



# דוח היציבות הפיננסית

---

המחצית הראשונה של 2020

ירושלים, אב התש"פ • אוגוסט 2020

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.  
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.  
מס' קטלוגי 103042  
דפוס גרפוס פרינט (1990) בע"מ, ירושלים

## תוכן העניינים

5	1. מבוא ועיקרי הדברים
5	1.1 המסגרת ומבנה הדוח
6	1.2 האתגרים בצל מגיפת הקורונה
8	1.3 עיקרי הדברים
10	2. ערוצי החשיפה לסיכון (מוקדי הפגיעות) – המוניטור ליציבות הפיננסית בישראל
13	2.1 הסביבה המקרו-כלכלית – המקומית והעולמית
22	2.2 מחירי הנכסים בישראל
31	2.3 האשראי
37	2.4 הנזילות
39	2.5 הקישוריות
41	3. העמידות של רכיבי המערכת הפיננסית
47	4. תרחישי הסיכון למערכת הפיננסית
49	תיבה 1 : צעדי בנק ישראל להתמודדות עם משבר ה"קורונה"
52	תיבה 2 : השפעת משבר הקורונה על מצב משקי הבית
61	תיבה 3 : ההתפתחויות בשוק אג"ח החברות במהלך המשבר
78	תיבה 4 : ניתוח העמידות של חברות ציבוריות על רקע משבר הקורונה
84	תיבה 5 : מבחני רגישות לבנקים בישראל
93	תיבה 6 : השימוש בכרטיסי חיוב במשבר הקורונה

כתבו: דביר באריס, נעם בן-זאב, מיכאל גורקוב, מיטל גראם, עודד כהן, נועם מיכלסון, אורי מרילוס,  
יוסי סעדון, בן פפרמן, נטליה פרסמן, איתי קדמי, קונסטנטין קוסנקו, לילך שמע-זלטוקרילוב,  
נדב שטינברג, מוטי שקיבאי.

תודה על הערותיהם המועילות של הכלכלנים בחטיבת המחקר, בחטיבת השווקים ובפיקוח על הבנקים.  
תודות לסימה נסים ולאילנה לוי על העיצוב.

# דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2020

## 1. מבוא ועיקרי הדברים

### 1.1 המסגרת ומבנה הדוח

דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל מתפרסם פעמיים בשנה. בדוח זה מנתחים כלכלני הבנק את ערוצי החשיפה לסיכונים (risk channels/risk groups) במערכת הפיננסית ואת רמת פגיעותם (vulnerabilities), מבטאים את הערכתם בעניין הסיכונים העיקריים (risks) ובוחנים את כושר העמידות (resilience) של המערכת בפני סיכונים אלה, בהתאם לתרחישי קיצון פוטנציאליים<sup>1</sup>.

ההערכה הסופית לגבי רמת היציבות הפיננסית (financial stability) של המשק נשענת על המסקנות מכל שלושת הנדבכים הללו (אורך 1). ההערכות והניתוחים המובאים בדוח מתבססים על סקירת ההתפתחויות הכלכליות והפיננסיות, על בחינת המאפיינים המבניים של המערכת הפיננסית, על מודלים אנליטיים (לרבות סימולציות ומבחני לחץ), על ממצאים מהמוניטור ליציבות הפיננסית ועל הערכה של תנאי הרקע העדכניים ביותר במשק הישראלי ובמשקים בעולם. הדוח מציג את הסיכונים שהתממשותם עלולה להשפיע משמעותית על המשק בטווחים הקצר והבינוני, במטרה להגביר את המודעות להם אצל קובעי המדיניות ובציבור הרחב ולאפשר היערכות מתאימה.

### 1.1.1 ערוצי החשיפה לסיכון

פגיעותה של המערכת הפיננסית בכללותה נגזרת מפגיעות הערוצים העיקריים של החשיפה לסיכון – אלה המנותחים בדוח זה<sup>2</sup>:

**הסביבה המקרו-כלכלית.** הסביבה המקרו-כלכלית המקומית והעולמית משפיעה על הפעילות הכלכלית ועל עמידותם של המשתמשים השונים במערכת הפיננסית. ככל שסביבה זו יציבה יותר והתחזיות חיוביות יותר פגיעותה של המערכת הפיננסית נמוכה יותר.

**מחירי הנכסים.** פגיעותה של המערכת הפיננסית תגבר אם בסביבה שבה היא פועלת מחירי הנכסים מתרחקים מתנאי היסוד או מהמגמה ארוכת הטווח שלהם והשינוי במחירים משקף תמחור-חסר של סיכונים. בסביבה כזאת יש סיכון מוגבר לתיקון חד במחירי הנכסים הפיננסיים ו/או הריאליים, שעלול להתגלגל ולפגוע במערכת הפיננסית.

**האשראי.** אשראי גבוה שנוטלים משקי הבית והמגזר העסקי חושף אותם לסיכונים, שנובעים, בין היתר, מירידה בפעילות הכלכלית במשק ומירידה של מחירי הנכסים. גם רמות המינוף והשימושים באשראי משפיעים על רמת הפגיעות של המערכת הפיננסית.

**הנזילות.** הנזילות היא ערוץ שדרכו זעזועים חיצוניים ופנימיים עלולים להתפתח למשבר פיננסי. ככל שרמת הנזילות בשווקים גבוהה יותר, כך יוכלו נכסים רבים יותר להחליף ידיים, תוך אובדן ערך קטן יותר. רמות הנזילות בבנקים ובמגזר העסקי קובעות את יכולתם להתמודד בטווח הקצר עם זעזועים בתזרים המזומנים ובפעילות הכלכלית.

**הקישוריות בין הגופים הפיננסיים והריאליים ובין לבין עצמם.** רמת הקישוריות בתוך המערכת הפיננסית ומחוץ לה קובעת את מידת ההתפשטות של זעזועים לכלל המערכת. קישוריות גבוהה מגבירה את הפגיעות של המערכת הפיננסית.

<sup>1</sup> פירוט של ההגדרות ראו בדוח למחצית השנייה של 2019.

<sup>2</sup> ישנם ערוצים נוספים של השפעה על הפגיעות, ברמות הסתברות שונות, אך, כאמור, בדוח היציבות אנו מבליטים את הערוצים החשובים.

### 1.1.2 הזעזועים שמאיימים על המערכת הפיננסית, תרחישי הסיכון

בהינתן הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית, ערוצי החשיפה לסיכון ועוצמת פגיעותם, רמת היציבות הפיננסית נקבעת בהתאם לתרחישי הסיכון שעל הפרק. בחירת תרחישי הסיכון והערכת הסיכוי להתממשותם מתבססת, בין היתר, על שיפוט סובייקטיבי ומושפעות מגורמי רקע רבים. בבנק ישראל עוקבים באופן שוטף אחר ההתפתחויות העולמיות והמקומיות ובוחנים סקירות של מוסדות בין-לאומיים ומקומיים כדי לקבל זוויות הסתכלות רחבות ודעות שונות. בנוסף, בבנק ישראל מנתחים את השיח הציבורי (באמצעות ניטור של כלי התקשורת והרשתות החברתיות) ועוקבים אחר מגמות במדדי סנטימנט שונים (עולמיים ומקומיים). תרחיש הסיכון העיקרי הוא התגברות התחלואה, מגבלות תנועה וסגר ועמם החמרה נוספת של הפגיעה בפעילות הכלכלית<sup>3</sup>.

### 1.1.3 העמידות של רכיבי המערכת הפיננסית

על פי המודל המוצג באיור 1 יציבותה של המערכת הפיננסית תלויה בסופו של דבר בעמידות רכיביה לזעזועים חיצוניים הפוקדים אותה דרך ערוצי החשיפה. שני הרכיבים העיקריים של המערכת הפיננסית הם הבנקים וחברות הביטוח. בחלק זה אנו מנתחים את יחסי ההון, המינוף, הפעילות, הרווחיות, כושר הפירעון והחולשות והחוזקות של הבנקים וחברות הביטוח. כמו כן אנו בוחנים את ההשפעה של שינויים רגולטוריים וסביבתיים על עמידותם של הבנקים וחברות הביטוח.

### 1.2 האתגרים בצל מגיפת הקורונה

מגיפת הקורונה ותוצאותיה הציבו וממשיכות להציב אתגרים ללא תקדים באספקטים של הטיפול בחולים ודאגה לבריאות הציבור, תמיכה בפעילות המשקית (הכלכלה הריאלית) ושמירת היציבות של המערכת הפיננסית. במכלול הפרמטרים שמקבלי ההחלטות נאלצו להתמודד איתם בעת המשבר, הסוגיה של הצלת חיים היא שהובילה את המחשבה הכללית וקבעה את צעדי המדיניות שנקטו. עם זאת, אמצעים שנדרשו כדי להגביל את ההתפשטות הנגיף גרמו לירידה דרמטית בפעילות הכלכלית והשפיעו רבות על התנועתיות של השווקים הפיננסיים ועל יציבותה של המערכת הפיננסית על כלל רכיביה. כתוצאה מכך השתנו, בתוך תקופה קצרה, תחזיות הצמיחה לשנת 2020 בעולם וגם בישראל, ועברו מהכיוון החיובי לכיוון של התכווצות חדה, בהצביען על אובדן תפוקה צפוי בשיעורים גבוהים בהרבה מאלה שנצפו במהלך המשבר הפיננסי העולמי של 2008–2009. אף על פי כן גם היום, נכון לסוף התקופה הנסקרת, כרוכה אי-וודאות גדולה מאוד בהערכות לגבי ההשפעה הכוללת של המשבר, וכן לגבי עיתוי ההתאוששות ממנו.

משבר הקורונה מייצג את התממשות הסיכונים ועלול להוות איום על יציבותה של המערכת הפיננסית העולמית, וגם על זו הישראלית. התנאים הפיננסיים שהתהדקו במהירות ללא תקדים בעקבות התפרצות ה-COVID-19 חשפו מספר סדקים בדינמיקה של השווקים הפיננסיים ואת רמת פגיעותם של ערוצי החשיפה לסיכון. התנועתיות בשווקים בעולם וגם עלויות האשראי נסקו משמעותית בשל עדכון כלפי מעלה של ההסתברויות לפשיטות רגל של עסקים ומשקי בית. עלייה של פרמיות הסיכון והנזילות בשווקים הראשוניים והמשניים תרמה לעלייה של עלויות הגיוס. תנועות הון (יצוא) בהיקפים היסטוריים האיצו והעצימו את הזעזועים בשווקים המתעוררים. גם המשקים המובילים לא נשארו חסינים, ונאלצו לצמצם משמעותית את הפעילות הכלכלית, ואף גלשו למיתון בתקופות הסגר והבידוד הכלל-משקי. התפתחויות אלה העלו את הסיכון לחוסר יכולת של הלווים לשרת את חובותיהם בטווחים הקצר והבינוני, הגבירו את הלחץ על המוסדות הפיננסיים והעלו חששות להתייבשות מקורות האשראי החוץ בנקאיים ולקיצוב האשראי במערכת הבנקאית. נציין כי התמשכות תקופת השיבוש (disruption) בפעילות של השווקים עלולה לגרום מצוקה במוסדות הפיננסיים, להגביר את הסיכוי למשבר אשראי, ובכך לפעול להחרפה של הירידות בשווקים ובפעילות הריאלית ולעיקוב משמעותי של ההתאוששות.

<sup>3</sup> אנו לא מציגים בדוח זה הערכה אובייקטיבית של ההסתברויות להתממשותם של הסיכונים הגיאוגרפיים באזור (הסלמה במצב הביטחוני) או/ו איומי סייבר, עם זאת אנו מעריכים כי לזעזועים כאלה יש פוטנציאל גבוה במיוחד לפגיעה בפעילות הריאלית במשק ולפגיעה בתפקודה של המערכת הפיננסית. לתרחיש גיאוגרפי/ביטחוני/סייבר (ממושך) – אם יתממש – צפויה השפעה רבה על היציבות הכלל-משקית, השפעה שתתווסף על זו של התממשות תרחיש הסיכון העיקרי (COVID-19).

כדי לשמור על יציבותה של המערכת הכלכלית והפיננסית ולמנוע היזונים חוזרים שליליים נקטו מדינות רבות, וישראל בתוכן<sup>4</sup>, פעולות מנע (להרחבה ראו תיבה 1). רשויות רגולטוריות וממשלות תמכו במשקי הבית ובחברות באמצעים פיסקליים זמינים, ומיקדו את צעדיהן בהגבלת היקף הכשלים של החברות ומשקי הבית באמצעות דחייה של החזרי חוב, מתן ערבויות ואשראי מובטח. הבנקים המרכזיים הקלו עוד יותר את המדיניות המוניטרית ופעלו להורדת הריביות ולהגברת הנזילות במערכת הפיננסית באמצעים שונים (הזרמת האשראי למערכת הבנקאית, הזרמת מט"ח דרך כלי ה-Swap, רכישת אג"ח ממשלתיות, הקלות רגולטוריות ועוד). בזכות מאמצים אלה המשיכו שוקי ההון והמימון לתפקד, והסנטימנט בקרב הפעילים המרכזיים הראה סימני שיפור. מפקחים ורגולטורים פיננסיים עודדו את הבנקים לבחון בזהירות את תנאי האשראי של לקוחותיהם המתמודדים עם קשיים בשירות החוב בטווחים הבינוניים והקצר (תיבה 1). זאת כדי לעזור להם לגשר על תקופת חוסר הוודאות בפעילות הכלכלית ולהשתמש במאגרי ההון והנזילות הקיימים. כן ננקטה גמישות בתחום הרגולציה ומסגרת החשבונאות כדי לספוג את ההפסדים הצפויים. צעדים אלה היו חיוניים כדי להבטיח כי הזעזוע השלילי הזמני לפונקציית הייצור ולפעילות המשקית לא יתגלגל לנזק ארוך טווח, ונועדו למנוע פגיעה במערכת הפיננסית ובמרקם החברתי.

מאז תחילת הסרתן של המגבלות במרבית המדינות בעולם מחירי הנכסים עלו וקיזזו באופן משמעותי חלק מהירידות, לאחר הירידות התלולות של תחילת השנה. בד בבד עם הסרת המגבלות נקטו צעדי הרחבה מוניטרית, אשר הובילו להקלה משמעותית בתנאים הפיננסיים. פעולות מהירות, נחושות ומגוונות של הבנקים המרכזיים הגבירו את הסנטימנט החיובי ואת תחושת הוודאות בשווקים, כולל במדינות מתפתחות, שבהן הופעלו, לראשונה בהיסטוריה, תוכניות של רכישת נכסים. עם זאת, בתנאי אי-הוודאות הרבה, שעדיין שוררת, נוצר פער בין ההתנהגות הנצפית בשווקים הפיננסיים להתפתחות במגזר הריאלי – תופעה שעלולה להגביר משמעותית את עוצמת הפגיעות הכוללת, ובכך להוות איום על ההיקף והמהירות של ההתאוששות, עם הדעיכה הצפויה בתיאבון לסיכון מצד המשקיעים (GFSR, June 2020). רמות החוב הגבוהות עלולות להיות, לחלק מהלוחים, בלתי ניתנות לניהול, וההפסדים שינבעו מכך עלולים להעמיד במבחן משמעותי את החוסן של המערכת הבנקאית בחלק מהמדינות. עם השגת השליטה על התפרצות הנגיף, על מקבלי החלטות להתמקד בהתאוששות ובריפוי הנזק שנגרם במשבר למאזניים של משקי הבית, של החברות (המגזר העסקי), של המוסדות הפיננסיים ושל הממשלה. הדבר אמור לפעול להגברת העמידות של המערכת הפיננסית, לתמוך ביציבותה ולעודד את הפעילות במשק בכללה.

### 1.3 עיקרי הדברים

מגיפת הקורונה, שהתפרצה במחצית הנסקרת, אתגרה את המערכת הפיננסית באופן קיצוני, אשר נראה מחמיר אף יותר מתרחישי הקיצון<sup>5</sup> שנבחנו במשך שנים במערכת הבנקאית<sup>6</sup>.

בזכות מצבו הטוב של המשק בתחילת המשבר, – שהתבטא בשיעורי אבטלה נמוכים היסטורית, צמיחה מתמשכת מעל לשיעור הצמיחה הפוטנציאלי, רמת עמידות גבוהה של רכיבי המערכת הפיננסית ופיקוח הדוק עליה<sup>7</sup> – המערכת הפיננסית, לעת עתה, מכילה את האירוע וממשיכה לתפקד. אולם חשיבות גדולה נודעת לצורה ולקצב של ההתאוששות מהמשבר. חוסר הביטחון התעסוקתי, שיעורי האבטלה הגבוהים ואי-הוודאות בשוק העבודה יקטינו את ציפיות הציבור לגבי הכנסתם העתידית, ולכן הוא צפוי לצמצם את הביקושים במשק. עושר הציבור, שנשחק כתוצאה מהירידות של מחירי הנכסים הפיננסיים, צפוי אף הוא להשפיע לשלילה על הצריכה הפרטית במשק. ההשקעות של המגזר העסקי, שהיו נמוכות לפני המשבר, לא צפויות להשתפר בעקבותיו, והשפעת ההתפתחויות בעולם על סחר החוץ תמשיך להעיב על המשק הישראלי גם אם זה יתאושש מהר יחסית.

<sup>4</sup> נציין את הצעדים העיקריים שנקט בנק ישראל. בהיבט של המדיניות המוניטרית והיציבות הפיננסית – הזרמת נזילות עד 15 מיליארד דולרים כדי למתן את הלחצים לפיחות חד בשוק מטבע החוץ. תוכנית לרכישת אג"ח ממשלתיות בהיקף של 50 מיליארדי ש"ח כדי להוריד את רמת הריביות במשק. הספקת נזילות שקלית למוסדיים כדי לשמור על התפקוד התקין של השווקים הפיננסיים. הפחתת הריבית ב-0.15 נקודות אחוז לרמה של 0.1%. מתן הלוואות מוניטריות לבנקים בריבית נמוכה בהיקף של 5 מיליארד ש"ח, המותנית במתן אשראי לעסקים קטנים וזעירים. בהיבט של המערכת הבנקאית ושוק האשראי – דחיית מאות אלפי תשלומי משכנתה והלוואות אחרות בכ-6 מיליארד ש"ח. הורדת דרישות ההון ועצירת דיבידנדים כדי לאפשר לבנקים להגדיל את היקף האשראי לציבור בעשרות מיליארדי שקלים. הקלות רגולטוריות וחשבונאיות, שיאפשרו הגדלה של מסגרות אשראי. השחיית הגבלות בציקים ללא כיסוי.

<sup>5</sup> יצויין שתרחיש מגיפה נבחן כבר בעבר במערכת הבנקאית.

<sup>6</sup> אם לא יתרחש גל מגבלות שני בדומה לסגר בגל הראשון – משבר הקורונה, למרות חומרתו, קצר ביחס לתרחישי הקיצון שנבחנו לגבי הבנקים, שהם, כאמור, פחות קיצוניים אך ממושכים יותר. חומרת המשבר תימדד במשך הזמן עד לחזרה של המשק לתפקוד מלא.

<sup>7</sup> ראו דוחות היציבות הפיננסית לשתי המחציות הקודמות (2019,12/2019, 6).

אחת התופעות המעניינות במהלך המחצית הנסקרת היא הפער בין הנתונים המקרו-כלכליים, המעידים על דעיכה בכלכלה הריאלית, שכמותה לא נרשמה בארץ ובעולם זה שנים רבות, לבין ההתאוששות המהירה בשווקים הפיננסיים. על הרקע הזה מתקיים דיון ער בסוגיית צורתה של ההתאוששות (U, V, W או L וכד'). לצורת ההתאוששות, משכה, מהירות הסרתן של המגבלות בארץ ובעולם וקיומו או אי קיומו של גל מגבלות שני, אשר תלויים בעיקר בהתפתחות המגפה, יש השלכות רבות וברורות מאוד על הכלכלה הריאלית. אולם ההתאוששות המהירה יחסית בשווקים הפיננסיים מצביעה על פער לכאורה בינם לבין ההתרחשויות הריאליות. את ההתאוששות הזו ניתן להסביר, במקרה הטוב, באופטימיות של המשקיעים לגבי העתיד, או, במקרה הפחות טוב, ברמות הנזילות החריגות המוזרמות לשווקים על ידי בנקים מרכזיים בעולם התומכות בתפקוד השווקים אך גם מתמרצות תמחור חסר של סיכונים. אם יתמשו תרחישים של המשך התפשטות המגפה וגלי סגר נוספים בעולם ובארץ, לא מן הנמנע שנראה גלי ירידות נוספים במחירי הנכסים, ובמקרה כזה סביר שיהיו תגובות מדיניות נוספות של בנקים מרכזיים וממשלות.

בשלב מוקדם של משבר הקורונה, אי-הוודאות באשר לעוצמת הפגיעה של התפשטות הנגיף חוללה זעזוע משמעותי בדינמיקה של השווקים הפיננסיים, מה שיצר קשיי נזילות בשווקים מרכזיים והעלה חששות כבדים להמשך האספקה הסדירה של אשראי מצד מוסדות פיננסיים. בתגובה נקט בנק ישראל מייד מספר צעדים שנועדו להחזיר את השווקים לתפקוד מלא, להבטיח למוסדות הפיננסיים נזילות ולספק למשקי הבית והעסקים גישה לאשראי. בראייה קצרת טווח ניתן לומר שצעדי בנק ישראל, על רקע צעדים שננקטו בעולם, הצליחו להרגיע חלק גדול מהבהלה בשווקים ולהחזיר אותם לפעילות תקינה (להרחבה על צעדי בנק ישראל ראו תיבה 1, עמוד 49).

### עיקרי הדברים (לפי רכיבי המוניטור):

- הפעילות הכלכלית נפגעה מאוד כתוצאה מהתפשטות נגיף הקורונה, פגיעה שהקיפה את מרבית המגזרים במשק ואת משקי הבית. הממשלה נקטה צעדי מדיניות פיסקלית כדי להקטין את הנזקים למגזר העסקי ולמשקי הבית. במקביל נרשמה ירידה חדה בגביית המסים בגלל הירידה בפעילות. כתוצאה מכך, ומההוצאה הנוספת שנובעת מהפעלת תוכניות סיוע לנפגעים מהמשבר, הגירעון הממשלתי צפוי להגיע בסוף השנה לכ-13 אחוזי תוצר, ויחס החוב לתוצר – ל-77%. בנק ישראל נקט כמה צעדים חריגים, ביניהם רכישות גדולות של אג"ח ממשלתיות, הספקת נזילות במט"ח והשקת תוכנית של מתן הלוואות לבנקים בתנאי שאלה יספקו מקורות מימון לעסקים קטנים.
- רמת האי-וודאות לגבי הסביבה המקרו-כלכלית גבוהה מאוד, וזאת בעיקר בגלל קצב התפשטות הנגיף בגל השני, עומק המגבלות המוטלות על המשק וקצב החזרה לשגרה. תחזיות הצמיחה והאבטלה מתעדכנות בתדירות גבוהה, כפונקציה של החלטות היציאה מהשבתה הן בארץ והן בעולם. על פי תחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל<sup>8</sup> התמ"ג ב-2020 יתכווץ ב-6%, ושיעור הצמיחה ב-2021 יהיה 7.5%. לפי תחזית זו שיעור האבטלה (בקרב גילאי העבודה העיקריים) יעמוד בסוף 2020 על 9%, ובסוף 2021 הוא יעמוד על 6%.
- התפרצות הקורונה הביאה לירידות שיעורים חדות במחירי ניירות הערך הנסחרים בבורסה, ועל אף מגמת ההתאוששות מסוף חודש מרץ מחיריהם לא שבו לרמות שקדמו למשבר. לצד הירידות החדות נרשמו פדיונות גדולים של קרנות נאמנות, ואלו, בתגובה, מכרו בשוק נכסים רבים שנוזלותם מוגבלת. תופעה זו נבלמה בהמשך, בין היתר על רקע הפעולות שנקט בנק ישראל בשווקים. בחיסכון ארוך הטווח, שהוא רוב החיסכון של הציבור, הפדיונות היו זעירים. מחירי הדירות, שהוסיפו לעלות בערב המשבר, יושפעו, בין היתר, ממצב משקי הבית ומהיקפי הפעילות בענף בצל הקורונה.
- בשל הירידה החדה בפעילות העסקית ובתעסוקה בגלל משבר הקורונה עלה הסיכון באשראי העסקי הלא פיננסי (המהווה 68 אחוזי תוצר) ובאשראי של משקי הבית (המהווה 42 אחוזי תוצר). העלייה של הסיכון באשראי העסקי עיקרה במגזרים החשופים יותר למשבר, ובתוכם חברות בתחום הנדל"ן, שחלקן באשראי העסקי גבוה. בדוחות הרבעון הראשון הגדילו הבנקים את ההפרשה להפסדי אשראי לשיעורים של עד 1.42% מתיקי האשראי.
- בעקבות המשבר אישרו הבנקים, בעידוד בנק ישראל, בקשות של משקי בית ועסקים לדחיות בהחזרי הלוואות. בסך הכול נדחו תשלומים בגין אשראי המהווה 14.6% מתיקי האשראי של הבנקים<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> פורסמה ב-6/7/2020. תחזית זו מבוססת על ההנחה שלא יהיה סגר נוסף.

<sup>9</sup> נכון לסוף חודש יוני 2020.



- מערכת הבנקאות הישראלית נכנסה למשבר הקורונה בעמדת פתיחה טובה. תיק האשראי הבנקאי גדל בשנים האחרונות תוך שינוי בהרכבו, שהביא לירידה של סיכוני האשראי. ואולם משבר הקורונה מגדיל את ההסתברות להתממשות סיכון השוק וסיכון האשראי, שמשמעותו פגיעה ניכרת ברווחיות הבנקים ועלייה של ההוצאות להפסדי אשראי. עם זאת, רמת הנזילות של הבנקים הישראליים גבוהה, ונשענת על פיקדונות קמעוניים יציבים ומבוזרים.
  - על פי הערכות חמש חברות הביטוח, בתחום הביטוח הכללי ובתחומי החיסכון ארוך הטווח אין להן חשיפות ביטוחיות ישירות מהותיות למגיפת הקורונה. עם זאת הן צופות, לפי דיווחיהן, הפסד של כ-2% בתיקי הנוסטרו הסחיר שלהן, וההפסד קוזזו כמעט לחלוטין עם העליות בשוקי ההון מאז סוף חודש מרץ.
  - סיכוני הנזילות בשווקים הפיננסיים באו לידי ביטוי במהלך המשבר, כאשר קרנות הנאמנות המנהלות כספים בעלי אופק השקעה קצר מכרו נכסים פיננסיים בהיקפים גדולים – בעיקר אג"ח ממשלתיות ותאגידיות – מול היצע מוגבל של קונים. רכישות אג"ח ממשלתיות על ידי בנק ישראל סייעו במתן נזילות והרגיעו את השוק.
  - הקישוריות במערכת הפיננסית המקומית עלתה מעט: המדדים מבוססי השוק הצביעו על עלייה חדה של הקישוריות במהלך המשבר, אולם בהסתברויות נמוכות מאלו שנצפו במשבר הפיננסי ב-2008. המדדים המבוססים על דוחות כספיים ומידע חשבונאי, ומשקפים את החשיפה הישירה והעקיפה בתוך המערכת הפיננסית, עלו במעט בשנים האחרונות וקרובים לממוצע ארוך הטווח.
  - תרחיש הסיכון העיקרי והממשי הוא התגברות התחלואה, מגבלות תנועה וסגר ועמם החמרה נוספת של הפגיעה בפעילות הכלכלית. עם תוצאותיו של תרחיש זה נמנות פגיעה ביכולת החזר של הלווים, ובפרט של הלוואות שהחזריהן נדחו, צורך בגל תמריצים נוסף מצד הממשלה, שיישומו יוביל להחמרת התמונה הפיסקלית, עלייה נוספת באי הוודאות וגל חדש של ירידות במחירי הנכסים.
- חלקו השני של דוח היציבות מורכב מתיבות, העוסקות בסוגיות נבחרות על רקע המשבר. תיבות אלה מנתחות את מצב הלווים – משקי הבית והמגזר העסקי – את רגישות הבנקים לתרחישים שונים במצב הלווים ואת השפעת המשבר על שוק האג"ח התאגידיות.

### נקודות עיקריות העולות בתיבות אלה:

- ערב משבר הקורונה מצבו הכלכלי של מגזר משקי הבית היה טוב בזכות השיפור הניכר והמתמשך בשוק העבודה ולמרות הגידול של היקף האשראי בשנים האחרונות איכות תיקי האשראי של המלווים הייתה טובה, במיוחד איכות האשראי הבנקאי. המשבר פגע קשות בתעסוקה ובשכר של מועסקים רבים, אך בעיקר של האוכלוסיות החלשות ביותר בשוק העבודה. הפגיעה בכושר ההשתכרות של משקי בית רבים עלולה לסכן את חוסנם ולאתגר את המערכת הפיננסית.
- בשיא המשבר שיקפו מחירי האג"ח הערכה פסימית, שלפיה כרבע מכלל החברות לא יוכלו להחזיר את חובותיהן בהתאם לתנאי האיגרת וייקלעו לכשל. קרנות הנאמנות שהחזיקו ערב המשבר בכשליש משוק אג"ח החברות ספגו במהלך המשבר פדיונות נטו גבוהים, שאילצו אותן למכור אג"ח, וכך להזרים היצע גבוה לשוק, וזה היה בין הגורמים לירידה של מחירי האג"ח. כנגד זאת, גופי החיסכון לטווח ארוך הגדילו את החזקותיהם, אך לא במידה מספקת כדי לקזז את ההיצע מהקרנות. מלבד זאת חברות רבות הכריזו על תוכניות לרכישה חוזרת של אג"ח בסכומים גבוהים, ובכך שלחו לשוק איתות חיובי, אבל רכישותיהן בפועל עד לסוף מאי 2020 הסתכמו בסכום נמוך יחסית. בחודשים מרץ-מאי 2020 הפחיתו שתי חברות הדירוג המקומיות את דירוגן של 23 חברות (כ-12% מהחברות המדורגות ערב המשבר), ורובן הגדול נותר ב'דירוג השקעה' לפי סולם הדירוג המקומי. בעולם בוצעו, באופן יחסי, יותר הפחתות דירוג בתקופה המקבילה. נכון ל-5.7.2020 תשואות האג"ח של כ-23% מהחברות האחרוניות לכ-13% מהערך הנקוב של האג"ח בבורסה בתל אביב היו עדיין ברמה דו-ספרתית. ב-6.7.2020 (לאחר סגירת דוח היציבות הנוכחי) הודיע בנק ישראל כי ירכוש אג"ח קונצרניות בשוק המשני בסכום של 15 מיליארדי ש"ח. באותו היום וביום המחרת עלה מדד תל-בונד 60 ב-2.6%, ומדד האג"ח הקונצרניות הכללי עלה ב-2.5%. בימים שלאחר ההודעה עלו גם גיוסי האג"ח הקונצרניות בשוק הראשוני, ובפרט על ידי חברות לא פיננסיות. (ראו תיבה "ההתפתחויות בשוק אג"ח החברות במהלך המשבר", עמוד 61)

- מהפעלת סימולציות שונות של התפתחות המשבר על דוחותיהן הכספיים של החברות הציבוריות וניתוח דוחותיהן עולות כמה תוצאות: ההסתברות של חברה להיקלע לקשיי תזרים וקשיים בהון בשנת 2020 עולה ככל שהחברה קטנה יותר, ממונפת יותר וככל ששווי השוק היחסי שלה נמוך יותר; כ-70% מתוך 286 החברות הציבוריות שנותחו לא צפויות להיתקל בקושי בתזרים ו/או פגיעה משמעותית בהון בשנת 2020 גם בתרחיש של חזרה לרמת המגבלות המחמירות ששררו במשק בתחילת המגפה; לחברות שצפויות להיתקל בקשיי נזילות או בפגיעה משמעותית בהון בתרחיש המחמיר יש חוב פיננסי בסכום של כ-50 מיליארד ש"ח; שוק האג"ח התאגידיות מתמחר את הסיכונים הנשקפים מגורמי היסוד של החברות כפי שהם עולים מהתחזיות המוצגות בתיבה. (ראו תיבה "ניתוח העמידות של חברות ציבוריות על רקע משבר הקורונה", עמוד 78).
- מבחני רגישות שנערכו לבנקים על סמך תרחישים שונים של הפסדי אשראי מראים כי בתרחיש שחומרתו בינונית (יחסית למצב כיום) המערכת הבנקאית בישראל תישאר יציבה, אך תתקרב ליעדי ההון המינימליים שלה. כן עולות מרכזיות של מגזר משקי הבית ומגזר העסקים הקטנים והבינוניים (ראו תיבה "מבחני רגישות לבנקים בישראל", עמוד 84).
- בעקבות החלטות הממשלה על הגבלת התקהלויות וסגירת עסקים עלה בין 10 במרץ ל-28 באפריל שיעור העסקאות בכרטיס אשראי שבהן הכרטיס פיזית לא מוצג בבית העסק (עסקאות טלפוניות, אינטרנטיות וכד'); הגובה הממוצע של עסקאות רכישה בתשלומים ובאשראי ממנפיק הכרטיס ירד בתקופת המשבר אל מתחת לממוצע שנצפה טרם המשבר. (ראו תיבה "השימוש בכרטיסי חיוב במשבר הקורונה", עמוד 93).

## 2. ערוצי החשיפה לסיכון (מוקדי הפגיעות) – המוניטור ליציבות הפיננסית בישראל

כדי להעריך את עוצמת החשיפות לסיכון במשק (הפגיעות הכוללת) ולהצביע על השינויים שחלים בה אנו משתמשים במוניטור לבחינה של היציבות הפיננסית בישראל. מוניטור היציבות הפיננסית (מפת החום) הוא כלי סטטיסטי הנותן הערכה<sup>10</sup> לרמות פגיעותם של ערוצי החשיפה לסיכון במנעד – מהרמה הנמוכה לגבוהה – רמות המסומנות בצבעים. כלי זה מתבסס בעיקר על מיקום הנתון השוטף ביחס להתנהגות ההיסטורית ארוכת הטווח של האינדיקטורים בכל ערוץ. ניתוח על פי רכיבי העיקריים מלווה בהערכות כמותיות ומבחני חוסן, כגון מבחני קיצון ומעקב מקרו-יציבות. אנו ממשיכים לפתח ולעדכן את המוניטור בהתאם להערכת טיב ביצועיו (יכולת החיזוי שלו), ניתוח של אינדיקטורים חדשים, נתונים וכלים סטטיסטיים. האגף ליציבות פיננסית בבנק ישראל מבצע עדכונים של המוניטור בכל רבעון, מציג את השינויים בסיכונים ובפגיעות של המערכת הפיננסית, ובכך מפנה את תשומת הלב של קובעי המדיניות ושל המשתתפים במערכת לסיכונים ולצורך בנקיטת צעדי מדיניות לשם ויסותם. נדגיש כי המוניטור אינו מספק מסקנות לגבי יציבות המערכת<sup>11</sup>. מסקנות כאלה מצריכות הערכה (שיפוטית), ועליהן להביא בחשבון מערך רחב יותר של מידע כמותי ואיכותי מכפי שניתן לכלול בו.

המוניטור מנתח את הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית על פי הערוצים העיקריים של החשיפה לסיכון, שדרכם מושפעת המערכת, במקרה של התממשות תרחישי הסיכון: הערוץ המקרו-כלכלי והסביבה העולמית שבה פועל המשק הישראלי; ערוץ שוקי הנכסים (הפיננסיים והדירות), האשראי במשק (העסקי והצרכני); הקישוריות בין המוסדות הפיננסיים לבין המגזר העסקי (ערוץ ההדבקה); ערוץ הנזילות. לכל ערוץ חשיפה מוצמדת הערכה של רמת פגיעותו על פי מדרג המסומן בצבעים. הצבע נקבע על סמך ביצועיהם של אוסף אינדיקטורים<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> הרחבה באתר בנק ישראל תחת "חטיבת המחקר": מוניטור ליציבות פיננסית בישראל, נועם מיכלסון וקונסטנטין קוסנקו.

<sup>11</sup> נדגיש כי המוניטור לא נועד לספק הערכה מוקדמת לגבי ההסתברות להתרחשותו של אירוע קיצון כדוגמת המשבר הכלכלי של 2008–2009 או משבר הקורונה (משבר מערכת).

<sup>12</sup> בדוח זה, לראשונה, מפות החום המסכמות המוצגות בערוצי החשיפה מתבססות בעיקר על המוניטור, שהוא, כאמור, כלי המבוסס על מודלים סטטיסטיים והערכות כמותיות. עם זאת, במקרים מסוימים (משברים מערכתיים וכדומה) נדרשת התערבות ידנית כדי לקבל את התמונה העדכנית, הבו-זמנית, של התפתחות הסיכונים במערכת. במקרים אלה ניתן להזין תצפיות קצה (נתון שוטף) עבור האינדיקטורים גם אם תדירות הדיווח אינה תואמת את התדירות (הרבעונית) שנבחרה לשם התצוגה הכללית.

הסיכון הכללי<sup>13</sup> ליציבותה של המערכת הפיננסית בישראל במחצית הראשונה של 2020 גבר, בשל חולשת רכיבי המערכת הכלכלית והידלדלות כריות הביטחון בעטיו של משבר הקורונה. ההערכה של עוצמת החשיפה לסיכון במשק מתבססת על צירוף של עוצמות החשיפה לחמישה ערוצי סיכון עיקריים: המקרו, השווקים, האשראי, הנזילות והקישוריות (פוטנציאל ההדבקה). בחלקים הבאים של המסמך נפרט את הממצאים העומדים מאחורי ההערכה המסכמת<sup>14</sup>. איור 1 מסכם את הערכת האגף הפיננסי בבנק ישראל לגבי רמת היציבות הפיננסית במחצית הראשונה. עוצמתו של הסיכון ליציבות הפיננסית בתקופה זו הוערכה כבינונית- גבוהה.

איור 1 – תהליך ההערכה והניתוח של רמת היציבות הפיננסית



לוח 1: רמת הפגיעות של הערוצים השונים לפי המוניטור<sup>15</sup>

2020:1		2019:2	ערוצי החשיפה/ התקופה
			המקרו
			שווקי הנכסים
			האשראי
			הנזילות
			הקישוריות
			העמידות

עוצמה גבוהה מאוד	עוצמה גבוהה	עוצמה בינונית גבוהה	עוצמה בינונית	עוצמה נמוכה	עוצמה נמוכה מאוד
------------------	-------------	---------------------	---------------	-------------	------------------

<sup>13</sup> הסיכון הכללי הוא רמת הפגיעות הכללית.

<sup>14</sup> עוצמת הפגיעות של ערוצי הסיכון מוצגת על פי עוצמת חומרתה, מהנמוכה ביותר (ירוק כהה) ועד לגבוהה ביותר (בורדו).



<sup>15</sup> המוניטור הוא מפת חום, הכוללת 51 אינדיקטורים לפגיעויות אפשריות במערכת הפיננסית הישראלית. האינדיקטורים מסודרים ומקוטלגים על פי שש קטגוריות סיכון עיקריות (ערוצי הסיכון): המקרו כלכלי, שוק הנכסים, האשראי, הפירעון והמינוף, המימון והנזילות, וההדבקה (לוח 2). הצבעים של מפת החום מבוססים על רמת הפגיעות הנשקפת מכל ערוץ סיכון בהשוואה להיסטוריה ארוכת הטווח שלו (בהתאם למצב האנדיקטורים ועוצמת פגיעותם המרכיבים כל ערוץ). צבע שקרוב יותר לצבע האדום משמעותו פגיעות פוטנציאלית גבוהה יותר, וצבע קרוב יותר לצבע הירוק הכהה מאותת על פגיעות פוטנציאלית נמוכה יותר. הניקוד (הציון) – ובהתאם לכך גם הצבע (הפגיעות) - מחושבים ומתעדכנים בתדירות רבעונית. (להרחבה ראו: נועם מיכלסון וקונסטנטין קוסנקו, "המוניטור ליציבות פיננסית בישראל", סדרת ניירות תקופתיים 2020.02, בנק ישראל). צבע אפור מסמן תצפיות או סדרות שלגביהן אין נתון כמותי, הסדרה לא ארוכה דיה או שהוא עדיין בפיתוח.

לוח 2: המוניטור לציבות הפיננסית בישראל, 1995 עד 2020

All Indicators pdf

Indicator	1995		1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019		2020				
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
MACRO																																																							
Inflation risk																																																							
Fiscal risk																																																							
External balance risk																																																							
Activity																																																							
Global economy risk																																																							
MARKET RISK																																																							
CREDIT RISK																																																							
Household credit risk																																																							
Non-financial sector																																																							
LIQUIDITY AND FUNDING RISK																																																							
SOLVENCY /LEVERAGE RISK (FI)																																																							

## 2.1 הסביבה המקרו-כלכלית – המקומית והעולמית

2020:1	2019:2	הפעילות הריאלית, שוק העבודה והאינפלציה סיכון המדינה (פרמיית הסיכון, דירוג האשראי) המדיניות הפיסקלית הסביבה העולמית
		

הפעילות הכלכלית נפגעה מאוד מהתפשטות נגיף הקורונה. פגיעה זו הקיפה את מרבית המגזרים במשק ואת משקי הבית. הממשלה נקטה מדיניות פיסקלית שנועדה להקטין את הנזקים למגזר העסקי ולמשקי הבית. במקביל נרשמה ירידה חדה בגביית המסים כתוצאה מהירידה בפעילות. לפיכך הגירעון הממשלתי צפוי להגיע בסוף השנה לכ- 12 אחוזי תוצר, ויחס החוב לתוצר – ל-75%. בנק ישראל נקט כמה צעדים חריגים, ביניהם רכישות גדולות של אג"ח ממשלתיות והספקת נזילות במט"ח. רמת אי-הוודאות לגבי הסביבה המקרו-כלכלית גבוהה מאוד והיא נובעת בעיקר בגלל קצב התפשטות הנגיף בגל השני, עומק המגבלות המוטלות על המשק וקצב החזרה לשגרה. על רקע זה תחזיות הצמיחה והאבטלה מתעדכנות בתדירות גבוהה, ועל פי תחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל (שפורסמה ב-6 ליולי) התמ"ג ב-2020 יתכווץ ב-6%, ושיעור הצמיחה ב-2021 יהיה 7.5%. זאת בהנחה שלא יהיה סגר נוסף.

### 2.1.1 הסביבה המקומית

#### הפעילות הריאלית

מגיפת הקורונה התחילה לבוא לידי ביטוי בשווקים ובפעילות הכלכלית בישראל במחצית השנייה של חודש פברואר. בתוך זמן קצר נרשמו ירידות חדות של מחירי הנכסים הפיננסיים, ובהמשך, בעקבות המגבלות שהוטלו וחששות ממשיים מהמגיפה, נפגעה קשות גם הפעילות הכלכלית. לפיכך עודכנו התחזיות הכלכליות בחדות כלפי מטה, ועלתה מאוד רמת אי-הוודאות.

לפי האומדן השני של נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון, התמ"ג התכווץ ב-6.8%, והתמ"ג העסקי – ב-8.5% (במונחים שנתיים; איור 2). צמיחת התוצר הושפעה בעיקר מסגירת המשק בשבועיים האחרונים של הרבעון, ובמידה קטנה הרבה יותר – מהקדמה של רכישת מכוניות לדצמבר 2019, כתגובה להעלאת המס שהייתה צפויה בתחילת 2020. רכיבי הצמיחה מצביעים על התכווצות של 20.2% בצריכה הפרטית על מרבית רכיביה (למעט עלייה קטנה בשירותי הדיור והאצה של 6.9% בצריכת מזון). יבוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים, ביטחוני ואו"ם) התכווץ חדות ב-32.1%. כנגד זאת התרחב ב-2.9% יצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים והזנק), בהשפעת תחילתו של יצוא גז ממאגר "לויתן".

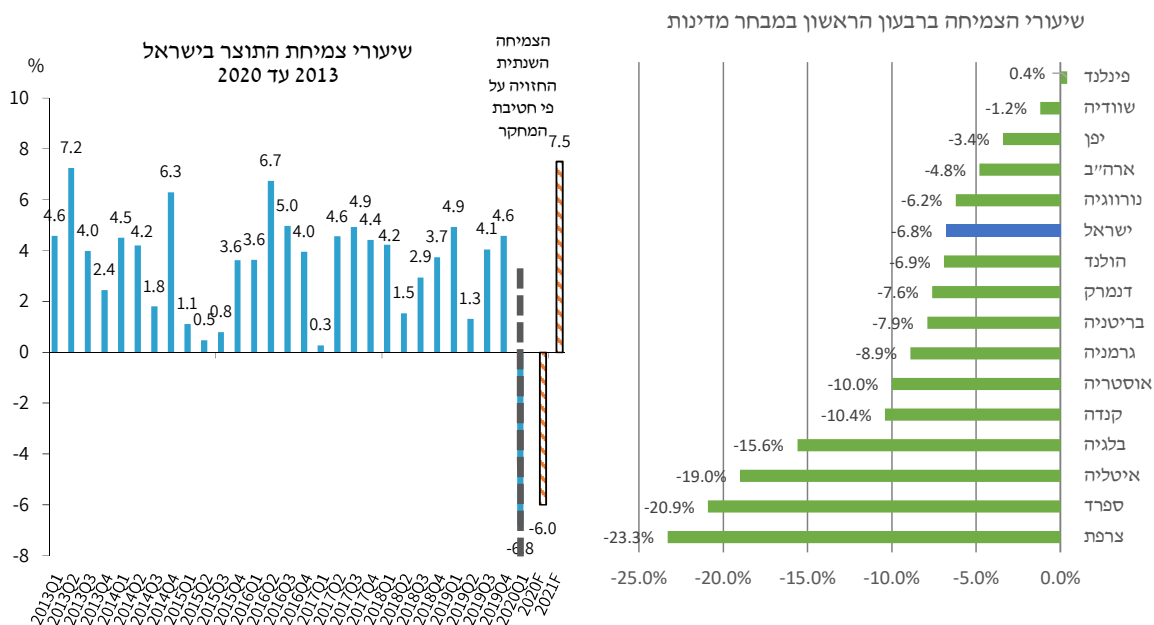
בעקבות המשבר נרשם זינוק חד במספר העובדים שהוצאו לחל"ת. לפי נתוני סקר כוח האדם מספר המועסקים הנעדרים זמנית מהעבודה זינק מ-167 אלף איש בחודש פברואר ל-894 אלף במרץ ול-1.5 מיליון באפריל (איור 3), דהיינו 39% מכלל המועסקים, וירד לכ-800 אלף במאי. השיעורים הגבוהים ביותר של נעדרים זמנית נמצאו בענפי הבידור והפנאי, החינוך ושירותי האירוח והאוכל.

במחצית השנייה של אפריל החלה הממשלה בסדרת הקלות במגבלות על הניידות, הפעילות העסקית ומערכת החינוך, ואלה הביאו לירידות משמעותיות של שיעור ההשבתה בפעילות ובתעסוקה. אינדיקטורים מהירים שנדגמו מחודשי השיא של המשבר, כגון הרכישות בכרטיסי אשראי, מדדי ניידות<sup>16</sup>, צריכת חשמל וסקרים מהירים של הלמ"ס, מלמדים על הצניחה בפעילות הכלכלית, ובהמשך על התאוששות מתמשכת בפעילות של חלקים מהמשק מאז תחילת ההקלות וכתלות בהן. לפי הערכת חטיבת המחקר היקף ההשבתה של המשק, שעמד בשיא המשבר על כ-36% מהפעילות, הצטמצם לכ-12% ביוני.

<sup>16</sup> ראו פרסום בבנק ישראל מ-10/5/2020 (בדף ההודעות לעיתונות): ניתוח מיוחד של חטיבת המחקר בבנק: תובנות כלכליות ראשוניות ממדדים לשינויים בדפוסי הניידות בישראל.

**ירידה חדה בצמיחת התמ"ג ברבעון הראשון בישראל ובמדינות אחרות. צפי להתכווצות ב 2020 ובהנחות מסויימות, תחזית להתאוששות ב-2021.**

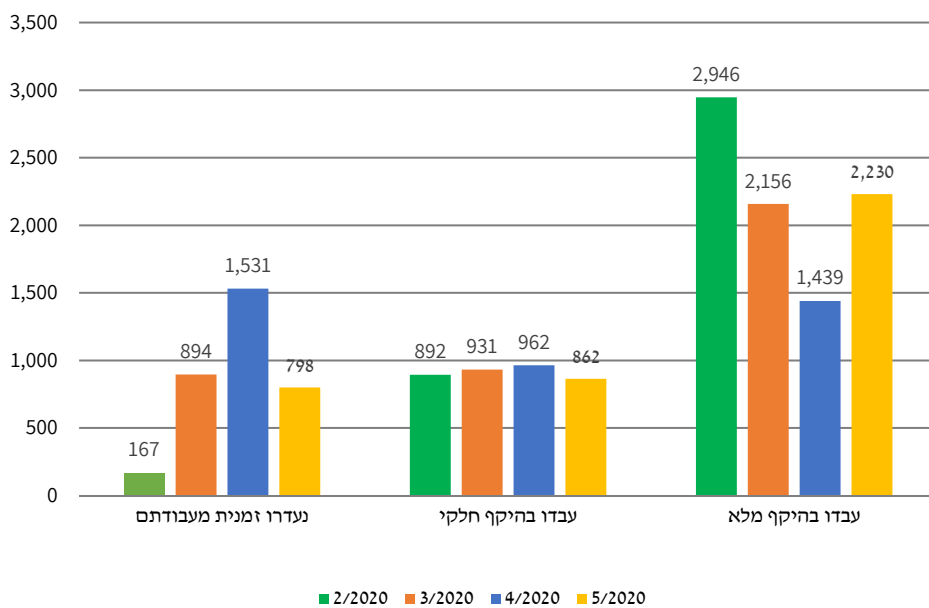
**איור 2**  
שיעור צמיחת התוצר בישראל ובמבחר מדינות<sup>1</sup>, 2016 עד 2020 (נתון הרבעון הראשון של 2020 הוא במונחים שנתיים).



1 בהשוואה בין המדינות צריך לשים לב שהתפשטות הנגיף שונה בין המדינות, לא כולן נכנסו לסגר באותו זמן, וחלקן אף נקטו מדיניות שונה של סגר או לא הטילו סגר כלל.

**כמחצית העובדים שעבדו בהיקף מלא בפברואר נאלצו להקטין את היקף עבודתם באפריל. התאוששות מסויימת במאי.**

**איור 3**  
שוק העבודה, פברואר עד מאי 2020 (אלפים, על סמך סכ"א)



אי-הוודאות הרבה לגבי התנהגות הציבור במציאות החדשה יחד עם אי-ודאות אפידמיולוגית גבוהה אף יותר, מקשות מאוד על עריכת תחזיות כלכליות. התוצאה היא תחזיות כלכליות שהתעדכנו בשיעורים משמעותיים ובתדירות גבוהה בארץ ובעולם. לפי תחזית חטיבת המחקר מ-6.7.2020 התוצר צפוי להתכווץ ב-2020 ב-6%, וב-2021 הוא צפוי לצמוח ב-7.5%. כל זאת בהנחה שהמשק יהיה בתהליך התאוששות מדורג תחת מגבלות של ריחוק חברתי אך ללא סגר נוסף. למרות שיעור הצמיחה הגבוה החזוי ל-2021 הרי ביחס לתוואי החזוי לפני המשבר מדובר בפעילות נמוכה יותר בכ-4%. לפי תחזית זו שיעור האבטלה יעמוד על 9% בסוף 2020, ובסוף 2021 הוא יעמוד על 6%.

### התמונה הפיסקלית

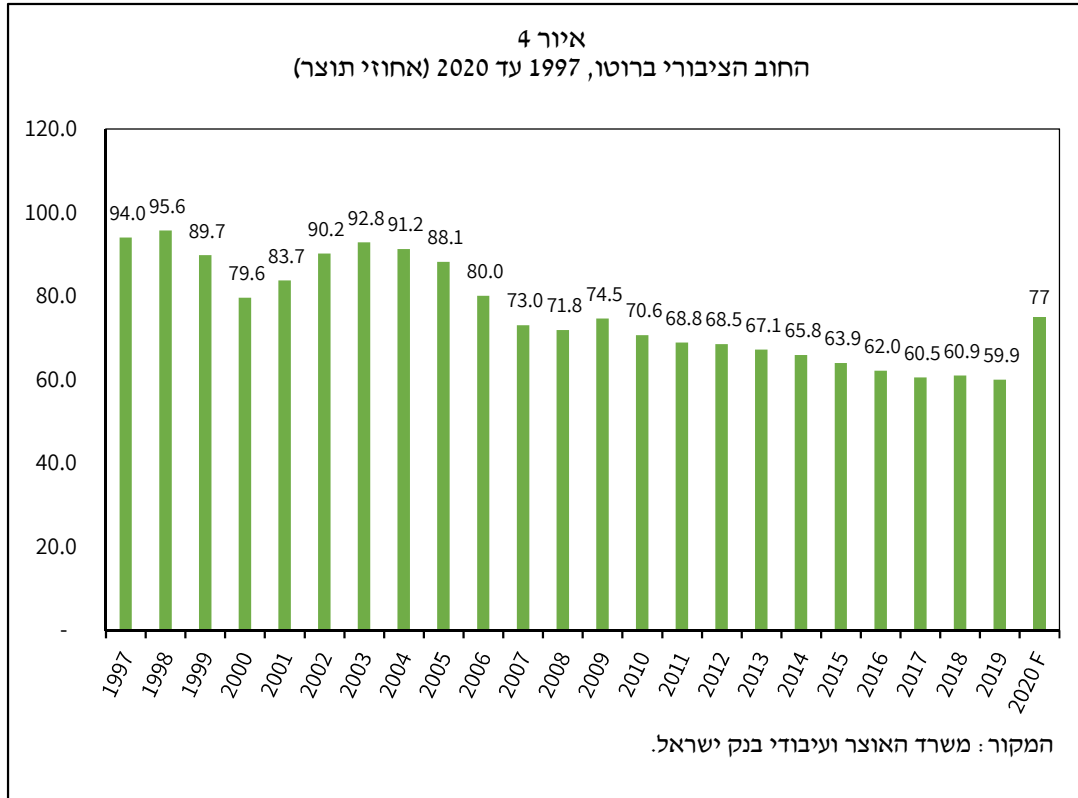
רוב הרכיבים בסביבה המקרו כלכלית היו, כאמור, במצב טוב יחסית כשהחל המשבר הפיננסי, אולם הרכיבים הקשורים למדיניות הפיסקלית ולסביבה הפוליטית היו פחות טובים. אף שבשנים האחרונות שיעור הצמיחה היה מעל לשיעורה הפוטנציאלי, הגירעון ב-2019 עמד על כ-4%, בין הגבוהים במדינות המפותחות, וזאת, בין היתר, בשל גירעון מבני, שתרים לחריגה מתקרת הגירעון, העומדת על 2.9%. נוסף על כך המשבר פרץ לאחר תקופה ארוכה של חוסר ודאות פוליטית – שלוש מערכות בחירות, תקופה ממושכת של ממשלת מעבר<sup>17</sup> והעדר תקציב מאושר מתחילת 2020. רק באמצע מאי הוקמה ממשלה, שהוגדרה כממשלת חירום לאומית, וניצבים בפניה אתגרים תקציביים ומשבר חמור.

עם היוודע ממדיו של משבר הקורונה התחילה הממשלה בגיבוש והפעלה של תוכנית להתמודדות עמו, שהורחבה פעמיים בהמשך. ההיקף של שני השלבים הראשונים הוא כ-100 מיליארדי ₪, שכוללים הוצאות ישירות בסך של 43.6 מיליארדי ש"ח, 14.6 מיליארדי ש"ח תשלומי דמי אבטלה על ידי המוסד לביטוח לאומי ו-41.5 מיליארדי ש"ח אשראי וערבויות מדינה. כמו כן, נרשמה בתקציב המדינה זקיפה תקציבית בגין ערבויות הממשלה לאשראי שהוקצה לעסקים באמצעות הבנקים.

בחודש יולי הממשלה אישרה רשת ביטחון למובטלים, לעצמאים ולעסקים קטנים. זאת מתבססת על הארכת דמי האבטלה עד יוני 2021, או עד שיעור האבטלה ירד ל-7.5%; מענקי דו-חודשיים לעצמאים שהכנסותיהם נפגעו, ומענקים לעסקים קטנים ובינוניים שנפגעו בצורה חמורה במשבר בגין הוצאותיהם הקבועות והפסד רווחים. הממשלה גם הכריזה על מענק של כ-7 מיליארדי ₪ לכל אזרחי המדינה (למעט קבוצה קטנה) ועל כוונתה להציג תכנית להאצת הצמיחה במשק ועידוד הביקושים. עד סוף יולי 2020 לא החלו הדיונים בממשלה לאישור תקציב המדינה, על הרקע הזה, גברה אי הוודאות הפוליטית.

ההשפעה השלילית של המשבר על הפעילות הכלכלית באה לידי ביטוי גם בירידה חדה של הכנסות הממשלה ממסים, וביחס לתוואי שהיה חזוי על ידי האוצר ההכנסות נמוכות בכ-24 מיליארד ש"ח מתחילת השנה ועד יולי. סך הכנסות הממשלה ממיסים בחודשים ינואר – יולי 2020 הסתכמו ב-176 מיליארדי ש"ח, קיטון ריאלי של 6% לעומת ההכנסות בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון המצטבר של הממשלה ב-12 החודשים המסתיימים במאי הסתכם ב-7.2 אחוזי תוצר, והגירעון השוטף צפוי להגיע בסוף 2020 לכ-13 אחוזי תוצר. הגירעון הגבוה בתחילת המשבר ועלייתו החדה בעקבות המשבר הובילו לעלייה חדה של יחס החוב לתוצר, וזה צפוי לזנק ל-77% בסוף שנת 2020 לעומת סוף 2019 (איור 4). כדי לממן את העלייה החריגה של ההוצאות בחודשים מרץ-יולי גייסה הממשלה כ-42 מיליארדי ש"ח בישראל וכ-46 מיליארדי ש"ח בחו"ל. יחס הכיסוי בגיוסים בישראל עמד על 5.44, ונראה שהשוק המקומי סופג היטב את העלייה בגיוס הממשלתי. במסגרת הגיוסים בחו"ל גייסה הממשלה אג"ח ל-100 שנה בסכום של כמיליארד דולרים בתשואה של כ-4.5%. (התשואה על אג"ח ל-30 שנה של ממשלת ישראל שנסחרת בישראל עמדה בתקופה שבה בוצעה ההנפקה בחו"ל על כ-2.1%).

<sup>17</sup> כך, למשל, בהעדר ועדות בכנסת היה קושי במימוש מהיר של החלטות ממשלה.



#### האינפלציה והמדיניות המוניטרית

מגמת הירידה בסביבת האינפלציה נמשכת, והיא התחזקה בגלל המשבר, בעיקר על רקע הירידה של מחיר הנפט. ב-12 החודשים שהסתיימו במאי ירדו המחירים ב-1.6%. הציפיות לאינפלציה לשנה מכל המקורות נמוכות מיעד האינפלציה. לפי תחזית חטיבת המחקר, האינפלציה במהלך שנת 2020 צפויה להסתכם ב-1.1%, ובמהלך ארבעת הרבעונים הקרובים (מהרבעון שלישי של 2020 עד לרבעון השני של 2021) היא צפויה לעמוד על -0.1%. בעקבות המשבר האינפלציה צפויה להיות נמוכה, כתוצאה מהפגיעה בביקושים, ובעיקר מהירידה החדה של מחיר הנפט וסחורות אחרות, מהאבטלה והשפעתה על השכר, ומריסון מסוים של קצב עליית שכר הדירה. כמו כן מעריכה חטיבת המחקר שריבית בנק ישראל ברבעון השני של 2021 תהיה בתחום 0%–0.1. על פי ציפיות שוק ההון הריבית בעוד שנה תעמוד על 0.1%, ועל פי ממוצע החזאים – על 0.05%.

