

פרק ד'

התפתחויות במקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי

- « מגמת ההתאוששות במימון המגזר הפרטי, שהחלה בשנת 2024, הוצצה בשנת 2025 והתבטאה בעלייה בחוב ברוב מגזרי הלווים לצד התרחבות של האשראי הבנקאי ושל המימון החוץ-בנקאי.
- « האשראי למגזר העסקי התרחב בשיעור ניכר - הן דרך המערכת הבנקאית בכל קבוצות גודל העסקים הן באמצעות פעילות מוגברת בשוק האג"ח חברות. פעילות זו באה לידי ביטוי בהיקפי הנפקות גבוהים ובירידה במרווחי התשואה לרמות נמוכות בקנה-מידה היסטורי, בדומה למגמה בעולם.
- « התרחבות המימון החוץ-בנקאי נתמכה בגידול בהיקף חסכונות הציבור המופנים לקרנות כספיות ולקרנות נאמנות במקום פיקדונות בנקאיים. אלה הגדילו את הביקוש למכשירי חוב בשוק ההון ותרמו להתרחבות היצע האשראי לחברות לא-פיננסיות, ובפרט בענף הבינוי והנדל"ן.
- « שיעור האשראי הבנקאי בפיגור נותר יציב וברמה נמוכה בשנת 2025 הן במשקי הבית והן באשראי למגזר העסקי.
- « בשנת 2025 נשמרה בשוק המשכנתאות רמה גבוהה יחסית של ביצועים, חרף הירידה במספר העסקאות בשוק הדיור. זאת, בין היתר, בשל משקל גבוה של ביצועים בגין עסקאות עבר ובפרט במסגרת מבצעי עידוד שהציעו קבלנים בשנים קודמות.
- « במקביל נרשמה רמה גבוהה של מחזורי משכנתאות, שנבעה בעיקר ממימוש אפשרויות לאופטימיזציה של תנאי ההלוואה ולא ממצוקה תזרימית.
- « מגמות ארוכות-טווח במאפייני משכנתאות חדשות נמשכו גם השנה, ובהן הארכת תקופות ההחזר, עלייה במינוף וביחס ההחזר להכנסה. כמו-כן חלה עלייה בגילם ובהכנסתם הממוצעת של רוכשי הדירות החדשים.
- « בשנת 2025 המשיך להתרחב האשראי הצרכני שלא-לדיור, תוך-כדי עלייה במשקל הגופים החוץ-בנקאיים בכלל וחברות כרטיסי האשראי בפרט. השימוש הגובר במאגר נתוני האשראי בקרב גופים חוץ-בנקאיים מצביע על תרומתו לשיפור יכולות החיתום שלהם, ובכך תמך במגמת העלייה בנפח של אשראי זה מסך האשראי הצרכני שלא-לדיור.



האשראי הצרכני
שלא-לדיור התאושש,
 בהובלת הגידול
 באשראי מחברות
 כרטיסי האשראי



יציבות בשוק
המשכנתאות
 החדשות ועלייה
 בהיקף המחזורים

157
מיליארדי ש"ח

סך ההנפקות בשוק
האג"ח חברות -
 שנת שיא



התרחבות ניכרת
באשראי העסקי
מהבנקים - גידול
 של **18.3%**

1. מבוא והתפתחויות העיקריות

א. רקע

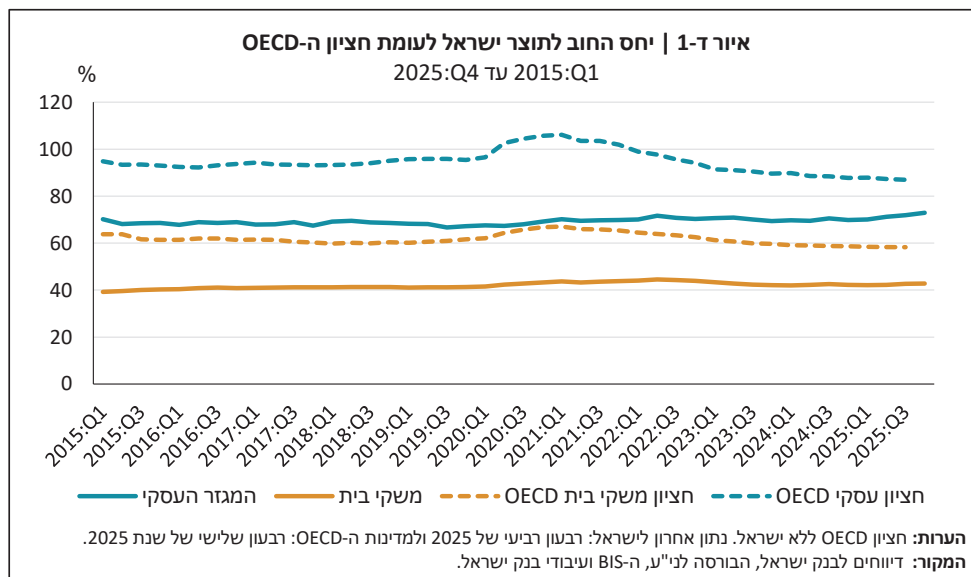
לאחר ירידה חדה בפעילות האשראי בשנת 2023 על רקע פרוץ המלחמה והתאוששות חלקית בשנת 2024, במהלך שנת 2025 נרשם גידול ניכר באשראי העסקי ובאשראי למשקי הבית. גידול האשראי נבע משילוב של שני מקורות מרכזיים: (1) ירידה בעצימות הלחימה ובפרמיית הסיכון לצד רמות גבוהות של ההון העצמי, וגיוסי שיא בשוק האג"ח הקונצרנית של המערכת הבנקאית – אלה תרמו לשיפור תנאי האשראי ולהתרחבות ניכרת של האשראי הבנקאי; (2) התרחבות ניכרת של המימון החוץ-בנקאי למגזר העסקי דרך שוק האג"ח החברות. זאת על-רקע זרימת חסכונות הציבור מהפיקדונות לקרנות כספיות ולקרנות נאמנות - זרימה שהגדילה את היצע המקורות בשוק. מכלול תהליכים זה תמך בהתרחבות הפעילות הכלכלית המצרפית, ובה העלייה בצריכה הפרטית ובהשקעות בענף הבנייה, ובכך סייע להתאוששות המשק, למרות אי-הוודאות המתמשכת. במהלך שנת 2025 גדל החוב הפרטי הלא-פיננסי¹ בכ-9.1 אחוזים - שיעור הגבוה מהעלייה בתוצר באותה תקופה ומהגידול באשראי בשנת 2024, אבל עדיין נמוך משיעורי הגידול שנרשמו בשנים שלפני פרוץ המלחמה (לוח ד-1). הגידול בחוב הפרטי נשען על עלייה בחוב של המגזר העסקי. חוב זה התרחב בכ-11 אחוזים, בעיקר על רקע התרחבות האשראי הבנקאי והגידול בהנפקות אג"ח החברות הסחירות (18.3 אחוזים ו-8.6 בהתאמה). האשראי שמקורו בחו"ל ירד, במידה רבה בשל מגמת הייסוף של השקל לאורך השנה.

החוב של משקי הבית גדל במהלך השנה בכ-7 אחוזים, תוך-כדי שיעורי התרחבות דומים של האשראי לדיור ושל האשראי שלא-לדיור. הגידול המהיר של החוב הפרטי הוביל לעלייה ביחס החוב לתוצר בכלל, וביחס החוב העסקי לתוצר בפרט. יחס זה עלה מכ-70 אחוזים בסוף שנת 2024 לכ-73 אחוזים בסוף שנת 2025. אף שיחסים אלו נותרו נמוכים בהשוואה בין-לאומית, בחינה ארוכת-טווח מצביעה על מגמת התקרבות של ישראל לעבר חציון מדינות ה-OECD, בפרט באשראי העסקי, בעיקר בשל ירידה ביחסים אלו בעולם, שהחלה מסוף שנת 2021 (איור ד-1).

החוב הפרטי גדל בשנת 2025 בקצב גבוה מהתוצר.

¹ החוב הפרטי הלא-פיננסי כולל את החוב של משקי הבית והמגזר העסקי ללא בנקים, חברות כרטיסי אשראי וגופים מוסדיים.

פרק ד | התפתחויות במקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי



לוח ד-1 | התפלגות החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי, 2020 עד 2025

ממוצע						2016						עד						2025					
שיעור השינוי במהלך התקופה (אחוזים)						יתרה סוף תקופה (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)						החוב של המגזר הפרטי (1+2)											
2025	2024	2023	2022	2021	2020	2025	2024	2023	2022	2021	2025	2024	2023	2022	2021								
9.1	7.0	4.1	12.2	13.1	4.4	2,450	2,246	2,098	2,015	1,796	1. החוב של המגזר העסקי												
10.5	7.3	5.3	12.3	13.0	3.9	1,548	1,400	1,305	1,240	1,104	הלוואות מהבנקים												
18.3	8.1	9.4	14.8	17.5	4.6	921	779	720	658	573	אשראי חוץ-בנקאי מקומי												
4.2	7.2	4.8	9.9	7.3	5.8	448	430	401	383	348	מזה: אג"ח סחירה בישראל												
8.6	9.6	5.8	11.9	10.8	6.8	331	305	278	263	235	אשראי מחו"ל												
-7.0	4.1	-7.4	8.7	10.9	-0.5	178	192	184	199	183	2. החוב של משקי הבית												
6.7	6.7	2.3	12.0	13.3	5.2	903	846	793	775	692	אשראי לדיור												
7.0	7.5	4.6	13.7	14.5	0.6	653	610	568	543	477	מזה: אשראי לדיור מהבנקים												
7.1	7.5	4.8	13.5	15.5	6.9	628	587	546	521	459	אשראי שלא-לדיור												
6.1	4.7	-3.3	8.3	10.8	2.2	250	236	225	233	215	מזה: אשראי שלא לדיור מהבנקים												
5.6	5.0	-0.2	5.1	4.8	-0.2	178	169	161	161	153													

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

ב. אשראי עסקי מהבנקים

(1) מגמות באשראי העסקי הבנקאי

את הגידול באשראי העסקי בשנת 2025 הוביל האשראי מהמערכת הבנקאית. לוח ד-2 מציג את פילוח הגידול בחוב העסקי לבנקים לפי גודל העסק ולפי ענפי פעילות עיקריים. בניגוד לשנים 2023 ו-2024, שבהן נבע עיקר הגידול באשראי העסקי מהתרחבות האשראי לעסקים גדולים, בשנת 2025 נרשם גידול ניכר גם בקרב העסקים הבינוניים, במקביל להמשך התאוששות האשראי לעסקים קטנים וזעירים. בשנת 2025 צמח האשראי הבנקאי לעסקים גדולים ובינוניים בכ-18 אחוזים, ולעסקים קטנים וזעירים בכ-10 אחוזים.

המערכת הבנקאית הובילה את הגידול באשראי העסקי.

את ההתרחבות באשראי העסקי הבנקאי בשנת 2025 הובילו ענפי הבינוי והנדל"ן והשירותים הפיננסיים, עם צמיחה של כ-14 וכ-45 אחוזים בהתאמה. בענף הבינוי נבע הגידול בביקוש לאשראי מהגידול בהיקף הפעילות לצד הצורך במימון מלאי הדירות הלא־מכורות ומהארכת משך הבנייה עקב הלחימה; צורכי מימון אלה הוחרפו על רקע ההאטה בביקוש לדירות (להרחבה ראו פרק ח') והשימוש הגובר במבצעי מכירות שיזמו הקבלנים. הגידול החד באשראי לענף השירותים הפיננסיים נתמך בהרחבת האשראי לגופי אשראי חוץ־בנקאיים לצד התרחבות של פעילויות פיננסיות נוספות, כגון אשראי לצורך הבטחת פעילות במכשירים נגזרים לגופים פיננסיים אחרים. כמו־כן, לאחר שנתיים של גידול מתון בלבד נרשמה התאוששות באשראי לענפי המסחר והתעשייה.

האשראי לעסקים בינוניים וקטנים התאושש לאחר תקופה של גידול מתון בלבד.

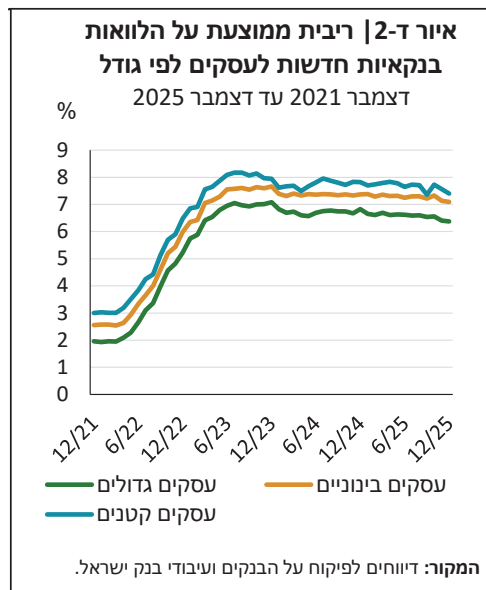
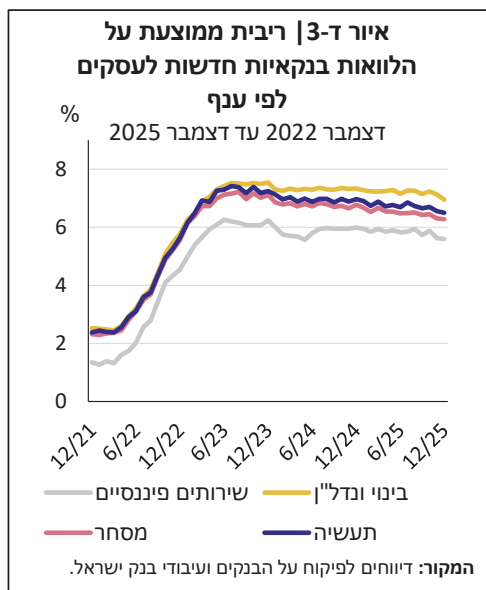
לוח ד-2 | הגידול בחוב העסקי הבנקאי, 2022 עד 2025
חלוקה לפי גודל עסק וענף, אחוזים

שיעור השינוי (אחוזים)							משקל מיתרת החוב (סוף 2025)	
2025	מחצית II 2025	מחצית I 2025	2024	2023	2022			
חלוקה לגודל עסק								
18.1	10.2	7.2	14.4	14.5	30.0	57.6	גדולים	
17.6	8.1	8.8	2.9	4.7	11.2	15.4	בינוניים	
10.1	7.3	2.6	8.1	-2.6	7.5	27.0	קטנים וזעירים	
חלוקה לענפים								
14.2	6.2	7.6	8.8	12.4	18.8	38.3	בינוי ונדל"ן	
45.0	20.8	20.1	23.1	12.5	28.7	22.2	שירותים פיננסיים	
6.4	2.7	3.6	4.7	5.5	15.0	12.4	מסחר	
14.7	6.2	7.9	3.7	3.0	12.9	11.7	תעשייה	
8.5	4.2	4.1	2.6	-0.3	7.7	15.4	עסקי אחר	

הערות: ענף התעשייה כולל: כרייה וחציבה וענפי אספקת מים, חשמל וגז. עסקי אחר כולל: חקלאות, תחבורה ואחסנה, בתי־מלון, שירותי הארחה ואוכל, מידע ותקשורת ושירותים עסקיים אחרים.
המקור: דיווחים לבנק ישראל, הבורסה לני"ע ועיבודי בנק ישראל.

במהלך שנת 2025 ירדה הריבית על הלוואות לעסקים קטנים וזעירים.

בחינה של הריבית הממוצעת על הלוואות בנקאיות חדשות למגזר העסקי מעלה כי לאורך 2025 נרשמו יציבות ואף ירידה מתונה בחלק מהענפים. ירידה זו בולטת במיוחד בקרב עסקים קטנים וזעירים, שבהם הייתה הריבית הממוצעת ברבעון השלישי של 2025 נמוכה בכ-0.27 נקודות אחוז לעומת התקופה המקבילה ב-2024 (איור ד-2). מבחינה ענפית נרשמו הירידות הגדולות ביותר בענפי המסחר והתעשייה, עם ריבית ממוצעת ברבעון השלישי של 2025 הנמוכה ב-0.31 וב-0.19 נקודות אחוז, בהתאמה, ביחס ל-2024 (איור ד-3). ירידת הריבית נמשכה גם ברבעון הרביעי של שנת 2025 בכל המגזרים והענפים על רקע ירידת ריבית בנק ישראל.



סקר קציני האשראי מצביע על הגמשה בתנאי האשראי העסקי.

