

## מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים לחודש מרץ 2025

# Midroog Financial Conditions Index (MFCI)

דוח מיוחד | אפריל 2025

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דוחות דירוג ו/או שיטות הערכה מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, שינויים רגולטוריים לרבות שינוי חקיקה), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

### אנשי קשר:

ד"ר אביגיל קוניקוב-ליבנה  
קצינת אשראי ראשית  
[avigail.k@midroog.co.il](mailto:avigail.k@midroog.co.il)

יואב לייבוביץ  
עוזר מחקר  
[yoav.l@midroog.co.il](mailto:yoav.l@midroog.co.il)

**מדד התנאים הפיננסיים של מידרוג לחודש מרץ 2025 עומד על -0.48, רמה המשקפת הרעה ניכרת בתנאים הפיננסיים לעומת חודש פברואר 2025. המדד ממשיך את המגמה שנרשמה מאז פרסומו הראשון בשנת 2022, ומשקף סביבת מימון הדוקה ביחס לממוצע הרב-שנתי.**

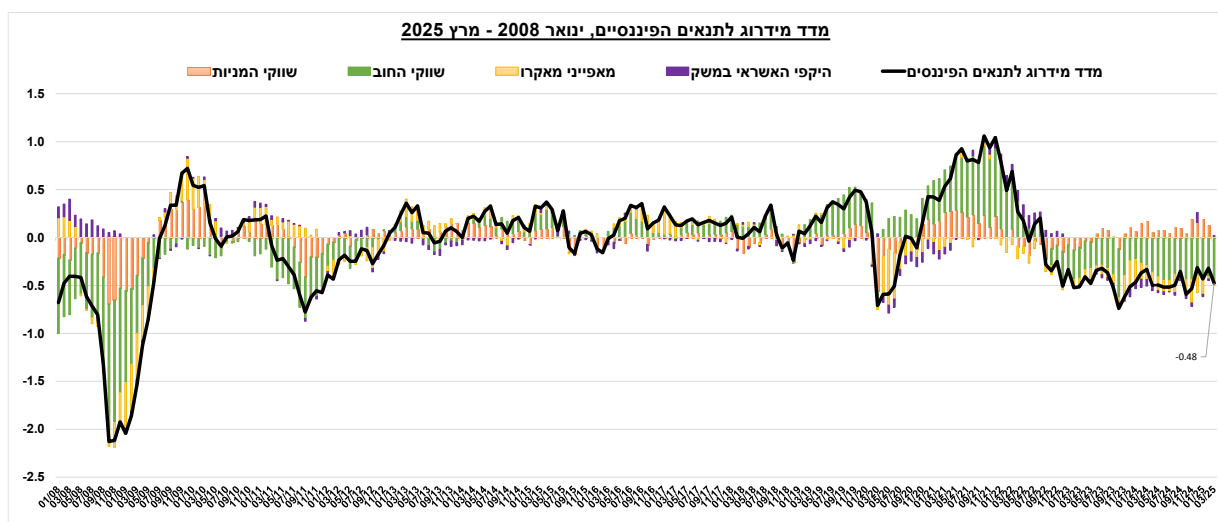
## תקציר

- הירידה במדד התנאים הפיננסיים בחודש מרץ, בהשוואה לפברואר, נבעה בעיקר מהיחלשות ברכיב שווקי המניות. גם רכיבי שווקי החוב ומאפייני המאקרו תרמו לירידה, אם כי בעוצמה מתונה יותר. יחד עם זאת, רכיב שווקי החוב ממשיך להוות את התרומה השלילית ביותר למדד התנאים הפיננסיים. מנגד, רכיב היקפי האשראי במשק רשם עלייה מתונה אשר בלמה חלקית את עוצמת הירידה הכוללת במדד.
- **קטגוריית שווקי המניות** - קטגוריית שווקי המניות תרמה תרומה חיובית של כ-0.01 נקודות למדד התנאים הפיננסיים של מידרוג. תרומה נמוכה באופן ניכר מזו שנרשמה בחודש הקודם, על רקע ירידות שערים במדדי המניות בחודש מרץ. מדדי ה-VIX ו-S&P 500 השפיעו לשלילה על המדד, בעוד שהאינדיקטורים של שוק המניות המקומי בישראל תרמו תרומה חיובית.
- **קטגוריית שווקי החוב** - קטגוריית שווקי החוב תרמה את התרומה השלילית הגדולה ביותר למדד, כאשר היא גורעת כ-0.44 נקודות ממדד התנאים הפיננסיים של מידרוג. למעט רכיבי מדד תל בונד 60 ושווי שוק האג"ח בבורסת תל אביב, אשר השפעתם על המדד חיובית, כלל האינדיקטורים הנכללים ברכיב שווקי החוב תורמים תרומה שלילית.
- **מאפייני סביבת מאקרו** - רכיב המאקרו במדד התנאים הפיננסיים של מידרוג נותר שלילי בחודש מרץ, ועומד על כ-0.06. בחודש פברואר נרשם שיפור מינורי במדד המשולב למצב המשק, אך תרומתו למדד מידרוג נותרה שלילית. לעומתו, מדד מנהלי הרכש רשם ירידה בחודש מרץ, אך המשיך לתרום תרומה חיובית. נציין כי המדד המשולב ומדד מנהלי הרכש משקפים את מצבה של הכלכלה היראליית בישראל בחודשים פברואר ומרץ, בהתאמה.
- **היקפי האשראי במשק** - רכיב היקפי האשראי במשק תרם כ-0.01 נקודות למדד התנאים הפיננסיים של מידרוג, תרומה חיובית לאחר חודשיים רצופים בהם תרומתו הייתה שלילית. עלייה זו נובעת מגידול בהיקף ההלוואות לדוור שהועמדו על ידי הבנקים, אשר בדומה להיקף האשראי למגזר העסקי, תרמו תרומה חיובית למדד. מנגד, ההלוואות למשקי בית שלא לדוור - האינדיקטור השלישי ברכיב זה - תרמו תרומה שלילית.

