

מערכת הבנקאות הישראלית – הפעילות והביצועים בבחינה ארוכת טווח

שנת 2002 הייתה שנה קשה מאוד למערכת הבנקאות הישראלית, קשה אף מקודמתה. בהסתכלות ארוכת טווח השנתיים האחרונות יוצאות דופן מבחינות רבות: התשואה-להון של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות ירדה בשנתיים אלו לרמה ממוצעת חד-ספרתית נמוכה של 4.4%, תוך עלייה ניכרת בשונות בין הקבוצות הבנקאיות – רמה שדמתה רק לזו של סוף שנות השמונים ותחילת שנות התשעים (דיאגרמה א'-2). ירידתה של התשואה-להון השנה היא תוצאת השילוב של עצירת גידולו של האשראי הבנקאי (עלייה של 1.6%, לאחר עליות דו-ספרתיות ברוב שנות התשעים), יציבות של המירווח הפיננסי הכולל (2.3% ב-2002) ועלייה משמעותית של סיכוני האשראי בשנתיים האחרונות. החרפת הסיכונים התבטאה בהפרשות שנתיות לחובות מסופקים בהיקף ללא תקדים – כ-4.6 מיליארדי ש"ח בשנת 2001 וכ-7.3 מיליארדים בשנת 2002. (לשם השוואה: ההפרשות השנתיות בשנים 1999 ו-2000 עמדו על כ-2 מיליארדי ש"ח.) שיעור ההפרשה השנתית מיתרת האשראי גדל בשנתיים האחרונות פי שניים ויותר, והגיע ב-2002 לכ-1.32%. כן נרשמו עליות חדות של יחס האשראי הבעייתי להון העצמי של הקבוצות הבנקאיות – מממוצע של כ-0.8 במחצית השנייה של שנות התשעים ל-1.3 ב-2002 – ובחלקו של האשראי הבעייתי בתיק האשראי של הבנקים: מ-7% ב-2000 לכ-10% ב-2002 (לוח א'-3).

באפריל 2002 נחשפה התממשות של סיכון תפעולי שהביא לנפילתו של בנק מסחרי, לראשונה מאז פשיטת הרגל של "בנק צפון אמריקה" ב-1987: ב"בנק למסחר" נתגלתה מעילה בהיקף שעלה משמעותית על הונו העצמי של הבנק. במהלך שנת 2002 הדרדר מצבו של "בנק לפיתוח התעשייה", בעקבות התממשות סיכון הנזילות – על רקע בעיות בניהול סיכוני האשראי, התממשות סיכון תדמית של הבנק ורגישות המפקדים לאחר נפילתו של ה"בנק למסחר". בעקבות התפתחויות אלו החליטה הממשלה (בעלת הבנק) על הליכים שיביאו להפסקת פעילותו הבנקאית.

שילוב של ירידה בתשואה-להון והתגברות הסיכונים הוביל להרעה ניכרת בתשואה המותאמת לסיכון ($RAROC$) במערכת הבנקאות, הרעה שהתבטאה בשחיקה של יותר ממחצית ערכה של תשואה זו בשנתיים האחרונות ברוב הקבוצות הבנקאיות. גם חברות הדירוג הבכירות Moody's, Fitch ו-S&P העריכו כי ביצועיהם של הבנקים הגדולים בתקופה זו הורעו במידה ניכרת, ולכן הורידו את דירוגם. גם הפעילים בשוק ההון סברו כי ביצועי המערכת הדרדרו וכי הם אינם צפויים להשתפר בעתיד הקרוב. הערכות אלו התבטאו בירידות חדות במחירי מניותיהם של רוב הבנקים, כך שערכי השוק של הבנקים בסוף 2002 היו רק כ-70% מערכם בספרים. ירידה זו של יחס ערך השוק

לערך בספרים (MV/BV) בבנקים השנה הייתה המשך למגמה שראשיתה בתחילת שנת 2000.

התמונה העגומה המצטיירת בתחום הרווחיות והסיכונים ובמדדים המשלבים את שניהם לא פסחה גם על שני המבצנים האחרים שמקובל להתייחס אליהם בניתוח חוסנה ותפקודה המשקי של מערכת הבנקאות – התחרותיות והיעילות התפעולית.

בתחום התחרותיות, ובמיוחד בתחום האשראי לציבור, מסתמנת זה מספר שנים הרעה, המתבטאת בעלייה של מספר מדדי ריכוזיות מאז אמצע שנות התשעים. זאת בעיקר משום שהבנקים הגדולים בישראל נתנו בשנים האחרונות ללווים גדולים אשראים גבוהים שבחלק מן המקרים הוכחו כבעייתיים. גם בעולם המערבי עלתה רמת הריכוזיות, אך זו הייתה תוצאה של התגברות תופעת המיזוגים והרכישות, שלפחות עד כה פסחה על הבנקאות הישראלית (למעט מספר מיזוגים של בנקים קטנים עם גדולים). בתחום התחרותיות חשוב להדגיש כי "כוח השוק" שהבנקים מפעילים על משקי הבית רב בדרך כלל מזה שהם מפעילים על הפירמות העסקיות.

אשר ליעילות התפעולית – חלק מן הבנקים אמנם נקטו בשנתיים האחרונות צעדים המיועדים לחסוך בהוצאות הייצור – קיצוצי שכר, עידוד פרישה מוקדמת, פיטורי עובדים, סגירת סניפים מיותרים וכיוצא באלה – אך מחמת ההוצאות הגבוהות הכרוכות בפרישות מוקדמות, אין אנו עדים עדיין לשיפורים משמעותיים במדדי היעילות התפעולית המקובלים בבנקאות, כגון "יחס היעילות" ו"שיעור הכיסוי", שלא השתנו בהשוואה לשנים עברו.

חלק נכבד מההתפתחויות השליליות אשר תוארו לעיל, הושפעו באופן מובהק מהמיתון העמוק השורר במשק זה מספר שנים (שיעורי צמיחה שליליים של התמ"ג ועלייה ניכרת של שיעור האבטלה), מהחרפת האירועים הביטחוניים ומאי-הוודאות המדינית-ביטחונית והכלכלית שאפיינה ועדיין מאפיינת את המשק. נראה שגם המשברים בשוקי ההון בארץ ובעולם (כגון נפילתו ואי התאוששותו של שוק הנאסד"ק בארה"ב) השפיעו לשלילה על ביצועי הבנקים בשנתיים האחרונות.

ההתפתחויות המקרו-כלכליות השפיעו גם על פעילותם וביצועיהם של ענפי משק מרכזיים, ובראשם הבינוי והנדל"ן, התיירות ושירותי הארחה, הטכנולוגיה העילית והתקשורת, ולאחרונה אף על מגזר משקי הבית – ולפיכך נפגעו מאוד ביצועי הבנקים. הפגיעה משתקפת בעליות חדות של יחס האשראי לתוצר בענפים אלה ובשיעורי ההפרשות לחובות מסופקים בגין האשראים שניתנו להם.

על רקע התגברות סיכוני האשראי וירידת הרווחיות, שיפרו הבנקים השנה במקצת את הלימות הונם: יחס ההון לנכסי הסיכון של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות עלה בחצי נקודת אחוז – מ-9.4% ל-9.9%. עם זאת יחסי ההון בישראל עדיין נמוכים (ב-1-2 נקודות אחוז) מאשר ברוב מערכות הבנקאות בעולם. על רקע השפל המתמשך במשק והמשך ההרעה הצפויה בכושר הפירעון של הפירמות העסקיות ומשקי הבית, ראוי כי הבנקים ימשיכו לשפר את יחסי ההון, כדי להיטיב ולהתמודד עם התממשות אפשרית של סיכונים בעתיד.

1. התוצאות העסקיות, הסיכונים והלימות ההון

א. התוצאות העסקיות

שנת 2002 הייתה שנה קשה מאוד למערכת הבנקאות - המשך להתפתחויות השליליות שהסתמנו ב-2001. סך הרווח של חמש הקבוצות הבנקאיות ירד השנה בחצי - מכ-2.3 מיליארדי ש"ח ב-2001 לכ-1.1 מיליארדים ב-2002.

ירידת הרווחים משקפת ירידה חדה נוספת בתשואה להון מ-5.8% ב-2001 ל-2.8% בלבד השנה (לוח א'-2 ודיאגרמה א'-2). התשואה-להון בשנתיים האחרונות נמוכה משמעותית מאשר ברוב שנות התשעים ודומה רק לזו של השנים 1989-1991 (3.6%). גם השנה בלטה אי אחידות בתשואה-להון בין הקבוצות הבנקאיות: 4.1% בקבוצת "בנק לאומי", 2.4% בקבוצת "בנק הפועלים", 0.2% בקבוצת "בנק דיסקונט", 1.4% בקבוצת "הבנק הבינלאומי" ו-8.6% בקבוצת "בנק המזרחי" (לוח ג'-2).