לצד הריבית מפעיל בנק ישראל כלי מדיניות נוספים כדי לתת מענה לצורכי הנזילות של המשק ולמתן את עליית התשואות בשוק האשראי, הן במטבע מקומי והן במט"ח. בנק ישראל אינו חריג בהפעלת כלים מוניטריים לא שגרתיים. שיעורי אינפלציה נמוכים ששררו למשך זמן רב יחסית לפני המשבר ובמהלכו אפשרו לבנקים מרכזיים להשתמש בכלים העומדים לרשותם בעוצמה רבה יחסית. לאחר שבמשבר 2008 עבר זמן עד שהבנקים המרכזיים התחילו בהפעלה של כלים מוניטריים לא שגרתיים, הרי במשבר הנוכחי ארגז הכלים המוניטריים כבר היה מוכן, וכולם נשלפו ממנו במהירות רבה ובעוצמה חזקה יותר. במסגרת הכלים הללו הופחתו הריביות הנמוכות ממילא, נרכשו אג"ח ממשלתיות<sup>18</sup> בהיקפים עצומים, ובארה"ב, למשל, נרכשו גם אג"ח חברות בדירוג נמוך. הסיוע שבנקים מרכזיים נתנו לממשלותיהם התבטא, כאמור, ברכישות מסיביות של אג"ח ממשלתיות בסכומים גדולים יותר מאשר במשבר 2008.

<sup>18</sup> על הפעילות של בנק ישראל בתחום זה ראו מסמך שפורסם בהודעת בנק ישראל מ-3/6/2020: "ניתוח חטיבת המחקר: השפעת התערבות בנק ישראל בשוק האג"ח הממשלתי בשיא המשבר". כמו כן, ראו את נאום נגיד בנק ישראל פרופ' אמיר ירון בכנס האגודה הישראלית לכלכלה ב-15/6/2020 (באתר בנק ישראל תחת "הודעות לעיתונות") ותיבה 1 בדוח זה.

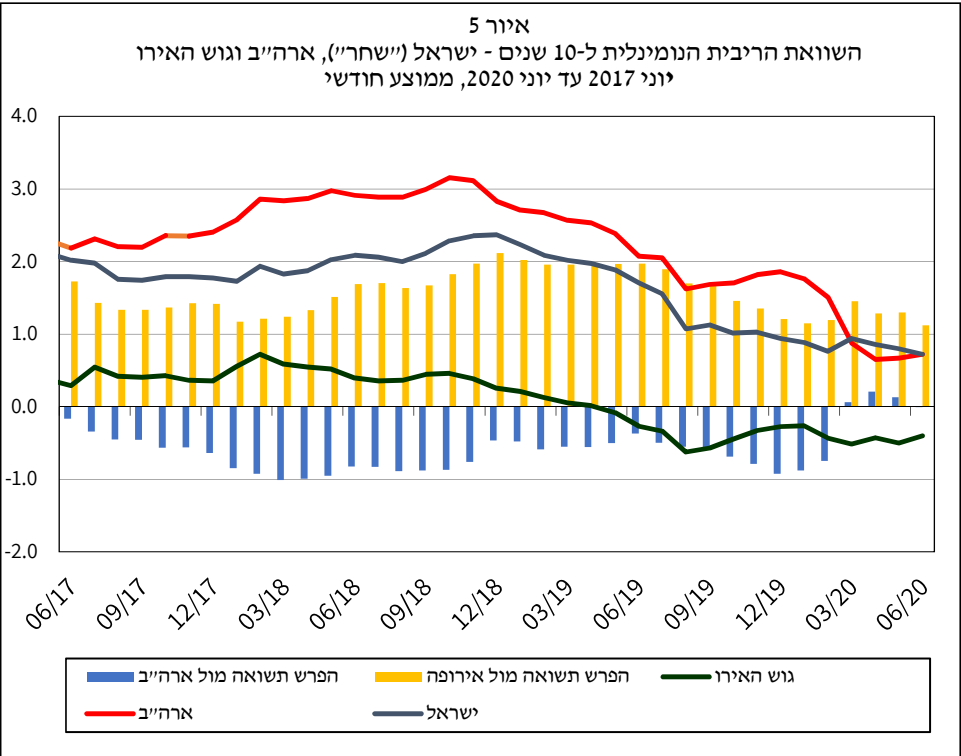


**סיכוני אשראי של המשק**

חברת הדירוג Moody's אמנם הותירה את הדירוג ללא שינוי, אך הורידה את אופק הדירוג מ"חיובי" ל"נייטרלי". מה שהטריד במיוחד את חברת הדירוג הוא, כנראה, ביצועי התקציב של הממשלה, ובתוכם הגירעון, שהגיע ל- 4%. בהודעתה ציינה החברה כי מדיניות התקציב של ישראל אינה מאופיינת בעמידות הנדרשת ממדינות בדירוג דומה. לעומתה הותירה חברת הדירוג S&P את הדירוג של ישראל ברמה AA- עם תחזית יציבה, ללא שינוי ביחס להחלטה הקודמת. בהודעתה על אשרור הדירוג מציינת S&P לחיוב את תנאי הפתיחה הטובים של המשק בכניסה למשבר, את צעדי המדיניות הפיסקליים והמוניטריים, שיסייעו למשק להתאושש מהמשבר, את מגזר ההייטק בישראל, את המערכת הבנקאית החזקה ואת הקמת הממשלה, שמסיימת תקופה ארוכה של אי-ודאות ומחזירה את היכולת לנקוט צעדים משמעותיים ארוכי טווח. כנגד זאת, המגבלות העיקריות לדירוג נותרו יחס החוב לתוצר של הממשלה והסיכונים הגיאוגרפיים.

מאחר שמדובר במשבר עולמי, העלייה החדה של חוב הממשלה ביחס לתוצר אינה ייחודית לישראל, ולכן נראה כי עלייה זו מתקבלת בסלחנות יחסית על ידי חברות הדירוג והשווקים. התשואות על אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים עלו מעט בעקבות המשבר, אך ירדו בהמשך – ככל הנראה בגלל הכרזת בנק ישראל על הפעלת תוכנית לרכישת אג"ח בסכום של 50 מיליארד ש"ח ובהשפעת הכרזה של ה-Fed על רכישות מסיביות של אג"ח בארה"ב. לראשונה מזה זמן רב פער התשואות בין אג"ח ל-10 שנים של ממשלת ישראל למקבילתה בארה"ב חיובי (איור 5). פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא משתקפת ב-CDS ל-5 שנים, עלתה בעקבות משבר הקורונה. עלייה בפרמיה נרשמה בכל המדינות שבקבוצת הייחוס של ישראל מבחינת דירוג האשראי.

**התשואות על אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים עלו מעט בעקבות המשבר, אך ירדו בהמשך. ישראל ל-10 שנים עלו מעט בעקבות המשבר, אך ירדו בהמשך.**



2.1.2 הכלכלה העולמית

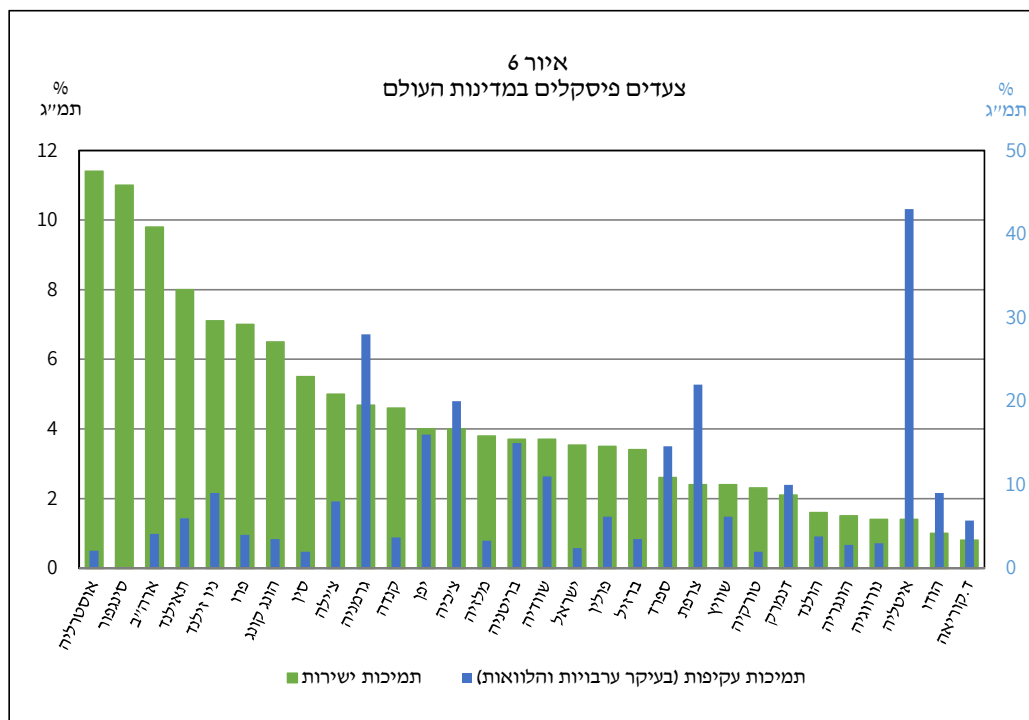
תחילת השנה אופיינה באופטימיות יחסית, ובמומנטום חיובי בכלכלה, שנתמך בהתפתחויות חיוביות בתחום הפוליטי<sup>19</sup>, קרן המטבע הבינ-לאומית (ה-IMF)<sup>20</sup> אמנם הנמיכה את תחזית הצמיחה, אך צפתה סימנים ראשוניים להתייצבות בפעילות. אולם מגפת הקורונה שהתפרצה בסין והפיכתה למגיפה גלובלית בסוף הרביע הראשון של השנה הביאה לתפנית חדה בפעילות הכלכלית ולמיתון חסר תקדים. לעת עתה המגפה מוסיפה להתפשט. מספר נשאי המחלה המזוהים עומד על כ-11 מיליון נפשות (נכון לתחילת יולי 2020), ומספר קורבנותיה עולה על חצי מיליון.

התפשטות המגפה הניעה מדינות רבות להפעיל צעדי "ריחוק חברתי". צעדים אלו, ובכללם הגבלות על תנועה והתכנסות, סגירה (חלקית או מלאה) של מערכת החינוך ומגבלות על התחבורה הציבורית והפעילות הכלכלית, הביאו על הכלכלה הגלובלית מיתון עמוק<sup>21</sup> והגבירו מאוד את הסיכון הפיננסי.

באפריל פורסמה תחזית האביב של ה-IMF, ובה צפי להתכווצות של 3% בפעילות הכלכלית (לעומת התכווצות של 0.1% ב-2009) בהובלת אירופה, ארה"ב ויפן. אולם לקראת סוף יוני פורסמה תחזית חדשה, שלפיה הכלכלה הגלובלית תתכווץ השנה ב-4.9%. הסחר העולמי מוסיף להתכווץ, ומדדים מקדימים מצביעים על המשך המגמה השלילית.

לעת עתה קשה להעריך את היקף הפגיעה הכולל של המגיפה בפעילות הכלכלית, משום שזו תושפע מאוד מאופן התפשטותה של המגיפה, מצעדי התגובה הממשלתית ומהתפתחויות רפואיות, ובראשן מציאת חיסון למחלה.

הפגיעה הכלכלית העצומה הניעה את הממשלות ואת הבנקים המרכזיים לנקוט צעדים חסרי תקדים כדי לתמוך בכלכלה ולמנוע קריסה מסיבית של העסקים. ממשלות רבות נקטו צעדים פיסקליים (איור 6) בהיקף ללא תקדים, ואלה העיקריים שבהם: תמיכות במובטלים ומענקי תעסוקה, הלוואות ומענקים לעסקים, העברות כספיות למערכת הבריאות, ובמספר מדינות – בכללן ארה"ב ויפן – העברות כספיות ישירות לתושבים (Helicopter money). צעדים אלו צפויים להביא לגידול משמעותי של הגירעון ולעלייה חדה של יחסי החוב לתוצר במדינות, דבר שעלולות להיות לו השלכות ארוכות טווח על



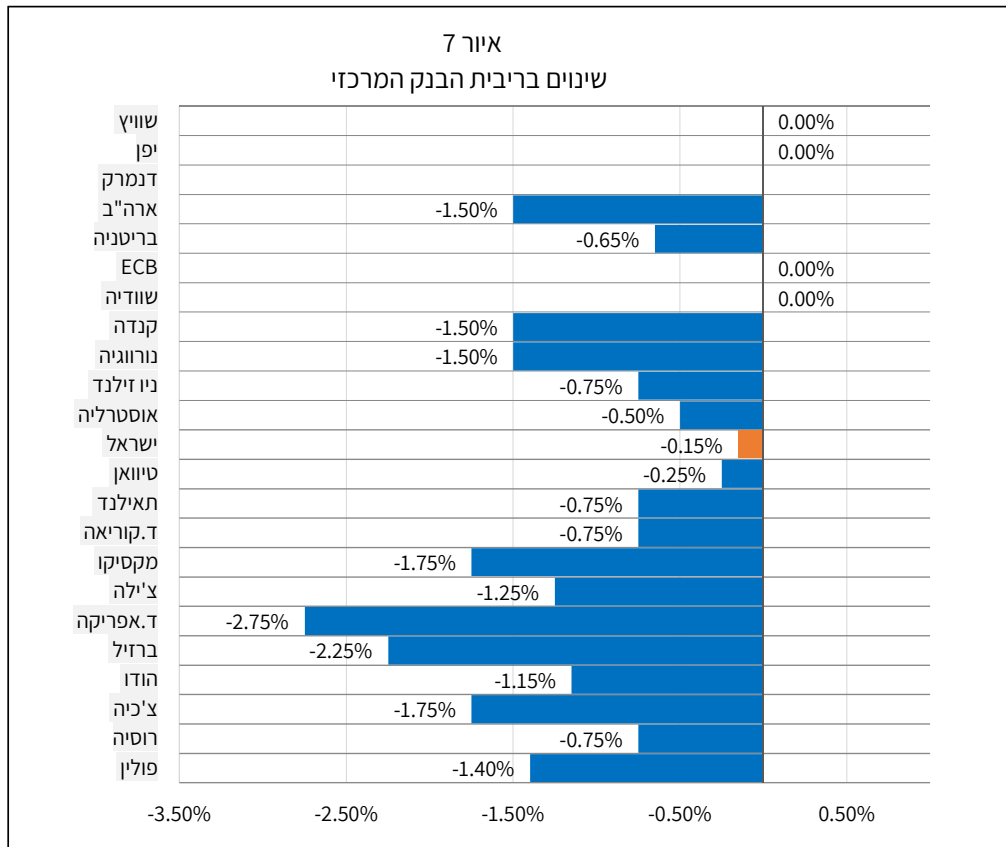
<sup>19</sup> חתימה על הסכם שלב ראשון במלחמת הסחר בין ארה"ב לסין ויציאה רשמית של בריטניה מהאיחוד האירופי.

<sup>20</sup> WEO January 2020.

<sup>21</sup> על פי הערכת ה-OECD סגר (חלקי או מלא) עלול להקטין את הפעילות הכלכלית בכ-30% בזמן החלתו.

המדיניות הפיסקלית, ועל הצמיחה הגלובלית. בהקשר זה חשוב לציין כי סביבת האינפלציה הנמוכה צפויה להקשות (במיוחד על המדינות המפותחות) לשחוק את החוב<sup>22</sup>. עליית רמתו הגלובלית צפויה להיות גבוהה, ומוקדם עדיין להעריך את ההשלכות של המצב החדש.

הצעדים הנחרצים שנקטו הרשויות מסייעים לעסקים ולמשקי הבית להתמודד עם המשבר, אך ישנו חשש מגל של פשיטות רגל לאחר שהשפעתם של צעדים אלו תתפוגג. כנגד זאת, ניסיון העבר מלמד שחשש זה יכול להניע את הרשויות להמשיך בצעדים תומכים לאורך זמן רב באופן שעלול לשבש את תמחור הסיכונים ולהביא לעיוותים בהקצאת ההון.



צעדים חסרי תקדים ננקטו גם בחזית המוניטרית. הבנקים המרכזיים הורידו את הריבית (איור 7) בחלק ניכר מהמקרים בישיבות שלא מן המניין, ונוקטים מגוון של כלים נוספים כדי לתמוך בכלכלה; ביניהם: הרחבה כמותית בחלק מהמדינות ללא מגבלת כמות, תוכניות לשליטה על עקום הריביות, מימון זמני של הגיוסים הממשלתיים, הקלות בדרישות ההון מהבנקים המסחריים, תוכניות אשראי וערבויות, הספקת מימון מוזל לבנקים, המותנית בהעמדת אשראי לגופים לא פיננסיים<sup>23</sup>, הספקת נזילות במטבע מקומי ובדולרים והרחבה משמעותית של היקף הביטחונות הכשירים ומגוונם.

פעילויות אלו הביאו לגידול משמעותי במאזנייהם של הבנקים המרכזיים (איור 8), והמאזן המצרפי שלהם צפוי להמשיך ולגדול בחדות להיקף חסר תקדים, ובקצב מהיר בהרבה מזה ששרר בזמן המשבר הפיננסי הגלובלי.

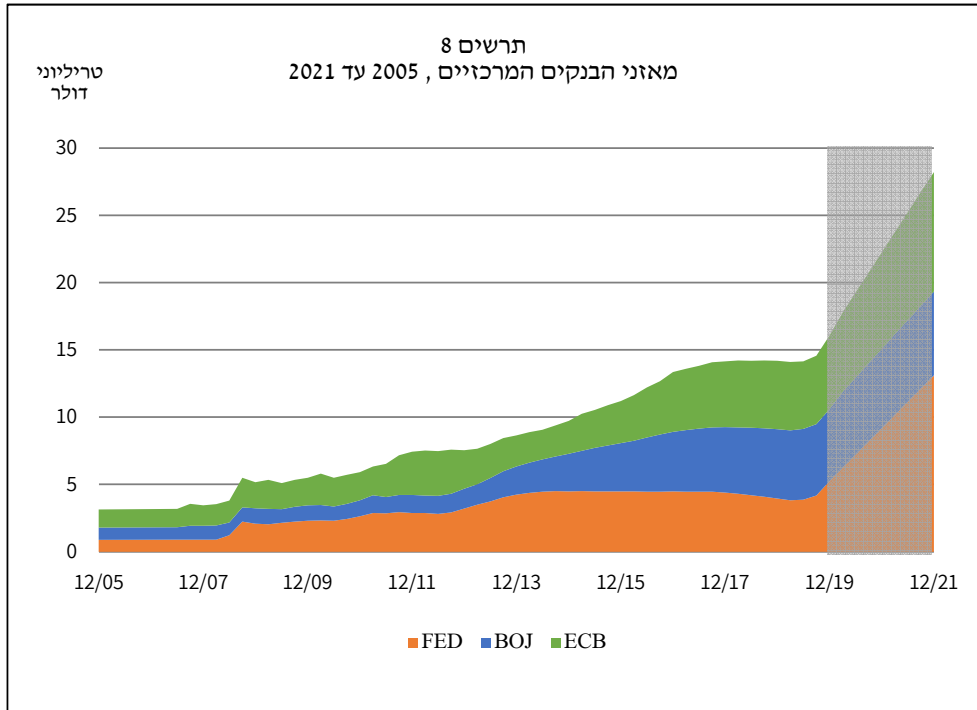
צעדים אלו הביאו לשיפור ולהקלה מסוימת בתנאים הפיננסיים. זאת במיוחד בארה"ב, שבה שיעור הריבית המוניטרית היה גבוה יחסית למדינות המפותחות, דבר שאפשר לה להוריד את הריבית הקצרה ביותר מ-150 נ.ב. עם זאת, במרבית המדינות תנאים הפיננסיים נותרו הדוקים יותר מאשר בשנים האחרונות.

<sup>22</sup> האינפלציה ועמה גידול האוכלוסייה והפריון היו הגורמים העיקריים שהביאו לירידה של יחס החוב לתוצר בבריטניה ובארה"ב לאחר מלחמת העולם השנייה.

<sup>23</sup> TLTRO.

הצמצום בביקושים על רקע המיתון העמוק וירידת מחירי הסחורות הביאו לירידה משמעותית באינפלציה, וזו התרחקה מיעדי הבנקים המרכזיים. הציפיות הארוכות לאינפלציה ירדו גם הן, דבר העשוי לשקף חששות מהתאוששות איטית של הביקושים בשל הפגיעה בכלכלה.

מאזן הסיכונים לצמיחה העולמית ממשיך לנטות כלפי מטה. בראש הסיכונים גל שני במגיפה, קריסה של חברות על רקע המצב הכלכלי וסיכון גיאו-פוליטי, בעיקר בין ארה"ב לסין ובתוך אירופה.



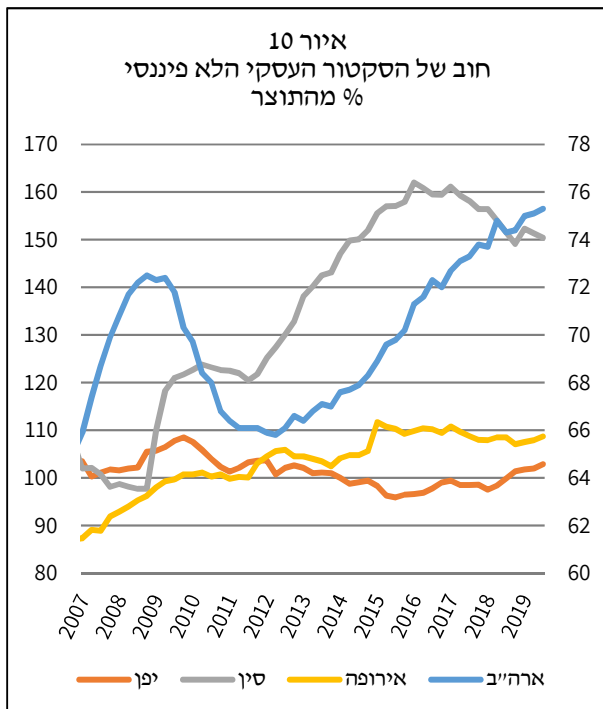
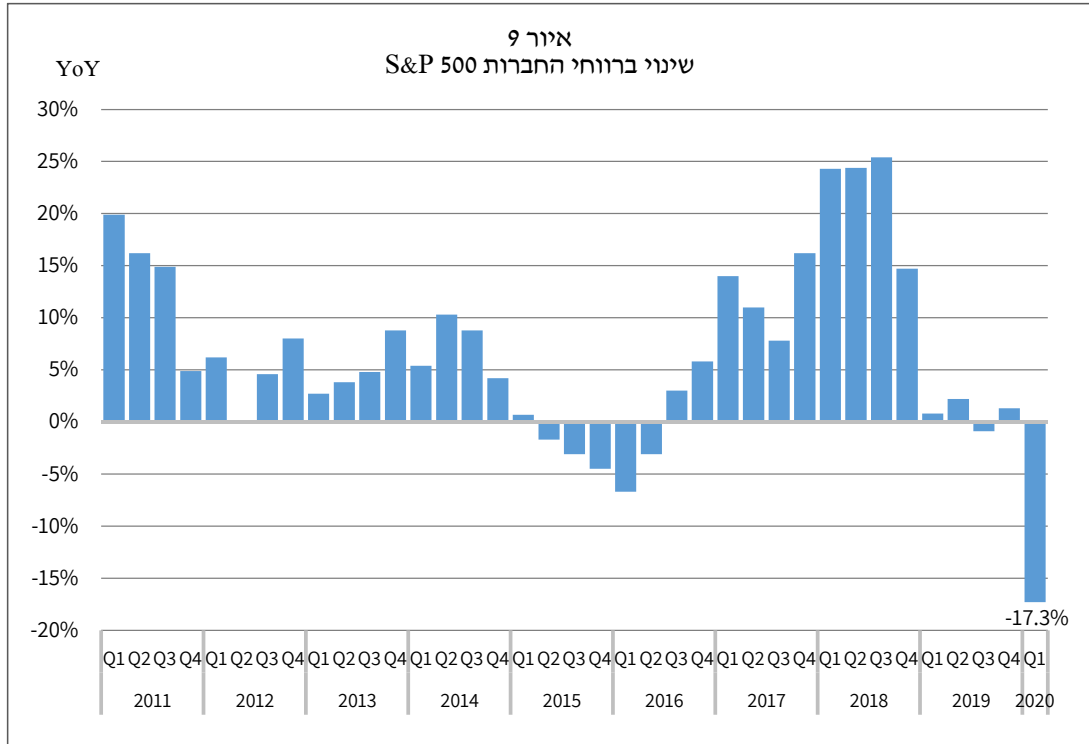
### 2.1.3 השווקים העולמיים

להתפרצות המגיפה בסין בתחילת השנה הייתה השפעה מועטה על השווקים הפיננסיים, אולם החל מאמצע פברואר – עם התפשטות המגיפה מחוץ לסין, ובמיוחד למדינות המערב – שערי המניות קרסו, מרווחי האג"ח הקונצרניות התרחבו מאוד, הדולר התחזק, והתנודתיות בשווקים עלתה עלייה חדה, כפי שמשקף במדד ה-VIX.

החששות מההאטה הכלכלית, שהביאו לבריחה אל נכסים בטוחים, וההרחבות הכמותיות המסיביות שנקטו בנקים מרכזיים הביאו לירידה של תשואות האג"ח. יתירה מכך, התנועה המהירה של המשקיעים מנכסים מסוכנים וארוכים לנכסים בטוחים בעלי מח"ם נמוך ונזילות גבוהה הביאה ללחצים חריגים מאוד בשווקים רבים, ובכללם בשוקי המט"ח, האג"ח הממשלתיות והשוק הבין-בנקאי ברחבי העולם. בתגובה השיקו בנקים מרכזיים רבים תוכניות להגברת הנזילות בשווקים המקומיים ובמט"ח.

הצעדים הנחרצים מצד הרשויות וכן תחילתה המסתמנת של מגמת הקלה בבידוד חברתי הביאו לשינוי מגמה בשווקים הפיננסיים: שערי המניות עלו, בהובלת חברות הטכנולוגיה הגדולות, המרווח הקונצרני הצטמצם, והדולר נחלש. חשוב לציין ששערי המניות עלו אף על פי שהכנסות החברות הצטמצמו (אזור 9), הרווח למניה ירד, וירדו גם הציפיות לרווחים העתידיים. הדבר הביא לגל של הורדות דירוג, המשקפות עלייה בסיכון הפיננסי של החברות, ולהתגברות החששות כי נוצר נתק בין מחירי הנכסים ל"שוויים".

לפי הערכות של קרן המטבע, הסיכון העיקרי בטווח הקצר הוא החרפה נוספת בתנאים הפיננסיים, שתפגע ביכולת המימון של החברות, במיוחד במוקדי החולשה. בטווח הבינוני הסיכון העיקרי הוא פגיעה בחוסנה של המערכת הבנקאית העולמית על רקע סביבת הריבית הנמוכה. עם זאת נדגיש כי זו נכנסה למשבר הנוכחי במצב טוב יותר ממצבה בעת כניסתה למשבר הפיננסי של 2008–2009 (GFC).



עם התגברות החששות ממחלת הקורונה נרשמו, כאמור, יציאות הון מנכסים מסוכנים, דבר שהביא להתרחבות מרווחים<sup>24</sup> ולקשיי נזילות<sup>25</sup>. התגברות מחודשת של החששות על רקע התגברות של המגיפה או גורם אחר<sup>26</sup> תביא לירידות נוספות של שווי הנכסים ובכך היא תקשה על מיחזורם ועלולה להביא לגל פשיטות רגל של חברות. סיכון זה עלול להתממש גם אם הבנקים המסחריים יצמצמו את היקף ההלוואות שלהם בשל חולשה בהון<sup>27</sup> או מחשש להפסדי אשראי<sup>28</sup>.

חשוב לציין כי לאחר שהמשבר הכלכלי בשנת 2008 פרץ על רקע חולשתו של המגזר הבנקאי, הרי מאז אותו משבר חוסנו של המגזר הבנקאי השתפר במידה ניכרת, אך רמת המינוף של החברות עלתה ברוב המשקים והפכה אותן לגורם סיכון<sup>29</sup> משמעותי (במיוחד בסין) – איור 10.

<sup>24</sup> בתחום האג"ח הקונצרניות נרשמה עליית תשואות חדה במיוחד במגזרי האנרגיה (על רקע הצניחה החדה במחיר הנפט) והתעופה (על רקע הצניחה בטיסות הנוסעים הבינ"ל).

<sup>25</sup> להערכת הקרן שיעור הנכסים עם קשיי הנזילות הגיע בימים מסוימים לכ-50% מהמניות וליותר מ-55% מהאג"ח, מסך הנכסים שנסקרו על ידי הקרן.

<sup>26</sup> למשל: אומדן מחודש ונמוך יותר להאטה הכלכלית או בשל חששות הנובעים מהסלמה מחודשת ביחסי סין וארה"ב.

<sup>27</sup> שיכולה לנבוע מתמחור מחודש של נכסים.

<sup>28</sup> כדי להתמודד עם סכנה זו גורמים מפקחים בעולם נקטו צעדים שונים ובהם: הקלות ביחסי ההון והנזילות הנדרשים או באופן חישובם, מגבלות על חלוקת דיבידנדים והלוואות מוזלות ייעודית לבנקים.

<sup>29</sup> המינוף של משקי הבית נמוך יחסית ל-GFC, אולם משבר ארוך בתעסוקה עלול לפגוע גם בו.

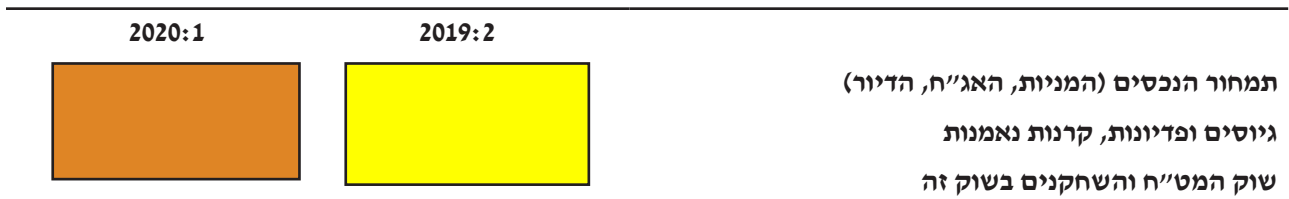
רמת הסיכון גבוהה יותר בחברות וגופים שנטלו חוב בריביות גבוהות<sup>30</sup>. אשראי זה מוגדר על ידי הקרן כאג"ח high-yield , אשראי ממונף וחוב פרטי. סך האשראי מסוג זה עומד כעת, להערכת הקרן, על כ-9 טריליוני דולרים, כמעט 10% מהתוצר הגלובלי, וחברות שהסתמכו עליו לצורך מימון פעילותן חשופות עוד יותר לסיכון מיחזור ופשיטות רגל.

אם מצבן של חלק משמעותי מהחברות יתדרדר לכדי פשיטת רגל חששות המשקיעים צפויים להתעצם מאוד, ובכך להעצים את הירידות בשווי הנכסים המסוכנים. הדבר יגדיל את הסיכון לגל נרחב של פשיטות רגל ולמשבר בכלכלה הריאלית.

יצוין כי במצב של משיכות כספים משמעותיות מגופים מוסדיים המשקיעים המוסדיים עלולים להתקשות לממש נכסים מסוכנים בשל נזילותם הנמוכה. הדבר עלול להביא להתפשטות המשיכות גם לנכסים סולידיים, ולהגביר את הסיכון המערכתי. סיכון זה צפוי להתממש במקרה של התפשטות מחודשת של המגיפה או החרפתה במידה שתגביר שוב את שנת הסיכון של המשקיעים. בטווח הבינוני מציינת קרן המטבע את הסיכון של שחיקה ברווחי הבנקים המסחריים על רקע הריבית הנמוכה השוררת במדינות המפותחות.

הרגולטורים על מערכת הבנקאות אמנם הפיקו לקחים מהמשבר הפיננסי, והצעדים שנקטו אחריו הביאו למערכת בטוחה יותר, שעזרה לה לעבור את המשבר הנוכחי למרות הלחצים הכבדים בשווקים ; אולם הפסדי האשראי החזויים שיפגעו בהון של המערכת הבנקאית, וסביבת הריבית, שצפויה להישאר נמוכה מאוד גם בשנים הקרובות ובכך לשחוק את שולי הרווח של הבנקים המסחריים, צפויים להביא לרווחיות נמוכה של הבנקים ולקשיים בגיוס ההון. כל זה עלול לפגוע בכריות ההון של הבנקים ולהשית סיכון על המערכת הבנקאית בטווח הבינוני.

## 2.2 מחירי הנכסים בישראל



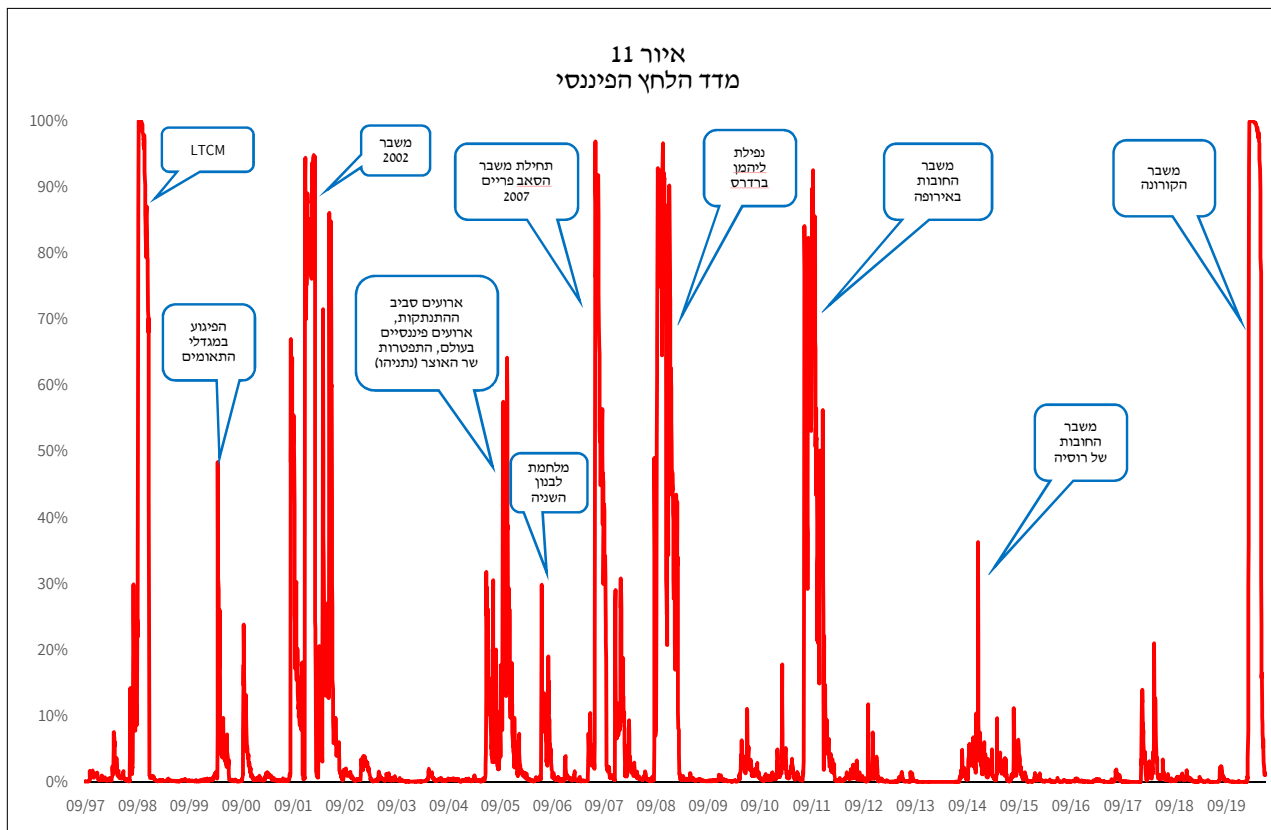
התפרצות הקורונה הביאה לירידות חדות של מחירי ניירות הערך הנסחרים בבורסה, ועל אף מגמת ההתאוששות מסוף חודש מרץ, מחיריהם לא שבו לרמות שקדמו למשבר. לצד הירידות החדות נרשמו בחודש מרץ פדיונות גדולים בקרנות נאמנות. מחירי הדיירות, שהוסיפו לעלות, יושפעו, בין היתר, ממצב משקי הבית ומהיקפי הפעילות בענף בצל הקורונה. המוניטור מצביע על סיכון גבוה בערוץ זה, תוצאת רמה גבוהה של מדדי תמחור בשוק הדיור ותנודתיות במחירי הנכסים הפיננסיים.

מדד הלחץ הפיננסי<sup>31</sup> (איור 11), המודד את ההסתברות שעובר על המשק משבר פיננסי, ומתבסס על אינדיקטורים שונים הלקוחים מהשווקים הפיננסיים בישראל (המט"ח, האג"ח הממשלתיות, אג"ח החברות והמניות), הגיע בתקופת המשבר ל-100% לאחר שבמשך תקופה ארוכה היה קרוב מאוד לאפס. במשבר הנוכחי בלטה העובדה שבהסתכלות ארוכת טווח כל הסדרות המזינות את המדד הגיעו בתוך זמן קצר מאוד לרמות שיא היסטוריות. ניתוח התפתחותם של רכיבי המדד מלמד כי משבר הקורונה השפיע על השווקים במידה קיצונית ביותר, וכי הוא אף חמור מהמשבר של 1998 (LTCM). המדד נשאר ברמתו הגבוהה במשך כחודשיים מאז תחילת המשבר למרות השיפור במרבית הרכיבים המזינים אותו. הסיבה לרמה הגבוהה היא ההתנהגות העדרית שאפיינה את השווקים בחודשיים הללו – הדרדרות מהירה ובתוך זמן קצר יחסית, ושיפור מהיר ברכיבי המדד באופן מתואם<sup>32</sup>.

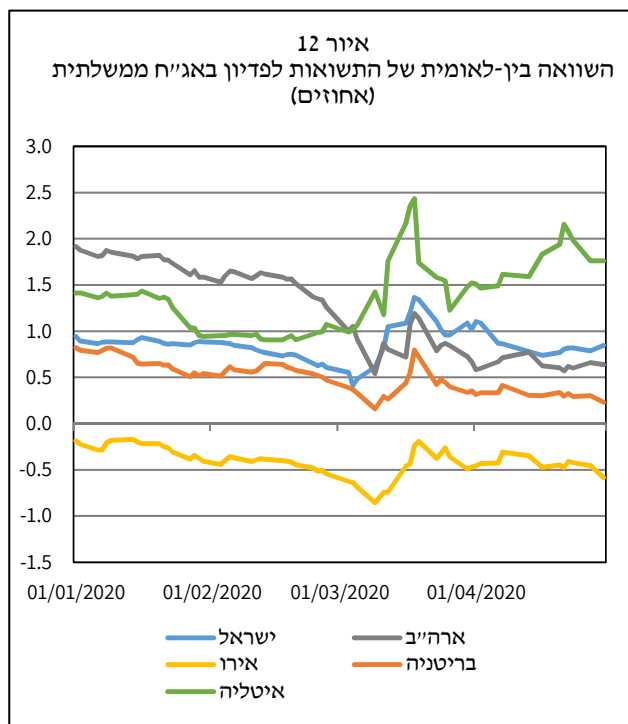
<sup>30</sup> risky credit

<sup>31</sup> ראו י' סעדון ומ' גראם (2013), "מדד משולב למעקב אחר השווקים הפיננסיים בישראל", סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר בבנק ישראל, וכן פרק 6 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2016.

<sup>32</sup> תנועה מתואמת ועדרית בשוקי הנכסים נתפסת על ידי המדד כתופעה שלילית, המשדרת לחץ פיננסי גם אם מדובר בעליות מחירים.

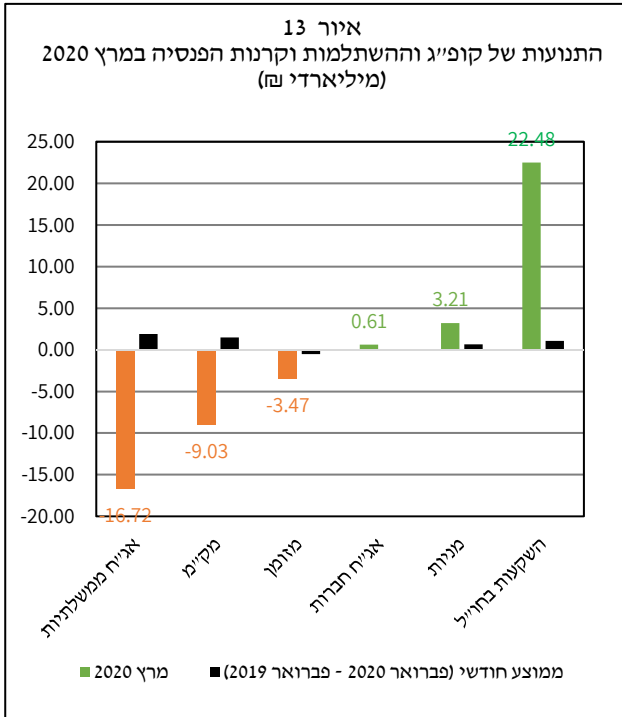


**2.2.1 שוק האג"ח ממשלתיות**



העלויות של מדד האג"ח הממשלתיות שנצפו מתחילת השנה הפכו לירידות בחודש מרץ 2020 בעקבות משבר הקורונה. התשואה לפדיון של אג"ח ממשלתית לתקופה של 10 שנים עלתה בחדות מרמה של 0.4% בתחילת חודש מרץ לרמה של 1.4% בסוף החודש. זאת עלייה חריגה ביחס לתקופות קודמות, אך היא אינה חריגה בהשוואה בין-לאומית, כפי שניתן לראות באיור 12.

ב-15.03.2020 החל בנק ישראל להתערב בשוק האג"ח הממשלתית במטרה למתן את התנודתיות החריגה ולהגדיל את הנזילות. צעדים אלו נועדו גם לחזק את התמסורת מהריבית שקובעת הוועדה המוניטרית של בנק ישראל לשיעורי הריבית לטווחים הארוכים יותר. ב-23.03.2020 השיק הבנק תוכנית רכישה של אג"ח ממשלתיות בהיקף של 50 מיליארד ש"ח במטרה להקל את תנאי האשראי במשק. נכון לתאריך 31.05.2020 רכש בנק ישראל אג"ח בהיקף של 19.2 מיליארד ש"ח.



ניתוח של זהות השחקנים בשוק האג"ח הממשלתיות מראה כי השחקנים הגדולים בשוק זה הם קופות הגמל וההשתלמות (שמחזיקות 22% מסך האג"ח) וקופות הפנסיה (שמחזיקות 18.5%). שתי הקבוצות הללו מאופיינות בטווח השקעה ארוך, יחסית לשחקנים אחרים בשוק. בעוד שהגופים האלה לא חוו פדיונות גדולים נצפה שינוי בהרכב תיקיהם: הם מכרו אג"ח חוב ממשלתיות בהיקפים משמעותיים מאוד (כ-17 מיליארד ש"ח במרץ 2020) דבר שהיה עלול לגרום ללחץ מחירים ולעליית תשואות בשוק האג"ח הממשלתיות. את התנועות בתיק של המוסדיים ניתן לראות באיור 13. נראה שהמוסדיים מכרו נכסים בטוחים (אג"ח ממשלתיות, מק"מ, ומזומן ופיקדונות), הפנו את עיקר התמורה לחו"ל, כנראה לכיסוי דרישות הביטחונות, שעלו עקב ירידת שווי ההשקעות שם.

### 2.2.2 שוק אג"ח החברות

בתקופה שקדמה למשבר וירוס הקורונה התאפיין שוק אג"ח החברות במרווחים נמוכים מעט (ביחס למוצע ארוך הטווח) בכל הענפים ובכל הדירוגים. גם ההפרש בין אג"ח בדירוג A לבין אג"ח בדירוג BBB היה נמוך מעט (ביחס למוצע ארוך טווח), ומכאן ייתכן שהשוק מבטא באופן חלקי בלבד את ההפרדה בין רמות הסיכון בדירוגים השונים. במהלך חודש מרץ עלו המרווחים בחדות, בעקבות משבר הקורונה. בשיאם הם הגיעו לרמות דומות לאלה שנרשמו במשבר החוב האירופי של 2011, אך עדיין נשארו ברמה נמוכות יותר מאשר במשבר הפיננסי הגלובלי של 2008. מגמת העלייה של המרווחים התהפכה בתחילת חודש אפריל, ובסיומו עמד המרווח הממוצע של המגזר העסקי הלא-פיננסי על 3.5% – נמוך מאשר בחודש הקודם (4% במרץ 2020) אך עדיין גבוה ביחס לחודש המקביל אשתקד (2.7% באפריל 2019). הרחבה של ניתוח שוק אג"ח החברות ראו בתיבה "ההתפתחויות בשוק אג"ח החברות במהלך המשבר".

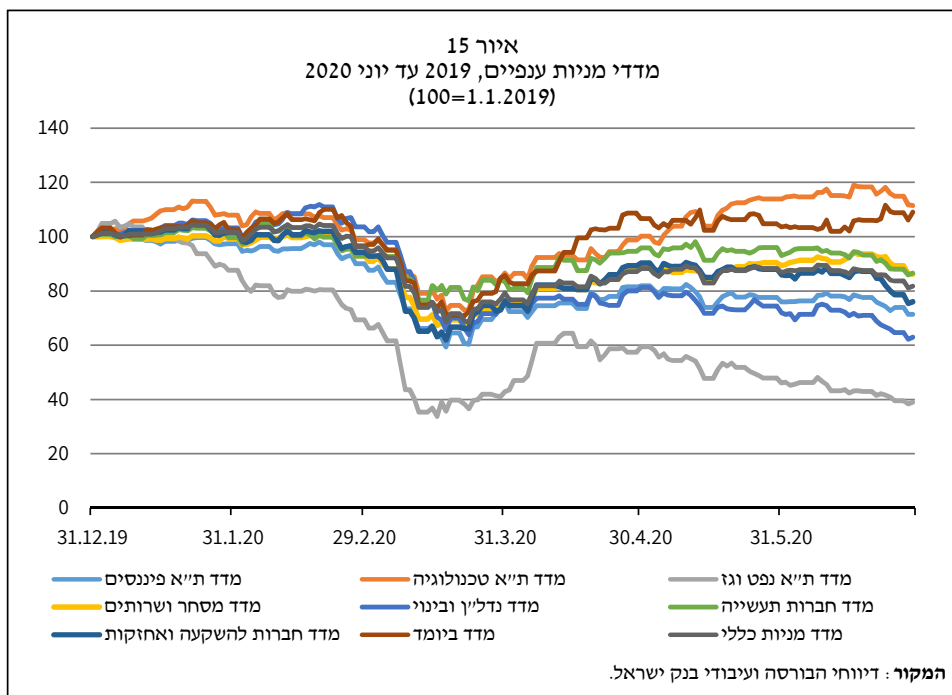
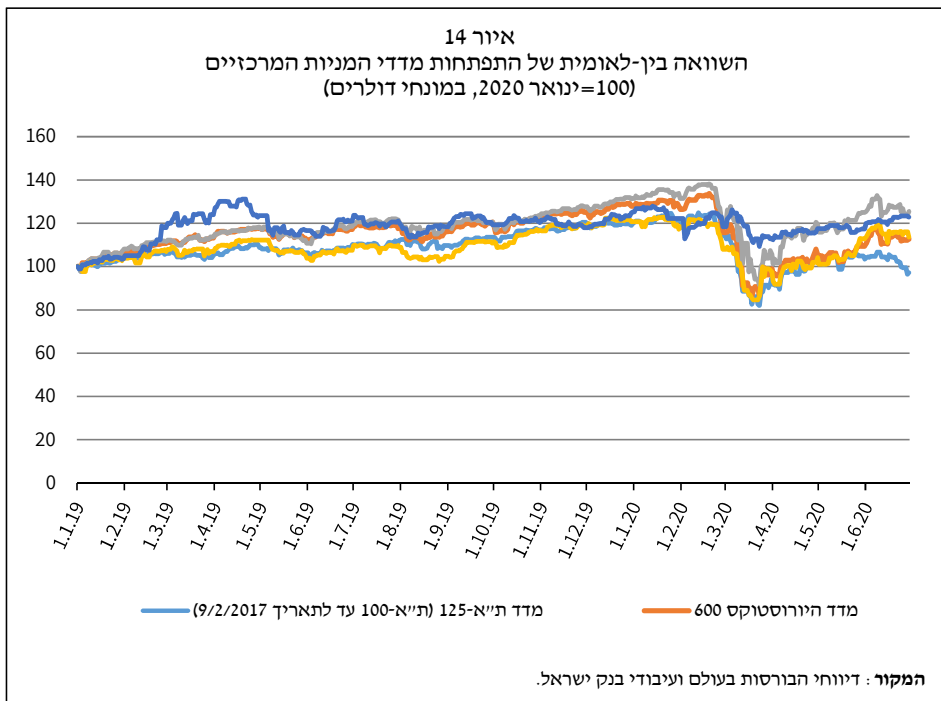
### 2.2.3 שוק המניות

ערב המשבר הייתה מגמה חיובית במדדי המניות המובילים בבורסה בתל אביב. סטיות התקן הגלומות היו נמוכות יחסית, ומדדי תמחור שונים היו בסביבת הממוצע ארוך הטווח שלהם. אולם בדומה לעולם, עם התחזקות ההבנה בדבר ההשלכות של התפרצות הנגיף על הכלכלה צנחו מדדי המניות, במקביל לזינוק בסטיות התקן הגלומות. לאחר ביצועים חלשים מעט מאלו שהיו במדדים אחרים בעולם בשנת 2019, עוצמת התגובה בישראל דומה לזו של מדדי מניות אחרים בעולם, וכמוה גם התיקון, שהחל כבר בשליש האחרון של מרץ (איור 14). אולם מאמצע חודש יוני, ככל הנראה על רקע חששות גוברים לגל שני של תחלואה ולהשלכותיו הכלכליות, הייתה היפרדות במגמות, והמדדים המקומיים החלו לרדת. כיום הרמה של מדד ת"א 125 נמוכה ב-19% מזו של תחילת השנה, וסטיות התקן הגלומה נותרה גבוהה יחסית. ביחס להתרחשויות סביב המשבר הפיננסי של 2008–2009, המדדים בשיא המשבר היו פחות נמוכים, חזרו לעלות מהר יותר, וכך גם סטיות התקן הגלומות.

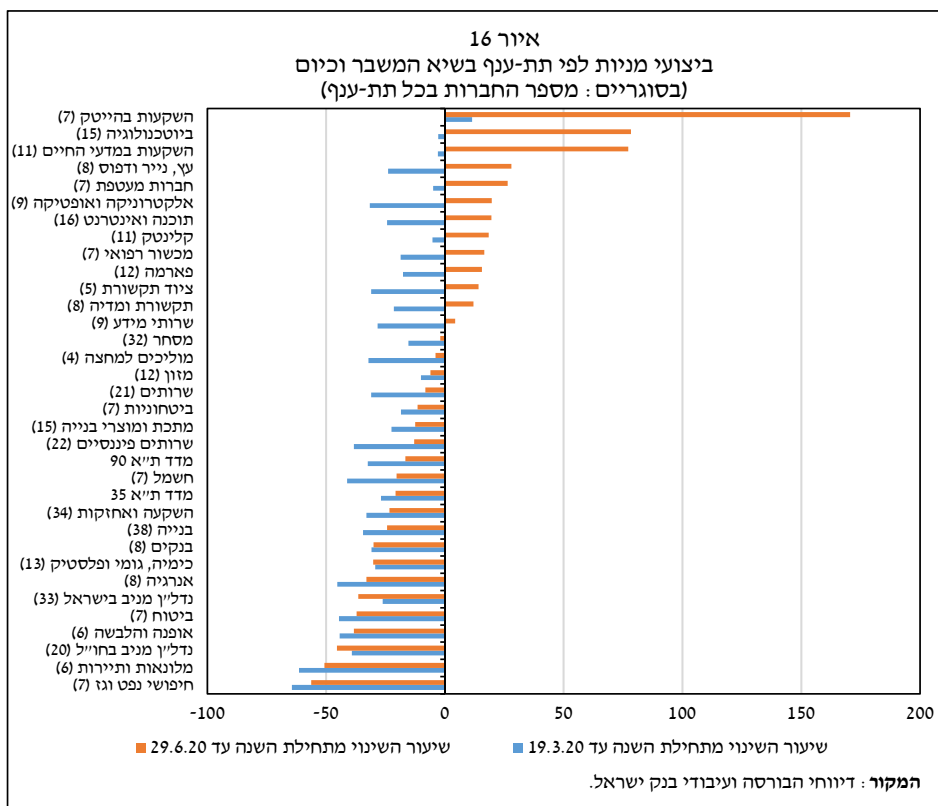
אופי המשבר בא לידי ביטוי בשונות התיקון בין הענפים ותת-הענפים השונים, כפי שניתן לראות באיור 15 ובאיור 16. בעוד ששווי המניות של חברות מענפים טכנולוגיים (ובכללם ענפי ביומד) כיום גבוה יותר מאשר ערב המשבר, המניות מענפי התיירות, המלונאות, האופנה וההלבשה והנדלי"ן המניב (בארץ ובחו"ל) טרם התאוששו. המניות של חברות פיננסיות (בנקים, חברות ביטוח ושירותים פיננסיים), שמושפעים באופן ישיר מההתפתחויות המקרו-כלכליות, נותרו גם הן הרחק מרמתן ערב המשבר.



מדדי המניות בישראל ובעולם הציגו ביצועים דומים במהלך המשבר וביציאה ממנו, אולם לאחרונה חלה היפרדות ומדד המניות בישראל שב לרדת.



**מניות חברות הטכנולוגיה התאוששו, בעוד מניות חברות האופנה וההלבשה, הנדל"ן המניב, האנרגיה והפיננסים בולטות לשלילה.**



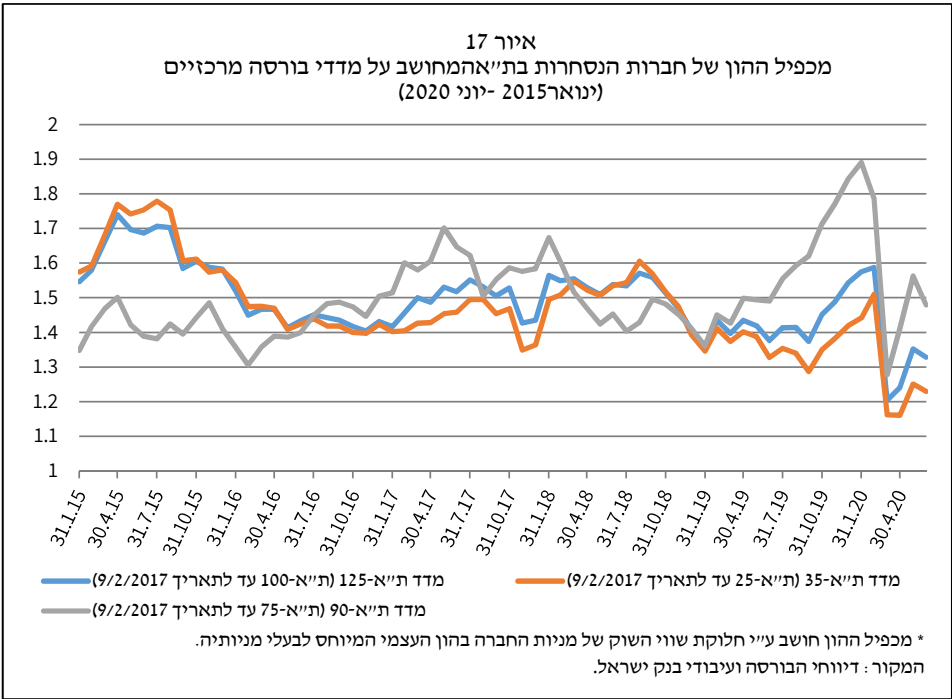
בגלל צניחתו של שווי השוק ירדו מכפילי השוק, ורמותיהם נמוכות יחסית להיסטוריה, בעיקר אלו של המדדים הכוללים את החברות הגדולות. ניתוח מכפיל ההון (איור 17) מעלה כי 16.7% מהחברות עברו ממכפיל הגבוה מ-1 (מצב שבו שווי השוק של ההון גבוה משווי ההון בספרים) בסוף 2019 למכפיל הנמוך מ-1 בסוף יוני 2020; זאת לעומת פחות מ-4% של החברות שחוו מעבר דומה בתקופה המקבילה אשתקד (יוני 2019 לעומת דצמבר 2018). מכפיל נמוך מ-1 עשוי ללמד שציפיות השוק הן כי לתשואה שלילית על ההון בשל הפסדים צפויים, או לכל הפחות לתשואה שאיננה תואמת את הסיכון.

הירידה החדה ששווי השוק של המניות באה לידי ביטוי גם ביחס בין הרווח הנקי לשווי השוק, ההופכי של מכפיל הרווח הנקי: בעוד שהרווחיות בשנה האחרונה הייתה במגמת עלייה, שווי השוק – שצופה קדימה – ירד בחדות, וכתוצאה מכך ההופכי של מכפיל הרווח הנקי נסק. כאשר מפחיתים את התשואה של נכס חסר סיכון<sup>33</sup> מתקבלת התשואה העודפת הנדרשת על החזקת מניות, וזו הגיעה לרמת שיא – כמעט 2 נקודות אחוז מעל הרמה הממוצעת. אולם עם פרסום דוחות הרבעון הראשון התברר שכצפוי גם הרווחים ירדו, וכמוהם גם התשואה העודפת, וזו התייצבה על ערכה הממצע (איור 18).

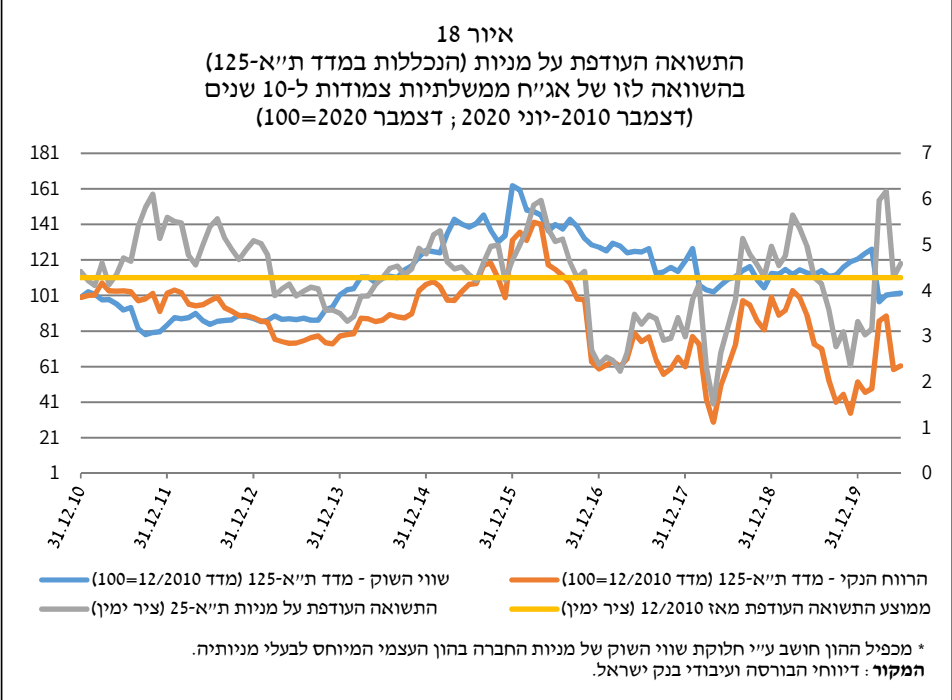
בניגוד לנעשה בשוק האג"ח הקונצרניות והממשלתיות, תרומת הפדיונות הגדולים בקרנות הנאמנות לירידות המחירים הייתה מוגבלת יותר. זאת משום שקרנות הנאמנות החזיקו ערב המשבר (פברואר 2020) ב-7.1% בלבד משווי השוק של המניות.

33 התשואה על אג"ח ממשלתיות צמודות ל-10 שנים.

