

בנק ישראל



דוח היציבות הפיננסית

המחצית הראשונה של 2023

ירושלים, אב התשפ"ג • אוגוסט 2023

תוכן

3	מבנה הדוח ומטרותיו	1
3	1.1 ערוצי החשיפה לסיכונים	1.1
4	1.2 תרחישי סיכון עיקריים	1.2
4	1.3 העמידות של המערכת הפיננסית	1.3
5	2 עיקרי הדברים	2
5	3 הערכה מסכמת	3
8	4 ערוצי החשיפה לסיכונים	4
9	4.1 הסביבה המקרו-כלכלית	4.1
14	4.2 מחירי הנכסים	4.2
18	4.3 אשראי	4.3
19	א. האשראי למשקי בית	א
25	ב. האשראי למגזר העסקי	ב
37	4.4 נזילות	4.4
39	4.5 קישוריות והדבקה	4.5
40	5 תרחישי סיכון עיקריים	5
44	6 העמידות של המערכת הפיננסית	6
44	6.1 מערכת הבנקאות	6.1
47	6.2 חברות הביטוח	6.2
50	6.3 מערכות התשלומים והסליקה	6.3
56	נספח : המוניטור ליציבות הפיננסית בישראל : רבעון ראשון 2018 – רבעון ראשון 2023	

מרכזים : דר' קונסטנטין קוסנקו ודר' נועם מיכלסון

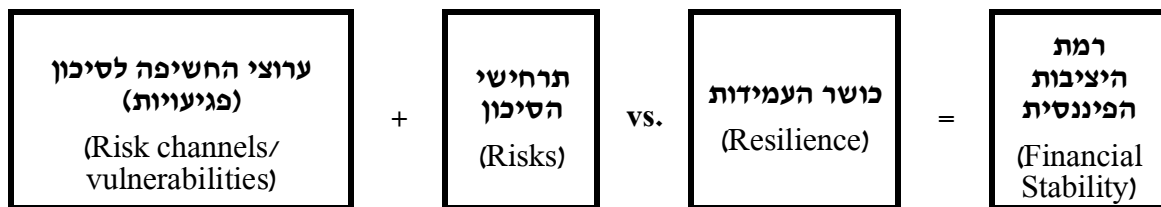
כותבים : דר' יונתן בן שימול, דר' מאיה הרן-רוזן, אמיר חטיב, לירן כליף, רמי לוי ורחל אראל (רשות שוק ההון), אייל לוי, דר' יואב פרידמן, איתי קדמי, שלי רייס-בראל, דר' נמרוד שגב, מוטי שקיבאי, וכלכלני היחידה הכלכלית בפקוח על הבנקים.

ריכוז נתונים וסיוע מחקרי : ניר ישראל, שירי גרין ויסמין קסה.

1. מבנה הדוח ומטרותיו

דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל מתפרסם פעמיים בשנה. בדוח למחצית הראשונה מנתחים כלכלני הבנק את **ערוצי החשיפה לסיכונים** (risk channels) במערכת הפיננסית ואת רמת פגיעותם (vulnerabilities), ועל סמך הניתוח מגבשים הערכה של ה**סיכונים העיקריים** (risks), העכשוויים והעתידיים, ובוחנים את **כושר העמידות** (resilience) של המערכת בפני סיכונים אלה. ההערכה הסופית לגבי **רמת היציבות הפיננסית** (financial stability) של המשק בהווה והערכה לגבי רמתה בעתיד נשענת על המסקנות מכל שלושת הנדבכים הללו יחד (תרשים 1). ההערכות והניתוחים המובאים בדוח מתבססים על סקירת ההתפתחויות בעבר, ספרות אקדמית, בחינת המאפיינים המבניים, מודלים אנליטיים (לרבות סימולציות ומבחני לחץ), ממצאים מהמוניטור ליציבות הפיננסית¹ והערכה של תנאי הרקע העדכניים ביותר בכלכלות העולמית והמקומית. הדוח מציג את הסכנות העיקריות למערכת הפיננסית בישראל, שעלולות להיות להן השלכות משמעותיות על הפעילות הכלכלית בישראל. הדוח מהווה פלטפורמה אנליטית לרגולטורים, למוסדות ולשחקנים הפעילים בשווקים לשם הערכה של סביבת הסיכונים שבה מתנהלת הפעילות העסקית והפיננסית ואי-איזונים הטמונים בה. **מטרת הדוח היא להגביר את המודעות של קובעי המדיניות² והציבור הרחב לאיומים הנשקפים למערכת הפיננסית בטווחים הקצר והבינוני ולאפשר היערכות מתאימה.**

תרשים 1 - תהליך ההערכה והניתוח של רמת היציבות הפיננסית³



1.1. ערוצי החשיפה לסיכונים

פגיעותה של המערכת הפיננסית בכללותה נגזרת מרמת פגיעותם של ערוצי החשיפה-לסיכון העיקריים. בדוח למחצית הראשונה של 2023 מנותחים חמישה ערוצים עיקריים:

הסביבה המקרו-כלכלית – הסביבה המקרו-כלכלית המקומית והעולמית משפיעה על הפעילות הכלכלית ועל מידת עמידותם של השחקנים המרכזיים במערכת הפיננסית – משקי הבית, החברות

¹ מוניטור היציבות הפיננסית (מפת החום) הוא כלי סטטיסטי (מבוסס על כ-50 אינדיקטורים שונים) הנותן הערכה אובייקטיבית על רמת פגיעותם של ערוצי החשיפה לסיכון במנעד של צבעים מהנמוך לגבוה. המוניטור מאפשר להעריך את האיתנות של המערכת הפיננסית ולפקח עליה, אך אינו מספק מסקנות לגבי יציבותה. מסקנות כאלה מצריכות הערכה שיפוטית, ועליהן להביא בחשבון מערך רחב יותר של מידע כמותי ואיכותי מכפי שניתן לכלול בו.

² דוח היציבות משמש כלי עזר מרכזי בתפקודה של הוועדה המוניתרית של בנק ישראל, הפועלת כדי לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה, כפי שהוגדר בחוק בנק ישראל (התשי"ע, 2010). הדוח מאפשר לוועדה המוניתרית של בנק ישראל ולנגיד לפעול על פי מסקנותיו כדי לצמצם את החשיפות העיקריות לסיכון, שעלולות לשבש את הפעילות הכלכלית במשק. בהקשר זה ובהסתמך על החוק, לבנק ישראל סמכויות בלעדיות לפעול כמלווה של המוצא האחרון (ספק נזילות) לגופים בנקאיים וגם לגופים פיננסיים שאינם תאגידיים בנקאיים בעת ובנסיבות מיוחדות, שבהן קיים, לדעת הוועדה המוניתרית, חשש ממשי ליציבותה של המערכת הפיננסית או לפעילותה הסדירה. פונקציה זו מחייבת את הבנק המרכזי לנהל מעקב עצמאי ורציף אחר ההתפתחויות במערכת הפיננסית ולגבש הערכת מצב של רמת יציבותה כדי לזהות את האיומים שעלולים להפוך לסיכונים מערכתיים.

³ להרחבה נוספת על המתודולוגיה, ראו נספח (עמ' 14) בדוח היציבות למחצית השנייה של 2022. "vs" – בהיתן, "vs" – כנגד.

והמתווכים הפיננסיים. ככל שסביבה זו בריאה ויציבה יותר, והתחזיות באשר להתפתחות בה חיוביות, פגיעותה של המערכת נמוכה יותר.

מחירי הנכסים – פגיעותה של המערכת הפיננסית תגדל אם בסביבה שבה היא פועלת מחירי הנכסים יתרחקו מתנאי היסוד או ממגמתם ארוכת הטווח, וכן אם המחירים בה ישתנו בגלל תמחור חסר של סיכונים. בסביבה כזאת ישנו סיכון מוגבר לתיקון חד במחירי הנכסים הפיננסיים ו/או הריאליים, שעלול להתגלגל עד לפגיעה במערכת הפיננסית.

האשראי – אשראי גבוה (מינוף) שנוטלים משקי הבית והעסקים חושף אותם לסיכונים, הנובעים, בין היתר, מעלייה בריבית (ככל שהאשראי הוא בריבית משתנה), מירידה של הפעילות הכלכלית במשק או בעולם ומירידה של מחירי הנכסים. רמות המינוף, התפלגותו ומהירות השינויים בו, 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 – רמת הקישוריות בתוך המערכת הפיננסית, כלומר עוצמת החשיפות הישירות והעקיפות (דרך חשיפות משותפות לצד השלישי: תאגידים ריאליים ופיננסיים כאחד) בין המוסדות הבנקאיים, הגופים המוסדיים והגופים החוץ-בנקאיים, קובעת את מהירות ההתפשטות של זעזועים לכלל המערכת. קישוריות גבוהה מגבירה את הפגיעות של המערכת הפיננסית.

1.2. תרחישי סיכון עיקריים

נוסף על הסביבה שבה פועלת המערכת הפיננסית, ובהינתן ערוצי החשיפה לסיכון ועוצמת פגיעותם, קובעים את רמת היציבות הפיננסית תרחישי הסיכון שעל הפרק. גיבוש תרחישי הסיכון והערכת הסיכוי להתממשותם מתבססים, בתקופות רגיעה – תקופות המאופיינות בתנודתיות נמוכה ובהעדר אירועי קיצון – על שיפוט סובייקטיבי ומושפעים מגורמי רקע רבים. כדי לגבש תרחישים אלה עוקבים בבנק ישראל באופן שוטף אחר ההתפתחויות העולמיות והמקומיות וכן אחר סקירות של מוסדות בין-לאומיים ומקומיים, בתי השקעות וחברות דירוג כדי לקבל פרספקטיבה רחבה ודעות שונות. נוסף על כך מנהלים ניטור של השיח הציבורי ושל המגמות במדדי סנטימנט שונים (עולמיים ומקומיים).

1.3. העמידות של המערכת הפיננסית

כפי שמראה המסגרת האנליטית (תרשים 1) יציבותה של המערכת הפיננסית תלויה בסופו של דבר בכושר העמידות – ביכולת הספיגה – של רכיביה השונים בפני זעזועים המגיעים לפתחה דרך ערוצי החשיפה העיקריים. הערכת העמידות של המערכת (resilience) מתבססת על מבחני לחץ וסימולציות – מבחנים חשבונאיים המיושמים על בסיס המאזנים של המוסדות הפיננסיים ומגזרי הפעילות – ומתמקדת בבחינת כושר הפירעון (solvency) של הבנקים וחברות הביטוח וכן בבחינה של עמידות התשתיות הפיננסיות, דהיינו מערכות התשלומים והסליקה במשק⁴.

⁴ ניתוח שלם של מידת עמידותה של המערכת כולל גם את האינדיקטורים לעמידותם של המגזר העסקי ושל משקי הבית שנסקרים בערוצי הסיכון הרלוונטיים.

2. עיקרי הדברים

- בסיכום כלל ההתפתחויות במחצית הראשונה של 2023, המערכת הפיננסית המקומית נותרה יציבה. תרמו לכך האיתנות והיציבות של המערכת הבנקאית וחברות הביטוח, ותפקודן התקין של תשתיות פיננסיות – מערכות התשלומים והסליקה. כריות הביטחון שאגרו משקי הבית והתאגידים – בין היתר הודות לתמריצים הפיסקליים ולהקלה המוניטרית בתקופת הקורונה – הגבירו את עמידותם בפני זעזועים פוטנציאליים.
- בתקופה הנסקרת הושפעה המערכת הפיננסית במשק משני גורמים עיקריים: האחד, המשך ההידוק של המדיניות המוניטרית והאטת הצמיחה הכלכלית בארץ ובעולם, לצד קשיים במערכת הבנקאות העולמית; והשני, חוסר ודאות סביב ההשלכות של שינויי החקיקה לגבי מערכת המשפט בישראל על תפקודו של המשק ועל המערכת הפיננסית בכללותה. אם התהליכים אלו – בארץ ובעולם – יתעצמו, הם עלולים לאתגר את המערכת בטווח הבינוני.
- ההידוק המוניטרי, הנדרש בשל האינפלציה המתמשכת, והתמתנות הצמיחה התבטאו בעלייה של מדדי הסיכון – ועמם התמחור – בשוק הנדל"ן ובשווקים הפיננסיים ובעלייה של עלויות האשראי. על רקע זה מתמודדים משקי הבית והעסקים עם הכבדה של נטל שירות החוב.
- כושר החזר של משקי הבית ושל המגזר העסקי נותר איתן. עם זאת, באשראי העסקי עלה סיכון החברות מענף הבינוי והנדל"ן – ענף מרכזי מבחינת החשיפות של המערכת הפיננסית.
- אי הוודאות סביב שינויי החקיקה העלתה את פרמיית הסיכון של המשק ולוותה בפחות של שער החליפין שתתרחם לעלייה באינפלציה, בירידה במחירי המניות ובהתגברות התנודתיות בשוק המט"ח ובשווקים הפיננסיים.

3. הערכה מסכמת

במחצית הראשונה של השנה הושפעו המערכת הפיננסית ויציבותה משני גורמים עיקריים. ראשית, בנק ישראל המשיך להעלות את שיעורי הריבית: על רקע התמתנות איטית מהצפוי של האינפלציה, ובדומה לשווקים אחרים בעולם⁵, נדרש הידוק מוניטרי מהיר. העלאת הריבית הביאה לשינויים בהקצאות הנכסים, במחיריהם ובתנאי השוק, שינויים ששיקפו עלייה ברמת הפגיעות של המערכת דרך כלל ערוצי הסיכון. הדבר בולט במיוחד בערוץ האשראי לשוק הנדל"ן, שמדדי הסיכון בו ממשיכים להיות גבוהים בפרספקטיבה היסטורית. אמנם, כריות הביטחון שאגרו משקי הבית והתאגידים – בין היתר הודות לתמריצים הפיסקליים ולהקלה המוניטרית בתקופת הקורונה⁶ –

⁵ C. Borio, "Monetary Policy under Test"; M. Brunnermeier, "Rethinking Monetary Policy in a Changing World" FD Magazine, IMF, March 2023. Kashyap and Stein (2023) "Monetary Policy When the Central Bank Shapes Financial-Market Sentiment", JEP

⁶ ראו תיבה 1 בדוח היציבות לשנת 2020 וגם "Monetary and fiscal policies as anchors of trust and stability" BIS (2023) A. Carstens

הגבירו את עמידותם בפני זעזועים פוטנציאליים. ולכן גם לאחר העלייה המתמשכת של האינפלציה והריבית, כושר החזר של הלווים השונים בישראל נותר איתן; עם זאת, ולמרות שוק עבודה איתן, משקי הבית צפויים להמשיך ולהתמודד עם עומס הולך וגובר של שירות החוב, שמקשה על הצריכה הפרטית ומאיץ את ניצול חסכוניותיהם. כמו כן, עסקים קטנים ובינוניים וחברות מענפי הבינוי והנדל"ן – שאליהן המערכת הפיננסית חשופה במיוחד – התמודדו בתקופה הנסקרת עם עלייה בקשיי החזר של חובותיהם – תוצאת ירידה ברווחים, שחיקה בהון העצמי, גידול ניכר של הוצאות המימון ופגיעה בתזרים המזומנים. לנוכח ההאטה הצפויה של הצמיחה הכלכלית בארץ ובעולם מגמה זו עלולה להתעצם.

במקביל, המערכת הפיננסית העולמית התמודדה בתקופה הנסקרת עם מספר אירועים משמעותיים: נפילתם של Silicon Valley Bank (SVB) ו-Signature Bank of New York (SBNY) תחילה ושל First Republic Bank (FRB) בהמשך; ואובדן אמון המשקיעים ב-Credit Suisse, שהוגדר כבנק בעל חשיבות מערכתית (G-SIB)⁷. אירועים אלה היוו תזכורת לאתגרים שמציבה האינטראקציה בין ההתפתחויות בתנאים הפיננסיים לבין ההידוק המוניטרי ולמהירות ההצטברות של הפגיעויות במערכת הפיננסית הנובעות מכך⁸. שימוש ביישומי הרשת וההתפשטות המהירה של המידע באמצעות המדיה החברתית העצימו את מה שנראה בתחילה כתופעה ייחודית במגזר הבנקאות האמריקאי. הסנטימנט זלג במהירה לבנקים ולשווקים הפיננסיים ברחבי העולם⁹, וגרם לירידה חדה בצפיפות לגבי הריבית ובמדדי המניות של הבנקים¹⁰, ולדיסוננס בין הצמצום המוניטרי הנדרש לאתגרים יציבותיים. התגובה המהירה של קובעי המדיניות, שנועדה לבלום סיכונים מערכתיים, צמצמה את החרדה בשווקים¹¹. עם זאת, ולמרות התערבויות אלה, הסנטימנט כלפי המערכת הבנקאית העולמית נותר שלילי, והמתחים במספר מוסדות ושווקים נשארו בעינם¹².

המערכת הבנקאית המקומית לא נאלצה להתמודד עם האתגרים שבפניהם עמדו בנקים במשקים מתקדמים אחרים: חשיפתם של הבנקים המקומיים לסיכונים הריבית מצומצמת יחסית, בגלל נתח נמוך של ניירות ערך המשוערכים לפי שווי השוק בסך נכסיהם ונתח גבוה יותר של מימון באמצעות פיקדונות קמעונאיים, פיזור במקורות המימון, וגם הסתמכות פחותה יחסית על חובות לטווח קצר ושיעור קטן יחסית של פיקדונות שאינם נושאים ריבית¹³. זאת לצד חשיפתה הישירה המצומצמת של מערכת הבנקאות בישראל לפעילות בחו"ל, שמרנות, ריכוזיות ורגולציה מותאמת-סיכון שמנהל הפיקוח על הבנקים¹⁴. נוסף על כך, החשיפה של מערכת הבנקאות והמערכת הפיננסית בישראל

⁷ T. Loyttyniemi (2023), "Financial instability in 2022-2023: Causes, risks, and responses", (VoXEU).

⁸ לניתוח מעמיק יותר ראו: Box 1.1 GFSR, April 2023.

⁹ לניתוח של השפעת הסנטימנט בשווקים וגורמי היסוד על ההסתברות לכשל של המערכת הבנקאית ו"לריצה אל הבנקים" ראו: "The Economic Impacts of Bank Stress in the US and Europe: Lessons from Academic Studies", Goldman Sachs, March 2023; Cookson et al., (2023) "Social Media as a Bank Run Catalyst", SSRN4422754

Figure 1.1. (Panel 1-6), GFSR ¹⁰

¹¹ ראו: M. Barr (2023), "Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of SVB"

¹² בעקבות הפעולות שנקטו הרגולטורים בארה"ב גדל גם הסיכון המוסרי (moral hazard): Tom Baker (2023), "What Is 'Moral Hazard,' and Why Does Silicon Valley Bank Have Us Talking About It Again?", Penn University.

¹³ פיקדונות אלה פועלים להגברה של סיכונים "היד הקלה" (flight risks) ולמימוש מהיר בעת שינוי הסנטימנט. ¹⁴ [/https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/62235](https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/62235)

למגזר ההיי-טק, שבארה"ב תרם רבות לאירועים שקדמו לנפילתו של ה-SVB, אינה גדולה¹⁵, ולכן הסכנה להידבקות המערכת הפיננסית מצד מגזר זה ולפגיעה ביציבותה כתוצאה מכך מוגבלת¹⁶.

המערכת הפיננסית בישראל הושפעה במהלך התקופה הנסקרת גם מתהליכי החקיקה לגבי מערכת המשפט (להלן: החקיקה), שמובילה הממשלה. הליכים אלו גרמו לעלייה ניכרת של אי הוודאות במגזר העסקי ואצל שחקנים מרכזיים בשווקים הפיננסיים בארץ ובעולם¹⁷; אי הוודאות השתקפה בהתפתחותו המואצת של הסנטימנט השלילי בשווקים¹⁸. בחינה של מכלול מדדי הסיכון מלמדת שאפקט זה היה מובהק ושעוצמתו השתנתה בהתאם להתקדמות בחקיקה. כך, בחודשים פברואר ומרץ פרמיית הסיכון של המשק עלתה, ערך השקל פוחת בשיעור ניכר ושוק ההון הישראלי רשם ביצועי חסר ביחס לקבוצת מדינות הביקורת. עם תחילתו של תהליך ההידברות וכל עוד תהליכי החקיקה לא קודמו באופן חד צדדי, עוצמת זעזועים אלו פחתה. בסיכומו של דבר, במהלך המחצית הראשונה ירד מדד ת"א 125 ב-2.1 אחוזים, בעוד שכל מדדי המניות המרכזיים בעולם עלו בחודשים אלו, והשקל פוחת ב-2.7 אחוזים מול הדולר, זאת בעוד הדולר נחלש מול מטבעות אחרים בתקופה זו. ההשפעה העודפת של האירועים המקומיים על שער החליפין נאמדת בכ-10 אחוזים¹⁹, ותרמה להאצת האינפלציה.

מעבר לעלייה במידת הרגישות (vulnerabilities) של ערוצי הסיכון שנרשמה בטווח המידי, כתוצאה מהליכי החקיקה²⁰, נציין כי הספרות הכלכלית מדגישה, במיוחד, את הטווח הבינוני והארוך בכל הקשור לסיכונים הכרוכים בשינויים מבניים פרמננטיים הנתפסים כמחלישים את עצמאותם של המוסדות. עם אלה נמנים הרעה מתמשכת בסנטימנט ובתרבות העסקית, בתהליך הצמיחה, וכן פגיעה באמון המשקיעים ובאטרקטיביות של המשק. השלכות של תהליכים אלה עלולים להתבטא בירידה ביכולת למשוך השקעות זרות ובפרט השקעות הון-סיכון, בירידה באמינות של קובעי המדיניות, ברגולציית יתר²¹, בהתייכרות של החוב (החיצוני והפנימי), בירידה של זמינות ההון, בחוסר היעילות בהקצאתו ואף בפגיעה פוטנציאלית ביציבות של המערכת הפיננסית²².

¹⁵ המימון של המגזר המגיע מהמערכת הבנקאית הישראלית אינו גבוה, ועומד, נכון לסוף 2022, על כ-13 מיליארד ש"ח בלבד. (להשוואה: שווי האשראי הבנקאי העסקי, נכון לסוף 2022, היה כ-670 מיליארד ש"ח. כמו כן, חלקה של ההשקעה בקרנות הון-סיכון ובקרנות השקעה אחרות בישראל ובחול (כולל קרנות הון-סיכון והון פרטי) בסך נכסי הגופים המוסדיים עמד, נכון לסוף 2022, על כ-8 אחוזים בלבד מנכסי החיסכון).

¹⁶ נדגיש כי בטווח ארוך ההתפתחויות בענף ההיי-טק כן צפויות להגביר את עוצמת הפגיעות בערוץ המאקרו (באפיק ההכנסות ממסים ודרך שוק העבודה).

¹⁷ ראו סקר של SNC, סקר העסקים של BDI, עמדה של איגוד הבנקים.

¹⁸ להרחבה בנושא של אי הוודאות והתרומה של התפתחויות בשיח הציבורי על היקף ואיכות המידע ועל עוצמת הסנטימנט ראו: S. Lohmann (2011), "The Dynamics of Informational Cascades: The Monday Demonstrations in Leipzig, East Germany, 1989–1991"; S. Bikhchandani et al. "A Theory of Fads, Fashion, and Cultural Change as Information Cascades", JPE, 1992; A. Hirshman (1970), "Exit, Voice and Loyalty: Response to Decline in Firms, Organizations and States"; M. Granovetter (1978), "Threshold Models of Collective Behavior", AJS.

¹⁹ להרחבה, ראו דברי נגיד בנק ישראל בכנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה לשנת 2023: [/https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/63319](https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/63319)

²⁰ https://innovationisrael.org.il/press_release/PositionPaper2023 ותרחיש 1 בתחזית של חטיבת המחקר, אפריל 2023 [/https://www.boi.org.il/publications/regularpublications/staff-forecast](https://www.boi.org.il/publications/regularpublications/staff-forecast).

²¹ Aghion et al. (2010), "Regulation and Distrust", QJE

²² Beazer and Blake (2018), "The conditional nature of political risk: How home institutions influence the location of foreign direct investment", AJP; Carlin et al., (2009) "Public trust, the law, and financial investment", JFE; L. Guiso (2010), "A trust-driven financial crisis. Implications for the future of financial markets", EIEF; C. Agustin, (2023) "The Value of Trust"; Stix (2013), "Why do people save in cash? Distrust, memories of banking crises, weak institutions, and dollarization", JoBF; M. Del Angel and G. Richardson (2022), "Independent Regulators and Financial Stability", NBER, WP29938; OECD Economic

לראיה, הגופים הבין-לאומיים (קרן המטבע ו-OECD) וכל אחת משלוש החברות הגדולות לדירוג אשראי (Fitch, Moody's, S&P) התריעו מפני ההשלכות הפוטנציאליות של תהליך החקיקה והעדר הקונצנזוס לגביו על כלכלת ישראל. חברת Moody's אף הורידה את תחזית דירוג האשראי של מדינת ישראל מ"חיובי" ל"יציב". לצד התייחסות לסוגיות מבניות ולסיכונים הטמונים בתהליכים חברתיים ארוכי הטווח, כל שלוש חברות הדירוג התמקדו בהשלכותיה השליליות של החקיקה על תפקוד ועצמאות המוסדות, בהגברת אי הוודאות ופגיעה בשקיפות; אך כן הדגישו את כושר העמידות הגבוה של המשק ואת איתנות המערכת הפיננסית²³. אמנם עוצמת ההשפעה של שינויים בדירוג האשראי פחתה מאז המשבר הפיננסי העולמי (GFC)²⁴, אך היא עדיין מובהקת, וחברות דירוג ומוסדות בין-לאומיים מייחסים למדינות בעלות איכויות משטר גבוהות יותר גישה מהירה וזולה יותר לשוקי החוב.

על רקע התפתחויות אלה והתממשות תרחיש גיאופוליטי מקומי (מבצעי "מגן וחי" ו"בית וגן"), הסנטימנט המקומי השלילי לא בא לידי ביטוי בשוק האשראי²⁵: המרווחים, היקף קווי האשראי והיקף החובות הבעייתיים במערכת הבנקאית לא השתנו מהותית. המערכת הפיננסית בישראל שמרה על יציבותה במהלך התקופה הנסקרת, ותרמו לכך האיתנות והיציבות של המערכת הבנקאית שהתבטא בשמירה על יחסי ההון הגבוהים, ביחסי זילת נאותים וברווחיות גבוהה בהשוואה לשנים האחרונות; יציבותן של חברות הביטוח, שהשתקפה בשמירה על יחס כושר פירעון גבוה, ותפקודן התקין של תשתיות פיננסיות – מערכות התשלומים והסליקה. נוסף על כך, המשק הישראלי, ובפרט בנק ישראל, צברו לאורך שנים רבות נכסים נזילים במט"ח בהיקף גדול, ומכאן שיכולתו לספוג זעזועים חריפים גבוהה יחסית. עם זאת, שילוב של אירועים מקומיים משמעותיים – פוליטיים וגיאופוליטיים – מתמשכים בסביבה העולמית המורכבת הנוכחית צפוי להוות אתגר משמעותי למשק ולמערכת הפיננסית בטווח הבינוני.

4. ערוצי החשיפה לסיכונים

לוח 4.1 מציג הערכה מסכמת של רמת הסיכון בערוצי החשיפה המרכזיים של המערכת הפיננסית לאורך זמן. ההערכה מבוססת, בין השאר, על תוצאות שהתקבלו מהמוניטור הפיננסי. המוניטור מאפשר להעריך את האיתנות של המערכת הפיננסית. ניתוח על פי רכיבי העיקריים מלווה בהערכות כמותיות ובמבחני חוסן, כגון מבחני קיצון ומעקב מקרו-יציבות. המוניטור ממשיך להתפתח ולהתעדכן בהתאם להערכת טיב ביצועיו (יכולת החיזוי שלו), ניתוח של אינדיקטורים

Surveys: Israel 2023. גם "נייר עמדה של אגף הכלכלנית הראשית אודות ההשלכות של הרפורמה המשפטית", אפריל 2023.

²³ לפירוט המתודולוגיה העומדת בבסיס הדירוגים של חברות דירוג האשראי ראו, Griffith-Jones, S. and Kraemer, M. (2021), "Credit Rating Agencies and Developing Economies," UNDESA, WP, 175.











²⁴ Binici et al., (2018), "Are credit rating agencies discredited? Measuring market price effects from agency sovereign debt announcements", BIS.