ההסבר העיקרי לירידה הניכרת של רווחי הקבוצות הבנקאיות בשנתיים האחרונות הוא ההפרשות הגבוהות לחובות מסופקים, ובעיקר בגין המגזר העסקי. ההפרשות לחומ"ס הסתכמו השנה בכ-7.3 מיליארדי ש"ח, לעומת 4.6 מיליארדים ב-2001 (לוח ג'-2). הפרשות אלו הושפעו מהמשך המיתון העמוק במשק ומההסלמה באירועים הביטחוניים, שהשפיעו השפעה מכרעת על מספר ענפי משק עיקריים כגון הבנייה והנדל"ן וההארכה והתיירות. גם ההאטה בפעילות העולמית השפיעה לרעה על המשק הישראלי - בעיקר על ענפים עתירי יצוא, אך גם על ענפי הטכנולוגיה העילית, ענף התקשורת ושירותי המחשב והתעשיות המתקדמות.

בסעיפים אחרים של דוח הרווח וההפסד לא חלו שינויים מהותיים, ובלטה היציבות של הרווח מפעולות מימון לפני ההפרשות לחומ"ס ושל ההכנסות התפעוליות; זאת, כאמור, על אף המיתון המתמשך השורר במשק הישראלי.

הגורמים לשיעור המיתון של גידול ההכנסות מפעולות מימון (לפני הפרשות לחומ"ס) השנה (0.2%) הם עצירת התרחבותה של הפעילות הפיננסית (השפעת הכמות) כמעט בכל רכיבי הקבוצות הבנקאיות (בעיקר בבנקים המסחריים ובבנקים למשכנתאות) ויציבותו של המירווח הפיננסי הכולל (השפעת המחיר) (לוח א'-1). המירווח הפיננסי הכולל בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות עמד בסוף 2002 על 2.3% - מעט מעל לממוצע במדינות המערביות הנמצאות בקבוצת ההתייחסות של ישראל (לוח ג'-3). נראה שיציבותו של המירווח השנה היא תוצאת שילוב של גורמי ביקוש והיצע: הביקוש לאשראי בנקאי ירד, בשל השפעת ההכנסה - העמקת המיתון במשק, שהתבטאה בירידת התמ"ג בכ-1%, בירידת המדד המשולב למצב המשק ב-3.6%, בירידת התוצר לנפש ב-3% ובעליית שיעור האבטלה ל-10%.

היצע האשראי הבנקאי למשק הצטמצם, ממספר סיבות:

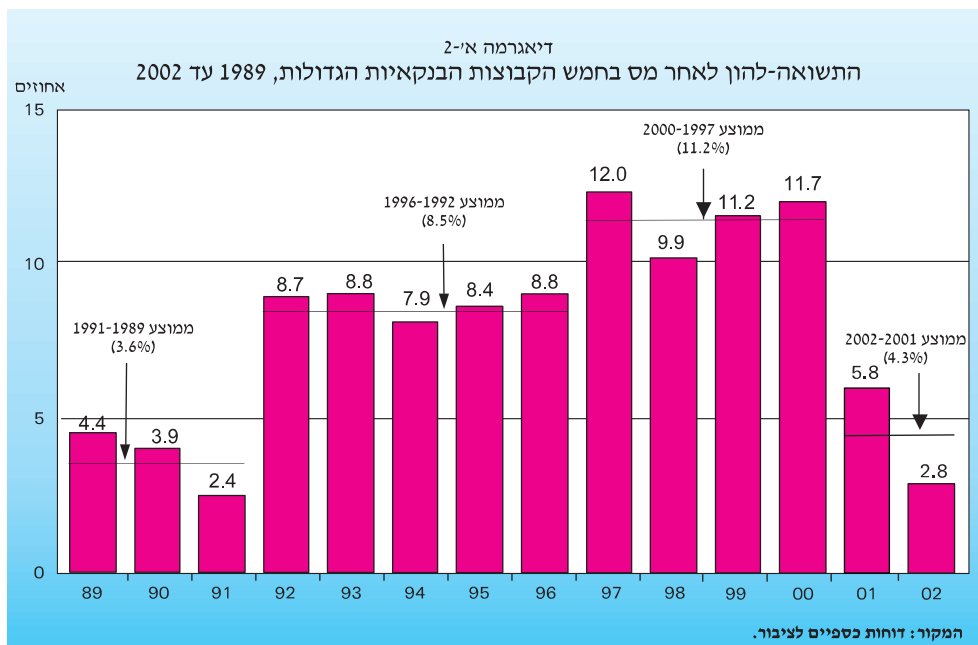
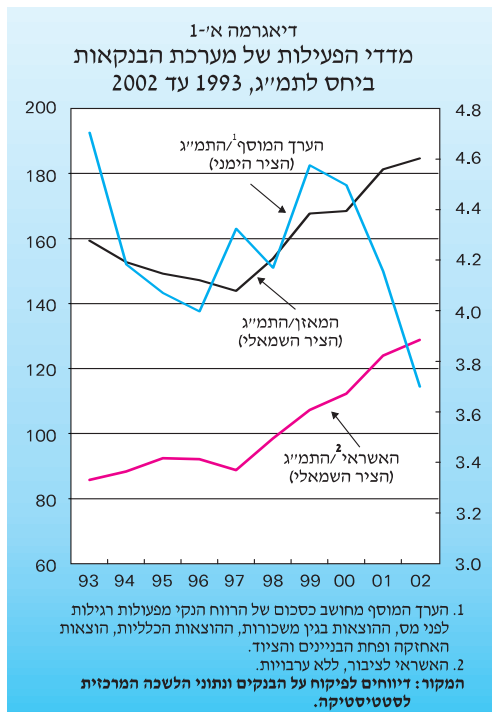
1. פחת היצע המקורות העומדים לרשות הבנקים, מקורות שעיקרם פיקדונות הציבור (שירדו בכמחצית אחוז). ירידה זו נבעה אף היא בעיקר מהשפעת ההכנסה האמורה.
2. ההרעה באיכות האשראי הבנקאי במיוחד בשנתיים האחרונות, הניעה את הנהלות הבנקים לנקוט מדיניות זהירה ומושכלת בניהול סיכוני האשראי; זו התבטאה בהחמרת הקריטריונים לקבלת אשראים חדשים.
3. הירידה המתמשכת כמעט בכל הקבוצות הבנקאיות (זה למעלה מעשור שלם) בעודפי ההון שמעל ליחס ההון המזערי הנדרש (9%) מקטינה את פוטנציאל הרחבת האשראי לציבור.

עודפי הון אלו הגיעו לשפל של 0.3 נקודת האחוז בסוף 2001, ושוב ועלו ל-0.9 נקודת אחוז בסוף 2002. החלטתן של הנהלות הבנקים לשפר את יחסי ההון, כשלעצמה, מקטינה את היצע האשראי לציבור.

4. שיעורי הריבית הריאלית הגבוהים ששררו בשנה הנסקרת (כ-7%) הניעו את הנהלות הבנקים לנקוט מדיניות של קיצוב אשראי (credit rationing), שגם היא מיועדת לנפות את הלקוחות המסוכנים - אלה הנכונים, במצב זה, להשקיע בפרויקטים מסוכנים.

שילוב של ירידה בהיצע האשראי, שתוארה לעיל, וירידת הביקוש לאשראי, שעליו פעלה, כאמור, השפעת ההכנסה המרסנת, הובילו לעצירת הצמיחה בסך הפעילות הבנקאית. זו התבטאה בירידת סך הנכסים של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות ב-0.3% ובירידה חדה במיוחד (-11.3%) בערך המוסף של מערכת הבנקאות, שהוא מדר מקובל לאמידת תפוקתו של הענף (לוח א'-1 ודיאגרמה א'-1).

עצירת הגידול של פעילות מערכת הבנקאות, על רקע ההאטה בפעילות המשקית,



הביאה להמשך העלייה ביחסי האשראי לתמ"ג וסך הנכסים לתמ"ג, אך גם לירידה חדה של יחס הערך המוסף לתמ"ג - מכ-4.1% בשנת 2001 ל-3.7% השנה. זאת בהמשך לירידתו של יחס זה ב-1999 ו-2000 (דיאגרמה א'-1).

בלטה השנה, כאמור, גם יציבותן של ההכנסות התפעוליות (לוח ג'-2). יציבות זו היא תוצאה של התפתחויות מנוגדות, שקיזזו זו את זו. לגידולן של הכנסות אלו פעלה עלייה של כ-3% בהכנסות הקבוצות הבנקאיות מעמלות תפעוליות, ובעיקר העמלות בגין שירותי מערך התשלומים והפעילות בניירות ערך; לצמצום ההכנסות פעלו בעיקר ההפסדים שרשמו מרבית הקבוצות הבנקאיות מהשקעות במניות והעדר רווחים מקופות הפיצויים, בגלל רמתן הנמוכה-יחסית של תשואות איגרות החוב המוחזקות בקופות לכיסוי התחייבויותיהן.