**מכפיל ההון של חברות הכלולות במדד ת"א-35 ירד בחדות.**



**התשואה העודפת על המניות נמצאת כיום בקרבת הממוצע ארוך הטווח.**



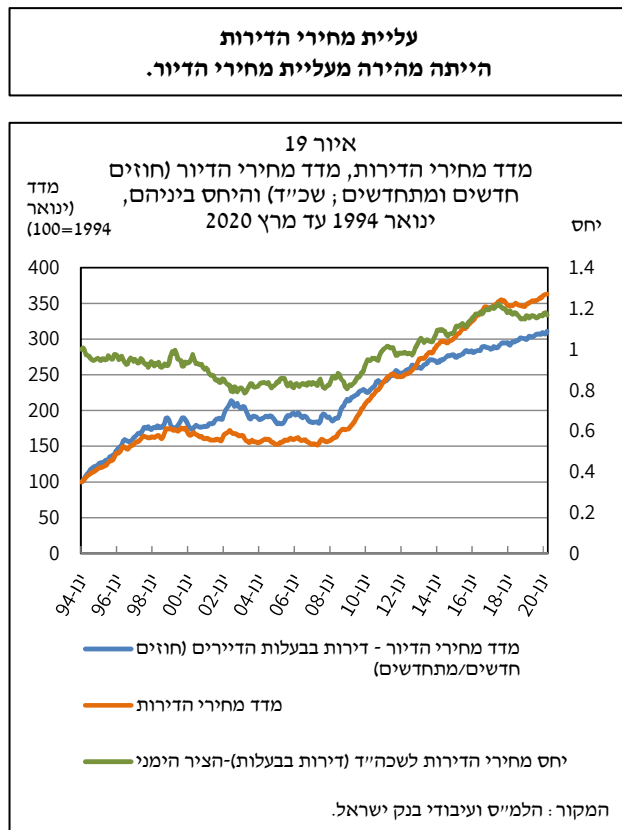
2.2.4 מחירי הדירות

לאחר התייצבות בשנים 2017–2018 התחדשה עלייתם של מחירי הדירות ב-2019. מדד מחירי הדירות במרץ 2020 היה גבוה ב-3.2% מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. על פי נתונים ארעיים, מצביע מדד אפריל על ירידה של 0.7% במחירי הדירות בהשוואה לחודש מרץ. מדד מחירי דירות חדשות ירד באפריל ב-1.2% בהשוואה לחודש הקודם, זאת לאחר עלייתו הניכרת מאז אוקטובר 2019, במקביל לירידה של שיעור הדירות הנמכרות במסגרת התוכנית "מחיר למשתכן" מכלל הדירות החדשות. אף שבמהלך 2019 עמד שיעור זה על 41% בממוצע, ובמחירהן גלומה הנחה ניכרת ממחיר השוק, הירידה של מחירי הדירות החדשות הייתה זעירה (כ-1.6%). הדבר מעיד, ככל הנראה, שמחירי הדירות החדשות בשוק החופשי עלו משמעותית. עליית מחירי הדירות הייתה גבוהה מעליית מחירי השכירות (איור 19): מדד שירותי הדיוור בבעלות דיירים עלה במרץ 2020 בקצב שנתי של כ-2.3% בלבד. אשר ליחס מחירי הדירות לשכר הממוצע למשרת שכיר ישראלי – קצב עליית השכר היה בתקופה הנסקרת נמוך מקצב עלייתם של מחירי הדירות.

האצת העלייה של מחירי הדירות ערב פרוץ המשבר ככל הנראה לא נבעה מצמצום ההיצע<sup>34</sup>, אלא מהתעוררות הביקוש. בשנת 2019 נרשמו כ-110 אלף עסקאות בדירות (גידול של 7.2% בהשוואה ל-2018); גם בחודשים ינואר ופברואר 2020 נמשך הגידול של מספר העסקאות ביחס לחודשים המקבילים אשתקד, אך בחודש מרץ מספר הדירות שנמכרו צנח לכ-6.6 אלף בלבד (נמוך ב-32% בהשוואה למרץ 2019), ובאפריל נרשמו 2.1 אלף עסקאות בלבד. הירידה של מספר העסקאות בעיצומו של המשבר נבעה מאי-הוודאות של הרוכשים הפוטנציאליים לגבי מצבם התעסוקתי, אך גם מהעובדה שבתקופת הסגר לא הייתה אפשרות לבקר בנכסים ובאתרי המכירות של היזמים, וגם בחירת הדירות על ידי זוכי "מחיר למשתכן" נדחתה. כמו כן ביצוע עסקאות היה בעייתי בגלל השבתת שירותים נלווים לרכישת דירה, למשל שירותי עורכי דין, מתווכים ורישומי טאבו. בחודש מאי בוצעו כ-6.5 אלף עסקאות (28% פחות ממאי 2019).

בראייה לעתיד – מחירי הדירות יושפעו מהשינויים בהיצע ובביקוש בעקבות משבר הקורונה. על השפעת המשבר על ענף הבנייה ראו בתיבה בעמוד 29. בטווח הקצר תיתכן ירידה מסוימת של מחירי הדירות, במיוחד באזורים פריפריאליים שבהם

ההיצע עלה במידה ניכרת בשנים קודמות. בעיות של תזרים מזומנים ועליית עלויות המימון עשויות לאלץ את היזמים להוריד מחירים בתקופה שהביקוש יורד בגלל אי-וודאות וחששות של הרוכשים ליציבותם התעסוקתית וציפיות לקיפאון או אף לירידה בשכרם. הירידה בביקוש לדירות תושפע בראש ובראשונה מהמצב בשוק העבודה ומקצב החזרה לשגרה. עלייה באבטלה, האטה בקצב עליית השכר ושחיקת חסכוניות הציבור בעקבות הירידות בבורסה (בעיקר של אלה שמיהרו למשוך את ההשקעות הפיננסיות בתחילת המשבר) – כל אלה ישפיעו על הביקוש. מהצד האחר, עליית הריביות על המשכנתאות בתחילת המשבר נבלמה, ורמת הריבית הבסיסית במשק ירדה. תיתכן עלייה מסוימת של הביקוש לדירות להשקעה כאפיק בטוח יחסית ובעקבות משיכת השקעות פיננסיות על ידי הציבור בתחילת המשבר. ניתוח מאפייני המובטלים מלמד שהמשבר פגע בעיקר בעובדים חלשים, שמשתכרים שכר נמוך, ובעובדים צעירים ומבוגרים. (להרחבה ראו תיבה 2 בדוח זה). שיעור רוכשי הדירות הפוטנציאליים באוכלוסיות האלה כנראה נמוך יחסית.



<sup>34</sup> בשנת 2019 התקבלו היתרי בנייה לבניית כ-54.5 אלף יחידות דיור; הוחל בבנייתן של כ-51.3 אלף יחידות דיור (ירידה של 2.5% בהשוואה לשנת 2018); והסתיימה בנייתן של כ-51.7 אלף דירות (ירידה קלה של 1.2% בהשוואה ל-2018).

בטווח הארוך, ובהנחה ששוק העבודה יתאושש בחודשים הקרובים, התרחיש הסביר יותר הוא של עלייה במחירי הדירות, וזאת כתוצאה מירידת ההיצע בעקבות השבתת גורמי התכנון והשהיית התחלתם של פרויקטים חדשים עקב מצב אי-הוודאות ומחסור במימון. ברבעון הראשון של 2020 כבר נרשמה ירידה של כ-11% בהתחלות הבנייה בהשוואה לרבעון הקודם<sup>35</sup> (נתונים מנוכי עונתיות). כמו כן, מספר היתרי הבנייה שהונפקו במהלך הרבעון הראשון של 2020 היה נמוך ב-26% מאשר ברבעון הקודם. השבתת העבודה במנהל התכנון יצרה עיכובים באישור התוכניות ובקידום תוכניות התשתיות החיוניות. גם עבודת המכרזים ברמ"י הופסקה בתקופת הסגר. עיכובים אלה עלולים לצמצם את היצע הדירות בשנים הקרובות עקב קשיחות ההיצע, הנובעת ממשך הזמן הארוך של הליכי התכנון<sup>36</sup>.

בשנים האחרונות שמה הממשלה דגש במציאת פתרונות מהירים למשבר הדיור, ובהתאם לכך חיפשה פתרונות קלים יותר ליישום, שמאפשרים בנייה מסיבית, בעיקר תכנון מהיר של מתחמי מגורים גדולים בשולי הערים ובשטחים פתוחים. בעקבות ביקורת רבה מתכננים במשרד השיכון לשים דגש בניצול מיטבי של המרקם הבנוי. תכנון מסוג זה הוא מורכב יותר, ולכן נמשך זמן רב יותר. בגלל הגירעון התקציבי שנוצר בעקבות המשבר מתכנן משרד השיכון להפסיק את התוכנית "מחיר למשתכן", ששימשה כלי בלעדי להורדת מחירי הדירות בשנים האחרונות. לכן התרחיש הסביר הוא עליית מחירי הדירות בשנים הבאות, במיוחד באזורי הביקוש.

### 2.2.5 השפעת משבר הקורונה על ענף הבנייה

בשל אי-הוודאות לגבי התנהגות וירוס הקורונה קשה להעריך באיזו נקודה במשבר הבריאותי המשק נמצא, וכמה זמן יימשך המשבר הכלכלי, אך ברור שהוא ישפיע על ענף הבנייה למגורים.

טרם המשבר העסיק ענף הבנייה למגורים כ-80 אלף עובדים פלשתינאים (מהם כ-15 אלף בעלי היתרי לינה בתוך ישראל), כ-100 אלף עובדים ישראלים וכ-16.3 אלף עובדים זרים. עם ההכרזה על הסגר הוחרג ענף הבנייה בגלל חשיבותו למשק, אך זאת בכפיפות לדרישה כי העובדים הפלשתינאים יישארו בישראל לאורך כל תקופת הסגר, ותיאסר תנועתם בין ישראל לשטחי הרשות. בעקבות החלטה זו ניתנו היתרי לינה ל-40 אלף עובדים פלשתינאים נוספים. גם ענפים תומכים (מפעלי בטון, מחצבות, מפעלי אלומיניום וכד') קיבלו אישור להמשיך לתפקד במתכונת מלאה.

למרות החרגת הענף מדרישות צמצום הפעילות הכלכלית, העבודה בו לא נמשכה כרגיל. בפועל מספר העובדים הפלשתינאים היה נמוך בהרבה מהמכסה: באמצע אפריל נותרו בישראל רק כ-15-16 אלף עובדים כאלה; ב-2/05 שהו בישראל כ-13 אלף עובדים פלשתינאים בלבד, וב-6/05 – כ-21 אלף. עם זאת יש לציין כי תקופת הסגר בשל מגיפת הקורונה הייתה תקופה שבה הפעילות באתרי הבנייה מואטת בכל שנה בגלל סגר על השטחים שמוטל בחגים (בשבוע של פסח ובימי הזיכרון והעצמאות) וכן בגלל עבודה חלקית בלבד בחודש הרמדאן. החל מ-31/05 הותרה כניסתם לישראל של כל העובדים הפלשתינאים שהיו מועסקים בענף הבנייה, אך התפרצות מחודשת של הווירוס במהלך חודש יוני, הן בישראל והן ברשות הפלשתינאית, מאיימת על החזרה של הענף לפעילות מלאה.

על פי נתוני הלמ"ס מסקרי כוח אדם, שיעור הנעדרים מעבודתם כל השבוע או חלק מהשבוע מסיבות הקשורות לנגיף הקורונה מבין המועסקים הישראלים בענף הבינוי (שכירים ועצמאיים) עמד בחודש מרץ על 30%, האמיר באפריל ל-44.8%, וירד במאי ל-23.7%.

סקרי הבזק של הלמ"ס בנושא "מצב התעסוקה בעת התפשטות נגיף הקורונה" מלמדים שבסוף מרץ הגיעו לעבודה באתרי הבנייה פחות ממחצית מהעובדים; ההקלות בהמשך שיפרו את המצב בהדרגה: אחרי חג הפסח עלה שיעור המגיעים לעבודה ל-55%, בתחילת חודש מאי ל-65%, בתחילת יוני ל-78%, ובאמצע יוני ל-85.6%. מהנתונים של לוח 3 ניתן ללמוד כי מצבו של הענף השתפר בהתאם להתרחבות הפעילות.

סקר המגמות של הלמ"ס לחודש מאי הצביע על אופטימיות לגבי הפעילות הצפויה ביוני בענף הבינוי, לאחר ירידה חדה בפעילות בחודשים הקודמים. עם זאת החברות בענף, בעיקר הקטנות והבינוניות, מדווחות על החמרה במגבלת הביקוש ובמגבלת האשראי החוץ-בנקאי. על פי נתוני הגל החמישי של סקר מצב העסקים של הלמ"ס, המתאר את מצב הענף

<sup>35</sup> הנתון אינו סופי, וכתוצאה מעדכונים בדיעבד פער זה יכול להצטמצם.

<sup>36</sup> בנושא זה ראו לדוגמה דוח מבקר המדינה 2020.

לוח 3: מצב העסקים בענף הבנייה על פי סקרי הלמ"ס

תקופת הסקר	מדידת הפגיעה הצפויה בפדיון העסק בחודש הסקר, אחוזים מסך החברות הנסקרות				משך הזמן שניתן להמשיך לקיים את פעילות החברה אם המצב הקיים יימשך, אחוזים מסך החברות הנסקרות				
	לא תהיה פגיעה	עד 25%	26% - 50%	51% - 75%	76% - 100%	עד חודש	עד 3 חודשים	עד חצי שנה	מעל לחצי שנה
30-31/03	9.6	9.4	32.1	31.3	17.5	56.6	31.4	4.8	6.9
21-22/04	6.6	19.3	24.9	30.2	15.2	36.7	39.5	8.6	10.9
5-7/05	7.3	25.5	28.3	26.7	10.5	23.9	44.8	8.7	17.8
1-3/06	24.0	28.1	28.5	9.8	3.7				
15-17/06	18.8	29.4	30.3	11.8	7.1				

בתחילת יוני, רק 10.4% מהחברות שהשתתפו בסקר דיווחו על עליית מסגרת האשראי הבנקאי, בעוד ש-12.4% דיווחו על ירידתה (זאת בהשוואה ל-6.6% בלבד בסך כל החברות שנסקרו). מימון הפרויקטים בענף הבנייה תלוי בין היתר בקצב המכירות ובקצב התקדמות העבודה, ועצירה או האטה בשני המדדים האלה יכולה להיחשב להפרת תנאי הליווי הבנקאי של הפרויקט, שעלולה לגרום להפסקת המימון.

יש לציין שענף הבנייה נפגע פחות מענפים רבים אחרים, ובמרבית הפרויקטים הפגיעה בפעילות תסתכם בעיקר בעיכוב של חודשיים-שלושה במסירת דירות. קבלני ביצוע מקבלים תמורה לפי היקף העבודה, ואם לא עבדו בזמן הסגר ייווצר אצלם פיגור בתזרים המזומנים. אם לא עומדים לרשותם מקורות אשראי כדי לגשר על הפיגור הם עלולים להיקלע לקשיים. חברות בנייה יזמיות יסבלו מירידה בתזרים המזומנים בהעדר מכירות. הן יכולות להיפגע גם מעיכוב במסירת הדירות לדיירים, שכן עד כה המדינה לא הכירה במגיפת הקורונה כ"כוח עליון"; כל מקרה של עיכוב יידון לגופו, וחברת הבנייה תצטרך להוכיח שפעילותה נפגעה ישירות מהמשבר. סביר להניח שבפרויקטים שהיו בשלבי סיום יהיה לקבלנים קל יותר להוכיח קשר סיבתי כזה. משרד המשפטים ממליץ לאפשר לחברות הבנייה איחור של חודשיים במסירת דירה, שעל פי החוזה הייתה אמורה להימסר בתקופה שבין 15 למרץ לבין 1 באפריל 2020, ללא פיצוי לרוכשים. אם העיכוב יימשך ארבעה חודשים, תשלם החברה בחודשיים הנוספים פיצוי מוקטן בשיעור של מחצית מגובה שכר הדירה של דירה דומה<sup>37</sup>.

מבחינת עלויות הבנייה, ככל הנראה לא צפויה התייקרות ממשית של חומרי הגלם, שחלק גדול מהם מיובא מסין, משום שהמפעלים בסין כבר חזרו לפעילות מלאה<sup>38</sup>. בסקר המגמות בעסקים של הלמ"ס מרבית החברות בכל קבוצות הגודל דיווחו שאין להן מגבלה של חומרי גלם וציוד. עם זאת תיתכן עלייה זמנית של עלויות ההובלה בגלל השיבושים שנוצרו בגלל המשבר העולמי. הישארות של העובדים מהשטחים בישראל בזמן הסגר הותנתה בחיוב הקבלנים למצוא לעובדים אלה סידורי לינה למשך חודש-חודשיים, דבר שהיה עלול לייקר את עלות העבודה. על עלייה בעלויות בנייה ישירות היזמים יקבלו פיצוי דרך הצמדת מחירי הדירות למדד מחירי התשומות בבנייה. עלויות אחרות, כולל עלויות מימון נוספות שנבעו מעצירת תזרים המזומנים בתקופה שבה הדירות לא נמכרו<sup>39</sup> ומפיצויים על איחור במסירת דירות, הן עלויות בלתי צפויות, שעלולות לגרום לשחיקת הרווחים של חברות הבנייה, ומה עוד שבפרויקטים של "מחיר למשתכן" שולי הרווח ממילא נמוכים מאלה המקובלים בענף.

נכון לתחילת מאי, הגישו חברות בנייה לבנקים חמשת אלפים בקשות להלוואות בערבות המדינה, אך רק 1,100 מהן אושרו (כ-22%, בעוד שבאותה תקופה אושרו כשליש מסך הבקשות שהוגשו לקרן בערבות המדינה), בהיקף כולל של

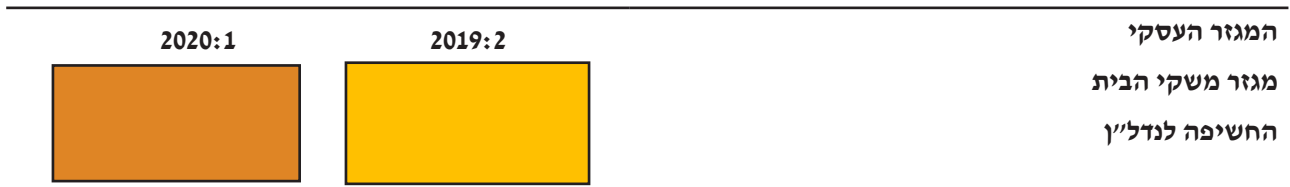
<sup>37</sup> על פי חוק המכר, חברת בנייה מחויבת לפצות את הרוכשים פיצוי מוגבר של 150% מדמי השכירות של דירה דומה מהיום הראשון של העיכוב במקרה של עיכוב של מעל חודשיים במסירה.

<sup>38</sup> לעת עתה גם לא אושרה הטלת היטל היצף על יבוא מלט.

<sup>39</sup> לפי הערכת משרד האוצר, ההכנסות של היזמים ממכירת דירות חדשות עמדו במרץ ובאפריל 2020 על כ-3.6 וכ-1 מיליארד ש"ח בלבד, בהתאמה – ירידה ריאלית של 35% במרץ ו-80% באפריל בהשוואה לחודשים המקבילים אשתקד.

600 מיליון ש"ח בלבד<sup>40</sup>. על פי סקר מצב העסקים של הלמ"ס, נכון לתחילת יוני, כ-67% מהחברות בענף הבינוי (לעומת 63% מכל החברות שהשתתפו בסקר, מכל הענפים) דיווחו שלא קיבלו שום סיוע, 20% קיבלו הלוואה בערבות המדינה (בדומה לממוצע בסקר), ורק כ-12% קיבלו מענקים (בהשוואה לכ-20% בממוצע בסקר). מנקודת הראות של הבנקים, הקרן בערבות המדינה פחות מתאימה לענף הנדל"ן, וזאת מהטעמים הבאים: הריבית בה נמוכה יחסית למקובל בענף בהתחשב ברמת הסיכון; לא נדרשת בה השקעת הון עצמי מינימלי; אין בה פתרון לערבויות חוק המכר, שהבנק חייב לספק לרוכשי הדירות; הקרן לעסקים קטנים ובינוניים מאפשרת לקבל הלוואות עד גובה של 20 מיליון ש"ח, סכום קטן ביחס לעלות הפרויקטים בענף הבנייה. חברות קטנות ובינוניות (עד 100 מועסקים) דיווחו בסקר המגמות של הלמ"ס על החמרת הקושי לקבל אשראי בנקאי. חברות אלה גם דיווחו על החמרת מגבלת הביקוש הנמוך. משרדי הבינוי והאוצר מקדמים את הקמתה של קרן הלוואות ייעודית לחברות בנייה שנקלעו לקשיים עקב המשבר. ללא פתרון בעיית המימון של הענף, ואם הביקוש לדירות לא יחזור לרמות ששררו לפני המשבר, סביר להניח שתחילת פרויקטים חדשים תידחה. בשל הזמן הארוך של ההתארגנות לבנייה ומשך הבנייה היצע הדירות בשנים הבאות עלול להיפגע כתוצאה מכך.

### 2.3 האשראי



בשל הירידה החדה בפעילות העסקית ובתעסוקה בעקבות משבר הקורונה עלה הסיכון באשראי העסקי הלא פיננסי (שחלקו בתוצר הוא 68%) ובאשראי של משקי הבית (שחלקו בתוצר 42%). העלייה בסיכון באשראי העסקי עיקרה במגזרים החשופים למשבר. כמו כן, חלקן של החברות בתחום הנדל"ן באשראי העסקי ממשיך להיות גבוה. המערכת הבנקאית הנה ערוץ אשראי מרכזי למגזר הפרטי הלא פיננסי (משקי הבית והעסקים) (64.2% מהחוב). במהלך הרבעון הראשון נמשך הגידול באשראי הבנקאי על רקע צעדים שנקט בנק ישראל לצורך עידוד העמדת אשראי, לעומת הקפאה וירידה ביתרת החוב החוץ בנקאי.

בעקבות המשבר אישרו הבנקים למשקי בית ולעסקים בקשות לדחיות בהחזרי הלוואות. נכון לסוף חודש יוני<sup>41</sup> יתרת האשראי שבגינו נדחו התשלומים מהווה 14.6% מתיק האשראי. בדוחות הכספיים לרבעון הראשון הגדילו הבנקים את שיעורי ההוצאה להפסדי אשראי בשיעורים של עד ל-1.42% מיתרת האשראי הממוצעת.

מצד אחד הפרשות של הבנקים להפסדי אשראי מסתכמות לשיעורים של עד 1.42% ומרמזות שלהערכתם זה "הנזק מהמשבר", ומדובר בשיעור שניתן להכלה ללא פגיעה במערכת הפיננסית; אך, מצד שני, בעלי החוב ששיעור חובם 14.6% מתיק האשראי הבנקאי ביקשו לדחות תשלומים בגלל המשבר, ובכך אולי לפחות חלקם רק דוחים את ההתמודדות עם הבעיה. ברור שהאשראי הנדחה נתון לסיכון מוגבר, ולפיכך נקודת הפתיחה להתממשות תרחיש הסיכון העיקרי כבר טומנת בחובה סיכונים שלא היו לפני הגל הראשון.

#### 2.3.1 דברים כלליים

יתרת החוב של המגזר הפרטי הלא פיננסי עמדה ביום 31.3.2020 על סך 1,560 מיליארד ש"ח, ושיעורו בתוצר עמד בחודש מרץ על 110.2% (רמה נמוכה בהשוואה בין-לאומית), עלייה מסוימת של כחצי אחוז ביחס לרמה שאפיינה את מחצית השנה הקודמת.

<sup>40</sup> בתחילת יוני שיעור הבקשות שאושרו מסך הבקשות הוא כ-52%, כך שיתכן כי גם בענף הבנייה מספר הבקשות שאושרו גדל.

<sup>41</sup> מצגת המפקח על הבנקים פורום שווי הוגן, יולי 2020, באתר בנק ישראל

המערכת הבנקאית הנה ערוץ אשראי מרכזי למגזר הפרטי הלא פיננסי (משקי הבית והעסקים) (64.2% מהחוב הוא חוב בנקאי). בתחילת המשבר, נכון לסוף חודש פברואר, החוב הבנקאי לעסקים היה במגמה של האטה ביחס לתחילת השנה. אולם בחודש מרץ – בין היתר, על רקע צעדים שנקט בנק ישראל כדי לעודד את הבנקים להעמיד אשראי<sup>42</sup> – גדלה יתרת החוב הפרטי בכ-0.8% – תוצאת עלייה באשראי הבנקאי לעסקים גדולים ובינוניים ולדיוור, עלייה נמוכה באשראי הצרכני שלא לדיוור שהעמידו גופים מוסדיים, וקיזוז העליות על ידי ירידה בערוצי האשראי האחרים.

סיכון האשראי עלה בגין המשבר. החל מחודש מרץ נצפה שיעור עולה של בקשות לדחיית תשלומי הלוואות, שנשענו על המתווה שגיבש הבנק המרכזי ואומץ על ידי המערכת הבנקאית<sup>43</sup>. נכון לסוף חודש יוני, יתרת האשראי שבגיננו נדחו תשלומים שיעורה 14.6% מסך תיק האשראי הבנקאי. בהסתכלות צופה פני עתיד הגדילו הבנקים את שיעור ההוצאות להפסדי אשראי בדוחות הכספיים לשנת 2019 וברבעון הראשון של 2020 עד לשיעור של 1.42% מתיק האשראי (לוח 4). רובו של הגידול הוא בגין הפרשות קבוצתיות להפסדי אשראי. ההפרשה הקבוצתית מחושבת בישראל על ידי הפעלת מקדם שחישב הבנק לשיעור ההפסד החזוי בכל ענף משק בהתאם לניסיון העבר של הבנק ולהנחיות המפקח על הבנקים. מתוך ההפרשות הקבוצתיות שביצעו הבנקים שיעור מהותי הוא בגין אשראי מסחרי.

**לוח 4: שיעור ההוצאה בגין הפסדי אשראי\* (חמש הקבוצות הבנקאיות) – השפעת המשבר**

ממוצע 2015-2019	31/12/2018	31/03/2019	31/12/2019	31/03/2020	
0.194	0.21	0.17	0.44	1.07	הפועלים
0.135	0.18	-0.03	0.22	1.2	לאומי
0.316	0.32	0.33	0.4	1.42	דיסקונט
0.124	0.19	0.17	0.16	0.71	הבינלאומי
0.14	0.16	0.15	0.18	0.66	מזרחי טפחות

\* שיעור ההוצאה מיתרת האשראי הממוצעת, וממוצע 2015-2018 ביחס ליתרת האשראי המאזני.  
המקור: הדוחות הכספיים.

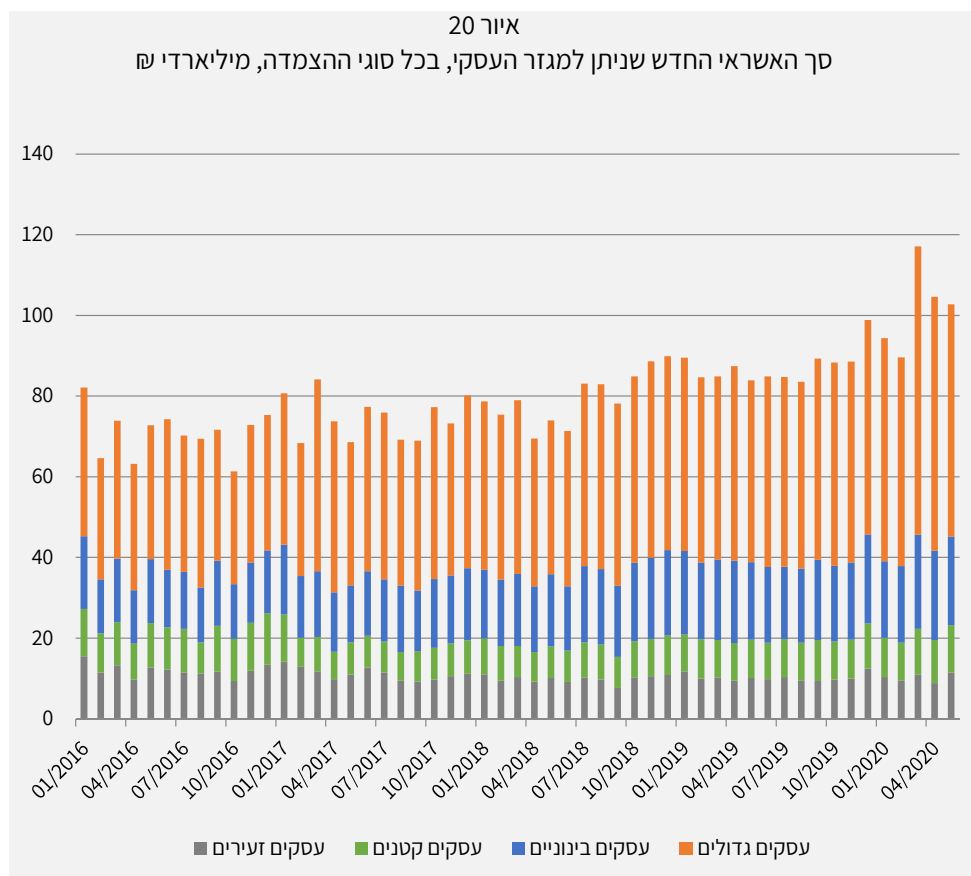
### 2.3.2 האשראי למגזר העסקי (הלא-פיננסי)

בסוף הרבעון הראשון עמדה יתרת החוב של המגזר העסקי (הלא-פיננסי) על סך 969 מיליארד ש"ח. חלקם של ענפי הבינוי והנדל"ן בחוב הוא הגדול ביותר (24.76%). החוב גדל ברבעון הראשון של שנת 2020 בשיעור של 1.2% (לעומת 3.8% ו-6.7% בשנים 2019 ו-2018, בהתאמה). גידול החוב העסקי נבע בעיקר מגידול האשראי הבנקאי למגזר העסקי (הלא פיננסי) שעמד על סך 478 מיליארד ש"ח, לאחר ירידה בחודש פברואר (0.4%) וגידול בחודש מרץ בשיעור גבוה של 4.2% (שיעור הגידול החודשי, שהוא למעשה גם שיעורו הרבעוני). זאת, בין היתר, בהמשך לצעדים שנקטו בתחילת המשבר לעידוד העמדת אשראי, בעיקר בדרך של ניצול מסגרות אשראי בנקאי שהועמדו טרם המשבר לעסקים גדולים ובינוניים (איור 20). כתוצאה מכך שיעור האשראי הבנקאי מסך האשראי למגזר העסקי עלה בסוף הרבעון הראשון ל-49.3% (לעומת 47.7% ו-47.3% בשנים 2019 ו-2018, בהתאמה). לעומת הגידול בחוב הבנקאי, הערוץ החוץ בנקאי קפא ולמעשה יתרת החוב ירדה בכ-2%.

<sup>42</sup> לתיאור הצעדים והשוואה ביחס לעולם ראו סקירת הפיקוח על הבנקים לשנת 2019, עמ' 21.

<sup>43</sup> <https://www.boi.org.il/NewsAndPublications/PressReleases/NewsAndPublications/he/2020b/7-5-2020b.aspx>





במערכת הבנקאית ירדה יתרת האשראי לעסקים הקטנים במהלך החודשים מרץ ואפריל בשיעור 10.6% במונחים שנתיים, לעומת ירידה בשיעור 6% בחודשיים שקדמו להם. ירידה זו קדמה להפעלת הקרן לתמיכה בעסקים קטנים, והציפייה להפעלת הקרן עשויה להסביר אותה חלקית. מחודש אפריל השתנתה המגמה בהמשך להפעלת הקרן. בנק ישראל עוקב אחר התנועה האמורה ביתרת האשראי לעסקים קטנים במהלך המשבר משום שהאשראי הבנקאי הוא עדיין מקור עיקרי של אשראי למגזר זה, חרף מגמת הסטה לערוץ החוץ-בנקאי לפני המשבר. בחודשים אפריל ומאי אמנם ירדה הריבית על אשראי לעסקים זעירים, קטנים ובינוניים במגזר השקלי הלא-צמוד, אולם הריבית למגזר העסקים הקטנים נותרה גבוהה מהריבית לעסקים הגדולים והבינוניים, בשל הסיכון המיוחס למגזר זה. נכון לסוף חודש יוני, יתרת האשראי לעסקים קטנים שבגינו נדחו תשלומים שיעורה 20.7% מסך תיק האשראי – שיעור משמעותי, המעיד על הסיכון בתיק.

בעקבות המשבר עלה הסיכון בחוב המגזר העסקי (העסקים הגדולים והבינוניים). בעולם, וגם בישראל, הענפים החשופים ביותר למשבר הם חיפוש גז ונפט, מלונות, השקעה והחזקות, מסחר ושירותים ותחבורה ותעופה. בישראל נוספת רגישות של ענפי הבינוני והנדל"ן, בגלל חלקם הגדול בחוב הפרטי ובגלל השפעות אפשריות נוספות של המשבר על הענף (ראו תיבה "השפעת משבר הקורונה על ענף הבנייה" בעמוד 50). במערכת הבנקאית התאפיין מגזר העסקים הגדולים והבינוניים בשנה הקודמת באיכות אשראי טובה, עם עלייה קלה בפרופיל הסיכון במחצית השנייה של שנת 2019<sup>44</sup>. השפעות המשבר החלו לקבל ביטוי בדוחות הכספיים של החברות לשנת 2019, עם עליית מספר החברות הציבוריות שהוסיפו הפניות תשומת לב ואזהרות עסק חי, בפרט בענפים החשופים למשבר<sup>45</sup>. האשראי הבנקאי הוא מקור מימון מרכזי, ששיעורו נע בין 40% ל-90% מסך המקורות בענפי התעשייה, התחבורה והאחסנה, המסחר, בתי המלון, הבינוי ופעילות הנדל"ן והשירותים העסקיים והאחרים. נכון לסוף חודש יוני יתרת האשראי המסחר<sup>46</sup> שבגינו נדחו תשלומים שיעורה 5.8% מסך תיק האשראי.

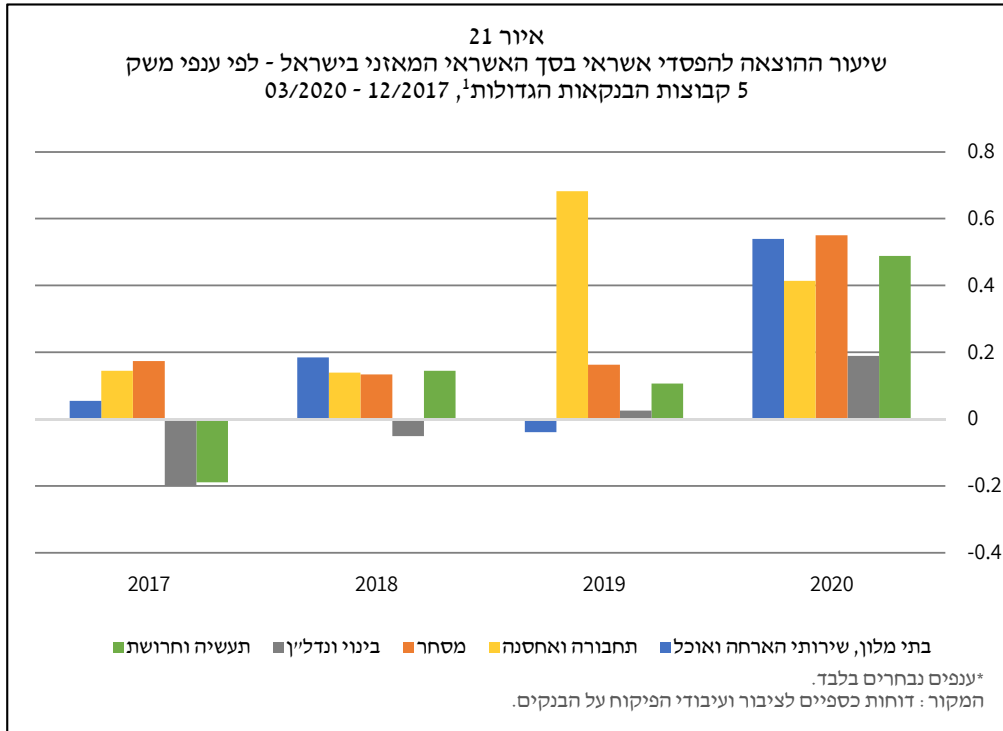
<sup>44</sup> שיעור ההוצאות להפסדי אשראי מיתרת סוף התקופה לשנת 2019 עלה בעסקים הבינוניים ל-0.17% (לעומת שיעור שלילי בשנת 2018). שיעורי הריבית עלו לרמה של 2.8% לעסקים הגדולים ו-2.2% לעסקים הבינוניים (לעומת 2.6% ו-2.1% בשנת 2018). מדדים אחרים של המחיקות והאשראי הפגום נשארו יציבים.

<sup>45</sup> נכון לדוחות 2019 נוספו 43 אזהרות עסק חי, וזאת בענפים: טכנולוגיה (+5), בינוי ונדל"ן (+2), ביומד (+2), השקעה והחזקות (+5), מסחר ושירותים (+1).

<sup>46</sup> חישוב המגזרים הוא לפי גישת ההנהלה.

לפיכך, לצד הגדלת האשראי המסחרי, הגדילו הבנקים את שיעור ההוצאות להפסד בראייה צופה פני עתיד (לוח 4)<sup>47</sup>, בפרט בענפים שהם בסיכון בגין המשבר, וכן בגין ענפי הבינוי והפעילות בנדל"ן (איור 21)

השפעות משבר הקורונה על החוב הבנקאי בחלוקה לפי ענפי המשק - גידול בשיעור ההוצאה להפסדי אשראי בענפים החשובים למשבר



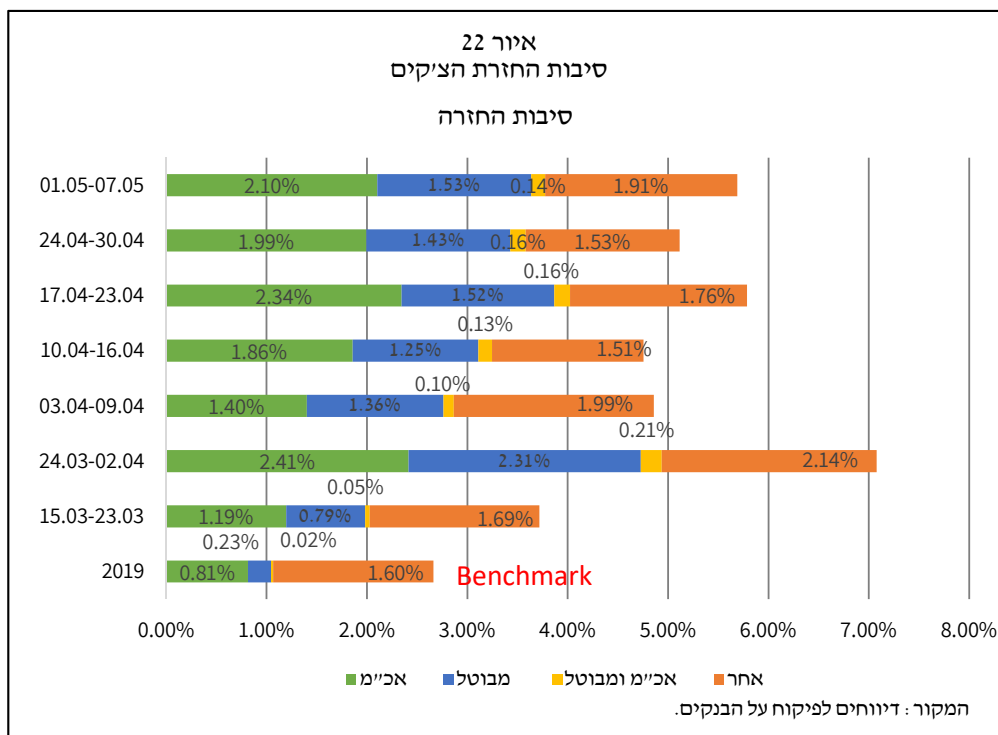
אינדיקציות ראשונות מיידיות לאחר ההקלות במגבלות הסגר שעלו מסקר המגמות של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה הצביעו על התכנות להתחלה של התאוששות הפעילות בחלקים מהמשק. עם זאת, ענפי הבינוי והנדל"ן מדווחים על מגבלת אשראי בנקאי וחוב-בנקאי, מגמה שעשויה לבטא אף היא עלייה של הסיכון בענף. כמו כן, מגזר העסקים הקטנים והזעירים מתאפיין בקשיי מימון, האטה בפעילות ועיכובים בחזרה לשגרה. נתוני הפיקוח על הבנקים מעידים שמספר החזרות הציקים, בפרט מסיבת אי כיסוי, מצביע גם הוא על עלייה מסוימת בסיכון (איור 22). מספרם (האבסולוטי) גדל עם המשבר עד לשיא בסוף מרץ ותחילת אפריל, והתייצב לאורך מאי, התמתנות המתבטאת אף היא בערכים גבוהים מאשר בשגרה.

לעומת מגמת הגידול של האשראי הבנקאי (לעסקים הגדולים והבינוניים), ניכרת באשראי החוב-בנקאי, ששיעורו 32.5% מהחוב הפרטי, מגמת ירידה, וזו התגברה במהלך הרבעון הראשון (מ-0.1% בחודש פברואר ל-4.1% בחודש מרץ)<sup>48</sup>. ירידה זו, שנכון לרבעון הראשון היא חלק מהשפעות המשבר, תורמת למגמת ההאטה ששררה בשנים הקודמות בקצב הגידול של החוב החוב-בנקאי ביחס לתוצר (שיעור החוב הזה לתוצר הוא 22.86%). יתרת האג"ח הלא סחירות וההלוואות החוב-בנקאיות עומדת, נכון לרבעון הראשון של 2020, על 112 מיליארד ש"ח, לאחר ירידה (בשיעור 4.9%) לעומת קודמו. זאת לעומת מגמת צמיחה בשיעור של 8.4% בשנת 2019 (משיעור של 2.5% בשנת 2018). במקביל, יתרת האג"ח הסחיר, שהסתכמה ברבעון הראשון ב-204 מיליארד ש"ח, רשמה גם היא מגמת ירידה (0.4%) לעומת קודמו. הסיכון הכרוך בחוב זה עלה ברבעון הראשון בעקבות המשבר. (לפירוט המגמות באג"ח החברות ראו התיבה "ההתפתחויות בשוק אג"ח החברות במהלך המשבר"). באופן פרטני, נכון לחודש מאי, התשוואות בענף הבינוי והנדל"ן עלו במהלך חודש מרץ לשיא וירדו בחזרה, אך טרם השלימו את הירידה לרמה הנמוכה שקדמה למשבר (בעיקר חברות הייזום והבינוי).

ככלל, ברבעון הראשון הייתה עלייה בסיכון האשראי למגזר העסקי (הלא-פיננסי) הבנקאי והחוב-בנקאי. אם המשבר יתמשך, ולא תהיה חזרה לצמיחה מהירה בתוצר, ההפסדים עלולים לגדול, ואופי המשבר יחייב לעבור למודלים חדשים לניתוח

<sup>47</sup> ראה גם, מצגת המפקח על הבנקים פורום שווי הוגן, יולי 2020, באתר בנק ישראל

<sup>48</sup> ירידה בשיעור של 2% לרבעון.



סיכון החוב<sup>49</sup>. על כל האמור יש להוסיף סיכונים הנובעים מהקלות תפעוליות שרגולטורים מאפשרים בזמן סגר, וכן אתגרים משפטיים המאפיינים זמן משבר; קרן המטבע התייחסה לאפשרות שריבוי הסדרי חוב יביא לבחינה מחודשת של מתווי ההסדרים האלה (debt resolution framework). גידול ההוצאות להפסדים שהבנקים הישראליים הציגו ברבעון הראשון מתיישב עם גישה צופה פני עתיד להפרשות להפסדים ולמבחני רגישות לאופק קצר<sup>50</sup>.

### 2.3.3 האשראי למשקי הבית

בסוף הרבעון הראשון הסתכמה יתרת האשראי למשקי הבית ב-592 מיליארד ש"ח. הרכיב העיקרי של אשראי זה (88.5%) הוא האשראי הבנקאי. שיעור החוב של משקי הבית בתוצר עומד על 42%, נמוך ביחס לרמת החוב הנמדדת במדינות מפותחות אחרות. עם זאת, לאשראי של משקי בית סיכון המאפיין אותו בשל הקשר האפשרי בין התרחבות מהירה של חוב זה לבין הסיכון להיווצרות משברים פיננסיים ולהתארכות תקופות שפל<sup>51</sup>.

יתרת האשראי לדיוור עמדה בסוף הרבעון הראשון על סך 394 מיליארד ש"ח. בישראל שיעורו של האשראי לדיוור בתוצר הוא 27%, נמוך ביחס למקובל בעולם ובהשוואה בין-לאומית. כמו כן, על רקע הצעדים שנקטו בשנים האחרונות תיק האשראי לדיוור מוערך על ידי הפיקוח על הבנקים כעומד במדדי איכות מקובלים<sup>52</sup>. עם זאת, החשיפה לאשראי זה עולה על רקע חלקו הגבוה בסך האשראי למשקי בית, שיעורו המשמעותי בחוב הפרטי הלא פיננסי ביחד עם ענפי הבינוי והנדל"ן, ובשל כך שהערך העיקרי להעמדת האשראי לדיוור ממושך להיות המערכת הבנקאית. מספר העסקאות של נטילת משכנתה, שרשם שיא בדצמבר 2019, ירד מעט בחודשיים הראשונים של שנת 2020, אך היה עדיין גבוה מהממוצע החודשי בשנת 2019. באופן פרטני: בחודש מרץ, בהשפעת הקדמת עסקאות בזמן הסגר, היה סך המשכנתאות מהגבוהים בעשורים האחרונים – כ-9 מיליארד ש"ח.

<sup>49</sup> שאלות שעשויות לעלות הן לגבי טיב הנכסים המשועבדים ונזילותם והבחנה בין התחייבויות גמישות לבין קשיחות. זאת ועוד, המשבר מייצר אי-וודאות בהכנסות מפעילות שוטפת, ביכולת לממש השקעה ובאפשרות לגייס מימון. כמו כן, תיתכן גם פגיעה בשווי הנכסים הנמדדים על פי השווי ההוגן (בעיקר נדל"ן להשקעה), בגלל ירידה בתקבולים הצפויים ועלייה בשיעור ההיוון (בגין פרמיית הסיכון).

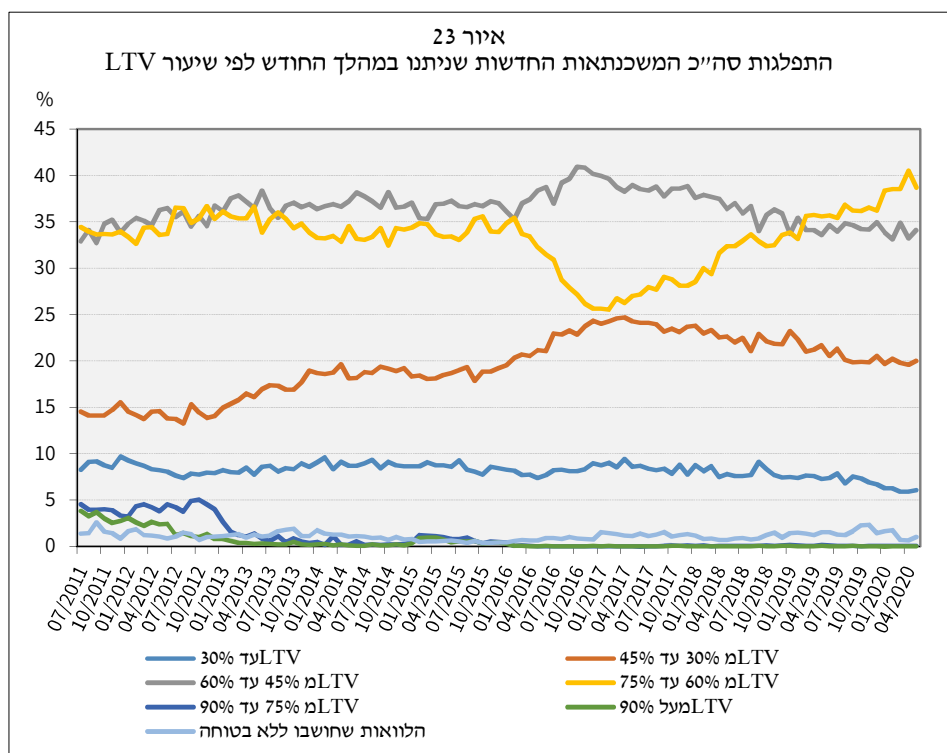
<sup>50</sup> בעקביות עם הפרסומים הבין-לאומיים של ועדת באזל לפיקוח על הבנקים והמועצה ליציבות פיננסית, שעודדו הקלות בדרישות הרגולטוריות והגמשה של הכללים החשבונאיים מעבר לנדרש לצרכים יציבותיים, בכפוף למתן ייצוג נאמן למצב הכספי של החברות.

<sup>51</sup> ראו דוח היציבות לשנת 2019, בהערת שוליים 23.

<sup>52</sup> ראו "בנק ישראל, דין וחשבון 2019", פרק ד'.

**המשבר העלה את הסיכון באשראי לדיור.** עליית האבטלה בשיעור ניכר עלולה להיות גורם מרכזי לכשל של לוויים, כפי שעולה גם מתרחיש הקיצון המקרו-כלכלי לגבי תיק האשראי לדיור, שערך הפיקוח על הבנקים בשנת 2018<sup>53</sup>. נכון לרבעון הראשון, גדל שיעור ההוצאות להפסדי אשראי מסך האשראי לדיור במערכת הבנקאית (שיעור של 0.8% לעומת 0.03% בשנת 2019 ו-0.04% בשנת 2018<sup>54</sup>), ושיעור הבקשות לדחיות תשלומים בגין אשראי זה גבוה (נכון לסוף חודש יוני יתרת האשראי שבגיניו נדחו תשלומים שיעורה 24.3% מתיק האשראי לדיור); נמשכה העלייה של גודל ההלוואה ביחס לערך הנכס (LTV) – לשיעורים שבין 60%-ל-75% במשכנתאות החדשות – בין היתר בגלל עליית חלקן של משכנתאות "מחיר למשתכן"<sup>55</sup> (איור 23). גודלה הממוצע של המשכנתא עלה לסך של 789.33 אלפי ש"ח, לעומת 702.55 אלפי ש"ח בשנת 2019;

האשראי למשקי הבית שאינו לדיור הסתכם בסוף הרבעון הראשון ב-198 מיליארד ש"ח. אשראי זה פחת ברבעון הראשון בשיעור של 1.9%, ירידה שעיקרה בחודש פברואר (0.5%), אולם שב וגדל בחודש מרץ (1.7%). יתרתו של האשראי הבנקאי, שהוא המקור העיקרי של האשראי שלא לדיור (77%), קטנה ברבעון הראשון (בעיקר בחודש מרץ), ושיעור ההוצאה להפסדי אשראי מסך האשראי שאינו לדיור עלה לעומת השנה הקודמת (שיעור של 1.34% לעומת 0.63% בשנת 2019 ו-0.87% בשנת 2018<sup>56</sup>). נכון לחודש יוני, יתרת אשראי שלא לדיור שבגיניו נדחו תשלומים שיעורה 8.5% מסך התיק בו נדחו התשלומים. חברות כרטיסי האשראי, שהאשראי שהעמידו הוערך בשנה הקודמת ברמת סיכון גבוהה<sup>57</sup>, הקפידו ברבעון הראשון את העמדת האשראי ויתרת החוב קטנה בשיעור של 5.7%, במקביל בדוחות הכספיים שפורסמו לרבעון ראשון יש ביטוי לגידול ההכרה בהפסדים. בשלב זה הגדילו הגופים המוסדיים, בשיעור נמוך של 3.9%, את האשראי שלא לדיור (לעומת גידול בשיעור של 25% ב-12 החודשים הקודמים). יש להדגיש כי העלייה החדה של שיעור הבלתי מועסקים בעקבות המשבר העלתה את סיכון האשראי של משקי הבית, ובעיקר של בעלי ההכנסות הנמוכות, שחלקם ביוצאים לחל"ת גבוה מזה של האחרים, וחלקם בחוב הצרכני עלה בשנים האחרונות<sup>58</sup> (ראו תיבה 2 בדו"ח זה).



<sup>53</sup> אתר בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, הודעה לעיתונות מיום 19/5/2019.

<sup>54</sup> ראה גם, מצגת המפקח על הבנקים פורום שווי הוגן, יולי 2020, באתר בנק ישראל

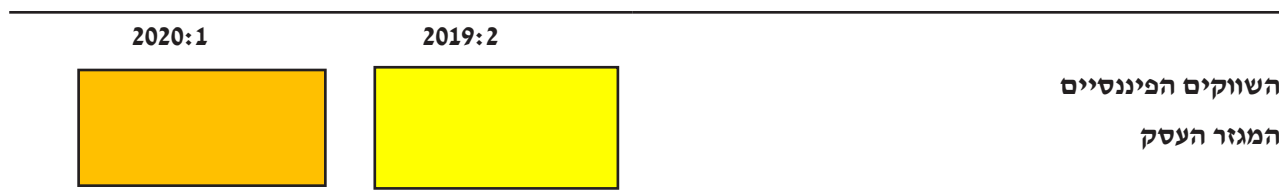
<sup>55</sup> באחוז המשכנתאות לדירה יחידה עם LTV גדול מ-50% בסך המשכנתאות נמשכת מגמת עלייה מהשנים הקודמות, והוא עומד על 46.55%, נכון לפברואר. (הממוצע השנתי עומד על 46.73%, לעומת 44.97% אשתקד, בשנת 2017 ו-39.88% בשנת 2016). זאת על רקע ההקלה בחישוב נכסי הסיכון עבור הלוואות לדיור בשיעור מימון של 60%-75% (מגמה שהחלה במהלך שנת 2018).

<sup>56</sup> ראה גם, מצגת המפקח על הבנקים פורום שווי הוגן, יולי 2020, באתר בנק ישראל.

<sup>57</sup> "בנק ישראל, דין וחשבון 2019", פרק ד'.

<sup>58</sup> "דוח היציבות הפיננסית מיוני 2019, פרסומי בנק ישראל מיוני 2019, עמ' 48-50; "דוח היציבות הפיננסית, דצמבר 2019"; פרסומי בנק ישראל מדצמבר 2019, עמ' 27; לביב שאמי, נייר מדיניות 01.19 "החוב של משקי הבית בישראל", מכון טאוב, פרסום מינואר 2019.

## 2.4 הנזילות



סיכוני הנזילות בשווקים הפיננסיים באו לידי ביטוי במהלך המשבר: משקיעים מוסדיים בעלי אופק השקעה קצר מכרו נכסים פיננסיים בהיקפים גדולים – בעיקר אג"ח ממשלתיות ותאגידיות – מול היצע מוגבל של קונים. רכישות אג"ח ממשלתיות על ידי בנק ישראל סייעה במתן נזילות והרגיעה את השוק.

### 2.4.1 הנזילות בשווקים

מהירות המחזור (מחזורי המסחר חלקי שווי השוק) בשווקים ערב המשבר הייתה נמוכה יחסית בפרספקטיבה היסטורית וגם בהשוואה בין-לאומית<sup>59</sup>. הרמה נותרה נמוכה מאוד עד מרץ, אך באמצע החודש גדלו מאוד מחזורי המסחר, וכתוצאה מכך מהירות המחזור עלתה בחדות. עיקר העלייה באה לידי ביטוי בשוק האג"ח הממשלתיות, וגם בשוק המניות והאג"ח הקונצרניות נצפו רמות גבוהות (איור 24).

הרקע לעלייה של מחזורי המסחר באג"ח הממשלתיות היו הפדיונות הגדולים בקרנות הנאמנות, ובמידה פחותה יותר הפדיונות של קרנות ההשתלמות וקופות הגמל – במיוחד אלו המסווגות כמתמחות באג"ח ממשלתיות (צמודות ולא-צמודות). כדי להמחיש עד כמה משמעותי היה רכיב הפדיונות בשוק האג"ח הממשלתיות מראה איור 25 את המחזוריים בשוק האג"ח הממשלתיות הצמודות ואת הפדיונות והגיוסים (בערך מוחלט). ניתן לראות כי הפדיונות אכן היו חלק משמעותי מנפח המסחר בשוק האג"ח הממשלתיות – 32% מסך המסחר היומי באג"ח הצמודות. תמונה דומה נצפתה גם בשוק האג"ח הלא-צמודות. לשם השוואה, הממוצע וסטיית התקן מאמצע 2008 ועד סוף 2017 היו 3.5% ו-3.6% בהתאמה, באג"ח הלא-צמודות ו-6.2% ו-6.3%, בהתאמה, באג"ח הצמודות – הבדל של יותר משתי סטיות תקן. מכאן שהפדיונות חוללו זעזוע משמעותי לנזילות בשוקי האג"ח הממשלתיות.

עיקר הפדיונות המסיביים התרחשו בין 08.03 ל-18.03.2020, ולקראת סוף חודש מרץ הפדיונות המסיביים נעצרו. בשל מצוקת הנזילות, הפדיונות לוו בעליית תשואות משמעותית בשוק האג"ח הממשלתיות, מה שהניע את בנק ישראל להתערב בשוק זה על ידי רכישת אג"ח בשוק המשני בהיקפים גבוהים, החל מה-15 בחודש. ב-23.03 הבנק אף הודיע על כך רשמית והתחייב לרכוש אג"ח ממשלתיות בהיקף של עד 50 מיליארד ש"ח<sup>60</sup>.

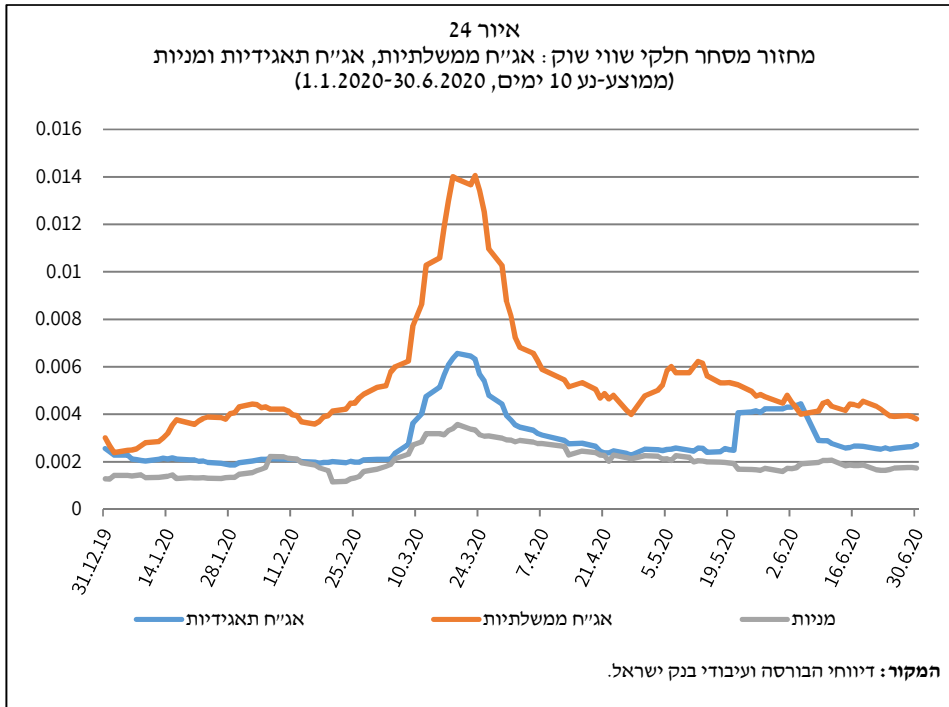
עליית תשואות מהירה כתוצאה מבעיית נזילות התרחשה גם בשוק האג"ח התאגידיות: קרנות הנאמנות החזיקו ערב המשבר בכשליש מכלל שווי השוק של האג"ח התאגידיות, והאג"ח מהוות כשליש מסך נכסי קרנות הנאמנות. בדומה להתפתחות בשוק האג"ח הממשלתיות, הפדיונות הגדולים בקרנות הנאמנות באו לידי ביטוי במחזורי מסחר גדולים ולוו בעליית תשואות.

על פי דיווחי החברות הציבוריות, במהלך הרבעון הראשון של 2020 השתפר מצב הנזילות של החברות, הנמדד לפי היחס בין מזומנים ושווי המזומנים להתחייבויות השוטפות. הערך החציוני עלה בכ-7 נקודות אחוז, תוצאה של צבירת מזומנים דרך פעולות מימון (כגון הנפקת מניות, אג"ח או הגדלת אשראי בנקאי). התנהגות זו עשויה להעיד כי החברות הגיבו על אי-הוודאות, שהלכה וגברה במהלך הרבעון הראשון, בדרך של הצטיידות במזומנים, על ידי ניצול קווי אשראי קיימים, יצירת קווים חדשים וכדומה. התנהגות זו מתיישבת עם הניתוח המובא בתיבה 4 הסוקרת את עמידות החברות הציבוריות על רקע משבר הקורונה, ומאפיינת בעיקר חברות הצופות פגיעות נמוכה בהון, אך עלולות להיתקל בבעיית נזילות בגלל המשבר.

<sup>59</sup> ראו פרק הנזילות בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2019.

<sup>60</sup> להרחבה ראו: "השפעת בנק ישראל בשוק האג"ח הממשלתי בשיא המשבר", תזכיר שפורסם ב-3.6.20 באתר בנק ישראל.

