

## **דוח היציבות הפיננסית**

### **המחצית השנייה של 2023**

**31.1.2024**

מרכז : נועם מיכלסון.  
כותבים : אורן שניאורסון, אפרת דרסלר, רמי לוי ורחל אראל (רשות שוק ההון), לילך שמע-זלטוקרילוב,  
וכלכלני היחידה הכלכלית בפיקוח על הבנקים.  
ריכוז נתונים וסיוע מחקרי : יקי בכר, אוהד זדא, מיכל זילברברג, יובל מוניץ וניר ישראלי.

## תוכן

3	מבנה הדוח ומטרתו	.1
3	עיקרי הדברים	.2
4	הערכה מסכמת	.3
5	ערוצי החשיפה לסיכונים	.4
6	הסביבה המקרו-כלכלית	.4.1
12	מחירי הנכסים	.4.2
17	האשראי	.4.3
17	האשראי למשקי הבית	.4.3.1
19	האשראי העסקי	.4.3.2
24	הנזילות	.4.4
25	עמידות המערכת הפיננסית	.5
25	מערכת הבנקאות	5.1.
28	חברות הביטוח	.5.2
30	תרחישי סיכון	.6
32	תיבה 1 : צעדי בנק ישראל לייצוב המערכת הפיננסית במהלך מלחמת חרבות ברזל	
37	תיבה 2 : מגמות בתיק ההשקעות של הגופים המוסדיים והשפעתן על שוק ההון הישראלי	

## 1. מבנה הדוח ומטרותו

דוח היציבות הפיננסית מתפרסם פעמיים בשנה. בדוח למחצית השנייה של 2023 אנו מנתחים את **ערוצי החשיפה לסיכונים** (risk channels/risk groups) במערכת הפיננסית ואת רמת **פגיעותם** (vulnerabilities), מעריכים את **הסיכונים העיקריים** (risks) ובוחרים את **כושר העמידות** (resilience) של המערכת בפני סיכונים אלה, על פי **תרחישי הקיצון**. ההערכות והניתוחים שבדוח מתבססים על סקירת ההתפתחויות ההיסטוריות, ספרות אקדמית, בחינת המאפיינים המבניים, שימוש במודלים אנליטיים (לרבות סימולציות ומבחני לחץ) והערכה של תנאי הרקע העדכניים ביותר במשקים הישראלי והעולמי. באופן כללי הדוח מציג את הסיכונים שהתממשותם עלולה להשפיע משמעותית על המשק בטווחים הקצר והבינוני, במטרה להגביר את המודעות אליהם בקרב קובעי המדיניות ובציבור הרחב ולאפשר היערכות מתאימה.

תהליך ההערכה והניתוח של רמת היציבות הפיננסית



דוח היציבות למחצית השנייה של 2023 סוקר את ההתפתחויות הפיננסיות ומספק הערכה באשר לרמת היציבות של המערכת לאור ההתפתחות המרכזית במחצית – מתקפת הטרור הרצחנית של ה-7 באוקטובר ביישובי הדרום ומלחמת "חרבות ברזל" שפרצה בעקבותיה. לנוכח הנסיבות, מתמקד דוח זה רובו ככולו בהשלכות של התממשות הסיכון הגאו-פוליטי על ערוצי החשיפה לסיכון ועל כושר העמידות של המוסדות הפיננסיים, ומעריך את רמת היציבות הפיננסית על סמך ניתוחים אלה.

## 2. עיקרי הדברים

- מתקפת הטרור הרצחנית שאירעה ב-7 באוקטובר ומלחמת "חרבות ברזל" שנפתחה בעקבותיה הם התממשות של תרחיש קיצון לזעזוע גאו-פוליטי. התממשות הסיכון לא הביאה לפגיעה ביציבות הפיננסית במשק. זאת, בין היתר, על רקע הסטנדרטים הגבוהים של הרגולציה היציבותית עד לפרוץ המלחמה והודות לצעדי המנע שנקט בנק ישראל בתחילת האירוע ומתווי הסיוע של הממשלה.
- השפעת המלחמה באה לידי ביטוי בכל ערוצי החשיפה המרכזיים לסיכון. אולם, לאור צעדי המדיניות שמיתנו את העברת הזעזועים, רמת הסיכון עלתה רק בערוץ המקרו-כלכלי, כפי שמשקף בעלייה בפרמיית הסיכון של המדינה.
- למרות עלייה בקשיים של משקי הבית בהחזרי חוב על רקע תהליך ההידוק המוניטרי שנמשך מתחילת השנה ושחיקה ריאלית של מקורות עצמיים, היקף האשראי שבסיכון של משקי הבית עודנו נמוך. זאת, גם בהינתן הפגיעה בהכנסות של חלק מסוים ממשקי הבית כתוצאה מהמלחמה שעלולה להגדיל את הקושי שלהם בשירות החוב.

- השלכות המלחמה על הפעילות של חברות הבינוי העלו את סיכון האשראי מענף זה, וזאת בנוסף לעלייה בהוצאות המימון שהשפיעו לשלילה על מצבן הפיננסי של החברות עוד טרם המלחמה, כפי שהצביע גם דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה.
- כריות הביטחון שנצברו ערב המלחמה על ידי המוסדות הפיננסיים וצעדי מדיניות שננקטו במטרה לסייע למשקי בית ולעסקים להתמודד עם השלכות המלחמה, ממשיכים למתן את השפעת הזעזועים על המערכת הפיננסית ושומרים על יציבותה.
- ככל שמשך המלחמה, היקפה והשלכותיה השליליות על הכלכלה יתעצמו, למערכת הפיננסית צפויים אתגרים נוספים.

### 3. הערכה מסכמת

מתקפת הטרור הרצחנית שאירעה ב-7 באוקטובר הובילה לפתיחתה של מלחמת "חרבות ברזל". אירועים אלו השפיעו לרעה על כל ערוצי הסיכון המשפיעים על המערכת הפיננסית. בדומה לאירועים ביטחוניים חמורים בעבר, אי-הוודאות הגדולה של הימים הראשונים באה לידי ביטוי בירידות חדות של מחירי הנכסים הפיננסיים – מניות, אג"ח תאגידיות ואג"ח ממשלתיות – בהתגברות של תנודתיות המחירים ובירידה בנוזילות הנכסים. בד בבד פוחת השקל במידה ניכרת, ובנק ישראל הכריז (9 באוקטובר, טרם פתיחת המסחר במט"ח) על תכנית התערבות בשווקים בגובה עד 30 מיליארדי דולר<sup>1</sup>. התכנית ייצבה את השקל ותרמה גם ליציבות בשווקים נוספים ומרבית ההשפעות השליליות בשווקים התפוגגו לאחר זמן קצר, אך התנודתיות בשוקי המט"ח והמניות נותרה גבוהה יחסית, וכמוה גם פרמיית הסיכון של המדינה. הפגיעה המיידית בפעילות הכלכלית – בשל ירידה הן בצד הביקוש (אי ודאות גדולה, ירידה אפשרית בהכנסות, "מצב רוח לאומי" ירוד) והן בצד ההיצע (מחסור בעובדים) – והעלייה החדה בהוצאות הממשלה באו לידי ביטוי במדדי סיכון המדינה השונים, בהם הפער בין התשואות של אג"ח ממשלתית ישראלית לכזאת של ארה"ב ומחיר ה-CDS לחמש שנים. כמו כן הודיעו שלוש חברות הדירוג המובילות על בחינה של האפשרות להוריד את דירוג האשראי של ישראל.

משקי הבית והעסקים התמודדו ערב המלחמה עם גידול בהוצאות המימון שהתבטא בעלייה מסוימת של שיעורי האשראי שבפיגור בתשלומים. המלחמה והשלכותיה מציבות אתגר גם מצד ההכנסות: האטת הפעילות הכלכלית פוגעת בהכנסות של חלק מהעסקים וממשקי הבית, ועלולה להפחית את יכולתם לשרת את חובם. כדי לסייע בהתמודדות עם שירות החוב גיבש הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל מתווה רוחבי שאומץ על ידי המערכת הבנקאית, של דחיות בתשלום החזר החוב, כאשר למשקי בית ולעסקים שנפגעו באופן ישיר ממתקפת הרצח ומהמלחמה ולמשרתי המילואים הדחייה היא ללא עלות. ואכן, עד לסוף 2023 אישרו הבנקים דחיית תשלומים של קרוב ל-6 מיליארדי ש"ח ליותר מ-300 אלף הלוואות, מהם כ-30 אחוזים במסגרת המתווה לנפגעים הישירים. בהיבט מאקרו-יציבותי, דחיות תשלומי החוב מאפשרות למשקי הבית ועסקים להימנע מצמצום צריכה או פעילות וכן מקטינות את ההסתברות לכניסה לחדלות פירעון.

<sup>1</sup> התכנית כללה גם אספקת נזילות לשוק שתבצע, במידת הצורך, גם ע"י הפעלת מנגנוני עסקאות SWAP של הבנק בשוק בסכום של עד 15 מיליארדי דולרים.

בין המגזרים שבהם עלה סיכון האשראי, בולט ענף הבינוי, כאשר האשראי לענף זה מהווה קרוב ל-20 אחוזים מסך האשראי העסקי במשק, וכרבע מסך האשראי העסקי הבנקאי. החברות בענף זה, שהן לרוב ממונפות מאוד, התמודדו עוד ערב המלחמה עם הוצאות מימון גדולות ועם ירידה משמעותית בביקוש, לצד מגמה מתונה של ירידת מחירים. עם פרוץ המלחמה נסגרו מרבית אתרי הבנייה בשל היעדרות של עובדים פלסטינים, שחלקם גבוה ומרכזי במיוחד בפרויקטים שנמצאים בתחילתם, ונכון לסוף התקופה הנסקרת רק כמחצית מאתרי הבנייה פעילים. הקיפאון בבנייה עלול להשפיע משמעותית על קצב ההתקדמות בפרויקטים, על תזרים ההכנסות הצפוי לחברות, ועל יכולת של חלקן להמשיך ולשרת את חובותיהן למערכת הפיננסית.

יציבותה של המערכת הפיננסית אינה נקבעת אך ורק על ידי רמת הסיכון בערוצי הפגיעות השונים, אלא גם על ידי עמידותה ויכולתה לספוג זעזועים, וגם על ידי צעדי מדיניות, שנקטים במידת הצורך, אשר מצמצמים את ההשלכות של התממשות הסיכונים על המערכת. ואכן, עמידות המערכת הפיננסית וצעדי מדיניות שנקטו בתגובה לאירועים מאפשרים למערכת הפיננסית להתמודד עם התממשות הסיכונים ולשמור על יציבותה. למערכת הבנקאית ערב המלחמה היו כריות הון ויחסי נזילות גבוהים משמעותית מהמינימום הנדרש על ידי הפיקוח על הבנקים, וההפרשות שכבר בוצעו, ואף התגברו, להפסדי אשראי שיקפו הערכה שמרנית לגבי יכולת ההחזר של המגזרים השונים. בדומה לכך, גם בחברות הביטוח יחס כושר הפירעון גבוה במידה משמעותית מהנדרש על ידי רשות שוק ההון. עם פרוץ המלחמה נקטו הממשלה ובנק ישראל מספר צעדים שמיתנו את אי-הוודאות הכלכלית אשר נוצרה, ומאפשרים החלקה של פגיעה זמנית בהכנסות, ובתוך כך – גם ביכולת לשרת את החוב. בנק ישראל טיפל במהירות במיתון הפיחות של השקל על ידי מכירת מט"ח, בגיבוש מתווה דחיות תשלומים של החזרי חוב לנפגעים הישירים מהמלחמה ובמתן הלוואות מוניטריות בריבית נמוכה, שמיועדות לאפשר למלווים להעמיד הלוואות בתנאים נוחים לעסקים קטנים. בהמשך, גם הממשלה נקטה במגוון צעדים שמטרתם לסייע ולהקל על משקי בית ועסקים שנפגעו ישירות או בעקיפין מהמלחמה, בהם: קרן הפיצויים לעסקים, קרן הלוואות בערבות המדינה, הטבות נרחבות למשרתי מילואים ועוד.

צעדי מדיניות אלו מצד הממשלה ובנק ישראל התאפשרו, בין היתר, בזכות כריות הביטחון המקרו-כלכליות שנבנו לאורך השנים האחרונות, ובהן יחס נמוך של החוב הממשלתי לתוצר ויתרות מט"ח גדולות ואלו סייעו למערכת הפיננסית לשמור על יציבותה ועמידותה גם בתקופה של התממשות סיכונים. עם זאת, ככל שמשך המלחמה, היקפה והשלכותיה השליליות על הכלכלה יתעצמו, האתגרים למערכת הפיננסית עלולים להתגבר.

#### 4. ערוצי החשיפה לסיכונים

הלוח מציג הערכה מסכמת של רמת הסיכון בערוצי החשיפה המרכזיים של המערכת הפיננסית לאורך זמן. ההערכה מבוססת, בין השאר, על תוצאות שהתקבלו מהמוניטור הפיננסי<sup>2</sup>, המכיל אוסף אינדיקטורים כמותיים המתארים את רמות הסיכון בערוצי החשיפה השונים. רמת הסיכון במחצית מסוימת נקבעת בהתאם למיקום הערכים של האינדיקטורים הכמותיים באותה מחצית

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

ביחס להתפלגות ההיסטורית של סדרות אלה בישראל<sup>3</sup>. לניתוח הסטטיסטי האובייקטיבי מתווסף שיפוט המתבסס על מידע והערכות שאינם כלולים באינדקטורים. הלוח, כאמור, מציג בעזרת מדרג צבעים הערכה של רמת הסיכון בכל אחד מערוצי החשיפה לסיכון.

לוח 4.1: הערכת רמת הסיכון בערוצי החשיפה העיקריים

2023:2	2023:1	ערוצי הסיכון / התקופה
גבוה	בינוני-גבוה	הסביבה המקרו-כלכלית
גבוה	גבוה	מחירי הנכסים
גבוה	גבוה	האשראי
גבוה	גבוה	הנזילות

מפת החום של הסיכונים: הסיכונים מוצגים על פי עוצמת חומרתם על פי עוצמת הספקטרום: מהנמוך ביותר (ירוק כהה) ועד הגבוה ביותר (אדום).



#### 4.1. הסביבה המקרו-כלכלית

2023:2	2023:1	הסביבה המקומית בכללותה הפעילות הריאלית סיכון המדינה הסביבה העולמית
גבוה	בינוני-גבוה	

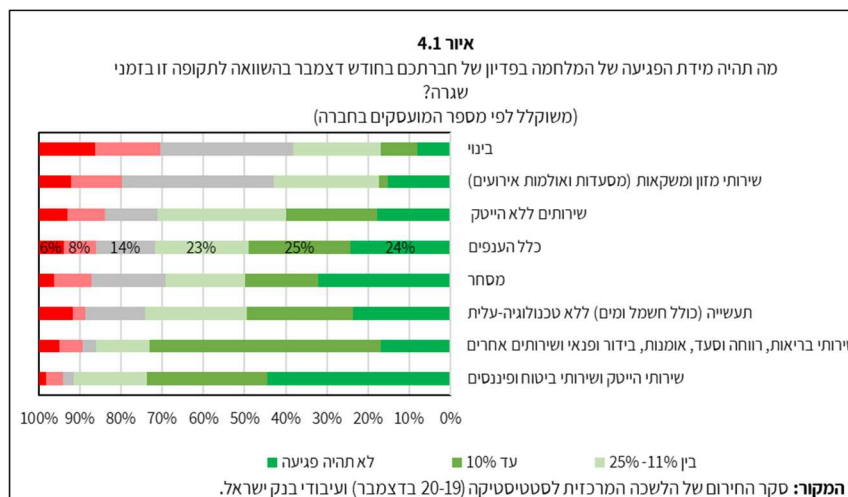
ההשפעה השלילית של המלחמה על הצריכה הפרטית ועל שער החליפין נחלשה זמן קצר לאחר שהמלחמה פרצה. עם זאת, המשק עדיין סובל ממחסור בעובדים בגלל היקף המגויסים הגדול ואי כניסת פועלים פלסטינים. שיקום נזקי המלחמה והשקעה בביטחון צפויים להגדיל את יחס החוב לתוצר של ישראל בטווח הקצר, ולייצב אותו לאחר מכן, ככל שההתאמות התקציביות עליהן החליטה הממשלה אכן ייושמו. הגירעון הממשלתי הצפוי בשנים הקרובות לצד אי הוודאות בנוגע להתפתחות המלחמה, באים לידי ביטוי בעליית פרמיית הסיכון של המדינה. על רקע זאת, הסיכון

<sup>3</sup> עומק ההיסטוריה משתנה בין סדרה לסדרה, אולם מרבית הסדרות מכסות תקופה של 20 שנים לפחות.

**הנשקף מערוץ המקרו-כלכלה עלה, להערכתנו, מבינוני-גבוה במחצית הראשונה של שנת 2023 לגבוה במחצית השנייה.**

במהלך הרבעון השלישי של השנה צמח המשק בשיעור של 2.7 אחוזים. שיעור האינפלציה השנתית ב-2023 ירד ל-3 אחוזים וריבית בנק ישראל ירדה בתום השנה ל-4.5 אחוז.<sup>4</sup> עם פרוץ המלחמה הצריכה הפרטית התכווצה בחדות, כפי שמשקף ברכישות באמצעות כרטיסי אשראי.<sup>5</sup> בשבוע השלישי ללחימה החלה התאוששות בצריכה הפרטית, ונכון לסוף דצמבר, היקף השימוש בכרטיסי אשראי הגיע לרמתו ערב המלחמה, אם כי עדיין ישנה שונות ברמת ההתאוששות בין הענפים השונים. ההשפעה המרכזית והמיידית השנייה של המלחמה הייתה על שוק העבודה. היקף המגויסים חסר התקדים, הפסקת עבודתם בפועל של העובדים הפלסטינים, שיבושים בפעילותה של מערכת החינוך ומגבלות על הגעה למקומות עבודה שאינם ממוגנים יצרו שיבושים רחבי היקף בפעילותם של עסקים רבים, ועל כך התווסף צמצום הביקוש מצד הצרכנים. עם זאת, שיעור האבטלה הרחבה – הכולל גם נעדרים משוק העבודה בגלל מילואים או מסיבות הקשורות למלחמה – ירד מ-9.7 אחוזים באוקטובר ל-8.5 אחוזים בנובמבר והיקף הנעדרים מהעבודה מסיבות לא כלכליות אחרות (שיכולות להיות קשורות למלחמה אך לא עקב מילואים) ירד מ-7.8 אחוזים באוקטובר ל-0.4 אחוז בנובמבר.

הפדיון בחודש אוקטובר של העסקים בכל ענפי הכלכלה ירד ב-13.6 אחוזים, כאשר בענפי הבינוי ושירותי המזון ניכרה פגיעה קשה יותר, בשיעורים של 26.4 ו-19.1 אחוזים, בהתאמה. גם בהמשך הרבעון הפגיעה בפדיון הייתה משמעותית, אם כי במידה פחותה מבתחילת המלחמה. לפי סקר החירום של הלמ"ס, חברות המייצגות כרבע מכל אחד משני ענפים אלה דיווחו על פגיעה צפויה בפדיון של חודש דצמבר בשיעור שמעל 50 אחוז. לעומתם עסקים בענפי ההיי-טק (בתעשייה ובשירותים) דיווחו על פגיעה מינימלית בפעילות – חברות המייצגות כשלושת רבעי מהענף צופות פגיעה של עד 10 אחוזים לכל היותר בפדיון (איור 4.1).

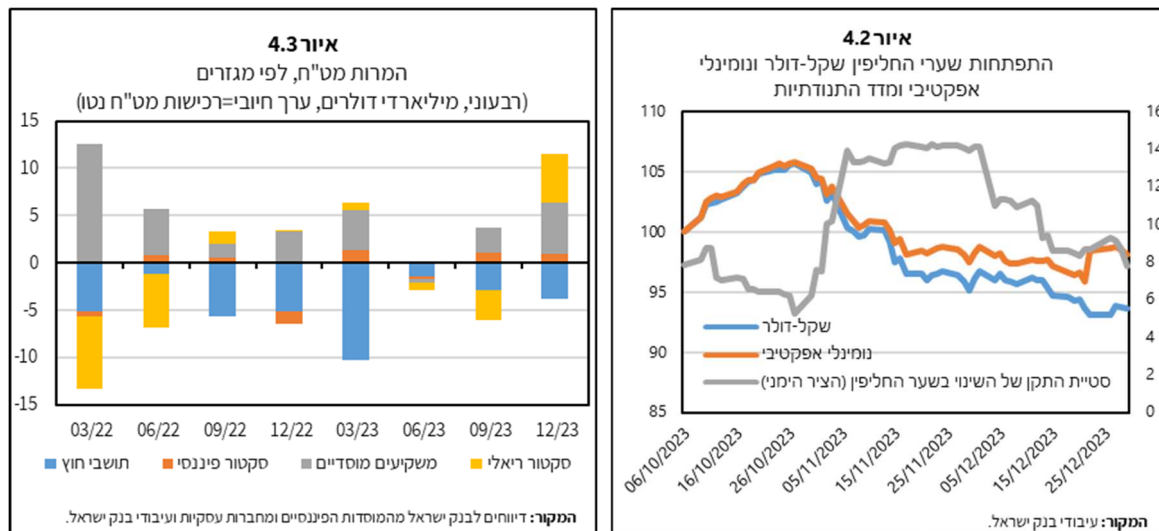


הגירעון הממשלתי בשנת 2023 עלה ל-4.2 אחוזי תוצר. תוספת ההוצאות הממשלתיות הצפויה בשנים הקרובות על ביטחון, על שיקום האזורים שנפגעו מהמלחמה ועל ריבית, תגדיל את הגירעון

<sup>4</sup> החלטת הוועדה המוניטרית להפחית ברבע נקודת אחוז את הריבית התקבלה ב-2 בינואר.  
<sup>5</sup> בהשוואה לימים הראשונים של פרוץ מגפת הקורונה, הירידה בהוצאות בכרטיסי אשראי הסתכמה ב-17 באחוז במקסימום (יחסית להיקף ההוצאה ערב המלחמה), בעוד בתקופת הקורונה, ההוצאות ירדו במשך חודש והירידה הסתכמה בלמעלה מ-40 אחוז ביחס הוצאה ערב התקופה.

בתקציב הממשלה, ועמו צפוי לעלות היחס בין החוב הממשלתי לתוצר. לפי החלטות הממשלה אודות ההתאמות והוצאות הביטחון הצפויות שהתקבלו עם אישור תקציב המדינה, יחס זה צפוי לעלות בשנת 2024 לכ-67 אחוזים ולהישאר ברמה דומה גם בשנת 2025. שלל ההתפתחויות המקומיות השליליות העלו את פרמיית הסיכון של המדינה: מרווח התשואות בין אג"ח ממשלתיות הנקובות בדולרים לאג"ח של ממשלת ארה"ב עלה, וכן עלה מחיר ה-CDS (הרחבה בהמשך). בתוך כך הודיעה חברת הדירוג Fitch על שינוי תחזית דירוג האשראי של ישראל לשלילית, חברת Moody's הציבה את ישראל תחת מעקב שלילי, וחברת S&P הודיעה על עדכון תחזית הדירוג לשלילית.

בתחילת המלחמה, התבטא סיכון המדינה גם בפיחות מהיר של השקל מול הדולר ושאר המטבעות.<sup>6</sup> כדי למתן את המגמה הכריז בנק ישראל על תוכנית מכירת דולרים בהיקף של עד 30 מיליארד דולרים, ובמהלך חודש אוקטובר מכר בפועל 8.2 מיליארד דולר, ועד לסוף השנה מכר 0.3 מיליארדים נוספים. בתחילת חודש נובמבר נרשמה מגמת התאוששות בשער החליפין של השקל, והוא חזר לרמתו ערב המלחמה, אולם רמת התנודתיות נותרה גבוהה מזו שנצפתה ערב המלחמה. מי שהוביל את המגמות בשער החליפין היו תושבי חוץ, בעוד שהשחקנים המקומיים (המשקיעים המוסדיים והמגזר העסקי) המשיכו לרכוש מט"ח גם בתקופה שבה נרשם הייסוף (איור 4.3).