²⁵ להרחבה ראו: Holmström, B. (2015), "Understanding: Delis et al. (2020), "Democracy and Credit", JFE. the Role of Debt in the Financial System", BIS. ישנם שלושה ממדים בהם הסנטימנט בקשר לאיכות המשטר משפיע על שוקי האשראי (בטווח הבינוני): ממד ראשון הוא שאיכות גבוהה יותר יוצרת ציפיות בשוק לגבי מחזוריות ויציבות פוליטיים ומקטינה את ההסתברות לסכסוך חברתי שהתפתחותו יכולה להשפיע על תפקודו היעיל של הכלכלה. הדבר משפיע על פרמיית הסיכון של הבנקים. הממד השני הוא כי סנטימנט חיובי נשען על הציפיות באשר להיווצרותם של בלמים ואיזונים אפקטיביים המעצימים את תפיסות השוק לגבי איכות הממשל התאגידי, יציבות פוליטית והגנה על זכויות קניין. כל אלה חשובים עבור אספקת קווי האשראי, הביצועים, החדשנות והזדמנויות הצמיחה של החברות הללו. לבסוף, להבטחת איכות גבוהה של המשטר עשויה להיות השפעה מצמצמת על עלות האשראי, בעיקר באמצעות זרימת מידע מוגברת וצמצום אי הוודאות, ומכאן שגם על איכות החוב במערכת.

חדשים, נתונים וכלים סטטיסטיים. נדגיש כי המוניטור אינו מספק מסקנות לגבי יציבות המערכת, שכן מסקנות כאלה מצריכות הערכה (שיפוטית), ועליהן להביא בחשבון מערך רחב יותר של מידע כמותי ואיכותי מכפי שניתן לכלול בו.

הלוח מציג בעזרת מדרג צבעים הערכה של עוצמת הפגיעות של המערכת הפיננסית באמצעות כל אחד מהערוצים. ההערכה היא סובייקטיבית אך מסתמכת ברובה על ביצועיהם של אוסף אינדיקטורים כמותיים (להרחבה ראו נספח א')²⁶.



לוח 4.1: רמת הפגיעות של ערוצי החשיפה העיקריים לפי המוניטור²⁷

2023: H1	2022: H2	ערוצי הסיכון / התקופה
		הסביבה המקרו-כלכלית
		מחירי הנכסים
		האשראי
		הנזילות
		הקישוריות וההדבקה

מפת החום של הסיכונים: הסיכונים מוצגים על פי עוצמת חומרתם: מהנמוך ביותר (ירוק כהה) עד הגבוה ביותר (בורדו).



4.1 הסביבה המקרו-כלכלית

2023:1	2022:2	הסביבה בכללותה פעילות ריאלית שוק מטבע החוץ תחזיות
		

²⁶ לפירוט, ראו "מוניטור ליציבות פיננסית בישראל", סדרת ניירות תקופתיים 2020.02, בנק ישראל.
²⁷ למפת חום מלאה של כלל האינדיקטורים, ראו נספח א'.

המשך ההידוק המוניטרי, הנדרש לאור האינפלציה הגבוהה, הצמיחה העולמית הצפויה להיות נמוכה, האתגרים במערכת הבנקאות העולמית וההאטה במגזר ההיי-טק מגדילים את ההסתברות להאטה מסוימת בפעילות הכלכלית, כפי שמשקף גם בתחזיות הצמיחה. לפיכך אנו מעריכים שהסיכון מערוץ המקרו עלה ביחס לתקופה הקודמת.

בתקופה הנסקרת האינפלציה בישראל נותרה גבוהה, והציפיות לאינפלציה הן כיום סביב הגבול העליון של היעד. הצמיחה הכלכלית נמשכת בהתאם לקצב הצמיחה הפוטנציאלי, ובששת הרבעונים האחרונים רמת התוצר היא מעל לקו המגמה טרם תקופת הקורונה. בהיבט הפיסקלי – גביית המסים עד לחודש מאי הייתה נמוכה במעט מהתחזיות שפורסמו עם הצעת התקציב. עם זאת, רמתה עודנה גבוהה בהסתכלות ארוכת טווח, וההחלטות שקיבלה הממשלה עד כה צפויות להוביל, על פי תחזית ההכנסות הנוכחית, לגירעון נמוך יחסית בשיעור של כ-1.3 אחוזי תוצר בשנת 2023. למרות זאת, המרווח בין תשואות אג"ח ממשלת ישראל הנקובות בדולר לתשואות אג"ח ממשלת ארה"ב עלה במידה מסוימת וחברת "מודייס" הורידה, כאמור, את תחזית דירוג האשראי של מדינת ישראל מדירוג "חיובי" ל"ציב". שוק העבודה עדיין איתן, אולם הביקוש לעובדים התמתן, בעיקר במגזר ההיי-טק.

בהסתכלות לעתיד, על פי התחזית האחרונה (יולי 2023) של חטיבת המחקר של בנק ישראל, התוצר המקומי יצמח בכל אחת מהשנים 2023 ו-2024 ב-3 אחוזים הסיכון המרכזי לתחזית הוא התממשות של תרחיש בו שינויים חוקיים ומוסדיים ילוו בעלייה בפרמיית הסיכון של המדינה, המשך פיחות השקל, בפגיעה ביצוא, ובירידה בהשקעות המקומיות ובביקוש לצריכה פרטית. במידה וסיכון זה יתממש, צפויה פגיעה בתוצר בכל אחת משלוש השנים הבאות, המוערכת בין 0.8 ל-2.8 אחוזים מהתוצר²⁸.

לפי דוח ה-WEO של קרן המטבע העולמית מאפריל 2023²⁹ תחזית הצמיחה העולמית לשנה הקרובה נאמדה ב-2.8 אחוזים, ומאזן הסיכונים הכרוך בתחזית זו נוטה לצד השלילי, על רקע הסערה שהתפתחה במגזר הבנקאי. בפרט, ההסתברות שהצמיחה תהיה מתחת לתחזית הבסיס מוערכת, בהתבסס על מודל לאומדן הצמיחה בסיכון (Growth at Risk, GAR), בכ-62 אחוזים³⁰; הסיכונים כלפי מטה נשארו, על פי המודל האמור, גבוהים בהשוואה היסטורית. לחץ הולך וגובר על מאזני הבנקים עלול להביא להידוק (קיצוב) אשראי חמור ומתמשך, לצמצום (נוסף) של היצע האשראי העולמי, וכתוצאה מכך לתנאים פיננסיים הגלובליים וירידה בצמיחה העולמית (במשקים המפותחים) לסביבות של אחוז אחד. חשוב לציין, כי הסיכון לירידה גדל משמעותית, ומדד ה-GAR הולך ומתדרדר לרמות דומות לשיא של משבר ה-COVID-19.

החששות מההשלכות השליליות של ההתפתחויות המקומיות והגלובליות על ערוץ המקרו מתמקדים בעיקר בשני ערוצים – מגזר ההיי-טק ושוק מטבע החוץ. למגזר ההיי-טק נודעת חשיבות

²⁸ לניתוח מורחב של תרחיש זה ראו "התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אפריל 2023", 3 באפריל 2023, בנק ישראל.

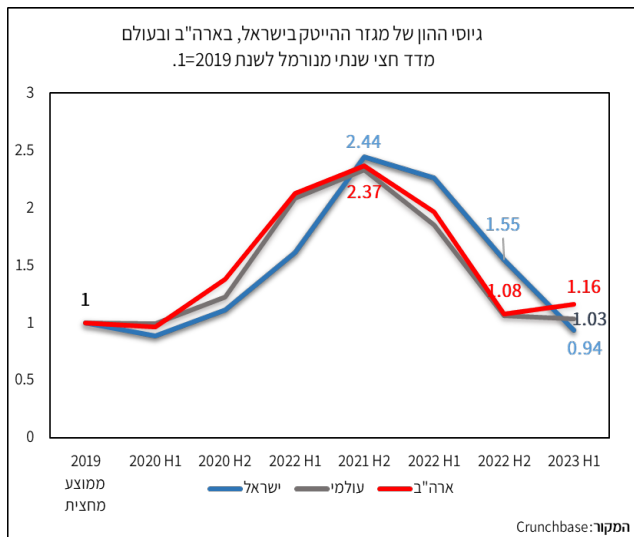
²⁹ International Monetary Fund (2023), "World Economic Outlook: A Rocky Recovery".

³⁰ International Monetary Fund (2023), "Global Financial Stability Report: Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks".

רבה למשק הישראלי בזכות חלקו הגדול בתוצר, ביצוא ובהכנסות המדינה. עם זאת ראוי לציין כי מקורות המימון של חברות אלה עיקרם מחוץ למערכת הבנקאות ולמערכת הפיננסית המקומיות, ועל כן ההשפעה הישירה של פגיעה במאזניהן ובמצבן הפיננסי של חברות ממגזר זה על המערכת הפיננסית צפויה להיות מוגבלת. עם העלייה ברמת הריביות והתמתנות הפעילות, ולאחר שיאים ברמות הגיוס של מקורות מימון בשנת 2021, נרשמה החל מהמחצית השנייה של 2022 ירידה משמעותית של רמת ההשקעות בחברות היי-טק בעולם, וגם בישראל³¹. במקביל ירד מדד ה-נאסד"ק במהלך 2022 ירידה חדה, ונרשמו גלי פיטורים בחברות טכנולוגיה רבות בעולם ובארץ. נוסף על כך, עלה החשש מפגיעה בהשקעות הישירות מחו"ל בענף ומהאפשרות שחברות ישראליות תעברנה את פעילותן לחו"ל בשל אי הוודאות סביב התהליכים הפוליטיים בישראל ואף היו דיווחים על מספר חברות שהחלו בהכנות לקראת מעבר כזה.

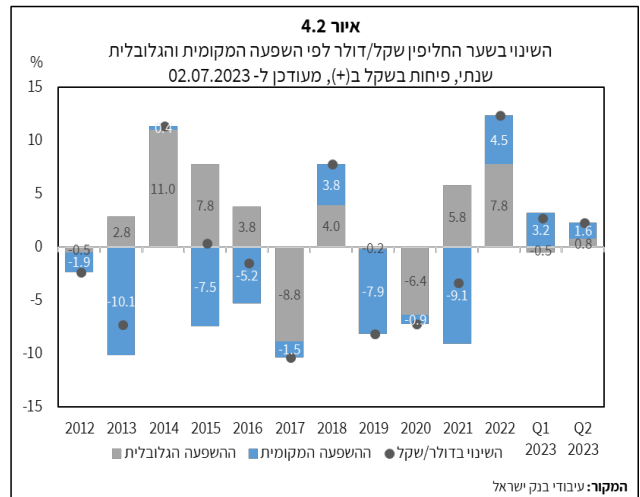
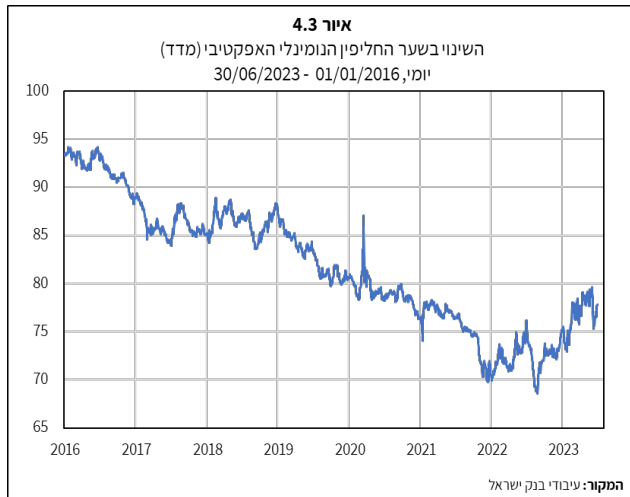
באזור 4.1, המציג את מגמת גיוסי ההון של חברות ישראליות, אמריקאיות וגיוסי הון בעולם, ניתן לראות כי המגמות היו דומות, בפרט בנוגע לירידה שאפיינה את המחצית הראשונה של שנת 2022. גם שיעור הגיוסים של חברות ההזנק הולך ויורד בישראל. במקביל, בזכות היקפי גיוס משמעותיים בשנים קודמות, הן של החברות עצמן והן של קרנות המשקיעות בהיי-טק, נראה כי לחברות הרשומות בישראל נותרו מקורות מימון נגישים. על פי התפתחויות אלה, ועמן אינדיקטורים נוספים³², נראה שהמגמה במגזר ההיי-טק בישראל מתרחשת גם על רקע זעזוע עולמי וירידה בגיוסי ההון בתגובה להתפתחויות הגלובליות. עם זאת, חשוב לציין כי החל מהמחצית השנייה של שנת 2022 ועד לתאריך פרסום דוח זה, הנתונים מצביעים על התאוששות בגיוסי ההון של חברות היי-טק בעולם, בעוד שבישראל מגמת הירידה עדיין בעינה³³.

4.1 איור גיוסי ההון של חברות היי-טק

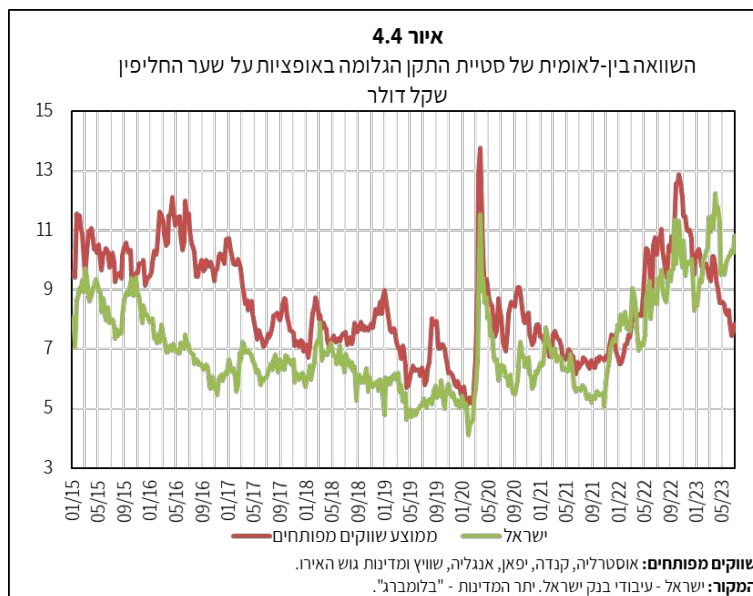


³¹ להרחבה ראו פרק א' בדוח בנק ישראל לשנת 2022, וגם א' דה מלאך, מ' הרן-רוזן, י' פרידמן ות' רמות-ניסקה (2022), "הערכת ההשלכות של הירידות בשוקי ההון על יציבות מגזר ההיי-טק הישראלי, בנק ישראל.
³² כך, למשל, לא חלו שינויים מהותיים, שניתן ליחסם להתפתחויות המקומיות, בהיקף המרות המט"ח של חברות ההיי-טק המקומיות או של חברות המו"פ הזרות.
³³ גם העלייה החדה במדד הנאסד"ק עשויה להצביע על כך שמגזר ההיי-טק בארה"ב מתאושש.

התפתחויות בשער החליפין של השקל. ההתפתחויות בשוק המט"ח במהלך התקופה הנסקרת נגזרו ברובן מהדינמיקה בתהליכי החקיקה (איור 4.2). מתחילת השנה ועד סוף מרץ, אז הוקפא תהליך החקיקה, פוחת השקל מול הדולר והאירו בשיעור של כ-2.7 ו-4.8 אחוזים, בהתאמה, ועיקר הפיחות התרחש בחודשים פברואר ומרץ³⁴. באותה תקופה פוחת שער החליפין הנומינלי האפקטיבי³⁵, שהשינויים בו משקפים את ההתפתחויות המקומיות, ב-3.3 אחוזים (איור 4.3). לפיחות המואץ הייתה השפעה על קצב האינפלציה.

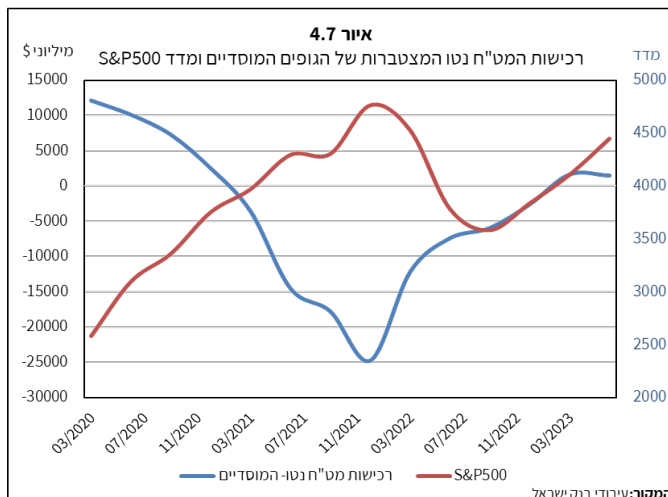
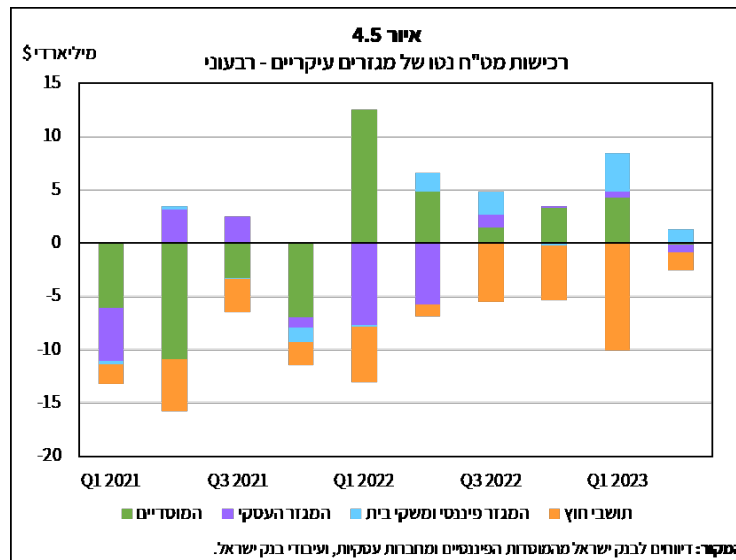


מגמת הפיחות שהחלה בדצמבר 2022 לוותה גם בעלייה חדה של תנודתיות שער החליפין בפועל; עד אז הייתה תנודתיות זו נמוכה מאוד בהשוואה בין-לאומית. גם התנודתיות הצפויה, כפי שהיא נגזרת מסטיית התקן הגלומה באופציות על שער החליפין שקל/דולר, עלתה בחודשים אלה עלייה ניכרת; זאת בניגוד למגמת ירידה בתנודתיות בשווקים המפותחים (איור 4.4).



³⁴ בחודשים אלה פוחת השקל ביותר מ-7 אחוזים מול כל אחד מהמטבעות האמורים.
³⁵ הרכב המטבעות בחישוב שער החליפין נקבע לפי הרכב הסחר של ישראל.

ניתוח מגזרי של היקף הרכישות והמכירות של מט"ח מאז תחילת השנה מעלה, כי פיחות השקל התרחש במקביל לרכישות מט"ח נטו של תושבי ישראל, בעיקר של המשקיעים המוסדיים (איור 4.5). אלה, בניגוד להתנהגותם בעבר, המשיכו לרכוש מט"ח, ובמקביל להקטין את היקף הגידור של השקעותיהם בחו"ל למרות התחדשות מגמת העלייה של מחירי המניות בשוקי חו"ל מראשית השנה (בדגש על ה-S&P 500 והנאסד"ק), בכך העלו המשקיעים המוסדיים את חשיפתם למט"ח בשיעור של כ-3.3 נקודות אחוז (איורים 4.6 ו-4.7), וזאת, ככל הנראה על רקע השינוי בהערכותיהם לגבי התפתחותה של מגמת שער החליפין. מנגד, תושבי חוץ הם אלה שסיפקו מט"ח ובכך תרמו למיתון חלקי של תהליך הפיחות.



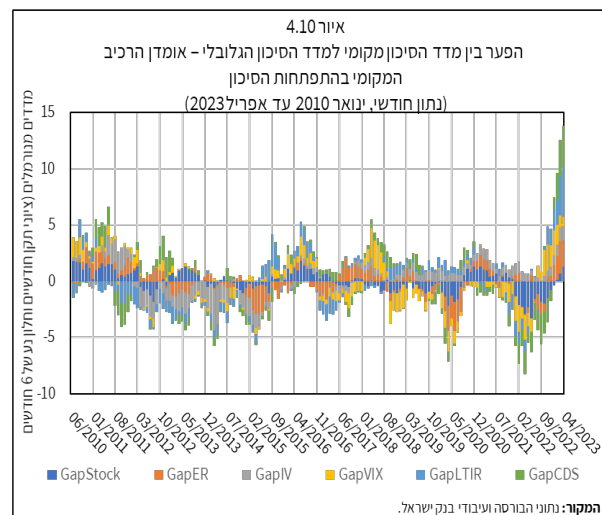
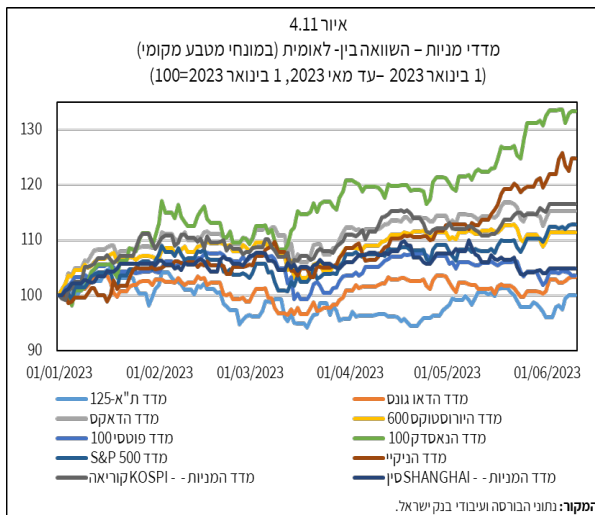
המשק הישראלי צבר לאורך שנים רבות נכסים נזילים במט"ח בהיקף גדול, ומכאן שיכולתו לספוג זעזוע חיצוני חריף בשוק מטבע החוץ גבוהה יחסית.³⁶ השילוב של עודף בחשבון השוטר, גידול של יתרות המט"ח שבידי בנק ישראל, השקעה של הגופים המוסדיים בנכסים סחירים בחו"ל, לצד השקעות ישירות של משקיעים זרים במשק, שהן השקעות ארוכות טווח, אשר אינן מושפעות בדרך

³⁶ התמסורת בין עוצמת הזעזועים לשינויים בשער החליפין תלויה במידה רבה ברגישות של השחקנים בשוק לזעזועים ובתנאי הרקע של המשק. ככל שתנאי הרקע טובים יותר כך מצטמצמת האפשרות של התפתחות ציפיות לתרחיש שלילי, אשר מגשימות את עצמן.

באמצעות יישום מתודולוגיה³⁷ המפרידה בין התפתחויות בשווקים הנובעות מזעזועים מקומיים להתפתחויות הנובעות מזעזועים גלובליים, אפשר להסיק כי מאז תחילת 2023, למרות הזעזועים הגלובליים, הרכיב המקומי הוא המשמעותי יותר בהסבר ההתפתחויות השליליות בשווקים המקומיים השונים. איור 4.10 מתאר את הפער בין התפתחות מדדי סיכון מקומיים למדדים מקבילים בחו"ל. ככל שהעמודות גבוהות יותר, המשמעות היא שהסיכון המקומי עלה יותר מאשר מקבילו בחו"ל, וכפי שניתן לראות, זו אכן ההתפתחות הבולטת מתחילת 2023.

מניות

מדד ת"א 125 ירד מתחילת השנה ועד סוף יוני בשיעור של 2.1 אחוז (וירד ב-6.4 אחוז במונחים דולריים), בניגוד לרוב מדדי המניות המובילים בעולם, שעלו בתקופה זו בשיעור ניכר (איור 4.11). ברקע לביצועי החסר, כאמור, עומדות ההתפתחויות המקומיות השליליות. לעומת זאת, אי הוודאות בשוק המניות המקומי, הבאה לידי ביטוי ב"מדד הפחד", נמצאת סביב רמתה הממוצעת ואינה חריגה יחסית למדדים דומים בשוקי מניות אחרים.

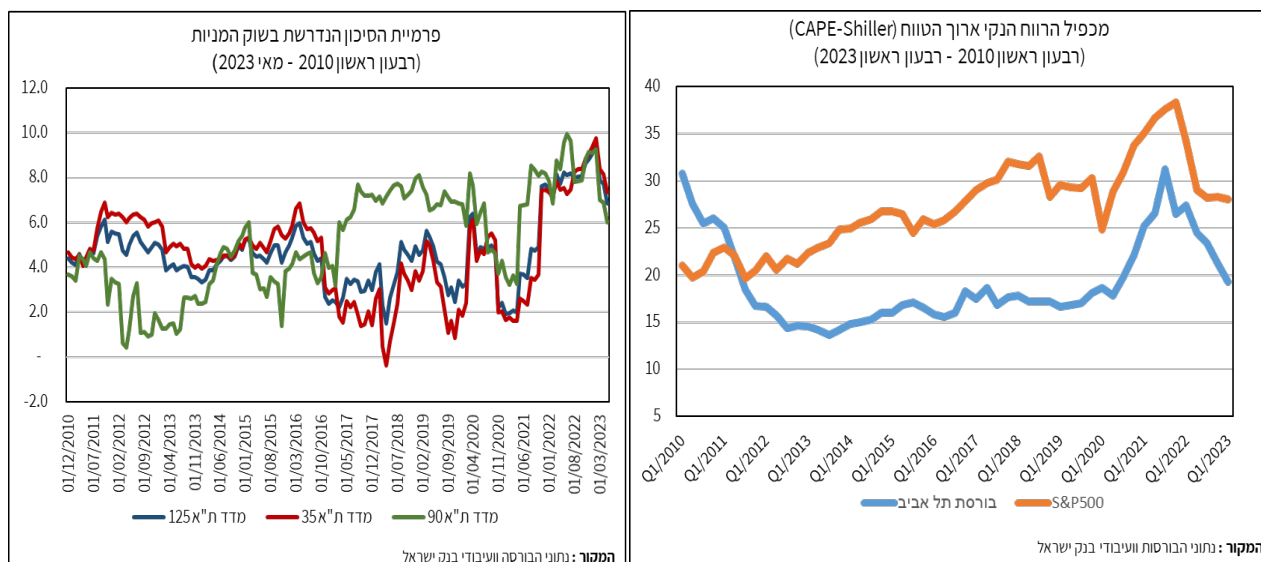


מדדי התמחור של המניות מבטאים ציפיות נמוכות של המשקיעים לביצועי החברות. מכפיל ההון של החברות (היחס בין שווי השוק של המניות להון הרשום בספרים) ירד בתקופה הנסקרת, ומכפיל הרווח ארוך הטווח (CAPE-Shiller) ירד לאורך שנת 2022 כולה וגם ברבעון הראשון של השנה, כתוצאה מירידת מחירי המניות במהלך השנה, לצד גידול של רווחי החברות. בנקודת הזמן האחרונה (דצמבר 2022) נמצא מדד זה קרוב לרמתו ההיסטורית הממוצעת (איור 4.12, צד ימין). בדומה לכך, פרמיית הסיכון הנדרשת בשוק המניות – המחושבת כיחס בין סך הרווח הנקי בשנה האחרונה לשווי השוק של המניות פחות תשואת אג"ח ממשלתית צמודה לעשר שנים – גבוהה יחסית (איור 4.12, צד שמאל). הירידה בתמחור המניות מבטאת התממשות, לפחות חלקית, של הסיכונים המקומיים והגלובליים.

³⁷ האומדן מתבסס על חישוב הפער בין הביצועים של מדדים שונים לסיכון פיננסי בארץ לביצועים של מדדים זהים במדינות דומות. לאחר מכן מחושבת התנועה המשותפת של הפערים בשיטת Principal Component Analysis. מפערי הביצועים ומכוח ההסבר של הרכיבים המשותפים נגזרת המסקנה – אם מדובר בשינויים הנובעים מהרכיב המקומי או מהרכיב הגלובלי. להרחבה על השיטה ראו: ב' שרייבר, "שער החליפין שקלדולר: פירוק לרכיב גלובלי ולרכיב מקומי", סקר בנק ישראל 84, דצמבר 2010.