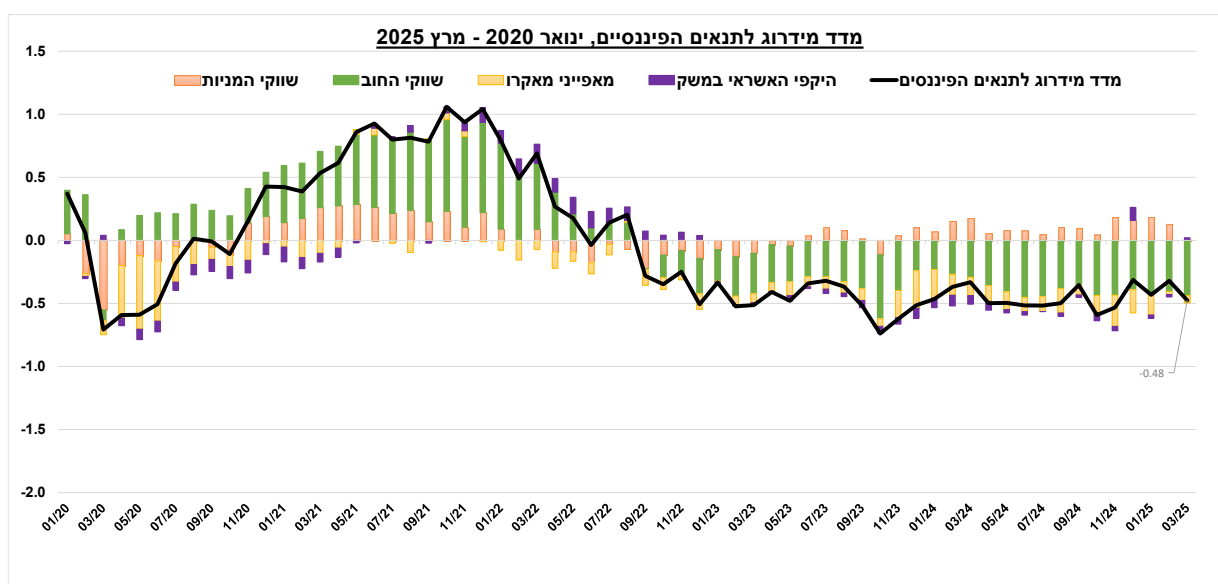
- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• מדד מידרוג למדידת תנאי השוק הפיננסי, בדומה למדדי תנאים פיננסיים המתפרסמים עבור כלכלות רבות בעולם, מורכב מ-16 אינדיקטורים חודשיים<sup>1</sup>, המבטאים את הפעילות הפיננסית והכלכלית בישראל וכן כולל מספר אינדיקטורים רלוונטיים משוק ההון הגלובלי ומשוק הריביות.</li> <li>• האינדיקטורים אשר מרכיבים את המדד נחלקים ל-4 קטגוריות: שווקי החוב, שווקי המניות, סביבת המאקרו והיקפי האשראי במשק. ארבע הקטגוריות אשר מרכיבות את המדד מהוות כ-49%, כ-20.5%, כ-21% וכ-9.5%, בהתאמה. המדד מחושב באופן חודשי.</li> <li>• מדד תנאים פיננסיים שלילי (חיובי) בחודש מסוים, משמעותו בדרך כלל כי התנאים הפיננסיים חלשים יותר (חזקים יותר) ביחס לממוצע הרב שנתי.</li> </ul> |
|--|

<sup>1</sup> פירוט האינדיקטורים ומשקלם בנספח 1 למקבץ שאלות ותשובות בדבר מטרות המדד ומאפייניו ראו נספח 3.

**תרשים 1 - התפתחות מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים, ינואר 2008 - מרץ 2025**



**תרשים 2 - התפתחות מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים, ינואר 2020 - מרץ 2025**



### מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים בישראל

מדד מידרוג לתנאי השוק הפיננסי נועד לשקף את התנאים הפיננסיים בישראל, המגלמים שילוב של מספר אינדיקטורים משוקי ההון בארץ ובעולם וכן פרמטרים מאקרו כלכליים. אינדיקטורים אלו מסווגים ל-4 קטגוריות. מדד התנאים הפיננסיים מחושב מדי חודש, כאשר כל אחד מרכיבי המדד מתוקנן ביחס לממוצע וסטיית התקן הרב שנתיים. משקולות המדד לכל אינדיקטור מתבססות על שיטה סטטיסטית<sup>2</sup> אשר עושה שימוש באופן בו האינדיקטורים המתוקננים נעים ביחד בתקופת המדגם, ינואר 2008 - מרץ 2025, וקובעת משקל יחסי לכל אינדיקטור.

**מדד תנאים פיננסיים העומד על אפס בחודש מסוים, משקף כי התנאים הפיננסיים השוררים כעת קרובים לממוצע הרב שנתי (כ-17 שנים, החל מ-2008).** מדד תנאים פיננסיים שלילי בחודש מסוים, משמעותו בדרך כלל תנאים פיננסיים חלשים יותר מהרגיל בעוד שמדד תנאים פיננסיים חיובי קשור לתנאים פיננסיים חזקים יותר מאשר הממוצע הרב שנתי.

בתרשים 1 מוצגת התפתחות מדד התנאים הפיננסיים של מידרוג מינואר 2008 ועד מרץ 2025 ובתרשים 2 מוצגת התפתחות המדד, בהסתכלות ממוקדת לתקופה שבין תחילת שנת 2020 ועד לסוף מרץ 2025.

### מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים לחודש מרץ 2025

**מדד התנאים הפיננסיים של מידרוג בחודש מרץ 2025 עמד על כ-0.48, המשקפת סביבה פיננסית הדוקה מהרגיל ביחס לממוצע ארוך הטווח. התרומה השלילית של רכיבי שוקי החוב ומאפייני המאקרו הכבידה על המדד, בעוד שתרומות חיוביות מרכיב שוקי המניות ומהיקפי האשראי במשק מיתנו במעט את השפעתן.**

בטבלה 1 להלן מוצגים האינדיקטורים הנוכחיים והקודמים למדד מידרוג לתנאים הפיננסיים במבט השוואתי:

**טבלה 1 - האינדיקטורים בבסיס רכיבי המודל לחודש מרץ 2025 לעומת חודש פברואר 2025**

יחס/פרש בהשוואה לחודש הקודם	הנתון שמשמש למדד פברואר 2025	הנתון שמשמש למדד מרץ 2025	
-3.8%	2,543	2,446	מדד תל אביב 125*
-5.8%	5,955	5,612	מדד S&P500*
13.5%	19.6	22.3	מדד ה"פחד" VIX S&P500*
-0.17	4.45	4.28	תשואת אג"ח ממשלתית 10 שנים ארה"ב, ממוצעים חודשיים (נק' בסיס)**
-0.9%	394	390	מדד תל בונד 60*
1.21%	224	226	הלואות למשקי בית, שלא לדויר (מיליארדי ₪)***
24.2%	7.4	9.2	הלואות החדשות שהועמדו על ידי הבנקים לרכישת דירות למגורים (מיליארדי ₪)***
0.1%	1016	1017	אשראי למגזר העסקי (מיליארדי ₪)***
-0.5%	100.89	100.39	המדד המשולב****
-2.5%	51.5	50.2	מדד מנהלי הרכש*****
0.09	4.32	4.42	התשואה הנמינלית הנגזרת מאמידת עקום אפס 10 שנים (נק' בסיס)**
0.02	2.14	2.16	התשואה הריאלית הנגזרת מאמידת עקום אפס לשנה (נק' בסיס)**
0.07	1.90	1.97	התשואה הריאלית הנגזרת מאמידת עקום אפס 5 שנים (נק' בסיס)**
0.09	1.97	2.05	התשואה הריאלית הנגזרת מאמידת עקום אפס 10 שנים (נק' בסיס)**
-4.7%	1,275	1,215	שווי שוק המניות בבורסה בת"א (מיליארדי ₪)*
1.1%	557	563	שווי שוק אג"ח בבורסה בת"א (מיליארדי ₪)*

\* נתוני השוק (מדדים ושוי שוק) הינם נתון הסגירה בסוף חודש מרץ 2025.

\*\* בעמודת השוואה מוצגים הפרשים, נתונים ממוצעים לחודש מרץ 2025.