גם בתחום ההוצאות התפעוליות בלטה השנה היציבות. יציבות זו נגזרה מצעדי חיסכון והתייעלות שנקטו הקבוצות הבנקאיות, כפועל יוצא מהחרפת השחיקה ברווחיות המערכת הבנקאית. יציבות ההוצאות התפעוליות והאחרות הושפעה בעיקר מהיציבות ברכיב ההוצאות בגין עובדים, שהיו כ-70% מסך כל ההוצאות התפעוליות. יציבות זו נגזרה משתי התפתחויות, שקיזזו זו את זו: לצמצום ההוצאות התפעוליות פעלה הירידה (כ-6%) בהוצאות השכר הישירות. זו נבעה, בין היתר, מהצטמצמות היקף המענקים אשר שולמו לעובדים בשנת 2002, מירידה במצבת העובדים ומשינוי תמהילם, שהתבטא בעיקר בגידול משקלם של העובדים ברמות השכר הנמוכות בסך העובדים. גורם נוסף שפעל לירידת הוצאות השכר הוא השחיקה בשכר הריאלי כפועל יוצא מעליית האינפלציה מעבר לשיעורה החזוי שעל בסיסו נחתמו הסכמי השכר. לגידול ההוצאות בגין עובדים פעלה העלייה החדה של ההוצאות הנלוות (כ-12%); זו התרכזה בעיקר בסעיף הוצאות הפרישה מרצון, שגדלו השנה בכ-520 מיליוני ש"ח, בעיקר בשני הבנקים הגדולים, מתוך כוונה לייעל את המערכת ולצמצם את עלויות השכר בעתיד. בניכוי ההוצאות החד-פעמיות בגין פרישה מרצון הייתה מתקבלת ירידה של כ-5% בהוצאות התפעוליות. כתוצאה מאי שינוי בתפוקה הבנקאית (על הגדרותיה השונות) ויציבות בהוצאות התפעוליות לא השתנתה בשנת 2002 ההוצאה ליחידת תפוקה (לוח א'-2).

על רקע השינויים הלא משמעותיים בהכנסות ובהוצאות התפעוליות נמצא כי גם שיעור הכיסוי התפעולי (coverage ratio), המוגדר כיחס ההכנסות התפעוליות לסך ההוצאות התפעוליות כמעט לא השתנה - 55.7% ו-56.5% בשנים 2001 ו-2002, בהתאמה. שיעורים אלה נמוכים מהמקובל במערכות בנקאות מערביות (69%) אף מאלה השייכות לקבוצת ההתייחסות של ישראל (61%). להשוואה בין-לאומית ראו לוח ג'-3.

גם יחס היעילות (efficiency ratio), המוגדר כסך כל ההכנסות (המימוניות והתפעוליות) לסך ההוצאות התפעוליות, שמר השנה על יציבות. יחס זה מבטא את יכולתו של הבנק לתעל נכונה את גורמי הייצור העומדים לרשותו כדי למרב את הכנסותיו השונות הנגזרות מתהליך התיווך הפיננסי. יחס גבוה מצביע על ניצול יעיל של גורמי הייצור.

השנה, בשל עצירת גידולן של ההכנסות המימוניות והתפעוליות לצד יציבות בהוצאות הייצור, נתקבלה יציבות ביחס היעילות - כ-1.55, לאחר 1.53 אשתקד (לוח א'-2). יחס היעילות המקובל בעולם המערבי אינו שונה משמעותית מאשר בבנקאות הישראלית: הוא עמד ב-2001 על 1.57, ובמדינות השייכות לקבוצת ההתייחסות של ישראל - על 1.61 (לוח ג'-3).

נוסף על שני מדדי יעילות מקובלים אלו נבדקות, בפרק ג', היעילות התפעולית הנגזרת משינויים בגודל הבנקים (התשואות לגודל) - והיעילות הנגזרת מצמצום הוצאות התפעול

לוח א'-2

התוצאות העסקיות בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות, 1994 עד 2002

2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	
(מיליוני ש"ח, מחירי דצמבר 2002)									
1,130	2,253	4,138	3,866	3,307	3,702	2,585	2,335	2,088	סך הרווח לאחר מס
(אחוזים)									
2.8	5.8	11.7	11.3	9.9	12.0	8.8	8.4	7.9	התשואה הכוללת להון לאחר מס (ROE)
0.1	0.3	0.6	0.6	0.5	0.7	0.5	0.4	0.4	התשואה לנכסים (ROA)
2.3	2.3	2.3	2.4	2.2	2.5	2.5	2.6	2.2	המירווח הפיננסי הכולל
2.2	2.2	2.4	2.3	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8	ההוצאות התפעוליות לסך המאון
									ההוצאות התפעוליות ליתרה בספרים של הנכסים
1.2	1.2	1.4	1.4	1.5	1.7	1.9	1.9	1.9	המאזניים והחוז-מאזניים
									יחס ההכנסות התפעוליות לסך ההוצאות התפעוליות
56.5	55.7	58.2	58.9	57.2	58.0	56.2	58.0	63.7	("שיעור הכיסוי התפעולי")
									יחס ההכנסות התפעוליות והמימוניות לסך ההוצאות
1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	התפעוליות ("יחס היעילות")

(1) ראו הערות ללוח ג'-2.

המקור: דוחות כספיים לציבור ודיווחים לפיקוח על הבנקים.

של הבנק ללא שינוי בגודלו (בתפוקתו), הקרויה X-Efficiency. האחרונה מיוחסת, בדרך כלל, לטיב הניהול של הבנק, משום שהיא מבטאת את היכולת של הנהלתו לקבל החלטות אסטרטגיות שבכוון לצמצם את הוצאות הייצור בלי לפגוע בתפוקה. החיסכון בהוצאות הייצור נמדד, כאמור, עבור רמת ייצור נתונה, ולכן היעילות התפעולית של כל בנק נבחנת יחסית לבנקים השייכים לקבוצת הגודל שלו (קבוצות ההתייחסות).

הממצא הבולט בניתוח ארוך טווח של התשואות לגודל הוא שישנם במערכת הבנקאות הישראלית יתרונות-לגודל. ממצא זה מתיישב עם התוצאות של עבודות אמפיריות רבות שנכתבו בנושא זה בישראל בשני העשורים האחרונים. כדי להביא בחשבון את הוצאות הייצור על מיגוון הפעילויות של הבנק השתמשנו בפרק זה כאומד לתפוקה הבנקאית בסך הנכסים מניבי ההכנסות (earning assets), המיוצגים על ידי יתרות הנכסים המאזניים ושווה ערך האשראי של הנכסים החוז-מאזניים.

הממצא הבולט בתחום ה-X-Efficiency הוא שיש הבדלים מהותיים בהוצאה ליחידת תפוקה בין הבנקים הקטנים והבדלים פחותים בין הבנקים הבינוניים ("דיסקונט", "הבינלאומי", "המזרחי", "איגוד" ו"מרכנתיל-דיסקונט"), בעוד שבין שני הבנקים הגדולים כמעט אין הבדלים (דיאגרמה ג'-9 ולוח ג'-12). מכאן שפוטנציאל השיפור ביעילות התפעולית עיקרו בבנקים הקטנים (שהם גם קבוצה היטרונגית מאוד מבחינת מאפייני פעילותה) והבינוניים. פוטנציאל זה ניתן למימוש באמצעות צמצום כוח האדם, הורדת השכר, סגירת סניפים מיותרים, שינוי בתמהיל גורמי הייצור ועוד.

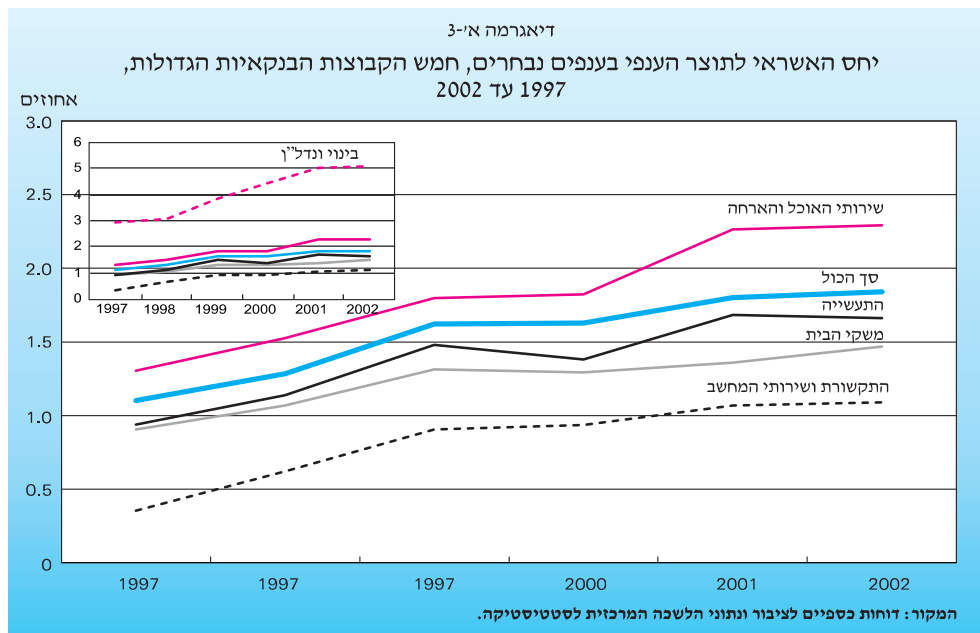
ב. הסיכונים

את התוצאות העסקיות, ובמיוחד את התשואה-להון ארוכת הטווח, במערכת הבנקאות יש לנתח במקביל לבחינת השינויים בחשיפת הקבוצות הבנקאיות למיגוון הסיכונים - סיכוני אשראי, סיכוני שוק, סיכוני נזילות, סיכונים תפעוליים ועוד. להלן מנותחת מידת חשיפתן של הקבוצות הבנקאיות לסיכונים שונים בשנים האחרונות, וזאת לנוכח חוסר יציבותה של התשואה-להון בעשור האחרון. לשם בחינת קשר אפשרי בין התשואה-להון ובין הסיכון ננתח תחילה את ההתפתחויות בסיכוני האשראי והשוק, תוך התמקדות במספר מדדים, שבאמצעותם אנו מעריכים את הסיכונים האלה, ולאחר מכן - את התפתחותו של מדד התשואה המותאמת לסיכון *RAROC*.