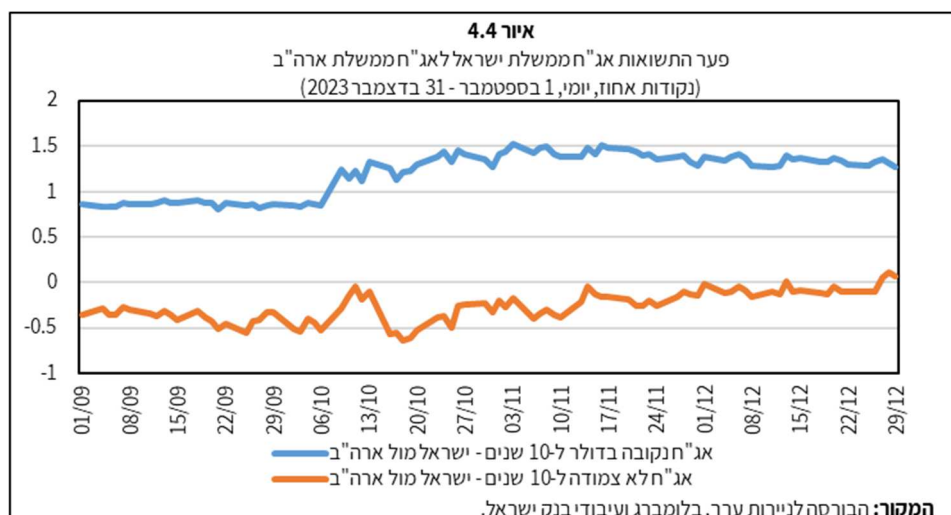
לפי תרחיש הבסיס שבתחזית חטיבת המחקר (שפורסמה בינואר 2024) הצמיחה ב-2023 צפויה להסתכם ב-2 אחוזים, וכך גם בשנת 2024. לפי דוח ה-Global Financial Stability Report של קרן המטבע העולמית (שהתפרסם בתחילת אוקטובר 2023) הצמיחה העולמית בשנת 2024 צפויה להיות קרובה ל-3 אחוזים אולם מאזן הסיכונים עדיין נוטה לצד השלילי. תרחיש הסיכון המרכזי ליציבות הפיננסית הגלובלית הוא של התפרצות אינפלציונית מחודשת בעולם, אשר תביא לצמצום מוניטרי נוסף על ידי הבנקים המרכזיים במדינות שונות, ואולי אף לסטגפלציה. מיצוי עודפי הנזילות של משקי הבית והעסקים, ריביות גבוהות המקשות על מיחזור חוב והרעה נוספת בתנאים הפיננסיים כתוצאה מירידה בתיאבון-לסיכון עלולים לגרום קשיים בהחזרי חוב, בעיקר של ענף הנדל"ן המסחרי, ולפגיעה במערכת הפיננסית. על פי דוח הקרן, בתרחיש כזה בנקים – כולל כאלו המוגדרים

<sup>6</sup> זאת בניגוד לפיחות שהתרחש בתחילת השנה, אז תושבי חוץ היו אלה שרכשו שקלים ומכרו דולרים, בעוד שהגופים המוסדיים בישראל מכרו שקלים ורכשו דולרים.

כחשובים מערכתית במדינות מרכזיות רבות – עלולים להיקלע לקשיים, ולכך עלולה להיות השלכה גם על מערכת הבנקאות המקומית.

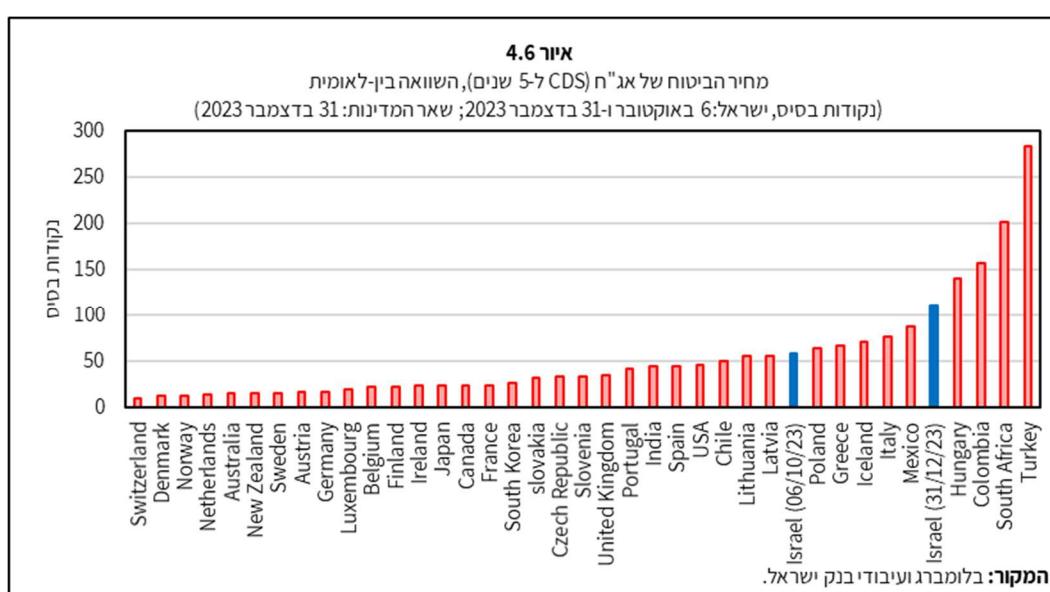
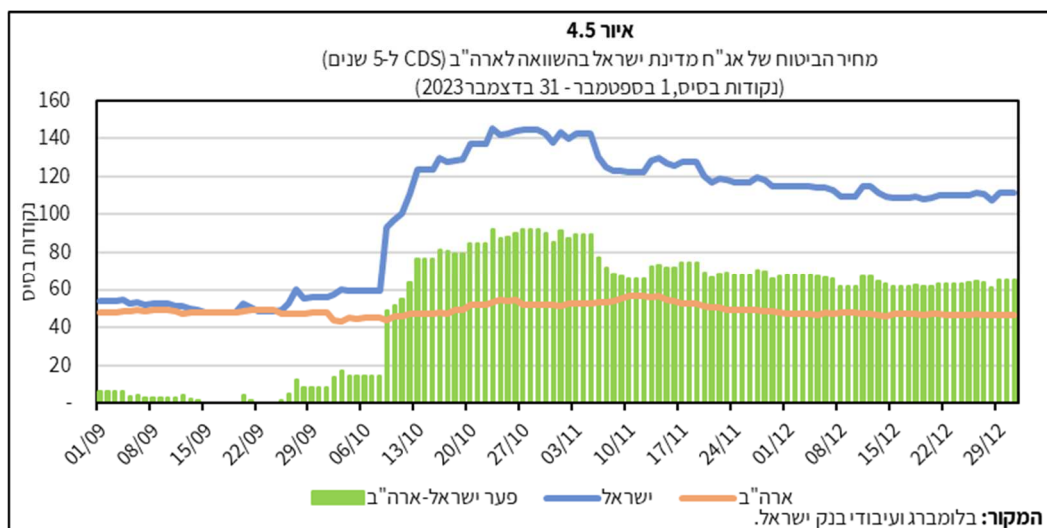
#### השפעת המלחמה על סיכון המדינה

בחודש שקדם לתחילת המלחמה, פער התשואות-לפדיון בין אג"ח שקלית לא צמודה של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח דומה של ממשלת ארה"ב עמד על כ-0.5- נקודות אחוז, ופער התשואות-לפדיון בין אג"ח דולרית של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח דומה של ממשלת ארה"ב נע סביב 0.85 נקודות אחוז. עם פתיחת המסחר ביום שני ה-9 באוקטובר הצטמצם פער התשואה בין האג"ח השקלית הלא צמודה של ממשלת ישראל לאג"ח ממשלת ארה"ב והגיע ל-0.30- נקודות אחוז, ופער התשואה בין האג"ח הדולרית של ממשלת ישראל לאג"ח ממשלת ארה"ב עלה לכ-1.2 נקודות אחוז. העלייה בפערי התשואה האמורים משקפת עלייה בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל.<sup>7</sup> לאחר העלייה החדה ביום המסחר הראשון שלאחר תחילת המלחמה התייצבו פערי התשואה בשבועות הבאים, ונותרו ברמה גבוהה מזו ששררה ערב המלחמה (איור 4.4).



העלייה בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל השתקפה גם בשוק ביטוחי האג"ח, ובפרט במחירו של CDS לחמש שנים: מחיר הביטוח של אג"ח מדינת ישראל זינק מכ-60 נקודות בסיס ערב המלחמה לשיא של 144 נקודות בסיס (26 באוקטובר), ובסוף התקופה הנסקרת היא נסחרה במחיר שבין 110 ל-120 נקודות בסיס (איור 4.5). איור 4.6 משלים את התמונה בהשוואה בין-לאומית של מחירי הביטוח. בהשוואה ל-37 מדינות אחרות, ערב המלחמה מחיר הביטוח של אג"ח מדינת ישראל היה במרכז ההתפלגות, גבוה במקצת ממחיר הביטוח של אג"ח ספרדית ופורטוגלית ונמוך במקצת מאלה של פולין ואירלנד. בעקבות המלחמה עלה מחיר ה-CDS והתייצב קרוב לזה של מדינות כמו מקסיקו והונגריה.

<sup>7</sup> נוסף על פרמיית הסיכון, פער התשואות בין אג"ח שקלית לדולרית משקף גם הבדלים בציפיות לאינפלציה בין המדינות, ופער התשואה הדולרית משקף גם פרמיית נזילות.

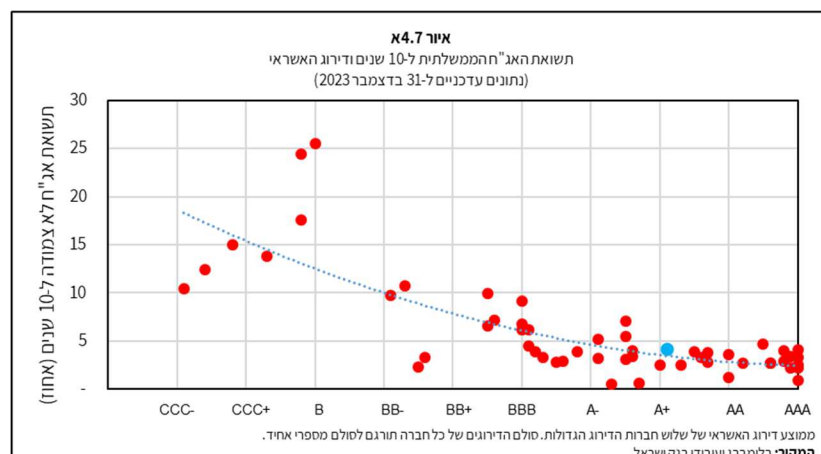
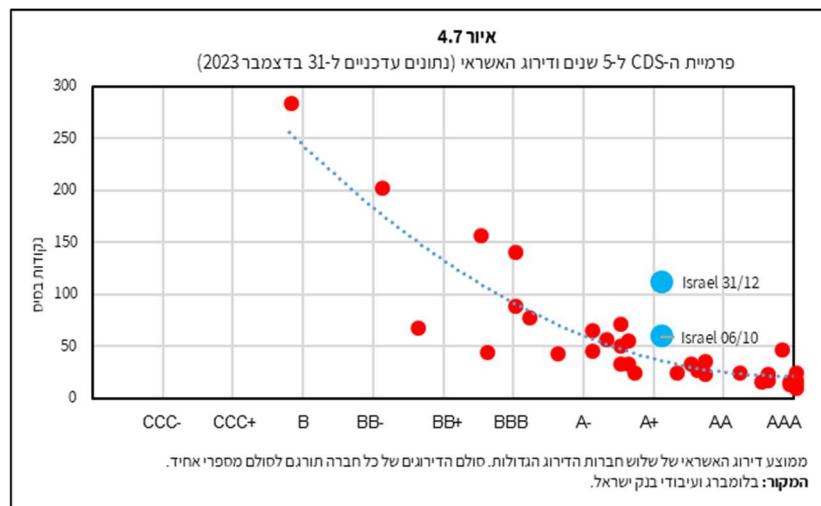


עליית הסיכון הפיננסי בישראל משתקפת גם בהודעות החברות הבין-לאומיות לדירוג אשראי שבועות הראשונים למלחמה. ב-17 באוקטובר הודיעה Fitch על שינוי תחזית דירוג האשראי לשלילית. כעבור יומיים הציבה Moody's את ישראל תחת מעקב לגבי הורדת דירוגה, ובחלוף שמונה ימים הודיעה S&P על עדכון תחזית הדירוג לשלילית. בהודעותיהן האמורות הזהירו חברות הדירוג מההשלכות של המלחמה על הכלכלה הישראלית, לרבות הרחבת הגירעון ואספקטים מקרו-כלכליים אחרים.<sup>8</sup>

בחינה של מדדי שוק המשקפים פרמיית סיכון של המדינה מצביעה על קשר הדוק לרמת הדירוג. מחיר ה-CDS לחמש שנים תאם לפני פרוץ המלחמה לדירוג האשראי של ישראל, ובסוף התקופה הנסקרת מחירו תואם למחירי CDS של מדינות בעלות דירוג BBB (איור 4.7). מנגד, תשואת האג"ח הדולרית הממשלתית ל-10 שנים בסוף שנת 2023 תאמה לדירוג האשראי הנוכחי של ישראל (איור 4.7).

<sup>8</sup> לאחרונה (28 בינואר 2024) שוב ציין האנליסט האשראי על דירוג האשראי של ישראל בחברת S&P שירידת דירוג אפשרית במקרה של התרחבות המלחמה לזירות נוספות, או במקרה של הרעה מעבר לצפוי בפרמטרים הכלכליים הרלבנטיים, כגון בשיעור הצמיחה או בגירעון הממשלתי.

אמידה שנערכה בבנק ישראל ביוני 2023<sup>9</sup> של שינוי בתשואות האג"ח הממשלתיות כתוצאה מירידה בדירוג מצאה כי זו מסתכמת בעלייה ממוצעת של 10 נקודות בסיס בתשואה, לאחר ששינויים בפרמטרים כלכליים נלקחו בחשבון.<sup>10</sup> במקרה והורדת דירוג של notch אחד תתרחש בפועל וזו אכן תביא לעלייה של 10 נקודות בסיס בתשואות האג"ח הממשלתית, הפער בין התשואה לפדיון של אג"ח דולרית של ישראל ביחס לארה"ב צפוי לעלות ל-1.3 אחוז.



<sup>9</sup> נ' מיכלסון ור' שטיין (2023), "הגורמים שמסבירים את תשואות האג"ח הממשלתיות הארוכות בישראל ובמדינות ה-OECD", סקר בנק ישראל 93, סיון-תמוז התשפ"ג – יוני 2023, 103-146.

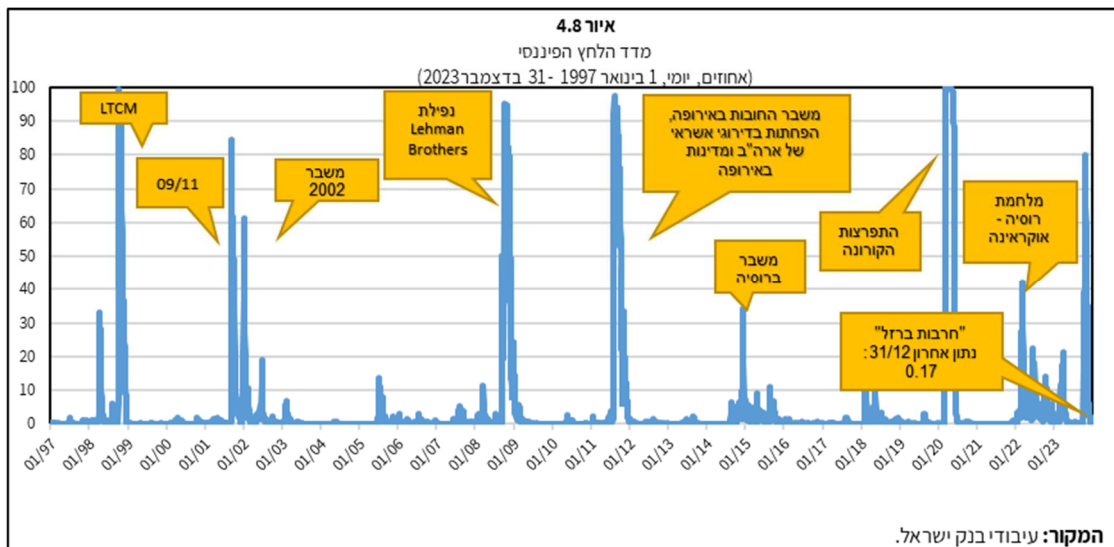
<sup>10</sup> ההשפעה משקפת ככל הנראה את "אפקט ההסמכה" (certification effect): הורדת דירוג, ככל שמתרחשת, מאשררת עבור המשקיעים את החששות לסיכונים אשראי, ואף עלולה לגרום ליציאה של גופים מוסדיים בין-לאומיים מהחזקת אג"ח של מדינת ישראל ו/או של חברות ישראליות מסיבות רגולטוריות (למשל פיקוח על נכסי סיכון).

<b>2023:2</b>	<b>2023:1</b>	<b>מדד הלחץ הפיננסי</b> <b>מניות</b> <b>איגרות חוב תאגידיות</b> <b>שוק הדיור</b>
גבוה	גבוה	

עם פרוץ המלחמה ירדו מחירי הנכסים הפיננסיים ירידה חדה ולאחר מכן התאוששו. בסוף התקופה הנסקרת המניות עדיין נסחרות ברמה נמוכה בהשוואה לממוצע ארוך הטווח, ומרווחי האג"ח התאגידיות של חברות מענפי הבינוי והנדל"ן גבוהים מרמתם ערב המלחמה. מגמת ירידתם של המחירים בשוק הדיור נמשכה, אולם המשך מגמה זו תלוי רבות בהתאוששות הפעילות בענף הבנייה.

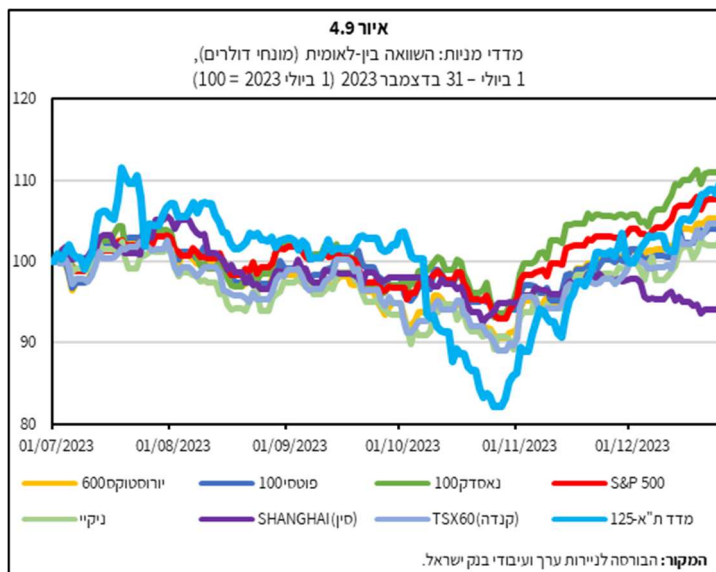
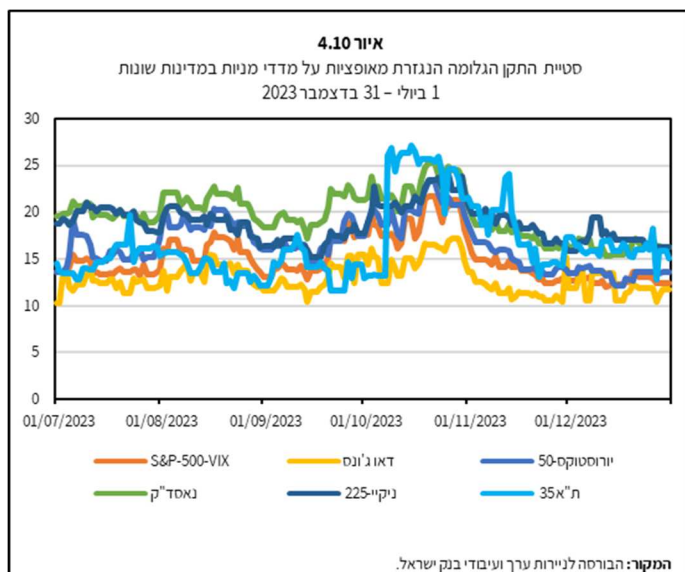
### מדד הלחץ הפיננסי

מדד הלחץ הפיננסי, המורכב ממספר אינדיקטורים כלכליים ופיננסיים מתחומי הכלכלה השונים, נותן תמונה מצרפית של ההתרחשויות בשווקים הפיננסיים (איור 4.8).<sup>11</sup> מעבר להסתכלות להצגת ההתרחשות בכל שוק בפני עצמו המדד מבטא גם את מידת התנועה המשותפת של כל אחד מאותם אינדיקטורים. ערכים גבוהים של המדד מצביעים על התרחשויות שליליות המשותפות לכלל הנכסים הפיננסיים. עם פרוץ המלחמה, עלה מדד הלחץ הפיננסי בשיעור חד, מה שמעיד כי ההתפתחויות השליליות בשווקים הפיננסיים הקיפו את כלל השווקים, כמו בכל אירוע מערכת. לקראת סוף אוקטובר החל המדד לרדת, ובסוף שנת 2023 רמתו דומה לזו ששררה ערב המלחמה.



<sup>11</sup> מתבסס על העבודה של י' סעדון ומ' גראם (2013), "מדד משולב למעקב אחר השווקים הפיננסיים בישראל", סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר בבנק ישראל.

ההשלכות הראשונות של מתקפת הטרור והמלחמה התבטאו מיד בשוק הנכסים הפיננסיים. מדד ת"א 125 ירד ירידה חדה ומתמשכת, ובשיאה (31 באוקטובר) היה נמוך ב-9.7 אחוזים מאשר ערב המלחמה במונחים דולרים (כך שגם הפיחות תרם לירידה); זאת בעוד שמדדי מניות מובילים בעולם ירדו בתקופה זו בשיעור של כ-5 אחוזים (איור 4.9). הירידות החדות בשוק המקומי באו כהמשך לביצועי החסר לאורך שנת 2023 כולה, ובמהלכה השלים מדד ת"א 125 עלייה של 4.8 אחוזים בלבד במונחי מטבע מקומי (וו-1.6 אחוזים במונחי דולרים) לעומת עלייה שבין 10 ל-15 אחוזים של המדדים המובילים בעולם. מדד הפחד המקומי, המשקף את אי-הוודאות הגלומה בשוק המניות, עלה גם הוא, ולמרות ירידה חדה לאחר מכן רמתו עדיין גבוהה מזו ששררה ערב המלחמה (איור 4.10).