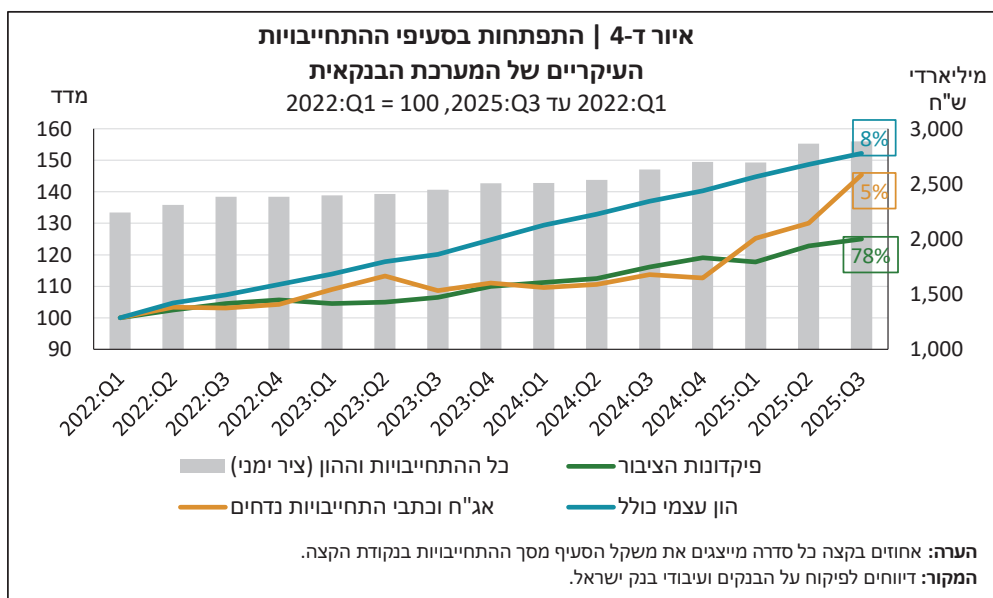
מגמת ההגמשה בתנאי האשראי העסקי הבנקאי בשנת 2025 משתקפת גם בסקר קציני האשראי². לפי המשיבים לסקר, בשנת 2024 היו הגורמים המרכזיים להקשחת תנאי האשראי המצב הכלכלי של המשק וקשיים בפעילות בענפים מסוימים, כאשר עבור עסקים קטנים ובינוניים היה שיעור המשיבים שדיווחו על הקשחה גבוה במיוחד. לעומת זאת, בשנת 2025 נרשמה הגמשה בתנאי האשראי, בעיקר בשל עלייה בתחרות בשוק האשראי - מצד שוק ההון עבור עסקים גדולים ומצד נותני האשראי החוץ-בנקאי עבור עסקים קטנים ובינוניים. נוסף על כך, בסקר הערכת המגמות בעסקים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה נרשמה במהלך שנת 2025 יציבות ברמה נמוכה בשיעור העסקים המדווחים על מגבלות חמורות באשראי הבנקאי.

² בנק ישראל החל לערוך סקר קציני אשראי שנועד לקבל מהתאגידים הבנקאיים בישראל מידע עדכני ואיכותני נוסף על שוק האשראי הבנקאי בישראל. הסקר נערך אחת לרבעון החל מהרבעון השלישי של שנת 2024. להרחבה על ממצאי הסקר המלא ראו: [ממצאים עיקריים מסקר קציני אשראי של בנק ישראל לרביע האחרון של 2025](#).

(2) מקורות המימון של המערכת הבנקאית

התרחבות האשראי העסקי הבנקאי בשנת 2025, לצד הירידה המתונה בריבית וממצאי סקר קציני האשראי, מצביעים על הגמשה בתנאי האשראי והתרחבות בהיצע. מגמה זו התאפשרה בזכות גידול של כ-9.6 אחוזים במקורות המימון של המערכת הבנקאית. פיקדונות הציבור, המהווים כ-78 אחוזים מסך ההתחייבויות של המערכת הבנקאית, גדלו בכ-7.6 אחוזים, לעומת גידול של כ-9 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד. ההון העצמי, המהווה כ-8 אחוזים מהמקורות, גדל בכ-11 אחוזים על רקע הרווחיות הגבוהה של הבנקים, אם כי קצב הצמיחה התמתן לעומת 2024, בין היתר בשל עלייה בחלוקת הרווחים במהלך השנה.

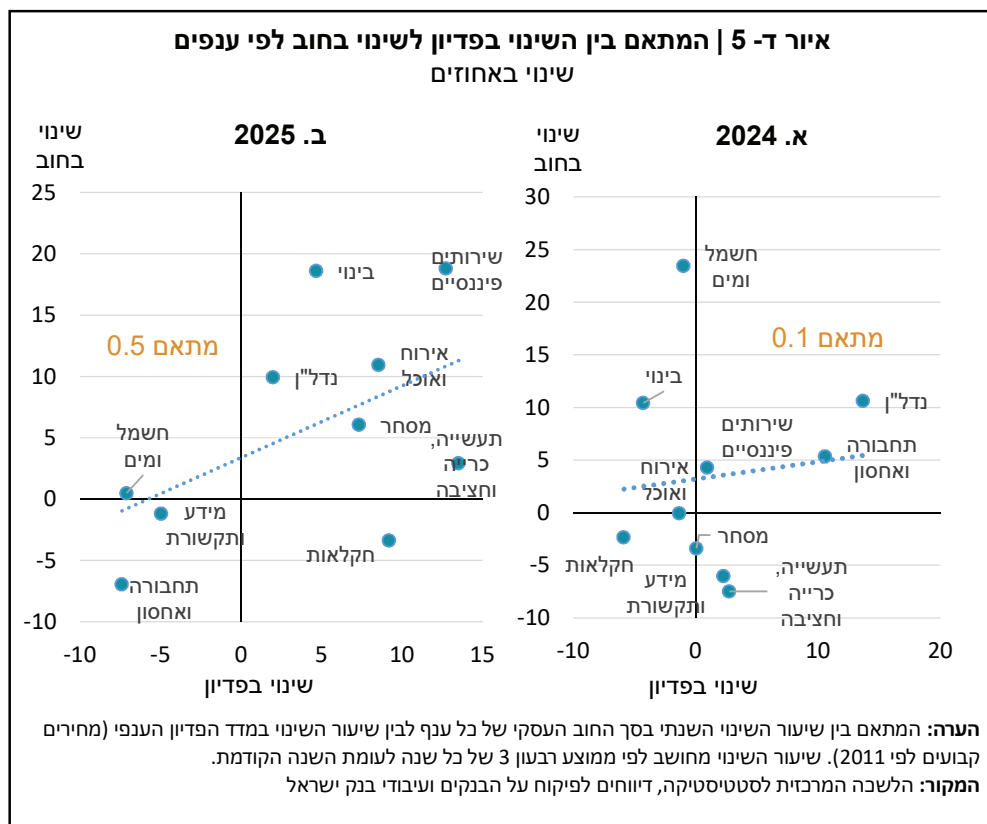
מקור המימון שבלט במיוחד בשנת 2025 היה אג"ח וכתבי-התחייבות, שם חל גידול חד של כ-28 אחוזים בין הרבעון השלישי של 2024 לרבעון השלישי של 2025, לעומת 4.6 אחוזים בלבד בתקופה המקבילה אשתקד (איור ד-4). בהמשך הפרק נבחן בהרחבה את הגורמים לעלייה זו.



(3) שימושי האשראי העסקי הבנקאי

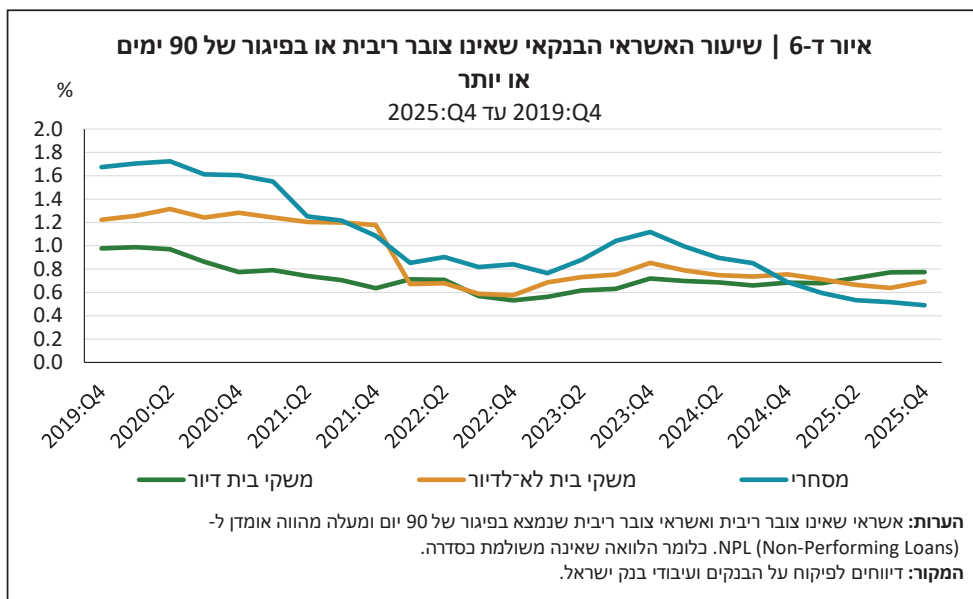
בחינת המתאם בין השינוי במדד הפדיון לבין שיעור הגידול באשראי הענפי מצביעה על כך שהאשראי ניטל בעיקר לצורך הגדלת הפעילות העסקית, ולא בשל פגיעה תזרימית. באופן תאורטי, העלייה באשראי עשויה לשקף התנהלות של עסקים שנדרשו לגשר על פגיעה תזרימית שנוצרה בתקופת ההאטה הכלכלית בעקבות המלחמה, למשל לצורך מחזור חוב, אשראי לקוחות, גידול במלאי וגידול בצורכי ההון החוזר. מנגד, ייתכן שחלק מהעלייה באשראי נבע מהתרחבות בפעילות העסקית על רקע התאוששות הביקושים במשק בשנת 2025, שהובילה לגידול בצורכי המימון של החברות, למשל לצורך רכישת ציוד, שיפוץ מתקנים, הרחבת יכולת ייצור והגברת פעילות שיווקית. כדי לבחון את מקורות הביקוש לאשראי העסקי ניתחנו את הקשר בין השינוי במדד הפדיון לבין שיעור הגידול באשראי של כל ענף: מתאם שלילי בין מדד הפדיון לבין הגידול באשראי עשוי להצביע על שימוש באשראי לגישור על פגיעה בפעילות וצרכים תזרימיים, ואילו מתאם חיובי מצביע על שימוש באשראי לצורך הרחבת פעילות.

המתאם בין הגידול באשראי העסקי לעלייה בפדיון מצביע על מימון פעילות ולא על מצוקה תזרימית.



באיור ד-5 אפשר לראות כי בשנת 2025 התקבל מתאם חיובי חזק בין השינוי בפדיון לבין הגידול באשראי - גבוה בהרבה מזה שנרשם בשנת 2024. תוצאה זו משקפת עלייה משותפת הן בפדיון הן באשראי ברוב הענפים, ומרמזת שהגידול באשראי קשור במידה רבה להתאוששות בפעילות העסקית במהלך השנה. ממצא זה תואם גם את העלייה בהשקעות שנרשמה ב-2025 (להרחבה ראו פרק ב'). נציין כי בין 2017 ל-2025 עמד המתאם הממוצע בין השינוי במדד הפדיון לגידול באשראי הענפי על 0.17, כך שהמתאם שנרשם ב-2025 הוא הגבוה ביותר בתקופה זו.

בחינה של שיעור האשראי הבנקאי שאינו צובר ריבית או שנמצא בפיגור של מעל 90 יום, אשר מהווה אומדן מרכזי לאשראי שאינו נפרע כסדרו, מצביעה על יציבות ברמה נמוכה לאורך שנת 2025 (איור ד-6). שיעור זה נותר דומה הן במשקי הבית הן במגזר העסקי, ואינו מצביע על עלייה בסיכון האשראי ברמה האגרגטיבית. כלומר, בתקופה הנסקרת לא נרשמה החמרה ביכולת ההחזר של הלויים - דבר המהווה אינדיקציה נוספת לכך שהעלייה בסך האשראי במהלך השנה לא נבעה ממצוקה תזרימית שהגבירה את הביקוש להלוואות.



ג. אשראי עסקי חוץ-בנקאי – אג"ח חברות

לצד התרחבות האשראי הבנקאי התאפיינה שנת 2025 גם בפעילות מוגברת בהנפקות אג"ח החברות³. יתרת האג"ח הסחירות של המגזר העסקי גדלה בכ-9 אחוזים במהלך שנת 2025 והגיעה ל-331 מיליארד ש"ח. איור ד-7 מציג את היקף הנפקות אג"ח החברות של המגזר העסקי לפי ענפים, לצד המרווח הממוצע ביחס לאג"ח ממשלתיות. מבחינת היקף ההנפקות הייתה שנת 2025 שנת שיא. בסך-הכול הנפיקו חברות (ללא בנקים וחברות ביטוח) חוב בהיקף של כ-91 מיליארד ש"ח - סכום הגבוה בכ-40 אחוזים מסך ההנפקות בשנת 2024. ענף הבינוי והנדל"ן הוביל עם הנפקות בהיקף של כ-45 מיליארד ש"ח לעומת כ-35 מיליארד בשנת 2024.

בשנת 2025 המשיכו מרווחי אג"ח החברות את מגמת הירידה שהחלה לאחר עלייה רגעית עם פרוץ המלחמה. מגמה זו אינה ייחודית לישראל והיא עולה בקנה אחד עם ירידת המרווחים לרמות נמוכות היסטורית גם בשווקים הגלובליים. השילוב בין גידול בהיקפי ההנפקות לבין ירידה במרווחים מצביע על התרחבות היצע האשראי בשוק האג"ח⁴. הגורמים להתרחבות זו נבחנים בהמשך הפרק.

התרחבות האשראי נתמכה בגידול במימון החוץ-בנקאי דרך פעילות ערה בשוק האג"ח.

ד. אשראי לדיור

בשנת 2025 נרשמה יציבות בהיקף ביצועי המשכנתאות החדשות, עם ממוצע חודשי של כ-8.8 מיליארד ש"ח ועלייה מתונה לקראת סוף השנה (איור ד-8). יציבות זו התקיימה למרות הירידה במספר העסקאות בשוק הדיור. עיקר ההסבר לכך נובע מהמשך תרומתם הגבוהה של ביצועים

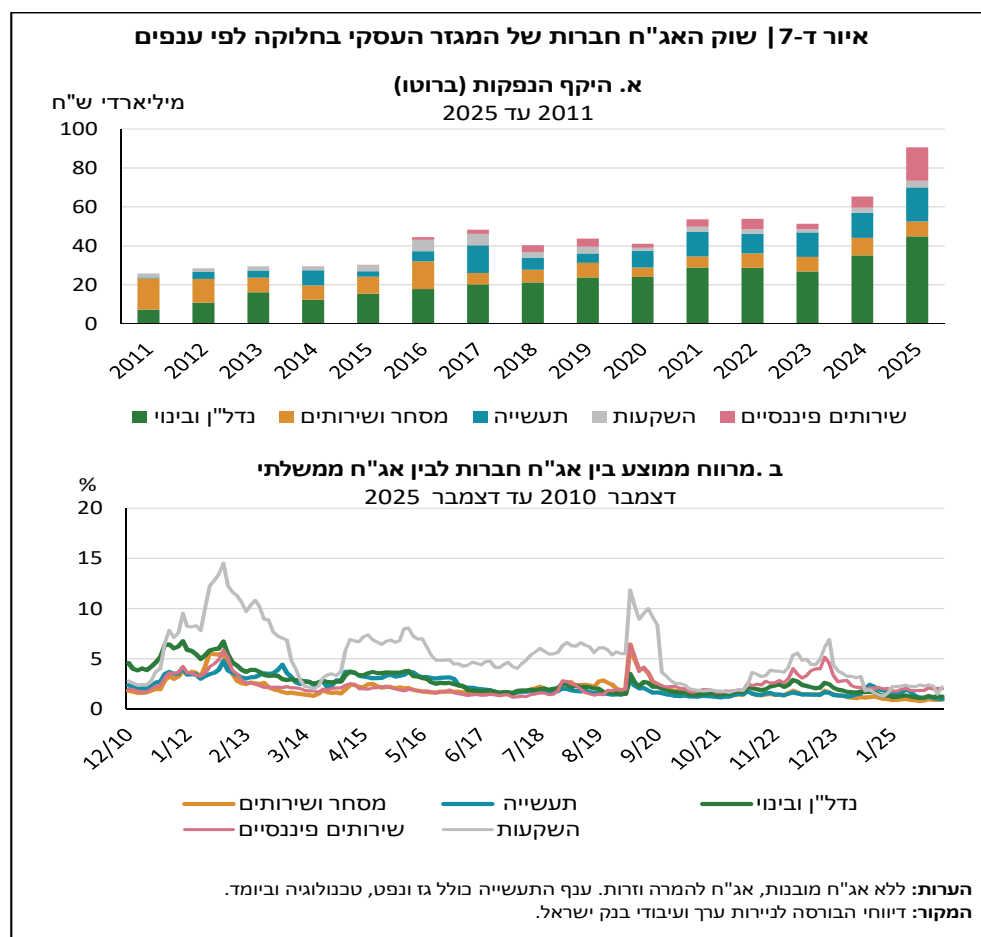
בשנת 2025 נותרו ביצועי המשכנתאות גבוהים יחסית, למרות ירידה בהיקף עסקאות הדיור.

³ שוק אג"ח החברות כולל מגוון סוגי ניירות ערך ובהם אג"ח קונצרניות רגילות, אג"ח להמרה, אג"ח מובנות וניירות ערך מסחריים (נע"מ). לאורך הפרק אנו מתייחסים לשוק אג"ח החברות כמכלול של כלל סוגי אגרות החוב הנסחרות בישראל, וכן מבחינים בין הסוגים השונים במקומות שבהם מדרש ניתוח נפרד.

⁴ נוסף על התרחבות ההנפקות של חברות פעילות בשוק, ביצעו 32 חברות חדשות כ-10 אחוזים מסך ההנפקות בשנת 2025 – זהו המספר הגבוה ביותר בעשור האחרון. נתון זה מצביע על עלייה בנגישות של חברות לשוק האג"ח. להרחבה ראו תיבה ד' בדוח היציבות לשנת 2025.