\*\*\* היקפי האשראי למגזר העסקי ולמשקי הבית, שלא לדויר, הינם בגין חודש ינואר 2025. ההלוואות החדשות לרכישת דירות למגורים הינן בגין חודש מרץ 2025.

\*\*\*\* המדד המשולב הינו בגין חודש פברואר 2025.

\*\*\*\*\* מדד מנהלי הרכש הינו בגין חודש מרץ 2025.

<sup>2</sup> מידרוג עושה שימוש בשיטת ה-PCA (Principal Components Approach) לאומדן משקולות רכיבי המדד. תרומתו של כל אינדיקטור לרכיב הראשון הינו אומדן המשקל של אינדיקטור זה.

**טבלה 2 - רכיבי מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים לחודש מרץ 2025 לעומת חודש פברואר 2025 וסטטיסטיקה תיאורית בתקופת המדגם 2008-2025**

מקסימום	מינימום	חציון	ס. תקן	רכיב המדד	רכיב המדד	ממוצע	כיוון	רכיב מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים
				לחודש פברואר 2025	לחודש מרץ 2025	מרץ - 2008	למדד בחודש מרץ**	
4.9	0.53	2.5	0.97	4.45	4.28	2.61	-	תשואת אג"ח ממשלתית 10 שנים ארה"ב, ממוצעים חודשיים
6.6	0.67	3.4	1.6	4.32	4.42	3.3	-	התשואה הנטולת הנגזרת מאמידת עקום אפס 10 שנים, ממוצעים חודשיים
3.5	-2.7	0.3	1	2.14	2.16	-0.13	-	התשואה הריאלית הנגזרת מעקום אפס לשנה, ממוצעים חודשיים
3.8	-2.01	-0.16	1.13	1.90	1.97	0.46	-	התשואה הריאלית הנגזרת מאמידת עקום אפס 5 שנים, ממוצעים חודשיים
4.2	-1.25	-0.9	1.20	1.97	2.05	1.17	-	התשואה הריאלית הנגזרת מעקום אפס 10 שנים, ממוצעים חודשיים
18.3%	-38.8%	2.9%	7.9%	10.7%	10.7%	1.92%	+	שווי שוק אג"ח בבורסה בת"א, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %
16.3%	-16.8%	2.06%	4.0%	4.0%	2.6%	1.93%	+	מדד תל בונד 60, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %
35.3%	-38.7%	3.1%	11.2%	19.3%	12.3%	2.7%	+	מדד ת"א 125, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %
21.4%	-37.1%	6.9%	10.0%	7.1%	-0.3%	4.6%	-	מדד S&P500, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %
205.2%	-39.3%	7.5%	35.0%	25.5%	37.9%	-1.6%	-	מדד VIX S&P500, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %
28.7%	-38.4%	0.9%	11.4%	19.4%	11.5%	1.2%	+	שווי שוק המניות בבורסה בת"א, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %
4.1%	-2.2%	2%	1%	1.09%	0.98%	1.62%	-	המדד המשולב, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %
62.7%	-39.3%	-0.35%	13.5%	4.1%	1.0%	-0.1%	+	מדד מנהלי הרכש, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %
25.2%	-5.2%	6%	4.7%	4.19%	4.98%	5.5%	-	הלוואות למשקי בית, שלא לדויר, שיעור שינוי שנתי %
95.1%	-46%	4%	21.7%	-6.8%	13.4%	5.2%	+	ההלוואות החדשות שהועמדו על ידי הבנקים לרכישת דירות למגורים, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %
18.1%	-5.2%	4.0%	4.7%	6.8%	6.2%	4.3%	+	אשראי למגזר העסקי, שיעור שינוי שנתי %

\* מדד תל בונד 60 החל להתפרסם בחודש ינואר 2008. בהתאם, הנתונים במודל עד ינואר 2009 מבוססים על שיעור שינוי ביחס לנתוני המדד הזמניים עד מועד החישוב, ולא לממוצע 12 חודשים אחרונים \*\* כיוון התרחמה למדד בחודש נתון נבחן אל מול הממוצע ארוך הטווח של המשתנה

בטבלה 2 ניתן לראות כי בחודש מרץ נרשמה השפעה מעורבת של האינדיקטורים על מדד התנאים הפיננסיים של מידרוג, כאשר בכל אחד מהרכיבים נכללו אינדיקטורים שתרומתם למדד הייתה חיובית לצד כאלה שתרומו באופן שלילי.

**בתחום שווקי החוב**, עיקר האינדיקטורים השפיעו לרעה על מדד התנאים הפיננסיים של מידרוג כאשר רק מדד תל בונד 60 ואינדיקטור שווי שוק האג"ח בבורסת תל אביב תרמו תרומה חיובית. רכיב זה בלט כגורם המרכזי שהכביד על המדד החודשי, והציג את ההשפעה השלילית המשמעותית ביותר מבין כלל רכיבי המדד.

**בתחום שווקי המניות**, התרומה הכוללת למדד הייתה חיובית, זאת למרות שמדד ה-S&P 500 שינה את כיוון השפעתו לעומת חודש פברואר ותרם תרומה שלילית. שלושת האינדיקטורים האחרים - מדד ה-VIX, שווי המניות בבורסת תל אביב ומדד ת"א 125 - שמרו על כיוון השפעתם מהחודש הקודם.

מנגד, רכיב **סביבת המאקרו** המשיך להשפיע שלילית על מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים, וזו למרות השפעתו החיובית של מדד מנהלי הרכש. המדד המשולב של בנק ישראל לחודש פברואר נותר ללא שינוי (עלייה של 0.02 אחוז)<sup>3</sup>. נתונים אלו מבטאים חולשה של הפעילות הכלכלית במשק בתחילת השנה.

המדד המשולב הושפע לטובה מעליית יבוא מוצרי הצריכה (פברואר) ויצוא השירותים, משרות השכיר והתחלות הבנייה (דצמבר). לעומת אלה, יבוא התשומות לייצור, יצוא הסחורות והרכישות בכרטיסי אשראי (פברואר), ומדד הייצור התעשייתי, מדד הפדיון בשירותים ומדד הפדיון במסחר הקמעונאי (ינואר) ירדו והשפיעו שלילית על המדד.