איור 4.12

מדדי תמחור בשוק המניות

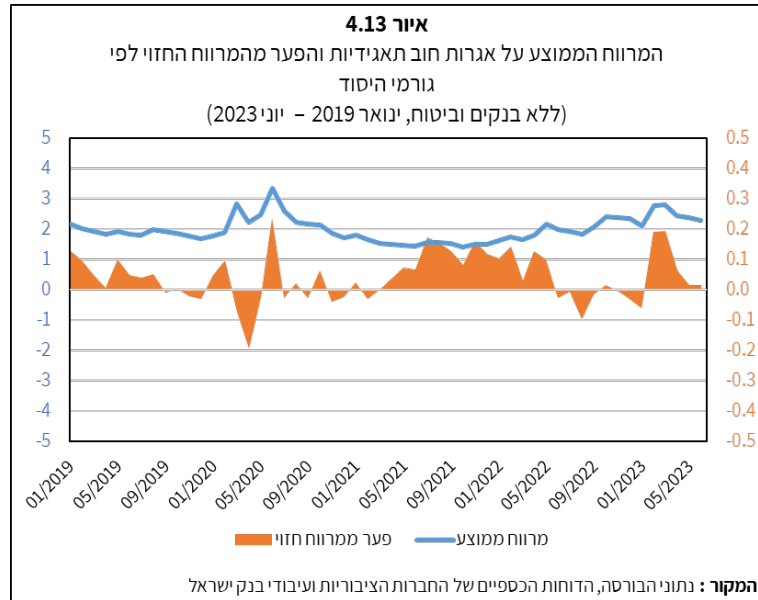


הסתכלות ענפית מעלה כי המגמות שנצפו במדדי הבורסה הכלליים נצפו גם בענפים, אולם ראוי לתת את הדעת על התפתחויות במספר ענפים, המשפיעים במיוחד על יציבות המערכת הפיננסית. מכפיל ההון בענף הבינוי והנדל"ן, הכולל את חברות הנדל"ן היזמי והמניב, ירד בחדות, ועומד (מאי 2023) על 0.93. מכפיל הון הנמוך מ-1 מצביע, בדרך כלל, על צפי של המשקיעים להפסדים של החברות בענף זה. גם מדד ה-CAPE-Shiller של הענף, שהגיע לשיא בתחילת 2022, ירד בחדות, ונמצא כיום מתחת לרמתו הממוצעת. בדומה לכך, הבנקים המסחריים, שנוסף על הסיכונים המקומיים והגלובליים שהתממשו הושפעו גם מהזעזוע במערכת הבנקאית האמריקאית, נסחרים בנקודת הזמן האחרון במכפיל הון הנמוך מ-1, לראשונה מזה שנתיים.

אג"ח תאגידיות

המרווח הממוצע של אג"ח התאגידיות של החברות העסקיות (ללא בנקים וחברות ביטוח) עלה מעט במהלך התקופה הנסקרת, בעיקר באג"ח המדורגות נמוך, ועומד (עדכני לסוף יוני) על 2.1 נקודות האחוז, בסביבת הממוצע ארוך הטווח (עדכני ל-19 ביוני). השוואה של המרווח בפועל למרווח החזוי לפי גורמי היסוד³⁸ מעלה כי המרווח בפועל קרוב לזה החזוי; משמע שהתמחור משקף סיכון הדומה לזה החזוי לפי גורמי היסוד (איור 4.13).

³⁸ מבוסס על מתודולוגיה המופיעה בעבודה של גראם-רוזן, מ., וידר, ח., ומיכלסון, נ. (2023), "הגורמים המשפיעים על מרווחי איגרות החוב התאגידיות", סקר בנק ישראל 93.



בהיבט הענפי, ראוי לשים דגש על האג"ח של חברות מענף הבינוני והנדל"ן, המהוות כ-45 אחוזים משווי השוק של האג"ח התאגידיות (ו-60 אחוזים משווי השוק של אג"ח החברות של המגזר העסקי הלא פיננסי). ענף זה כולל חברות בנייה (14 אחוזים משווי השוק), חברות העוסקות בנדל"ן מניב בארץ (65.5 אחוזים) וחברות העוסקות בנדל"ן מניב בחו"ל (20.5 אחוזים). לאחר עלייה מתמדת במרווחים במהלך שנת 2022 והתמתנות במחצית השנה האחרונה, המרווח של חברות הבנייה והנדל"ן המניב בארץ עומד על כ-3.5 ו-1.8 אחוז, בהתאמה, בעוד המרווח של אג"ח חברות הנדל"ן המניב בחו"ל הנסחרות בארץ על 5.6 אחוז. עובדה זו מלמדת, ככל הנראה, על השפעה חזקה יותר של הזעזועים הגלובליים והשלכותיהם על הסיכון בענף הנדל"ן המניב בחו"ל,³⁹ בעוד שבארץ נראה שלזעזועים המקומיים, ובפרט המשך עליית הריבית והשפעתה על שוק הדיור, הייתה השפעה מוגבלת על מחירי האג"ח.

המח"ם הממוצע מבטא את הרגישות של מחירי האג"ח התאגידיות לשינויים בריבית, וככל שהוא ארוך יותר, המחירים רגישים יותר לשינויים בריבית. זה הגיע לשיאו בסוף שנת 2021, ומאז הוא הולך ויורד. כיום (סוף יוני 2023) הוא עומד על כ-4 שנים, מעט מעל לממוצע ארוך הטווח.

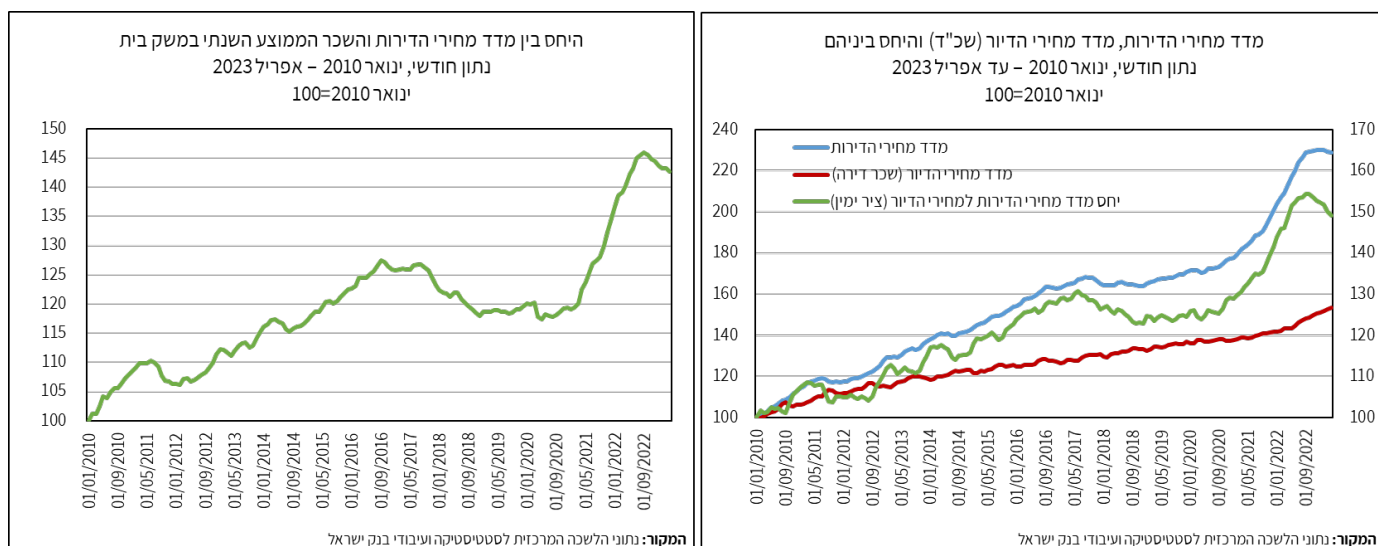
שוק הדיור

נתון הקצה (אפריל-מאי 2023) מצביע על ירידה של 0.3 אחוז במחירי הדירות, ומתחילת השנה ירדו המחירים בכ-0.6 אחוז. הירידה הקלה באה לאחר האטה נמשכת של קצב עליות המחירים – מ-20 אחוזים לשנה בספטמבר 2022 ל-7.6 אחוזים באפריל-מאי 2023. ההאטה בקצב עליית מחירי הדירות לצד עלייה נמשכת של שכר הדירה הפחיתה מעט את היחס בין המחיר לשכר הדירה, המשמש מדד לתמחור הסיכונים בשוק זה, אולם הוא עדיין מצוי ברמה גבוהה מאוד בפרספקטיבה היסטורית. כמו כן, היחס בין מחיר הדירה לשכר למשרת שכיר נמצא עדיין ברמות גבוהות מאוד בפרספקטיבה היסטורית (איור 4.14), דבר המגדיל את ההסתברות להמשך האטה בקצב עליית מחירי הדירות.

³⁹ חששות לענף הנדל"ן המניב במדינות מפותחות הועלו גם על ידי כלכלני קרן המטבע העולמית ב-GFSR האחרון (אפריל 2023).

איור 4.14

מחיר הדירות, שכר הדירה והשכר הממוצע למשרת שכיר



במקביל, מלאי הדירות הלא מכורות נותר גבוה, ואילו הנתון האחרון על קצב התחלות הבנייה מעיד על מגמת ירידה החל מהמחצית השנייה של 2022. עם זאת, הנסיקה של מספר היתרי הבנייה בחודשים האחרונים של 2022 עשויה לבוא לידי ביטוי בהתחלות הבנייה בחודשים הקרובים. נתונים עדכניים לחודשים האחרונים (כגון, מספר המועסקים בענף) מלמדים שרמת הפעילות בענף, אף כי הואטה מעט, עודנה גבוהה. ירידה של מספר העסקאות ומספר המשכנתאות החדשות שניתנות עשויה להעיד שהירידה של מחירי הדירות נובעת מהאטה בביקוש להן. בהסתכלות קדימה ניתן לומר שהצד גדול יחסית של דירות, תנאי שוק המשפיעים (בשוליים) לשלילה על הביקוש ופער ניכר בין מחירי הדירות לגורמי היסוד מעלים את ההסתברות לירידה של מחירי הדירות, בדומה למתרחש במדינות אחרות בעולם. אולם, כל עוד הירידה מתונה, אין בה כדי לסכן את המערכת הפיננסית. מכל מקום, אם קצב הפעילות בענף הבנייה יואט, תהיה לכך השפעה שלילית על היצע הדירות, וזה יפעל למיתון הכוחות הפועלים לירידת מחירים בטווח הקצר.

4.3. אשראי

2023:1

2022:2



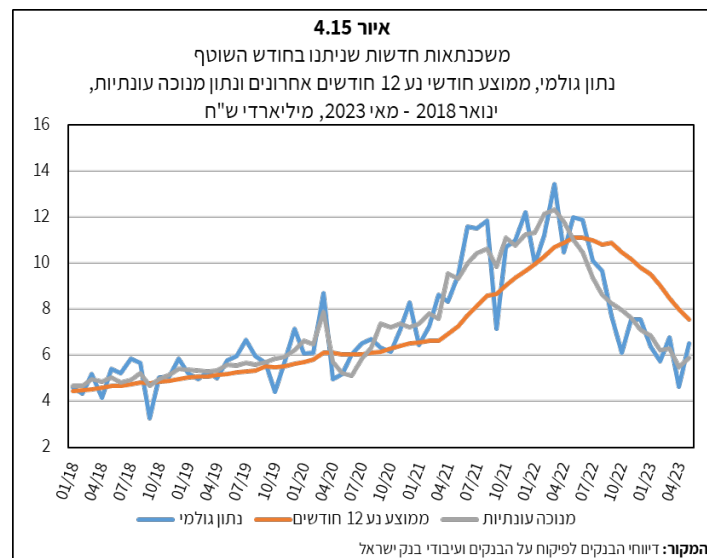
אשראי למשקי בית
אשראי למגזר העסקי

למרות גידול ההחזר החודשי של האשראי, כושר החזר של משקי הבית – בעיקר של הלוואות לדיור – נותר גבוה. עם זאת, באשראי הצרכני, שמקורו מחוץ למערכת הבנקאית, נרשמה עלייה מסוימת בשיעור הפיגורים. באשראי העסקי עלו האינדיקטורים לסיכון בענפי הבינוי והנדל"ן, שאליהם המערכת הפיננסית חשופה במיוחד. בשאר הענפים לא ניכרת הרעה.

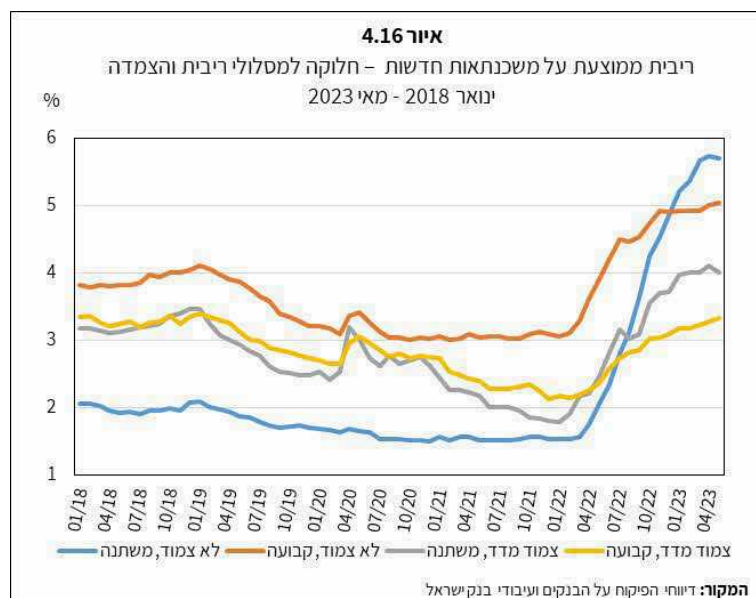
א. האשראי למשקי בית

האשראי לדוור

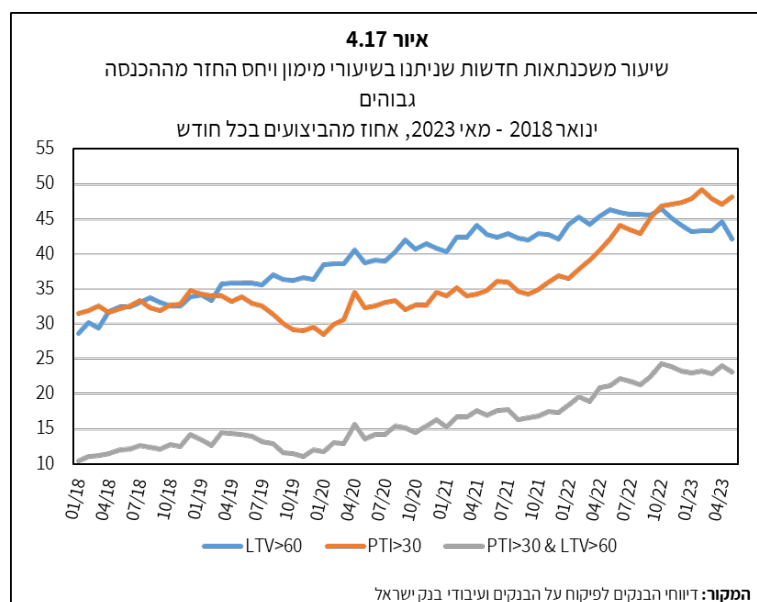
במחצית הראשונה של 2023 נמשכה מגמת הירידה של ביצועי ההלוואות לדוור, שהחלה במחצית השנייה של 2022. בחודש מאי 2023 ניתנו משכנתאות חדשות בסך כ-6.5 מיליארד ש"ח, סכום נמוך בכ-45 אחוזים מהביצועים בחודש המקביל אשתקד. אמנם בחודש מאי חלה התאוששות מסוימת בביצועי המשכנתאות לעומת חודש אפריל שבו נרשם הנתון החודשי הנמוך ביותר מאז אוקטובר 2019, אך הנתון מנוכה העונתיות וממוצע 12 החודשים האחרונים ממשיכים להציג מגמת ירידה (איור 4.15).



אשר למאפייני המשכנתאות החדשות – הריבית הממוצעת על המשכנתאות החדשות עלתה בכל המסלולים, בעיקר במסלול הפריים, שבו היא עלתה בין מרץ 2022 למאי 2023 בכ-4.2 אחוזים – שיעור נמוך במקצת מהעלייה של ריבית בנק ישראל. בשאר המסלולים עלתה הריבית בשיעור שבין 1.1 אחוזים ל-1.9 אחוזים, עלייה מתונה יותר, המשקפת גם את הציפיות לריבית ולאנפליציה העתידית (איור 4.16).

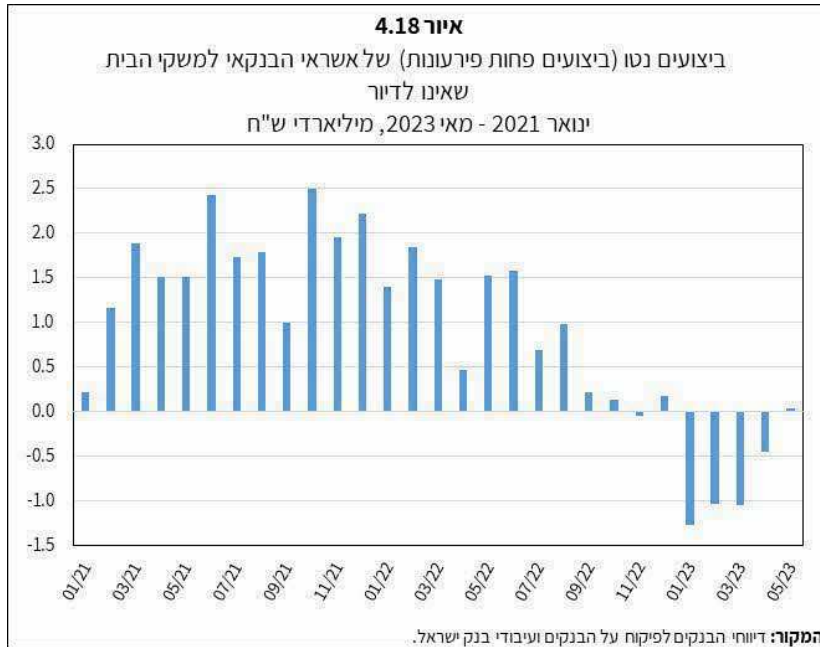


נמשכת מגמת ההתמתנות של שיעור המשכנתאות החדשות שניתנות עם יחס החזר-מהכנסה (PTI) ושיעור מימון (LTV) גבוהים (איור 4.17). בחודש מאי 2023 אחוז המשכנתאות החדשות שניתנו בשיעור מימון מעל 60 אחוזים עמד על 42.2 אחוזים, ושיעור המשכנתאות החדשות שניתנו עם יחס החזר מההכנסה מעל 30 אחוזים עמד על 48.2 אחוזים. שיעור המשכנתאות החדשות אשר ניתנו בחודש אפריל שבהן גם שיעור המימון וגם חלק החזר בהכנסה גבוהים, 23.2 אחוזים, נמוך במקצת מנתון השיא שנרשם בחודש אוקטובר 2022 (כ-24.4 אחוזים מהמשכנתאות החדשות), אך עדיין גבוה מאוד במונחים היסטוריים.

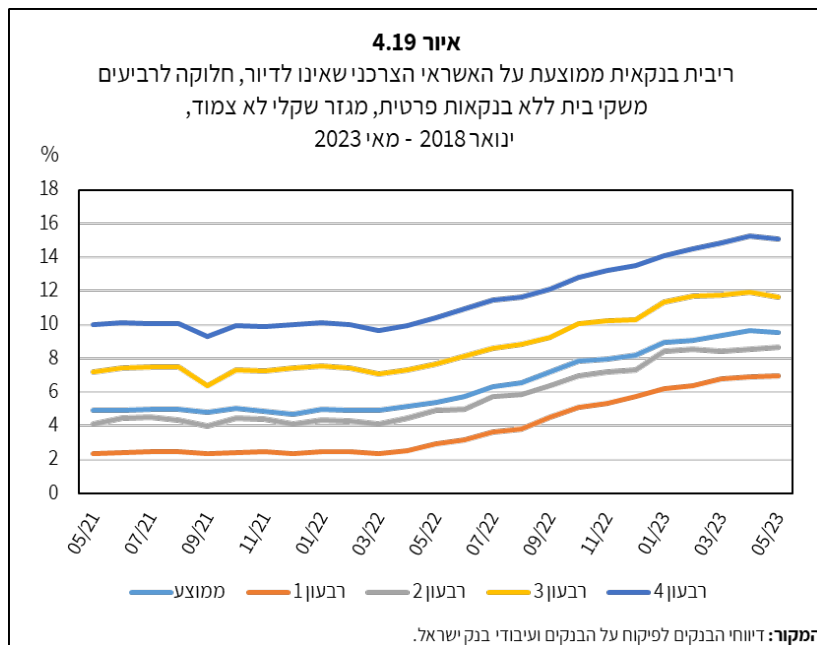


האשראי הצרכני

סך האשראי של משקי הבית בישראל שאינו לדיר מכל מקורות האשראי עמד בסוף אפריל 2023 על כ-228 מיליארד ש"ח, נמוך בכ-5 מיליארדי ש"ח מיתרת השיא, שנרשמה בסוף 2022. בחינה של ביצועי האשראי הבנקאי, המהווה כ-70 אחוזים מיתרת האשראי הצרכני שאינו לדיר, מעלה מגמה ברורה של צמצום אשראי. בפרט, הביצועים נטו של האשראי הבנקאי, כלומר האשראי החדש שניתן בניכוי הפירעונות ובתוספת האשראי הבנקאי האחר (לדוגמה משיכה מהעו"ש), היו שליליים בכל אחד מארבעת החודשים הראשונים של שנת 2023 (איור 4.18), מה שתרם למגמת הצמצום של יתרת האשראי הצרכני שלא לדיר בתקופה זו. בחודש מאי אמנם חלה עלייה מסוימת בביצועים של האשראי הצרכני אך הביצועים נטו עדיין היו אפסיים.



הריבית הבנקאית הממוצעת של האשראי למשקי בית שאינו לדיוור עמדה בחודש אפריל 2023 על 9.7 אחוזים, עלייה של כמעט 4.8 נקודות אחוז ביחס לנתון של חודש מרץ 2022. נראה אפוא שעליית ריבית בנק ישראל, שהחלה באפריל 2022, גולגלה באופן מלא לריבית האשראי למשקי בית שאינו לדיוור. איור 4.19 מציג את עליית הריבית הממוצעת בפילוח לרבעונים לפי גובה הריבית. ניתן לראות כי התמסורת מריבית בנק ישראל לריבית האשראי הצרכני הייתה מלאה לאורך כל ההתפלגות.



התפתחות נטל החוב והיציבות הפיננסית של משקי הבית בישראל

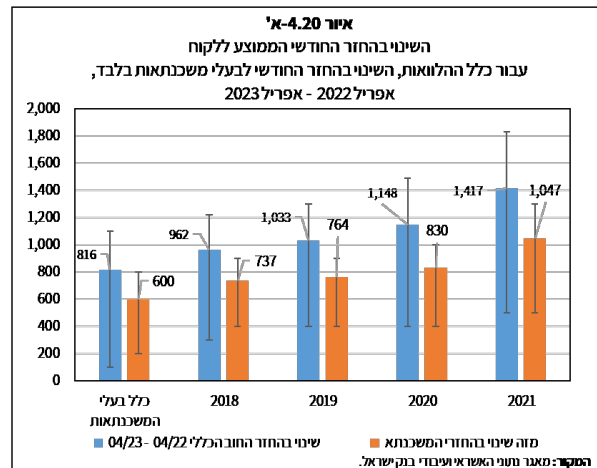
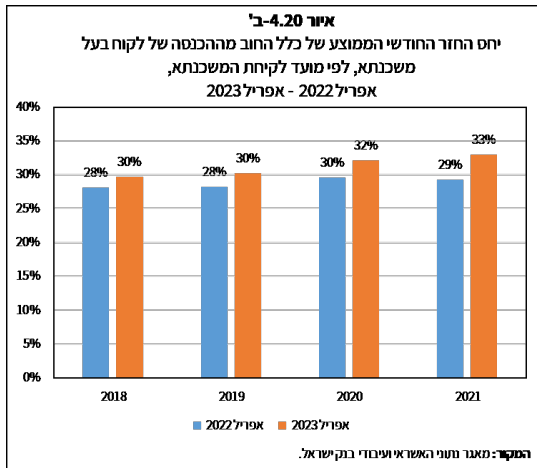
עליית הריבית והאינפלציה בתקופה האחרונה הגדילו מאוד את ההחזר החודשי של מחזיקי המשכנתאות⁴⁰. ואולם עלייה זו עלולה לשקף רק באופן חלקי את השינוי בנטל החוב הכולל של משקי הבית בתקופה של עליות הריבית והאינפלציה. כך, למשל, העלייה בריבית ובאינפלציה עלולה להגדיל את ההחזר החודשי על הלוואות קיימות שאינן לדיור, וכן לגרום קשיי נזילות, שיכולים לתמרץ חלק ממשקי הבית לקחת הלוואות חדשות ו/או לפרוס מחדש הלוואות קיימות. כנגד זאת ייתכן גם שחלק ממשקי הבית יבחרו להשתמש בחסכונות כדי לפרוע חלק מיתרת החוב במטרה לצמצם את החשיפה שלהם לעליות הריבית והאינפלציה.

לראשונה מאז שנת 2016 נרשמו צבירות שליליות מתמשכות בקופות הגמל והפיצויים: מאז אוקטובר 2022 ועד אפריל 2023 נמשכו בנטו 1.5 מיליארד ש"ח. אמנם מדובר ב-0.4 אחוז בלבד מסך הנכסים בספטמבר 2022, אולם גם ההפקדות הגדולות של חודש דצמבר, המושפעות בעיקר מההפקדות של עצמאיים, היו בשנת 2022 נמוכות מאוד בהשוואה לשנים קודמות. בדומה לכך, בקרנות ההשתלמות נצפו, במיוחד בחודשים ינואר ופברואר של השנה, מכירות בהיקף גדול, שלא נראו מאז מרץ 2020, בשיא משבר הקורונה. ברקע לפדיונות הגדולים עומדים הזעזועים המקומיים והגלובליים, ובעיקר העלאות הריבית, עליית האינפלציה והירידות בשוק ההון. לאור הקיפאון בהיקף פיקדונות הציבור בבנקים מתחילת השנה ובחינת ההתפתחויות במכשירי חיסכון והשקעה אלטרנטיביים, עולה ככל הנראה שמשקי בית משתמשים בחסכונות אלה להחזר חובות או לצריכה שוטפת.

כדי לבחון את השינוי הכללי בנטל החוב של בעלי המשכנתאות השתמשנו במאגר נתוני האשראי, המספק מידע על כלל עסקות האשראי של הלקוחות בישראל. בפרט, בחנו את התפתחות ההחזר החודשי של כל סוגי ההלוואות עבור כמיליון בעלי משכנתאות מאפריל 2022 עד אפריל 2023. אזור 4.20-א' מציג את העלייה הממוצעת הכוללת בהחזר החודשי עבור כלל ההלוואות, במהלך התקופה בחמש קבוצות: כלל בעלי המשכנתאות, ובעלי משכנתאות לפי השנה שבה הן נלקחו, מ-2018 עד 2021. ניתן לראות שאצל כלל בעלי המשכנתאות גידול ההחזר החודשי הממוצע ללקוח עמד במהלך התקופה על כ-816 ש"ח; מתוכם רק כ-600 ש"ח מזה נבעו מגידולו של החזר המשכנתא, והשאר הוא עלייה בהחזרים של אשראי צרכני קיים וחדש. יתר על כן, לגבי משכנתאות שנלקחו החל מ-2018, העלייה בהחזר החודשי בגין תשלומי המשכנתא הסתכמה במוצע בכ-737 ש"ח, ואילו העלייה הכללית בהחזרי החובות של לקוחות אלה הייתה כ-962 ש"ח, כלומר גבוהה בכ-30 אחוזים מהעלייה המשוערת בהחזר החודשי של המשכנתאות. עם זאת, כאשר מתחשבים גם בשינויים בהכנסה בתקופה הנסקרת⁴¹, ניתן לראות (אזור 4.20-ב') שלמרות הגידול בהחזר החודשי של כלל החובות של משקי הבית, שיעורו כחלק מההכנסה לא עלה במידה ניכרת.

⁴⁰ ראו, לדוגמה, ניתוח של השינוי בהחזר החודשי בסקירה השנתית של מערכת הבנקאות לשנת 2022 [/https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/62869](https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/62869).