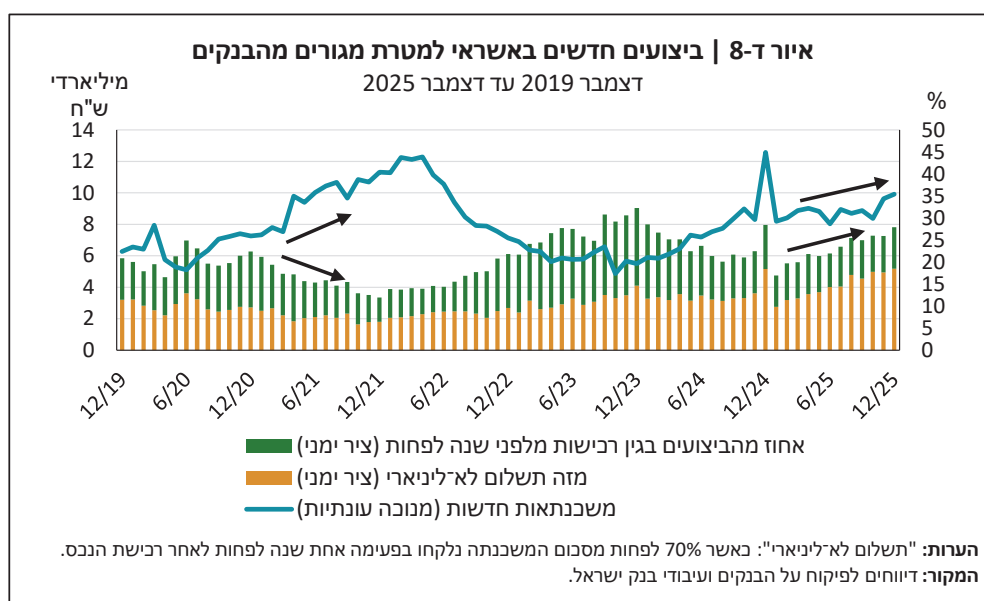
חלק גדול מביצועי המשכנתאות בשנת 2025 מקורו בעסקאות רכישה שנחתמו בעבר.

בגין עסקאות רכישה שנחתמו בשנים קודמות: כ-23 אחוזים מהביצועים החדשיים ב-2025 מקורם בעסקאות ישנות. נתון זה כשלעצמו אינו חריג היסטורית, אולם במבט על העבר, עלייה במשקל הביצועים בגין עסקאות ישנות הופיעה בדרך-כלל דווקא בתקופות של ירידה בסך הביצועים. לעומת-זאת, בשנת 2025 היה שיעור הביצועים בגין עסקאות ישנות גבוה ובמגמת עלייה, אף שרמת הביצועים הכוללת נותרה גבוהה יחסית (מסומן בחיצים באיור ד-8). דפוס זה עולה בקנה אחד עם העלייה בשנת 2025 בשיעור התשלומים ה"לא-ליניאריים" בעסקאות ישנות⁵, שהגיעו לקראת סוף השנה לכ-18.5 אחוזים מסך הביצועים. ייתכן כי מגמה זו משקפת את הגידול בביצועי משכנתאות בעבור רכישות שבוצעו במסגרת מבצעי עידוד של קבלנים בשנים 2023-2024, אשר אפשרו לרוכשים לדחות חלק ניכר מתשלום מחיר הדירה עד למועד המסירה⁶.



⁵ בעת רכישת דירה "על הנייר" מקבלן נקבע לוח תשלומים שלפיו הרוכש משלם את מחיר הדירה לאורך תקופת הבנייה. בתשלום ליניארי התשלומים מפוזרים באופן שוטף לאורך תקופת המיזם. לעומת-זאת, בתשלום לא-ליניארי הרוכש משלם את חלק הארי של מחיר הדירה בפעימה אחת. מצב זה יכול לנבוע מיוזמת הלקוח, למשל כדי להימנע מעליית מחיר הדירה הנובעת מהצמדות למדד תשומות הבנייה או מהעלאת מע"מ, או, לחלופין, הקבלן עשוי להציע לרוכשים לדחות חלק ניכר מהתשלום עד למסירת הדירה – זאת במסגרת מבצעי עידוד שמטרתם להגדיל מכירות.

⁶ בשנת 2024 ובמחצית הראשונה של שנת 2025 חלה עלייה ניכרת במבצעים שכללו דחיית תשלומים עד למועד המסירה. לנוכח מגמה זו הוציא הפיקוח על הבנקים באפריל 2025 הוראת שעה אשר הגבילה בפועל את שיעור העסקאות שנעשתה בהן דחיית תשלומים במיזמים שנעשים בליווי בנקאי. להרחבה ראו [תיבה ה'-2 בסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים](#).



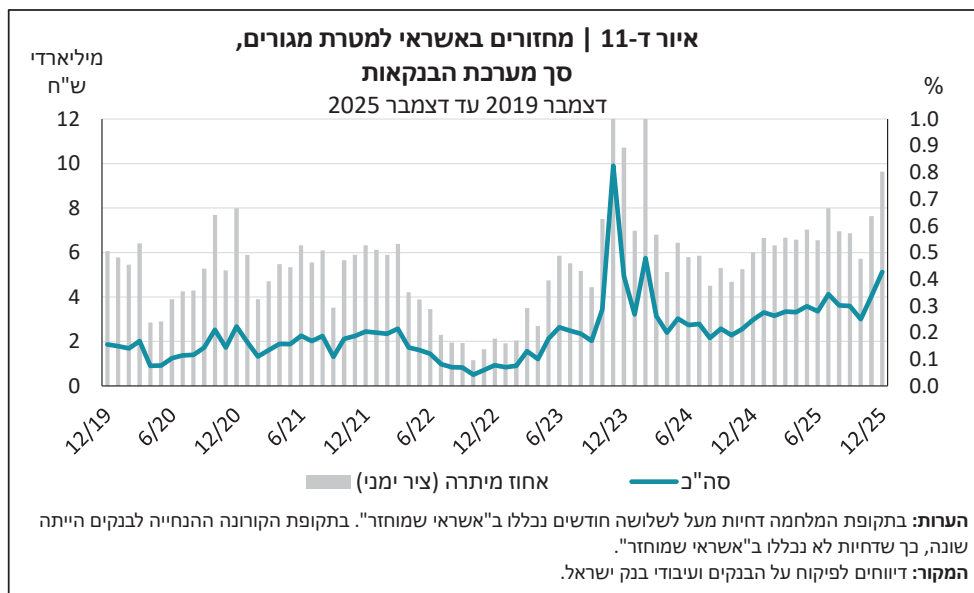
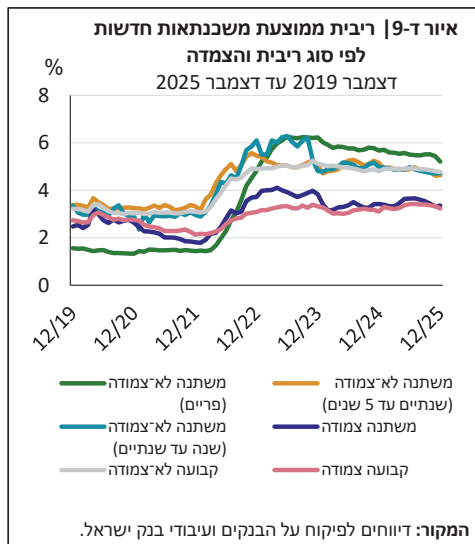
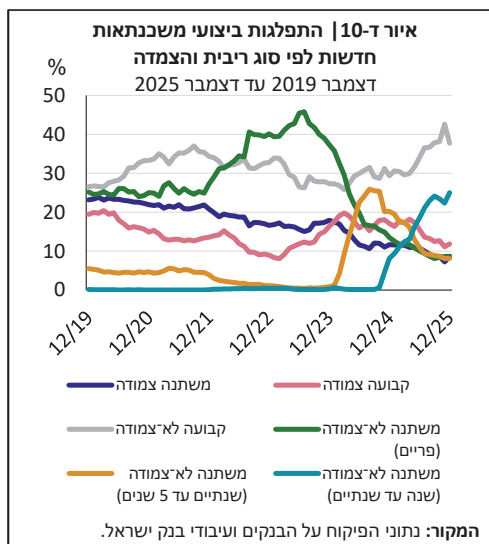
לצד העלייה בביצועים חלה גם עלייה קלה בגודל המשכנתה הממוצעת – זו הגיעה בשנת 2025 לכ-1.03 מיליון ש"ח לעומת כ-993 אלף ש"ח בשנת 2024. העלייה בגודל המשכנתה הממוצעת נרשמה למרות יציבות ואף ירידה במחירי הדיור בחלק ניכר מהשנה והיא מוסברת, בין היתר, בעלייה מתמשכת בשיעור המשכנתאות שנלקחו בשיעורי מימון גבוהים של מעל 60 אחוזים.

בשנת 2025 נרשמה ירידה מתונה בריביות על המשכנתאות בכל סוגי המסלולים, בעיקר במחצית השנייה של השנה (איור ד-9). במקביל נמשכה העלייה במשקל המסלול המשתנה הלא-צמוד, שבו הריבית מתעדכנת אחת לשנה עד שנתיים, על חשבון מסלול הפריים והמסלול המשתנה הצמוד. מגמה זו משקפת העדפה של משקי הבית למסלולים בעלי יציבות גבוהה יותר ביחס לפריים, תוך-כדי שמירה על אפשרות ליהנות מירידות ריבית בטווח הקצר. במחצית השנייה של 2025 התרכזו כ-65 אחוזים מהביצועים במסלול המשתנה הלא-צמוד ובמסלול הריבית הקבועה הלא-צמודה (איור ד-10). לשינוי בהרכב מסלולי ההלוואה עשויות להיות השלכות על האפקטיביות של המדיניות המוניטרית, שכן מעבר למשכנתאות בריבית יציבה יותר מפחית את התמסורת המיידית של שינויי ריבית להחזר החודשי ביחס למצב ששרר ערב תחילת ההידוק המוניטרי בשנת 2022.⁷ במקביל ליציבות בהיקף ביצועי המשכנתאות התאפיינה שנת 2025 גם ברמה גבוהה יחסית של מחזורי משכנתאות - הן במספר העסקאות הן בהיקפן הכספי. אלה עמדו בממוצע על כ-3.6 מיליארד ש"ח בחודש (איור ד-11). תיבה ד-1 בוחנת לעומק את הגורמים לעלייה בהיקף המחזורים. מן הניתוח עולה כי רובם בוצעו משיקולים כלכליים של אופטימיזציה של תנאי ההלוואה ולא כתוצאה ממצוקת נזילות של הלווים.

משקי הבית העדיפו מסלולי משכנתה בריבית משתנה לא-צמודה לעומת מסלול הפריים.

הרמה הגבוהה של מחזורי משכנתאות נבעה בעיקר משיקולי אופטימיזציה של תנאי ההלוואה.

⁷ להרחבה על ההשפעה של שינויים בריבית בנק ישראל על הצריכה של בעלי משכנתאות במהלך ההידוק המוניטרי בשנת 2022 ו-2023 ראו: כספי איתמר, אשל נדב ושגב נמרוד, (2024), "ערוץ תזרים המזומנים של המשכנתאות: כיצד עליית הריבית משפיעה על צריכת משקי הבית", סדרת מאמרים לדיון, 2024.13, חטיבת המחקר, בנק ישראל.



תיבה ד-1: מחזורים באשראי לדיור – סיבות, מגמות ומאפייני לוויים

« התיבה בוחנת את מגמות מחזורי המשכנתאות בישראל בשנים האחרונות, תוך כדי הבחנה בין מחזורים הנובעים משיקולי התאמת תמהיל ההלוואה לצורך הפחתת העלות לבין מחזורים שמטרתם הקלה תזרימית. «
 « העלייה במחזורים בשנים 2024–2025 נובעת בעיקר משיקולי אופטימיזציה של תנאי המשכנתה (שינוי תמהיל ותמחור).
 « כ-15 אחוזים מהמחזורים בוצעו תוך כדי הארכת תקופת המשכנתה עם עלייה בריבית הכוללת החזויה. צעד זה מעיד על שיקול תזרימי שמטרתו הקטנת ההחזר החודשי, גם במחיר של עלייה בעלות הכוללת של ההלוואה.

א. רקע

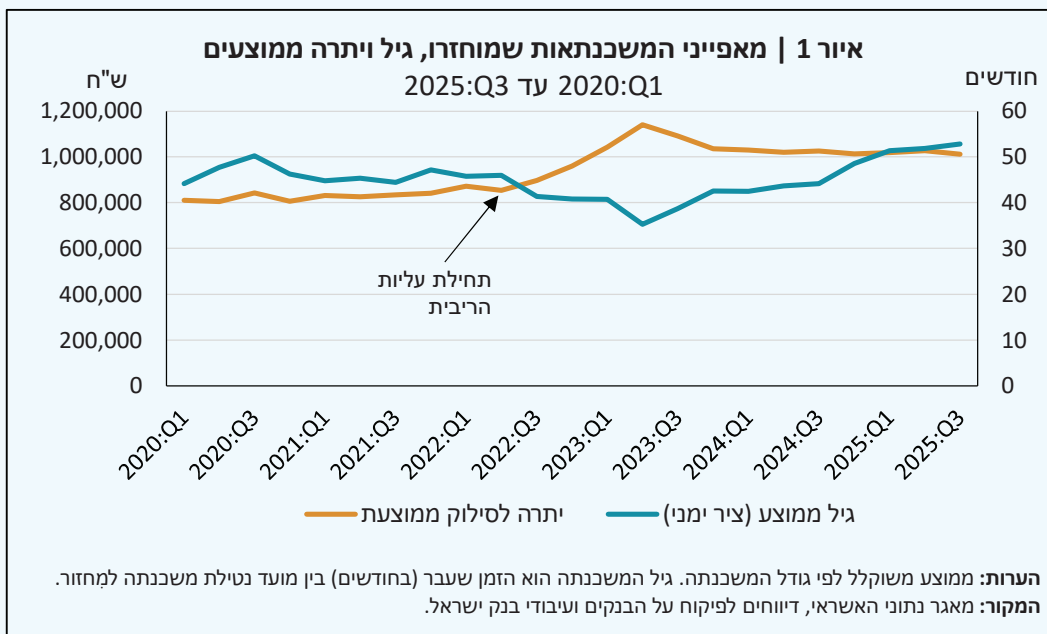
בשנים האחרונות עלה היקף מחזורי האשראי לדיור (איור ד-11 בפרק). בסך-הכול, בשנת 2025 מוחזרו כ-69 אלף משכנתאות בהיקף מצטבר של כ-43.6 מיליארד ש"ח - סכום השווה לכ-7 אחוזים מסך יתרת תיק המשכנתאות של המערכת הבנקאית, לעומת ממוצע של כ-4.5 אחוזים מהיתרה בשנים 2019 עד 2024. מחזור משכנתה לעניין ניתוח זה מוגדר כפעולה שבה הלווה מחליף משכנתה קיימת או חלק ממנה בהלוואה חדשה בתנאים שונים, לרבות שינוי מסלולים ותקופת ההחזר, בין אם בבנק המקורי ובין אם בבנק אחר.

יכולות להיות סיבות שונות לביצוע מחזור משכנתה. ראשית, מחזור משכנתה יכול להתבצע כדי לשפר את תנאי ההלוואה הקיימת, למשל כאשר הריבית הממוצעת בשוק נמוכה מהריבית המשולמת על המשכנתה הנוכחית. בפרט, מחזור של מסלולים בריבית משתנה בסמוך למועד עדכון העוגן מאפשר להתאים את הריבית לתנאי השוק הנוכחיים ללא עמלות היוון. שנית, מחזור יכול להתבצע לצורך התאמת תמהיל המשכנתה לשינויים במצב המשק, לדוגמה צמצום המשקל של מסלולים צמודים למדד בתקופה של אינפלציה מתגברת. לחלופין, המחזור עשוי לשקף התאמה לשינויים במצבו הפיננסי של הלווה, למשל כאשר מתקבל סכום כסף המאפשר פירעון חלקי וקיצור תקופת ההחזר או כאשר קיימת עלייה בהכנסה החודשית המאפשרת הגדלת ההחזר וקיצור התקופה. נוסף על כך, לקוח המעוניין ליטול הלוואה לכל מטרה בביטחון דירת מגורים או תוספת אחרת למשכנתה, לצורך שיפוצים לדוגמה, עשוי לנצל את ההזדמנות לעשות גם מחזור והתאמות במשכנתה הקיימת. לבסוף, במקרים שבהם קיים קושי לעמוד בהחזר החודשי, מחזור הכולל פריסה מחודשת של התשלומים והארכת תקופת ההחזר עשוי לאפשר את הקטנת ההחזר החודשי. כלומר, העלייה בהיקף המחזורים עשויה לשקף, מצד אחד, שיקולים כלכליים של שיפור תנאי ההלוואה והתאמת תמהיל המשכנתה לשינויים בתנאי השוק ולציפיות לריבית, ומצד שני, חלק מן המחזורים עשוי לשקף ניסיון להקטין את ההחזר החודשי באמצעות הארכת תקופת ההלוואה, גם במחיר של עלייה בעלות הכוללת שלה.

