיבי החישוב העיקריים ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023. בהתבסס על מבחני רגישות לריבית שהחברות פרסמו ליום 31 בדצמבר 2023, עלייה של 0.5 אחוז בעקום הריבית (עד לנקודת ה-LLP), צפויה להעלות את יחס כושר הפירעון הכלכלי של החברות הגדולות בין 12 ל-19 נקודות אחוז.

התנודתיות בשוקי החוב הציבורי עלולה להשפיע באופן משמעותי על ישראל, שצרכי המימון הציבורי שלה עלו נוכח המלחמה. בנוסף עלולים סיכונים מצד הנדל"ן המסחרי הגלובלי והחוב העסקי בחו"ל לפגוע בתיקי הנכסים המנוהלים של הציבור. התפתחות הריבית בישראל תהיה תלויה הן בגורמים מקומיים והן במדיניות המוניטרית הבין-לאומית. הפתעה בקצב הורדת הריבית המקומית עלולה להקשות על שחקנים שנטלו חוב קצר-טווח, מתוך ציפייה למחזור בתנאי מימון נוחים יותר. מנגד, פער חיובי בריבית בישראל אל מול המדינות המפותחות יסייע להגן על השקל מפני פחות, ויתרום לביקוש להנפקות אג"ח ממשלת ישראל.

התחזית הכלכלית העולמית (ה-World Economic Outlook מאפריל 2024), צופה את המשך הצמיחה הכלכלית העולמית במהלך השנים 2024 ו-2025 בקצב זהה לזה של שנת 2023. האינפלציה העולמית צפויה לרדת בהתמדה, כאשר הכלכלות המתקדמות יחזרו ליעדי האינפלציה שלהן בקצב איטי יותר מההערכות הקודמות והכלכלות המתפתחות ימשיכו לחוות אינפלציה גבוהה יחסית. הסיכונים לתחזית הגלובלית מאוזנים כעת באופן כללי. עם זאת, כפי שנוכר בדוח, עלולות עליות מחירים חדשות שנובעות ממתחים גיאופוליטיים, כולל אלה מהמלחמה באוקראינה וברצועת עזה, יחד עם אינפלציית ליבה מתמשכת ואינפלציה לא אחידה בקרב הכלכלות, ללחוץ על המגזר הפיננסי ועל תנועות המטבע, להעלות את ציפיות הריבית ולהפחית את מחירי הנכסים. לבסוף מדגיש הדוח כי לשיעורי ריבית גבוהים עלולים להיות השפעות צינור גדולות מהצפוי, להגדיל את עלויות המשכנתות בריבית קבועה לטווח מסוים ואת עלויות החוב האחר של משקי הבית, מה שיגרום להם להתמודד עם לחצים פיננסיים. לגבי סין מציין הדוח כי ללא מענה מקיף למגזר הנדל"ן הבעייתי שלה, עלולה הצמיחה שם לדשדש ולפגוע בשותפי הסחר.

## 5. תיבות

### 5.1. חשיפת מוסדיים וקרנות נאמנות לחוזים עתידיים והשינוי בטעמי ההשקעה של העמיתים

#### עיקרי הדברים

- התיבה מתארת שתי התפתחויות עיקריות; המשך עליה מהירה בחשיפה למניות דרך חוזים עתידיים בתיק המוסדיים ובקרנות הנאמנות, והשינוי בטעמי ההקצאה הנכסית של העמיתים בתיק הפנסיוני, מהשקעה דרך סל מותאם גיל וסיכון להשקעה אקטיבית במדדי מניות בארה"ב דרך חוזים עתידיים עם חשיפת מט"ח מלאה.
- להתפתחויות אלו יש היבטים מקרו-יציבותיים על שוק ההון והמט"ח במקרה של תנודתיות מוגברת בשווקים הגלובליים.
- בעקבות משבר הקורונה גופים מוסדיים וקרנות הנאמנות הגדילו את כרית הנזילות הדולרית. ניתוח הנתונים העדכני מעלה כי כדי להתמודד עם אפשרות של ירידות חדות בשווקים בחו"ל, נדרש להגדילה אף יותר.
- הגדלה נוספת של כרית הנזילות הדולרית תאפשר עמידות טובה יותר של המוסדיים וקרנות הנאמנות כנגד דרישה להגדלת ביטחונות דולריים (Margin call) ותצמצם את האפשרות לכשל בשוק ההון והמט"ח המקומיים.

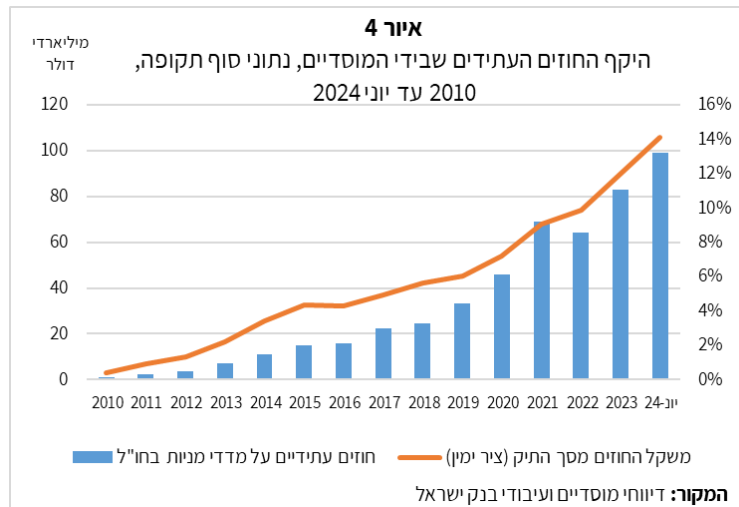
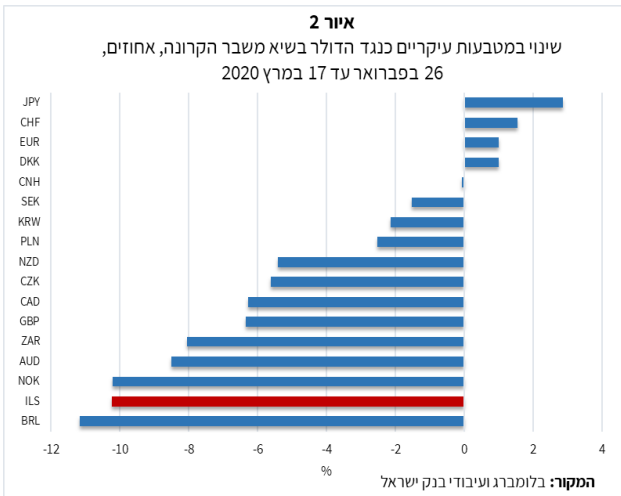
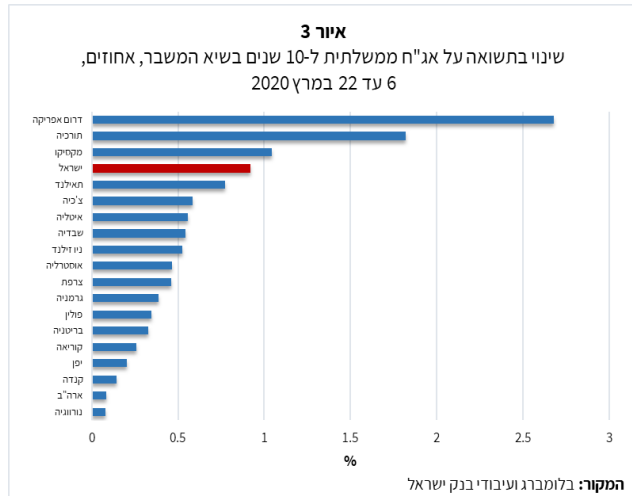
#### רקע



משבר הקורונה שפרץ במרץ 2020, גרם לירידות שערים חדות בשוקי המניות בעולם ובישראל. בעוד שהירידות במדדי המניות תאמו בסה"כ את המגמה העולמית, התגובה של שוק האג"ח הממשלתיות ושל שוק השקל – דולר, הייתה מועצמת יותר. תגובת היתר בישראל הוסברה בהיקף חשיפה משמעותי של מוסדיים למניות על מדד S&P דרך חוזים עתידיים, בהיקף רעיוני של כ-30 מיליארדי דולרים דאז, ובחוסר מהותי בנזילות דולרית, שאמורה לשמש כמקור נזילות כנגד דרישת Margin call<sup>34</sup>. ירידות השערים

<sup>34</sup> השקעה בחוזה עתידי נעשית על בסיס רעיוני (Notional Amount). משמע שבמועד קשירת החוזה מופקד אצל הברוקר רק אחוז מסוים מערך ההשקעה – Initial Margin (כ-5% מהסכום הרעיוני). רק סכום זה הוא דולרי, עיקר הסכום מוחזק בנכס שקלי קצר ונזיל (מק"מ, אג"ח ממשלתיות), שמשמש כ"בטוחה" כנגד דרישה להגדלת ביטחונות במקרה של ירידות שערים – Margin call.

החזרת במדד ה-S&P בשיעור של כ-34%, הובילו ל-Margin call בהיקפים של כ-10 מיליארדי דולרים. מחסור בנזילות דולרית מיידית אצל מוסדיים גרם ל-Fire sale של הבטוחה השקלית לצורך רכישת מט"ח בהיקף משמעותיים, כל זאת תוך פרק זמן קצר. המוסדיים פנו בהתחלה לשוק ההחלף הדולרי (FX SWAP), אך היצע נמוך במיוחד מצד בנקים זרים בתקופה זו, עקב צמצום המקורות הדולריים במערכת הבנקאית העולמית, גרם לכשל בשוק זה ולכן הם נאלצו לרכוש היקפים גדולים של מט"ח בשוק הדולר-שקל. התוצאה הייתה עליית תשואות חדה בישראל, פיחות חד בשער השקל דולר מעבר לתגובה המקומית וכאמור כשל בשוק ה-FX SWAP. בעקבות כך בנק ישראל הכריז על אספקה של קווי SWAP בסך של עד 15 מיליארד דולר<sup>35</sup>, (איורים 1-3).



**העלייה בחשיפה לחוזים בתיק המוסדיים ובקרנות הנאמנות**

החשיפה לחוזים עתידיים על מניות בתיק המוסדיים עלתה בצורה משמעותית בשנים האחרונות מרמה של כ-30 מיליארדי דולרים טרום משבר הקרוונה, (כ-6% מתיק המוסדיים) לכ-100 מיליארדי דולרים, כ-14% מסך התיק, כיום, (איור 4). קצב גידול הוא למעלה מפי שלושה במונחי שווי ויותר מכפול במונחי שווי התיק. המשמעות של היקפים כאלו היא שירידות שערים בסדר

מודל זה מייצר סיכון חשיפה מטבעי עצום כי דרישת הביטחונות במקרה של ירידות שערים היא יומית ודולרית והבטוחה היא שקלית ולכן יש צורך במכירות שקלים בהיקפים גדולים שמועצמים גם על רקע הפיחות וכך נוצר לחץ בשוק ההון המקומי ובשוק המט"ח. או לחילופין לרכוש מט"ח בשוק בהיקפים גדולים שיכולים להשפיע על שוק המט"ח, כפי שאירע במהלך משבר הקרוונה.

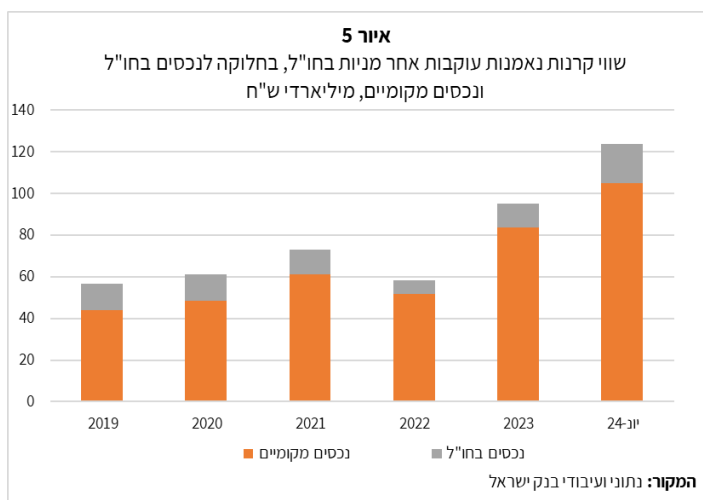
<sup>35</sup> לתיאור מלא יותר של האירועים ותגובת בנק ישראל ראו:

Abir, Friedman, 2021, "Domestic Asset Purchases by the Bank of Israel during the Pandemic", BIS.



גודל של משבר הקורונה עלולות להוביל לדרישת נזילות דולרית בהיקף של כ-33 מיליארדי דולרים. העלייה בשווי החוזים מתואמת עם העלייה במדדי המניות בעולם. בשנים 2021 ו-2023<sup>36</sup>, מדדי המניות בעולם רשמו עליות חדות וזה מסביר בין היתר את העלייה החדה בשווי החשיפה לחוזים בתיק המוסדיים. ולכן, ככול שהמדדים בעולם ימשיכו לעלות, כך גם שווי החוזים בתיק, כעלייה פאסיבית. גורם נוסף הוא ההסטה האקטיבית של כספי עמיתים, שברובה מופנית לחוזים, ולמרות שחלקה בתיק הכללי עדיין נמוך, היא צוברת תאוצה כפי שיפורט בהמשך.