⁴¹ הערכה של השינוי בהכנסה ביחס למועד החיתום של המשכנתא בוצעה על ידי בנק ישראל בהתאם לנתוני הלמ"ס, כתלות במאפייני הלווה.

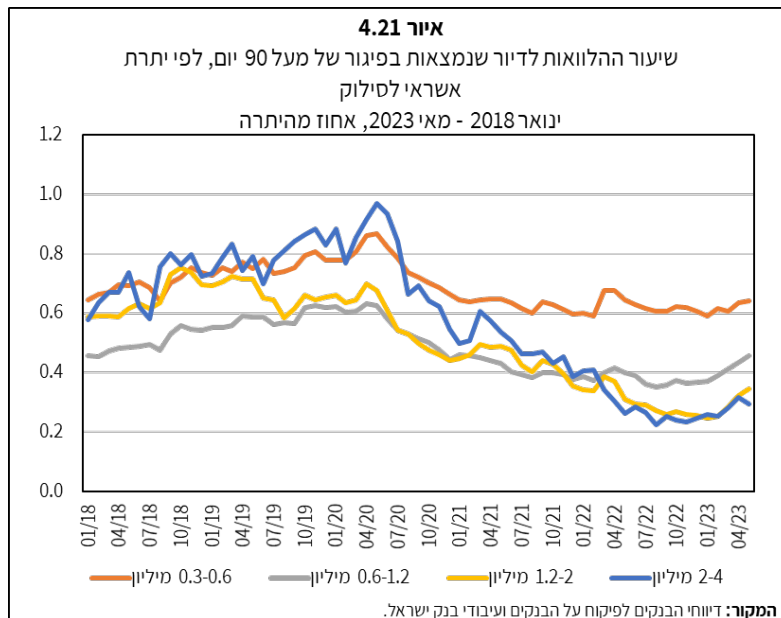


* ממוצע השינוי בהחזר החודשי ברמת לקוח עבור לקוחות אשר הייתה להם משכנתא לפי נתוני המאגר באפריל 2023 ולא סגרו מסלולים או הוסיפו מסלולי משכנתא חדשים במהלך התקופה. קווי שגיאה מציגים את אחוזון 25 עד 75 של השינוי בהחזר ללקוח.

העלייה בהחזר החודשי של בעלי המשכנתאות מעלה את החשש לפגיעה ביציבות של משקי הבית וביכולתם לעמוד בנטל החוב. אחוז ההלוואות הנמצאות בפיגור מעל 90 יום מבין ההלוואות לדיור של משקי הבית ממשיך להיות נמוך מאוד, כפי שניתן לראות באיור 4.21, המציג את יתרת האשראי לדיור שבפיגור מעל 90 יום בחלוקה לפי סך יתרת האשראי לסילוק. ניתן לראות באיור שבכל הקבוצות שיעור האשראי בפיגור נמוך בפרספקטיבה של השנים האחרונות – אמנם עם מגמת עלייה קלה בנקודת הקצה. יחד עם זאת, התמקדות ביתרת האשראי לדיור שבפיגור עלולה לשקף רק חלקית את התפתחות סיכוני האשראי של בעלי המשכנתאות. סביר שמשקי בית רבים ינסו למצוא דרכים להימנע מכניסה לפיגור בהחזר המשכנתא, לדוגמה על ידי צמצום הוצאות, מיצוי חסכוניות, הגדלת משיכת היתר, נטילת חובות נוספים למימון ההוצאות השוטפות ואף כניסה לפיגור בהלוואות אחרות. ייתכן אפוא כי רק כאשר כל אפשרויות האשראי וצמצום ההוצאות של משק הבית יגיעו למיצוי יתחילו קשיי התשלום של משקי הבית להשתקף גם בשיעורי המשכנתאות שבפיגור.

מגמת עלייה קלה ניכרת גם בשיעורי הפיגור באשראי הבנקאי שלא לדיור, אם כי גם כאן הרמה עדיין נמוכה מאוד. אולם, לפי אינדיקטורים ממקורות שונים⁴², נראה כי ישנה עלייה ניכרת בשיעורי הפיגור בהחזרים של אשראי צרכני למלווים שאינם בנקים.

⁴² בהם דוחות כספיים של חברות אשראי חוץ-בנקאי, דיווחים של חברות כרטיסי אשראי ונתוני מאגר האשראי.



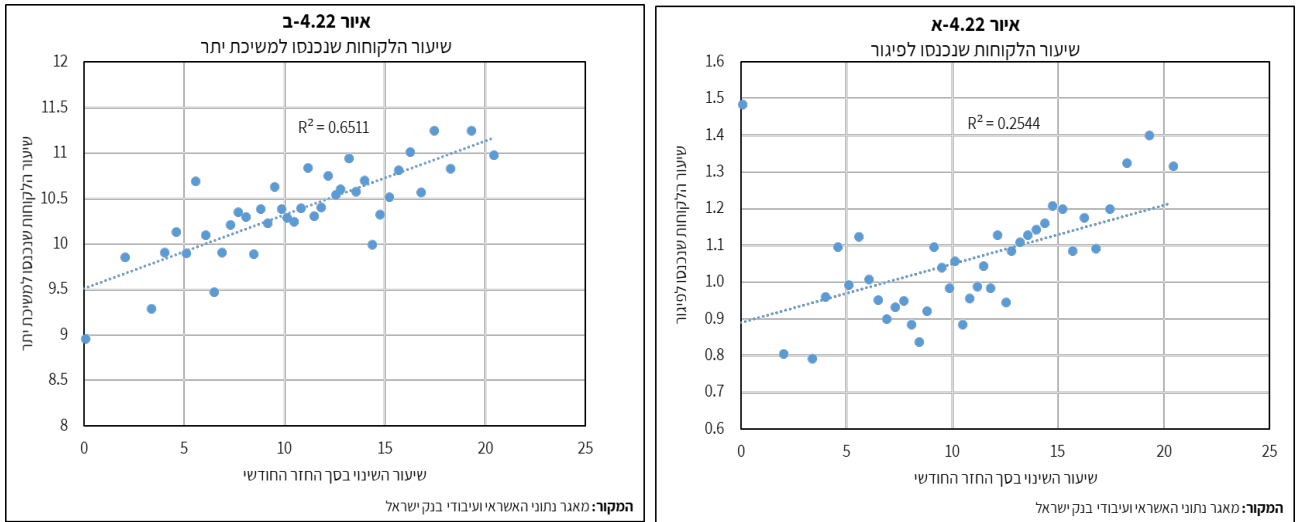
כדי לבדוק אם מתפתחים סיכוני אשראי בגין עליית ההחזר הכללית על המשכנתאות וההלוואות הצרכניות בחנו, באמצעות מאגר נתוני האשראי, את התפתחות הסיכונים ברמת הלקוח ואת הקשר שלה לעליית נטל החוב בשנה האחרונה (אפריל 2022 עד מרץ 2023). איור 4.22 מציג את הקשר בין שיעור השינוי בהחזר החודשי של לקוח מאפריל 2022 עד מרץ 2023 לבין הסבירות שייכנס למשיכת יתר בחשבון העו"ש או לפיגור בתשלומים על עסקת אשראי כלשהי⁴³. בפרט, בדקנו, לגבי כל לקוח בעל משכנתה במאגר את השינוי בהחזר החודשי בין אפריל 2022 למרץ 2023 וקיבצנו את הלקוחות ל-50 קבוצות שוות לפי שיעור השינוי בהחזר החודשי. עבור כל קבוצה בדקנו את אחוז הלקוחות שנכנסו לפיגור, כלומר שלא היו בפיגור באף עסקת אשראי באפריל 2022 ונמצאו בפיגור במרץ 2023, ואת אחוז הלקוחות שלא היו במשיכת יתר בחשבון העו"ש בתחילת התקופה ונמצאו במשיכת יתר בסופה. אכן ניתן לראות קשר חיובי חזק יחסית בין שיעור העלייה בהחזר החודשי והכניסה של לקוחות לפיגור בתשלומים ולמשיכת יתר⁴⁴. לדוגמה, 1.4 אחוזים מהלקוחות ששיעור ההחזר שלהם עלה בכ-20 אחוזים נכנסו לפיגור תשלומים בין אפריל 2022 למרץ 2023 לעומת 0.8 אחוז מהלקוחות ששיעור ההחזר שלהם גדל בכ-3 אחוז. נוסף על כך, כ-11.2 אחוזים מהלקוחות שהחזר שלהם גדל בכ-20 אחוזים נכנסו למשיכת יתר בחשבון העו"ש, לעומת 9.2 אחוזים מהלקוחות שהחזר שלהם גדל בכ-3 אחוזים. זאת אומרת שבחינה של הנתונים הפרטניים מאשרת כי העלייה בהחזר החודשי משפיעה על יכולת ההחזר של הלקוחות, אף שהשפעה על מדדי הסיכון ועל שיעור הפיגורים הכללי נותרה נמוכה.

⁴³ במאגר נתוני האשראי עסקה תיחשב בפיגור כאשר פיגור בתשלום בסכום הגבוה מ-200 ש"ח נמשך 30 ימים ומעלה.
⁴⁴ כדי להקטין את ההשפעה של מקרי קיצון הורדנו מהאיור את 10 אחוזי הלקוחות בעלי שיעורי החזר הגדול ביותר והקטן ביותר; משמע שהאיור מציג 80 אחוזים מהלקוחות בעלי המשכנתה נכון לאפריל 2022 שלא נוסף או נסגר להם מסלול משכנתה עד מרץ 2023. עוד נציין שהנתונים אינן רגישות לשימוש בסך השינוי בהחזר במקום בשיעור השינוי ב.

איור 4.22

הקשר בין שיעור עלייה בהחזר החודשי על המשכנתא וסיכון משקי הבית

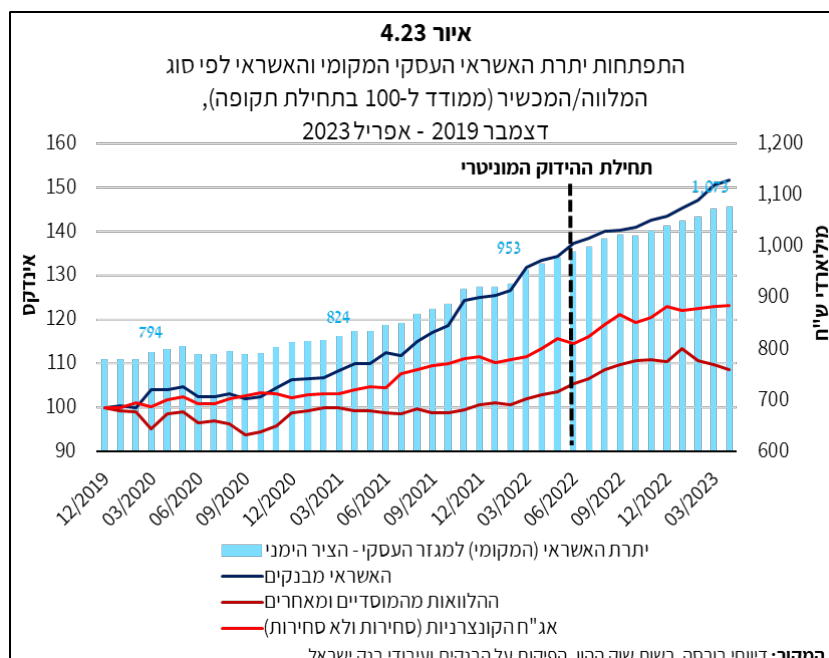
שיעור לקוחות מבין בעלי המשכנתא שנכנסו לפיגור מעל 30 יום בעסקת אשראי כלשהי (איור א') ולמשיכת יתר (איור ב') ביחס לשיעור השינוי בהחזר החודשי על כלל החוב בין אפריל 2022 למרץ 2023



א. האשראי למגזר העסקי

א. המגמות באשראי

על האף העלייה של סביבת הריבית בישראל ובעולם ב-12 החודשים שהסתיימו באפריל 2023, נרשם גידול נומינלי של כ-11.5 אחוזים ביתרת האשראי העסקי ממלווים מקומיים, נמוך יותר מאשר ב-12 החודשים הקודמים (כ-16 אחוזים), טרם העלייה בריביות, אך גבוה מאשר בשנים קודמות. המקור העיקרי (יותר מ-70 אחוזים, בדומה לממוצע בשנתיים הקודמות) לגידול האשראי העסקי בתקופה הנסקרת היה האשראי העסקי שמקורו במערכת הבנקאית, שצמח בכ-13 אחוזים. גם בסגמנטים האחרים (החוץ-בנקאיים) נרשם גידול, אמנם נמוך יותר, כ-6 אחוזים, אך בולט לנוכח שיעורים נמוכים יותר בתקופה שלפני העלאות הריבית (איור 4.23).



א.1. האשראי הבנקאי

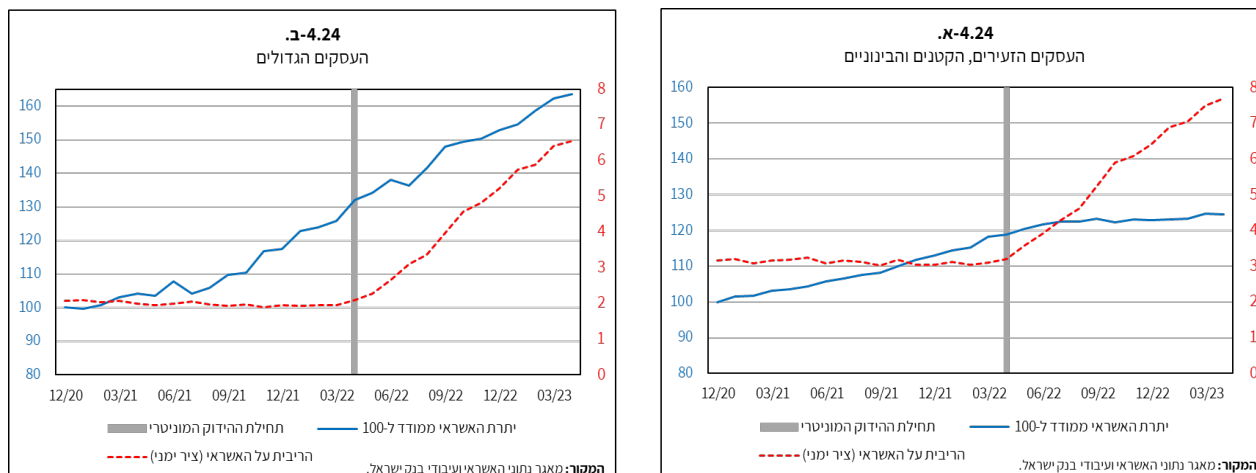
האשראי מהמערכת הבנקאית למגזר העסקי עומד, נכון לאפריל 2023, על סך של כ-694 מיליארד ש"ח. צמיחת האשראי ב-12 החודשים שהסתיימו במועד זה הובלה על ידי העסקים הגדולים, שהיו אחראים ליותר מ-80 אחוזים מהגידול בתקופה זו. האשראי עבור מגזר זה גדל ב-24 אחוזים, שיעור מעט נמוך יותר מאשר ב-12 החודשים הקודמים (27 אחוזים). זאת למרות עלייה חדה של 4.5 נקודות האחוז בריבית הממוצעת על האשראי (איור 4.24). כנגד זאת בעסקים הזעירים, הקטנים והבינוניים ניכרת האטה בקצב הגידול של יתרת האשראי מתחילת ההידוק המוניטרי: אצלם הגידול הנומינלי הסתכם בתקופה זו ב-5 אחוזים בלבד, לעומת 15 אחוזים ב-12 החודשים הקודמים, וזאת לצד עלייה דומה של הריבית הממוצעת על האשראי.

בבחינה ענפית בולט גידול האשראי לענף שירותים פיננסיים, אשר צמח ב-12 החודשים שהסתיימו באפריל 2023 בכ-29 אחוזים, ואחראי לכ-28 אחוזים מגידול האשראי הבנקאי העסקי. (משקלו של הענף באשראי העסקי הבנקאי 15 אחוזים) הגידול החריג של האשראי מקורו בפעילות הגופים המוסדיים בחוזים עתידיים, ומסבירות אותו הירידות בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים בתקופה הנסקרת (ראו פרק הנכסים הפיננסיים). ענפי הבינוי והנדל"ן תרמו בתקופה זו כ-45 אחוזים מצמיחת האשראי – מעל לחלקם בסך האשראי הבנקאי העסקי⁴⁵. עיקר הגידול היה בענף הבינוי, והוא נבע, ככל הנראה, מההאטה במכירת דירות חדשות. העדות לכך היא שערבות חוק מכר, ערבות שהבנק מספק לרוכשי דירות חדשות, נותרה בחודשים האחרונים קבועה ואילו האשראי המאזני המשיך לצמוח, זאת על מנת שחברות הבנייה יוכלו להמשיך להתקדם עם הבנייה. (עדות זו נתמכת גם בירידה במכירות של חברות הבנייה הציבוריות, כפי שיוצג בהמשך). ביתר הענפים (כמצרף) גידול האשראי היה נמוך באופן משמעותי ביחס לחלקם בסך האשראי (7.5 לעומת 46 אחוזים) ונמוך לגידולו בהם ב-12 החודשים הקודמים.

⁴⁵ נדגיש כי מגבלת החבות הענפית בבנקים מחושבת ביחס לסך כל חבויות הציבור. השיעור המצוין מחושב ביחס לאשראי העסקי בלבד; לכן הוא אינו מעיד על חריגה מהמגבלה הענפית, שהיא 24 אחוזים.

4.24 איור

יתרת האשראי הבנקאי (ממודד ל-100) והריבית הממוצעת על האשראי (אחוזים), דצמבר 2020–אפריל 2023 (לפי מגזרי פעילות פיקוחיים)



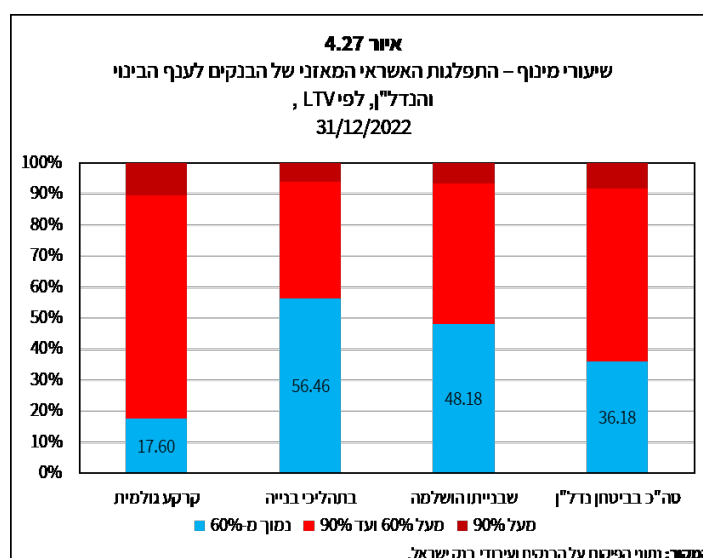
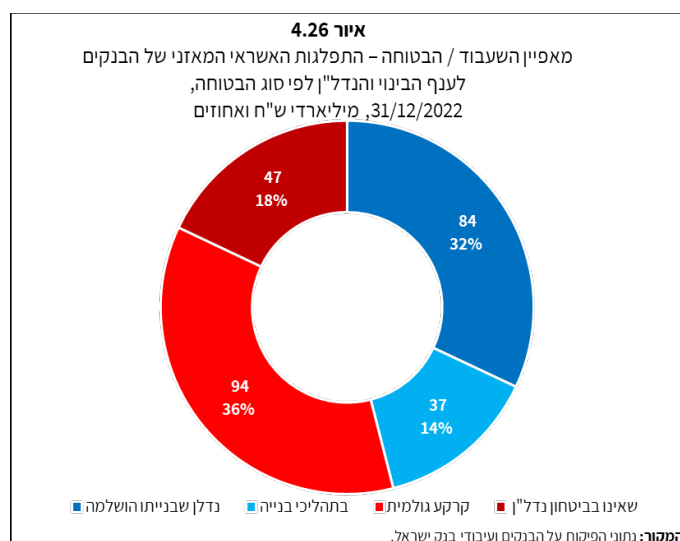
אשר להתפתחות של סיכון תיק האשראי – רמתם של המדדים לאיכות האשראי העסקי במרבית הענפים הייתה, נכון לסוף 2022, טובה יותר מאשר בשנים קודמות. עם זאת, ניתן להבחין בשתי התפתחויות בולטות במהלך שנה זו (לוח 4.2). הראשונה היא עלייה חדה של שיעור האשראי הבעייתי בענף הבינוני – לרמה גבוהה מזו ששררה ב-2020 (משבר הקורונה)⁴⁶ – עלייה המתואמת עם עלייה של שיעור ההפרשה להפסדי האשראי בענף זה. העלייה של שיעור האשראי הבעייתי בענף הבינוני אינה מקרית - היא תוצאה של האטה חדה בשוק הדיור ב-2022, שנמשכה לתוך 2023⁴⁷. ביטוי להאטה זו ניתן למצוא גם כשמנתחים את פעילות חברות הנדל"ן היזמי הנסחרות בבורסה⁴⁸: מבחינה מצרפית הן רשמו ירידה של יותר מ-30 אחוזים במכירת דירות חדשות וירידה של 5 אחוזים במספר הדירות שבביצוע ובשיווק. ניתן לראות באיור 4.25 כי ההאטה האמורה רחבת ומקיפה כמעט את כל החברות שנתחו: מרביתן מופיעות בצד שמאל של האיור, ויש מתאם חיובי בין האינדיקציות כאשר שתיהן מצביעות על ירידה בפעילות. תוצאה זו פירושה פגיעה מתמשכת בתזרים המזומנים של החברות (עקב צפי לירידה בהכנסות כתוצאה מהירידה של מספר יחידות הדיור שבביצוע ובשיווק). יחד עם הגידול של הוצאות המימון – פועל יוצא של עליית הריבית (כפי שמתואר לעיל), אך גם לנוכח רכישת הקרקעות ב-2021 במחירים חריגים ובמינוף גבוה (שאותה ניתחנו בעבר⁴⁹) – ניתן להעריך כי עלה הסיכון בענף זה.

ההתפתחות השנייה במדדי איכות האשראי הבנקאי נרשמה בענף הפעילות בנדל"ן (שמרביתו משויך לנדל"ן המניב), והיא עלייה של שיעור ההפרשה להפסדי אשראי, שאינה מתואמת עם העלייה של שיעור האשראי הבעייתי. מקורה בגידול ההפרשה הקבוצתית, ולכן לא בהכרח מדובר בעלייה של הסיכון הספציפי. למרות הירידה של איכות האשראי בענפים אלו, עדיין מדובר ברמה נמוכה של אשראי בעייתי בהשוואה לעבר.

⁴⁶ האשראי הבעייתי כולל אשראי בפיגור, אשראי פגום ואשראי בהשגחה מיוחדת. לעתים הבנק לא מבצע הפרשה להפסד עבור כל האשראי הבעייתי, משום שהוא צופה כי יקבל את מלוא החוזר.
⁴⁷ להרחבה ראו פרק ח' בדוח בנק ישראל לשנת 2022 ופרק הנכסים הפיננסיים בדוח זה.
⁴⁸ בהתייחס ל-15 חברות הנדל"ן היזמי הגדולות שנסחרות בבורסה ומספקות את המידע הרלוונטי לניתוח.
⁴⁹ ראו תיבה 1 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של שנת 2022.

בישראל⁵¹. מלבד זאת, 36 אחוזים מבוטחים בקרקע גולמית, ו-14 אחוזים – בנדל"ן שבתהליכי בנייה. כשליש מהאשראי מבוטח בביטחון נדל"ן שבניתו הושלמה⁵²; ומתוך אשראי זה כ-70 אחוזים ניתנו למשרדים ולמסחר. מדובר בתת-קבוצה של ענף הנדל"ן המניב, המאופיין לאחרונה בסיכון גבוה יותר בגלל עלייה צפויה של שיעורי ההיוון (להרחבה, ראו תיבה 1 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה 2022).

מבחינת שיעורי המינוף, מתוך האשראי המבוטח בנדל"ן בישראל (כ-80 אחוזים מהאשראי המאזני לענף), כ-64 אחוזים הם ב-LTV (Loan To Value) גבוה מ-60 אחוזים. באשראי המבוטח בקרקע גולמית השיעורים גבוהים אף יותר: ב-82 אחוזים מהאשראי ה-LTV גבוה מ-60 אחוזים (איור 4.27). לשם השוואה: ממוצע המינוף, בבחינה של יחס החוב הפיננסי להון המניות והחוב שלה (המקביל לחישוב LTV) של חברות הבינוי והנדל"ן הוא כ-56 אחוזים. שיעורי מינוף גבוהים מאופיינים בדרך כלל בעלויות מימון גבוהות יותר, מה שעלול לפגוע בנזילות של החברות בענף.



⁵¹ ייתכן שהם משועבדים בשעבוד צף.

⁵² להרחבה לגבי המושגים שהוזכרו לעיל ראו: הוראת דיווח 831, פיקוח על הבנקים

א.2. האשראי החוץ בנקאי המקומי (ללא החוב מתושבי חוץ⁵³)

הרכיבים העיקריים של האשראי החוץ-בנקאי המקומי, נכון למרץ 2023, הם אג"ח תאגידיות (סחירות ולא סחירות) והלוואות מוסדיים, שגודלם כ-282 מיליארד ש"ח וכ-100 מיליארד ש"ח, בהתאמה. מכשירים אלו משמשים לרוב את העסקים הגדולים, והמגמות המרכזיות בהם נותחו בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2022 ובפרק הנכסים הפיננסיים בדוח זה. את האינדיקטורים לסיכון ננתח כחלק מניתוח החברות הציבוריות, המייצגות את העסקים הגדולים, בסעיף הבא.

בחלק זה נתמקד בערוץ אשראי שהחל להתפתח בשנים האחרונות, והוא אינו מוסדר בחוק מהבחינה היציבותית⁵⁴; מדובר באשראי מגופים מוסדרים⁵⁵, המעמידים אשראי לעסקים קטנים ובינוניים⁵⁶. לאחר צמיחה חדה בשיעור של 75 אחוזים שנרשמה בשנת 2021, בשנת 2022 חל גידול של 25 אחוזים (3.4 מיליארד ש"ח) ונכון לדצמבר 2022 אשראי זה עומד על סך של כ-17.4 מיליארד ש"ח, כ-2 אחוז בלבד מסך האשראי למגזר העסקי. ביחס לספטמבר 2022 התכווץ אשראי זה ברבעון האחרון של השנה ב-6 אחוזים, בד בבד עם עלייה בהפרשה להפסדי אשראי (איור 4.28). בשל חלקו הקטן בסך האשראי למשק, החשש העיקרי הוא מפוטנציאל הדבקה של הסיכונים מהגופים החוץ-בנקאיים המוסדרים למערכת הבנקאית, כפי שיתואר בהמשך.

האשראי מהגופים החוץ-הבנקאיים המוסדרים מאופיין בחשיפה חריגה לענף הבינוני והנדל"ן, ובמהלך התקופה הנסקרת חשיפה זו עלתה עלייה תלולה: 60 אחוזים מהאשראי המצרפי מגופים אלו חשוף לענף הבינוני והנדל"ן, לעומת כ-52 אחוזים וכ-50 אחוזים ב-2021 וב-2020, בהתאמה (איור 4.29). האשראי לבינוני ולנדל"ן שמעמידים הגופים החוץ-בנקאיים המוסדרים, כפי שהוא מתואר בדוחותיהם הכספיים, הוא באיכות נמוכה ובסיכון גבוה יחסית (כגון אשראי להשלמת הון עצמי או רכישת קרקעות, אשראי לקבלני ביצוע משנה והלוואות גישור)⁵⁷. לכן, על אף היקפו הקטן יחסית, הריכוזיות הענפית עלולה לסכן את המערכת הפיננסית משני טעמים: ראשית, הבנקים הם מקור המימון העיקרי (מעל 50 אחוזים) של הגופים החוץ-בנקאיים המוסדרים, כך שהם מממנים בעקיפין את האשראי הפחות איכותי; שנית, מאופי האשראי, שתואר, ניתן להסיק כי יש עסקים אשר לוקחים בעת ובעונה אחת מימון גם מהבנקים וגם מהגופים החוץ-בנקאיים המוסדרים.