ב. זיהוי הסיבות ומאפייני המחזורים

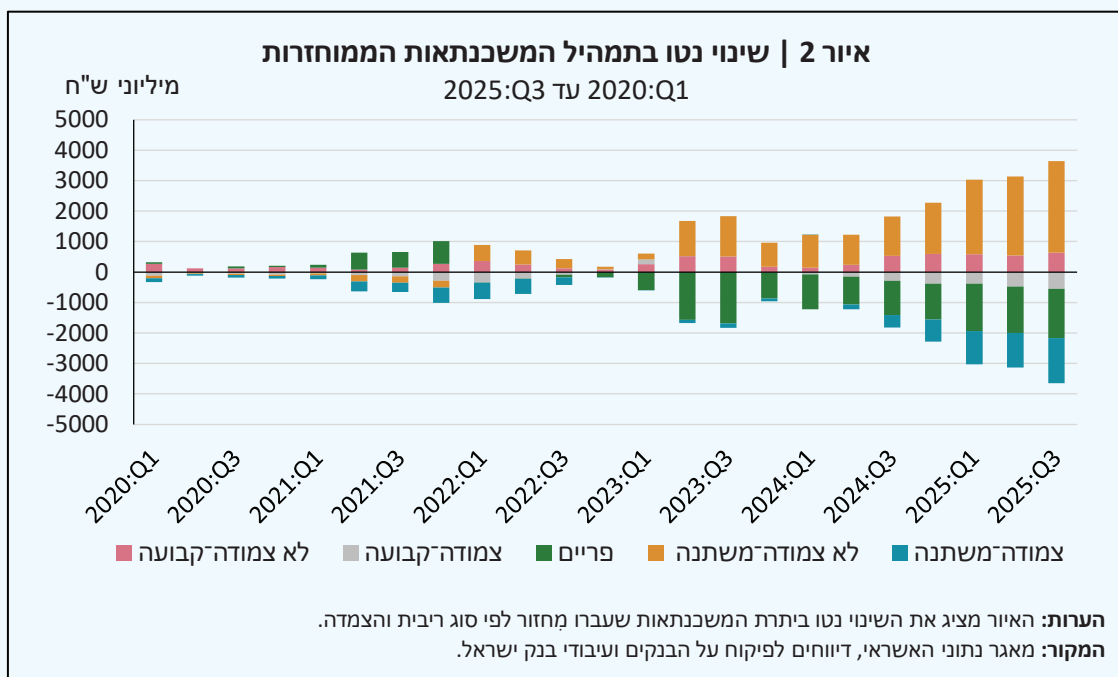
לצורך זיהוי הסיבות לביצוע מחזורי משכנתאות נעשה שימוש בנתוני מאגר נתוני האשראי, המאפשרים מעקב חודשי אחר מסלולי המשכנתה, לרבות פתיחה וסגירה של מסלולים ושינויים בתנאי ההלוואה. איור 1 מציג את גיל המשכנתה הממוצע ואת היתרה לסילוק בעת ביצוע המחזור. אפשר לראות כי מחזור משכנתה נעשה בין ארבעים לחמישים חודשים בממוצע לאחר נטילת המשכנתה - דבר התואם מחזור בסמוך למועד עדכון העוגן בעבור מסלולים בריבית משתנה המתעדכנת כל שנתיים עד חמש שנים. בהקשר זה נציין כי במחצית השנייה של שנת 2020 ושנת 2021, שהייתה תקופת שיא בביצועי המשכנתאות, היו כעשרים אחוזים מהביצועים החדשים במסלול ריבית משתנה צמודה, לרוב עם עדכון עוגן בכל חמש

שנים. כלומר, חלק ממסלולים אלו היו צפויים להגיע למועד עדכון עוגן במהלך שנת 2025 ולקראת שנת 2026 - נתון שיכול לתמוך בעלייה בכמות המחזורים במהלך השנה.



איור 2 מציג את השינוי ביתרות המשכנתאות שעברו מחזור בכל רבעון, בחלוקה לסוגי מסלולים. לצורך כך חושב בכל רבעון סך ההלוואות שנפרעו בכל מסלול אל מול הלוואות חדשות שהועמדו במסגרת מחזור המשכנתה ונבחן השינוי נטו ביתרה של כל סוג מסלול. מן האיור עולה כי עיקר העלייה במחזורים בשנתיים האחרונות נבע ממעברים ממסלול הפריים וממסלולים צמודים למסלול ריבית משתנה לא-צמודה. מגמה זו תואמת את השינויים שנרשמו גם בהתפלגות ביצועי המשכנתאות החדשות, עם ירידה חדה במשקל מסלול הפריים והמסלול ריבית משתנה-צמודה, לצד עלייה חדה במסלול המשתנה הלא-צמודה עם עדכון עוגן בכל שנה עד שנתיים (איור ד-10 בפרק). נוסף על כך, העלייה במחזור של מסלולים ריבית משתנה-צמודה במהלך שנת 2025 תואמת את מועד עדכון העוגן של מסלולים אלה, שנלקחו במהלך שנת 2021. כאמור, מחזור משכנתה יכול להתבצע הן מטעמי תועלת כלכלית, לצורך התאמת תנאי ההלוואה לשינויים בתנאי השוק, הן על רקע שיקול תזרימי, במטרה להקטין את ההחזר החודשי בגלל אילוץ כלכלי. כאשר הסיבה המרכזית למחזור היא רצון להקטין את התשלום החודשי יבקש הלקוח לרוב להקטין את התשלום החודשי באמצעות פריסת ההלוואה לתקופה ארוכה יותר, גם אם הדבר כרוך בעלייה בעלות המשכנתה. כדי לזהות מקרים מסוג זה בחנו איזה שיעור מהמשכנתאות שמוחזרו כלל גם הארכה של תקופת החזר וגם עלייה בריבית הכוללת החזויה על ההלוואה¹ - כלומר מקרים שבהם עלות המשכנתה התייקרה לאחר המחזור.

¹ חישוב של שיעור התשואה הפנימי (Internal Rate of Return) של המשכנתה בהתבסס על כלל התשלומים הצפויים במשכנתה. לפירוט אופן החישוב ראו: "תוספת 4 - חישוב הריבית הכוללת החזויה (העלות הממשית של האשראי)", [נהלים למתן הלוואות לדירור \(הוראה 451\)](#) של הפיקוח על הבנקים.



איור 3 מציג את מספר מחזורי המשכנתאות שזוהו בכל רבעון במאגר נתוני האשראי, לצד שיעור המחזורים שבהם הוארכה תקופת המשכנתה וחלה עלייה בעלות המשכנתה בעקבות המחזור. מן האיור עולה כי למעט תקופות של עליות ריבית, שבהן נרשמה ירידה כללית במספר המחזורים, לאורך מרבית התקופה נותר יציב יחסית שיעור המחזורים שבוצעו עם הארכת תקופה והתייקרות של הריבית הכוללת החוזיה, ועמד על כ-15 אחוזים.

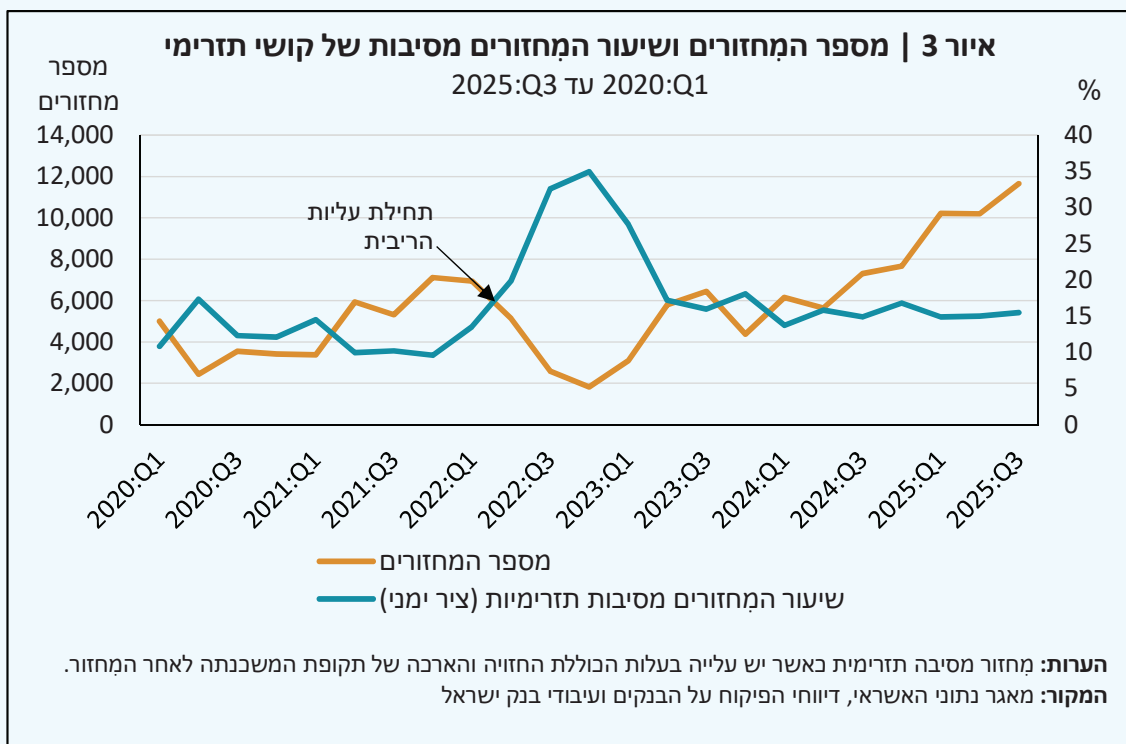
ג. הבדלים במאפייני הלקוחות

עד כה העלה הניתוח כי מחזור משכנתה נעשה ברוב המקרים מסיבות של תועלת כלכלית ולא בשל קושי בעמידה בהחזרים. בחלק זה נבחן גם את מאפייני הלקוחות שביצעו מחזורים מול שתי קבוצות השוואה: בעלי משכנתאות שלא ביצעו מחזור או דחיית תשלומים, ולקוחות שביצעו דחיית תשלומים של שלושה חודשים לפחות². איור 4 בוחן את ההבדלים במאפייני האשראי של שלוש הקבוצות לאורך זמן. מן האיור עולה בבירור כי בעלי משכנתאות שביצעו דחיית תשלומים נוטים להיות בעלי פרופיל סיכון גבוה יותר משתי הקבוצות האחרות. הדבר בא לידי ביטוי בשיעורי פיגורים גבוהים יותר³, בשכיחות גבוהה יותר של משיכת יתר בחשבון העובר-ושב, בהיקף גבוה יותר של הלוואות צרכניות נוספות מעבר למשכנתה ובשימוש בהלוואות על חשבון מסגרת כרטיסי אשראי⁴.

² דחיית תשלומי משכנתה יכולה להתאפשר לעיתים ללא שיקול דעת של הבנק, כחלק ממתווה סיוע ללקוחות בתקופות משבר, כגון בתקופת הקורונה ובתקופת המלחמה. עם זאת, דחיית תשלומים יכולה להתבצע גם באופן שוטף באמצעות הגשת בקשה לבנק, לרוב מסיבות אישיות כגון סיום העסקה, חופשת לידה, מחלה או קושי כלכלי.

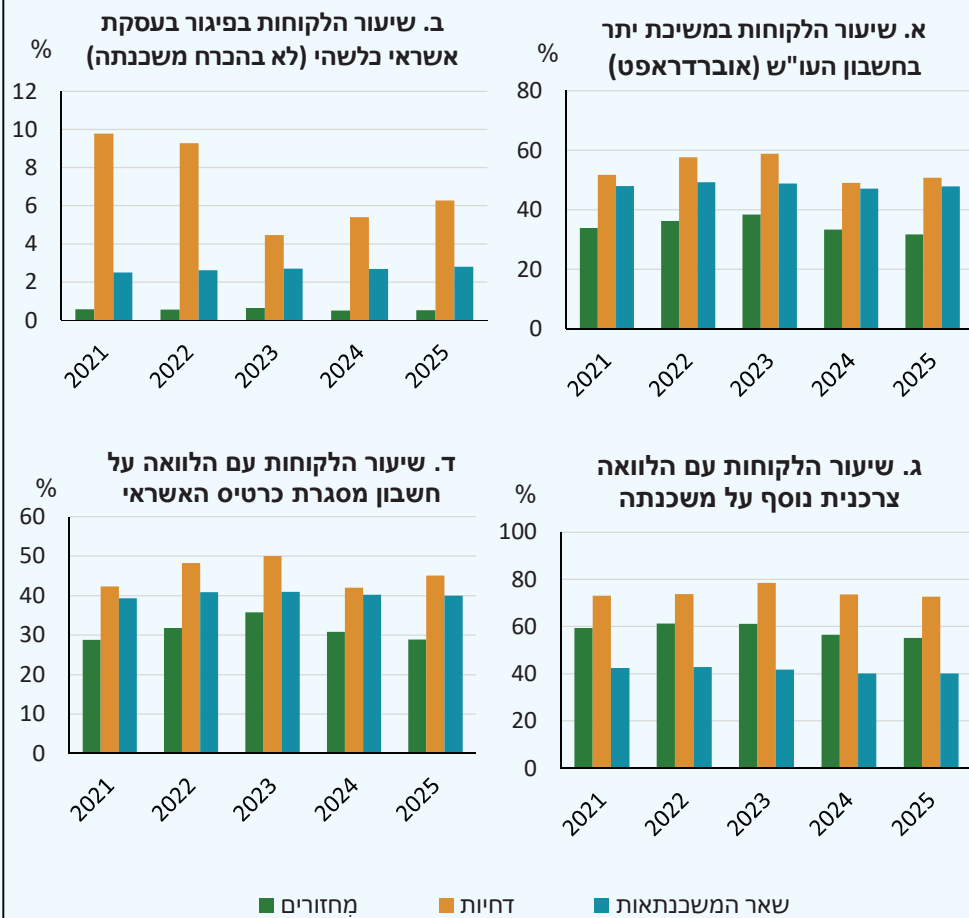
³ "שיעור לקוחות עם פיגור" מוגדר כמזב שבו לאחד או יותר מהלקוחות החייבים במשכנתה יש לפחות עסקת אשראי כלשהי במאגר האשראי (לא בהכרח המשכנתה עצמה) שנמצאת בפיגור תשלומים של מעל 30 יום.

⁴ הלוואות על מסגרת כרטיס אשראי כוללות הלוואות קרדיט (פריסת תשלומים נושאי ריבית) וכרטיסי אשראי עם מתגלגל (Revolving).



לסיכום, נראה שהעלייה במחזורי המשכנתאות בשנים האחרונות נובעת בעיקר משיקולי תועלת כלכלית, הקשורים למימוש אפשרויות הטמונות בהסכם ההלוואה המקורי ובפרט עדכון תנאי המשכנתה עבור מסלולים בריבית משתנה בהתאם לתנאי השוק. עם זאת, כ-15 אחוזים מן המחזורים נבעו מרצון בהקלה תזרימית. במכלול הממצאים עולה כי העלייה בהיקפי המחזורים של המשכנתה אינה מעידה על עלייה נרחבת במצוקה פיננסית המחייבת מחזור לצורך עמידה בהחזרים.

איור 4 | השוואה של מאפייני לקוחות שביצעו מחזור לעומת שאר בעלי המשכנתאות
2025 עד 2021



המקור: מאגר נתוני האשראי, דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל

ד. האשראי הצרכני שלא-לדיור

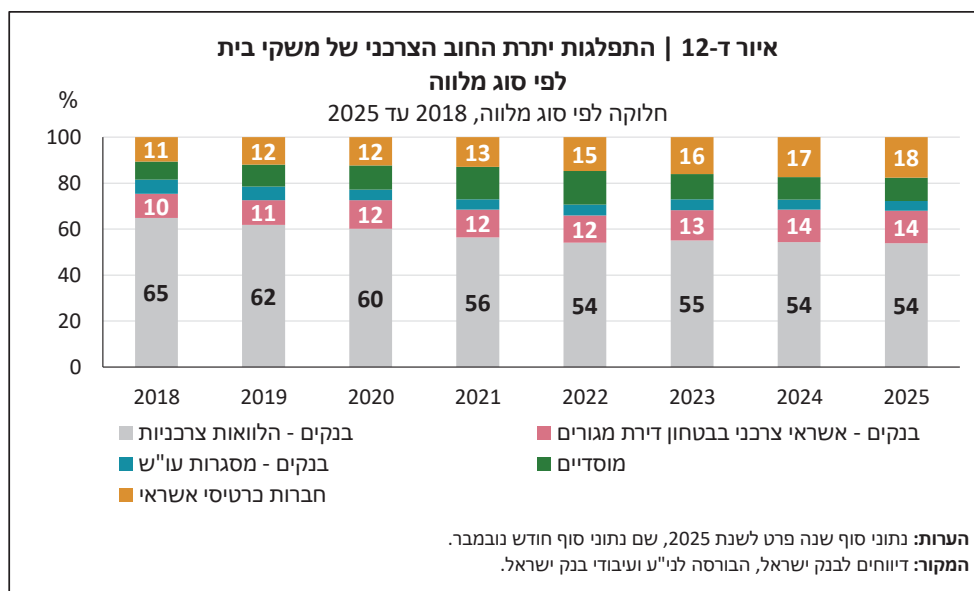
בשנת 2025 המשיך להתאושש האשראי הצרכני שלא-לדיור לאחר ההאטה בתקופת המלחמה.

