



בנק ישראל

דוח היציבות הפיננסית

המחצית הראשונה של 2022

ירושלים, אב התשפ"ב • אוגוסט 2022



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.
מס' קטלוגי 103042
דפוס איילון, ירושלים

תוכן העניינים

5	מבוא ועיקרי הדברים	1.
5	מבנה הדוח ומטרתו	1.1
5	עיקרי הממצאים	1.2
7	ערוצי החשיפה – הסביבה	2.
7	מקרו	2.1
11	שוק הנכסים	2.2
19	האשראי - היקפו ורמת סיכון	2.3
26	תיבה 1: ניתוח הגורמים לצמיחת האשראי לענף הבינוי וההשלכות האפשריות על הסיכונים הפיננסיים	
40	הנזילות	2.4
42	עמידות	3.
42	מערכת הבנקאות	3.1
45	חברות הביטוח	3.2
48	תיבה 2: סיכוני האקלים והמוסדות הפיננסיים	
50	תרחישי הסיכון העיקריים לכלכלה הגלובלית והסיכון למשק הישראלי במקרה שיתממשו	4.

דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל מתפרסם פעמיים בשנה. בדוח זה מבטאים כלכלני הבנק את הערכתם בעניין החשיפות לסיכונים העיקריים הנשקפים למערכת הפיננסית, מנתחים את החשיפות העיקריות ומעריכים תרחישי סיכון פוטנציאליים. ההערכות והניתוחים מתבססים על סקירת ההתפתחויות בתקופה הנסקרת, בחינת השינויים המבניים, שימוש במודלים אנליטיים והערכה של תנאי הרקע בכלכלות העולמיות והמקומית. הדוח מתאר את ההשפעה של התממשות תרחישי סיכון על המערכת הפיננסית בטווחים הקצר והבינוני, במטרה להגביר את המודעות להם בקרב קובעי המדיניות ובציבור הרחב ולאפשר היערכות מתאימה.

כתבו: נטליה פרסמן, אסף זילברשטיין, אורן שניאורסון, איתי קדמי, נמרוד שגב, מיטל גראם רוזן, כלכלני היחידה הכלכלית בפיקוח על הבנקים.

ריכוז נתונים: אריה קרינץ ונדב קפלן.

דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2022

1. מבוא ועיקרי הדברים

1.1 מבנה הדוח ומטרתו

דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של שנת 2022 מעריך את יציבותה של המערכת הפיננסית המקומית על פי ניתוח הסביבה שבה היא פועלת – הסביבה המקרו-כלכלית, שוקי הנכסים והאשראי למשקי הבית ולמגזר העסקי – ובכך מספק אינדיקציה לחשיפותיו השונות של המשק לזעזועים שמקורם בארץ ובחו"ל. על סמך סקירת ההתפתחויות, המודלים האנליטיים, הממצאים מהמוניטור ליציבות הפיננסית וניתוח העמידות של המוסדות הפיננסיים אנחנו מתארים את ערוצי הפגיעות של המערכת הפיננסית, ועל בסיסם מגבשים את הערכותינו לגבי סיכונים הנשקפים מהם למשק. הדוח מציג גם תרחישי סיכון הנובעים מחשיפותיו הפיננסיות של המשק, תרחישים שהתממשותם עלולה לאיים על המשך הפעילות הכלכלית.

1.2 עיקרי הממצאים

- המשק הישראלי התאושש ממשבר הקורונה. התוצר נמוך רק במקצת מקו המגמה לפני המשבר; שוק העבודה הדוק, והביקוש לעובדים גבוה; הגירעון הלך והצטמצם בעקביות, עד שהפך, ביוני, לעודף.
- האינפלציה הואצה במהלך שנת 2021, ומתחילת 2022 עליית המחירים ב-12 החודשים האחרונים הייתה מעל לגבול העליון של יעד האינפלציה. עד תחילת חודש יולי הועלתה ריבית בנק ישראל שלוש פעמים, לרמה של 1.25%.
- למלחמה באוקראינה השפעה ישירה מוגבלת על המשק הישראלי בשל חשיפה מועטה לשני המשקים השרויים בקונפליקט. ההשפעה העקיפה עוברת בעיקר באמצעות עליית מחירי הסחורות.
- התנאים הפיננסיים התהדקו ברוב המשקים הגדולים, והסיכונים לצמיחה הגלובלית גברו בהשפעת המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, מעבר של בנקים מרכזיים ברחבי העולם להידוק מוניטרי והאטת הפעילות הכלכלית בסין.
- הידוק המדיניות המוניטרית בזמן רגיש, כאשר משקים רבים עדיין משתקמים מנזקי משבר הקורונה, מעמיד בנקים מרכזיים בפני האתגר לאזן בין הצורך לרסן את האינפלציה לצורך לאפשר המשך התאוששות של הכלכלה תוך שמירה על היציבות הפיננסית.
- בתקופה הנסקרת נרשמו ירידות שערים בשוק ניירות הערך ועלייה של מרווחי הריבית בין אג"ח החברות לאג"ח הממשלתיות. זאת בהשפעת עלייתה של האינפלציה בישראל ובעולם, ובעקבותיה עליית הריבית, ועליית המתח הגיאופוליטי.
- מחירי הדירות עלו בשנת 2021 עלייה חדה, וזו נמשכת גם בתחילת 2022. גם יחס מדד מחירי הדירות למדד מחירי השכירות המשיך לעלות.
- האשראי למגזר העסקי צמח במהירות בשנת 2021 וברבעון הראשון של 2022, בהובלת האשראי הבנקאי, שהתרחב תוך ירידת הריביות במגזר העסקים הגדולים והבינוניים. התרחבות האשראי העסקי נמשכה גם בחודשים אפריל-מאי 2022, וזאת למרות עליית הריביות בכל המגזרים.
- ניתוח נתוני החברות הציבוריות מעלה כי נכון למועד הניתוח, האינדיקטורים לעמידות העסקים מצביעים על איתנות גבוהה וסיכון נמוך, המתבטאים בירידה מסוימת של המינוף ועלייה של כושר ההחזר במרבית הענפים.

- האשראי הבנקאי לענף הבינוי גדל בשנתיים האחרונות בקצב מואץ, תוך כדי עלייה בתיאבון - לסיכון. חלק מרכזי של גידול האשראי נועד למימון קרקעות בשיעורי מימון גבוהים ובמחירים חריגים בהשוואה לעבר, אשר מגלמים ציפייה להמשך עלייתם של מחירי הדירות. במהלך התקופה הנסקרת הורה בנק ישראל לחזק את ניהול הסיכונים בבנקים, בין היתר באמצעות הקצאת הון נוספת בגין מימון קרקעות במינוף גבוה. מדדי העמידות (המינוף וכוסר ההחזר) בענף הבינוי והנדל"ן נמוכים מאשר בשאר הענפים.
 - נמשכה מגמת ההתרחבות של האשראי למשקי הבית, לדיור ולא לדיור, לצד עלייתן של הריביות החל מחודש מרץ. איכות האשראי, הנמדדת כשיעור האשראי בפיגור והאשראי הפגום, טובה בהסתכלות היסטורית.
 - העלייה בביצועי המשכנתאות לוותה בעלייה של שיעור המימון ושיעור ההחזר מההכנסה הפנויה. כ-15% מהמשכנתאות נלקחות יחד עם הלוואה צרכנית סמוכה ללקיחת המשכנתה.
 - כמחצית ממסגרות העו"ש הקיימות היו בפברואר 2022 במצב של משיכת יתר, וכרבע מסך המסגרות היו במצב של משיכת יתר מתמשכת. שיעורים אלה נמוכים בהשוואה לשנים קודמות, לפני פרוץ משבר הקורונה.
 - בחודשים האחרונים ירדה רמת הנזילות בשוק האג"ח הממשלתיות, בדומה להתפתחויות במדינות רבות. בשוק אג"ח החברות התופעה מתונה יותר, ובשוק המניות רמת הנזילות נותרה יציבה.
 - הגופים הפיננסיים, ובראשם הבנקים וחברות הביטוח, שמרו בתקופה הנסקרת על יציבות, תוך גידול ברווחים.
 - תרחישי הסיכון העיקריים מתמקדים בהתמתנות הפעילות הגלובלית כתוצאה מהידוק המדיניות המוניטרית, המתחייב מעליית האינפלציה; בהמשך חוסר הוודאות הפוליטית בישראל; ובירידת האיכות של האשראי היזמי בענף הבנייה.
- לוח 1 מציג הערכה של רמת הסיכון בערוצי החשיפה המרכזיים של המערכת הפיננסית לאורך זמן. ההערכה מבוססת, בין השאר, על תוצאות שהתקבלו מהמוניטור הפיננסי (אשר מוצג בפירוט בדוח היציבות למחצית הראשונה של 2020), שהוא "מפת חום", המסכמת את ההתפתחויות העיקריות ב-51 אינדיקטורים לפגיעות אפשרית של המערכת הפיננסית.
- רמת הסיכון בחלק מערוצי החשיפה נותרה, להערכתנו, דומה לזו ששררה במחצית השנייה של 2021. עם זאת אנחנו מעלים את רמת הסיכון הנובעת מערוץ האשראי בעקבות צמיחה מהירה של האשראי, עליית רמת הסיכון באשראי הבנקאי לענף הבינוי והנדל"ן ועליית שיעור המשכנתאות המסוכנות. לעומת זאת ירדה, להערכתנו, רמת הסיכון הנובע מערוץ המקרו, וזאת הודות להתאוששות המהירה של המשק ממשבר הקורונה, צמיחה חזקה וצמצום מהיר של הגירעון¹. ואולם חוסר ודאות פוליטית, התחזקות האינפלציה והתמתנות הפעילות הצפויה בחו"ל מעיבים על תמונת המקרו החיובית.

¹ ציוני המוניטור אינם מתעדכנים בדיעבד. הערכת רמת הסיכון במחצית השנייה של 2021 התקבלה על סמך הנתונים שהיו זמינים בעת כתיבתו של הדוח הקודם, ולא כללו את נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון האחרון של 2021, אשר הצביעו על צמיחה גבוהה וחריגה. בהתחשב בנתונים אלה רמת הסיכון בערוץ המקרו במחצית השנייה של 2021 הייתה אמורה להיות נמוכה יותר, והצבע במוניטור היה אמור להיות ירוק ולא צהוב.

לוח 1. רמת הפגיעות של הערוצים הנבחרים לפי המוניטור

לוח 1. רמת הפגיעות של הערוצים הנבחרים לפי המוניטור

ערוצי החשיפה/ התקופה	2020:1	2020:2	2021:1	2021:2	2022:1
המקרו					
שוקי הנכסים					
האשראי					
העמידות					
הנזילות					



2. ערוצי החשיפה – הסביבה

כללי	2021:2	2022:1
הסביבה המקומית		
הסביבה העולמית		

2.1 מקרו

2.1.1 כללי

המשק הישראלי התאושש במהירות ממשבר הקורונה. הסיכונים ליציבות הפיננסית לא התממשו, בין היתר בזכות המדיניות המוניטרית והפיסקלית המרחיבות. ההתאוששות הכלכלית בישראל ובמשקים אחרים לוותה בעליית האינפלציה, דבר שמחייב הידוק מוניטרי מהיר יותר מזה שהיה צפוי. המלחמה שפרצה באירופה הגבירה את הסיכונים ליציבות הפיננסית, אך עד כה השפעתה מוגבלת. **אנו מעריכים כי סיכון המקרו בכללותו ירד בתקופה הנסקרת, לנוכח הצמיחה החזקה בישראל והאינפלציה הנמוכה יחסית לשאר המדינות המפותחות.**

2.1.2 הסביבה המקומית

זה למעלה משנה מתמודד המשק הישראלי עם נגיף הקורונה בלי להיכנס לסגר. את שני גלי התחלואה האחרונים (הגל הרביעי, ה"דלתא", שנמשך מאמצע יוני עד ספטמבר 2021, והחמישי, ה"אומיקרון", שהתחיל בסוף נובמבר 2021) עבר המשק תחת מגבלות והמלצות משתנות, בהתאם למצב התחלואה, בזכות החיסונים (כולל חיסוני בוסטר), הניסיון שנצבר במערכת

הבריאות בטיפול בחולים, הנהגת הבדיקות המהירות, ולגבי וריאנט ה"אומיקרון" – בזכות מחלה קלה יחסית שהוא מחולל בנדבקים. בהתאם לכך הלכה ופחתה השפעת המגפה על הפעילות הכלכלית. לקראת סוף התקופה הנסקרת התחיל גל נוסף של תחלואה.

רמת הפעילות בתקופה הנסקרת הייתה גבוהה, התוצר היה נמוך רק במקצת מקו המגמה שלפני משבר הקורונה, ומצבו של ענף התיירות הנכנסת השתפר בעקבות הסרת המגבלות מעל פעילותו. על פי התחזית המעודכנת של חטיבת המחקר מחודש יולי 2022 תסתכם צמיחת התוצר בשנת 2022 ב-5%.

שוק העבודה התאושש מהמשבר למרות הפגיעה החריפה בתחילתו. שיעור האבטלה התייצב ברמה נמוכה, שיעור התעסוקה חזר לרמתו הממוצעת בשנת 2019, והביקוש לעובדים ממשיך להיות גבוה מאשר לפני פרוץ המשבר.² סך תשלומי השכר במשק חזרו לקו המגמה של טרם המשבר. השכר הממוצע למשרת שכיר במגזר העסקי נמצא מעל קו המגמה ארוכת הטווח.

כתוצאה מגידול הפעילות הלך והצטמצם **הגירעון הכולל של הממשלה** (ללא מתן אשראי), ובחודש יוני 2022 נרשם עודף מצטבר (ב-12 החודשים האחרונים) של 0.4% תוצר. זאת עקב ירידה בהוצאות המקומיות הקשורות למשבר הקורונה (סיום תוכניות הסיוע הכלכלי), מחד גיסא, ועלייה בגביית המסים, בעיקר המסים הישירים, מאידך. אולם יש להביא בחשבון שגידול כה מהיר של הכנסות המדינה כולל רכיבים חריגים וחד-פעמיים, שלא ניתן להסתמך עליהם בעתיד. מתוך סך עודף גביית המסים של כ-67 מיליארדי ש"ח בשנת 2021 לעומת שנת 2019 ניתן לייחס לגורמים כאלה 29 מיליארדי ש"ח (כ-43%).³ החוב הציבורי ברוטו, שעמד בסוף 2021 על 69% תוצר (אומדן), עשוי להצטמצם בשנת 2022 ל-66% תוצר ב-2022.

ביצועים פיסקליים חזקים יחד עם קידום רפורמות מבניות על ידי הממשלה, במטרה לשפר את הפריז, את התשתיות הפיזיות ואת ההון האנושי, זאת בהתאם לתוכנית בנק ישראל להאצת הצמיחה במשק⁴ הובילו את חברת דירוג האשראי Moody's לאשר את **דירוג האשראי** של ישראל ברמה A1 ולשנות את תחזית הדירוג מ"יציבה" ל"חיובית".

האינפלציה הואצה במהלך שנת 2021, ומתחילת 2022 האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים הייתה מעל לגבול העליון של היעד. האינפלציה מושפעת בין היתר מהרכיב המיובא – עליית מחירי הסחורות וחומרי האנרגיה בגלל משבר הקורונה, ששיבש את שרשראות האספקה, ולאחרונה גם בגלל המלחמה באוקראינה. גם התורים הארוכים בנמלים ועיכוב בפריקת האוניות מייקרים סחורות רבות שמגיעות ארצה, כולל מוצרי מזון וחומרי בנייה. האינפלציה בישראל בשנת 2021 הייתה נמוכה יחסית למדינות מפותחות אחרות – בין היתר בזכות ייסוף של 7.9% בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל בשנה זו, אך מאז פוחת השקל במידה ניכרת. תחזית האינפלציה של חטיבת המחקר לשנת 2022 הועלתה ל-4.5%; ציפיות האינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון ומהריביות הפנימיות של הבנקים נמצאות מעט מעל לגבול העליון של היעד, אך הציפיות מהשנה השנייה ואילך הן בתוך היעד.

בנק ישראל החל בצמצום המדיניות המרחיבה כבר במחצית השנייה של 2021, אז החליטה הוועדה המוניתרית לסיים חלק מהתוכניות שהוכרזו להתמודדות עם המשבר. (לפרטים ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021). האצת האינפלציה על רקע ההתאוששות המהירה של המשק והאינפלציה המיובאת הביאה לנקיטת מדיניות מוניתרית מרסנת; בחודשים האחרונים (עד תחילת יולי) הועלתה **ריבית** בנק ישראל שלוש פעמים, לרמה של 1.25%.⁵ על פי תחזית חטיבת המחקר, ריבית בנק ישראל צפויה לעמוד הרבעון השני של 2023 על 2.75% בממוצע.

² מספר המשרות הפנויות במשק התייצב על כ-150 אלף, לעומת כ-100 אלף לפני המשבר, ושיעור המשרות הפנויות (מסך המשרות במשק) עומד על למעלה מ-5%, לעומת כ-3.5% לפני המשבר. היחס בין מספר המובטלים בהגדרה המורחבת לבין מספר המשרות הפנויות עמד במאי 2022 על 1.33, לעומת ממוצע של 1.6 בשנת 2019, שבה שוק העבודה היה בתעסוקה מלאה.

³ הגורמים החריגים האמורים כוללים את עליות השכר ורווחי ההון של העובדים בשירותי ההיי-טק, גידול חריג (ביחס לתוצר) של יבוא מוצרי צריכה, גאות בבורסה, האצה של שיווקי הקרקעות וגאות בשוק הדיור. העלאת מס הרכישה על הדירות להשקעה, שהביאה להקדמת רכישות של משקיעים, הביאה גם להקדמת גביית מסים לשנת 2021, דבר שיפעל להקטנת הגבייה בשנת 2022. להרחבה ראו תיבה ו'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2021.

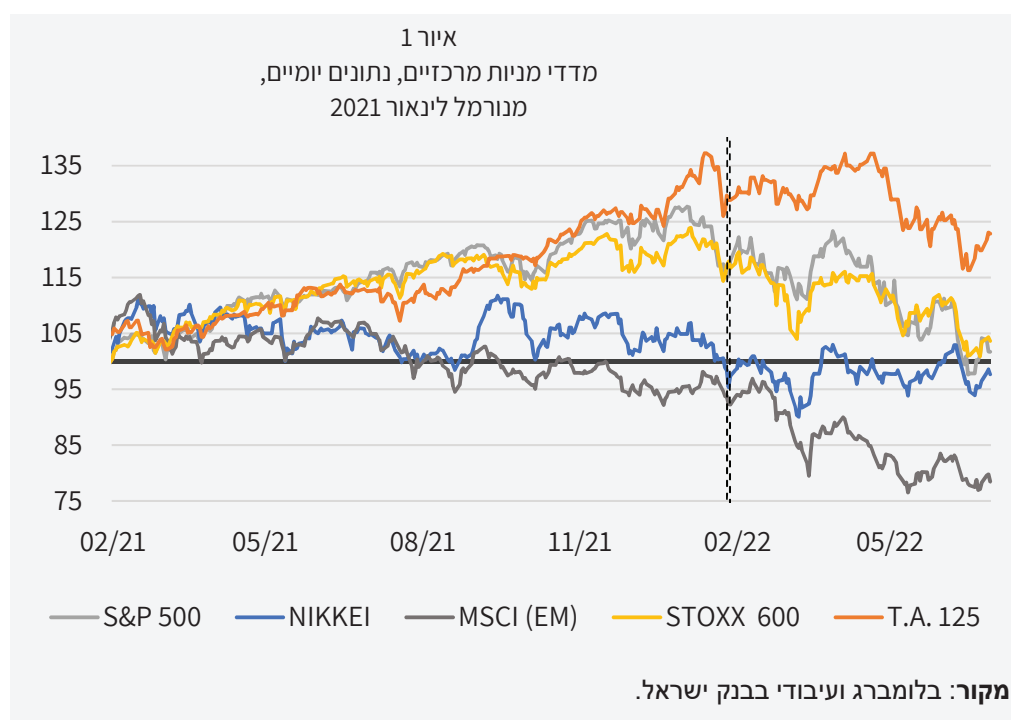
⁴ תוכנית בנק ישראל להאצת הצמיחה במשק: ארבעה צירי פעולה אסטרטגיים מומלצים לממשלה ומסגרת פיסקאלית, פורסם ב-16.06.2021.

⁵ להרחבה בנושא האינפלציה והמדיניות המוניתרית ראו דוח המדיניות המוניתרית למחצית הראשונה של 2022.

השפעת המלחמה באוקראינה התבטאה עד כה בעיקר בעליית האינפלציה בעקבות עליית מחירי הסחורות וחומרי האנרגיה. משך ההשפעה של המלחמה ומידתה תלויים במשך ובעוצמה של הלחימה, וכן במשך ובחומרה של הסנקציות על רוסיה. היקף הסחר הישראלי הישיר מול רוסיה ואוקראינה זניח, וכן גם הפגיעה האפשרית הישירה של הפסקת ההשקעות הרוסיות בישראל. ירידה לטמיון של השקעות הישראלים ברוסיה או באוקראינה זניחה גם היא. עם זאת ציינו כ-9% מהעסקים בתעשייה (בעיקר עסקים קטנים בענפים ייצור מזון וייצור מוצרי מתכת) בסקר הלמ"ס⁶, שהמלחמה פגעה במידה רבה מאוד בפעילותם הכלכלית; מתוך כלל העסקים באוכלוסיית הסקר כשליש דיווחו שהושפעו לרעה במידה כלשהי.

2.1.3 הסביבה העולמית

התנאים הפיננסיים התהדקו ברוב המשקים המרכזיים, והסיכונים לאי התממשות תחזיות הצמיחה הגלובלית כלפי מטה התגברו בהשפעת המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, הידוק המדיניות המוניטרית של בנקים מרכזיים ברחבי העולם והאטת הפעילות הכלכלית בסין⁷. נתונים רבים מראים כי במספר משקים מובילים גבר גם הסיכון למיתון⁸. מחירי הנכסים הפיננסיים – לרבות המניות, האג"ח הממשלתיות והאג"ח הקונצרניות – ירדו במהלך המחצית הנסקרת ירידה חדה יחסית. פתיחת המרווחים הקונצרניים (הן בדירוג ההשקעה, והן בדירוג הספקולטיבי) ועליית התשואות הביאו להתייקרות משמעותית בעלות המימון השולית של המגזר העסקי ברחבי העולם.



מלחמת רוסיה-אוקראינה השפיעה במספר מישורים: ראשית, התייקרו מחירי הסחורות המיוצאות מרוסיה ומאוקראינה⁹; שנית, הואטה הזרמת הגז מרוסיה לאירופה, מה שמעלה את הסיכון לצמיחה ככל שהתופעה תימשך. המהלך כבר הניע את גרמניה להגביר את כוננות החירום האנרגטית שלה לשלב 2 מתוך 3¹⁰, ויש חשש ממדיניות של קיצוב אנרגיה, שעלולה להוביל לצמצום הפעילות העסקית ופגיעה כלכלית משמעותית. שלישית, בשרשרת הייצור, אשר נתונה לשיבושים עוד כתוצאה ממשבר הקורונה,

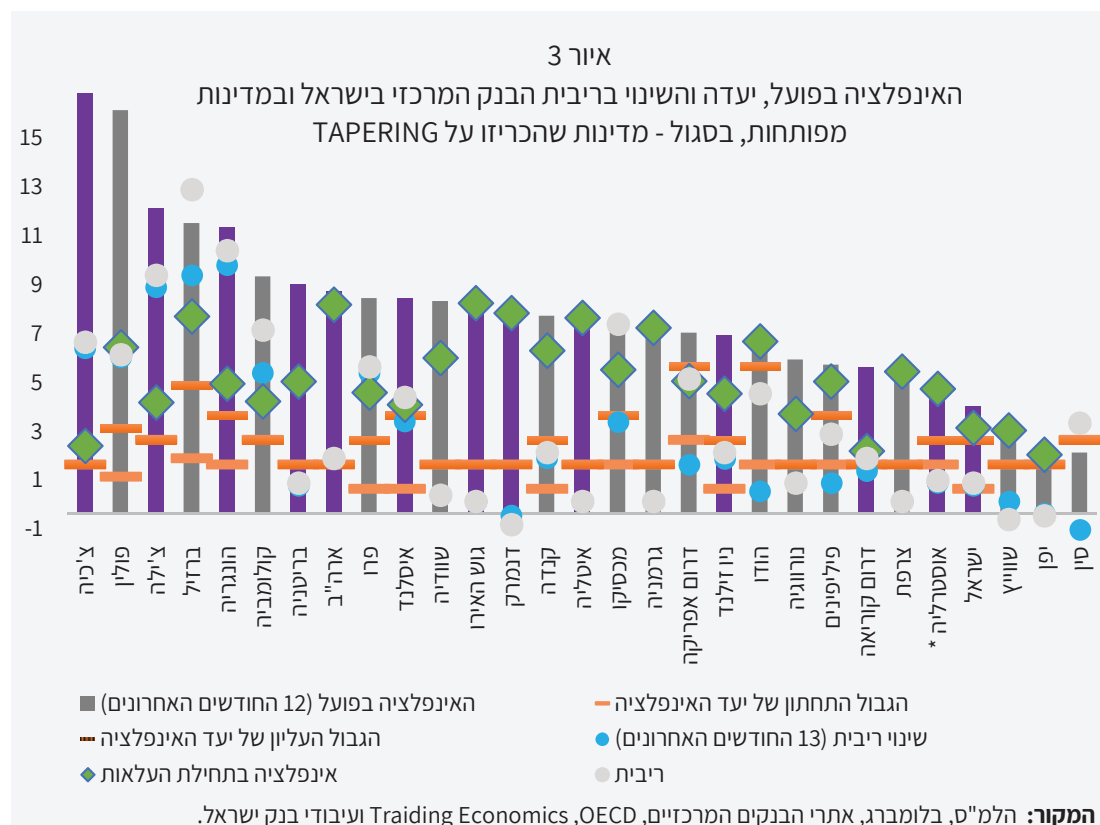
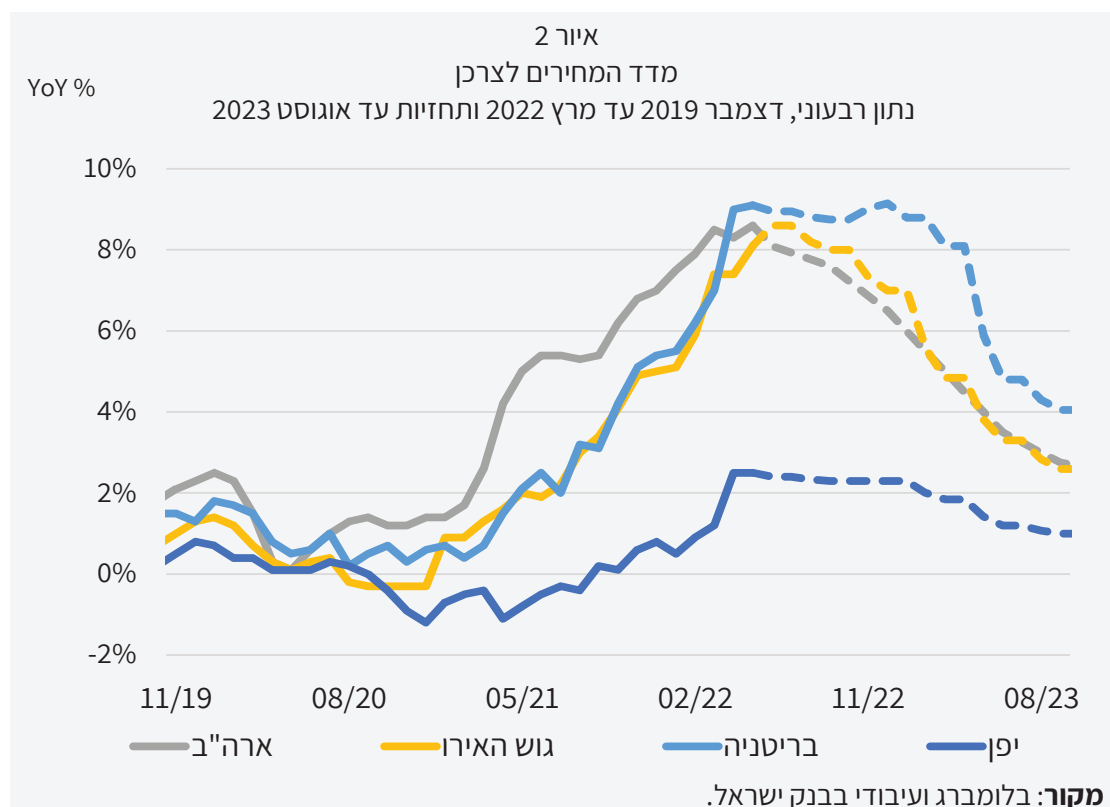
⁶ במסגרת סקר הערכת המגמות בעסקים, לפרטים ראו הודעה לעיתונות מיום 8/05/2022.

⁷ בין השאר בהשפעת מדיניות "0 קורונה", אך גם בהשפעת משבר במגזר הנדל"ן.

⁸ ירידה מתמשכת במדדי אמון הצרכנים, סימנים להאטה במדדי מנהלי הרכש באירופה ובארצות הברית, ועלייה מתמשכת של תחזיות החזאים להסתברות למיתון בשנה הקרובה.

⁹ אשר התמתנה מעט לקראת סוף התקופה.

¹⁰ 23.6.22 Reuters, "Germany triggers gas alarm stage, accuses Russia of 'economic attack'".



נרשמו קשיים נוספים, וזאת עקב התלות של חלק מכלכלות אירופה בייצור מוצרי ביניים באזורי הלחימה. עם זאת חשוב לציין כי החשיפה של המערכת הבנקאית העולמית לרוסיה קטנה יחסית, למעט מספר בנקים באירופה שאינם נחשבים לבעלי סיכון מערכתי¹¹. על פי מכלול ההיבטים האמורים נראה כי גבר הסיכון למיתון באירופה, ועמו – ליציבות הפיננסית.