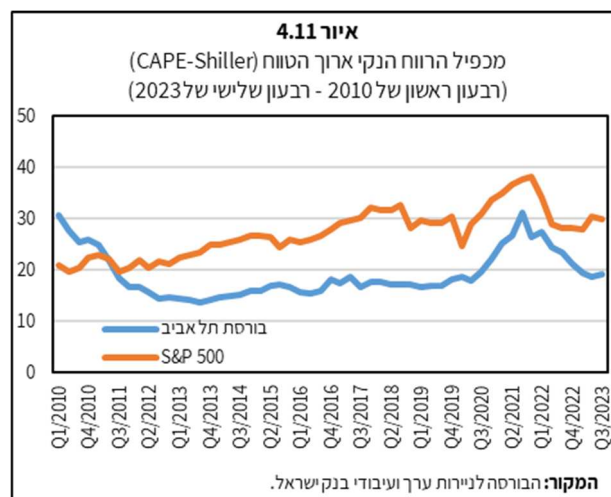
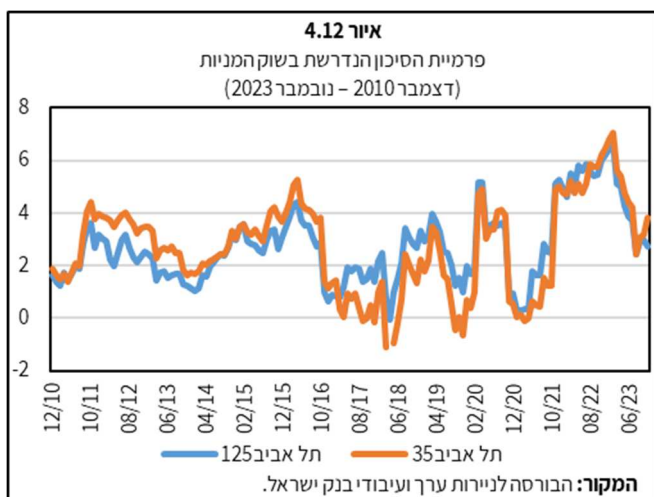


מכפיל ההון<sup>12</sup> של החברות הציבוריות הנכללות במדד ת"א 125, אשר משמש מדד לתמחור המניות, עומד (סוף נובמבר) על 1.24, נמוך משמעותית מהממוצע ארוך הטווח (1.55).<sup>13</sup> מכפיל הרווח ארוך הטווח (CAPE-Shiller)<sup>14</sup> ברבעון השלישי נותר נמוך יחסית, ולנוכח אי השינוי של מחירי המניות ברבעון האחרון הוא צפוי להישאר ברמה נמוכה (איור 4.11). גם פרמיית הסיכון הנדרשת בשוק המניות – המחושבת כיחס בין סך הרווח הנקי בשנה האחרונה לשווי השוק של המניות פחות תשואת אג"ח ממשלתית צמודה לעשר שנים – עלתה ונותרה מעל לממוצע ארוך הטווח, על אף עלייה בתשואת האג"ח הממשלתית הצמודה (איור 4.12).

<sup>12</sup> מכפיל ההון מחושב כיחס בין שווי השוק של מניות החברה להון העצמי המיוחס לבעלי המניות שלה.

<sup>13</sup> המגמות במדדים החלקיים – ת"א 35 ות"א 90 – דומות.

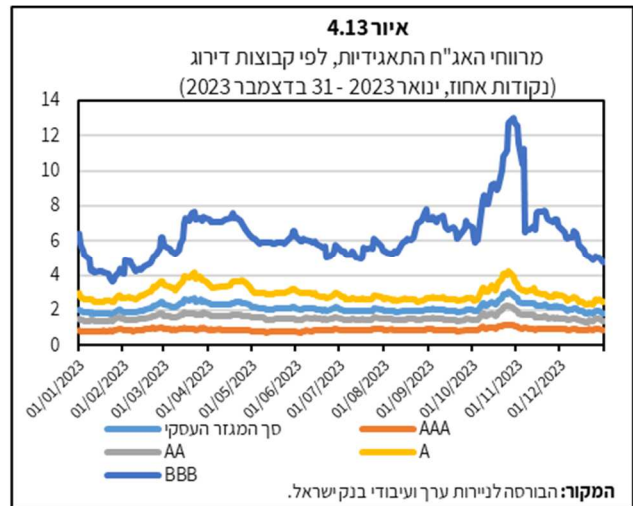
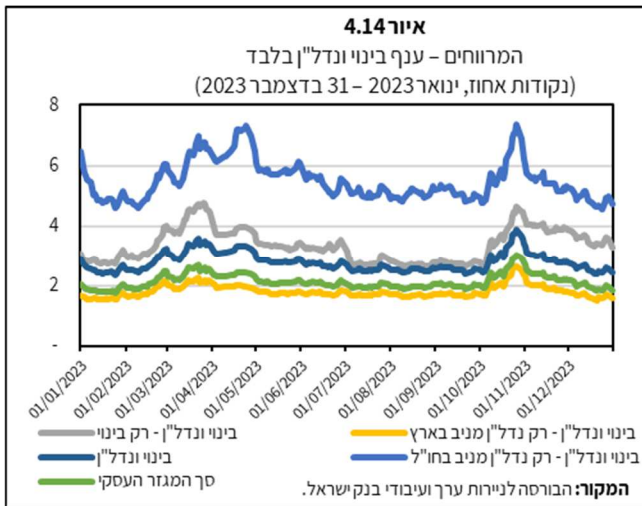
<sup>14</sup> מכפיל הרווח ארוך הטווח מחושב כיחס בין שווי השוק המצרפי של החברות בבורסה בתל-אביב לרווח המצרפי הממוצע שלהן בעשר השנים הקודמות, מנוכה אינפלציה.



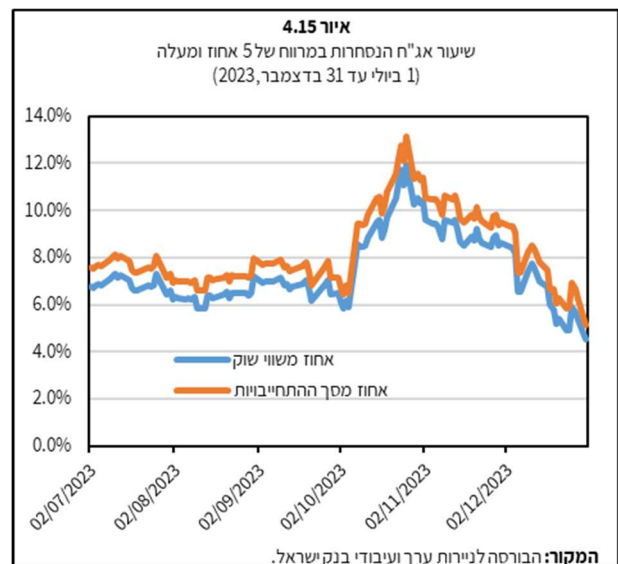
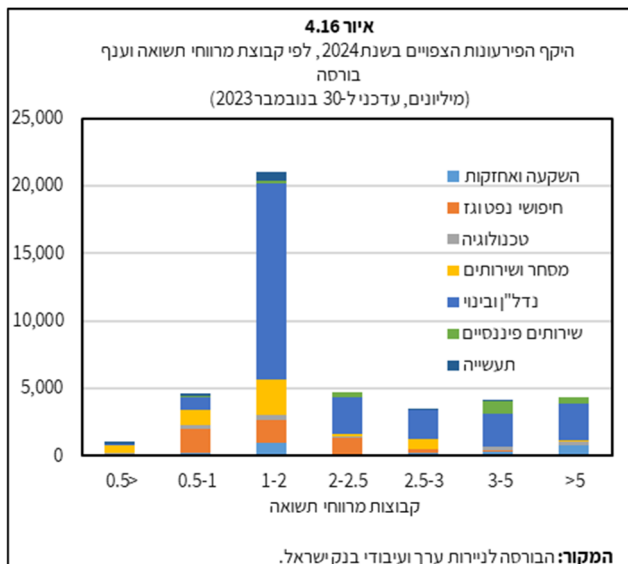
### איגרות החוב התאגידיות

המרווח בין התשואה של איגרות החוב התאגידיות לזו של אג"ח ממשלתיות עם מח"ם דומה עלה מאז פרוץ המלחמה בכנקודת אחוז, וככל שדירוג האשראי של האג"ח נמוך יותר העלייה במרווח הייתה חדה יותר. לקראת סוף המחצית הנסקרת נחלשה השפעת המלחמה, והמרווח הממוצע של אג"ח של המגזר העסקי בנקודת הזמן האחרונה (31 בדצמבר) עומד על 1.9 אחוז, דומה לנתון ערב המלחמה (איור 4.13). התפתחות דומה רואים גם כאשר בוחנים את האג"ח לפי ענף הפעילות של החברה, להוציא ענף אחד: נכון לסוף שנת 2023, המרווח של אג"ח החברות מענף הבינוי (בעיקר חברות נדל"ן יזמי) גבוה ב-0.6 נקודת אחוז מרמתו ערב המלחמה (איור 4.14). הדבר משקף את הסיכונים הייחודיים לענף זה ואת סיכון האשראי של החברות הפועלות בו, כפי שפורח בפרק 4.3.2 (האשראי העסקי). השוואה של המרווח בפועל למרווח החזוי לפי גורמי היסוד<sup>15</sup> מעלה שהמרווח בפועל קרוב מאוד לזה החזוי לפי גורמי היסוד, לאחר שבחודשים אוקטובר ונובמבר הפער ביניהם היה חיובי, תוצאת הערכה פסימית של המשקיעים לגבי ההתפתחויות.

<sup>15</sup> מבוסס על מתודולוגיה המופיעה בעבודה של גראם-רוזן, מ., וידר, ח., ומיכלסון, נ. (2023), "הגורמים המשפיעים על מרווחי איגרות החוב התאגידיות", סקר בנק ישראל 93.

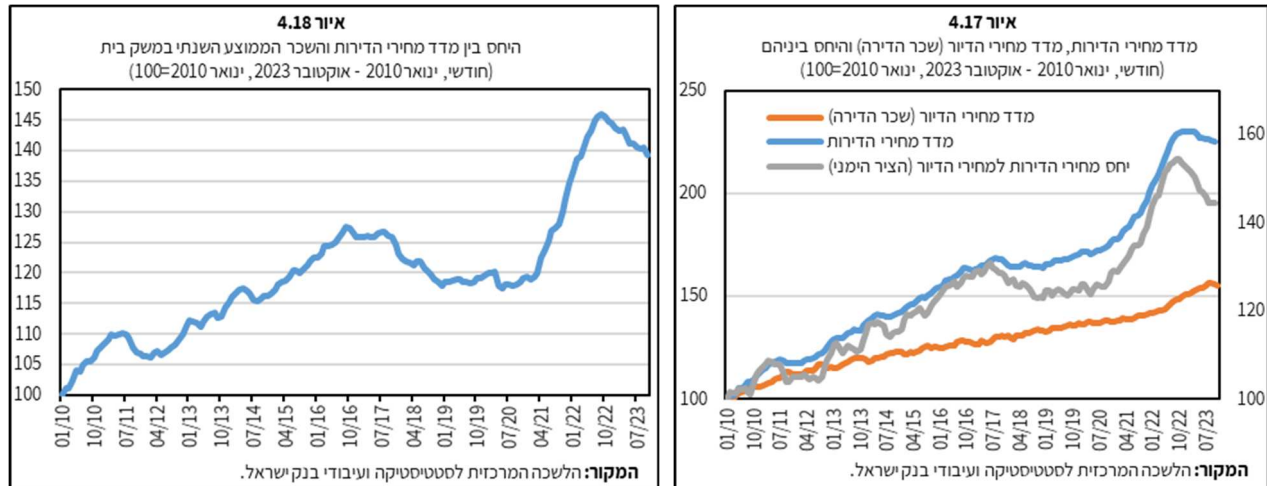


עם פרוץ המלחמה, שיעור האג"ח הנסחרות במרווח גבוה (מעל 5 אחוזים) עלה בחדות והגיע בשיאו ל-12 אחוזים (30 מיליארד ש"ח) משווי השוק של איגרות החוב התאגידיות (ללא בנקים וביטוח), לעומת 5.9 אחוזים בלבד ערב המלחמה. אולם עם ירידת המרווחים ירד גם שיעורן של אג"ח אלה, ונכון לסוף השנה הוא דומה לזה של ערב המלחמה (איור 4.15). מרווח גבוה עלול ליצור קשיים אמיתיים לחברות בבואן למחזר את חובותיהן בשוק. הסתכלות על הפירעונות הצפויים מלמדת שבשנת 2024 צפויים פירעונות של חברות שאינן בנקים או חברות ביטוח בהיקף של 43.2 מיליארד ש"ח. כ-10 אחוזים מסכומי הפירעונות הצפויים (4.3 מיליארד ש"ח) נסחרים כיום במרווח של למעלה מ-5 אחוזים, זאת לעומת כ-7.7 אחוזים בלבד ערב המלחמה. כ-60 אחוזים מסכומי פירעונות האג"ח הנסחרות במרווח גבוה הם של חברות בינוי ונדל"ן, 18 אחוזים נוספים הם של חברות מענפי ההשקעה וההחזקה ו-11 אחוזים נוספים הם של חברות מענף השירותים הפיננסיים (איור 4.16).



## שוק הדיור

מחירי הדירות ירדו ב-12 החודשים האחרונים (מאוקטובר 2023) ב-1.8 אחוז, ובאותה תקופה עלה מדד שכר הדירה ב-4.9 אחוזים. בכך ירד היחס בין מחיר הדירות לשכר הדירה, מדד המשמש לתמחור בשוק הדיור. גם היחס בין מחיר הדירות לשכר הממוצע למשק בית הולך ויורד. עם זאת שני מדדי תמחור אלה עודם גבוהים מאשר בעבר (איורים 4.17 ו-4.18).



ערב המלחמה, מלאי הדירות הלא מכורות ורמת הפעילות בענף הבנייה היו גבוהים, ובמקביל נרשמה ירידה במספר העסקאות והיקפי המשכנתאות החדשות, מה שמצביע על ירידה בביקוש. למלחמה צפויה להיות השפעה משמעותית על ההתפתחויות בשוק זה, הן בצד הביקוש והן בצד ההיצע. בצד הביקוש – הפגיעה בפעילות הכלכלית, אשר מגבירה את רמת אי-הוודאות של משקי הבית באשר להכנסותיהם העתידיות, צפויה להנמיך לעת עתה את הביקוש לדירות. אולם, ככל שיותר משקי בית שפוננו מביתם לא ישובו אליהם ויחפשו מגורי קבע אחרים, צפויה עלייה בביקוש לדירות באזורים שאינם קרובים לקווי העימות בצפון ובדרום,<sup>16</sup> ולכך יש להוסיף אפשרות להגדלת הביקוש לרכישת דירה מצד יהודים תושבי חו"ל. בצד ההיצע, מלאי הדירות הלא מכורות עודנו גבוה. אולם מאידך, המלחמה גרמה לפגיעה חמורה בענף הבינוי בשל היעדרות של עובדים המגויסים למילואים, אי הגעה של עובדים פלסטיניים והשבתת פרויקטים בשל מחסור במיגון מתאים.<sup>17</sup> עיקר ההשבתה הוא של פרויקטים בשלבי בנייה ראשוניים, שם חסרונם של עובדים פלסטיניים מורגש יותר לאור התמחותם המקצועית.

לעת עתה לא ניתן לומר אילו השפעות תהיינה חזקות יותר, ומה תהיה ההשלכה על מחירי הדירות. אלו תקבענה בהתאם להתפתחויות השונות של המלחמה והשלכותיהן על הפעילות בענף.

<sup>16</sup> השפעה נוספת צפויה להיות להיקף המפונים מיישובי קו העימות בצפון ובדרום. לפי הערכת חטיבת המחקר, ככל שהמלחמה תתמשך, ותידרשנה תוכניות שיכון לטווח ארוך יותר, צפויה עלייה ניכרת של מחירי השכירות. כך, למשל, הגירה פנימית של 70 אלף איש צפויה להביא לעלייה של 2.8 אחוזים בשכר הדירה בשנה הראשונה ול-1.6 אחוז בשנה שאחריה.

<sup>17</sup> נכון לסקר של הלמ"ס מסוף דצמבר, רק כמחצית מאתרי הבנייה פעילים באופן מלא.

2023:2	2023:1	
גבוה	גבוה	האשראי למשקי הבית האשראי למגזר העסקי

לצד עלייה בקשיים של משקי הבית והעסקים בהחזרי חוב בשל העלייה בהוצאות המימון במהלך השנה ושחיקה ריאלית של מקורות פנימיים, הפגיעה בהכנסות כתוצאה מהמלחמה צפויה גם היא להשפיע לשלילה ולהגדיל את הקושי בשירות החוב, וענף הבינוי הוא הפגיע ביותר. תוכניות הסיוע באשראי של הממשלה ושל בנק ישראל, והמתווה של דחיית תשלומי חוב למערכת הבנקאית ממתנים את הסיכון.

### 4.3.1. האשראי למשקי הבית

ביחס חוב משקי הבית לתוצר נמשכה מגמת הירידה, והוא הגיע בחודש נובמבר לרמה של 42.5 אחוזים. זאת כתוצאה מעלייה מתונה בלבד ביתרת החוב לדיור ואי שינוי ביתרת החוב שלא לדיור. נתוני חודש נובמבר מהמערכת הבנקאית (המקור לכ-90 אחוזים מהאשראי למשקי בית) מצביעים על התרחבות מתונה של האשראי לדיור לצד צמצום נוסף ביתרת האשראי שלא לדיור.<sup>18</sup>

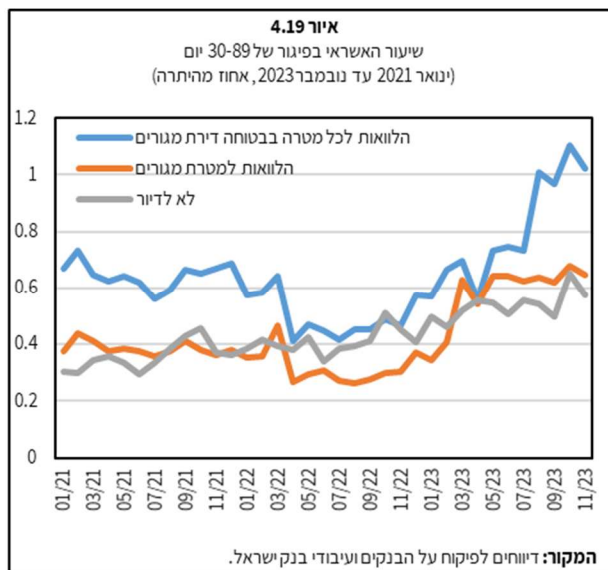
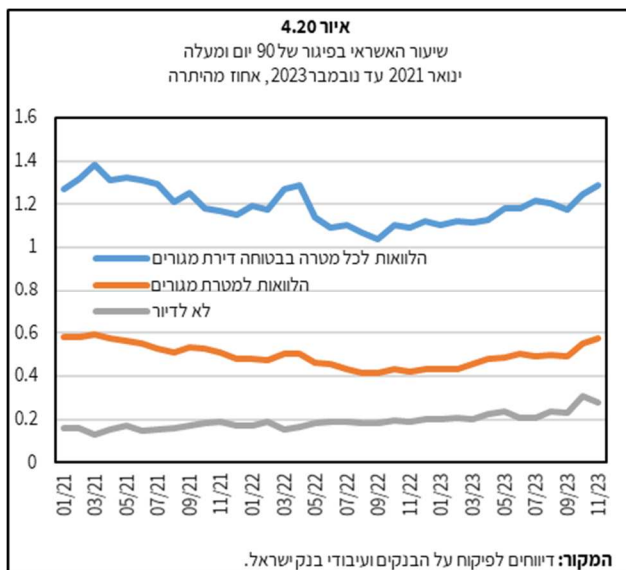
היקף האשראי שניתן לדיור נותר נמוך יחסית, אולם נעצרה מגמת הירידה שנצפתה החל מאמצע שנת 2022. בתוך כך, שיעור ממחזרי המשכנתה הולך ועולה מאז תחילת 2023 על רקע שני גורמים: האחד הוא שיפור תנאי ההלוואה. בחודשים האחרונים הריבית על משכנתה חדשה שאינה צמודה למדד ובריבית משתנה (מסלול ה"פריים") עלתה. מצב היוצר מוטיבציה אצל לווים למחזר הלוואות במסלול זה; השני, ייתכן שממחזרי המשכנתה עושים זאת כדי להקל על עצמם בתשלומים. ואכן, חלה עלייה בתקופה לפירעון בקרב ממחזרי המשכנתה שמחזרו באותו בנק שבו לקחו את ההלוואה המקורית. העלייה מעידה על כך שלפחות חלק מהמיחזור נעשה למטרות פריסת התשלומים החודשיים והקטנת ההחזר החודשי.

מידת היכולת של משקי הבית לשרת את החוב משתקפת בשיעור יתרת האשראי שלגביו ישנו פיגור בתשלומים. עוד טרם המלחמה ניכרה עלייה קלה של אשראי שבפיגור, ומאז תחילת המלחמה שיעור זה מסך האשראי עלה מעט, בעיקר באשראי שלא לדיור (איורים 4.19 ו-4.20). בנוסף, שיעור האשראי המוגדר כ"אשראי במעקב" – כלומר, כזה שלגביו יש חשש להערה ביכולת ההחזר של הלווה<sup>19</sup> – מסך האשראי לדיור ושלא לדיור עומד על 1.2 ו-2 אחוזים, בהתאמה. ראוי לציין כי למרות השינויים, מדובר בשיעורי אשראי בסיכון נמוכים.<sup>20</sup> גם יתרת האשראי מחברות כרטיסי האשראי, יורדת באיכותה: שיעור האשראי הלא צובר<sup>21</sup> והאשראי בפיגור של 90 יום ומעלה עלה בחדות בשני הרבעונים הראשונים של השנה, ואיתו גם הוצאות החברות להפסדי אשראי.

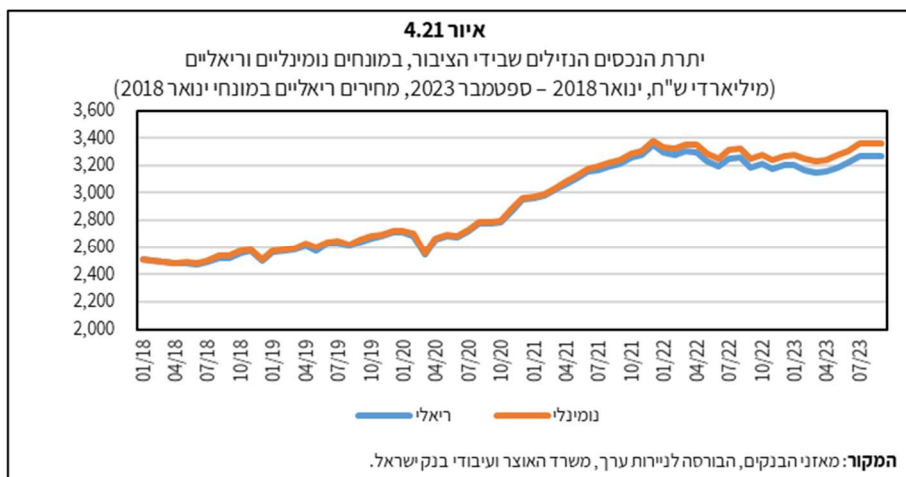
<sup>18</sup> מנתוני מאגר האשראי עולה כי השינויים ביתרת החוב בשנה האחרונה לא היו אחידים: בעוד אצל לווים המתגוררים ביישובים ממעמד סוציו-אקונומי נמוך הייתה עלייה ביתרת החוב הממוצעת, אצל לווים המתגוררים ביישובים ממעמד סוציו-אקונומי גבוה חל גידול קטן יותר ביתרות חוב מסוגים שונים, ואף צמצום ביתרת החוב הצרכני הממוצעת, ככל הנראה בזכות פירעון מוקדם של הלוואות אלה, היקרות יותר.

<sup>19</sup> כל בנק מגדיר באופן סובייקטיבי ולפי אמות מידה שלו איזה אשראי הוא בוחר לסווג כתחת מעקב.  
<sup>20</sup> הנתון אודות שיעורי האשראי שבפיגור בכל מגזר פעילות זמין במתכונתו הנוכחית רק משנת 2021, אולם מדדים אחרים שזמינים עוד קודם לכן כמו גם השוואות בינלאומיות מאשרות שאכן מדובר ברמה נמוכה יחסית.

<sup>21</sup> חוב מסווג כלא צובר כאשר המוסד המלווה צופה, בהתבסס על מידע ואירועים עדכניים, שהוא לא יוכל לגבות את כל הסכום המגיע לו לפי התנאים החוזיים של ההסכם.