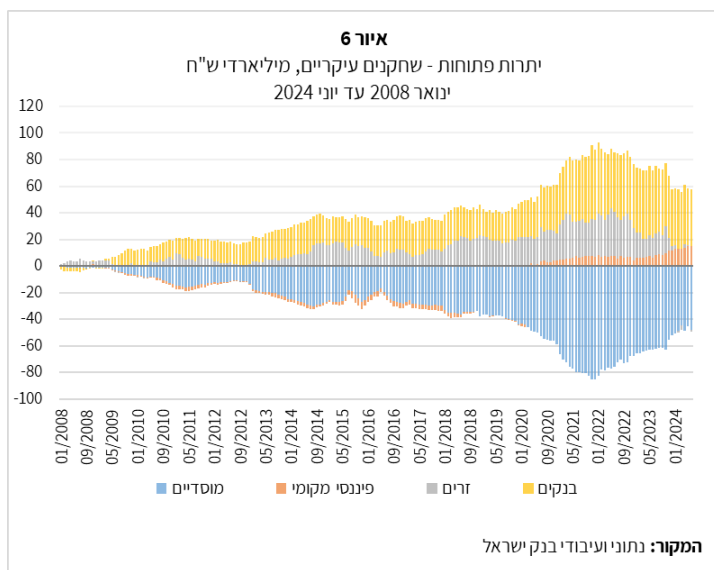
גם תעשיית קרנות הנאמנות הגדילה בשנים האחרונות את החשיפה למניות בחו"ל דרך חוזים עתידיים באופן



משמעותי. גידול זה נובע בעיקר מעלייה בהשקעות משקי הבית בנכסים בעלי סיכון גבוה יותר, בין היתר עקב ביצועי החסר של השוק המקומי.. היקף נכסי קרנות אלו עומד על כ-124 מיליארד ש"ח, מתוכם היקף החשיפה למניות דרך חוזים עתידיים הוא כ-100 מיליארד ש"ח, (כ-28 מיליארדי דולרים, איור 5). החשיפה למט"ח נעשית דרך עסקת Spot ולאחר מכן הקרנות מלוות אותו תמורת שקלים, דרך עסקאות FX SWAP.

מרבית הלוואת המט"ח דרך עסקאות SWAP הן לטווח ארוך מכמה ימים, מה שמוביל לנזילות דולרית זמינה נמוכה מאוד הקשורה לעסקאות אלו. עם זאת, מכיוון שהקרנות מלוות דולרים בעסקאות SWAP, משבר פיננסי המלווה לרוב בפיחות יספק להן נזילות דולרית נוספת דרך ה-Margin, זאת בניגוד למצב אצל מוסדיים<sup>37</sup>.

הנתונים באיור 6 שמציגים את מלאי עסקאות ה-SWAP בשוק, מצביעים על כך שהצד השני לעסקה ה-SWAP של קרנות הנאמנות, לווה המט"ח, הוא הגוף המוסדי. בשל מאפייני ההשקעה הדומים, הקשר הזה עלול להעצים את



<sup>36</sup> מדד ה-S&P עלה ב-2021 בכ-20% וב-2023 בכ-22%.

<sup>37</sup> עסקת SWAP מורכבת מרגל שקלית ורגל מט"חית והיא נתונה ל-Mark to Market, (התחשבות יומית). במקרה של פיחות, מלווה המט"ח (קרנות הנאמנות) מקבל דולרים בשווי הפיחות כפול שווי העסקה. הצד הלווה משלם דולרים וההיפך במקרה של ייסוף. כלומר במקרה של פיחות חד על רקע ירידות חדות בשווקים הפיננסיים, משקיעים מוסדיים יאלצו לשלם Margin Call על הפיחות בעוד שקרנות הנאמנות יקבלו Margin.

הלחץ בשוק הדולר – שקל, במקרה של אירוע שוק משמעותי.

### המעבר של עמיתים להשקעה אקטיבית בחוזים עם חשיפה דולרית מלאה

התפתחות חדשה שצוברת תאוצה בשנתיים האחרונות בתיק המוסדיים היא מעבר אקטיבי של עמיתים להשקעה בסלי S&P<sup>38</sup> עם חשיפת מט"ח מלאה. מדיווחי המוסדיים, היקפו עומד על כ-121 מיליארדי ש"ח והוא עולה בקצב מהיר.

| סה"כ שינוי | 06/2024               | 12/2023 | טבלה 1: השקעות בסל S&P, מיליארדי ש"ח |
|------------|-----------------------|---------|--------------------------------------|
| 52         | 121                   | 69      | יתרה                                 |
| 7.3        | צבירה נטו מתחילת השנה |         |                                      |
| 28.5       | הסטות מתחילת השנה     |         |                                      |

להשקעה בסל S&P יש מאפייני השקעה שונים מהתיק הכללי שבו המוסדיים הם הצד שקובע את ההקצאה הנכסית (כולל חשיפה לחוזים) ואת שיעורי החשיפה לחו"ל ולמט"ח, והוא שונה בכך שהוא מותאם גיל וסיכון. במקרה של סלי S&P, המוסדיים הם פאסיביים ועם גמישות ניהולית נמוכה בכול הקשור להרכב הנכסים ולחשיפות לחו"ל ולמט"ח.

תופעה זו מוסברת גם בביצועי החסר בשוק המקומי ביחס לעולם בין היתר על רקע החקיקה בנושא מערכת המשפט והאסקלציה האיזורית מאז אוקטובר 2023. היא גם מסבירה חלק ניכר מהגידול הכללי בהיקף החשיפה לחוזים על מניות בתיק המוסדיים בשנתיים האחרונות וגם חלק מהעלייה המהירה ב-2023 בחשיפה לחו"ל ולמט"ח בתיק המוסדיים. חשוב לציין שהיכולת של המוסדיים לאזן את העלייה בחשיפה לחו"ל ולמט"ח דרך צמצום חשיפות אלה בסלים אחרים היא מוגבלת. המשמעות היא עלייה מהירה יותר, בהינתן ההתפתחויות בשווקים הגלובליים, בתיק המוסדיים ובשיעורי החשיפה לחו"ל ולמט"ח.

אופן ההשקעה בסלי S&P מתבצע באופן הבא; המוסדיים רוכשים מט"ח בעסקת Spot וחוזים עתידיים (Initial Margin), ולאחר מכן נכנסים לעסקת FX SWAP בה הם מפקידים מט"ח ולווים שקליים. עסקה זו אומנם מספקת חשיפה למט"ח אך אינה מספקת נזילות דולרית. מדובר בתהליך הפוך לפעילות הרגילה של מוסדיים בתיק הכללי שבו הם לווים מט"ח. התמורה השקלית מיועדת לרכישת נכסים שקליים, מק"מ ואג"ח ממשלתיות, בדומה לפעילות החוזים שלהם בתיק הכללי. בעסקה זו, המוסדיים מרוויחים את מרווח ה-Basis שמשקף סטייה של הריבית השקלית מחוק שקילות פער הריביות ובעצם הם מקבלים ריבית דולרים גבוהה יותר מזאת הנגזרת מחוק זה. זהו אחד היתרונות בעסקה בנוסף לנזילות הגבוהה יותר של חוזים ביחס להשקעה ישירה במניות. ככול שהתפתחות זו במאפייני ההשקעה של העמית אינה טרנד שמושפע רק מפערי התשואה בין ישראל לעולם, היא עלולה להוות אתגר יציבותי.

### חישוב ה-Margin call במקרה של משבר פיננסי גלובלי (ירידות של 30%)

החשיפה למניות בחו"ל דרך חוזים אצל המוסדיים וקרנות הנאמנות מסתכמת יחד ל-128 מיליארדי דולרים. ירידות בשיעור של כ-30% יובילו לדרישת מט"ח בהיקף של כ-38 מיליארדי דולרים ובשקלול כרית הנזילות

<sup>38</sup> השקעה במדד S&P 500 דרך חוזים עם חשיפה מלאה למט"ח.

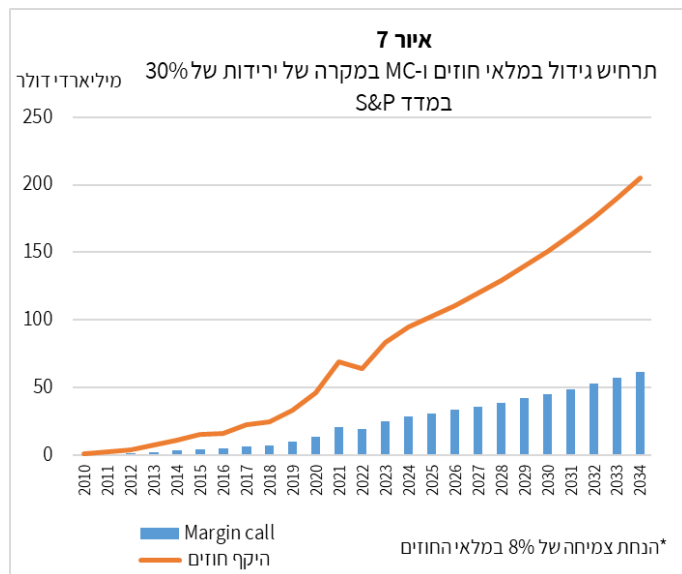
הוולונטרית, ה-MC מסתכם בכ-25 מיליארדי דולרים, לעומת כ-10 מיליארדי דולרים במהלך משבר הקורונה במארס 2020. חשוב לציין ש-MC דרך חוזים אינו היחיד איתו המוסדיים עלולים להתמודד בזמן משבר בשווקים. משבר פיננסי לרוב מלווה בפיחות חד בשער השקל שמוביל ל-MC על הלוואות המט"ח בעסקת FX SWAP שיש למוסדיים בהיקף של כ-44 מיליארדי דולרים. פיחות בשיעור של כ-10% במשבר מסוג זה מייצר למוסדיים MC נוסף של כ-4.4 מיליארדי דולרים כל זאת כאשר מקורות הדולריים של המשק מצומצמים עקב המשבר בשווקים בעולם. במקרה כזה, ה-MC עלול להגיע לכ-28 מיליארדי דולרים. למוסדיים קיים גם מקור נזילות דולרי נוסף של והוא הסכמי GMRA מול בנקים זרים שאמורים לספק להם נזילות דולרית כנגד בטוחה שקלית, אולם, במשבר חמור בשווקים, בנקים זרים נוהגים לצמצם חשיפה למדינות מתעוררות וקטנות, גם אם הן מפותחות, ולכן לא בטוח שהן יסכימו לקבל נכסים שקליים כבטוחה.

כחלק מלקחי הקורונה, המוסדיים הגדילו את הנזילות הדולרית באופן וולונטרי. גם קרנות הנאמנות מנהלות רמות דומות של נזילות, כך שכיום נראה שהם מסוגלים להתמודד עם דרישות נזילות דולריים שתואמות ירידות של 5%-10% בלבד במדד ה-S&P. למרות זאת, חלק מהמוסדיים ציינו שלמרות כרית הנזילות הדולרית, התנודתיות המוגברת בשווקים ב-2022, גרמה לא פעם לכך שהבטוחה הדולרית ירדה מאוד ולולא ההדרגתיות של הירידות החדות בשווקים ב-2022, הם היו נאלצים שוב למכור נכסים שקליים לצורך רכישת מט"ח<sup>39</sup>. מכאן עולה, שכרית הנזילות הדולרית הוולונטרית, לאור התנודתיות המוגברת בשווקים אינה גדולה דיה. בקרנות הנאמנות התמונה מעט שונה, כיוון שהן מלוות דולרים בעסקאות SWAP, ולכן משבר פיננסי שלרוב מלווה בפיחות בשער השקל, יספק להם נזילות דולרית נוספת, דרך ה-Margin, זאת בניגוד למצב אצל משקיעים מוסדיים שלווים מט"ח ולכן חייבים לשלם MC גם במקרה של פיחות.

---

<sup>39</sup> לחילופין לפנות למסגרת ה-repo של בנק ישראל

| טבלה 2: חישוב MC כתוצאה מחשיפת מוסדיים לחוזים ולעסקאות FX Swap, מיליארדי דולרים  |               |                 |                                 |   |                     |                    |
|--|---------------|-----------------|---------------------------------|---|---------------------|--------------------|
| טור  | (1)           | (1)*30%=(2)     | (1)*(10%)=(3)                   | 10% =(4)<br>מלאי<br>Swap*               | =(5)<br>(2)+(3)+(4) | (2)+(3)=(6)        |
| גוף  | מלאי<br>חוזים | MC<br>30%<br>של | כרית נזילות<br>10%<br>וולונטרית | השפעת<br>פיחות של<br>10%<br>על<br>*SWAP | MC<br>פיחות<br>עם   | MC<br>פיחות<br>בלי |
| מוסדיים  | 100           | -30             | 10                              | -4.4                                    | -24.4               | -20                |
| קרנות<br>מנייתיות<br>בחו"ל   | 28            | -8.5            | 2.8                             | 1.5                                     | -4.2                | -5.7               |
| סה"כ   | 128           | -38.5           | 12.8                            | -2.9                                    | -28.6               | -25.7              |
| *מלאי SWAP – המוסדיים לווים 44 מיליארדי דולרים, הקרנות מלוות 15 מיליארדי דולרים (פברואר 2024)<br>הנחת פיחות של 10% בשער השקל. ** ירידות של 30% במדד S&P,<br>הנחת נזילות דולרית בשיעור של 10% אצל המוסדיים וקרנות הנאמנות |               |                 |                                 |   |                     |                    |



הנתונים המוצגים בטבלה 2 מצביעים על כך שלמרות כרית הנזילות הדולרית, ירידות חדות בשווקים יאלצו מוסדיים וקרנות נאמנות לרכוש היקפים גדולים מאוד של מט"ח ובפרק זמן קצר וכל זאת כאשר עלול להתקיים "מחסור" דולרי בשוק.