במהלך המשבר עלתה מהירות המחזור בחדות, במיוחד בשוק האג"ח הממשלתיות.



הפדיונות מקרנות הנאמנות היוו חלק משמעותי מנפח המסחר בשוק האג"ח הממשלתיות.



## 2.5 הקישוריות



הקישוריות במערכת הפיננסית המקומית עלתה מעט: המדדים מבוססי השוק הצביעו על עלייה חדה של הקישוריות במהלך המשבר, אולם בהסתברויות נמוכות מאלו שנצפו במשבר הפיננסי ב-2008. המדדים המבוססים על דוחות כספיים ומידע חשבונאי, ומשקפים את החשיפה הישירה והעקיפה בתוך המערכת הפיננסית, עלו במעט בשנים האחרונות וקרובים לממוצע ארוך הטווח.

הקישוריות במערכת הפיננסית היא ערוץ מבני של חשיפה לסיכון, שמתקיים במידה בינונית גם במשק הישראלי. רמת הקישוריות במערכת הפיננסית – וכתוצאה ממנה פוטנציאל ההדבקה בתוכה – חשובה להערכה של חשיפתה לסיכונים ושל רמת הפגיעות הכלל-משקית (הסיכון המערכת). הקישוריות במערכת נוצרת בשני ערוצים מרכזיים: (1) ישירות, דרך חשיפה של מוסד פיננסי אחד לאחר; ו- (2) בעקיפין, דרך חשיפה של מוסדות פיננסיים לגוף שלישי משותף.

### 2.5.1 החשיפה הישירה והחשיפה העקיפה

בחשיפה הישירה של הבנקים לגופים המוסדיים נמשכת מגמת הירידה: הנתון האחרון (ספטמבר 2019) מראה כי שיעור ההחזקה של הבנקים בניירות ערך של הגופים הפיננסיים ירד ל-0.28% בלבד מסך ניירות הערך המוחזקים בידי הבנקים. כנגד זאת, חשיפת הגופים המוסדיים למערכת הבנקאית עלתה בשנים האחרונות, והנתון האחרון (ספטמבר 2019) אומר ש-13.2% מסך החזקותיהם הם בניירות ערך של הבנקים.

ערוץ החשיפה העקיפה בא לידי ביטוי, בין היתר, בחשיפה המשותפת בגין תיקי אשראי חופפים<sup>61</sup>. מגמת הירידה של המתאם בין הבנקים בתיקי ההלוואות, שנצפתה לאורך תקופה ארוכה, נעצרה בסוף 2016, ומאז המתאם שב ועלה (איור 26), תוצאת הצמיחה המיוחדת של האשראי ללווים גדולים<sup>62</sup> במהלך 2018. מההתקרבות בין מקדם המתאם שכולל את הבנקים כלווים, לזה שלא כולל אותם (הקו המרוסק לעומת הקו הרציף), עולה שלאורך תקופה ארוכה הבנקים צמצמו את הדמיון ביניהם הרכב החשיפה של כל אחד מהם לבנקים אחרים, גם אם לא את סך החשיפה עצמה.

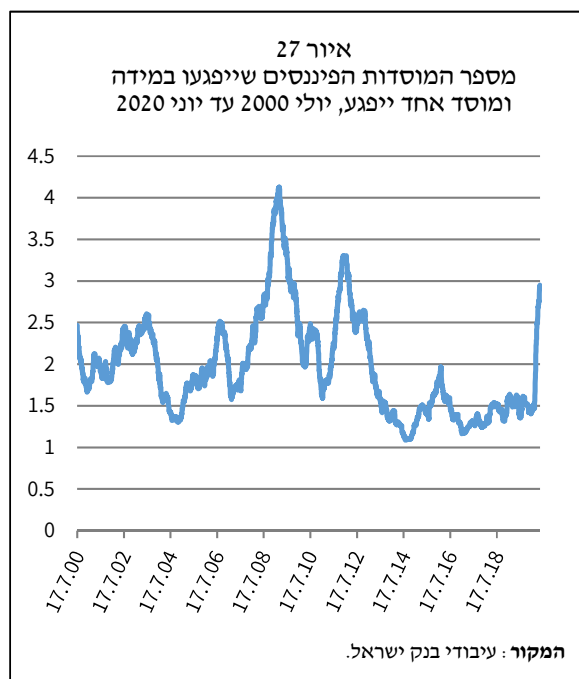
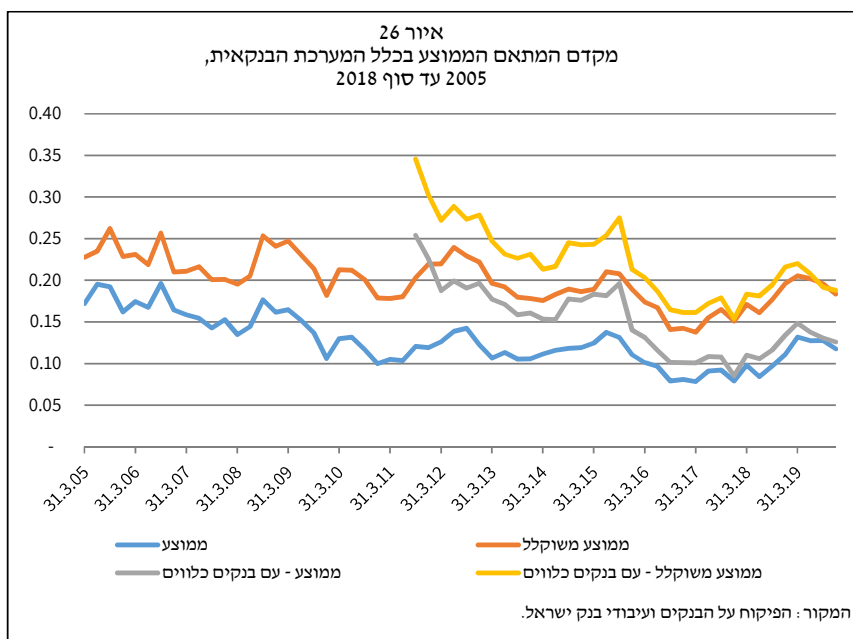
### 2.5.2 מדדי השוק להערכת הסיכונים המערכתיים והקישוריות (בעזרת שיטות סטטיסטיות ומדע הנתונים)

מדד ה-CoVaR (Conditional value at risk או ליתר דיוק: delta-CoVaR) לסיכון מערכת, מתבסס על נתוני המסחר של מניות ומודד את הפגיעה שצפויה במערכת הפיננסית באירוע קיצון, כתלות באירוע קיצון שלילי שיתרחש באחד מהמוסדות הפיננסיים המרכזיים במערכת, מעבר לזו שצפויה במצב רגיל<sup>63</sup>. ככל שההשפעה גדולה יותר, אנו מסיקים שלאותו מוסד תרומה גדולה יותר לסיכון המערכת<sup>64</sup>.

<sup>61</sup> להרחבה ראו פרק א' ב"מערכת הבנקאות בישראל, סקירה שנתית 2018".  
 הממד מחושב בשלבים הבאים: 1. חישוב מקדם המתאם בין תיקי האשראי של כל בנק עם כל אחד מששת הבנקים האחרים בכל רבעון; 2. חישוב מקדם המתאם הממוצע לכל בנק, משוקלל לפי המשקלות בנכסי הבנק השני.  
 3. חישוב מקדם המתאם לכלל המערכת, על ידי חישוב ממוצע משוקלל במשקלות נכסי הבנקים של מקדם המתאם הממוצע לכל בנק.  
 באמצע 2011 נוספה חובה לדווח גם על היקף החשיפה בין הבנקים לבין עצמם, ולכן נוצר שבר בסדרה. לכן אנו מציגים את הסדרה שכוללת את הבנקים כלווים לצד סדרה שאינה כוללת אותם (סדרה ללא שבר).  
 הנתון לרבעון השלישי של 2018 אינו זמין, ובמקומו השתמשנו בממוצע הערכים של הרבעונים השני והרביעי.  
<sup>62</sup> להרחבה .

<sup>63</sup> מדד זה אינו מספק איתות מקדים למצבי משבר, אולם הוא חשוב למעקב אחריהם, מאפשר לבחון בזמן אמת את תרומתו היחסית של כל מוסד פיננסי לסיכון המערכת ולסייע בקביעת סדרי העדיפויות בתמיכה בהם בעתות משבר.  
<sup>64</sup> להרחבה על הממד ואופן חישובו ראו תיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2019.

יצירות במידת הדמיון בין תיקי ההלוואות של הבנקים.



בבחינה של מדד זה לאורך זמן ובמחצית השנייה של השנה האחרונה, עולה שהתרומה של כל מוסד מתואמת עם גודלו, גם אם לא באופן מושלם<sup>65</sup>. במהלך חודש מרץ הראה המדד שרמת הקישוריות במערכת זינקה לערכים גבוהים מאוד, גם אם נמוכים מאלה שנצפו במשבר הפיננסי ב-2008. עם הרגיעה בשווקים החל המדד לרדת, אולם גם היום ערכיו גבוהים יחסית, ומכאן שהסיכון המתלווה לאירועים מערכתיים, כדוגמת משבר הקורונה, לא נעלם.

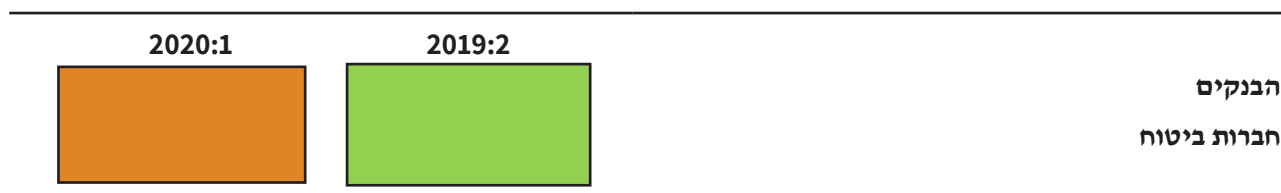
**מדדים ליציבות המערכת הבנקאית:** בגישת ה-CIMDO או אומדים את ההשפעות ההדדיות שיש למוסד פיננסי אחד על האחר<sup>66</sup>. מהניתוח עולה, שבמהלך המשבר עלתה ההסתברות המשותפת לפגיעה חמורה בכלל המערכת הפיננסית בו-זמנית והגיעה בשיאה לרמה של שני אחוזי הסתברות לפגיעה חמורה בכל הבנקים בו זמנית, אחוז אחד של הסתברות לפגיעה חמורה בכל חברות הביטוח בו זמנית וחצי אחוז להסתברות ששני האירועים גם יחד יתרחשו. המדד המשלים של מספר המוסדות הפיננסיים הנוספים שעלולים להיפגע במקרה של פגיעה במוסד אחד הגיע בשיאו ל-3 (איור 27).

<sup>65</sup> ראו תיבה בדוח היציבות למחצית הראשונה של 2019. בתיבה זו אנו מציגים את הקשר בין מאפייני המוסדות הפיננסיים ותרומתם לסיכון המערכתי, כפי שנמדד על ידי ה-CoVaR.

<sup>66</sup> על פי גישה זו אנו מסתכלים על כל המערכת הפיננסית כעל תיק נכסים שמורכב ממניות המוסדות, ויש בו מתאם בין הנכסים שבתיק. לכן הביצועים של תיק זה (דהיינו של כלל המערכת), תלויים לא רק בביצועים של כל מוסד בנפרד אלא גם במתאמים בין ביצועי המוסדות לבין עצמם. הואיל והמטרה של כלי זה היא הערכת סיכונים מערכתיים, אנו מעוניינים במיוחד באירועי הקיצון השליליים האפשריים של "התיק", בתלות ההדדית בין המוסדות ובהבנה כיצד תלות זו יוצרת ערוץ, שבו זעזוע למוסד פיננסי אחד עלול להתפתח לפגיעה במוסד פיננסי אחר – ואף במערכת כולה.



### 3. העמידות של רכיבי המערכת הפיננסית



עמדת הפתיחה של המערכת הבנקאית וחברות הביטוח לקראת המשבר הייתה טובה, הודות לשיפור מתמשך של ההון בבנקים ובחברות הביטוח. אולם המשבר פגע ברווחיות הבנקים, וצפוי להשתקף בעלייה של ההוצאות להפסדי אשראי בעתיד. השלכות המשבר באות לידי ביטוי בהרעת מדדי איכות תיק האשראי של חמש הקבוצות הבנקאיות. שיעור ההוצאה להפסדי אשראי בסך האשראי לציבור עלה לרמה של 1.03%, לעומת שיעור הוצאה ממוצע של כ-0.17% בין השנים 2019-2015, הרעה שניכרת בכל מגזרי הפעילות השונים. גם חברות הביטוח נפגעו, בעיקר בתיקי הנוסטרו שלהן, בגלל הירידות של מחירי הנכסים הפיננסיים.

#### 3.1 הבנקים

מערכת הבנקאות הישראלית נכנסה למשבר הקורונה בעמדת פתיחה טובה. משבר הקורונה צפוי להוביל להתממשות סיכון השוק והאשראי, שכל הנראה תשתקף בפגיעה ניכרת ברווחיות הבנקים ובעלייה של ההוצאות להפסדי אשראי.

תיק האשראי הבנקאי גדל בשנים האחרונות תוך שינוי בהרכבו. התפתחות זו, ועמה המצב המקרו-כלכלי הטוב ערב המשבר הביאו לירידה בסיכוני האשראי. רמת הנזילות של הבנקים הישראליים גבוהה ונשענת על פיקדונות קמעוניים יציבים ומבוזרים.

מערכת הבנקאות הישראלית המשיכה בשנת 2019 לשמור על חוסנה ועל יציבותה, תוך המשך התאמתה לסביבה העסקית והתחרותית המשתנה ולשינויים הטכנולוגיים. בזכות התפתחויות אלה פקד משבר הקורונה את הבנקים הישראליים כשהם בנקודת פתיחה טובה. זו אפשרה לבנק ישראל ולפיקוח על הבנקים לנקוט שורה ארוכה של צעדים, שמטרתם לסייע למשק על ידי הרחבת היצע האשראי למשקי הבית ולעסקים. במסגרת זו חלו שינויים במאפייני מערכת הבנקאות הישראלית. דוגמאות בולטות הן שיפור באיכות ההון הבנקאי, בהיקפו, באיכות תיק האשראי ובביזור ריכוזיותו; התייעלות מערכת הבנקאות תוך צמצום כוח האדם ומספר הסניפים, במקביל להגדלת מגוון השירותים הבנקאים הזמינים באמצעים דיגיטליים; שיפור מערכי ניהול הסיכונים.

סביבת המקרו המיטיבה בשנים שקדמו למשבר השפיעה אף היא לחיוב על ביצועי המערכת הבנקאית. היא תרמה לשיפור באיכות האשראי הבנקאי והביאה לירידה של ההוצאות להפסדי אשראי. האשראי שהעמידו הבנקים לכל מגזרי הפעילות גדל והניב למערכת הבנקאות הכנסות מריבית ומעמלות, כך שרווחיות מערכת הבנקאות בשנים אלה התייצבה גם בהשוואה בין-לאומית על רמה נאותה.

מאז התפרצות נגיף הקורונה בישראל ניכרת פגיעה משמעותית בביצועי הכלכלה, אולם מצבה האיתן של מערכת הבנקאות ערב תחילת משבר הקורונה אפשר לבנק ישראל ולפיקוח על הבנקים לפעול, בשורה ארוכה של צעדים, במטרה לתרום לצמצום הפגיעה במשק ולהרחיב את היצע האשראי הבנקאי למשקי הבית ולעסקים. במסגרת זו העמידו הבנקים בתוך שבועות ספורים אשראי בהיקפים משמעותיים מאוד, השקולים להיקף האשראי שניתן בתקופות שגרה בשני רבעונים. זאת במקביל לגידול ניכר של פיקדונות הציבור בבנקים, שמקורם בנכסים שנמשכו משוק ההון.

במבט צופה פני עתיד – משבר הקורונה צפוי להביא להתממשות סיכון השוק וסיכון האשראי, שכל הנראה ישתקפו בפגיעה ניכרת ברווחיות הבנקים ובעלייה בהוצאות להפסדי אשראי.

### 3.1.1 התוצאות העסקיות

רווחיותה של מערכת הבנקאות הייתה בשנים האחרונות נאותה, והושפעה מאוד מגידול האשראי שהעמידו הבנקים לציבור, מהוצאות נמוכות להפסדי אשראי ומשיפור ביעילותם של הבנקים. הרווח הנקי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות גדל בשנת 2019 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד (4.1%) ועמד על כ-9.5 מיליארד ש"ח. הבנקים המשיכו להציג רווחיות נאותה, והתשוואה להון עמדה על כ-8.2%, מעט מתחת לממוצע בעשור האחרון (כ-8.7%). הרווחיות של הבנקים הושפעה ב-2019 לחיוב מגידול של הכנסות הריבית נטו (5.2%), בעיקר בזכות הגידול של היקפי האשראי לציבור בישראל וירידה קלה בהוצאות התפעוליות (1.1%). משבר הקורונה נתן את אותותיו במהלך הרבעון הראשון של שנת 2020 והשפיע לשלילה על רווחיות המערכת הבנקאית. השפעתו התבטאה בעיקר בגידול משמעותי של ההוצאה להפסדי אשראי (כ-700%) ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, בכל הקבוצות הבנקאיות, הן בגין ענפים שונים במגזר העסקי והן בגין מגזר משקי הבית. גידול ההוצאות להפסדי אשראי היה גורם עיקרי לצניחת הרווח הנקי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות ברבעון הראשון לשנת 2020, לכ-770 מיליוני ש"ח, וכן של התשוואה להון לכ-2.6% (במונחים שנתיים) – הנתון הנמוך ביותר מאז שנת 2008.

### 3.1.2 הלימות ההון והמינוף

צבירת ההון במערכת הבנקאות, יחד עם הקשחת הדרישות המזעריות והדרישה לריתוק הון נוסף כנגד המאפיינים הייחודיים של ענף הבנקאות ושל המשק המקומי, אפשרו לפיקוח על הבנקים (בדומה לרשויות פיקוח אחרות בעולם) להפחית כבר בימים הראשונים של משבר הקורונה את דרישות ההון הפיקוחיות לטובת הרחבת האשראי הבנקאי לציבור. היה זה מהלך אנטי-מחזורי, שמטרתו לאפשר לבנקים להוסיף ולהעמיד אשראי, וכן לאפשר להם לספוג הפסדים בהיקף משמעותי. במקביל לכך הנחה הפיקוח על הבנקים את ראשי הבנקים לבחון מחדש את מדיניות חלוקת הדיבידנדים והרכישה העצמית של מניות (להרחבה ראו הודעה לעיתונות מיום 29/3/2020). הנחיה זו הניעה את הבנקים להודיע שאין בכוונתם לחלק דיבידנדים בשנת 2020 לנוכח משבר הקורונה.

מגמת השיפור באיכות ובהיקף של ההון הבנקאי נמשכה במהלך שנת 2019, לצד המשך תמיכתם בצמיחת המשק והגדלת חלוקת הרווחים לציבור המשקיעים. ההון העצמי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות גדל בשנת 2019 בכ-3.2% (כ-3.7 מיליארד ש"ח). גידול ההון העצמי הביא לעלייה נוספת של יחס ההון העצמי רובד 1 בכל הקבוצות, וערכו המצרפי עמד בסוף שנת 2019 על כ-11.2%, בהשוואה לכ-10.8% בסוף שנת 2018.

בתום הרביע הראשון של 2020 סך ההון העצמי של חמש הקבוצות הגדולות הסתכם בכ-120 מיליארדי ש"ח, וגדל בשיעור של כ-3% (במונחים שנתיים) בהשוואה לשיעור גידול ממוצע של כ-6.4% בשלוש השנים האחרונות (לוח 6). העלייה המתונה בהון העצמי נובעת מצבירה נמוכה של רווחים לנוכח גידול ההוצאות להפסדי אשראי והירידה החדה ברווח הנקי. למרות הגידול שנרשם בהון העצמי, קטן יחס ההון העצמי רובד 1 במהלך הרבעון הראשון של 2020 לכ-10.6% לעומת 11.2% בדצמבר. זאת, בין היתר, עקב צמיחה משמעותית מאוד של סך נכסי הסיכון בתקופה הנסקרת (כ-13% במונחים שנתיים). יחס ההון העצמי של כל הקבוצות הבנקאיות נותר מעל דרישות ההון הרגולטוריות המקוריות.

### 3.1.3 סיכון האשראי

תיק האשראי הבנקאי גדל בשנים האחרונות תוך שינוי בהרכבו, שהביא, לצד המצב המקרו-כלכלי הטוב ערב המשבר, לירידה של סיכוני האשראי.

יתרת האשראי המאזני של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות גדלה בשנת 2019 בכ-4.4%, בדומה לקצב הגידול בשנים האחרונות (שיעור צמיחה שנתי ממוצע של כ-4.3% בשנים 2014–2018), והסתכמה בכ-1,061 מיליארד ש"ח. גידול האשראי ב-2019 נבע, בין היתר, מביצועי שיא של המשכנתאות, שהתבטאו בצמיחה של כ-7.6% בתיק האשראי לדיור. במקביל צמח האשראי למגזר העסקי במהלך השנה בכ-4.2%, בהובלת ענף הבינוי והנדל"ן, שהאשראי לו גדל במהלך השנה בכ-8.4%. כנגד זאת נרשמו במהלך השנה שיעורי צמיחה אפסיים בתיק האשראי הצרכני.

גם במהלך הרבעון הראשון לשנת 2020, המשיכו הבנקים לשמש מתווך פיננסי עיקרי במשק, למרות השפעתו של משבר הקורונה על הכלכלה, ויתרת האשראי המאזני צמחה בכ-12.6%<sup>67</sup> (במונחים שנתיים) ועמדה בסוף הרבעון הראשון לשנת 2020 על כ-1,095 מיליון ש"ח. עיקר הצמיחה הנבע מגידול של האשראי העסקי, האשראי לדירוג האשראי לחו"ל, שצמח בכ-16.4%, וכ-36.8%<sup>68</sup>, בהתאמה. לעומת זאת הצטמצם האשראי הצרכני בכ-12.7%. הצמיחה המשמעותית של אשראי העסקי בהיקף של כ-19 מיליארד ש"ח התבססה גם על ניצול מסגרות אשראי שהועמדו לחברות לפני המשבר<sup>69</sup>.

### האשראי למגזר העסקי

האשראי למגזר העסקי צמח במהלך הרבעון הראשון של 2020 בכ-19%. קצב צמיחת האשראי העסקי היה שונה במידה משמעותית בין המגזרים השונים: עיקר הצמיחה נבע מגידול האשראי למגזר העסקים הגדולים, שצמח במהלך הרבעון הראשון בכ-45%. זאת בהובלת שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות, שגידול האשראי שהעמידו למגזר העסקים הגדולים הגיע לכ-80% מסך הגידול של יתרת האשראי למגזר זה. נוסף על כך צמח, בכ-3%, האשראי למגזר העסקים הבינוניים, ואילו יתרת האשראי למגזר העסקים הקטנים והזעירים הצטמצמה בכ-2.4%. זאת על רקע ההמתנה לתחילת פעילותה של הקרן בערבות המדינה לעסקים קטנים ובינוניים (כפי שמפורט בסעיף "אשראי שניתן על ידי מערכת הבנקאות בתקופת משבר הקורונה").

מדדי איכות האשראי ערב המשבר מצביעים על איכות טובה של תיק האשראי בראייה היסטורית, שהשתקפה ביציבות של רוב המדדים. אולם התפתחות אירוע נגיף הקורונה הביאה לפגיעה מהירה ועוצמתית בכלכלה העולמית והישראלית. השלכות משבר הקורונה באות לידי ביטוי בהרעת מדדי איכות תיק האשראי של חמש הקבוצות הבנקאיות. שיעור ההוצאה להפסדי אשראי בסך האשראי לציבור עלה לרמה של 1.03%, לעומת שיעור ממוצע של כ-0.17% בשנים 2015–2019, הרעה שניכרת בכל מגזרי הפעילות השונים. מקור הגידול של יחס זה הוא עלייה של כ-82 מיליארדי ש"ח בסך ההוצאה של חמש הקבוצות הבנקאיות להפסדי אשראי, אשר נבעה בעיקר מהוצאה להפסדי אשראי על בסיס קבוצתי (כ-80%). יחס המחיקות נטו בסך תיק האשראי עלה גם הוא, וזאת ל-0.24%, בהשוואה לשיעור ממוצע של כ-0.15% בשנים 2015–2019. שיעורה של יתרת ההפרשה להפסדי אשראי בסך האשראי המאזני לציבור עלה ל-1.4%, לעומת ממוצע של 1.25% בחמש השנים האחרונות.

### 3.1.3.1 ריכוזיות תיק האשראי

שינויים בהוראות הפיקוח על הבנקים ובחקיקה ורפורמות שנערכו בעשור האחרון הביאו לירידה משמעותית באשראי שהבנקים מעמידים לקבוצות העסקיות הגדולות וללווים הגדולים ולחלוקה של האשראי בין לוויים רבים ומגוונים יותר.

כתוצאה מכך צמצמו הבנקים משמעותית בעשור האחרון את חשיפתם ללוויים גדולים, ובפרט לקבוצות לוויים גדולות וממונפות. משקל 100 הלוויים הגדולים בסך תיק האשראי עמד, נכון לסוף שנת 2019, על כ-9%, לעומת שיעור של כ-15.4% בשנת 2009.

### 3.1.3.2 אשראי שניתן על ידי מערכת הבנקאות בתקופת משבר הקורונה<sup>70</sup>

במהלך החודשים הראשונים של המשבר (חודשי מרץ עד יוני) גדל האשראי בקצב חסר תקדים של כ-19.7 מיליארד ש"ח (5.7% במונחים שנתיים), אולם השינוי באשראי לא היה אחיד בין המגזרים השונים: עיקר הגידול באשראי היה לדירוג וללוויים מסחריים ועסקיים בהיקף של 22.7 מיליארד ש"ח (גידול של כ-9.2% וכ-8.3% במונחים שנתיים בהתאמה). חלק מהאשראי המסחרי הועמד על בסיס ניצול של מסגרות אשראי שהועמדו לחברות אלה לפני המשבר. לעומת זאת ירד ב-5.3 מיליארד ש"ח האשראי הצרכני (ירידה של כ-10.5% במונחים שנתיים). מרבית הירידה בהיקף האשראי ללקוחות הקמעוניים מוסברת בירידת הצריכה הפרטית בתקופת ההגבלות על פעילות המשק, שבאה לידי ביטוי בירידה משמעותית של הביקוש לאשראי צרכני, ובפרט של הפעילות בכרטיסי אשראי (במהלך חודש אפריל ירדו הרכישות בכרטיסי אשראי בכ-40%). לצד זאת נרשמה פגיעה מסוימת גם בהיצע האשראי, בגלל הקטנת הפעילות של מערכת הבנקאות (עקב מגבלות הסגר) וצמצום של הפעילות היזומה להעמדת אשראי ושל מוקדי המכירות. גם באשראי לעסקים קטנים נרשמה ירידה,

<sup>67</sup> בנטרול השפעת שער החליפין צמח סך האשראי לציבור בכ-9.9%.

<sup>68</sup> במונחים שנתיים ובנטרול השפעת שער החליפין.

<sup>69</sup> להרחבה ראו תיבה א'5- בנושא "התפתחות האשראי והריבית במהלך המשבר", סקירה הפיקוח על הבנקים 2019.

<sup>70</sup> הנתונים בסעיף זה מדווחים לפי גישת ההנהלה: החלוקה למגזרי הפעילות לפי גישת ההנהלה מבוססת על סוגי המוצרים והשירותים או על סוגי הלקוחות. שיוך הלקוח למגזרי הפעילות מבוסס על שיוכו בפועל ליחידה הארגונית המטפלת והסיווג מתבצע על פי שיקול דעת הבנק ולא לפי כללים אחידים לכלל הבנקים.

רובה בחודש מרץ. זאת משום שהסיכון עלה מאוד, והבנקים המתינו להשקת הקרן לעסקים קטנים בערבות המדינה, אשר הושקה ב-1 באפריל 2020, ואכן נרשמה עלייה מסוימת במהלך חודש אפריל, לאחר הפעלתה. עד סוף חודש יוני<sup>71</sup> הגיע היקף האשראי שהוענק דרך הקרן לכ-12.8 מיליארד ש"ח, הנותנים מענה לכ-39,050 בקשות שאישרו הבנקים (כ-56% מסך הבקשות שנידונו בבנקים עד כה).

נוסף על כך גובש מתווה אחיד לדחיית תשלומי הלוואות, שאומץ על ידי כל הבנקים, וזאת כדי לסייע ללקוחות הבנקים להתמודד עם אתגרי המשבר והשלכותיו. מתחילת המשבר ועד לאמצע חודש יולי דחו הבנקים החזרי הלוואות לכ-571,100 לקוחות בכל מגזרי הפעילות, בסך מצטבר של 7.3 מיליארד ש"ח.

### 3.1.4 סיכון הנזילות

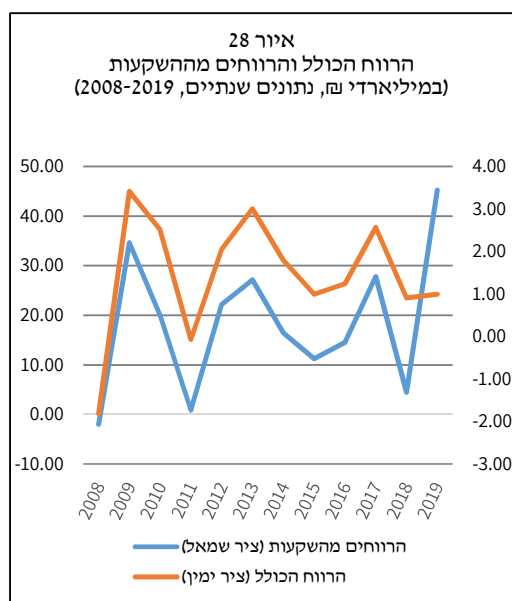
רמת הנזילות של הבנקים הישראליים גבוהה ונשענת על פיקדונות קמעוניים יציבים ומבוזרים. רמת הנזילות הגבוהה מאפשרת לבנקים להמשיך ולהעמיד אשראי על אף משבר הקורונה.

יחס כיסוי הנזילות (LCR, Liquidity Coverage Ratio) בתאגידים הבנקאים מוסיף להיות גבוה מהדרישה שקבע הפיקוח על הבנקים בדבר היחס המזערי (100%), וערכו המצרפי של יחס כיסוי הנזילות עמד השנה על כ-125%, נמוך במעט מערכו אשתקד, שהיה כ-128%.

עם תחילת משבר הקורונה, ברביע הראשון של שנת 2020, עלה יחס כיסוי הנזילות של מערכת הבנקאות עלייה חדה, וערכו המצרפי הגיע לכ-136%. מקורה של עלייה זו בהסטה של נכסים משוק ההון אל הבנקים, לנוכח משבר הקורונה והתנודות החדות בשוקי ההון. ההסטה הביאה לגידול של כ-8% בפיקדונות הציבור ברביע הראשון של השנה, בעיקר בפיקדונות היומיים של לקוחות קמעוניים וסיטוניים שאינם פיננסיים. פיקדונות אלה שימשו את הבנקים להגדלת היקף האשראי לציבור, ובעיקר להגדלת היקף הנכסים הנזילים באיכות גבוהה, דרך רכישת אג"ח ממשלתיות, צבירה של מזומנים והגדלת הפיקדונות בבנק ישראל.

### 3.2 חברות הביטוח

הקשר ההדוק בין הרווחים מהשקעות לרווח הכולל של חברות הביטוח התרופף בשנת 2019.



בשנת 2019 נרשמה עלייה מתונה ברווח הכולל של חברות הביטוח<sup>72</sup> מכ-792 מיליוני ש"ח בשנת 2018 לכ-841 מיליונים. זאת אף על פי שבשנת 2019 נסקו רווחיהן של חברות הביטוח מהשקעות, בזכות עליות נאות בשווקים: הן רשמו רווח של 45.2 מיליארדי שקלים מהשקעותיהן<sup>73</sup>, לעומת רווח של כ-4.4 מיליארדי ש"ח בלבד בתקופה המקבילה אשתקד. זאת גם אף על פי שחברות הביטוח חזרו לגבות דמי ניהול משתנים בגין פוליסות "משתתפות ברווחים" ששווקו עד שנת 2003 (לאחר שבסוף השנה הקודמת כיסו כל החברות את ההפסדים הצבורים בתוכניות אלה). הסיבה המרכזית לכך היא ירידה משמעותית בעקום הריביות ועלייה בתוחלת החיים<sup>74</sup>, שהביאה לגידול בעתודות ביטוח החיים וביטוח הבריאות במקביל לירידת הרווח הכולל. איור 28 מתאר את הקשר ההדוק בין הרווחים מהשקעות לרווח הכולל של חברות הביטוח בשנים 2008-2018 ואת התרופפות הקשר בשנת 2019.

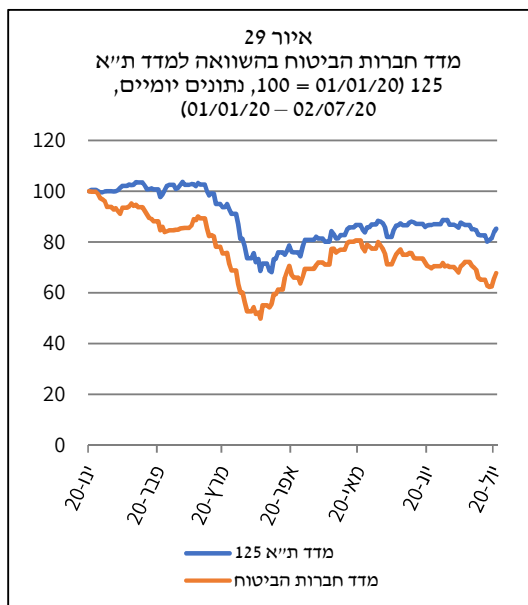
<sup>71</sup> הנתון מדווח לתאריך 28.6.2020.

<sup>72</sup> חמש חברות הביטוח הגדולות: "מגדל", "כלל", "הראל", "מנורה" ו"הפניקס".

<sup>73</sup> רווח זה הוא הגבוה ביותר שנרשם מהשקעות בחברות הביטוח בעשור האחרון.

<sup>74</sup> ביוני 2019 פרסמה רשות שוק ההון עדכון של לוחות התמותה, אשר השפיע על תיקי ביטוח המנהלים של החברות.

מגמה דומה נרשמה במדד חברות הביטוח ומדד ת"א 125.



החל מיום 31 בדצמבר 2032 תחויבנה החברות לעמוד ביחס של 100% לפחות בהון המוכר להון הנדרש<sup>75</sup>. נכון למחצית הראשונה לשנת 2019, כל חברות הביטוח עומדות בהוראות המעבר של חוזר "סולבנסי", כלומר מחזיקות הון מוכר בשיעור של 65% מסך ההון הנדרש, ומרביתן עומדות גם ביעדים הסופיים של החוזר. יחס כושר הפירעון המצרפי של חברות הביטוח, המחושב כיחס שבין ההון הכולל לבין ההון הנדרש שלהן ללא התחשבות בהוראות המעבר, עמד במחצית הראשונה של 2019 על 101% – מתחת לשיעור שנרשם בסוף שנת 2018 (113%)<sup>76</sup>.

### השפעת משבר הקורונה על חברות הביטוח

קרבן המטבע העולמית מעריכה<sup>77</sup> כי למשבר הקורונה תהיה השפעה ישירה על חברות הביטוח – עלייה משמעותית בשיעור התחלואה והתמותה שתביא לשיעור תביעות גבוה במיוחד – והן השפעה עקיפה, דרך ירידה במחירי האג"ח והמניות, הורדות דירוג של האג"ח שהן מחזיקות, אשר עלולות להביא לגידול של ההון הנדרש, וירידה של סביבת הריבית. עוד מציינת הקרבן כי ככל שחברות הביטוח תיפגענה מהמשבר הנוכחי, כך יירד תאבונן לסיכון<sup>78</sup>, מה שישיע על היצע האשראי שלהן ללווים מסוכנים.

מגמת התשואות של אג"ח חברות הביטוח מתחילת השנה הייתה דומה למגמת תשואות האג"ח ביתר הענפים<sup>79</sup> – החל מה-5/3 מרווחי התשואות באג"ח של חברות הביטוח זינקו ביותר מ-3.5 נקודות אחוז, ולאחר כשבועיים הם שבו לרדת, אך לשיעור שהוא עדיין גבוה מזה שנרשם טרם המשבר. הקפיצה במרווחי האג"ח של חברות הביטוח הייתה גבוהה הרבה יותר מאשר במרווחי האג"ח של הבנקים. חברות הביטוח שנפגעו ביותר במשבר הן החברות שעוסקות בעיקר בביטוח כללי<sup>80</sup>, ומתוכן אלו שיכולתן לפעול מרחוק מוגבלת<sup>81</sup>.

בעקבות התפשטות הקורונה נראו ירידות חדות בשווקים בתקופה שבין 22/2 ל-22/3. על רקע ההשפעה החזקה של רווחים מהשקעות על הרווחיות של חברות הביטוח נראו ירידות חדות ברווחיהן ברבעון הראשון של השנה. איור 29 מציג את מדד חברות הביטוח בהשוואה למדד ת"א 125 מתחילת ינואר 2020 ועד 2/7. נציין כי כבר בחודש נובמבר החלו מניות חברות הביטוח לרדת, וזאת לעומת מדד ת"א 125, שהחל לרדת רק בסוף חודש פברואר. גם את הירידה הזאת ניתן לייחס לריבית הנמוכה ולירידה בעקום הריבית חסרת הסיכון, המשמשת לבחינת נאותות העתודות שמפרישות החברות. בגלל הריבית הנמוכה נרשם גידול מהותי של ההתחייבויות הביטוחיות, שמכריח את החברות להגדיל את הרזרבות שלהן, וכתוצאה מכך פוגע בהונן העצמי. שיעורי מדד חברות הביטוח ירדו בין 19/2 ל-23/3 בכ-38% (בעוד שמדד ת"א 125 ירד בתקופה זו בכ-34%). החל מ-24 במרץ נרשמת התאוששות בשערי המניות של חברות הביטוח, בהתאם למגמה במדד ת"א 125.

כדי להבין את ההשפעה של הירידות בשווקים שנבעו ממשבר הקורונה על הנוסטרו של חברות הביטוח, נתאר תחילה את הרכב ההשקעות בתיק הנוסטרו של חברות אלו בחודש שקדם לנפילת (פברואר 2020, איור 30). ניתן לראות שכ-

<sup>75</sup> לאחרונה התפרסמה טיוטת חוזר שלפיה תינתן לחברות הביטוח אפשרות להאריך את התקופה ליישום מלא של דרישות חיזוק ההון מעד 2024 לעד 2032, בהתאם לאופן הפריסה האירופי. אם זו תאושר, כושר הפירעון של חברות הביטוח יגדל משמעותית.

<sup>76</sup> לא היה ניתן לדווח על רמת היחס המחושבת בהתחשב בהוראות המעבר לשנת 2018, משום שאחת החברות לא דיווחה על יחס זה.

<sup>77</sup> מתוך סדרת מאמרים בנושא משבר הקורונה ("Impact of COVID-19 on Insurer", Special Series on COVID-19).

<sup>78</sup> מבטחים שנפגעו קשה מהמשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008 נסוגו מנטילת סיכונים (Kirti 2019).

<sup>79</sup> ראו איור 1 בתיבה בנושא התפתחויות בשוק האג"ח במהלך המשבר, המציג את מרווחי תשואות האג"ח לפי ענפים.

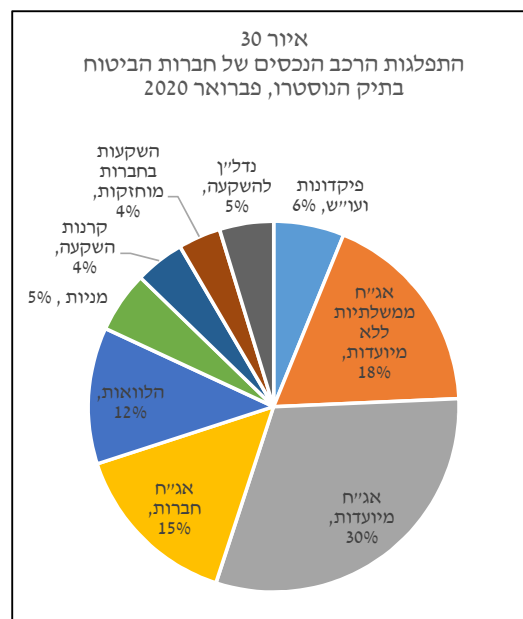
<sup>80</sup> גם במשבר של 2008 חברות הביטוח הכלליות ספגו עלייה גדולה יותר במרווחים, וההתאוששות שלהן הייתה איטית יותר.

<sup>81</sup> "איילון" ו"הכשרה" הן החברות שספגו את הפגיעה הקשה ביותר. איור 9 בתיבה בנושא ההתפתחויות בשוק האג"ח במהלך המשבר מתאר את העלייה החדה במרווחי האג"ח של חברות אלו.

54% מתיק הנוסטרו של חברות הביטוח מושקעים בנכסים בעלי סיכון נמוך יחסית: אג"ח ממשלתיות, פיקדונות ועו"ש<sup>82</sup>. כמו כן, חברות הביטוח מנסות לפזר את הסיכונים הכרוכים בחשיפתן לשוק ההון באמצעות חשיפה להשקעות אלטרנטיביות, כגון נדל"ן והלוואות ישירות (כ-17% מן ההשקעות), אשר מפחיתות את תלותן הישירה (והמיידית) בתוצאות שוק ההון<sup>83</sup>. מלבד זאת, החשיפה שלהן לענף המלונאות והתיירות ולענף המסחר – הענפים שנפגעו ביותר מהמשבר הנוכחי – היא זניחה (כאחוז מסך האשראי).

חמש חברות הביטוח הגדולות רשמו ברבעון הראשון של השנה, לפי דיווחיהן, הפסד של כ-2% בתיק הנוסטרו הסחיר שלהן, וההפסד קוזז כמעט לחלוטין עם העליות בשוקי ההון מאז סוף חודש מרץ. נוסף על סיכון הפגיעה בערכו של תיק הנוסטרו עקב ירידות בשווקים, חברות הביטוח חשופות גם לסיכון של פגיעה בנכסים של התוכניות "משתתפות ברווחים", שנמכרו בשנים 1991–2003. בפוליסות אלה סיכונים ההשקעה אמנם מוטלים על המבוטחים, אך התממשות אותם סיכונים מונעת מחברות הביטוח לגבות בגינן דמי ניהול משתנים<sup>84</sup>, מקור רווח משמעותי עבורן. אומדן דמי הניהול שלא ייגבו בשל התשואה הריאלית השלילית עד להשגת תשואה חיובית צטברת הוא – לפי חמש חברות הביטוח הגדולות, נכון לתחילת חודש יוני – כ-17% מדמי הניהול שהן גבו בשנת 2019 כולה.

**מרבית תיק הנוסטרו של חברות הביטוח טרום המשבר הושקעה בנכסים בעלי סיכון נמוך.**



על פי ההערכות של חמש החברות והידוע להן עד כה, הן בתחום הביטוח הכללי והן בתחומי החיסכון ארוך הטווח והבריאות אין להן חשיפות ביטוחיות ישירות מהותיות להשפעתו של נגיף הקורונה, לרבות בגין שיעורי התחלואה והתמותה<sup>85</sup>. כנגד זאת דיווחו החברות על גידול במשיכות כספים על ידי מבוטחים ועמיתים מהפוליסות לחיסכון פרט, מקרנות ההשתלמות, מקרנות הפנסיה, מקרנות הנאמנות ומקופות הגמל<sup>86</sup>, אך הן מדגישות כי באופן כללי ציבור החוסכים מגלה איפוק, והיקף המשיכות כאמור אינו משמעותי.

עוד מוסיפות החברות כי המשך מצב התחלואה והשבתת חלקים נרחבים במשק הישראלי והגלובלי עלולים, מעצם טיבם, להעמיק את ההשלכות השליליות על פעילות החברות, כפי שמתואר לעיל, וגם בפרמטרים אחרים שעלולים להיות מושפעים בהמשך, כגון אפשרות של עלייה בהיקף תביעות הביטוח, במיוחד תביעות על אובדן כושר עבודה, ירידה בהכנסות העתידיות מפרמיה ומדמי הגמולים הנגבים משכירים ועצמאיים שאיבדו את מקום עבודתם ועוד – השפעות אשר בשלב זה החברות לא יכולות לאמוד את היקפן.

גם מבטחי המשנה צפויים, להערכתם, לספוג הפסדים כבדים כתוצאה מאירוע הקורונה, והחשיפה של כל חמש חברות הביטוח הגדולות למבטחי משנה המדורגים A ומעלה (מתוך כלל מבטחי המשנה שאליהם הן חשופות) גבוהה מ-99%.

<sup>82</sup> בסוף חודש מרץ פרסמה רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון הקלות בעניין השקעות חברות הביטוח בשוק ההון, במטרה להסיר חסמי השקעה בשוק ההון ולתמוך בו.

<sup>83</sup> חשוב לציין שהשקעות אלו טומנות בחובן גם סיכונים: הן, בדרך כלל, פחות נזילות מהשקעה באג"ח ובמניות, ובניגוד למכשירי הון וחובר סחירים, אינן נסחרות בשוק, ולכן הן משוערכות לפי השווי ההוגן באמצעות המודל המשמש גם לשערוך אג"ח קונצרניות לא סחירות.

<sup>84</sup> בגין ניהול הנכסים בפוליסות אלו חברת הביטוח זכאית לדמי ניהול קבועים בשיעור שעד 0.05% לחודש מהנכסים הצבורים, וכן לדמי ניהול משתנים בשיעור של עד 15% מהתשואה הריאלית שהושגה בניכוי דמי הניהול הקבועים. במקרה של הפסד חברת הביטוח אינה זכאית לדמי הניהול המשתנים, וזאת עד לכיסוי ההפסד המצטבר.

<sup>85</sup> ההערכות האמורות לעיל בתחומי חסכון ארוך הטווח והבריאות מבוססות על הנחות של תרחיש בסיס בדבר שיעור ההדבקה בפועל של הנגיף ועל המידע הקיים לגבי שיעורי התחלואה והתמותה ממנו, ונדגיש כי אין ודאות או מידע מהימן מלא ביחס להנחות אלו.

<sup>86</sup> רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון מעניקה הקלות לחוסכים הנוטלים הלוואות כנגד חסכונותיהם כדי למזער משיכות של כספי חיסכון.

במהלך המשבר פרסמה רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון מספר הקלות לטובת חברות הביטוח. ההקלה המשמעותית ביותר עבורן נוגעת לאופן מדידת ההתחייבויות שלהן – בדיקת נאותות העתודה (LAT)<sup>87</sup>. עקום הריבית חסרת הסיכון הוא שמשמש בסיס לאמידת ההפרשות האקטואריות בדוחות הכספיים של חברות הביטוח וקרנות הפנסיה. זאת נוסף על קביעת ההתחייבויות לפי השווי ההוגן בחישוב דרישת ההון של החברות במסגרת "סולבנסי 2". מאז תום שנת 2019 ממשיך עקום הריבית חסרת הסיכון לרדת, ובתקופה האחרונה, עקב התפרצות הקורונה, אף ביתר שאת. משמעותה של ירידת הריבית היא הפרשות אקטואריות גבוהות יותר. הדבר רלוונטי במיוחד לגבי הפוליסות ארוכות הטווח של ביטוח החיים והביטוח הסייעודי. אם יאושרו ההקלות שהממונה על הביטוח פרסם בטיטה, השפעת הריבית תמותן, מה שעשוי להביא לעלייה רטרואקטיבית ברווחים של חברות הביטוח לשנת 2019 ולקיצוץ מן ההפסדים הצפויים להן מהריבית הנמוכה.

#### 4. תרחישי הסיכון למערכת הפיננסית

בחלק זה אנו מציגים את תרחישי הסיכון הכלכליים העיקריים (risk scenarios), שיכולים, להערכתנו, להשפיע לרעה על המערכת הפיננסית בישראל. תרחישי הסיכון המוצגים בדוח נבחרים על פי הסיכוי להתממשותם והנזק שהם עלולים לגרום למשק הישראלי בהתחשב במאפייניו הייחודיים ובהיותו משק קטן ופתוח. בחירת תרחישי הסיכון מבוססת על: (א) הערכה סובייקטיבית של האגף ליציבות פיננסית בבנק ישראל על סמך ההתפתחויות הכלכליות, גורמי היסוד במשק, תנאי הרקע הכלכליים שבהם פועלת המערכת הפיננסית ועוצמת הפגיעות במקרה של התרחשות הסיכונים; (ב) תחזיות להתפתחויות בטווחים הקצר והבינוני; (ג) סקירות ודוחות של גופים בין-לאומיים כדוגמת קרן המטבע.

בדוח היציבות למחצית הקודמת הובלטו תרחישי הסיכון הבאים: (1) שוק הדיור – ירידה חדה ומהירה של מחירי הדירות; (2) שוק הנכסים הפיננסיים – ירידה חדה של מחירי האג"ח ושל כלל הנכסים הפיננסיים; (3) החוב הפרטי – הרעה בתנאים הפיננסיים; (4) הסביבה הגלובלית – גל הורדות דירוג לחברות בעלות דירוג השקעה נמוך.

לנוכח מגיפת הקורונה תרחיש הסיכון המשמעותי ביותר הוא גל מגבלות משמעותי וסגר נוסף בעקבות המגיפה ופגיעה חמורה בפעילות הריאלית. גל כזה עלול להיות מאתגר יותר מהראשון, מכמה סיבות: הדלדלות כריות הביטחון והרזרבות של הגופים העסקיים והפיננסיים בעקבות הירידה החדה בפעילות הכלכלית בגל המגבלות הראשון; קרוב ל-15% מהאשראי הבנקאי נמצא תחת דחיית החזרים לבקשת הלווים כך שבסתיו, תקופה שבה סיכון המגיפה ואיתנו המגבלות, גבוה יותר, צפויה התמודדות מחודשת עם החוזרים שנדחו; ממשלות יאלצו לנקוט צעדים נוספים לעידוד הכלכלה, וכתוצאה מכך הגדלה נוספת של הגירעונות והחוב הממשלתי; בנקים מרכזיים צפויים לנקוט צעדי הרחבה מוניטריים נוספים ואולי אף קיצוניים יותר, ואלה עלולים לעודד תמחור חסר של סיכונים בשווקים הפיננסיים. הפער שנפתח לכאורה בין הנתונים הריאליים בעולם למחירי הנכסים הפיננסיים העלה את הסיכון, והתממשות תרחיש הסיכון עלולה להיות טריגר להרעה נוספת, שתפגע במערכת הפיננסית דרך כל ערוצי החשיפה. לתרחיש הסיכון הזה ולרמת אי-הוודאות הגבוהה מתווסף הקושי בהעברת התקציב המדינה. כל זאת בעיצומו של המשבר.

<sup>87</sup> לפי ההקלה חברת הביטוח זכאית להתייחס, בבדיקת נאותות העתודה (LAT), לפער שבין העלות המופחתת לבין השווי ההוגן של הנכסים שאינם רשומים בדוח על המצב הכספי בשוויים ההוגן, למעט אג"ח מיועדות. על פי הוראות אלו, אם חלה מגבלה חיצונית (למשל הוראות רגולציה) או פנימית (למשל מגבלה ניהולית) על חלוקת הנכסים לכיסוי עתודות מסוימות, תבוצע הקצאה של הנכסים להתחייבויות מסוימות על בסיס מגבלות אלו. אחרת, ההקצאה תבוצע בהתאם לנוהל הקצאה מתועד שייקבע בחברה, או בהתייחס לגודל העתודה.





## תיבה 1: צעדי בנק ישראל להתמודדות עם משבר ה"קורונה"<sup>1</sup>

מגיפת הקורונה היא זעזוע חסר תקדים לכלכלה הישראלית. בעת הזאת משקי הבית, העסקים והממשלה זקוקים למערכת פיננסית המתפקדת היטב כדי להתמודד עם השפעות המגיפה ולתמוך בתהליך ההחלמה בצורה היעילה והמיטבית. בדוח היציבות של המערכת הפיננסית למחצית הראשונה של 2020 (ובתיבה זו) אנו מזהים את השלכות המשבר על היציבות הפיננסית ומסבירים כיצד פעולותיהם האחרונות של בנק ישראל (ומעצבי מדיניות אחרים) עזרו ועוזרים למערכת הפיננסית ולמשק הישראלי בכללותו לעבור תקופה מאתגרת זו.

ראשית, נדגיש כי COVID-19 הוא איום בריאותי חמור, והצעדים הנדרשים כדי להכיל את התפשטותו פגעו משמעותית בפעילות הכלכלית. נוסף על כך, לצד לוקליזציה של הטיפול בהשלכות המגיפה, ישראל, כמשק קטן ופתוח, נאלצה להתמודד גם עם הצניחה בפעילות הגלובלית וצמצום הביקושים העולמיים. בשלב מוקדם יחסית אי-וודאות באשר לעוצמת הפגיעה של התפשטות הנגיף גרמה זעזוע משמעותי לדינמיקה של השווקים הפיננסיים, מה שיצר קשיי נזילות בשווקים מרכזיים והעלה חששות כבדים להמשך האספקה הסדירה של אשראי מצד המוסדות הפיננסיים. צעדי המדיניות שנקט בנק ישראל לאורך התקופה הנסקרת פעלו כדי:

- ✓ להחזיר את השווקים לתפקודם המלא;
- ✓ להבטיח לכלל המוסדות הפיננסיים נזילות נאותה
- ✓ לספק למשקי הבית ולעסקים גישה מיידית לאשראי.

באמצע חודש מרץ, ימים אחדים לאחר תחילתו של הלחץ בשווקים הפיננסיים והתגברות הסנטימנט השלילי, החליט בנק ישראל להתערב בשווקים כדי להבטיח את פעילותם התקינה. להערכת כלכלני הבנק, בשוק האג"ח ובשוק המט"ח נוצרה בעיית נזילות חמורה, שהביאה לחוסר תפקוד של שווקים אלה. לכן, לאחר התכנסות חריגה של הוועדה המוניתרית במוצאי שבת, ה-14 במרץ, הודיע בנק ישראל על סדרה של צעדים, דומים לאלו שנקטו באותם ימים הבנקים המרכזיים העיקריים בעולם:

- ב-15 למרץ החליטה הוועדה המוניתרית לרכוש בשוק המשני אג"ח ממשלתיות, וכן לבצע עסקאות ריפו באג"ח ממשלתיות, כבטוחה מול מוסדות פיננסיים, ובכך להזרים נזילות למשק ולוודא ששוק האג"ח הממשלתיות מתפקד כראוי. בהמשך הורחבה התכנית: ניתנה אפשרות לקבל גם אג"ח קונצרניות כבטוחה – צעד חסר תקדים אשר כשלעצמו הגדיל את הביטחון של המשקיעים ביכולתם להנזיל נכסים בהמשך.
- ב-16 וב-18 במרץ הודיע בנק ישראל שיקשור עסקאות החלף דולר/שקל עד לסך של 15 מיליארד דולרים, כדי לספק נזילות דולרית למגזר הפיננסי. איתות זה בדבר האפשרות של אספקת נזילות דולרית מיידית למשק התאפשר בזכות יתרות המט"ח שבנק ישראל צבר בעבר.

מפרספקטיבה קצרת טווח ניתן לומר שהצעדים האלה היו אפקטיביים, והצליחו להרגיע חלק גדול מהבהלה ולהחזיר את השווקים לפעילות תקינה. הקשר הישיר בין התנודות בשוקי המניות לבין הפדיונות מקרנות הנאמנות והמרות המט"ח של המוסדיים נעלם. בימים שלאחר מכן הפסיקו הגופים המוסדיים לרכוש מט"ח, והפדיונות מקרנות הנאמנות התאפסו. הלחץ בשווקים הפיננסיים פחת משמעותית, שוק ההחלף (Swap) בין שקלים למט"ח חזר לתפקוד רגיל כאשר במקביל לכך החל Fed-ה לספק נזילות דולרית לבנקים מרכזיים ברחבי העולם, ושער החליפין חזר והתקרר לסביבה שבה הוא היה ערב המשבר. עם חזרתם של השווקים הפיננסיים לתפקודם נדרש טיפול יסודי בשוק האשראי. כדי להתמודד עם הקשיים שנוצרו בפלח זה של הפעילות העסקית נקט הבנק המרכזי את הצעדים הבאים:

- ✓ הורדת הריבמסורת מהמדיניות המוניתרית אל שיעורי הריבית.
- ✓ הורדת הריבית ל-1.0 אחוז;
- ✓ תמיכה בזרימת אשראי למשקי הבית ולעסקים;
- ✓ חיזוק מנגנון התמסורת מהמדיניות המוניתרית אל שיעורי הריבית.

<sup>1</sup> תיבה זו מתבססת על נאום הנגיד בכנס האגודה הישראלית לכלכלה ב-15/6/2020. הנאום המלא והמצגת התפרסמו באתר בנק ישראל תחת "הודעות לעיתונות".

הפגיעה בהכנסותיהם של העסקים ומשקי הבית יצרה אצל חלקם – בייחוד אצל בעלי מינוף גבוה או כריות ביטחון נמוכות – צורך דחוף באשראי, כדי לגשר על הפגיעה החמורה בהכנסות, לשמר ככל האפשר את רמת החיים של משקי הבית ולסייע לעסקים לעמוד בהתחייבויותיהם. במהלך מרץ התחילו להצטבר עדויות בדבר עלייה של הריבית על האשראי במגזרים שונים, ועצירה כמעט מוחלטת של האשראי החוץ-בנקאי. המשבר הביא לגידול חד של הסיכון, ותשואות האג"ח אמנם התייצבו, אבל ברמות גבוהות משמעותית מרמות השפל שנראו ערב המשבר. עליית התשואות השפיעה על עלות המימון של הממשלה, שנדרשה לממן את הגידול החד הצפוי בגירעון כתוצאה מההאטה בפעילות הכלכלית ומתוכנית הסיוע רחבת היקף שהכריזה עליה. במקביל גדלו עלויות המימון של חלקים נרחבים מהמגזר העסקי (תשואות האג"ח הקונצרניות), ושל הבנקים – דבר שהשפיע ישירות על עלות המקורות של הבנקים ועל מחירי האשראי הבנקאי. לכן:

• ב-23 במרץ, שבועיים לפני המועד הקבוע של דיוני הריבית, החליטה הוועדה המוניתרית על צעד בהיקף חסר תקדים, והודיעה שבנק ישראל ירכוש אג"ח ממשלתיות בסך של 50 מיליארד ש"ח – פי שלושה (או פי שניים במונחי שווי השוק) מכמות האג"ח שבנק ישראל רכש בתקופת המשבר הפיננסי של 2008–2009.

• שבועיים לאחר מכן, לנוכח הצטברות העדויות להתמשכות המשבר והצפי לירידה משמעותית בביקושים ובהכנסות של משקי בית רבים והפגיעה המשמעותית בשווי הנכסים, החליטה הוועדה המוניתרית להוריד את הריבית לרמה של 0.1%. צעד קטן זה, מבחינת היקפו, הקל על חלק גדול מהלווים במשק, שההלוואות שלהם צמודות לפריים, ושיקף מחויבות של הוועדה המוניתרית להפעיל כל כלי אפשרי כדי לתמוך במשק בעת הזאת.

במקביל לפעולות אלה הראו הנתונים שריכוז הפיקוח על הבנקים כי בעוד שהבנקים הזרימו אשראי בהיקפים חסרי תקדים לשוק המשכנתאות ולעסקים הגדולים האשראי לעסקים קטנים ירד<sup>2</sup>. לכן:

• הוועדה המוניתרית החליטה להשיק תוכנית מיוחדת בהיקף של 5 מיליארד ש"ח<sup>3</sup>, שתתמרץ את הבנקים להפנות אשראי לעסקים אלו, והודיעה שבנק ישראל יעמיד לבנקים הלוואות מוניתריות לטווח של שלוש שנים בריבית של 0.1% בלבד, בתנאי שהבנקים יראו שהעניקו אשראי לעסקים קטנים. עד סוף מאי ניתן לעסקים אלו במסגרת זו אשראי בהיקף של 4.6 מיליארד ש"ח.