המלחמה צפויה להקשות על יכולת שירות החוב של משקי הבית, בשל ירידה בהכנסות מעבודה (בממוצע). בנק ישראל גיבש מתווה דחיית תשלומי הלוואות שאומץ ע"י המערכת הבנקאית, אשר במסגרתו ניתנה למשקי בית שנפגעו ישירות ממתקפת הטרור או המלחמה האפשרות לדחות את תשלומי הלוואה למשך שלושה חודשים ללא חיוב בריבית ועמלות (פירוט ראו בתיבה 1). עד כה (29 בדצמבר) נדחו תשלומים של כ-75 אלף הלוואות (לדיר ושלא לדיר) במסגרת המתווה, עוד כ-150 אלף הלוואות נדחו שלא במסגרת המתווה, ובסך הכול נדחו תשלומים בסך כ-2 מיליארד ש"ח. מכל מקום, משקי בית שהפגיעה בהכנסותיהם גבוהה מהיקף שירות החוב (ואינה תוצאה מגיוס למילואים, ימים שעליהם משלמת המדינה), צפויים להקטין את צריכתם,<sup>22</sup> לקחת אשראי נוסף או להשתמש במקורות נזילים אחרים. נטילת אשראי נוסף בתקופה זו, עלולה להגדיל את הפגיעות של משקי הבית, במיוחד ככל שתהליך ההתאוששות הכלכלית מהמלחמה יתאחר ויימשך וכל עוד הריבית תישאר ברמה גבוהה יחסית. אשר למקורות אחרים – יתרת הנכסים הנזילים<sup>23</sup> שבידי הציבור<sup>24</sup> לא גדלה בשנתיים האחרונות, ובמונחים ריאליים אף הצטמקה ב-6.5 אחוזים (איור 4.21).



<sup>22</sup> בדומה לתקופת הקורונה, בשבועות הראשונים אכן נצפתה ירידה חדה בצריכה הפרטית שכלל הנראה לא נבעה משיקולי חיסכון. אם ואכן תהיה פגיעה בהכנסה צפויה ירידה נוספת בצריכה, שתישאר לטווח ארוך יותר.

<sup>23</sup> הנכסים הנזילים כוללים את כל הנכסים שהציבור מחזיק במישרין (מזומן ופיקדונות, ניירות ערך והשקעות בחו"ל) וכן תוכניות חסכון לטווחים קצר ובינוני המנהלות בידי הגופים המוסדיים (קופות גמל, קרנות השתלמות וקרנות נאמנות). האומדן הריאלי מניח שכל הנכסים שקליים ואינם צמודים ועל כן מהווה חסם עליון לגבי גודל השפעת האינפלציה.

<sup>24</sup> הציבור כולל את משקי הבית והחברות העסקיות.

## 4.3.2. האשראי העסקי

### המגזר העסקי בכללותו

בתקופה הנסקרת לא חל שינוי משמעותי ביחס החוב של המגזר העסקי לתוצר. האשראי הבנקאי לעסקים גדולים גדל מעט, ואילו באשראי לעסקים בינוניים וקטנים נרשם קיפאון ואף צמצום מסוים.<sup>25</sup>

גם באשראי העסקי מתרבות האינדיקציות לקשיים בשירות החוב. עוד ערב המלחמה שיעור האשראי הבנקאי בפיגור של מעל 90 יום היה במגמת עלייה בשל הגידול של עלויות המימון, ומגמה זו נמשכה גם בחודש אוקטובר. נוסף על כך, כ-1.8 אחוזים מהאשראי למגזר העסקי מוגדרים כתחת מעקב. במסגרת המתווים השונים נדחו תשלומים של כ-85 אלף לווים בהיקף של 3.7 מיליארד ש"ח. באשראי החוץ-בנקאי התמונה דומה – מעבר לעלייה בתשואות ובמרווחים של האג"ח התאגידיות (ראו פרק מחירי הנכסים), גם ספקיות האשראי החוץ-בנקאי מדווחות על עלייה בשיעור ההפרשה להפסדי אשראי וסובלות בעצמן מעלויות גיוס גבוהות יותר.

המלחמה והשלכותיה השליליות על הביקוש ועל כוח העבודה עלולות לפגוע משמעותית בפעילות המגזר העסקי, וממילא גם בתזרים המזומנים של העסקים וביכולתם לשרת את החוב. עדות להיקף הפגיעה כתוצאה ממחסור בכוח אדם מתקבלת מסקר החירום של הלמ"ס (פורסם בסוף דצמבר).<sup>26</sup> 14 אחוזים מהחברות העסקיות במשק דיווחו על צמצום של לפחות 80 אחוזים מכוח האדם, והמשמעות בפועל היא הפסקת פעילותן. בשל הירידה בביקוש גם הצפי להכנסות ירד משמעותית: כשליש מהעסקים צופים פגיעה של יותר מ-50 אחוזים בהכנסותיהם בחודשים אוקטובר עד דצמבר יחסית למצב ערב המלחמה. הקשיים הצפויים עולים ככל שהעסק קטן יותר, ואם הוא פועל באזורי קו העימות. אמנם סקרים אלה נוטים להתברר בדיעבד כפסימיים מדי, ועל כן אפשר שמדובר באומדן יתר להיקפי הפגיעה הצפויים; אולם ניתוח הקשר שבין ירידת ההוצאה בכרטיסי אשראי לירידה בפעילות העסקים מלמד שירידת ההוצאה בכרטיסי אשראי מתואמת עם ירידה במחזורי הפעילות של העסקים, ובהתבסס על שיעור הירידה בהוצאה בעקבות המלחמה, כ-16 אחוזים מהעסקים צפויים לחוות ירידה של 80 אחוז במחזור פעילותם שלהם.<sup>27</sup>

### ענף הבינוי והנדל"ן

הענף שהתפתחויות בו הן מהחשובות ביותר מבחינה מערכתית הוא הבינוי והנדל"ן, הכולל חברות נדל"ן יזמי, חברות בנייה וחברות נדל"ן מניב. האשראי לחברות בענפים אלה מהווה 38 אחוזים מיתרת האשראי הבנקאי העסקי ו-44 אחוזים מסך החוב הסחיר במשק. לפי סיווגי הלמ"ס, כ-50 אלף חברות משתייכות לענף "בינוי", מתוכן כ-28 אלף משתייכות לתת-הענף "בניית מבניים ובניינים", ועוד כ-30 אלף לענף "פעילויות בנדל"ן". בהיבט של גודל, למעלה ממחצית מהאשראי הבנקאי ניתן לעסקים גדולים, ושיעור זה מגיע לכשני שלישים בענף הבינוי ולכ-40 אחוזים בענף הפעילויות בנדל"ן. כמו כן עסקים גדולים רבים הם חברות פרטיות: בחינה פרטנית של 25 החברות

<sup>25</sup> בנקודת הזמן האחרונה (נובמבר) היקף פירעונות האשראי גם של העסקים הגדולים היה גבוה מהיקף האשראי החדש.

<sup>26</sup> ראו גם התייחסות בחלק "הסביבה המקרו-כלכלית".

<sup>27</sup> בשנה רגילה נסגרים בממוצע 8 אחוז מהעסקים, כך שבמידה וכל העסקים שיחוו ירידה של 80 אחוז במחזור פעילותם ייסגרו, מדובר בשיעור כפול משנה רגילה. להרחבה ראו גם תיבה 2 בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2020.

הציבוריות הגדולות בענף הבינוי מעלה כי בידן אשראי בנקאי בהיקף של 36 מיליארד ש"ח, מתוך 118 מיליארד ש"ח אשראי לנסקים הגדולים. משמע שישנתח גדול מהאשראי הבנקאי לענף, שניתן לחברות פרטיות גדולות, שאינן ציבוריות

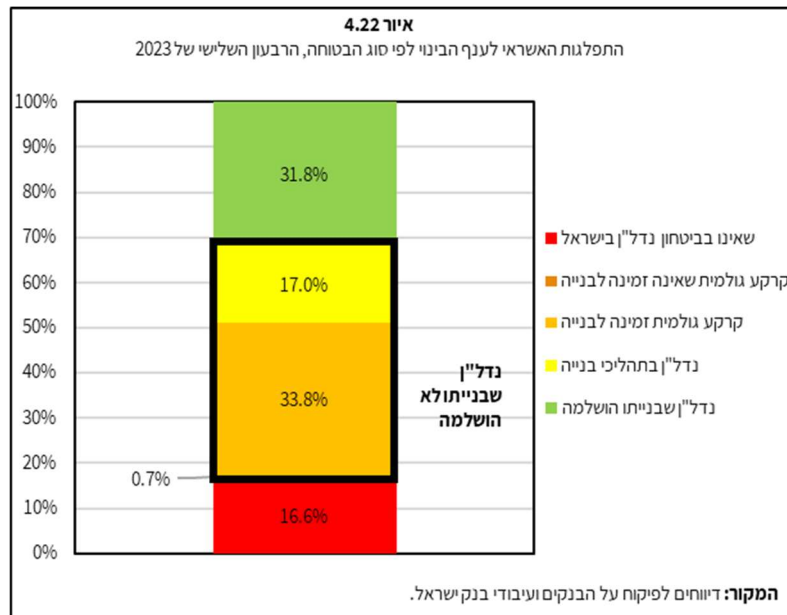
בדומה לשאר הענפים, גם מדדי הסיכון – כגון שיעור האשראי שבפיגור שמעל 90 יום – של ענף זה עלו ומצביעים על ירידה באיכות של יתרת האשראי, בעיקר בענף הבינוי עצמו, אולם הרמה עדיין נמוכה ועומדת על 0.43 אחוז בלבד (עדכני לחודש נובמבר).<sup>28</sup> יתר על כן, ההשפעה של המלחמה על הפעילות חזקה במיוחד בענף זה: בסקר החירום של הלמ"ס (פורסם בסוף דצמבר) דיווחו כרבע מהחברות בענף הבינוי על הפחתה של למעלה מ-80 אחוזים מהפעילות, וקרוב למחצית מהחברות דיווחו על צפי לפגיעה של מעל 50 אחוזים בהכנסותיהן.

בפרויקטים שבהם כבר החלה בנייה הירידה בפעילות מגבירה את הצורך של חברות הבנייה באשראי זמין, הן כדי להתמודד עם הירידה בתזרים המזומנים מהמכירות, שמצויות במגמת ירידה, והן כדי לממן את הוצאות הבנייה (בעיקר את הקבועות שבהן). מלבד זאת, בעקבות עצירת התקדמות הבנייה בחלק מהאתרים עלול גם זרם התשלומים מהרוכשים שכבר חתמו על חוזה רכישת דירות להיפגע (אולי גם בעקבות הארכת חוזה הרכישה). גם בפרויקטים שבהם טרם החלה הבנייה נדרשות החברות לשלם הוצאות מימון לקרקעות שכבר נרכשו, והקושי גדול יותר ככל שהקרקעות נרכשו במחירים גבוהים ובמינוף גבוה יותר.

על רקע זה, יש לבחון את התפלגות האשראי לענף הבינוי והנדל"ן לפי התקדמות הבנייה בנכס המשמש בטוחה לאשראי. לפי דיווחי הבנקים בסוף הרבעון השלישי של 2023, מתוך אשראי מאזני בסך 288.5 מיליארד ש"ח לענף הבינוי והנדל"ן,<sup>29</sup> 98 מיליארד ש"ח (34.5 אחוזים) ניתנו לפרויקטים המובטחים בקרקע גולמית, דהיינו כזאת שלא החל בה תהליך פיתוח על ידי היזם, שלב מקדים לבנייה. 48 מיליארד ש"ח נוספים (17 אחוזים) הם בפרויקטים הנמצאים עדיין בתהליכי בנייה, דהיינו כאלו שהחלו בהם תהליכי פיתוח ואולי אף בנייה אך הם טרם הושלמו (איור 4.22). כאמור, אם הקיפאון בענף הבנייה יימשך, תיפגע היכולת של החברות המנהלות את הפרויקטים שהם בשלבי התחלה לקבל תזרים של הכנסות ולשרת את חובותיהן.

<sup>28</sup> ראו גם הערת שוליים 17.

<sup>29</sup> כ-60 אחוזים מהסכום הם לתת-הענף בינוי, והיתר לתת-ענף פעילויות בנדל"ן.



כיוון שחברות הבינוי צורכות שיעור מרכזי בסך האשראי במשק, הענף מאופיין בריבוי של חברות קטנות, וישנה קישוריות ענפית גדולה בתוך הענף (חברות גדולות שוכרות את שירותיהן של חברות קטנות יותר) – הרי אם הציפיות השליליות תתממשנה, ההשלכות על מאזני המוסדות הפיננסיים עלולות להיות גדולות.<sup>30</sup> עם זאת ישנם מספר גורמים שעשויים לפעול לטובת מיתון ההשלכות השליליות. ראשית, לא מעט מהחברות מחזיקות מלאי של דירות לא מכורות אותן הן מקוות למכור בתנאים נוחים יותר עבורם. על כן, במידה ותצטרכנה, החברות תוכלנה לשרת את חובן על ידי מכירת חלק מהמלאי ובכך להימנע מכשל אשראי. כמו כן, גם במידה וחברות לא תוכלנה להחזיר את חובן, רוב האשראי מבוטח על ידי בטוחות איכותיות וכושר הספיגה<sup>31</sup> של הבנקים גדול. על כן, גם במקרה של כשל בהחזרי החוב המוסדות הפיננסיים המלווים יקבלו לידיהם נכסים בעלי שווי גבוה, שאותם יוכלו לממש.<sup>32</sup> זאת ועוד, בכל הנוגע למערכת הבנקאות, ההוראות הרגולטוריות של השנים האחרונות, הספציפיות לענף הבינוי והנדל"ן, יצרו כריות ביטחון אשר יאפשרו ספיגה של זעזוע תוך מזעור הסיכון שיהפוך לאירוע מערכת.<sup>33</sup>

### עמידות המגזר העסקי

כדי לבחון את יציבות החברות העסקיות ואת הסיכון לקשיים פיננסיים בתשלומי החוב יש להסתכל על שני פרמטרים מרכזיים: הראשון הוא יכולתן להשתמש ברווחים כמקור לתשלומי חוב, והשני הוא עודפי הנזילות שהן מחזיקות, אשר גם במקרה של ירידה ברווחיות יכולים לשמש מקור לתשלומי חוב. הואיל ואין ברשותנו נתונים על החברות הפרטיות בענף, שהן חלק הארי שלו מבחינת מספרן, הניתוח נסב רק על החברות הציבוריות בענף. החברות הציבוריות הן לרוב חברות גדולות, ולכן גם עודפי נזילות גדולים יותר ויתרונות נוספים המאפשרים להן להתמודד עם האתגרים

<sup>30</sup> נוסף על כך, חברות האשראי המוסדרות מלוות לחברות הבינוי והנדל"ן השונות, ומתמנות באשראי בנקאי ובאשראי סחיר. על כן, אם התחזיות השליליות תתממשנה, הכשלים בענף הבינוי והנדל"ן יתגלגלו מיד אל ענף השירותים הפיננסיים וממנו יגיעו למערכת הבנקאות. עוד על ערוץ הדבקה זה ראו בדוח היציבות למחצית הראשונה של 2023.

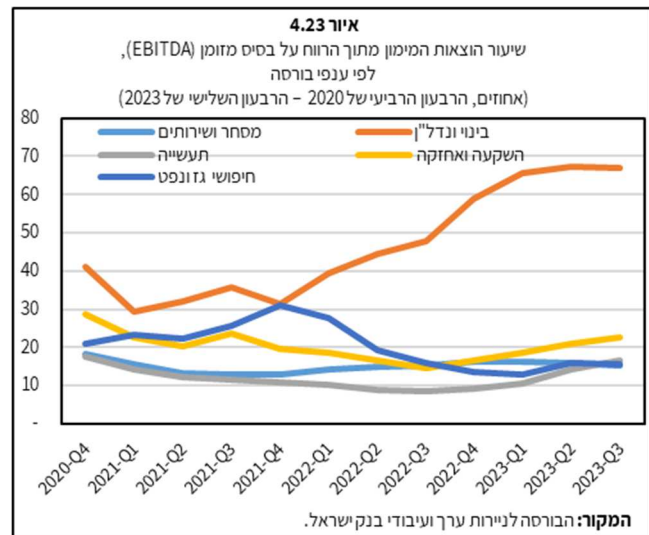
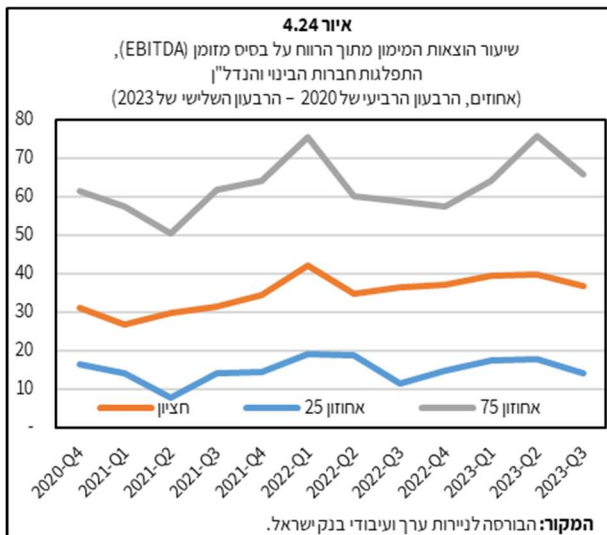
<sup>31</sup> שיעור הירידה המקסימלי במחירי המכירה של הדירות בלי שהבנק יספוג הפסד מהפרויקט.

<sup>32</sup> אם הצורך לממש יהיה מידי, סביר שהנכסים ימכרו בשווי נמוך משוויים בשוק, אולם כיוון שירידתם של מחירי הדירות, עד כה, מתונה, המימוש עדיין יהיה במחיר נאות.

<sup>33</sup> להרחבה ראו גם בפרק "מערכת הבנקאות".

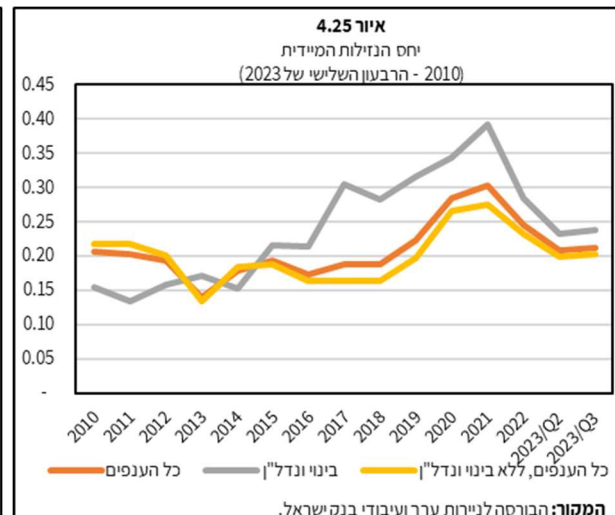
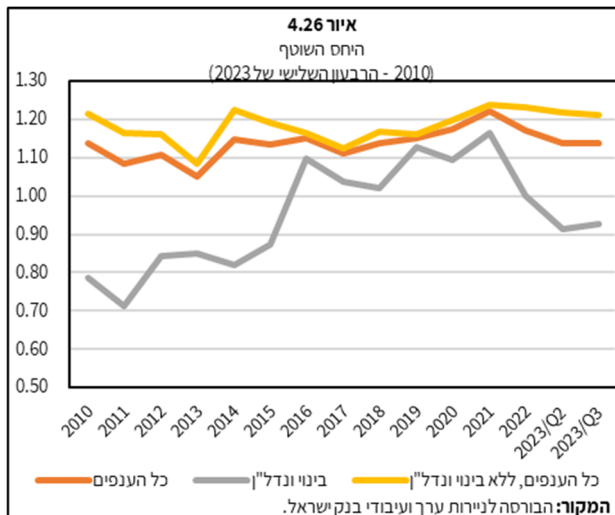
הנוכחיים. על כן אנו מעריכים כי מדובר בחלק הבטוח והיציב יותר של הענף, וכי המצב בחברות הלא-ציבוריות ובעסקים הבינוניים והקטנים מאתגר אף יותר מהאמור להלן.<sup>34</sup>

באזור 4.23 מוצגת יכולת הפירעון של החברות הציבוריות, הנמדדת לפי שיעור סך הוצאות המימון מסך הרווח על בסיס מזומן (EBITDA, ללא רווחי שערוד), הענפי הבורסה השונים.<sup>35</sup> כפי שניתן לראות, שיעור זה נמוך יחסית ואינו גדל ברוב ענפי הבורסה למעט הבינוי והנדל"ן: בנקודת הזמן האחרונה (הרבעון השלישי של 2023), השיעור הוא מעל 60 אחוזים, לאחר שעלה במשך כשנתיים. ברזולוציה גבוהה מעט יותר רואים שהשיעור הגבוה מרוכז בחברות מעטות: בעוד שהשיעור החציוני עלה עלייה מתונה, שהגיעה בנקודת הזמן האחרונה שנבדקה ל-36 אחוזים, האחוזון ה-75 של היחס מגיע קרוב ל-70 אחוזים, ירידה קלה לעומת הרבעון הקודם (איור 4.24). בהתבסס על הממצא מסקר החירום של הלמ"ס, שלפיו כמחצית מהחברות צופות פגיעה של למעלה מ-50 אחוזים מההכנסות בזמן הקרוב, ובהנחה שגם הרווח ייפגע בשיעור דומה, המשמעות היא שלכמחצית מהחברות הציבוריות בענף הבינוי והנדל"ן הוצאות המימון תהיינה גבוהות מהרווח.<sup>36</sup>



להשלמת התמונה נבחן את מצב עודפי הנזילות של החברות הציבוריות. איורים 4.25 ו-4.26 מראים כי שני המדדים<sup>37</sup> למצב הנזילות מעידים על ירידה ברבעון השני והתמתנות ברבעון שאחריו. כפי שצוין בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של השנה, כל עוד רווחיותן לא תישחק משמעותית החברות צפויות להתמודד בהצלחה עם העלייה של עלויות המימון. אולם, בשל הצפי לירידה ברווחיות בעטייה של המלחמה, מצב הנזילות יקבל חשיבות מרכזית ביכולת של חברות להתמודד עם קשיים בתקופה הקרובה.

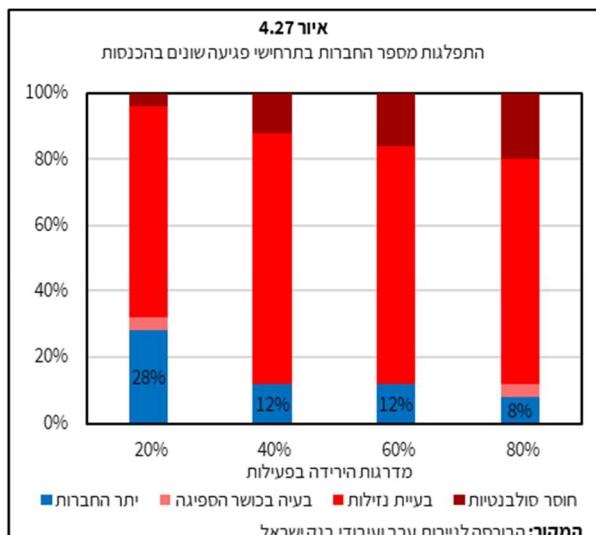
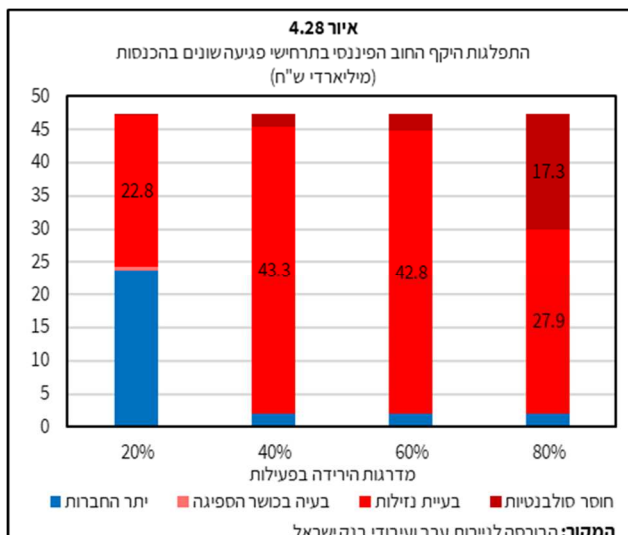
<sup>34</sup> בענף הבינוי והנדל"ן, שבו נתמקד בהמשך, האשראי לחברות הציבוריות הפועלות בענף הוא כמחצית מסך האשראי במשק הניתן לענף זה.  
<sup>35</sup> כלומר, סך הוצאות המימון בארבעת הרבעונים האחרונים בחברות השייכות לענף מסוים חלקי סך הרווח על בסיס מזומן בארבעת הרבעונים האחרונים באותו ענף.  
<sup>36</sup> היות שהחברות הציבוריות גדולות יותר וחזקות יותר מבחינה פיננסית ביחס לכלל החברות המשתתפות בסקר, סביר שמדובר באומדן חסר לרמת הסיכון האמיתית.  
<sup>37</sup> יחס הנזילות המיידית מוגדר כיחס בין המזומנים ושוי המזומנים של החברה להתחייבויותיה השוטפות. היחס השוטף מוגדר כיחס בין סך הנכסים השוטפים של החברה לסך התחייבויותיה השוטפות.