כתוצאה מכך, הדינמיקה שהתפתחה בשוק המט"ח בזמן משבר הקורונה, עלולה לחזור וביתר שאת. יתר על כן, בתרחיש שבו קצב הגידול במלאי החוזים בתיק המוסדיים תואם את קצב הגידול של התיק הכללי, ה-MC תוך כעשור עלול להגיע ליותר מ-60 מיליארדי דולרים, (איור 7).

## 5.2. רווחיות הבנקים מעסקים והמגמות באשראי העסקי

### עיקרי הדברים

- תיבה זו מנתחת את הקשר שבין רווחיותם של הבנקים מפעילות האשראי לעסקים בגדלים ובענפים שונים, לבין הקצאת האשראי לעסקים אלה לאורך זמן.
- הממצאים מצביעים על כך, שלמרות שהבנקים מציעים לעסקים הבינוניים והגדולים אשראי בשיעורי ריבית נמוכים יותר, פעילות אשראי זו היא רווחית יותר עבורם בהשוואה לפעילות האשראי שלהם לעסקים הקטנים.
- ענף הבינוי והנדל"ן נמצא בהשוואה לענפים אחרים כרווחי יותר עבור הבנקים, מה שעשוי להסביר את שיעורי צמיחת האשראי הגבוהים של השנים האחרונות לענף זה.
- לאורך זמן קיים בממוצע מתאם גבוה בין הרווחיות שסוגים שונים של עסקים משיאים לבנקים לבין הגידול באשראי שמוקצה לעסקים אלה; תיבה זו מספקת תובנות חשובות לגבי פעולתו ויעילותו של מנגנון הקצאת האשראי במערכת הבנקאות.

### הקדמה

בשנים האחרונות ראינו מגמות שונות באשראי הבנקאי לעסקים ממגזרי פעילות ומענפים שונים. כך למשל נרשם מאז סוף שנת 2020 גידול מואץ באשראי הבנקאי לעסקים הגדולים, בעוד שהאשראי למגזר העסקים הזעירים (לפי סיווג הפיקוח על הבנקים) נותר יציב יחסית. כמו כן נרשמו במהלך תקופה זו שיעורי צמיחה גבוהים יותר באשראי לענפי הבינוי והנדל"ן בהשוואה לענפים האחרים. אחד הגורמים שיכולים להסביר את המגמות השונות הללו בהקצאת האשראי, מעבר לביקוש של העסקים עצמם לאשראי, הוא הרווחיות שהעסקים השונים משיאים לבנקים; כלומר, הבנקים מקצים אשראי רב יותר לסוגי העסקים ששיאים להם רווחיות גבוהה יותר. בתיבה זו נבחן את רווחיותם של הבנקים לאורך זמן שנובעת מעסקים ממגזרים ומענפים שונים ואת הקשר שלה להתפתחויות בתחום האשראי העסקי הבנקאי.<sup>40</sup>

המגזר העסקי בבנקים ניתן לחלוקה לפי גודל עסק, בהתבסס על מגזרי פעילות פיקוחיים: זעירים, קטנים, בינוניים וגדולים. מטעמי נוחות נגדיר ונבחן בתיבה זו שלוש קטגוריות של גודל עסק, בהתאמה רבה יותר לסיווג שמשמש את מגזרי ההנהלה בבנקים ואת הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים (לוח 1):<sup>41,42</sup>

<sup>40</sup> הנתונים לגבי רווחיותה של מערכת הבנקאות מבוססים על דיווחי הבנקים לפיקוח על הבנקים בדבר "מגזרי פעילות פיקוחיים", שמדווחים גם במסגרת הביאור של מגזרי הפעילות בדוחות הכספיים. אנו מסתמכים בניתוח על ההקצאה הבנקאית של העלויות (כגון, העלות התפעולית) ומניחים לשם כך שהיא מפורטת ברמת מהימנות גבוהה.

<sup>41</sup> מהדוחות הכספיים של חמשת הבנקים הגדולים עולה אמנם כי יש שונות בהגדרה של גודל עסק, אך כולם מסווגים את גודל העסק לפי 3 קטגוריות (למעט בנק אחד שמשתמש גם בסיווג של עסק זעיר): "עסקים קטנים", "מסחרי" (בינוני / middle market) ו"עסקי" (גדולים).

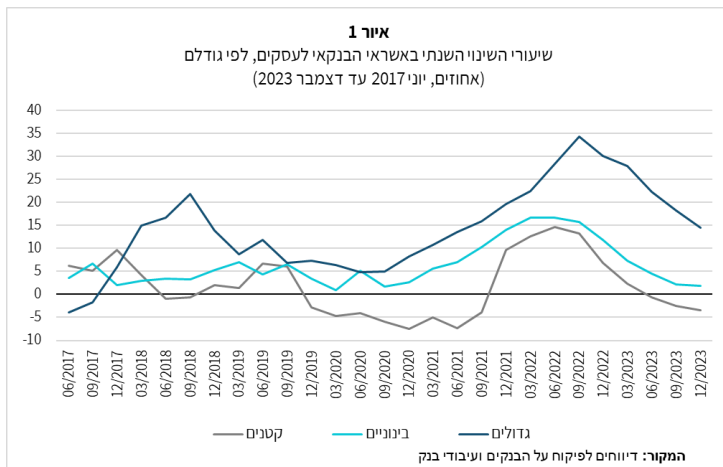
<sup>42</sup> על פי הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים קיים סיווג שונה מהסיווג של הפיקוח על הבנקים: עסקים זעירים עם מחזור מכירות שנתי של עד 2 מיליון ₪, עסקים קטנים עם מחזור מכירות שנתי מעל 2 מיליון ₪ ועד 25 מיליון ₪; עסקים בינוניים עם מחזור מכירות שנתי מעל 25 מיליון ₪ ועד 100 מיליון ₪; ועסקים גדולים עם מחזור מכירות שנתי מעל ל-100 מיליון ₪.

| קטגוריה        | סיווג לפי "מגזרים פיקוחיים" | הגדרת הפיקוח על הבנקים (לפי מחזור פעילות) | חלקם באשראי העסקי הבנקאי | 31/12/2023 | 31/12/2016 |
|----------------|-----------------------------|---|--------------------------|------------|------------|
| עסקים גדולים   | גדולים                      | מעל 250 מ' ש"ח                            | 54%                      | 39%        |            |
| עסקים בינוניים | בינוניים וקטנים             | 10 עד 250 מ' ש"ח                          | 28%                      | 33%        |            |
| עסקים קטנים    | זעירים                      | עד 10 מיליון ש"ח                          | 18%                      | 28%        |            |

**לוח 1. פילוח האשראי העסקי הבנקאי לפי גודל עסק**

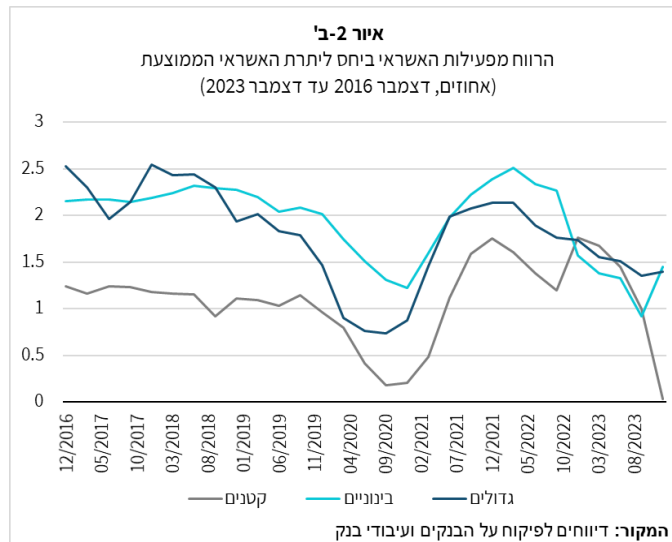
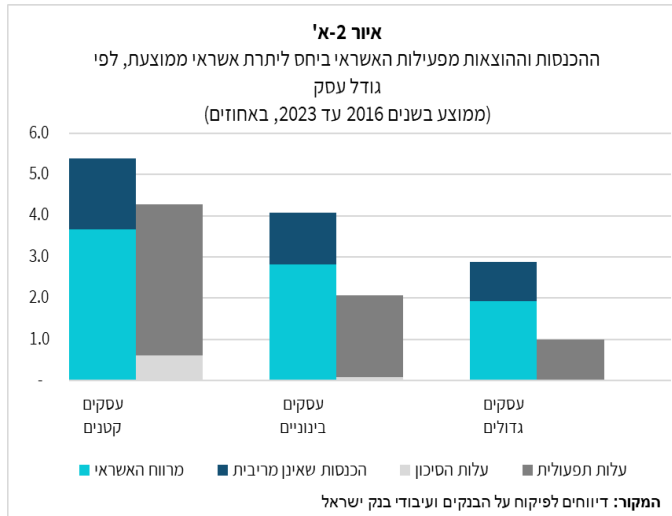
### רווחיות הבנקים מעסקים והקשר למגמות של האשראי העסקי

נכון לסוף שנת 2023 עמדה יתרת האשראי למגזר העסקי במערכת הבנקאות על כ-752 מיליארד ש"ח, כמעט פי שניים מהיתרה לסוף שנת 2016 (425 מיליארד ש"ח), גידול זה משקף צמיחה שנתית ממוצעת בשיעור של כ-8.5%, עם שיעורי צמיחה משתנים בין מגזרי העסקים השונים.<sup>43</sup> איור 1 מציג את שיעורי הצמיחה השנתיים מיוני 2017



עד דצמבר 2023. מהאיור עולה כי מאז סוף שנת 2019 היו שיעורי צמיחת האשראי למגזר העסקים הקטנים נמוכים יותר בהשוואה לשני המגזרים העסקיים האחרים – הבינוניים והגדולים, שעבורם ניכר כי מסוף שנת 2020 החלו שיעורי הצמיחה להאמיר עד אמצע שנת 2022, אז החלה הריבית בישראל ובעולם לעלות. יש לציין כי בשונה מההתפתחות באשראי הבנקאי לעסקים הקטנים, נמשכה מגמת הצמיחה הגבוהה באשראי לעסקים הבינוניים והגדולים גם לאחר תחילת העלאות הריבית, אך מגמה זו החלה לרדת באופן עקבי כמחצית השנה לאחר מכן.

<sup>43</sup> שיעור הצמיחה הממוצע בעסקים הגדולים היה הגבוה ביותר והסתכם ב-13.5%, בעסקים הבינוניים היה שיעור הצמיחה כ-6% ואילו בעסקים הקטנים כ-2% בלבד.



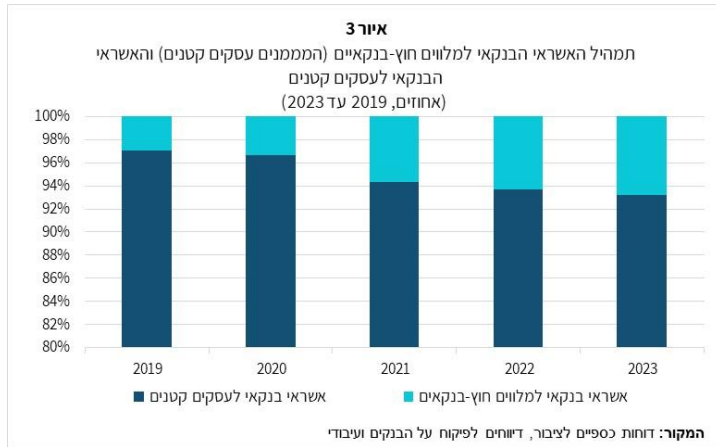
כדי לנתח את הקשר בין מגמות האשראי לרווחיות מפעילות האשראי, אנו בוחנים את הרכב ההכנסות והעלויות של הבנקים מאשראי העסקי. הפער בין ההכנסות לעלויות מייצג את הרווח ברמת המגזר. איור 2-א מציג את מרווח האשראי הממוצע ואת ההכנסות שאינן מריבית ("יצד ההכנסות") מול העלות התפעולית ועלות הסיכון ("יצד העלויות").<sup>45,44</sup> ההצגה של הרכב ההכנסות והעלויות לפי גודל עסק מראה כי הרווחיות של מערכת הבנקאות היא גבוהה יותר במגזרי העסקים הבינוניים והגדולים, שבהם גם שיעורי הצמיחה היו גבוהים יותר. ליתר דיוק, הרווח הממוצע מהעסקים הקטנים הוא כאחוז אחד, בעוד שבמגזרים האחרים, הבינוניים והגדולים, הוא עומד בממוצע על כשני אחוזים. איור 2-ב, שמציג את הרווח ביחס ליתרת האשראי הממוצעת לאורך זמן, מצביע על כך שהרווחיות ממגזר העסקים הקטנים לאורך התקופה המנותחת היא נמוכה באופן עקבי משני המגזרים העסקיים האחרים, כאשר הפער ברווחיות בולט בעיקר עד סוף שנת 2020, לפני הגידול המואץ באשראי לעסקים הבינוניים והגדולים.<sup>46</sup>

<sup>44</sup> הרכב ההכנסות של מערכת הבנקאות נחלק להכנסות מריבית ולהכנסות שאינן מריבית (למשל, עמלות פתיחת תיק / עמלות עו"ש). כנגד ההכנסות יש לבנק עלויות מימון, הוצאות תפעוליות ועלות הסיכון. כלומר, הבנק לוקח מנקודת מבטו בחשבון בתמחור הכנסותיו כמה רכיבים: עלות המימון שלו, שהיא העלות של מקורות הגיוס שהוא משלם (בעיקר עלות הפיקדונות); העלות התפעולית שלו, שכוללת, למשל, עלות החזקת סניפים, עלות כוח אדם, ניהול ההלוואה וכו'; וכן עלות הסיכון של הלווה, כפי שהבנק המלווה מתמחר אותו. הריבית הגבוהה יותר שישלם המלווה, תשקף את הסיכון הגבוה יותר שהמלווה רואה, כפי שהדבר יתבטא בהפרשה גבוהה יותר להפסדי אשראי.