סביבת האינפלציה העולמית המשיכה לעלות במהלך התקופה, ומעבר לבעיות בשרשרת האספקה והייצור והשינויים בביקוש הצרכני בעקבות מגפת הקורונה, אשר הביאו לעלויות המחירים עד כה, חוללה המלחמה גל נוסף של עלויות מחירים, בעיקר בגלל נסיקה של מחירי האנרגיה וסחורות נוספות.

את הבעיות בשרשרת הייצור החריפה מדיניות ה-"0 קורונה" של סין, בשל סגרים שהוטלו על מספר אזורים בה, בעלי חשיבות ניכרת לכלכלה. יחד עם זאת ההערכות בשוק ההון הן כי במחצית הנסקרת האינפלציה הגיעה לשיאה, וכעת היא צפויה להתחיל להתמתן בהדרגה¹². סביבת האינפלציה הניעה בנקים מרכזיים רבים להדק את המדינות המוניטרית בחדות, ובלט ה-Fed, שמעבר להעלאות הריבית נקט צמצום כמותי¹³ של מאזנו. במקביל העלה הבנק המרכזי האירופי את הריבית בחודש יולי, וההערכות בשוק מצביעות על העלאות ריבית נוספות בישיבות הקרובות. משקים רבים עדיין משתקמים מנזקי משבר הקורונה, ורמות המינוף של מדינות, עסקים וצרכנים גבוהות מאשר בשנים האחרונות. העלייה החדה של האינפלציה, שחלקה אקסוגני לפעילות, לצד המשך שיבושים בשרשראות הייצור, מציבה אתגר משמעותי בפני הבנקים המרכזיים, שעד לאחרונה התמודדו עם אתגר הפוך של סיכון דפלציה. לנוכח רמתה הגבוהה של האינפלציה וחשש להתבססותה נראה שבנקים מרכזיים יעדיפו לפעול להפחתתה גם במחיר של פגיעה בצמיחה ובתעסוקה.

בשווקים המתעוררים הודקו משמעותית התנאים הפיננסיים, וגברו הסיכונים לבריחת הון. התגברות הסיכונים הגיאופוליטיים ברבים מהם בשילוב עם התחזקות הדולר על רקע ההידוק המוניטרי המהיר הצפוי בארצות הברית פגעו באטרקטיביות ההשקעה בשווקים אלו. פגיעה זו מתבטאת בהתייקרות פרמיית הסיכון, בהתחזקות הדולר מול המטבעות המקומיים ובירידות בשוקי המניות המקומיים. הקשרים בין החובות הממשלתיים לבנקים המקומיים התגברו בשנים האחרונות, מה שמעצים את הסיכון שמשבר חובות ממשלתי יוביל לפגיעה מעגלית בפעילות הכלכלית: ירידה בשווי החובות הממשלתיים, שתפגע בהיצע האשראי הבנקאי במשק; הפגיעה באשראי תביא להתדרדרות נוספת בפעילות הכלכלית, וחוזר חלילה.

2.2 שוק הנכסים

כללי	2022:1	2021:2
הנכסים הפיננסיים: אגרות החוב והמניות		
שוק הנדל"ן		

2.2.1 כללי

בתקופה הנסקרת אנו עדים לירידות שערים בשוק ניירות הערך ולעליית המרווחים בין הריבית על אג"ח חברות ואג"ח ממשלתיות. זאת בהשפעת עליית האינפלציה והריבית בישראל ובעולם, וכן עליית המתח הגיאופוליטי. העלייה החדה של מחירי הדירות ששררה בשנת 2021 נמשכה גם במחצית הראשונה של 2022, ויחס מדד מחירי הדירות למדד מחירי השכירות המשיך לעלות. **אנו מעריכים כי רמת הסיכון בערוץ שוק הנכסים הפיננסיים ושוק הדיור נותרה גבוהה.**

2.2.2 הנכסים הפיננסיים

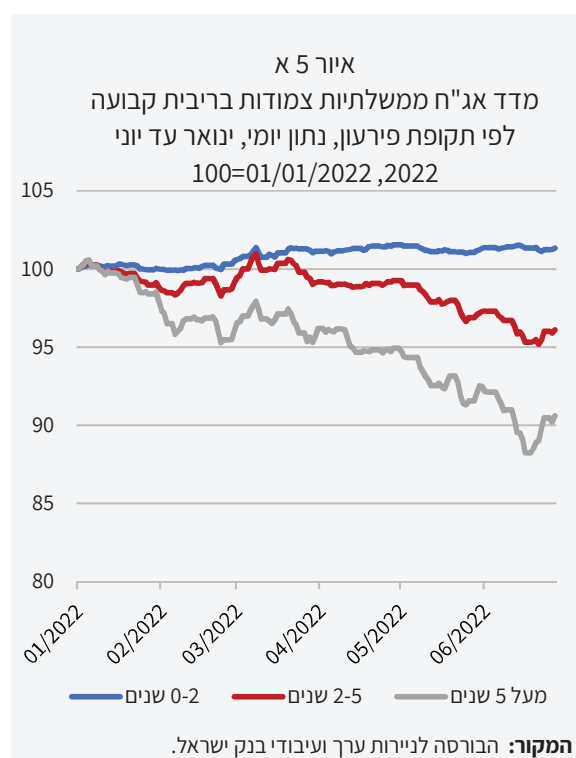
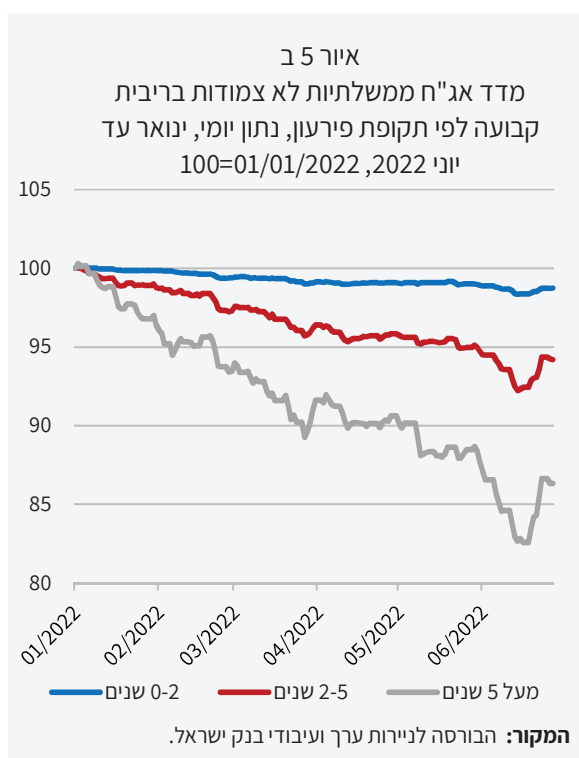
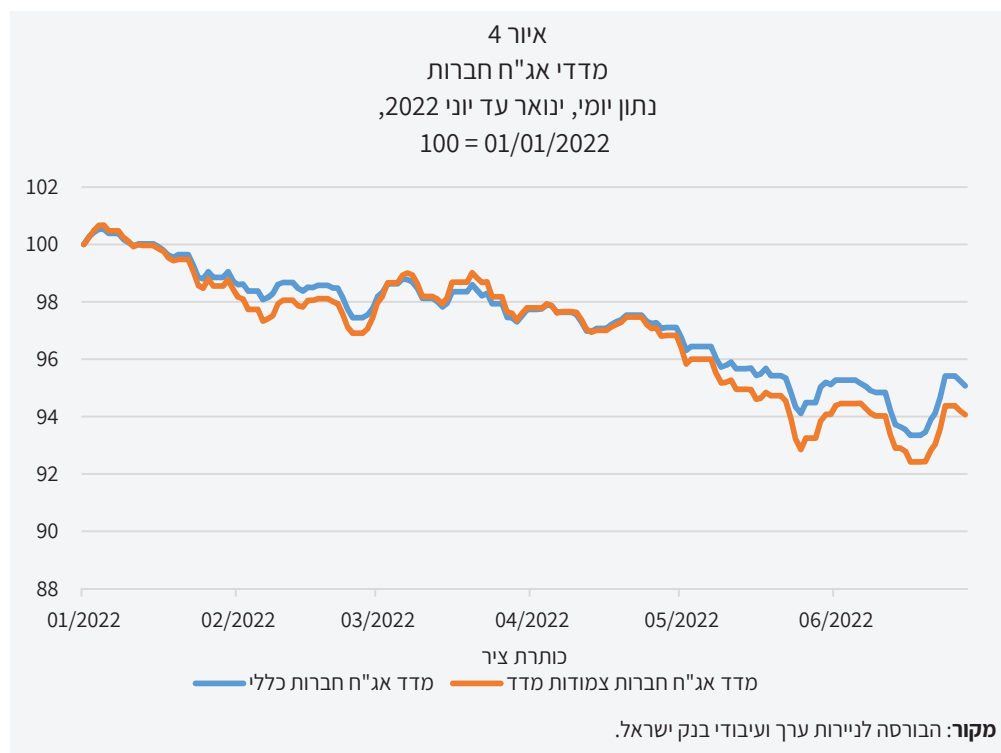
התקופה הנסקרת התאפיינה בנתוני רווחיות חזקים של המגזר העסקי, ובהתאם לכך – בירידה של מכפיל הרווח (הקצר והארוך). אף על פי כן אנו עדים לירידות שערים בשוק ניירות הערך (המניות והאג"ח) ולעליית מרווחי הריבית בין אג"ח החברות לאג"ח הממשלתיות בכל רמות דירוג האשראי ובכל הענפים. שני גורמים מרכזיים השפיעו על התפתחויות אלה: עליית האינפלציה, ובעקבותיה עליית הריבית בישראל ובעולם, ועליית המתח הגיאופוליטי. בשוק המניות גורמים אלה משנים את היוון תזרים הרווחים של החברות – מחד גיסא בשל עליית הריבית חסרת הסיכון, ומאידך בשל עליית סיכון השוק. סיכון נוסף שמקורו בסביבה המקומית הוא אי-וודאות פוליטית, שאפיינה את סוף התקופה הנסקרת.

¹² בהתבסס על תחזיות חזאים וציפיות האינפלציה כפי שהן מגולמות בנכסים שונים בשוק ההון.

¹³ Quantitative tightening.

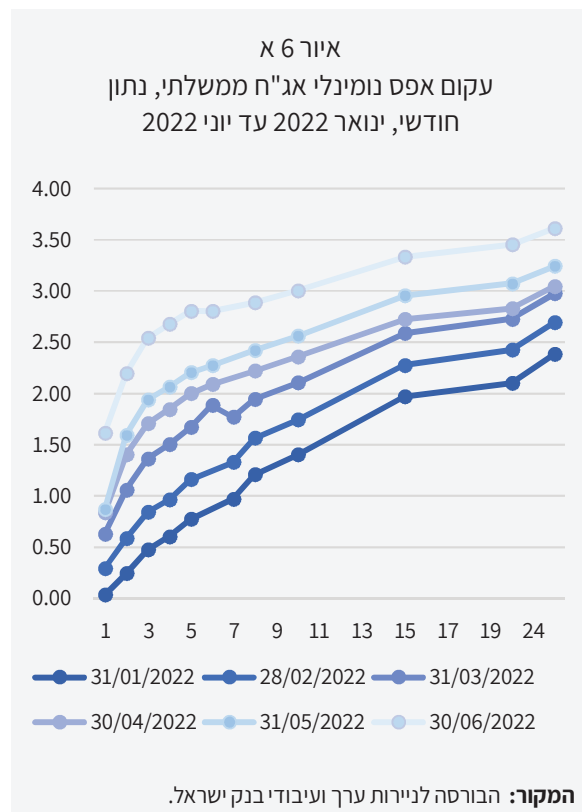
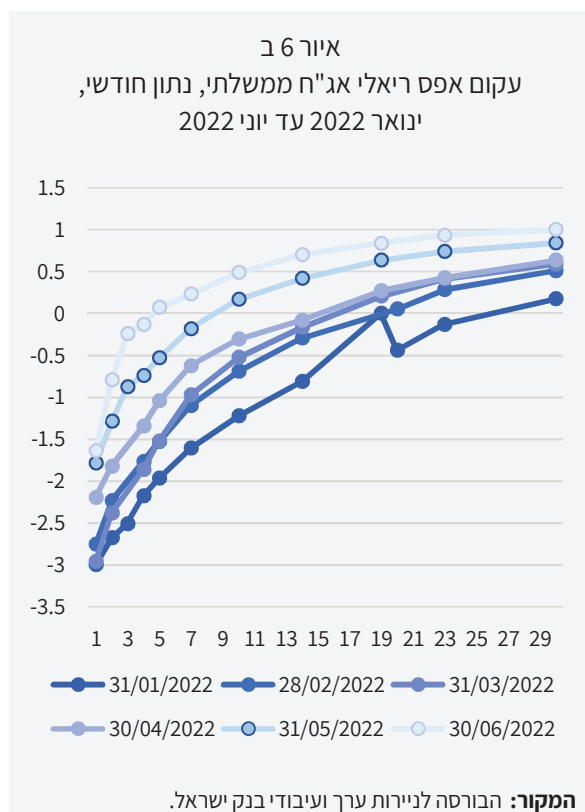
שוק איגרות החוב

מתחילת 2022 ירדו מדדי אג"ח החברות בכ-5% (בסה"כ (איור 4)¹⁴. ירידות אלה נבעו ככל הנראה משינוי הערכות השוק לגבי העלאת הריבית, על רקע נתוני אינפלציה גבוהים בתחילת השנה. ניתן לראות זאת בהשוואת התשואות-לפדיון (yield to maturity) של האג"ח הממשלתיות לטווחים השונים, שכן אג"ח בעלות משך חיים ממוצע (מח"ם) ארוך רגישות לשינויים בריבית יותר מאג"ח בעלות מח"ם קצר (איור 5).



¹⁴ השקעה באג"ח חברות צמודות למדד הניבה תשואה של -5.35%, לעומת -4.50% באג"ח חברות שקליות.

הציפיות להעלאת הריבית העלו את התשואה לפדיון של האג"ח הממשלתיות הנומינליות לכל אורכו של עקום התשואות (איור 6א). לעומת זאת התשואה הריאלית לפדיון עלתה בטווח הבינוני-ארוך, ואילו בטווחים הקצרים היא ירדה (איור 6ב). לעומת זאת בארה"ב נרשם היפוך בעקום התשואות הממשלתיות במהלך התקופה הנסקרת – דבר המעיד על ציפיות של המשקיעים למיתון בטווח הקצר – תופעה שלא נרשמה במשק הישראלי.



המרווחים

בתקופה הנסקרת נרשמה מגמת עלייה מתונה במרווחי המגזר העסקי (איור 7), אך הם עדיין נמוכים בפרספקטיבה היסטורית. הפער בין קבוצות הדירוג השונות נותר יציב, מה שמעיד כי גורם הסיכון שעלה משותף לכלל החברות¹⁵.

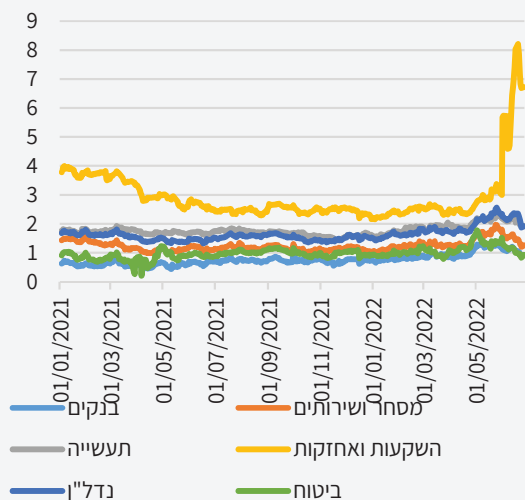
שוק המניות

מדד ת"א-125 רשם בתקופה הנסקרת ירידות שערים של כ-10% (איור 8א), בהתאם למגמה הכללית בעולם (איור 8ב). בחלוקה לענפים ניתן להבחין כי ענפי הבנקאות, הביטוח והמסחר והשירותים עקבו אחר המגמה הכללית של ת"א-125; בענפים הטכנולוגיים היו ירידות שערים גדולות מן המדד הכללי, ואילו בענפים הקשורים באנרגיה היו דווקא עליות שערים. מדד הפחד (VIX, איור 9) נסק לאחר הפלישה הרוסית לאוקראינה, לאחר מכן שב לרמה בינונית, ואז שב ונסק, עם פרסום נתוני האינפלציה בארה"ב. שינויים אלה במדד הפחד אופייניים לתקופות שבהן המשקיעים מתקשים להעריך את הסיכונים למיתון, ואת אלה הטמונים בעליית המתח הגיאופוליטי בעולם¹⁶. המתאם בין מדד זה בישראל למקבילו בחו"ל מלמד כי הסיכונים שהמשקיעים צופים בסביבה המקומית קשורים במידה רבה להתפתחויות גלובליות. סיכון נוסף, שמקורו בסביבה המקומית, עלול להתפתח בחודשים הקרובים, בעיקר כתוצאה מאי ודאות פוליטית ששררה בסוף התקופה הנסקרת.

¹⁵ לקראת סוף התקופה הנסקרת הוחזרו שתי סדרות אג"ח של חברת קרדן בחזרה אל סלי האג"ח שמרכיב בנק ישראל, לאחר מימוש הסדר החוב של החברה. עקב זאת, ישנה קפיצה בעקומת המרווח של שני סלים הכוללים את הסדרות הנ"ל (איור 7): (א) סל אג"ח חברות לפי דירוג BBB; (ב) סל אג"ח חברות לפי ענף השקעות ואחזקות.

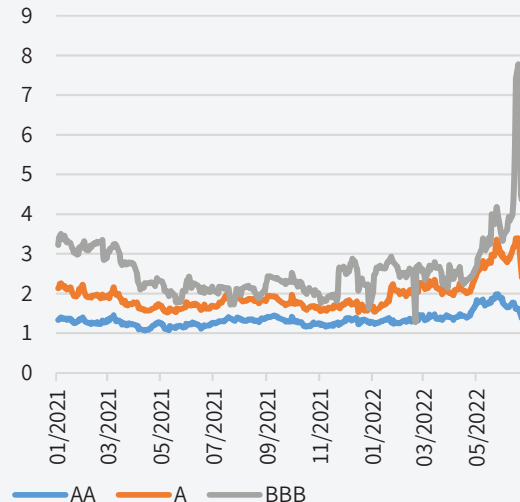
¹⁶ מדד הלחץ הוא אינדיקטור רחב יותר ממדד הפחד. הוא מביא בחשבון משתנים רבים שאינם נכללים בחישוב ה-VIX. כמו ה-VIX, נסק מדד הלחץ עם הפלישה הרוסית, ולאחר מספר שבועות התייצב ברמה גבוהה משמעותית מאשר בתקופה שלפני הפלישה.

איור 7 ב
מרווחים בין אג"ח חברות צמודות מדד לבין
אג"ח ממשלתי לפי ענפים
נתון יומי, ינואר 2021 עד יוני 2022



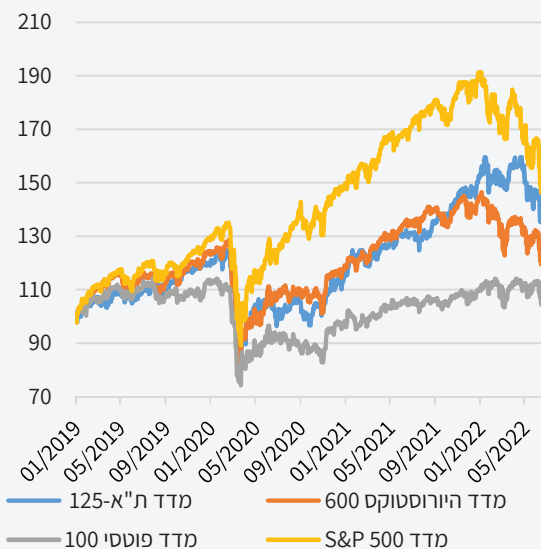
המקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.
פירוט: ממוצע משוקלל לפי שווי שוק, באחוזים, ללא אג"ח מובנות ולהמרה, נתונים יומיים.

איור 7 א
מרווחים בין אג"ח חברות צמודות מדד לבין
אג"ח ממשלתי לפי דירוגים
נתון יומי, ינואר 2021 עד יוני 2022



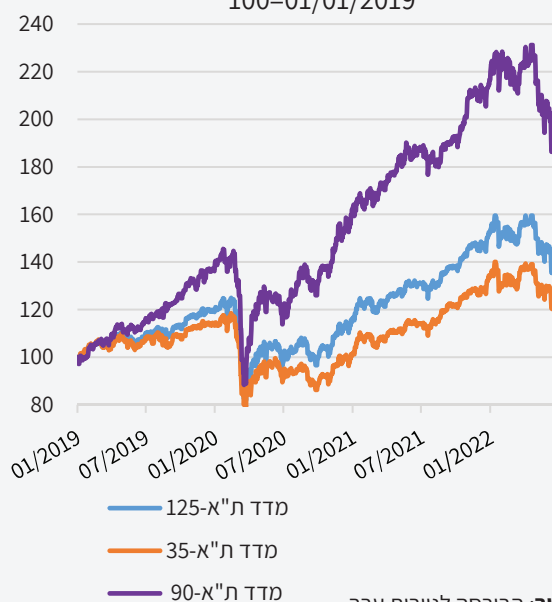
המקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.
פירוט: ממוצע משוקלל לפי שווי שוק, באחוזים, ללא אג"ח מובנות ולהמרה, נתונים יומיים.

איור 8 ב
מדדי מניות מרכזיים - השוואה בין לאומית,
נתון יומי, ינואר 2019 עד יוני 2022,
100=01/01/2022

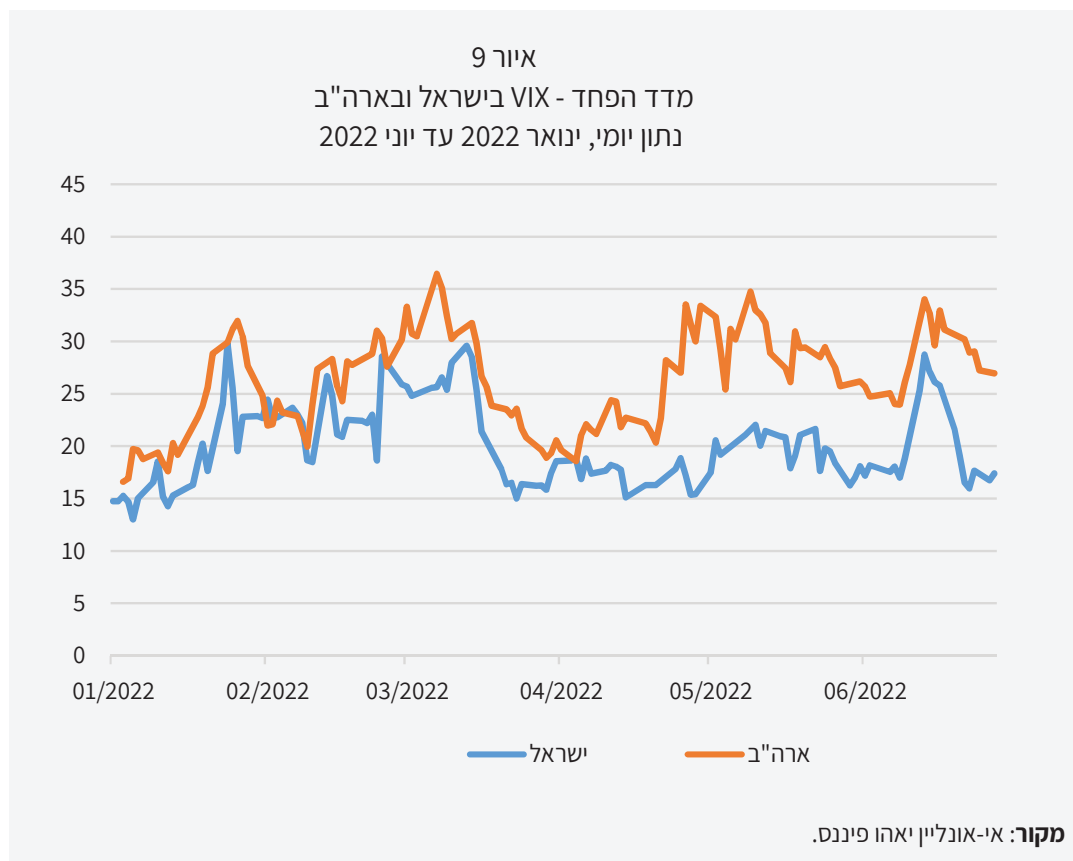


מקור: בלומברג ועיבודי בנק ישראל.

איור 8 א
מדדי מניות מרכזיים בישראל
נתון יומי, ינואר 2019 עד יוני 2022,
100=01/01/2019



מקור: הבורסה לניירות ערך



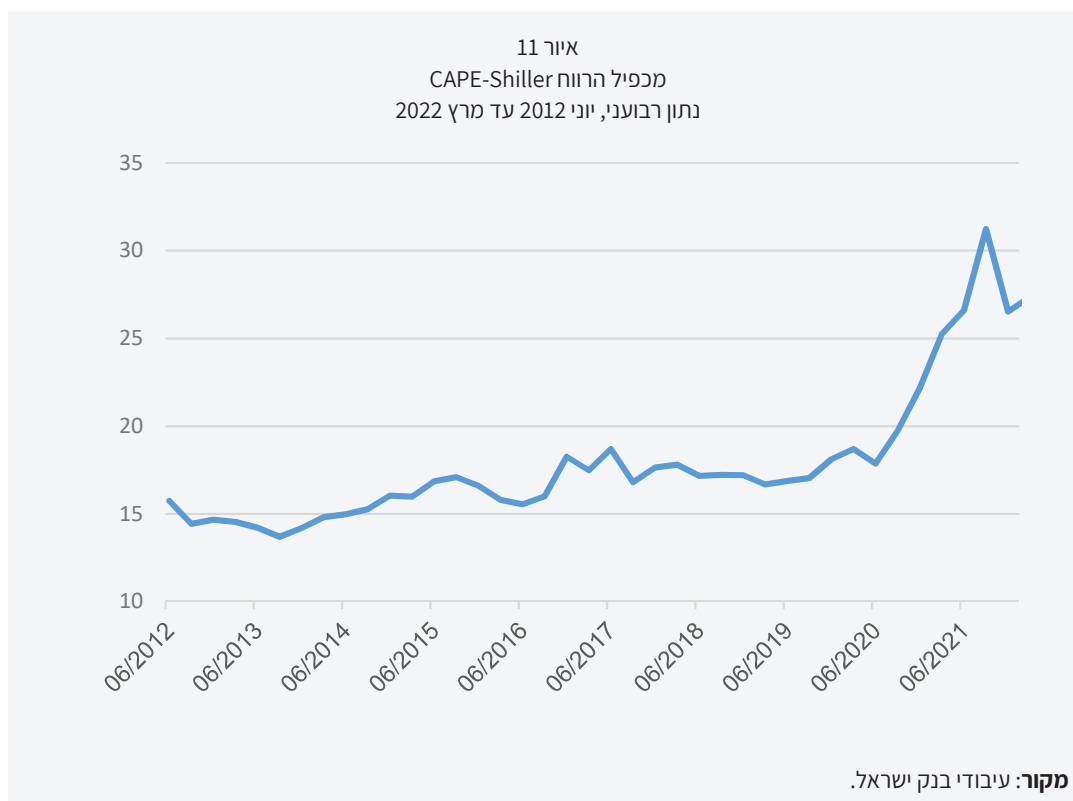
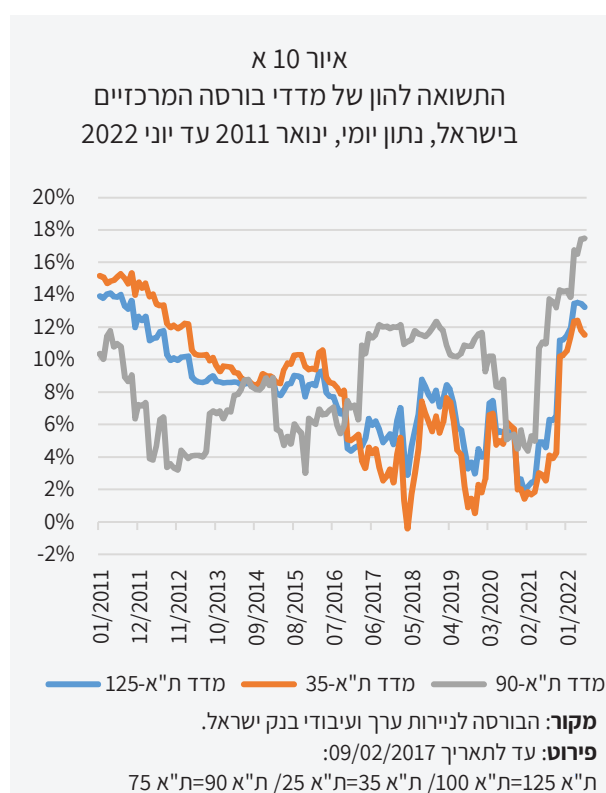
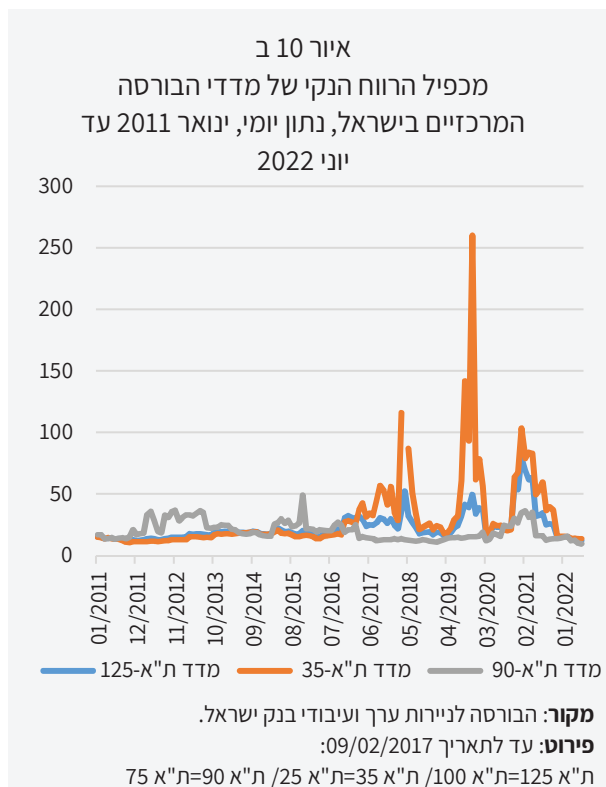
למרות ירידות השערים והעלייה של מדד הפחד התחזקו בתקופה הנסקרת גורמי היסוד של חברות ישראליות. התשואה להון נסקה ברבעון השלישי של 2021 (לאחר ירידה חדה בתחילת תקופת הקורונה), ומאז התייצב, במדד ת"א-125, על רמה של 13.5% (איור 10א). מכפיל הרווח, אשר בתקופת הקורונה זינק במאות אחוזים כתוצאה מירידה חדה של רווחי החברות הגדולות במשק, שב לרמת העשור האחרון – סביב 13 (איור 10ב)¹⁷. בחלוקה לענפים בולט הענף חיפוי נפט וגז, שבו יחס התשואה-להון נסק מערך שלילי של -13.2% ברבעון השלישי של 2020 ל-25.1% ברבעון הראשון של 2022. התשואה להון של הבנקים עלתה בתקופה זו מ-4.9% ל-14.1%, מה שמשך את המדד הבורסאי הכללי כלפי מעלה מפני משקלם הגבוה של הבנקים במדד ת"א-125. ברבעון השלישי של 2021, מדד הביומד הציג רווחיות חיובית, לראשונה מאז הוגדר כענף ב-2012, אך שב לרווחיות שלילית בתחילת השנה. בסך הכול, אלה נתונים חזקים, המעידים על חזרה של החברות הישראליות לרווחיות גבוהה.