צעדי בנק ישראל השפיעו מייד על התשואות בשוק האג"ח הממשלתיות, והאג"ח הקונצרניות, ועל עלויות המימון של הבנקים. במקביל, כדי לתמוך בהמשך הפעילות ולהתמודד עם הקשחת מדיניות האשראי של הבנקים, שהייתה עלולה לפגוע בניסיונות לצלוח את המשבר, בחר בנק ישראל בעמדה פרו-אקטיבית: במסגרת תפקידו כרגולטור של המערכת הבנקאית נקט הבנק מגוון צעדים כדי לתמרץ את הבנקים ולאפשר להם להגדיל את היצע האשראי. בפרט:

• לאור החשש שהפסדי האשראי הצפויים יקרבו את הבנקים אל יחס הלימות ההון המינימלי, הופחת יחס הלימות ההון הנדרש בנקודת אחוז, תוך קריאה לבנקים לבחון מחדש תוכניות לחלוקת דיבידנדים ורכישה עצמית של מניות.

• נבנתה תשתית חשבונאית שמקלה על הבנקים לדחות ללווים המבקשים זאת את תשלומי ההלוואות, ובהמשך פורסם מתווה לדחיית תשלומי ההלוואות לכל מגזרי המשק. במסגרת המתווה נדחו עד כה תשלומים בהיקף של למעלה מ-6 מיליארד ש"ח.

כתוצאה ממכלול הפעולות האלה, הראו הנתונים כי לא הייתה עלייה גורפת של הריבית על האשראי במשק, וכי כאשר הקרן למתן הלוואות בערבות הממשלה החלה סוף-סוף לפעול, היא הביאה לירידה של הריבית על האשראי לעסקים קטנים.

לסיכום: משבר הקורונה הוא בראש ובראשונה משבר בריאותי, שהפך למשבר חמור בכלכלה הריאלית. בזכות הפעולות הנחושות של בנק ישראל ושל בנקים מרכזיים בעולם, ובזכות העובדה שהכלכלה הישראלית והמערכת הפיננסית בפרט היו במצב טוב עם פרוץ המשבר, המשבר לא הפך למשבר פיננסי, ונמנעה פגיעה חמורה עוד יותר ברמת החיים של האזרחים. מטרת הבנק המרכזי בטווח הקצר הייתה ועודנה לעזור למשקי הבית והעסקים לגשר על תקופת המשבר. המטרה לטווח הארוך היא לדאוג ליציבותה ולעמידותה של המערכת כדי לספק בסיס חזק להתאוששות בתעסוקה ובצמיחה.

<sup>2</sup> בתקופה זו הקרן למתן הלוואות בערבות המדינה עדיין עשתה את צעדיה הראשונים.

<sup>3</sup> <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/6-4-2020.aspx>

• בהתאם למטרה המוצהרת החליטה הוועדה המוניתרית בתחילת חודש יולי על סט צעדים נוסף, שמטרתו להמשיך לסייע למשק בהתמודדות עם משבר הקורונה. סט הכלים הנוסף – ובעיקרו רכישת אג"ח קונצרניות בשוק המשני<sup>4</sup>, חידוש התוכנית המיוחדת להרחבת היצע האשראי הבנקאי לעסקים קטנים וזעירים ויצירת תשתית להרחבת מגוון הנכסים שהבנקים יוכלו להעמיד כבטוחה כנגד אשראי בתכנית המיוחדת – נועד להעמיק את ההרחבה המוניתרית, להבטיח את המשך פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים ולתמוך במנגנון התמסורת המוניתרית אל האשראי במשק.

יחד עם זאת, במקביל למגוון הכלים שנקט הבנק, נמשיך ונדגיש כי גם היום האופי הריאלי של המשבר מטיל את עיקר נטל הטיפול בו על המדיניות הפיסקלית.

<sup>4</sup> בנק ישראל יתחיל, לראשונה, לרכוש אג"ח קונצרני בשוק המשני. מטרת התוכנית הנה להבטיח את המשך פעולתו התקינה של שוק אג"ח החברות, ולחזק את התמסורת מהמדיניות המוניתרית אל שוק האשראי באמצעות הפחתת הריבית שבה חברות מגייסות אשראי בשוק ההון ופינוי מקורות נוספים לאשראי לכל ענפי המשק.

## תיבה 2: השפעת משבר הקורונה על מצב משקי הבית

- ערב משבר הקורונה מצבו הכלכלי של מגזר משקי הבית היה טוב בזכות השיפור הניכר והמתמשך בשוק העבודה מאז המשבר הפיננסי. למרות הגידול של היקף האשראי בשנים האחרונות איכות תיקי האשראי של המלווים הייתה טובה, במיוחד איכות האשראי הבנקאי. במקביל החזיקו משקי בית רבים מספיק נכסים נזילים כדי לעבור בשלום את תחילת המשבר.
- המשבר פגע קשות בתעסוקה ובשכר של עצמאים ושכירים רבים, אך בעיקר של האוכלוסיות החלשות ביותר בשוק העבודה: עובדים לא אקדמאים ולא מיומנים, מבוגרים, צעירים, חרדים ונשים. הפגיעה בכוח העבודה של משקי בית כה רבים עלולה לסכן את חוסנם ולאתגר את המערכת הפיננסית.
- הסיכון הפיננסי העיקרי הוא באשראי לדויר, בשל גובה יתרתו. הירידה בהכנסות משקי הבית צפויה להגדיל את שיעור החוזר החודשי מההכנסה ולהקשות על חלק מנוטלי המשכנתאות לשרת את החוב.
- שיעור החוזר החודשי מהכנסה בכ-60% מהמשכנתאות הניתנות כיום נמוך מ-30%, כך שגם אם הכנסתו של משק בית תרד ב-20%, שיעור החוזר הממוצע לא אמור לחרוג מהשיעור המקסימלי שנקבע בהוראת הפיקוח על הבנקים אשר מסמן רמת סיכון גבוהה.
- הקשיים למשקי הבית הובילו ליישום מתווה להקפאת משכנתאות שנועד להקל עליהם לצלוח את המשבר. יחד עם זאת, עם סיום המתווה צפויים חלק ממשקי הבית להתמודד עם עליה בהחזרים או בפריסה מחדש של יתרת ההלוואות שמשמעותה הארכת חיי ההלוואות.
- הענפים שספגו את הפגיעה הקשה ביותר – קמעונאות, תיירות, מסעדות וכד' – הם כאלה שמעסיקים עובדים בעלי השכלה נמוכה יותר ובעלי פרויץ נמוך יחסית, שעלולים להישאר מובטלים לאורך זמן, וככל שמובטלים נשארים זמן רב יותר מחוץ לתעסוקה הסיכוי שלהם לחזור למעגל העבודה יורד.

לוח 1: מאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית בישראל, 2018

מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים, סופי-חודשים

הנכסים הריאליים	מיליארדי ₪	שיעור מסך הנכסים	שיעור השינוי השנתי	ההתחייבויות והשווי נטו של משקי בית	מיליארדי ₪	שיעור מסך ההתחייבויות וההון העצמי
נדל"ן	3,686	52%	2.5%	משכנתאות	360	5%
כלי רכב	131	2%	4.8%	אשראי צרכני	197	3%
סך הנכסים הריאליים	3,817	54%	2.6%	סך ההתחייבויות	557	8%
הנכסים הפיננסיים	מיליארדי ₪	שיעור מסך הנכסים	שיעור השינוי השנתי			
מזומן ופיקדונות	627	9%	5.2%			
ני"ע, למעט מניות	183	3%	-23.6%			
מניות	478	7%	-4.6%			
קרנות נאמנות	280	4%	16.6%			
עתודות ביטוח <sup>1</sup>	1,496	21%	1.9%			
חייבים/זכאים שונים	167	2%	5.9%			
סך הנכסים הפיננסיים	3,231	46%	0.9%	ההון העצמי <sup>2</sup>	6,491	92%
סך הנכסים	7,048	(100%)	1.8%	ההתחייבויות וההון העצמי	7,048	(100%)

<sup>1</sup> כולל ביטוח חיים, קופות גמל, קרנות פנסיה.

<sup>2</sup> שווי נטו - סך הנכסים פחות סך ההתחייבויות.

הערה: מצבת הנדל"ן נכונה לאמצע שנה.

המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

**1. המצב ערב המשבר**

משבר הקורונה פקד את מגזר משקי הבית במצב כלכלי טוב. מאז המשבר הפיננסי של 2008–2009, ירד שיעור האבטלה של בני 25–64 בהתמדה מ-8.3% ל-3.2% בפברואר 2020; השכר הריאלי למשרת שכיר עלה בכ-19%, וההכנסה הריאלית הממוצעת נטו של משקי הבית עלתה בכ-30%.

בשנת 2018 עמדה מצבת הנכסים של מגזר משקי הבית על למעלה מ-7 טריליון ש"ח (לוח 1). למעלה ממחצית מסכום זה הוא ערך נכסי הנדל"ן, ו-46% ממנו הוא ערכם של הנכסים הפיננסיים, כולל חסכונות לטווח ארוך בקרנות הפנסיה. האטה בעליית מחירי הדירות מיתנה את עליית ערך נכסי הנדל"ן המוחזקים בידי משקי הבית, בעוד שערכם של הנכסים הפיננסיים כמעט לא עלה בהשוואה לשנת 2017 בגלל ההפסדים שנבעו מהחזקות בניירות ערך. מהצד האחר, היקף האשראי למשקי הבית המשיך להתרחב בקצב גבוה, בעיקר בעקבות העלייה המהירה באשראי לדור.

אין בידינו נתונים עדכניים לגבי ערך מצבת הנכסים הפיננסיים של משקי הבית, אך לגבי שאר סעיפי המאזן ניתן להציג את הנתונים לשנת 2019 (לוח 2).

**לוח 2: מצבת הנכסים הריאליים וסך ההתחייבויות של משקי הבית, 2019**

תחום	2019	השינוי מ-2018
נדל"ן	3,780	2.6%
כלי רכב	141	7.5%
סך הנכסים הריאליים	3,922	2.7%
משכנתאות	386	7.2%
אשראי צרכני	202	2.5%
סך ההתחייבויות	588	5.6%

המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

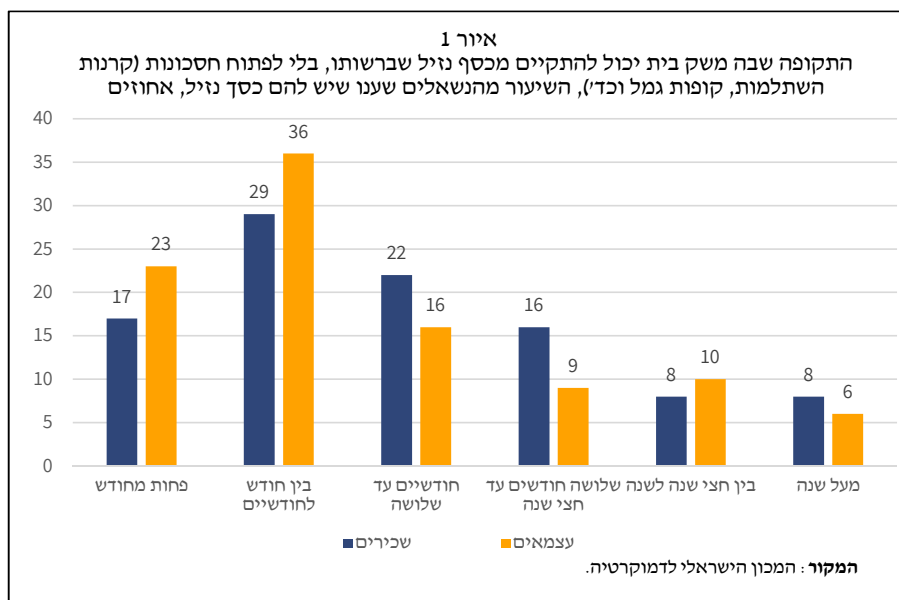
שיעור תעסוקה גבוה, שיעור אבטלה נמוך וצמיחת השכר בשנים האחרונות על רקע שיעורי ריבית נמוכים היסטורית אפשרו למשקי הבית להגדיל את האשראי לדור והאשראי הצרכני. איכות תיק האשראי הבנקאי לדור על כל מדדיה<sup>1</sup> הייתה טובה, דבר שהשתקף גם במספרים נמוכים של פינויי חייבים מהנכסים הממושכנים ומכירתם לשם החזרת החוב<sup>2</sup>. על פי בדיקה שנערכה ברשות האכיפה והגבייה<sup>3</sup> נפתחו בשנים 2009–2018 707 אלף תיקים בגין מתן אשראי, מהם 63% בגין אשראי בנקאי, 19% בגין אשראי חוץ-בנקאי ו-18% בגין אשראי מחברות כרטיסי האשראי<sup>4</sup>. בשנים 2018–2019 גדל מספר התיקים שנפתחו בהוצאה לפועל אף שבשנים אלה שוק העבודה היה בתעסוקה מלאה. התרחבות האשראי החוץ-בנקאי ומחברות כרטיסי האשראי לוותה בעלייה של חלקם בתיקים שבהוצאה לפועל, ושיעורם בתיקים אלה גבוה ביחס לשיעורם בחוב של משקי הבית, דבר המעיד על איכות חוב נמוכה מזו של האשראי הבנקאי. כך עמד שיעור התיקים בגין אשראי חוץ-בנקאי בשנת 2018 על 23% מסך התיקים שנפתחו, ושיעור התיקים בגין אשראי מחברות כרטיסי האשראי עמד על 20%, בעוד שחלקיהם בסך האשראי שלא לדור למשקי הבית היו כ-10% וכ-12%, בהתאמה.

כפי שעולה ממאזן משקי הבית, כספים רבים מוחזקים בצורה נזילה – מזומן ופיקדונות. על פי תוצאות סקר של המכון הישראלי לדמוקרטיה שנערך בתחילת הסגר<sup>5</sup>, רק כרבע מכלל הנשאלים ציינו כי אין ברשותם כסף נזיל להתקיים ממנו בלי

<sup>1</sup> כולל שיעור ההוצאה להפסדי אשראי, משקל האשראי בפיגור של 90 יום ומעלה ויחס המחיקות נטו מסך האשראי לדור וכד'.  
<sup>2</sup> החל מינואר 2015 ועד סוף מרץ 2020, 270 משפחות פונו מבתיהן ו-374 נכסים נמכרו על ידי הבנקים בהליך פשיטת רגל של החייבים. נכון לסוף חודש מרץ 2020, כ-1.5 אלף נכסים נמצאים בטיפול כונס נכסים, ועבור 452 נכסים נוספים הוגשה בקשה למינוי כונס.  
<sup>3</sup> גולן, יולנדה, "שוק האשראי בהיבט החובות בהוצאה לפועל", רשות האכיפה והגבייה, מחקרים, 2019.  
<sup>4</sup> מדובר בעיקר באשראי למשקי הבית; מרבית החייבים בתיקים אלה הם חייבים פרטיים: 91% מהחייבים לבנקים, 99% מהחייבים לחברות כרטיסי אשראי ו-87% מהחייבים לגופים החוץ-בנקאיים. חציון סכום החוב בפתיחת תיק בחוב לחברות כרטיסי אשראי או לגוף חוץ-בנקאי הוא נמוך יחסית – כ-7 וכ-7.3 אלף ש"ח, בהתאמה.  
<sup>5</sup> הסקר נערך בין 29 למרץ ל-2 לאפריל על מדגם מייצג של שכירים ועצמאיים (3.8 מיליון שכירים וכחצי מיליון עצמאיים ועסקים זעירים המעסיקים עד 5 עובדים).

לפתוח חסכונות; זאת לעומת 66% של הנשאלים שצינו שיש להם כסף נזיל שיספיק לתקופה מסוימת. התפלגות דומה הייתה בקרב העצמאיים והשכירים<sup>6</sup>. עם זאת, למרבית משקי הבית שהיה בידיהם כסף נזיל הוא אמור להספיק לחודש-חודשיים בלבד (59% מהעצמאיים ו-46% מהשכירים, איור 1).

למרבית משקי הבית שבידיהם היה כסף נזיל בתחילת המשבר (הסקר נערך בין 29/3 ל-2/4), הכסף היה אמור להספיק לתקופה של חודש-חודשיים בלבד.



## 2. ההשפעה המיידית של המשבר

בעקבות הטלת מגבלות חמורות על הפעילות הכלכלית ועל היקף העובדים שיכולים להגיע למקומות העבודה הוצאו למעלה ממיליון עובדים לחל"ת או פוטרו החל מאמצע מרץ 2020. כמחצית מכל העובדים המושבתים הגיעו מ-6 ענפים בלבד: חינוך, שירותי מזון ומשקאות, שירותים של משקי בית, קמעונאות, תעשייה ומסחר סיטוני. הענפים המושבתים הם הענפים שבהם השכר נמוך יחסית. התעסוקה בענפים שבהם השכר גבוה יחסית נפגעה פחות, או בזכות היותם חיוניים, כגון חשמל, מים ותשתיות חיוניות אחרות, או בזכות יכולתם של המועסקים בהם לעבוד מהבית (תעשיית הייטק, מידע ותקשורת, שירותים פיננסיים). יש לציין כי גם בתוך כל ענף שכרם של העובדים המושבתים נמוך ביחס לשכר הממוצע בו.

השכר החודשי הממוצע של המושבתים עמד ב-2017 על 7,577 ש"ח בלבד, לעומת שכר ממוצע של 12,136 ש"ח לאלה שלא הושבתו<sup>7</sup>. הפרש זה מוסבר במשקל גבוה יחסית של עובדים חרדים, נשים, צעירים ולא אקדמאים מבין המושבתים – אוכלוסיות ששכרן נמוך ביחס לממוצע המועסקים. כך למשל הושבתו 27% מהמועסקים החרדים שעבדו בשנת 2017, לעומת 18% מהמועסקים היהודים הלא חרדים, ו-21% מהנשים ביחס ל-16% מהגברים. מתוך כל המושבתים, 16% היו בגילאים 15–24 ו-30% בגילאים 25–34. 89% מהמושבתים שעבדו ב-2017 אינם מחזיקים בתואר אקדמי. על פי נתוני שירות התעסוקה, בחודש אפריל תבעו דמי אבטלה כ-1,013 אלף דורשי עבודה לא-אקדמאים לעומת כ-47.4 אלף אקדמאים בלבד<sup>8</sup>. כן העלה הניתוח של משרד האוצר ששיעור משקי הבית שבהם שני המפרנסים הושבתו גבוה יותר במשקי בית שרמות הכנסתם נמוכות.

<sup>6</sup> מקרב העצמאיים 68% ציינו שיש להם כסף נזיל, ו-20% ציינו כי אין ברשותם כסף נזיל. מקרב השכירים 65% ציינו שיש להם כסף נזיל, ו-26% ציינו שאין להם כסף נזיל.

<sup>7</sup> על סמך ניתוח נתוני שירות התעסוקה, הביטוח הלאומי ורשות המסים לתקופה של חודש מרץ עד לשבוע הראשון של אפריל 2020, אשר מתייחסים לכ-877 אלף עובדים שהוצאו לחל"ת או פוטרו, מהם כ-725 אלף היו מועסקים בשנת 2017. פורסם באתר של משרד האוצר, אגף הכלכלנית הראשית.

<sup>8</sup> יש הבדל לא משמעותי בין נתוני בדיקת האוצר לבין נתוני שירות התעסוקה, כי נתוני האוצר מתמקדים באלה שהיו מועסקים בשנת 2017, וגם משום שלא כל המושבתים זכאים לדמי אבטלה (ולכן אינם מתייצבים בשירות התעסוקה).

ההשפעה הראשונה והעיקרית של המשבר היא על הכנסותיהם של משקי הבית. מאז תחילת המשבר, בחודשים מרץ-מאי 2020 נרשמו בשירות התעסוקה כ-977 אלף דורשי עבודה חדשים<sup>9</sup>. דמי האבטלה לא רק מוגבלים בזמן (בהתאם לגיל) אלא גם נותנים פיצוי חלקי בלבד לשכר שהעובד השתכר לפני המשבר (דמי האבטלה מחושבים באחוזים מהשכר היומי הממוצע של המובטל בשיעורים ההולכים וקטנים ככל ששכרו גבוה יותר וגם מוגבלים לסכום המרבי של 10,551 ש"ח לחודש). העצמאיים שנאלצו לסגור את עסקיהם או לצמצם את פעילותם אינם זכאים כלל לדמי אבטלה, אך הובטחו להם מענקים במספר פעימות ובהיקף שתלוי בהיקף אובדן ההכנסות של העסק<sup>10</sup>. מבין העובדים שנשארו מועסקים בזמן המשבר לא כולם הצליחו לשמור על רמת השכר, בעיקר בגלל הירידה בהיקף המשרה וביטול שעות נוספות, בונוסים, תורנויות וכד'<sup>11</sup>. נפגעה, אם כי בצורה פחותה, גם הכנסתם של מרבית עובדי המגזר הציבורי שהוצאו לחופשה כפויה על חשבון ימי חופשה צבורים, וזאת בגלל העדר שעות נוספות וכד'. על פי סקר הלמ"ס של מצב העסקים בעת התפשטות הקורונה, המתייחס ל-34% מסך השכירים במשק ערב המשבר, שכרם של 19.3% מהשכירים באוכלוסיית הסקר נפגע בעקבות הפחתה יזומה של המעסיק. שיעור זה שונה מענף לענף, ונע בין 8.8% בענף השירותים הפיננסיים ושירותי הביטוח ל-30.9% בענף המזון והמשקאות ובענף ההיי טק<sup>12</sup>.

פגיעה בתעסוקה ובהכנסה של משקי הבית משפיעה על יכולתם לשרת את החוב. פגיעה זו יכולה להיות זמנית, אם המשק יצליח לחזור לפעילות מלאה בתוך זמן קצר יחסית, או ממושכת, אם המשק יתקשה לחזור לשגרה, עסקים יפשוטו רגל, ורמת האבטלה תישאר גבוהה לאורך זמן. סקר החוסן האזרחי בתקופת משבר הקורונה מגלה כי בסוף אפריל מחצית מהאוכלוסייה של בני 21 ומעלה חששו מקושי בכיסוי ההוצאות, בעוד שלקראת אמצע מאי שיעור זה ירד מעט, ל-46.5%<sup>13</sup>. עוד עולה מהסקר כי מצבה הכלכלי של כ-46% מהאוכלוסייה החמיר בעקבות משבר הקורונה. מידת האופטימיות של הציבור עלתה בין שני גלי הסקר: בגל הראשון 27.3% מהמשתתפים צפו החמרה במצבם הכלכלי ב-12 החודשים הבאים, ואילו בגל השני – 18.3%; כן עלה שיעור הצופים שיפור במצבם הכלכלי – מ-20.6% ל-26.7%. החששות לעתיד השתקפו עוד בתחילת המשבר בתוצאות הסקר של המכון הישראלי לדמוקרטיה: רק 63% מהשכירים שלא עבדו היו בטוחים שיחזרו למקום עבודתם, בעוד ש-37% לא היו בטוחים או לא ידעו; שיעור של אלה שהיו בטוחים כי יחזרו למקום עבודתם עלה עם ההכנסה.

המערכת הבנקאית נתנה פתרון לטווח קצר למשקי הבית הסובלים מקשיי תזרים, וזאת בדרך של דחיית תשלומי הלוואות על פי מתווה שגובש בפיקוח על הבנקים. במשכנתאות ניתנה אפשרות להקפיא את התשלומים לתקופה של 6 חודשים, ללא מגבלה על יתרת סכום הלוואה, ובהלוואות צרכניות – לתקופה של 3 חודשים להלוואות שהיתרה לתשלום בהן פחותה מ-100 אלף ש"ח וניתנה אופציה (על פי שיקול הדעת של הבנק) לדחייה נוספת של 3 חודשים להלוואות הצרכניות<sup>14</sup>. לאחרונה הוצג מתווה חדש, שעל פיו לקוחות אשר ביקשו הקפאת תשלומי המשכנתאות יוכלו לקבל דחייה נוספת עד סוף שנת 2020 ולקוחות אשר טרם דחו את התשלומים יוכלו לעשות זאת עד סוף חודש אוקטובר, לתקופה של עד חצי שנה. לגבי הלוואות צרכניות הוארכה התקופה של דחיית התשלומים בשלושה חודשים נוספים (ללא שיקול דעת הבנק). על פי נתוני הפיקוח על הבנקים, נכון לסוף יוני, נדחו תשלומי משכנתאות לכ-144.6 אלף לקוחות (כ-16% מהמשכנתאות הפעילות), שהם בגין כרבע מסך יתרת המשכנתאות<sup>15</sup>. כמו כן נדחו תשלומים בכ-277.6 אלף הלוואות צרכניות, בגין 8.8% מסך יתרת הלוואות האלה<sup>16</sup>.

הפיקוח על הבנקים נקט שני צעדים נוספים במטרה לסייע לציבור ולתת מענה לצורכי האשראי של משקי הבית. ההוראה מה-15/03/2020 מאפשרת לתאגיד בנקאי להעניק הלוואה לכל מטרה במשכון דירה בשיעור מימון עד 70% (טרם ההקלה הוגבל

<sup>9</sup> סך מספר המושבתים גבוה יותר, כי הוא כולל את השכירים שלא זכאים לדמי אבטלה, כולל עובדים אחרי גיל פרישה, וכמובן את העצמאיים.

<sup>10</sup> לפי הנתונים המעודכנים של רשות המסים (20/07/2020) אושרו 247 אלף בקשות למענקים בפעימה הראשונה, כ-404 אלף בקשות בפעימה השנייה וכ-251 אלף בקשות בפעימה השלישית, ושולמו מענקים בסך כ-5.2 מיליארד ש"ח.

<sup>11</sup> בסקר שערך המכון לדמוקרטיה השיבו 48% מהשכירים ו-90% מהעצמאיים כי הם צופים ירידה בהכנסתם (עד אובדן מלא) בחודשים מרץ ואפריל.

<sup>12</sup> על פי נתוני הגל השישי של הסקר שנערך באמצע יוני.

<sup>13</sup> שיעור זה גבוה מהממוצע בקרב האוכלוסייה הערבית – 60.3% ו-52.2% בשני גלי הסקר – ונמוך מהממוצע בקרב בני 65 ומעלה – 31.1% ו-28.7%.

<sup>14</sup> בכל מקרה של דחיית תשלומים, התשלומים הנדחים יישאו ריבית שלא תעלה על שיעור הריבית המקורית של הלוואה.

<sup>15</sup> לא בהכרח כל משק בית שדחה תשלומים אין באפשרותו להחזיר הלוואות. ייתכן שחלקם החליטו לעצור את התשלומים כדי לחסוך את סכומי החוזרים החודשיים. צעד כזה שווה למעשה לנטילת הלוואה בריבית נמוכה (הריבית שבחווה המשכנתה).

<sup>16</sup> להרחבה בנושא ראו תיבה א'-7 בסקירת מערכת הבנקאות לשנת 2019.

שיעור המימון ל-50% בלבד), בכפיפות להצהרת הלווה כי מטרת ההלוואה אינה רכישת דירה (להשקעה). עם זאת לא נראה שהציבור ניצל הזדמנות זו: היקף ההלוואות מסוג זה אמנם עלה מ-375 מיליוני ש"ח בפברואר ל-468 מיליוני ש"ח במרץ, אך כבר באפריל הוא ירד ל-275 מיליוני ש"ח בלבד (כלומר בממוצע מרץ ואפריל דמו לפברואר).

צעד נוסף נועד בעיקר למי שהיו בהליכים לרכישת דירה וחתימה על הסכם משכנתה, אבל נאלצו לצאת לחל"ת. ההוראה מה-27/04/2020 מאפשרת לתאגיד בנקאי להתחשב בסכום הממוצע של הכנסת הלווה בשלושת החודשים שקדמו ליציאתו לחל"ת או לירידתו למשרה חלקית בשל משבר הקורונה באמידת ההכנסה לשם חישוב שיעור ההחזר החודשי מהכנסה. זאת אם, להערכת הבנק, הלווה צפוי לחזור לעבודתו בחלוף משבר הקורונה ברמת ההכנסה שהייתה לו טרם היציאה לחל"ת, ובתנאי שלאחר היציאה לחל"ת שיעור ההחזר מהכנסתו לא יעלה על 70%.

עצירת הפעילות במשק השפיעה גם על צד ההוצאות של משקי הבית. על פי נתוני החשבונאות הלאומית של הלמ"ס הצריכה הפרטית נפגעה קשה מאוד מהמשבר: ברבעון הראשון היא ירדה ב-20.8% (בחישוב שנתי), וירידות חדות במיוחד היו בצריכת מוצרים בני קיימא ושירותים ובצריכת ישראלים בחו"ל.

נתונים על הפעילות בכרטיסי אשראי לפי ענפים, שמתקבלים מחברת שב"א (שירותי בנק אוטומטיים), משקפים הן את הירידה בהוצאות משקי הבית והן את מידת הפגיעה בפעילות של ענפי המשק. על פי נתונים אלה סך ההוצאה היומית הממוצעת בכרטיסי אשראי ירדה ב-30% בתקופת הסגר (16/3 עד 19/4) בהשוואה לתקופה מתחילת השנה. הסרה הדרגתית של המגבלות מסוף חופשת הפסח עד סוף חודש אפריל לוותה בהגדלה של ההוצאה היומית, כך שהירידה ביחס להוצאה הממוצעת לפני הסגר הצטמצמה ל-15% בתחילת מאי. הפגיעה הקשה ביותר נרשמה בענפי התיירות, המסעדות והפנאי והחינוך, ופגיעה מצומצמת יותר נרשמה בהוצאות על דלק, תחבורה וחשמל וביגוד וריהוט. ניתוח של חטיבת המחקר מלמד כי רמת סך הרכישות בכרטיסי אשראי בסוף מאי ותחילת יוני הייתה, בממוצע, קרובה לערך שהיה צפוי על פי המגמה ששררה לפני המשבר. הרכישות בתחומי המסעדות, החינוך והפנאי היו ברמה של 60%-70% מהערך הצפוי, אך תחום התיירות עדיין לא התאושש, ורמת הרכישות בו הייתה 30% בלבד מזו הצפויה ללא המשבר.

לפי הסקר של המכון הישראלי לדמוקרטיה, כ-88% מכלל המשויבים היו סבורים שהוצאותיהם על תרבות, תיירות, בילוי בארץ ובחו"ל, ספורט וכד' יירדו בתקופה הקרובה. כ-28% העריכו את הירידה בהוצאות בפחות מאלף ש"ח; 34% – בטווח שבין אלף לאלפיים ש"ח; כ-19% – בטווח בין אלפיים ל-4 אלפי ש"ח, וכ-8% העריכו שיצמצמו את ההוצאות ביותר מ-4 אלפי

לוח 3: הוצאה ממוצעת של משק בית על פי סעיפי צריכה נבחרים לפי חמישוני הכנסה של משקי הבית, ממוצע 2017-2018, מתוך סקר ההוצאות של הלמ"ס, 2018

ההוצאה החודשית:	חמישון 1	חמישון 2	חמישון 3	חמישון 4	חמישון 5
שירותי חינוך	701	794	987	1,044	995
מופעי תרבות, ספורט ובידור	132	239	326	410	652
הבראה נופש וטיולים	50	107	156	179	213
תחביבים, ציוד ספורט ומחנאות	175	131	166	185	224
נסיעה בתחבורה ציבורית	114	93	76	87	81
שירותים אישיים ושירותי קוסמטיקה	48	48	90	109	165
<b>סה"כ לחודש</b>	<b>1,220</b>	<b>1,413</b>	<b>1,801</b>	<b>2,015</b>	<b>2,331</b>
<b>ההוצאה השנתית:</b>					
נסיעות לחו"ל	2,589	4,702	7,680	12,667	21,382
<b>החיסכון הכולל</b>	<b>3,808</b>	<b>6,115</b>	<b>9,481</b>	<b>14,681</b>	<b>23,713</b>

המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.



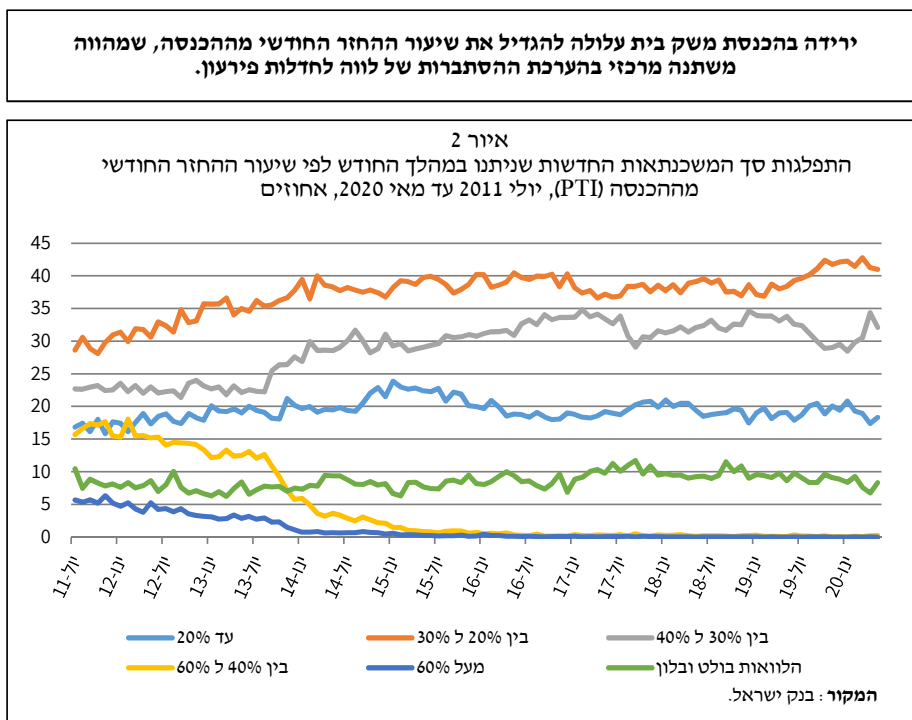
ש"ח. לוח 3 מציג "חיסכון" אפשרי בהוצאות בחודש של הסגר לפי חמישוני ההכנסה של משקי הבית ואת ה"חיסכון" שיכול לנבוע מהוויתור על הנסיעות לחו"ל בשנת 2020.

משקי בית שספגו ירידה בהכנסה עשויים לצמצם את ההוצאות לרכישת מוצרים בני קיימא גם בהמשך. אחד הרכיבים במדד אמון הצרכנים של הלמ"ס עוקב אחר הכוונה לרכישות גדולות השנה ביחס לשנה שעברה; רכיב זה ירד בחדות מ-9 בפברואר 2020 ל-21 במרץ; באפריל העמיקה הירידה לערך (-37), רמה שלא נראתה מאז תחילת פרסום המדד במרץ 2011; במאי נרשם שיפור קל והמדד עלה ל-32 וביוני שיפור נוסף ל-28. מובן שהיקף הפגיעה בצריכה יושפע מקצב ההתאוששות של הכלכלה ומקצב חזרתם של העובדים המושבתים לעבודה.

### 3. הסיכונים באשראי כתוצאה ממשבר הקורונה

אובדן תעסוקה או ירידה בשכר עלולים לסכן את החוסן של משקי הבית ולאתגר את המערכת הפיננסית. משקי בית שיש להם התחייבויות גדולות ביחס להכנסה עלולים להגיע לחדלות פירעון. דחיית תשלומי המשכנתאות והלוואות הצרכניות מאפשרת למשקי הבית תקופת התארגנות – חיפוש עבודה חדשה ושינוי מבנה ההוצאות כדי להתאים את רמתן להכנסה שהצטמקה. יש לציין כי מי שדחה את תשלומי המשכנתה התחייב לתשלומים גבוהים יותר בעתיד, שכן הסכומים שנדחו ייפרסו לאורך המקורי של חיי המשכנתה.

**הסיכונים במשכנתאות.** ירידה בהכנסת משק הבית עלולה להגדיל את שיעור החוזר החודשי מההכנסה (PTI), שהוא משתנה מרכזי בהערכת ההסתברות של לווה לחדלות פירעון. באוגוסט 2013 הגביל הפיקוח על הבנקים את יחס ה-PTI בהלוואות לדיר ל-50% ודרש הקצאת הון נוספת עבור המשכנתאות שבהן יחס ה-PTI גבוה מ-40%, דבר שגרם להתייקרותן, כך שבפועל מאז שהוחלה ההוראה הבנקים כמעט לא מעניקים משכנתאות שבהן יחס ה-PTI גבוה מ-40% (איור 2).<sup>17</sup> קרוב ל-60% מהמשכנתאות ניתנות כיום עם יחס ה-PTI נמוך מ-30%. גם אם ההכנסה תרד ב-20%, שיעור החוזר הממוצע לא אמור לחרוג מהשיעור המקסימלי שנקבע בהוראת הפיקוח על הבנקים, שיעור אשר מסמן רמת סיכון גבוהה. ירידה חזקה יותר בהכנסה

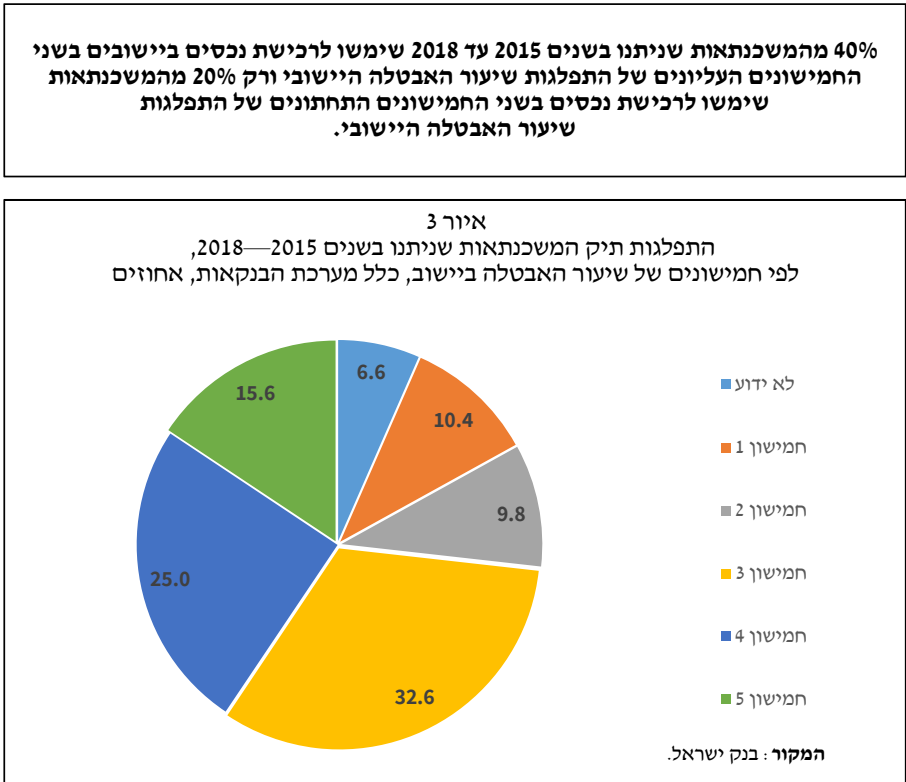


<sup>17</sup> בתקופה שקדמה להוראה זו שיעור המשכנתאות שבהן יחס ה-PTI גבוה מ-40% היה לא מבוטל (איור 2). עם זאת ייתכן שגם הכנסתם של אותם משקי הבית שנטלו משכנתאות עם PTI גבוה עלתה מאז. נוסף על כך, יתרת החוב שלהם ירדה לאחר שנים של החזרים, כך שאם החוזרי המשכנתה שלהם יהיו גבוהים ביחס להכנסה, הם יוכלו, כנראה, למחזר את משכנתאותיהם כדי להקטין את החוזרים החודשיים במידת הצורך. נוסף על כך, בתקופה שלפני המגבלה מסלול הריבית הצמודה לפריים היה פופולרי מאוד (עד מאי 2011). נוטלי משכנתאות אלה נהנו מירידה מתמדת של הריבית במשק, כך שבכל מקרה החוזר החודשי בהן ירד במידה ניכרת, ואיתו גם יחס ה-PTI.

עלולה לגרום לעלייה מסוכנת של יחס ה-PTI בחלק קטן יחסית של המשכנתאות. לעת עתה הורדת הריבית במשק מסייעת לנוטלי המשכנתאות במסלול הריבית הצמודה לפריים.

האיום העיקרי על תיק המשכנתאות נובע מהשפעתו של המשבר על יכולת החזר של הלווים כתוצאה מעלייה בהסתברות להישאר באבטלה. על פי התחזית של חטיבת המחקר שיעור האבטלה בקרב בני 25–64 יעמוד, בתרחיש האופטימי, על 9% בסוף 2020 ועל 6% בסוף שנת 2021 ובתרחיש הפסימי יותר על 11% ו-9%, בהתאמה, רחוק מאוד מהמצב ששרר לפני המשבר. הלמ"ס אינה כוללת את העובדים שהושבתו בהגדרה הרשמית של שיעור האבטלה, אלא מסווגת אותם כנעדרים זמנית מעבודתם. מנתוני סקר כוח האדם ניתן ללמוד כי שיעורי המועסקים (שכירים ועצמאיים) שנעדרו זמנית מעבודתם כל השבוע או חלק מהשבוע מסיבות הקשורות לנגיף הקורונה היו 26% מכלל המועסקים בחודש מרץ, 39% באפריל ו-24.5% במאי. שיעור גבוה של הנעדרים בגלל הנגיף היה בקרב עובדים מבוגרים – בני 60 ומעלה (קבוצת הגיל ששיעור המשלמים משכנתה בה, כנראה, נמוך מאוד); גם בקרב בני 25–29 היה שיעור הנעדרים מהסיבות הקשורות לנגיף מעל רבע מסך המועסקים.

שירות התעסוקה מפרסם נתונים חודשיים של שיעורי האבטלה ברמה היישובית (ללא יישובים קטנים), שהם שיעורי אבטלה מנהליים (registered unemployment rates) המבוססים על מספר דורשי העבודה (ולא על הגדרה עצמית, כפי שמקובל בסקרי כוח האדם). על פי נתונים אלה שיעורי האבטלה עלו בכל היישובים, אך קיימים הבדלים ניכרים ביניהם. הניתוח להלן בוחן את חשיפת תיק המשכנתאות של המערכת הבנקאית ליישובים שבהם שיעורי האבטלה גבוהים, כפי שנרשמו באפריל 2020. כל היישובים שלגביהם יש נתונים על שיעור האבטלה חולקו לחמישוניים בהתאם להתפלגות שיעור האבטלה. שיעור תיק המשכנתאות בכל חמישון של היישובים מחושב מתוך נתוני סך המשכנתאות שניתנו בשנים 2015–2018, כאשר הנתונים מתייחסים לגובה המקורי של הקרן (ולא ליתרת ההלוואה העדכנית). לשם החישוב נלקחו נתוני כל המשכנתאות, כולל אלה שניתנו לרכישת דירות להשקעה, כי מי שמתגוררים בהן בפועל הם תושבי המקום, והכנסתם של המשכירים תלויה במצבם הפיננסי של השוכרים. (סקר של אוניברסיטת תל אביב מצא כי כל דייר שמיני לא הצליח לשלם את מלוא דמי השכירות בחודש אפריל.) איור 3 מלמד כי 40.6% מסך האשראי לדירור שהוענק בשנים 2015–2018 הופנה לרכישת דירות ביישובים שנמצאים בשני החמישוניים העליונים של התפלגות שיעור האבטלה, ורק 20.2% מהמשכנתאות מימנו רכישת נכסים ביישובים בשני החמישוניים התחתונים של התפלגותו<sup>18</sup>.



<sup>18</sup> הקבוצה שבה "שיעור האבטלה לא ידוע" נוצרה משום שבחלק מהיישובים (יישובים קטנים) אין נתונים על שיעור האבטלה.

עם זאת הסתכלות על מאפייניהם של המפוטרים ושל אלה שהוצאו לחל"ית יכולה ללמד שחלקם אינם אמורים לשלם משכנתה – צעירים ומבוגרים; השכר הממוצע של העובדים המושבתים הוא מתחת לחציון השכר של השכירים במשק, ושיעור המשלמים משכנתה בעשירוני ההכנסה התחתונים נמוך יחסית (לוח 4). לפי הנתונים שפרסם משרד האוצר בקרוב לרבע ממשקי הבית שרכשו דירה ראשונה מתחילת 2015 ועד אפריל 2020 (כולל) יש לפחות בן זוג אחד המושבת בשל משבר הקורונה. על סמך מספר העסקאות לרכישת דירה ראשונה בלבד בתקופה זו ניתן להעריך את מספר משקי הבית שיש בהם לפחות מושבת אחד (כלומר כאלה שמתקשים לשלם משכנתה) בכ-49 עד 55 אלפים. הנתונים הרשמיים על מספר החוזרים למעגל התעסוקה עדיין נמוכים: על פי שירות התעסוקה רק 206.5 אלף דורשי עבודה מתוך אלה שהיו רשומים בחודש מאי דיווחו על חזרה לעבודה. עם זאת הנתון בפועל אמור להיות גבוה יותר, משום שאין חובת דיווח, וייתכן שמספר החוזרים לעבודה יעלה יותר ביוני. הנתון המעודד הוא שבני 20 עד 54, הקבוצה שבה השכיחות של נוטלי המשכנתאות גבוהה יחסית, מהווים 84% מאלה שדיווחו על החזרה לעבודה עד כה. עם זאת, שיעור החזרה לעבודה שלהם עדיין נמוך – 18.6% בלבד. (הממוצע הכללי נמוך עוד יותר – 17.7%).

לוח 4: שיעור משלמי המשכנתה בקרב משקי הבית, לפי עשירוני ההכנסה, 2018, על פי סקר הוצאות של הלמ"ס, אחוזים

10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
33.5	37.6	38.3	39.8	31.9	34.5	25.9	22.8	18.1	9.4

המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

**סיכונים באשראי הצרכני.** פגיעה בהכנסה של משקי הבית עלולה להגדיל את היקף החוב הצרכני שלא יוחזר, והסיכוי לאי עמידה בהחזר החוב הצרכני גבוה הרבה יותר מאשר בחוב לדויר, שכן זהו חוב שאינו מגובה בביטחונות. עד סוף יוני נדחו התשלומים בכ-277.6 אלף הלוואות צרכניות במערכת הבנקאית בלבד. אין נתונים על דחיית התשלומים של ההלוואות שהעמידו גופים פיננסיים אחרים. הקלה על הליך פשיטת רגל בהתאם לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי תשע"ח – 2018 עלולה להגדיל את ההסתברות לאי החזרת הלוואות צרכניות. עם זאת, לפי תוצאות הניתוח של רשות האכיפה והגבייה<sup>19</sup> רק 8% מאלה שהגיעו להוצאה לפועל וקיבלו הפטר הגיעו למצב הזה בגלל אבטלה/אובדן הכנסות. גם מתוך אלה שהיו מועמדים לקבלת הפטר רק 7% דיווחו שצברו חוב בגלל אבטלה.

#### 4. ההשפעה ארוכת הטווח של המשבר

לאחר הסגר וגל המגבלות הראשון המשק הישראלי נמצא כעת במסלול חזרה לשגרה שתלוי בעוצמת המגבלות המושפעות מהעלייה במספר הנדבקים לאחרונה. המשבר הנוכחי הוא ייחודי: המשק הישראלי עבר מלחמות ומבצעים צבאיים רבים, אך מעולם לא הגיע להשבתה כה רחבה של הפעילות הכלכלית ולתקופה כה ארוכה. החזרה לשגרה היא הדרגתית, הן כי לא כל ענפי המשק חידשו את פעילותם והן כי באלה שחידשו אותה לא ממהרים להחזיר את כל העובדים (בין היתר עקב דרישות של "התו הסגולי"). כך, לדוגמה, ברשתות הקמעונאיות השונות הוחזרו רק בין 50%-ל-90% מהעובדים שהועסקו לפני המשבר, אף שכולן כבר נפתחו מחדש. סביר להניח שכתוצאה מההפסדים בתקופת הסגר מעסיקים רבים יראו צורך בהתייעלות.

ייתכן גם שינוי בדפוסי הצריכה של משקי הבית: ראשית, ירידה בהכנסות והצורך לשרת את החוב יאלצו את הציבור לצמצם את הצריכה<sup>20</sup>. (ראו גם תיבה ד-1 בדוח בנק ישראל 2015). ככל שהחלק המשרת את החוב מהכנסתו של משק בית גבוה יותר הקיצוץ שהוא יצטרך לעשות בהוצאותיו השוטפות יהיה משמעותי יותר. צמצום ההוצאות על הצריכה הפרטית יגביר את הפגיעה בתוצר, ועלול להעמיק ולהאריך את המיתון. הפגיעה העיקרית תהיה בענפים שנתפסים כמותרות – מסעדות, בידור, תרבות, פנאי – שהם הענפים שממילא נפגעו בצורה הקשה ביותר, כי השבתתם הייתה הממושכת ביותר. שנית, עלייה

<sup>19</sup> ר' אהרוני ור' גולן, "מקבלי הפטר בהוצאה לפועל", רשות האכיפה והגבייה, דוח פעילות לשנת 2019.

<sup>20</sup> לרוב הציבור אכן ישנן התחייבויות כספיות: על פי תוצאות הסקר של המכון הישראלי לדמוקרטיה, רק 9% מהעצמאיים ו-18% מהשכירים דיווחו שאין להם חובות להחזיר כל חודש, מעבר להוצאות המחיה ותשלומים שוטפים.

של רמת הסיכונים במשק תייקר את האשראי, וככל הנראה תצמצם את האשראי הצרכני. שלישית, דפוס הרכישה עצמו עשוי להשתנות – יגדל שיעורן של הרכישות מרחוק, הן מפני הנטייה לריחוק חברתי, הן מטעמי נוחות, ואולי גם מתוך הרגל, בעקבות העלייה ברכישות כאלה בתקופת הסגר (ראו תיבה 6 בדוח זה). המעבר לרכישות באינטרנט, שהתחיל הרבה לפני משבר הקורונה, אך ייתכן שיואץ בגללו, יקטין את הצורך בעובדים למכירות פרונטליות. (לעומת זאת יעלה הצורך בעובדים בתחום הבנייה והתחזוקה של אתרים, במלקטים, בשליחים וכד'). מעבר לעבודה מהבית עשוי לפגוע גם הוא בעקיפין בצריכה בעקבות ירידת הביקוש לשירותי תחבורה ציבורית ולאוכל מוכן, ומשום שמי שאינו יוצא מהבית אינו נכנס לחנויות בדרך הביתה וככל הנראה צורך פחות בסך הכל.

מצב המשק ורמת האבטלה תלויים גם בהתמשכות המיתון בעולם ובעומקו. בחודשים מרץ–מאי 2020 נרשמה בישראל ירידה ריאלית של 15% ביצוא הסחורות בהשוואה לשלושת החודשים הקודמים, בדומה להיקף הירידה בסחר העולמי. ענף התיירות הישראלי עלול לסבול מירידה של מספר המבקרים בישראל גם כאשר יוסרו המגבלות על הטיסות. גם ענף ההיי טק אינו חסין מפגיעה, כי הוא תלוי במידה גבוהה במיוחד בהשקעות, רובן מגופים ומשקיעים זרים.<sup>21, 22</sup>

המשבר הנוכחי שונה באופיו מהמשבר הפיננסי של 2008–2009. במשבר הקודם המשק הישראלי נפגע בעקיפין, בגלל הירידה ביצוא למדינות שבמשבר, בעיקר של ענפי ההיי טק. הענפים שנפגעו אז מעסיקים עובדים משכילים ובעלי כישורים, שאינם נשאים באבטלה זמן רב<sup>23</sup>. רק במעגל השני נפגעה התעסוקה בשירותים המקומיים. במשבר הקורונה הענפים שספגו את הפגיעה הקשה ביותר – קמעונאות, תיירות, מסעדות וכד' – הם דווקא כאלה שמעסיקים עובדים בעלי השכלה נמוכה יותר ובעלי פריון נמוך יחסית, שעלולים להישאר מובטלים לאורך זמן, וככל שמובטלים נשארים זמן רב יותר מחוץ לתעסוקה הסיכוי שלהם לחזור למעגל העבודה יורד. לכן כדי להחזיר את נפגעי המשבר למעגל העבודה יש צורך בהשקעה נרחבת בהכשרה מקצועית לשם הקניית מיומנויות שיש להן דרישה בשוק העבודה העכשווי.

<sup>21</sup> השקעות אלה חשובות במיוחד לחברות הזנק, אשר מגייסות הון בכמה סבבים. מסקר הרשות לחדשנות, שנערך בחודש מאי, עולה כי 20% מ-414 חברות ההיי טק הקטנות (עד 50 עובדים) שנסקרו עלולות להיסגר בתוך 3 חודשים אם לא יצליחו לגייס הון. ב-40% מהחברות עצרו המשקיעים את תהליך גיוס הכספים, וב-51% מהחברות תהליך הגיוס הואט. 14% מהחברות דיווחו על פיטורי עובדים בהיקף של למעלה מ-15% מכוח האדם שלהן; למעלה משליש מהחברות הוציאו עובדים לחל"ת; שליש מהחברות הורידו שכר.

<sup>22</sup> להרחבה ראו תיבה ד'–1 בדוח בנק ישראל 2014 וגם "מאפייני המימון של חברות ההיי טק בישראל", הודעה לעיתונות, בנק ישראל, 30/06/2020.

<sup>23</sup> לדיון בנושא ראו ע' 108–112 בפרק ה' של דוח בנק ישראל 2013.

### תיבה 3: ההתפתחויות בשוק אג"ח החברות במהלך המשבר

- החל מסוף חודש פברואר 2020 סבל שוק אג"ח החברות מירידות מחירים חדות עקב משבר הקורונה והושפע מתגובות המדיניות למשבר. בשיא המשבר שיקפו מחירי האג"ח הערכה פסימית, שלפיה כרבע מכלל החברות לא יוכלו להחזיר את חובותיהן בהתאם לתנאי האיגרת וייקלעו לכשל.
- קרנות הנאמנות שהחזיקו ערב המשבר בכשליש משוק אג"ח החברות ספגו במהלך המשבר פדיונות נטו גבוהים, שאילצו אותן למכור אג"ח, וכך להזרים היצע גבוה לשוק, וזה היה בין הגורמים לירידה של מחירי האג"ח. כנגד זאת, גופי החיסכון לטווח ארוך הגדילו את החזקותיהם, אך לא במידה מספקת כדי לקזז את ההיצע מהקרנות. מלבד זאת הכריזו חברות רבות על תוכניות לרכישה חוזרת של אג"ח בסכומים גבוהים, ובכך שלחו לשוק איתות חיובי, אבל רכישותיהן בפועל עד לסוף מאי 2020 הסתכמו בסכום נמוך יחסית.
- בשבועות הראשונים של המשבר עליית מרווחי התשואות של האג"ח בישראל הייתה חדה יותר מאשר בעולם. ההתאוששות במרווחים של האג"ח בדירוגים הגבוהים וסגירת פער המרווחים ביחס ארה"ב החלו מייד לאחר מספר צעדים משמעותיים שנקט בנק ישראל כדי להקל את הלחץ בשווקים הפיננסיים והשקתה של חבילת הסיוע הממשלתית הראשונה. חלק מצעדי המדיניות בהמשך סייעו גם הם לסגירת פער התשואות ביחס לעולם.
- בחודשים מרץ-מאי 2020 הפחיתו שתי חברות הדירוג המקומיות את דירוגן של 23 חברות (כ-12% מהחברות המדורגות ערב המשבר), ורובן הגדול נותר ב'דירוג השקעה' לפי סולם הדירוג המקומי. בעולם בוצעו, באופן יחסי, יותר הפחתות דירוג בתקופה המקבילה.
- ב-18.3.2020 החלה התאוששות במחירי האג"ח הקונצרניות, אבל גם לאחר התקופה הנסקרת בתיבה נסחרו אגרות החוב של חברות רבות בתשואה גבוהה שצפויה להקשות על מחזור החוב. נכון ל-5.7.2020 תשואות האג"ח של כ-23% מהחברות האחראיות לכ-13% מהערך הנקוב של האג"ח בבורסה בתל אביב היו עדיין ברמה דו-ספרתית.
- ב-6.7.2020 הודיע בנק ישראל כי ירכוש אג"ח קונצרניות בשוק המשני בסכום של 15 מיליארדי ש"ח. באותו היום וביום המחרת עלה מדד תל-בונד 60 ב-2.6% ומדד אג"ח קונצרניות כללי עלה ב-2.5%. בימים שלאחר ההודעה עלו גם גיוסי האג"ח הקונצרניות בשוק הראשוני, ובפרט על ידי חברות לא פיננסיות.

#### 1. שוק אג"ח החברות ערב המשבר

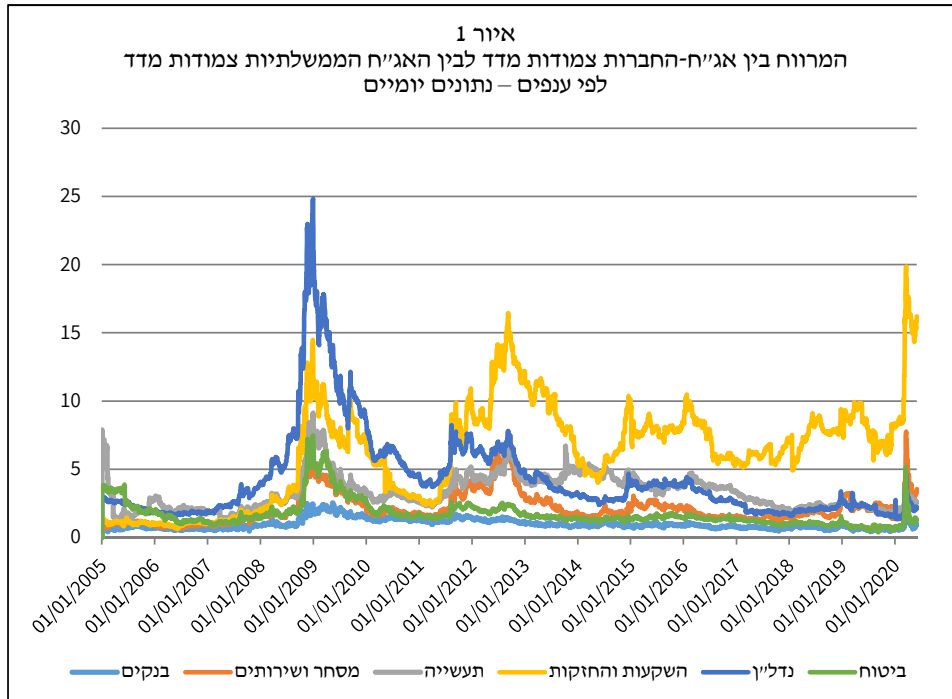
בישראל, בניגוד למרבית המדינות המפותחות, אג"ח קונצרניות נסחרות בעיקר במסגרת הבורסה. השוק לאג"ח חברות התפתח רק בתחילת שנות ה-2000, אבל מאז הוא גדל במהירות על רקע הירידה של החוב הממשלתי (ביחס לתוצר), רפורמת בכר' והפניית כספי החיסכון הפנסיוני לשוק ההון. כך, בשנים 2004–2019 גדל שוק אג"ח החברות פי שישה. לשם השוואה, האשראי העסקי הבנקאי גדל בתקופה המקבילה פי 1.7 בערך. שוק אג"ח החברות נפגע קשות במשבר 2008. במהלכו עלה המרווח בין תשואת אג"ח החברות לתשואה של אג"ח ממשלתיות עם סוג הצמדה ומחיים דומים לרמה גבוהה (איור 1), בין היתר עקב פדיונות מסיביים מקופות הגמל, שהיו שחקניות מרכזיות בשוק זה. ואולם כבר בשנת 2009 הייתה התאוששות בשוק האג"ח, וצמיחתו נמשכה, על אף מספר ניכר של הסדרי חוב באותה שנה ובשנים שאחריה<sup>1</sup>. בסוף שנת 2019 היו ל-255 חברות 684 סדרות של אג"ח סחירות (כולל אג"ח להמרה, ללא ניירות ערך מסחריים) בערך נקוב כולל של 404 מיליארד ש"ח ובשווי שוק כולל של 375 מיליארד. אג"ח החברות היוו בסוף השנה הקודמת 25.34% מסך יתרת האשראי למגזר העסקי. מבחינת הנזילות, מצד אחד מרווח הקנייה-מכירה (bid-ask spread) בשוק הישראלי אינו גבוה, ומאפשר ביצוע עסקאות בעלות סבירה. מחקר עדכני מראה שהמרווח בשוק האג"ח הישראלי נמוך אפילו ביחס לשוק האמריקאי (Abudy and Wohl, 2017) <sup>2</sup>. מצד שני, מחזור המסחר היומי הממוצע הכולל בשנת 2019 עמד על כ-771 מיליון ש"ח, סכום

<sup>1</sup> על-רקע משבר החוב האירופי בשנת 2011 נערכו בישראל הסדרי חוב רבים גם בשנים 2011–2012. (ראו לדוגמה: Chen, Gaviious, and : (Steinberg (Review of Accounting Studies, 2019).