<sup>45</sup> לצד ההכנסות קיים רכיב נוסף, "מרווח מפיקדונות", שלא היה מהותי לפני העלאת הריבית. מדובר למעשה בפער בין הכנסות הריבית נטו לבין מרווח האשראי. משום שהבחינה היא בתשקופת ארוכת טווח, ללא קשר להשפעת הריבית, לא נלקח רכיב זה בחשבון.

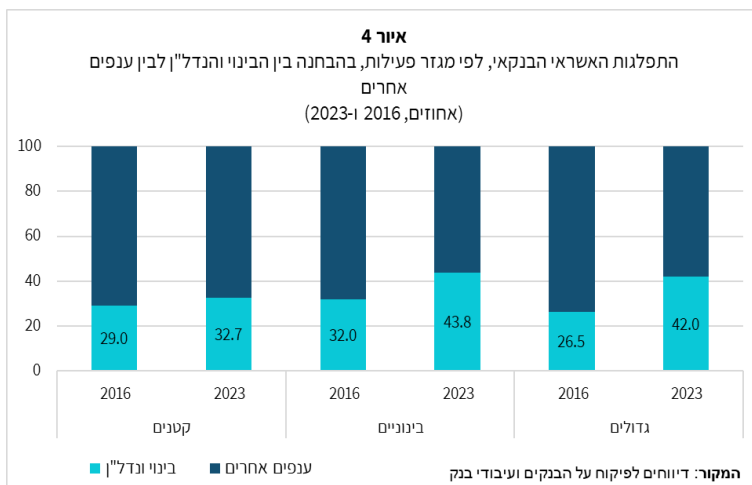
<sup>46</sup> באיור 2-ב יורד הרווח מפעילות האשראי לאפס בעקבות העלייה בהוצאות להפסדי אשראי, שצמחה והקטינה את הרווחיות מהעמדת אשראי.

מניתוח זה עולה שהרווחיות מפעילות האשראי מתואמת עם מגמות האשראי השונות לפי גודל העסק, בהבחנה בין מגזר העסקים הקטנים לבין המגזרים הבינוניים והגדולים. הבנקים עשויים להעדיף לממן אשראי לעסקים הקטנים באמצעות מלווים חוץ-בנקאים על רקע הרווחיות הנמוכה יותר. בשנים 2019 עד 2023 סיפקה מערכת



הבנקאות במוצע כ-50% ממקורות המימון הפנימיים וחיצוניים למלווים החוץ-בנקאים, ללא שינוי מהותי במהלך שנים אלה.<sup>47</sup> איור 3 מציג את התפתחות האשראי הבנקאי למלווים החוץ-בנקאים ולעסקים קטנים, מה שמעיד על עלייה ביתרת האשראי למלווים החוץ-בנקאים ועל חלקם של אלה בתמהיל (עלייה מכ-3% בשנת 2019 לכ-7% בשנת 2023). הדבר מצביע על כך שהבנקים הגדילו בעקיפין את האשראי לעסקים הקטנים על ידי מתן אשראי למלווים החוץ-בנקאים.

הניתוח בוחן את הקשר בהבחנה נוספת, לפי גודל עסק ומבחינה ענפית, תוך התמקדות בענף הבינוי והנדל"ן,

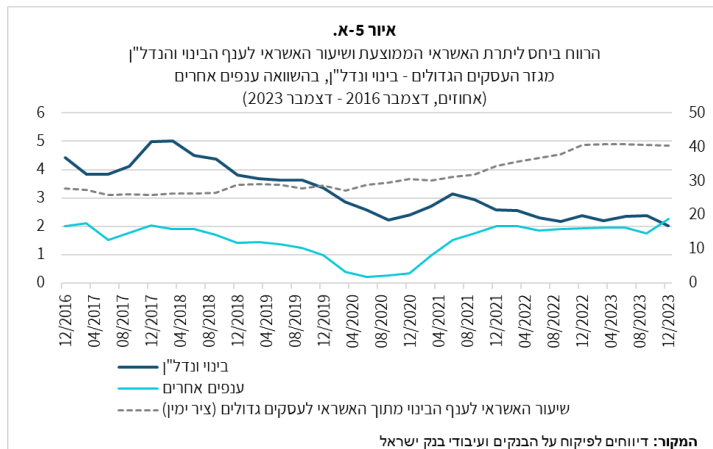


שהצמיחה ביתרת האשראי לענף ניכרת מאד בשנים האחרונות. איור 4 מציג את ההתפלגות הענפית של האשראי הבנקאי לפי מגזרי הפעילות בשתי נקודות זמן, מה שמצביע על חלקם ההולך וגדל של ענפי הבינוי והנדל"ן בסך האשראי, בעיקר לעסקים הבינוניים והגדולים. לכן בהתאם לממצאים הקודמים נצפה שמגמה זו תהיה מתואמת עם רווחיות גבוהה יותר מעסקים מענפים אלה.<sup>48</sup>

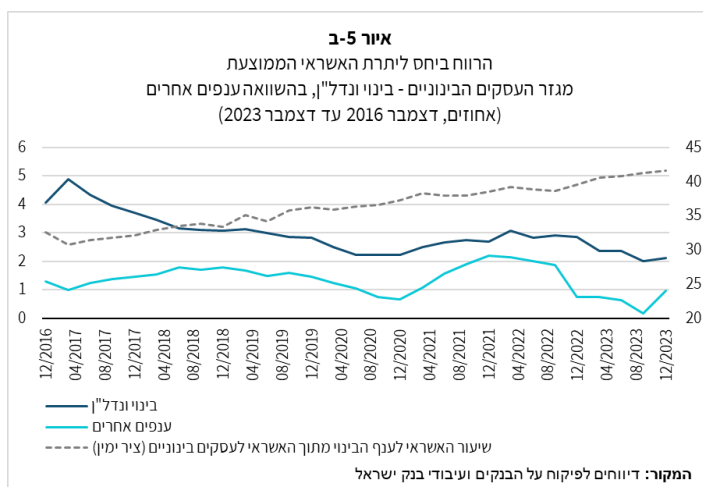
<sup>47</sup> בהתייחס לחברות האשראי החוץ-בנקאיות הציבוריות. בהתאם לדוחות הכספיים שלהן, הן מעמידות אשראי בעיקר לעסקים קטנים, אך איננו יודעים לפי איזו הגדרה. לכן הנחנו שמדובר בעסקים שהוגדרו בתיבה כ"קטנים".

<sup>48</sup> עם הגידול בחלקם של עסקים אלה באשראי, נצפה גם שהרווחיות ביחס ליתרה הממוצעת של האשראי תרד.

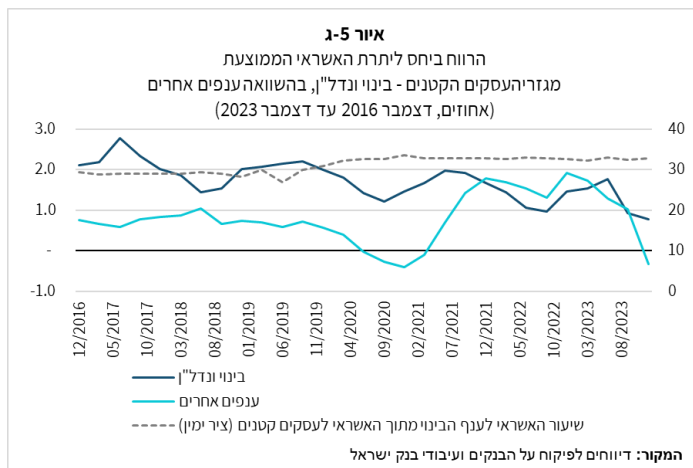




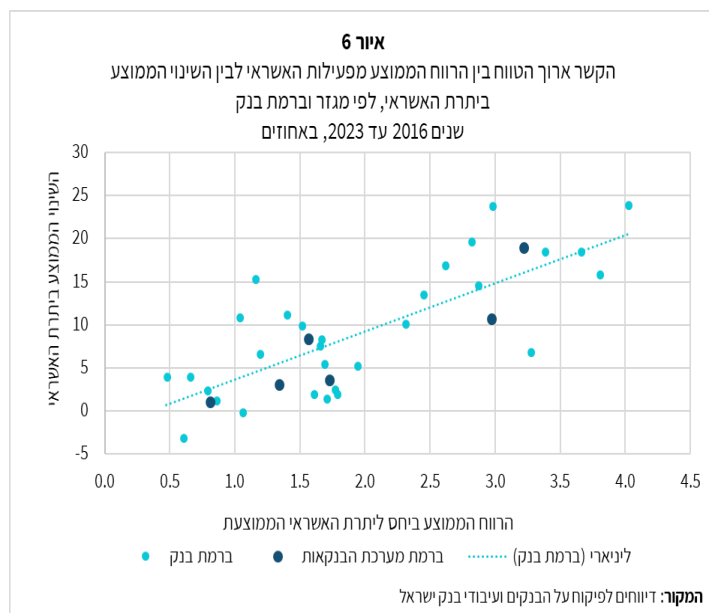
איור 5-א מציג את הרווח מפעילות האשראי ביחס ליתרת האשראי הממוצעת במגזר העסקים הגדולים, תוך הבחנה בין ענף הבינוי והנדל"ן לבין ענפים אחרים. מהאיור עולה כי עד סוף שנת 2020 היה הרווח הבנקאי מענף הבינוי והנדל"ן גבוה יותר מהממוצע בענפים אחרים, בפער של כ-2.4 נקודות אחוז (240 נקודות בסיס). מאז סוף שנת 2020 בולטת מגמת העלייה באשראי לענף הבינוי והנדל"ן מסך האשראי למגזר העסקים הגדולים, בעוד



שהפער ברווחיות מפעילות האשראי הבנקאי הצטמצם, אך נותר גבוה יותר בענף הבינוי והנדל"ן בכ-70 נקודות בסיס.



פערי רווחיות דומים מפעילות האשראי בין ענף הבינוי והנדל"ן לבין ענפים נצפים בעסקים הבינוניים (איור 5-ב) וגם בעסקים הקטנים (איור 5-ג). עם זאת, בעוד שבעסקים הבינוניים נותר הפער ברווחיות לאורך כל התקופה יציב יחסית, בעסקים הקטנים הפער נעלם בסוף שנת 2021. לאורך כל התקופה הרווחיות מהעסקים הקטנים – בכל הענפים – הייתה נמוכה יותר מאשר למגזרי עסקים הבינוניים והגדולים, מה שיכול להסביר את הקצאת האשראי הגדולה יותר של מערכת הבנקאות למגזרים אלה.



איור 6 בוחן את הקשר בין הרווח הבנקאי מפעילות האשראי לבין השינוי ביתרת האשראי ברמת בנק על פני זמן. כל נקודה בהירה בתרשים מייצגת את השינוי הממוצע ביתרת האשראי בשנים 2016 עד 2023 ביחס לרווח הממוצע מפעילות האשראי באותה תקופה, עבור כל אחד מחמשת הבנקים הגדולים ועבור כל אחד משש הקטגוריות שנבדקו. הנקודות הכהות בתרשים מייצגות את השינוי באשראי ביחס לרווחיות של מערכת הבנקאות כולה. האיור מראה מתאם גבוה (יותר מ-0.75), אשר מעיד כי בטווח הארוך, הקצאת האשראי לעסקים ממגזרי פעילות ומענפים שונים היא מתואמת עם הרווחיות מאותם עסקים. נקודת מבט זו מספקת

אינדיקציה חשובה להבנת המנגנון של הקצאת האשראי העסקי בבנקים.