שנת 2025 סימנה המשך התאוששות של האשראי הצרכני שלא-לדיור, לאחר ההאטה החדה שנרשמה בשנת 2023 על רקע פרוץ המלחמה. נכון לחודש דצמבר 2025 עמד סך האשראי הצרכני שלא-לדיור מכל המקורות על כ-250 מיליארד ש"ח - עלייה של כ-6.1 אחוזים מתחילת השנה, לעומת גידול של 4.7 אחוזים בשנת 2024, צמצום של 3.3 אחוזים ביתרת האשראי בשנת 2023 וממוצע גידול של 2.2 אחוזים בשנה בשנים 2016 עד 2020 (טרום הקורונה).

שלא כמו האשראי לדיור, שמקורו כמעט בלעדית במערכת הבנקאית, שוק האשראי הצרכני מתאפיין במגוון רחב יותר של מקורות מימון. לצד הבנקים, משקי הבית יכולים לקבל אשראי מחברות כרטיסי האשראי, מחברות אשראי חוץ-בנקאיות - בעיקר בתחום מימון רכישת כלי-רכב - ומהגופים המוסדיים באמצעות הלוואות לעמיתים. גם בתוך המערכת הבנקאית עצמה קיימים אפיקים שונים של אשראי צרכני, ובהם ניצול מסגרת העו"ש, הלוואות צרכניות קצובות בזמן והלוואות לכל מטרה, המובטחות בשעבוד דירת מגורים.

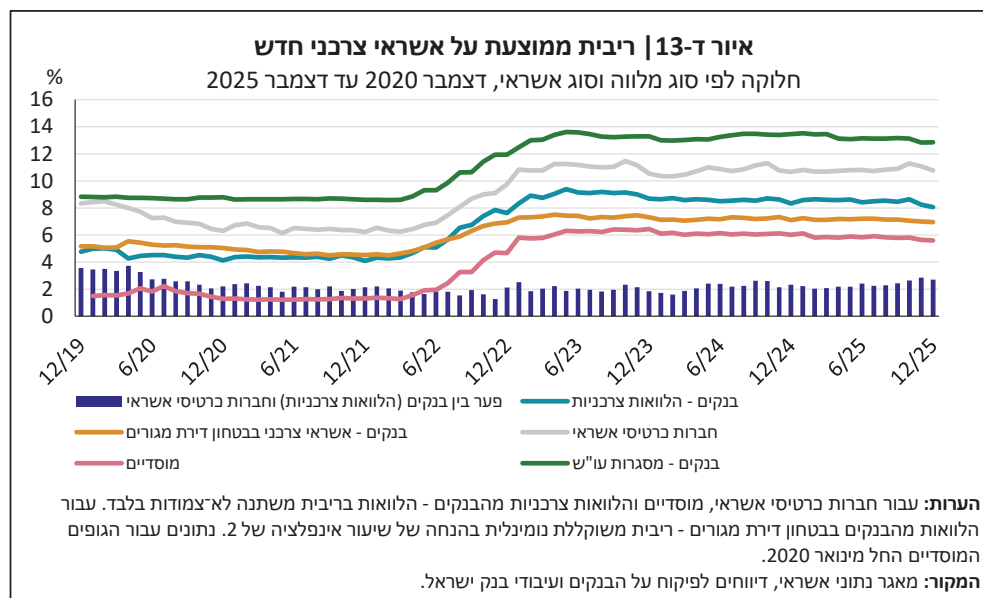
חברות כרטיסי האשראי הגדילו את חלקן בשוק האשראי הצרכני בשנים האחרונות.

מבחינת שיעורי הגידול של יתרת האשראי הצרכני, בשנת 2025 הובילו חברות כרטיסי האשראי, עם צמיחה של כ-8.1 אחוזים לעומת גידול של כ-5.6 אחוזים באשראי הצרכני מהבנקים. מגמה זו תמכה בהמשך העלייה במשקלן של חברות כרטיסי האשראי מסך האשראי הצרכני - מכ-12 אחוזים בשנת 2019 לכ-18 אחוזים בסוף שנת 2025 (איור ד-12). כמו-כן בולטת העלייה בשיעור האשראי הצרכני בביטחון דירת מגורים, בין היתר על רקע ההקלה במגבלה על מתן אשראי מסוג זה⁸.



⁸ בדצמבר 2023, על רקע התמשכות המלחמה, העלה הפיקוח על הבנקים את שיעור המימון המרבי על הלוואה בביטחון דירת מגורים שלא לצורך רכישת זכות במקרקעין מ-50 אחוזים עד לשיעור מימון של 70 אחוזים, ובלבד שסכום הלוואה שמעל שיעור מימון של 50 אחוזים לא יעלה על 200,000 ש"ח. הקלות אלו הורכבו מספר פעמים והפכו לקבועות בפברואר 2026.

איור ד-13 מציג את הריבית הממוצעת על אשראי צרכני חדש בחלוקה למקורות האשראי השונים. מן האיור עולה כי בשנת 2025 נשמרה יציבות יחסית בריביות על האשראי הצרכני. ריבית ממוצעת גבוהה יותר על הלוואות מחברות כרטיסי האשראי ניכרת לאורך כל התקופה בהשוואה להלוואות מהמערכת הבנקאית. פער זה עשוי לשקף, מצד אחד, עלויות מימון גבוהות יותר של חברות כרטיסי האשראי, ומצד שני הבדלים במאפייני האשראי ובפרופיל הסיכון של הלוואות. הלוואות מחברות כרטיסי האשראי לעומת הבנקים.



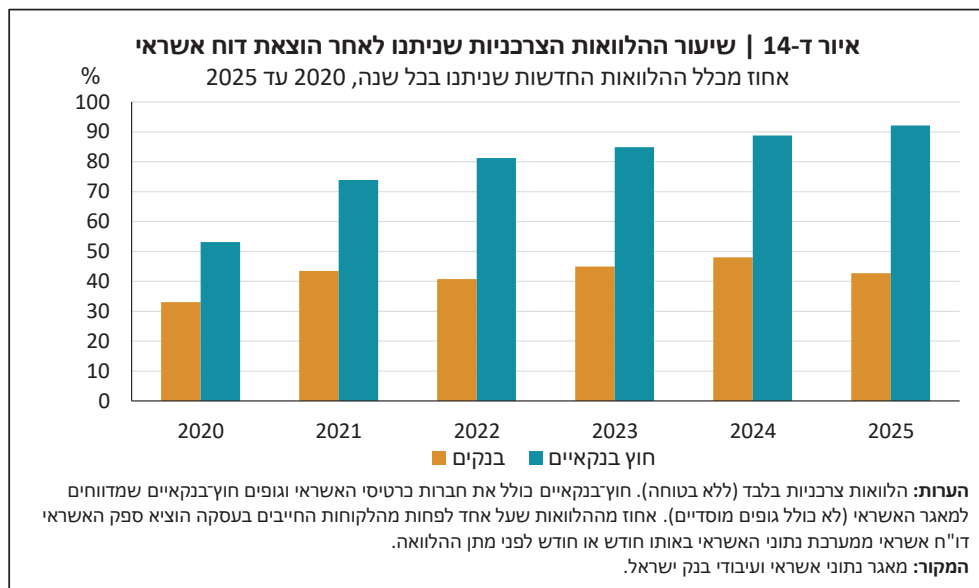
עם זאת, לאורך זמן הצטמצם בהדרגה הפער בין הריביות. בתחילת שנת 2020 עמד הפער בין חברות כרטיסי האשראי לבנקים על כ-3.5 נקודות אחוז – פער דומה לזה שבין הלוואות בנקאיות לבין מסגרות אשראי (אוברדרפט). מאז חלה התפתחות שונה בשני הפערים: בעוד שהפער בין משיכת יתר (אוברדרפט) להלוואות בנקאיות נותר יציב לכל אורך התקופה (כ-3.5 נקודות אחוז), הרי שהפער בין חברות כרטיסי האשראי לבנקים הצטמצם, ובשנת 2025 הוא עמד על כ-2.3 נקודות אחוז בממוצע – זוהי אינדיקציה להתגברות התחרותיות של גופים אלה אל מול הבנקים. בשנים האחרונות חל צמצום במרווחי הריביות לצד עלייה במשקל האשראי הצרכני מחברות כרטיסי האשראי. תופעות אלו משקפות התחזקות של הלחץ התחרותי שמפעילות חברות אלו על הבנקים בשוק האשראי הקמעונאי. להתחזקות התחרות תרמו רפורמות שיושמו בשנים האחרונות ובהן הקמת מאגר נתוני האשראי בשנת 2019. מאגר זה נועד לצמצם פערי מידע ולהרחיב את נגישות משקי הבית לאשראי. שיתוף המידע מאפשר לנתוני האשראי לבצע חיתום מדויק יותר – בהסכמת הלקוח הם יכולים להסתמך על דוח ודירוג אשראי המשקפים את היסטוריית ההתנהלות הפיננסית שלו. כך הם מציעים תנאי אשראי מותאמים ומנהלים את הסיכון באופן יעיל יותר.

איור ד-14 מציג את שיעור הלוואות הצרכניות שניתנו תוך כדי שימוש בדוח אשראי ממאגר נתוני האשראי, בחלוקה לבנקים וגופים חוץ-בנקאיים⁹. בקרב הבנקים השימוש במאגר נמוך יחסית ונע בטווח של 30 עד 40 אחוזים לאורך כל התקופה. נתון זה אינו מפתיע לאור המידע הנרחב שכבר

הגופים החוץ-בנקאיים משתמשים במאגר נתוני האשראי בשיעורים גבוהים במיוחד.

⁹ חברות כרטיסי אשראי ונתוני אשראי חוץ-בנקאיים מוסדרים אשר מדווחים למאגר. לא כולל גופים מוסדיים.

מצוי בידי הבנקים על לקוחותיהם הקיימים. לעומת זאת, הגופים החוץ-בנקאיים מראים שימוש גבוה ועולה בחדות – מ-53 אחוזים בשנת 2020 לכ-90 אחוזים בשנת 2025. רמת שימוש זו מצביעה על כך שהמאגר אפשר לגופים החוץ-בנקאיים להרחיב את היצע האשראי ותרם להתרחבות משקלם בשוק האשראי הצרכני.



2. התפתחויות באשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי

א. כללי

מעבר חסכוניות הציבור לקרנות נאמנות וקרנות כספיות הגדיל את הביקוש לחוב קונצרני.

שנת 2025 הייתה כאמור שנת שיא בהנפקות בשוק אג"ח החברות, עם היקף של 156.9 מיליארד ש"ח (פיננסי ולא-פיננסי)¹⁰. זוהי עלייה של כ-78 אחוזים לעומת סך ההנפקות בשנת 2024 וכ-100 אחוזים בהשוואה ל-2023. התרחבות זו בולטת במיוחד על רקע סביבת ריבית יציבה למדי והמשך אי-הוודאות הביטחונית לאורך רוב השנה. אחד הגורמים שתרמו לפעילות המוגברת בשוק בשנת 2025 היה שינויים בהרכב החיסכון של הציבור ובפרט המעבר של הציבור לקרנות כספיות ולקרנות נאמנות. בעקבות מעבר זה נוצרו ביקושים בשוק החוב הקונצרני ואלו הניעו תהליכים ששיפרו את נגישותן של חברות לא-פיננסיות למקורות מימון חוץ-בנקאיים.

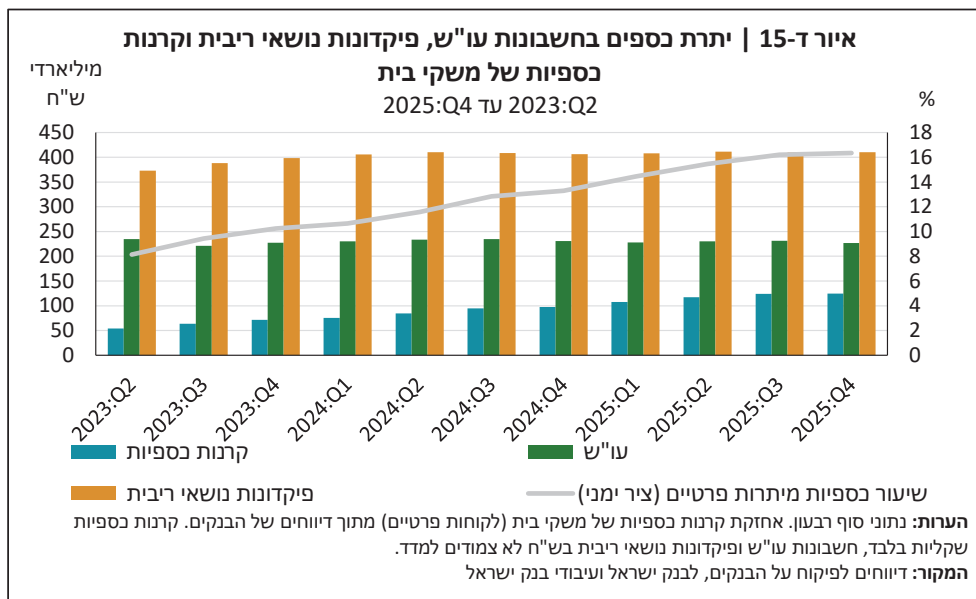
ב. הצבירות בקרנות הנאמנות (הכספיות והלא-כספיות)

מאז 2022 זינקו נכסי הקרנות הכספיות מ-12 מיליארד ל-155 מיליארד ש"ח.

הפער בין ריבית בנק ישראל לבין התשואה על פיקדונות נזילים, אשר גדל מאז 2022 על רקע עליית הריבית, עודד משקי בית לחפש אפיקי חיסכון חלופיים, המשלבים נזילות גבוהה עם תשואה עודפת ביחס לפיקדונות. כתוצאה מכך נרשם גידול חד בנכסים המנוהלים בקרנות הנאמנות הכספיות

¹⁰ כולל אג"ח קונצרניות רגילות וניירות ערך מסחריים (נע"מ) וללא אג"ח מובנות, אג"ח להמרה וזרות.

והלא־הכספיות¹¹. בפרט גדל סך הנכסים המנוהלים באמצעות כלל קרנות הנאמנות (הכספיות והלא־כספיות) מסביבות 330 מיליארד ש"ח בתחילת שנת 2022 למעל 668 מיליארד ש"ח נכון לסוף שנת 2025, כאשר הקרנות הכספיות חוות את שיעור הגידול ביותר עם עלייה מכ-12 מיליארד ש"ח בתחילת שנת 2022 לכ-155 מיליארד ש"ח נכון לסוף שנת 2025. איור ד-15 מציג את יתרת הכספים של משקי בית בחשבונות עו"ש, פיקדונות נושאי ריבית במערכת הבנקאית ובקרנות הכספיות¹². אפשר לראות שלצד העלייה בסך היתרות בשנים האחרונות חלה עלייה יחסית ביתרת הקרנות הכספיות לעומת יתרות הכספים בעו"ש ובפיקדונות של משקי הבית. כלומר, בשנים האחרונות הפכו הקרנות הכספיות לגורם מרכזי יותר בסך הנכסים הנזילים של הציבור.



ג. הרכב הנכסים של הקרנות הכספיות

במקביל לעלייה בצבירות השתנה גם הרכב הנכסים של הקרנות הכספיות. עד שנת 2023 התבססה האחזקה בעיקר על מק"מ ופיקדונות, שהיוו כ-90 אחוזים מנכסיהן. החל מאמצע 2023 התרחב מגוון הנכסים, ובעיקר חלה עלייה מתמשכת במשקל אג"ח פיקדון¹³ ונע"מ (נייר ערך מסחרי), הסחיר והלא־סחיר, אשר הגיע לכ-53 אחוזים מנכסי הקרנות בסוף התקופה לעומת כ-11 אחוזים

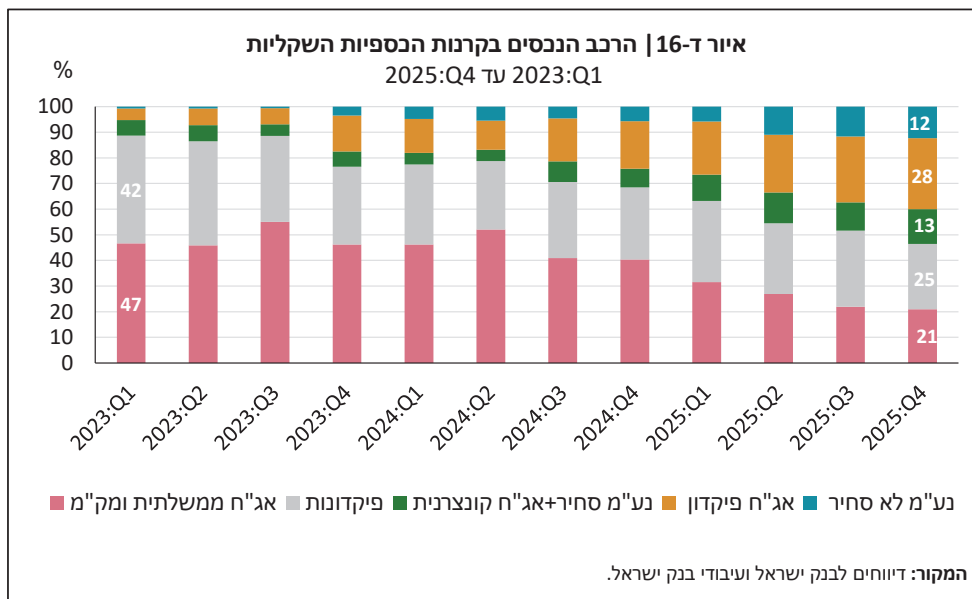
ביקוש גבוה של הקרנות הכספיות לניירות ערך מסחריים הוביל להתרחבות מהירה בהנפקות.