<sup>2</sup> קז ושטיין (2018) טוענים שמחוללי ציטוטים תורמים למרווח הקנייה-מכירה הנמוך בישראל, מאידך הם עלולים להפחית את פעילותם, ולפיכך את הנזילות בשוק, דווקא בימים של תנודתיות מוגברת, שבהם יש צורך בנזילות.

לא גדול ביחס ליתרת האג"ח בשוק; לפיכך יש חשש שהשוק אינו מספיק עמוק כדי לקלוט היצעים או ביקושים גדולים בתקופה קצרה ללא השפעה על המחירים<sup>3</sup>.

החל מסוף חודש פברואר 2020 סבל שוק אג"ח החברות מירידות מחירים חדות בגלל משבר הקורונה והשלכות התגובה החריפה של המדיניות למשבר. ירידות אלה התבטאו בפתיחה של מרווח התשואה בין אג"ח החברות לאג"ח ממשלתיות דומות. בשיאם הגיעו המרווחים במרבית הענפים לרמות דומות לאלה שנצפו בשיא משבר החוב האירופי בשנת 2011, אך לא לרמות שנצפו במהלך המשבר הפיננסי הגלובלי של 2008–2009 (איור 1). ב-18.3.2020 החלה התאוששות באג"ח החברות, אבל נכון לסוף מאי 2020 הן טרם חזרו לרמתן טרם המשבר.



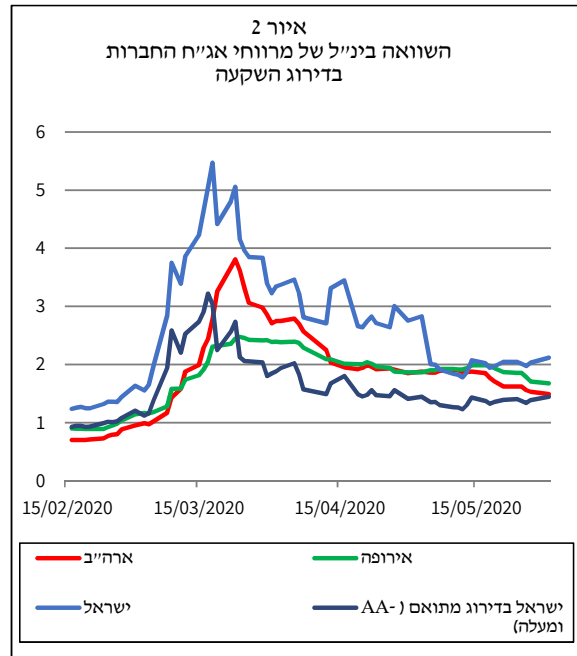
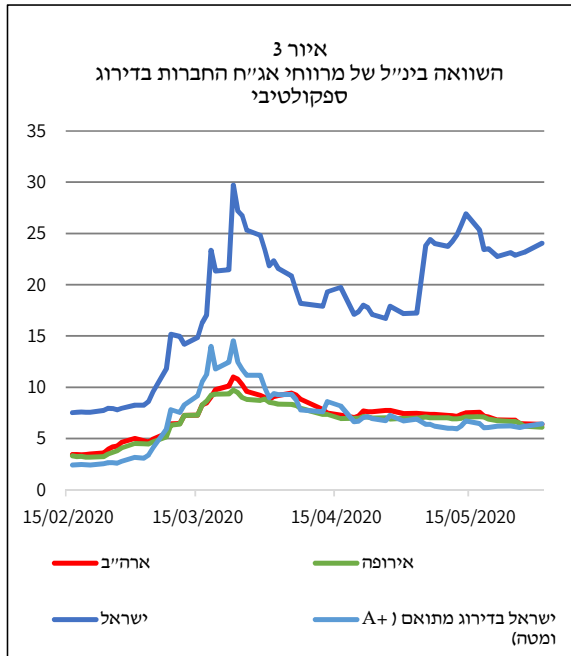
## 2. השוואה בין-לאומית

משבר הקורונה אינו אירוע מקומי אלא משבר גלובלי, שמקורו באפידמיה אשר פגעה במרבית מדינות העולם והניעה את רובן, ובהן ישראל, להטיל מגבלות חריפות כדי להאט את התפשטות המגיפה, במחיר של פגיעה כלכלית משמעותית. כתוצאה מההשפעה הישירה של המגיפה ומהשפעת המגבלות שנועדו לבלום אותה צפויה בשנת 2020 ירידה חריפה של הצמיחה במרבית המדינות המפותחות, ובכללן ישראל. על רקע הפגיעה הכלכלית ירדו מחירי אג"ח החברות, במדינות השונות, ועלו המרווחים שלהן ביחס לאג"ח ממשלתיות דומות.

הן בישראל והן בעולם עלו, כאמור, מרווחי התשואה, אבל בשבועות הראשונים של המשבר עליית המרווחים בישראל הייתה חדה יותר מאשר בעולם ושיקפה פגיעה חריפה יותר בשוק האג"ח המקומי ביחס למקביליו בעולם. החל באמצע מרץ ועוד לפני

<sup>3</sup> בנק ישראל הזהיר בעבר שגידול חלקן של ההשקעות הפסיביות בשוק אג"ח החברות וגידול חלקם של מחוללי הציטוטים בשוק זה עלולים לתרום להחרפת הירידות באג"ח החברות במקרה של זעזוע שלילי (דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל למחצית השנייה של 2018).

מקבילותיהן בעולם, החלו האג"ח בדירוג השקעה<sup>4</sup> בישראל<sup>5</sup> להתאושש, ועוד במהלך חודש מרץ ירדה רמת המרווחים בדירוג השקעה בישראל (לאחר המרה לסולם הדירוג הבין-לאומי) אל מתחת לרמת המרווחים של אג"ח חברות בדירוג השקעה באירופה ובארה"ב (איור 2). ההתאוששות של האג"ח בדירוגים הנמוכים בישראל הייתה איטית יותר, ורק בתחילת אפריל נסגר הפער במרווחים (לאחר המרה לסולם הדירוג הבין-לאומי) בין לבין מקבילותיהן בעולם (איור 3).



### 3. ההשפעה של מדיניות הממשלה, בנק ישראל והרגולטורים הפיננסיים על המרווחים

התפתחות מרווחי התשואה בישראל ביחס לעולם ניתנת להסבר, לפחות בחלקה, בצעדי המדיניות שנקטו לשם התמודדות עם המשבר הכלכלי. כדי לבחון זאת בדקנו את פער המרווחים בין ישראל (לאחר המרה לסולם הדירוג הבין-לאומי) לארה"ב, בנפרד לכל אחת מקבוצות הדירוג, סביב צעדי המדיניות העיקריים שנקטו הממשלה, בנק ישראל והרגולטורים הפיננסיים לאורך החודשים מרץ ואפריל, שבהם היה פער משמעותי בין ישראל לארה"ב (איור 4).

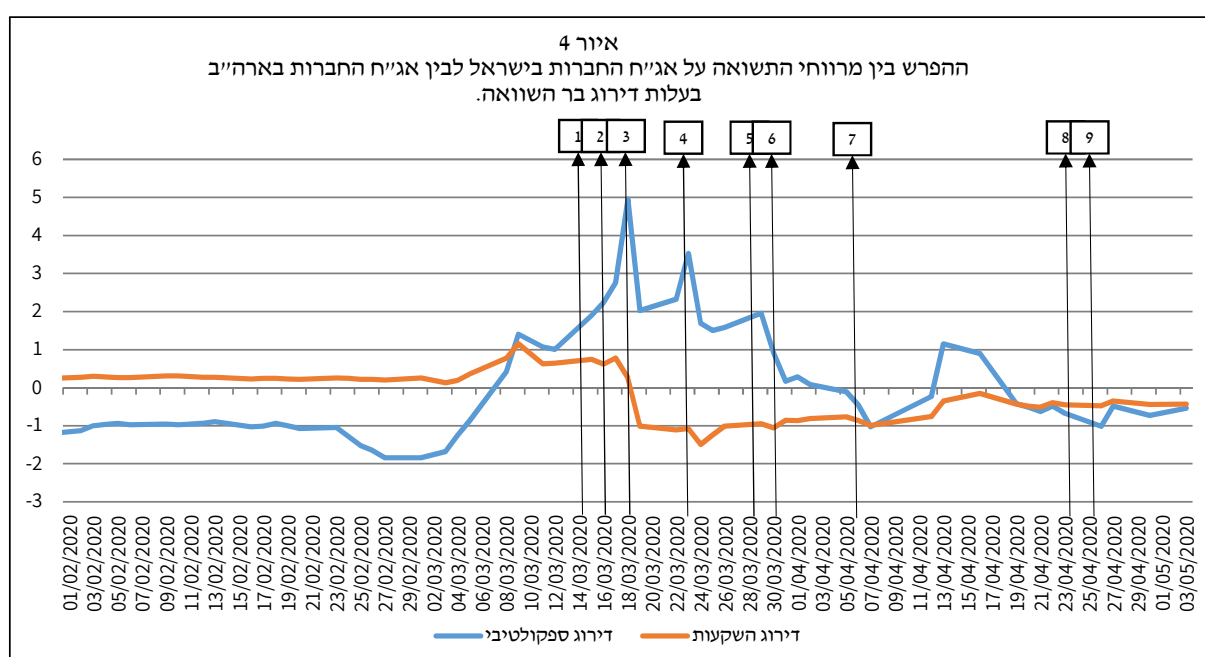
מהאיור נראה שההתאוששות במרווחים של האג"ח בדירוגים הגבוהים וסגירת פער התשואות בין למקבילותיהן בארה"ב החלו מייד לאחר מספר צעדים משמעותיים שנקט בנק ישראל כדי להקל את הלחץ בשווקים הפיננסיים והשקעה של חבילת הסיוע הממשלתית הראשונה בסכום של 10 מיליארד שקלים (צעדים 1–3 באיור 4)<sup>6</sup>. ראוי לציין שבאותה עת החלו גם מדינות

<sup>4</sup> נהוג להגדיר דירוג של BBB ומעלה כדירוג השקעה, ודירוגים נמוכים יותר – כ-ספקולטיביים, 'תשואה גבוהה' או 'זבל'. הבחנה זו חשובה מבחינת משקיעים רבים וגם מתבטאת ברגולציות שונות. כך, לדוגמה, בישראל קרן נאמנות שבוחרת להשקיע באג"ח שלא בדירוג השקעה בשיעור גבוה משיעור ההחזקה המרבי שלה במניות נדרשת להוסיף לשמה סימן קריאה כדי להדגיש את הסיכון המוגבר הכרוך בהחזקה זו (Mugerman, Steinberg, and Wiener, working paper).

<sup>5</sup> 'מעלות' ו'מדורג', שתי חברות דירוג האג"ח הפעילות בישראל, הן בבעלות של חברות הדירוג הבין-לאומיות המובילות (100% S&P ו-51% Moody's) בהתאמה, אבל הן משתמשות בסולם דירוג מקומי. לצורך ההשוואות הבין-לאומיות שלהן אנחנו מציגים את מרווחי התשואה הן לפי הדירוג המקומי והן לאחר המרה לסולם הדירוג הבין-לאומי. כך, לדוגמה, דירוג BBB בסולם הבין-לאומי מקביל, לפי סולם ההמרה של חברת 'מעלות', לדירוג AA- לטווח ארוך בסולם הדירוג המקומי. מרבית החברות בישראל היו מקבלות לפי סולם הדירוג הבין-לאומי דירוג ספקולטיבי. לעומת-זאת, חלק הארי של שווי שוק אג"ח החברות בישראל הנו בדירוג השקעה לפי סולם הדירוג המקומי.

<sup>6</sup> ב-15.3.2020 החל בנק ישראל לרכוש אג"ח ממשלתיות בשוק המשני ולבצע עסקאות ריפו באג"ח ממשלתיות כבטוחה מול מוסדות פיננסיים. זאת כדי להבטיח תפקוד תקין של שוק האג"ח הממשלתיות, למתן את התנודתיות בשווקים ולהגדיל את הנוזלות בהם. ב-16.3.2020 החל בנק ישראל לקשור עסקאות החלף (SWAP) דולר/שקל עם פירעון לשבוע מול בנקים מקומיים, כדי לספק נוזלות דולרית לבנקים המקומיים, וזאת עקב לחצים לנזילות דולרית, שפגעו בתפקוד התקין של שווקים רבים בעולם, ובפרט השפיעו לרעה על השוק המקומי. ב-18.3.2020 הרחיב בנק ישראל את השימוש בעסקאות החלף דולר/שקל והקצה עד 15 מיליארד דולרים לעסקאות החלף, גם לטווחים של למעלה משבוע, תוך התחייבות להמשיך בהפעלת כלי זה כל עוד הלחצים לנזילות דולרית נמשכים, וזאת במטרה להבטיח נוזלות למערכת הפיננסית המקומית. ב-16.3.2020 הודיעה הממשלה על חבילת סיוע, שכללה הקדמת תשלומים לספקים, דחייה של תשלומי מסים, הקמת קרן הלוואות לעסקים קטנים, הסדר חופשה ללא תשלום לעובדים חלף פיטורים והקלה בזכויות לדמי אבטלה.

אחרות לנקוט צעדים משמעותיים להתמודדות עם המשבר, אך אלה טרם הצליחו, באותו שלב, להרגיע את השווקים<sup>7</sup>. נראה שההתערבות המסיבית של בנק ישראל לייצוב השווקים הפיננסיים תרמה להתייצבות שוק אג"ח החברות וכן תרמה התאוששות השווקים בעולם, על רקע פעולות המדיניות המשמעותיות שנקטו במדינות אחרות, ובראשן ארצות הברית ואירופה. ההתאוששות המהירה של האג"ח בדירוג השקעה, גם ביחס למקבילותיהן בארה"ב, לעומת המשך הלחץ על האג"ח בדירוגים הנמוכים, כנראה מוסברת בצעדי בנק ישראל באג"ח הממשלתיות ובשוק המט"ח, שהקלו על בעיית הנזילות בשוק, בעוד שהסיכון המוערך נותר גבוה על אף צעדי הממשלה<sup>8</sup>. ייתכן שההקלה במצוקת הנזילות, ובפרט בשוק האג"ח הממשלתיות, אפשרה לגופים הנזקקים לנזילות, כגון קרנות הנאמנות, שסבלו מלחץ פדיונות, למכור אג"ח ממשלתיות בכמות מספקת ללא השפעה מוגזמת על המחיר, וזאת כתחליף למכירת אג"ח חברות בדירוג גבוה. בדומה לכך, ההקלה במצוקת הנזילות במט"ח הקלה על הגופים המוסדיים ועל קרנות הנאמנות להתמודד עם הדרישה לביטחונות כנגד השקעותיהם במט"ח, וייתכן שמשום כך פחת הצורך שלהם למכור נכסים שקליים נזילים יחסית, כגון אג"ח חברות בדירוג גבוה, כדי לרכוש מט"ח ולהעמיד ביטחונות.



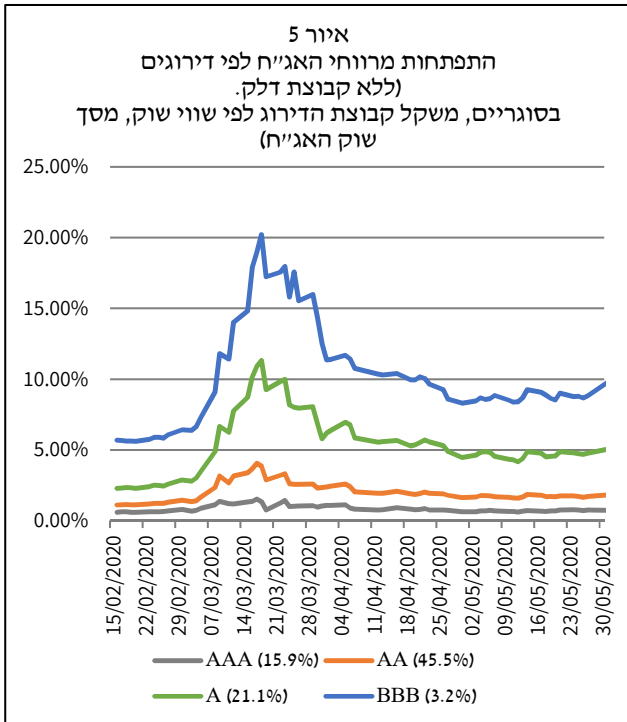
- 1 - 15.03 הכרזת בנק ישראל על תוכנית לרכישות אג"ח ממשלתיות ועל ביצוע עסקאות ריפו עם מוסדות פיננסיים.
- 2 - 16.03 הכרזת הממשלה על תוכנית חילוץ כלכלית למשק בהיקף של 10 מיליארד. הכרזת בנק ישראל על ביצוע עסקאות החלף (Swap) שקל-דולר מול מערכת הבנקאות כדי לספק נזילות מט"ח למשק.
- 3 - 18.03 הרחבת תוכנית עסקאות החלף עד 15 מיליארד ש"ח.
- 4 - 23.03 בנק ישראל מודיע על הרחבת תוכנית רכישות אג"ח הממשלתיות לסך של 50 מיליארד ש"ח.
- 5 - 29.03 הכרזת בנק ישראל על הקטנה של יחס ההון הנדרש מהבנקים באחוז. הכרזת הממונה על שוק ההון על הקלות במגבלות חודק לגופים המוסדיים.
- 6 - 30.03 הכרזת הממשלה על הרחבת תוכנית החילוץ להיקף של עד 80 מיליארד ש"ח.
- 7 - 06.04 הכרזת הוועדה המוניתרית על הורדת הריבית ל-0.1%. בנוסף: מתן הלוואות בריבית נמוכה לבנקים במטרה לספק אשראי לעסקים קטנים, הרחבת עסקאות הריפו עם המוסדות הפיננסיים.
- 8 - 24.04 הכרזת הממשלה על חבילת סיוע לעסקים קטנים בסך 8 מיליארד ש"ח.
- 9 - 25.04 תחילת פתיחה מחודשת של המשק לפעילות.

<sup>7</sup> ה-ECB הכריז ב-18.3.2020 על תוכנית רכישות חירום של אג"ח בסך 750 מיליארדי אירו (The temporary Pandemic Emergency Purchase Programme), שהצליחה לבלום את עליית המרווחים של אג"ח החברות ביבשת, אך לא להפוך את המגמה. בארה"ב החלו מרווחי אג"ח החברות לרדת ב-23.3.2020, לאחר שהפדרל ריזרב הרחיב במידה רבה את תמיכתו בשווקים, ובכלל זה בשוק הקונצרני. בימים שלאחר מכן אושרה בארה"ב, בתמיכה דו-מפלגתית, חבילת סיוע עצומה בסך של כ-2 טריליון דולרים, שתמכה בהתאוששות בשווקים.

<sup>8</sup> ואכן, התוכנית שהוכרזה ב-16.3.2020 נתפסה כבלתי מספקת, ב-30.3.2020 היא הורחבה לסך של כ-80 מיליארד ש"ח, וב-8.5.2020 הורחבה פעם נוספת לסך של כ-100 מיליארד ש"ח.

<sup>9</sup> זו אינה רשימה ממצה של צעדי המדיניות, וכוללת רק את המרכזיים בהם.





לקראת סוף חודש מרץ נראה שהקלות רגולטוריות של רשות שוק ההון על השקעות הגופים המוסדיים באג"ח חברות, לצד פרסום תוכנית מקיפה של סיוע ממשלתי בסך 80 מיליארדי ש"ח (צעדים 5-6 באיור 5), תמכו בהמשך צמצום פער המרווחים בין אג"ח ישראליות בדירוגים נמוכים למקבילותיהן בארה"ב. פער זה נסגר לגמרי לאחר שב-6.4.2020 החליטה הוועדה המוניתרית של בנק ישראל על הפחתת הריבית ב-0.15 נקודות אחוז, על כלי מוניטרי חדש של אשראי לבנקים שיוכוון למתן אשראי לעסקים קטנים ועל קבלת אג"ח חברות במסגרת עסקאות ריפו עם המוסדות הפיננסיים (צעד 7 באיור 5).

#### 4. התפתחות המרווחים לפי דירוגים וענפים

לצד עליית המרווחים הרחבתית בשוק ניתן לראות שונות בין דירוגים שונים, ענפים שונים ואף חברות שונות באותו הענף.

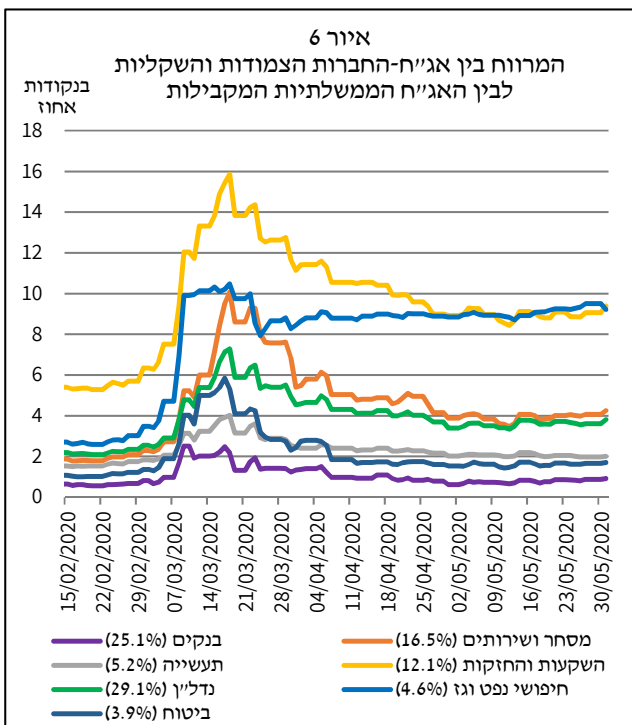
##### 4.1 דירוגים

מבחינת הדירוגים (לפי סולם הדירוג המקומי) קל לראות שהמרווחים נפתחו במידה משמעותית יותר בשתי קבוצות

הדירוג הנמוכות יותר – A ו-BBB – ובשיא המשבר הגיע מרווח התשואה הממוצע של אג"ח בקבוצת ה-BBB לכ-20 נקודות אחוז, ומרווח התשואה הממוצע של אג"ח בקבוצת ה-A הגיע גם הוא לרמה דו-ספרתית,<sup>10</sup> שאינה צפויה לאפשר מיחזור של החוב (איור 5)<sup>11</sup>.

##### 4.2 ענפים

ניכרה שונות בין הענפים השונים, שמשקפת במידה ניכרת את הפגיעה החמורה יותר של המשבר בענפים מסוימים (איור 6). מרווחים גדולים במיוחד נפתחו בענף ההשקעות וההחזקות, והמרווחים הממוצעים בענף זה הגיעו אף לרמה גבוהה מהשיא שנרשם ב-2008. יחד עם זאת יתרת האג"ח היחסית של ענף זה כיום נמוכה משמעותית מאשר בשנת 2008, והתשואה הגבוהה נובעת ממספר חברות ממונפות בדירוגים נמוכים שנקלעו לקשיים מהותיים. מרווח התשואה על אג"ח של חברות חיפושי הגז והנפט עלה גם הוא בחדות במהלך המשבר, ונותר גבוה. זאת בעיקר עקב הירידה של מחירי האנרגיה בעולם במהלך המשבר. האג"ח של חברות המסחר והשירותים נפגעו גם הן במידה משמעותית, והמרווח ביניהן לבין אג"ח ממשלתיות דומות הגיע אף לרמה גבוהה יותר מאשר בשנת 2008; זאת בין השאר בגלל המגבלות, שפגעו קשה בחלק מהחברות הללו.<sup>12</sup>



<sup>10</sup> ממוצע משוקלל לפי שווי השוק של האיגרת.

<sup>11</sup> האיור אינו כולל את קבוצת 'דלק', משום שחברה זו נהנתה מדירוג A בתחילת המשבר והתדרדרה בהדרגה עד לדירוג CCC כיום, ובמקביל האג"ח שלה הגיעו לתשואה תלת-ספרתית. עקב חוב האג"ח המשמעותי שלה, הכללתה באיור תביא לעיוות במרווחים (עלייה משמעותית בקבוצת ה-A ולאחר הפחתת דירוג החברה ירידה בקבוצת ה-A וקפיצה חדה בקבוצת ה-BBB).

<sup>12</sup> בפרט, חברות הליסינג שהתשואות על אגרות החוב שלהן זינקו במהלך המשבר.

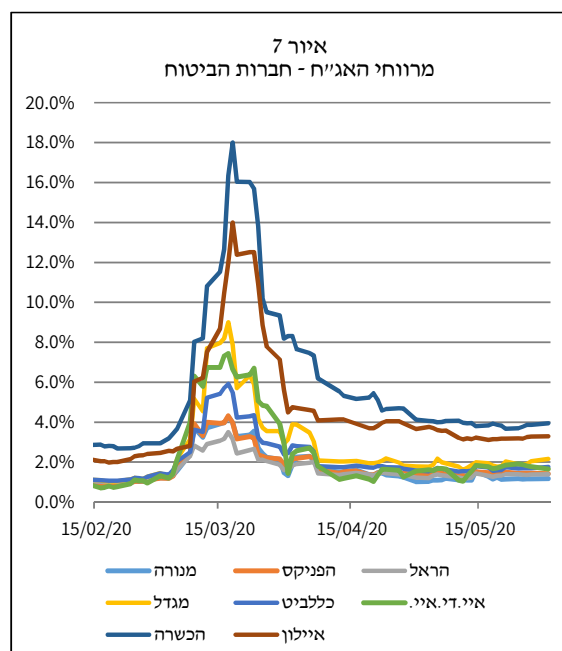
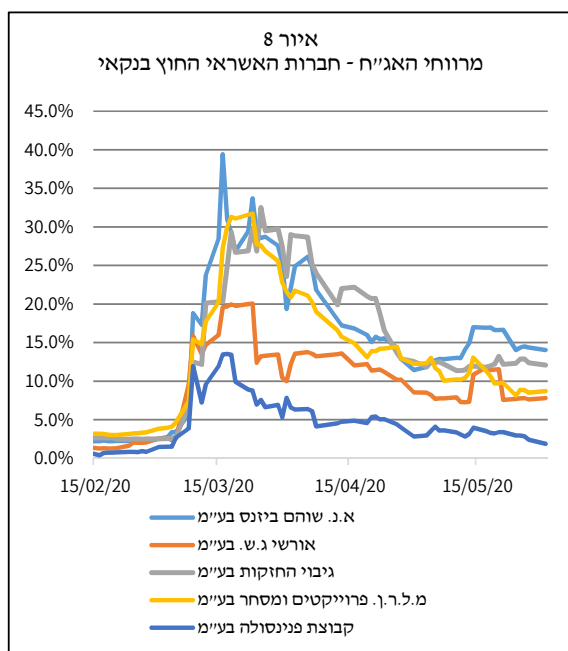
לעומת זאת, עליית המרווחים בענף הנדל"ן הייתה מתונה ביחס לעלייתם במשבר של 2008, אז המרווח הממוצע בענף הנדל"ן האמיר לרמה של 25 נקודות אחוז. עם זאת, בענף זה ניכרת גם שונות גדולה בין חברות, בעיקר בין חברות בעלות אופי פעילות שונה (נדל"ן מניב, נדל"ן יזמי, חברות נדל"ן זרות). החברות בענף התעשייה נתפסו לאורך כל המשבר כיציבות יחסית, והאג"ח שלהן נפגעו מהמשבר במידה הפחותה ביותר.

החברות הפיננסיות נפגעו גם הן, בעיקר עקב החשש לפגיעה בשווי נכסיהן (הלוואות והשקעות בהון ובחוב) בשל הפגיעה בחברות במשק.

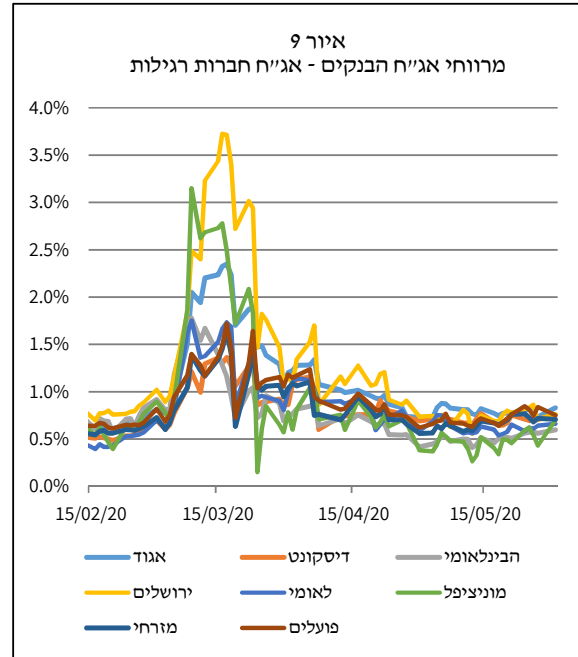
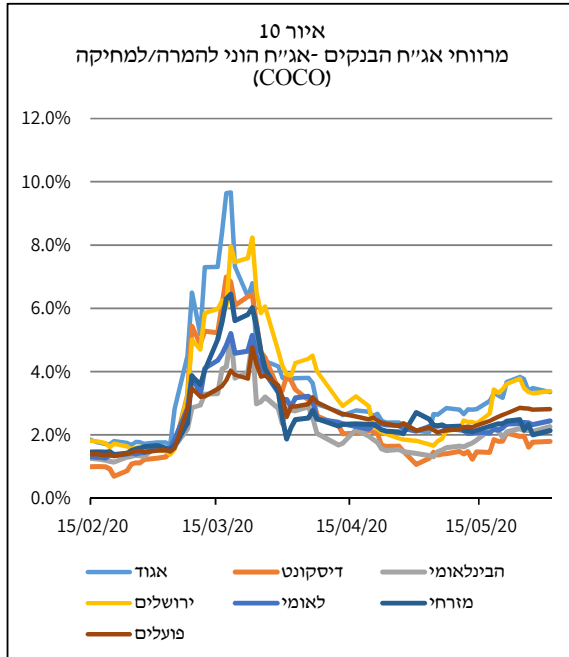
### 4.3 החברות הפיננסיות

בחינה פרטנית יותר של החברות הפיננסיות מעלה כי בעוד שחברות הביטוח (איור 7) לאחר שפחתו החששות בשוק ליציבותן, מרווחי התשואה על האג"ח של חלק מנותני האשראי החוץ-מוסדיים נותרו ברמה גבוהה, המשקפת חשש ליציבותן (איור 8). בשלב זה קשה להעריך אם חששות אלה יתממשו, אבל בחלק מהחברות שכבר פרסמו דוחות לרביע הראשון של 2020 ניכרת עלייה משמעותית של הפסדי האשראי; סביר שרק הדוחות הבאים ישקפו את מלוא ההשפעה של המשבר על נותני האשראי החוץ-מוסדיים. חשוב להזכיר כי מדובר בגופים שצמחו במהירות בשנים האחרונות, לרבים מהם זה המשבר הראשון שהם חווים כספק אשראי משמעותי, ולכולם זה המשבר הראשון שבו יש להם אג"ח סחירות המשקפות את רמת הסיכון המוערכת על ידי הפעילים בשווקים<sup>13</sup>. בצד השני של הסולם ניצבים הבנקים, שגם מרווחי התשואה על האג"ח שלהם עלו בחדות בתחילת המשבר, אך ירדו במהירות לאחר מכן (איור 9 ואיור 10). ירידת המרווחים בבנקים נתמכה על ידי ההתאוששות בשווקים מהלכי בנק ישראל, אשר תמכו בזילות בשווקים, ומהלכי הממשלה לסיוע למשק.

זאת ועוד, ב-29.3.2020 הודיע הפיקוח על הבנקים על הפחתה זמנית של דרישות ההון מהבנקים בישראל. כצפוי הגיבו מניות הבנקים להודעה בחיוב. ואולם באופן מפתיע יותר מכשירי החוב של הבנקים, שעלולים להיפגע מגידול אפשרי בסיכון שלהם עקב הפחתת דרישות ההון, הגיבו גם הם בחיוב להודעה; בעקבות ההודעה היו עליות גם באג"ח של הבנקים, ואפילו באג"ח ההוניות להמרה או מחיקה (COCOs) שלהם, מכשירים שערכם עלול לרדת או אף להימחק עקב ירידה של ההון



<sup>13</sup> הנפקות החוב של חברות האשראי החוץ-מוסדי בשנים האחרונות נתמכו בצמיחה המהירה של האשראי החוץ-בנקאי, וכן בשינויי חקיקה שאפשרו להן לראשונה להנפיק חוב. חלק מהחברות הנפיקו בשנים האחרונות לא רק אג"ח, אלא גם ניירות ערך מסחריים. כך, לחברה בעלת נתח השוק הגדול מבין נותני האשראי החוץ-מוסדי הנסחרים בבורסה – האחים נאוי – היו טרם המשבר רק ניירות ערך מסחריים (שאת חלקם היא נאלצה לפדות בתחילת המשבר) ולא אג"ח.



הרגולטורי אל מתחת לרמה מסוימת<sup>14</sup>. התגובה החיובית של כל ניירות הערך של הבנקים להפחתה בדרישות ההון עשויה ללמד שהודעת הפיקוח על הבנקים הניעה את הפעילים בשווקים להעריך מחדש את הסיכון של הבנקים בישראל: ההודעה נתפסה כאינפורמציה חדשה וחיובית לגבי יציבות הבנקים, וזאת בתקופה של אי-ודאות גדולה. האפקט של האינפורמציה החיובית מהרגולטור קיזז, ויותר, כל חשש של הנושים לעלייה במינוף הבנקים כתוצאה מההקלה החדשה<sup>15</sup>.

## 5. הנפקות אג"ח בתקופת המשבר

במרץ 2020 הונפקו בבורסה לניירות ערך בתל-אביב אג"ח (סחירות ולא סחירות) בסך של מיליארד ש"ח בלבד, על-ידי 5 חברות, רובן בימים האחרונים של החודש. השוק הראשוני לאג"ח התאושש באפריל ובמאי, עם הנפקות חוב בסך 6 ו-5.7 מיליארדי ש"ח (בהתאמה), סכומים דומים למוצע ההנפקות החודשי בשנים האחרונות. כל ההנפקות בחודשים מרץ-מאי 2020 בוצעו בידי חברות שכבר היו להן אג"ח בבורסה לניירות ערך בתל אביב, וניתן להניח שמטרתן העיקרית הייתה מיחזור של חוב קיים. ההנפקות בחודשים אלה היו בסדר גודל דומה לסך פירעונות האג"ח בתקופה זו: בחודשים אלה חל מועד פדיון של אג"ח בסך של כ-13.5 מיליארדי ש"ח (כולל תשלומי ריבית והצמדות).

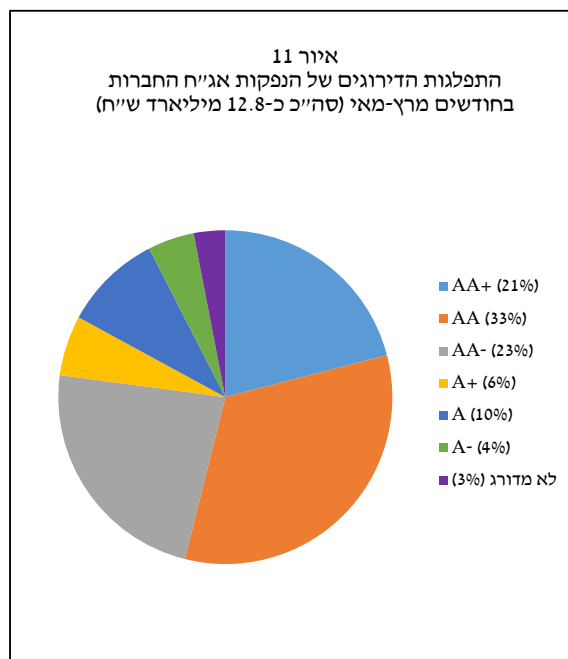
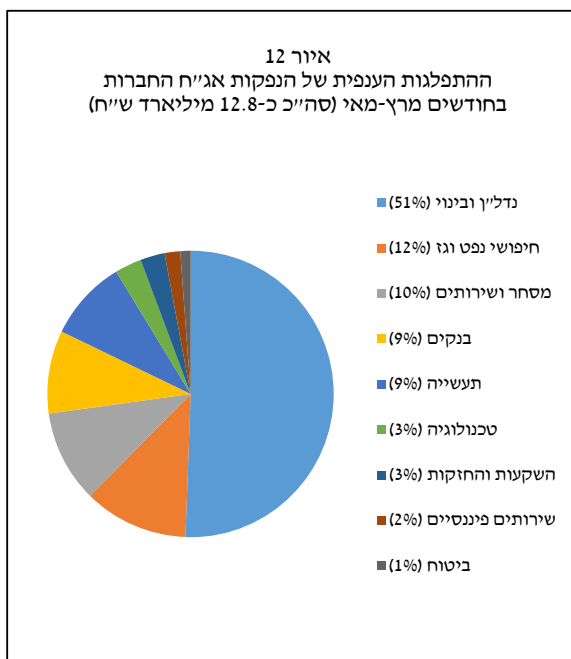
מבחינה ענפית בלטו במיוחד חברות הנדל"ן, שהנפיקו כ-50% מסך ההון שהונפק בתקופת המשבר (איור 11), בעוד שמשקלן בשוק האג"ח ערב המשבר היה 38%. רובן המכריע של חברות הנדל"ן שהנפיקו במרץ-מאי 2020 הן חברות המתמחות בנדל"ן מניב בישראל, שהפגיעה באג"ח שלהן הייתה מתונה יחסית: בסוף מאי 2020 עמדה התשואה-לפדיון החציונית של חברות הנדל"ן המניב על כ-1.7%, וזאת לעומת תשואה-לפדיון חציונית של 2.6% בכלל המשק<sup>16</sup>.

הרוב המוחלט של החברות שהנפיקו בתקופת המשבר נהנו מדירוג A- ומעלה (איור 12). לצד ההתמקדות בדירוגים הגבוהים ניכרה בתשואות-לפדיון של האיגרות המונפקות הטרוגניות גבוהה, והן נעו בין 1% ל-5%, למעט 3 איגרות לא מדורגות, שנשחרו בתשואה של מעל 6%. ההנפקה הגדולה ביותר בתקופת המשבר בוצעה בידי חברת 'עזריאלי', שנהנתה מדירוג גבוה במיוחד של AA+ (מקומי) והצליחה לגייס 1.6 מיליארדי ש"ח בתשואה-לפדיון של פחות מ-2%.

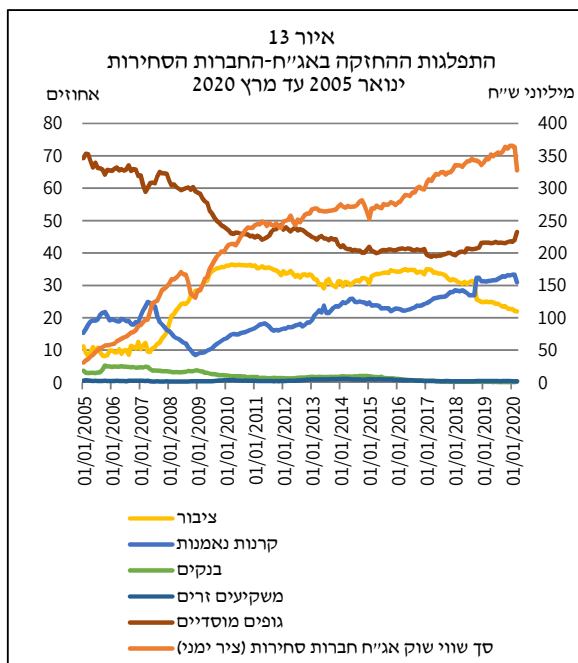
<sup>14</sup> ב-COCOs שהנפיקו הבנקים בישראל מדובר על הון רובד 1 ברמה של 5%.

<sup>15</sup> הסבר אלטרנטיבי הוא שהודעת בנק ישראל חיזקה, להערכת השוק, את ההסתברות שהוא יתמוך בבנקים בעת הצורך. ואולם העלייה של מחירי מכשירי החוב של הבנקים, ואף של מחירי מניותיהם, לאחר ההודעה על הפחתת דרישות ההון מתיישבת עם הסבר זה רק אם השוק העריך שבמקרה הצורך בנק ישראל ישפה לא רק את המפקידים בבנק, אלא גם את בעלי האג"ח, ה-COCOs ואפילו בעלי המניות בו. הסבר אלטרנטיבי זה מחייב אפוא הנחות חזקות מאוד לגבי מחויבות בנק ישראל לסיוע לבעלי העניין בבנקים.

<sup>16</sup> מעל 3% בניכוי הבנקים וחברות הביטוח.



**6. שחקנים מרכזיים בשוק אג"ח החברות ופעילותם במשבר**

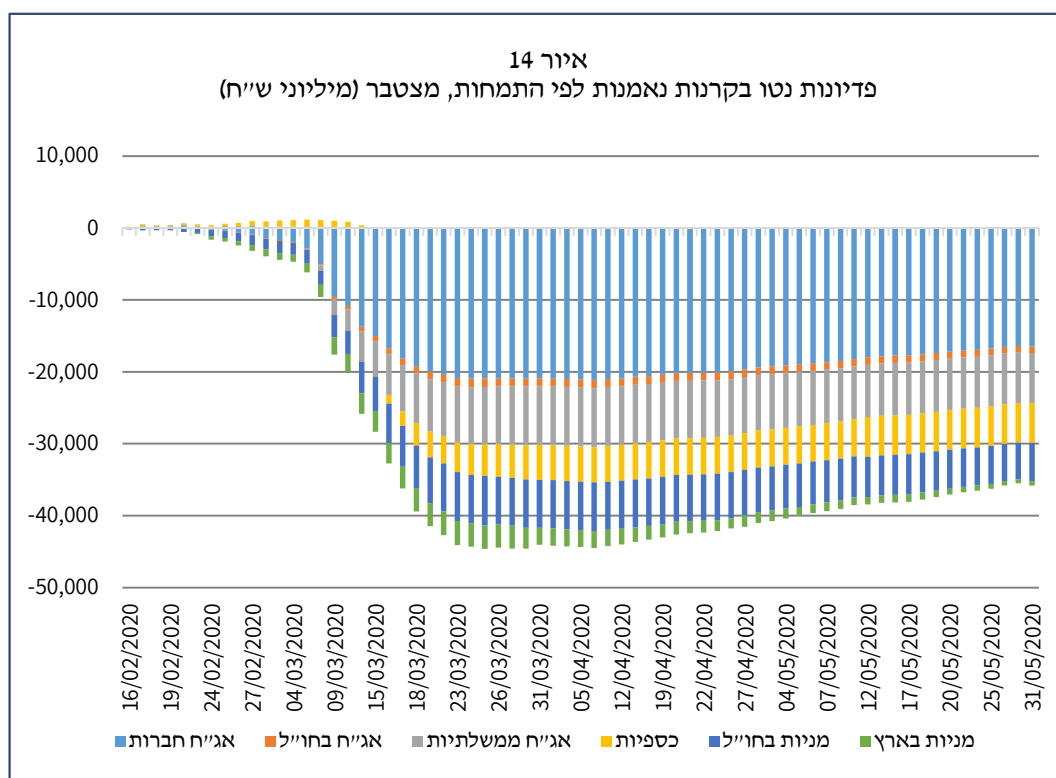


המחזיקים העיקריים בשוק אג"ח החברות בישראל הם הציבור, המשקיעים המוסדיים וקרנות הנאמנות. ההשפעה של קרנות הנאמנות על שוק זה היום משמעותית יותר מאשר במשבר של 2008–2009, מפני גידול החזקותיהן היחסיות בשוק זה בשנים האחרונות (איור 13). מאז המשבר של 2008–2009 הקטינו המשקיעים המוסדיים את חלקם בשוק אג"ח החברות, וזאת בין היתר על רקע הפגיעה שחוו בשוק זה במשבר, הסדרי החוב הרבים בשנים שלאחר מכן, שהובילו לעיתים לא רק לפגיעה פיננסית במשקיעים, אלא גם להצגת המשקיעים המוסדיים באור שלילי, והמלצות 'ועדת חודק', שהביאו להטלת מגבלות על השקעותיהם באג"ח סחירות. את מקומם של המשקיעים המוסדיים תפסו קרנות הנאמנות, ששיעורן בשוק אג"ח החברות הגיע לשיא ערב משבר ה-COVID-19, והן אינן כפופות ליהוראות חודק. בנק ישראל הזהיר בעבר כי במקרה של משבר עלול הציבור לצמצם את החזקותיו בקרנות הנאמנות, וכך להביא להחרפה של זעזוע שלילי בשוק אג"ח החברות. (ראו דוח היציבות של בנק ישראל למחצית השנייה של 2018).

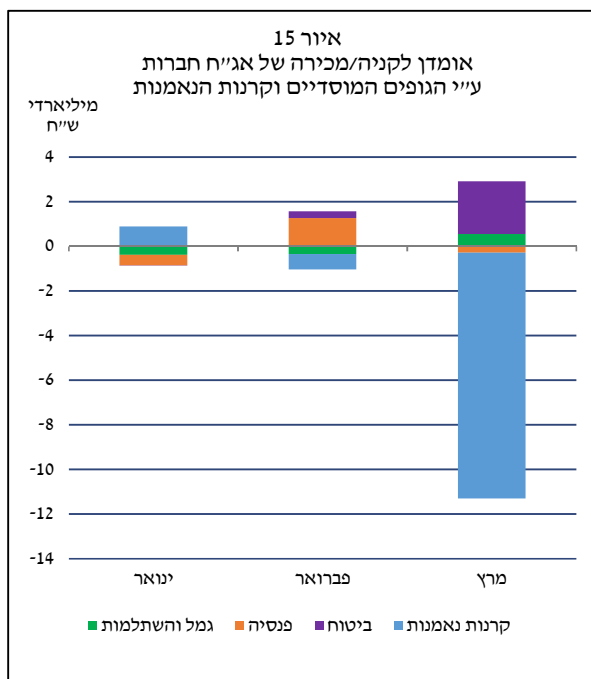
### 6.1 המשקיעים המוסדיים וקרנות הנאמנות

במשבר של 2008–2009, הפדיונות בקופות הגמל תרמו לירידות באג"ח החברות ולהפך<sup>17</sup>. לעומת זאת במשבר הנוכחי הפדיונות בתחום החיסכון לטווחים הבינוני והארוך היו מתונים מאוד, וגם המעבר ממסלולים המתמקדים בנכסי סיכון למסלולי השקעה סולידיים יותר, שבניגוד לפדיון החיסכון הפנסיוני אינו כרוך באובדן הטבות המס הנלוות לחיסכון זה, לא היה ניכר. ייתכן שהדבר נובע מהתבגרות של השוק, שבמשבר 2008 רק החל להתפתח לאחר 'רפורמת בכר', אשר הוציאה את קופות הגמל מניהול הבנקים, ואולי התשואות הגבוהות באפיקי החיסכון הפנסיוני בשנים הקודמות הקלו על החוסכים לספוג את הירידות שאפיינו את 2020. זאת ועוד, בעוד שבמשבר של 2008–2009 החשש מפגיעה בחיסכון של חוסכים מבוגרים לקראת היציאה לפנסיה הניע את הממשלה להציע לחוסכים רשת ביטחון, החיסכון הפנסיוני של החוסכים המבוגרים היום נוטה להיות סולידי יותר, וכך מפחית את רגישות החוסכים האלה להתפתחויות בשווקים; זאת בזכות הטמעת מסלולים תואמי-גיל באפיקי החיסכון הפנסיוני השונים ('המודל הצ'יליאני') והקצאה הדיפרנציאלית – על-בסיס הגיל – של האג"ח המיועדות בקרנות הפנסיה.

שלא כמו הפדיונות המתונים ממכשירי החיסכון ארוך הטווח, מכירות האג"ח במשבר הנוכחי הובלו על ידי פדיונות מסיביים מקרנות הנאמנות, בייחוד מהקרנות המתמחות באג"ח חברות (איור 14). סך הפדיונות נטו מקרנות הנאמנות הגיע בשיא המשבר לכ-45 מיליארדי ₪. באפריל הפדיונות כבר התמתנו, ואף החלו צבירות נטו חיוביות בסכומים נמוכים. מספר מאמרים מהשנים האחרונות הראו שפדיונות בשוק קרנות הנאמנות עלולים להחמיר את ההתפתחויות בשוק אג"ח החברות (לדוגמה: Goldstein et al. (2017) Feroli, Kashyap, Schoenholtz, and Shin, 2014; Goldstein, Jiang and Ng, 2017). גם הציגו ראיות לקיומה של תופעת 'הריצה אל הקרן' בקרנות האג"ח הקונצרניות, תופעה המחריפה משברים בשוק אג"ח החברות. בדיקה של הפדיונות נטו מקרנות אג"ח החברות בישראל בשיא המשבר מראה שבהתאם לצפי של מאמרים אלה, הקרנות הפחות נזילות ספגו ירידות חדות יותר במחיר. ניתן לשער שקרנות אלה נאלצו למכור אג"ח במחירי חיסול, וכך לחצו על מחירי האג"ח מעבר להתאמת המחירים הנובעת משינוי בציפיות המשקיעים.



<sup>17</sup> ראו דוח בנק ישראל לשנת 2008 וכן שטינברג ופורת (סקר בנק ישראל, 2013).



הפדיונות המסיביים מקרנות הנאמנות אילצו אותן, כאמור, למכור אג"ח חברות. לעומתן המשקיעים המוסדיים סבלו הרבה פחות מפדיונות, וגמישותם בבחירת הנכסים (asset allocation), בדרך כלל, רבה מזו של קרנות הנאמנות, שמתחייבות פעמים רבות לאלוקציה קשיחה יחסית. לכן ניתן לצפות שגופים אלה יפעלו בכיוון המנוגד לפעולתן של קרנות הנאמנות, כלומר יקנו אג"ח חברות כדי לנצל הזדמנויות שנוצרו עקב לחץ המכירות של הקרנות. כדי לבחון את הפעולות שנקטו הגופים המוסדיים וקרנות הנאמנות אנחנו משתמשים בנתונים ראשוניים מדיווחיהם החודשיים על החזקותיהם בנכסים מסוגים שונים. על בסיס הדיווחים אמדנו את השינוי האקטיבי בהחזקותיהם באג"ח חברות, כלומר את השינוי הכמותי, שמעבר להשפעה של השינויים במחירים<sup>18</sup>. מהבדיקה עולה שבחודשים ינואר ופברואר 2020 הרכישות נטו של אג"ח חברות בידי הגופים המוסדיים (קופות גמל + קרנות השתלמות, חברות ביטוח, קרנות פנסייה<sup>19</sup>) וקרנות הנאמנות היו קרובות לאפס, ואף אחד מסוגי המשקיעים הללו לא התבלט ברכישות או מכירות נטו יוצאות דופן. לעומת זאת בחודש מרץ קל להבחין שקרנות הנאמנות, אשר סבלו

כאמור מפדיונות גבוהים מאוד, הקטינו באופן דרמטי את החזקותיהן באג"ח קונצרניות; לפי האומדן שלנו הן מכרו במרץ 2020 כ-11 מיליארד ש"ח, שהם כ-3% מסך שווי השוק של אג"ח החברות וקרוב למחזור המסחר החודשי הממוצע בשוק זה. כנגד מכירות מסיביות אלה נראה שהמשקיעים המוסדיים, ובעיקר חברות הביטוח – שנהנות ממח"ם התחייבויות ארוך, ולכן אינן חשופות לסיכון ניליות, ואופק ההשקעה שלהן ארוך – הגדילו את החזקותיהם באג"ח חברות. ואולם, גידול זה, שאמנם היה משמעותי יותר מאשר בחודשיים הקודמים, היה רחוק מלקזז את המכירות המשמעותיות שביצעו קרנות הנאמנות (איור 15).<sup>20</sup>

## 6.2 החברות המנפיקות<sup>21</sup>

כפי שראינו, פדיונות מסיביים אילצו את קרנות הנאמנות למכור אג"ח בסכומים ניכרים, והרכישות של הגופים המוסדיים לא הספיקו כדי לקזז זאת. עם הגופים שיכולים לזהות הזדמנויות ולקנות אג"ח, שמחירן ירד ושיקף תשואה-לפדיון גבוהה ביחס לסיכון הגלום בהן, נמנות החברות שהנפיקו את האג"ח הללו. לחברות עשויה להיות אינפורמציה עדיפה לגבי מצבן, או לפחות הבנה טובה יותר של האינפורמציה הציבורית, ולכן ההכרזה של חברה על תוכנית לרכוש את האג"ח שלה או רכישתן בפועל היא איתות (signal) חיובי גם למשקיעים אחרים בשוק.

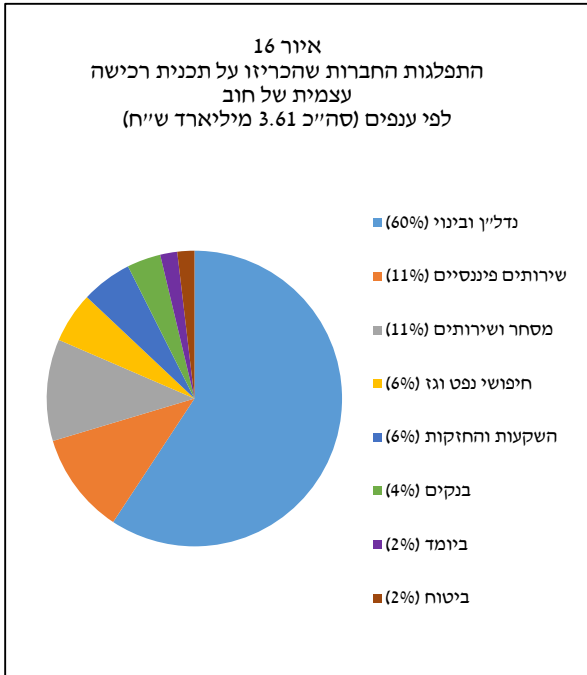
במהלך מרץ-מאי 2020 הכריזו 54 חברות על תוכניות לרכישה חוזרת של אג"ח (כולל אג"ח להמרה וניירות ערך מסחריים) בסך כולל של עד 3.61 מיליארד ש"ח. מבין הענפים בולטות מאוד חברות הנדל"ן, בעוד שהחברות הפיננסיות הכריזו על פחות

<sup>18</sup> הנתונים שבידינו בשלב זה הם במונחי שווי השוק בסוף כל חודש. כדי לנכות את השפעת השינוי במחירים השתמשנו בהנחה המפשטת שהשינוי במחירי האג"ח הקונצרניות בכל חודש שווה לשינוי הממוצע במדד תל-בונד 60 ובמדד תל-בונד השקלי. הנחה מפשטת נוספת היא ששינוי זה משפיע רק על המלאי; זאת אומרת, ניכינו את שינוי המחיר לפני אמידת השינוי בהחזקות, וכך למעשה התעלמנו מהשפעת המחיר על הצבירות נטו באותו החודש.

<sup>19</sup> לשם נוחות ההצגה חיברנו את הנתונים של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות, את הנתונים של תוכניות הביטוח המבטיחות תשואה והמשתתפות ברווחים ואת הנתונים של קרנות הפנסייה השונות. בדרך כלל, תת-הסוגים הנכללים בכל אחת משלוש הקבוצות הללו הציגו התנהגות דומה בחודשים הנבחרים.

<sup>20</sup> סקירה שטרם התפרסמה של הרשות לניירות ערך מראה שנוסף על המשקיעים המוסדיים גם משקיעים פרטיים בינוניים-גדולים (לפי היקף המסחר ההיסטורי שלהם) הגדילו את החזקותיהם באג"ח חברות במרץ 2020.

<sup>21</sup> ראו בנושא זה גם סקירה שפרסמה הבורסה לניירות ערך על רכישת אג"ח בזמן משבר הקורונה: <https://blog.tase.co.il/%d7%a8%d7%9b%d7%99%d7%a9%d7%aa-%d7%90%d7%92%d7%97-%d7%91%d7%96%d7%9e%d7%9f-%d7%9e%d7%a9%d7%91%d7%a8-%d7%94%d7%a7%d7%95%d7%a8%d7%95%d7%a0%d7%94>

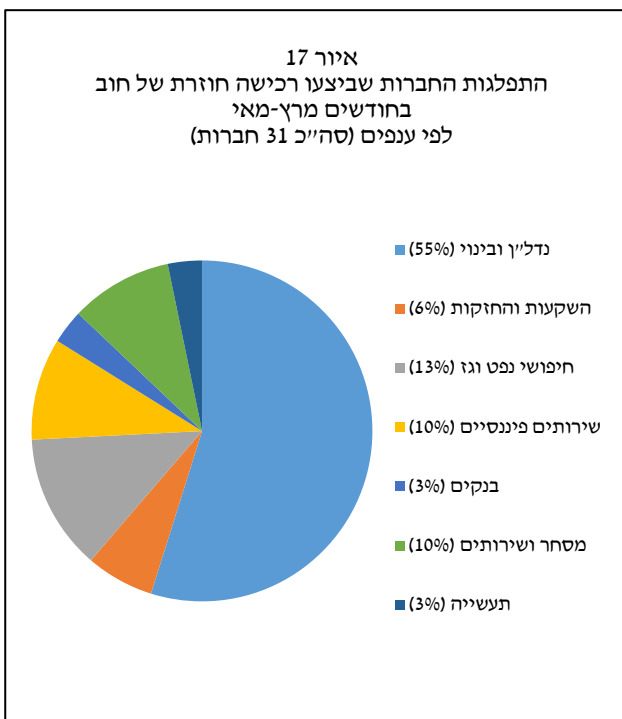


תוכניות לרכישה חוזרת של חוב ביחס למשקלן בסך החוב הסחיר (איור 16). מרבית תוכניות הרכישה פורסמו במחצית השנייה של חודש מרץ, במקביל לשיא השפל בשווקים הפיננסיים. נראה שמרביתן החלו רק סביב אמצע מרץ, כי בתקופה שלקראת פרסום הדוחות הכספיים השנתיים, אשר אמורים, על פי תקנות ניירות הערך בישראל, להתפרסם עד סוף מרץ, רכישה עצמית של ניירות ערך עלולה להיחשב לשימוש במידע פנים. לנוכח המשבר אישרה רשות ניירות הערך לחברות, מחד גיסא, לדחות את פרסום הדוחות השנתיים עד לסוף אפריל 2020, ומאידך אישרה להן לבצע רכישות חוזרות של ניירות הערך שלהן בכפיפות לפרסום מוקדם של עיקרי הנתונים הכספיים. כפי שהנתונים מלמדים, מספר לא מבוטל של חברות ניצל את ההקלה האמורה כדי לפרסם נתונים כספיים ולקבל תוכנית לרכישה חוזרת על בסיסם. מתחילת אפריל ירד מספר האישורים של תוכניות רכישה חוזרת של אג"ח, ומאז 7.4.2020 ועד סוף מאי אושרו רק שתי תוכניות כאלה. את הירידה במספר התוכניות לרכישה חוזרת של אג"ח מתחילת אפריל ניתן להסביר במידת-מה במיצוי

החברות היכולות ומעוניינות לבצע תוכנית כזאת, אבל נראה שהיא נובעת גם מהעלויות בשווקים, שהקטינו את הצורך באיתות חיובי מצד החברות ו/או את הכדאיות שהן רואות ברכישת ניירות הערך שלהן בשוק.

תוכנית לרכישה חוזרת של אג"ח אינה מחייבת, והחברה יכולה לרכוש פחות מהסכום המרבי שהוכרז במסגרת אישור התוכנית, ואף לא לבצע אותה כלל. מחקרים מהעולם מצאו פערים משמעותיים בין תוכניות לרכישה חוזרת של מניות לרכישות החוזרות בפועל (Stephens and Weisbach, 1998). זאת ועוד, חברות בישראל יכולות גם לרכוש אג"ח אד-הוק, ללא תוכנית רכישה שהוכרזה מראש. בחינת הרכישות החוזרות של אג"ח בפועל מתחילת המשבר מלמדת ש-31 חברות ביצעו רכישות חוזרות בסכום מצטבר של כ-255 מיליוני ש"ח. זהו לא סכום מבוטל, אבל הוא מהווה רק כ-7% מסך הרכישות החוזרות בתוכניות לרכישה חוזרת של אג"ח שהוכרוזו במהלך התקופה. לשם השוואה, בחודשים ספטמבר-דצמבר 2008 ביצעו החברות בבורסה לניירות ערך בתל אביב רכישות חוזרות בסכום של מעל 2 מיליארד ש"ח. ההתפלגות הענפית של הרכישות החוזרות של האג"ח

בפועל דומה למדי להתפלגות תוכניות הרכישה החוזרת של אג"ח חברות, אבל כוללת רכישות חוזרות גם של חברות תעשייה ולא כוללת רכישות בידי חברות ביומד (איור 17).