מכפיל הרווח הארוך (איור 11) החל לרדת מרמתו הגבוהה במחצית הקודמת. לירידה זו תרמו נתוני רווחיות טובים, וכן ירידות השערים מתחילת השנה. אף על פי כן, השפעת משבר הקורונה על רווחיות החברות תוסיף למשוך מדד זה כלפי מעלה בשנים הקרובות.

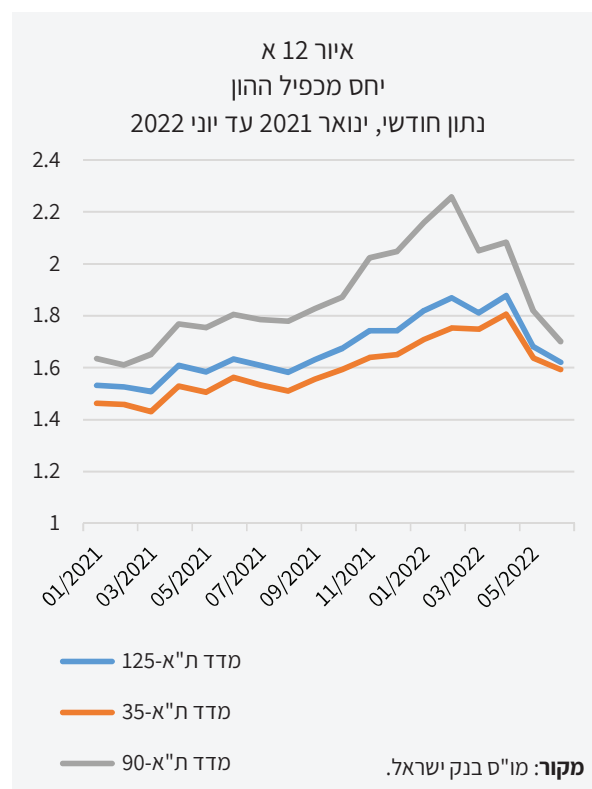
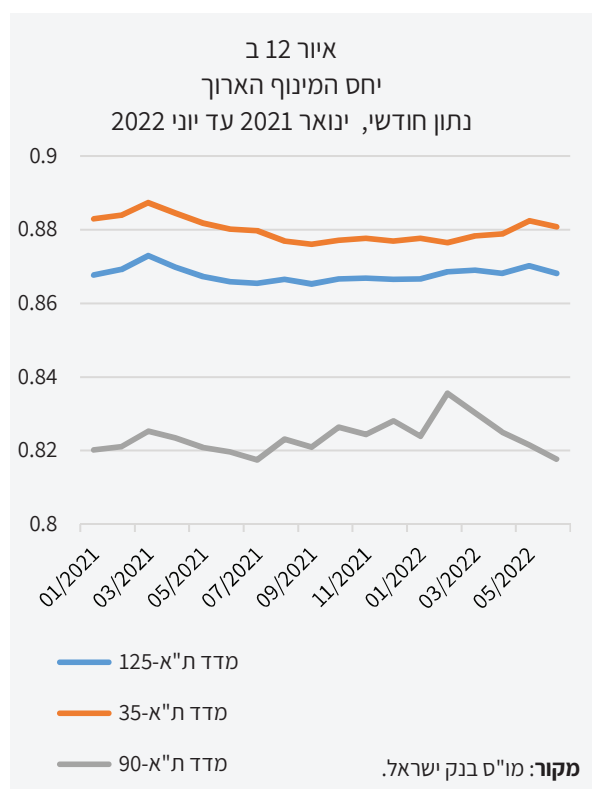
מכפיל ההון של מדד ת"א-125 נותר גבוה בתקופה הנסקרת, אך לא ניכרת סטייה חזקה מרמתו בעשור האחרון (איור 12א). התנודות במכפיל ההון נבעו בעיקר מתנודות של מחירי השוק בזמן המגפה ואחריה, בעוד שערכו החשבונאי של ההון העצמי נותר יציב עד תחילת 2022, ומאז הוא הולך ויורד. בכל הענפים, פרט לענף הביומד, נרשמה מגמת עלייה החל מתחילת 2020. בפירוק למדדי 35 ו-90 ניכרת שונות בין חברות קטנות לגדולות. אמנם מכפיל ההון של שני המדדים מאופיין במגמת עלייה מתונה, שהחלה לאחר ירידות השערים החזקות בתחילת 2020, אך במכפיל ההון של מדד ת"א-90 החלה העלייה ברמה גבוהה יותר (ביחס לנתונים ההיסטוריים שלו עצמו), ובסוף חודש מאי הוא הגיע ל-1.82. גורם נוסף שיכול להשפיע על מכפיל ההון הוא

¹⁷ התפתחות דומה ניתן לראות במכפיל הדיבידנד. זה ירד ירידה חדה החל מן הרבעון השני ב-2020, והחל לעלות ברבעון הראשון של 2021. בדומה להתפתחות מכפיל הרווח, הוא נותר גבוה מאשר בעשור האחרון, משום ששווי השוק של החברות התאושש במהירות ממשבר הקורונה. אף על פי כן יש להניח כי סטייה זו מן הרמה ההיסטורית אינה מסמנת הערכת יתר של שווי המניות, אלא נובעת מהעזעזע שחוללה המגפה ומזהירות שהחברות נוקטות בחלוקת דיבידנדים.

תמהיל ההון (capital structure)¹⁸. בתחילת 2022 נרשמה עלייה של המינוף במדד ת"א-90, אך בהמשך השנה הוא חזר לרמת השנים האחרונות. תמהיל ההון במדד ת"א 35 נותר יציב (איור 12ב).

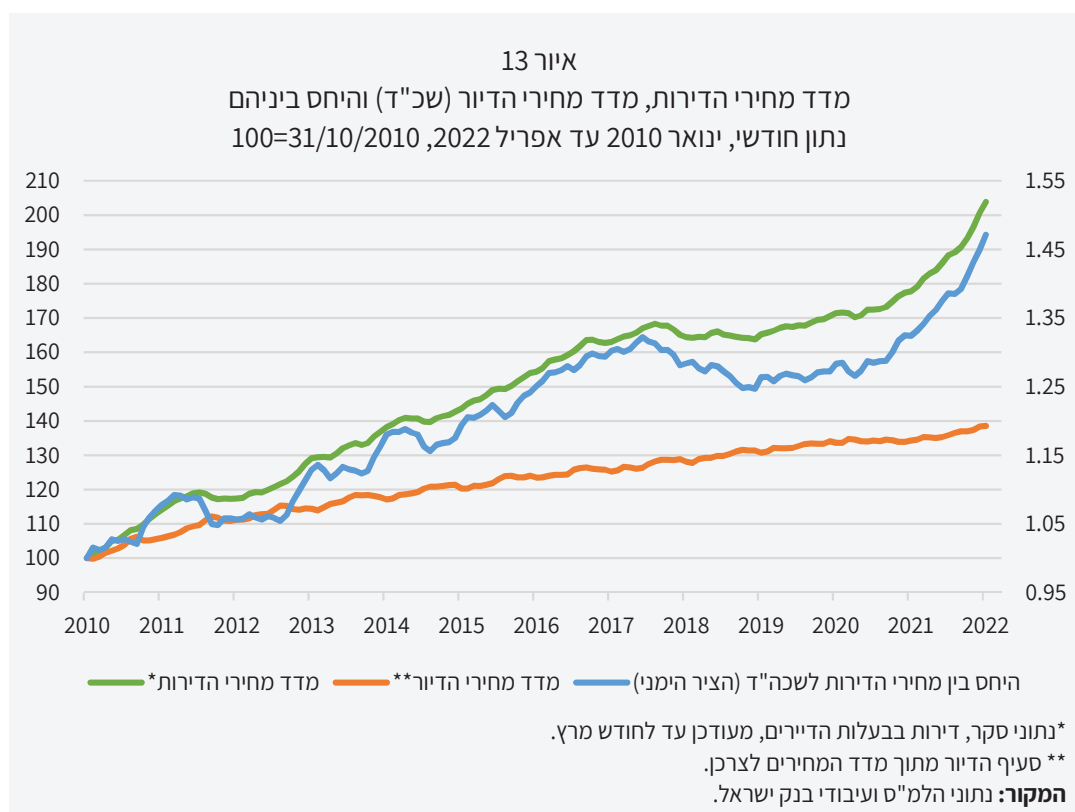


¹⁸ לכך יש מספר סיבות, ביניהן שינויים במחיר היחסי של החוב לעומת המניות, וכן העברת סיכונים לידי מחזיקי האג"ח (risk shifting).



2.2.3 שוק הדיור

עלייה חדה של מחירי הדירות, ששררה בשנת 2021, נמשכה בתחילת 2022. קצב עלייתם של מחירי הדירות ב-12 החודשים האחרונים עמד באפריל 2022 על כ-15.9%¹⁹. לעומת זאת קצב עלייתו של מדד הדיור במדד המחירים לצרכן ב-12 החודשים האחרונים היה ביוני 2022 4.2%, ורכיב הדיור בבעלות (חוזי שכירות חדשים ומתחדשים) עלה ב-12 החודשים האלה בקצב של 4.1%. כתוצאה מכך יחס מדד מחירי הדירות למדד מחירי הדיור המשיך לעלות (איור 13).



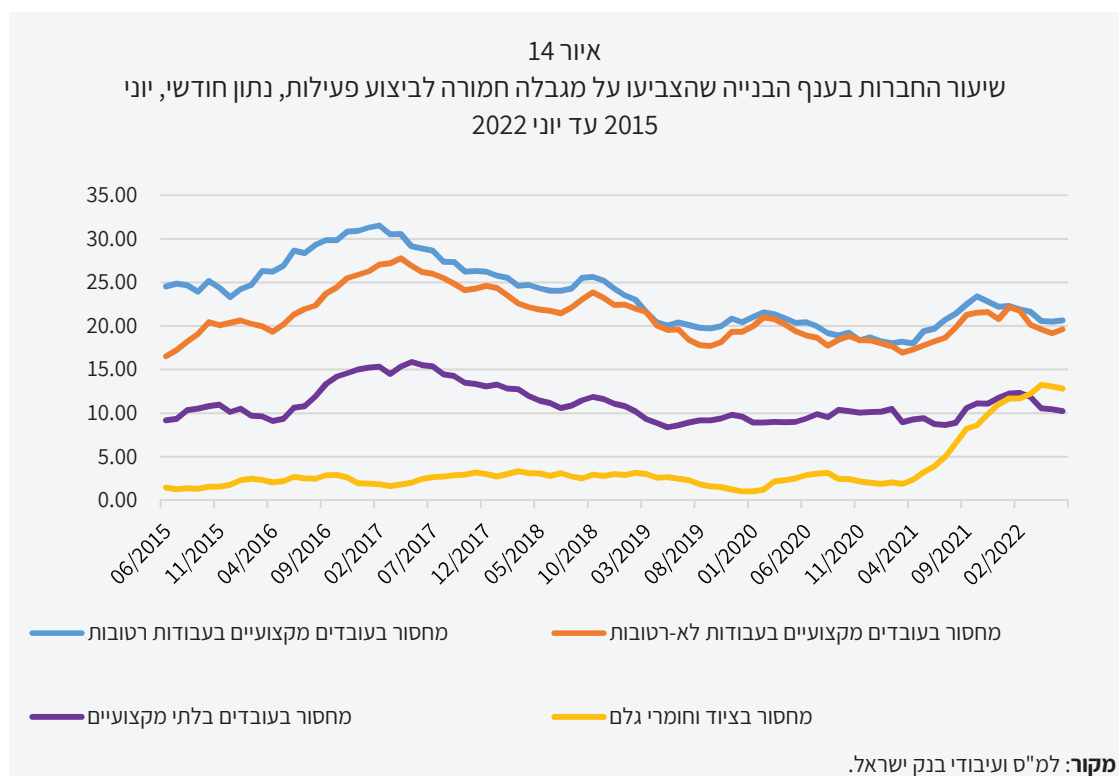
עלייה מתונה של מחירי השכירות בקצב הדומה לקצב האינפלציה במשק מלמדת שהביקוש לשירותי דיור נענה על ידי ההיצע. משבר הקורונה חולל שיבושים בשרשראות האספקה של חומרי הגלם לענף הבנייה. לאחרונה גם המלחמה באוקראינה משפיעה על האספקה של חומרי הגלם. במחצית הראשונה של 2022 כ-13% מהעסקים בענף ציינו כי מחסור בצידוד וחומרי גלם מהווה מגבלה חמורה לפעילותם, וזאת לעומת 7.5% במוצא בשנת 2020 (איור 14). בשנת 2021 עלה מדד מחירי התשומות בבנייה למגורים ב-5.6%, וביוני 2022 הגיע קצב עלייתו השנתי ל-6.6%.

להתייקרות חומרי הגלם ולעליית השכר בענף הבנייה נודעת השפעה ישירה על מחירי הדירות החדשות. עם זאת עליית מדד מחירי הדירות החדשות גבוהה הרבה יותר מזו של מדד מחירי התשומות בבנייה למגורים. באפריל 2022 היה מדד מחירי הדירות החדשות גבוה בכ-18.7% מאשר באפריל 2021. גם מחירי הדירות מיד שנייה, שאינם מושפעים ישירות מעליית מחירי חומרי הגלם, עלו בקצב גבוה²⁰. העלייה המהירה של מחירי הדירות לאחרונה לעומת עלייתם המתונה של מחירי השכירות משקפת ככל הנראה עלייה של הביקוש לבעלות על דירות, בשונה מהביקוש לשירותי דיור. לקראת סוף מרץ 2022 נערכה

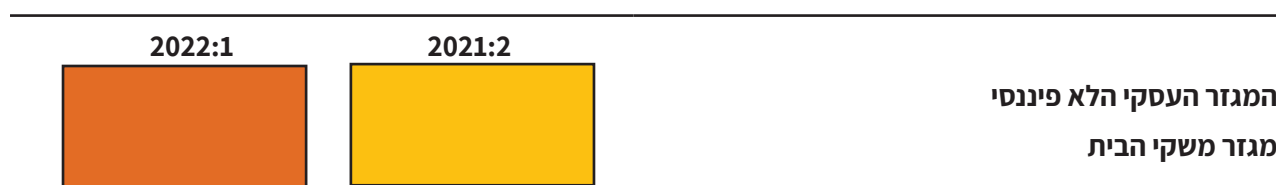
¹⁹ חלק מעליית המחירים יוחס לפעילות המשקיעים בשוק; בסוף נובמבר 2021 הועלו שיעורי המס על רכישת דירות להשקעה, והם חזרו לרמות ששררו מאז יוני 2015 ועד להורדת שיעורי המס בעיצומו של משבר הקורונה (בסוף יולי 2020). כתוצאה מכך פחתו מדצמבר 2021 רכישות המשקיעים באופן חד (לאחר הקדמת רכישות מסיבית על ידיהם), אך מחירי הדירות המשיכו לעלות.

²⁰ דירות יד שנייה הן מרבית מלאי הדירות, ולפיכך משקלן במדד הכללי של מחירי הדירות גבוה.

הרשמה להגרלה ראשונה של "דירה בהנחה", ובה עשרת אלפים דירות מתוך שלושים אלף, המתוכננות לשנה זו במסגרת התוכנית "מחיר מטר 2.1". העובדה שנרשמו להגרלה זו כ-120 אלף משקי בית זכאים (וזאת לאחר שבשנת 2021 הגיע סך מספר העסקאות בדירות לשיא והסתכם בלמעלה מ-150 אלף דירות) מעידה כי הביקוש לרכישת דירות גבוה, וכי הוא מונע, ככל הנראה, על ידי ההנחות הגבוהות הגלומות במחירי הדירות המוגרלות. גם להגרלה השנייה, של כ-5.5 אלף דירות, נרשמו כ-110 אלף זכאים. גידול הביקוש מבטא, בין היתר, הקדמת רכישות על רקע אי-וודאות לגבי התפתחות ההיצע בעתיד ובציפיות להמשך עליית המחירים.



2.3 האשראי - היקפו ורמת סיכון



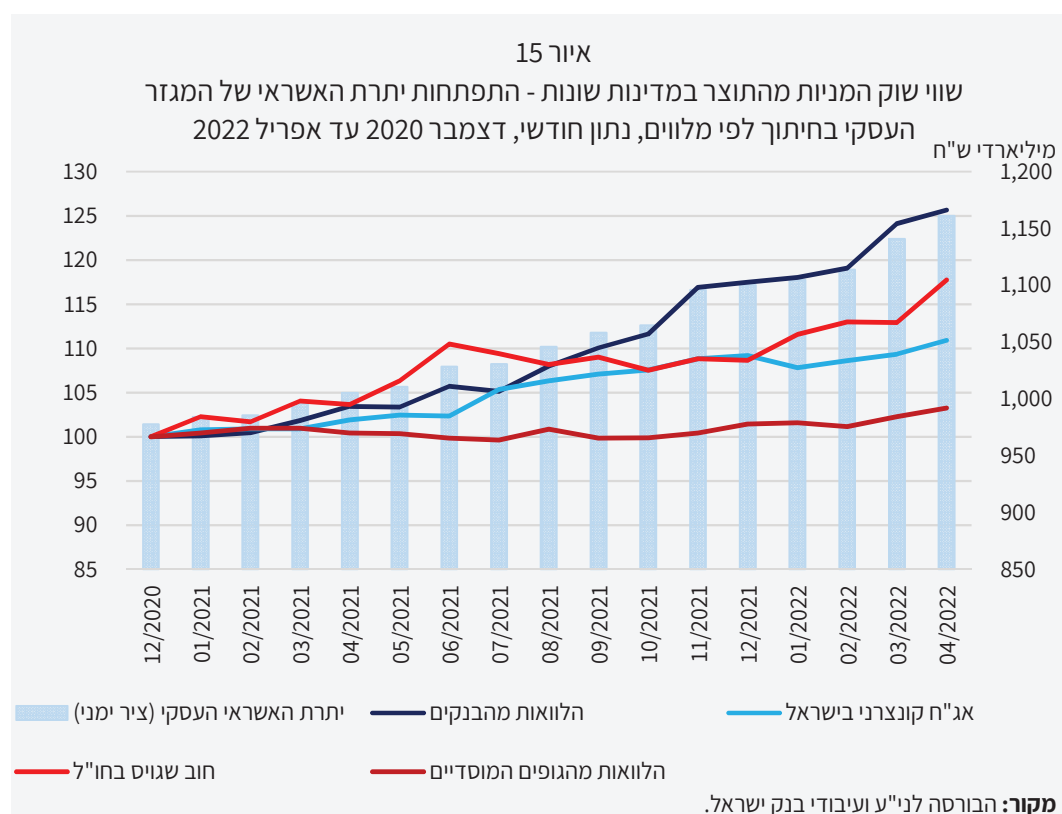
אנו מעריכים כי רמת הסיכון בערוץ האשראי עלתה בעקבות ההתרחבות המהירה של האשראי לענף הבינוי והנדל"ן והמשכנתאות, תוך עליית מדדי הסיכון בו.

2.3.1 המגזר העסקי הלא-פיננסי

במהלך 2021 הייתה התאוששות מרשימה בפעילות של המגזר העסקי, שנמשכה בתחילת 2022. האינדיקטורים לעמידות העסקים מצביעים, נכון למועד הניתוח, על איתנות גבוהה וסיכון נמוך. יחד עם זאת נרשמה האצה באשראי העסקי לענפי הבינוי והנדל"ן, תוך כדי עלייה בתיאבון-לסיכון של המערכת הבנקאית. לנוכח העלייה של סיכון האשראי העסקי לענפים אלו הורה המפקח על הבנקים על שורה של צעדים שמטרתם לחזק את ניהול הסיכונים בבנקים.

2.3.1.1 המגמות באשראי

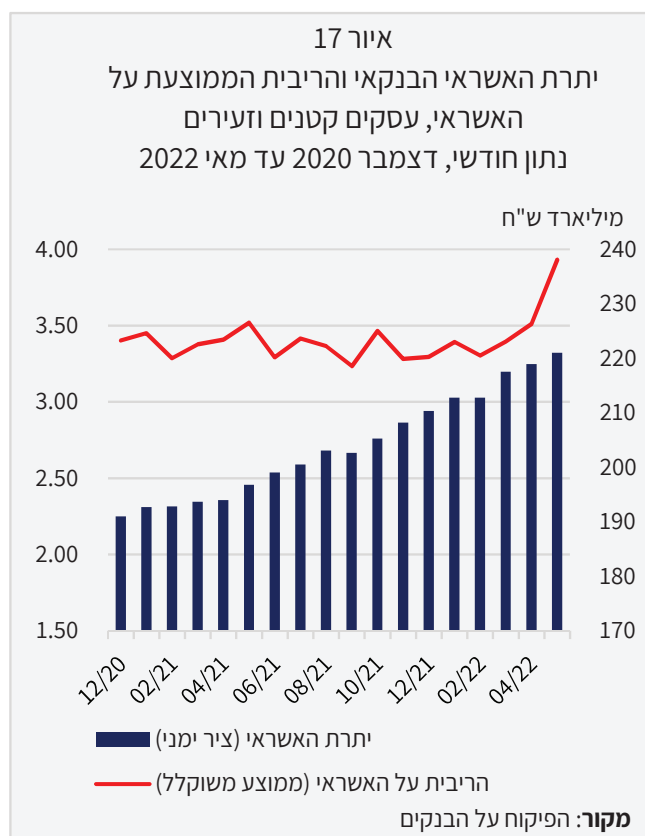
שנת 2021 הסתיימה עם שיעורי צמיחה גבוהים באשראי העסקי, שנמשכו גם בשליש הראשון של 2022. בסיכומם של 12 החודשים האחרונים צמח אשראי זה בכ-15.5%, שיעור גבוה במידה ניכרת מן הממוצע בחמש השנים הקודמות (כ-4%). נציין כי התוצר העסקי צמח בתקופה זו בשיעור דומה, כך שהיחס בין החוב העסקי לתוצר העסקי נותר על רמה של 96%. עיקר גידולו של האשראי (כ-70%) בתקופה זו היה באשראי הבנקאי, שצמח בשיעור גבוה של כ-21%, הבולט במיוחד לנוכח צמיחה נמוכה יותר של התוצר העסקי. האשראי החוץ-בנקאי צמח גם הוא, אך בשיעור מתון יותר, כ-9.5%. מחצית מגידולו הנומינלי (48 מיליארד ש"ח) נרשם בחוב לתושבי תושבי חוץ²¹, ומחציתו באג"ח קונצרניות שגויסו בישראל; בהלוואות מהגופים המוסדיים נשמרה הרמה השוררת מזה למעלה משנתיים (איור 15).



2.3.1.2 האשראי הבנקאי

בחמשת החודשים הראשונים של 2022 נמשכה צמיחת האשראי המהירה שנרשמה ב-2021. ב-12 החודשים האחרונים הובילו את הצמיחה העסקים הגדולים, והיו אחראים על כ-63% מגידול האשראי הבנקאי. במהלך 2021 ועד מרץ 2022 נרשמה ירידה עקבית יחסית של הריביות על האשראי במגזר העסקים הגדולים והבינוניים, המתואמת עם גידול מהיר של יתרת האשראי, אך בחודשים אפריל-מאי 2022 עלתה הריבית הממוצעת עלייה חדה של 35 נקודות בסיס, ככל הנראה בגלל העלייה של סביבת הריבית (איור 16). גם במגזר העסקים הזעירים והקטנים עלו הריביות בחודשים אלו עלייה חדה, של יותר מחצי נקודת האחוז – לאחר מגמת ירידה בהן מתחילת 2020 – במקביל לצמיחת אשראי מתונה יותר מאשר במגזר העסקים הגדולים (איור 17).

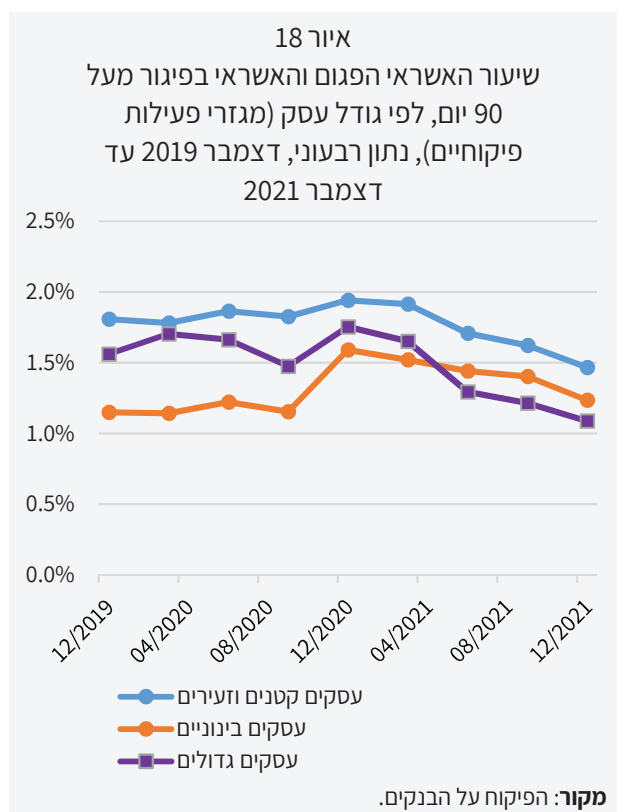
²¹ ב-12 החודשים שהסתיימו ב-30/04/2022 נחלש השקל נחלש בכ-2%, כך שבמונחים ריאליים, בניכוי שינויים בשער החליפין, החוב לתושבי חוץ גדל בשיעורים נמוכים מעט יותר.



בבחינה ענפית – הבינוי והנדל"ן היוו כמחצית מגידול האשראי העסקי במהלך 12 החודשים האחרונים (נכון לאפריל 2022), ויחד הם אחראים לכ-37.5% מסך האשראי העסקי המאזני של הבנקים.²² שיעור הצמיחה של ענף הבינוי בשנים האחרונות, ובפרט מתחילת 2021 (מעל 40%), חריג במיוחד ומנותח בנפרד בהמשך. גם בענף השירותים הפיננסיים נרשם גידול חריג של האשראי, ככל הנראה כתוצאה מפעילות של הגופים המוסדיים בחוזים עתידיים.²³

²² נדגיש כי מגבלת החבות הענפית בבנקים מחושבת ביחס לסך כל חבויות הציבור. השיעור המצוין מחושב ביחס לאשראי העסקי בלבד; לכן אינו מעיד על חריגה מהמגבלה הענפית, שהיא כ-24%.

²³ להרחבה על פעילות זו ראו תיבה 3 בדוח היציבות למחצית השנייה של 2020.



אשר להתפתחות הסיכון בתיק האשראי העסקי – נכון לסוף 2021, במרבית מגזרי הפעילות הפיקוחיים שיעור האשראי הפגום והאשראי בפיגור מעל 90 יום הוא במגמת ירידה, והגיע לרמה נמוכה מזו שנצפתה לפני המשבר (איור 18). האינדיקציה לירידה בסיכון נמשכה גם ברבעון ראשון 2022 בכל המגזרים²⁴. תמונה דומה מצטיירת גם בבחינת ענפי המשק, אולם בענף הבינוי והנדל"ן גדל שיעור ההוצאה להפסדי האשראי ברבעון האחרון של 2021, וזאת, ככל הנראה בעקבות הוראה של הפיקוח על הבנקים בדבר הפרשה קבוצתית בענף (כפי שיתואר בתיבה בהמשך), הוצאה שלא באה לידי ביטוי באשראי הפגום או בפיגור. למרות זאת נציין כי שיעור זה נחשב עדיין לנמוך יחסית (כ-0.5%).

2.3.1.3 האשראי החוץ-בנקאי

האשראי החוץ-בנקאי מהווה, נכון לשליש הראשון של 2022, כ-47% מסך האשראי של המגזר העסקי, והוא מחולק למספר סגמנטים. העיקריים (ללא החוב מתושבי חוץ²⁵) הם אג"ח קונצרניות, המסתכמות בכ-261 מיליארד ש"ח, והלוואות מהגופים המוסדיים, המסתכמות, נכון למועד האמור, בכ-89 מיליארד ש"ח. בשנים האחרונות החל להתפתח ערוץ נוסף – אשראי מגופים חוץ-בנקאיים ("נותני אשראי מוסדרים"), שמעמידים אשראי בעיקר לעסקים קטנים ובינוניים.