¹¹ קרנות כספיות הן קרנות נאמנות הנחשבות מכשיר השקעה סולידי, שמטרתו העיקרית היא השגת תשואה שנתית הקרובה לריבית בנק ישראל תוך־כדי שמירה על סיכון מזערי ונזילות גבוהה. לצורך כך הקרנות הכספיות משקיעות במספר מצומצם של נכסים סולידיים, ובהם פיקדונות בנקאיים (פיקדונות ג'מבו בתנאים מועדפים), מלווה קצר־מועד (מק"מ) של בנק ישראל, אגרות־חוב ממשלתיות וקונצרניות קצרות־טווח בדירוג גבוה וניירות ערך מסחריים (נע"מ) בדירוג גבוה.

¹² סך הכספים המנוהלים בקרנות הכספיות מייצג הן משקי בית הן חשבונות עסקיים. ההערכה לאחזקות בקרנות כספיות של משקי בית (לקוחות פרטיים) בלבד נעשתה מתוך דיווחים של המערכת הבנקאית.

¹³ אג"ח פיקדון היא איגרת חוב מובנית, המונפקת כנגד שעבוד של פיקדון בנקאי. הרווח של מנפיק האיגרת נובע מהמרווח בין הריבית שהמנפיק מקבל על הפיקדון הבנקאי לבין הריבית שמשולמת למחזיקי האג"ח.

בתחילתה (איור ד-16)¹⁴. נע"מ הוא התחייבות חוב קצרה של תאגיד לטווח של עד שנה. הנע"מ הסחיר מונפק לציבור ונסחר באופן רציף עד הפדיון, בעוד הנע"מ הלא-סחיר הוא הקצאה פרטית הנוצרת במסגרת עסקת התקשרות בין התאגיד המנפיק למשקיעים ומוחזקת עד לפדיון או עד לאירוע יציאה חוזי¹⁵.



בנע"מ הסחיר משקלם של הבנקים בולט והם מהווים כ-70 אחוזים מן הנע"מ הסחיר שבו מחזיקות הקרנות. נוסף על כך, ענף הבינוי והנדל"ן מהווה כ-20 אחוזים מאחזקות הנע"מ הסחיר והלא-סחיר של הקרנות. בשוק הנע"מ הלא-סחיר בולט גם משקלם של ענפי השירותים הפיננסיים, המהווים כ-21 אחוזים מן האחזקות. ענף זה כולל נותני אשראי חוץ-בנקאיים המספקים אשראי עסקי, בין היתר לחברות מענף הבינוי והנדל"ן. נכון לסוף שנת 2025 הקרנות הכספיות מחזיקות בכ-73 אחוזים מניירות הערך המסחריים הסחירים ובסך-הכול מחזיקות כלל קרנות הנאמנות, הכספיות והלא-כספיות, בלמעלה מ-95 אחוזים ממכשירי חוב קצרים אלו¹⁶.

ד. הפעילות של הקרנות בשוק החוב הקונצרני

למגמות שתוארו לעיל עשויות להיות מספר השפעות על נגישותן של חברות לא-פיננסיות לחוב חוץ-בנקאי ועל פעילותן הכלכלית. ראשית, הביקוש הגבוה מצד הקרנות הכספיות למכשירי השקעה סחירים, בעלי מח"מ קצר ודירוג גבוה, לצד הביקוש של תאגידים להנפיק חוב במח"מ קצר בסביבה

¹⁴ הקרנות מחזיקות גם מספר מצומצם של אג"ח קונצרניות רגילות אך בסכומים נמוכים - פחות ממיליארד ש"ח נכון לדצמבר 2025. באיור ד-16 אג"ח קונצרניות רגילות נכללות בנע"מ הסחיר.

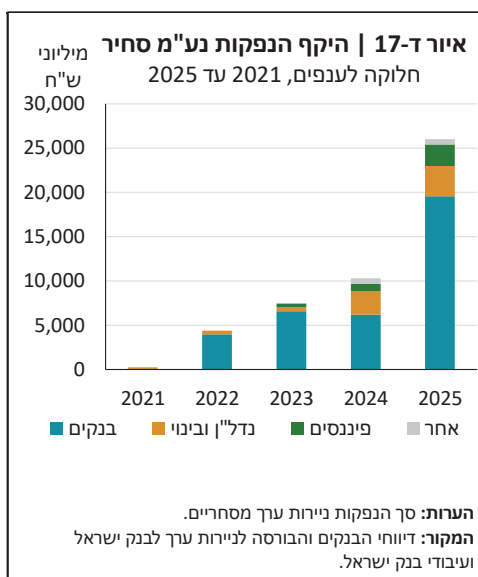
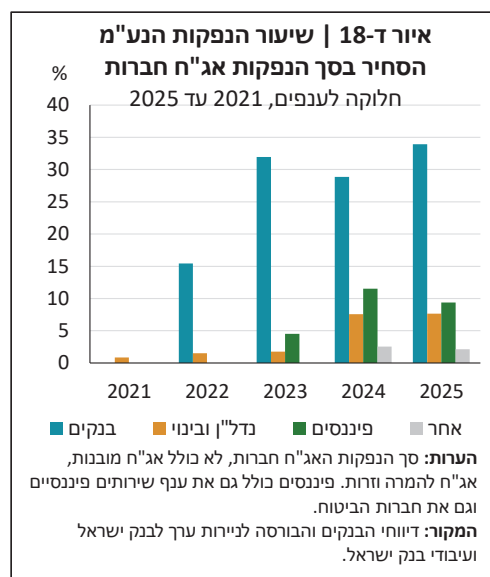
¹⁵ נע"מ לא-סחיר מונפק לרוב לתקופה של שנה (תקופת הנע"מ), בדרך-כלל עם אפשרות הארכה של עד 5 שנים ועם אפשרות של פדיון מוקדם בהתראה של בין 7 ל-60 ימי עסקים.

¹⁶ נוסף על כך, במהלך התקופה גדל מאוד היקף האחזקה של הקרנות הכספיות באג"ח פיקדון.

של ריבית גבוהה¹⁷, הביא להתרחבות ניכרת בהנפקות של ניירות ערך מסחריים (נע"מ). בשנת 2025 צמח היקף ההנפקות לכ-22 מיליארד ש"ח, לעומת כ-10 מיליארד ש"ח בשנת 2024 וכ-7 מיליארד ש"ח בשנת 2023 ורמות אפסיות לפני-כן (איור ד-17). אף שאת עיקר הגידול הובילו בנקים וחברות פיננסיות, הגדילו גם חברות לא-פיננסיות, בעיקר מענף הבינוי והנדל"ן, את היקף ההנפקות באפיק זה. בפרט, בשנים 2024 ו-2025 הגיעו הנפקות הנע"מ של חברות מענף הבינוי והנדל"ן לכ-8 אחוזים מסך הגיוסים של החברות בענף לעומת פחות מאחוז בשנים שקדמו לכך. בשנת 2025 נרשמה מצד המערכת הבנקאית עלייה חדה במיוחד בהנפקות נע"מ - מסביבות 6 מיליארד שקלים בממוצע בשנים 2023 ו-2024 ליותר מ-17 מיליארד שקלים בשנת 2025. הביקושים הגבוהים של המערכת הבנקאית לגיוסי חוב בשנת 2025 נבעו ממספר גורמים: העלייה החדה בתיק האשראי הבנקאי, בדבבד עם גידול מתון בלבד בפיקדונות הציבור ובהון העצמי - בין היתר על רקע הגדלת חלוקת הרווחים - הגדילו את הצורך של הבנקים במימון חיצוני והעלו את משקל גיוסי החוב במבנה ההתחייבויות שלהם. לכך התווסף סיומה של תוכנית ההלוואות המוניטריות - מצב אשר הגביר את הביקוש לגיוסי חוב בשוק ההון.

שוק החוב המקומי הצליח לספוג ביקושים גבוהים לגיוסי חוב מצד הבנקים.

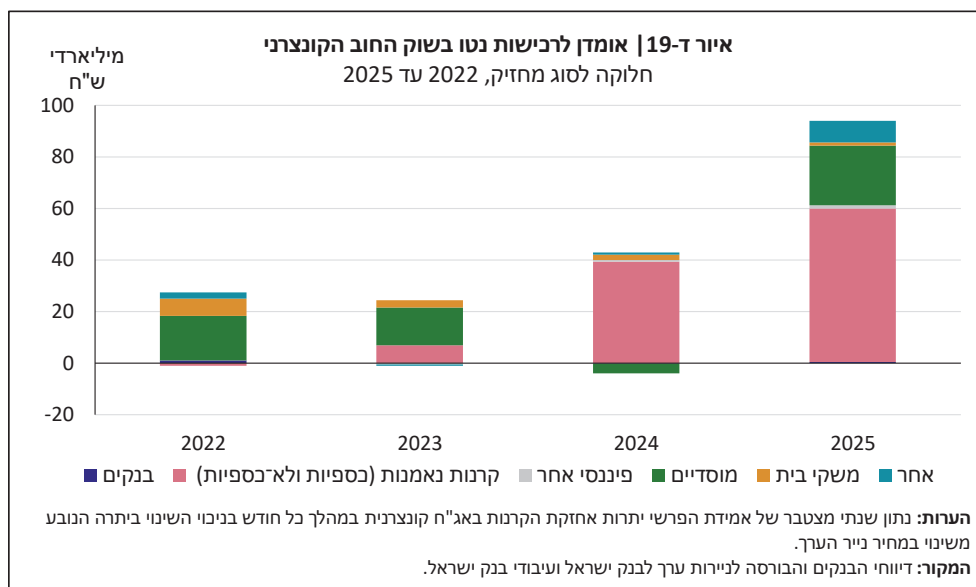
חלק מהגידול בהיקף הנפקות הנע"מ של המערכת הבנקאית בשנים האחרונות עשוי להיות מוסבר בביקוש של הקרנות הכספיות להפקדות במערכת הבנקאית על רקע המגבלות החלות על היקף הנכסים הבלתי-סחירים שהן רשאיות להחזיק. מצב זה עשוי היה להגביר את התמריץ של הבנקים להגדיל את ההנפקות באפיק זה. עם זאת, הסבר זה אינו נראה מספק בהקשר לעלייה החדה שנרשמה דווקא בשנת 2025, שבה נרשמו צבירות נמוכות יחסית בקרנות הכספיות לעומת השנים 2023 ו-2024. בפועל לוותה העלייה החדה בהנפקות הנע"מ של המערכת הבנקאית בשנת 2025 גם בעלייה ניכרת בהנפקות אג"ח קונצרנית רגילה. כפי שאפשר לראות באיור ד-18, למרות העלייה החדה בהנפקות הנע"מ, בשנת 2025 לא עלה משקלן מסך הנפקות האג"ח של המערכת הבנקאית במידה ניכרת. כלומר, נראה ששנת 2025 התאפיינה בביקושים גבוהים במיוחד של המערכת הבנקאית לגיוס חוב בשוק ההון באופן כללי.



¹⁷ בסביבת ריבית עולה/גבוהה יבקשו חברות פעמים רבות לקצר את המח"מ של החוב שלהן במטרה לצמצם את התייקרות עלויות המימון ולאפשר גמישות גבוהה יותר בגלגול החוב, בין היתר על רקע הציפיות לירידת ריבית בעתיד.

הרחבת המימון החוץ־בנקאי שיפרה את נגישות האשראי העסקי בכלל ולטובת חברות בענף הבינוי בפרט.

באופן כללי נראה שיכולתו של שוק החוב המקומי לספוג את העלייה החדה בביקושים של המערכת הבנקאית, במקביל להמשך התרחבות ההנפקות בענפים נוספים ובראשם הבינוי והנדל"ן, נתמכה במידה רבה בהזרמת ביקושים מצד הקרנות הכספיות וקרנות הנאמנות הלא־כספיות. איור ד-19 מציג אומדן לרכישות נטו בשוק אג"ח החברות. כלומר, השינוי ביתרה במהלך החודש הנובע מקנייה ומכירה בפועל, לרבות רכישות בשוק הראשוני (הנפקות) ובעסקאות מחוץ לבורסה (OTC), בחלוקה למגזרים המרכזיים שפועלים בשוק. אפשר לראות את המשקל הגדול של קרנות הנאמנות (הכספיות והלא־כספיות) ברכישות נטו החיוביות בשנים 2024 ו-2025. כלומר, ממצאים אלו מצביעים על כך שקרנות הנאמנות היו אחד הגורמים המרכזיים להזרמת הביקושים לשוק הקונצרני החל מסוף שנת 2023 בכלל ובשנת 2025 בפרט.



ה. סיכום והשוואה למצב בעולם

לסיכום, נראה כי הצבירות הניכרות בקרנות הנאמנות בכלל ובקרנות הכספיות בפרט היו בין המשתתפים המרכזיים שהניעו את הזרמת הביקושים לשוק האג"ח בשנת 2025. מגמה זו תרמה להרחבת היצע האשראי החוץ־בנקאי ושיפרה את נגישות המימון לחברות לא־פיננסיות. במיוחד הממצאים בחלק זה מצביעים על כך שהתרחבות היצע המימון בשוק האג"ח הייתה בין הגורמים המרכזיים שתמכו בהמשך פעילותן של חברות בענף הבינוי והנדל"ן חרף ההאטה בביקוש בשוק הדיור בשנה האחרונה. נציין שהתרחבות האשראי החוץ־בנקאי באמצעות שוק ההון עשויה להשפיע גם על דפוסי האשראי הבנקאי - נגישות מוגברת של חברות לשוק ההון יוצרת תחרות מול המערכת הבנקאית ועשויה לתמוך בהרחבת היצע האשראי הבנקאי או בשיפור תנאיו עבור קבוצות אלו, ובפרט עבור חברות גדולות ובעלות דירוג גבוה.

חלק ניכר מהמגמות שתוארו בפרק זה נרשמו גם בשווקים הגלובליים. במדינות רבות נצפתה בשנת 2025 מגמת ירידה במרווחי האג"ח הקונצרנית¹⁸ לצד הסטת חסכונות של משקי בית

¹⁸ לדוגמה, בחודש ספטמבר 2025 הגיעו מרווחי האג"ח הקונצרניות בארה"ב לשפל של 27 שנים.

מאפיקים בנקאיים מסורתיים לעבר קרנות כספיות, על רקע סביבת ריבית גבוהה ותמסורת חלשה יחסית לריביות הפיקדונות¹⁹. עם זאת חשוב להדגיש כי המבנה המוסדי האסדרתי והפיננסי של שוקי החוב ומכשירי החיסכון שונה בין מדינות שונות ולכן המנגנונים שתוארו בפרק משקפים בעיקר את תנאי המשק הישראלי ואינם אפשריים להכללה מלאה. אף על פי כן מאפיינים דומים, כגון תמסורת חלקית לריבית הפיקדונות, גידול חד בנכסי הקרנות הכספיות וחיפוש תשואה מצד משקי הבית, מצביעים על כך שהתפתחויות בישראל משתלבות במגמה רחבה יותר המתרחשת גם בשווקים הגלובליים.

3. השימוש של משקי בית צעירים באשראי לדיור

בין השנים 2010 ו-2025 עלו מחירי הדירות בישראל ביותר מ-130 אחוזים וההכנסה הכספית נטו של משקי הבית בישראל עלתה בכ-65 אחוזים בלבד²⁰. חלק זה בוחן כיצד השפיעה העלייה במחירי הדירות ביחס להכנסה על השימוש של משקי בית באשראי לדיור תוך כדי התמקדות במשקי בית צעירים וברוכשי דירה ראשונה, שהם הקבוצה החשופה ביותר להתייקרות מחירי הדיור ולמגבלות המימון²¹. בניגוד לבעלי דירות, שלפחות חלק מהונם צמוד למחירי הדיור, רוכשי דירה ראשונה חשופים יותר לשינויים במחירי הדירות ביחס להכנסתם. במקביל, בעשור הקודם הוטמעו בישראל, בדומה למדינות אחרות, שורה של צעדים מקרו-יציבותיים שנועדו לצמצם סיכונים מערכתיים ולחזק את יכולת המגזר הבנקאי לספוג זעזועים²².

משקי בית שמעוניינים לרכוש דירה יכולים להתמודד עם עלייה במחירי הדיור, בין היתר באמצעות הגדלת שיעור המימון, בפרט בתקופות של ריבית ריאלית נמוכה, כפי שהיה ברוב העשור הקודם. עם זאת, משקי בית ללא הון עצמי מספק עלולים להיות מוגבלים ביכולת שלהם להגדיל את שיעור המימון ובכך עלולים להידחק אל מחוץ לשוק הדיור. סביר כי משקי בית צעירים, שהכנסתם נמוכה בממוצע מזו של משקי בית אחרים והונם העצמי לרוב קטן יותר, יהיו מוגבלים יותר ביכולת להגדיל את שיעור המימון לצורך רכישת דירה. בהתאם, בשנים האחרונות נצפתה מגמת ירידה בשיעור המשפחות הצעירות המתגוררות בדיור בבעלותן באותה תקופה²³.

מחקרים קודמים מצאו כי הקשחת תנאי המימון ועליית מחירים משפיעות לא רק על עצם היכולת ליטול אשראי אלא גם על מבנה ההלוואות - בין היתר באמצעות עלייה ביחס ההחזר להכנסה (בניטה

בעשור וחצי האחרונים עלו מחירי הדירות בישראל מהר יותר מהכנסות משקי הבית.