**הערה:** האיור מציג את הקשר בין הרווח הבנקאי מפעילות האשראי לבין השינוי ביתרת האשראי. כל אחת מהתצפיות הבהירות בגרף מייצגת את השינוי הממוצע ביתרת האשראי בשנים 2016 עד 2023 ביחס לרווח הממוצע מפעילות האשראי בשנים 2016 עד 2023, של כל אחד מששת המגזרים שנבחנו – עסקים קטנים, בינוניים וגדולים ובהבחנה בין ענף הבינוי והנדל"ן לבין ענפים אחרים, עבור כל אחד מחמשת הבנקים הגדולים (כלומר, 30 תצפיות). התצפיות הכהות בגרף מייצגות את השינוי באשראי ביחס לרווחיות של ששת המגזרים, ברמת סך מערכת הבנקאות.

### 5.3. ההשפעה של קרנות הסל על התשואות והנזילות של נכסי הבסיס

#### עיקרי הדברים

- בשנים האחרונות חווה שוק קרנות ההשקעה הפסיבית בישראל צמיחה מתמדת, בדומה למגמות בעולם.
- תיבה זו מתמקדת במקרים של כניסת מניות למדד ת"א 125 ובוחנת את תרומתן של קרנות הסל להתפתחויות במחיריהן ובמחזורי המסחר בהן בבורסה עדכון מדדי המניות.
- נמצא כי שיעור המסחר הממוצע במניות שעומדות להיכנס למדד ת"א 125 עולה בחדות יום לפני כניסתן למדד, אולם ישנה מגמת עלייה במחזורי המסחר כבר מספר שבועות לפני הכניסה.
- העלייה במחזורי המסחר מלווה בתשואה גבוהה יותר של המניות שעתידות להכנס, אך עם כניסתן למדד מחיריהן מתחילים לרדת.
- הקפיצה הגדולה במחזורי המסחר סביב יום הכניסה היא תוצאה של ביקוש קשיח מצד קרנות ההשקעה הפסיביות בשל הצורך הרגולטורי שלהן להתאים את החשיפה למניה חדשה שנכנסה מדד.
- בנוסף, המידע הפומבי לגבי מועדי עדכון המדד והקריטריונים הידועים לכניסת מניה למדד מאפשרים למשקיעים שאינם מוסדיים ולרוב גם אינם תושבי ישראל, לנצל מצב זה למטרות רווח.

#### 1. רקע

מזה למעלה מעשור חווה שוק קרנות הסל העולמי צמיחה מתמדת. נכון לסוף רבעון הראשון של 2024 ניהלו קרנות הסל ברחבי העולם נכסים בהיקף כולל של כ-11.38 טריליון דולר, כאשר רובם, כ-9.2 טריליון דולר, הושקעו במניות. בארצות הברית מחזיקות קרנות הסל בכ-12.7% מכלל המניות בשוק, בשווי של כ-6.5 טריליון דולר ובאירופה הן מחזיקות כ-8.5% מהמניות, שערכן הכולל מגיע לכ-1.2 טריליון דולר.

עם העלייה בפופולריות של קרנות הסל, גבר העניין בהשפעות האפשריות שלהן על הנכסים שבבעלותן. ככלל נמצא כי קרנות הסל תורמות באופן חיובי לנזילות של נכסי הבסיס שהן מחזיקות<sup>49</sup>. השפעה זו ניכרת הן בהשוואה לתקופה שלפני הכללת הנכסים בקרנות הסל והן בהשוואה למניות דומות שלא נכללו באף קרן סל. יתרה מכך, קרנות הסל מספקות פיזור נרחב לתיקים של המשקיעים בפשטות ובעלויות ניהול נמוכות.

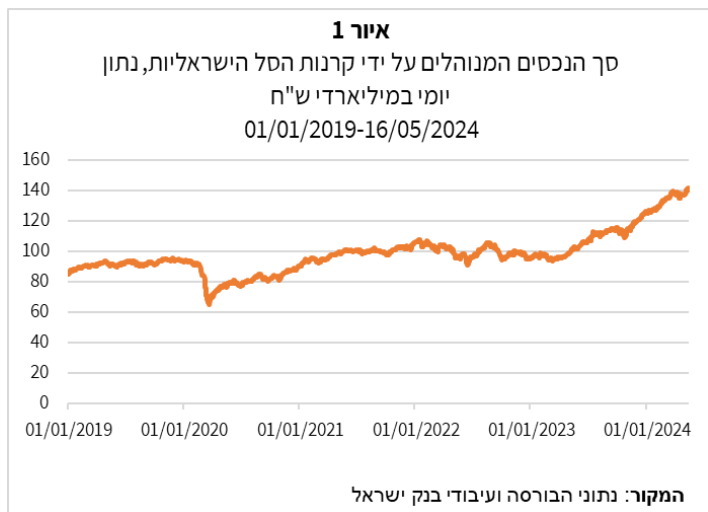
עם זאת עלולות קרנות הסל לעורר גם סיכונים ליציבות הפיננסית. למשל, בעתות משבר בשווקים ובמיוחד במצבים של Flash Crash<sup>50</sup>, התמודדו קרנות הסל האמריקאיות עם קשיי נזילות משמעותיים. תופעה זו הובילה

<sup>49</sup> לפי מחקריהם של (2003) Boehmer and Boehmer, (2004) Hedge and McDermott ושל (2014) Hamm.

<sup>50</sup> ירידה משמעותית ומהירה במחירי ניירות ערך שמלווה בהתאוששות מהירה, תוך דקות או שעות מהתרחשותה.

את רשות ניירות ערך האמריקאית (SEC) ליישם בסופו של דבר בשנת 2010 תקנה שמחייבת בתנאים מסוימים את השעיית המסחר בקרנות הסל במצבים של Flash Crash. תקנה זו הופעלה לראשונה באוגוסט 2015<sup>51</sup> והביאה להפסקת המסחר ביותר מ-300 קרנות סל עד חלוף המשבר. בהיבט כלל משקי של יציבות פיננסית מצאו מחקרים כי קרנות הסל אף נוטות להגביר את התנועה המשותפת (המתאם) בין התשואות של נכסי הבסיס הכלולים בהן, מה שעלול להגביר את התנודתיות בשווקים<sup>52</sup>.

בנוסף נמצא כי ניסיונות של משקיעים מתוחכמים לנצל את קרנות הסל על מנת להשיג רווחי ארביטראז', עלולים להשפיע על נכסי הבסיס בכמה דרכים. ראשית עלולות קרנות הסל להגביר את התנודתיות במחירים של נכסי הבסיס שהן מחזיקות, בהשוואה לנכסים שאינם כלולים בהן. זאת בשל ניסיונות של משקיעים להשיג רווחי ארביטראז' מפערים בין מחיר הקרן לבין המחירים של נכסי הבסיס וכן מהתפשטות הזעזועים מקרנות הסל לנכסי הבסיס שהן מחזיקות<sup>53</sup>. מחקרים מצאו גם שמשקיעים ובמיוחד קרנות גידור, עשויים לנצל את השקיפות של קרנות הסל ואת הצורך הרגולטורי לאזן מחדש את הרכב הנכסים בקרן בזמנים ידועים שנקבעו מראש, באופן שעלול להוביל לעלויות מסחר גבוהות עבור קרנות הסל ולעיוותים משמעותיים במחירים של נכסי הבסיס<sup>54</sup>.



האמצעי הנפוץ ביותר להשקעה פסיבית בישראל הן קרנות סל מחקות מדד שנסחרות בבורסה (ETF - Exchange Traded Fund)<sup>55</sup>, שמחזיקות נכון לינואר 2024 בכ-5% מהמניות הנסחרות בשווי כולל של כ-43 מיליארד ש"ח. קרנות הסל הישראליות כוללות קרנות שעוקבות אחר מדדים וענפים ישראלים וזרים. לפי על פי הוראת הרשות לניירות ערך, קרנות הסל נדרשות רגולטורית להחזיק בנכסים שיוצרים חשיפה שנמצאת

במתאם גבוה לנכס המעקב<sup>56</sup>. למשל, קרן סל שעוקבת אחר מדד ת"א 125 תחזיק לרוב את כל 125 המניות שכלולות במדד, בהתאם למשקלה של כל מניה במדד. בדומה לעולם ניכרת בשנים האחרונות גם בישראל מגמה

<sup>51</sup> בתאריך 24 לאוגוסט 2015 ירד מדד ה-S&P500 בתוך דקות בודדות בכ-5%, הציג התאוששות מהירה כמעט עד לרמת מחיר הפתיחה וירד שוב לקראת סוף היום ב-3.6%.

<sup>52</sup> לפי (2018) Sullivan and Xiong, Staer and Sottile (2012).

<sup>53</sup> לפי Malamud (2016) וכן Ben-David, Franzoni and Moussawi.

<sup>54</sup> לפי מחקרים של Wang, Yao, Yelekenova (2023).

<sup>55</sup> יש גם קרנות נאמנות פסיביות מחקות אחרות, אולם משקלן קטן יותר לעומת קרנות הסל: בינואר 2024 עמד היקף הנכסים שמנוהלים על ידן על 10 מיליארד ש"ח. אמנם אין מדובר בסכום זניח, אך בשל מגבלת נתונים אנו מתרכזים רק בקרנות הסל.

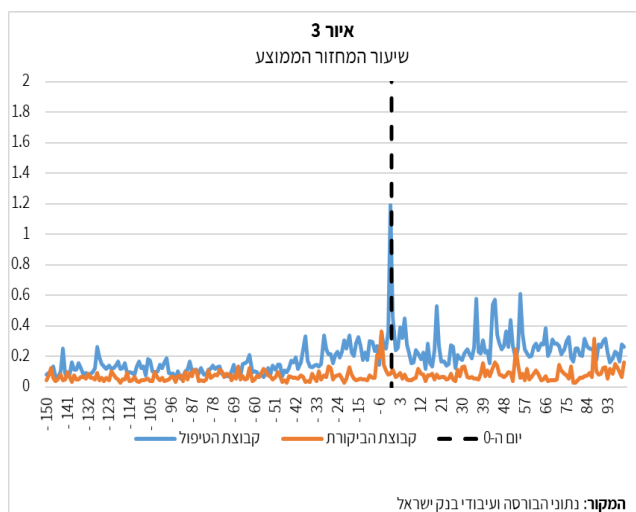
<sup>56</sup> הוראה זו ניתנת למילוי אם על ידי החזקה ישירה של הנכסים שנמצאים במעקב, אם בפעילות בנגזרים או על ידי שימוש במכשירי החזקה אחרים. קרנות הסל מחויבות למאמץ מרבי כדי להשיג תשואה שדומה ככל הניתן לנכס המעקב. בפועל רוכשות הקרנות כתוצאה מההוראה לרוב את נכסי הבסיס עם כניסתן למדד בהיקפים גדולים.



הולכת וגוברת של השקעה באמצעות קרנות סל, ובין היתר גם בכאלה שעוקבות אחר מדדים ישראלים (ראו איורים 1 ו-2). על רקע זה נבחן בתיבה זו את תרומתן של קרנות הסל להתפתחויות במחירי המניות ובמחזורי המסחר בבורסה. על מנת לזהות את ההשפעה הזו באופן המדויק ביותר, נבחן במסגרת ניתוח מודל של חקר אירוע (event study) את ההתפתחויות סביב כניסתן של המניות למדד ת"א 125.