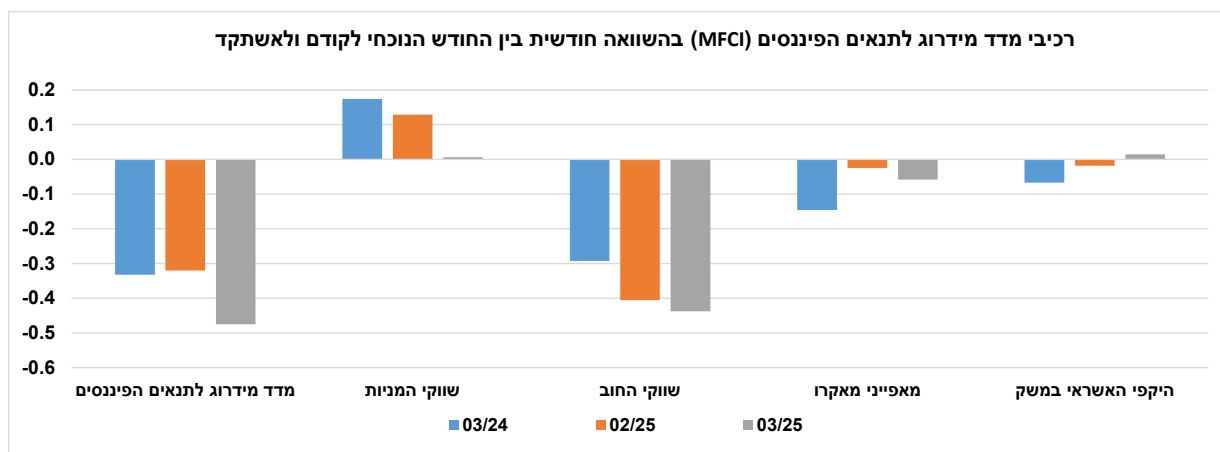
**רכיב היקפי האשראי במשק** תרם תרומה חיובית מתונה למדד התנאים הפיננסיים של מידרוג, בניגוד לחודש פברואר שבו תרומתו הייתה שלילית. אינדיקטור ההלוואות למשקי בית שלא לדויר נותר ברמה נמוכה בהשוואה לממוצע שיעורי הצמיחה שנרשמו בין השנים 2008 לפברואר 2025. מנגד, היקף ההלוואות החדשות לרכישת דירות, שהועמדו על ידי הבנקים, שינה את כיוון השפעתו לחיובי בחודש מרץ. כמו כן, היקף האשראי למגזר העסקי נותר גבוה יחסית לממוצע התקופה. נציין כי נתוני ההלוואות למשקי בית שלא לדויר והאשראי למגזר העסקי מתייחסים לחודש ינואר 2025, בעוד שנתוני ההלוואות לרכישת דירות משקפים את המצב בחודש מרץ 2025.

<sup>3</sup> יצוין כי בנק ישראל עידכן את אומדני המדד המשולב למצב המשק לחודש ינואר כלפי מטה, אך לצורך חישוב מדד התנאים הפיננסיים של מידרוג נעשה שימוש באומדנים שפורסמו בגין חודש ינואר בפועל.

### התפתחות רכיבי המדד בהשוואה לחודש האחרון ולשנה האחרונה

בתרשים 3 להלן מוצגים רכיבי מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים בהשוואה חודשית במונחי נקודות מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים.

#### תרשים 3 - השוואה בין רכיבי מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים, בחודשים מרץ 2025, פברואר 2025 ומרץ 2024

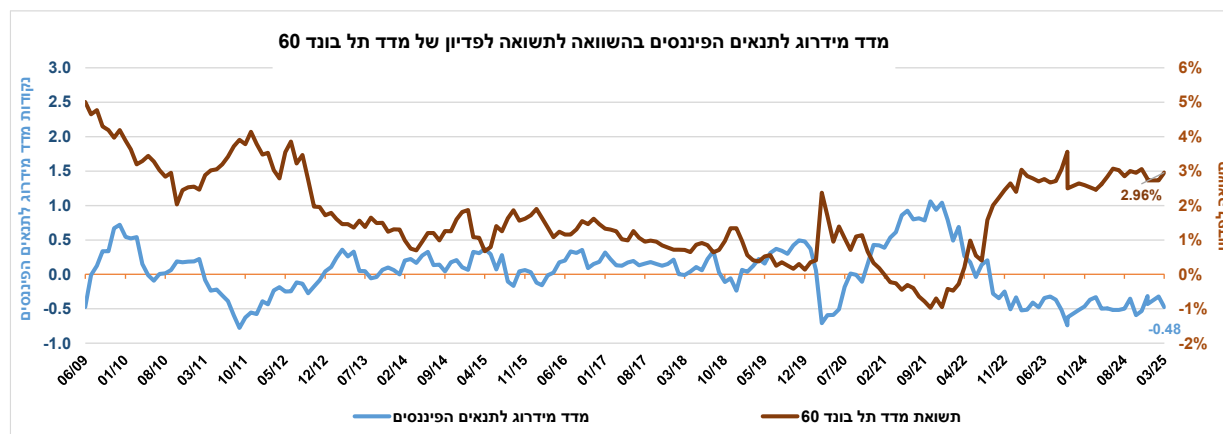


מתרשים 3 עולה כי בחודש מרץ נרשמה התהדקות נוספת בתנאים הפיננסיים בהשוואה לפברואר 2025, כאשר כלל רכיבי המדד הצביעו על הרעה, למעט רכיב היקפי האשראי במשק אשר העיד על שיפור. גם בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, מרץ 2024, ניכרת החמרה ברמת התנאים הפיננסיים. במהלך תקופה זו נרשם שיפור באינדיקטורים של מאפייני המאקרו ושל היקפי האשראי, בעוד שרכיבי שווקי החוב ושווקי המניות מצביעים על הרעה.

### השוואה למדד תל בונד ומדדי תנאים פיננסיים גלובליים<sup>4</sup>

בתרשים 4 להלן מוצגת השוואה בין מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים לבין התשואה לפדיון של מדד תל בונד 60 החל מיוני 2009 ועד מרץ 2025:

#### תרשים 4 - השוואה בין מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים לתשואה לפדיון של מדד תל בונד 60

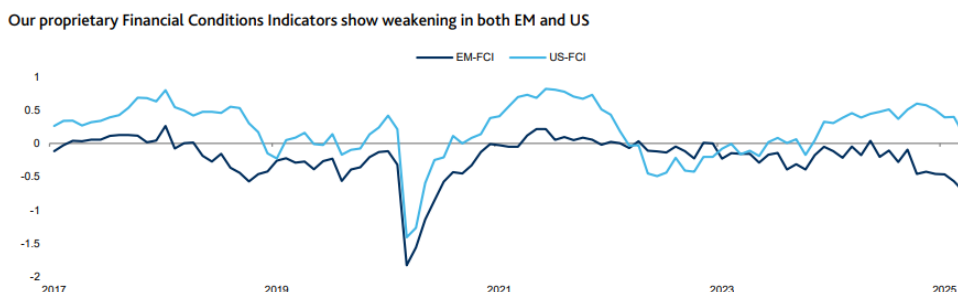


\*השוואה מוצגת מיוני 2009 בעקבות מגבלת נתונים זמינים.  
 מקור הנתונים: תשואה לפדיון של מדד תל בונד 60, GTO.

<sup>4</sup> השוואות נוספות למדדי כלכלה ריאליים כגון המדד המשולב למצב המשק בנספח 2.