ההלוואות מהגופים המוסדיים

בתקופה שלפני המשבר צמחו ההלוואות מהגופים המוסדיים מדי שנה בשיעורים גבוהים (ממוצע שנתי של כ-12% במהלך חמש השנים שעד סוף 2019). ואולם מאז פרוץ המשבר, בתחילת 2020, ניכרת סטגנציה בהלוואות מהגופים המוסדיים מעמידים למגזר העסקי. הסבר אפשרי לכך הוא שעסקים הנוטלים הלוואות מהגופים המוסדיים (שהם בדרך כלל עסקים גדולים), נהנים ממקורות מימון אלטרנטיביים (כגון בנקים ואג"ח שהונפקו לציבור). במהלך 2021 עלות החוב – הן התשואות בשוק האג"ח התאגידיות והן הריביות בבנקים – ירדה לרמות נמוכות יותר מאלה ששררו לפני המשבר, ולכן מקורות מימון אלו היו עדיפים על הלוואות מהגופים המוסדיים. בשליש הראשון של 2022 נרשם גידול של כ-2% ביתרת ההלוואות, שעשוי ללמד על שינוי מגמה, על רקע עלייה של התשואות בשוק ההון ושל הריביות הבנקאיות.

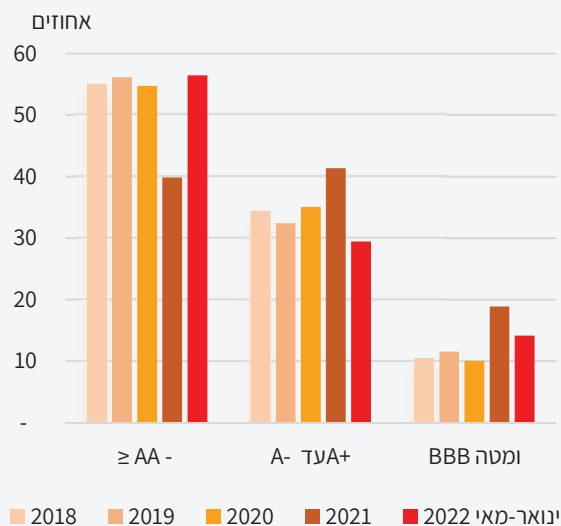
האג"ח התאגידיות

בסיכומם של חמשת החודשים הראשונים של שנת 2022 התאפיין שוק אג"ח החברות (ללא בנקים, ביטוח ואג"ח מובנות) בפעילות ערה של גיוסי החוב, המשך המגמה מהשנה הקודמת. גיוסי החוב הסתכמו בכ-20 מיליארד ש"ח, והענפים שהובילו את הגיוסים היו הנדל"ן והבינוי, שהיו אחראים על כ-56% מסך ההנפקות, מעט מעל לממוצע בשש השנים הקודמות (כ-50%). חלקו של ענף השירותים הפיננסיים בהנפקות היה חריג גם הוא – 12%, לעומת ממוצע של 6% בשש השנים הקודמות – תוצאת הנפקות בהיקף גדול של חברות האשראי החוץ-בנקאיות, שנועדו ככל הנראה להרחבת פעילותן (פירוט בהמשך).

²⁴ החל מהרבעון הראשון 2022 הבנקים אינם מדווחים על החובות הפגומים, ובמקום זאת הם מדווחים על החובות הלא צבורים. גם לפי מדד זה ירד סיכון האשראי בכל המגזרים. לפי חמשת הבנקים הגדולים, שיעור החובות הלא צבורים ואלה שבפיגור מעל 90 יום היה ב-31/03/2022: 1.09%, 1.23% ו-0.87% בעסקים הקטנים והזעירים, הבינוניים והגדולים, בהתאמה, לעומת 1.38%, 1.24% ו-1.09% ב-31/12/2021; ו-1.83%, 1.48% ו-1.56% ב-31/03/2021.

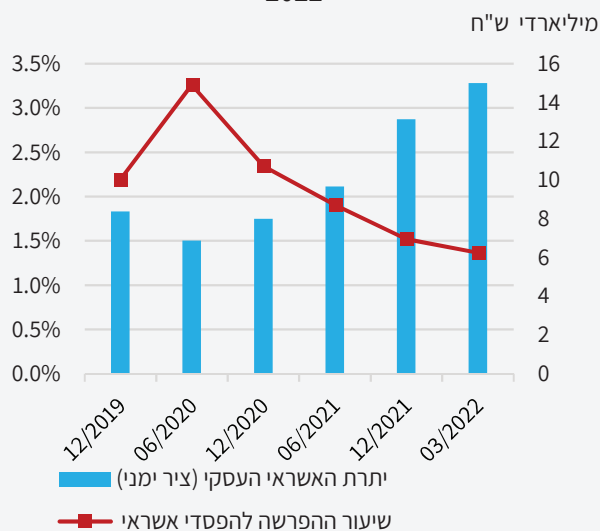
²⁵ החוב מתושבי חוץ הסתכם במועד האמור בכ-198 מיליארד ש"ח. אשראי הספקים והלוואות הבעלים מהווים כ-62% מסכום זה. וכ-22% נוספים הם אג"ח קונצרניות שהונפקו בחו"ל.

איור 19
שיעור הנפקות של אג"ח הקונצרני* לפי
קבוצות דירוג, נתון שנתי, 2018 עד מאי 2022



מקור: הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק שיראל.
*ללא בנקים, ביטוח ואג"ח מובנות

איור 20
התפתחות יתרת האשראי העסקי* ושיעור
ההפרשה להפסדי אשראי בגופים החוץ-
בנקאיים, נתון רבעוני, דצמבר 2019 עד מרץ
2022



מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק שיראל.
*לפני הפרשה להפסדי אשראי

אשר לדירוגי ההנפקות – ב-2021 חלקן של ההנפקות בדירוגים הנמוכים היה גדול יחסית, בהשוואה לשלוש השנים הקודמות (איור 19). ייתכן שהעלייה החריגה של ההנפקות בדירוגים הנמוכים נבעה מרצון של החברות לנצל את הרמות הנמוכות של המרווחים בשווקים במהלך 2021 (כפי שמתואר בפרק על הנכסים הפיננסיים), לצד עלייה בתיאבון-לסיכון של המשקיעים. במהלך 2022 המרווחים עלו, והתפלגות ההנפקות לפי הדירוגים חזרה לזו ששררה קודם לכן. לצד זאת, נמשכת מגמת העלייה בהנפקות שאינן מובטחות בשעבוד, כלומר ללא ביטחונות ושעבוד שלילי²⁶ – משיעור של כ-60% ב-2016 ל-70% ב-2021 וכ-72% בחמשת החודשים הראשונים של 2022 – היבט שיכול להעיד על ירידה באיכות החוב המונפק.

נכון ליוני 2022 יתרת אג"ח החברות הישראליות (ללא בנקים, ביטוח ואג"ח מובנות) גדלה במהלך 12 החודשים האחרונים בכ-9%, שיעור גבוה במקצת מגידולה הממוצע בחמש השנים הקודמות (6%). במהלך 2022 ו-2023 כרבע מיתרת האג"ח צפוי להיפרע, כך שהחזרי הקרן עומדים על כ-62 מיליארד ש"ח (ללא בנקים, ביטוח ואג"ח מובנות)²⁷ וחשופים לעליית הריבית במשק כתוצאה ממחזורי חוב. עוד נציין כי שיעורה של יתרת האג"ח בריבית משתנה זניח, אך כ-60% ממנה צמודים למדד המחירים לצרכן וחשופים לעלייה של האינפלציה. חלקו של ענף הבינוי והנדל"ן ביתרת האג"ח ממשיך לצמוח באופן עקבי, והוא עומד, נכון למועד האמור, על כ-50%. (בתחילת העשור הקודם, למשל, עמד חלקו על כ-30% בלבד).

נותני האשראי החוץ-בנקאיים

בגופים החוץ-בנקאיים²⁸ נרשם ברבעון הראשון של 2022 גידול מואץ של יתרת האשראי (כ-70% במונחים שנתיים) – המשך המגמה של השנה הקודמת, שבלטה במיוחד במחציתה השנייה (איור 20). לצד זאת, הסיכון המוערך על ידי גופים אלו, כפי שבא לידי ביטוי בשיעור ההפרשה להפסדי אשראי, יורד באופן עקבי מאז המשבר, ורמתו נמוכה מזו שהוערכה טרם המשבר. כפי שעלה בתיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021, יותר ממחצית תיק האשראי ניתן לענפי הבינוי והנדל"ן, והוא מאופיין בסיכון גבוה (כגון הלוואות השלמה להון העצמי ולרכישת קרקעות).

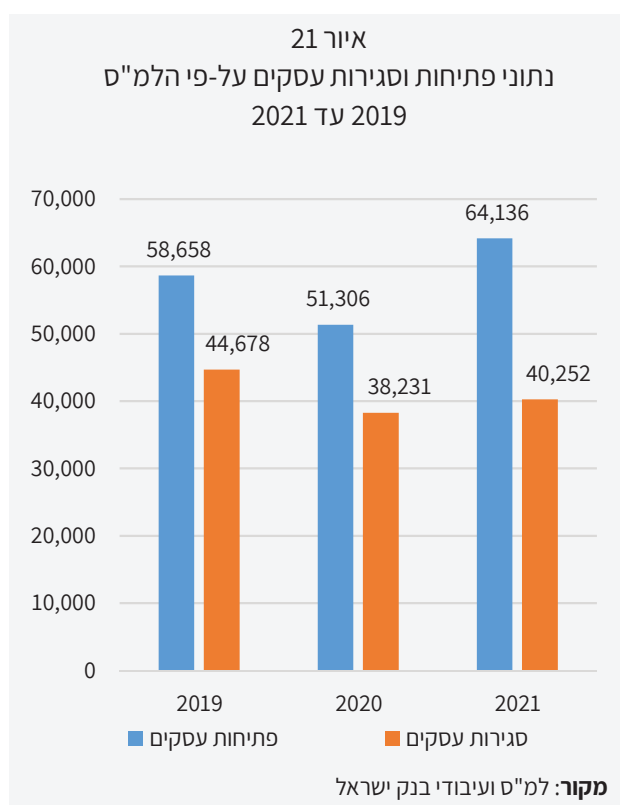
²⁶ השעבוד השלילי הוא למעשה התחייבות של הלווה לא להעמיד שעבוד חדש לצד ג'. שעבוד זה כשלעצמו אינו בטוחה לקיום החוב.

²⁷ מתוכם 28 מיליארד ש"ח של חברות נדל"ן ובינוי.

²⁸ בהתייחס ל-18 חברות ציבוריות המעמידות אשראי לעסקים. חלקם של הגופים החוץ-בנקאיים בסך האשראי העסקי עדיין קטן, אך חשוב מאוד לנתח את ההתפתחות בהם – מפני תרומתם להגברת נגישות האשראי לעסקים הקטנים והבינוניים, מחד גיסא, ומפני הקישוריות וסיכון ההדבקה שבינם לבין גופים פיננסיים אחרים (בעיקר בנקים) מאידך.

סביב סוף המחצית הנסקרת עלו עדויות לקשיים בגביית האשראי בשני גופים חוץ-בנקאיים, שיתרת האשראי אשר העמידו הסתכמה בכ-600 מיליון ש"ח – כ-4% מסך האשראי שנותר לעיל. התפתחות זו עלולה, בין היתר, להשליך על המשך תפקודם של גופים אלה, אולם מפני משקלם הנמוך בסך האשראי אנו לא צופים השפעה ישירה על המערכת הפיננסית. עם זאת עלולות להתפתח השפעות על תפקודם של גופים פיננסיים נוספים, בשל סיכוני הדבקה, קישוריות ומוניטין. חשוב לציין שהגופים החוץ-בנקאיים נדרשים לקבל מרשות שוק ההון רישיון לעסוק במתן אשראי, והם מפוקחים על ידי הרשות לניירות ערך בהיבט של גילוי ושקיפות (במקרה של חברות בורסאיות), אך אינם מפוקחים בהיבטים של ניהול סיכונים ואינם מחויבים ברגולציה כפי שמחויבים הבנקים. ככל שמגמת הצמיחה המואצת נמשכת נדרשת חשיבה מקיפה בעניין פיקוח יציבותי מתאים על גופים אלו.

2.3.1.4 אינדיקטורים לעמידות המגזר העסקי



בשל משבר הקורונה והסגרים שהממשלה הטילה במהלך 2020 ובתחילת 2021 נפגעו עסקים רבים, ולכן הייתה ציפייה שמספר העסקים אשר ייסגרו יהיה מעל לממוצע²⁹. אולם מענקי הממשלה, שהסתיימו ברבעון הראשון של 2021, יצרו את הרושם שעסקים רבים מעכבים את סגירתם כדי להמשיך ולקבל את הסיוע הממשלתי. כך, למעשה, עלה חשש להתפתחותן של חברות זומבי³⁰. אולם נתונים מעודכנים שהתקבלו מהלמ"ס מלמדים כי בשנים 2020–2021 נסגרו בממוצע כ-39 אלף עסקים (איור 21), פחות מאשר ב-2019 ומהממוצע לפני המשבר (כ-44 אלף עסקים), היבט שמלמד על עמידות העסקים והתאוששות מהירה של הפעילות ב-2021 (כמובן, בהינתן הסיוע הרחב)³¹. היבט נוסף שמלמד על איתנות העסקים הוא נתוני פשיטות הרגל שנרשמו אצל הכנ"ר הראשי. לפיהם ירד ב-2021 בחלק גדול מהענפים³² שיעור הבקשות לפתיחת תיק. כנגד זאת עלה מספרם בענפי הבנייה ושירותי האירוח.

נציין כי נתוני סגירות העסקים ופשיטות הרגל מתייחסים לכלל העסקים במשק. אינדיקטורים נוספים לעמידות של המגזר העסקי מבוססים בעיקר על היחסים הפיננסיים של החברות

הציבוריות, שעליהן יש מידע זמין באמצעות הדיווחים לבורסה. אמנם החברות הציבוריות מייצגות בעיקר את העסקים הגדולים ורק חלק מהענפים במשק, אך הן אחראיות לחוב פיננסי שמסתכם בכ-417 מיליארד ש"ח, שהוא כ-40% מסך האשראי העסקי, נכון לדצמבר 2021 (כולל החוב לחו"ל)³³, וכמעט מחצית ממנו הוא של חברות נדל"ן ובינוי. לכן על אף חוסר ייצוג מסוים יש לניתוח זה חשיבות רבה.

ההתאוששות בפעילות של המגזר העסקי באה לידי ביטוי ביתר שאת בחברות הציבוריות. שיעורי הרווח התפעולי והתשואה לנכסים (בבחינה מצרפית) היו ב-2021, כמעט בכל הענפים, גבוהים יותר מאשר ב-2020. השיפור ברווחיות תורגם לירידה מסוימת במינוף (הנמדד על ידי יחס ההתחייבויות לנכסים ויחס החוב הפיננסי לנכסים) – המשך של מגמת השיפור מסוף 2012. אף על פי כן, בענף הבינוי והנדל"ן מתקבלת תמונה של עלייה מסוימת במינוף, וזאת אם מנכים את שערוכי הנדל"ן

²⁹ להרחבה ראו תיבה ד'2- בדוח בנק ישראל לשנת 2020.

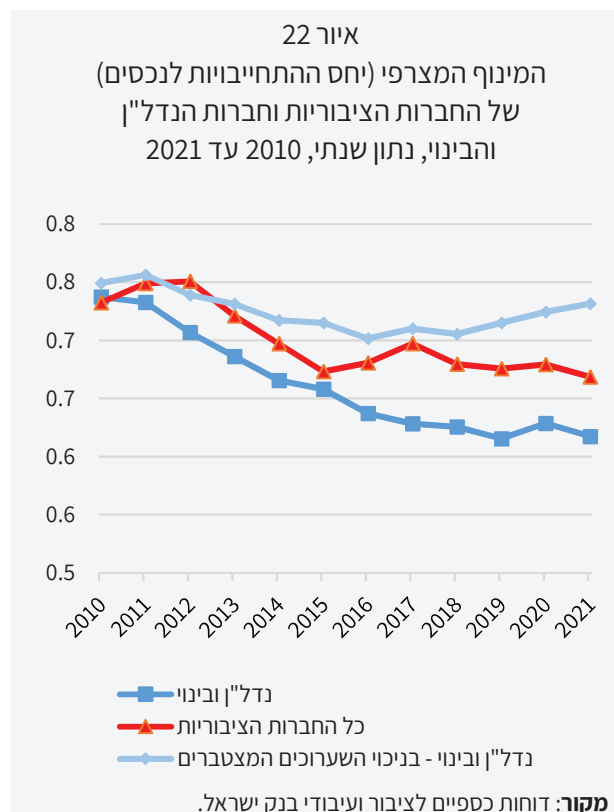
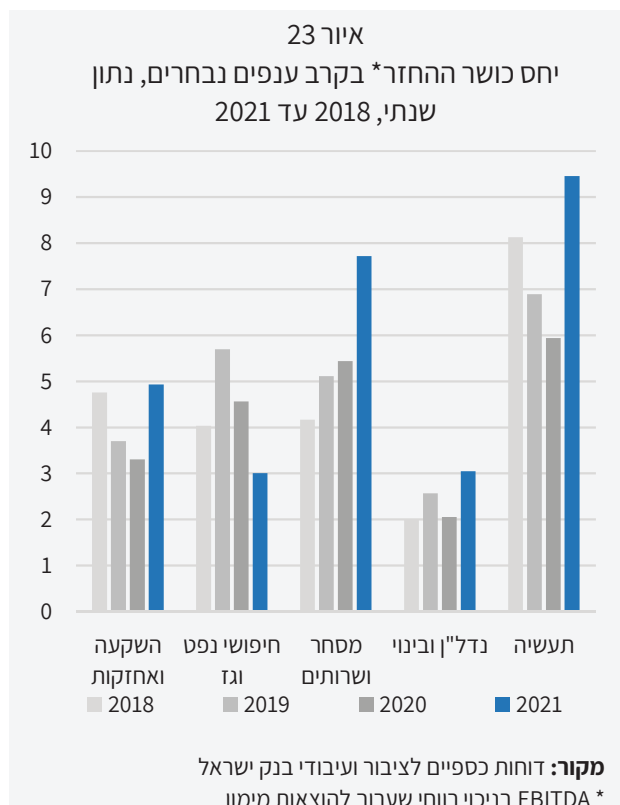
³⁰ להרחבה ראו תיבה ד'3- בדוח בנק ישראל לשנת 2020.

³¹ במהלך 2021 נרשם מספר גבוה של פתיחות עסקים, שייתכן כי פיצה על מספרם הנמוך ב-2020.

³² בענפי המזון והמשקאות, סוכנויות הנסיעות והמכירה הקמעונאית.

³³ מדובר בחוב המאזני בסולו ושל החברות המאוחדות, בהתבסס על מצבת ההתחייבויות של החברות הציבוריות (ללא חברות זרות, בנקים וביטוח).

המצטברים³⁴, שהיו ב-2021 גבוהים מהרגיל (איור 22). ממצא זה מעיד כי השיפור במינוף בחברות הנדל"ן והבינוי נובע בעיקר מעלייה של שווי הנכסים המוחזקים בידי החברות ולא מהקטנת החוב. העלייה ברווחיות וירידת המינוף באו לידי ביטוי גם בשיפור נזילות החברות – בפרט ביחס הנזילות המיידית (המזומנים ושווי מזומנים להתחייבויות השוטפות), אשר השתפר ב-2021 במרבית הענפים, כך שרמתו הייתה גבוהה מאשר בדצמבר 2019, ערב המשבר. יחס נוסף המלמד על העלייה בכוח ההחזר של החברות הוא יחס הכיסוי (ה-EBITDA להוצאות המימון): זה עלה ב-2021 (חוץ מאשר בענף חיפוי נפט וגז), לאחר ירידה ב-2020 (איור 23). הענף המאופיין ביחס הנמוך ביותר הוא ענף הבינוי והנדל"ן, למרות השיפור בו ב-2021 – ועם העלייה של הריבית והאינפלציה יחס זה עלול לרדת לרמה נמוכה יותר.



³⁴ ניתוח זה מניח שמצבת הנכסים המניבים בחברות הציבוריות קבועה לאורך התקופה. כמו כן לא השמטנו חברות ציבוריות אשר מאוחדות בדוחות הכספיים של חברות אם ציבוריות. גם כאשר משמיטים חברות אלו מצטיירת תמונה דומה.

תיבה 1: ניתוח הגורמים לצמיחת האשראי לענף הבינוי וההשלכות האפשריות על הסיכונים הפיננסיים¹

- בעת האחרונה האשראי הבנקאי לענף הבינוי גדל באופן מואץ. גידול האשראי אינו משתקף בצמיחה דומה של הפעילות הריאלית, הנמדדת באמצעות התוצר הענפי, ובמחירי הדירות, אף שאלה האמירו בשנה האחרונה.
- חלק מרכזי של גידול האשראי נועד למימון קרקעות בשיעורי מימון גבוהים ובמחירים חריגים בהשוואה לעבר, כך שהם מגלמים ציפייה להמשך העלייה של מחירי הדירות בקצב גבוה.
- מבחני רגישות שנערכו על סמך הדוחות הכספיים של חברות הבנייה הציבוריות מראים שתרחיש של ירידת ערך הקרקעות לא צפוי להעמיד את החברות בסיכון ממשי, אך שילוב של האטה בפעילות וירידה חדה של מחירי הדירות יחד עם שינוי בסביבת הריבית עלול להביא לעלייה בסיכון המערכת.

1. הקדמה

התקופה האחרונה אופיינה בפעילות מסיבית בשוק הדיור, שלוותה בהיקפי עסקאות משמעותיים ועליית מחירי הדירות בשיעורים גבוהים. לצד אלה נרשם גידול מואץ של האשראי לענף הבינוי והנדל"ן, שעיקרו (מעל 70% ממנו) באשראי שהבנקים מספקים לעסקים הגדולים בענף (איור 1.1). המשך עלייה חריגה ומואצת של האשראי לענף עלול להעלות את הסיכונים למערכת הפיננסית. בתיבה זו ננתח את האשראי לענף הבינוי ואת פעילותן של חברות הבנייה הציבוריות, המייצגות את העסקים הגדולים בענף, כדי ללמוד באיזו מידה גידול האשראי לווה בעלייה של הסיכון.

2. ניתוח גידולו של האשראי הענפי

בבואנו לנתח את האשראי לענף הבינוי אחד האלמנטים המרכזיים שיש לבחון הוא צמיחתו ביחס לפעילות הכלכלית של הענף, כלומר ביחס לתוצרו. באיור 2.1 אנו בוחנים את התפתחות היחס בין החוב הענפי לתוצר הענפי של הבינוי בהשוואה ליחס זה

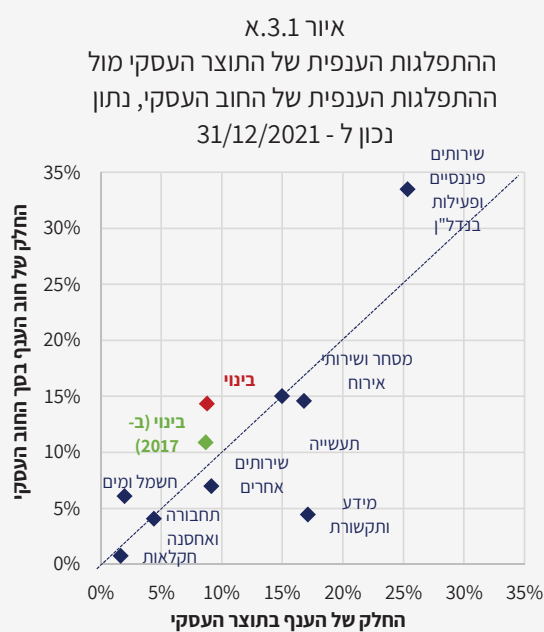
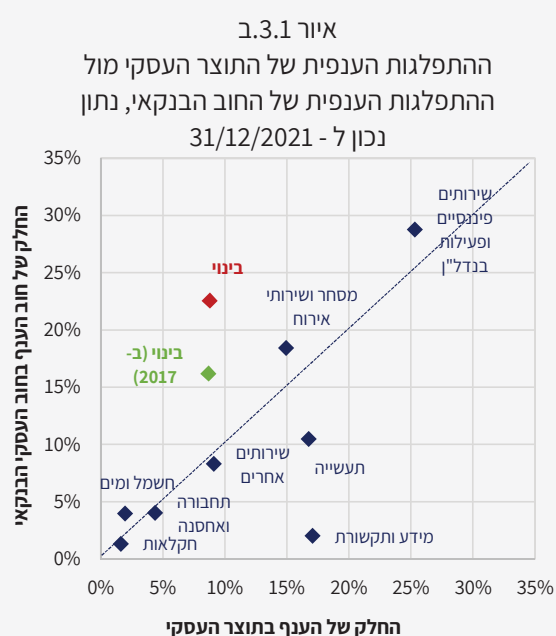
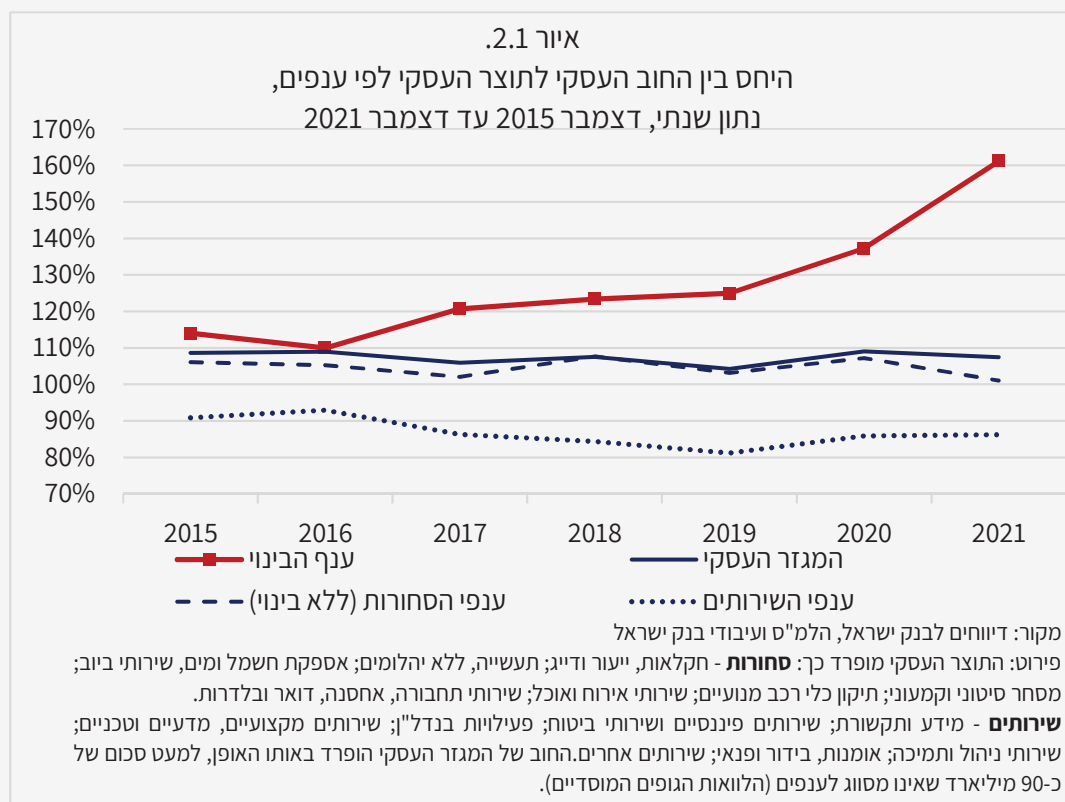
של המגזר העסקי בכללו, ובהבחנה בין ענפי הסחורות והשירותים. ניתן לראות כי בשנים האחרונות – ובמיוחד ב-2021 – גידול החוב של ענף הבינוי ביחס לתוצרו היה די חריג, גם ביחס לענפים נבחרים שנבחנו (בהם התעשייה, המסחר והפעילות בנדל"ן).

כדי להבין עד כמה גידול זה חריג ואת משמעות העלייה של הפעילות הממומנת באמצעות חוב (כלומר העלייה במינוף), בחנו את ההתפלגות הענפית של התוצר העסקי מול ההתפלגות הענפית של החוב העסקי ב-31/12/2021: בהסתכלות על **סך החוב מכל המקורות**, ענף הבינוי ממונף יותר מענפים אחרים, אך לא במידה רבה (איור 3.1.א); ענפי השירותים הפיננסיים והפעילות בנדל"ן, למשל, ממונפים יותר מענף הבינוי². כאשר מתמקדים ב**חוב הבנקאי** בלבד (איור 3.1.ב),

¹ כתב: איתי קדמי.

² מבחינת מינוף החברות הציבוריות, לפי יחס ההתחייבויות לנכסים, ענף הבנייה ממונף יותר מענפים אחרים, כגון: ענף הנדל"ן המניב, אולם ענף שירותים פיננסיים ממונף יותר.