## 2. מסגרת הניתוח והמצאים

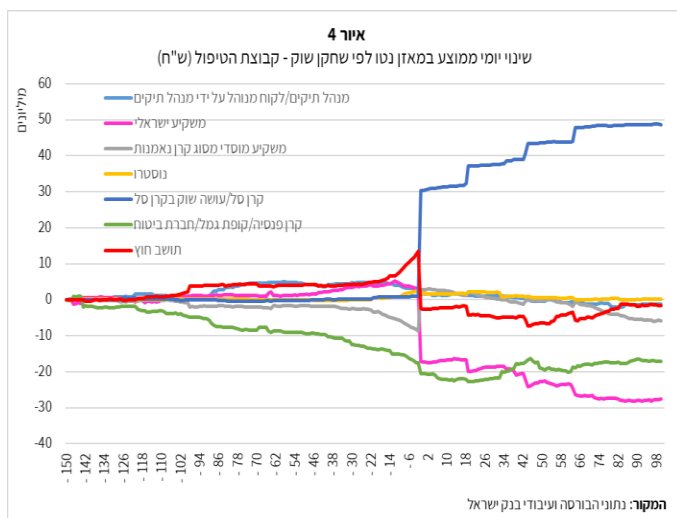
נכון להיום, מדד ת"א 125 מתעדכן פעמיים בשנה, בחודשים מאי ונובמבר, עם ההודעה על המניות שעתידות להיכנס למדד שנמסרת לציבור באופן רשמי כשבועיים לפני כניסתן. עם זאת ידוע לציבור מה הם הקריטריונים להכנסתה של מניה למדד ועל פיהם אנליסטים יכולים להעריך אילו מניות יכנסו למדד עוד לפני ההודעה הרשמית. הניתוח בתיבה זו מתמקד בכניסה של מניות למדד ת"א 125. בשנים 2021 עד 2024 נרשמו 39 מקרים של הוספת מניות למדד זה, כאשר 35 מהן היו מניות שכבר נסחרו בבורסה לפני כניסתן למדד. הבחינה משווה בין שתי קבוצות של מניות: קבוצת ה"טיפול", שמורכבת ממניות שנכנסו למדד ("המנייה ה-125") וקבוצת ה"ביקורת", שמורכבת מהמניות שלא נכנסו למדד, אך ביום הכניסה הן המתקרבות ביותר לשווי השוק של "המנייה ה-125" ("המנייה ה-126")<sup>57</sup>. יום כניסת המנייה למדד מוגדר כ"יום ה-0", וסביבו נבחנות התפתחויות



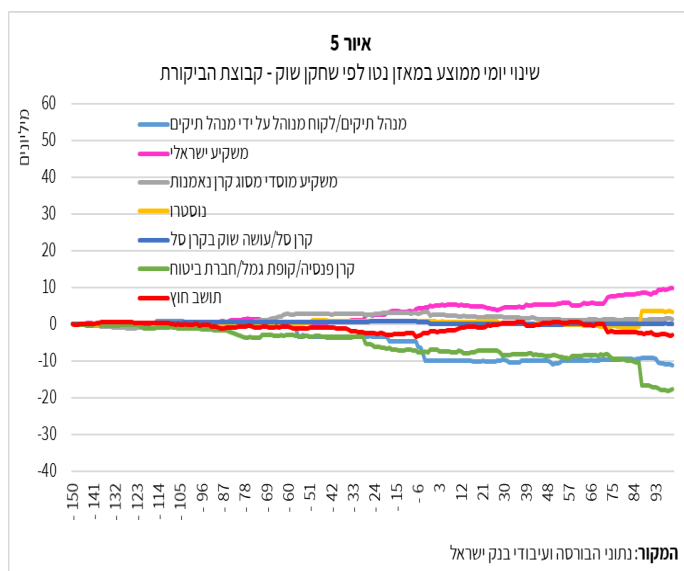
שונות בחלונות זמן של 150 ימים לפני ושל 100 ימים אחרי "יום ה-0". מתוך המניות שנכנסו למדד בתקופה המתוארת, 18 מניות נסחרו לאורך כל חלונות הזמן המתאימים והן אלה ששימשו לצורכי ההשוואה. אנו בוחנים את מחזורי המסחר במניות והתשואות המצטברות שלהן. הנתונים עליהם אנחנו מתבססים הם נתוני "כסף חכם" מהבורסה לניירות ערך.

<sup>57</sup> ספורים הם המקרים שבהם נכנסו למדד כמה מניות באותו היום. במצב כזה הוכפל בקבוצת הביקורת משקלה של המניה הבאה בתור שלא נכנסה למדד וזאת על מנת לשמור על איזון מספרי בין קבוצת הטיפול לבין קבוצת הביקורת.

איור 3 מציג את הממוצע היומי של שיעורי המסחר במניה כאחוז מסך מחזור המסחר במניות<sup>58</sup> (להלן – שיעור המחזור הממוצע) בכל אחת מהקבוצות. כאשר בוחנים את שיעור המחזור הממוצע, רואים זינוק משמעותי וחד פעמי בקבוצת הטיפול ביום שלפני "יום ה-0". לזינוק זה קודמת מגמת עלייה במחזורי המסחר כבר מספר שבועות לפני מועד הכניסה, סביב התקופה שבה ניתן להערכתנו לחזות את הכניסה העתידית למדד<sup>59</sup>.



בחנו גם את פרופיל המשקיעים שמניעים שינויים במחזורי המסחר במהלך החלון הנצפה. איור 4 מציג סכום נע של ממוצעים יומיים עבור יתרת המסחר נטו (רכישות פחות מכירות, במיליוני ש"ח) של שחקני שוק שונים במניות שנכנסו למדד<sup>60</sup>. האיור ממחיש שיום לפני הכניסה למדד, קרנות הסל (ובמידה פחותה יותר גם קרנות הנאמנות) מבצעות רכישות משמעותיות של המניות שעומדות להיכנס למדד. להערכתנו, ככל שבשבועות שלפני הכניסה למדד עולה הבהירות סביב זהות המניות שעומדות להיכנס למדד, ניתן לראות רכישות הולכות וגדלות שלהן על ידי שחקנים קטנים יותר בשוק, בעיקר על ידי תושבי חוץ. לאחר כניסת המניות למדד וכחלק מעדכון האחזקות על ידי הקרנות הפסיביות, הופכים משקיעים למוכרים נטו של המניות שרכשו לאורך זמן רב בעבר. איור 5 מראה כי קבוצת הביקורת אינה מציגה דינמיקה דומה, כצפוי, כך שניתן לומר שהתופעה שתוארה לעיל קשורה ככל הנראה לכניסתה של המניה למדד.

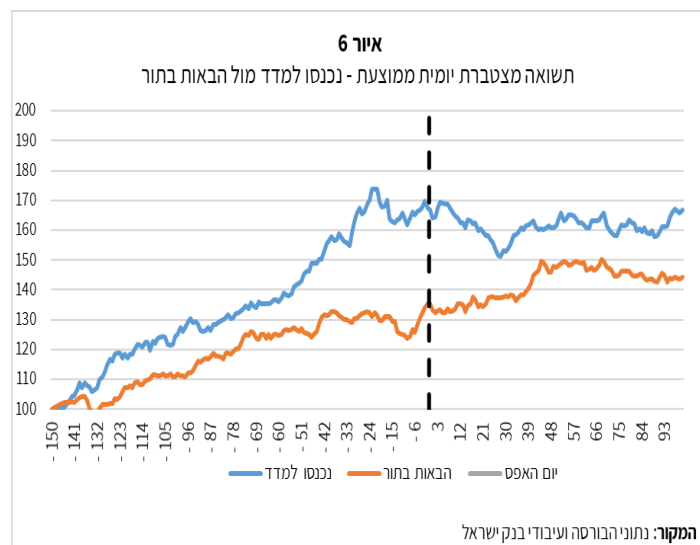


<sup>58</sup> שיעור המסחר במניה מכלל מחזור המסחר באותו היום מחושב כמחזור המסחר במניה ביום מסוים מחולק בסך מחזורי המסחר של כלל המניות באותו היום.

<sup>59</sup> ניתוח אקונומטרי בשיטת הפרש-הפרשים מראה כי מחזורי המסחר בקבוצת המניות שנכנסו למדד הם גבוהים באופן מובהק ממחזורי המסחר של קבוצת הביקורת לאחר יום ה-0 ואף עוד קודם לכן.

<sup>60</sup> כלומר, חישבנו עבור כל שחקן בשוק את הממוצע של מאזן המסחר נטו שלו בכל המניות ששייכות לקבוצת הטיפול או לקבוצת הביקורת. לאחר מכן נרמלנו ל-0 את היום הראשון ובכל יום על ציר הזמן הוספנו את הממוצע של היום הנוכחי לסך כל הממוצעים בימים שקדמו לו.

כעת נבחן האם השינויים במחזורי המסחר משפיעים גם על התשואה של המניה. כאשר משווים את התשואה המצטברת של שתי הקבוצות (איור 6)<sup>61</sup>, ניתן לראות שלמרות שקבוצת הטיפול נמצאת במשך רוב הזמן מעט מעל לקבוצת הביקורת - מגמה שהובילה בסופו של דבר לכניסתה למדד על פני המניה הבאה בתור - נפתח כמה שבועות לפני "יום 0" פער משמעותי בין שתי הקבוצות בזמן שמחזורי המסחר מתחילים לעלות. מגמת עלייה זו נעצרת דווקא בסמוך ליום ה-0.<sup>62</sup>



אם הדינמיקה שתוארה לעיל קשורה ישירות להיקף ההשקעה הפסיבית בקרנות הסל ולעדכוני המדדים, היינו מצפים לראות מגמה הפוכה כאשר מניה יוצאת מהמדד. ואכן, ניתוח של כ-40 מקרים של יציאת מניות מהמדד באמצעות אותה מתודולוגיה מאשרת את הקשר ההפוך הזה: מחזורי המסחר עולים בחדות סביב אירוע היציאה, קרנות הסל הופכות למוכרות נטו הגדולות ביותר, משקיעים תושבי חוץ (ובמקרה זה – גם משקיעים ישראלים פרטיים) הם הרוכשים נטו הגדולים ביותר של המניה היוצאת והמכירה מתרחשת בזמן שמחירה של המניה היוצאת נמצא בירידה.

הממצאים שמתוארים בתיבה זו משקפים את ההתפתחויות במחזורי המסחר ובתשואות של המניות שקשורות להשקעה הפסיבית בשוק המניות ולאופן העדכון של מדדי המניות בבורסה. אמנם הכניסה (ולהפך, היציאה) של מניה למדד הופכת אותה לאטרקטיבית יותר בעיני שחקנים רבים בשוק ההון, אולם מעבר לכך היא יוצרת ביקוש קשיח בשל הצורך הרגולטורי של קרנות השקעה פסיביות המשקיעות במדד מסוים להתאים את חשיפתן למניה שנכנסה למדד המסוים שבו הן משקיעות. ביקוש קשיח זה מביא לגידול משמעותי במחזורי המסחר ובתשואה של המניות שנכנסות למדד.

יתרה מכך, התנהגותם של השחקנים השונים בשוק סביב כניסות מניות למדד מעידה על כך שהמידע הפומבי לגבי מועדי העדכון של המדד והקריטריונים לכניסה אליו מאפשרים ככל הנראה למשקיעים מסוימים, לרוב לא מוסדיים ובדרך כלל לא תושבי ישראל, לנצל מצב זה למטרות רווח: משקיעים אלה צופים עלייה מבנית עתידית בביקוש לנכסי הבסיס, רוכשים את המניה שצפויה להיכנס במחירים נמוכים יחסית בשבועות שלפני הכניסה

<sup>61</sup> בחישוב של התשואה המצטברת של מניה, מחירה ביום המסחר ה-150 לפני כניסתה למדד מנורמל ל-100 נקודות. התשואה היומית היא שער הסגירה של המניה מחולק בשער הפתיחה והתשואה המצטברת היומית של כל מניה מחושבת כ-1 ועוד התשואה המצטברת של היום הקודם, כפול התשואה היומית. על מנת להתמודד עם חריגות שנובעות מפעילות אידיאליסטית או מפערים בנתונים, תשואה יומית של מעל ל-25% קיבלה את הערך 25%.

<sup>62</sup> ניתוח אקונומטרי בשיטת הפרש-ההפרשים מאשר את קיומה של השפעה מובהקת גם על התשואות של המניות.

ומוכרים אותה במחיר גבוה יותר לקרנות הסל סמוך ליום ה-630. נראה כי דפוס פעולה זה אינו נפוץ בקרב הגופים מוסדיים, עם אופקי השקעה לטווח ארוך טווח יותר, שנוטים פחות לעסוק בהתנהגות שואפת רווחים קטנים ומיידים כזו לטווח קצר.

#### ביבליוגרפיה:

- Liebi, L. J. (2020). The effect of ETFs on financial markets: a literature review. *Financial Markets and Portfolio Management*, 34(2), 165-178.
- Boehmer, B., & Boehmer, E. (2003). Trading your neighbor's ETFs: Competition or fragmentation. *Journal of Banking & Finance*, 27(9), 1667-1703.
- Hegde, S. P., & McDermott, J. B. (2004). The market liquidity of DIAMONDS, Q's, and their underlying stocks. *Journal of Banking & Finance*, 28(5), 1043-1067.
- Hamm, S. (2014). The effect of ETFs on stock liquidity. *Available at SSRN 1687914*.
- Sullivan, R. N., & Xiong, J. X. (2012). How index trading increases market vulnerability. *Financial Analysts Journal*, 68(2), 70-84.
- Staer, A., & Sottile, P. (2018). Equivalent volume and comovement. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 68, 143-157.
- Ben-David, I., Franzoni, F., & Moussawi, R. (2018). Do ETFs increase volatility? *The Journal of Finance*, 73(6), 2471-2535.
- Malamud, S. (2016). A dynamic equilibrium model of ETFs.
- Wang, G. J., Yao, C. Y., & Yelekenova, A. (2023). ETF Rebalancing, Hedge Fund Trades, and Capital Market. *Available at SSRN 4324054*.

---

<sup>63</sup> יש מי שמכנים דינמיקה כזו כ-front running: ביצוע עסקות בניירות ערך שמבוססות על ידע מוקדם אודות תנועות עתידיות צפויות לשם מטרת רווח. אולם בעוד שמושג זה מתייחס לרוב לפעילות שקשורה בניצול מידע פרטי שזמין לשחקן מסוים ולא לכלל השוק, אין בדינמיקה שמתוארת בתיבה ניצול של מידע כזה, אלא תחכום ומעקב אחר רגולציות ואחר מידע פומבי. ה-ESMA (הרשות האירופית לניירות ערך ושווקים) התייחסה לנושא זה, אם כי לאו דווקא בהקשר של קרנות השקעה פסיביות והיא לא מצאה ראיות מספיקות כדי לאסור את הנהגה הזו על הסף, אולם היא הסיקה כי התופעה עלולה להוביל לניגודי עניינים או להתנהגויות פוגעניות שיש לקחת בחשבון בכל הנחיה עתידית. להרחבה ראו:

European Securities and Markets Authority, "On the Call for Evidence on pre-hedging", July 2023.