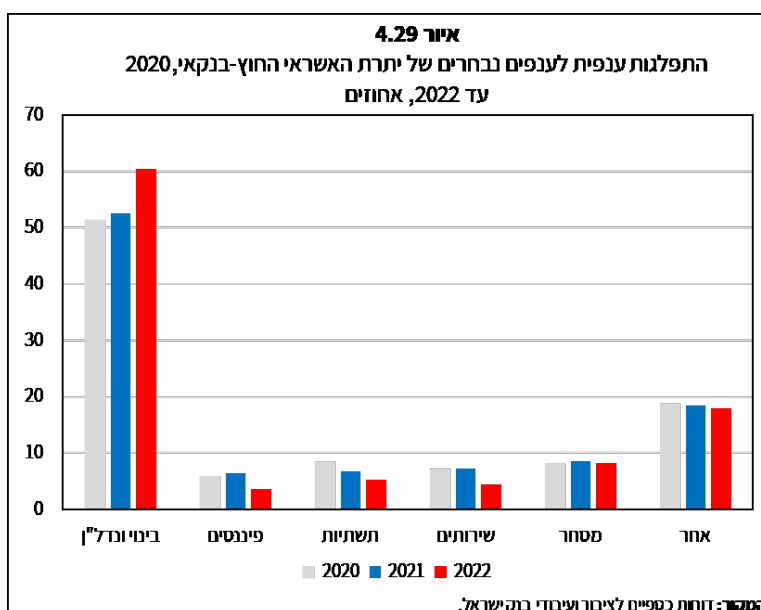
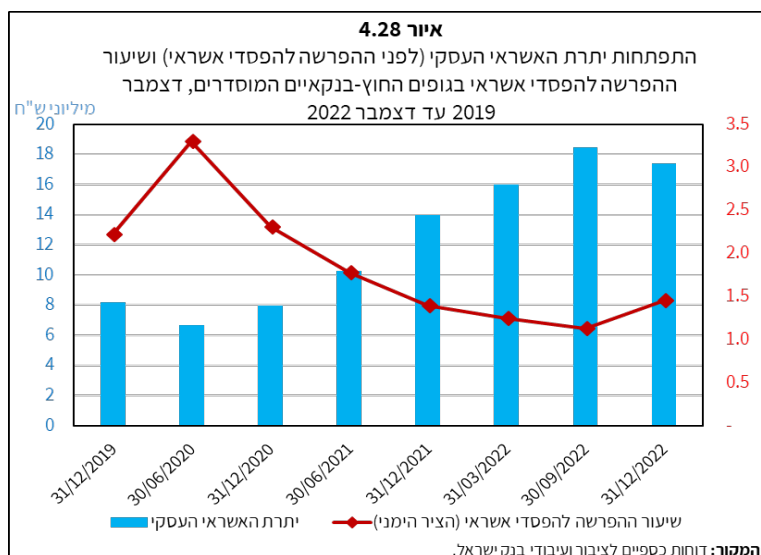
⁵³ סך החוב מתושבי חוץ עומד, נכון למועד הניתוח, על סך של כ-198 מיליארד ש. מרביתו משויך לאשראי ספקים והלוואות בעלים.

⁵⁴ אסדרה שצפויה להיכנס לתוקף בקרוב קובעת דרישות הון הנותנות ביטוי לסיכון היציבותי והמתייחסות לחברות אשראי שמנפיקות אג"ח לציבור ונותני אשראי שמעמידים ערבות מעל 25 מיליון ש, וכן למערכות לתיווך באשראי.

⁵⁵ הניתוח בחלק מבוסס על כ-20 חברות ציבוריות המעמידות אשראי לעסקים. ישנן חברות נוספות, שאינן ציבוריות, ולגביהן אין מידע זמין. לפי מרשם נותני השירותים הפיננסיים של רשות שוק ההון, נכון לאמצע 2023, ישנם 184 תאגידים בעלי רשיון פעיל למתן אשראי מורחב.

⁵⁶ יחידים ועסקים כאחד.

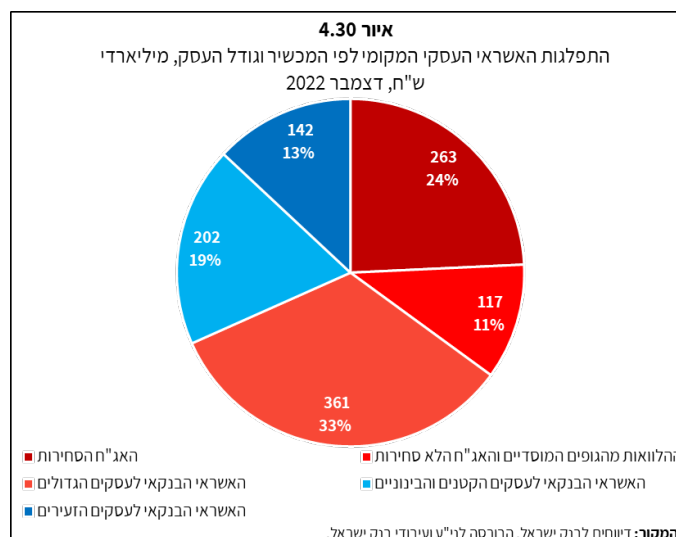
⁵⁷ להרחבה ראו תיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021, העוסקת בהתפתחות הסיכונים בפעילותם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים.



ב. עמידות המגזר העסקי

הערכת עמידות המגזר העסקי בחלק זה מתבססת על ניתוח החברות הציבוריות (כלל האוכלוסייה), המייצגות את העסקים הגדולים, ולגביהן קיים מידע זמין ונגיש באמצעות הדיווחים לבורסה. מהתבוננות באיור 4.30 אפשר להיווכח שכמעט 70 אחוזים מהאשראי במשק ניתנים לעסקים גדולים (בהנחה סבירה שהאשראי דרך אג"ח מונפק, וההלוואות מהגופים המוסדיים ניתנות בעיקר לעסקים גדולים)⁵⁸. לכן, למרות חוסר ייצוג מסוים (גם ברמה הענפית), הרי מהיבט היציבות הפיננסית של המשק יש לניתוח זה חשיבות רבה. בחלק זה נתמקד בהשפעה של עליית הריבית במשק על המגזר העסקי.

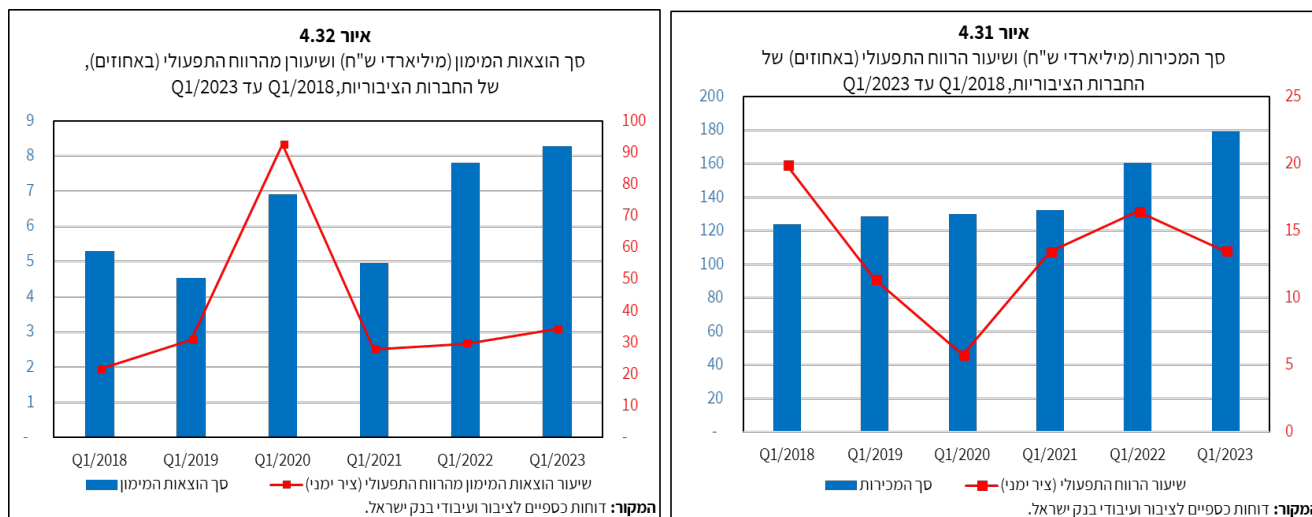
⁵⁸ האשראי לחברות הציבוריות הוא כמחצית מיתרת האשראי העסקי במשק.



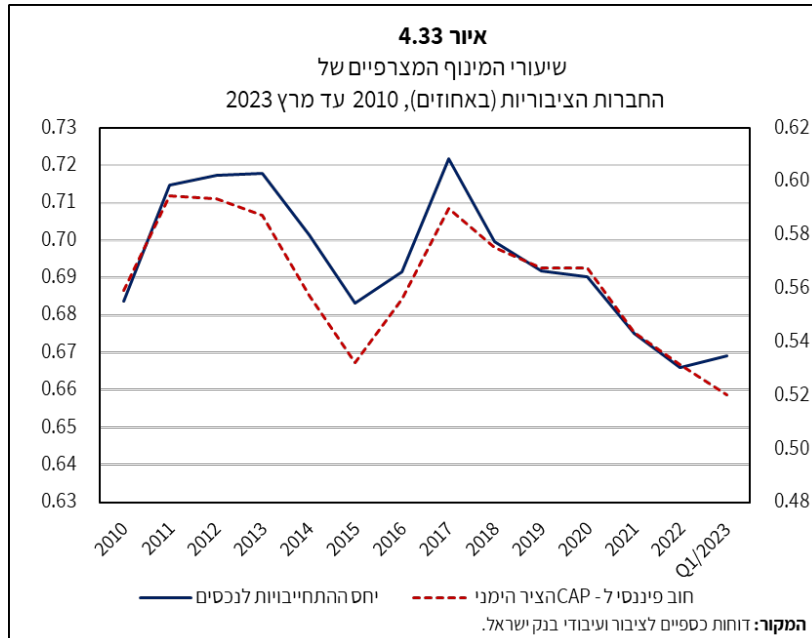
הוצאות המימון של העסקים, ובפרט של החברות הציבוריות, הושפעו משתי התפתחויות מרכזיות שאפיינו את השנה החולפת – עלייה של סביבת הריבית והתפתחות באינפלציה ביחס לשנים הקודמות. החוב הבנקאי של החברות הציבוריות מאופיין בדרך כלל בריבית משתנה, ואילו החוב הסחיר (אג"ח) מאופיין ברובו (יותר מ-60 אחוזים) בריבית קבועה צמודה למדד המחירים. כמו כן, חברות שנדרשות למחזר את החוב צפויות לגייס את החוב החדש בעלות גבוהה יותר משמעותית. לכן, עולה שאלה לגבי מידת ההשפעה של עליית הריבית במשק על הפעילות של החברות, על היקף הוצאות המימון שלהן ועל היכולת שלהן לספוג זעזועים של ירידה בפעילות ועלייה בהוצאות המימון.

תחילה נתבונן באיור 4.31 הבוחן את ההכנסות של החברות ואת שיעור הרווח התפעולי (לפני הוצאות המימון) ברבעון ראשון של שנת 2023 בהשוואה לתקופות מקבילות בשנים הקודמות. ניתן לראות שברבעון זה נמשכה מגמת העלייה בהכנסות, לצד ירידה בשיעור הרווח התפעולי, בהשוואה לרבעון מקביל אשתקד. שתי המגמות ההפוכות מעידות על כך שמצד אחד המחירים עלו ולכן ההכנסות גדלו, אך בד בבד ההוצאות גדלו ביותר, ועל כן שיעור הרווח התפעולי ירד. התפתחות זו עשויה להעיד על ירידה מסוימת בביקוש, ונובע מכך שההתאמה של ההוצאות הקבועות היא איטית יותר.

במקביל, ניתן לראות באיור 4.32 את סך הוצאות המימון של החברות, לצד שיעורן מהרווח התפעולי. ברבעון הראשון של השנה רואים ירידה בהוצאות המימון לאחר עלייה שרשמה ברבעון מקביל אשתקד. הסיבה לכך היא שטרם העלאת הריבית החברות הקדימו מחזורים והגדילו את היקף החוב הפיננסי, ואילו ברבעון האחרון נרשם קיטון בחוב זה (יורחב להלן), כך שהשינוי ברבעון האחרון משקף בעיקר את עליית הריבית במשק. ביחס לרווח התפעולי אנו רואים המשך מגמת עלייה קלה, כאשר ברבעון האחרון הוא מוסבר מהירידה ברווחיות התפעולית, כמתואר קודם.



שאלה נוספת שעולה היא - מה יהיו יכולת הספיגה של החברות ויכולת ההתמודדות שלהן באמצעות מקורותיהן העצמיים אם הוצאות המימון ישקפו סביבת ריבית גבוהה יותר. באיור 4.33 ניתן לראות את שיעור המינוף האגרסיבי של החברות, שנמצא מ-2017 במגמת שיפור. לאורך התקופה המוצגת באיור ניכר כי שני יחסי המינוף שנבחנו היו מתואמים ובמגמה זהה, ואילו ברבעון הראשון של השנה המגמות מנוגדות. ההסבר נעוץ בכך שבתחילת 2023 החברות צמצמו את החוב הפיננסי, אך מנגד היקף ההתחייבויות שלהן נשאר יציב. כלומר, החברות הסיטו חלק ממקורות המימון שלהם, מחוב פיננסי לחוב אחר (כגון זכאים, ספקים וכדומה). ככל הנראה כדי להתמודד על העלייה בהוצאות המימון.



בד בבד, באיור 4.34 ניכר כי מגמת הירידה ביחסי הנזילות החשבונאיים שהחלה ב-2022 נמשכה גם ברבעון הראשון של השנה, תוצאה של העלייה בהתחייבויות השוטפות. כלומר, למרות שלא חלה הרעה באיתנות הפיננסית של החברות בעקבות עליית הריבית עד סוף 2022, ניכר שעודפי הנזילות במגמת ירידה. ממצאים אלו מלמדים שכל עוד אין שחיקה של הרווחיות בעקבות עליית הריבית (כלומר, מעבר מרווח להפסד), החברות הציבוריות מסוגלות להתמודד עם השינוי בתנאים הפיננסיים, בהינתן שאין להן מצוקת נזילות⁵⁹.

השלב הבא הוא לבחון את יכולת הפירעון של החברות, ברמה הענפית, ועד כמה יכולת זו עמידה להמשך העלאות הריבית. באיור 4.35 אנו מציגים את שיעור הוצאות המימון מהרווח של ענפי הבורסה על בסיס מזומן (EBITDA, ללא רווחי שערוד) בשנים 2021 עד 2022 ותרחיש ל-2023. התרחיש הורכב על בסיס אומדן⁶⁰ להוצאות המימון ב-2023, זאת משום שהוצאות המימון ב-2022 משקפות רק חלק מהעלייה הפוטנציאלית של עלות החוב. כמו כן, לצורך תרחיש הרווח על בסיס מזומן, השתמשנו בשיעור השינוי שהיה בין הרבעון הראשון של 2022 לרבעון הראשון של 2023, והנחנו שהוא משקף את כל השנה.

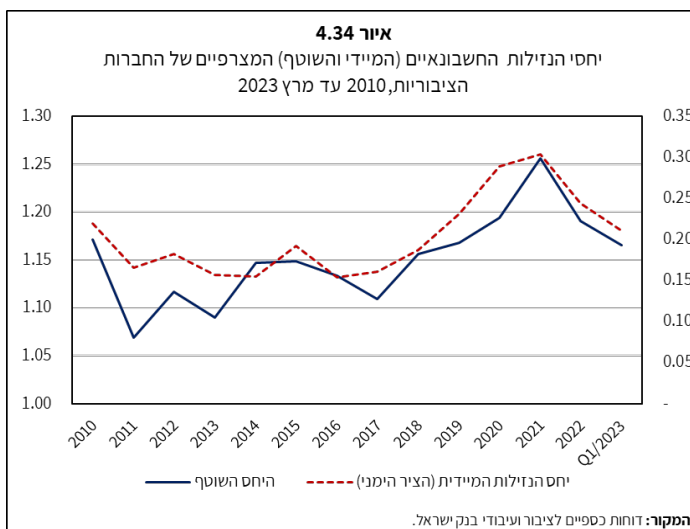
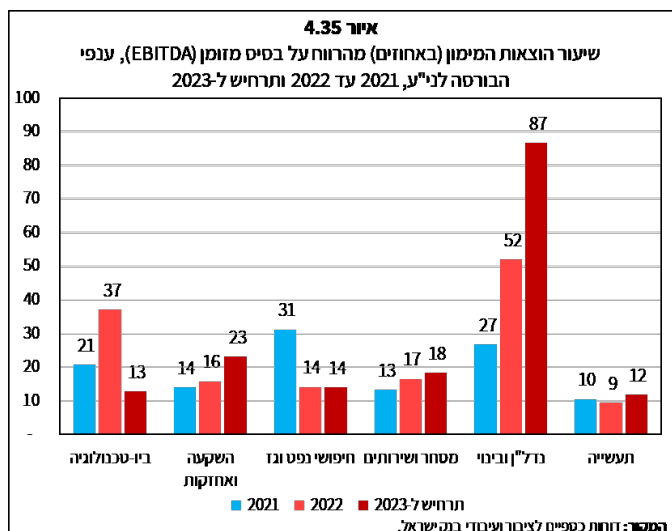
ניתן לראות כי במרבית הענפים לא היה בין 2021 ל-2022 שינוי משמעותי בשיעור הוצאות המימון מהרווח על בסיס מזומן. הדבר מוסבר בעליית ההכנסות והרווחיות, כפי שמתואר לעיל. לעומת זאת בענף הנדל"ן והבינוי בולטת עלייה חדה של שיעורן, וזאת על אף שיפור ברווחיות החברות ב-2022. עלייה זו בולטת במיוחד בתרחיש ל-2023 (שבו אנו מביאים לידי ביטוי עלייה בריבית וירידה ברווחיות); לפיו הוצאות המימון החזויות שוחקות חלק משמעותי מהרווח על בסיס מזומן, אך אינן מביאות למחיקה של כל כריות ההון. בחברות הנדל"ן והבינוי העלייה החריגה ב-2023 משקפת שתי מגמות מקבילות: עלייה בהוצאות המימון, כמתואר קודם, לצד ירידה חדה ברווח על בסיס מזומן.

⁵⁹ הניתוח המוצג נסב על החברות הציבוריות, שהן בדרך כלל החברות הגדולות והחזקות במשק. לכן לא ניתן להשליך ממנו לגבי יכולתם של כל העסקים במשק, ובפרט של העסקים הקטנים והחלשים יותר, להתמודד עם עליית הריבית. ⁶⁰ בנינו את האומדן בהתבסס על הגידול של הוצאות המימון בין 2021 ל-2022 (תוך הבאה בחשבון של בחשבון שינוי בחוב הפיננסי). הנחנו שהגידול משקף עליית ריבית בנק ישראל מ-0.1 אחוז (בסוף 2021) ל-3.25 אחוזים (בסוף 2022) והערכנו שעד סוף 2023 ריבית בנק ישראל תישאר על 4.75 אחוזים. להלן החישוב שבוצע:

$$\left(Fin_Cost_{2022} - \frac{Fin_Cost_{2021}}{Fin_Debt_{2021}} \times Fin_Debt_{2022} \right) \times \frac{4.75\% - 3.25\%}{3.25\% - 0.1\%} + Fin_Cost_{2022} = Fin_Cost_{2023}$$

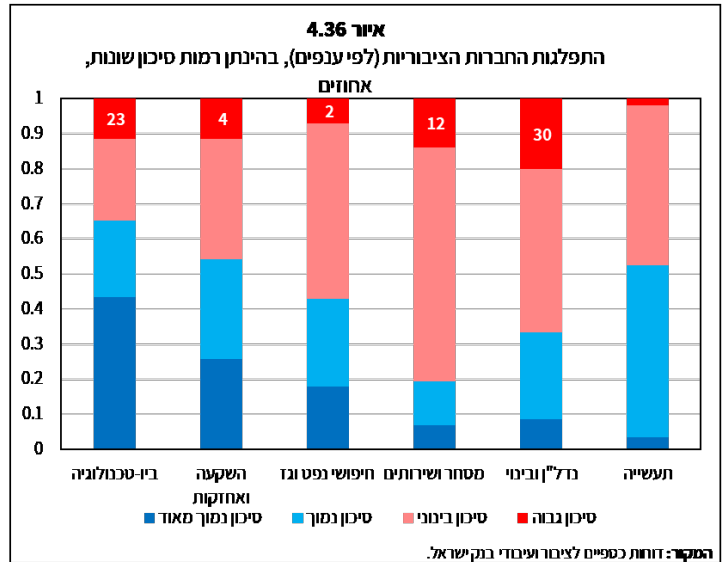
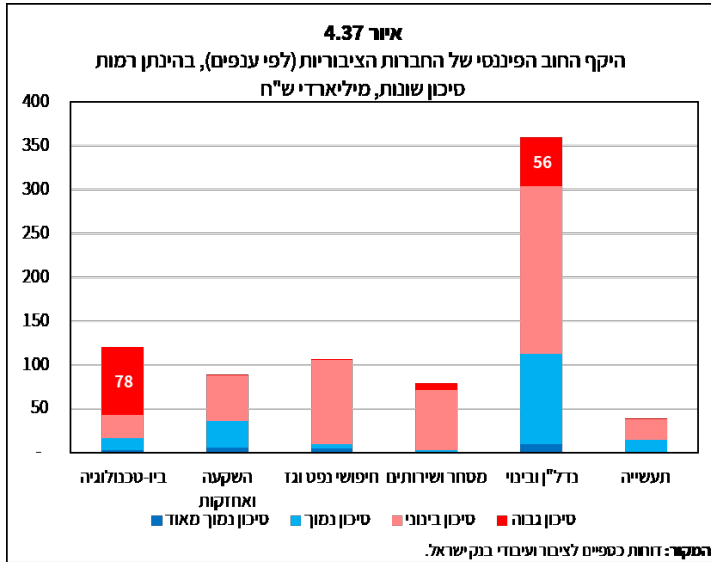
ברבעון הראשון ל 2023 הרווח על בסיס מזומן בענף זה ירד בכ-27 אחוזים ביחס לרבעון מקביל אשתקד (לשם השוואה, ביתר הענפים – ללא ענף הביוטכנולוגיה – הרווח על בסיס מזומן ירד בכ- 8 אחוזים בלבד). הירידה הזו משקפת, בין היתר, את הירידה החדה במכירת דירות חדשות של חברות הבנייה⁶¹.

החברות מענף הבינוי והנדל"ן מחזיקות, כאמור, שיעור משמעותי מהחוב העסקי במשק, ידועות כחברות המאופיינות בשיעורי מינוף גבוהים יחסית, ועל כן רגישות במיוחד לשינויים בעלויות המימון. ממצאים אלו מתיישבים עם הירידה הצפויה באיכות האשראי לענף, כפי שתואר לעיל, הן במערכת הבנקאית והן בגופים החוץ-בנקאיים.



נעבור עתה לרזולוציה גבוהה יותר – לרמת הפירמה. כשהוצאות המימון שוחקות את הרווח על בסיס מזומן, כושר הפירעון של החברה נפגע, והיא נאלצת להשתמש בכריות ההון שלה (עודף הנכסים על ההתחייבויות), ובפרט בכריות ההון הנזילות (עודף הנכסים הנזילים על ההתחייבויות השוטפות). כדי להעריך את פוטנציאל הסיכון שהמגזר העסקי נחשף אליו כתוצאה מעליית הריבית במשק, הגדרנו ארבע רמות סיכון שונות – בהתייחס לשלושה יחסים פיננסיים מרכזיים: המינוף, הנזילות המיידית וכושר הפירעון ולפיהן פילחנו את מספר החברות (איור 4.36) ואת היקף החוב שלהן (איור 4.37), וכן לפי ענפים (לפירוט רמות הסיכון ראו הערה תחת איורים אלו).

⁶¹ על פי הלמ"ס מדובר בירידה של כמעט ב-40% ברבעון הראשון ב-2023 לעומת התקופה המקבילה ב-2022.



הערה: להלן פירוט ארבע רמות הסיכון שהוגדרו ואופיינו לעיל:

סיכון נמוך מאוד – חברות שיחס הנזילות המיידית שלהן גדול מ-1 והמינוף שלהן קטן מהמינוף החציוני (0.58);
סיכון נמוך – שתי קטגוריות: (1) חברות שיחס הנזילות המיידית שלהן גדול מ-1, אך המינוף שלהן גדול מהחציון (וההון העצמי חיובי); (2) חברות שיחס הנזילות המיידית שלהן אמנם קטן מ-1, אך המינוף שלהן קטן מהמינוף החציוני, והיחס בין הוצאות המימון החזויות ל-2023 לבין הרווח על בסיס מזומן ב-2022 קטן מ-1.

סיכון בינוני – שתי קטגוריות: (1) חברות שיחס הנזילות המיידית שלהן קטן מ-1, והמינוף שלהן קטן מהמינוף החציוני, אך יש שחיקה מלאה של הרווח על בסיס מזומן (כלומר, היחס בין הוצאות המימון החזויות ל-2023 לבין הרווח על בסיס מזומן ב-2022 גדול מ-1); (2) חברות שיחס הנזילות המיידית שלהן קטן מ-1 והמינוף שלהן גדול מהמינוף החציוני, אבל היחס בין הוצאות המימון החזויות ל-2023 לבין הרווח על בסיס מזומן ב-2022 קטן מ-1.

סיכון גבוה – חברות שיחס הנזילות המיידית שלהן קטן מ-1 והמינוף שלהן גדול מהמינוף החציוני, ויש שחיקה מלאה של הרווח על בסיס מזומן. עם אלה נמנו גם חברות שבהן ההון העצמי שלילי.

ניתן לראות כי על פי ההערכה המוצגת, קצת יותר ממחצית מהחברות אופיינו בסיכון בינוני וגבוה, ושני הענפים הבולטים בכך הם מסחר ושירותים ונדל"ן ובינוי; גם מבחינת היקף החוב ניכר כי מרביתו (למעלה מ-75 אחוזים) אופיין בסיכון בינוני וגבוה. אם נתמקד ברמה הגבוהה ביותר של הסיכון, שהיא החשובה ביותר מנקודת המבט של היציבות הפיננסית, ניתן להצביע בעיקר על ענף הבינוי ונדל"ן⁶², אשר גם לנוכח עדויות שהוזכרו לעיל רמת הסיכון בו עלתה. בענף זה שליש מהחברות הוא חברות נדל"ן מניב ישראליות, האחראיות יחד ל חוב של 34 מיליארד ש"ח; מעל שליש הוא חברות נדל"ן יזמי (בינוי), בעיקר קטנות, שהיקף חובן שלהן כ-5 מיליארד ש"ח; והיתר הן מספר חברות נדל"ן זרות, שהיקף חובן גדול יחסית (כ-17 מיליארד ש"ח), אך חלק ניכר ממנו אינו מקומי.

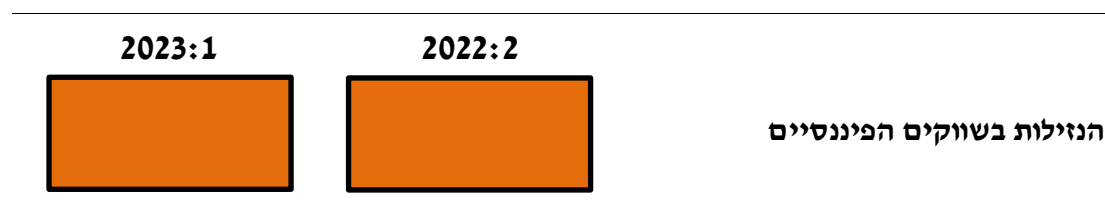
באשר לחברות הנדל"ן היזמי (בינוי) נציין כי בדוח היציבות הפיננסית שהתפרסם אשתקד (יוני 2022) נבנתה סימולציה ל-2022, שנועדה לבחון, את העמידות של החברות הגדולות בענף על פי מנעד של תרחישים. שתי הנחות מרכזיות של התרחיש התממשו בפועל ב-2022 - העלאת ריבית בנק ישראל וירידה במכירת דירות (ב-30 אחוזים). תיקפנו את תוצאות הסימולציה (בכפיפות לשתי הנחות אלו) מול התוצאות בפועל וקיבלנו תוקף גבוה (טיב התאמה של כ-0.8). תוצאות הסימולציה שהצגנו, גם בתרחיש קיצון, הראו עמידות גבוהה של חברות אלה, אך לעומתה יכולת נזילות נמוכה. בנייתו שהוצג לעיל, הכולל זעזוע נוסף של הריבית ובחינה רחבה של היחסים הפיננסיים (כושר הפירעון, יכולת הספיגה בהון ויכולת הנזילות המיידית) רק חברה אחת מבין אותן חברות נכללה

⁶² בענף הביו-טכנולוגיה מדובר בעיקר בחברה אחת מענף התרופות, שמרבית החוב שגייסה אינו מקומי.