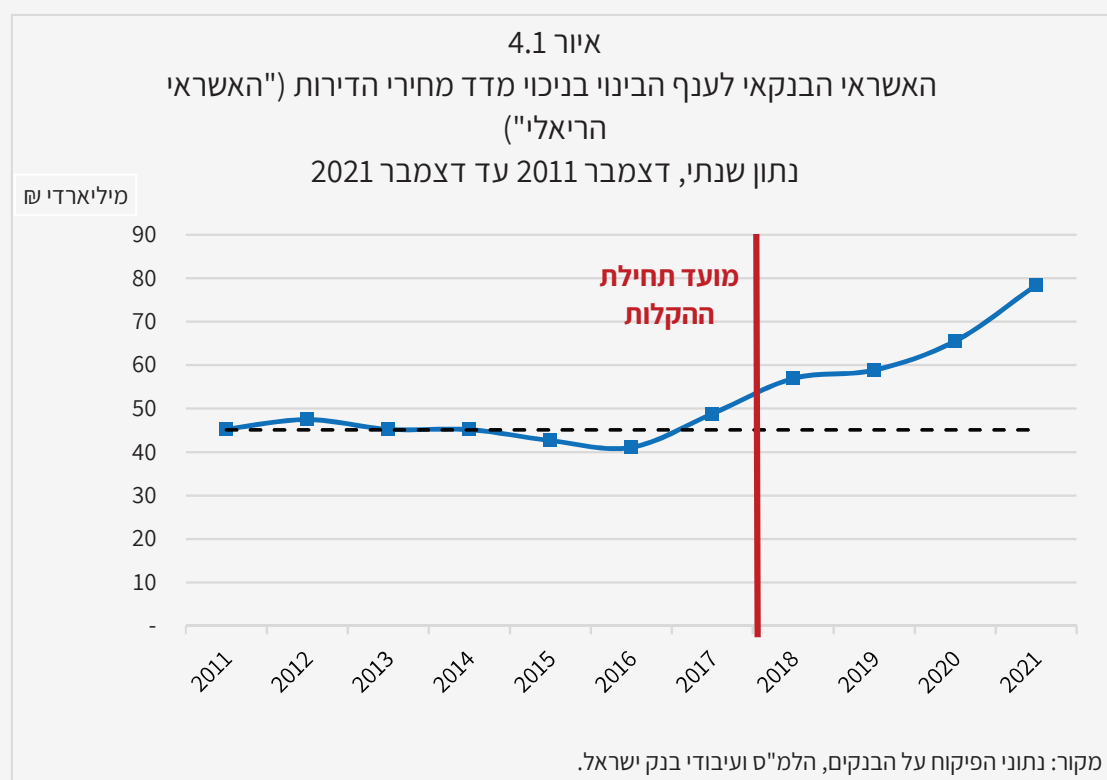
נמצא כי גידול החוב בענף הבינוי בשנים האחרונות היה לא פרופורציונלי לתוצר הענפי, וכי ענף זה חריג במיוחד ביחס לענפים האחרים: ניתן לראות כי מרבית הענפים נמצאים על קו ה-45 מעלות, כלומר מתקיים בהם יחס של 1 בין ההתפלגות בחוב להתפלגות בתוצר, ואילו הנתח של ענף הבינוי בחוב הבנקאי גדול פי שלושה מחלקו בתוצר העסקי.



מקור: דיווחים לבנק ישראל, הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.
פירוט: הקו המקווקו מסמן את קו ה-45 מעלות היוצא מראשית הצירים. מסך החוב העסקי, סכום של כ-90 מיליארד שאינו מסווג לענפים (הלוואות הגופים המוסדיים). לגרפים הוספו את ענף הבינוי ב-2017 (חלקו בחוב ובתוצר), כדי להמחיש את השינוי שהתרחש בחוב הבנקאי לענף.

נתמקד אפוא בחוב הבנקאי של הענף. מאיורים 2.1 ו-3.1 עולה כי האשראי לענף הבינוני עלה מעבר לתוצר הענף; משמע שגידול האשראי לא התבטא בעלייה דומה של הפעילות (שאמנם עלתה ב-2021). זווית הסתכלות נוספת על התפתחות האשראי הבנקאי לענף היא ביחס למחירי הדירות, שבעיקרם אינם משתקפים בתוצר הענפי. לשם כך אנו בוחנים את האשראי המאזני הבנקאי בניכוי מדד מחירי הדירות, כלומר את האשראי הריאלי לענף.

באיור 4.1 אפשר לראות שהאשראי הבנקאי לענף בניכוי השינוי השנתי במדד מחירי הדירות נותר עד סוף 2017 קבוע יחסית. (הקו המקווקו השחור מייצג את האשראי בתחילת התקופה, שהוא גם הממוצע בשנים 2011–2017). אך מסוף 2018, בין היתר על רקע הקלות רגולטוריות שניתנו לבנקים ונועדו לתמוך בענפי התשתיות והבינוי³, האשראי לענף גדל הרבה מעבר לעליית מחירי הדירות⁴. המשמעות היא שהגידול הניכר באשראי לא בא לידי ביטוי בצמיחה דומה – לא בפעילות הכלכלית (כפי שמשתקף בתוצר הענפי), כאמור, ולא במחירי הדירות, שאמנם האמירו בשנת 2021. התפתחות זו מלמדת על מימון בשיעור מיון גבוה יותר מצד הבנקים, שעלולה להצביע על עלייה בסיכון.



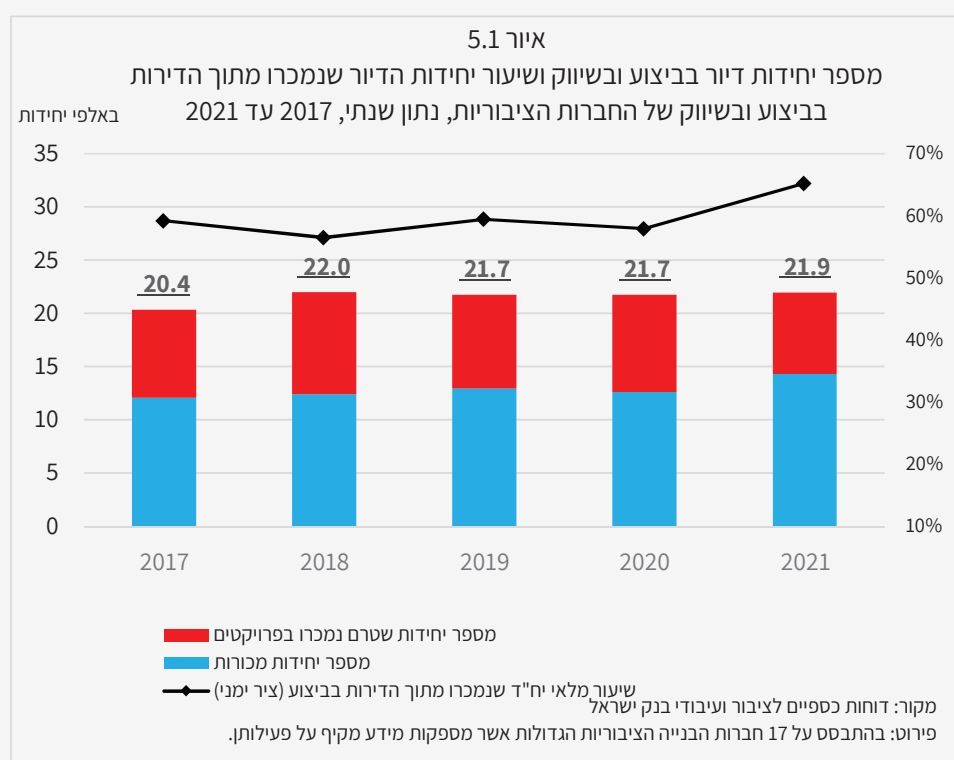
בפיקוח על הבנקים זיהו שגידול האשראי לענף לווה בעלייה של התיאבון-לסיכון וירידה בתנאי החיתום, תוך כדי ירידה של הריביות על האשראי בעסקאות חדשות ועלייה בריכוזיות של תיק האשראי. בעקבות זאת פרסם בנק ישראל עדכון לנב"ת 315, וכן הוציא, בדצמבר 2021 ובמרץ 2022, מכתבים לתאגידים הבנקאיים, אשר מטרתם לחזק את ניהול הסיכונים בבנקים, ובהם, בין היתר דרישה להקצאת הון נוספת בגין מימון קרקעות במינוף גבוה. להרחבה נוספת על המגמות שנצפו לאחרונה במימון הבנקאי לענף הבינוני והנדל"ן וכן על צעדי הפיקוח על הבנקים ראו תיבה א'-8 בסקירת מערכת הבנקאות לשנת 2021.

³ הקלות אלו מתייחסות לשינויים שנעשו במגבלת החבות הענפית. ההקלות החלו בסוף 2018, כאשר מקדם ההמרה בערבויות חוק מכר הופחת מ-50% ל-30%. בהמשך נרשמו הקלות נוספות, שכללו שחרור של המגבלה הענפית הרגולטורית. היבט המלמד כי המגבלה בענף הבינוני הייתה אופקית, וכל הקלה הביאה לגידול באשראי (מעבר לגורמי היסוד – הפעילות והמחירים).

⁴ נציין כי בחינה זו נערכה גם לגבי האשראי המאזני וערבויות חוק המכר, שהן רכיב חוץ-מאזני, וקיבלנו תמונה דומה.

3. ניתוח חברות הבנייה הציבוריות

כדי להשיב על השאלה מה מסביר עלייה חריגה כזאת באשראי, שאינה משתקפת בפעילות הכלכלית ובמחירים הנומינליים של הדירות, ניתחנו את הפעילות של חברות הבנייה הציבוריות. חברות אלו מייצגות בעיקר את העסקים הגדולים בענף⁵ (אשר להם ניתן מרבית האשראי הבנקאי הענפי בתקופה האחרונה), וחלקן באשראי לענף הוא יותר מ-40%. ידוע שהתארכות משך הזמן עד למכירת הדירות מחייבת את החברות לטול אשראי נוסף כדי לקדם את הבנייה – אך בבחינה של שיעור מלאי יחידות הדירור שנמכרו מסך היחידות שבביצוע או בשיווק ניתן לראות כי הוא עלה ב-2021 בהשוואה לשנים קודמות (איור 5.1).⁶ יתר על כן, מספר יחידות הדירור שבשיווק או בביצוע עלה בשיעור זניח ונותר ברמה קבועה, דומה לרמת השנים הקודמות.⁷ ניתן אפוא להסיק שתוספת האשראי לא נועדה להתמודדות עם התארכות משך הזמן שעד למכירת הדירות או להגדלת מלאי הדירות בטווח הקצר.



הסבר אחר לגידול האשראי הוא ירידת הרווחיות בחברות הבנייה הציבוריות. מניתוח פעילותן עולה כי בשנת 2021 15 החברות הגדולות מבין חברות הבנייה הציבוריות מכרו יחד כ-8 אלף יח"ד, גידול של כ-50% בהשוואה לתקופה המקבילה ב-2020. לפי דיווחי החברות נרשמה עלייה של יותר מ-20% במחיר הממוצע לדירה. (חלק מהחברות מסבירות את העלייה בעיקר בשינוי מאפייני הדירות הנרכשות). באיור 6.1 א ניתן לראות את המתאם הגבוה מאוד (0.96) בין סך המכירות של חברות הבנייה הציבוריות לבין מדד מחירי הדירות, ואיור 6.1 ב מלמד שלמרות עליית המדד שיעור הרווח הגולמי נותר קבוע יחסית על פני זמן, עם עלייה מסוימת ב-2021.⁸ (הרווח הגולמי הוא לפני ההוצאות על הנהלה, שיווק, מימון ומסים).

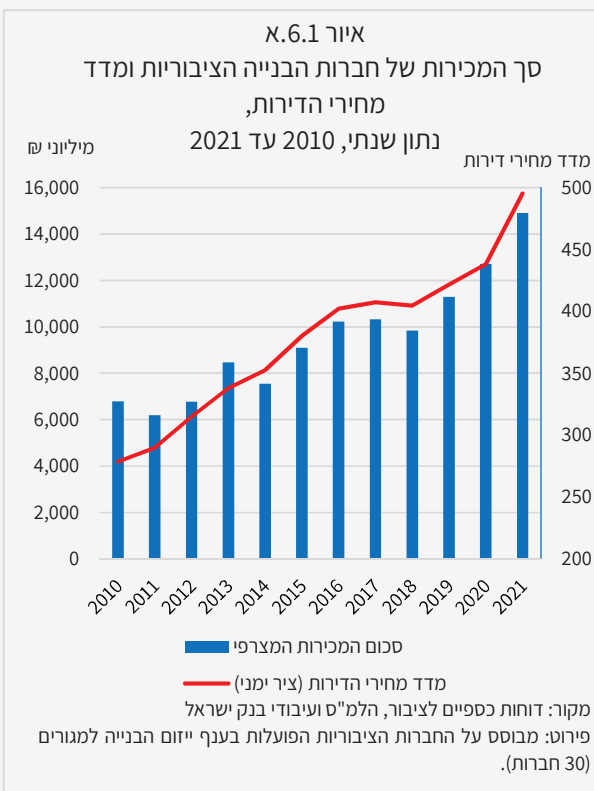
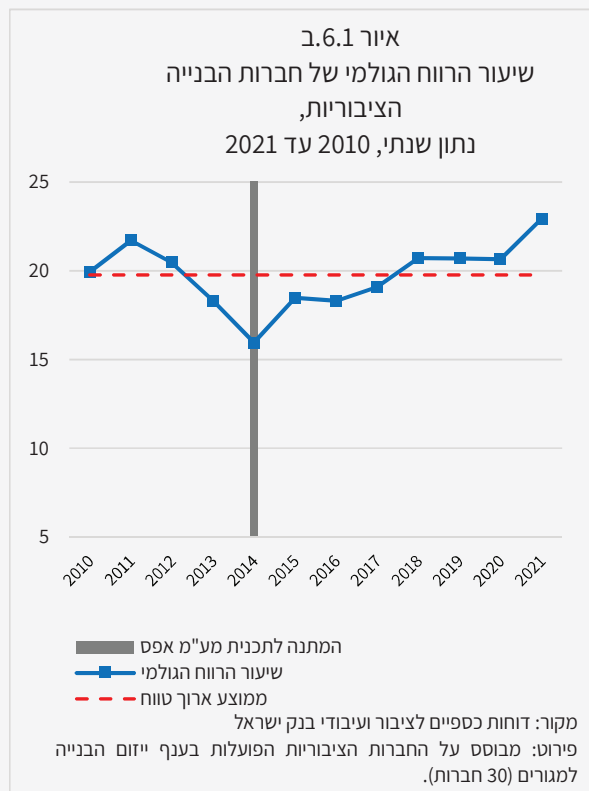
⁵ 15 החברות הציבוריות הגדולות בענף הבינוי אחראיות בממוצע בכל שנה (בבחינה של 5 השנים האחרונות) על כ-17% מסך הדירות החדשות שנמכרות. על-פי דירוג BDI ו-Dun's 100 ניכר שמרבית חברות הבנייה הציבוריות מדורגות בין החברות הגדולות בענף.

⁶ ממצא העולה בקנה אחד עם נתוני הלמ"ס, שלפיהם הייתה ב-2021 הייתה עלייה של 37% במכירת דירות חדשות.

⁷ על פי נתוני הלמ"ס, ב-2021 עלה מספר הדירות שבבנייה פעילה ב-12%. השיעור הנמוך יותר בחברות הציבוריות עשוי ללמד שב-2020 הן נתקלו בפחות בעיות המעכבות את הבנייה, בהן קשיים בהשגת אשראי להמשך פעילותן.

⁸ ממצא זה מלמד כי הרכיבים שנזקפים לעלות המכר, כגון תשומות הבנייה ועלות הקרקע, עלו בהתאם. לכן אם יש צפי להמשך פעילות ערה בשוק הדירור, ושיעורי הרווח הגולמי, כאמור, קבועים יחסית על פני זמן, אין סיבה להניח ששיעורי הרווחיות של חברות הבנייה יאמירו.

אשר להתפתחות האשראי – בחברות הבנייה הציבוריות גדל החוב הפיננסי (הלוואות ואג"ח קונצרניות) במהלך 2021 בכ- 11 מיליארד ש"ח (גידול של יותר מ-20%), אך המינוף (יחס ההתחייבויות לנכסים) לא גדל ונותר כ-70%⁹. מהממצאים שתוארו לעיל עולה כי החברות לא הגדילו את מלאי הדירות שבהקמה ובשיווק, כי משך זמן המכירה לא התארך, וכי



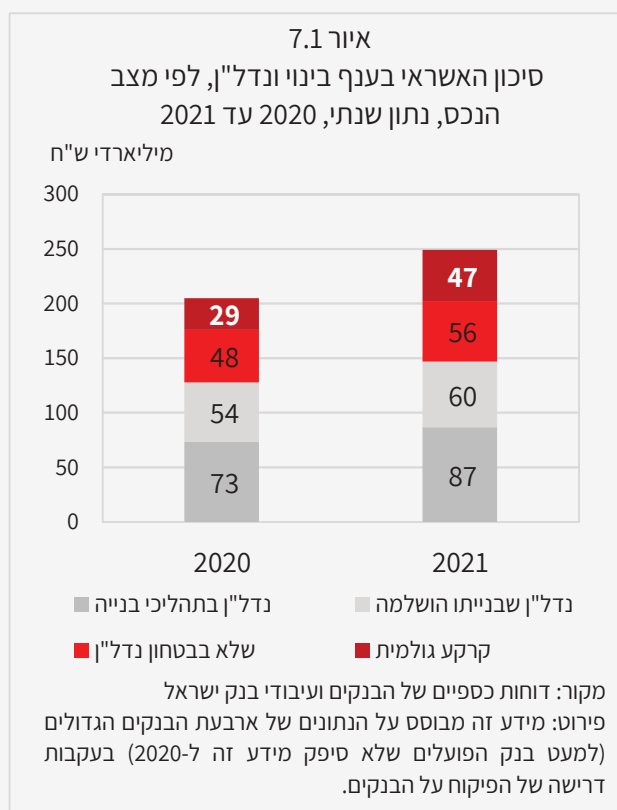
והרווחיות לא נפגעה (ואף עלתה). לצד זאת, היקף הקרקעות שנרכשו ב-2021 היה גבוה ובא לידי ביטוי בגידול עתודות הקרקע והפרויקטים שבתכנון¹⁰, התפתחות שעשויה ללמד כי חלק עיקרי¹¹ מגידול האשראי נועד למימון קרקעות.

עדות נוספת לכך ניתן למצוא בדוחות הכספיים של התאגידים הבנקאיים: בעקבות מכתבים שהוציא הפיקוח כאמור, נדרשו הבנקים לפרט את הרכב חשיפת האשראי שלהם לענף הבינוי והנדל"ן לפי מצב הנכסים. מפירוט זה עולה כי ב-2021 מתוך גידול החשיפה בכ-44 מיליארד ש"ח, כ-40% נועדו למימון קרקע גולמית (איור 7.1). מדובר בדיווח שמתבסס רק על ארבעת הבנקים הגדולים, כי "בנק הפועלים" לא סיפק פירוט זה לשנת 2020, והחשיפה כוללת גם אשראי חוץ-מאזני (בין היתר, ערבויות חוק מכר). לכן אנו מעריכים שבהתייחס לאשראי המאזני בלבד וכולל "בנק הפועלים", השיעור גבוה אף יותר.

⁹ מניתוח מצבת ההתחייבויות של חברות הבנייה הציבוריות עולה כי עיקר הגידול במהלך 2021 היה בחוב הבנקאי, אך גדל גם היקף האג"ח שהונפקו לציבור.

¹⁰ במהלך 2021 הייתה עלייה משמעותית בהיקף שיווקי הקרקעות על ידי רמ"י. להרחבה ראו פרק ט' בדוח בנק ישראל 2021.

¹¹ נציין כי בשל עליית מדד תשומות הבנייה האשראי נועד לממן גם את המשך התקדמות הבנייה. סביר להניח שמדובר בחלק קטן יותר מגידול האשראי; זאת משום שעלה מספר הדירות שנמכרו, ומכאן שהחברות צריכות פחות אשראי כדי להתקדם בבנייה (בהינתן שהשניונים במלאי הדירות אינם משמעותיים).



באשר לקרקעות – מחיריהן במכרזי רמ"י רשמו ב-2021 עליות חריגות בהשוואה לעבר (לשם ההמחשה, ההצעה הזוכה הייתה גבוהה פי 2.8 במוצע מערך השומה שנקבעה לקרקע, לא רק באזורי ביקוש)¹², ושיעורי המימון היו גבוהים, כפי שניתן ללמוד מהדיווחים של החברות הציבוריות¹³. ניתן אפוא להסיק שהנכסים (עלות הקרקעות) בחברות הבנייה הציבוריות גדלו בהתאם לגידול האשראי הבנקאי (כפי שתואר לעיל), בקצב שאינו תואם את הפעילות הכלכלית ואת מחירי הדירות, ולכן מגלמים ציפייה להמשך העלייה של מחיריהן. המשמעות היא שנכון למועד הניתוח (סוף 2021) הן המלווים (בעיקר הבנקים) והן הלווים (יזמי הנדל"ן למגורים) צופים המשך של עליית מחירי הדירות.

4. מבחני רגישות

כדי להבין באיזו מידה יש בהתפתחות המתוארת פוטנציאל לעלייה בפגיעות של החברות, שתביא להרעה במצב המערכת הפיננסית, ערכנו מבחני

רגישות על סמך הדוחות הכספיים של 15 חברות הבנייה הציבוריות הגדולות, המספקות גילוי נרחב על פעילותיהן בענף ייזום הבנייה. במסגרת ניתוח זה בדקנו את ההשפעה של תרחישים שונים על יכולת הספיגה של החברות, כלומר על המינוף שלהן (יחס ההתחייבויות לנכסים). לשם כך הנחנו תמונה סטטית של החברות ליום 31/12/2021 וממנה גזרנו תרחישים אפשריים.

שנת 2021 אופיינה, כאמור, בגידול מסיבי של מספר העסקאות בדירות חדשות ובעלייה של מחירי הדירות, על רקע תנאים פיננסיים מקלים. לכן שילבנו תחילה שני תרחישים של ירידה במכירת דירות חדשות וירידה של מחירי הדירות בשיעורים שונים. על סימולציה זו הוספנו, בשלב השני, תרחיש אפשרי של ירידת ערך הקרקעות החדשות במאזני החברות ובשלב השלישי הוספנו תרחיש של עלייה בהוצאות המימון כתוצאה מעלייה של סביבת הריבית במשק. בלוח 1 ניתן לראות את

¹² בהתבסס על בדיקה שערכנו ל-115 מתחמים שהוצעו במכרזי רמ"י בשנת 2021.

¹³ מניתוח המידע שמפרסמות חברות ציבוריות סכום הזכייה היה כפול מן השומה שנקבעה לקרקע, ושיעור המימון ביחס לסכום הזכייה עמד במוצע על קרוב ל-100%.

לוח 1.1 השפעת תרחישים אפשריים על יחס המינוף הממוצע

א-1. ירידה במחירי הדירות והאטה במכירות

ירידה במכירות						ירידה במחירי הדירות
30.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	0.0%	
73.5%	73.1%	72.9%	72.7%	72.6%	72.4%	
74.0%	73.6%	73.4%	73.2%	73.0%	72.8%	
74.5%	74.1%	73.9%	73.7%	73.5%	73.3%	
75.0%	74.6%	74.4%	74.2%	74.0%	73.8%	
75.5%	75.1%	74.9%	74.7%	74.5%	74.3%	
76.6%	76.1%	75.9%	75.7%	75.5%	75.3%	
						0.0%
						2.5%
						5.0%
						7.5%
						10.0%
						15.0%

ב-1. כולל תרחיש של ירידת ערך הקרקעות

ירידה במכירות						ירידה במחירי הדירות
30.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	0.0%	
75.0%	74.6%	74.4%	74.2%	74.0%	73.8%	
75.5%	75.1%	74.9%	74.7%	74.5%	74.3%	
76.1%	75.6%	75.4%	75.2%	75.0%	74.8%	
76.6%	76.2%	75.9%	75.7%	75.5%	75.3%	
77.1%	76.7%	76.5%	76.3%	76.0%	75.8%	
78.2%	77.8%	77.5%	77.3%	77.1%	76.9%	
						0.0%
						2.5%
						5.0%
						7.5%
						10.0%
						15.0%

ג-1. כולל תרחיש של ירידת ערך הקרקעות ועליית הריבית

ירידה במכירות						ירידה במחירי הדירות
30.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	0.0%	
77.0%	76.4%	76.2%	75.9%	75.6%	75.4%	
77.6%	77.1%	76.8%	76.6%	76.3%	76.0%	
78.3%	77.7%	77.5%	77.2%	77.0%	76.7%	
78.9%	78.4%	78.1%	77.9%	77.6%	77.3%	
79.6%	79.1%	78.8%	78.5%	78.3%	78.0%	
80.9%	80.4%	80.1%	79.8%	79.6%	79.3%	
						0.0%
						2.5%
						5.0%
						7.5%
						10.0%
						15.0%

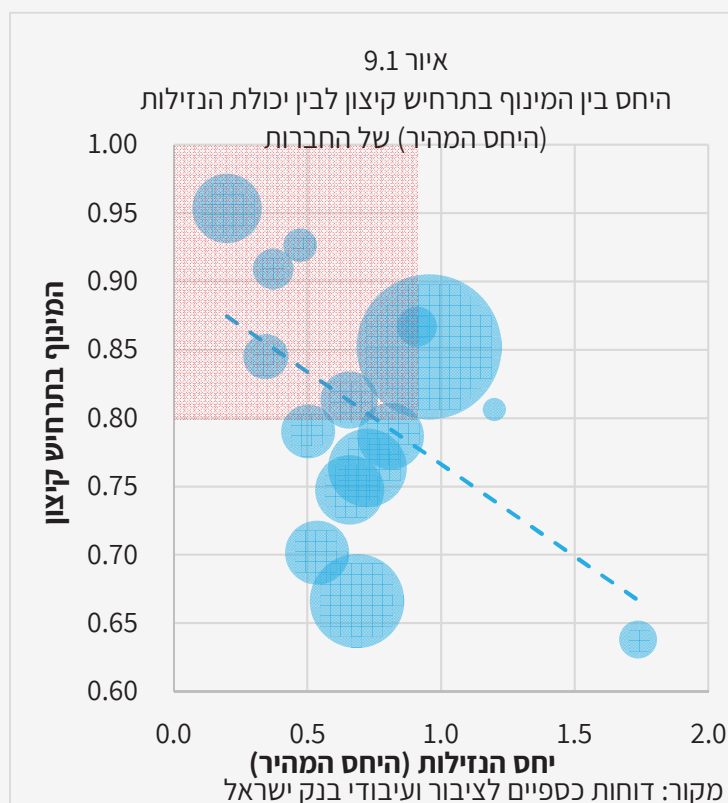
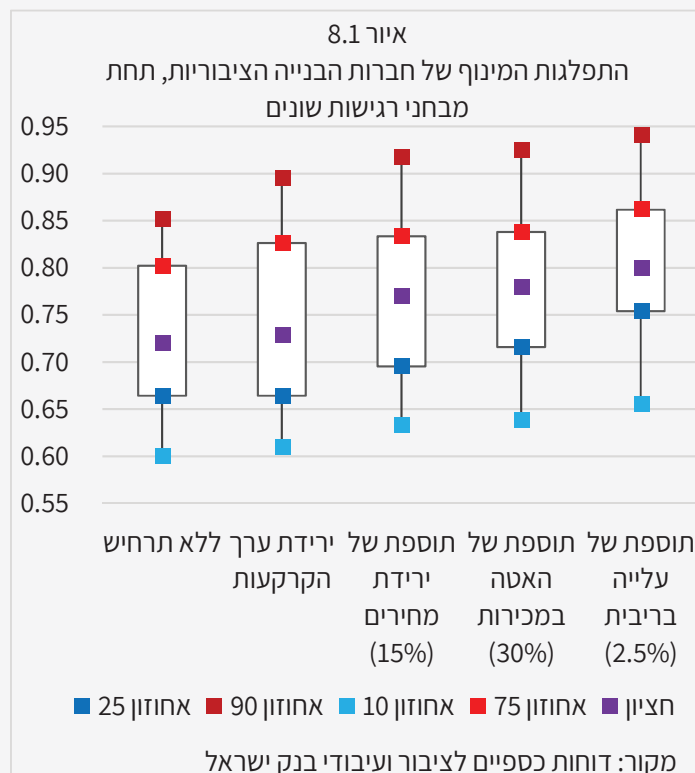
מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל

ההשפעה של שלושת השלבים שתוארו על יחס המינוף הממוצע של החברות, בכפיפות למספר הנחות¹⁴. תרחישים אלו מלמדים כי ירידת ערך הקרקעות כשלעצמה אינה מעלה באופן חד את מינוף החברות. (כפי שמראה המעבר מלוח 1-א ללוח 1-ב), אך השילוב של ירידת מחירים והאטה במכירות (ובאשר לתרחיש האחרון יש עדות לתחילה של מגמה כזאת¹⁵), לצד עלייה בסביבת הריבית ובהוצאות המימון (במעבר ללוח 1-ג) מלמד על עלייה לא מבוטלת במינוף, ולא רק בערכי הקיצון, אך ניכר שבממוצע החברות צברו הון במידה מספקת כדי לספוג שינויי מגמה.

איור 8.1, שבו אנו בוחנים את התפלגות המינוף בתרחישים השונים (בערכי הקיצון שלהם), מחדד את התמונה שלפיה ההשפעות העיקריות על החברות בענף הן ירידת מחירי הדירות ועלייה של הוצאות המימון. עוד מראה האיור כי בשילוב כל התרחישים מינוף החברות שנמצאות באחוזון ה-75 ומעלה מגיע לשיעורים גבוהים מאוד. אף על פי כן ניכר, כאמור, שלמרבית החברות יש מספיק הון כדי לספוג שינויים ואף זעזועים בענף ובתנאים

¹⁴ לצורך בניית התרחישים השתמשנו במספר הנחות כדלהלן: (1) ירידת מחירי הדירות – ראשית, חישובנו עבור כל חברה את המחיר הממוצע של דירה בשלוש השנים האחרונות (על ידי חלוקה של סך ההכנסות מייזום נדל"ן במספר הדירות שנמכרו). את המחיר הממוצע כפולנו במספר יחידות הדיור שנמכרו ב-2021, ואת התוצאה כפולנו בשיעורים שונים של ירידת המחירים. את התוצאות הפחתנו מההון העצמי של החברה ומסך הנכסים שלה, ובהתאם לכך חישובנו את יחס המינוף. (2) ירידה במכירת דירות חדשות – השתמשנו במספר יחידות הדיור שנמכרו ב-2021 על ידי החברה, הנחנו כי הירידה התרחשה בשיעורים שונים ממספר זה, וההשפעה על ההון העצמי ועל סך המאזן מורכבת מהמכפלה של מספר יחידות הדיור בשיעור הרווח הגולמי הממוצע של כל חברה ב-3 השנים האחרונות ובמחיר הדירה הממוצע (כמתואר לעיל). (3) ירידת ערך הקרקעות – ב-2021 היחס הממוצע בין מחיר הקרקע שנסגר במרכזי רמ"י לבין השומה היה 2.8; יחס זה עמד ב-2019 על כ-1, אך בתמהיל שונה של הנכסים: ב-2019 נמכרו קרקעות באזורים פריפריאליים (כגון ערד). לכן לשם הפשטות הנחנו שיחס זה גדל פי שניים. עוד הנחנו שעלות הקרקע היא שליש מעלות הדירה (לפני העלייה המתוארת), ומכך נגזר שעלות דירה ממוצעת ליזם גדלה בכ-33%. כדי לחשב את ירידת ערך הקרקעות הנחנו שעלייה זו לא מגולגלת במכירה, ולפיכך הכפולנו את ערך הקרקעות שנרכשו ב-2021 בפער שבין שיעור זה לבין שיעור הרווח הגולמי הממוצע של כל חברה ב-3 השנים האחרונות, והפחתנו את התוצאה מההון העצמי ומהמאזן של החברה. (4) עלייה בהוצאות המימון – השתמשנו בתשואה על האג"ח של החברות ב-2021 (ממוצע משוקלל בשווי האג"ח) כאומדן לריבית הממוצעת שכל חברה משלמת והנחנו עלייה של הריבית שב-2.5% (בהתאם לתחזית חטיבת המחקר). מתוך זה גזרנו את העלייה בהוצאות המימון עבור שיעור החוב של החברה, שהוא בריבית משתנה, וזאת ההשפעה על ההון.