(1) סיכון האשראי

את סיכון האשראי מקובל להעריך באמצעות שלושה רכיבים - היקף האשראי, איכותו וריכוזיותו. כדי לבדוק את ההשפעה הכוללת של רכיבים אלה על סיכון הבנק יש לבחון את סיכון האשראי ביחס להונו, ובכך להביא בחשבון את התייחסות הבנק למכלול הסיכונים. מאחר שהסיכונים מתבטאים לא רק בהלימות ההון אלא גם בפרמיית הסיכון, בהיקף הביטחוונות, במעקב ובקרה שוטפים (monitoring) אחר התפתחות הסיכון וסיווגו בהתאם לכך, בהיקף ההפרשות לחובות מסופקים ועוד - יש לבדוק גם את התייחסות הבנק לחשיפתו לסיכונים באמצעות פרמטרים אלה.

היקף האשראי שנתנו חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות לציבור גדל בשנת 2002 ב-1.6% בלבד ועמד בסופה על כ-552 מיליארדי ש"ח - תפנית במגמה ארוכת טווח של שיעורי צמיחה דו-ספרתיים. עצירת גידולו של האשראי לציבור הקיפה את רוב רכיבי הקבוצות הבנקאיות (לוח א'-1). עלייה של יחס האשראי לתוצר מגדילה את סיכון האשראי, שכן התוצר מבטא את כושר פירעונם של הלקוחות.



יחס האשראי (המאזני והחוזן-מאזני) לתוצר העסקי עלה מעט - מ-1.8 ל-1.84 - לאחר עליות רצופות בחמש השנים האחרונות (מ-1.1 ב-1997 ל-1.8 ב-2001). בשש השנים האחרונות, 1997-2002, בולטות העליות של יחס האשראי לתוצר העסקי במספר ענפי משק עיקריים - בבינוי והנדל"ן מ-3.0 ל-5.1, בתקשורת ושירותי המחשב מ-0.4 ל-1.1 ובבתי המלון, שירותי האוכל וההארכה מ-1.3 ל-2.3 (דיאגרמה א'-3).

את איכות האשראי מקובל למדוד באמצעות שלושה מדדים: משקל רכיבי הסיכון של הבנקים לסך הרכיבים, משקל החובות הבעייתיים בסך האשראי או בהון העצמי והיחס שבין ההוצאה בגין ההפרשה השנתית לחובות מסופקים לבין יתרת האשראי.

חלקם של רכיבי הסיכון בסך הרכיבים עלה השנה מעט, מ-67.3% ל-67.6%, בניגוד למגמה ארוכת הטווח מאז 1992 של עליות בשיעורים ניכרים (לוח א'-3). מגמת העלייה של יחס זה מאז 1992 היא תוצאה ישירה של תהליך הליברליזציה הממושך, שכלל, בין היתר, הפחתה הדרגתית של שיעורי הנזילות בבנקים המסחריים עד אמצע שנות התשעים; לאחר מכן נבע גידולם של רכיבי הסיכון בעיקר מגידולם של ביקושי הציבור לאשראי במטבע ישראלי ובמטבע חוץ. התפתחות יחס זה בעשור האחרון, המצביעה על הרעה באיכות האשראי הבנקאי, היא אינדיקטור חשוב, בעיקר לנוכח ההאטה בפעילות המשקית בשנים האחרונות, ובמיוחד ב-2001 וב-2002. נדגיש כי עצירת עלייתו של יחס זה בשנה האחרונה היא תוצאה ישירה של עצירת גידולו של היקף האשראי הבנקאי. לעומת יחס רכיבי הסיכון לסך הרכיבים, שעלייתו נעצרה השנה, נרשמה במדדים האחרים המבטאים את איכות האשראי החמרה משמעותית.

יחס האשראי הבעייתי להון העצמי הורע במידה ניכרת בשנתיים האחרונות (לוח א'-3). מדד נוסף המצביע על הרעה באיכות האשראי בשנתיים אלו הוא שיעור ההוצאה בגין ההפרשה לחובות מסופקים מיתרת האשראי לציבור שבאחריות הקבוצות: לאחר ירידה מאז סוף שנות השמונים עד לרמה של 0.5% ב-1999 וב-2000, עלה יחס זה מאז לרמות של 0.85% ב-2001 ו-1.32% ב-2002 (לוח א'-3). מבדיקת הקשר שבין מחזורי העסקים במשק לבין איכות האשראי מתחילת שנות התשעים עולה קשר שלילי (כמצופה) בין השינויים במדד המשולב לפעילות המשק לבין השינויים באיכות האשראי, כפי שאלה משתקפים בשיעורי ההפרשות לחומ"ס. נוסף על כך נמצא כי תגובת הבנקים על ההרעה במצב המשק ועל הפגיעה הנובעת ממנה באיכות האשראי באה בפיגור של שלושה רביעים (דיאגרמה א'-4). לנוכח המשך הרפיון בפעילות המשקית גם בשנת 2003 והקשרים שנמצאו לעיל, ייתכן שהפגיעה באיכותם של תיקי האשראי הבנקאי תימשך גם בעתיד הקרוב, ותתבטא, בין היתר, בשיעורים גבוהים יחסית של הפרשות לחומ"ס.

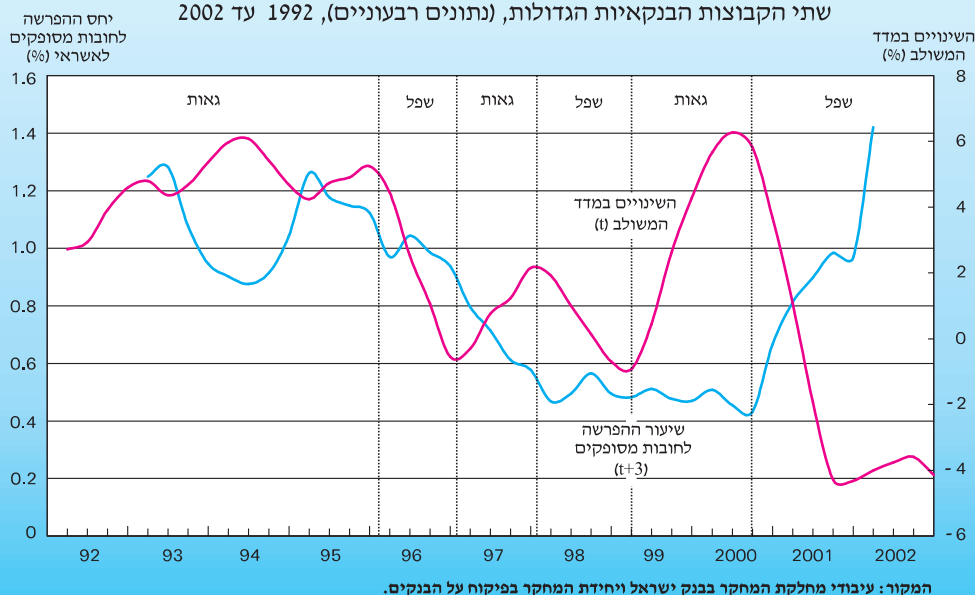
ברכוזיות האשראי לציבור לפי ענפי המשק, הנמדדת באמצעות מדד H (לוח א'-3), ניכרה יציבות בארבע השנים האחרונות, לאחר מגמת עלייה מ-1992 עד 1997. יציבות זו של הרכיזיות הענפית ברמה גבוהה יחסית מקורה בעלייה התלולה באשראים לענפים מרכזיים כבינוי ונדל"ן ותקשורת ושירותי מחשב בשנים האחרונות. שני מדדים נוספים המצביעים על ריכוזיות גבוהה בתחום האשראי הם מדד ג'יני לחלוקת האשראי לפי גודל הלווים ומדד משקל האשראי ללווים שיתרת חבותם מעל 35 מיליוני ש"ח בסך האשראי; מדד ג'יני נמצא זה מספר שנים ברמה גבוהה במיוחד של כ-0.92. (לשם השוואה - מדד ג'יני לחלוקת ההכנסות במשק עומד על כ-0.35). גם מדד משקל הלווים שחבותם מעל 35 מיליוני ש"ח נשאר יציב כ-48% (לוח א'-3). נמצא כי כ-1% מהלווים בענף הבנקאות קיבלו בשנת 2002 כ-71% מסך האשראי הבנקאי. נראה כי מדדי הרכיזיות הגבוהים בתיק האשראי הבנקאי משקפים נאמנה