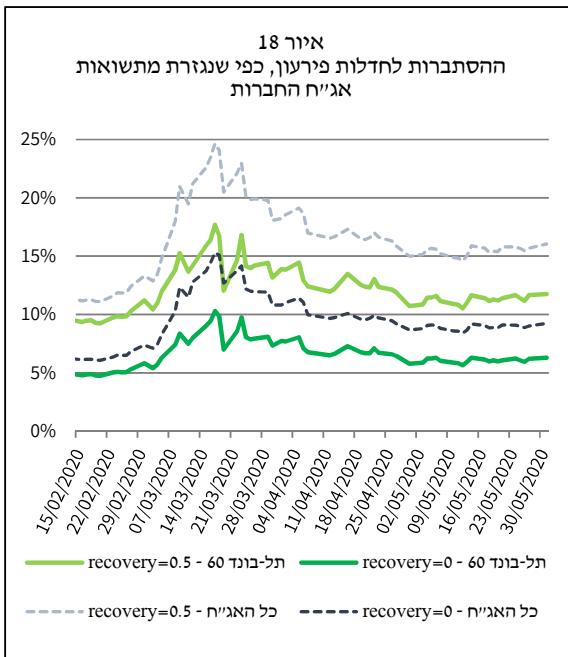


מה משמעות הרכישות החוזרות? במצב של א-סימטריה באינפורמציה בין החברה למשקיעים רכישות חוזרות יכולות לשמש את החברה כדי להעביר למשקיעים באופן אמין מידע חיובי על מצבה (Ofer and Thakor, 1987; Oded, 2005). ואכן, מחקרים אמפיריים שונים הראו תגובה חיובית מאוד של השוק להכרזה על תוכנית רכישה חוזרת של מניות חברה (לדוגמה: Ikenberry, Lakon-ishok, and Vermaelen, 1995; Peyer and Vermaelen, 2009) ולרכישות בפועל (Ben-Rephael, Oded and Wohl, 2014; Dittmar and Field, 2015). הספרות לגבי רכישה חוזרת של אג"ח מצומצמת יחסית, בשל מגבלות הנתונים, אבל מחקר עדכני של Levy and Shalev (2017) מצא ראיות ראשוניות לתגובה חיובית של השוק גם לרכישות חוזרות של אג"ח חברות. המחקרים הללו תומכים באפשרות שחברות יכריזו על תוכניות לרכישה חוזרת כדי לאותת

לשוק על איכותו, וממצאים שונים מלמדים שחברות אכן משתמשות בתוכניות כאלה לאחר ירידות של מחיר המניה וכאשר המניה מוערכת בחסר (Peyer and Vermaelen, 2009; Manconi, Peyer and Vermaelen, 2019), מצב צפוי בתקופות משבר כמו התקופה הנוכחית. בדומה לכך נראה שגם רכישות חוזרות של אג"ח נפוצות יותר בתקופות של משבר, כאשר התנודתיות הצפויה עולה (Levy and Shalev, 2017), גם זאת כמו בתקופה הנוכחית. נכון לעכשיו נראה שהחברות תזמנו היטב את תוכניות הרכישות החוזרות שלהן, כך שבמוצע הן צפויות להניב תשואה חיובית למשקיעים שהגיבו בחיוב לאיתות שבהודעה על תוכנית לרכישה.

## 7. הסיכונים בשוק אג"ח החברות

### א. ההסתברות הנגזרת לכשל של חברות



הירידה במחירי האג"ח במהלך המשבר מבטאת את חששם של המשקיעים שחלק מהחברות לא יצליחו לעמוד בתשלום חובותיהן לבעלי האג"ח. בכפיפות להנחות מסוימות ניתן להשתמש במחירי אג"ח החברות בשוק ביחס לאג"ח ממשלתיות דומות כדי לגזור את ההסתברות שהשחקנים השונים בשוק ההון מייחסים לאירוע כשל בחברות (נוסחה 1). לשם כך נניח שהמשקיעים אדישים לסיכון, זאת אומרת שהם אינם דורשים פיצוי בצורת תשואה עודפת כדי להחזיק בנכס מסוכן יותר, ושהמחירים גם אינם מגלמים פיצוי בתמורה לנזילות הנמוכה יותר של אג"ח חברות ביחס לאג"ח ממשלתיות או הבדלים בעלויות העסקה<sup>22</sup>. שאלה חשובה נוספת שיש להביא בחשבון היא מה החוזר הצפוי למחזיקי האג"ח במקרה של כשל (Loss Given Default). על בסיס מחקר שנערך בישראל (ברודסקי, 2017) נשתמש בהנחה של 50% החוזר למחזיקי האג"ח במקרה של כשל, אבל נציג את התוצאות גם בהנחה מחמירה יותר של החוזר אפסי במקרה כזה. בכפיפות להנחות אלה, בשיא המשבר המחירים של כלל האג"ח הקונצרניות גילמו הנחה פסימית שכרבע מכלל החברות וכשישית מהחברות שהאג"ח שלהן נסחרות במדד תל-בונד 60 לא יוכלו להחזיר את חובותיהן בהתאם

לתנאי האיגרת וייקלעו לכשל (איור 18). מדובר בשיעור גבוה מכלל החברות וגבוה יותר מאשר בזמנים רגילים, אבל עדיין נמוך משיעור החברות שהיו צפויות להיקלע לכשל על בסיס תמחור האג"ח שלהן בשיא המשבר הגלובלי הפיננסי של 2008–2009.

### נוסחה 1: חישוב ההסתברות לחדלות פירעון (P) הנגזרת ממחירי האג"ח

נוסחה 1: חישוב ההסתברות לחדלות פירעון (P) הנגזרת ממחירי אגרות החוב

$$\begin{aligned} (1 + g)^d &= P * Recovery + (1 - P) * (1 + \pi)^d \\ (1 + g)^d &= P * Recovery + (1 + \pi)^d - P * (1 + \pi)^d \\ (1 + g)^d - (1 + \pi)^d &= P * (Recovery - (1 + \pi)^d) \\ P &= \frac{(1 + g)^d - (1 + \pi)^d}{(Recovery - (1 + \pi)^d)} \end{aligned}$$

$g$  – Gov. bond's yield (calculated from Corp. bond yield - spread)  
 $\pi$  – Corp. bond's yield  
 $d$  – מח"מ  
 $P$  – Probability of default  
 Recovery – recovery of debt from defaulted companies (0.5 or 0)

תשואת אג"ח ממשלתיות חושבה באמצעות המרווח ותשואת אג"ח חברות.

<sup>22</sup> אלה כמובן אינן הנחות מציאותיות לחלוטין, ודאי בתקופה של משבר, חוסר וודאות וירידה של הנזילות בשווקים, אבל הן הנחות מפשטות מקובלות, שמאפשרות לנו לקבל מושג על ההערכות בשווקים.

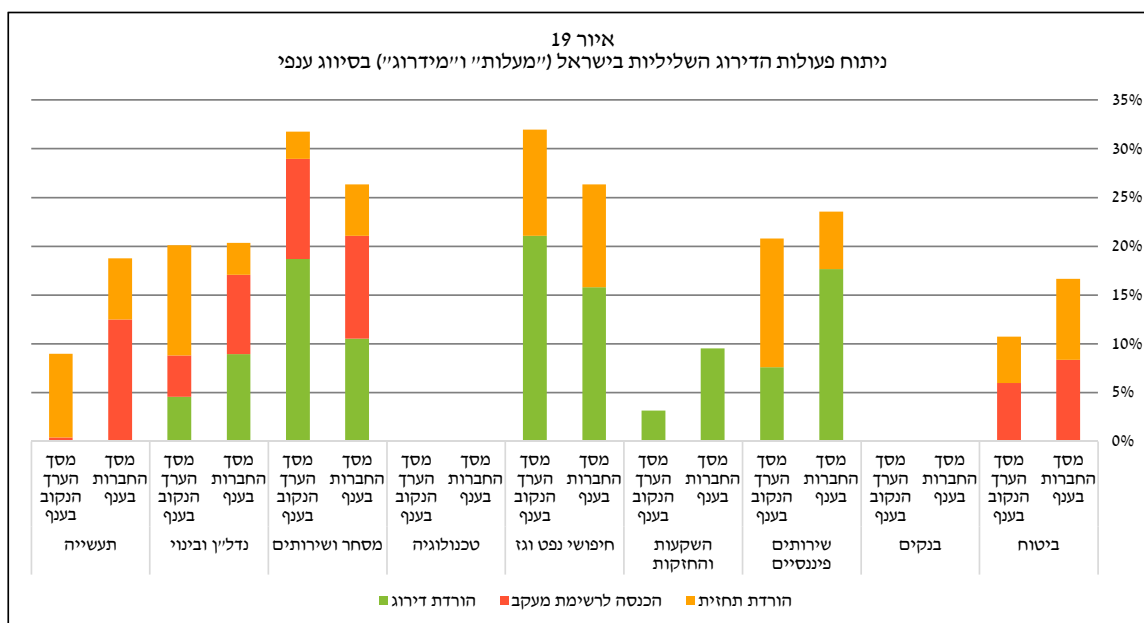


**ב. הפחתות דירוג במהלך המשבר**

בחודשים מרץ-מאי 2020 נקטו שתי חברות דירוג האשראי הפעילות בישראל – S&P מעלות' ו-'מדרוג'<sup>23</sup> – פעולות דירוג, שהשפיעו על 116 חברות בעלות חוב אג"ח כולל של כ-247 מיליארד ש"ח. בתחילת חודש מרץ בוצעו פעולות דירוג מעטות יחסית. הסבר אפשרי לכך הוא הזמן שנדרש לחברות הדירוג לביצוע בחינה יסודית של השפעת המשבר על החברות המדורגות. ברקע של התפתחויות אלה נזכיר כי רק בתקופה זו החלו חברות לחזור ולהנפיק חוב בשוק (ראו דיון לעיל), פעולה שדרשה קבלת דירוג או אשרור של דירוג קיים.

במרץ-מאי 2020 הורד הדירוג של 23 חברות, שהן כ-12% מהחברות המדורגות ערב המשבר. 20 מתוך 23 הורדות הדירוג היו מתונות מאוד, כך שגם הדירוג החדש מוגדר כדירוג השקעה לפי סולם הדירוג המקומי. יוצאות דופן חברת 'סטרווד ווסט', שכבר הודיעה כי לא תוכל לעמוד בתשלום חובותיה והדירוג שלה ירד בפתאומיות לרמה של CCC, חברת 'מדלי קפיטל קורפרייטס' וקבוצת 'דלק', שהדירוג שלה בחברת 'מדרוג' ירד ב-14 נוטצ'ים, ומייד לאחר מכן היא ביקשה להפסיק להיות מדורגת על ידי 'מדרוג', ואילו הדירוג שלה בחברת 'מעלות' ירד ב-4 נוטצ'ים, אך עדיין לדירוג השקעה מקומי של BBB, ובתחילת מאי ירד שוב ל-CCC (על סף כשל). מבין הענפים בלטו הורדות הדירוג לחברות נדל"ן, מסחר ושירותים, חיפושי גז ונפט ושירותים פיננסיים – כולם ענפים שנפגעו מהמשבר (איור 19).

מלבד הורדות הדירוג הכניסו חברות הדירוג 17 חברות נוספות לרשימת מעקב עם אופק שלילי בחודשים מרץ-מאי 2020.<sup>24</sup> הכנסה לרשימת מעקב עם אופק שלילי משמעותה שעל רקע אי-ודאות עם פוטנציאל שלילי חברת הדירוג בוחנת את הדירוג של החברה, מעבר לבחינה השוטפת וייתכן שינוי לרעה בדירוג בטווח הקצר-בינוני.<sup>25</sup> מבחינה ענפית בולטים לרעה ענפי הנדל"ן והמסחר והשירותים, שעמם נמנות מרבית החברות אשר נכנסו לרשימת מעקב עם אופק שלילי. נוסף על הורדות הדירוג וההכנסה לרשימת מעקב בוצעה הפחתה של תחזית הדירוג ל-11 חברות מענפים שונים.<sup>26</sup> הפחתה בתחזית הדירוג משקפת חשש שהדירוג יורע בטווח הזמן הבינוני. במקביל ניתנו שני דירוגים לחברות שלא היה להן דירוג קודם, ואושרו 68 דירוגים



<sup>23</sup> 'מעלות' היא בבעלות מלאה של S&P, ו'מדרוג' היא בבעלות חלקית (51%) של Moody's.

<sup>24</sup> לא כולל חברות שהורד להן דירוג נוסף על הכנסה לרשימת המעקב - 9 במספר.

<sup>25</sup> כך, לדוגמה, טרם הפחתת הדירוג לקבוצת 'דלק' הכניסה חברת 'מעלות' את הקבוצה לרשימת מעקב עם אופק שלילי עוד ב-12.3.2020. כאשר הופחת הדירוג 'של דלק' ב-1.4.2020 היא נותרה ברשימת מעקב עם השלכות שליליות, ולאחר שהיא לא הצליחה להגדיל את מקורותיה במידה מספקת לדעת חברת הדירוג, הופחת דירוגה שוב במידה משמעותית ב-5.5.2020.

<sup>26</sup> כולל הורדה של חברה אחת מרשימת מעקב חיובית לתחזית יציבה סמוך לתחילת המשבר.

קיימים<sup>27</sup>, שהתחלקו באופן כמעט שווה בין חברות הדירוג. כצפוי, בגלל ההשפעה השלילית של ההתפתחויות על מרבית החברות והתגברות חוסר הוודאות בכלל המשק, לא בוצעו בתקופה הנבחנת אף העלאה של דירוג אשראי, אף העלאה של תחזית הדירוג<sup>28</sup> ואף הכנסה לרשימת מעקב עם צפי חיובי.

הפחתות הדירוג המעטות יחסית בישראל והמקרים הבודדים של הפחתות דירוג אל מתחת לדירוג השקעה בולטים ביחס להרעה בדירוג החוב התאגידי בעולם. לשם השוואה, חברת הדירוג Moody's הפחיתה בחודשים מרץ–מאי 2020 את הדירוג של כ-21% מהחברות שהיא מסקרת בעולם<sup>29</sup>; חברת הדירוג S&P הפחיתה בתקופה שמרץ עד מאי (עד וכולל 2.6.2020) את הדירוג של כ-19% מהחברות שהיא מסקרת בעולם. זאת ועוד, בארה"ב ירד השנה הדירוג של אג"ח בסך של יותר מ-150 מיליארד דולרים מדירוג השקעה (בינ"ל) אל מתחת לדירוג השקעה. סכום זה עולה פי שניים ויותר על הסכום הממוצע של 'מלאכים נופלים' בשנים הקודמות, והוא מעבר לשיא שנרשם בשנת 2009.

גורם מרכזי שעשוי להסביר את ההבדלים בשינויי הדירוג בין ישראל לעולם לנוכח המשבר הוא הבדלים בהרכב הענפי של שוק אג"ח החברות: בישראל שוק זה מתאפיין בהרכב ענפי ריכוזי יחסית לשוקי אג"ח חברות אחרים בעולם, עם דומיננטיות ניכרת של החברות הפיננסיות וחברות הנדל"ן, במיוחד הנדל"ן המניב. ואולם, כפי שמראה סקירה של סוכנות הדירוג הבין-לאומית S&P<sup>30</sup>, גם ענפים אלה סבלו הרעה בדירוג: הדירוג של כ-15% מחברות הנדל"ן המניב ושל כמעט 20% מהגופים הפיננסיים החוץ-בנקאיים שהיא מדרגת ירד בעקבות המשבר. נוסף על כך הדירוג של כ-10% מהבנקים ושל כ-5% מחברות הביטוח ספג פגיעה. התייחסות גם להורדות בתחזית הדירוג והכנסה לרשימת מעקב מעלות את שיעור החברות הנפגעות ליותר מ-40% מחברות הנדל"ן המניב, הגופים הפיננסיים החוץ-בנקאיים והבנקים ולכ-15% מחברות הביטוח. הפגיעה בדירוג החברות בענפים אלה בישראל הייתה נמוכה יותר (איור 19)<sup>31</sup>.

זאת ועוד, גם בקרב חברות מענפים דומים היו בישראל פחות הורדות דירוג ביחס לעולם. השווינו את שינויי הדירוג בישראל ובעולם במספר ענפים שזוהו על ידי חברת Moody's כענפים שנפגעו במיוחד במשבר<sup>32</sup>. מאחר שהסיווג הענפי אצלם אינו זהה לסיווג הענפי לפי הבורסה לניירות ערך או הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, שייכנו את החברות באופן ידני לענפים הללו על בסיס סיווג הבורסה, סיווג הלמ"ס ובחינה ידנית של תיאור עסקי החברה. מתוך עשרת הענפים שפירטה Moody's הצלחנו לסווג את מספר החברות המרבי לענפים גז ונפט; שירותים לצרכן; קמעונאות. בענף הגז והנפט ירד הדירוג של כ-18% מהחברות בישראל לעומת 31% מהחברות בעולם שמדרגת Moody's ו-45% מהחברות בעולם שמדרגת S&P. בענפי השירותים לצרכן והקמעונאות לא ירד הדירוג של אף אחת מ-25 החברות שסיווגנו לענפים אלה בישראל. זאת לעומת הורדת הדירוג של 32% מחברות השירותים לצרכן המדורגות על ידי Moody's ו-15% מחברות השירותים לצרכן המדורגות על ידי S&P, 37% מחברות הקמעונאות המדורגות על ידי Moody's ו-45% מחברות הקמעונאות המדורגות על ידי S&P.

ירידות הדירוג המעטות יחסית בישראל ביחס לעולם יכולות לנבוע מהתפתחויות כלכליות או פיננסיות שליליות פחות בישראל ביחס לעולם. ואולם לפי תחזית בנק ישראל ותחזיות הגופים הבין-לאומיים צפויה בישראל, בדומה למדינות מפותחות אחרות, צמיחה שלילית משמעותית בשנת 2020. במקביל, המרווחים בין התשואות לפדיון על אג"ח חברות ואג"ח ממשלתיות דומות בישראל עלו בדומה לעלייתם בעולם, ואף ביתר חדות בתחילת המשבר (איור 2 ואיור 3 לעיל), ומדדי המניות הראשיים ירדו אף ביתר חדות מאשר מקביליהם בעולם. לפיכך לא נראה שצפי חיובי יותר לגבי הכלכלה הריאלית או הערכה חיובית יותר של השווקים הפיננסיים יכולים להסביר את הפער בהתפתחות דירוגי האג"ח בתקופת המשבר. העדר נתונים שיאפשר לנו לבצע השוואה בתנאי רקע זהים אינם מאפשרים לקבוע בשלב זה האם חברות הדירוג בישראל היו, לפחות בחודשים מרץ–מאי,

<sup>27</sup> כולל מתן דירוג לאיגרת חדשה, זהה לדירוגים קודמים של המנפיק.

<sup>28</sup> להוציא 2 מקרים שבהם חברת הדירוג מימשה תחזית שלילית, הורידה את הדירוג בנוסף אחד, ולאחר ההורדה עדכנה את תחזית הדירוג ליציבה, ומקרה אחד שבו חברה הועברה מרשימת מעקב באופן שלילי לתחזית שלילית.

<sup>29</sup> <https://www.moody's.com/newsandevents/topics/Coronavirus-Effects-007054>

<sup>30</sup> <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200318-covid-19-coronavirus-related-public-rating-actions-on-non-financial-corporations-to-date-11393186>

הסקירה עליה מתבססים הנתונים כללה נתונים מעודכנים עד ה-2.6.2020.

<sup>31</sup> אמנם, כפי שעולה מאיור 23, כ-20% מחברות הנדל"ן והבינוי בישראל חוו פעולת דירוג שלילית כלשהי, אבל בקרב חברות הנדל"ן המניב המקומיות מדובר רק ב-12%, ורק ל-4% מחברות הנדל"ן המניב המקומיות הורד הדירוג.

<sup>32</sup> <https://www.moody's.com/newsandevents/topics/Coronavirus-Effects-007054>

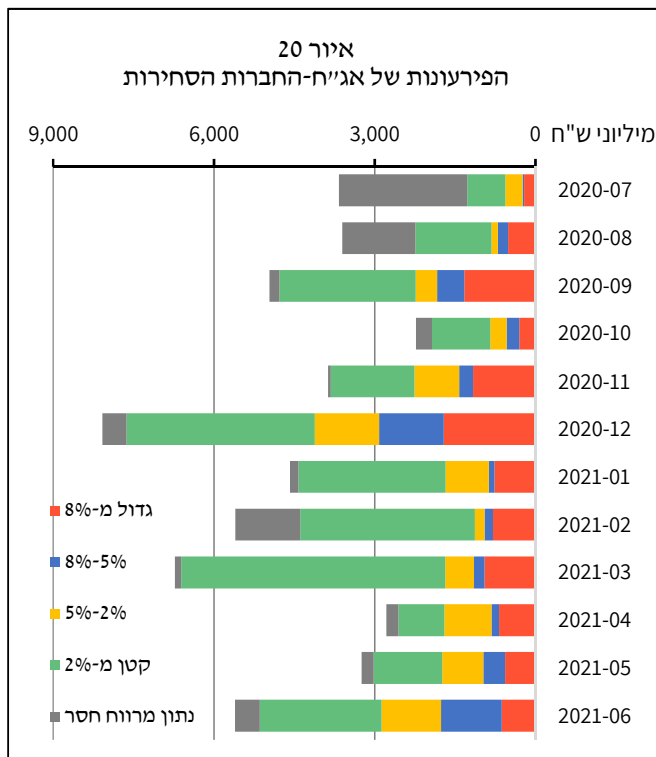
זהירות יותר מחברות הדירוג בעולם בהתאמות של הדירוגים כלפי מטה, או האם היו הבדלים אחרים בין ישראל לעולם אשר עשויים להסביר לפחות באופן חלקי את ההבדלים בהתפתחות הדירוגים<sup>33</sup>.

תפקיד חשוב של חברות הדירוג הוא לסייע בהפחתת הא-סימטריה באינפורמציה בין החברות למשקיעים בהן, ובפרט למשקיעים באג"ח שלהן. על כן, ישנה חשיבות רבה לביצוע בדיקה יסודית שתאפשר לקבוע את דרוג האשראי של הפירמות במשק. אם חברות אלה מאחרות להגיב על התפתחויות שליליות, ייתכן שמידע שלילי על החברות לא עבר לשוק. אם המידע אכן רלוונטי הוא עשוי להתגלות בצורת הורדות דירוג עתידיות או באמצעים אחרים, ואז הוא עלול להשפיע לרעה על מחירי האג"ח. מחקרים על נתונים עולמיים שפורסמו בכתבי עת מקצועיים מובילים מראים ששינויים בדירוג של אג"ח חברות משפיעים על המחירים בשווקים, וזאת אפילו כאשר שינוי הדירוג אינו נובע משינוי בנתוני היסוד של החברות (Kliger and Sarig, Journal of Finance, 2000). הפחתה בדירוג של אג"ח אל מתחת ל'דירוג השקעה' יכולה להשפיע על מחיריהן ביתר עוצמה עקב 'מכירות חיסולי' (fire sales) כתוצאה ממגבלות רגולטוריות (Ellul, Jotikasthira, and Lundblad, Journal of Financial Economics, 2011). מחקר שנערך בישראל מצא שהמשקיעים בישראל אמנם אינם מגיבים לשינויים בתחזית הדירוג או להעלאות דירוג, אבל הם כן מגיבים בצורה שלילית להפחתות דירוג, במיוחד בתקופת המשבר הפיננסי הגלובלי של 2009–2008 (Afik, Feinstein, and Galil, Journal of Financial Stability, 2014). ממצאים אלה מדגישים את החשיבות של בחינת דרוג אשראי בזמן אמת, ככל שניתן.

## 8. הסיכונים בשוק אג"ח החברות במבט קדימה והתערבות בנק ישראל

תיבה זו מתמקדת בהתפתחויות בשוק אג"ח החברות בראשית משבר הקורונה – החודשים מרץ-מאי 2010. ואולם, בחלק זה נתייחס בקצרה לתמונת המצב לאחר התקופה הנסקרת ובאופן ספציפי במצב השוק ב-5.7.2020, ערב הודעת בנק ישראל על החלטתו לרכוש אג"ח חברות. כמו-כן, נתייחס בקצרה להחלטת הבנק והשפעתה על שוק אג"ח החברות.

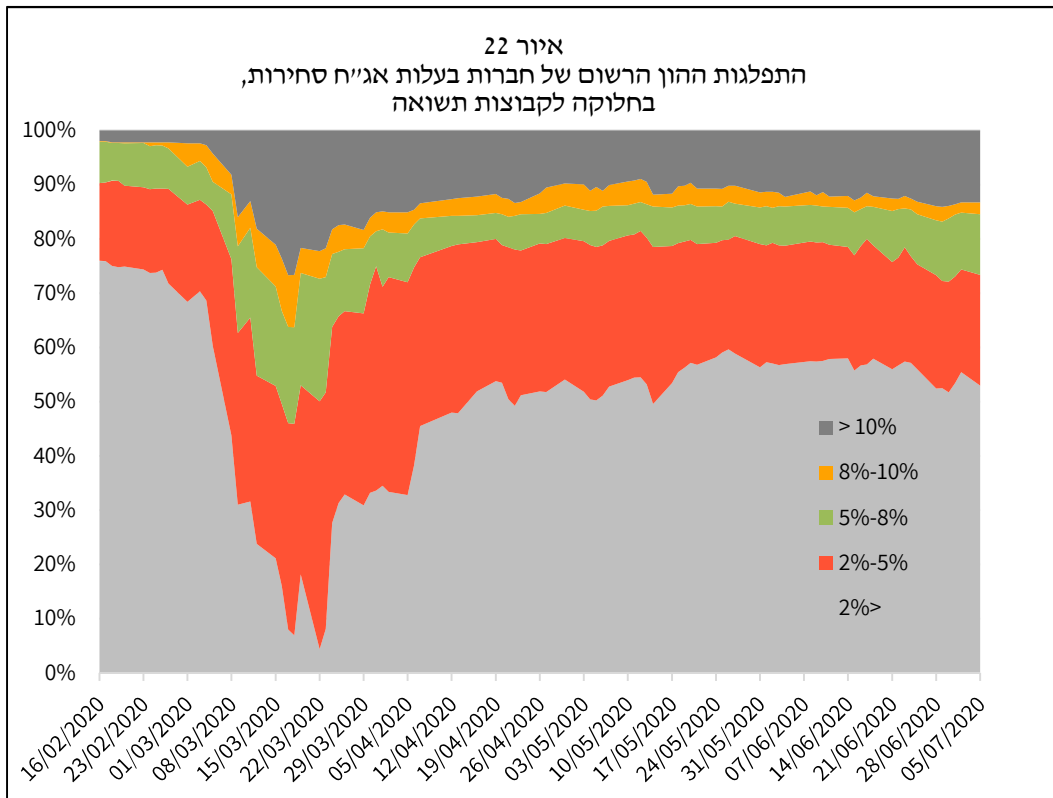
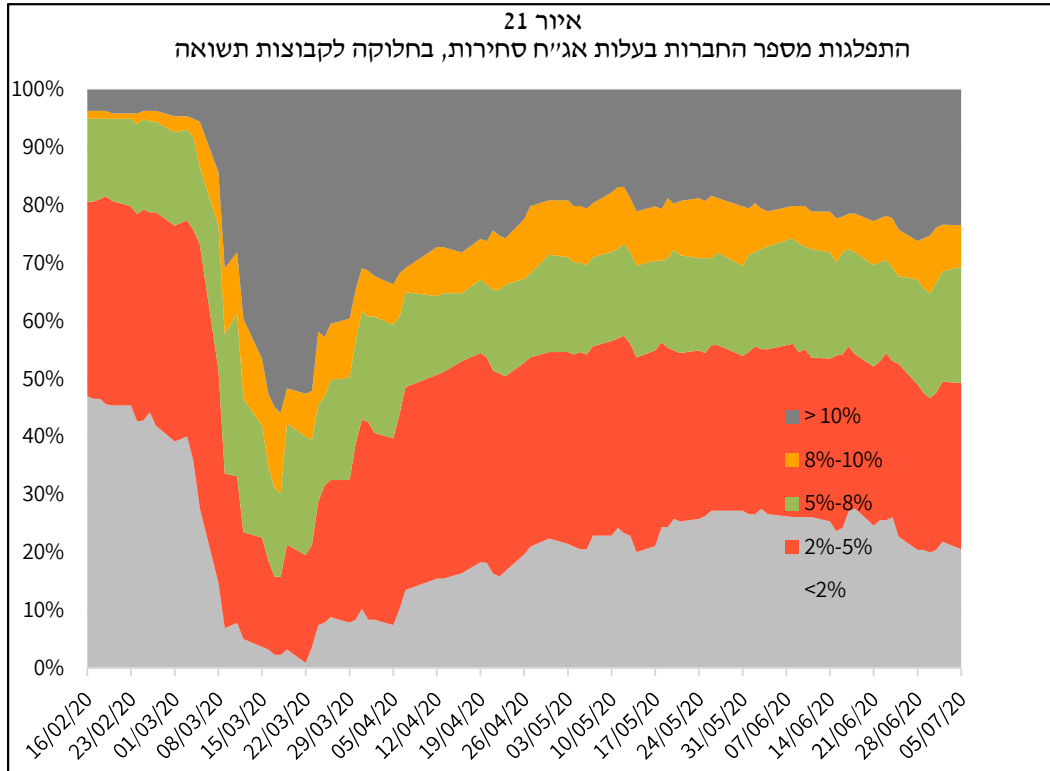
### 8.1 עומס פירעונות וחברות בתשואה גבוהה

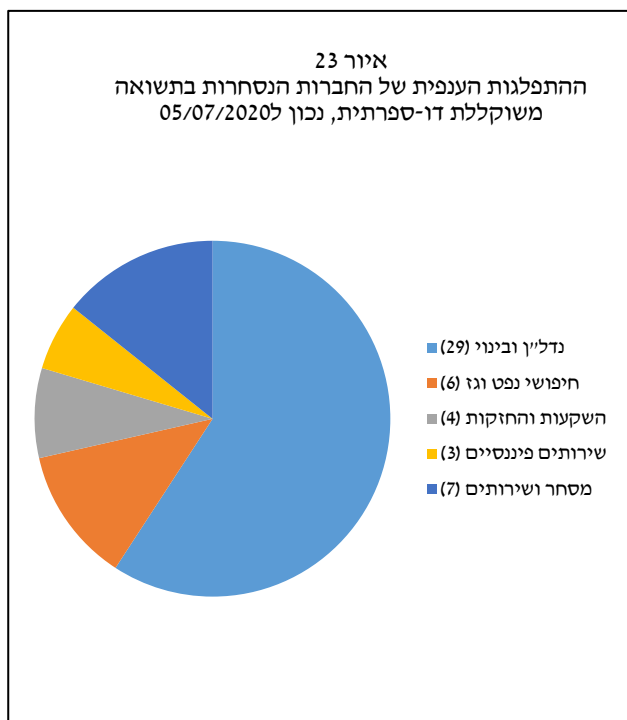


יכולתן של החברות להתמודד עם חובותיהן למחזיקי האג"ח תלויה לא רק בסולבנטיות שלהן, אלא גם בעומס הפירעונות הצפוי להן בטווח הקצר, וזאת כמובן ביחס למקורות הנזילים העומדים לרשותן. חברות המסתמכות על הנפקת אג"ח חדשות לשם תשלום האג"ח העומדות לפדיון (מיחזור חוב) עלולות להיקלע לקשיים בתקופה של פגיעה בפעילות הפיננסית, ובפרט בשוק החוב. הבעיה חריפה יותר כאשר המשבר הפיננסי נלווה למשבר כלכלי ריאלי, היוצר אי-וודאות לגבי הסולבנטיות של החברות בטווח הבינוני-ארוך. במשבר הנוכחי הפגיעה הכלכלית-פיננסית התפתחה על רקע משבר בריאות ומגבלות על הפעילות, והמגבלות הביאו לשיתוק חלקי או מוחלט של הפעילות למשך זמן משתנה ולעיתים לא ידוע, שיצר בעיית תזרים בחלק מהחברות. בסיטואציה זו יש חשיבות מיוחדת לעומס הפירעונות הצפוי.

בהסתכלות קדימה, נכון ל-5.7.2020, לוח הפירעונות של החברות בחודשים הקרובים נראה נוח יחסית עד דצמבר

<sup>33</sup> כגון הבדלים במבנה השוק, במסגרת המשפטית, ברגולציה, בתמיכה של הממשלות והבנקים המרכזיים בחברות ובשווקים הפיננסיים, במאפייני החברות (מינוף, נזילות וכו') ובמאפייני האג"ח (בכירות, מח"ם וכו'). הסקירה הנוכחית לא יכולה להקיף את כל הגורמים הללו, קל וחומר לשלוט בהם במסגרת ההשוואה; מטרתה להציף את ההבדלים ולעורר דיון.





2020, שבו צפויים להיפדות כ-8 מיליארד ש"ח, כמעט 3 מיליארד ש"ח מתוכם באג"ח הנסחרות במרווח תשואה של יותר מ-5% מעל אג"ח ממשלתיות דומות. לצד האתגרים הללו ניתן לראות שבשיא המשבר כמעט מחצית מהחברות שבידיהן אג"ח סחירות נסחרו בתשואה<sup>34</sup> דו-ספרתית, וב-5.7.2020 – כ-23% מהחברות (איור 21), האחראיות לכ-13% מהערך הנקוב של האג"ח בבורסה בתל אביב עדיין נסחרו בתשואה דו-ספרתית (איור 22)<sup>35</sup>. החברות שנסחרו בתשואה דו-ספרתית ב-5.7.2020 התרכזו בענפים שנפגעו במיוחד מהמשבר. בלטו לרעה במיוחד חברות נדל"ן זרות שגייסו בשנים האחרונות חוב בבורסה בתל אביב (איור 23).

### ב. התערבות בנק ישראל בשוק אג"ח החברות

ב-6.7.2020 החליטה הוועדה המוניתרית של בנק ישראל על סט צעדים נוסף, שמטרתו להמשיך לסייע למשק בהתמודדות עם משבר הקורונה. צעדים אלה כללו חידוש של התוכנית המיוחדת להרחבת היצע האשראי הבנקאי לעסקים קטנים וזעירים, יצירת תשתית להרחבת מגוון

הנכסים שהבנקים יוכלו להעמיד כבטוחה כנגד אשראי בתוכנית המיוחדת והשקה של תוכנית לרכישת אג"ח קונצרניות בשוק המשני. במסגרת התוכנית לרכישת אג"ח קונצרניות הודיע בנק ישראל על כוונתו לרכוש לראשונה אג"ח קונצרניות בשוק המשני, וזאת במטרה להבטיח את המשך פעולתו התקינה של שוק אג"ח החברות, ולחזק את התמסורת מהמדיניות המוניתרית אל שוק האשראי על ידי הפחתת הריבית שבה חברות מגייסות אשראי בשוק ההון ופינוי מקורות נוספים לאשראי לכל ענפי המשק. הבנק הודיע כי הוא ירכוש אג"ח בהיקף של 15 מיליארד ש"ח על בסיס סמן רחב של ניירות ערך. הסמן מהווה כ-75% משווי השוק של אג"ח החברות, והוא כולל אך ורק חברות בדירוג A- ומעלה, ואינו כולל אג"ח של חברות זרות, אג"ח בעלות רכיב הוני ואג"ח שאינן צמודות לשקל ואינן בריבית קבועה.

האג"ח הקונצרניות הגיבו להודעת בנק ישראל: בחיוב מדד תל-בונד 60 עלה ב-6-7 ביולי ב-2.6%, ומדד האג"ח הקונצרניות הכללי עלה ביומיים אלה ב-2.5%. זאת ועוד, ביוני 2020 היו גיוסי אג"ח קונצרניות בסכום של מעל 7 מיליארדי ש"ח, אבל רובם הגדול על-ידי הבנקים. בימים שלאחר הכרזת בנק ישראל על התוכנית לרכישת אג"ח קונצרניות נסקו הגיוסים של חברות לא בנקאיות והסתכמו במחצית הראשונה של יולי 2020 בכ-3.4 מיליארד ש"ח. רוב הגיוסים הללו בסך 2.4 מיליארדי ש"ח בוצעו לאחר הודעת בנק ישראל, וזאת על-ידי 11 חברות שונות.<sup>36</sup> רובו הגדול של הסכום גויס באגרות חוב שצפויות להיכלל בסמן של בנק ישראל לפי המגבלות שצוינו בהודעת הבנק. גיוסים אלה עשויים ללמד, כאינדיקציה ראשונית, שתוכנית הרכישות מסייעת לחברות לגייס אשראי חדש בשוק הראשוני.

<sup>34</sup> ממוצע משוקלל של סדרות האג"ח השונות של כל חברה, המשוקללות לפי סך הערך הנקוב של כל סדרה.

<sup>35</sup> חלק גדול מהפער בין מספר החברות בתשואה גבוהה לסך החוב בתשואה גבוהה נובע מהבנקים וחברות הביטוח, שהם חלק משמעותי מסך החוב, והאג"ח שלהם נסחרות בתשואה-לפדיון נמוכה.

<sup>36</sup> 6 מבין החברות הללו הודיעו על גיוס מתוכנן אפשרי עוד טרם ההכרזה של בנק ישראל, אבל ייתכן שביצוע ההנפקה בפועל ותזמונה הושפעו לחיוב מהודעת הבנק על תוכנית הרכישות.

## תיבה 4: ניתוח העמידות של חברות ציבוריות על רקע משבר הקורונה

- בתיבה זו אנו מציעים כלי שבאמצעותו ניתן לאמוד את האיתנות הפיננסית והנזילות של הפירמות הנסחרות בבורסה בטווח של שנה קדימה. זאת בהינתן הנחות שונות, לרבות מגבלות שהממשלה מטילה על הפעילות הכלכלית.
- יישום המתודולוגיה המוצגת בתיבה בתרחיש מחמיר, הכולל בין היתר עלייה בעלויות המימון של החברות בעקבות המשבר והחזרת מגבלות התנועה בסתיו, בדומה לאלו שהיו בתחילת המשבר, מעלה את התחזיות הבאות:
  - o ההסתברות של חברה להיקלע לקשיי תזרים וקשיים בהון בשנת 2020 עולה ככל שהחברה קטנה יותר, ממונפת יותר וככל ששווי השוק היחסי שלה נמוך יותר.
  - o כ-70% מהחברות הציבוריות שניתחנו לא צפויות להיתקל בקושי בתזרים ו/או פגיעה משמעותית בהון בשנת 2020 גם בתרחיש של חזרה לרמת המגבלות המחמירות ששררו במשק בתחילת המגיפה.
  - o לחברות שעלויות להיתקל בקשיי נזילות או בפגיעה משמעותית בהון, במידה והתרחיש שמוצג בתיבה לצורך תיקוף המודל יתממש, יש חוב פיננסי בסכום של כ-50 מיליארד ש"ח (כ-18% מסך החוב הפיננסי של החברות שניתחנו). עם זאת, צעדים שינקטו החברות כגון מימוש נכסים והזרמת הון צפויים למתן את האפקט השלילי של המשבר על כושר ההחזר שלהן.
- ניתוח של תשואות האג"ח מלמד כי השוק מתמחר את הסיכונים הנשקפים מגורמי היסוד של החברות כפי שהם עולים מהתחזיות המוצגות בתיבה זו.

### 4.1 רקע

מגבלות התנועה בעקבות התפשטות הקורונה גרמו לחברות עסקיות להפחית את היקף הייצור שלהן, ובכך הביאו לצמצום בצד ההיצע. במקביל הובילו המגבלות גם לירידה בצד הביקוש, הן באופן ישיר, מפאת צמצום יכולת התנועה של הצרכנים, והן באופן עקיף: צמצום הפעילות של החברות הביא לעלייה באבטלה, וזו הביאה לצמצום הצריכה.

היכולת להציע תחזית למידת ההשפעה השלילית של המגבלות על כושר העמידות של החברות משמעותית מאוד. תחזית כזאת עשויה להמחיש למקבלי ההחלטות היבט נוסף של המחיר הכלכלי של מגבלות בעוצמות שונות.

ככלל, חברה תוגדר כסולבנטית כל עוד יש ביכולתה לשרת בטווח הארוך את התחייבויותיה כלפי כל בעלי העניין שלה, ובכלל זה תשלום הקרן והריבית לבעלי החוב. תיאורטית היכולת לשרת את התחייבויות כלפי בעלי העניין של חברה משתקפת בשווי הכלכלי שלה. שווי כלכלי חיובי משקף יכולת של החברה להניב את התשואה הנדרשת לבעלי העניין שלה לרבות בעלי החוב. עם זאת, השווי הכלכלי של חברה מחושב על בסיס תחזיות לתקופות רבות קדימה, המשקפות הנחות רבות, הכרוכות באי-וודאות. הגישה גם לא מביאה בחשבון קשיים פיננסיים הנובעים מבעיית נזילות. השיטה המוצעת כאן מייצרת אומדן להשפעה של מגבלות בעוצמות שונות על האיתנות הפיננסית של חברה ועל הנזילות שלה בתקופה של שנה קדימה בלבד, תוך שקלול רמת הנזילות שלה. אנו מניחים כי החברה תוכל לשרת את התחייבויותיה רק בתנאי שעודף נכסיה על התחייבויותיה – כלומר הונה – הוא חיובי וכן נזיל במידה מספקת (ככל שמדובר בהתחייבויות השוטפות). בכל מצב אחר החברה עלולה להיקלע לקשיים בפירעון התחייבויותיה, וכושר השרידות שלה עלול להיפגע.

במסגרת הנייר אנו בונים תחזית רווח והפסד לשנת 2020 לכל אחת מהחברות הציבוריות<sup>1</sup>, בהינתן עוצמות שונות של מגבלות שמטילה המדינה. בשלב הבא אנו עושים שימוש בתחזית הרווח כדי לכמת את האפקט השלילי של המגבלות בשנת 2020 על ההון של החברות (איתנותן הפיננסית) ועל יכולתן לשרת את חובותיהן בתקופה השוטפת (הנזילות).

יודגש כי תיבה זו לא מספקת תחזית לגבי עוצמת המגבלות הצפויה, אלא רק אומדן של היקף הפגיעה הכלכלית בחברות הציבוריות תחת תרחישים שונים. זאת בעיקר על רקע אי-הוודאות הרבה השוררת גם בטווחים הקצר והבינוני לגבי אופן התפשטותה או דעיכתה של המגיפה. המסמך בנוי כדלקמן: בסעיף 4.2 מוצגת המתודולוגיה, בסעיף 4.3 מתואר בסיס הנתונים, בסעיף 4.4 מובאים הממצאים, בסעיף 4.5 אנו מאפיינים את החברות שעלויות להיתקל בקשיים, בסעיף 4.6 אנו בוחנים את התיקוף של הכלי, וסעיף 4.7 מסכם.

<sup>1</sup> במסגרת זו בחרנו להתמקד בחברות ציבוריות, משום שבניגוד לחברות פרטיות, הנתונים על מצבן הפיננסי של חברות ציבוריות מפורסמים על בסיס עתי במסגרת הדוחות הכספיים שלהן. משקל התחייבויות של החברות הציבוריות בסך האשראי למגזר העסקי הוא 40%.

## 4.2 מתודולוגיה

### 4.2.1 בניית דוחות רווח והפסד חזויים

נקודת המוצא בבניית דוחות רווח והפסד חזויים לשנת 2020 היא הדוחות שפרסמו החברות לשנת 2019. כדי לאמוד את היקף הירידה בהכנסות של החברות ובהוצאותיהן המשתנות מהמועד שבו הטילה הממשלה מגבלות עד חודש יוני 2020 אנו עושים שימוש באומדן הפגיעה בתוצר של כל ענף, אומדן שנבנה באגף הריאלי של חטיבת המחקר<sup>2</sup>. את הירידה בהכנסות ובהוצאות המשתנות מחודש יוני ואילך אנו אומדים באמצעות מקדמי דעיכה שונים למגבלות שהוטלו בעקבות המגיפה: מקדם מהיר, בינוני ואיטי.<sup>3</sup> בגרסה נוספת של התחזית אנו מציגים דוחות חזויים בהנחה של חזרה לסגר נוסף ברבעון האחרון של 2020<sup>4</sup>.

הירידה בהיקף ההכנסות של חברה צפויה להביא לירידה דומה בהיקף ההוצאות המשתנות שלה, אולם היא לא צפויה להשפיע על היקף ההוצאות הקבועות. בדוחות הכספיים לא נכלל סיווג נפרד להוצאות הקבועות של חברה. לכן דגמנו מספר חברות מכל ענף, וסיווגנו באופן ידני את הוצאותיהן לקבועות ומשתנות (על סמך הביאורים לדוחות הכספיים). על בסיס הסיווג חישבנו משקלות מייצגים של ההוצאות הקבועות בסך ההוצאות של החברות בכל ענף<sup>5</sup>.

על סמך המשקל המייצג של ההוצאות הקבועות והמשתנות חישבנו לכל חברה בכל ענף את היקף הירידה הצפוי של הוצאותיה בשנת 2020 בעקבות צמצום הפעילות. לאחר הפחתת היקף ההוצאות הצפויות מהיקף ההכנסות הצפויות קיבלנו, לגבי כל חברה ציבורית שניתחנו, את הרווח התפעולי החזוי לשנת 2020. כדי לאמוד את ה-EBITDA (קירוב לתזרים המזומנים של החברה מפעילות שוטפת) החזויה לשנת 2020 עבור כל חברה הוספנו לרווח התפעולי החזוי את הוצאות הפחת שבהן הכירה החברה בשנת 2019.

על רקע המשבר והעלייה בפרמיות הסיכון של החברות התייקר המחיר שבו הן יכולות לגייס חוב<sup>6</sup>. התייקרות החוב תביא לעלייה בהוצאות המימון של החברות שתידרשנה להנפיק חוב בשנה השוטפת – אותן חברות שהנכסים השוטפים שלהן לא מספיקים כדי לכסות את התחייבויותיהן השוטפות. כדי לאמוד את החלק של החוב הפיננסי העומד למיחזור בשנת 2020, השתמשנו בסעיף החלויות השוטפות במאזן של שנת 2019, שהוא אומדן לחלק של החוב שהחברות אמורות לפרוע בשנה השוטפת. הנחנו כי התייקרות מחיר החוב של חברות בענף זהה לשיעור העלייה בתשואות הממוצעות של החברות באותו ענף בחודשים מרץ-מאי יחסית לתשואות הממוצעות ששררו בענף ערב המשבר, בחודשים ינואר ופברואר<sup>7</sup>.

על בסיס הדוחות החזויים אנו מחשבים עבור כל חברה ותחת כל תרחיש את הרווח התפעולי, את ה-EBITDA ואת הרווח הנקי שלה<sup>8</sup>.

### 4.2.2 הערכת עמידות תחת תרחיש ספציפי

במסגרת העבודה נערכו מספר תרחישים וסימולציות, שבאמצעותם אנו אומדים את הפגיעות של החברות הציבוריות. כדי לפשט ולהקל על הקורא, הממצאים והניתוחים מכאן ואילך מוצגים על בסיס תרחיש אחד, שבו אנו מניחים כי בתקופה שמחודש יולי 2020 המגבלות שהממשלה הטילה דועכות בקצב בינוני<sup>9</sup>, אך ברבעון האחרון של 2020 הן חוזרות לרמה

<sup>2</sup> בענף פעילות בנדל"ן (נדל"ן מניב) חישבנו את הפגיעה בהתאם לתמהיל הממוצע של השימושים בנכסים בחברות הענף (משרדים, מסחר ותעשייה) והפגיעה הצפויה בכל אחד מסוגי המשתמשים. בהקשר של שיעורי ההשבתה בענף ייזום הבנייה ראו גם בסעיף 2.2.5 בדוח זה "תיבה בתוך הדוח: השפעת משבר הקורונה על ענף הבנייה".

<sup>3</sup> אנו מניחים כי שימוש במקדמי דעיכה משקף חזרה מדורגת של המשק לפעילות מלאה.

<sup>4</sup> במסגרת הניתוח אנו לא מביאים בחשבון רווחים והפסדים חד-פעמיים, לרבות ירידות ערך של המלאי והרכוש הקבוע, והשפעות מסדר שני, וכן לא מתחשבים באופן ישיר בפגיעה הענפית הנובעת מירידה בביקוש.

<sup>5</sup> אנו מניחים כי מבנה ההוצאות של חברות הנכללות בכל ענף דומה.

<sup>6</sup> ראו תיבה: סקירת התפתחות האג"ח במהלך משבר הקורונה.

<sup>7</sup> העמדת סיוע על ידי המדינה עשויה למתן את ההשפעה השלילית של המשבר על החברות. הניתוח כאן לא מביא בחשבון אפשרות של סיוע מסוג זה.

<sup>8</sup> בחישוב הוצאות המס הצפויות בשנת 2020 הנחנו שיעור מס חברות בגובה של 23%, כפי שקבוע בחוק. הנחה זו מתעלמת מהאפשרות של קיום הפסדים משנים קודמות, הניתנים לקיזוז, ומשוני בשיעורי המס על פי תקנות מס הכנסה.

<sup>9</sup> בכל חודש מוסרות 20% מיתרת המגבלות ששררו בחודש שקדם לו.

המחמירה ששררה בתחילת המגיפה (אז שיעורי ההשבתה חוזרים לרמות של מרץ-מאי); כמו כן עלות הוצאות המימון של החברות שתצטרכנה למחזר את החוב (כפי שמתואר בחלק המתודולוגי).

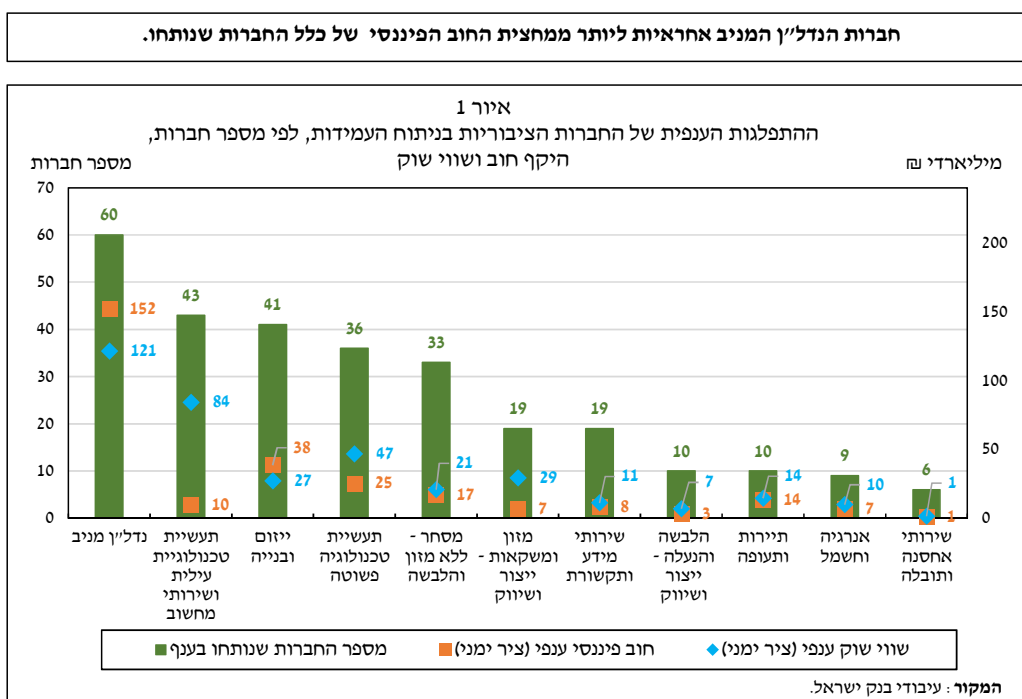
על בסיס דוחות הרווח וההפסד החזויים אנו מחשבים את היחסים הבאים:

א. שיעור החברות – במונחי מספר ומשקל בחוב הפיננסי – שצפויות להיתקל בקשיי נזילות בשנת 2020, כלומר שהתזרים התפעולי החזוי שלהן לא יספיק למימון הוצאות התפעול או הוצאות המימון, וגם יחס הנזילות המהיר שלהן – כלומר היחס שבין הנכסים השוטפים (בניכוי המלאי) להתחייבויות השוטפות – קטן מ-1<sup>10</sup>.

ב. אם החברות יתקשו לממן את פעילותן ו/או את הוצאות המימון שלהן מהפעילות השוטפת הן צפויות להידרש לעשות שימוש בהון שלהן. בהקשר הזה חישבנו את שיעור החברות, במונחי מספר ומשקל בחוב הפיננסי, שההפסד הנקי החזוי שלהן פוגע באופן מהותי בהון (בדרגות חוזק שונות).

### 4.3 החברות הציבוריות שכלולות בניתוח

במסגרת העבודה הנוכחית ניתחנו את החברות הציבוריות שפרסמו דוחות כספיים לשנת 2019. בבניית קבוצת החברות לניתוח התחלנו מקבוצה של 422 חברות ציבוריות (ללא זרות, בנקים וביטוח) שנסחרו בבורסה לניירות ערך בסוף שנת 2019. מקבוצת החברות הראשונית ניכינו חברות ממשלתיות שעמידותן אינה תלויה בהכרח במבנה הפיננסי שלהן. עוד ניכינו חברות החזקה, בשל ההטרוגניות של פעילותן, שמקשה על סיווג הוצאותיהן ועל אמידת שיעורי ההשבתה. כן ניכינו חברות שירותים פיננסיים וחברות ריאליות מענפי הביומד והכרייה והחציבה (בעיקר חברות העוסקות בחיפוי נפט וגז), המאופיינות במבנה עלויות והכנסות ייחודי יחסית. לבסוף ניכינו 12 חברות שההון העצמי שלהן בשנת 2019 שלילי, ואנו מניחים כי הן היו פגיעות עוד טרם המשבר<sup>11</sup>. מספר החברות הציבוריות שאנו מנתחים מסתכם ב-286. ההתפלגות הענפית של החברות שאנו מנתחים מוצגת באיור 1.



<sup>10</sup> בחישוב יחס הנזילות אנו מניחים כי בהשפעת המשבר ירדו שיעורי הגבייה מלקוחותיהן של החברות, אולם ירידתם זהה לירידה בתשלומי החברות לספקים ולזכאים אחרים שלהן.

<sup>11</sup> מרבית החברות שהונן שלילי הן חברות ללא פעילות. עם החברות בעלות ההון השלילי נמנית קבוצת "בזק", שההון שלה הופחת עקב ירידת הערך של חברה מוחזקת. מבחינה פרטנית עולה כי לחברות מקבוצת "בזק" לא צפוי קושי תזרימי: היחס בין ה-EBITDA החזויה להוצאות המימון בה גבוה מ-1.



#### 4.4 הממצאים

הניתוח המתודולוגי בעבודה התייחס לשני היבטים: האחד, כושר הפירעון ויכולת הנזילות של החברה, והשני – היכולת שלה לספוג הפסדים (דרך ניתוח שיעור הפגיעה בהון). כאשר נוצרת בעיית נזילות לפירמה בעקבות משבר הקורונה, אך ההון שלה איתן, ניתן להגדיר אותה כחברה סולבנטית שנקלעה למצוקת נזילות זמנית. כאשר הפגיעה רחבה יותר בשני המישורים – גם מצוקת נזילות וגם פגיעה משמעותית בהון (שחיקה של למעלה מ- 30% בהון) – החברה עלולה להגיע לאי-סולבנטיות ולהיקלע לחדלות פירעון. אפשרות שלישית היא שאין לחברה בעיית נזילות, אך כתוצאה מהמשבר נוצרה לחברה פגיעה משמעותית בהון.

בלוח 1 חילקנו את כל החברות ל-4 קטגוריות משני היבטים: האיתנות הפיננסית ויכולת הנזילות. יכולת נזילות נמוכה הוגדרה אם התזרים התפעולי הצפוי (ה-EBITDA) אינו מכסה את הוצאות המימון, והיחס המהיר קטן מ-1. איתנות פיננסית נמוכה הוגדרה אם הפגיעה הצפויה בהון גדולה מ-30%. בכל תא בלוח ציינו את מספר החברות בכל קטגוריה.

ניתן לראות שלמעלה מ-70% מהחברות לא צפויות להיקלע למצוקת נזילות, וההון שלהן לא צפוי להיפגע באופן משמעותי בעקבות המשבר. כנגד זאת, 44 חברות שההון שלהן איתן עלולות להיקלע למצוקת נזילות, מתוכן חברות מענפי הנדל"ן (ייזום בנייה ונדל"ן מניב) וחברות מענף התיירות והתעופה. עוד נראה מהלוח כי 22 חברות מענפים שונים צפויות במהלך 2020

להיקלע הן לבעיית נזילות והן לפגיעה משמעותית בהון. היקף החוב הפיננסי של החברות שלהן נשקפת בעיית נזילות ו/או פגיעה משמעותית בהון הוא כ-50 מיליארדי ש"ח (כ-18% מסך החוב של החברות הציבוריות שניתחנו בעבודה זו וכ-5% מסך האשראי למגזר העסקי), ומרביתן (כ-40 מיליארד ש"ח) שייך ל-44 החברות הנהנות מאיתנות מבחינת ההון, אך עלולות להיקלע למצוקת נזילות בלבד. יודגש כי חלק מהחברות עשויות לנקוט בצעדים, כגון מימוש נכסים, גיוס חוב או הזרמת הון, שימתנו את האפקט השלילי של המשבר עליהן.

#### לוח 1: מספר החברות בחלוקה לקטגוריות נזילות ואיתנות פיננסית, לאחר תיקוף המודל בתרחיש מסוים

הנחות לתרחיש: מקדם דעיכה בינוני לשיעורי ההשבתה, חזרה של שיעורי ההשבתה ברביע האחרון של 2020 ועלייה בהוצאות המימון בחברות שצפויות למחזר את החוב

יכולת הנזילות			יכולת האיתנות הפיננסית
נמוכה	סבירה/גבוהה	סבירה/גבוהה	
44	206	סבירה/גבוהה	המקור: עיבודי בנק ישראל.
22	14	נמוכה	

#### 4.5 מהם מאפייני החברות שצפויות להיתקל בקשיים?

בסעיף זה נעמוד על מאפייני החברות אשר על פי האומדן שערכנו צפויות להיתקל בקשיי תזרים, או שהפגיעה בהוןן צפויה להיות משמעותית. אנו מאפיינים את החברות באמצעות שתי רגרסיות מסוג Probit. ברגרסיה אחת המשתנה המוסבר הוא משתנה דמי המקבל "1" עבור חברות הצפויות להיתקל בקושי לשרת את הוצאות המימון שלהן מהמזומנים הנובעים מפעילותן השוטפת (היחס החזוי בין ה-EBITDA להוצאות המימון קטן מ-1) בהינתן התרחיש בתיבה ואפס אחרת. ברגרסיה השנייה המשתנה המוסבר הוא משתנה דמי, המקבל "1" עבור חברות שצפויה להן פגיעה משמעותית (למעלה מ-30%) בהון העצמי שלהן תחת התרחיש בתיבה ואפס אחרת. המשתנים המסבירים הם מאפיינים פיננסיים של החברות, בהם גודל החברה (במונחי נכסים), המינוף שלה, הנזילות שלה (במונחי יחס מהיר) ושווי השוק היחסי שלה (Tobin's Q). כן כללנו בכל רגרסיה משתני דמי לענף (לוח 2). ממצאי הרגרסיה מעלים כי ההסתברות של חברה להיקלע לקושי תזרימי או להיפגע משמעותית בהון בשנת 2020 עולה ככל שהיא קטנה יותר, ממונפת יותר ובעלת שווי שוק יחסי נמוך יותר.

**לוח 2: רגרסיית Probit**  
**ההסתברות להיקלע לקשיים תזרימיים או פגיעה בהון**  
**בשנת 2020 כפועל יוצא של המאפיינים הפיננסיים**

משתנה תלוי:		
היחס החזוי בין ה-EBITDA	היקף הפגיעה החזוי בהון	
להוצאות מימון קטן מ-1	עולה על 30%	
<b>גודל</b>	-0.251*** (0.055)	-0.378*** (0.091)
<b>מינוף</b>	1.817*** (0.448)	2.188*** (0.649)
<b>יחסי מהיר</b>	0.003 (0.004)	0.005 (0.031)
<b>שווי שוק יחסי</b>	-0.446*** (0.128)	-0.430** (0.198)
<b>משתני דמי לענף</b>	כן	כן
<b>R<sup>2</sup></b>	0.302	0.309

המקור: עיבודי בנק ישראל.