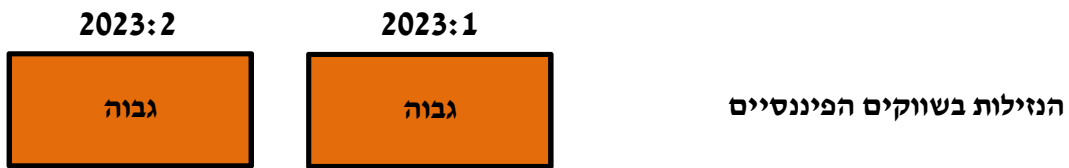
הערכה נוספת למידת הפגיעות של החברות אנו מקבלים מסימולציה הבוחנת את האיתנות הפיננסית ואת הנזילות של חברות הבנייה בתרחישים שונים לפגיעה בפעילות ובהכנסות (ירידות של ההכנסות ב-20, 40, 60 ו-80 אחוזים).<sup>38</sup> בהינתן הוצאות המימון של החברות, היקף הנכסים הנזילים שבידיהן והתרחיש לגבי היקף הפגיעה בהכנסות, ניתן לסווג את החברות לארבע קבוצות:

(1) חברות לא סולבנטיות – חברות שגם יכולת הנזילות וגם יכולת האיתנות שלהן בתרחיש נמוכה;

(2) חברות הסובלות מבעיית נזילות – חברות שרק יכולת הנזילות שלהן נמוכה; (3) חברות בעלות כושר ספיגה נמוך – חברות שרק האיתנות שלהן בתרחיש נמוכה; (4) יתר החברות. הסימולציה (איורים 4.27 ו-4.28) מעלה כי במרבית התרחישים עיקר הבעיה היא בעיית נזילות. עם זאת, בתרחיש פגיעה חמור – ירידה של 80 אחוזים בהכנסות – חברות המחזיקות בחוב של 17.3 מיליארד ש"ח תהיינה מוגדרות ככאלו ללא יכולת פירעון. המסקנות הכמותיות מתרגיל זה מציבות חסם תחתון לסיכון הכולל בענף, משום שסביר כי רמת הסיכון בחברות הציבוריות נמוכה יותר בזכות זמינות אשראי וגישה למקורות אשראי, ריבוי פרויקטים ועוד.

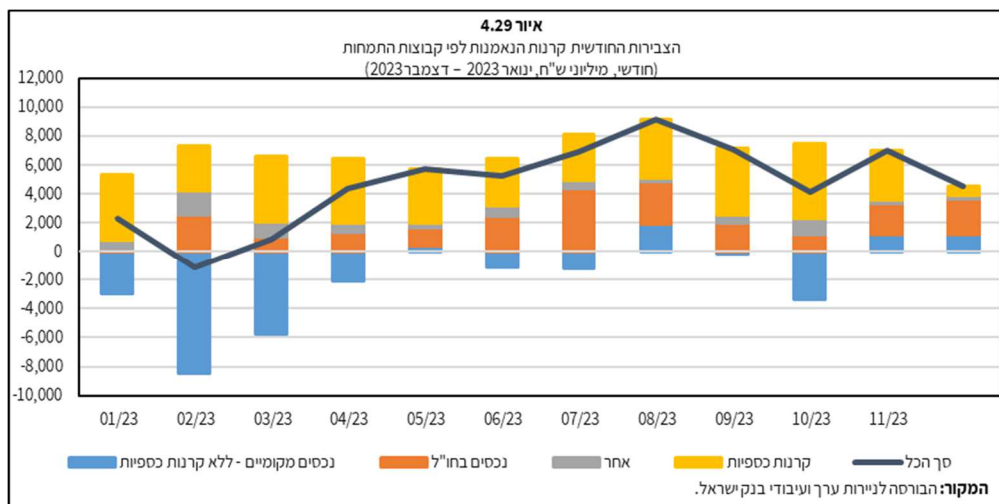


<sup>38</sup> סימולציה דומה, עם הנחות יסוד דומות אך עם נתוני פתיחה שונים בהתאם לזמינות, הוצגה בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023.



עם פרוץ המלחמה הורע מצב הנזילות במרבית שוקי הנכסים הפיננסיים, כפי שמשתקף במרווחי הקנייה-מכירה (bid-ask). לאחר מספר ימים רמת הנזילות השתפרה מעט, אולם נותרה פחות טובה מאשר ערב המלחמה. לאורך התקופה הנסקרת, הגופים המוסדיים וחברות הביטוח היו הצד הקונה המרכזי ברוב שוקי הנכסים הפיננסיים, חוץ מאשר בשוק המק"ם. בשוק זה המוסדיים וחברות הביטוח היו הצד המוכר, וכן הבנקים, ועיקר הרכישות בוצעו בידי המגזר העסקי וקרנות הנאמנות (ככל הנראה הקרנות הכספיות).

ביומיים הראשונים למלחמה נפדו מקרנות הנאמנות קרוב ל-700 מיליון ש"ח, ובימים שלאחר מכן שוב נצפו צבירות חיוביות. עוצמת התגובה ומשך התגובה נמוכים בהשוואה לזעזועים גדולים בעבר, כדוגמת משבר הקורונה ומשבר 2008. עם זאת, הצבירות החיוביות הן רק בקרנות הכספיות, ואילו בקרנות המתמחות בנכסים אחרים נצפו עד תחילת חודש נובמבר פדיונות בהיקף מצטבר של 1.6 מיליארד ש"ח, כחצי אחוז מיתרת הקרנות בסוף חודש ספטמבר. עם התאוששות שוקי ההון חזרו הקרנות ליהנות מצבירות חיוביות בהיקפים גדולים (איור 4.29), ולקראת סוף התקופה הנסקרת החלה מגמה של צבירות שליליות בקרנות הכספיות, ככל הנראה עקב הערכה בדבר ירידה של הריבית בתקופה הקרובה.



מצב הנזילות בשווקים הפיננסיים תלוי, בין היתר, בזכות מחזיקי הנכסים. לרוב, כאשר המשבר הוא אירוע מקומי החשש העיקרי הוא ליציאה מהירה של משקיעים זרים, וככל ששיעור החזקתם בנכס מסוים גדול יותר השפעת מכירה מסיבית של הנכס על מחירו תהיה גדולה יותר. בחינה של היבט זה מעלה כי לאחר מספר שנים של עלייה מתמדת, המשקיעים הזרים מחזיקים (נכון לאוגוסט 2023) שיעורים ניכרים מתוך האג"ח ממשלתיות והמק"מ (15.2 ו-18.2 אחוזים, בהתאמה), שיעור דומה (19.7 אחוזים) מהמניות הנסחרות בבורסה המקומית ושיעור זניח מהאג"ח התאגידיות. על

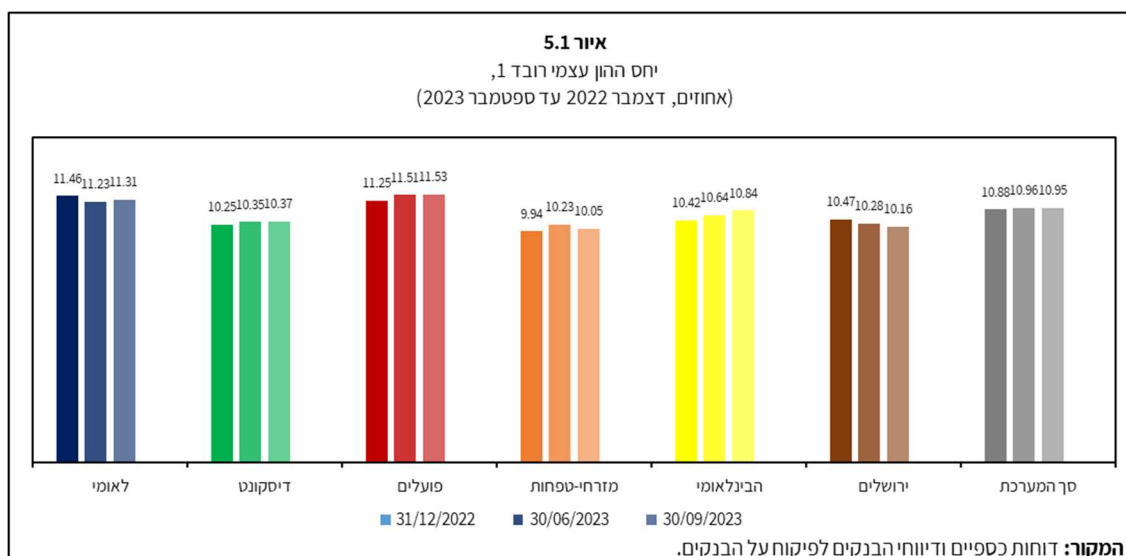
כן נראה כי שוקי האג"ח הממשלתיות, המק"ם והמניות עלולים להיקלע לבעיות נזילות אם המשקיעים הזרים יחליטו להקטין את החשיפה הפיננסית שלהם למשק הישראלי.<sup>39</sup>

## 5. עמידות המערכת הפיננסית

יציבותה של המערכת הפיננסית תלויה גם בעמידותם של המוסדות והתשתיות הפיננסיים וביכולתם לספק את שולי הביטחון הנדרשים להמשך תפקודה הראוי של המערכת. בחלק זה נסקור את ההתפתחויות המרכזיות במערכת הבנקאות ובחברות הביטוח שהושפעו מהמלחמה והשלכותיה, בעוד במערכות התשלומים והסליקה לא נצפו שינויים מהותיים.<sup>40</sup>

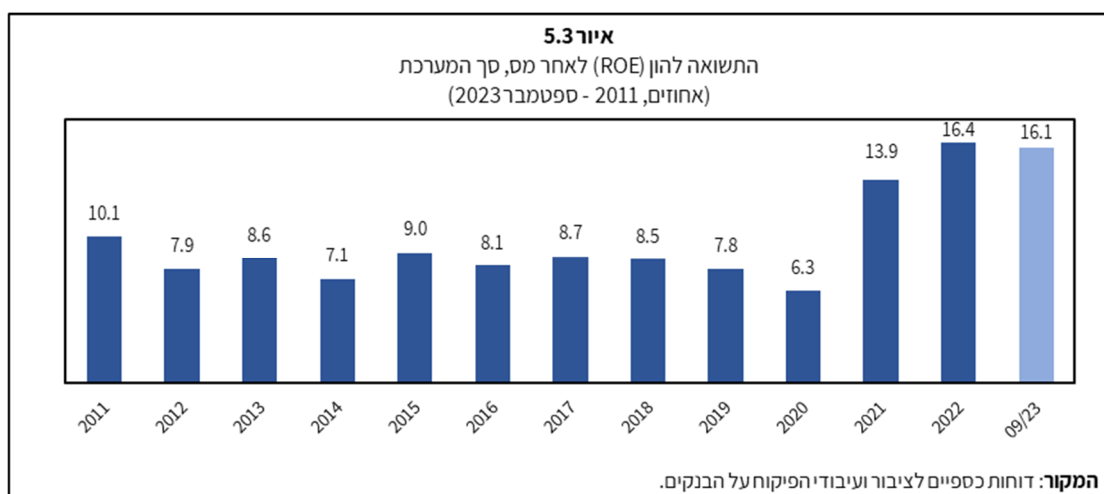
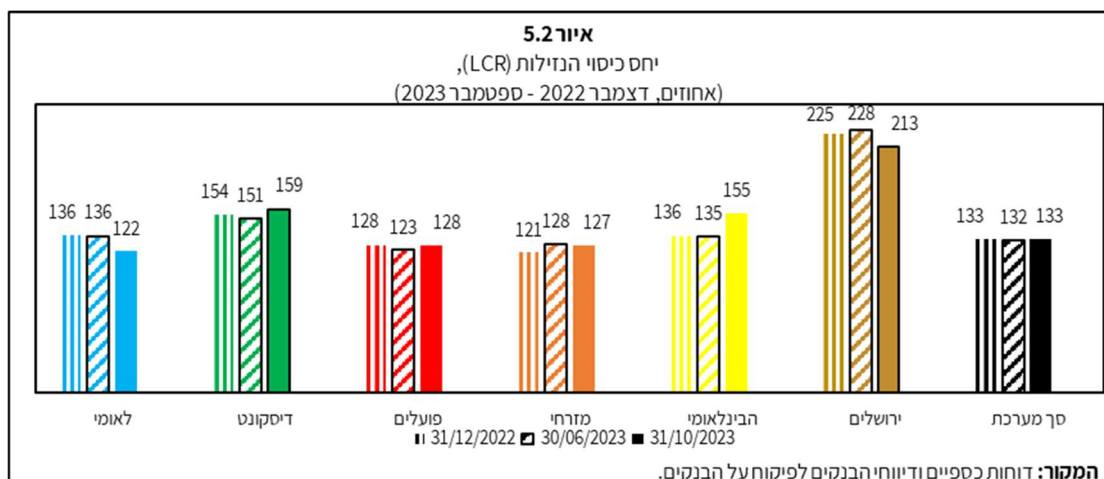
### 5.1 מערכת הבנקאות

מערכת הבנקאות הישראלית המשיכה לשמור על איתנותה במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2023. ביחסי ההון והנזילות נשמרה רמה גבוהה (איורים 5.1 ו-5.2). זאת, בין היתר, בזכות הרווחיות הגבוהה של המערכת בהשוואה לשנים האחרונות (איור 5.3), בעיקר עם גידולו של תיק האשראי והעלייה של סביבת הריבית. במהלך שנת 2023 הואט קצב הצמיחה של תיק האשראי בכל מגזרי הפעילות, פרט למגזר העסקים הגדולים. איכות תיק האשראי נותרה טובה, על אף עלייה ניכרת בהוצאות להפסדי אשראי.



<sup>39</sup> להרחבה ראו גם תיבה 2 בדוח זה.

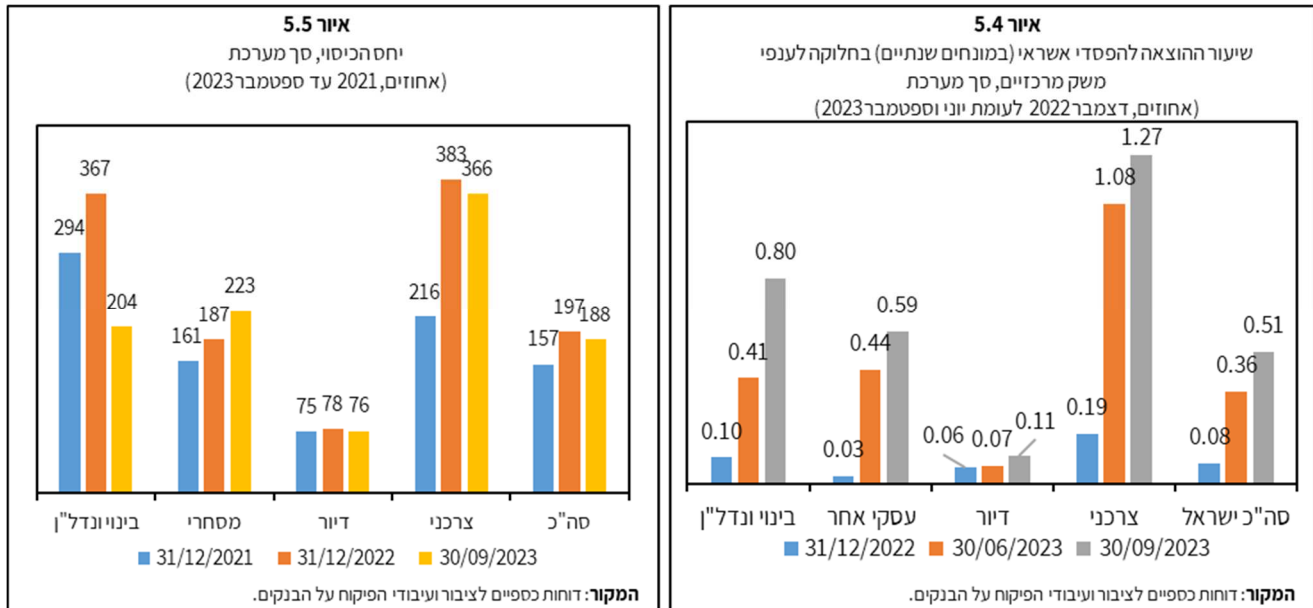
<sup>40</sup> לפירוט על יציבותן של מערכות התשלומים והסליקה ראו את דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023.



יחס ההון העצמי רובד 1 של מערכת הבנקאות נותר יציב, נכון לחודש ספטמבר של שנת 2023, והוא נאמד בכ-10.9 אחוז. רמות יחסי ההון בכל הבנקים נותרו גבוהות, ומעל לדרישות היחס המזערי. רווחיות גבוהה שרשמו הבנקים במהלך השנה פעלה לשיפור יחסי ההון. כנגד זאת פעלו לשחיקתם גידול של נכסי הסיכון וחלוקת דיבידנדים. גם הורדה אפשרית של דירוג האשראי למדינת ישראל, ככל שתתרחש, לא צפויה לפגוע באופן מהותי ביחס ההון של הבנקים: מהערכות הבנקים בדוחותיהם הכספיים לרבעון השני של שנת 2023 עולה כי ירידה בדירוג האשראי של מדינת ישראל (notch אחד) צפויה להביא לירידה של כ-0.2 נקודת אחוז בלבד ביחס ההון העצמי רובד 1. הירידה ביחס ההון נובעת מהצורך בהקצאת הון נוסף בגין חשיפות הבנקים לממשלת ישראל, לישויות במגזר הציבורי, לגופים מוסדיים ולבנקים אחרים.

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2023 צמח האשראי הבנקאי לציבור בשיעור של כ-8.2 אחוזים (במונחים שנתיים), שיעור צמיחה נמוך בהשוואה לשנת 2022, שבה הוא עמד על כ-12.3 אחוז. את צמיחת תיק האשראי הוביל האשראי העסקי (בעיקר לענפי הבינוי והנדל"ן), ואילו ההאטה החזקה ביותר נרשמה באשראי הצרכני למשקי הבית, שהם רגישים במיוחד לזעזועים מקרו-כלכליים (איור 5.4). במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2023 עלה שיעור ההוצאה להפסדי אשראי בכל מגזרי הפעילות. עלייה זו מוסברת בעיקר בגידול ההוצאה על הפרשה קבוצתית, וזאת הן בשל התאמות מפאת השפעות מקרו-כלכליות לנוכח תחזיות להאטה כלכלית

ערב המלחמה והן בגלל ההשלכות הצפויות של המלחמה על המשק. עם זאת, יחס הכיסוי,<sup>41</sup> המשמש מדד ליכולת הבנק לספוג הפסדים, נותר ברמה גבוהה (188 אחוז נכון לחודש ספטמבר 2023, לעומת 197 אחוז בסוף שנת 2022, איור 5.5).



במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2023 גדלו פיקדונות הציבור ב-1 אחוז, עם שונות בין סוגי הפיקדונות ובין סוגי המפקידים: (1) בין סוגי הפיקדונות – במהלך השנה הצטמצמו משמעותית הפיקדונות לפי דרישה (נושאי ריבית ושאנים נושאי ריבית). חלק גדול מהצמצום קוזז עקב הסטה לפיקדונות נושאי ריבית לזמן קצוב, ויתר הכספים הופנו, ככל הנראה, להשקעה במק"ם; (2) סוגי המפקידים – ירדו פיקדונות התאגידים; לעומת זאת בפיקדונות הפרטיים נמשכה מגמת הגידול שנצפתה במהלך שנת 2022, ובפיקדונות הגופים המוסדיים הואט קצב הגידול ביחס לשנים הקודמות. אשר לשיעור התמסורת – תמסורת מלאה פועלת מעליית ריבית בנק ישראל אל הריבית על ההלוואות במגזרי הפעילות השונים (למעט ההלוואות לדיוור).<sup>42</sup> לעומת זאת שיעור התמסורת אל הפיקדונות, על אף שעלה במהלך השנה, עודנו נמוך יותר, ושונה בין מגזרי הפעילות השונים ובפרט – שיעור התמסורת אל משקי הבית נמוך יותר מאשר אל המגזר העסקי.<sup>43,44</sup>

בנק ישראל והפיקוח על הבנקים פועלים מתחילת הלחימה לשמירה על יציבות המערכת הפיננסית ונוקטים צעדי סיוע לאוכלוסייה שנפגעה בזמן הלחימה: הקלות רגולטורית שנועדו לסייע לבנקים לשמור על הגמישות העסקית הנדרשת בעת הזאת ולאפשר רציפות במתן השירותים,<sup>45</sup> מתווי סיוע

<sup>41</sup> יחס הכיסוי מחושב כיחס בין יתרת ההפרשה להפסדי אשראי לבין סך האשראי הלא צובר והאשראי הצובר בפיגור של מעל 90 יום.

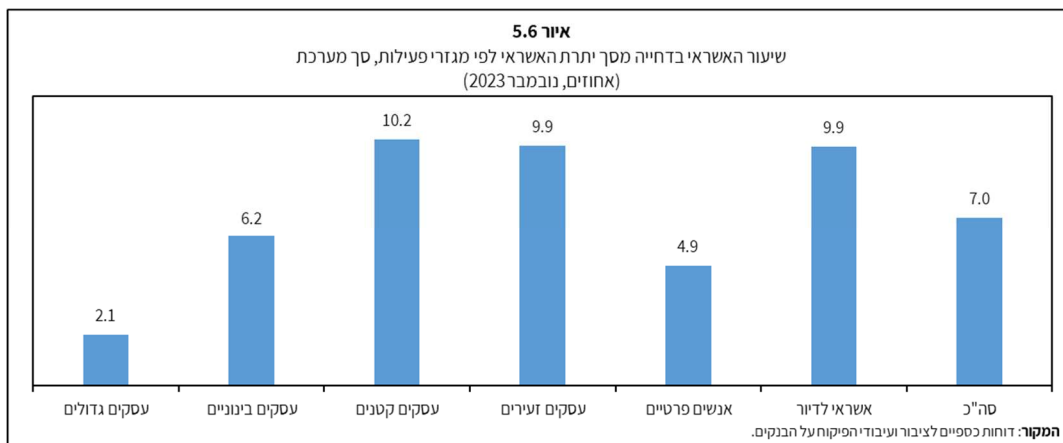
<sup>42</sup> בהלוואות לדיוור שיעור התמסורת נמוך יותר, מפני משקל גבוה יותר של הלוואות בריבית קבועה ובריבית משתנה שאינה פריים.

<sup>43</sup> במהלך השנה, ננקטו מספר צעדים, הן פומבית, והן בשיח הישיר, לסייע ללקוחות שנטל החוב עלה עבורם באופן משמעותי, וגם להאיץ את המנגנון להתאמת הריביות. להרחבה ראו למשל את מכתבי המפקח על הבנקים למנכ"לי המערכת הבנקאית בנושאים "הוגנות צרכנית בסביבה פיננסית משתנה" (ספטמבר 2022) ו"ניקית צעדים צרכניים בסביבה פיננסית משתנה" (פברואר 2023) ודיון מיוחד של נגיד בנק ישראל והמפקח על הבנקים עם מנכ"לי הבנקים בנושא הריביות על הפיקדונות, העו"ש וההלוואות במערכת הבנקאית (יוני 2023).

<sup>44</sup> במהלך השנה נקט בנק ישראל פעולות לשיפור התמסורת אל פיקדונות משקי הבית.