ריכוזיות האשראי, איכותו והליונות ההון בחמש הקבוצות הכנאיות הגדולות, 1993 עד 2002

	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	
ריכוזיות האשראי											
ריכוזיות האשראי לציבור לפי ענפי המשק (מדד H)	0.144	0.144	0.142	0.144	0.149	0.157	0.153	0.141	0.139	0.136	
הריכוזיות לפי הליונים (משקל הליונים שמעל 35 מיליוני ש"ח)	48.0	47.5	47.1	46.4	44.7						
איכות האשראי											
שיעור החוצאה השנתית בגין החפדשה לחובות	1.32	0.85	0.50	0.49	0.61	0.75	0.92	1.15	0.80	1.20	
מסופקים מותר האשראי לציבור שבאחריות הקבוצות	10.0	9.0	7.0	8.7	9.4	9.6	11.3	12.9	14.3	13.5	
משקל האשראי הכעיתי בסך האשראי שבאחריות הקבוצה	129.8	110.3	76.9	83.7	83.4	74.0	81.9	89.3	91.8	69.0	
משקל האשראי הכעיתי (ללא חקלאות) בהון העצמי	57.4	38.8	35.9	34.7	26.7	22.1	26.3	29.1	34.1	30.2	
משקל האשראי הכעיתי (ללא חקלאות וללא השגחה	67.6	67.3	65.3	62.9	62.9	57.8	56.3	56.3	53.3	49.1	
מיוחדת וביטחונות שהועברו לבעלות הבנק) בהון העצמי	1.13	1.11	1.00	0.95	0.87	0.78	0.74	0.71	0.68	0.68	
יחס רכיבי הסיכון לסך הרכיבים	1.84	1.80	1.63	1.62	1.28	1.10					
יחס האשראי לתוצר העסקי ¹											
הליונות ההון											
יחס ההון לרכיבי הסיכון	9.91	9.38	9.24	9.43	9.21	9.97	9.66	9.60	9.80	10.50	
יחס ההון המשני לרכיבי הסיכון	3.48	3.16	2.58	2.35	1.77	1.07	0.91				
משקלים של כחצי החתחיתיות הנדרשים בהון הראשוני	46.6	44.5	33.4	27.7	18.3						

(1) כולל אשראי חוץ-מאזני ומחושב על סך הבנקים המסחריים.
המקור: דוחות כספיים לציבור ודיווחים לפיקוח על הבנקים.

יחס ההפרשה השנתית לחובות מסופקים ליתרת האשראי לציבור והשינויים
השנתיים במדד המשולב,
שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות, (נתונים רבעוניים), 1992 עד 2002



את הריכוזיות הגבוהה המאפיינת את ענפי המשק השונים בישראל. ניתוח משולב של כל המדדים שתוארו לעיל (כמות, איכות וריכוזיות) מצביע חד משמעית על עלייה בסיכוני האשראי שהבנקים נחשפים להם בשנתיים האחרונות, ובמיוחד בשנת 2002. הערכה זו מבוססת בעיקר על העלייה המתמשכת של יחס האשראי לתוצר, על העלייה החדה של יחס ההפרשות לחומ"ס בסך האשראי ועל ההרעה הניכרת ביחס האשראי הבעייתי להון העצמי של הבנקים. כל זאת על רקע ההאטה המתמשכת בפעילות המשקית, החמרת המצב הביטחוני והשפל בשוקי ההון בישראל ובחו"ל.

(2) סיכוני השוק – הריבית, שער החליפין והאינפלציה

החשיפה לסיכון הריבית נבחנת בסקירה זו באמצעות מדד הערך הנתון לסיכון (*Value at Risk*), כלומר הערך המשקף את ההפסד המרבי הצפוי לבנק, לאופק תכנון מסוים (בדרך כלל חודש) ולרמת מובהקות מסוימת (בדרך כלל 99%). להרחבה בנושא ראו פרק ה'. סך הערך הנתון לסיכון הריבית (בשלושת מגזרי ההצמדה) נע בין 4.1% מ"ההון הפיננסי הכלכלי" ב"קבוצת הפועלים", המהווים כ-491 מיליוני ש"ח, לבין כ-17.7% ב"קבוצת דיסקונט", המהווים כ-644.3 מיליונים. סך הערך הנתון לסיכון חושב כסכום הערכים הנתונים לסיכון בכל מגזר – בהנחה שמרנית של התממשות התרחיש הגרוע ביותר (*worst case scenario*) בכל המגזרים בו-זמנית, תוך התעלמות מהמיתאמים המשותפים (covariance) בין השינויים בשיעורי הריביות השונים. חישוב סך הערך הנתון לסיכון הריבית תוך התחשבות במיתאמים הללו, בשיטת ההתפלגות הנורמלית ובשילוב מטריצת השונותיות המשותפות (variance – covariance), מוצג בפרק ה'. מהחישוב עולה כי מיתאמים נמוכים ואף שליליים בין מחירי

הסיכון בשנים האחרונות מקטינים משמעותית את הערך הנתון לסיכון השוק ברוב הבנקים. אשר לסיכוני בסיס הצמדה (האינפלציה ושער החליפין) – סך הערך הנתון לסיכון זה (בערך המוחלט וכאחוז מההון הפיננסי הכלכלי) ירד מעט במהלך השנה הנסקרת בקבוצת "דיסקונט" ובקבוצת "לאומי"; ירידה משמעותית יותר נרשמה בקבוצת "הפועלים", ואילו בשאר הקבוצות נרשמו עליות קלות.

בסיכום, נמצא כי סך סיכוני השוק של הקבוצות הבנקאיות, ובעיקר סיכון הריבית, גדלו בשנים האחרונות, אך רמתם עדיין נמוכה למדי, ומשקלם בסך הסיכונים שהבנקים נחשפים להם היה השנה עדיין קטן יחסית – כ-1.4% בלבד. במונחי יחס ההון המזערי התוספת של סיכוני השוק זעירה כ-0.14 נקודת אחוז.

במסגרת נתוני הרקע האמורים, ובמיוחד אלו הקשורים לפשיטת הרגל של "בנק למסחר" ולהדרדרות מצבו של "בנק לפיתוח התעשייה", המליץ בנק ישראל בשנת 2002 להנהיג בישראל, לראשונה, מערכת פורמלית לביטוח פיקדונות.

בעשור האחרון הצטרפו שלושים מדינות לקבוצת המדינות שהנהיגו ביטוח פיקדונות רובן על רקע ריבוי המשברים הפיננסיים במערכות הבנקאות כמעט בכל היבשות בשנות השמונים והתשעים. בשנת 2002 פעלו בעולם 72 מערכות פורמליות לביטוח פיקדונות, שתכליתן העיקרית היא להגביר את היציבות הפיננסית של מערכות הבנקאות על ידי מניעת מצבים של בהלה בקרב המפקידים. במצבים כאלה עלולים המפקידים למשוך את כספם ללא הבחנה או הצדקה, ובכך – דרך "השפעת דומינו" ("השפעת הרבקה") – לחולל משבר במערכת הבנקאית כולה. שני מניעים משניים להקמת מערכות לביטוח פיקדונות – הגברת ההגנה למפקיד הקטן והלא-מתוחכם, שאינו מסוגל להעריך את הסיכון האמיתי הכרוך בהפקדה בבנק מסוים (כלומר להפעיל "משמעת שוק"), ולאפשר לבנקים הקטנים להתחרות בהצלחה בגדולים.

כדי להבטיח את הצלחתה של מערכת לביטוח פיקדונות בישראל חשוב מאוד ללמוד מניסיון של מערכות בנקאות בעולם, לבחור את העיתוי המתאים להחלתה ולעצב אותה כך שמאפייניה לא יביאו לפגיעה באמון הציבור במערכת בשל נטילת סיכוני יתר על ידי הבנקים (כגון "סיכון מוסרי") ועצם החלתה לא תניע את הבנקים להישמר פחות מסיכונים (נטייה טבעית של כל גוף המבטח את נכסיו).

(3) הלימות ההון

למרות הפגיעה הניכרת ברווחיות והגידול המשמעותי של החשיפה לסיכוני אשראי בשנתיים האחרונות לא השתנתה מהותית הלימות ההון של מערכת הבנקאות.

הלימות ההון היא, כידוע, ביטוי להתייחסותן של הנהלות הבנקים למכלול הסיכונים שהם חשופים או צפויים להיחשף להם. זאת משום שההון משמש כרית לספיגת הפסדים צפויים ולא-צפויים במקרה של התממשות הסיכונים. השנה עלה יחס ההון לרכיבי הסיכון בכחצי נקודת אחוז – מ-9.4% ל-9.9%. נראה ששיפור זה נגזר בעיקר מעצירת גידולו של האשראי הבנקאי (במיוחד בשל גורמי היצע על רקע המיתון העמוק במשק, ומדיניות שמרנית מאשר בעבר של ניהול סיכוני האשראי). רק חלק מהשיפור ניתן לייחס לאי חלוקת דיבידנדים ו/או לגיוסי הון (ראשוני ומשני).