**4.6 האם השוק מתמחר את הקשיים הצפויים לחברות בתרחיש שנבחן?**

יש מתאם חיובי בין שיעור החברות בענף שצפויה שלהן פגיעה משמעותית בהון לבין ממוצע התשואות על האג"ח באותו ענף.



שאלת מפתח הן מההיבט של יציבות פיננסית והן מההיבט של יעילות השוק היא אם השוק מתמחר את ההשפעה השלילית של המשבר הנוכחי על יכולתה של חברה להניב תזרים מזומנים שיספיק כדי לשרת את הוצאותיה ואת הפגיעה הצפויה בהון שלה. ממצא אשר לפיו השוק מתמחר בממוצע את התחזית העולה ממסגרת הניתוח במסמך זה, יהווה חיזוק לתקפות המסגרת המוצעת במסמך. איור 2 מציג את המתאם בין שיעור החברות שלגביהן חזויה פגיעה בהון או ב-EBITDA לפי ענפים לבין תשואות האג"ח הענפיות במהלך המשבר.

כדי לבחון את השאלה הרצונו במסגרת רגרסיה ליניארית את התשואות על האג"ח הקונצרניות של החברות שניתחנו בסוף חודש מרץ ובסוף חודש אפריל על משתנה דמי, המקבל "1" אם הפגיעה החזויה בהון של החברה בשנת 2020 עולה על 30% ואפס אחרת. תוצאות הרגרסיה מוצגות בלוח 3 ומהן עולה כי יש מתאם חיובי ברמת מובהקות סטטיסטית של 10%, בין הפגיעה החזויה בהון, הנאמדת על פי המסגרת שבמסמך הנוכחי, לבין תשואות האג"ח של החברות מאז שהתחיל המשבר. המתאם מחזק את התקפות של מסגרת הניתוח המוצעת במסמך הנוכחי.

**לוח 3: רגרסיית OLS**  
**המתאם בין התשואות על האג"ח בחודשים מרץ ואפריל לפגיעה החזויה בהון של החברה**

**משתנה תלוי:**

תשואות לסוף מרץ	תשואות לסוף אפריל	
0.017* (0.009)	0.008* (0.005)	פגיעה חזויה בשיעור גבוה מ-30%
-0.016*** (0.003)	-0.011*** (0.002)	גודל
0.091*** (0.027)	0.074*** (0.028)	מינוף
0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	יחס מהיר
כן	כן	משתני דמי לענף
0.472	0.507	R <sup>2</sup>
124	124	תצפיות

המקור: עיבודי בנק ישראל.

#### 4.7 סיכום הממצאים

על רקע התפשטות משבר הקורונה בארץ הטילה הממשלה מגבלות תנועה, המשפיעות באופן שלילי על הפעילות הכלכלית במשק, ובכלל זה על פעילות המגזר העסקי. בעבודה זו פיתחנו כלי, שבאמצעותו ניתן לאמוד את האיתנות הפיננסית והנזילות של פירמות בטווח של שנה קדימה. זאת בהינתן הנחות שונות בדבר מגבלות על הפעילות הכלכלית המוטלות על ידי הממשלה.

השתמשנו במסגרת המוצעת בעבודה כדי לחזות את כושר הפירעון ואת האיתנות הפיננסית של החברות הציבוריות בשנת 2020; זאת בהנחות שונות לגבי עוצמת המגבלות והשפעתן (לרבות הנחה שלפיה המגבלות המחמירות ששררו בתחילת המגיפה מוחזרות במהלך הרבעון האחרון של 2020). בשלב הבא הראינו כי השוק מתמחר את הסיכונים החזויים לחברות: ממצאי התחזית שבנינו מתואמים חיובית ברמת מובהקות סטטיסטית של 10%, עם תשואות האג"ח בשוק.

במסגרת התרחיש שהוצג בתיבה (מבין תרחישים שונים שנותחו בעבודה) אנו מראים שלמעלה מ-70% מהחברות הציבוריות שניתחנו לא צפויות להיתקל בקושי תזרימי ו/או בפגיעה בהון. כנגד זאת ל-80 חברות, שלהן יחד חוב פיננסי של כ-50 מיליארד ש"ח, צפויה, בתרחיש המוצג, בעיית נזילות או פגיעה בהון. ליותר ממחצית מן החברות האלה צפויה פגיעות נמוכה בהון, והן עלולות להיתקל רק במצוקת תזרים. לאותן חברות חוב פיננסי של כ-40 מיליארד ש"ח. ברבע מתוך 80 החברות הפגיעה הצפויה משמעותית יותר ומתבטאת בשני ההיבטים.

ניתוח סטטיסטי שערכנו מעלה כי ההסתברות של חברה להיקלע בשנת 2020 לקשיי תזרים ולקשיים בהון עולה ככל שהחברה קטנה יותר, ממונפת יותר וככל ששווי השוק היחסי שלה נמוך יותר. חשוב לזכור כי עבודה זו ניתחה אך ורק את החברות הציבוריות, שהן בדרך כלל גדולות, יחסית לחברות פרטיות.

## תיבה 5: מבחני רגישות לבנקים בישראל

- רמת העמידות של המערכת הבנקאית בישראל ערב המשבר גבוהה הרבה יותר מזו שנצפתה בעבר (ובפרט בהשוואה לעמידותה ערב המשבר הפיננסי העולמי של 2008-GFC). נוסף על כך נקטו הממשלה ובנק ישראל, כמו ממשלות ובנקים מרכזיים בעולם, צעדים יוצאי דופן כדי להקל על המערכות הפיננסיות והריאלית בהתמודדות עם ההשפעות של המגיפה ולהגביר את חוסן.
- מבחני הרגישות שערכנו על סמך תרחישים שונים של חומרת הפסדי האשראי, מספקים אמת מידה ליציבות המערכת הבנקאית בטווחים הקצר והבינוני, ומאפשרים לזהות מוקדי רגישות של כל בנק ושל המערכת הבנקאית כולה. התוצאות מראות כי בכל תרחיש קיצון, גם זו שעוצמתו היא החמורה ביותר, המערכת הבנקאית תישאר יציבה.
- בנוסף, בקבוצת התרחישים שבחנו עולה חשיבותם של מגזרי משקי הבית והעסקים הקטנים והבינוניים ליציבות הבנקים – זעזוע למגזרים אלה עלול להוביל לפגיעה המוערכת שנה בין 3.0 ל-5.1 נקודות אחוז בהלימות ההון. בהינתן אופיו של המשבר הנוכחי מגזרים אלה חשופים במיוחד לקשיים כלכליים ופיננסיים, ועל כן בנק ישראל ממקד תשומת לב רבה בנעשה בהם.

### 5.1 רקע

בתום חמשת החודשים מאז תחילתו של המשבר ברור היום כי התפרצות נגיף הקורונה עלולה להביא לירידה משמעותית ומהירה של הפעילות הכלכלית ברחבי העולם, לפחות בטווחים הקצר והבינוני. עם פרוץ האירוע הגיבו השווקים הפיננסיים לזעזוע בעלייה ניכרת של רמת התנודתיות, והרשויות הרגולטוריות והאנליסטים עדכנו כלפי מטה את התחזיות המקרו-כלכליות כדי לשקף את חומרתן ההולכת וגוברת של השלכות המגבלות החברתיות המוטלות על הציבור הרחב לשם הכלת המגיפה. ממשלות ובנקים מרכזיים בעולם הרחיבו את מגוון הכלים לתמיכה בעסקים ובמשקי הבית שנמצאים בלב הסערה. מרבית התמיכה התבססה על הנחה בדבר "ריבאונד" חיובי ומהיר בפעילות כלכלית לאחר הסרתן של ההגבלות החברתיות, ותוכננה לצורכי הגברת היכולת של העסקים ומשקי הבית לשרת את החוב ולשפר את יחס הנזילות המיידי שלהם.

המערכת הבנקאית בישראל נכנסה למשבר הקורונה במצב איתן: הבנקים נהנו מעודפי הון גדולים, מיחסי נזילות חזקים ומתיקי אשראי איכותיים. מאז המשבר העולמי ב-2008 פעל הפיקוח על הבנקים לחיזוק הונם ויציבותם של התאגידים הבנקאיים על ידי אימוץ של סטנדרטים בין-לאומיים מתקדמים, שיפור איכות ההון והגדלת היקפו, ביזור תיק האשראי, צמצום החשיפה ללווים גדולים, ועוד. אולם האופי המתגלגל, המערכתי והבלתי צפוי של משבר הקורונה מקשה על המערכת הבנקאית והרגולטור לבצע מבחני קיצון בתדירות גבוהה בעת הזאת<sup>1</sup>. הבנקים משקיעים את עיקר המאמץ בהבטחת המשכיות בפעילות הליבה לצד תמיכה בלקוחותיהם העיקריים – משקי הבית והחברות (המגזר העסקי)<sup>2</sup>. מבחני הרגישות שנסקרים במסמך זה הם, לדעת רבים, כלי משלים<sup>3</sup> חשוב להערכת העמידות של המערכת הבנקאית בפני הזעזוע הנוכחי, ומספקים פלטפורמה להערכת עלות-תועלת של כלי ההתערבות השונים, וכן לזיהוי של תמהיל הזעזועים שעלול להביא בנק אחד או יותר אל מתחת ליחסי הלימות ההון הנדרשים.

מבחני הרגישות שאנו עורכים גמישים יותר ממבחני קיצון מבחינת ההנחות ומבחינת התוצאות, וגם מבחינה תפעולית. מבחינת ההנחות, בניגוד למבחני הקיצון, הבנויים על מודלים מורכבים, אשר מניחים קשרים קבועים בין המשתנים המקרו-כלכליים והפיננסיים למשתנים החשבונאיים של הבנקים, מבחני הרגישות לא נסמכים באופן ישיר על מודלים סטטיסטיים ואקונומטריים אלא על בחינה ישירה של פגיעות, בסדרי גודל שונים, בסעיפי הרווח וההפסד והשלכותיהן על יציבות הבנקים. זאת ועוד, בניגוד למבחני קיצון, המייצרים תחזית ממוצעת תחת תרחיש קיצון מסוים, בעזרת מבחני רגישות ניתן לייצר

<sup>1</sup> בהקשר זה ראוי לציין את ההכרה בדבר החשיבות של העלאת התדירות והשימושיות של המערכת הבנקאית במבחני הקיצון להערכת יציבות המערכת וזיהוי אזורי הפגיעות בטווח הבינוני והארוך.

<sup>2</sup> בנק ישראל אפשר לבנקים ולחברות כרטיסי האשראי לדחות את פרסום הדוחות הכספיים הנסבים על לרבעון הראשון לסוף יוני, במקום לפרסם אותם בסוף מאי.

<sup>3</sup> בהקשר זה ראו הודעת ה-FED כי בכוונתו להמשיך ולהאיץ את פיתוח מבחני הקיצון לגבי המערכת הבנקאית בשנת 2020 ואף להעשירם בעזרת מבחני הרגישות: "alternative scenarios and certain adjustment to portfolios to credibly reflect current economic and banking conditions". (מאי 2020)

התפלגות של התוצאות ולבחון את הסבירות שבה המערכת הבנקאית תיקלע לקשיים. גם מבחינה תפעולית מבחני רגישות הם פשוטים ומהירים יותר, שכן הם אינם תלויים בסט נרחב של משתנים מקרו-כלכליים ופיננסיים כבסיס למבחן אלא בהנחות ישירות על שיעורי הפסד. על כן, בתקופה שבה המציאות המקרו-כלכלית אינה יציבה ומשתנה במהירות, וקשרי העבר בינה לבין תוצאות הפעילות העסקית של הבנקים אולי אינם רלבנטיים, נדרשת יכולת מהירה וגמישה לבחינה מערכתית של יציבות המערכת הבנקאית, ומבחינה רגישות נותנים מענה לכך, לצד המשך ביצוע מבחני קיצון מסורתיים.

## 5.2 סקירה בין-לאומית

מאז תחילת המשבר הרשויות המופקדות על יציבות המערכת הפיננסית (בנק ישראל והפיקוח על הבנקים בתוכו) יישמו שורה של צעדים לתמיכה בהספקת אשראי למשק. רשויות פיקוח אלה נקטו צעדים להקלה בדרישות ההון ובדרישות רגולטוריות אחרות ואז כאלה שמתבטאים בפיקוח פחות מחמיר. ההחלטות באו לידי ביטוי בכללי חשבונאות גמישים יותר ולקריטריונים זהירים בסיווג ומדידה של חשיפות בנקאיות שנפגעו מהמשבר<sup>4</sup>. במקביל, ארגוני התקן הבין-לאומיים סיפקו הקלה תפעולית נוספת על ידי דחיית יישום התקנות החדשות (ועדת באזל לפיקוח על הבנקים – BCBS) ותמכו בפומבי בצעדים דומים ברמה הלאומית (קבוצה G20, מועצת היציבות הפיננסית (FSB) ו-BCBS). לאמצעים אלה מאפיין משותף אחד: כדי לתמוך בפעילות הכלכלית הם מגייסים מדיניות מתמקדת פחות בפן היציבות.

הסיבה לגישה כזאת ברורה: הכלכלה (העולמית) עומדת בפני זעזוע גדול, שכן קובעי המדיניות מבקשים "להרדים" אותה לפרק זמן מסוים כדי להתמודד עם מצב חירום בבריאות הציבור. כוח עליון מכתוב כי המדיניות תיושם ראשית כול במטרה להחליש את הזעזוע ולהימנע מקריסה כלכלית וחברתית. עם זאת, על יעדי המדיניות במגזר הפיננסי להתחשב בסוג ההתאמות ובהיקפן. ראשית, אם ההתאמות יהיו מרחיבות מדי הן עלולות להחמיר את המצב: מגזר בנקאי חלש יותר מחליש את הכלכלה בזמן שמערכת פיננסית איתנה ויציבה היא תנאי הכרחי לצמיחה בת-קיימא. נוסף על כך המדיניות עלולה לאבד מאמינותה. למעשה, מדיניות א-סימטרית שפשוט מקלה על סטנדרטים בזמנים רעים אך לא מהדקת אותם בזמנים טובים עלולה להביא לנטילת סיכונים מוגזמת בטווח הארוך ("סיכון מוסרי" – "moral hazard").

בהקשר זה מוצעים (על ידי ה-BIS) שלושה עקרונות לביצוע ההתאמות:

עיקרון 1: ההתאמות צריכות להיות יעילות ומיועדות לתמיכה בפעילות הכלכלית. זה אמור לחול לפחות על תקופת המשבר, ורצוי אף מעבר לכך, כדי להתוות דרך להתאוששות מוצקה.

עיקרון 2: ההתאמות צריכות לשמור על הבריאות והאיתנות של המערכת הבנקאית (הפיננסית). על הבנקים להישאר עם מספיק הון, נזילות ורווחים כדי לבסס צמיחה בת-קיימא בהמשך.

עיקרון 3: ההתאמות לא צריכות לערער את אמינותה של המדיניות בטווח הארוך. פשרות מוגזמות במדיניות בטווח הקצר עלולות לגרום נזק חמור בטווח הארוך. מנקודת מבט זו ההתאמות צריכות להיות זמניות. שקיפות היא המפתח לעמידה בעיקרון זה.

ממשלות ובנקים מתחומי שיפוט שונים ומגוונים נקטו, כאמור, צעדים יוצאי דופן כדי להקל על המערכת הפיננסית והריאלית בהתמודדות עם השפעת המגיפה. אמצעי ההקלה וההתאמות כוללים מגוון תוכניות לדחיית פירעון חובות של משקי הבית והעסקים והספקת ערבויות מצד הממשלה. בהקשר זה נדגיש כי ועדת באזל לפיקוח על הבנקים ציינה כי יש להכיר במלוא ההשפעה של הכלים וההתאמות האלה על הסיכון שנשקף למערכת הבנקאית בחישוב דרישות ההון המבוססות על הסיכון.

<sup>4</sup> מטרת התקנים החשבונאיים היא לספק ייצוג מדויק של מצב החברה בדוחות הכספיים, ומטרת הרגולציה (prudential regulation) היא לקדם את התקניות הפיננסיות של החברה. שתי מטרות אלה לא תמיד עולות בקנה אחד. לדוגמה, כאשר תקנים חשבונאיים מסתמכים במידה רבה על הערכות שווי השוק, שעשויות להיות מוצדקות מטעמי שקיפות, הם יכולים לגרום להתנהגות פרו-מחזורית יתירה במערכת הפיננסית (למשל FSF (2009), Borio et al. 2001), כך, הואיל ואינדיקטורים רבים לניהול המדיניות, כדוגמת ההון הרגולטורי, המסתמכים על הערכות שווי חשבונאיות, הם עלולים בסופו של דבר לעודד את הבנקים להתנהג בצורה יותר פרו-מחזורית. COVID-19 הגביר חששות כאלה.

הוועדה דנה גם בהשפעת COVID-19 על הפסדי האשראי הצפויים (ECL) של הבנקים<sup>5</sup>. הוועדה ציינה כי על הבנקים להביא בחשבון את אמצעי התמיכה החריגים בעת חישוב ה-ECL שלהם. היא גם סיכמה על מספר תיקונים בהסדרי המעבר לטיפול רגולטורי ב-ECL.

באופן כללי, תקן IFRS 9 מחייב את המוסדות להעריך את ה-ECL על ידי התחשבות ב: "reasonable and supportable information that is available without undue cost or effort at the reporting date about past events, current conditions and forecasts of future economic conditions" (ראה IFRS 9, סעיף 5.5.1 (ג)). הרגולטורים של מערכות הבנקאות מודעים לעובדה שרמת אי-הוודאות הגבוהה כיום מותירה מעט מקום למידע וניתוח סביר, אמין וצופה את פני העתיד – דבר שהופך את המשימה של הפקת תחזיות מפורטות לטווח הארוך וביצוע של מבחני הרגישות (מבחיני הלחץ) למאתגרת ביותר. במסגרת תפקידם כסמכות פיקוחית עליונה, ובהתאם לרוח של תקנות החשבונאות הבין-לאומיות, ה-BIS והרגולטורים של המערכת הבנקאית (EBA, ESMA, ECB) ציינו את השיקולים שעל מוסדות להביא בחשבון בהשתמשם בתחזיות לשם הערכת ה-ECL בעת ביצוע מבחני הרגישות.

### הערכה קולקטיבית של SICR (Significant Increase in Credit Risk)

אומדני ECL רגישים מאוד לתחזיות מקרו-כלכליות. ממגוון הראיות העומדות בפני הרשויות עולה כי הדרדרות בתחזית התוצר עלולה להוביל לעלייה ניכרת בהסתברות לכשל (PD). כך, בפרט, השפעת אקסטרפולציה של תחזיות הצמיחה לטווח הקצר על מאזני הבנקים והחלתה על הפרשות להפסד צפויה להיות ניכרת יותר מהשפעתן של התפתחויות מקרו-כלכליות בטווח הקצר בפועל<sup>6</sup>. בעת החלת תחזיות מקרו-כלכליות ומידע אחר שזמין בדרך כלל ברמה המצרפית (כמו בתקופה הנוכחית) העלייה המתקבלת ב-PD עשויה להראות שהמגזרים (הענפים, התיקים הפיננסיים וכו') שהוערכו באופן מצרפי סבלו מ-SICR ככלל, אף כי עלייה זו, ככל הנראה, לא אמורה להשפיע על כל הלקוחות באופן אחיד<sup>7</sup>.

על רקע זה צפויים המוסדות הפיננסיים:

- לשקול נקיטת גישת top-down במבחיני הלחץ ומבחיני הרגישות.
- במסגרת גישה זו, להכיר בהפסדי האשראי (lifetime) הצפויים על חלק מהנכסים הפיננסיים שלגביהם סיכון האשראי גדל במידה משמעותית, וזאת ללא צורך בזיהוי פרטני של המכשירים הפיננסיים שסבלו מ-SICR.

### שימוש במידע היסטורי

IFRS 9 מכיר בעובדה שרלוונטיות המידע יורדת ככל שאופק התחזית מתארך<sup>8</sup> ומדגיש את הרלוונטיות של מידע היסטורי<sup>9</sup>. בעניין זה, הוראות IFRS<sup>9</sup> מובילות למסקנה כי בהעדר ראיות מהימנות לתחזיות ספציפיות, תחזיות מקרו-כלכליות לטווח

<sup>5</sup> המתח בין רגולציה חשבונאית לבין פיקוח זהיר היה בבסיס הוויכוח בנושא הפרשות להפסדים (Restoy and Roldán (2009), Borio and Tsatsaronis (2004)). במשך תקופה ארוכה עודדו הרשויות את הגופים המופקדים על התקינה החשבונאית לשנות את כללי הפרשות להפסדים. זאת מתוך חשש שהכללים לא הכירו בפגיעות הגוברת במצבם הפיננסי של הבנקים במהלך הרחבה של הפעילות הכלכלית, ובכך עודדו הגדלה של היצע האשראי, ומכאן – הכרה בהפסדים רק כאשר הלווים היו על סף פשיטת רגל. לפיכך הבנקים נקראו לבצע קיצוצים רק כשכבר היה מאוחר מדי: מצב זה חייב להכיר בהפסדי האשראי הצפויים בכל עת, ולעדכנם בכל דיווח כדי לשקף את השינויים בסיכון האשראי. כחלק מהתגובה החלו לאחרונה שני הקודים החשבונאיים העיקריים – תקני הדיווח הכספי הבין-לאומיים (IFRS) ועקרונות החשבונאות המקובלים בארה"ב (US-GAAP) – לבטא, בחישוב הפסדי האשראי, גישה צופה פני העתיד להפסד. גרסאותיהם של שני הקודים האמורים לגישה זו נכנסו לתוקף בינואר 2018 ובדצמבר 2019, בהתאמה.

<sup>6</sup> תחזיות לתקופה מעבר לטווח הקצר אינן ריאליות.

<sup>7</sup> המודל החשבונאי שבו הבנקים בישראל משתמשים כיום לחישוב ההפרשה להפסדי אשראי הוא מודל חשבונאי ישן, שמתבסס על ההפסד שהיה. לפי מודל זה, הפסד אשראי מוכר רק בקרות אירוע הפסד, ואילו הכנסות הריבית נרשמות על בסיס התשלום החוזי. לשם כך קיימת גם הפרשה פרטנית, הנרשמת בגין יתרות גדולות שנבדקות ספציפית. כך גם לגבי הפרשה קבוצתית על בסיס הניסיון בגין יתרות קטנות והומוגניות שלא נבדקות פרטנית, וגם לגבי יתרות אחרות שלא נמצאה בהן פגימה. עיקר ההפרשה לחובות מסופקים בבנקים נובע דווקא מהחישוב הקבוצתי.

<sup>8</sup> "אומדן הפסדי האשראי הצפויים אינו מחייב אומדן מפורט לתקופות רחוקות בעתיד. בתקופות כאלה ישות יכולה לבצע אקסטרפולציה ממידע זמין ומפורט" (IFRS 9, פסקה B5.5.50).

<sup>9</sup> "מידע היסטורי הוא עוגן או בסיס חשוב, שממנו ניתן למדוד הפסדי אשראי צפויים. [...] במקרים מסוימים המידע ההיסטורי והתומך הטוב ביותר יכול להיות המידע ההיסטורי שלא הותאם. הדבר תלוי, כמובן, באופי של המידע ההיסטורי ובתקופה שבה הוא נצבר וחושב [...] (IFRS 9, סעיף B5.5.52).

הארוך אמורות לספק את הבסיס הרלוונטי ביותר להערכה. כיוון שמרבית הגופים אינם מפרסמים את תחזיותיהם המקור-כלכליות לטווח הארוך באופן קבוע, מוסדות נדרשים להשתמש במחקר (הערכות) מקור-כלכלי פנימי ובמקורות חיצוניים אמינים.

בעניין זה נדרש:

- להשתמש במידע היסטורי זמין (כולל הערכות ההפסדים הפוטנציאליים על פי המגזרים), אך ורק אם מידע זה מייצג את הפרספקטיבה של הטווח הארוך וכאשר הוא חף מהטיה;
- כאשר מידע היסטורי תלוי במשתנים מקור-כלכליים, הוא רלוונטי רק אם הוא כולל לפחות מחזור כלכלי מלא אחד, או אם הוא מותאם ללא חשש להיווצרות הטיה.

#### שימוש בתחזיות מקרו כלכליות לשנים ספציפיות

בהשתמשם בתחזיות ספציפיות ובביצוע הערכות החל מהרבעון הראשון של 2020 על המוסדות לשקול:

- להשתמש בתחזיות המקרו-כלכליות העדכניות ביותר כנקודות עיגון (IMF, OECD);
- להפעיל שיקול דעת בתהליך עדכון, כך שהן ישקפו גם את הסגר וגם את מגבלות הריחוק החברתי הקשות המוטלות על המשקיים השונים, וכן את מהות אמצעי התמיכה הציבורית שהוכרזו ויושמו בכל המדינות;
- להפעיל שיקול דעת מושכל לגבי "ריבאונד" אפשרי לפעילות המשקית וחזרה למגמה של הטווח הארוך, תוך ייחוס הסתברות לאפשרות שה"ריבאונד" יתרחש במהלך השנה הנוכחית, גם בהינתן רמת אי-הוודאות שברקע.

ניתן לחשב את הפרוקסי של העלות הכלכלית של מגפה על ידי חישוב האובדן הפוטנציאלי של התמ"ג, כלומר את ההבדל בין התחזיות הנוכחיות לתחזית טרם התפרצות הנגיף. בתרחיש הבסיס של הבנק העולמי הפסד התפוקה השנתי נע בין 5% ל-9% מההערכות שלפני משבר הקורונה עבור ארה"ב, ובין 4% ל-4.5% לכלכלה העולמית. בתרחיש גרועים יותר עלויות אלה עלולות להגיע ל-11% לארה"ב ול-8% לכלכלה העולמית. התחזית האחרונה של קרן המטבע הבינ-לאומית (2020) שפורסמה בחודש יוני כבר מתכנסת לתרחישים הפסימיים, ולפיה הפסדי התפוקה האמריקניים והעולמיים בשנת 2020 צפויים להיות בשיעורים של 6.1% ו-5.2%, בהתאמה. עלויות אלה גבוהות משמעותית מהעלויות המשוערות של מגפות קודמות, והן עלולות על העלויות שנצפו במהלך המשבר הפיננסי של 2008-2009 – אשר במהלכו איבדו מדינות ה-OECD בממוצע 3% מהתמ"ג. התוצר הישראלי התכווץ בכ-7% ברבעון הראשון של 2020 (במונחים שנתיים, נתוני הלמ"ס). על פי התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר צפויה ב-2020 צמיחה שלילית בשיעור של כ-6.5%<sup>10</sup>, ושיעור האבטלה יסתכם בכ-6.2% (ממוצע שנתי). תחילת ההתאוששות ברבעון השלישי תביא לצמיחה של כ-7.5% ב-2021, אולם שיעור האבטלה צפוי לרדת רק בהדרגה, ורק לקראת סוף 2021 להתחיל להתקרב לרמות הנמוכות ששררו ערב המשבר. יחס החוב לתוצר צפוי להגיע ב-2020 לכ-75%. יודגש, כי אי-הוודאות לגבי התחזית גבוהה במיוחד, בגלל חוסר הבהירות לגבי משך המשבר ועומקו<sup>11</sup>.

מטרת תיבה זו היא לערוך מבחני רגישות למערכת הבנקאית בישראל בהתאם לקווים המנחים שהתוו הגופים המפקחים הבין-לאומיים.

<sup>10</sup> על פי תחזית ה-OECD שיעור הצמיחה בישראל בשנת 2020 אמור להסתכם בכ--6.2%.

<sup>11</sup> מובן שהתרחישים מתייחסים גם לנזקים ארוכי טווח כתוצאה מהשבתה כלכלית ממושכת. אלה קשים יותר לכימות, אך הם יכולים להיות משמעותיים: פירמות כושלות אינן צפויות לספק תרומה לתפוקה לאחר הסרת ההכלה, ועלויות לשבש את שרשרת האספקה של חברות שנתרו בחיים. עובדים מובטלים עלולים לאבד מיומנויות ויחסים ארוכי טווח עם חברות – נזק עתיר עלויות, שדורש זמן שיקום ממושך מהרגיל. מצוקה ודמורליזציה יכולות להשפיע על פרוץ העבודה. ניסיון העבר מראה כי צלקות למרקם החברתי והכלכלי יכולות להיות עמוקות ומתמשכות (Eichengreen 2020).

5.3 מבחני הרגישות

5.3.1 מתודולוגיה

הרעיון שמאחורי המבחן הוא בדיקת רגישותה של המערכת הבנקאית לתוצאות העסקיות בטווח הקצר. לשם כך המבחן עושה שימוש בנתונים העדכניים ביותר ובוחר את הרווח של המערכת (ושל כל בנק) במצב של זעזועים שונים לסעיפים בדוח הרווח וההפסד<sup>12</sup>. כדי לקבל תובנות מעמיקות יותר חילקנו את מקור הרווחים למגזרי הפעילות השונים. לאחר שהתקבל הרווח הצפוי בתקופה אנו מוסיפים אותו להון בתחילת התקופה, ומחשבים את יחסי הלימות ההון החדשים, **בכפיפות להנחה המפשטת שנכסי הסיכון לא השתנו**. לוח 1 מסכם את סעיפי דוח הרווח וההפסד ומסביר את ההתייחסות לכל סעיף במבחן.

לוח 1: סעיפי דוח רווח והפסד	
1 הכנסות ריבית	חולקו לפי מגזרי פעילות
2 הוצאות ריבית	חולקו לפי מגזרי פעילות
3 הכנסות ריבית, נטו	חולקו לפי מגזרי פעילות (1-2)
4 הוצאות בגין הפסדי אשראי	חולקו לפי מגזרי פעילות
5 הכנסות ריבית, נטו לאחר הוצאות בגין הפסדי אשראי	חולקו לפי מגזרי פעילות (3-4)
6 הכנסות שאינן מריבית	הכנסות מימון שאינן מריבית
	הנחה אחידה לאורך כל המבחן – 90 אחוז משנה קודמת
	עמלות
	הנחה אחידה לאורך כל המבחן – 90 אחוז משנה קודמת
7 הוצאות תפעוליות ואחרות:	הכנסות אחרות
	סך כל ההכנסות שאינן מריבית
	הנחה אחידה לאורך כל המבחן – 90 אחוז משנה קודמת
	משכורות והוצ' נלוות
8 רווח לפני מיסים	הנחה אחידה לאורך כל המבחן – 95 אחוז משנה קודמת
	אחזקה ופחת בניינים וציוד
	הנחה אחידה לאורך כל המבחן – 99 אחוז משנה קודמת
	הפחותת וירידת ערך של נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין
סך הכל	הוצאות אחרות
	הנחה אחידה לאורך כל המבחן – ללא שינוי
סך הכל	סכום ארבעת הסעיפים הקודמים
	סכום שלושת הסעיפים הקודמים

<sup>12</sup> ממכתב של הפיקוח על הבנקים למערכת הבנקאית עולה כי הפיקוח על הבנקים ער לאי-הוודאות הגבוהה השוררת בנסיבות הנוכחיות, שמחייבת כל תאגיד בנקאי להפעיל שיקול דעת משמעותי בהערכת הפסדי האשראי הצפויים בתיק האשראי שלו. במצב זה הנהלת התאגיד הבנקאי תבחן, עד למועד פרסום הדוחות לרבעון הראשון של שנת 2020, את כל המידע הזמין כדי לקבוע את האומדן הטוב יותר של הפסדי האשראי הצפויים מתוך טווח אומדני ההפסד, תעדכן בהתאם את ההתאמות האיכותיות בחישוב ההפרשה ותגדיל את הסכומים שנכללים בהפרשה להפסדי אשראי. זאת כדי לוודא שההפרשות להפסדי אשראי יספיקו כדי לכסות באופן שמרני וזהיר את הפסדי האשראי הצפויים, על פי האומדן העדכני, בתיק האשראי של התאגיד הבנקאי, כולל ההשפעה של אירוע נגיף הקורונה.



טיפול בהכנסות לפי מגזרי הפעילות: לגבי כל מגזר חושב המרווח ברוטו כיחס בין ההכנסות מריבית ממגזר זה ליתרת האשראי בשנה הקודמת. לאחר מכן חושבו ההכנסות העתידיות כמרווח כפול היתרה הקיימת בסוף 2019, כפול מקדם סיכון אחיד (0.97). באופן דומה חושבו ההוצאות על ריבית בכל מגזר: הוצאות הריבית ממגזר זה יחסית ליתרת האשראי בשנה הקודמת כפול היתרה בשנה הנוכחית כפול מקדם סיכון נמוך יותר (0.99). ההפרש בין ההכנסות להוצאות הן ההכנסות מריבית נטו. לאחר שחושבו ההכנסות נטו חישבנו את ההפרשה בגין הפסדי אשראי מתוך ההכנסות, כאשר שיעור ההפרשה הוא הנתון שלגביו אנו מייצרים תרחישים שונים, כפי שיוסבר להלן.

ביצענו חישוב זה לגבי כל אחד ממגזרי הפעילות הנסקרים בדוחות של הבנקים: משקי הבית (בחלוקה להלוואות לדיור, כרטיסי אשראי ואחר, בנקאות פרטית (בחלוקה להלוואות לדיור, כרטיסי אשראי ואחר), עסקים קטנים וזעירים (בחלוקה לבינוי ונדל"ן ואחר) עסקים בינוניים (באותה חלוקה), עסקים גדולים (באותה חלוקה), גופים מוסדיים ופעילות בחו"ל (בקטגוריה זו – ללא הפרדה נוספת). למגזר הניהול הפיננסי, המשקף באופן גס את תיק הנוסטרו של הבנק, לא חישבנו, כמובן, הפרשה ליתרת האשראי, אלא הנחנו שיעור הפסד מסוים, המשקף את ההפסד הצפוי בתיק הנוסטרו (25% בכל התרחישים).

מסכימת ההכנסות נטו לאחר הפרשות להפסדי אשראי בתוספת שאר ההכנסות, כפי שהן מוצגות בטבלה להלן ובניכוי ההוצאות האחרות, מתקבל הרווח לפני מס. בהנחה שהרווח שלילי הנחנו שאין מס, כך שאת הסכום המתקבל הפחתנו כאמור מההון. יש לשים לב כי החישוב משתמש בשיעורים שנתיים של הפסדים, ועל כן חילקנו את התוצאות ב-4 כדי לקבל את ההפסד הצפוי ברבעון.

## זעזועים

בשל חסרונם של נתונים על משברי אשראי גדולים בישראל לפי מגזרי הפעילות<sup>13</sup>, חיפשנו מקור אלטרנטיבי לסדרי גודל של הפרשות אשראי. לאחר בחינה של מספר חלופות התמקדנו בזו שנראית לנו הסבירה ביותר: תוצאות מבחני הקיצוץ של הבנקים בארה"ב ב-2019, שנערכו על פי חוק Dodd-Frank.<sup>14</sup> בדוח שפורסם מופיעים הפסדי האשראי הצפויים בכל מגזר פעילות בתרחיש הקיצוץ החמור ביותר ולגבי כל אחד מ-18 הבנקים הגדולים הנכללים בתרחיש. כך אנו מקבלים למעשה התפלגות של הזעזועים בכל מגזר פעילות, ב-18 אירועים. מתוך ההתפלגות גזרנו מספר תרחישים לפי האחוזונים השונים: התרחיש הפחות חמור מבטא את האחוזון ה-5 בכל מגזר פעילות, והתרחיש החמור ביותר – את האחוזון ה-95 בכל מגזר פעילות<sup>15</sup>. חישבנו את הפסדי האשראי הצפויים בהינתן התרחישים השונים ואת יחסי ההון המתקבלים תחת כל תרחיש. נוסף על כך, כדי למצוא את מגזרי הפעילות שלהם המערכת הבנקאית רגישה יותר, ייצרנו כמה תרחישים המהווים תמהיל שונה של זעזועים לפי מגזרי הפעילות, והשווינו אותם לתרחיש בסיס, כפי שיפורט להלן.

החיסרון בשימוש בנתוני מבחני קיצוץ בארה"ב מוכר וברור: המערכת הבנקאית שונה, מאפייני הלווים שונים, ההשפעה של התפתחויות מקרו על שיעורי ההפסד ככל הנראה שונים, שיעורי ה-LGD שונים אף הם ועוד. אולם בהעדר חלופה טובה יותר אנו בוחרים להשתמש בתוצאות המבחנים, משום שהן מספקות, מעבר להערכת שיעורי ההפסד בכללם, גם את התפלגותם, במיוחד בחלוקה למגזרי פעילות. עם זאת, בשל הבדלים מבניים משמעותיים בהיבט של חשיפת האשראי לדיור (רמת מינוף שמרנית יותר, מגבלות מקרו-יציבותיות רבות יותר ועוד), הגבלנו את שיעור ההפרשה להפסדי אשראי לאחוזון ה-15 בלבד במרבית התרחישים, ובתרחישים מכווני שוק הדיור או משקי הבית התמקדנו בערך של האחוזון ה-25.

<sup>13</sup> הפער המשמעותי בין המודל הקיים בישראל למודל ה-ECL (CECL) החדש נוגע לחישוב ההפרשה הקבוצתית בגין חובות שאינם פגומים: מעבר מהסתכלות מבוססת עבר להסתכלות צופה פני עתיד. ההפרשה הקבוצתית היא מעין כרית ביטחון המקדימה את ההפרשה הפרטנית. כיום מחשבים הבנקים את ההפרשה לפי ענפי המשק בהתבסס על טווח שיעורי ההפסד בשלוש השנים האחרונות ורף מינימלי שקובע המפקח. כל בנק מחשב את המקום על הטווח, בין היתר על בסיס נתונים מקרו-כלכליים בכל ענף

<sup>14</sup> המסמך זמין בקישור זה:

<https://www.federalreserve.gov/publications/files/2019-dfast-results-20190621.pdf>

<sup>15</sup> כדי לקבל מושג לגבי משמעות התרחישים במציאות הנוכחית: לפי הגידול ביתרת ההפרשה להפסדי אשראי של הבנקים בארה"ב ברבעון הראשון של 2020, התרחיש הנוכחי עומד בטווח שבין תרחיש אחוזון 5 לתרחיש אחוזון 25.

## 5.4 הנתונים והתוצאות

לוח 2 מציג את האחוזונים השונים של הזעזועים לכל מגזר (אחרי התאמה שיפוטית שלנו בין המגזרים בארה"ב למגזרים בארץ והתאמות נוספות<sup>16</sup>). ניתן לראות כי שיעורי ההפסד בתרחישים גבוהים מאוד יחסית לאלו של השנה שעברה – מה שאינו מפתיע – אולם תרחיש המקרו שעומד בבסיס התרחישים אינו רחוק מזה המתממש בצל משבר הקורונה.

באיור 1 מוצגת ההתפלגות של יחס ההון העצמי רובד 1 לנכסי הסיכון לאחר רבעון אחד של הפסדים לפי כל אחד מהתרחישים. הקווים האופקיים מייצגים את יעדי הלימות ההון של הפיקוח על הבנקים לאחר הפחתת נקודת אחוז מההון בסוף מרץ (הקו העליון – הלימות ההון הנדרשת משני הבנקים הגדולים)<sup>17</sup>. ניתן לראות כי רק בתרחיש החמור ביותר בנקים יורדים אל מתחת להלימות ההון הנדרשת, אולם הם מתקרבים מאוד לסף כבר בתרחיש החציוני<sup>18</sup>.

כדי לבדוק את המגזר שאליו מערכת הבנקאות רגישה ביותר, בחנו את ההפרש בנקודות אחוז בין התרחיש שפוגע במגזר לבין נקודת המוצא. בתרחישים שבחנו נפגע מגזר מסוים (דהיינו שיעור ההפרשה שלו הוא זה של האחוזון ה-95 מלוח 2), בעוד ששאר המגזרים חווים פגיעה התואמת לתרחיש באחוזון ה-25. התרחישים שבחנו הם: (א) תרחיש ההלוואות לדיור; (ב) תרחיש משקי הבית (ההלוואות לדיור + האשראי האחר); (ג) תרחיש העסקים הקטנים והבינוניים (בינוי ונדל"ן + שאר העסקים); (ד) תרחיש הבינוי והנדל"ן (ללא חלוקה לגודל העסק); (ה) תרחיש הבינוי והנדל"ן הכולל + משקי הבית. התוצאות מוצגות באיור 2.

כצפוי תרחיש ה' הוא החמור ביותר, משום שהוא מקיף מספר מגזרים, אולם מבין התרחישים האחרים ניתן לראות כי תרחיש משקי הבית הכללי (תרחיש ב') הוא החמור ביותר מבחינת עוצמת הפגיעה: שיעור ההון שנמחק נע בין 0.7 ל-1.5 נקודות אחוז. אשר לרגישות לעסקים קטנים ובינוניים (תרחיש ג'), זו מובילה לפגיעה של בין 0.3 ל-1.3 נקודות אחוז בהלימות ההון. תרחיש הבינוי והנדל"ן (תרחיש ד') פחות חמור, ככל הנראה עקב מגבלות על האשראי הענפי, שבזכותן ההפסדים מענף זה מוגבלים.

## 5.5 סיכום

במהלך אירוע המתגלגל במהירות, מבחני רגישות לטווח קצר הם כלי שככל הנראה מתאים יותר מבחני קיצון מקרו-כלכליים מלאים להערכת היציבות של בנק ושל המערכת הבנקאית כולה. ההפרשות להפסדי אשראי הן – לפחות לגבי המערכת הבנקאית בישראל ולגבי אופי המשבר הנוכחי – המשתנה המרכזי שבאמצעותו נבחנת יציבות המערכת. המבחן שהצגנו הוא דוגמא למבחן רגישות לבנקים תחת תרחישי הפסד שונים. מובן שלתרחישים שהצגנו אין עדיפות על פני תרחישים אחרים, אולם הכלי עצמו מאפשר ניתוח מהיר – גם אם גם במידה מסוימת – לרגישות המערכת הבנקאית להפסדי אשראי שונים. ניתן לעשות שימוש בכלי זה אם תעלה שאלת עלות-תועלת של כלי התערבות מסוים, או כדי לזהות את תמהיל הזעזועים שעלול להביא בנק אחד או יותר אל מתחת ליחסי הלימות ההון הנדרשים.

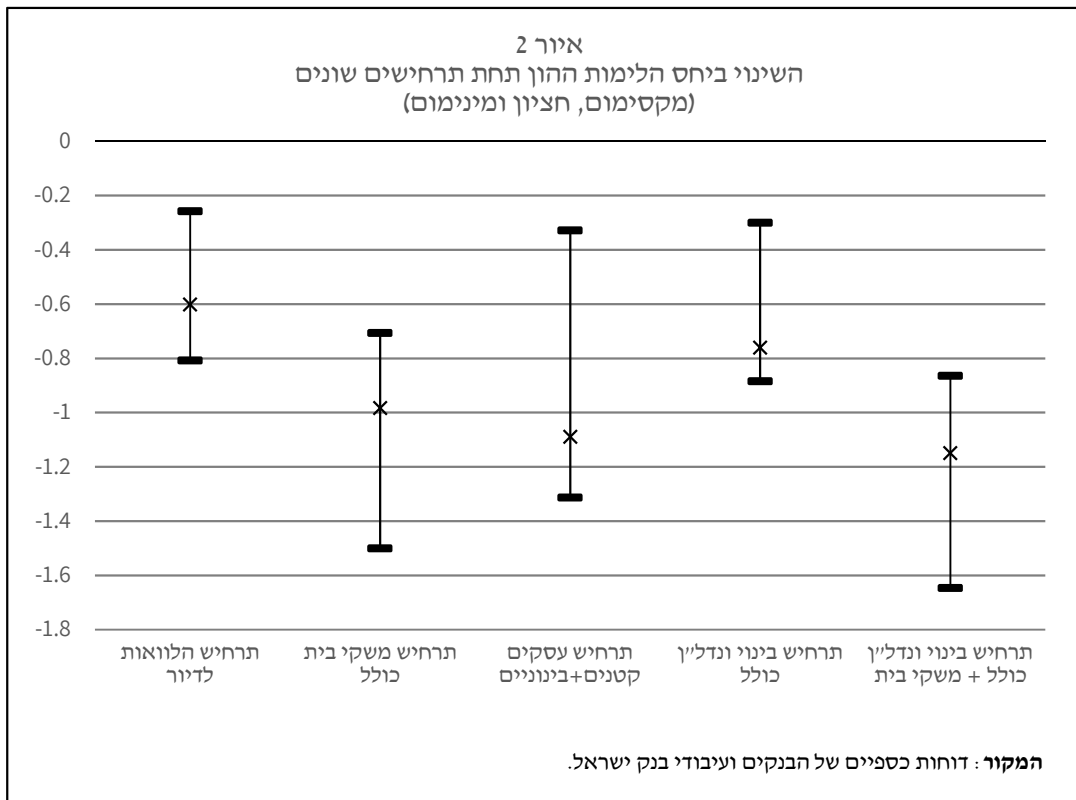
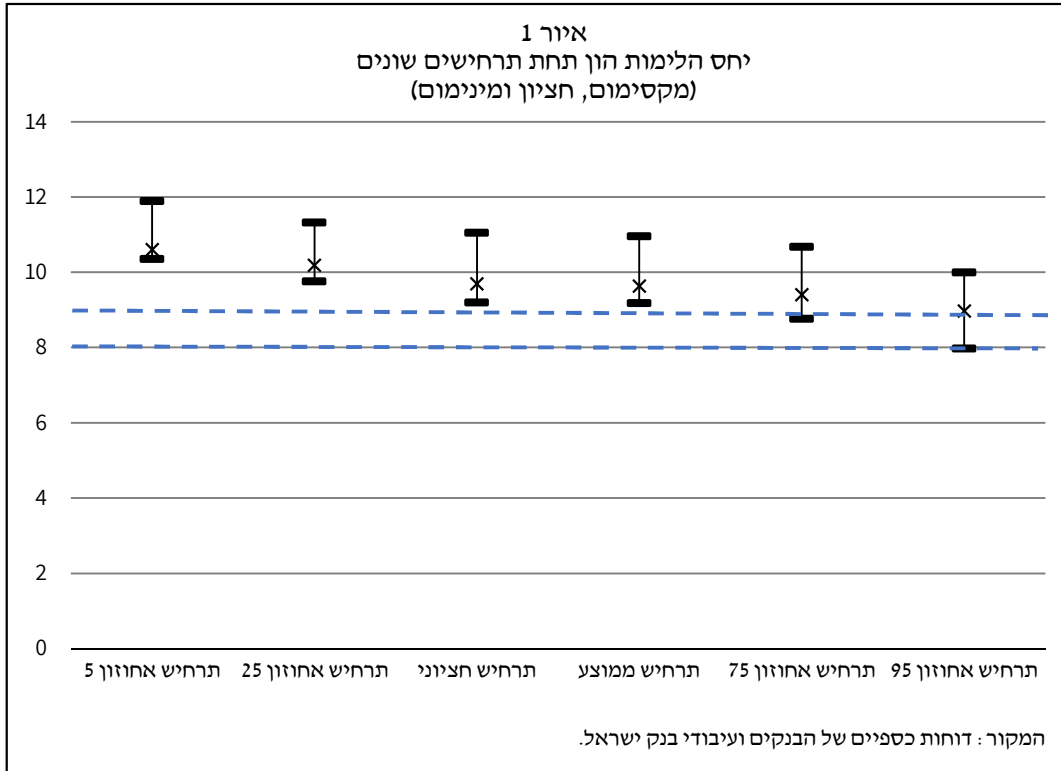
בקבוצת התרחישים שבחנו עולה חשיבותם של מגזרי משקי הבית והעסקים הקטנים והבינוניים ליציבות הבנקים. בהינתן אופיו של המשבר הנוכחי מגזרים אלה חשופים במיוחד לקשיים כלכליים ופיננסיים, ועל כן בנק ישראל ממקד תשומת לב רבה בנעשה בהם.

<sup>16</sup> ההתפלגות עליה התבססנו מופיעה בטבלה 7 שבמסמך מבחני הקיצון. היות ואין בטבלה חלוקה לפי גודל העסק והואיל וגודל העסק משפיע על שיעורי ההפרשה, קבענו ששיעור ההפרשה עבור העסקים הקטנים והזעירים יהיה גדול בנקודת אחוז וחצי ממוצע שיעורי ההפרשה לתאגידים, עבור עסקים בינוניים בחצי נקודת אחוז ועבור עסקים גדולים נמוך בחצי נקודת אחוז. לגבי מגזרים שלא נמצאה להם מקבילה (גופים מוסדיים, פעילות בחו"ל) התבססנו על האחוזונים של המגזר "הלוואות אחרות".

<sup>17</sup> אנו מתעלמים לעת עתה מתוספות ההון הפרטניות הנדרשות מכל בנק על פי תהליכי פיקוח נוספים.

<sup>18</sup> יש לציין כי מדובר בזעזוע משמעותי שמתרחש בהסתברות שאיננה גבוהה, כמו כל תרחיש קיצון. ההסתברות שזעזוע בסדר גודל כזה יתרחש שני רבעונים רצופים היא קטנה מאוד ועל כן אין אנו מחשבים את ההשלכות על המערכת הבנקאית מעבר לרבעון אחד בלבד.

לוח 2: שיעור ההפרשה להפסדי אשראי לפני מגזרים - תרחישים שונים							
שיעור הפרשה ב-2019	תרחיש אחוזון 5	תרחיש אחוזון 25	תרחיש חציון	תרחיש ממוצע	תרחיש אחוזון 75	תרחיש אחוזון 95	
0.02%	0.01	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	הלוואות לדיוך
0.05%	0.01	0.01	15.05	10.64	16.4	20.62	כרטיסי אשראי
0.61%	0.6	3.03	6.45	6.9	10.35	13.75	אחר
0.00%	0.01	1.2	1.45	2.52	1.78	5.39	הלוואות לדיוך
0.00%	0.01	0.01	15.05	10.64	16.4	20.62	כרטיסי אשראי
0.00%	0.6	3.03	6.45	6.9	10.35	13.75	אחר
0.05%	4.39	7.15	8.35	8.32	9.58	11.71	בינוי ונדל"ן
0.85%	2.35	6.45	7.5	8.68	10.08	16.03	אחר
-0.25%	3.39	6.15	7.35	7.32	8.58	10.71	בינוי ונדל"ן
0.28%	1.35	5.45	6.5	7.68	9.08	15.03	אחר
0.16%	2.39	5.15	6.35	6.32	7.58	9.7	בינוי ונדל"ן
-0.03%	0.35	4.45	5.5	6.68	8.08	14.03	אחר
-0.18%	0.69	2.48	3.1	3.38	4.75	5.88	גופים מוסדיים
0.25%	0.69	2.48	3.1	3.38	4.75	5.88	סך הכל - פעילות חו"ל
0.29%	1.03	3.3	4.67	4.96	6.22	8.95	ממוצע משוקלל של שיעור ההפרשה להפסדי אשראי (לפי מגזרי פעילות, משוקלל במשקלות נכסי הבנקים)



## תיבה 6: השימוש בכרטיסי חיוב במשבר הקורונה

- חלקן של העסקאות בכרטיס לא נוכח בסך העסקאות עלה בעקבות החלטות הממשלה על הגבלת התקהלויות וסגירת עסקים בין 10 במרץ ל-28 באפריל.
- גודל העסקה הממוצעת בתשלומים וב"קרדיט" ירד אל מתחת למוצע שנצפה טרם המשבר.

### עסקאות בכרטיס לא נוכח בעת משבר הקורונה

עסקאות בכרטיס לא נוכח (CNP – Card Not Present) הן עסקאות בכרטיסי חיוב שאינן מבוצעות באמצעות הצגת הכרטיס באופן פיזי במסוף בית העסק. עסקאות אלו כוללות מתן פרטי כרטיס החיוב דרך מכשיר הטלפון או באמצעות הזנת פרטי כרטיס החיוב באתר רכישה מקוון באינטרנט.

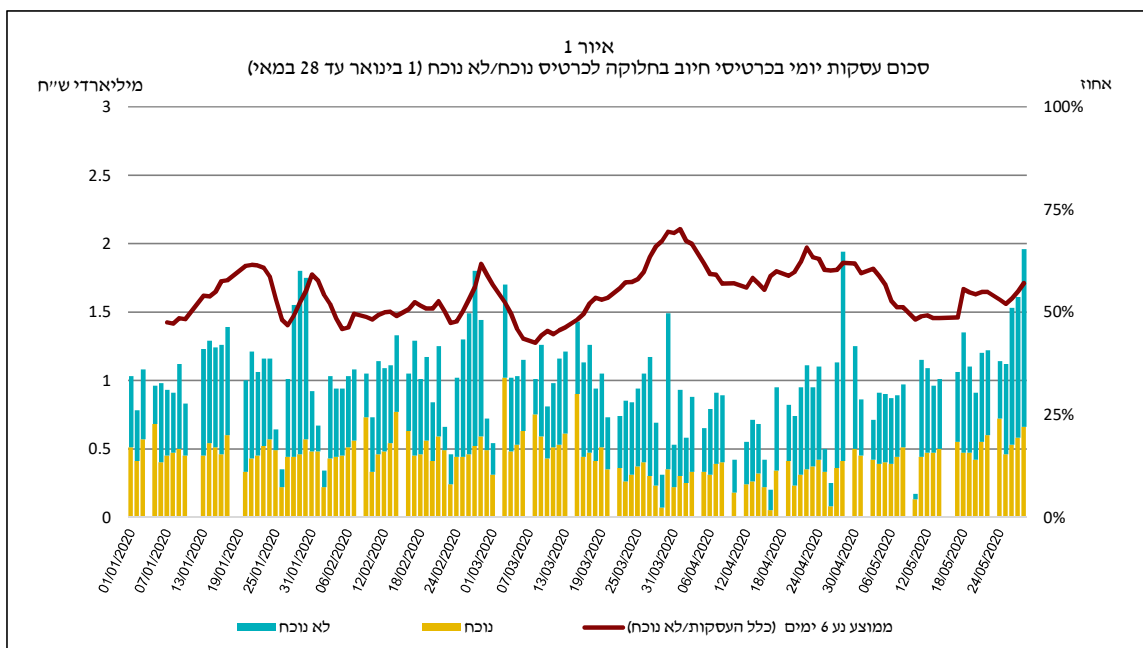
עסקאות מסוג זה שונות מעסקאות המבוצעות במסוף בית העסק, ופרופיל הסיכון שלהן גבוה מזה של עסקאות בכרטיס חיוב נוכח. עסקאות בכרטיס לא נוכח חושפות את בעלי העסקים לסיכון גבוה יותר של הונאות, וזאת בשל העדר חתימת המשתמש ו/או העדר השוואה של זהות מחזיק הכרטיס לזהותו לפי אמצעי זיהוי (רישיון נהיגה, תעודת זהות).

בישראל, משנת 2018 ואילך השיעור היומי של סכום העסקאות בכרטיס חיוב לא נוכח מכלל העסקאות נע בין 40% ל-50%. בעקבות החלטות הממשלה על סגירת עסקים והגבלת התקהלויות במהלך החודשים מרץ ואפריל עלה חלקן של העסקאות בכרטיס לא נוכח עד לרמה של 80% בסוף אפריל 2020, ובחודש מאי, הוא חזר לטווח שנצפה טרם המשבר (איור 1).

על פי תחזיות בעולם היקף העסקאות בכרטיס לא נוכח ימשיך לעלות בשנים הקרובות. בעלי עסקים שלא עושים שימוש באמצעים לזיהוי מוגבר בזמן ביצוע העסקה בבית העסק יהיו חשופים להחזרי חיוב, ובמקרים חמורים – גם לפגיעה במוניטין של בית העסק. ברמה הלאומית, היקף גבוה של הונאות עלול להביא לפגיעה באמון הלקוחות ובמאמצים הלאומיים למעבר מאמצעי תשלום מבוססי נייר לאמצעים אלקטרוניים כדוגמת כרטיסי חיוב.

יצירת מנגנון אימות לקוח באתר רכישה מקוון באינטרנט הינה אחת הדרכים למניעת הונאות בעסקאות בכרטיס לא נוכח. בשנים האחרונות החלו בתי עסק רבים להפעיל מנגנון אימות לקוחות בעת ביצוע עסקה באתר אינטרנט, באמצעות שליחת מסרון עם סיסמא למכשיר הסלולרי של הלקוחות.

כמו כן, בחודש אוקטובר 2020 ייכנס לתוקף חוק שירותי תשלום. חוק זה קובע, בין היתר, שחברות הסליקה לא יוכלו לחייב את בית העסק במקרה של שימוש לרעה באמצעי התשלום, גם כאשר מדובר בעסקה טלפונית, ובמידה ולא אפשרו לבית העסק לעשות שימוש בפרט אימות מוגבר. יתר על כן, החוק קובע כי לא ניתן יהיה לבצע הרשאות לחיוב חשבון אם לא נעשה שימוש



בפרט אימות כאמור. על כן חברות הסליקה וההנפקה יידרשו לפתח פתרון שיאפשר אימות של הלקוח גם בעסקאות כרטיס חיוב המבוצעות דרך מכשיר הטלפון, ומאידך בתי העסק יוכלו לבחור אם לעשות שימוש במנגנון זה ולהיות מוגנים במקרה של שימוש לרעה או לוותר עליו.

#### עסקאות בכרטיסי חיוב לפי סוג האשראי בעת משבר הקורונה

ניתן לסווג עסקאות בכרטיסי חיוב על פי סוג האשראי הניתן למחזיקי הכרטיסים ולשימוש בהם בעת רכישה בבית העסק:

- **חיוב מידי** – עסקה שבה החיוב מבוצע סמוך למועד הרכישה.
- **חיוב נדחה** – עסקה שבה החיוב מבוצע במועד קבוע, שנקבע על ידי מחזיק הכרטיס.
- **חיוב בתשלומים** – עסקה המבוצעת באמצעות אשראי צרכני שמחזיק הכרטיס מקבל מבית העסק.
- **אשראי מהמנפיק** (קרדיט) – עסקה המבוצעת באמצעות אשראי צרכני שמחזיק הכרטיס מקבל ממנפיק הכרטיס.

במהלך השנים 2018–2019 הגודל הממוצע של עסקה בחיוב נדחה ובחיוב מידי (שחושב כסכום ערך העסקאות היומי חלקי כמות העסקאות היומית) נע בין 100 ש"ח ל-250 ש"ח. לעומת זאת, גודלה הממוצע של עסקת חיוב בתשלומים ואשראי מהמנפיק נע במהלך תקופה זו בין 1,000 ש"ח ל-4,000 ש"ח.

עסקאות חיוב בתשלומים ועסקאות אשראי מהמנפיק הן עסקאות המבוצעות באמצעות אשראי צרכני שמחזיק הכרטיס מקבל מבית העסק או מהמנפיק בהתאמה. אשראי זה תומך ביכולת של מחזיקי הכרטיס לבצע רכישות גדולות ולהחליק את ההוצאה על פני זמן. איור 2 מתאר את פיזור הנתונים היומיים של סכום וכמות העסקאות לפי סוגי האשראי, בתקופה שטרם המשבר (ינואר-פברואר) ובתקופת המשבר (מרץ-אפריל). מניתוח הנתונים עולה כי בתקופת המשבר הגובה הממוצע של עסקאות רכישה בתשלומים ואשראי מהמנפיק ירד מתחת לממוצע שנצפה טרם המשבר. מסקנה זו מתקבלת מהירידה בזווית השיפוע של עסקאות בתשלומים במרץ-אפריל לעומת ינואר-פברואר, המבטאת בקירוב את גודל העסקה הממוצעת בחיוב תשלומים ואשראי מהמנפיק בכל תקופה. עוד ניתן לראות כי בין התקופות לא נרשמה ירידה בגודל העסקה הממוצעת בעסקאות חיוב נדחה וחיוב מידי (השיפוע אף עלה מעט).

ייתכן שהירידה בגובה הממוצע של עסקאות חיוב בתשלומים ואשראי מהמנפיק נבעה ישירות מההגבלות שהטילה הממשלה, אשר מנעו מהציבור גישה לבתי העסק שבהם הוא נוהג לבצע עסקאות בסכומים גבוהים בפריסה לתשלומים (סוכנויות נסיעות, חנויות למוצרי חשמל ועוד).

ב-3 במרץ, יום הבחירות לכנסת, נרשמה עלייה (בכמות ובסכום) של עסקאות חיוב בתשלומים ושל עסקאות החיוב המידי. על פי הנתונים עשה ציבור המחזיקים בכרטיסי החיוב ביום הבחירות עסקאות חיוב בתשלומים בהיקף של כ-348 מיליון ש"ח, ועסקאות בחיוב מידי בהיקף של כ-117 מיליון ש"ח.

איור 2  
פיזור כמות וסכום עסקות יומי בחלוקה לסוג אשראי