מתרשים 4 עולה כי מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים ותשואת מדד תל בונד 60 לסוף כל חודש בין יוני 2009 לבין מרץ 2025, הפוכים בכיווני המגמות שלהם לאורך התקופה המוצגת. כך, כאשר מגמת מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים היא שיפור בתנאים הפיננסיים לעומת הממוצע ארוך הטווח, תשואת מדד תל בונד 60 יורדת, ולהיפך. התשואה לפדיון של מדד תל בונד 60 לסוף מרץ 2025 עומדת על כ-2.96%. מטרת ההשוואה הינה לבחון כי מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים משקף, בין היתר, את יכולות גיוס החוב הסחיר של תאגידים הנכללים במדד תל בונד 60, כפי שבאה לידי ביטוי בתשואה לפדיון של מדד תל בונד 60 וכן להדגים באופן ויזואלי את המגמות בשני המדדים לאורך זמן, לרבות נקודות קיצון בשני המדדים. בהקשר זה יש לציין כי מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים כולל בתוכו את מדד תל בונד 60 ואת שווי שוק החוב בישראל ולכן ניתן לצפות למתאם בין מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים לתשואת מדד תל בונד 60. בתרשים 5 להלן מוצגים מדדי התנאים הפיננסיים המפורסמים על ידי Moody's, בהתאם למספר כלכלות נבחרות:

**תרשים 5 - מדדי התנאים הפיננסיים (FCI) של Moody's לכלכלות נבחרות**

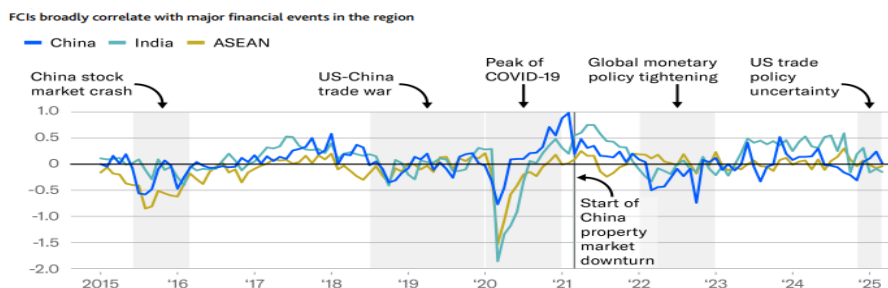


מקור: Moody's Ratings

מהתרשים עולה כי נכון לאפריל 2025, מדד התנאים הפיננסיים של Moody's עבור ארה"ב מצביע על תנאים פיננסיים נוחים ביחס לממוצע ההיסטורי, אם כי ניכרת מגמת ירידה בחודשים האחרונים. בשווקים המתפתחים, נרשמה גם כן הרעה בתנאים הפיננסיים, כאשר רמת התנאים הנוכחית הדוקה יותר בהשוואה לאינדיקטורים ההיסטוריים. מדד התנאים הפיננסיים של ישראל נמוך מזה של ארה"ב, אך גבוה מהמדד המקביל של השווקים המתפתחים.

בתרשים 6 להלן, מוצג מדד תנאים פיננסיים של Moody's לסין ולהודו וכן ל-4 כלכלות מתפתחות גדולות באסיה (ASEAN<sup>5</sup>).

**תרשים 6 - מדדי התנאים הפיננסיים (FCI) של Moody's לכלכלות נבחרות באסיה**



מקור: Moody's Ratings

<sup>5</sup> מבוסס על ממוצע מדדי התנאים הפיננסיים במדינות: אינדונזיה, מלזיה, פיליפינים ותאילנד.

מתרשים 6 עולה כי נכון למרץ 2025, כלל מדדי התנאים הפיננסיים הנסקרים מצביעים על חזרה לרמות הקרובות יחסית לממוצע ההיסטורי. מדד התנאים הפיננסיים של Moody's עבור מדינות ASEAN עמד במרץ על 0.04- ומשקף שיפור מתון לעומת פברואר, בו עמד על 0.08-. מדד התנאים הפיננסיים של סין ניצב ברמה 0, המעידה על תנאים פיננסיים ממוצעים ביחס להיסטוריה המקומית ומהווה ירידה בהשוואה לחודש פברואר. מדד התנאים הפיננסיים בכלכלת הודו עומד על כ-0.2-, מתחת לממוצע ההיסטורי המקומי.

### הסתברות לשינוי במדד התנאים הפיננסיים בחודש העוקב למדד

מידרוג מרכזת מידע היסטורי על התנהגות האינדיקטורים הפיננסיים לתקופה החל משנת 2008 ועד היום, לצורך חישובו של מדד התנאים הפיננסיים. מידע זה כולל למעלה מ-200 תצפיות חודשיות לתקופה כאמור. על מנת להמחיש את הדינמיקה של מדד התנאים הפיננסיים לאורך זמן, להלן מוצגות טבלאות המסכמות את ההסתברות לשינוי במדד התנאים הפיננסיים בחודש העוקב כתלות בטווח המדד בחודש/ים הקודמים. לצורך כך כל ערך של מדד התנאים הפיננסיים בחודש נתון, שיוך לטווח: למעלה מ-0.7, 0.6-0.7, 0.5-0.6, וכו'. על בסיס שיוך זה, חושבה ההסתברות לכך שערך המדד בטווח מסוים (בשורת המטריצה) יעבור לטווח אחר (בעמודת המטריצה) בחודש העוקב או יישאר בטווח זהה. בטבלה 3 להלן, מוצגת מוצגות תוצאות החישוב.

**טבלה 3 - הסתברות לשינוי המדד בחודש העוקב, מותנה במדד החודש הקודם**

טווח המדד בחודש העוקב

מספר תצפיות	טווח המדד בחודש הקודם													
	≤-0.70	(-0.7) - (-0.6)	(-0.6) - (-0.5)	(-0.5) - (-0.4)	(-0.4) - (-0.3)	(-0.3) - (-0.2)	(-0.2) - (-0.1)	(-0.1) - 0.1	0.1 - 0.2	0.2 - 0.3	0.3 - 0.4	0.4 - 0.5	0.5 - 0.6	0.6 - 0.7
10	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	10%	0%	80%
3	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	67%
4	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25%	0%	0%	0%	50%	25%	0%
6	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	33%	50%	17%	0%	0%	0%
18	0%	0%	0%	0%	0%	0%	22%	6%	22%	39%	0%	6%	6%	0%
16	0%	0%	0%	0%	0%	6%	6%	19%	31%	0%	31%	6%	0%	0%
33	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	18%	42%	27%	9%	3%	0%	0%
37	3%	0%	0%	0%	0%	5%	8%	46%	30%	5%	3%	0%	0%	0%
11	0%	0%	0%	0%	0%	18%	27%	45%	9%	0%	0%	0%	0%	0%
9	0%	0%	11%	0%	22%	22%	33%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
13	0%	0%	31%	31%	31%	8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
13	0%	8%	8%	38%	31%	8%	0%	8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
15	13%	0%	40%	20%	20%	0%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4	25%	0%	50%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
14	71%	14%	7%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
206														

להמחשה, משמעות הנתונים המופיעים בטבלה 3 הינה כי בכ-50% מהחודשים בהם המדד היה בטווח שבין 0.5 ל-0.6 הוא נותר בתחום זה גם בחודש שלאחר מכן, בכ-25% מהמקרים המדד בחודש העוקב עלה לטווח שבין 0.6 ל-0.7 ובכ-25% מהמקרים המדד ירד לטווח שבין 0.1 ל-0.2. בתקופת שהחלה בינואר 2008, מדד התנאים הפיננסיים היה בטווח המדד שבין 0.5 ל-0.6, 4 פעמים.