בהגדרת "סיכון גבוה". יתר החברות מהענף, שהוזכרו, הן חברות קטנות יותר שהיקף חובן, הנמוך יחסית, אינו עלול לסכן את המערכת הפיננסית.

בסיכומם של דברים, לגבי מרבית הענפים התמונה שמצטיירת חיובית: לא נראית עלייה חריגה של הסיכון, למרות השינוי המהיר בתנאים הפיננסיים. (חשוב להזכיר כי מדובר בחברות הציבוריות בלבד, שאינן מייצגות בהכרח את החברות הפרטיות). כנגד זאת מסתמן ענף הנדל"ן והבינוי כרגיש יותר לשינויים בסביבת הריבית, כפי שעולה ממכלול האינדיקטורים-לסיכון שנבחנו, ובשל שיעור המהותי באשראי הבנקאי והחוץ-בנקאי עליית הסיכון בו עלולה להשפיע גם על המערכת הפיננסית.

4.4. נזילות

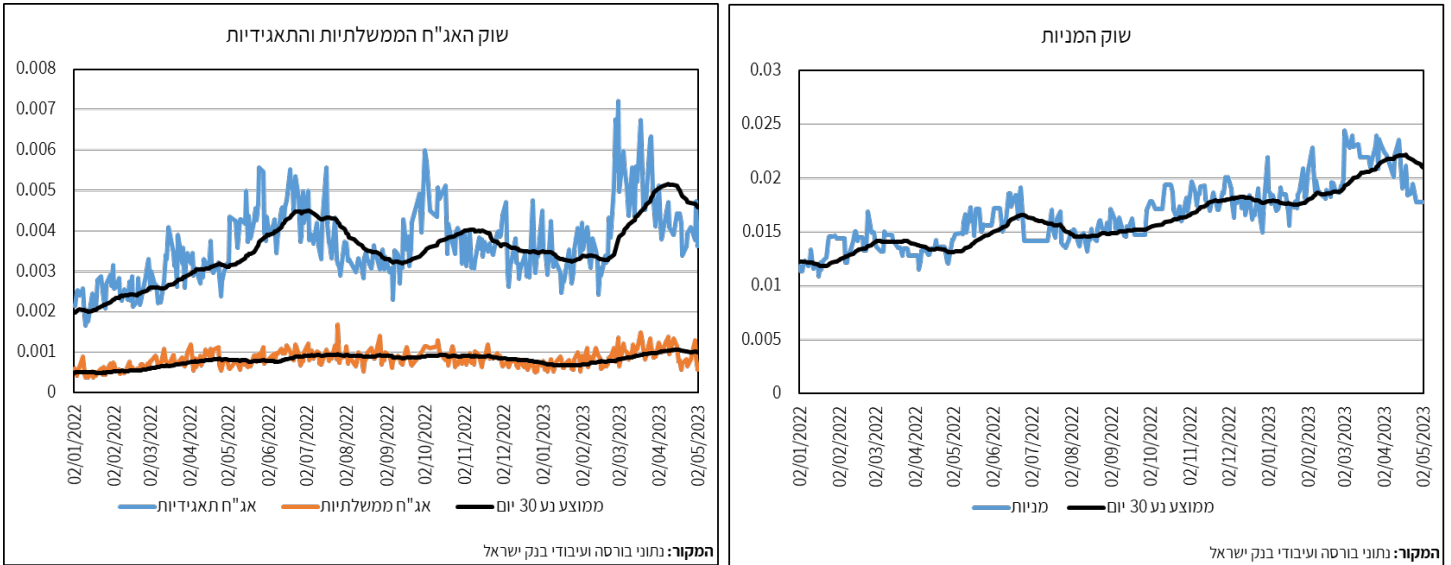


ירידת מחירי הנכסים הפיננסיים השפיעה במידה מסוימת גם על מצב הנזילות בשווקים. בקרנות הנאמנות נצפתה הסטה משמעותית של מקורות אל הקרנות הכספיות ואל אפיקים המשקיעים בנכסים בחו"ל. כן עלה היקף המשיכות של חסכונות לטווחים בינוני וארוך בידי משקי הבית.

מצב הנזילות בשוק האג"ח והמניות מתבטא במרווח ה-bid-ask: ערך גבוה של המרווח מסמן רמת נזילות נמוכה. בתקופה הנסקרת עלה המרווח החציוני בשוקי האג"ח התאגידיות והמניות, במיוחד מאז אמצע פברואר, עם התגברות אי הוודאות סביב החקיקה. למרות ירידה קלה החל מחודש אפריל, רמת המרווח גבוהה יותר מאשר בשנים האחרונות. תמונה דומה, אף כי פחות חריפה, נצפתה גם בשוק האג"ח הממשלתיות (איור 4.38). אי הוודאות באה לידי ביטוי גם במדד לעומק השוק, דהיינו במידת ההשפעה של גודל העסקה על מחירה. מדד זה לגבי שוק האג"ח – התאגידיות והממשלתיות – עלה מאז אמצע פברואר, אך לא הגיע לרמות חריגות. עם עצירת הליכי החקיקה של הרפורמה המשפטית (סוף מרץ) הוא שב וירד.

איור 4.38

מרווח bid-ask בשוק איגרות החוב והמניות
(ינואר 2022 – מאי 2023, נתון יומי וממוצע נע 30 יום)

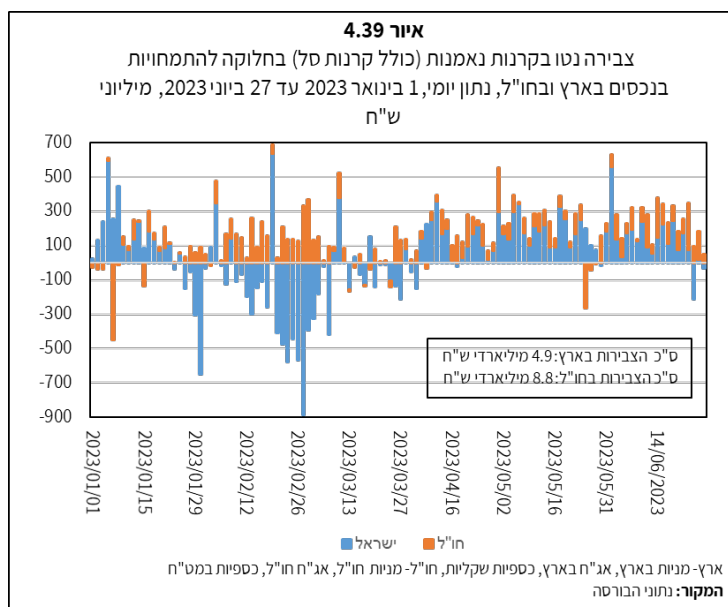


ערוץ הנזילות מושפע גם מזהות המחזיקים בניירות הערך, ובפרט מחלקם של משקי הבית המחזיקים בהם באמצעות קרנות הנאמנות. בהתרחש אירועי קיצון נוטים משקי הבית למשוך את החזקותיהם בקרנות הנאמנות, ועל כן חשוב לעקוב אחר פעילות קרנות הנאמנות והרכב הנכסים שבידיהן. המגמה הבולטת ביותר במהלך התקופה הנסקרת היא המשך הצבירה המואצת בקרנות הכספיות, שהחלה באמצע 2022, עם תחילת סבב העלאות הריבית. קרנות אלו צברו מאז תחילת 2023 ועד סוף חודש יוני 21.1 מיליארד ש"ח, בעוד שבקרנות המתמחות בנכסים אחרים נרשמה באותה תקופה צבירה נטו שלילית של 7 מיליארד ש"ח. הצבירה השלילית הגדולה ביותר הייתה בקרנות המתמחות בנכסי סיכון מקומיים, דהיינו באלה המשקיעות באג"ח תאגידיות ובמניות. מקרנות אלו נפדו בתקופה הנסקרת, בסך הכול, 5.3 מיליארד ש"ח, שהם כ-4 אחוזים מנכסיהן בתחילת 2022. כתוצאה מכך המשך לרדת חלקן של האג"ח התאגידיות המוחזקות בידי קרנות הנאמנות, והגיע (מרץ 2023) ל-33.7 אחוזים מסך שווי השוק של כל האג"ח התאגידיות, וחלקן של המניות המוחזקות בידי קרנות הנאמנות נותר נמוך יחסית – 8 אחוזים בלבד.

המגמה הדומיננטית השנייה שבלטה בתקופה הנסקרת היא צבירות שליליות (כלומר פדיונות הגדולים מההפקדות) בקרנות הנאמנות המתמחות בנכסים מקומיים. בעוד שהקרנות המתמחות בנכסים בחו"ל צברו (מתחילת השנה ועד סוף יוני) 8.8 מיליארד ש"ח, הקרנות המתמחות בנכסים בארץ⁶³ צברו 4.9 מיליארד ש"ח בלבד (איור 4.39). הצבירה החיובית המוגבלת יחסית בקרנות המתמחות בנכסים בארץ⁶⁴ באה לאחר שבמרבית התקופה נצפו צבירות שליליות גדולות יחסית. בחודשים פברואר-מרץ, שבהם האירועים סביב הליכי החקיקה בעניין מערכת המשפט היו בשיאם, היו צבירות שליליות נטו של 5.2 מיליארד בקרנות אלו, בעוד הקרנות המתמחות בנכסים בחו"ל צברו בחודשיים אלו 4 מיליארד ש"ח. מכאן שאי הוודאות, בשוק ההון המקומי, שגברה על רקע האירועים, היא שדחפה להסטת השקעות לאפיקי חו"ל (איור 4.39).

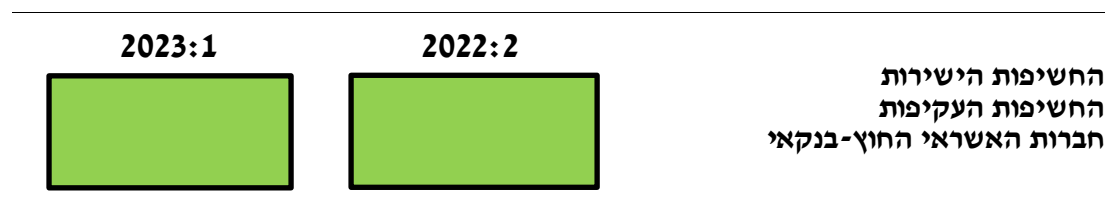
⁶³ אג"ח ממשלתיות, אג"ח ותאגידיות, מניות, וגם קרנות כספיות.

⁶⁴ ראוי לציין כי רק צבירה חיובית נצפתה רק בקרנות הכספיות, בעוד בקרנות המתמחות בנכסים אחרים בארץ הייתה צבירה שלילית.



לעת עתה לא ניכרות השפעות שליליות חריגות של התפתחויות אלה על מחירי הנכסים דרך מנגנונים של "מכירת חיסול" (fire sale), אולם אם אי הוודאות סביב הליכי החקיקה תשוב ותגדל לא מן הנמנע שהמגמות אשר נצפו יתעצמו. זאת ועוד, אם השקעותיהם של הגופים המוסדיים יופנו לחו"ל בקצב מהיר יותר, הדבר עלול להשפיע לשלילה גם על השוק הראשוני של ההון והחוב, לא רק על מחירי הנכסים הנסחרים בשוק.

4.5 קישוריות והדבקה



ערוץ הקישוריות ממשיך לשקף סיכון נמוך. הערכה זו לגבי התקופה הנסקרת נובעת מחשיפה ישירה נמוכה יחסית בין השחקנים העיקריים במערכת הפיננסית ומהיקף נמוך יחסית, בפרספקטיבה היסטורית, של חשיפות עקיפות במערכת הבנקאית דרך אשראי ללווים משותפים. עם זאת, רמת הדמיון בין תיקי הנכסים המקומיים של הגופים המוסדיים נותרה גבוהה. כמו כן יש פוטנציאל להעברת זעזועים מחברות האשראי המוסדרות לשאר המערכת הפיננסית.

בהעדר שוק הלוואות בין-בנקאיות משמעותי, היקף החשיפות הישירות אינו ערוץ שדרכו זעזוע לבנק אחד עלול להתגלגל לבנק אחר או למערכת הבנקאית כולה. עם זאת, קיים ערוץ אחר, שדרכו זעזועים עלולים לעבור, והוא הערוץ העקיף – חשיפה משותפת לאותם לווים⁶⁵. אמנם אין קריטריון לקבוע איזו מידה של חשיפה היא גבוהה מדי, אולם בפרספקטיבה היסטורית עולה כי רמת החשיפה של הבנקים ללווים משותפים היא במגמת ירידה, ומידת החשיפה בנקודת הזמן האחרונה (דצמבר

⁶⁵ להרחבה ראו תיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2017.

2022) אינה גבוהה. לעומת זאת, הדמיון בתיקי הנכסים של התוכניות המשתתפות ברווחים של הגופים המוסדיים רב יחסית, הן בפרספקטיבה היסטורית והן בהשוואה בין-לאומית⁶⁶.

אינדיקטור נוסף של קישוריות הוא החשיפה של בנקים לגופים מוסדיים, ולהפך. שיעור החשיפה של הגופים המוסדיים לבנקים דרך החזקה בניירות ערך שהנפיקו הבנקים (מניות ואג"ח) אינו גבוה, וכך גם האשראי שהבנקים נתנו לגופים המוסדיים והאשראי שניתן במסגרת עסקות סינדיקציה בין הגופים.

סיכון נוסף שקיים הוא העברה של הסיכונים מגופי האשראי המוסדרים למערכת הבנקאית. מחצית מהמיומן של גופים אלה הוא מהמערכת הבנקאית (ראו הרחבה בפרק האשראי העסקי), והלווים מהם הם בעיקר עסקים קטנים ובינוניים וחברות בינוי ונדל"ן, לוויים החשופים במיוחד לעלייה של הריבית ולהתמתנות הפעילות. נוסף על כך, חלק מחברות הבינוי והנדל"ן הלוות מגופים אלה לוות גם באופן ישיר מהמערכת הבנקאית. העלייה הניכרת במהירות העברת המידע, כפי שהתבטא באירוע SVB, מגבירה את החשש שאירוע נקודתי יהפוך לאירוע מערכתי, ועל כן תיתכן גם הדבקה בין גופי האשראי המוסדרים לבין עצמן. קיים אפוא פוטנציאל לא מבוטל שכושר החזר נמוך יותר של הלווים מגופי האשראי המוסדרים יתגלגל בסופו של דבר גם לפגיעה מסוימת במערכת הבנקאית. עם זאת ראוי להדגיש כי החשיפה של המערכת הבנקאית לגופים אלה היא מוגבלת.

5. תרחישי סיכון עיקריים

בחלק זה אנו בוחנים תרחישי סיכון למערכת הפיננסית בישראל, בהם זעזועים המועברים ומועצמים דרך ערוצי החשיפה העיקריים במשק, וכך מגבירים את הפגיעות של המערכת הפיננסית ושל המשק בכללותו. לנוכח ההתפתחויות במחצית הנסקרת, ומאחר שהתממשו בה תרחישי סיכון, אנו מתמקדים בהשפעתם המתמשכת הצפויה, ובכלל זה בגורם האינרציה. במחצית הראשונה של השנה התפתחו, להערכתנו, שלושה סיכונים עיקריים: (1) סיכון של התמתנות בפעילות, אינפלציה דביקה והמשך ההידוק המוניטרי; (2) הרעה בסנטימנט ובביצועים במשק בעטיו של תהליך החקיקה; (3) סיכונים גיאופוליטיים. חלק מהסיכונים פועלים דרך אותם ערוצי תמסורת, ולכן השפעותיהם הצפויות אינן בלתי תלויות זו בזו. ואולם קשה לאבחן את שיווי המשקל הכללי (ההשפעה המצרפית המצטברת), ומכאן שנדרש לדון בכל סיכון כשלעצמו, כלומר פשוט מסוים של הדיון.

1. סיכון של התמתנות בפעילות, אינפלציה דביקה והמשך ההידוק המוניטרי

לעובדה שישראל היא משק קטן ופתוח עם היקף סחר רחב ומערכת פיננסית התלויה במידה רבה בשווקים פיננסיים בין-לאומיים ישנן השלכות פוטנציאליות על היציבות הפיננסית ועל העברת סיכונים לפעילות המקומית. מעבר לסיכונים הנובעים מהמשך המדיניות המוניטרית המצמצמת המקומית, שצפויה להגביר את הפגיעויות דרך ערוץ האשראי (עלות שירות החוב והקצאת האשראי)

⁶⁶ להרחבה ראו תיבה 3 בדוח היציבות למחצית השנייה של 2022. ראוי לציין כי השלכות של התממשות סיכון שמקורו בהדבקה בין תיקי נכסים דומים מוגבל לעמיתים בלבד, ואינו אמור להשפיע, בטווח הקצר, על יציבות הגופים המוסדיים. להשלמת בחינת ההשלכות היציבותיות של ערוץ ההדבקה העקיף יש לבחון את הדמיון בין תיקי הנכסים המוחזקים בחשבונות הנוסטרו של הגופים המוסדיים. ואכן, בדיקה ראשונית מעלה כי מידת הדמיון אכן גבוהה. עם זאת, המשקל הגבוה יחסית של הרכיב הסולידי והרגולציה שקובעת דרישות הון מחמירות לתיקי הנוסטרו של הגופים המוסדיים פועלים להחלקת הזעזועים הפוטנציאליים ומפחיתים חשש לפגיעה בעמידותן.

ודרך ערוץ הנכסים (במיוחד דרך שוק הדיור)⁶⁷, השפעה נוספת על ישראל בתרחיש זה תיגרם דרך ערוץ המקרו והשווקים הפיננסיים.

תחזיות שונות צופות צמיחה גלובלית מתונה בשנה הנוכחית. אף שהקצב החזוי נמוך מהמגמה, מדובר בשיפור קל ביחס לתחזיות שפורסמו בסוף השנה שעברה. במשק של ארה"ב נמשכת איתנות, על רקע גידול ריאלי של ההכנסה הפנויה ושוק עבודה הדוק. אף על פי כן, ההסתברות למיתון בשנה הקרובה, לפי חציון בתי ההשקעות, נותרה ללא שינוי ברמה גבוהה (65 אחוזים), וכלכלני ה-Fed צופים מיתון קל בהמשך השנה הנוכחית. באירופה מלאי גז גבוהים, מזג אוויר חם מהממוצע וירידה בצריכת האנרגיה הביאו להתפוגגות החשש למשבר אנרגיה ולמיתון משמעותי. יחד עם זאת, התחזיות צופות צמיחה נמוכה מאוד בשנה הקרובה. בסין הובילה הסרת הסגרים להתאוששות כלכלית, אך מדדי המחירים נותרו נמוכים, ועד כה לא ניכרים סימנים ללחצים אינפלציוניים.

התוואי של המדיניות המוניטרית שצופים השווקים קיבל תפנית במשקים המתקדמים מאז דוח היציבות הפיננסית העולמי של אוקטובר 2022. לאחר עלייה חדה (להוציא את בריטניה), על רקע ציפיות שהמדיניות המוניטרית תהיה הדוקה יותר למשך זמן רב יותר, כדי להתמודד עם לחצים אינפלציוניים מתמשכים, הוסט התוואי כלפי מטה באופן חד, משום שהמשקיעים תמחרו הקלות משמעותיות כתוצאה מהתפתחויות במגזר הבנקאי. בנקים מרכזיים ממשיכים לציין כי בידיהם מספיק כלים לטפל בנפרד בסיכונים יציבותיים, מה שמאפשר להם להמשיך להדק את המדיניות המוניטרית כדי להחזיר את האינפלציה ליעדה⁶⁸. למרות ההתמתנות האחרונה במחירי הסחורות והאנרגיה, האינפלציה ברוב המשקים המתקדמים נותרה הרבה מעל ליעדים. גם אינפלציית הליבה נשארה גבוהה באופן עיקש ברוב גושי המדינות, על פי מספר מדדים היא אף עולה, ושוקי העבודה עדיין הדוקים.

להערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל (שפורסמה ביולי 2023), שיעור האינפלציה בארץ בארבעת הרבעונים הקרובים, המסתיימים ברבעון השני של 2024, צפוי לעמוד על 3 אחוזים ובשנת 2024 כולה על 2.4 אחוזים. תחזית זו מושפעת בעיקר מפחות השקל במונחי שער החליפין הנומינלי-אפקטיבי, שקצבו ותנודתיותו גברו במחצית הנסקרת, ומהמשך הפעילות הגבוהה. השפעות אלו קיזזו חלקית את ההשפעה הממתנת של התפתחות מחירי האנרגיה והסחורות ואת קצב האינפלציה בפועל בחודשים האחרונים של המחצית. להערכת כלכלני חטיבת המחקר קצב האינפלציה צפוי להתמתן בתקופת התחזית – הן עקב התמתנות הביקושים בהשפעת המדיניות המוניטרית המרסנת בישראל ובעולם והן עקב המשך דעיכתם של לחצי ההיצע.

נוסף על הסיכונים לתחזית שמקורם בסביבה המקומית (ראו תרחיש 2 – תהליכי החקיקה) התחזית חשובה לסיכונים כתוצאה מהתפתחויות אפשריות שמקורן בחו"ל. הסיכונים הגלובליים כוללים התמתנות איטית מזו המוערכת של קצב האינפלציה בחו"ל – על רקע עליות שכר, הרעה בסנטימנט כלפי המערכת הבנקאית ועלייה מחדש של מחירי האנרגיה והסחורות. בהשפעות אלה, אם יתעצמו, גלום סיכון להאטת הפעילות ולעליית האינפלציה, מה שמגדיל את ההסתברות להמשך ההידוק המוניטרי.

⁶⁷ דיון בהשפעות על שוק הדיור ובערוצי התמסורת להעברת הזעזועים ראו בדוחות היציבות ל-2017 ל-2019.
⁶⁸ Boissay et al. (2023), "Prudential policy and financial dominance: exploring the link", BIS

2. "תהליכי החקיקה" – התפתחות בסנטימנט והרעה בניצועים של המשק

כאמור, ההתפתחויות סביב החקיקה המוצעת גרמו לעלייה ניכרת של אי הוודאות הכלכלית במשק ולהתפתחותו המואצת של הסנטימנט השלילי בשווקים. לאור אי הוודאות הגוברת, חטיבת המחקר פרסמה בתחזית חודש אפריל 2023 שני תרחישים: בראשון, המחלוקת סביב שינויי החקיקה לגבי מערכת המשפט מיושבת בסופו של דבר באופן שאינו משפיע על הפעילות הכלכלית מכאן ואילך; התרחיש השני מתייחס להשלכות כלכליות אפשריות במידה ששינויים חקיקתיים ומוסדיים ילוו בעלייה בפרמיית הסיכון של המדינה, בפגיעה ביצוא, ובירידה בהשקעות המקומיות ובביקוש לצריכה פרטית.⁶⁹ בתרחיש זה, הוצג טווח פגיעה, שנע בין 0.8 אחוז תוצר ל-2.8 אחוזי תוצר בכל אחת משלוש השנים הקרובות, בהתאם למידת ההתמדה של הזעזועים. תחזית קרן המטבע לגבי ישראל הצביעה גם היא על סדרי גודל דומים⁷⁰. תחת תרחיש זה העלייה בפרמיית הסיכון מלווה בעלייה בפיחות, בסביבת האינפלציה, ובריבית. אמנם דו"ח זה עוסק במחצית הראשונה של 2023, אך בהקשר זה נדגיש כי בתחילת המחצית השנייה, ב-25.7.2023, וב-27.7.2023 פירסמו שתי חברות הדירוג, Moody's ו-S&P, בהתאמה, הודעות חריגות. בפרסומיהן, צוינו ההתפתחויות השליליות שנגזרות מהתקדמות החקיקה בנוגע למערכת המשפט שלוותה בהגדלת אי הוודאות סביב כלכלת ישראל. חברת Moody's אף הציגה את התרחיש השני של חטיבת המחקר בתחזית אפריל 2023 שהוצגה לעיל, מה שמשקף תפיסה לפיה ההסתברות להתממשות תרחיש זה עלתה. ישנה אי וודאות כיצד עלייה בהסתברות להתממשות תרחיש זה תשתקף במערכת הפיננסית.

בהקשר זה ובראייה כללית יותר יש לציין כי הספרות הכלכלית מצביעה על סיכונים ליציבות הפיננסית הכרוכים בשינויים מבניים, במידה שאלו הופכים לקבועים. מנקודת מבט זו, נודעת לעצמאות המוסדות ולאיותם⁷¹ השפעה מרכזית גם על יציבות המערכת הבנקאית, על אמינותה ועל תפקוד השווקים וזאת מעבר לגורמים הכלכליים והפיננסיים: בחינה אמפירית (שבבסיסה ניתוח רחב הן של השווקים המתפתחים והן של המפותחים) מעלה כי פגיעה באיכות המוסדות ועלייה פרמנטית בפרמיית הסיכון כתוצאה מכך, עלולים להשפיע על יציבות המערכת הבנקאית; זאת דרך הגברה של היקף האשראי הבעייתי (NPLs), פגיעה בזכויות הנושים ובאיכות האשראי, קיצוב האשראי ועליה ב-relationship lending⁷². סביבה מוסדית איכותית יותר מסייעת בהפחתת אסימטריה במידע (משפרת את זכויות המשקיעים ואת הממשל התאגידי), ובכך מאפשרת שיקוף נכון יותר של מחירי הנכסים ומשפרת את הנזילות בשווקים⁷³. איכות גבוהה יותר של הסביבה

⁶⁹ אפריל 2023 <https://www.boi.org.il/publications/regularpublications/staff-forecast>

⁷⁰ גם על פי תחזיות של משרד האוצר שפורסמו במהלך התקופה הנסקרת פגיעה בדירוג של ישראל במדדי איכות המשטר צפויה להביא לירידה מבנית של קצב צמיחת התוצר לנפש בשיעור של 0.8 אחוז לשנה, לירידה בהכנסות המדינה, לעלייה בנטל מימון החוב העסקי ולפגיעה משמעותית בתוצר של ענף ההיי-טק ובמועסקים בו.

https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/periodic-review-16052023/he/weekly_economic_review_periodic-review-16052023.pdf

⁷¹ בהקשר זה חשוב להדגיש כי מקומה של ישראל על פי מדדי איכות המשטר המקובלים בעולם ומדדי איכות של המערכת השופטת, המוסדות ומידת עצמאותם ערב החקיקה היה גבוה יחסית (בחינה זו בוצעה על פי ארבעה מדדים מובילים ורכיביהם העיקריים: "Varieties of Democracy" "Freedom House's Freedom in the World", "Economist Intelligence Unit's Democracy Index", "Polity V" (<https://www.dante-project.org/datasets/>)).

(. כך גם על פי הפרמטרים הרלוונטיים במדד של עשיית העסקים (doing business).
⁷² ראו: Beck et al. (2005), "Financial and legal constraints to firm growth: Does firm size matter?", JoF; La Porta et al. (2003), "Related lending", QJE; Djankov et al. (2007) "Private credit in 129 countries" JFE; Khwaja and Mian (2005), "Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market", QJE;

⁷³ Ashraf (2017), "Political Institutions and bank risk-taking behavior", JFS, Agoraki et al. (2020) "Democracy, regulation and competition in emerging banking systems", EM; Lavezolo (2020) "Political regimes and bank interest margins", Economic Systems.

המוסדית באה לידי ביטוי ברמה גבוהה יותר של מימון למגזר העסקי ובירידה של עלות גיוס ההון: עלייה של סטיית תקן אחת ב"מדד איכות המשטר"⁷⁴ מתבטאת בירידה של 7.64 נקודות אחוז בתמחור חסר של הנפקות, ואילו עלייה של נקודת בסיס במדד זה מפחיתה את מרווח ה-AISD ב-19 נקודות בסיס. מנגד, פגיעה באמון במוסדות הדמוקרטיים (ירידה באיכות המשטר), עלולה להתבטא בתגובה מהירה ועוצמתית יותר במדדים של גיוס ההון (היקף ותמחור) ובעלות החוב⁷⁵.