¹⁵ ראו סקירה של הלמ"ס.

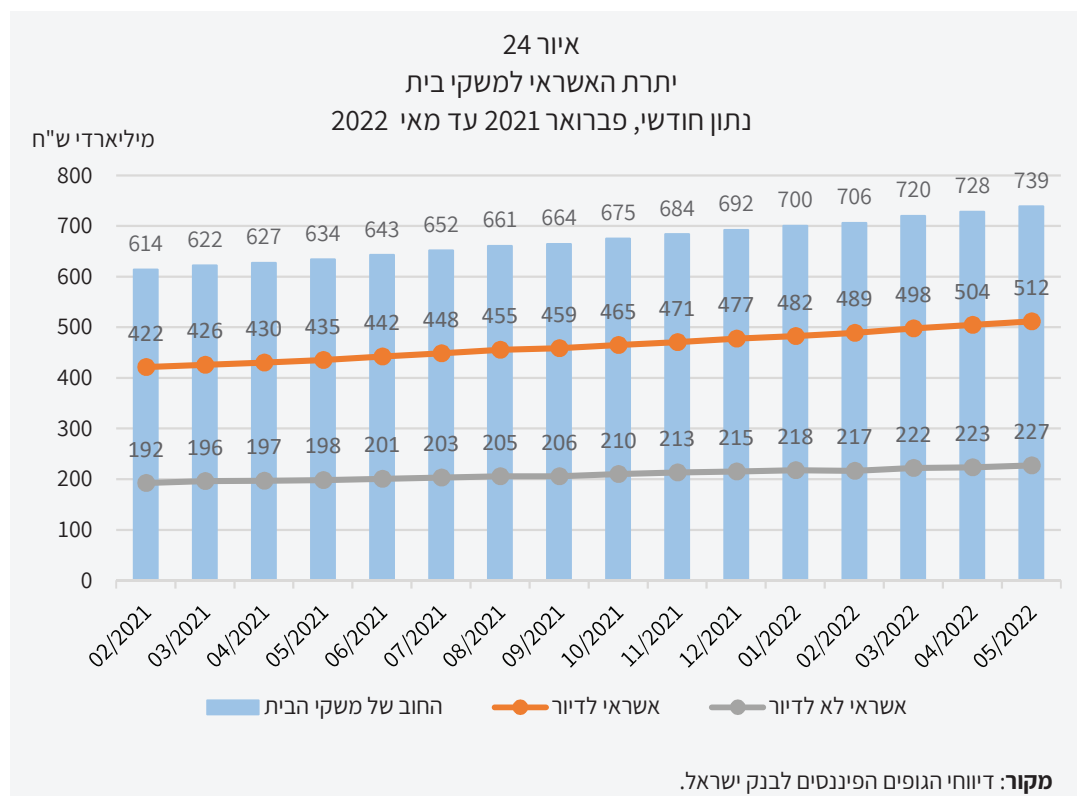


הפיננסיים. לפיכך עולה שאלה אם הונן נזיל במידה מספקת כדי להתמודד עם הזעזועים שתוארו. כדי להשיב בחנו את הנזילות של החברות, ובפרט את "היחס המהיר", שהוא היחס בין הנכסים השוטפים בניכוי המלאי לבין ההתחייבויות השוטפות.

באיור 9.1 ניתן לראות את הקשר בין מינוף החברות בתרחיש קיצון לבין הנזילות שלהן. ראשית, עולה כי במרבית החברות היחס המהיר שנבחן נמוך מ-1, מה עשוי להעיד שגם אם לחברה, בתרחיש קיצון, יש מספיק הון, יכולת הנזילות שלה די נמוכה. עוד עולה מאיור זה כי מתקיים קשר הפוך: ככל שהמינוף, בתרחיש קיצון, גבוה יותר (הציר האנכי), יכולת הנזילות נמוכה יותר (הציר האופקי), שילוב שעלול להיות מסוכן במקרה של האטה בפעילות. מבחינת אפיון החברות לפי גודלן (הנמדד באמצעות סך הנכסים, המתבטא באיור בגודל העיגול), עולה שחברות קטנות נתונות בסיכון גבוה יותר מאשר חברות גדולות (הרבע השמאלי העליון), אך תמונה זו אינה חד-משמעית, וגם חברות גדולות עלולות להיתקל – במקרה של האטה בשוק הדיור – בשילוב של מינוף גבוה ויכולת נזילות נמוכה. מצב זה יכול להגביר את הסיכונים למערכת הפיננסית, בעיקר משום שבעת האחרונה חלק מרכזי של האשראי לענף ניתן לחברות הגדולות, כמתואר לעיל.

2.3.2 התפתחות יתרת האשראי למשקי הבית

בתקופה הנסקרת נמשכה מגמת ההתרחבות של האשראי למשקי הבית, אשר אפיינה את שנת 2021. בסוף אפריל 2022 עמדה יתרת האשראי של מגזר משקי הבית על 739 מיליארדי ש"ח, מהם 512 מיליארדים ש"ח (69%) אשראי לדיור. ב-12 החודשים שבין מאי 2021 למאי 2022 צמח האשראי למשקי בית בכ-16%, בהובלת האשראי לדיור, שצמח במהלך התקופה בכ-18%, לעומת צמיחה של 14% באשראי שלא לדיור (איור 24).



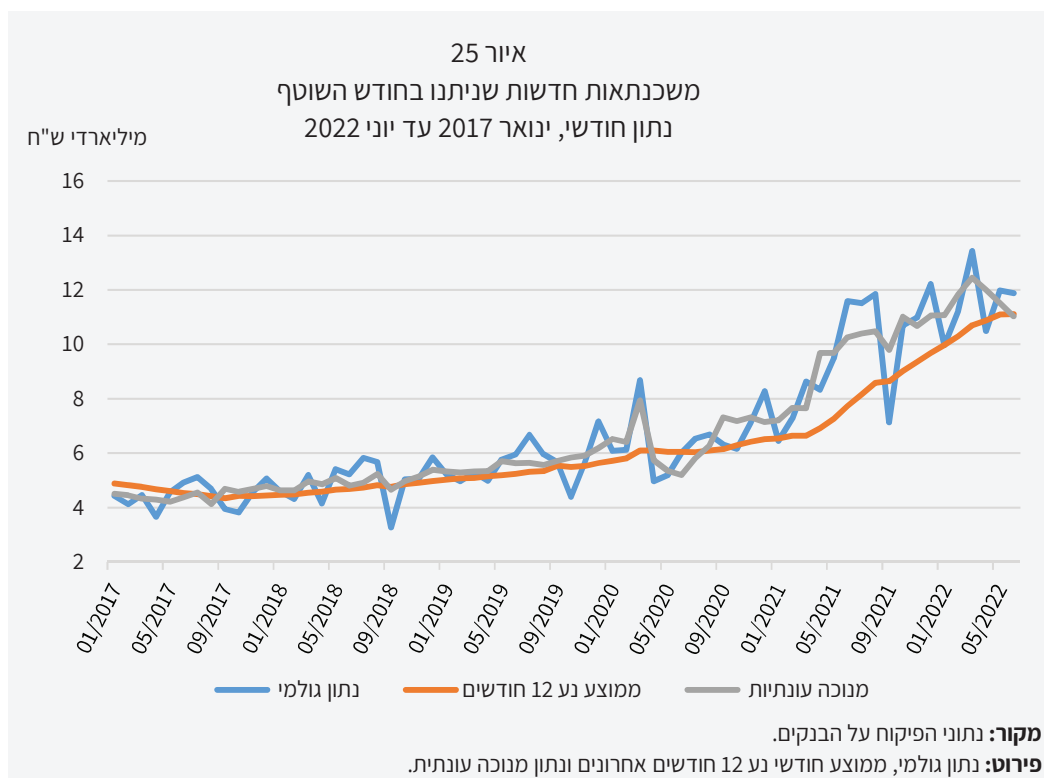
2.3.2.1 אשראי לדיור

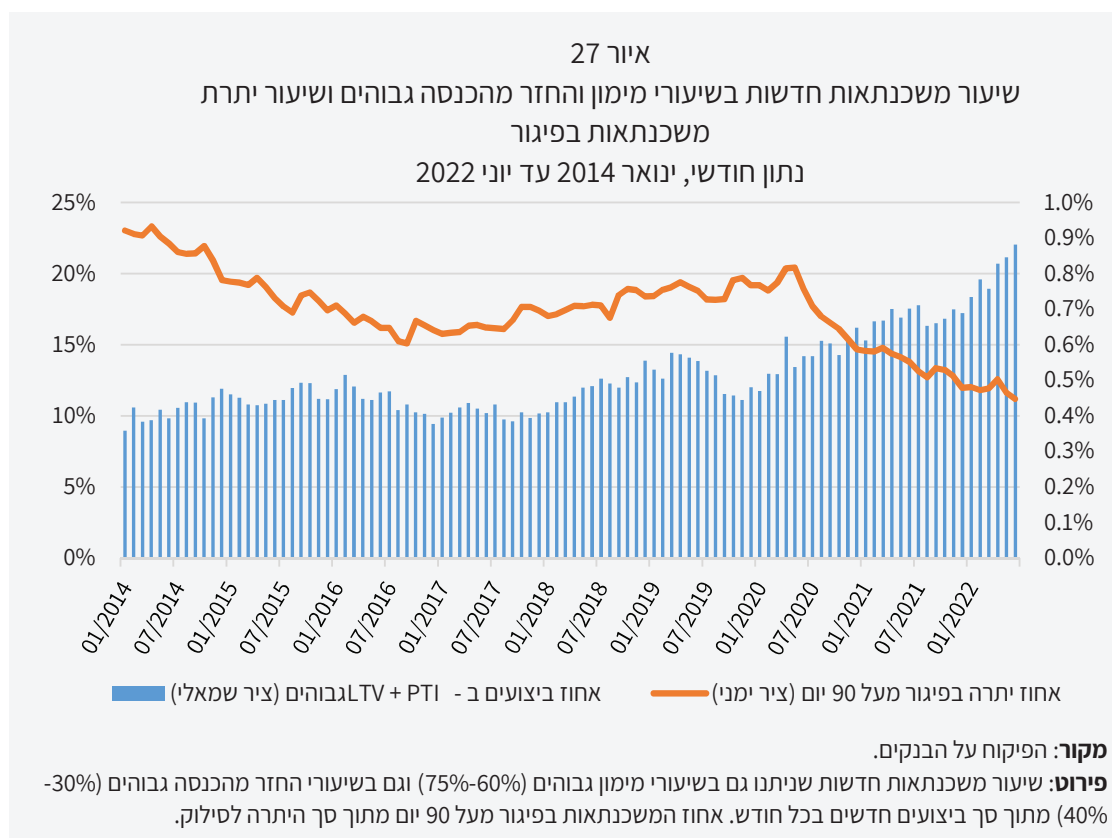
בתקופה הנסקרת נמשכה הצמיחה המהירה של האשראי לדיור, מגמה שאפיינה את שנת 2021 (איור 25). בחודש יוני ניתנו משכנתאות חדשות בסך 11.88 מיליארד ש"ח. אמנם מדובר בהאטה מסוימת ביחס לשיא שנרשם בחודש מרץ (13.4 מיליארד), אך הרמה נותרה גבוהה מאוד גם בחודש זה.

העלייה בביצועי המשכנתאות לוותה בעלייה של שיעור המימון ושל שיעור ההחזר מההכנסה הפנויה (איור 26). בחודש יוני 2022 חלק המשכנתאות שניתנו בשיעור מימון (LTV) שמעל 60% היה 46%, וחלק המשכנתאות שבהן שיעור ההחזר מהכנסה (PTI) הוא מעל 30% עמד על כ-44% – רמות גבוהות מאוד, היסטורית.

מעניין שלצד העלייה החדה בביצועי המשכנתאות וביעורי המינוף נרשמת דווקא ירידה של שיעור האשראי לדיור שבפיגור: נכון ליוני 2022 רק 0.45% מיתרת האשראי למטרת מגורים נמצא בפיגור שמעל 90 יום – הנתון הנמוך ביותר עד היום (איור 27)³⁵.

³⁵ מחודש ינואר 2022 ואילך המערכת הבנקאית אינה מדווחת על חובות שבדחיית תשלומים עקב משבר הקורונה, לרבות בהלוואות לדיור. הפסקת הדיווח נבעה, בין היתר, מהשיעור הנמוך של החוב שנמצא בדחייה, כך שלא נראה כי רמת הפיגורים הנמוכה נובעת מהיקף משמעותי של הלוואות שבדחיית תשלומים.





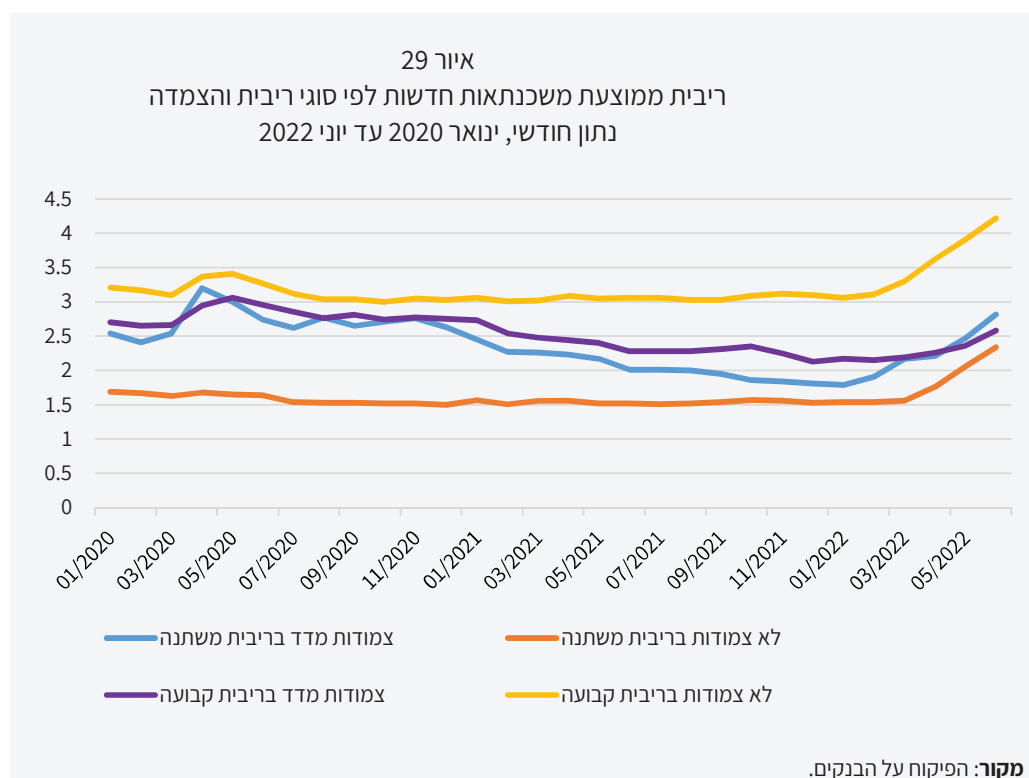
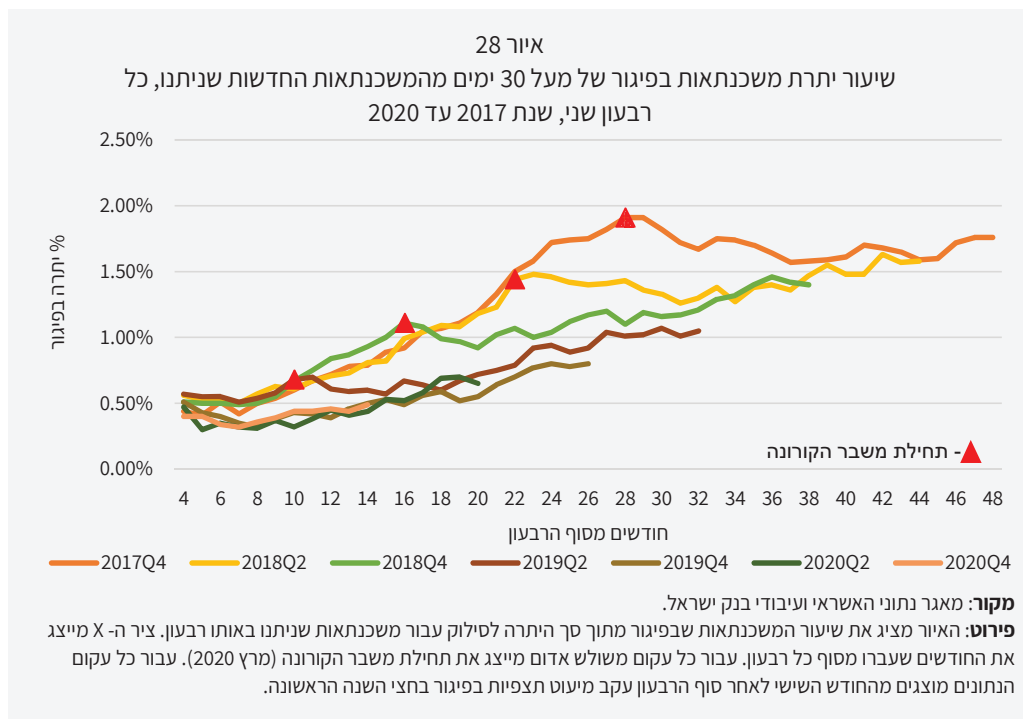
הירידה של שיעור הפיגורים מתוך סך היתרות לסילוק יכולה לנבוע מגורמים רבים, ואינה מצביעה בהכרח על ירידה כללית של הסיכון. לדוגמה, ייתכן כי עלה הסיכון במשכנתאות, אך עקב הירידה הכללית של הריביות ומחזור העסקים החיובי סיכונים אלו לא התממשו. מלבד זאת שיעור הפיגורים בקרב משכנתאות חדשות נוטה להיות נמוך יותר מאשר בוותיקות. לפיכך ייתכן שהעלייה החדה שהייתה לאחרונה בביצועי המשכנתאות הגדילה את שיעורן של המשכנתאות החדשות בסך היתרות, מה שהיה יכול לתרום לירידה של שיעור הפיגורים.

כדי לבדוק ביתר דיוק את התפתחות הסיכון במלאי המשכנתאות בחנו את שיעור האשראי שבפיגור במשכנתאות שניתנו בתקופות שונות: לגבי כל רבעון שני ורביעי בין 2017 ועד סוף 2020 בדקנו את שיעור האשראי שבפיגור לאורך זמן רק במשכנתאות שניתנו באותו רבעון³⁶. בדיקה זו מנטרלת את ההשפעה של שינוי בגיל הממוצע של המשכנתאות עקב גידול בביצועים החדשים, וכך מאפשרת השוואה נקייה יותר של התפתחות הסיכון.

איור 28 מציג "עקומי פיגור", אשר מבטאים, לכל רבעון, את אחוז היתרה שבפיגור מתוך סך היתרה של המשכנתאות שניתנו באותו רבעון בחודשים לאחר סופו. שוני בין תקופות בתיאבון -לסיכון או באיכות החיתום של משכנתאות חדשות יכול לבוא לידי ביטוי בהבדלים ביניהן בשיעור הפיגורים. עבור כל עקום, תחילת משבר הקורונה (מרץ 2020) מסומנת במשולש אדום. מהאיור עולה כי התפתחות עקומי הפיגור דומה מאוד בין התקופות. כך, לדוגמה, שיעור המשכנתאות שהיו בפיגור שנה לאחר קבלת המשכנתה מתוך המשכנתאות שניתנו ברבעון האחרון של 2017 (הקו הכתום) דומה מאוד לשיעורן מתוך המשכנתאות שניתנו ברבעון האחרון של 2018 (הקו הירוק).

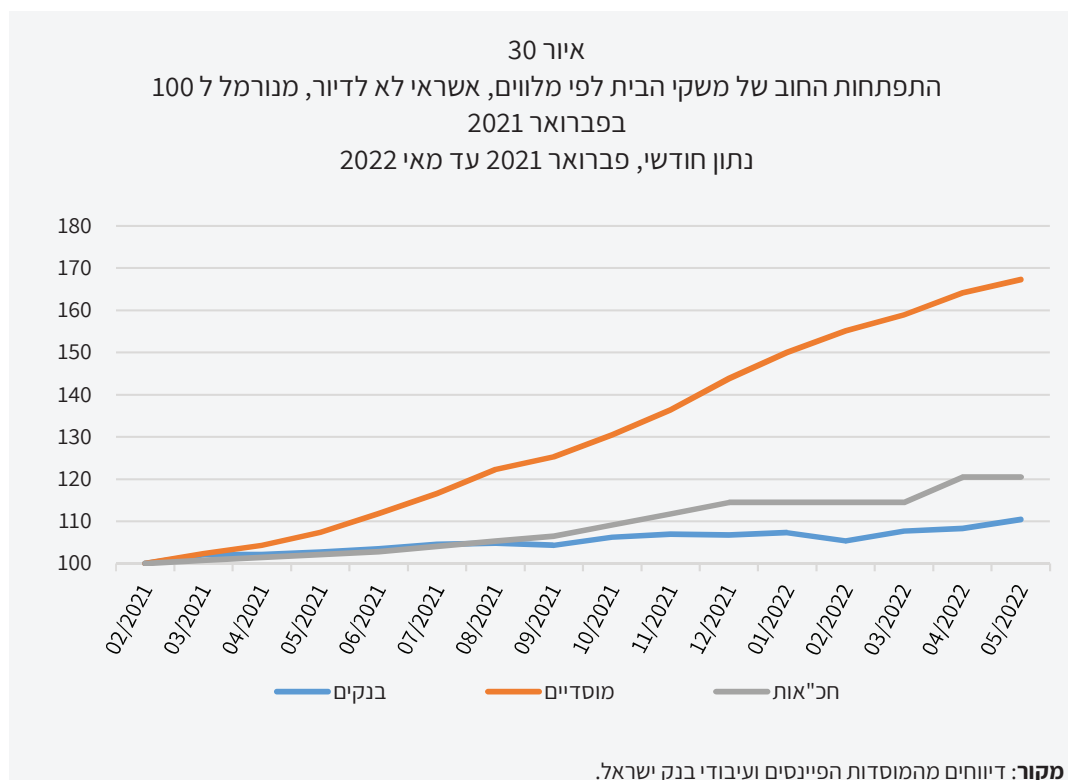
מחודש מרץ נרשמת מגמת עלייה של הריביות על משכנתאות חדשות (איור 29). זאת על רקע עליית המרווחים על אג"ח של הבנקים, שמייקרת את המקורות של הבנקים.

³⁶ הניתוח התבסס על מאגר נתוני האשראי, אשר מאפשר מעקב אחר ביצועי משכנתאות לאורך זמן.



2.3.2.2 אשראי לא לדיור

בסוף מאי 2022 עמד סך החוב של משקי הבית שלא לדיור, כאמור, על 227 מיליארד ש"ח, מהם 159 מיליארד אשראי מהבנקים (70%). מעניין שלמרות המשקל הגדול של האשראי הבנקאי בסך היתרות, את עיקר הצמיחה בתקופה האחרונה הוביל דווקא האשראי מהגופים המוסדיים, שצמח בין מאי 2021 למאי 2022 בכ-55% – צמיחה של כ-12 מיליארד ש"ח; זאת לעומת גידול של כ-7% בלבד באשראי הבנקאי – כ-11 מיליארד ש"ח (איור 30).

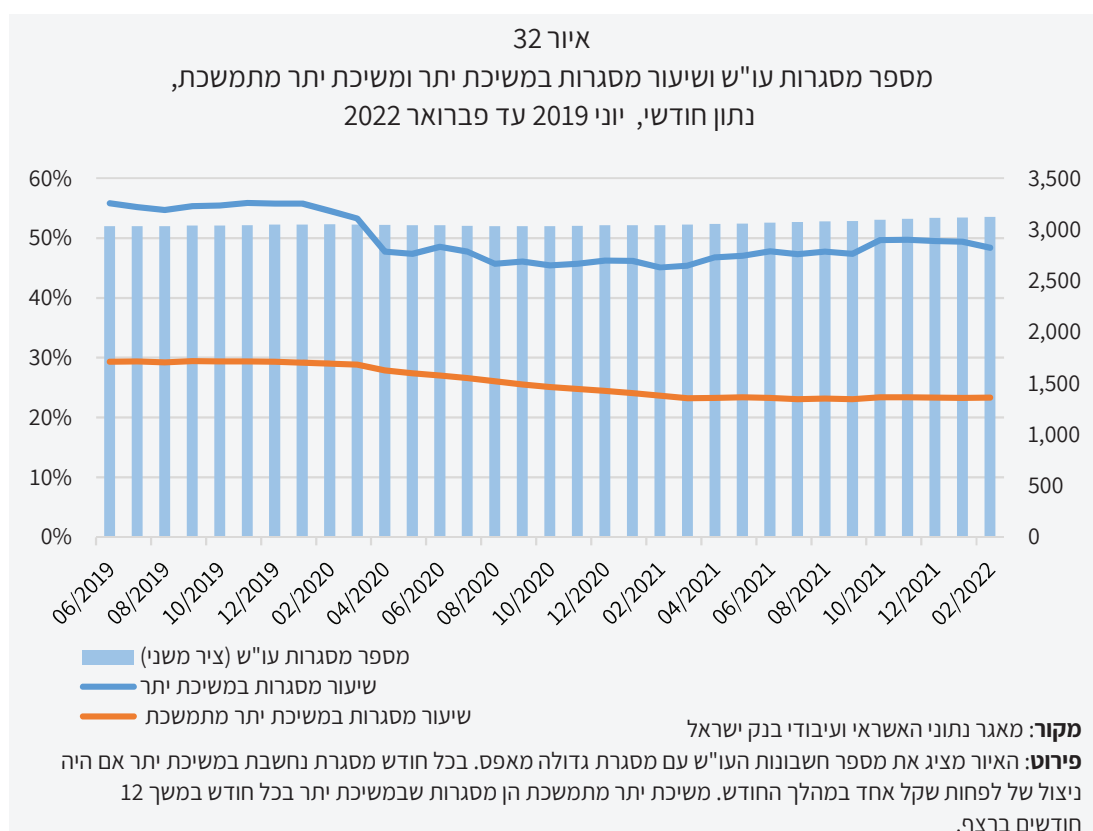
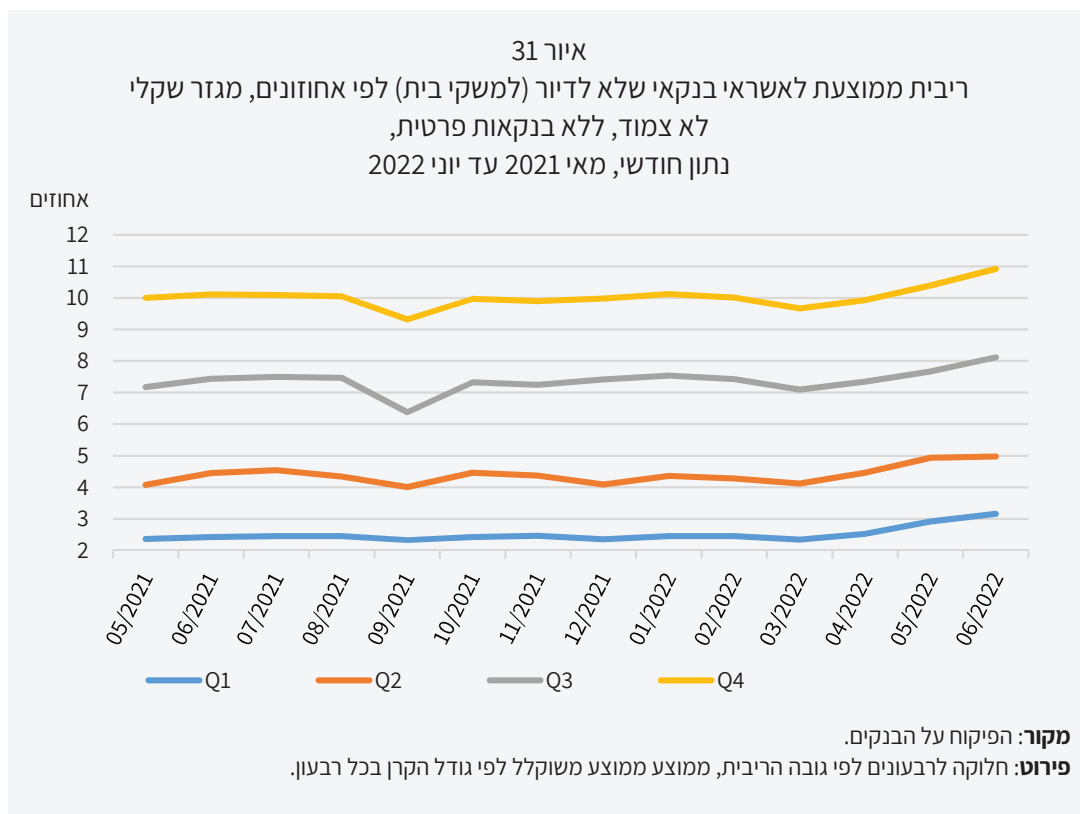


בהתאם למגמת העלייה של הריביות על המשכנתאות, גם הריביות על האשראי הבנקאי למשקי בית במגזר השקלי הלא-צמוד (בניכוי הבנקאות הפרטית) מאופיינות, מחדש מרץ, במגמת עלייה. איור 31 מציג את הריבית הממוצעת על הלוואות של משקי הבית בחלוקה לרבעונים לפי גובה הריבית. ניתן לראות כי מגמת העלייה שהחלה בחודש מרץ אפיינה את כלל ההתפלגות.