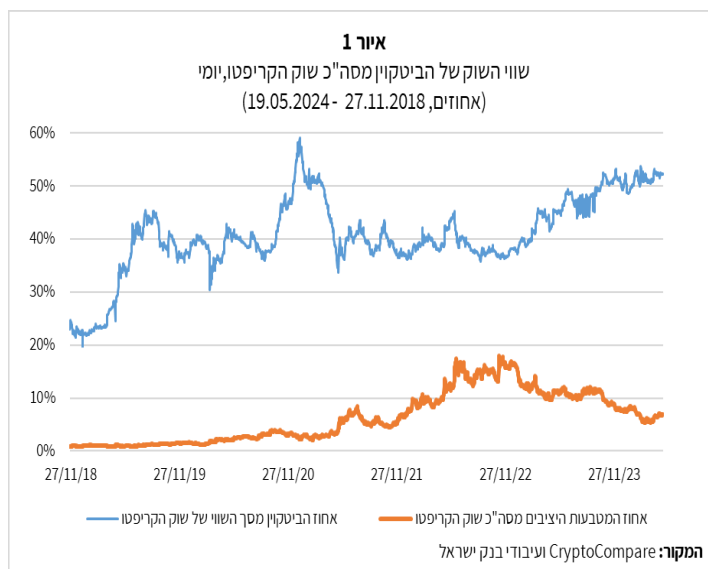


### עיקרי הדברים

- הציבור הישראלי מגלה עד כה עניין מוגבל בהשקעה בנכסים קריפטוגרפיים, מתחת לשיעור ההשקעה הממוצע בקרב המדינות המפותחות;
- בהשפעת השיאים שנקבעו במחירי הביטקוין בשנה האחרונה, הגדילו משתמשים ישראלים את היקף השקעותיהם בנכסים אלה בהשוואה לשיא הקודם שנקבע במחירו בשנת 2022;
- הנתונים לא מצביעים על פעילות מסחרית משמעותית ברשת הבלוקצ'יין שמיוחסת למשתמשים ישראלים;
- חלק מהישראלים רכשו "מטבעות דיגיטליים יציבים", ביו השאר כדי להתגונן מפני תנודות בשער החליפין של השקל אל מול הדולר.

### 1. מגמות עולמיות אחרונות

נכסים קריפטוגרפיים הם נכסים דיגיטליים המאובטחים על ידי הצפנה. מרבית הנכסים הקריפטוגרפיים מועברים בין משתמשים על גבי רשתות מבוזרות המשתמשות בטכנולוגיית בלוקצ'יין – ספר חשבונות מבוזר<sup>64</sup>. מאז סוף שנת 2022 חווה שוק הנכסים הקריפטוגרפיים מחזור עסקים חיובי; נפח המסחר בשוק גדל בחודשים האחרונים כאשר הוא מונע על ידי העלייה במחירים של נכסי הקריפטו המובילים ובראשם הביטקוין. שווי השוק המשווער של נכסים אלה הוכפל מתחילת ספטמבר 2023, ואף יותר מכך, והוא עולה כעת על 2.75 טריליון דולר,<sup>65</sup> שזה שווה ערך לשווייה של חברה שנמנית על חמש החברות המובילות בשוק המניות האמריקאי.

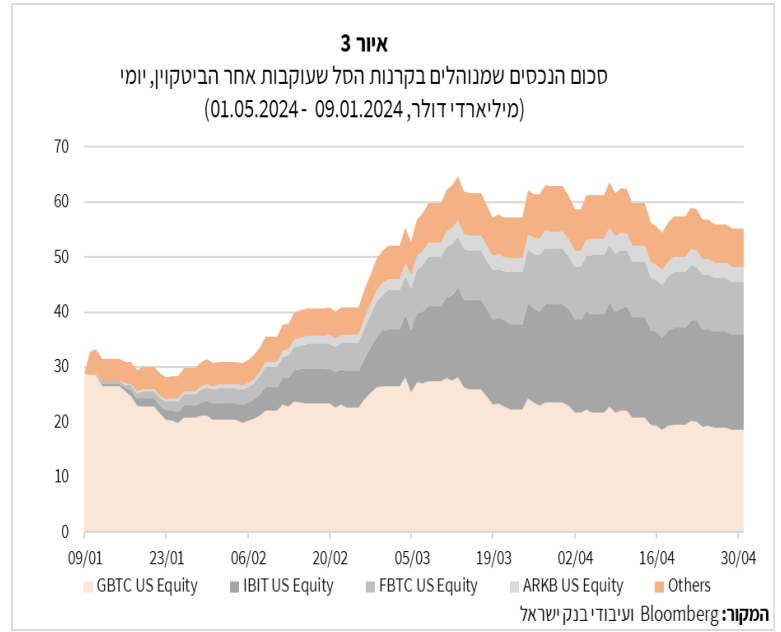
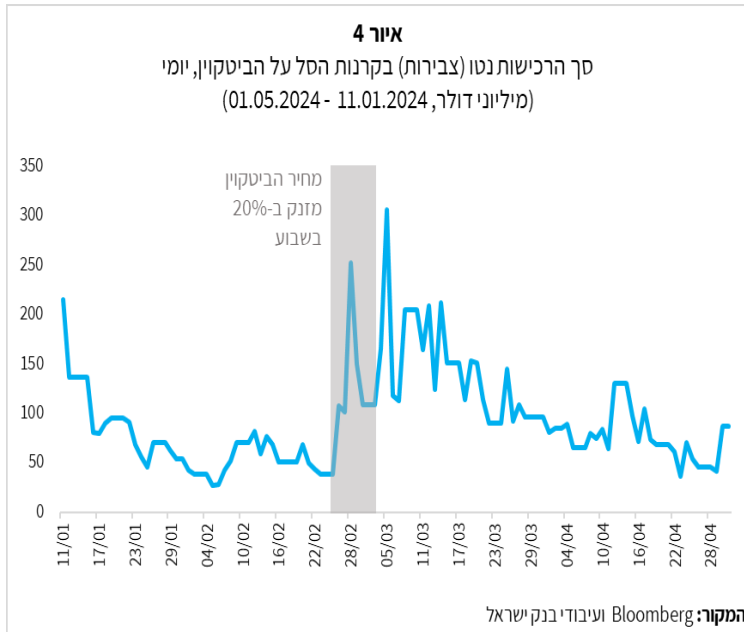


<sup>64</sup> להרחבה ראו תיבה בדו"ח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021.

<sup>65</sup> לפי אתר cryptocompare, שווי השוק עמד בתחילת חודש ספטמבר 2023 על טריליון דולר ונכון ל-1 באפריל 2024 הוא עמד על 2.75 טריליון דולר.

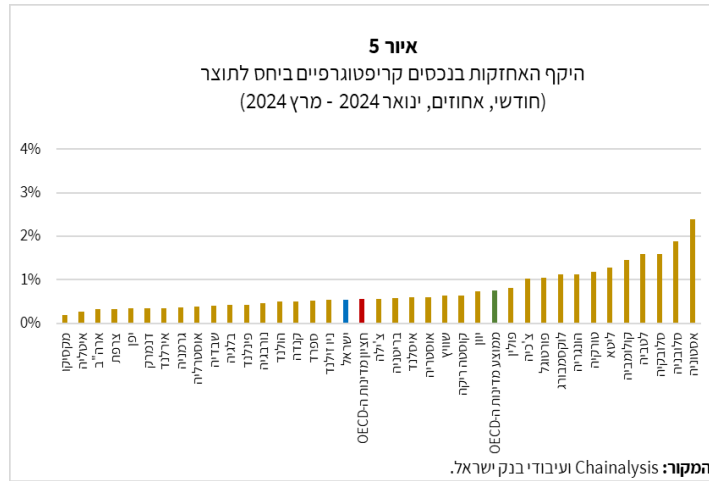
הביטקוין מייצג כמחצית משווי השוק הכולל של הנכסים הקריפטוגרפיים ומחירו משפיע באופן משמעותי על השוק כולו, כאשר מחירי הנכסים האחרים מציגים מתאם גבוה עם מחיר הביטקוין.

מגמה חיובית זו במחירי הנכסים הקריפטוגרפיים התרחשה במקביל למגמה חיובית במחירים של הנכסים הפיננסיים המסורתיים. מאז סוף שנת 2022 רשמו מדדי המניות בחו"ל עליות מחירים באופן כמעט רצוף. התפתחות חיובית ייחודית לשוק הקריפטו הייתה האישור של הרשות האמריקאית לניירות הערך (SEC) בחודש ינואר 2024 להנפיק קרנות סל עוקבות מחיר הביטקוין. ייתכן שהצפייה לאישור זה הקפיצה את המסחר בנכס כבר בחודשים שקדמו לכך. בתחילת חודש מאי הגיע היקף הנכסים המנוהלים בקרנות סל עוקבות מחיר הביטקוין הללו לכ-55 מיליארד דולר (איור 3), מה שתרם למסחר בנכס הבסיס. בנוסף אישרה גם ה-SEC בסוף חודש מאי הנפקה של קרנות סל עוקבות מחיר האית'ריום, הנכס הקריפטוגרפי השני בערכו לפי שווי שוק.

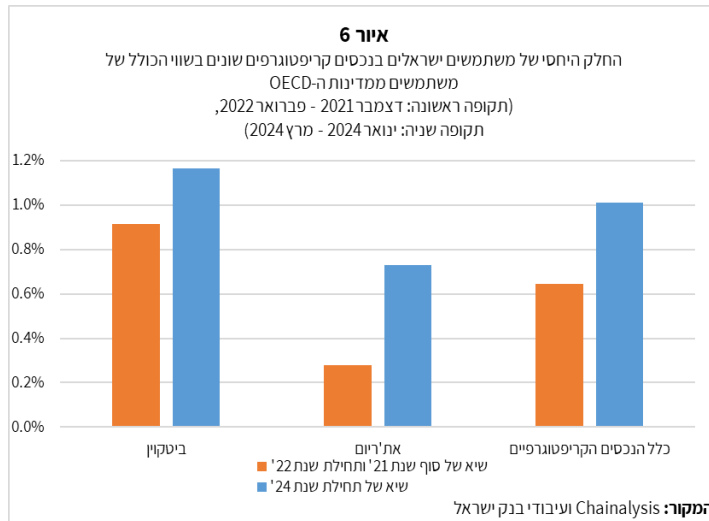


רוב המסחר בנכסים קריפטוגרפיים מתנהל בבורסות מרוכזות, כלומר באופן שאינו שקוף ושאינו מתועד ברשת הבלוקצ'יין. הדבר נובע בעיקר מעלויות עסקה גבוהות, במיוחד עבור פעולות קטנות בפעולה ישירה על הרשת. בנוסף יש בעיית ריכוזיות בקרב נותנות השירותים, כאשר הבורסה המובילה – "בייננס" (Binance) - מרכזת מעל ל-40% מנפח המסחר (לפי אתר The Block, מאי 2024). המאסדרים האמריקאים, בדגש על ה-SEC, פעלו בשנים האחרונות נגד חברות שהציעו שירותים בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים, בטענה להפרה של חוקי ניירות הערך האמריקאים. דוגמה בולטת לכך היא המשפט שמתנהל נגד הבורסה "קוינבייס" (Coinbase), אחת הבורסות המובילות מבין הבורסות המרוכזות. על "בייננס" נאסר לפי הוראת המפקח להציע את שירותיה בארה"ב, והיא מפעילה גרסה מקומית של פלטפורמת המסחר שלה.

## 2. השקעות של תושבי ישראל בנכסים קריפטוגרפיים



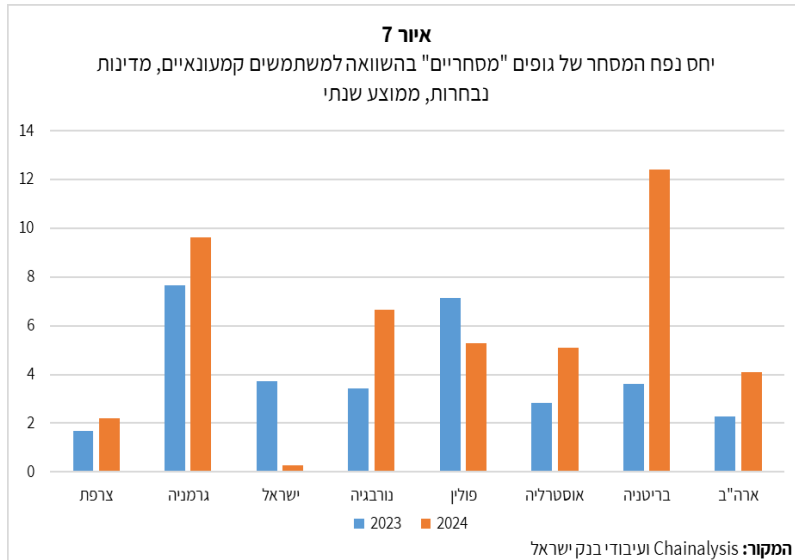
תיבה זו מציגה לראשונה נתונים כמותיים על העניין שמגלה הציבור הישראלי בנכסים קריפטוגרפיים.<sup>66</sup> מהנתונים עולה שישראל קרובה לחציון בשיעור ההשקעה בנכסים אלה בהשוואה למדינות מפותחות (איור 5). האחזקות של תושבי ישראל בערכים נומינליים מוערכות בכ-1.5 מיליארד דולר, שהם כ-0.1% בהשוואה לסך תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור הישראלי.