<sup>45</sup> הקלות רגולטוריות על רקע מלחמת חרבות ברזל - הפיקוח על הבנקים נוקט הקלות רגולטוריות שמטרתן לסייע בעת מלחמת חרבות ברזל: <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/a22-10-23>

ללקוחות שנפגעו באופן ישיר מנזקי המלחמה,<sup>47,46</sup> ותוכנית מוניטרית מיוחדת שנועדה להקל של תנאי האשראי למגזר העסקים הקטנים והזעירים.<sup>48</sup> נכון לסוף חודש דצמבר, כ-310 אלף ההלוואות שנדחו מהוות 7 אחוז מסך יתרת האשראי – והיקף האשראי שהועמד במסגרת התוכנית המוניטרית המיוחדת עומד על 2.1 מיליארדי ש"ח.<sup>49</sup>



בסיכומם של דברים, **ההשפעות של מלחמת חרבות ברזל עד כה לא פגעו ביציבות מערכת הבנקאות**. זאת, משום שהצעדים הרבים אשר נקטו לאורך השנים בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים והבנקים עצמם, שיפרו את יכולת העמידה של המערכת בפני זעזועים, כפי שגם משתקף בתוצאות מבחני הקיצון של השנים האחרונות.<sup>50</sup> יציבותה של המערכת הבנקאית תאפשר לה להמשיך ולתמוך בצורכי האשראי של משקי הבית והעסקים, ובהמשך גם בהתאוששות המשק.

## 5.2. חברות הביטוח

**תוצאות יחס כושר הפירעון הכלכלי**<sup>51</sup> ליוני 2023 (שפורסמו בסוף חודש נובמבר 2023) מעידות כי ענף הביטוח הישראלי ערב המלחמה היה איתן ויציב. איתנות זו באה לידי ביטוי ביחסי כושר פירעון כלכלי גבוהים<sup>52</sup> ובפרט בשנים האחרונות (איור 5.7). ההון הכלכלי המצרפי של חמש חברות הביטוח הגדולות,<sup>53</sup> הסתכם ב-70 מיליארדי ש"ח ב-30 ביוני 2023, ההון הנדרש לכושר פירעון הסתכם ב-42

<sup>46</sup> מתווה מקיף של בנק ישראל ש בנקים אימצו לשם סיוע ללקוחות בהתמודדות עם השלכות מלחמת "חרבות ברזל": <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/b15-10-23>

בנק ישראל מודיע על הרחבה של מתווי הסיוע לתושבי הצפון בהתמודדות עם השלכות מלחמת "חרבות ברזל": <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/08-11-23>

<sup>47</sup> בחודש דצמבר הודיע בנק ישראל על הארכת תוקף המתווה בשלושה חודשים נוספים ועל הרחבת אוכלוסיית ה"מעגל הראשון".

בנק ישראל מרחיב את מתווה הסיוע המקיף שאימצו הבנקים בהתמודדות עם השלכות מלחמת "חרבות ברזל", <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/17-12-23>

<sup>48</sup> בנק ישראל מודיע על תכנית מוניטרית ממוקדת להקלת תנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו כתוצאה מהמלחמה, <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/06-11-23>

<sup>49</sup> דיווח חודשי בדבר התכניות שבנק ישראל מפעיל בשווקים הפיננסיים לאור המלחמה, <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/07-01-2024a>. להרחבה ראו גם את פרק האשראי העסקי בדוח זה.

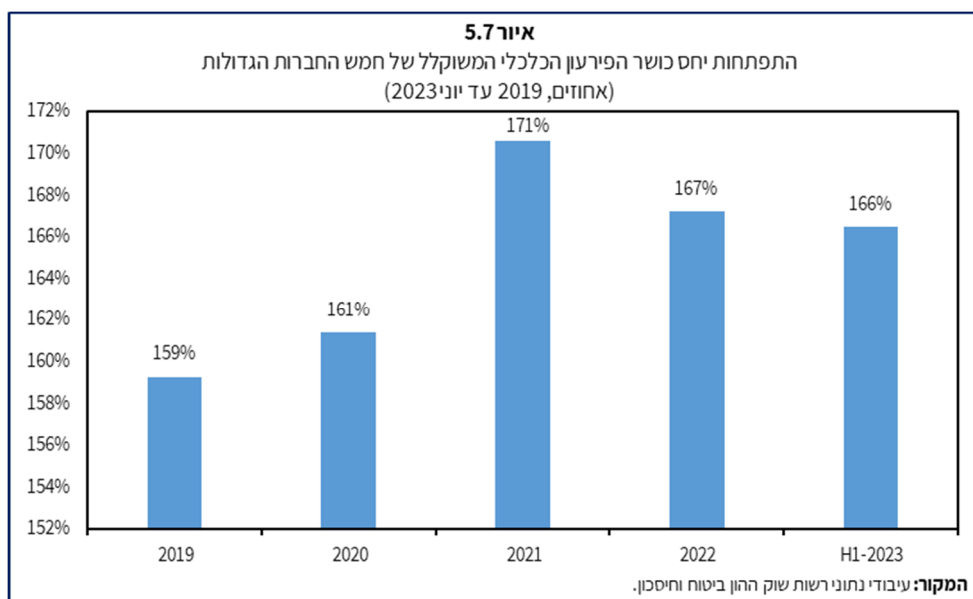
<sup>50</sup> להרחבה ראו סקירות מערכת הבנקאות.

<sup>51</sup> להרחבה ורקע אודות משטר כושר פירעון כלכלי של חברות הביטוח ראו פרק 3.2: חברות הביטוח, בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023.

<sup>52</sup> כל נתוני ההון הכלכלי ויחס כושר פירעון כלכלי מתייחסים לתוצאות עם הוראות מעבר, למעט אם צוין אחרת.

<sup>53</sup> חמש חברות הביטוח הגדולות כוללות את מגדל, כלל, הפניקס, הראל ומנורה.

מיליארדי ש"ח יחס כושר הפירעון הכלכלי המצרפי של חמש חברות הביטוח הגדולות עמד על 166 אחוזים.



**היציבות ביחס כושר הפירעון הכלכלי** במחצית הראשונה של 2023 נובעת מקיזוז השפעתם של גורמי סיכון שונים. מחד, לעלייה המתונה בעקום ריבית חסרת סיכון לכושר פירעון כלכלי<sup>54</sup>, להקטנת עוצמת תרחיש מניות בדרישת ההון<sup>55</sup>, לתשואות החיוביות בשוק ההון ולגיוסי ההון הייתה תרומה מצטברת חיובית על חמש חברות הביטוח הגדולות. מאידך, לעליה במדד ולחלוקת דיבידנדים בקרב חלק מהחברות הייתה השפעה שלילית על יחס כושר הפירעון.

**הערכת השפעת השינויים במחצית השנייה של 2023, ובכלל זה מלחמת חרבות ברזל, על יציבות חברות הביטוח**

כפי שנסקר בפרק מחירי הנכסים, פרוץ המלחמה הוביל לירידות בשוק ההון, עלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות וצמצום פעילות כלכלית נוכח סגירה זמנית של עסקים, הפסקת לימודים פרונטאליים בחלק ממוסדות החינוך וגיוס מילואים רחב היקף.

בשלב כתיבת דוח זה, השינויים הידועים בגורמי הסיכון ביחס למועד החישוב האחרון ב-30 ביוני 2023, פועלים על חברות הביטוח בכיוונים מנוגדים ומקזזים. מחד המשך עליית עקום הריבית חסרת הסיכון בטווחים הבינוניים והארוכים, עליית שווי מניות בארץ ובח"ל וצמצום מסוים

<sup>54</sup> עקומי הריבית לצורך יחס כושר פירעון כלכלי מבוססים על העקומים שמפורסמים על ידי החברה הזוכה במכרז לציטוט מחירים, אשר מצידם מבוססים על תשואות אג"ח לפדיון של אג"ח סחירות של ממשלת ישראל. עקומי הריבית לצורך יחס כושר פירעון כלכלי זהים לאלו המפורסמים על ידי החברה הזוכה במכרז עד לנקודת ה-Last Liquid Point (LLP) בשנה ה-10. מעבר לנקודה זו, נקבעים עקומי הריבית על פי אקסטרפולציית Smith-Wilson עד לשיעור הריבית העתידית האחרונה (Ultimate Forward Rate או UFR), שנקבעה על 60 שנה. מנקודת ה-UFR ואילך הריבית העתידית קבועה.

לפירוט אודות התמסורת בין השינויים בעקום הריבית לרכיבי החישוב העיקריים ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023. בהתבסס על מבחני רגישות לריבית שהחברות פרסמו ליום 31 בדצמבר 2022, עלייה של 0.5 אחוז בעקום הריבית (עד לנקודת ה-LLP) צפויה להעלות את יחס כושר הפירעון הכלכלי של החברות הגדולות בין 12-19 נקודות אחוז.

<sup>55</sup> עוצמת תרחיש מניות משתנה בהתאם לגובה ההתאמה הסימטרית. ההתאמה הסימטרית (Symmetric Adjustment או SA) הינה מנגנון אנטי מחזורי הנועד להפחית את עוצמת תרחיש המניות כאשר רמות המחירים בשוק ההון הינן נמוכות בהשוואה לממוצע של 3 שנים במדד ת"א-125, ולהגדיל את עוצמת התרחיש כאשר רמות המחירים גבוהות בהשוואה לממוצע.

בתביעות רכב בשל הידוק ביטחוני וצמצום בנסועה, פועלים לשיפור יחס כושר הפירעון. מנגד צמצום הפעילות הכלכלית והירידה הצפויה בפרמיות הביטוח, בעיקר במגזר העסקי, פועלים לפגיעה מסוימת ביחס כושר הפירעון.

בשלב זה נראה כי השפעת תביעות הביטוח מוגבלת ואינה מהותית (בעיקר גידול בתביעות ריסק מוות, תאונות אישיות ואובדן כושר עבודה), לאור פיזור החשיפה בין חברות הביטוח, קיומם של ביטוחי משנה בתחום, והשתתפות המדינה בשיפוי התושבים שחוו הפסדי רכוש באמצעות מס רכוש, ולכן נראה כי עיקר ההשפעה בטווח הקצר על חברות הביטוח היא באמצעות שוק ההון והירידה בפעילות.

יש לציין כי קיים קושי להעריך את משך זמן המלחמה, עוצמתם של השינויים בגורמי הסיכון שנסקרו והשפעות עקיפות נוספות ככל שיהיו על יחס כושר הפירעון של חברות הביטוח. עם זאת, לאור העובדה כי ישנן השפעות מקזזות וכי מצב החברות ערב המלחמה היה איתן ויציב, **אנו מעריכים שלמלחמה לא תהיה השפעה מהותית על יחס כושר הפירעון והיציבות של חברות הביטוח בטווח הנראה לעין.**

## 6. תרחישי סיכון

בחלק זה אנו בוחנים תרחישי סיכון למערכת הפיננסית בישראל, בהם זעזועים המועברים ומועצמים דרך ערוצי החשיפה העיקריים במשק, וכך מגבירים את הפגיעות של המערכת הפיננסית ושל המשק בכללותו. התרחישים, כמובן, אינם עומדים בפני עצמם, עלולים להתממש בעת ובעונה אחת ואף להזין זה את זה.

### התרחבות המלחמה לעימות רב-זירתי משמעותי

לנוכח ההתפתחויות במחצית הנסקרת, ומאחר שתרחיש סיכון גאו-פוליטי<sup>56</sup> שצוין בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של השנה התממש, תרחיש הסיכון הנוכחי משקף התמרה ניכרת של המצב הביטחוני השורר עכשיו והתרחבות המלחמה לעימות רב-זירתי משמעותי. תרחיש כזה עלול להוביל לעלייה ניכרת בהיקפי המגוייסים, להשליך על הכנסות משקי הבית, העסקים והממשלה ולהוביל לעלייה נוספת בפרמיית הסיכון שתשתקף בהוצאות המימון. לצד ההתפתחויות המקומיות, התעצמות המלחמה לאירוע רב-זירתי משמעותי עלולה להשפיע גם על הכלכלה העולמית דרך מחירי האנרגיה.<sup>57</sup> התרחיש המתואר עלול להשפיע על הפגיעות בכלל ערוצי הסיכון, ואף לגרור השפעות לא ליניאריות על הכלכלה.

<sup>56</sup> ראו בדוח היציבות הפיננסית של המחצית הראשונה של 2023.  
<sup>57</sup> בהקשר זה יש להזכיר כי המלחמה בין רוסיה לאוקראינה נמשכת, וגם מחזית זו נשקף סיכון שמחירי האנרגיה יעלו.

## אינפלציה דביקה והמשך ההידוק המוניטרי בעולם<sup>58</sup>

לפי ה-Global Financial Stability Report (שהתפרסם בתחילת אוקטובר 2023), עדיין קיים חשש לאינפלציה דביקה או להתפרצות אינפלציונית מחודשת, שתצריך הידוק מוניטרי נוסף, אך ההסתברות לכך ירדה ביחס לזו ששררה בזמן פרסום דוח היציבות הפיננסית הקודם.<sup>59</sup> לפי כותבי דוח ה-GFSR, מיצוי עודפי הנזילות של משקי הבית והעסקים במדינות רבות, ריביות גבוהות המקשות על מיחזור חוב, והרעה נוספת בתנאים הפיננסיים כתוצאה מירידה בתיאבון-לסיכון עלולים להביא לקשיים בהחזרי חוב, בעיקר של ענף הנדל"ן המסחרי בארה"ב ובאירופה, ולפגיעה במערכת הפיננסית. במקרה כזה בנקים – כולל כאלו המוגדרים כחשובים מערכתית במדינות מרכזיות רבות – עלולים להיקלע לקשיים, ולכך צפויה השלכה גם על מערכת הבנקאות המקומית, כפי שאירע באירועים סביב פשיטת הרגל של SVB ובנקים נוספים (מרץ ואפריל 2023).

---

<sup>58</sup> לפירוט והרחבה על תרחיש זה ראו את דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023.  
<sup>59</sup> גם ההתבטאויות האחרונות של יו"ר ה-Federal Reserve מבטאות הסתברות נמוכה יותר להתממשות של אירוע זה.

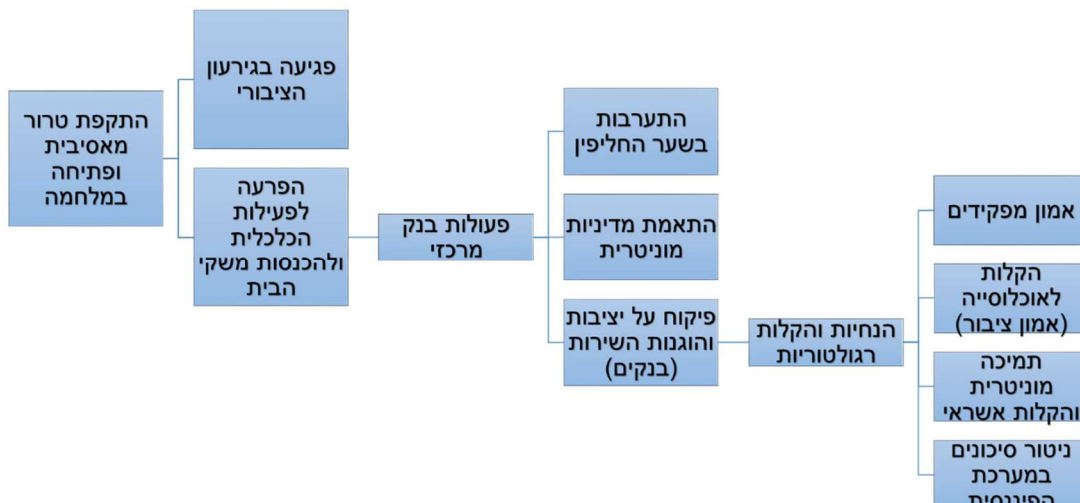
## תיבה 1: צעדי בנק ישראל לייצוב המערכת הפיננסית במהלך מלחמת חרבות ברזל

- עם פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" פעל בנק ישראל במגוון כלי מדיניות בכדי לשמר את חוסנה של הכלכלה הישראלית. בתיבה זו נפרט את סדרת הפעולות שביצע בנק ישראל מאז תחילת המלחמה ועד לפרסום דוח זה, בהינתן נתוני הפתיחה, ובהתבסס על הנחות עבודה, המתעדכנות מעת לעת.
- הכלים להבטחת רציפות תפקודם ויציבותם של השווקים בכלל, ושל הגופים המפוקחים על ידי בנק ישראל בפרט (המערכת הבנקאית), הופעלו לצורך ייצוב שער החליפין, התאמת המדיניות המוניטרית לסביבה המקרו כלכלית, שמירה על יציבות המערכת הבנקאית, וסיוע לעסקים ומשקי בית פגיעים באמצעות מתווה דחיית הלוואות ותכניות מוניטריות ייעודיות.
- הפעלת הכלים נעשתה במסגרת תכנית מדיניות כוללת המאזנת בין צמצום סיכונים יציבותיים במשק לבין הצורך למנוע פגיעה קשה בעסקים ובמשקי בית פגיעים, שתקשה על המשך התאוששות המשק לאחר המלחמה.
- הפעלת הכלים הייתה בדרך של תכניות מוניטריות ייעודיות, שהן חלק מערוצי תמסורת מוניטרית מקרו-יציבותית מן השווקים הפיננסיים אל מוקדי הצמיחה הריאליים.

### רקע

המלחמה נפתחה ביום 7.10.23 בהתקפה הרצחנית של ארגוני הטרור בעזה. בנק ישראל נדרש להערכות כלכליות גם להחמרה בתרחיש הבסיס, ולהתאים את צעדיו לסיכונים המתפתחים למערכת הפיננסית ולפעילות הכלכלית. בתגובה למצב, בנק ישראל הפעיל באופן מידי תכנית פעולה מאקרו יציבותית מותאמת למשבר (תרשים א'-1).

תרשים א'-1: בנק מרכזי בזמן מלחמה – ערוצי פעילות מרכזיים



להלן, ריכוז תמצית הצעדים בהם נקט בנק ישראל בערוצים השונים (לוח א'-1);

## לוח א'-1: הצעדים בהם נקט בנק ישראל

תחום	פעילות	תאריך הכרזה (ראשונה)	הערות
שווקים פיננסיים	המשך בפעילות כלכלית לאחר פרוץ המלחמה	8.10.23	כזכור, הפתיעה מתקפת הטרור הרצחנית את ישראל ביום בשבת, יום שבתון 7.10.23.
שווקים פיננסיים	פעולות לייצוב שער החליפין, תנועות ההון, ונזילות המערכת הפיננסית. הכרזה תכנית למכירת מט"ח בהיקף של עד 30 מיליארד דולרים.	9.10.23	נמכרו 8.2 מיליארד דולרים באוקטובר ו-0.3 מיליארד דולרים בנובמבר ו-0 בדצמבר.
מערכת בנקאית	הבטחת שירות בנקאי; סגירת סניפים ופתיחת סניפי גרעין	8.10.23	40 ק"מ מרצועת עזה
מערכת בנקאית	הנחיות לבנקים להערכת סיכונים	מידית	מתמשכות
מערכת בנקאית	הקלות רגולטוריות והקלות ללקוחות	מידית	מתמשכות
מערכת בנקאית	מתווה המערכת הבנקאית להקלה על נטל האשראי בהובלת בנק ישראל – דחיית הלוואות	15.10.23	המתווה הורחב במהלך המלחמה
החלטות מוניטריות	הותרת ריבית בשיעור 4.75%	23.10.23 27.11.23	
החלטות מוניטריות	הורדת ריבית לשיעור של 4.5%	ינואר 2024	
תמיכה בעסקים	תכנית להקלה על מתן אשראי	6.11.23	עד 10 מיליארד ₪
תמיכה בעסקים	עסקאות ריפו לגופי אשראי חוץ בנקאיים	21.11.23	עד 1 מיליארד ₪
תמיכה במשקי בית ועסקים	הקלות רגולטוריות למערכת הבנקאית	מותאמות	מתמשכות
שימור דירוג אשראי לפרטיים	הנחיה למדווחים למאגר נתוני אשראי	22.10.23	
הקלות על העמדת אשראי	הוראת שעה ייעודית לתקופת המלחמה	25.12.23	אשראי בשעבוד דירת מגורים עד לסך 200,000 ש"ח

### פירוט פעולות בנק ישראל לתמיכה בכלכלה הישראלית ובשווקים הפיננסיים

**בשווקים הפיננסיים:** הפעילות הכלכלית בימי העסקים נמשכת ברציפות החל מיום העסקים הראשון שלאחר פרוץ המלחמה<sup>60</sup>. פעולות לייצוב שער החליפין, תנועות ההון, ונזילות המערכת הפיננסית במט"ח ננקטו מיידית. בנק ישראל הכריז ביום העסקים השני למלחמה<sup>61</sup> על תוכנית למכירת מט"ח בהיקף של עד 30 מיליארדי דולרים. הבנק הודיע לציבור כי יפעל על מנת למתן את התנודות בשער השקל ולספק את הנזילות הנחוצה להמשך הפעילות הסדירה של השווקים; בנוסף, במידת הצורך, הבנק הכריז על הפעלת מנגנוני עסקות SWAP של הבנק בשוק בסכום של עד 15 מיליארדי דולרים וביצוע עסקות ריפו מול גופים מוסדיים וקרנות נאמנות כנגד בטוחות של אג"ח ממשלתיות ו/או קונצרניות. עד לסוף השנה נדרש הבנק להפעיל רק את התוכנית למכירת מט"ח, ומכר 8.2 מיליארד דולרים בחודש אוקטובר ו-0.3 מיליארד דולרים בחודש נובמבר.

**במערכת הבנקאית:** ביום העסקים הראשון שלאחר פרוץ המלחמה בוצעו פעולות מיידיות להבטחה של המשך השירות הבנקאי, רציפות מערכות התשלומים ויציבותן ומלאי המזומן במכשירי ה-ATM. הפיקוח על הבנקים הודיע על סגירת מערך הסניפים בטווח של עד 40 ק"מ מרצועת עזה ועל

<sup>60</sup> כזכור, הפתיעה מתקפת הטרור הרצחנית את ישראל בשבת, יום השבתון.  
<sup>61</sup> יום שני, 9.10.23.

פתיחת סניפים במתכונת מצומצמת של סניפי גרעין בטווח של 40–80 ק"מ מהרצועה. שעות הפעילות של הסניפים הותאמו למצב הלחימה. כן נקט בנק ישראל סדרת צעדים לקידום שוק התשלומים בישראל.<sup>62</sup> כדי להבטיח את יציבות המערכת הבנקאית הורה המפקח על הבנקים ביום 12.10.23 לראשי הבנקים להעריך ולתכלל את הסיכונים השונים, לרבות סיכון הסייבר, ולמלא הוראות דיווח-לפיקוח המותאמות לשעת החירום. עם הימשכות הלחימה הונחו הבנקים על ידי המפקח על הבנקים להגדיל את ההפרשות להפסד ולהתאים אותן לתמונת המצב העדכנית. במכתב ששלח לראשי הבנקים בחודש נובמבר דרש מהם המפקח לקיים הליך של חשיבה על מדיניות חלוקת הדיווידנדים שלהם. במקביל התאים הפיקוח על הבנקים את הוראות נוהל בנקאי תקין מס' 251 בנושאים ייעודיים לתקופה מוגבלת:<sup>63</sup> ניתנו הקלות בהוראות רגולטוריות בצד התפעולי, אושרו הקלות ללקוחות כפי שיפורט להלן, ונמשכו חלק מההקלות שניתנו בתקופת הקורונה בעניין יחס המינוף.<sup>64</sup>

**ההחלטות המוניטריות:** החלטת הריבית הראשונה בזמן המלחמה<sup>65</sup> הייתה להותיר את הריבית בעינה (4.75 אחוזים). לצד תחזית מקרו-כלכלית הכוללת הנחה שהמלחמה, במהלך הרבעון האחרון של השנה, תתרכז בזירה הדרומית, ועל רקע המתווים של הקלה בנטל האשראי על הציבור שהושגו מול המערכת הבנקאית. גם החלטת הריבית השנייה בזמן המלחמה<sup>66</sup> השאירה את הריבית ללא שינוי. בהחלטת הריבית בינואר 2024 הועדה המוניטרית החליטה להוריד את הריבית בשיעור של 0.25 אחוז (לרמה של 4.5 אחוזים). בהנמקת הועדה התייחסות להתאמה להשלכות הכלכליות הריאליות של המלחמה, לצד ההתאוששות בשווקים הפיננסיים והירידה בקצב האינפלציה.