מבחינת **סיכון האשראי שלא לדיור**, שיעור האשראי הפגום והאשראי בפיגור של 90 יום ומעלה נותר נמוך, ועמד, נכון לסוף הרבעון הראשון של שנת 2022, על כ-0.6%. נוסף על כך, נתוני הבנקים לגבי ההפרשות להפסדי אשראי מעלים כי ברבעון הראשון של 2021 אמנם נפסקה מגמת הצמצום ביתרת ההפרשה להפסדי אשראי – מגמה ששררה בשנת 2021 על רקע אי התממשות החששות להפסדי הבנקים בתחילת משבר הקורונה – אך סך ההפרשה נותר נמוך מאוד בפרספקטיבה היסטורית.

בחינת השימוש של משקי הבית **במסגרות העו"ש** (משיכת יתר) מעלה, כי בסוף חודש פברואר 2022 היו בישראל כ-3.1 מיליון מסגרות עו"ש, וכמחצית מהן (48.3%) במשיכת יתר. כרבע מכלל המסגרות (23.3%) נמצאות, נכון לפברואר 2022, במשיכת יתר מתמשכת, המוגדרת כמצב שבו מסגרת העו"ש נמצאת במשיכת יתר בכל חודש במשך שנה לפחות (איור 32)³⁷. כן עולה מהאיור כי מספר מסגרות העו"ש בישראל נשמר יציב מיוני 2019 עד פברואר 2022, וכי לאורך התקופה ירד הן מספר החשבונות שבמשיכת יתר והן מספר החשבונות שבמשיכת יתר מתמשכת. בולטת במיוחד ירידה של שיעור החשבונות שבמשיכת יתר לאחר תחילת משבר הקורונה (אפריל 2020).

³⁷ ניתוח מסגרות העו"ש נעשה מתוך מאגר נתוני האשראי של בנק ישראל. משיכת יתר מוגדרת כניצול של מסגרת העו"ש בהיקף של לפחות שקל אחד במהלך החודש. כדי לצמצם השפעה של תצפיות חריגות הושמטו בכל חודש המסגרות באחוזון העליון של סכום הניצול או של גודל המסגרת.



איור 33 מציג את גודל המסגרת הממוצעת מתוך כלל חשבונות העו"ש ואת היקף הניצול הממוצע בחשבונות הנמצאים במשיכת יתר. ניתן לראות כי גודל הניצול הממוצע מבין החשבונות שהיו במשיכת יתר בכל חודש היה, נכון לסוף פברואר 2022, סביבו 11.6 אלף ש"ח, וכי המסגרת הממוצעת עמדה על כ-16 אלף ש"ח³⁸. בדומה לשיעור המסגרות שהיו במשיכת יתר בכל חודש ירד עם פרוץ משבר הקורונה גם שיעור הניצול (ירידה של כאלף ש"ח בין מרץ 2020 לאוגוסט 2020). התפתחויות אלה נובעות, ככל הנראה, מירידת הצריכה בשלבים הראשונים של המשבר. עם החזרה של המשק לפעילות החלה מגמת עלייה במשיכת היתר הממוצעת ובשיעור החשבונות שבמשיכת יתר, אך הרמות עדיין נמוכות ביחס לתקופה שלפני פרוץ המשבר.



2.4. הנזילות



הנזילות בשווקים הפיננסיים

בתקופה הנסקרת ניכרת ירידה במצב הנזילות, בעיקר בשוקי האג"ח. זו החלה בספטמבר 2021, והתבטאה במגמת ירידה בעומק השוק של האג"ח השקליות, הנמשכת באופן מתון יותר עד היום. בשוק אג"ח החברות התופעה מתונה יותר, ובשוק המניות רמת הנזילות נותרה יציבה. **אנו סבורים כי רמת הסיכון הנשקפת מערוץ הנזילות נותרה דומה לרמתו במחצית הקודמת.**

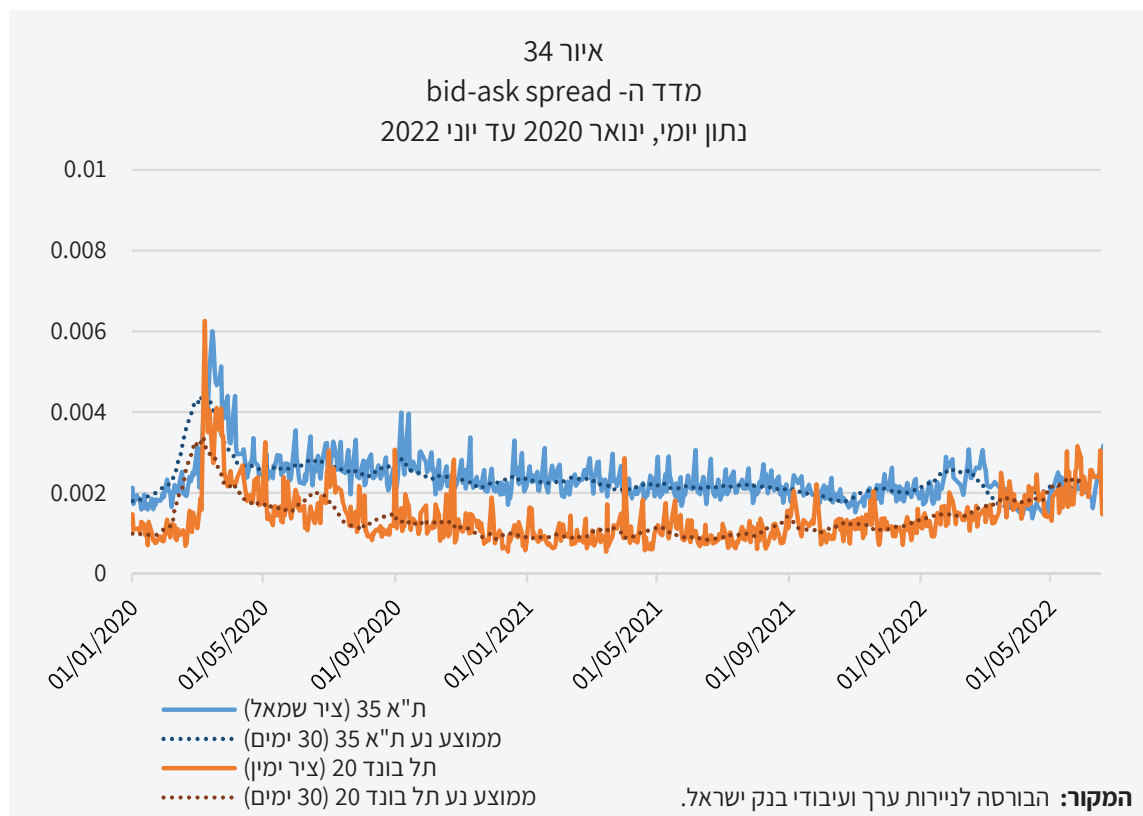
³⁸ חשוב להדגיש כי הניצול הממוצע מחושב לפי הניצול (משיכת היתר) המקסימלי של כל מסגרת במהלך החודש: לצורך חישוב הממוצע נלקח עבור כל מסגרת סך הניצול המקסימלי שאליו הגיעה המסגרת במהלך החודש, ללא התחשבות במשך הזמן שבו היא הייתה בפועל במשיכת יתר.

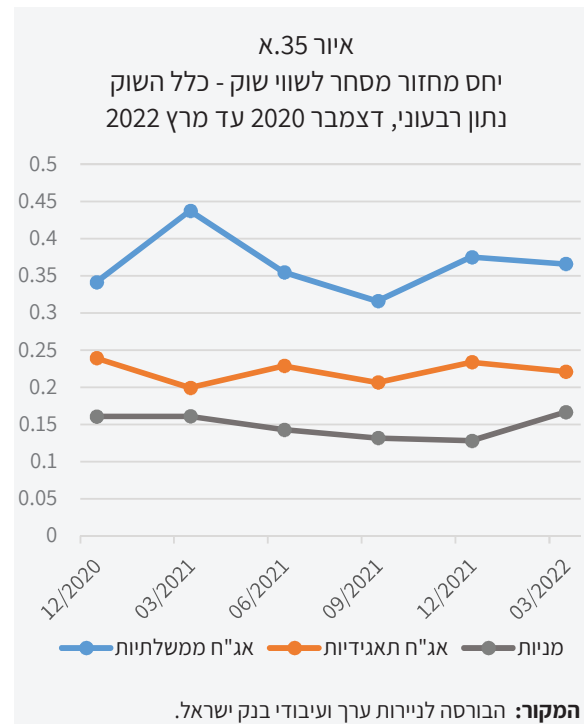
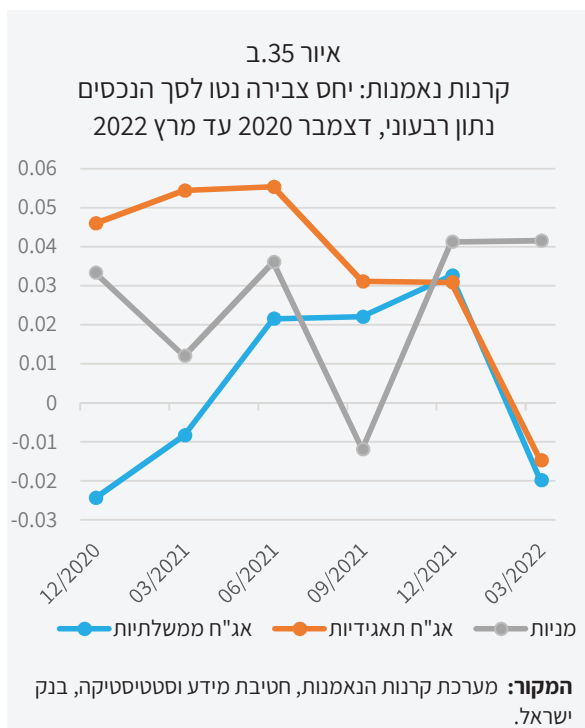
הנזילות בשווקים הפיננסיים

בחודשים האחרונים ניתן לזהות מגמה שלילית ברמת הנזילות בכל שוקי האג"ח – הממשלתיות ושל החברות. המדד בשוק האג"ח הממשלתיות קרוב לרמתו בשיא משבר הקורונה, לפני כשנתיים. בשוק אג"ח החברות העלייה מתונה יותר, ובשוק המניות רמת הנזילות נותרה יציבה (איור 34).

התפתחות דומה מאפיינת את מדדי נזילות האג"ח הממשלתיות במדינות רבות, ולכך מספר הסברים. ראשית, ישנם גורמים שאינם ייחודיים לישראל. הסיכון בניירות ערך אלו עלה – הן הסיכון הנובע מרמת האינפלציה והן הסיכון הנובע מאי-הוודאות לגבי הצמצום המוניטרי שנקוט הבנק המרכזי. גם עצם המדיניות המוניטרית המצמצמת (למשל, סיום תוכנית רכישות של הבנק המרכזי בשוק האג"ח) יכולה להסביר ביקושים נמוכים מצד הגופים המוסדיים והציבור. הסבר נוסף, ייחודי לישראל, נעוץ בגורם פיסקלי: בישראל – שלא כמו במדינות אחרות, שהגדילו את הגירעון בתקציב הממשלה בתקופת הקורונה במידה משמעותית – נרשמה עלייה משמעותית בגביית המסים, אשר תרמה לגירעון נמוך יחסית. כתוצאה מכך צמצמה המדינה את היקף ההנפקות של אג"ח ממשלתיות מ-3.5 מיליארד בשבוע לפחות ממיליארד; צמצום ההנפקות משפיע לשלילה על היצע האג"ח, ובכך מפחית את הנזילות.

אשר לקרנות הנאמנות – יחס הצבירה נטו מעיד על יציאה של הציבור משוק האג"ח (הממשלתיות ושל החברות), אך צבירה שלילית זו מתונה יחסית. שלא כמו בתקופה של תחילת משבר הקורונה, למשל, שבה יחס הצבירה היה שלילי הן במניות והן באג"ח, בתקופה הנסקרת ישנה דווקא צבירה חיובית משמעותית במניות. מכך אנו למדים כי הציבור מבצע כעת איזון-מחדש (rebalancing) של תיק הנכסים הפיננסיים – מעבר מאג"ח למניות – בניגוד ליציאה רבתי משוק ההון בתחילת משבר הקורונה.





3. עמידות

2022:1	2021:2	כללי
		בנקים
		חברות ביטוח

3.1 כללי

הגופים הפיננסיים, ובראשם הבנקים וחברות הביטוח, שמרו על יציבות בתקופה הנסקרת. **אנו סבורים כי רמת הסיכון הנובע מערוץ העמידות לא השתנתה, למרות עליית המרווח הממוצע על אג"ח של הבנקים וירידה של יחס ההון העצמי רובד 1 בבנקים.** עם זאת עומדים בפני המערכת הפיננסית אתגרים נוספים, לנוכח עלייה האינפלציה וציפיות להעלאות ריבית מהירות.

3.2 מערכת הבנקאות

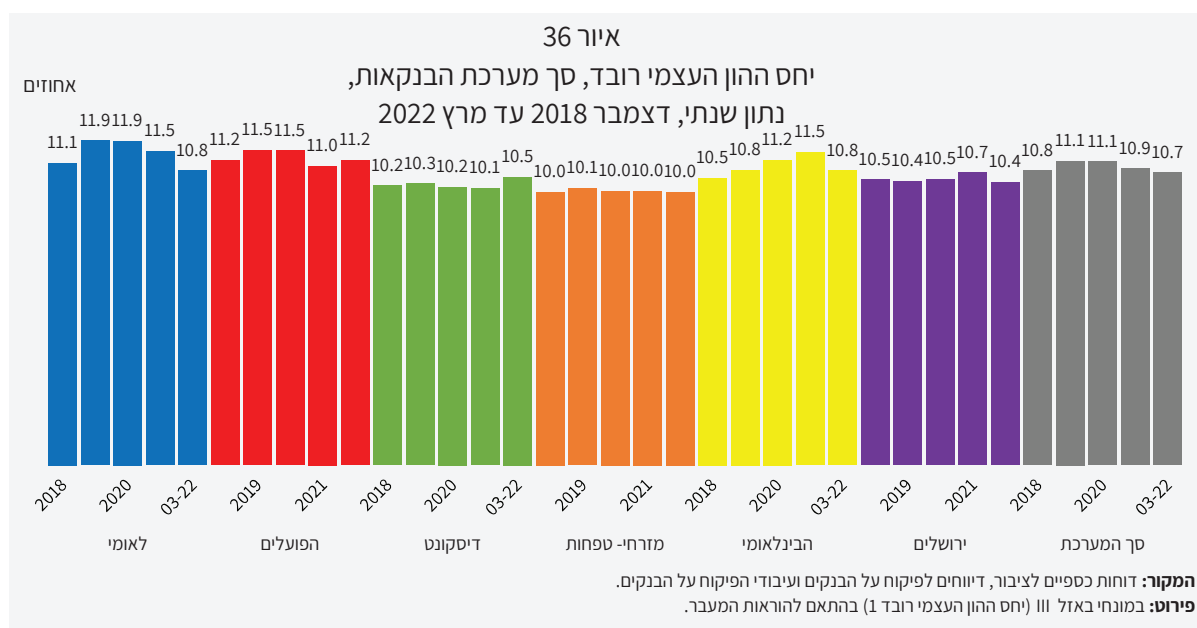
שנת 2021 המחשה שמערכת הבנקאות הישראלית איתנה ויציבה. איתנות זו באה לידי ביטוי בשמירה על יחסי ההון הגבוהים של המערכת, ביחסי נזילות הדומים לרמתם ערב משבר הקורונה, בשיפור באיכות האשראי וברווחיות גבוהה בהשוואה לשנים האחרונות, בדומה לעולם³⁹. התפתחויות מהחדשים האחרונים בהן המלחמה באוקראינה, עליית סביבת האינפלציה וההתפתחויות הנוספות מעלות את אי-הוודאות הכלכלית התפתחויות אלו מביאות לפתחה של מערכת הבנקאות אתגרים נוספים המחייבים את הבנקים להמשיך לנהוג בזירות ובשמרנות.

3.2.1 הלימות ההון והמינוף

ההתאוששות של הפעילות הכלכלית וההסתגלות לחיים לצד נגיף הקורונה, וכן ביצועי מערכת הבנקאות במהלך שנת 2021, תרמו לשימור יחסי הון גבוהים במערכת. יחס ההון העצמי רובד 1 של מערכת הבנקאות עמד בסוף שנת 2021 על 10.9%,

³⁹ להרחבה ולהשוואה בין-לאומית ראו סקירת מערכת הבנקאות לשנת 2021.

לעומת 11.1% בסוף שנת 2020. יחס ההון העצמי רובד 1 של מערכת הבנקאות ירד מעט במהלך הרבעון הראשון של שנת 2022, ונאמד בסופו בכ-10.7% (איור 36).



הירידה של יחס ההון נבעה מגידול מהיר של נכסי הסיכון (שנבע מהמשך צמיחתו המואצת של האשראי), מהירידה בשווי תיק האג"ח הזמין למכירה על רקע עליית התשואות החדה מתחילת השנה, ומחלוקת דיבידנדים בגין רווחי שנת 2021 לאחר שחרור ההגבלה שהוטלה בעת המשבר על חלוקתם. לאור איתנות המערכת הוחלט שלא להמשיך ולהאריך את רוב ההקלות שניתנו על ידי בנק ישראל במהלך המשבר. ברבעון הראשון של 2022 רשם יחס המינוף⁴⁰ של מערכת הבנקאות שיפור, לראשונה מתחילת משבר הקורונה, ועמד על 5.87% (לעומת 5.83% בדצמבר 2021). השיפור נבע משיעור צמיחה מהיר יותר של ההון העצמי רובד 1 (5.6%) ביחס לשיעור הגידול של החשיפות (2.7%), אך שיעור צמיחתו נמוך משמעותית משיעורו הממוצע בשנתיים האחרונות (16.7%).

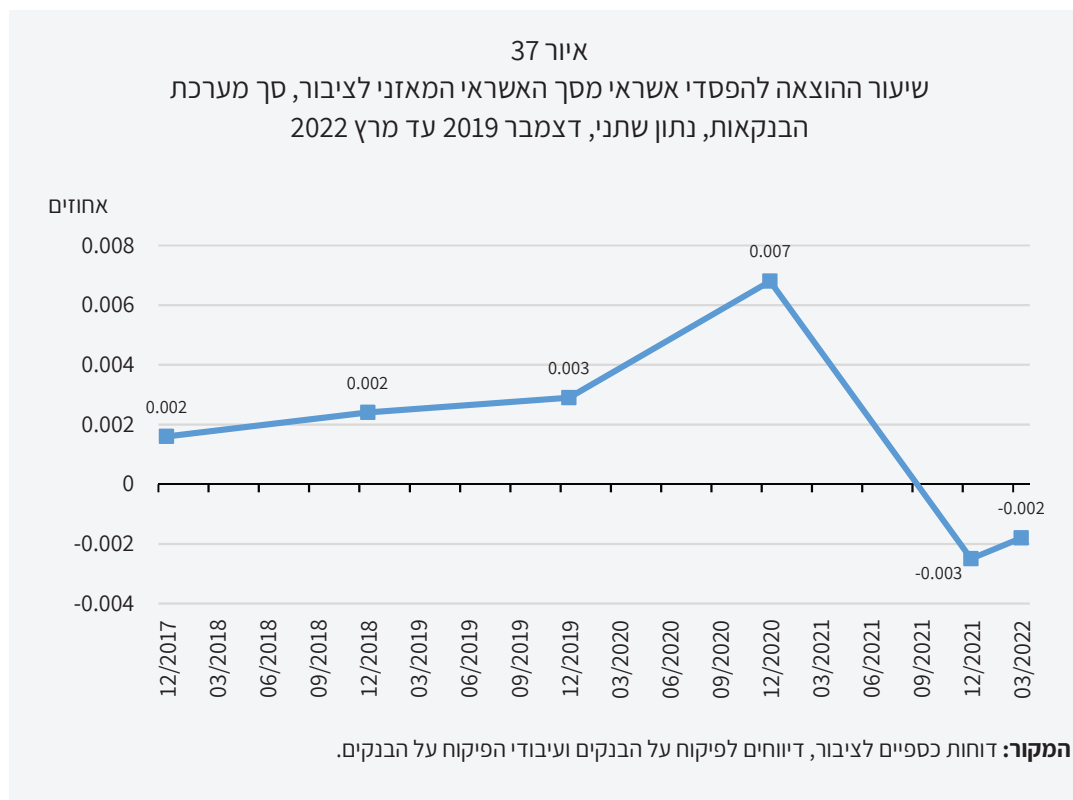
גם השנה ערך הפיקוח על הבנקים מבחן קיצון מקרו-כלכלי למערכת הבנקאות, המבוסס על תרחיש אחיד. מטרת המבחן היא לוודא שגם באירוע מקרו-כלכלי קיצוני הבנקים יוכלו לספוג את ההפסדים שייווצרו בלי לסכן את פיקדונות הציבור ואת יציבותם. תוצאות המבחן הצביעו גם הן על חוסנה ויציבותה של המערכת⁴¹.

3.2.2 איכות תיק האשראי

במהלך שנת 2021 והרבעון הראשון של שנת 2022 נרשמה התאוששות במרבית מדדי איכות האשראי (איור 37). יתרת הפרשה להפסדי אשראי גדלה ברבעון הראשון של 2022 בעקבות יישום הכללים החדשים בנושא הפרשות להפסדי אשראי צפויים נוכחיים (CECL) בינואר 2022. הגידול בהפרשה להפסדי אשראי מאפיין את כל התאגידים הבנקאיים, ועיקרו בהפרשה בגין האשראי המסחרי והאשראי לאנשים פרטיים. שיעור סיכון האשראי שאינו בדירוג ביצוע מתוך סיכון האשראי ירד במהלך שנת 2021 ל-3.6%, דומה לשיעור הממוצע בשנים לפני המשבר (ממוצע 2017–2019).

⁴⁰ יחס המינוף מוגדר כמדידת ההון (המונה) מחולק במדידת החשיפה (המכנה), כאשר היחס מבוסס באחוזים. ההון לצורך מדידת יחס המינוף הוא הון רובד 1. סך מדידת החשיפה של תאגיד בנקאי היא סכום החשיפות הבאות: (1) החשיפות המאזניות; (2) החשיפות לנגזרים; (3) החשיפות לעסקות מימון ניירות ערך; (4) (SFT) פריטים חוץ-מאזניים.

⁴¹ להרחבה ראו תיבה בסקירת מערכת הבנקאות לשנת 2021.



3.2.3 סיכון הנזילות

יחס כיסוי הנזילות (LCR, Liquidity Coverage Ratio), שצמח משמעותית במהלך שנת 2020, נשחק לאורך שנת 2021, ובדצמבר 2021 הגיע ערכו המצרפי הממוצע לכ-125%. יחס זה המשיך להישחק גם ברבעון הראשון של שנת 2022, והוא נאמד בכ-123%⁴², דומה לרמתו ערב משבר הקורונה, וגבוה מהדרישה המזערית שקבע הפיקוח על הבנקים (100%⁴³; איור 38). היחס נשחק על אף גיוסי אג"ח של מערכת הבנקאות משוק ההון בהיקפים גבוהים במהלך שנת 2021, שהם מקור יציב לטווח הארוך, ואשר תומך בהמשך הצמיחה של תיק האשראי לציבור במערכת הבנקאות.

בדצמבר 2021 החל הפיקוח על הבנקים באימוצו של יחס מימון יציב נטו (NSFR, Net Stable Funding Ratio), הדורש מהבנקים לשמור על פרופיל מימון יציב בהתאם להרכב נכסיהם המאזניים ולפעילויותיהם החוץ-מאזניות. במונה מחושב "מימון יציב זמין", המוגדר כחלק מההון ומההתחייבויות שניתן להסתמך עליו במהלך שנה אחת, והרכיבים העיקריים בו הם פיקדונות קמעונאיים (56%) ומימון סיטונאי (26%)⁴⁴. במכנה מחושב סכום "פרטי המימון היציב הנדרש", המושפע ממאפייני הנזילות וממספר התקופות הנותרות לפירעון של הנכסים השונים המוחזקים בידי הבנק, וכן מחשיפותיו החוץ-מאזניות. הרכיב העיקרי של סכום זה הוא הלוואות וני"ע (85%). התאגידים הבנקאיים חייבים לשמור על יחס מימון יציב נטו שאינו נמוך מ-100%. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2022 ירד יחס זה, ובמרץ 2022 היחס במערכת היה כ-127% (לעומת כ-131% בדצמבר 2021).

⁴² לפי דיווחי הבנקים לפיקוח על הבנקים במערכת נזילות חודשית. הנתון המצרפי לפי דיווחי הבנקים בדוח הכספי הוא כ-124% והפער נובע מהבדלים בשיטת החישוב. (בדיווח החודשי היחס מחושב לפי יתרות סוף החודש, ואילו בדוחות הכספיים הוא מחושב היחס היומי הממוצע לאורך הרבעון.)

⁴³ בדומה לדרישה לפי ועדת באזל.

⁴⁴ להרחבה ראו הוראת ניהול בנקאי תקין מספר 221.



3.2 חברות הביטוח

כבשנים קודמות, גם בשנת 2021 בלטה התלות של חברות הביטוח בביצועי שוק ההון. בשנת 2021 נרשמה נסיקה של למעלה מ-100% ברווח הכולל של חברות הביטוח⁴⁵ – מכ-3.4 מיליארדי ש"ח בשנת 2020 לכ-6.9 מיליארדי ש"ח. עלייה משמעותית זו של הרווח הכולל נבעה בעיקרה מהזינוק ברווחי חברות הביטוח מהשקעות, תוצאת עליות משמעותיות בשוקי ההון: החברות רשמו רווח של 66.2 מיליארדי ש"ח מהשקעותיהן⁴⁶, וזאת בהשוואה לרווח של כ-22.8 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. סיבות נוספות לעלייה זו הן עלייה בדמי הניהול המשתנים בגין הפוליסות ה"משתתפות ברווחים" בביטוח חיים, ששווקו עד שנת 2003⁴⁷, עלייה שנבעה גם היא מן העליות בשוקי ההון, וכן עלייה בגביית הפרמיות בכל שלושת ענפי הביטוח – חיים, בריאות וכללי. ברבעון הראשון של שנת 2022 נמשך גידול הרווח הכולל של חברות הביטוח, אמנם בקצב נמוך יותר, וזאת בגלל הפסדים מהשקעות עקב ירידות בשווקים בארץ ובעולם ובגלל ירידה של ההכנסות מדמי הניהול המשתנים. איור 39 מתאר את הקשר ההדוק בין הרווחים מהשקעות לרווח הכולל של חברות הביטוח בין 2008 לרבעון הראשון של 2022.

ברבעון הראשון של 2022 עלה עקום הריבית חסרת הסיכון, אשר משמש בסיס לאמידת גובה ההפרשות האקטואריות בדוחות הכספיים של חלק מחברות הביטוח וקרנות הפנסיה, וזאת נוסף על קביעת ההתחייבויות לפי השווי ההוגן בחישוב דרישת ההון של החברות במסגרת סולבנסי 2. על כן בתוואי ריבית עולה חברות הביטוח מוצאות את עצמן עם שתי השפעות מנוגדות: הראשונה, שלרוב חזקה יותר, היא הפחתת ההפרשות האקטואריות בדוחות הכספיים, שמביאה לגידול רווחיהן, והשנייה היא הפסדי הון.

⁴⁵ חמש חברות הביטוח הגדולות: מגדל, כלל, הראל, מנורה והפניקס.

⁴⁶ רווח זה הוא הגבוה ביותר שנרשם מהשקעות של חברות הביטוח בעשור האחרון.

⁴⁷ חברות הביטוח עוסקות במגזרי פעילותן השונים בניהול נכסים בנאמנות עבור חוסכים, ובתמורה הן גובות דמי ניהול. בגין ניהול הנכסים בפוליסות המשתתפות ברווחים שנמכרו משנת 2004 חברת הביטוח זכאית לדמי ניהול קבועים בשיעור חודשי, שמגיע עד 0.05% מהנכסים הצבורים. בגין ניהול הנכסים בפוליסות "המשתתפות ברווחים" שנמכרו בין 1992 ל-2003 חברת הביטוח זכאית לדמי ניהול קבועים כאמור וכן לדמי ניהול משתנים בשיעור שמגיע עד 15% מהתשואה הריאלית לאחר ניכוי דמי הניהול הקבועים. על כן במקרה של הפסדים החברה אינה זכאית לדמי הניהול המשתנים, וזאת עד לכיסוי ההפסד המצטבר.



נכון לשנת 2021 יחס כושר הפירעון המצרפי של חברות הביטוח⁴⁸ – המחושב כיחס שבין ההון הכולל לבין ההון הנדרש שלהן עם התחשבות בהוראות המעבר – היה 168%, מעל לשיעור בשנת 2020 (162%). כל חמש חברות הביטוח הגדולות עומדות ביחס הנדרש עם התחשבות בהוראות המעבר. בחלקן הייתה הרעה ובחלקן הטבה בהשוואה לשנת 2020, ושלוש מהן עומדות בו אף ללא יישום הוראות המעבר לתקופת הפריסה וללא התאמת תרחיש מניות⁴⁹.