יצוין כי ההסתברויות מבוססות על נתוני העבר ואינן מהוות תחזית לנתונים הפיננסיים הצפויים המושפעים מהמאפיינים הכלכליים הפיננסיים והריאליים.

בנוסף למטריצה הבסיסית, חושבו שתי מטריצות מעבר מותנות נוספות בטבלאות 4 ו-5 להלן. כאשר בטבלה 4 מוצג חישוב ההסתברות לשינוי במדד לאחר שנרשמו חודשיים רצופים בטווח מדד מסוים ובטבלה 5 מוצגת חישוב ההסתברות לשינוי במדד לאחר שלושה חודשים רצופים בטווח מסוים. מטריצות אלו מאפשרות לבחון את הסבירות לשינוי בתנאים הפיננסיים כאשר קיימת התייצבות זמנית במדד.



בטבלה 4 כל זוג תצפיות עוקבות (חודש וחודש שאחריו) מהווה תצפית בטבלת ההסתברויות ואילו בטבלה 5 כל שלושה חודשים רצופים בטווח מדד נתון מהווה תצפית בטבלה.

**טבלה 4 - הסתברות לשינוי המדד בחודש העוקב, מותנה במדד בחודשים הקודמים<sup>6</sup>**

**הסתברות לשינוי המדד בחודש העוקב, מותנה במדד בחודשים הקודמים**

**טווח המדד בחודש העוקב**

מספר תצפיות	(-0.7) - (-0.6)	(-0.6) - (-0.5)	(-0.5) - (-0.4)	(-0.4) - (-0.3)	(-0.3) - (-0.2)	(-0.2) - (-0.1)	0.1 - (0.1)	0.1 - 0.2	0.2 - 0.3	0.3 - 0.4	0.4 - 0.5	0.5 - 0.6	0.6 - 0.7	טווח המדד בחודשים הקודמים
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.6 - 0.7
2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	0%	0%	0%	50%	0%	0.5 - 0.6
3	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	67%	33%	0%	0%	0.4 - 0.5
7	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	14%	0%	29%	43%	0%	14%	0.3 - 0.4
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.2 - 0.3
14	0%	0%	0%	0%	0%	0%	7%	71%	14%	7%	0%	0%	0%	0.1 - 0.2
17	0%	0%	0%	0%	0%	12%	47%	41%	0%	0%	0%	0%	0%	0.1 - (0.1)
3	0%	0%	0%	0%	33%	0%	67%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	(-0.2) - (-0.1)
2	0%	0%	0%	50%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	(-0.3) - (-0.2)
4	0%	50%	25%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	(-0.4) - (-0.3)
5	20%	20%	40%	20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	(-0.5) - (-0.4)
6	0%	17%	33%	33%	0%	17%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	(-0.6) - (-0.5)
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(-0.7) - (-0.6)

63

\* ככל שלא היו תצפיות כלל בטווח המדד הנבחן, מופיע הסימן "-" בטבלה. ככל שלא היה מעבר מטווח מדד נתון לטווח מדד אחר, על אף שישנן תצפיות, מופיע "0%" בטבלה.

**טבלה 5 - הסתברות לשינוי המדד בחודש העוקב, מותנה במדד בשלושת החודשים הקודמים**

**הסתברות לשינוי המדד בחודש העוקב, מותנה במדד בשלושת החודשים הקודמים**

**טווח המדד בחודש העוקב**

מספר תצפיות	(-0.7) - (-0.6)	(-0.6) - (-0.5)	(-0.5) - (-0.4)	(-0.4) - (-0.3)	(-0.3) - (-0.2)	(-0.2) - (-0.1)	0.1 - (0.1)	0.1 - 0.2	0.2 - 0.3	0.3 - 0.4	0.4 - 0.5	0.5 - 0.6	0.6 - 0.7	טווח המדד בשלושת החודשים הקודמים
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.6 - 0.7
1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0.5 - 0.6
1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0.4 - 0.5
3	0%	0%	0%	0%	0%	0%	33%	0%	67%	0%	0%	0%	0%	0.3 - 0.4
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.2 - 0.3
10	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	80%	20%	0%	0%	0%	0%	0.1 - 0.2
8	0%	0%	0%	0%	0%	13%	50%	38%	0%	0%	0%	0%	0%	0.1 - (0.1)
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(-0.2) - (-0.1)
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(-0.3) - (-0.2)
1	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	(-0.4) - (-0.3)
2	50%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	(-0.5) - (-0.4)
1	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	(-0.6) - (-0.5)
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(-0.7) - (-0.6)

27

\* ככל שלא היו תצפיות כלל בטווח המדד הנבחן, מופיע הסימן "-" בטבלה. ככל שלא היה מעבר מטווח מדד נתון לטווח מדד אחר, על אף שישנן תצפיות, מופיע "0%" בטבלה.

מטבלאות 4 ו-5 עולה כי לאחר מספר חודשי יציבות יחסית במדד, ברוב המקרים הוא צפוי להישאר בטווח של עד שני עשירונים מהעשירון בו היה קודם, מבלי לסטות באופן חריג. עם זאת, כאשר המדד שווה בעשירונים קיצוניים - גבוהים או נמוכים במיוחד - במשך מספר חודשים רצופים, נצפו מקרים בהם נרשמה תנועה חדה יחסית לכיוון העשירונים המרכזיים, המשקפים את ממוצע המדד לאורך זמן.

<sup>6</sup> יצוין כי קיימת תצפית במדד מידרוג לתנאים הפיננסיים בה המדד שהה ברמה של 2.1 - במשך חודשים רצופים, ולאחר מכן עלה לרמה של 1.9. תצפית זו אינה מופיעה במטריצת המעבר המותנית המשקפת שהייה של חודשים רצופים באותו עשירון.

תאריך הדו"ח: 24.04.2025

**דוחות קשורים**

**מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים (MFCI (Midroog Financial Conditions Index)  
השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג, אוקטובר 2024**

## נספח 1 - רכיבי מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים ומשקולות

האינדיקטורים אשר מרכיבים את המדד נחלקים ל-4 קבוצות: שווקי החוב, שווקי המניות, סביבת המאקרו והיקפי האשראי במשק, כאשר בכל קבוצה בין 2 ל-7 רכיבים.

### שווקי החוב והריביות

מדדים אלו משקפים את עלויות החוב ויכולים להעיד על עלייה בסיכון האשראי, וכן בסיכוני השוק והנזילות. רכיבי קטגוריה זו כוללים את התשואות על איגרות חוב ממשלתיות בישראל, צמודות ושקליות לטווחי פדיון שונים, תשואת אג"ח ממשלתית ל-10 שנים בארה"ב, מדד האג"ח הקונצרני תל בונד 60 ושווי השוק של אג"ח קונצרניות בבורסה בת"א.

### שווקי המניות

שווי השוק של שווקי המניות והתנודתיות משקפים את תחזית השוק ביחס לצמיחה כלכלית וכן תיאבון לסיכון. רכיבי קטגוריה זו כוללים את מדד המניות ת"א-125, מדד המניות S&P500, מדד התנודתיות VIXS&P500 ושווי שוק המניות בבורסה בת"א.