כל הבנקים עמדו השנה ביחס ההון המינימלי הנדרש, ואף עלו מעל ליחס זה, כתוצאה מיזמות שנקטו ההנהלות לשיפור הלימות הונם. מאחר שבשנים האחרונות יורד גם עורף ההון של הבנקים שמעל ליחס ההון המינימלי הנדרש (אף כי בכל הקבוצות הבנקאיות הוא

עדיין מעל לשיעור זה - 9%), ומשקל כתבי ההתחייבות הנדחים בסך ההון הראשוני מתקרב, בקבוצות בנקאיות מסוימות, למיצוי המגבלה (50% מההון הראשוני), מצטמצם מרחב התמרון של הבנקים לתיקון הלימות הונם אם יתממשו בעתיד סיכונים בכלל וסיכוני אשראי בפרט. נציין כי ברוב מערכות הבנקאות המערביות יחסי ההון לרכיבי הסיכון בבנקים גבוהים משמעותית, מאשר בישראל, וגבוהים בכדי 3-4 נקודות אחוז מהמינימום שדורשות רשויות הפיקוח באותן מדינות (8%) (לוח ג'-3).

ירידה זו של היכולת להתמודד עם הסיכונים קשורה, להערכתנו, לתהליך ארוך טווח שהתפתח בשנות התשעים: עודפי ההון מעבר ליחס ההון לרכיבי סיכון הנדרש הלכו והצטמצמו גם כשהמשק צמח, ואיכות האשראי הייתה גבוהה יחסית (במחצית הראשונה של עשור זה); כיום, כשהמשק אינו צומח, איכות האשראי נמוכה מאשר בעבר, ויחסי ההון לרכיבי סיכון סמוכים ליחס הנדרש - היכולת של הבנקים להרחיב את האשראי, בפרט ללקוחות טובים, היא מוגבלת. לפיכך קטנה גם יכולתם של הבנקים לתרום ליציאת המשק מהשפל (במיוחד בהיותם ספקי האשראי העיקריים בו).

ג. התשואה המותאמת לסיכון - *RAROC* - בשנים 1994-2002

התשואה-להון של הקבוצות הבנקאיות ירדה, כאמור, מ-5.8% בשנת 2001 ל-2.8% ב-2002, וזאת בהמשך לירידה החדה ב-2001, לאחר שנים רבות של שיעורים דו-ספרתיים. לנוכח הירידה החדה ברווחיותה של מערכת הבנקאות והעלייה בסיכונים הבנקאיים מתבקשת גם השנה התאמה של רווחי המערכת לסיכונים. הדבר ייעשה על ידי ניתוח התפתחותו של מדד התשואה המותאמת לסיכון - *RAROC* (Risk Adjusted Return on Capital) - בשנים האחרונות.

מדד התשואה המותאמת לסיכון, בהגדרתו הרחבה, מייחס את הרווחים הצפויים העודפים (מעל לתשואה חסרת הסיכון), כלומר את פרמיית הסיכון - לסיכון. הסיכון נמדד באמצעות ההון שהבנק צריך להחזיק לכיסוי הפסדים מרביים מפעילותו בתקופה מסוימת (למשל חודש) ובהסתברות (רווח בר סמך) נתונה (לדוגמה 99%). הגדרת הסיכון נגזרת מן הערך הנתון לסיכון (*VaR*) של הבנק. ישנן מספר שיטות לחישוב התשואה המותאמת לסיכון (השונות-השונות המשותפת, הגישה ההיסטורית, גישת מונטה קרלו ועוד), שיטות הנבדלות זו מזו בעיקר בדרך החישוב של הסיכון או של הערך הנתון לסיכון.

כאן השתמשנו בגישת שונות-שונות משותפת. זו מבוססת על ההנחה כי התפלגות גורמי/מחירי הסיכון היא נורמלית, ולפיכך הערך הנתון לסיכון מחושב על סמך סטיית התקן של התפלגות זו, בהנחה שתוחלת השינויים בגורמי הסיכון שווה לאפס. בגישה זו מדד ה-*RAROC* דומה למדד הביצוע של Sharpe.

חישבנו את מדד התשואה המותאמת לסיכון לתקופה 1994-2002 לכל אחת מחמש הקבוצות הבנקאיות ולכלל המערכת. מדדי ה-*RAROC* לסך פעילות הקבוצות הבנקאיות חושבו לתקופות 1994-2000, ו-1994-2002 כדי למנוע את השפעת ההחרפה בתוצאות העסקיות ובסיכונים בשנתיים האחרונות.

בלוח א'-4 מוצגות התשואות המותאמות לסיכון של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בתקופות האמורות. התשואות המותאמות לסיכון חושבו עבור סך הפעילות של הקבוצה הבנקאית ועבור שבע הפעילויות העיקריות שהבנקים העומדים בראש הקבוצה עוסקים בהן: בנקאות מסחרית (כולל הבנק סולוי), בנקאות למשכנתאות, שלוחות חו"ל, חברות פיננסיות,

חברות כרטיסי אשראי, חברות ריאליות (כולל חברות ביטוח) וחברות שאינן עיקריות. התשואות המותאמות לסיכון חושבו כדלהלן (בדומה למדד Sharpe):

$$RAROC_s = \frac{ROE - R_f}{Z \cdot \sigma_{ROE}}$$

כאשר

ROE = ממוצע שיעור התשואה-להון של הקבוצה הבנקאית;

R_f = הריבית חסרת הסיכון (שיעור התשואה-לפדיון של איגרת חוב ממשלתית ל-10 שנים);

σ_{ROE} = סטיית התקן של התשואה-להון;

Z = ערך הרווח בר-הסמך עבור הסתברות של 99%, הנגזר מהתפלגות נורמלית - 2.33. החלוקה בסטיית התקן של התשואה להון, σ_{ROE} , נעשית מתוך הנחה שהשינויים בסיכונים על פני זמן מוצאים את ביטויים בהתפלגות הרווח והתשואה-להון של הבנק.

השוואת התפתחותה של התשואה המותאמת לסיכון על פני זמן ובין הקבוצות הבנקאיות (לוח א'-4) מראה כי השנים 2001 ו-2002 אכן היו גרועות מבחינת הביצועים בכל אחת מחמש הקבוצות הבנקאיות. כשמשווים את התקופות 1994-2000 ו-1994-2002 נמצא כי בשנתיים האחרונות מדדי ה- $RAROC$ ירדו ירידה חדה, הן בסך המערכת (מ-2.3 ל-0.54) והן בכל אחת מהקבוצות הבנקאיות הגדולות. כך, למשל, בקבוצת "הפועלים" ירד המדד מ-1.71 בתקופה 1994-2000 ל-0.71 בשנים 1994-2002 ובקבוצת "הבינלאומי" - מ-1.34 ל-0.26, בהתאמה. ההבדלים בין הקבוצות הבנקאיות בביצועים ובשינויים בהם לאורך זמן נובעים מתפקוד הנהלותיהן, כפי שהוא מתבטא בבחירת ההשקעות ההוניות בפעילויות השונות וכן בניהול ההשקעות האלה. כן ישנם הבדלים בין הקבוצות בסוגי הפעילויות. בבנקאות המסחרית, לדוגמה, ההבדלים יכולים לנבוע מהתמקדות של הנהלת הבנק בבנקאות קמעונית לעומת סיונית, מהתמקדות במגזרי ההצמדה השונים (צמוד, לא-צמוד ומטבע חוץ) ועוד. לכן השוואת הביצועים של הפעילויות השונות בין הקבוצות הבנקאיות בעייתית יותר מהשוואת הביצועים של תיקי השקעות רגילים, המורכבים מניירות ערך הומוגניים בתכונותיהם (מניות, איגרות חוב וכו').

נמחיש את השפעת חוסר ההומוגניות בין הקבוצות הבנקאיות בפעילויות איכות הניהול באמצעות דוגמה: "בנק דיסקונט" השקיע מהונו בבנקאות מסחרית אחוז דומה פחות או יותר לזה של "בנק הפועלים", ואולם, השקעתו של האחרון בתקופה 1994 עד 2002 הניבה שיעור חיובי של התשואה המותאמת לסיכון (0.65) בעוד שהשקעתו של הראשון הניבה שיעור שלילי (-0.21). כן נמצא, כי הבנקאות למשכנתאות הניבה בתקופה 1994-2002 את הביצועים הטובים ביותר בין כל פעילויות הבנקים הן בסך כל המערכת (1.32) והן בכל אחת מחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות. (להרחבה בנושא ראו פרק ד'). חשוב להדגיש כי את הביצועים של כל קבוצה בנקאית הן בכל פעילות והן בסך כל הפעילויות הבנק יש להשוות לביצועי השוק (המיוצגים כאן על ידי ביצועיה של כלל המערכת) המשמשים סמן (Benchmark) לצורך זה. בסיכום - ניתוח הביצועים של הקבוצות הבנקאיות ולאורך זמן מצביע על הבדלים, לפעמים ניכרים, שיכולים לנבוע הן מבחירת ההשקעות (שיעור ההשקעה בפעילות מסוימת) והן מאיכות הניהול. בולטת ההרעה בביצועי הקבוצות הבנקאיות בשנתיים האחרונות בהשוואה לביצועיהן במרבית שנות התשעים.