מגמות העבר מראות שתקופות של מחירי ביטקוין גבוהים התאפיינו בהשקעה גבוהה יותר של הציבור, מעל ומעבר להשפעה של עליית המחיר על שווי האחזקות. בעיקרו של דבר גבר העניין המקומי בתקופות המחירים הגבוהים הללו. בתקופת השיא הנוכחית הגבירו תושבי ישראל את היקף השקעותיהם בהשוואה לתקופת השיא הקודמת וביחס למדינות הסמן (איור 6). עם זאת נותרה החשיפה הכוללת במונחים מוחלטים נמוכה למדי.

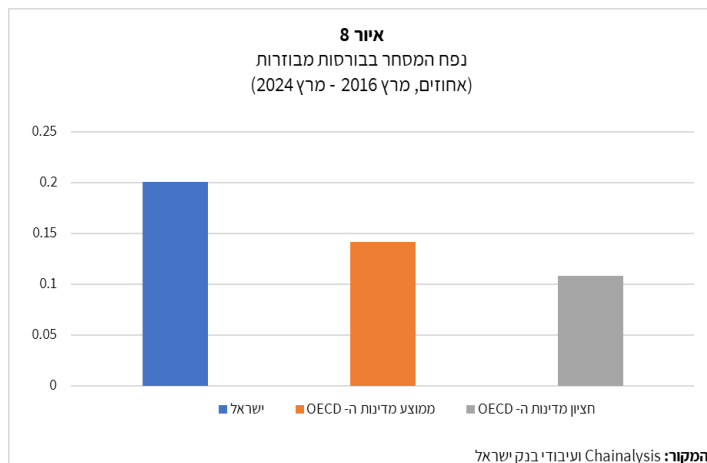
<sup>66</sup> הניתוח מתבסס ברובו על נתונים שנרכשו מחברת צ'יינאליסיס (Chainalysis). על מנת להעריך את המיקום הגיאוגרפי של הנכסים הקריפטוגרפיים שנשלחים בין עסקים על גבי רשת הבלוקצ'יין, משלבת החברה בין נתונים מרשת הבלוקצ'יין שאותם היא מנטרת, לבין נתונים שהיא מקבלת מצדדים שלישיים שנותנים פירוט של המיקום הגיאוגרפי של המשתמשים של עסקים אלה לפי התעבורה במרשתת.

כיום פועלים בישראל מספר נותני שירותים מורשים שמציעים שירותי מסחר, משמורת ושירותים נוספים בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים (נכסים וירטואליים). בנוסף יש למשתמשים האפשרות לפתוח ולנהל ארנקים פרטיים על גבי רשת הבלוקצ'יין. ניתוח של ארנקים פרטיים עם זיקה ישראלית שמחזיקים ביטקוין, מגלה כשלושת אלפים ארנקים כאלה, רובם מכילים נכסים בשווי של פחות מעשרת אלפים דולר.<sup>67</sup> רק כ-60 ארנקים מכילים סכומים שעולים על רף זה, מה שמעיד על שימוש אפשרי של גופים מסחריים בארנקים אלה. מספר



הארנקים הישראלים גדל בחודשים האחרונים בכ-1% מדי חודש. התפלגות נפח המסחר במהלך שנת 2023 בין גופים מסחריים<sup>68</sup> לבין משקיעים קמעונאיים בישראל הייתה דומה לזו שבמדינות אחרות. עם זאת ירד בחודשים האחרונים נפח הפעילות של משקיעים גדולים באופן משמעותי. ירידה זו עשויה לנבוע גם ממעבר של משקיעים גדולים לארנקים חדשים שטרם זוהו כישראלים או משימוש בנותני שירות לא ישראלים באמצעות הארנקים של אלה או באמצעות השקעות בקרנות הסל החדשות בחו"ל.

מספר הארנקים הכולל של הישראלים מוערכת ככל הנראה בחסר בשל כמה גורמים; משקיעים רבים משתמשים בארנקים של נותני שירותים ריכוזיים, כגון בורסות ומשמרנים, שאינם כלולים בהערכה זו. בנוסף קיים זיהוי חלקי של ארנקים ישראלים ברשת הבלוקצ'יין.



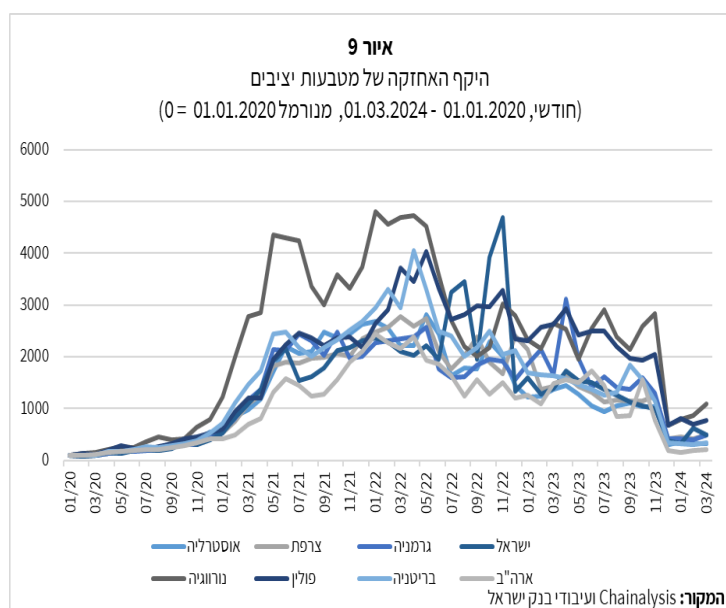
כ-80% מהמסחר של משקיעים ישראלים בנכסים קריפטוגרפיים מתבצע באמצעות בורסות מרוכזות, כאשר 20% הנותרים באמצעות בורסות מבוזרות (איור 8). שיעור זה של שימוש בבורסות מבוזרות, הוא כפול מזה של מדינות מפותחות אחרות. מסחר בבורסה מבוזרת דורש היכרות מעמיקה יותר עם הפעילות על גבי רשת הבלוקצ'יין, שמשתמשים קמעונים סביר להניח נוטים פחות להחזיק בה. מבין הבורסות

<sup>67</sup> צ'יינאליסיס (Chainalysis) משתמשת בשיטות ניתוח שונות על מנת לעקוב אחר פעילותם של ארנקים על גבי הרשת ולנסות ולזהות את המאפיינים של בעלי הארנקים ואת המיקום הגיאוגרפי שלהם בפרט.

<sup>68</sup> אין אפשרות לזהות מי עומד מאחורי כל ארנק. הביטוי "מסחרי" בהקשר לניתוח כאן משמעותו ארנקים שבהם היקף הפעילות החודשית עולה על עשרת אלפים דולר.

המרוכזות, סוחרים הישראלים בעיקר ב"בייננס", שמרכזת כ-60% מנפח המסחר שלהם, שהוא מעל למשקלה העולמי של בורסה זו.

בשנים האחרונות גדל השימוש במטבעות דיגיטליים יציבים לצד נכסים קריפטוגרפיים ידועים כמו ביטקוין ואית'ריום, שמונפקים ישירות על גבי רשת הבלוקצ'יין. "מטבע יציב" הוא מטבע דיגיטלי שפועל על תשתית טכנולוגית, שערכו צמוד לנכס אחר. שווי השוק של מטבעות יציבים מהווה פחות מעשרה אחוזים משווי השוק הכולל של נכסים קריפטוגרפיים. מטבעות יציבים פופולריים מבחינת היקף השימוש והאחזקה בהם, כמו USDT ו-USDC, צמודים בערכם לדולר האמריקאי. החברות שמנפיקות מטבעות מסוג זה מתחייבות לפדות אותם על פי דרישת הקונה בהתאם לערכו הדולרי. ניתן לסחור במטבעות אלה ברשת הבלוקצ'יין והם משמשים למעשה כשער כניסה לרשת הבלוקצ'יין עם ערך שמעוגן למטבע פיאת (מטבע פיאת הוא מטבע שהונפק ע"י מדינה). הסיבה המרכזית לפופולריות של מטבעות יציבים היא התנדדותיות הגבוהה של המטבעות ה"לא יציבים" כגון הביטקוין. המרת ביטקוין למטבע יציב מאפשרת למשתמשים "לנעול" ערך שהוא צמוד למטבע פיאת כמו דולר ארה"ב, מבלי "לצאת" לחלוטין מרשת הבלוקצ'יין. דבר זה מקטין את עלויות העסקה שכרוכה בפעולת מסחר נוספת ואת החשיפה לתנדדותיות.<sup>69</sup>



תיאורטית יכולים מטבעות יציבים לשמש כאמצעי להשקעה בנכס שצמוד אליו, כמו הדולר. במדינות עם כלכלות לא יציבות ומטבע תנדודתיים או סיכונים גבוהים לפיחות והגבלות על רכישה של מט"ח דרך המערכת הפיננסית הרשמית, יכולים מטבעות יציבים שצמודים לדולר להציע הגנה מפני פיחות במטבע המקומי.

נכון לחודש מרץ החזיקו משתמשים ישראלים במטבעות יציבים בשווי של כ-70 מיליון דולר.<sup>70</sup> ככלל עולה המגמה של ההחזקה במטבעות יציבים על ידי ישראלים בקנה אחד עם המגמות במדינות נבחרות אחרות. עם זאת

היו בישראל גם סטיות מהמגמה העולמית, בעיקר במחצית השנייה של שנת 2022 (איור 9).

גרסיה לינארית פשוטה שמנתחת את הקשר שבין שיעור השינוי החודשי באחזקות של מטבעות יציבים על ידי ישראלים בתקופה שבין מרץ 2019 ועד מרץ 2024 מול שיעור השינוי באחזקות של מטבעות יציבים על ידי משתמשים אמריקאים, שיעור השינוי בשער החליפין שקל - דולר ושיעור השינוי במחיר הביטקוין, מצביעה על

<sup>69</sup> ראו מסמך עקרונות לפעילות מטבעות יציבים שפרסם בנק ישראל בחודש פברואר 2023.

<https://boi.org.il/publications/pressreleases/55310>

<sup>70</sup> על פי Chainalysis, ככל הנראה מדובר בהערכת חסר

כך שעיקר הקשר מוסבר בשינוי במגמה העולמית ביחס לאחזקות במטבעות יציבים. יחד עם זאת, כשליש מהשינוי מוסבר, באופן מובהק, בתנודות בשער החליפין שקל-דולר.<sup>71</sup> ההשפעה של שער החליפין של השקל היא כצפוי – עלייה בשער, שמשמעותה פיחות בשקל, מתואמת עם עלייה בערך הדולרי של סך המטבעות היציבים שהוחזקו על ידי משתמשים ישראלים.

| Upper 95% | Lower 95% | P-value | t Stat | סטיית תקן | מקדם |  |
|-----------|-----------|---------|--------|-----------|------|--|
| 0.14      | -0.02     | 0.16    | 1.42   | 0.04      | 0.06 | חותך   |
| 0.88      | 0.28      | 0.00    | 3.85   | 0.15      | 0.58 | שיעור השינוי באחזקה במטבעות יציבים על ידי אמריקנים |
| 7.97      | 1.66      | 0.00    | 3.06   | 1.58      | 4.82 | שיעור השינוי בשער השקל-דולר                        |
| 0.57      | -0.20     | 0.34    | 0.97   | 0.19      | 0.18 | שיעור השינוי במחיר הביטקוין                        |
|           |           |         |        |           |      | <b>Regression Statistics</b>                       |
|           |           |         |        |           | 0.33 | <b>R Square</b>                                    |
|           |           |         |        |           | 0.29 | <b>Adjusted R Square</b>                           |
|           |           |         |        |           | 0.30 | <b>Standard Error</b>                              |
|           |           |         |        |           | 60   | <b>תצפיות</b>                                      |

<sup>71</sup> שיעור השינוי בשער החליפין שקל-דולר ברגרסיה הוא בו-זמני לשיעור השינוי באחזקות של מטבעות יציבים, כלומר, הוא מתייחס לאותו החודש. לא סביר שהאחזקה של ישראלים במטבעות יציבים משפיעה על שער החליפין ולכן החשש מאנדוגניות הוא נמוך. מנגד סביר להניח כי השינוי בשער החליפין אמור להשפיע בפיגור על הרכישה של מטבעות יציבים. אולם מכיוון שהנתונים הם חודשיים, שימוש בפיגור של חודש בשינוי בשער החליפין הוא פיגור ארוך מדי, יחסית לזמן התגובה הסביר בשוק המט"ח. אכן, השימוש בפיגור של חודש אחד בשיעור השינוי בשער החליפין ברגרסיה מביאה לתוצאה לא מובהקת ביחס למשתנה המסביר.