¹⁹ ראו לדוגמה סקירה של קרן המטבע מיולי 2025 שמצאה שב-9 מדינות מפותחות היו מרווחי התשואה בין הקרנות הכספיות לפיקדונות הבנקאיים משנת 2023 מהגורמים הבולטים לעלייה החדה בצבירות של קרנות אלה: <https://www.imf.org/en/publications/wp/publications/en/org.imf.www/568763-analysis-global-a-cycles>

²⁰ אומדן לגידול בהכנסה מסקר ההוצאות וההכנסות של משקי הבית של הלמ"ס.

²¹ אשראי לרוכשי דירה ראשונה מהווה את החלק העיקרי באשראי למטרת מגורים שמעמידים הבנקים (כ-60 אחוז מהביצועים בכל חודש בממוצע בשנים האחרונות).

²² בפרט, בשנים 2012 ו-2013 נכנסו לתוקף שורה של מגבלות, לרבות: מגבלה על יחס המימון (LTV), מגבלת יחס החזר להכנסה (PTI), מגבלה על שיעור המשכנתה בריבית משתנה ומגבלה על התקופה הסופית לפירעון (עד 30 שנה).

²³ בשני העשורים האחרונים ירד שיעור המשפחות הצעירות המתגוררות בדיור בבעלותן והוא נמוך בהשוואה למדינות ה-OECD. זאת אף ששיעור הבעלות הכולל אינו נמוך בהשוואה עולמית. להרחבה ראו פרק ז' בדוח בנק ישראל לשנת 2024 וברנדר עדי ומישל סטרבצ'ינסקי (2014), "מדיניות הממשלה ביחס להורים צעירים", סדרת מאמרים לדיין, 2014.01, בנק ישראל.

ונאור, 2013²⁴), הארכה של תקופת ההחזר (פרידמן וריבון, 2014²⁵) ורכישה באזורי ביקוש נמוך (צור אילן, 2017²⁶). נשאלת השאלה אם השפעות אלו נצפו גם בעשור האחרון ואם הן באו לידי ביטוי באופן בולט יותר בקרב זוגות צעירים מבין אלה שכן נטלו משכנתה.

משקי בית צעירים נוטלים משכנתאות במינוף גבוה ולתקופות החזר ארוכות יותר.

איור ד-20 מציג את מאפייני האשראי של משכנתאות לרכישת דירה ראשונה בקרב משקי בית צעירים²⁷ לעומת משקי בית מבוגרים בשנים 2015 עד 2025. באופן כללי, משקי בית צעירים נוטלים בממוצע משכנתאות במינוף ויחס החזר להכנסה גבוהים יותר ותקופה לפירעון ארוכה יותר. בשתי הקבוצות ניכרת מגמת עלייה לאורך התקופה בשיעור המימון וביחס החזר להכנסה. בתקופה לפירעון חלה עלייה בשנים 2015 עד 2023 עם שינוי מגמה בשנת 2023. נוסף על כך בולטת העלייה בשיעור המשכנתאות החדשות שנלקחו עם יחס החזר להכנסה העולה על 30 אחוזים ויחס מינוף העולה על 60 אחוזים. אומנם בשתי הקבוצות נרשמה מגמת עלייה, בעיקר החל מסוף 2019, אך נראה שהעלייה חדה יותר בקרב משקי הבית הצעירים. ממצא זה מצביע על כך שחלק הולך וגדל מהצעירים נדרש לשלב בין תקופות החזר ארוכות לבין מינוף ויחסי החזר גבוהים כדי לרכוש דירה ראשונה. זאת ועוד, בשתי הקבוצות נרשמה עלייה ברורה בסכום ההלוואה, בהתאם לעליית מחירי הדירות ולעלייה במינוף.

העלייה במחירי הדירות עשויה להתבטא גם בהיבט חלוקתי, באמצעות שינוי בהרכב ההכנסות של משקי הבית שרוכשים דירה (רובשסקי, 2018²⁸). איור ד-20 מציג גם את שיעור האשראי שניתן למשקי הבית, בכל אחת מהקבוצות, שהכנסתם נטו נמצאת בשני החמישונים העליונים של התפלגות ההכנסות בישראל. באופן טבעי משקי בית צעירים מיוצגים יותר בחמישונים הנמוכים, שכן הכנסתם בראשית חייהם הכלכליים נמוכה יחסית. אף על פי כן, בשתי הקבוצות ניכרת עלייה בשיעור נוטלי המשכנתאות המשתייכים לשני החמישונים העליונים²⁹, ומגמה זו בולטת במיוחד בקרב הצעירים - מ-43 אחוזים בשנת 2015 לכ-66 אחוזים בשנת 2025. התפתחות זו מצביעה על שני תהליכים משלימים: מצד אחד, משקי בית אמידים, שבעבר יכלו לרכוש דירה תוך הסתמכות על מימון נמוך יחסית, הגדילו את היקף האשראי שנטלו. מצד שני, חלקם של משקי בית צעירים בעלי הכנסה נמוכה בשוק הרוכשים הצטמצם.

העלייה החדה יותר בשיעור משקי הבית הצעירים בעלי הכנסה גבוהה מקרב נוטלי המשכנתאות, יחסית לשאר האוכלוסייה, עשויה לשקף גם עלייה יחסית בהכנסות הצעירים במהלך התקופה (לדוגמה צעירים אשר עובדים בתחום ההייטק). כלומר, ייתכן שחלה עלייה במספר הצעירים המשתייכים לשני חמישונים ההכנסה העליונים, ומכאן גם גידול במשקלם בקרב נוטלי המשכנתאות לעומת משקי בית מבוגרים יותר.

²⁴ בניטה, גולן וזיו נאור, (2013), "סיכון הלווים בשוק המשכנתאות: התפתחותו ההיסטורית והערכתו במספר

[תרחישים](#)", ניירות תקופתיים, 2013.8, חטיבת המחקר, בנק ישראל.

²⁵ פרידמן, יואב וסיגל ריבון (2014), "מאיפה הכסף? - רכישת דירות ומימון: ניתוח באמצעות נתוני סקר הוצאות

[משקי הבית, 2004 עד 2011](#)", ניירות תקופתיים, 2014.05, חטיבת המחקר, בנק ישראל.

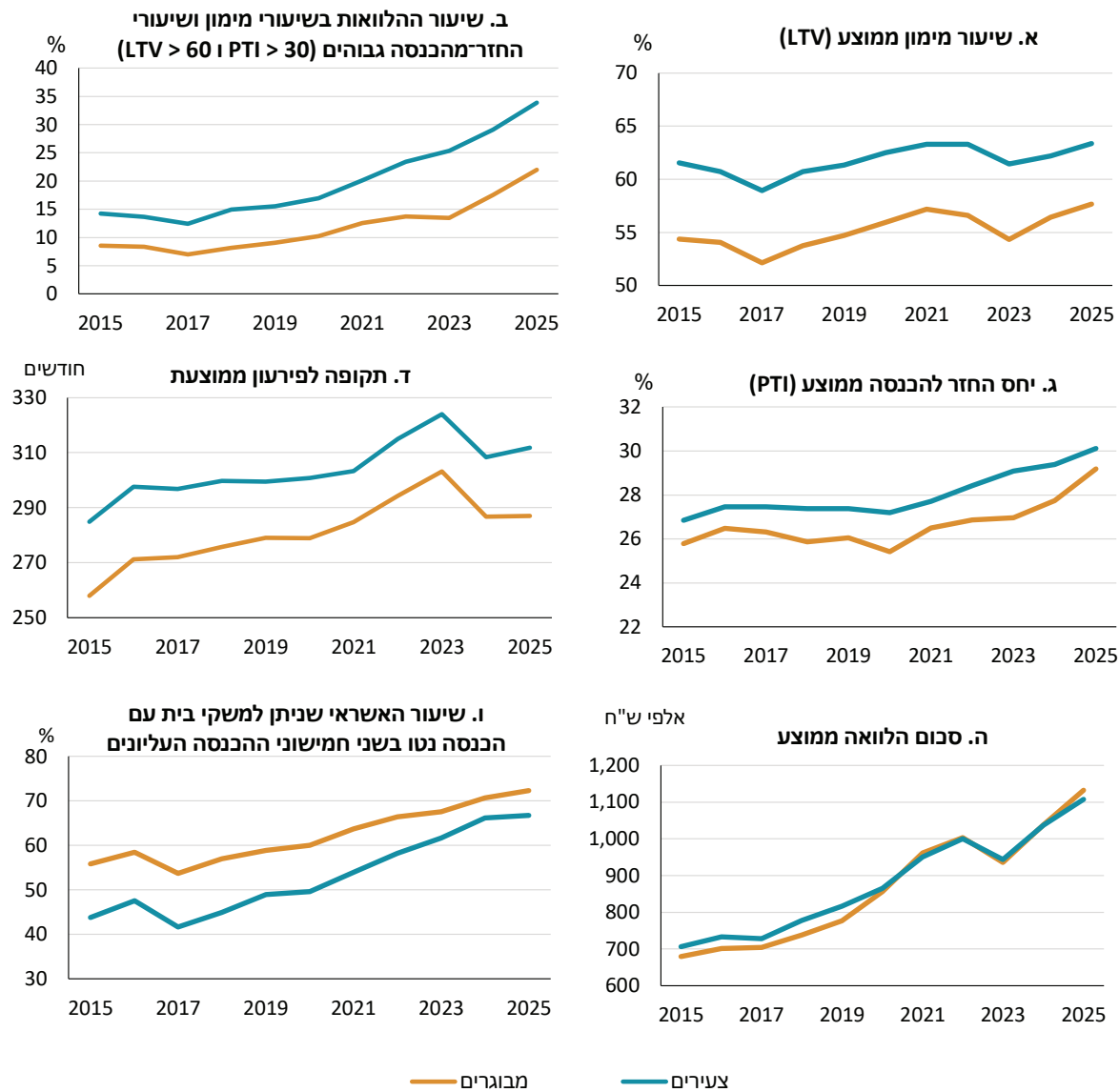
²⁶ צור אילן, ניצן (2017), "השפעת מגבלות אשראי על בחירות הלווים בשוק הדיו: המקרה של המגבלה על שיעור המימון", סדרת מאמרים לדיון, 2017.03, בנק ישראל.

²⁷ משקי בית שבהם שני בני-הזוג בני פחות מ-40.

²⁸ רובשסקי-בנית, ויקי (2018), "השינויים בשיעור רוכשי דירה ראשונה בקרב צעירים על-פי רמת ההכנסה", לקט ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, בנק ישראל.

²⁹ נתון זה תואם למגמה הכללית של עלייה בשיעור ההלוואות לדור שנטלו משקי בית עם הכנסה גבוהה יחסית. ראו לדוגמה [תיבה ה'-2 בסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים לשנת 2022](#).

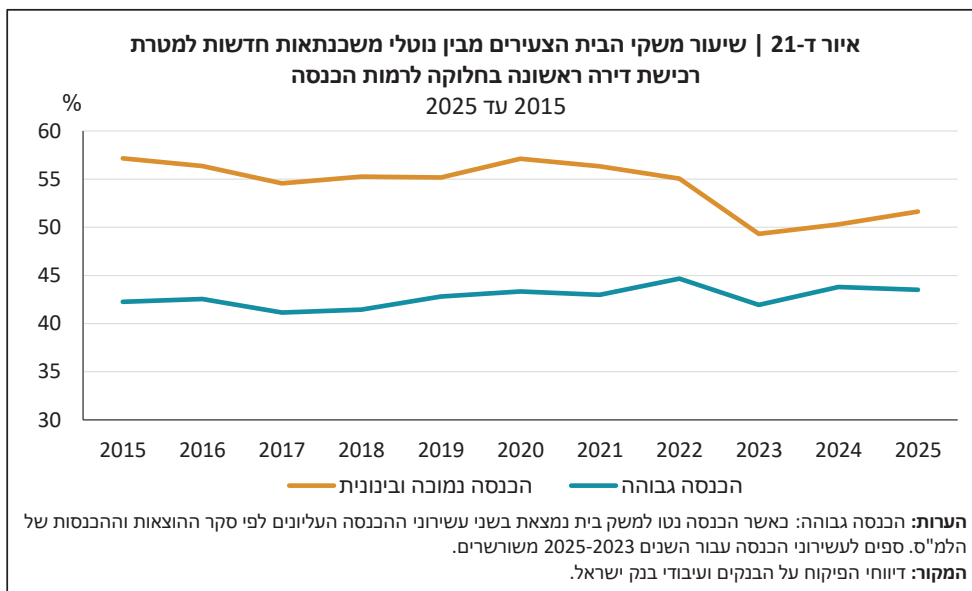
איור ד-20 | מאפייני משכנתאות חדשות לרכישת דירה ראשונה
משקי בית צעירים בהשוואה לשאר נוטלי המשכנתאות
 נתונים שנתיים, 2015 עד 2025



הערות: במשקי בית צעירים שני בני הזוג עד גיל 39. ממוצעים משוקללים לפי גודל ההלוואה. הספים לקביעת עשירוני ההכנסה מבוססים על סקר ההוצאות וההכנסות של משקי הבית של הלמ"ס כאשר הספים עבור השנים 2025-2023 נקבעו לפי שרשרת של הספים לפי שיעור הגידול השנתי הממוצע בין השנים 2015-2022. **המקור:** דיווחי הפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

בשנים האחרונות ירד משקל הזוגות הצעירים בעלי הכנסה נמוכה ובינונית מבין כללי נוטלי המשכנתאות.

כדי לבחון השערה זו, איור ד-21 מציג את שיעור הצעירים מבין כלל נוטלי המשכנתאות, בחלוקה לבעלי הכנסה גבוהה (שני החמישונים העליונים) לעומת בעלי הכנסה נמוכה ובינונית (שלושת החמישונים התחתונים). מן האיור עולה כי בשנים האחרונות נותר יציב משקל הצעירים בקרב נוטלי המשכנתאות בעלי הכנסה גבוהה, אך במקביל נרשמה ירידה במשקלם בקרב בעלי הכנסה נמוכה ובינונית. כלומר, לא נראה שהעלייה החדה יותר בשיעור האשראי שניתן למשקי בית צעירים בעלי הכנסה גבוהה נובעת מגידול במשקל הצעירים בקבוצת ההכנסה הגבוהה, אלא מצמצום משקלם של משקי בית צעירים בקבוצות רוכשי הדירות עם הכנסה נמוכה ובינונית. תופעה זו מחזקת את ההשערה כי במהלך התקופה תהליך רכישת דירה הפך מורכב יותר עבור משקי בית צעירים בעלי הכנסה נמוכה ובינונית.



לסיכום, נראה שבעשור האחרון, על רקע עליית מחירי הדיור, התרחשו מספר תהליכים מקבילים: ראשית, שיעור הזוגות הצעירים מקרב נוטלי משכנתאות לדיור למטרת רכישת דירה ראשונה ירד. ממצא זה תואם את מגמת הירידה של שיעור המשפחות הצעירות המתגוררות בדיור בבעלותן. שנית, בקרב כל קבוצות נוטלי המשכנתאות למטרת דירה ראשונה עלו שיעורי המינוף, יחס החזר להכנסה ותקופת ההלוואה, עם רמות גבוהות יותר עבור זוגות צעירים לעומת זוגות מבוגרים. לבסוף, ניכרת מגמה שלפיה יכולת רכישת דירה נעשתה מאתגרת יותר עבור משקי בית בעלי הכנסה נמוכה, ובמיוחד עבור זוגות צעירים.

תיבה ד-2: מדד תחרות בבנקים בישראל בהשוואה למדינות ה-OECD

« התשואה להון של הבנקים בישראל מצויה ברמה גבוהה מאז 2020 ועלתה ביחס לעולם. העלייה אינה מוסברת בעלייה בריכוזיות, וחופפת ירידה זמנית במדדי תחרות, ששבו מאז לרמת החציון.

« אף שמספר הבנקים בישראל נמוך ביחס למדינות ה-OECD, רמות הריכוזיות והתחרות בענף הבנקאות אינן חריגות בהשוואה בין-לאומית וברוב התקופה מצויות סביב חציון מדינות ההשוואה.

« מהניתוח עולה כי הגברת התחרות אינה חייבת להיות מלווה בירידה בתשואה על ההון בטווח הקצר.

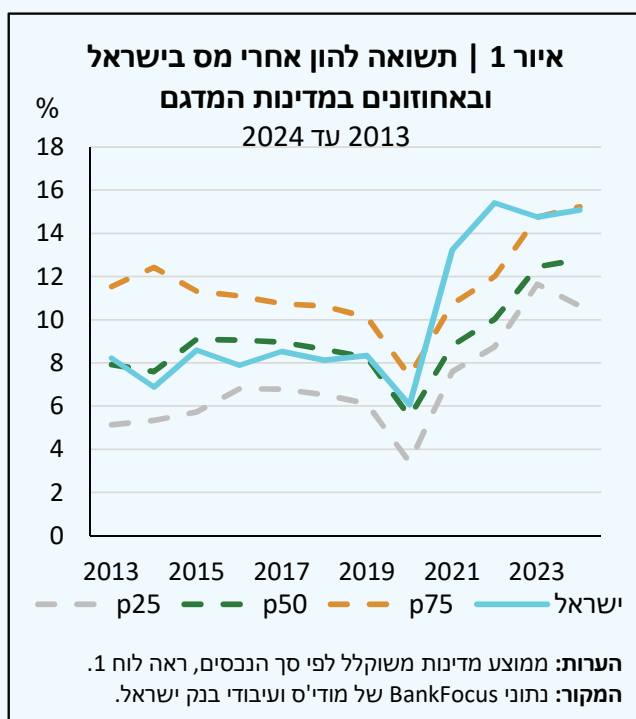
« בטווח הארוך קיים מתאם חיובי בין ריכוזיות לרמת תחרות נמוכה ולתשואה על ההון.