3. סיכונים גיאופוליטיים

על אף התממשות מסוימת של הסיכון הגיאופוליטי במהלך התקופה הנסקרת (מבצע "מגן וחץ"), בדוח זה אנו לא עוסקים בהערכת ההסתברויות להסלמה של הסיכונים הגיאופוליטיים המקומיים – כלומר להרעה קיצונית של מצב הביטחוני במספר חזיתות בו-זמנית, ולא בוחנים את היקף פגיעתם בפעילות המשקית. אנו מניחים שבתרחיש קיצון כזה צפויה השפעה רוחבית על הפעילות המשקית דרך ערוץ הצמיחה, מאזן התשלומים והמרחב הפיסקלי, ועל המערכת הפיננסית – דרך כל ערוצי הסיכון. עמידותה של המערכת הפיננסית תלויה בעמידותם של המוסדות והתשתיות הפיננסיות, שתפקודם לעת עתה גבוה. עם זאת אנו מעריכים, גם בהתאם לניתוח של קרן המטבע (GFSR, Chapter 3)⁷⁶, כי להתפתחויות גיאופוליטיות גלובליות יש פוטנציאל לא מבוטל להשפיע על הסביבה העסקית בישראל ולאתגר את תפקודה של המערכת הפיננסית בטווחים הקצר, הבינוני והארוך.

על פי הניתוח של קרן המטבע – המתיחות הגיאופוליטית ברחבי העולם עלתה בשנים האחרונות על רקע הידרדרות של הקשרים הדיפלומטיים בין ארה"ב לסין, ובעיקר בשל הפלישה הרוסית לאוקראינה. מצב זה התבטא בפרגמנטציה כלכלית עולמית ובגידול המרחק הגיאופוליטי (geopolitical distance) בין המדינות⁷⁷ – בהתבסס על חשיפתן לעוצמת אי הסכמה בין ארה"ב לסין בנושאי מדיניות החוץ. למצב זה צפויות, להערכת אנשי הקרן, השלכות שליליות על היציבות הפיננסית; זאת דרך עלייה בסיכון, החרפה של הפרגמנטציה הפיננסית, הקצאה-מחדש של תיקי ההשקעות וקווי האשראי הרחק מהמדינות שנמצאות בקצה ההתפלגות וכפועל יוצא מכך – צמצום ההזדמנויות לפיזור הסיכונים. הדבר עלול לחולל היפוך חד של תזרימי ההון וירידה של מחירי הנכסים, להביא לצמצום היקפי האשראי ולהשליך על תפקודה של המערכת הבנקאית ושל המערכת הפיננסית⁷⁸.

⁷⁴ <https://www.systemicpeace.org/polityproject.html>

⁷⁵ Delis et al. (2020), "Democracy and credit", JFE, Duong et al. (2022) "Democracy and the pricing of IPOs around the world", JFE; AISD – all in drawn spread=the spread of the loan facility over LIBOR plus any annual fees that borrowers must pay lenders, Ivashina (2009)

⁷⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>

⁷⁷ Hage (2011), "Choice or Circumstance? Adjusting Measures of Foreign Policy Similarity for Chance Agreement", *Political Analysis*; Bailey et al., (2017) "Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data." *Journal of Conflict Resolution*

⁷⁸ בבחינה של זרמי ההשקעה על פי מדדים של קרן המטבע, עלייה של סטיית תקן אחת במרחק הגיאופוליטי בין מדינת המקור למדינת יעד גורמת להפחתת ההקצאה הביטורלית של תיקי ההשקעות ולתביעות בנקאיות בכ-15 אחוזים, ובכ-20 אחוזים במקרה של קרנות ההשקעה. נוסף על כך, עלייה של סטיית תקן אחת במרחק הגיאופוליטי בין מדינת היעד לבין כל המדינות השותפות שעמן ההסכמה בנושאי מדיניות חוץ כבר פחותה מתבטאת בירידת החציון/המוצע ברטו של זרם ההשקעות (outflow) בערך האקוויולנטי ל-1.5/2.8 אחוזים מהתמי"ג של מדינת היעד. ההשפעה יכולה להיות משמעותית גם ברמה המצרפית: צמצום היקף ההשקעות הישירות כתוצאה מהתפתחויות גיאופוליטיות וזליגה שלהן לכלל המדינות עלולים להסתכם בכ-3 אחוזים מהתמי"ג העולמי. עם זאת נציין כי במדינות (אשר כישראל), בעלות

נראה כי המרחק הגיאופוליטי בין ישראל למדינות אחרות עשוי דווקא להצטמצם, ובכך למתן את ההשפעות הגלובליות: התרחבות נוספת של מגזר הגז הישראלי ופיתוח תשתית נוספת עשויים לאפשר לה לייצא בעתיד גז טבעי נוזלי לאירופה. בהקשר זה הסכם התייחום הימי שנחתם עם לבנון אמור לתמוך אף הוא בהגבלת הסיכונים. גם הסכמי אברהם, שנרמלו את היחסים הדו-צדדיים בין ישראל לכמה ממדינות ערב – איחוד האמירויות, בחריין ומרוקו – צפויים לקדם שיתוף פעולה כלכלי ולהפחית מתחים אזוריים וביטחוניים. הסכם הסחר החופשי של ישראל עם איחוד האמירויות נכנס לתוקף במהלך התקופה הנסקרת (1 באפריל 2023), ותוצאותיו ייבחנו בטווח הבינוני.

6. העמידות של המערכת הפיננסית

מאחר שבמהלך התקופה הנסקרת חלק מהעזוועים השונים כבר התממשו, יציבותה של המערכת הפיננסית תלויה כיום במידה רבה (בדומה לתקופות משבר הקורונה) בעמידותם של המוסדות והתשתיות הפיננסיים וביכולתם, לספק את שולי הביטחון הנדרשים להמשך תפקודה הראוי של המערכת בפועל.

6.1 מערכת הבנקאות

מערכת הבנקאות הישראלית המשיכה בשנת 2022 לשמור על איתנותה ויציבותה. איתנות זו באה לידי ביטוי ביחסי ההון הגבוהים של המערכת, ביחסי נזילות נאותים וברווחיות, שעלתה בהשוואה לשנים האחרונות. ההתפתחויות במהלך המחצית הנסקרת – בהן עלייה בסביבת האינפלציה, ההתפתחויות הגיאופוליטיות האזוריות ובסביבה הגלובלית וכן בסיכונים הסייבר, המוניטין, הרגולציה והשוק מעלות את אי-הוודאות הכלכלית ומביאות לפתחה של מערכת הבנקאות אתגרים נוספים, המחייבים את הבנקים להמשיך לנהוג בזהירות ובשמרנות. גם השנה ערך הפיקוח על הבנקים מבחן קיצון מקרו-כלכלי למערכת הבנקאות, המבוסס על תרחיש אחיד. מטרת המבחן היא לוודא שגם באירוע מקרו-כלכלי קיצוני הבנקים יוכלו לספוג את ההפסדים שייווצרו בלי לסכן את פיקדונות הציבור ואת יציבותם. תוצאות מבחן הקיצון של שנה זו מלמדות כי זעזוע מקרו-כלכלי של האטה גלובלית, שמתבטאת גם במיתון במשק הישראלי, צפוי להשפיע על רווחיות מערכת הבנקאות באופן משמעותי, אך לא לסכן את יציבותה.⁷⁹

ניתוח מדדי איכות תיק האשראי מלמד שעל אף ההידוק המוניטרי המהיר, ולמרות האינפלציה הגבוהה, שהשפיעו על החזרי ההלוואות החודשיים של הלווים⁸⁰, לא ניכרת, לעת עתה, פגיעה ממשית בכושר החזר של הלווים. (ראו גם "ערוץ האשראי" בדוח זה). החל מינואר 2022 ובהתאם לאמות המידה המקובלות בעולם, יושמו כללים חדשים בתאגידים הבנקאיים בנושא הפרשות הפסדי אשראי נוכחיים (CECL – Current Expected Credit Losses)⁸¹. אלה מסייעים להיטיב

מערכת פיננסית מפותחת, או כאלה המחזיקות מלאי גדול של רזרבות מטי"ח או במאזן חוץ (נטו) חיובי הקצאות ההון פחות רגישות לשינויים במתיחות הגיאופוליטית.

⁷⁹ להרחבה ראו תיבה ה-1 בסקירת מערכת הבנקאות לשנת 2022.

⁸⁰ להרחבה ראו תיבה ה-2 בסקירת מערכת הבנקאות לשנת 2022.

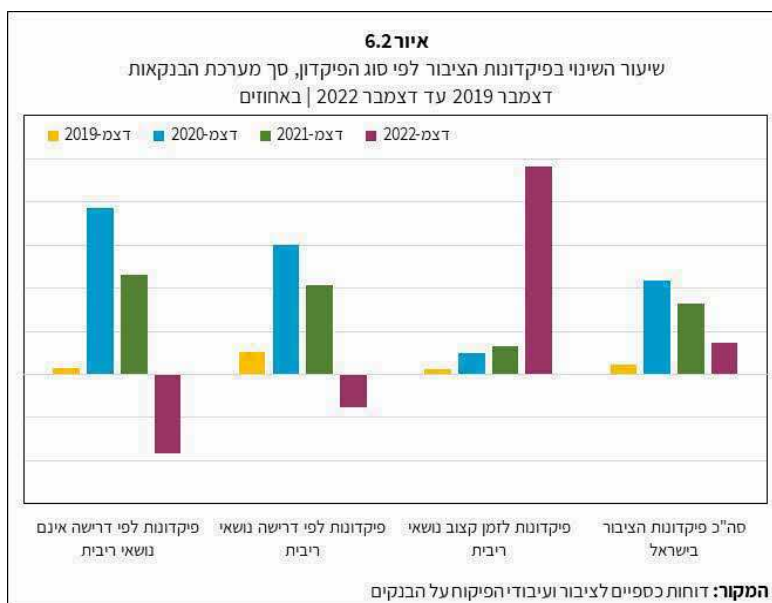
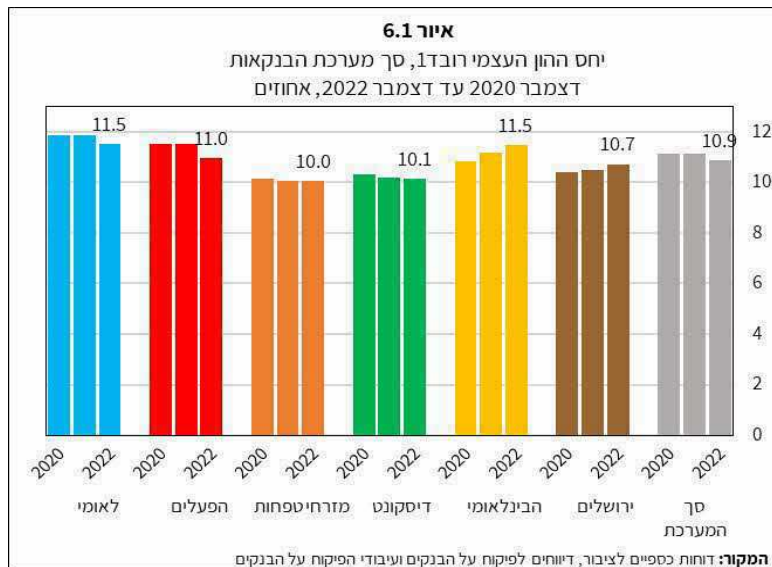
⁸¹ ההפרשות להפסדי אשראי מיועדות לשמש כרית לספיגת הפסדים, הצפויים מהאשראי שהועמד לציבור, ובכך לשמור על היציבות והיכולת של התאגידים הבנקאיים להמשיך ולהעמיד אשראי, גם בתקופות משבר, שבהן הפסדי האשראי יתממשו; כן משקפות ההפרשות שינויים במצבם הכספי של הבנקים. במסגרת הפקת הלקחים מהמשבר הפיננסי הגלובלי שהתרחש בשנים 2008-2009, משהתברר כי בנקים בעולם לא החזיקו כריות מספקות כנגד הפסדי אשראי אשר

ולבטא את רמות הסיכון בתיק האשראי ואת ההתפתחויות הצפויות מצד הבנקים, ומאפשרים להגיב מוקדם יותר על הרעה באיכות האשראי. עם זאת, לא מן הנמנע שעם המשך סביבת הריבית הגבוהה ואם מצב המשק יורע, יכולת החוזר של הלווים תיפגע, והפגיעה תתבטא בעליית בהוצאות להפסדי אשראי.

יחס ההון העצמי רובד 1 של מערכת הבנקאות נותר יציב במהלך שנת 2022, והוא נאמד בכ-10.8 אחוזים, עם שונות בין הבנקים בהתפתחותו (איור 6.1). במהלך השנה הרחיבו הבנקים את השימוש בכלים לניהול נכסי הסיכון וההון, ובכך סייעו לשמירה על נאותות יחסי ההון. כמו כן נרשמה התאוששות ביחס המינוף (משיעור של 5.83 אחוזים בסוף שנת 2021 לשיעור של 6.06 אחוזים בסוף שנת 2022), לראשונה מאז משבר הקורונה, משום שצמיחתו של ההון הייתה מהירה מזו של החשיפות. הרווחיות הגבוהה שהציגה המערכת וגיוס הון מהציבור על ידי חלק מהבנקים, תרמו לגידול ההון. את גידולו מיתנו חלוקת דיבידנדים והירידה בשווי תיק האג"ח הזמין למכירה כתוצאה מעליית תשואות האג"ח⁸². בתוך כך, העבירו מספר בנקים במהלך השנה אג"ח מהתיק הזמין למכירה לתיק המוחזק לפדיון כדי לצמצם את החשיפה של הון הבנק ושל יחסי הלימות ההון לתנודות בשווקים.

אף שקצב הגידול הואט משמעותית בהשוואה לקצב בשנתיים האחרונות, גדלו פיקדונות הציבור במהלך שנת 2022, תוך הסטה ברורה של פיקדונות לפי דרישה (נושאי ריבית ושאינם נושאי ריבית) אל פיקדונות לזמן קצוב הנושאים ריבית, וזאת על רקע עליית הריבית על פיקדונות אלו (איור 6.2). ריכוזיות המפקידים גדלה במידה מסוימת בשנתיים האחרונות, ושיעור הפיקדונות הגדולים מאוד (מעל 500 מיליון ₪) עומד כיום על 23 אחוז, לעומת 16 אחוז לפני כשנתיים.

התממשו, הוחלט בעולם על שינוי כללי החשבונאות המקובלים באופן שיבטיח כי הפרשות יביאו בחשבון באופן מספק, בגישה צופה פני עתיד, את ההפסדים שצפויים להתממש מתיק האשראי. שינוי זה מיושם מחודש ינואר 2020 בבנקים נסחרים בארה"ב, ובישראל, כאמור – החל מינואר 2022.
⁸² אמנם העלייה בתשואות האג"ח פעלה להקטנת ההתחייבויות לזכויות העובדים במערכת, אך השפעה של הירידה בשווי תיק האג"ח הזמין למכירה משמעותית יותר ברמת המערכת.



פרסומים חדשים של גופי אסדרה בארה"ב לגבי אירועי הכשל של בנק SVB העלו כמה תובנות משמעותיות – בעיקר בהקשר של איכות ניהול הסיכונים בבנקים ושל הממשל התאגידי בהם, וכן לגבי כשלים של גופי הפיקוח (הרגולטורים) בהבנה מיידית של סיכונים וטיפול בהם לאחר התגלותם. חשוב לציין שבישראל, שלא כמו בארה"ב, אין דיפרנציאציה בין הבנקים בדרישות הנוילות מהם: וכולם – גדולים וקטנים – נדרשים לעמוד באותן דרישות נוילות⁸³. יחס כיסוי הנוילות (LCR) של מערכת הבנקאות גבוה משמעותית מהדרישה המזערית שקבע הפיקוח על הבנקים והוא נאמד, נכון לדצמבר 2022, בכ-133 אחוזים – שיפור בהשוואה לזו אשתקד אז עמד היחס על 125 אחוזים. יחס המימון היציב נטו (NSFR) אמנם ירד במקצת בהשוואה ל-2021 (מ-130 אחוזים ל-126 אחוזים, בהתאמה), אך נותר גבוה מהדרישה המינימלית שקבע הפיקוח על הבנקים (100 אחוזים). כמו כן, בישראל תיק ניירות הערך לפדיון מהווה כ-2 אחוזים בלבד מנכסי מערכת הבנקאות, לעומת 43 אחוזים ב-SVB, שאותו הוא נאלץ לממש. מכאן שמימוש של נכסים

⁸³ להוציא בנקים חדשים ובנקים בהקמה.

אלו במחיר השוק (גם במקרה של מימוש בהפסד), לא צפוי להשפיע מהותית על יחסי ההון ורווחיותה של מערכת בנקאות הישראלית.⁸⁴

מערכת הבנקאות מתמודדת עם סיכונים רבים, אשר עצמתם וכיוון השפעתם משתנים לאורך זמן. מסקר סיכונים שערך הפיקוח על הבנקים בראשית שנת 2023 בקרב בכירי מערכת הבנקאות עולה כי סיכון הסייבר נותר הסיכון המטריד ביותר שעמו מתמודדת המערכת, אולם סיכונים נוספים – ובהם הסיכון הגיאופוליטי, סיכון הרגולציה, סיכון הריבית והשוק, סיכון האשראי ואיכות האשראי – התעצמו מהותית במהלך השנה האחרונה (להרחבה ראו פרק ה' בסקירת מערכת הבנקאות בישראל לשנת 2022).⁸⁵

6.2. חברות הביטוח

חברות הביטוח בישראל נדרשות לעמוד בהוראות משטר כושר פירעון כלכלי, אשר מבוססות על הוראות Solvency 2 האירופאיות. בהתאם למשטר זה, החברות נדרשות לחשב מאזן כלכלי באמצעות הערכת שוויים הכלכלי של הנכסים וההתחייבויות ולחשב את ההון הנדרש מהן על בסיס הערכת ירידת ההון הכלכלי בתרחישים שונים. על בסיס משטר זה מחושב יחס כושר פירעון כלכלי שנגזר מרמת ההון של חברת הביטוח ביחס לנדרש על פי ההוראות הרגולטוריות והתרחישים השונים.⁸⁶

יציבות חברות הביטוח, כפי שמשקפת ביחס כושר פירעון כלכלי, מושפעת מצד ההתחייבויות ומצד הנכסים כאחד. בהתאם, היחס מושפע משינויים בעקום הריבית, בתשואות שוק ההון, באינפלציה, בשינויים וסטיות מהנחות דמוגרפיות ותפעוליות, מהתכלות התיק הביטוחי הישן, משינויים בהסדרי ביטוח משנה, משינוי ברווחיות ביחס לצפי, וממכירות חדשות.

תוצאות יחס כושר הפירעון הכלכלי לשנת 2022 (שפורסמו במהלך חודש מאי 2023) מעידות כי ענף הביטוח הישראלי נשאר איתן ויציב. איתנות זו באה לידי ביטוי ביחסי כושר פירעון גבוהים⁸⁷ ואשר עלו עם תחילת יישום הוראות משטר כושר פירעון כלכלי (איור 6.3): ההון הכלכלי המצרפי של חמש חברות הביטוח הגדולות, הסתכם ב-68 מיליארדי ₪ ב-31 בדצמבר 2022, לעומת 73 מיליארדי ₪ ב-2021, ירידה של 7 אחוזים. ההון הנדרש לכושר פירעון ירד באותה תקופה ב-5 אחוזים להיקף של 41 מיליארדי ש"ח. כתוצאה מכך, **יחס כושר הפירעון הכלכלי המצרפי של חמש חברות הביטוח הגדולות⁸⁸ ירד ב-4 נקודות האחוה** בין 2021 ל-2022 ועמד על 167 אחוזים.

⁸⁴ בנק ישראל ובפרט הפיקוח על הבנקים בוחנים את הסיבות ואת הגורמים שהובילו לכשלים בבנקים אלה בחו"ל כדי לוודא שמערכת הבנקאות בישראל, מבנה פעילותה והיקף ההון והנזילות שהיא מחזיקה יישארו איתנים והולמים, גם במצבים כגון אלה שתוארו, ושתהליכי הפיקוח הולמים גם הם את הסיכונים.

⁸⁵ <https://www.boi.org.il/publications/regularpublications/banking-system/%D7%A1%D7%A7%D7%99%D7%A8%D7%AA-%D7%9E%D7%A2%D7%A8%D7%9B%D7%AA-%D7%94%D7%91%D7%A0%D7%A7%D7%90%D7%95%D7%AA->

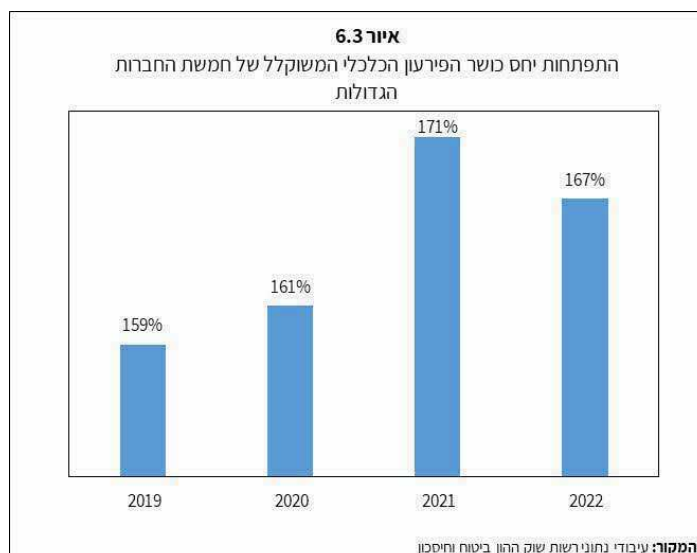
[/D7%91%D7%99%D7%A9%D7%A8%D7%90%D7%9C-%D7%A9%D7%A0%D7%AA-2022](https://www.boi.org.il/publications/regularpublications/banking-system/%D7%A1%D7%A7%D7%99%D7%A8%D7%AA-%D7%9E%D7%A2%D7%A8%D7%9B%D7%AA-%D7%94%D7%91%D7%A0%D7%A7%D7%90%D7%95%D7%AA-%D7%91%D7%99%D7%A9%D7%A8%D7%90%D7%9C-%D7%A9%D7%A0%D7%AA-2022)

⁸⁶ להרחבה על משטר כושר פירעון כלכלי וגורמי הסיכון המשפיעים על פעילות ויציבות חברות הביטוח, ראו פרק ח' בדוח הממונה על רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון

https://www.gov.il/he/departments/publications/reports/1_annual_report_2021

⁸⁷ כל נתוני ההון הכלכלי ויחס כושר פירעון כלכלי מתייחסים לתוצאות עם הוראות מעבר, למעט אם צוין אחרת.

⁸⁸ חמש חברות הביטוח הגדולות כוללות את מגדל, כלל, הפניקס, הראל ומנורה.



הירידה המתונה ביחס כושר הפירעון הכלכלי הושפעה בעיקרה מירידות בשוק ההון. הירידה במחירי המניות במהלך 2022 פגעה בשווי המניות בתיקי ההשקעות, הן בתיקי הנוסטרו והן בתיקי העמיתים, והייתה לה תרומה שלילית משמעותית ליחס כושר הפירעון. הפגיעה בשווי המניות הקטינה את שווי הנכסים של חברות הביטוח, את שווי החשיפה של רכיב המניות בדרישת ההון ואת עוצמת תרחיש מניות בדרישת ההון⁸⁹. ממבחי הרגישות עולה כי ירידה של 25 אחוזים בערכם של נכסים הוניים צפויה להקטין את היחס בין 18-8 נקודות אחוז.

פרסום לוחות מעודכנים של תמותת גמלאים על ידי רשות שוק ההון⁹⁰ אף הוא השפיע באופן שלילי על יחס כושר הפירעון. ממבחי הרגישות עולה כי ירידה של 5 אחוזים בשיעור התמותה צפויה להקטין את היחס בין 20-4 נקודות אחוז.

לעלייה באינפלציה ולחלוקת דיבידנדים בקרב חלק מהחברות הגדולות הייתה השפעה שלילית מתונה על יחס כושר הפירעון. השפעות אלו קוזזו ברובן על ידי עליית עקום ריבית⁹¹ חסרת סיכון לכושר פירעון כלכלי⁹² אשר הייתה לה תרומה מצטברת חיובית באופן משמעותי על חמש חברות הביטוח הגדולות. הרגישות לעקום הריבית של חברות הביטוח נובעת מפערי מח"מ בין ההתחייבויות שאינן תלויות תשואה⁹³ לנכסים שעומדים כנגדם, ומהשפעת העקום על דמי הניהול העתידיים, שכן הנחת התשואה בהתחייבויות תלויות התשואה⁹⁴ נגזרת מעקום הריבית. בצד

⁸⁹ עוצמת תרחיש המניות משתנה בהתאם לגובה ההתאמה הסימטרית. ההתאמה הסימטרית (Symmetric Adjustment או SA) הינה מנגנון אנטי מחזורי הנועד להפחית את עוצמת תרחיש המניות כאשר רמות המחירים בשוק ההון הינן נמוכות בהשוואה לממוצע של 3 שנים במדד ת"א-125, ולהגדיל את עוצמת התרחיש כאשר רמות המחירים גבוהות בהשוואה לממוצע.

⁹⁰ https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/notice-2022-9-18/he/Chozer_2022-9-18-.pdf.pdf.

⁹¹ להרחבה על השינויים הכלכליים ב-2022 ובמחצית הראשונה של 2023 ראו פרק 4.
⁹² עקומי הריבית לצורך יחס כושר פירעון כלכלי מבוססים על העקומים שמפורסמים על ידי החברה הזוכה במכרז לציטוט מחירים, אשר מצידם מבוססים על תשואות אג"ח לפדיון של אג"ח סחירות של ממשלת ישראל. עקומי הריבית לצורך יחס כושר פירעון כלכלי זהים לאלו המפורסמים על ידי החברה הזוכה במכרז עד לנקודת ה-Last Liquid Point (LLP) בשנה ה-10. מעבר לנקודה זו, נקבעים עקומי הריבית על פי אקסטרפולציה של Smith-Wilson עד לשיעור הריבית העתידית האחרונה (UFR או Ultimate Forward Rate), שנקבעה על 60 שנה. מנקודת ה-UFR ואילך הריבית העתידית קבועה.

⁹³ בהתחייבויות שאינן תלויות תשואה, כל הרווח או ההפסד מהשקעות משוך לחברות ביטוח, לעומת התחייבויות תלויות תשואה, בהן למבוטח יש רווח או הפסד בהתאם לתוצאות השקעות של החברה.

⁹⁴ התחייבויות תלויות תשואה הינן התחייבויות בגין חוזים בהם תגמולי הביטוח שלהם זכאי המוטב תלויים בתשואה שמניבות השקעות מסוימות של החברה, בניכוי דמי ניהול. לגבי הנכסים וההתחייבויות בגין מוצרים אלו לא קיימת לחברות הביטוח חשיפה ישירה בגין שינויים בריבית, בשווי ההון של השקעות או במדד. השפעת שינויים אלו מצמצמת לחשיפה הנגזרת מדמי הניהול המשתנים בהתאם לתנודתיות בתשואה הנזקפת למבוטחים, וזאת רק לגבי

ההתחייבויות הרגישות של חברות הביטוח לריבית עולה עם החשיפה שלהן למוצרים ארוכי טווח, ובייחוד מוצרי חסכון תלויי תשואה וסיעוד, ותלויה בהיקף ומאפייני האמצעים שהחברות נוקטות להפחתת הסיכון⁹⁵. בצד הנכסים הרגישות לריבית נובעת מהרכב תיק ההשקעות שלהן. העלייה בעקום הריבית בתקופת הדוח, הקטינה את ההתחייבויות של חברות הביטוח ואת חלק מדרישות ההון בעקבות הקטנת שווי החשיפה, וכתוצאה מכך יחס כושר הפירעון עלה. מנגד, עליית הריבית הקטינה את שוויים של נכסי חוב ואת ניכוי ההתחייבויות בתקופת הפריסה⁹⁶, אשר הפחיתו את עוצמת עליית יחס כושר הפירעון. בהתבסס על מבחני רגישות לריבית שהחברות מפרסמות, עלייה של 0.5 אחוז בעקום הריבית⁹⁷ צפויה להעלות את יחס כושר הפירעון הכלכלי של החברות הגדולות בין 12-19 נקודות אחוז⁹⁸.