### סביבת המאקרו

ציפיות הצרכנים והעסקים הינם אינדיקטורים לגידול בפעילות הכלכלית והפיננסית. רכיבי קטגוריה זו כוללים את מדד מנהלי הרכש והמדד המשולב למצב המשק. מדדים כגון: אמון הצרכנים וסקר הערכת המגמות בעסקים עשויים להיות אינדיקטורים רלוונטיים לבחינת ציפיות אלו אך החלו להתפרסם בתצורה הנוכחית, החל מ-2012 ומ-2015, בהתאמה ובהתאם אינם נכללים בשלב זה ברכיבי קטגוריה זו.

### היקפי האשראי במשק

הנגישות לאשראי למשקי בית ולעסקים, משתקפת, בין היתר, בנתוני יתרות ההלוואות והעמדת הלוואות חדשות. רכיבי קטגוריה זו כוללים את יתרות האשראי מהמלווים במשק, בחלוקה הבאה: אשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי לעסקים, אשראי צרכני והלוואות חדשות שהועמדו על ידי הבנקים לרכישת דירות למגורים, כאשר האשראי למגזר העסקי, כולל גם הלוואות וגם אג"ח סחיר ולא סחיר. יתרות האשראי כוללות אשראי מבנקים, מגופים מוסדיים ומחברות כרטיסי אשראי. יש לציין כי היקפי האשראי למגזר העסקי והלוואות למשקי הבית שאינן לדיור משקפים את סך יתרות ההלוואות במשק בגין החודשים הקודמים (בין חודשיים לשלושה, הקודמים לפרסום). בשוק ההלוואות לדיור מגורים, קיימים נתונים ברזולוציה המתייחסת להלוואות חדשות שהועמדו על ידי הבנקים לרכישת דירות מגורים, המתפרסמים בגין החודש החולף ומהווים אינדיקציה מהירה יותר להתפתחות סגמנט זה בהשוואה ליתרות האשראי לדיור. בהתאם, מידרוג עושה שימוש בנתון ההלוואות החדשות שהועמדו על ידי הבנקים לרכישת דירות מגורים, חלף נתון יתרות ההלוואות לרכישת דירות מגורים. בטבלה להלן מפורטות הקטגוריות המרכיבות את מדד התנאים הפיננסיים של מידרוג, רכיבי כל קטגוריה ומשקלו של כל רכיב:

## רכיבי מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים ומשקולות

מסקל	רכיבי המדד	קטגוריה
4.5%	תשואת אג"ח ממשלתית 10 שנים ארה"ב, ממוצעים חודשיים	שווקי החוב
7.0%	התשואה הנמינלית הנגזרת מאמידת עקום אפס 10 שנים, ממוצעים חודשיים	
8.0%	התשואה הריאלית הנגזרת מאמידת עקום אפס לשנה, ממוצעים חודשיים	
9.0%	התשואה הריאלית הנגזרת מאמידת עקום אפס 5 שנים, ממוצעים חודשיים	
9.5%	התשואה הריאלית הנגזרת מאמידת עקום אפס 10 שנים, ממוצעים חודשיים	
4.5%	שווי שוק אג"ח בבורסה בת"א, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %	שווקי המניות
6.5%	מדד תל בונד 60, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %	
5.0%	מדד ת"א 125, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %	מאפייני מאקרו
5.0%	מדד S&P500, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %	
5.5%	מדד VIX S&P500, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %	
5.0%	שווי שוק המניות בבורסה בת"א, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %	
11.0%	המדד המשולב, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %	היקפי האשראי במשק - בנקים, מוסדיים וחברות כרטיסי אשראי
10.0%	מדד מנהלי הרכש, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %	
4.5%	הלוואות למשקי בית, שלא לדויר, שיעור שינוי שנתי %	
3.0%	הלוואות החדשות שהועמדו על ידי הבנקים לרכישת דירות למגורים, שינוי ביחס לממוצע 12 חודשים אחרונים %	
2.0%	אשראי למגזר העסקי, שיעור שינוי שנתי %	

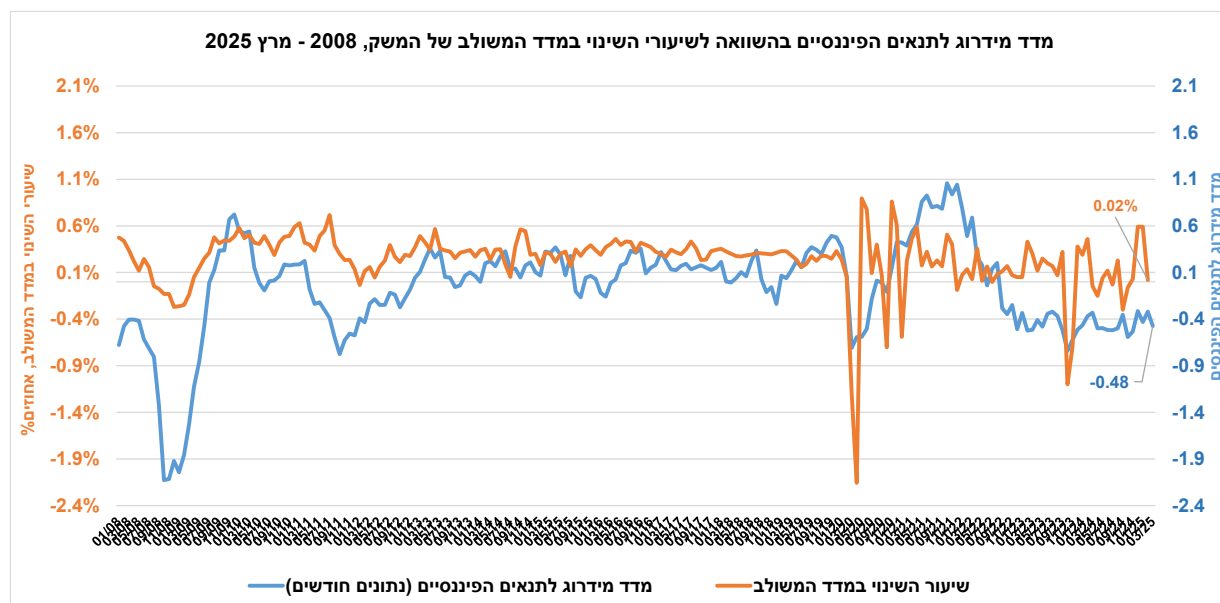
ארבע הקטגוריות אשר מרכיבות את המדד, שווקי החוב, שווקי המניות, מאפייני המאקרו והיקפי האשראי במשק מהוות כ- 49%, כ-20.5%, כ-21% וכ-9.5% בהתאמה.

## נספח 2 - השוואה בין מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים לבין מדדי כלכלה ריאלית

### השוואה לשיעור השינוי במדד המשולב למצב המשק

בתרשים להלן מוצג מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים בהשוואה למדד המשולב במשק. על אף שמטרת המדד אינה לשקף את מצב הכלכלה הריאלית בלבד, אלא לשקף בעיקר את התנאים הפיננסיים, ההשוואה משמשת להדגמה ויזואלית נוספת כי מדד מידרוג לתנאים פיננסיים משקף בצורה הולמת את האירועים הכלכליים המרכזיים במשק.