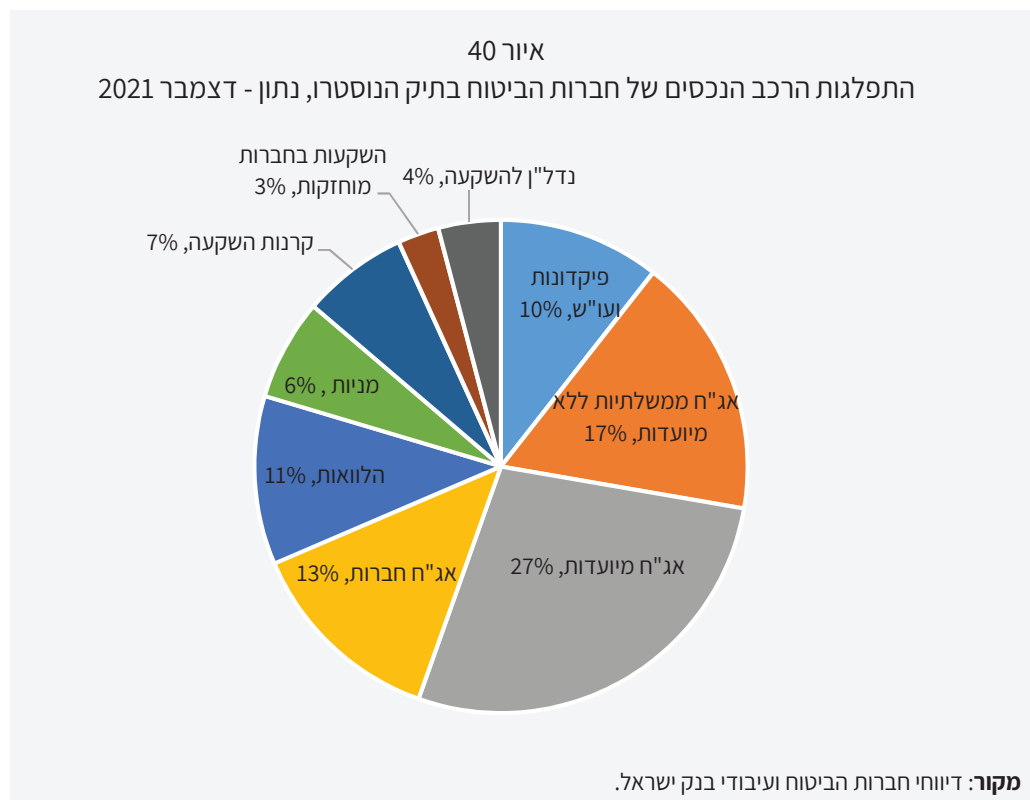
רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון עדכנה בחודש יוני את טבלאות התמותה ואת ההנחות הדמוגרפיות שלפיהן החברות פועלות בביטוחי חיים. העדכון כלל, בין היתר, העלאה של תוחלת החיים. חמש חברות הביטוח הגדולות בישראל פרסמו את הערכותיהן לגבי ההפסד המוערך שלהן כתוצאה משינוי לוחות התמותה ונתוני הדמוגרפיה, ולפיהן הן צפויות לרשום הפסד מצרפי של 1.5 מיליארדי שקלים.

שלא כשאר הגופים המוסדיים שמנהלים כספי חוסכים בנאמנות, חברות הביטוח מנהלות במקביל תיק של הון העצמי (נוסטרו), שבאמצעותו הן משלמות למבוטחים את התחייבויותיהן שאינן תלויות תשואה⁵⁰. נציין כי **השקעת כספי הנוסטרו** יכולה ליצור סיכון יציבותי לחברות הביטוח. מאיור 40 ניתן ללמוד כי מרבית השקעות הנוסטרו של חברות הביטוח הן סולידיות: כ-54% מושקעים בנכסים בעלי סיכון נמוך יחסית – אג"ח ממשלתיות, פיקדונות ועו"ש – שיעור שלא השתנה בחמש השנים האחרונות. יתר על כן, חברות הביטוח ממשיכות להשקיע בעיקר בארץ. בסוף שנת 2021 הן הפנו 13.8% מהשקעות תיק הנוסטרו שלהן לחו"ל, לעומת 35.4% מהשקעות התוכניות המשתתפות ברווחים. עם זאת ראוי לציין כי אחוז זה גדל בהדרגה – מ-10.7% בשנת 2016 ל-13.8% בשנת 2021.

⁴⁸ חמש חברות הביטוח הגדולות, כאמור.

⁴⁹ החל מיום 31 בדצמבר 2017 חלות על חברות הביטוח הוראות משטר של כושר פירעון כלכלי המבוסס על דירקטיבת סולבנסי 2. ההנחיות כוללות הוראות מעבר בדבר יישום הדרגתי, המגדיל את היחס בין ההון המוכר ובין ההון הנדרש בשנים הבאות על פי אבני דרך. הוראות המעבר כוללות שתי חלופות: עמידה הדרגתית בדרישת ההון (SCR) עד עמידה מלאה בשנת 2024 או פריסה הדרגתית של עתודות ביטוחיות מסוימות עד שנת 2032. נוסף על כך נדרשת מהן עלייה הדרגתית של עוצמת "תרחיש המניות" עד 2023 והכרה של 50% בשיעור ההון רובד 2 בתקופת הפריסה (לעומת 40% ללא הוראות המעבר).

⁵⁰ תיק הנוסטרו הוא כרית ההון של החברות. בחברות הביטוח הוא כולל את רווחי החברה, ההון העומד כנגד התחייבויות הביטוח הכללי וביטוח הבריאות וההון העומד כנגד הפוליסות המבטיחות תשואה. לשאר הגופים המוסדיים יש הון עצמי קטן יותר של רווחיהם בלבד, וכמעט לא חלות עליו דרישות רגולטוריות.



בפברואר 2022 פרצה **המלחמה באוקראינה**, ובגללה הוטלו סנקציות כלכליות על רוסיה. לאירוע זה נודעות השפעות על הכלכלה העולמית, ובכללן עלייה של מחירי האנרגיה ומחירי הסחורות. אי-הוודאות הגוברת משפיעה לרעה גם על השווקים הפיננסיים בעולם ובישראל. לפי הדוחות השנתיים של חמש חברות הביטוח הגדולות לשנת 2021 אין לחברות השקעות ישירות וחשיפה למבטחי משנה באזור העימות, אולם תוצאות פעילותן מושפעות במידה ניכרת משוקי ההון בישראל ובעולם, ולכן להשפעת העימות הצבאי על שוקי ההון יש השלכה משמעותית על הכנסותיהן של החברות מהמרווח הפיננסי ומדמי הניהול המשתנים.

אחת מחברות הביטוח מתארת בדוחותיה את הקשחת **שוק ביטוח המשנה**, אשר נמשכה גם בחידוש חוזי ביטוח המשנה לשנת 2022, על רקע ההשלכות הגלובליות של משבר הקורונה, הן על הפעילות הריאלית והן על השווקים הפיננסיים. עוד מציינת החברה כי סיכונים גוברים לרבות סיכונים אקלים, סייבר וכן סיכונים אינפלציה מעצימים מגמה זו בשוק ביטוחי המשנה. גם להתפתחויות ברוסיה ובאוקראינה עלולות להיות השלכות נוספות על הכלכלה העולמית ועל השווקים הפיננסיים, אשר יכולות להשפיע גם על התיאבון-לסיכון של מבטחי המשנה. על רקע ההתפתחויות האמורות החליטו מספר מבטחי משנה לצאת מקווי עסקים מסוימים, וחלקם – לצאת מהשוק הישראלי בכלל. זאת ועוד, הואיל וישראל היא יעד ראשון או שני בעולם להתקפות סייבר⁵¹, בחרו מבטחי משנה רבים להקטין את היקף התמיכה שהם מעניקים לשוק המקומי בביטוחי סייבר לעסקים גדולים. נזכיר לדוגמה כי בדצמבר 2020 חברת הביטוח "שירביט" ספגה מתקפת סייבר מתוקשרת: קבוצת האקרים המכנה את עצמה BlackShadow פרצה למאגרי המידע של החברה. עוד לפני האירוע ערכה רשות שוק ההון, ביטוח והחיסכון ביקורת מקיפה, שבה נמצאו הפרות נרחבות ומתמשכות בתחום ניהול סיכונים הסייבר, שהתקיימו בחברה לאורך זמן טרם אירוע הסייבר. בנובמבר האחרון, בעקבות ההפרות הרבות שנמצאו בביקורת, הטיל עליה הממונה על שוק ההון עיצום כספי בסך של כ-11 מיליוני שקלים.

⁵¹ על פי מעבדות F5, חברת אבטחת מידע אמריקאית.

תיבה 2: סיכוני האקלים והמוסדות הפיננסיים¹

בשנים האחרונות עלתה, בארץ ובעולם, המודעות לחשיבות של ניהול סיכוני האקלים. המערכת הפיננסית חשופה לסיכוני האקלים דרך שני ערוצים עיקריים – הסיכון הפיזי וסיכון המעבר.

הסיכון הפיזי נובע מהחשיפה לנזקים כתוצאה מתופעות אקלימיות אקוטיות, כגון גלי חום, שיטפונות ושריפות, וכן לנזקים הנובעים מתופעות אקלימיות כרוניות המתפתחות עם הזמן, כגון מדבור ועליית מפלס פני הים.

סיכוני המעבר כוללים את צעדי המדיניות והרגולציה הצפויים, את הכניסה של טכנולוגיות חדשות, שיגרמו לשינויים בשווקים, ואת השינויים בהעדפות הצרכנים כתוצאה מהמעבר לכלכלת דלת פחמן. ככל שצעדי המדיניות ייושמו בשלב מוקדם יותר כך יוכלו השווקים לתקן את עצמם כדי להקטין את סיכוני המעבר בשל תיאום הציפיות.

המערכת הפיננסית, ובתוכה חברות הביטוח ומערכת הבנקאות, חשופה לסיכון שינוי האקלים בערוצי השונים. התממשות של סיכונים אלו עלולה להביא להפסדים בטווחי זמן שונים ובהיקפים שונים, וזאת בהתאם למאפייני המשק ולערוצי החשיפה של הישויות השונות במערכת הפיננסית לאותם סיכונים. במידת החשיפה להתממשות של סיכוני מעבר וסיכונים פיזיים יש הבדל בין חברות הביטוח למערכת הבנקאות, מפני שוני בפיזור החשיפות הפיננסיות של הגופים הללו, וכן מפני שוני אפשרי בהשפעת החשיפות על ההתפתחות העתידית של עסקיהם.

חברות הביטוח יכולות להיפגע באופן ישיר משינויי אקלים ומפגעי טבע בשל התממשות סיכון פיזי, ובאופן עקיף – דרך צד ההתחייבויות במאזניהן בשל התממשות סיכון פיזי ו/או סיכון מעבר. חברת ביטוח המשנה Swiss Re העריכה כי אירועי אקלים קיצוניים – כלומר התממשות של סיכונים פיזיים – הביאו במחצית הראשונה של 2021 להפסדים מבוטחים בהיקף של 42 מיליארדי דולרים. סכום זה הוא מעל הממוצע בעשר השנים האחרונות, שעמד על 33 מיליארדי דולרים. זה גם הסכום הגבוה ביותר מאז המחצית הראשונה של שנת 2011. כמו כן מעריך הבנק המרכזי ההולנדי (DNB) שעלות התביעות הקשורות באקלים צפויה לעלות בין שנת 2016 ל-2085 ב-25% עד 131%, בשל עלייה בתדירות ובעוצמה של ברד, גשם וסופות ובשל עלייה של מפלס פני הים (שכן הולנד מסתמכת במידה נרחבת יחסית על השבת קרקע מהים).

Davidovitch (2017) מוצאת, בהסתמך על נתוני 1999–2013, כי כל עלייה של מעלת צלזיוס אחת בטמפרטורה המרבית הממוצעת גורמת לעלייה של 3.8% בהוצאות ענף הביטוח בישראל. כיוון שהטמפרטורה המרבית הממוצעת בישראל צפויה לעלות בתוך עשור (לפי ICCIC, 2012) בכ-0.4–0.8 מסיקה דוידוביץ' כי הוצאות ענף הביטוח צפויות לעלות ב-4.5%–9% עד שנת 2050. במקביל, עתידות עלויות הביטוח למבוטחים להתייקר בתקופה זו ב-3%. יתר על כן, השפעת הטמפרטורה המרבית הממוצעת על ענף ביטוח החיים בישראל היא ברמת מובהקות גבוהה יותר מאשר השפעתה על ענף ביטוח הרכוש. ממצא זה נובע, לדעתה, מהיקפו הרחב של ענף ביטוח החיים, מקצב גידולו המהיר ומרמת האי-וודאות הגבוהה לגבי השפעת שינוי האקלים בתקופה זו על ביטוח החיים.

נציין לדוגמא כי חברות ביטוח בארץ מסרבות כבר היום לבטח את העסקים הסובלים מהצפות בנהרייה, שבה התשתיות לקויות והצפי לשיטפונות כבדים גבוה. כמו כן, ישנם ענפים הרגישים במיוחד לסיכוני אקלים, וביניהם ענף החקלאות. מסיכום נתוני 2021 שנערך ב"קנט", הקרן לביטוח נזקי טבע בחקלאות, עולה כי הפיצויים שתשלם "קנט" לחקלאים בגין נזקי מזג האוויר בשנת 2021 יסתכמו בכ-300 מיליון ש"ח, וזאת לעומת היקף פיצויים ממוצע ע של כ-170 מיליון ש"ח בלבד לפני כעשור. ב"קנט" מעריכים כי בשל משבר האקלים נראה גם בשנים הבאות נזקים בהיקפים גדולים מאלו שהיינו עדים להם בעבר. חברת "קנט" מסכמת כי אמנם החקלאות הישראלית תוכל להמשיך ולספק את צורכי המשק, אבל הסיכונים שהמגדלים יאלצו לטול יהיו גדולים יותר מאשר בעבר ויחייבו התאמות מצד כל הגורמים. נציין כי בדוחות הכספיים של חמש חברות הביטוח הגדולות בישראל לשנת 2021 נרשמה רק התייחסות שולית לנושא הסיכונים הפיזיים

¹ להרחבה נוספת על סיכוני האקלים ועל אופן השפעתם האפשרי על המערכת הפיננסית ראו תיבה א'2- בסקירה הפיקוח על הבנקים לשנת 2021.

הנובעים משינויי האקלים. ברוב הדוחות ההתייחסות המרכזית לאירועי טבע היא לרעידת אדמה חזקה. בהצהרת האקטואר בענפי הביטוח הכללי בדוח הכספי של אחת מן החברות צוין שלא נבנה מודל אקטוארי בענף נזקי הטבע בגלל מחסור בנתונים היסטוריים. ייתכן שזה המצב גם ביתר החברות. אם כן, ומאחר שעדיין לא נערכים מבחני קיצון לחברות הביטוח, סביר שאין עדיין תמחור של הסיכון הפיזי הנשקף להן משינויי אקלים.

רמת החשיפה של חברות הביטוח לסיכונים האקלים אינה משמעותית ליציבותן. עם זאת אופפת אי-וודאות רבה את הקצב והעוצמה של התפתחות הסיכונים הללו. החשיפה של חברות הביטוח להם בעתיד עלולה להתגבר ולהשפיע על מספר היבטים של פעילותן. חברת הביטוח חשופה לסיכונים סביבתיים במסגרת סיכונים ההשקעה, דרך ההשקעות של נכסיה והנכסים שהיא מנהלת; במסגרת סיכונים האשראי של לוואי או ירידה של ערך הביטחונות החשופים לסיכון סביבתי; או במסגרת סיכון האשראי, אם מצבו הפיננסי של מבטח משנה יורע כי יהא עליו לבצע השקעות שמקורן בהוראות הנוגעות לאיכות הסביבה. זאת ועוד, ככל שגוברת המודעות והדרישה הציבורית להתנהלות מקיימת מבחינה סביבתית, עולה סיכון המוניטין לחברות אשר לא יפעלו לניהול סיכון האקלים. סיכון מוניטין זה נשקף לכל החברות במשק, ובכללן לכל הגופים במערכת הפיננסית.

רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון נקטה מספר צעדים לשם הבטחת היערכותן של חברות הביטוח להתפתחות סיכונים האקלים. בשנת 2017 פורסמה הנחיה בנושא אחריות תאגידית ברמת "אמצ" או גלה"². בנובמבר 2021 פורסמה הנחיה העוסקת בשילוב שיקולי סביבה, חברה וממשל (ESG כחלק ממדיניות ההשקעה של גופים מוסדיים. לפי הנחיה זו, החל מיולי 2022 מדיניות השקעה שגוף מוסדי מפרסם צריכה לכלול פירוט של שיקולי ההשקעה הנוגעים לסיכונים הסביבתיים והחברתיים ולסיכונים הממשל התאגידי (ESG) וכן לסיכונים מתפתחים כסיכונים סייבר וטכנולוגיה, העלולים להשפיע על ביצועי תיק ההשקעות. בינואר 2022 פורסמו עקרונות לביצוע הערכה עצמית של הסיכונים וכושר הפירעון של חברת ביטוח (ORSA). במסגרת ההערכה העצמית על חברת הביטוח להביא בחשבון סיכונים ESG ככל שיש להם השפעה פוטנציאלית מהותית עליה.

אשר למערכת הבנקאות – ניתן לומר כי התממשות סיכון שינויי האקלים עד כה אינה משמעותית ליציבות המערכת. עם זאת אנו מעריכים כי סיכון זה בכלל וסיכונים פיזיים בפרט, ילוו אותנו עוד שנים רבות, וכי שוררת אי-וודאות רבה לגבי התדירות והעוצמה של התממשות הסיכונים, ובעקבותיה – לגבי מידת פגיעתם במערכת הפיננסית. במסגרת בחינת ההשפעה של סיכון המעבר על מערכת הבנקאות בישראל בחן הפיקוח על הבנקים את היקף האשראי שהמערכת מעמידה לחברות גדולות מזהמות. בניתוח, שהוצג בתיבה א'-2 שבסקירת הפיקוח על הבנקים לשנת 2021, נמצא כי יתרת סיכון האשראי הכולל ברוטו ללווים גדולים שהיקפי הפליטות שקולות CO2 הנגרמות מפעילותם גבוהים עמדה בסוף שנת 2020 על כ-19.1 מיליארד ש"ח. יתרה זו מבטאת גידול של כ-57% בהשוואה לסוף שנת 2019, שבה היקף האשראי מסוג זה עמד על כ-12.2 מיליארד ש"ח. היתרה האמורה לסוף שנת 2020 מהווה גם כ-6% מיתרת סיכון האשראי ללווים גדולים במערכת הבנקאות וכ-2.3% מיתרת האשראי העסקי הבנקאי.

הפיקוח על הבנקים פועל כעת במגוון ערוצים לשם ניהול מיטבי של סיכונים הסביבה והאקלים בהקשר הפיננסי והמאמצים להפחתתם, ונוקט צעדים במספר מישורים – בהם חיוב בגילוי ומדיניות ניטור ומעקב אחר הנעשה בעולם. במסגרת זו הבנקים הם, לעת עתה, הגופים היחידים המחויבים בגילוי של היבטי ה-ESG בדוחותיהם הכספיים השנתיים. ערוצי הפעולה העיקריים שהפיקוח על הבנקים שוקד עליהם לצורך התמודדות עם הסיכונים המתהווים מפורטים בהרחבה בפרק ג' של סקירת הפיקוח על הבנקים לשנת 2021, וכן בתיבה ב'-1 שבסקירה לשנת 2020.

² אינו חייב לאמץ את ההנחייה, אך נדרש להצהיר אם בוחר שלא לעשות כן.

4. תרחישי הסיכון העיקריים לכלכלה הגלובלית והסיכון למשק הישראלי במקרה שיתממשו

להלן אנו מציגים את תרחישי הסיכון הכלכליים העיקריים (risk scenarios) אשר התממשותם עלולה, להערכתנו, להשפיע לרעה על המערכת הפיננסית בישראל. תרחישי הסיכון המוצגים כאן נבחרים על פי הסיכוי להתממשותם והנזק שהם עלולים לגרום למשק הישראלי בהתחשב במאפייניו הייחודיים ובהיותו משק קטן ופתוח. בחירת תרחישי הסיכון מבוססת על סקירות ודוחות של גופים בין-לאומיים כדוגמת קרן המטבע ועל הערכה סובייקטיבית של האגף ליציבות פיננסית בבנק ישראל על סמך ההתפתחויות הכלכליות, גורמי היסוד של המשק, תנאי הרקע הכלכליים שבהם פועלת המערכת הפיננסית ועוצמת הפגיעות הצפויה במקרה של התרחשות הסיכונים.

4.1 התרחיש העיקרי – התמתנות הפעילות בכלכלה הגלובלית

דוח היציבות הקודם הצביע על סיכון האינפלציה הנובע מהתפתחויות עקב משבר הקורונה, בהן בעיות בשרשראות הייצור והאספקה בצד ההיצע והסטה לצריכת מוצרים על חשבון שירותים, הצטברות של ביקושים כבושים ותמיכה פיסקלית רחבה במשקי הבית מצד הביקוש. באותה תקופה עליית האינפלציה נתפסה כתופעה חולפת, וההערכות של הבנקים המרכזיים ושל החזאים בשוק ההון דיברו על התמתנותה כבר בטווח הקצר. אך ההתפתחויות של החודשים האחרונים תמכו דווקא בהמשך עליית האינפלציה: המלחמה באוקראינה גרמה למחסור ולעלייה חדה של מחירי הסחורות וחומרי האנרגיה, שהשפעתה מורגשת בעולם כולו⁵²; התפרצות מחודשת של נגיף הקורונה בסין, שמנהלת מדיניות אפס הדבקה וחזרה לסגרים מלאים, שיבשה שוב את הייצור ואת אספקת הסחורות משם.

בהתאם להתפתחויות אלה בנקים מרכזיים בעולם נדרשים להדק את המדיניות המוניטרית, כולל יציאה מתוכניות רכישת אג"ח והעלאת ריביות אגרסיבית יותר ממה שתוכנן קודם לכן. ההידוק המוניטרי מייקר את האשראי לממשלות, למגזר העסקי ולמשקי הבית הלווים, במיוחד לנוכח עלייה מהירה של מחירי הדירות ושל ביצועי המשכנתאות במדינות רבות. משמעות הדבר היא השפעה הן על ההיצע – עליית ההוצאות של המגזר העסקי – והן על הביקוש : פגיעה בהכנסתם הפנויה של משקי הבית, שעלולה להביא לירידה של הצריכה הפרטית. זאת נוסף על פגיעה ריאלית בצד ההיצע – מחסור בחומרי גלם ובסחורות, פגיעה באספקת הגז לאירופה (במיוחד לגרמניה, שתלויה בגז הרוסי גבוהה), וכתוצאה מכך כוונתה של אירופה להיגמל מהגז והנפט הרוסי. כל אלה עלולים להאט את הפעילות הכלכלית הגלובלית, ואף לגרום למיתון וסטגפלציה. לאחרונה הורידה קרן המטבע את תחזית הצמיחה העולמית, והדגישה את אי-הוודאות האופפת אותה. כמו כן הועלתה תחזית האינפלציה⁵³. על פי הערכות של OECD, עליית מחירי הסחורות וירידות בשווקים הפיננסיים, אם יתמידו, עלולות לצמצם את שיעור הצמיחה הגלובלית ביותר מנקודת אחוז ולהעלות את האינפלציה הגלובלית ב-2.5 נקודות אחוז בשנת 2022⁵⁴. הבנק העולמי עדכן את תחזית הצמיחה העולמית כלפי מטה ב-1.2 נקודות אחוז בשל השפעת המלחמה באוקראינה: הוא מעריך כי עליית מחירי האנרגיה תגרום לצמצום מצטבר של התוצר הגלובלי ב-0.8% בשנים 2022 – 2023 ומזהיר מסטגפלציה⁵⁵.

השפעת גורמים אלה על הכלכלה הריאלית של ישראל היא מתונה יותר מאשר על מדינות אחרות. זאת בזכות מאגרי הגז, המספקים את הצריכה המקומית (ואף יצוא) וחוזקו היחסי של השקל (למרות היחלשותו, בעיקר ביחס לדולר, בתקופה האחרונה), שממתנים את השפעת האינפלציה המיובאת. התמתנות הצמיחה בעולם אמנם תשפיע על ישראל דרך הסחר הבין-לאומי, אך חוזקה של ישראל ביצוא שירותי היי-טק וביצוא הביטחוני (שהביקוש לו התעצם בעקבות המלחמה באירופה) עשויים לפצות על פגיעה אפשרית ביצוא של ענפים אחרים, לעומת זאת ההשפעה על שוק ההון תהיה חזקה יותר, ותתבטא בהמשך התאמת התמחור של הנכסים הפיננסיים. ירידות חדות במחירי המניות של חברות הטכנולוגיה עלולות להקשות על

⁵² מדינות אחדות – בהן הודו, מצרים, קזחסטן, קוסובו, סרביה, אלג'יריה, טורקיה ותוניסיה – כבר התחילו לאסור יצוא סחורות חקלאיות. ארגון המדינות המתועשות 7G אף פרסם אזהרה בדבר סיכון משבר רעב בחודשים הקרובים, בעיקר במדינות אפריקה והמזרח התיכון (<https://www.npr.org/2022/05/15/1099001041/g7-warn-of-ukraine-grain-crisis-ask-china-not-to-aid-russia>).

⁵³ תחזית הצמיחה הגלובלית הורדה ב-0.8 נקודת אחוז, ותחזית האינפלציה הועלתה ב-1.8 נקודות אחוז במדינות המפותחות וב-2.8 נקודות אחוז במדינות המתפתחות, בהשוואה לתחזיות של ינואר 2022 (World Economic Outlook, IMF, April 2022).

⁵⁴ Impacts of the Russian Invasion of Ukraine on Financial Market Conditions and Resilience, Assessment of Global Financial Markets, OECD

⁵⁵ World Bank Global Outlook, June 2022

גיוס ההון ועל הפעילות של ענף ההיי-טק הישראלי – ענף בעל חשיבות רבה לכלכלה הישראלית, האחראי לחלק נכבד של היצוא וההכנסות ממסים. העלייה של מחיר הכסף, הירידות בשוקי ההון ועליית האינפלציה, השוחקת את כוח הקנייה, יפגעו בביקושים המקומיים, אך גם בביקוש ליבוא.

4.2 החמרה אפשרית של התרחיש העיקרי – הימשכות חוסר יציבות פוליטית ואזורית

בתחילת אפריל איבדה הקואליציה את הרוב בכנסת, ובסוף יוני הכנסת התפזרה, דבר שמעכב את העברת התקציב לשנת 2023 ואת קידומן של רפורמות חיוניות. ללא הכרעה ברורה בבחירות הבאות ישראל עלולה לחזור למערכות בחירות תכופות ולא-וודאות פוליטית, שתפגע בפעילות הכלכלית, וכך התרחיש העיקרי המוצג בדוח זה עלול להחמיר. מעבר לכך קיימים תרחישים של אירועים גיאוגרפיים באזור העלולים גם להקרין על כלכלת ישראל.

4.3 תרחיש נוסף – התממשות הסיכון בערוץ האשראי: ירידת האיכות של האשראי היזמי לענף הבנייה

ניתוח הגידול של האשראי העסקי לענף הבינוי בדוח זה מעלה כי האשראי הבנקאי לענף זה גדל לאחרונה בקצב מואץ, תוך ירידה בתנאי החיתום. חלק מרכזי של גידול האשראי נועד למימון רכישת קרקעות במרכזי רמ"י ובשוק החופשי, וניכרת עלייה חדה של שיעורי המימון ביחס לעבר. זאת על רקע עליית מחירי הקרקעות בשנתיים האחרונות ובסביבה של תוואי ריבית עולה, המגדילה את הוצאות המימון של החברות היזמיות. עליית מחירי הקרקעות היא תולדת היקף מוגבל של המכרזים שנערכו בשנת 2020, אך היא נמשכה גם בשנת 2021, שבה שיווקה רמ"י קרקעות בהיקף שיא. עליית מחירי הקרקעות משקפת ציפיות של היזמים להמשך עלייתם של מחירי הדירות בקצב גבוה.

עלייה חדה של מחירי הדירות, שנצפתה בשנת 2021, נבעה בין היתר מחזרתם של רוכשי דירה ראשונה לשוק החופשי לאחר סיום התוכנית "מחיר למשתכן"⁵⁶; המשך התוכנית "מחיר מטרה 2.1" עשוי להביא למיתון הביקושים בשוק החופשי ולמיתון עליות המחירים, בדומה למה שנצפה בשנים אשר בהן פעלה התוכנית "מחיר למשתכן". גורמים נוספים שעשויים לפעול לצינון שוק הדיור הם התמתנות הצמיחה, פגיעה בהכנסות משקי הבית, עליית הריביות על המשכנתאות כתוצאה מעלייה של סביבת הריביות בשוקי האג"ח ושל ריבית בנק ישראל, עלייה חדה בהתחלות הבנייה בשנה האחרונה, גידול של שיווקי הקרקעות בשנת 2021, שישיע על התחלות הבנייה בשנים הבאות, והקשחת תנאי האשראי ליזמים לאחרונה, שעשויה לפעול להורדת מחירי הקרקעות. מהצד האחר, עליית מחירי הקרקעות במכרזים של רמ"י בשנתיים האחרונות והמשך התייקרות התשומות בבנייה עלולים לפעול לעליית מחירי הדירות, וכך גם עלייה מאוקראינה ומרוסיה, אלא אם כן יימצאו פתרונות דיור לעולים.

מבחינה רגישות על סמך הדוחות הכספיים של חברות הבנייה הציבוריות, שמוצגים בתיבה 1 בדוח זה, מלמדים שתרחיש של ירידת ערך הקרקעות לא צפוי להעמיד את החברות האלה בסיכון ממשי, אך שילוב של האטה בפעילות וירידה של מחירי הדירות יחד עם שינוי בסביבת הריבית עלול להביא לעלייה של הסיכון המערכתי.

56 להרחבה ראו פרק ט' בדוח בנק ישראל לשנת 2021.