לוח א'-4

התשואה המותאמת לסיכון ($RAROC$); גישת שונות-שונות משותפת,¹
לפי קבוצות בנקאיות ולפי פעילויות, 1994 עד 2002

הפועלים	לאומי	דיסקונט	המזרחי	הבינלאומי	סך המערכת
א. הבנקאות המסחרית -	0.65	0.38	-0.21	0.27	0.17
הבנקים הקטנים והבנק עצמו	(41.8%)	(38.9%)	(51.3%)	(28.7%)	(17.7%)
הבנקים למשכנתאות	1.25	0.60	0.46	1.79	1.77
	(6.2%)	(6.9%)	(6.7%)	(47.4%)	(3.1%)
שלוחות חו"ל	-0.16	0.18	0.25	-0.03	0.18
	(8.3%)	(19.9%)	(32.4%)	(6.9%)	(2.9%)
החברות הפיננסיות	-0.07	-0.23	-0.21	-0.18	-0.06
	(18.1%)	(11.6%)	(2.8%)	(11.7%)	(1.1%)
חברות כרטיסי האשראי	1.14	-0.13	0.24	0.29	-0.25
	(1.1%)	(1.6%)	(1.2%)	(0.2%)	(0.0%)
החברות הריאליות וחברות הביטוח	0.08	0.42	-	-	0.00
	(19.3%)	(7.4%)	(0.7%)	(0.1%)	(0.0%)
חברות אחרות (שאינן עיקריות)	0.02	-0.51	0.42	-0.17	0.14
	(5.2%)	(13.7%)	(4.9%)	(5.1%)	(0.8%)
ב. סך כל פעילות הקבוצה הבנקאית	1.71	1.09	-0.01	1.03	1.34
2000-1994					
2002-1994	0.71	0.57	-0.18	0.93	0.26
					0.54

(1) גישת שונות-שונות משותפת:

$$RAROC_s = \frac{ROE - R_f}{2.33 \cdot \sigma_{ROE}}$$

(2) ריבית חסרת סיכון (R_f) על איגרות חוב, צמודה למדד לעשר שנים (גליל): 4.66%.

(3) הערכים בסוגריים מתחת למדדי ה- $RAROC$ הם משקל ההשקעה בפעילות כאחוז מההון העצמי, ממוצע 2002-1994. המקור: דוחות כספיים לציבור.

ד. פירוק התשואה-להון (ROE) לרכיביה

נוסף על ניתוח ביצועיהם של הבנקים על פי התשואה המותאמת לסיכון, מקובל לנתח אותם על פי קשרי הגומלין בין התשואה לבין הסיכון, באמצעות פירוק התשואה-להון (ROE) לרכיביה.

בפירוק התשואה-להון מביאים בחשבון את ההתפתחות של התשואה-לנכסים (ROA) של משקל נכסי (רכיבי) הסיכון בסך הרכיבים, של הלימות ההון (ההון חלקי נכסי הסיכון) ושל הרכב בסיס ההון בקבוצה הבנקאית, המיוצג כאן על ידי היחס בין בסיס ההון לבין ההון העצמי. משקל נכסי הסיכון מבטא את התפתחות סיכון האשראי, בעוד שהלימות ההון והרכב ההון מבטאים את מידת הכיסוי של הבנקים כנגד סיכון זה, כלומר את ההתייחסות של הנהלותיהן לחשיפה לסיכון. החל מ-1999 מבטאת הלימות ההון גם את הקצאת ההון (הכיסוי) כנגד סיכוני השוק.

את התשואה להון מפרקים כדלקמן:

$$\frac{\pi}{E} = \frac{\pi}{A} \cdot \frac{A}{A^*} \cdot \frac{A^*}{\tilde{E}} \cdot \frac{\tilde{E}}{E}$$

כאשר

$$\frac{\pi}{E} = \text{התשואה-להון } (ROE);$$

$$\frac{\pi}{A} = \text{התשואה-לנכסים } (ROA) \text{ המאזניים והחזן-מאזניים};$$

$$A^* = \text{רכיבי הסיכון, ולכן } \frac{A}{A^*} = \text{יחס סך הנכסים (המאזניים והחזן-מאזניים) לסך רכיבי הסיכון};$$

$$\tilde{E} = \text{בסיס ההון של הבנק, דהיינו ההון המוכר לצורך חישוב הלימות ההון (ההון הראשוני + ההון המשני)};$$

$$E = \text{ההון העצמי של הבנק (ההון הראשוני)};$$

$$\frac{A^*}{\tilde{E}} = \text{ההופכי של יחס ההון לנכסי הסיכון (ההופכי של הלימות ההון)}.$$

פירוק זה מאפשר לאתר ולנתח את הגורמים השונים המשפיעים על רכיבי התשואה-להון, וכן להבחין בין גורמים של הטווח הארוך, הפועלים על הלימות ההון ומושפעים גם מהוראות ההסדרה, לבין גורמים של הטווח הקצר, המשפיעים על הסיכון.

לוח א'-5 מסכם את התפתחות התשואה-להון ורכיביה בשנים 1993 עד 2002. ניתן לראות כי במעבר מ-1996 ל-1997 הייתה קפיצת מדרגה בתשואה-להון. בשנים 1997-2000 הייתה התשואה-להון גבוהה יותר מאשר בארבע השנים שקדמו להן (ממוצע של 11.2% לעומת ממוצע של 8.5%). כן מראים הנתונים כי בשנת 2001 הייתה ירידת מדרגה בתשואה-להון

לוח א'-5

התפתחות התשואה-להון¹ ורכיביה בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות, 1993 עד 2002 (אחוזים)

2002-2001	2002	2001	2000-1997	1996-1993	
ממוצע	ממוצע	ממוצע	ממוצע	ממוצע	
4.31	2.78	5.83	11.22	8.51	התשואה-להון π/E (ROE)
0.22	0.14	0.30	0.54	0.45	התשואה-לנכסים π/A (ROA)
1.46	1.46	1.46	1.61	1.91	יחס הנכסים לרכיבי הסיכון A/A^*
10.38	10.10	10.66	10.54	9.95	ההופכי של יחס הלימות ההון $A^*/\tilde{E}$
1.50	1.54	1.46	1.23	1.01	יחס ההון להון העצמי $\tilde{E}/E$

$$\frac{\pi}{E} = \frac{\pi}{A} \cdot \frac{A}{A^*} \cdot \frac{A^*}{\tilde{E}} \cdot \frac{\tilde{E}}{E} \quad (1) \text{ פירוק התשואה-להון מנוסח כדלקמן:}$$

(2) סך הנכסים במכנה כולל את שווה ערך האשראי של הסעיפים החזן-מאזניים, ושונה מהמדרוח בפרק ג'. המקור: דיווחים לפיקוח על הבנקים.

- לשיעור של 4.3% בממוצע לשנים 2001 ו-2002, תשואה דומה לממוצע של השנים 1989-1991 (של 3.6%).

ירידת המדרגה בשנתיים האחרונות היא תוצאה של ההתפתחויות הבאות:

1. ירידה בתשואה-לנכסים (ROA) מ-0.54 ל-0.22.
2. ירידה ביחס $A^*/\tilde{E}$ מממוצע של 1.61 בשנים 1997 עד 2000 לממוצע של 1.46 בשנתיים האחרונות, שמשמעותה עלייה של יחס נכסי הסיכון לסך הרכיבים מ-62% ל-68%, המבטאת גידול של סיכוני האשראי בשנתיים האחרונות.
3. עלייה של היחס $\tilde{E}/E$ מ-1.23 בשנים 1997-2000 ל-1.5 בשנים 2000 ו-2001. עלייה זו מצביעה על שינוי בהרכב בסיס ההון במערכת הבנקאית בתקופה האחרונה, שמקורו בגיוס הון משני (כתבי התחייבות נדחים וכו') לשם שיפור ההון לרכיבי הסיכון. יש לזכור כי מאפייני ההון המשני נחשבים לפחות יציבים מאלו של ההון הראשוני, משום שההון המשני אינו משמש כרית לספיגת הפסדים שוטפים אלא רק בפירוק. מכאן שעלייה ב- $\tilde{E}/E$ מבטאת עלייה בסיכון.
4. יציבות של היחס $A^*/\tilde{E}$ בשנתיים האחרונות יחסית לארבע השנים שקדמו להן - 10.38 לעומת 10.54. מאחר שיחס זה הוא ההופכי של יחס הלימות ההון, ניתן לתרגם שינוי קל זה לעלייה מתונה מאוד של הלימות ההון במערכת - מ-9.49% בשנים 1997-2000 ל-9.63% בשנים 2001 ו-2002.