**תמיכה בעסקים:** הועדה המוניטרית החליטה<sup>67</sup> על תוכנית להקלה על מתן אשראי לעסקים קטנים וזעירים (בגין אשראי שיינתן עד סוף חודש ינואר 2024). במסגרת התוכנית בנק ישראל מספק למערכת הבנקאית הלוואות מוניטריות לתקופה של שנתיים בריבית משתנה.<sup>68</sup> עם הימשכות הלחימה הורחבו תנאי התוכנית,<sup>69</sup> והועמד מסלול נוסף של הלוואות מוניטריות לטווח של 3 שנים, בכפיפות להעמדת אשראי לטווח של מעל שנתיים לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו כתוצאה מהמלחמה. ההיקף הכולל של התוכנית הוא עד 10 מיליארדי ש"ח. ככלי נוסף ומשלים<sup>70</sup> הציע בנק ישראל לגופי האשראי החוץ-בנקאיים<sup>71</sup> עסקות ריפו (בגין אשראי שיינתן עד לחודש ינואר 2024)<sup>72</sup>

62 הודעה לעיתונות מיום 19.11.23; בהיבטי שימוש באמצעי תשלום מרחוק, אבטחת מידע והמשכיות עסקית והגברת התחרות בשוק, גם ע"י גידול מספר השחקנים הפיננסיים במשק אשר פעילותם הפיננסית מתחילה בתחום התשלומים.

<sup>63</sup> נכון למועד כתיבתו של דוח זה ההוראה תוקנה בסדרת תיקונים מהימים 22/10, 31/10 ו-21/11.

<sup>64</sup> במסגרת הוראת ניהול בנקאי תקין מס' 250, התאמות להוראות ניהול בנקאי תקין לצורך התמודדות עם משבר קורונה ("הוראת שעה"). תוקף ההקלה הוא עד ליום 31 בדצמבר 2025. תאגיד בנקאי שניצל את ההקלה במועד זה יידרש לשוב בתוך שני רבעונים ליחס המינוף שנדרש לפני הוראת השעה.

<sup>65</sup> מיום 23.10.23.

<sup>66</sup> הודעה לעיתונות מיום 27.11.23.

<sup>67</sup> הודעה מיום 6.11.23.

<sup>68</sup> שיעור הריבית על ההלוואות הוא ריבית בנק ישראל פחות 1.5 נקודות אחוז, כנגד הלוואות שהבנקים יעניקו לעסקים קטנים וזעירים שפדיונם נפגע בשיעור של לפחות 25% בגלל המלחמה, וזאת בתנאי שממוצע הריבית על ההלוואות לאותם עסקים קטנים וזעירים לא יעלה על ריבית הפריים.

<sup>69</sup> הודעה לעיתונות מיום 21 נובמבר 2023.

<sup>70</sup> הודעה לעיתונות מיום 21.11.23: "צעד נוסף להקלת תנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו כתוצאה מהמלחמה – בנק ישראל מאפשר לנותני אשראי חוץ-בנקאיים מפוקחים לבצע מולו עסקות ריפו".

<sup>71</sup> גופים אשר קיבלו רישיון מאת רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון לעיסוק במתן אשראי מורחב כהגדרתו בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016.

<sup>72</sup> במסגרת עסקת ריפו בעל נייר ערך (לרוב אג"ח) מוכר אותו לצד אחר בעסקה תוך התחייבות לחזור ולרכוש אותו שוב בתאריך ובמחיר הנקבעים מראש. כך למעשה מקבל בעל נייר הערך מימון לתקופה קצובה, ונייר הערך משמש בטוחה. במסגרת עסקות הריפו יקבל בנק ישראל מהגופים בטוחות סחירות – אג"ח ממשלתיות, מק"ם ואג"ח תאגידיות לפי קריטריונים מסוימים.

לעסקים קטנים וזעירים שפדיונם נפגע בשיעור של לפחות 25 אחוזים.<sup>73</sup> היקף התוכנית לגופים אלו הוא עד 1 מיליארד ש"ח.<sup>74</sup>

**תמיכה במשקי בית ועסקים:** ניתנו לבנקים הקלות רגולטוריות כדי לאפשר להם את הגמישות העסקית הנדרשת ולהקל על הלקוחות שנפגעו ממצב המלחמה;<sup>75</sup> הודגש הצורך לנהוג ברגישות מוגברת וליזום הקלות ככל הניתן ללקוחות במצוקה.<sup>76</sup> באותה רוח הותקנו תקנות צ'קים ללא כיסוי (סייגים לתחולת החוק) התשפ"ד-2023.<sup>77</sup>

**שימור זירוג האשראי של לקוחות:** הממונה על שיתוף נתוני אשראי הנחה את המדווחים למאגר נתוני האשראי לזהות ולסמן את הנתונים השלייליים שידווחו על רקע המצב הביטחוני ואת השלכותיו על אזרחי המדינה, כדי לאפשר הבחנה בין מידע שלילי אשר נוצר לפני המלחמה למידע שלילי אשר נוצר לאחר שפרצה.<sup>78</sup> בהמשך הורה הממונה להאריך את משך הזמן הנדרש לפני דיווח על פיגורים בתשלום הלוואות;<sup>79</sup> זאת כדי לאפשר לציבור שהות מספקת להסדרת התחייבויותיו מול נותני האשראי, ולמנוע דיווח על פיגורים בתשלומי הלוואות שנבעו מסיבות טכניות שונות.

**דחיית הלוואות בתקופת המלחמה:** כבר בתחילת השבוע השני ללחימה, ב-15.10, הציגו נגיד בנק ישראל והמפקח על הבנקים מתווה רוחבי להקלה על נטל האשראי הצרכני והעסקי שאומץ ע"י המערכת הבנקאית.<sup>80</sup> לאחר כעשרה ימים הורחב המתווה ונכלל בו אשראי מול חברות כרטיסי האשראי.<sup>81</sup> מאז תחילת המלחמה ועד סוף נובמבר 2023 נדחו במערכת הבנקאית כ-278 אלף הלוואות, מרביתן משכנתאות ואשראי צרכני. סך התשלומים שנדחו עומד על כ-4.8 מיליארד ש"ח, מרביתם במגזר העסקי.<sup>82</sup> ביום 17.12.23 הודיע בנק ישראל על הרחבת המתווה החל מינואר 2023

<sup>73</sup> זאת בתנאי שממוצע הריבית על האשראי שניתן לא יעלה על ריבית הפריים, והפגיעה בפדיון ("מחזור העסקאות" בהתאם לדוחות מע"מ) היא של לפחות 25% באחד מהחודשים הקלנדרים אוקטובר, נובמבר ודצמבר 2023.  
<sup>74</sup> הריבית בעסקה תהיה ריבית משתנה בשיעור של ריבית בנק ישראל פחות 1.5 נקודות אחוז. העסקאות תבוצענה לטווח של 6 חודשים בשני מסלולים אפשריים: מסלול א' – לגבי אשראי שניתן לעסקים קטנים וזעירים לתקופה שבין חצי שנה לשנתיים; ומסלול ב' – לגבי אשראי לאלה שניתן לתקופה של יותר משנתיים. במסלול א' יאפשר בנק ישראל שלוש תקופות נוספות של 6 חודשים כל אחת, ובמסלול ב' – חמש תקופות נוספות של 6 חודשים כל אחת, באותם התנאים

<sup>75</sup> הודעה לעיתונות מיום 22.10.23.

<sup>76</sup> פרסום הפיקוח על הבנקים מיום 12.10.23.

<sup>77</sup> הודעה לעיתונות מיום 26.10.23. צ'קים אשר סורבו בגלל העדר כיסוי במהלך חודש אוקטובר לא ייכללו ברשימת הצ'קים שבגינה מוטלת הגבלה על החשבון הצ'קים שעליו הם משוכים, הסדר זה נמשך במהלך הלחימה לגבי קבוצה זכאית בהתאם לחוק דחיית מועדים (הוראת שעה – חרבות ברזל) (חוזה, פסק דין או תשלום לרשות), התשפ"ד-2023.

<sup>78</sup> הודעה לעיתונות מיום 22.10.23.

<sup>79</sup> הודעה לעיתונות מיום 13.11.23. ההוראה תחול על הדיווח החודשי בגין החודשים אוקטובר 2023 ונובמבר 2023, והממונה רשאי להורות שתחול על חודשי דיווח נוספים.

<sup>80</sup> תחילה יועד המתווה למתגוררים ופועלים בטווח של 30 ק"מ מרצועת עזה, אזרחים שפוננו מבתיים על ידי גורם מדינתי רשמי, שגויסו למילואים בצו 8, או שהם בעלי קרבה ראשונה להרוגי המלחמה או לחטופים או לנעדרים (קבוצת הלקוחות במעגל הראשון). לקבוצה זו ההלוואות יידחו ללא חיוב בריבית וללא חיוב בעמלות. ליתר לקוחות הבנקים (קבוצת הלקוחות במעגל השני) תינתן אפשרות לדחות את ההלוואות למשך 3 חודשים, התשלומים הנדחים יישאו ריבית שלא תעלה על שיעור הריבית בחוזה ההלוואה. הדחייה תבוצע ללא חיוב בעמלות. המתווה שגובש הציג את תנאי המינימום לדחיית תשלומי ההלוואות, וכל בנק רשאי להרחיבו לטובת לקוחותיו ולבקשתם. ביום 8.11.23 הורחבו המתווים להקלת נטל האשראי ללקוחות המעגל הראשון על ידי הכללת האוכלוסייה המתגוררת ביישובי צפון הארץ, או בעלת עסק שנמצא ביישובי הצפון.

<sup>81</sup> הודעה לעיתונות מיום 23.10.23.

<sup>82</sup> <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/17-12-23>

למעגל הראשון והשני והארכתו ל-3 חודשים נוספים. במסגרת ההרחבה הוספו הקלות ואוכלוסיות למעגל הראשון.<sup>83</sup> ביום 26.12.23 הורחב גם המתווה ללקוחות של חברות כרטיסי האשראי.<sup>84</sup>

**הקלות על העמדת אשראי ללקוחות פרטיים:** ביום 25.12.23 פרסם הפיקוח על הבנקים טיוטה בדבר צעדים נוספים שמטרתם להקל על הציבור לצלוח תקופה זו<sup>85</sup> – מתן פטור ממגבלות רגולטוריות (כדוגמת שיעור המימון ויחס ההחזר מהכנסה) לאשראי של עד 200,000 ש"ח המיועד לבניית ממ"ד, שהיתר הבנייה לבנייתו ניתן בהליך מזורז; מתן אפשרות לקבלת אשראי בשעבוד דירת מגורים על ידי הגדלת שיעור המימון המרבי בהלוואות אלו מ-50 ל-70 אחוזים מערך הנכס, ובלבד שסכום ההלוואה שמעל שיעור מימון של 50 אחוזים לא יעלה על 200,000 ש"ח. הקלות נוספות ללקוחות נבעו מהקלות שניתנו למערכת הבנקאית במסגרת הוראת ניהול בנקאי 251 – בכלל זה הגדלת שיעור המימון בהלוואות המיועדות לרכישת קרקע למטרות פיתוח או בנייה מעל רף של 80 אחוזים (שנקבע לפי המלחמה). כמו כן ניתנו ללקוחות הקלות הנובעות מהקלות על ניהול של הסיכון התפעולי ושל סיכוני איסור הלבנת הון ומימון טרור.

---

<sup>83</sup> חשבונות של חטופים ונעדרים, אחים של חטופים ומשתתפי מסיבת "נובה" ברעים. למעגל הראשון גם הוגדל הפטור מחיוב ריבית מיתרת חובה של 10,000 ש"ח ליתרה של 30,000 ש"ח לגבי חשבונות עסקים בעלי מחזור פעילות עד 5 מיליון ש"ח. כמו כן נוספה למעגל ראשון הקלה בדחיית תשלומי משכנתה, עם אפשרות לקבלת הלוואה בסכום הדחייה, ללא ריבית, לתקופה של 4 שנים לפחות, שמועד פירעונה יהיה בחלוף שנה מסוף תקופת הדחייה.

<sup>84</sup> הודעת דוברות מיום 26.12.23: "בנק ישראל מרחיב את מתווה הסיוע ללקוחות חברות כרטיסי האשראי, בהתמודדות עם השלכות המלחמה".

<sup>85</sup> תיקונים לנוהל 251 - "הוראת שעה ייעודית לתקופת המלחמה".

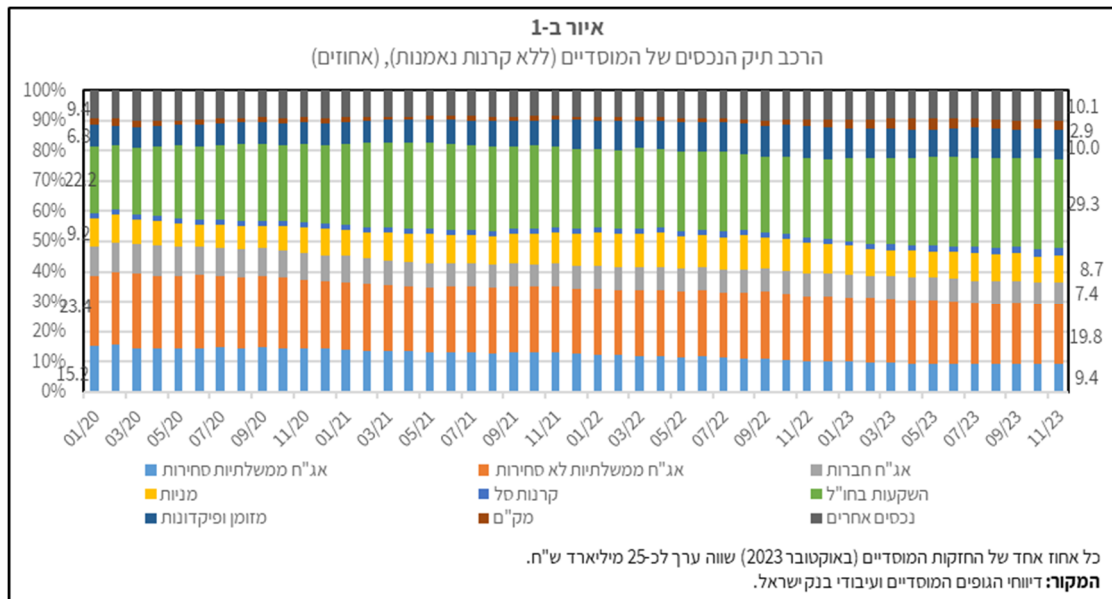
## תיבה 2: מגמות בתיק ההשקעות של הגופים המוסדיים והשפעתן על שוק ההון הישראלי

- הגופים המוסדיים מנהלים 55.4 אחוזים מתיק הנכסים של הציבור, כ-2.9 טריליון ש"ח. ללא קרנות הנאמנות חלקם הוא 47.3 אחוזים, כ-2.45 טריליון ש"ח.
- בשנים האחרונות ירדו השקעות המוסדיים באג"ח הממשלתיות ועלו השקעותיהם בחו"ל.
- הגופים המוסדיים הישראליים מגדילים את חשיפתם לנכסים זרים ולמט"ח (עם ובל נגזרים) ומצמצמים את חלקם במסחר במט"ח. מתחילת 2022 המוסדיים, בממוצע, רוכשים נטו מט"ח.
- המוסדיים הזרים מעלים את היקפי הפעילות בשוק המט"ח. לעומת זאת המשקיעים המקומיים לא משנים את היקפי המחזור שלהם במט"ח. כתוצאה מכך משקלם של המוסדיים הישראליים במסחר במט"ח הולך ופוחת, וזה של המוסדיים הזרים גדל. מכאן ששוק המט"ח הישראלי נעשה חשוף יותר לפעילות המשקיעים הזרים.
- מתחילת 2022 המוסדיים הישראליים מפחיתים את החזקותיהם באג"ח ממשלתיות סחירות ולא-סחירות. את חלקם בהחזקות האג"ח הסחירות תופסים הבנקים. מגמה זו, אם מעידה על שינוי במדיניות המוסדיים, עלולה לייקר את גיוס הכספים של הממשלה, וזאת על רקע עלייה בצורכי הגיוס שלה.
- נתונים מפתחת המלחמה מצביעים על המשך המגמות: עלייה נוספת ואף חדה יותר בחשיפה של המוסדיים לנכסים זרים ולמט"ח. החזקות באג"ח הממשלתיות ירדו באוקטובר, בשל השפעת המחיר ועלו בנובמבר – בשל רכישות שביצעו המוסדיים, ככל הנראה בשוק הראשוני. גם אחרי עלייה נקודתית זו, המגמה של ירידה בהחזקות המוסדיים באג"ח ממשלתיות ניכרת.

הגופים המוסדיים מנהלים חלק הולך וגדל מתיק הנכסים של הציבור – את החיסכון ארוך הטווח שלו: קופות הגמל וההשתלמות, קרנות הפנסיה (החדשות והוותיקות) ותוכניות הביטוח מבטיחות התשואה והמשתתפות ברווחים. באפיקים אלה מנהלים כ-2.45 טריליון ש"ח (נכון לסוף ספטמבר, 2023). מטרת תיבה זו היא לבחון את מגמות ההשקעה בתיק ההשקעות של הגופים המוסדיים ואת האופן שבו מגמות אלה עשויות להשפיע על שוק ההון הישראלי, כולל ההתפתחויות מאז פרוץ המלחמה.

### 1. המגמות לפני המלחמה

המגמה הבולטת ביותר בתיק ההשקעות של המוסדיים היא גידול ניכר של שיעור ההשקעה בחו"ל ושל החשיפה של הציבור למט"ח (איור ב-1). מגמה זו התעצמה בשנת 2023, אך מוקדם לומר אם זו תוצאה של ירידה של אמון הציבור במוסדות בשל תהליכי החקיקה בעניין מערכת המשפט ואם המלחמה והסיכון הגאו-פוליטי הגבוה ברבעון האחרון של 2023 הגבירו את המגמה הזאת. במקביל למגמת העלייה של שיעור ההשקעה בחו"ל בולטת מאוד מגמת ירידה של ההשקעות באג"ח ממשלתיות. נתייחס לשתי המגמות בסעיפים הבאים.

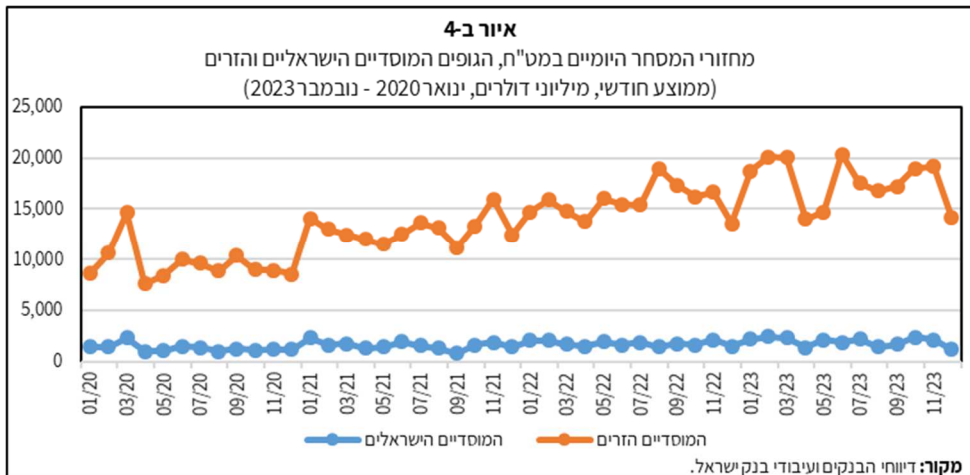
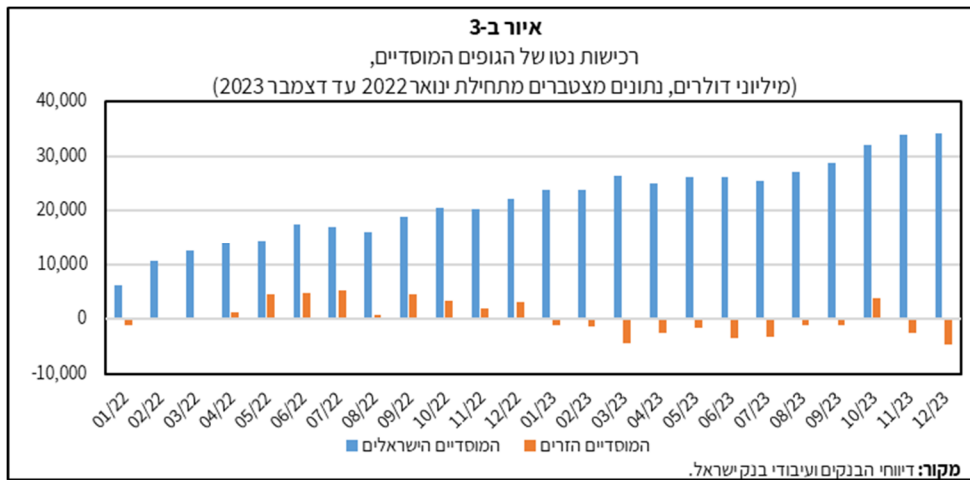
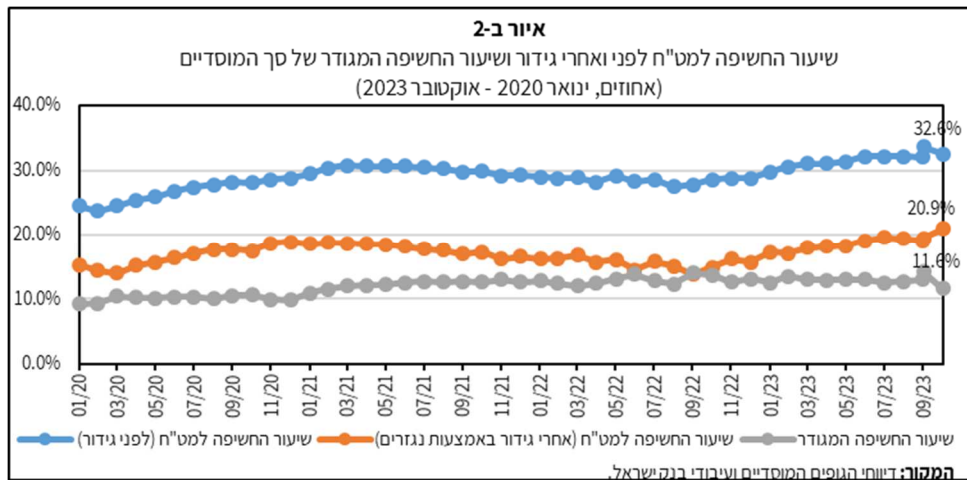


### 1.1 השפעה על המסחר במט"ח

כדי להקטין את חשיפת תיק ניירות הערך שלהם לשינויים בשער החליפין בין השקל למטבעות אחרים (אשר בהם נקובים ניירות הערך שנרכשו) הגופים המוסדיים רוכשים או מוכרים נכסים נגזרים, המבטיחים לרוכש שער חליפין עתידי, ידוע מראש. הנגזרים עשויים להיסחר בבורסה (futures) או במסחר "מעבר לדלפק" – OTC (forwards), ורכישתם כרוכה בהחזקה של ביטחונות להבטחת היכולת לבצע את העסקה העתידית. כיום, בגלל הגידור, עליות של מדדי המניות בחו"ל (בעיקר נאסד"ק ו-S&P500) לוחצות לייסוף של השקל ביחס לדולר, וירידות של אותם מדדים לוחצות לפיחות. ככל שהמוסדיים רוכשים יותר ניירות ערך נגזרים, הקשר בין שינוי במדדי המניות בחו"ל לשער החליפין של השקל מתחזק. לעומת זאת, אם המוסדיים מאפשרים לרמת החשיפה למט"ח לעלות, כפי שנראה שהם עשו לאחרונה, המשמעויות הן חיסכון בעלויות עבורם וחשיפה גבוהה יותר של ערך התיק לשינויים בשער החליפין. המשמעויות מבחינת השווקים היא החלשה של הקשר האמור בין מדדי המניות בחו"ל לשער החליפין.