### השוואה בין מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים לבין שיעור השינוי החודשי במדד המשולב של המשק



מקור הנתונים: המדד המשולב למצב המשק, בנק ישראל

מהתרשים עולה כי מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים משקף מגמות דומות בהשוואה למדד המשולב של בנק ישראל למצב המשק, המתפרסם גם הוא ברמה חודשית ומשקף את כיוון ההתפתחות של הכלכלה הריאלית. יחד עם זאת, כאמור לעיל מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים משקף גם את מצב שווקי ההון והיקפי האשראי במערכת הבנקאית וזאת בנוסף למדד המשולב, אשר אף הוא נכלל כרכיב במדד מידרוג לתנאים הפיננסיים. בהתאם, מדד התנאים הפיננסיים משקף נתונים מהירים יותר המגיעים משוק ההון וכן מגמות שלעיתים שונות בטווח הקצר מהמגמות בכלכלה הריאלית.

כך למשל: ההרעה בתנאים הפיננסיים בשנת 2008 השתקפה במדד מידרוג לתנאים הפיננסיים בעוד שהמדד המשולב למצב המשק שיקף האטה ריאלית מתונה יותר בישראל. לחילופין, ההרעה בכלכלה הריאלית בתחילת מגפת הקורונה השתקפה בעצימות גבוהה יותר במדד המשולב למצב המשק בעוד מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים שיקף הרעה מתונה מעט יותר.

### נספח 3 - מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים - שאלות ותשובות

#### שאלה: מהי מטרת המדד?

תשובה: מטרת דוח זה הינה הצגת מדד חדש שפותח במידרוג, בדומה למדדי תנאים פיננסיים המתפרסמים עבור כלכלות רבות בעולם, המשקף את התנאים הפיננסיים, כפי שבאים לידי ביטוי באינדיקטורים מהירים יחסית של הפעילות הפיננסית והכלכלית בישראל. מדד מידרוג הוא המדד המקומי היחיד שכולל בתוכו מספר רב של אינדיקטורים הכוללים רכיבים משוקי המניות והחוב, מאפייני סביבת מאקרו והיקפי האשראי במשק.

#### שאלה: מהם רכיבי המדד?

תשובה: מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים בנוי מ-16 אינדיקטורים שונים המרכיבים את ארבעת רכיבי מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים. הרכיבים הינם רכיב שווקי החוב, רכיב שווקי המניות, רכיב מאפייני סביבת המאקרו ורכיב היקפי האשראי במשק.

#### שאלה: כיצד משוקללים רכיבי המדד?

תשובה: האינדיקטורים הנכללים במדד מתוקננים ומשוקללים בהתאם למשקלם במדד התנאים הפיננסיים. כך, מדד התנאים הפיננסיים הינו מדד סינטטי המורכב משקלול אינדיקטורים אלו. כאשר עוצמת התנדודות במדד לחיוב או לשלילה אינה נעה במנעד מוגבל, אלא נגזרת מתנדודות האינדיקטורים המרכיבים את המדד.

#### שאלה: מה משמעות הערכים של המדד?

תשובה: ערכים חיוביים של מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים משקפים תנאים פיננסיים חזקים יותר ביחס לממוצע ארוך הטווח (כ-17 שנים, החל מ-2008). ערכים שליליים של מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים משקפים תנאים פיננסיים חלשים יותר ביחס לממוצע ארוך הטווח. על פי הגדרתנו, ככל שנקודות המדד גבוהות או נמוכות יותר, כך העוצמה של הכיוון חזקה יותר.

#### שאלה: האם קיימים מדדים דומים למדד מידרוג לתנאים הפיננסיים בארץ ובעולם?

תשובה: בארץ קיימים מספר מדדים שיכולים להצביע על מצבו של המשק הישראלי, אך מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים הינו המדד היחיד שכולל בתוכו מספר רב של אינדיקטורים הכוללים רכיבים משוקי המניות והחוב, מאפייני מאקרו והיקפי אשראי. קיימים מספר מדדים גלובליים כגון: מדדי התנאים הפיננסיים של Moody's לפי אזורים גאוגרפיים. בנוסף, המדד הלאומי של ארה"ב לתנאים הפיננסיים, NFCI<sup>7</sup> שמפורסם על ידי הפדרל ריזרב בנק של שיקגו.

<sup>7</sup> National Financial Conditions Index

**שאלה: מה ההבדל בין מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים לבין המדד המשולב של בנק ישראל?**

תשובה: המדד המשולב של בנק ישראל אף הוא מדד סינתטי המתפרסם מדי חודש ומטרתו לאבחן את כיוון התפתחותה של הפעילות הריאלית בזמן אמת והוא מחושב על בסיס 10<sup>8</sup> אינדיקטורים שונים. בשונה מהמדד המשולב של בנק ישראל, מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים מתבסס על 16 אינדיקטורים שונים שמחולקים ל-4 קבוצות של רכיבים שונים. רכיבי שווקי המניות, שווקי החוב והיקפי האשראי במשק משקפים את הפעילות הפיננסית ורכיב מאקרו המשקף את הפעילות הריאלית. לאור קשרי הגומלין החזקים בין הפעילות הפיננסית לריאלית, מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים יוצר סט אינדיקטורים רחב יותר, כאשר אינדיקטורים אלו מהירים יחסית בהיותם מבוססים על נתוני שוק (כגון: נתוני שווקי המניות, נתוני שווקי החוב). יצוין כי רכיב סביבת המאקרו במדד מידרוג לתנאים הפיננסיים כולל בתוכו גם את המדד המשולב של בנק ישראל למצב המשק.

**שאלה: האם המדד יכול לחזות פני עתיד?**

תשובה: מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים אינו נועד לנבא פני עתיד. היתרון העיקרי של מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים הינו היות מדד זה מורכב מאינדיקטורים שונים, ריאליים ונתוני שוק, המתעדכנים בתדירות גבוהה. בהתאם, מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים יכול במקרים שונים להקדים מדדים אחרים ולהצביע על מצב התנאים הפיננסיים של המשק הישראלי.

**שאלה: האם מנעד המדד והרכיבים מתעדכנים מדי חודש ובאיזו תדירות יפורסם המדד?**

תשובה: אכן, מנעד המדד והרכיבים מתעדכנים מדי חודש. המדד יתפרסם מדי חודש בסמוך לאחר המחצית הראשונה של החודש (בתקופות חגים ומועדים שונים יתכנו עיכובים).

**שאלה: מתי החל הפרסום של מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים?**

תשובה: מדד מידרוג לתנאים הפיננסיים החל להתפרסם באוקטובר 2022.

<sup>8</sup> מדד הייצור התעשייתי, מדדי הפדיון בשירותים ובמסחר, היבוא של מוצרי צריכה, היבוא של תשומות לייצור, יצוא הסחורות, יצוא השירותים, מספר משרות השכיר במגזר הפרטי, שיעור המשרות הפנויות ומספר התחלות הבנייה.

## © כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

#### מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).