הקדמה

בשנים האחרונות הבנקים בישראל מציגים רווחיות גבוהה, המתבטאת בתשואה גבוהה על ההון. היסטורית, התשואה להון של הבנקים בישראל הייתה קרובה לחציון מדינות ה-OECD אך החל משנת 2021 נרשמה עלייה חדה בתשואה שהובילה את ישראל לרמות שבסביבת האחוזון ה-75 של מדינות ההשוואה, שגם בהן עלתה התשואה בחדות (איור 1). תיבה זו בוחנת אם מגמה זו משקפת עלייה במדדי ריכוזיות וירידה בתחרות בענף הבנקאות.

מדדי ריכוזיות ומדדי תחרות אינם שקולים: ריכוזיות מתארת את מבנה השוק (מספר וגודל השחקנים), בעוד התחרות משקפת את עוצמת הלחץ התחרותי בפועל.

עלימנת לבחון את השפעתם של משתנים אלו על רווחיות הבנקים אמדנו בשלב ראשון גרסיית פאנל, שממצאה מצביעים על כך שבשוק ריכוזי יותר ותחרותי פחות התשואה על ההון גבוהה יותר¹. ממצאים אלו עקביים בכל מפרטי הרגרסיה, גם תחת בקרות למשתני מקרו (כגון צמיחה, ריבית ריאלית וגודל האוכלוסייה), כאשר מדד לרנר נמצא כבעל ההשפעה המובהקת והחזקה ביותר מבין המדדים. הבדיקה מצאה גם קשר חיובי בין ריכוזיות לבין מדדי תחרות.



¹ מדדי ריכוזיות: HHI ו-CR3. מדדי תחרות: לרנר ובון. פירוט על המדדים בהמשך. הרגרסיות בפאנל נאמדו עבור כל מדד בנפרד ועבור כל המדדים יחדיו.

נתונים

לוח 1 | מספר בנקים למדינה ולמיליון תושבים

מדינה	בנקים במדגם	מספר בנקים למיליון תושבים
ישראל	6	0.6
יוון	9	0.9
דרום קוריאה	47	0.9
ליטא	3	1.0
הולנד	18	1.0
צ'כיה	14	1.3
סלובקיה	8	1.5
בלגיה	20	1.7
ספרד	91	1.9
אוסטרליה	56	2.1
אירלנד	11	2.0
ניו זילנד	21	3.9
סלובניה	7	3.3
לטביה	9	4.8
אסטוניה	7	5.1
שוודיה	74	7.0
דנמרק	43	7.2
פורטוגל	85	7.9
איסלנד	6	15.6
נורבגיה	93	16.7
פינלנד	102	18.6
שווייץ	282	31.2
אוסטריה	362	39.4
לוקסמבורג	30	45.7

הערות: המדגם כולל בנקים מסחריים, קואופרטיביים ובנקי חיסכון ברמת דיווח מאוחדת (ובנתונים לא-מאוחדים כאשר אין דיווח מאוחד). לא נכללו בנקים זרים עם סניף מקומי, בנקים בבעלות ממשלתית או ציבורית, בנקים הנשלטים בידי בנק מקומי אחר, חברות אחזקה, בנקים עם פחות משבע תצפיות או שהתצפית האחרונה לגביהם קדמה ל-2020, וכן תצפיות ללא נתונים על סך הנכסים או הפיקדונות.

המקור: נתוני BankFocus של מודיס ועיבודי בנק ישראל.

ההשוואה הבין-לאומית מתבצעת מול מדינות בעלות כלכלות מפותחות לפי הגדרות ה-IMF וה-OECD תוך-כדי החרגת מדינות ה-G7². הנתונים מבוססים על מאגר BankFocus (מודיס) עבור השנים 2013-2024 וכוללים בנקים מסחריים, בנקים קואופרטיביים ובנקי חיסכון. הנתונים נאספו בהתאם לאופן הדיווח של הבנקים בישראל.

לוח 1 מציג את מספר הבנקים בכל מדינה בשנת 2024 ומראה כי בישראל מספר הבנקים למיליון תושבים הוא הנמוך ביותר.

כדי לבחון אם מספר הבנקים הנמוך בישראל מתבטא בריכוזיות גבוהה השתמשנו בשני מדדי ריכוזיות מקובלים בספרות: מדד CR3, המודד את נתח השוק של שלושת הבנקים הגדולים בכל מדינה (איור 2), ומדד HHI (איור 3), המחושב כסכום ריבועי נתחי השוק של כלל הבנקים בענף ונע בין 0 (תחרות מלאה) ל-1 (ריכוזיות מוחלטת). המדדים מראים כי הריכוזיות בישראל דומה לחציון במדינות ה-OECD ושהתה ברמה זו בכל העשור האחרון.

מכאן עולה כי למרות מספר הבנקים המצומצם ישראל אינה חריגה ברמת הריכוזיות שלה, ועל-כן מדד זה אינו מסביר את העלייה החדה שנרשמה בתשואה להון בשנים האחרונות. יצוין כי השוואות בין-לאומיות של מספר הבנקים עשויות לשקף הבדלים מבניים בין מערכות בנקאיות, אשר משפיעים בעיקר על פרשנות מדדי הריכוזיות³.

מדד תחרות – מדד לרנר

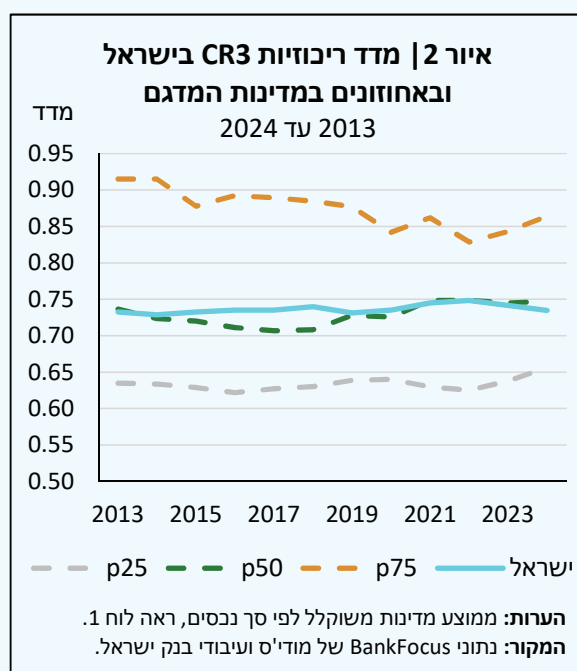
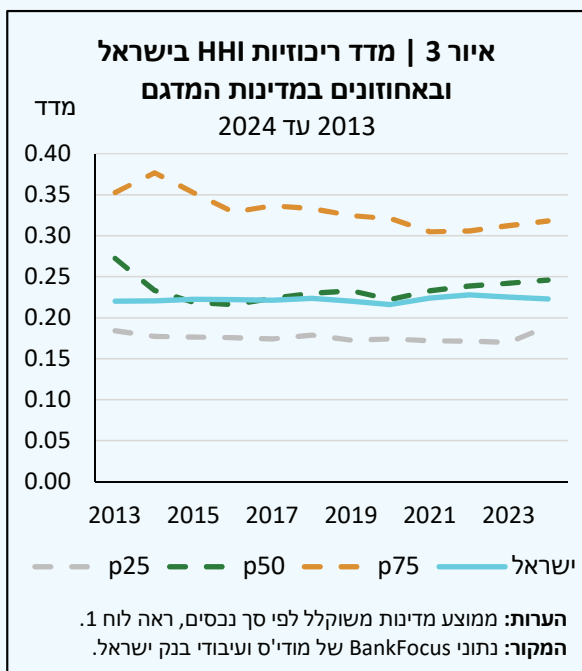
כיוון שמדדי הריכוזיות מתמקדים במבנה המערכת בלבד ויכולים לסבול מהטיות, נדרש מדד נוסף שיבחן את רמת התחרות בפועל. לצורך כך מקובל בספרות הכלכלית להשתמש במדד לרנר (Lerner)⁴. המדד אומד את יכולתו של בנק לקבוע מחיר הגבוה מהעלות השולית, ובכך הוא משקף את עוצמת הלחץ התחרותי. המדד מחושב עבור בנק i בזמן t בהתאם למשוואה:

$$Lerner_{i,t} = (P_{i,t} - MC_{i,t})/P_{i,t}$$

² בספרות קיימת ביקורת על כך שהמדד עלול להיות מוטע בבנקים בעלי פעילות חוץ-מאזנית או השקעתית ענפה (Weelock and Wilson 2018, Shaffer and Spierdijk 2020). לכן החרגנו מהמדגם את מדינות ה-G7 שבהן הפעילות החוץ-מאזנית נכבדת.

³ מדדי ריכוזיות עשויים להיות מוטעים בשל הבדלים מבניים בין מערכות בנקאיות, לרבות היעדר בנקים ציבוריים וסניפים של בנקים זרים (שלוש מדינות כל אחד) וריבוי בנקים קואופרטיביים הקשורים זה לזה (שש מדינות). לעומת זאת, הבדלים אלה אינם משנים באופן מהותי את התוצאות הנצפות עבור מדדי לרנר ותשואה להון בקרב הבנקים שבמדגם.

⁴ לסקירה נרחבת של יתרונות השימוש במדד זה ראו: דוח הוועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי (ועדת שטרומ, 2021). בשנים האחרונות הוצגו בספרות מספר ניסיונות לשפר את המדד אך מרבית התוספות אינן משנות את התוצאות המרכזיות, Spierdijk, L., & Zouras, M., (2018), Igan et al. (2021), Weelock and Wilson (2018), Carbo et al. (2009), Shaffer and Spierdijk (2020).



על-מנת לחשב את המדד אנו אומדים את שני רכיבי המשוואה באופן הבא: המחיר (P) נאמד באמצעות ההכנסה הממוצעת של הבנק (הכנסות מריבית ומפעולות אחרות חלקי סך הנכסים). העלות השולית (MC) מוערכת באמצעות פונקציית עלות המבוססת על מחירי התשומות השונות של הבנק, ובהן הריבית על הפיקדונות, הוצאות השכר והוצאות תפעוליות אחרות. ערך המדד המתקבל נע בין 0 ל-1; ככל שהערך גבוה יותר, הדבר מעיד על כוח שוק רב יותר של הבנק ועל יכולתו לגבות מחיר גבוה בשיעור ניכר מעלות הייצור השולית שלו. נוסף על כך תיקפנו את הממצאים באמצעות מדד בון (Boone), הבוחן את מידת התגמול ליעילות תפעולית⁵.

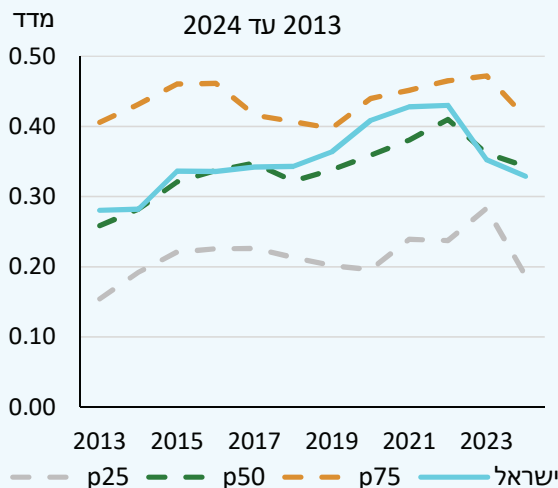
תוצאות והשוואה בין-לאומית⁶

מדד לרנר של הבנקים בישראל עלה בין השנים 2013-2022 ולאחר מכן ירד (איור 4). הקו המלא באיור 4 מציג ממוצע משוקלל לפי חלקו של כל בנק בסך נכסי המערכת הבנקאית. בהשוואה בין-לאומית עולה כי מגמות אלו אינן ייחודיות לישראל; עלייה הדרגתית במדד עד 2022 והיפוך מגמה לאחר מכן נצפים גם במדינות ההשוואה (איור 4).

⁵ ערכי מדד בון בישראל נמוכים וניצבים מתחת לאחוזון ה-25 של מדינות ההשוואה לאורך כל התקופה. נתון זה מעיד על רמת תחרות גבוהה בשוק. הפער בין ממצאי מדד לרנר לממצאי מדד בון נובע מכך שהמדדים מודדים היבטים שונים של תחרות: מדד לרנר מתמקד ברמת התמחור ביחס לעלות, בעוד מדד בון בוחן את מידת התגמול ליעילות תפעולית. ברגרסיית הפאנל הראשונית שבחנה את הקשר בין מדדי תחרות וריכוזיות לבין התשואה על ההון לא נמצא קשר מובהק עם מדד בון לאחר הבקרה על המשתנים הנוספים.

⁶ התוצאות נותרות עמידות תחת הגדרות חלופיות, בשימוש בנתוני FITCH, ובהשוואה למדד לרנר של הבנק העולמי.

איור 4 | מדד תחרותיות לרנר בישראל ובאחוזונים במדינות המדגם



הערות: ממוצע מדינות משוקלל לפי סך נכסים, ראה לוח 1.
המקור: נתוני BankFocus של מודיס ועיבודי בנק ישראל.

ממצאים אלו מחזקים את הטענה כי שינויים אסדרתיים, תנאים מקרו-כלכליים ותהליכים טכנולוגיים גלובליים משפיעים על מדד לרנר באופן דומה בכל העולם. עם זאת, נראה כי מ-2018 ועד 2022 עלה מדד לרנר בישראל בקצב גבוה יותר מאשר במדינות השוואה בצורה שתואמת באופן חלקי את העלייה בתשואה להון משנת 2021⁷. לעומת זאת, הירידה במדד לרנר (העלייה ברמת התחרות) משנת 2023 אינה באה לידי ביטוי ישיר בתשואה להון וזו נשארה ברמה גבוהה.

סיכום

בניתוח הנוכחי נמצא כי הגידול הניכר ברווחיות הבנקים בישראל לרמה גבוהה ביחס למדינות מפותחות, לא לווה בעלייה בריכוזיות, אך כן לווה בירידה זמנית במידת התחרות כפי שהיא נמדדת במדד לרנר. בשנים האחרונות ניכרת חזרה של רמת התחרות לרמותיה ההיסטוריות, כך שמיקומה של ישראל בהתפלגות הבין לאומית חזר לסביבת החציון, בעוד שהתשואה על ההון

נותרה גבוהה. בין השנים 2014–2023 עלתה יעילות הבנקים בישראל (ראו סקירות הפיקוח על הבנקים), בין היתר על רקע המעבר לתפעול דיגיטלי - תהליך שיכול להסביר עלייה מקבילה בתשואה להון ועלייה זמנית במדדי התחרות⁸. על רקע ההתייעלות, בעשור האחרון נרשמה בישראל גם התרחבות בפעילות האשראי, כפי שמשתקף בעלייה בשיעור החוב לתוצר, בניגוד למגמה במדינות רבות בעולם (איור ד'–1). להתרחבות זו יכולה להיות תרומה נוספת לתשואה להון דרך הגידול בנפח הפעילות. לבסוף, התשואה להון מושפעת גם מרמת המינוף, שנמצאת בעלייה מאז 2022 (לפי סקירות הפיקוח על הבנקים), בעוד שמדד לרנר עשוי דווקא לרדת כתוצאה מכך⁹.

רשימת מקורות

Carbó-Valverde, S., Humphrey, D., Maudos, J., & Molyneux, P. (2009). Cross-country comparisons of competition and pricing power in European banking. *Journal of International Money and Finance*, 28(1), 115–134.

Igan, D., Pería, M.S.M, Pierri N., & Presbitero A. F., (2021). When they go low, we go high? Measuring bank market power in a low-for-long environment. *IMF Working Papers* 2021, 149 (2021).

⁷ בבחינת מרכיבי המדד עולה כי הן רכיב המחיר (P) הן רכיב העלות השולית (MC) עלו בישראל בקצב מהיר יחסית. עם זאת, החל משנת 2023 ניכרת מגמת התייצבות בשני הרכיבים, כאשר ההתייצבות ברכיב המחיר (P) בולטת יותר. התפתחות זו מובילה לירידה במדד לרנר.

⁸ במדד לרנר עלייה ביעילות והקטנת הוצאות עשויות להתבטא בטווח הקצר כירידה ברמת התחרות גם בשוק תחרותי (עלויות נמוכות מקטינות את MC ומביאות לעלייה במדד).

⁹ בחישוב המדד לא נזקפת עלות להון עצמי כך שהגדלת מינוף יכולה להתבטא בעליית MC עבור שיעור הכנסה נתון מהנכסים.

Shaffer, S., & Spierdijk, L. (2020). Measuring multi-product banks' market power using the Lerner index. *Journal of Banking & Finance*, 117, 105859.

Spierdijk, L., & Zaouras, M. (2018). Measuring banks' market power in the presence of economies of scale: A scale-corrected Lerner index. *Journal of Banking & Finance*, 87, 40–48.

Wheelock, D.C., & Wilson, P. W. (2018). The evolution of scale economies in U.S. banking. *Journal of Applied Econometrics*, 33(1), 16–28.

דוח הוועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי (2021). משרד האוצר, בנק ישראל.