איור ב-2 מראה שבתקופת משבר הקורונה שיעור החשיפה למט"ח עלה ושיעור הגידור הלך וירד. אלו גם המגמות שמאפיינות את השנה ומחצית השנה האחרונות. נראה שהמגמה של התקופה האחרונה התעצמה באוקטובר: החשיפה של המוסדיים עלתה בחדות, אך מרבית עלייתה גודרה באמצעות נגזרים, כך שהחשיפה לאחר גידור עלתה פחות.

מהעובדה שעלתה גם החשיפה למט"ח (עם או בלי הנגזרים), ולא רק של ההשקעות בחו"ל, ניתן לשער שהמוסדיים הישראליים מצמצמים את הספקת הנזילות שלהם לשוק המט"ח ועוברים בעיקר לרכישות, והשחקנים הזרים (הפיננסיים – כלומר המוסדיים בחו"ל) הם שמספקים את עיקר הנזילות במט"ח לשוק הישראלי (ראו איורים ב-3, ב-4). בחינה של רכישות המט"ח נטו על ידי הגופים המוסדיים הישראליים והזרים מתחילת 2022 ושל מחזורי המסחר במט"ח של אותם הגופים מאוששת את ההשערה הזאת:



האיורים מראים שתי מגמות בתקופה של השנתיים האחרונות :

1. המוסדיים הישראליים עברו בעיקר לרכוש מט"ח (איור ב-3, העמודות הכחולות). זאת, כאמור, תוצאה של הגדלת החשיפה לנכסים זרים.<sup>86</sup> המשקיעים הזרים לא פועלים בכיוון אחד ברור – גם רוכשים וגם מוכרים מט"ח.

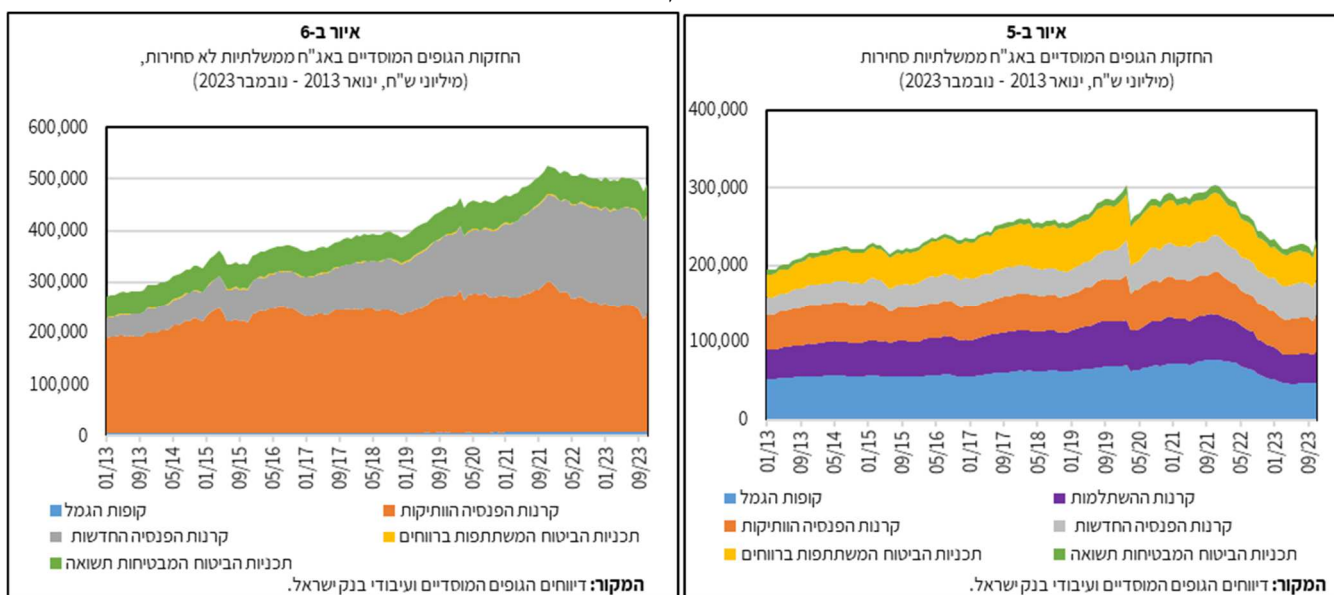
<sup>86</sup> בשנת 2022 היו ירידות שערים חדות במדדי המניות בעולם שיצרו דרישה להגדיל את הביטחונות הדולריים שמחזיקים המוסדיים כנגד נגזרים. כך נוצר ביקוש שלהם למט"ח. בשנת 2023, על אף עליות במדדי המניות, המוסדיים המשיכו לרכוש מט"ח, אולי עקב אי הודאות המשפטית.

2. מחזורי המסחר היומיים של הגופים המוסדיים הישראליים במט"ח אינם משתנים משמעותית בשנים האחרונות, ואילו המוסדיים הזרים העלו את חלקם ברכישות ובמכירות של מט"ח.

משמעות המגמות הללו היא שחלקם של המוסדיים בשוק המקומי הולך וקטן. ייתכן שאף צפוי שינוי בתפקיד המוסדיים בהספקת נזילות לשוק המט"ח ובקביעת שער החליפין: ככל שחלקם של המוסדיים הזרים במסחר במט"ח מוסיף לגדול השפעתם של המוסדיים הישראליים על המסחר פוחתת. כן נשאלת השאלה אם ובאיזו מידה ימשיכו המוסדיים לגדר את החשיפה למט"ח. מוסדיים שהגדילו את החשיפה למט"ח (כלומר גידרו פחות) הרוויחו מן הפיחות המתמשך של השקל בשנת 2023. ייתכן שהמתאם השלילי בין שער החליפין למדדי המניות בישראל, מתאם המתעצם בתקופה של אירועים מקומיים, כאלה שהתרחשו ב-2023 (תהליכי החקיקה בעניין מערכת המשפט ומלחמת "חרבות ברזל"), פועל לפיזור יעיל של הסיכונים בתיק ההשקעות.

## 1.2 ההשפעה על שוק האג"ח הממשלתיות

איור ב-1 מלמד שעליית ההשקעות בחו"ל באה בעיקר על חשבון השקעה באג"ח ממשלתיות. איורים 5 וב-6 מפרטים את סוגי הגופים המוסדיים והחזקותיהם באג"ח ממשלתיות.



במסגרת הרפורמה באג"ח המיועדות, החל מאוקטובר 2022 הפסיקה המדינה להנפיק אג"ח מיועדות, שהבטיחו תשואה ריאלית גבוהה למכשירים שהשקיעו בהן. במקום הבטחת תשואה באמצעות אותן אג"ח התחייבה המדינה להשלים את התשואה אם הגופים המוסדיים לא ישיגו אותה בהשקעותיהם.<sup>87</sup> הרפורמה קובעת שעל קרנות הפנסיה להשקיע את הנכסים שהיו מושקעים באג"ח המיועדות בהתאם לתמהיל הנכסים של המסלול העיקרי בקרן. לפיכך היה צפוי שהאג"ח המיועדות שנפדות יוחלפו, בין היתר, באג"ח סחירות של הממשלה. על פי התחזית המרכזית של תיבה בדוח בנק ישראל לשנת 2021, שניתחה את הרפורמה, קרנות הפנסיה היו צפויות להעלות את החזקותיהן במניות, באג"ח ממשלתיות סחירות ובנכסים זרים.<sup>88</sup>

<sup>87</sup> התשואה המובטחת היא 5.15% על 30% מתיק ההשקעות בקרנות הפנסיה החדשות ועל 70% מהנכסים בקרנות הפנסיה הוותיקות.

<sup>88</sup> דוח בנק ישראל (2021), פרק ד', תיבה ד'-4: "ההשפעה הצפויה של ביטול אג"ח מיועדות על קרנות הפנסיה".

ואולם מאוירים ב-5 וב-6 עולה כי בעוד שהחזקות באג"ח הלא סחירות (המיועדות) ירדו החל מסוף שנת 2021 בקרוב למיליארד ש"ח בממוצע לחודש, ההחזקות באג"ח הסחירות ירדו באותה התקופה בקצב גבוה הרבה יותר – מעל 2 מיליארד ש"ח בממוצע לחודש.<sup>89</sup> הסכום המוחזק באג"ח ממשלתיות (סחירות ולא-סחירות) הלך וירד, בזמן שסך הסכומים המנוהלים אצל המוסדיים הלכו וגדלו (צבירת חסכונות של מעל 50 מיליארד ש"ח בשנה). משמע ששיעור ההחזקות של המוסדיים באג"ח הממשלתיות הולך וקטן. את המגמה הזאת ניתן לראות גם באיור ב-7: חלקם של המוסדיים בהחזקות האג"ח הממשלתיות הסחירות עמד בנובמבר 2023 על כ-46 אחוז, לאחר ירידה משיא של כ-60 אחוז בשנת 2019. בזמן שחלקם של המוסדיים בהחזקות האג"ח ירד, חלקם של הבנקים המסחריים עלה.<sup>90</sup> הבנקים מחזיקים באג"ח ממשלתיות כמכשיר לשמירה על יחס כסוי נזילות נדרש, וכן לשם שיפור ביחס ההון שלהם. בתחילת משבר הקורונה, עם המעבר של הציבור מנכסים מסוכנים (משוק ההון) לנכסים בטוחים ונזילים כפיקדונות בבנקים, הגדילו הבנקים את החזקותיהם באג"ח הממשלתיות.<sup>91</sup> לא ברור אם המגמה הזאת של עליית החזקות האג"ח בידי הבנקים צפויה להימשך גם עתה. מה שעשוי לגרום לבנקים להוסיף ולהגדיל את החזקותיהם באג"ח ממשלתיות הוא הורדת דירוג האשראי של מדינת ישראל בידי אחת או יותר מחברות הדירוג. במקרה כזה, ישוערכו מחדש הנכסים המוחזקים בידי הבנקים כהון עצמי לצורך חישוב יחס ההון. בעוד אג"ח ממשלת ישראל (הנקובות בשקלים), אף שערך ירד בשל העלייה בפרמיית הסיכון, ימשיכו להיספר בספרי הבנקים כנכסים במשקל מלא, האג"ח האחרות – אלה של חברות ישראליות – צפויות במקרה כזה לספוג הורדת ערך גבוהה יותר בחישוב יחס ההון: גם בשל ירידת השווי וגם בשל ירידה במשקל שהבנקים יכולים לשקלל את אותן האגרות, כך שעל מנת לשמור על אותה רמת הון, הבנקים יאלצו לרכוש אג"ח נוספות.

בדיקה של סוגי הגופים המוסדיים שצמצמו את החזקותיהם באג"ח הממשלתיות מלמדת שהירידה מקיפה את כל הגופים, כולל קרנות הפנסיה החדשות והוותיקות (הנתונות להשפעה הגדולה ביותר של ירידה בהיקפי האג"ח המיועדות), אך היא חזקה בעיקר בקופות הגמל ובקרנות ההשתלמות (שאינן מחזיקות באג"ח מיועדות). הסיבות לכך עשויות להיות אטרקטיביות של ההשקעות בחו"ל – כולל אג"ח של ממשלת ארה"ב, הנושאות לאחרונה תשואה דולרית גבוהה, נוסף על תשואת המטבע. הירידה החדה שהייתה במרץ 2020 (תחילת משבר הקורונה) מיוחסת למכירה מסיבית של אג"ח ממשלתיות אשר הוחזקו כביטחונות לנכסים עתידיים על מדדי מניות בחו"ל.<sup>92</sup> הצורך הדחוף שנוצר אז בנזילות דולרית, בשל הדרישה הדחופה להגדלת הביטחונות בגלל ירידת שערי המניות, יצר לחץ למכירת אג"ח ממשלתיות. שלא כמו בתקופת משבר הקורונה, מגמת הירידה בהחזקות האג"ח הממשלתיות מתפרסת על השנתיים האחרונות, ונראה שהיא נובעת משינוי מדיניות אצל הגופים.

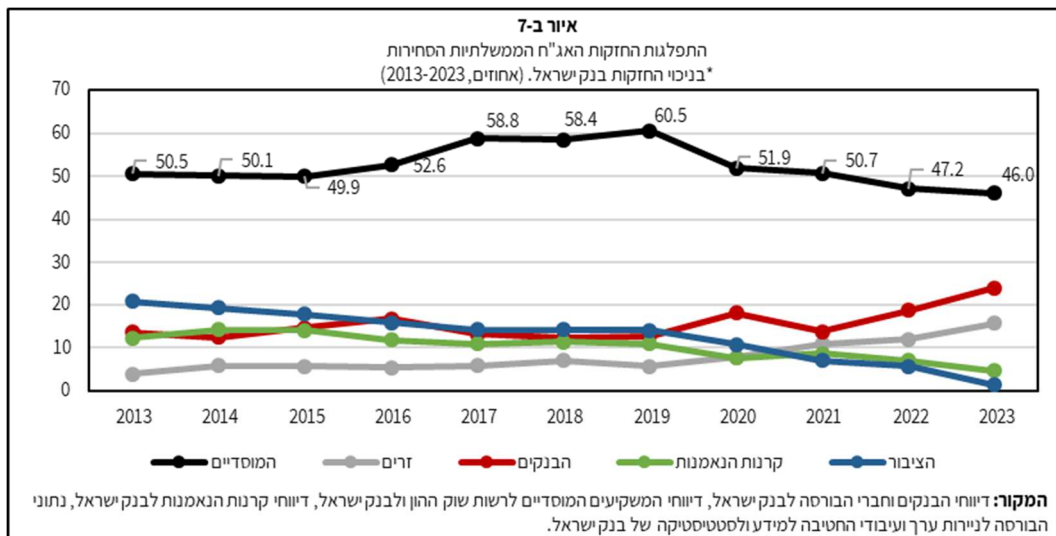
אם המדיניות בקרב המוסדיים אכן השתנתה, מגמה זו עשויה להקשות על הממשלה בגיוס חוב בכמויות גדולות – דבר שהיא כנראה תידרש לעשות בקרוב בשל עלייה צפויה בגירעון, ואמור גם

<sup>89</sup> מלבד השפעת הכמות על ירידת שווי האג"ח המוחזקות בידי המוסדיים, גם השערוך של האיגרות הלא סחירות בריביות שוק, בסביבת ריבית גבוהה יחסית, כלומר השפעת המחיר, גורם לירידה של שווי ההחזקות.

<sup>90</sup> הנתונים מנוכחים החזקות של בנק ישראל שרכש במהלך הקורונה אג"ח ממשלתיות בשוק המשני באופן חד פעמי ומחזיק אותן לפדיון – כלומר אג"ח אלה אינן נסחרות בשוק. המגמה זזה גם כאשר מתחשבים בהחזקות בנק ישראל.<sup>91</sup> מערכת הבנקאות בישראל, סקירה שנתית (2020), תיבה א'-4: "הגידול בפיקדונות הנזילים (עו"ש) של הציבור לאורך משבר הקורונה".

<sup>92</sup> דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה (2020), תיבה 3: "חשיפת המשקיעים המוסדיים לחוזים עתידיים על מדדי המניות בחו"ל".

להעלות את מחירי הגיוס. מנגד, הירידה בחלק המוסדיים בהחזקות האג"ח מאפשרת מבחינתם גמישות ברכישה מוגברת של אג"ח, באם הם יראו בגיוסי הממשלה המוגברים הזדמנות השקעה.

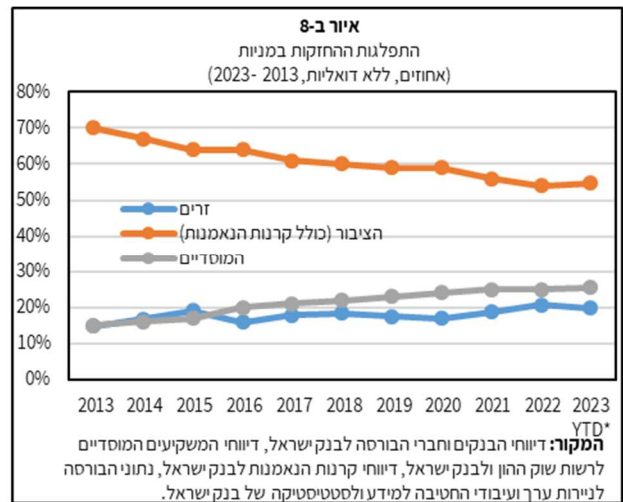
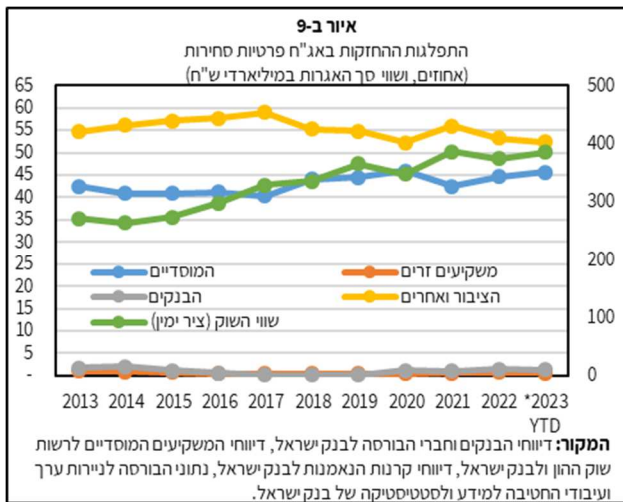


### 1.3 ההשפעה על שוק המניות המקומי

כאמור, סך החשיפה של המוסדיים למט"ח, עם וללא הנגזרים, הולך ועולה בשנת 2023 בעקביות. התוצאה הישירה של הגדלת החשיפה למט"ח במהלך 2023 הייתה הגנה על תשואות התיקים (במיוחד במהלך אוקטובר) מהירידות החדות בשוק המניות הישראלי: הרווחים מפיחות השקל קיזזו את ההפסדים מירידת מדדי המניות המקומיים. במקביל ירד מעט בתקופה זו חלקן של המניות הישראליות בתיק ההשקעות של המוסדיים (מ-11.2 אחוזים באוגוסט 2022 ל-9.1 אחוזים באוקטובר 2023).

הירידה של חלק המניות הישראליות ועליית ההשקעות בחו"ל מעוררות חשש שהגופים המוסדיים יצמצמו את השקעותיהם בחברות ישראליות – דרך מניות ואג"ח תאגידיות – מה שעלול, בטווח הארוך, ליצור לעסקים בישראל בעיית מקורות. את ההשערה שהרחבת ההשקעות בחו"ל תבוא על חשבון המקורות למגזר העסקי הישראלי אנו בוחנים באמצעות שני האיורים הבאים.

איור 8- בוחן את חלקם של המוסדיים בהחזקת המניות הנסחרות בבורסה בתל אביב (ללא חברות דואליות, שנסחרות גם בחו"ל). ניתן לראות שחלקם של המוסדיים בשלוש השנים האחרונות לא משתנה – כלומר הם מחזיקים כבר 3 שנים 25 אחוז משווי המניות הנסחרות בתל אביב. איור 9- מראה את חלקם של המוסדיים בהחזקת אג"ח פרטיות (קונצרניות) בבורסה בתל אביב. ניתן לראות שחלקם של המוסדיים באג"ח של החברות הנסחרות בבורסה בתל אביב עלה בשנתיים האחרונות.



לסיכום – אף ששיעור הנכסים של המוסדיים המושקעים במניות ובאג"ח חברות יורד מעט בשנים האחרונות, חלקם של המוסדיים בהחזקות במניות ובאג"ח חברות לא נפגע. מצב זה מתאפשר בזכות גידול מהיר של הנכסים המנוהלים בידי הגופים המוסדיים, ועל כן נראה שלעת עתה אין פגיעה במקורות המימון של המגזר העסקי בישראל.

## 2. התנועות מאז פרוץ המלחמה

### 2.1 רכישות המט"ח

באיורים 3 וב-4 אפשר להתרשם משלוש התצפיות האחרונות – של החודשים אוקטובר עד דצמבר 2023 – המבטאות את התנהגות המסחר של המוסדיים הישראליים והזרים במט"ח מאז פרוץ המלחמה. נראה שהמוסדיים הישראליים פועלים מאז פרוץ המלחמה במגמה דומה לזו שאפיינה אותם בשנה ומחצית השנה האחרונות – בעיקר רכישה של דולרים – מה שמעיד על המשך הסטה להשקעות בחו"ל. הגופים הזרים, לאחר שבשבועיים הראשונים למלחמה רכשו דולרים והוציאו השקעות מישראל, חזרו, החל מסוף אוקטובר, למכור דולרים, לצד התחזקות השקל. מאז פרוץ המלחמה היקפי הפעילות של המוסדיים הישראליים והזרים (רכישה ומכירה של מט"ח) דומים לממוצע בשנת 2023, כך שהמגמה המתוארת בסעיף 1.1 בתיבה זו נמשכת.

### 2.2 חשיפה

נתוני החשיפה של המוסדיים למט"ח הם חודשיים ומתפרסמים בפיגור, כך שעד פרסום הדוח הנוכחי אנו יכולים לראות את נתוני סוף נובמבר – כחודשיים מפרוץ המלחמה. לפי נתונים אלו החשיפה של המוסדיים למט"ח נסקה באוקטובר אך בנובמבר ירדה מעט. בעוד שבחודש אוקטובר המוסדיים גידרו את חלקה הגדול של העלייה בחשיפה, בנובמבר ירד מאוד היקף הגידור ולכן נסקה החשיפה למט"ח אחרי התחשבות בנגזרים. משמע שהמוסדיים ממשיכים ביתר שאת במגמה של הגדלת החשיפה למט"ח באמצעות השקעה בנכסים זרים והקטנה של הגידור באמצעות נגזרים.

### 2.3 מחזורי המסחר של המוסדיים לפי סוגי ניירות הערך

דיווחי הבורסה לניירות ערך על מחזורי המסחר של הגופים המוסדיים<sup>93</sup> לפי ניירות ערך מלמדים שמאז תחילת המלחמה גופים אלו בעיקר מוכרים מק"ם ואג"ח תאגידיות ורוכשים אג"ח ממשלתיות ומניות מקומיות. רכישות האג"ח הממשלתיות הן בהיקפים נמוכים יחסית, ובהשוואה לנתונים היומיים שלפני המלחמה (מתחילת יולי עד 5 באוקטובר) לא נראה שינוי. בלוח ב-1 נעשתה השוואה של ממוצעים של היקפי הרכישות של הגופים המוסדיים בבורסה לפי מכשיר, תוך שימוש במבחן t. מהלוח עולה שלעת עתה לא ניתן להצביע על שינוי מובהק בהתנהגות הרכישה של המוסדיים בכל המכשירים, להוציא מניות ויחידות השתתפות.

לוח ב-1				
רכישות הגופים המוסדיים בבורסה לניירות ערך, ממוצע יומי (בסוגריים – סטיית תקן)				
מק"ם	מניות ויח' השתתפות***	אג"ח חברות ואג"ח להמרה	אג"ח ממשלתיות	
אלפי ש"ח				
-94.1 (242.3)	-17.7 (50.2)	-7.8 (43.1)	70.3 (179.9)	ממוצע לפני המלחמה (1 ביולי עד 5 באוקטובר)
-91.1 (236.4)	52.4 (70.5)	-5.4 (52.3)	99.4 (173.0)	ממוצע בזמן המלחמה (8 באוקטובר עד 18 בדצמבר)

\*\*\* הבדל מובהק ברמת מובהקות של 99 אחוזים.

<sup>93</sup> הנתונים היומיים המתקבלים מהבורסה אינם כוללים עסקאות מחוץ לבורסה (OTC) ועסקות רכישה בשוק הראשוני. על כן הם שונים מהנתונים החודשיים ששימשו אותנו לאיורים ב-1, ב-2, ב-5, ב-6 וב-7.