במחצית הראשונה של 2023 האינפלציה בישראל אומנם נותרה גבוהה, אולם נראה שעלייתה נבלמה, בנוסף העלויות בעקום הריבית חסרת הסיכון נמשכו, עם ציפיות שמגלמות עלייה קלה נוספת בהמשך השנה. גורמים אלו עשויים להשפיע באופן חיובי על יציבות החברות ולשמור על כרית הון הולמת.

הרכב דרישת ההון

חישוב דרישת ההון של חברות הביטוח מבוסס, כאמור, על הערכת הפסדים בתרחישי קיצון, המשקפים סיכונים שונים (איור 6.4). רכיבי הסיכון בחישוב הם סיכוני שוק, סיכוני חיתום בביטוח חיים, סיכוני חיתום בביטוח בריאות, סיכוני חיתום בביטוח כללי, סיכון צד נגדי, סיכון בגין נכסים בלתי מוחשיים וסיכון תפעולי. מרבית רכיבי הסיכון נחלקים לתתי רכיבי סיכון ומחשוב סך הרכיבים מנוכים השפעת פיזור בין רכיבי הסיכון והתאמה לספיגת הפסדים בשל נכס מס נדחה⁹⁹. רכיב הסיכון המשמעותי ביותר עבור החברות הגדולות הוא סיכון בגין תיק בריאות ארוך טווח, כלומר הסיכון הנובע מאי הוודאות הכרוכה במוצרי בריאות ארוכי טווח, ובראשם סיכון תחלואה, אשר מושפעים ממוצרי קצבה (אובדן כושר עבודה וסיעוד); סיכון ביטולים של מוצרי תאונות

⁹⁵ פוליסות שהוצאו עד 2004, ומן ההיקף הכולל של ההתחייבות ממנה נגזרים דמי הניהול הקבועים של המבטח לגבי כלל המוצרים תלויי התשואה.

⁹⁶ אמצעי הפחתת הסיכון העיקרי של חברות הביטוח הם הסכמים עם חברות ביטוח משנה, אשר משתתפות בתשלום התביעות למבוטחים בתמורה לפרמיה.

⁹⁷ הניכוי בתקופת הפריסה מתייחס לאחת מחלופות הוראות המעבר, אשר מאפשרת פריסה הדרגתית של הגידול בעתודות ביטוחיות מסוימות עד שנת 2032, לחברות אשר קיבלו אישור מרשות שוק ההון. חברות, אשר עתודות הביטוח שלהן גדלו כתוצאה מדרישת רגולטורית למעבר למשטר סולבנסי, רשאיות לפרוס את הגידול בעתודות אלו בתקופת הפריסה. נכון לדיווח יחס כושר פירעון כלכלי ל-2022, כל חמשת חברות הביטוח הגדולות בחרו בהוראות המעבר של ניכוי עתודות.

⁹⁸ עד נקודת ה-LLP.

⁹⁹ ולחילופין ירידת ריבית צפויה להקטין את יחס כושר הפירעון של החברות הגדולות בין 12-19 נקודות אחוז.

⁹⁹ מלבד הסיכונים המכומתים ישירות בדרישת ההון, ישנם גורמי סיכון נוספים, המושפעים מהתפתחויות בסביבה העסקית והטכנולוגית ואירועים מקרו-כלכליים, אשר יכולים להשפיע על הביקוש למוצרי ביטוח, על היקף התביעות הביטוחיות ועל שווי תיק ההשקעות ובעלי פוטנציאל להשפיע ישירות או בעקיפין על יחס כושר הפירעון. גורמים אלו כוללים, בין היתר, את עוצמת התחרות בין החברות, התגברות אי הודאות הכלכלית המקומית והעולמית, שיבושים בשרשראות האספקה הבינלאומיות, ירידה בצמיחה, אירועים גיאופוליטיים בעולם, מתיחות פוליטית וחברתית בישראל, עלייה בחשיפה להתקפות סייבר ומשבר אקלים עולמי. להרחבה ראו פרק ח-2 בדוח הממונה על רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון לשנת 2021.

הסיכונים הנוספים, שאינם מכומתים ישירות בדרישת ההון, נבחנו על ידי החברות ועל ידי רשות שוק ההון, כחלק מתהליכי ניהול הסיכונים של החברות. בנוסף, בינואר 2023 החברות הגישו לראשונה לרשות שוק ההון דוחות ORSA (Own Risk Solvency Assessment), כחלק מיישום הנדבך השני במשטר כושר פירעון כלכלי. דוחות אלו, והתהליך הפיקוחי הנלווה אליהן, נועדו לבחון את פרופיל הסיכון של כל חברה ומידת התאמתו למודל חישוב דרישת ההון, וכן את קשרי הגומלין בין הסביבה העסקית, תוכניות העבודה, פרופיל הסיכון, ניהול ההון ואי הודאות הכרוכה בהם. כחלק מתהליך זה, על החברות לבחון סיכונים ותרחישים נוספים או שונים מאלו הנלקחים בחשבון בדרישת ההון. תהליך ה-ORSA ובחינתו שקול ל-ICAAP ו-SREP בבנקים.

מערכות התשלומים המבוקרות

מערכת תשלומים היא מערכת כללים, מכשירים או נהלים להעברה ולביצוע של הוראות תשלום בין משתתפיה, הכוללת את המשתתפים בה ואת מפעילה. מערכות תשלומים יכולות להיות כאלו המורכבות רק מכללים או נהלים ויכולות להיות כאלו הכוללות תשתית פיזית. הוראות התשלום עוברות בין הגופים הפיננסיים החברים במערכות (להלן: "משתתפי מערכת תשלומים"¹⁰¹) ואלו מתבצעות על גבי תשתיות טכנולוגיות המכוננות 'תשתיות שוק פיננסי' (בקצרה: FMI's¹⁰²).

הגופים הפיננסיים המשתתפים בתשתיות השוק הפיננסי מסדירים ביניהם את ההתחייבויות הפיננסיות שנוצרו לאחר פעילויות כלכליות שונות שמתרחשות בכל יום במשק המקומי – עסקאות בכרטיסי אשראי, עסקות חיוב וזיכוי, שיקים, פעולות בבורסה, עסקאות של המרת מט"ח, פעולות במכשירים למשיכת מזומנים ועוד.

הסדרת ההתחשבות הסופית בין הגופים הפיננסיים, שמנהלים חשבונות בשקל חדש בבנק המרכזי, מתנהלת במערכת זיכויים והעברות בזמן אמת (להלן: "זה"ב"). למערכת זה"ב שני תפקידים מרכזיים: סליקה סופית של הוראות תשלום דו-צדדיות שמשתתפי זה"ב יוזמים ביניהם במהלך יום עסקים; וסליקה סופית רב-צדדית של התחייבויות פיננסיות שעוברות עיבוד מקדים במערכות תשלומים נוספות שפועלות במשק המקומי¹⁰³. מערכות אלו כוללות את מערכת חיובים, זיכויים והעברות תשלומים (להלן: 'מס"ב') לביצוע תשלומי חיוב וזיכוי, לרבות תשלומים מידיים; מערכת מכשירי בנק אוטומטיים, המקשרת בין מכשירים למשיכת מזומנים של המערכת הבנקאית בישראל; מערכת שירותים בכרטיסי חיוב; מסלקת ניירות ערך ומסלקת המעו"ף; מסלקת השיקים ומערכת ה-CLS להמרת מט"ח¹⁰⁴.

כשמערכות תשלומים אינן פועלות כראוי, הן עלולות לשבש באופן משמעותי את המערכת הפיננסית במשק, ואף להוות מקור הדבקה לכשלים בין משתתפי המערכות, במיוחד בתקופה של משבר פיננסי. בתרחיש קיצוני, משתתף שפֶּשֶׁל עלול לגרום לפֶּשֶׁל למשתתפים נוספים במערכת. לדוגמה: כאשר קיים דפוס שבו משתתפים תלויים מאוד בתזרימי נזילות מהמשתתף שפֶּשֶׁל, יכול להיווצר מצב שכדי להמשיך ולפעול במערכת, יתר המשתתפים ישתמשו במקורות נזילות שנמצאים מחוץ למערכת, עד מצב שבו הם עלולים להגיע לחדלות פירעון.

יציבותן של מערכות התשלומים המבוקרות בישראל נבדקה באמצעות שלושה מדדים: קיבולת עיבוד התנועות, הזמינות וריכוזיות המערכות¹⁰⁵.

¹⁰¹ מרבית המשתתפים במערכות התשלומים הם בנקים מסחריים ומקצתם הם גופים פיננסיים אחרים כדוגמת חברות כרטיסי אשראי ובנק הדואר.

¹⁰² Financial Market Infrastructure

¹⁰³ על-מנת לבצע את הסליקה הרב-צדדית הסופית, מערכת זה"ב מקבלת ממערכת תשלומים קובץ סליקה נטו המציין את סכומי הנזילות שיש להעביר בין המשתתפים שמנהלים חשבונות במטבע שקל בבנק המרכזי. לדוגמה, כשמשתתף א' במערכת תשלומים שסולקת בזה"ב מעביר הוראות תשלום בגובה 100 מיליון ש"ח למשתתף ב', ומשתתף ב' מעביר הוראות תשלום בגובה 90 מיליון ש"ח למשתתף א', מערכת התשלומים תעביר לזה"ב קובץ סליקת נטו לפיו יש להעביר 10 מיליון ש"ח מהחשבון של משתתף א' בבנק המרכזי לחשבון של משתתף ב' בבנק המרכזי. התחשבות זו בין משתתף א' ומשתתף ב' תיסלק בחלוף זמן ייעודי במערכת זה"ב, ומכיוון שמעברת זה"ב הינה מערכת תשלומים מבקרות מיועדת, פעולה זו תיחשב כסליקה סופית שאינה ניתנת להחזרה בין המשתתפים החברים באותה מערכת תשלומים.

¹⁰⁴ סקירה זו לא כוללת את מערכת CLS, בורסה ומסלקת השיקים.

¹⁰⁵ המדדים מתייחסים לפעילות מערכות התשלומים בלבד ואינם מתייחסים לכל שרשרת ביצוע העסקה מקצה לקצה.

קיבולת התנועות

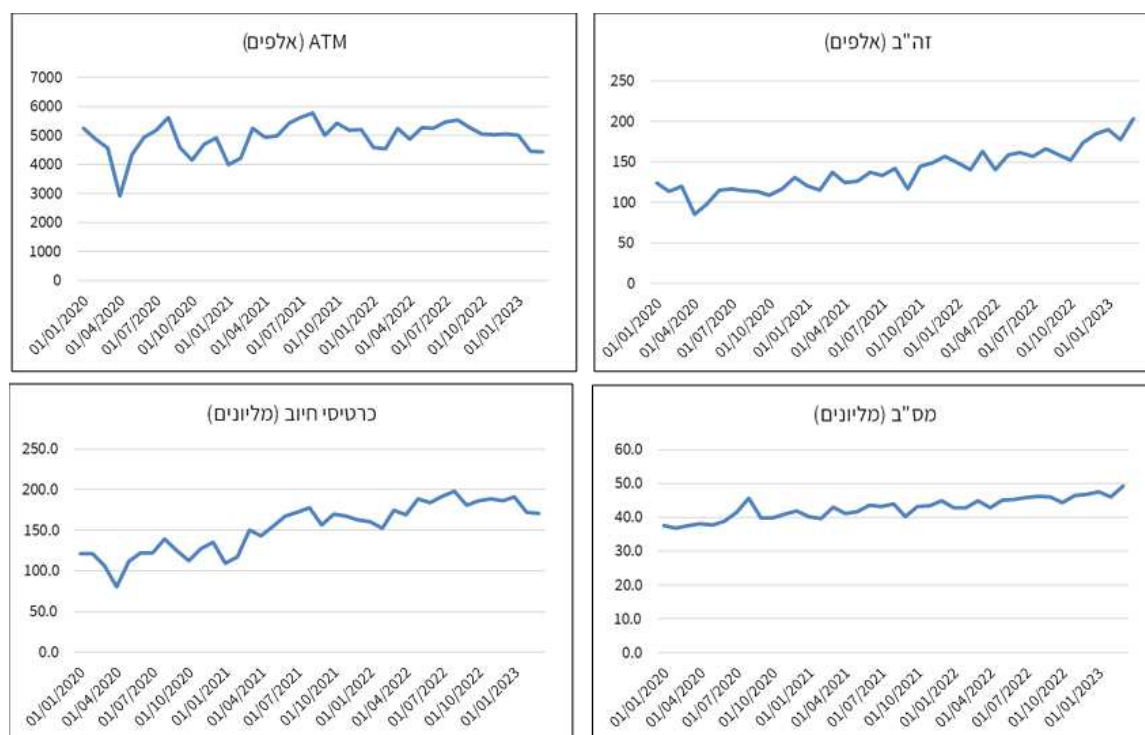
במקרה שמערכת תשלומים חווה אירוע כשל, קיימת חשיבות למשך הזמן שלוקח מרגע שאירוע הכשל מזוהה ומטופל ועד החזרה של המערכת לפעילות מלאה. ככל שיעבור זמן רב יותר מאירוע הכשל ועד לסיומו, יכולים להיווצר לחצים תפעוליים, כגון צבר תנועות תשלום הממתינות לעיבוד. לחצים תפעוליים אלו עלולים להשפיע לשלילה על המערכת ועל רכיביה השונים, לפגוע בניהול הנזילות של משתתפי המערכת, במוניטין השירות שהיא מספקת למשתתפיה ועוד.

ככל שהיקף עיבוד התנועות במערכת בזמן נתון קרוב יותר לקיבולת המקסימלית שמערכת תשלומים מסוגלת לעבד בזמן נתון, אירועי כשל במערכת התשלומים עלולים להקשות על מערכת התשלומים לשוב לפעילות תוך זמן קצר.

הערכת ניצול הקיבולת לכל מערכת תשלומים בוצעה באמצעות שקלול רכיבים שונים הכוללים בין היתר: קיבולת ספק תשתית המערכת, קיבולת מעבד מרכזי, קיבולת מחשב מרכזי, קיבולת דיסק וקיבולת זיכרון. בנוסף, לכלל המערכות קיימת היכולת להגדיל את אחוז הקיבולת לעיבוד תנועות אם וכאשר מהירות תהליכים במערכות יבוצעו באופן איטי שעלול לסכן את עמידת מערכות התשלומים בזמני עיבוד.

איור 6.5

מספר העסקאות במערכות התשלומים המבוקרות
ינואר 2020 עד מרץ 2023, נתון חודשי



המקור: דיווחי מערכות התשלומים המבוקרות ועיבודי בנק ישראל.

בשנים האחרונות השימוש באמצעי תשלום דיגיטליים בישראל נמצא במגמת עלייה, וכפועל יוצא גדל מספרם של עיבודי התנועות בכל מערכות התשלומים המבוקרות (איור 6.5).¹⁰⁶

¹⁰⁶ למעט ירידה שנצפתה בתחילת שנת 2020, תקופת פרוץ מגפת הקורונה שצמצמה את השימוש של לקוחות באמצעי תשלום דיגיטליים עקב סגרים. ירידה נוספת נצפתה במערכות התשלומים מכשירי בנק אוטומטיים ושירותים בכרטיסי חיוב מאמצע שנת 2022 ואילך.

למרות מגמת העלייה של מספר עיבודי תנועות התשלום במערכות התשלומים המבוקרות, מספר התנועות שהמערכות המבוקרות בישראל מעבדות בפועל קטן ביחס לקיבולת היומית המקסימלית שכל אחת מהן בנפרד מסוגלת לעבד: כ-1 אחוז במערכת זה"ב; כ-60 אחוזים במערכות מס"ב, כ-5 אחוזים במערכת מכשירי בנק אוטומטיים וכ-35 אחוזים במערכת שירותים בכרטיסי חיוב. מאחר והמשק הישראלי מאופיין בהיקפים קטנים של תנועות ביחס לקיבולת המקסימלית של המערכות, נתון זה מציב את מערכות התשלומים המבוקרות בסביבה יציבה יותר ביחס למשקים גדולים שבהם יש צורך בעיבוד כמות גבוהה יותר של תנועות בזמן נתון.

הזמינות

הסתכלות על המספר של עיבודי תנועות בלבד אינה מספקת מידע על הביצועים התפעוליים של המערכות. כדי שהמשתתפים יוכלו להשתמש בשירותי המערכת באופן רציף ובטוח, מערכות התשלומים צריכות להציג רמות גבוהות של זמינות עבור משתתפי המערכות. זמינות מערכות התשלומים חושבה על ידי מפעילי מערכות התשלומים כחס שבין משך הזמן שמערכת תשלומים פעלה בשנה נתונה לבין משך הזמן המקסימלי שמערכת התשלומים הייתה אמורה לפעול בשנה נתונה. כאשר לפי העקרונות הבינלאומיים לתשתיות השוק הפיננסי, ה-PFMI, במקרה של התממשות אירוע כשל, מערכות התשלומים המבוקרות צריכות לשוב לפעילות בהקדם ולכל המאוחר בתוך שעתיים מפרוץ האירוע.

לוח 6.1 מציג את דיווחי הזמינות של מפעילי מערכות התשלומים המבוקרות.

לוח 6.1

זמינות מערכות התשלומים, אחוזים

השנה/המערכת	ATM	זה"ב	מס"ב	כרטיסי חיוב
2020	99.99	99.98	100	99.99
2021	100	99.98	99.99	99.99
2022	99.99	99.98	99.99	100

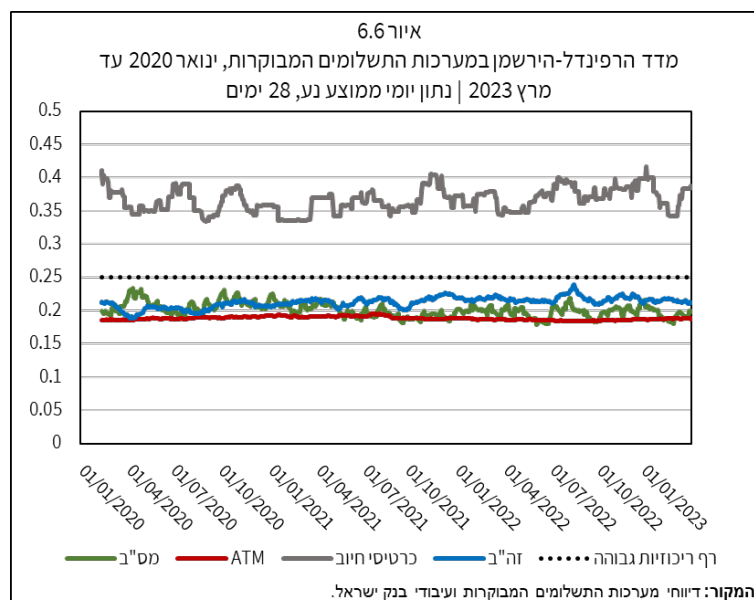
המקור: דיווחי זמינות מפעילי מערכות התשלומים המבוקרות.

אחוזי הזמינות המדווחים בכל המערכות המבוקרות גבוהים מאוד – 99.9 עד 100 אחוזים. על פי הנתונים, מערכות התשלומים המבוקרות בישראל מאופיינות ברציפות תפקודית המספקת למשתתפי המערכות שירות ברמה גבוהה.

הריכוזיות

כאשר אחד (או יותר) ממשתתפי מערכת התשלומים מחזיק בנתח גדול במיוחד מפעילות המערכת, הסיכון שכשל של משתתף מרכזי ישפיע על יתר המשתתפים גדל. זאת משום שריכוזיות גבוהה יכולה להצביע על דפוס פעילות, המאופיין בתלות של שאר משתתפי המערכת במשתתפים שמחזיקים בנתח גדול של פעילותה¹⁰⁷. איור 6.6 מציג את רמת הריכוזיות במערכות התשלומים המבוקרות בישראל באמצעות מדד הרפינדל-הירשמן.

¹⁰⁷ לדוגמה: כאשר ישנו משתתף המחזיק נתח גדול מהפעילות של מערכת התשלומים, גדלה הסבירות שמשתתפים אחרים יהיו תלויים בתזרימי הנזילות שמגיעים ממנו, לצורך פעילותם במערכת; ואם אותו משתתף גדול ייכנס לכשל,



מאיור 6.6 ניתן ללמוד שמרבית מערכות התשלומים בישראל מאופיינות בריכוזיות גבוהה – מתונה¹⁰⁸, מערכות זה"ב, מכשירי בנק אוטומטיים ומס"ב מציגות רמות ריכוזיות דומות ומתונות – 0.18–0.23 – ובמערכת העסקאות בכרטיסי חיוב רמת הריכוזיות גבוהה יותר, בין 0.33 ל-0.41. רמות הריכוזיות של מערכות התשלומים המבוקרות בישראל נובעות ממספר מצומצם של משתתפים בעלי נתח פעילות גבוה במיוחד ביחס לשאר משתתפי המערכת.

לא כל המשתתפים במערכות התשלומים המבוקרות מנהלים חשבון סליקה במערכת זה"ב. המשתתפים במערכות התשלומים המבוקרות שכן מנהלים חשבון סליקה בזה"ב פועלים כמייצגים בסליקה עבור משתתפים אלו. מצב זה יוצר בחלק מהמקרים ריכוזיות גבוהה בסליקה הסופית הנגרמת מכך שמשותף מרכזי אחד מייצג בסליקה משתתפים רבים.

עם זאת ישנם מספר גורמים שמשפיעים לחיוב בהקשר של ניהול נזילות על ידי משתתפי מערכת זה"ב, ובראשם הרמה הגבוהה של נזילות בחשבונות הסליקה של משתתפי מערכת זה"ב. בדו"ח היציבות למחצית ראשונה 2021, בנק ישראל בחן תוצאות אינדיקטור לדפוסי פעילותם של משתתפי מערכת זה"ב. תוצאות האינדיקטור הראו שעל אף הריכוזיות הגבוהה במערכת, דפוס הפעילות של המשתתפים לא מאופיין בתלות של נזילות ביניהם¹⁰⁹.

בנק ישראל מקדם בשנים האחרונות מספר צעדים שיכולים לסייע בצמצום הריכוזיות במערכות התשלומים המבוקרות: הפרדת החברות מס"ב ושבי"א¹¹⁰; יצירת הסדר כשל ייעודי למערכות מכשירי בנק אוטומטיים, שירותים בכרטיסי חיוב ומס"ב¹¹¹; פרסום תנאי גישה למשתתפים

שימנע ממנו להמשיך לפעול במערכת, עלולה להיפגע גם הפעילות של משתתפים נוספים, ובכך לשבש את הפעילות הרציפה והחלקה של המערכת כולה.
¹⁰⁸ ציון 0.25 ומעלה מהווה אינדיקציה למערכת מאוד ריכוזית.

¹⁰⁹ <https://www.boi.org.il/publications/regularpublications/financial-stability>

¹¹⁰ הפרדת החברות מקבלת ביטוי גם בהפרדה טכנית של הסליקה במערכת זה"ב. בטרם הפרדת החברות, סליקת פעילות מערכות מכשירי בנק אוטומטיים, שירותים בכרטיסי חיוב ומס"ב בוצעו תחת אותה הסליקה ובאותו חלון זמנים. עם ההפרדה, הסליקה מתבצעת בחלונות נפרדים והפרדת חלונות הסליקה בין החברות מסייעת בהפחתת הסיכונים והריכוזיות.

¹¹¹ בנק ישראל פעל ליצירת הסדר כשל בין משתתפי מערכות התשלומים מס"ב, מכשירי בנק אוטומטיים ושירותים בכרטיסי חיוב. הסדרי כשל אלו נועדו להשלים את הסליקה ולמנוע את הפסקת פעילות מערכות התשלומים בקרות אירועי כשל מצד משתתפי מערכות התשלומים המבוקרות. הסדרי כשל אלו תורמים לצמצום הסיכונים שעלולים לנבוע מריכוזיות המערכות.

נוספים שמעוניינים לפעול במערכות התשלומים, המבוקרות הן באמצעות מודל גישה עקיף והן באמצעות מודל גישה ישיר¹¹²; פרסום המועדים שבהם חברות פינטק וגופים פיננסיים נוספים יוכלו להתחיל ולפעול במערכות התשלומים המבוקרות¹¹³; הקצאת קודי זיהוי למשתתפים חדשים במערך התשלומים¹¹⁴ ופתיחת מערכות התשלומים בישראל לפעילות נותני שירותי תשלום בין-לאומיים¹¹⁵.

¹¹² <https://www.boi.org.il/roles/supervisionregulation/payment-systems-oversight/>

¹¹³ <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/52495/>

¹¹⁴ <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/55094/>

¹¹⁵ <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/55538/>

נספח: המוניטור ליציבות הפיננסית בישראל: רבעון ראשון 2018 – רבעון ראשון 2023

			2018				2019				2020				2021				2022				2023		
			1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1		
MACRO RISK	Inflation risk	אינפלציה לביה																							
		ציפיות לאינפלציה																							
	Fiscal risk	גירעון ממשלתי / תמ"ג																							
		חוב ממשלתי / תמ"ג																							
		תשלומי ריבית על החוב הממשלתי / הכנסות הממשלה																							
	External balance risk	חשבון שווקי / תמ"ג																							
		חוב במטבע זר / תמ"ג																							
		סטיות תקן גלומות באופציות על שע"ח שקל-דולר																							
	Activity	שיעור אבטלה																							
		כמות התיירים הנכנסים לישראל (מטוכה עונתית)																							
		תחזית לצמיחת התוצר - ישראל																							
	Global economy risk	תחזית לצמיחת התוצר - עולמי																							
תחזית לצמיחת הסחר העולמי																									
MARKET RISK	Market risk	מכפיל הרווח - CAPE-Shiller																							
		"מדד הפחד" של מדד ת"א 35																							
		שיעור עקום התשואות של האג"ח הממשלתיות (10 שנים לעומת שנה)																							
		המרווח הממוצע על אג"ח של הסקטור העסקי הלא פיננסי																							
		המרווח הממוצע על אג"ח של הסקטור העסקי הלא פיננסי																							
		שכר דירה / מחיר דירה																							
		מחיר דירה / שכר ממוצע למשק בית																							
		CREDIT RISK	Household credit risk	חוב משקי בית שלא לדיור / תמ"ג																					
				חוב משקי בית שלא לדיור / תמ"ג - סטייה																					
				חוב משקי בית שלא לדיור / הכנסה פנייה																					
חוב משקי בית לדיור / תמ"ג																									
חוב משקי בית לדיור / תמ"ג - סטייה																									
חוב משקי בית לדיור / הכנסה פנייה																									
שיעור משכנתאות חדשות עם מינוף גבוה מ-60%																									
שיעור משכנתאות חדשות עם החור חודשי גבוה מ-30% מההכנסה																									
ההוצאה להפסדי אשראי במנוחים שנתיים / סך סיכון האשראי המאוני - אנשים פרטיים ללא דיור																									
ההוצאה להפסדי אשראי במנוחים שנתיים / סך סיכון האשראי המאוני - דיור																									
CREDIT RISK	Non-financial sector	חוב סקטור עסקי לא פיננסי / תמ"ג																							
		חוב סקטור עסקי לא פיננסי / תמ"ג - סטייה																							
		המינוף של החברות הציבוריות																							
		יחס בין התייבויות להכנסות של חברות ציבוריות																							
		יחס כסוי הריבית של החברות הציבוריות																							
		שיעור אג"ח תאגידיות של הסקטור העסקי הלא פיננסי עם מרווח גבוה (מעל 8 אחוז)																							
		ההוצאה להפסדי אשראי במנוחים שנתיים / סך סיכון האשראי המאוני - מסחרי ללא בינו ונדלן																							
		ההוצאה להפסדי אשראי במנוחים שנתיים / סך סיכון האשראי המאוני - בינו ונדלן																							
		Corporate sector liquidity	הגיליות המיידיות של החברות הציבוריות																						
LIQUIDITY AND FUNDING RISK	Trading liquidity	מחזור מסחר / שווי שוק - אג"ח ממשלתיות																							
		מחזור מסחר / שווי שוק - אג"ח תאגידיות																							
		מחזור מסחר / שווי שוק - מניות																							
		קרנות נאמנות: צבירה נטו / סך נכסים - אג"ח ממשלתיות																							
		קרנות נאמנות: צבירה נטו / סך נכסים - אג"ח קונצרן																							
		קרנות נאמנות: צבירה נטו / סך נכסים - מניות																							
CONTAGION RISK	Cross institution	חשיפת הבנקים ללוים משותפים																							
		מדד לדמיון בתיקי הנכסים של הגופים המוסדיים																							
		חשיפת הגופים המוסדיים לבנקים																							
		חשיפת הבנקים לגופים מוסדיים																							