ניתן אפוא לסכם ולומר כי ירידת המדרגה של התשואה-להון בשנתיים האחרונות הייתה קשורה לעליית החשיפה של הבנקים לסיכונים (עליית משקלם של נכסי הסיכון) ולוותה בהתייחסות מסוימת של הנהלות הבנקים להתגברות החשיפה והתממשותה בשנה האחרונה, התייחסות שהתבטאה בפעילותם לשיפור מה בהלימות ההון.

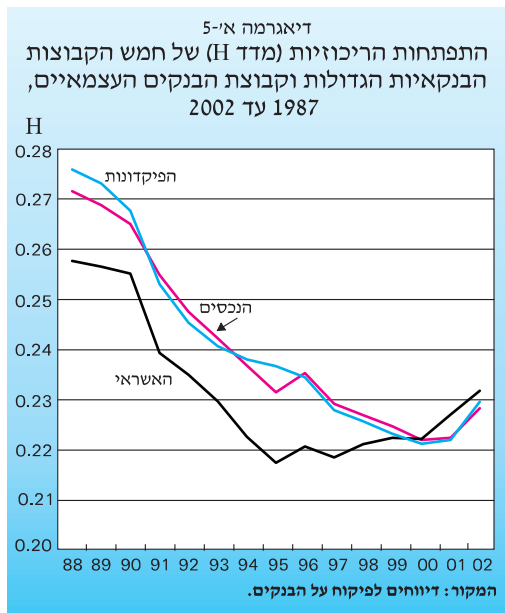
2. התפתחות התחרויות במערכת הבנקאות

ישנם מספר אינדיקטורים מקובלים לאמידת מידת התחרויות בענף. שני המדדים השכיחים ביותר הם מדד הריכוזיות של הרפינדל (H) ומדד כוח השוק (מדד M). מדד הרפינדל, האומד את התפלגות נתחי השוק של הבנקים או הקבוצות הבנקאיות במערכת במשולב עם שינויים במספר המוסדות הבנקאיים, הוא מדד של ריכוזיות¹. ההנחה היא שככל שהריכוזיות גבוהה יותר התחרויות נמוכה יותר ולהפך.

בעשור האחרון היינו עדים לירידה מתמשכת במדד הריכוזיות של נכסי חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות. הירידה הייתה חדה בסוף שנות השמונים ובתחילת שנות התשעים, והיא הלכה והתמתנה במחצית השנייה של שנות התשעים (דיאגרמה א'-5). כך ב-1988 עמד מדד H של סך הנכסים על כ-0.272, ובשנת 2002 - על כ-0.228.

הירידה החדה בריכוזיות המערכת עד אמצע שנות התשעים נבעה בעיקר מצעדי הליברליזציה שנקטו בנק ישראל והממשלה בשוקי הכספים וההון ובשוק מטבע החוץ ומהיצאה ההדרגתית של הממשלה מתהליך התיווך הפיננסי בבנקאות. מאחר שבתקופה זו לא השתנה מספר הקבוצות הבנקאיות, הירידה של מדד H הייתה תוצאה ישירה של השינוי בהתפלגות

1. מדד הרפינדל מוגדר כ- $H = \sum_{i=1}^n (S_i - \bar{S})^2 + \frac{1}{n}$, כאשר S_i = נתח השוק של הבנק/הקבוצה הבנקאית i ; n = מספר הבנקים / הקבוצות הבנקאיות במערכת.



נתחי השוק של נכסי הקבוצות הבנקאיות. התפלגות נתחי השוק מראה כי נתח השוק של שלוש הקבוצות הבנקאיות הגדולות ("הפועלים", "לאומי" ו"דיסקונט") ירד ברוב שנות התשעים לטובת שתי הקבוצות הבינוניות ("המזרחי" ו"הבינלאומי").

מדיאגרמה א'-5 עולה גם כי בניגוד למדרי H בתחום סך הנכסים והפיקדונות, שהמשיכו לרדת לאורך כל שנות התשעים, הרי בתחום האשראי ניכר שינוי במגמת הירידה של מדד הריכוזיות מאז 1997. מאותה שנה ועד 2002 חלה במדד זה עלייה מתונה. בתחילת תקופה זו הואץ תהליך ההפרטה במשק; במסגרתו העניקו הבנקים אשראים גדולים ללווים גדולים, ואלה ניתנו, מטבע הדברים, בעיקר על ידי הקבוצות הבנקאיות הגדולות. ראוי גם

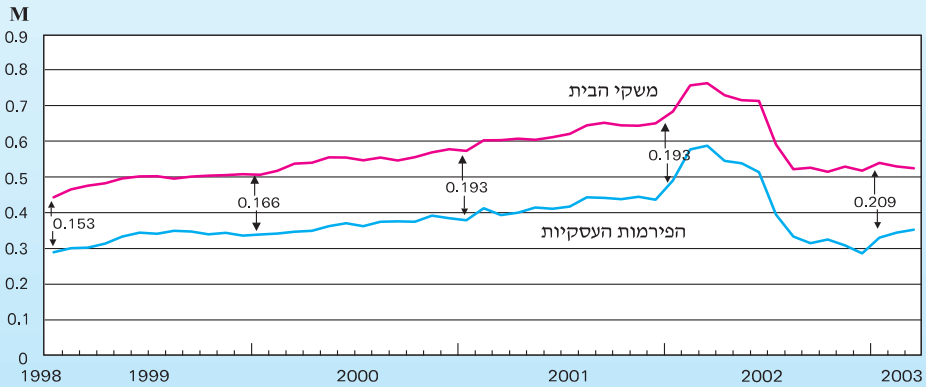
לציין שעודפי ההון (מעבר ליחס ההון המזערי הנדרש), המהווים מקור חשוב להרחבת האשראי הבנקאי, השפיעו במידה רבה על התפלגות תיקי האשראי בין הקבוצות הבנקאיות: כך, בתחילת שנות התשעים היו עודפי ההון בקבוצת הבנקים הבינוניים גבוהים לאין שיעור מאלו של הקבוצות הגדולות, דבר שהגדיל את פוטנציאל הרחבת האשראי על ידם יחסית לקבוצת הגדולים. השוואת עודפי ההון בין הבנקים בחמש השנים האחרונות מראה כי יתרון של הבנקים הבינוניים על פני הגדולים הצטמצם ומה עוד שעיקר ההנפקות של הון ראשוני ומשני לצורכי שיפור הלימות ההון (הנפקות המשמשות מקור להרחבת האשראי) התרכזו דווקא בשני הבנקים הגדולים. ייתכן שהתפתחויות אלו מסבירות, ולו חלקית, את עליית משקלן של שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות בתחום האשראי הבנקאי מאז 1997.

העלייה בריכוזיות המערכת בשנים האחרונות מדאיגה, משום שהיא פוגעת ברווחת הציבור ואף מאכזבת – שכן כבר היינו עדים במשך כמה וכמה שנים לירידה בריכוזיות, כלומר להתגברות התחרותיות בין הקבוצות הבנקאיות.

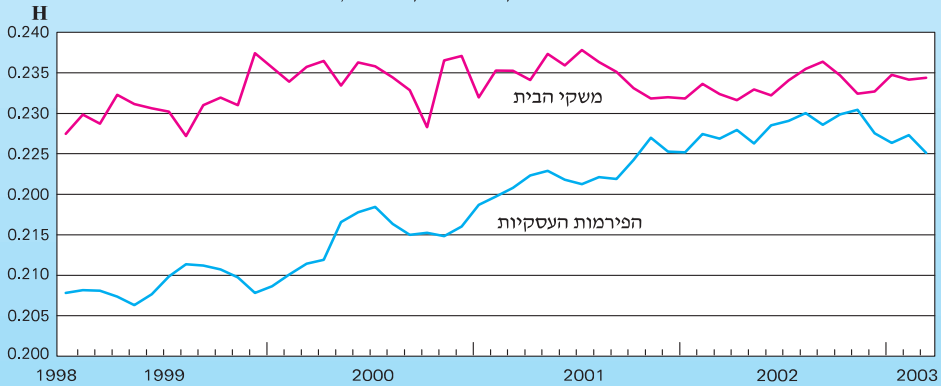
על רקע הירידה ברמת התחרותיות בענף, חשוב להדגיש כי "כוח השוק" (הכוח המונופוליסטי) שהבנקים מפעילים על משקי הבית עדיין גבוה לאין שיעור מזה שהם מפעילים על הפירמות העסקיות² (דיאגרמה א'-6). הדבר מלמד, ככל הנראה, כי "משמעת השוק" (שהיא ממאפייני התחרות בענף) מופעלת על ידי הלקוחות הגדולים יותר מאשר על ידי משקי הבית. במילים אחרות: כושר המיקוח של משקי הבית עם הבנקים כנראה נמוך מזה של הפירמות העסקיות.

2 "כוח השוק" (M) מוגדר כסטייה היחסית של מחיר המוצר הבנקאי (R_L) מעלותו השולית (R_d). מחיר המוצר כאן מיוצג על ידי הריבית על האשראי השקלי הלא-צמוד (כולל ההכנסות מדמי ניהול אשראי זה). העלות השולית נמדדת כאן כריבית המשולמת על הפח"ק. הנוסחה היא: $M = (R_L - R_d) / R_L$.

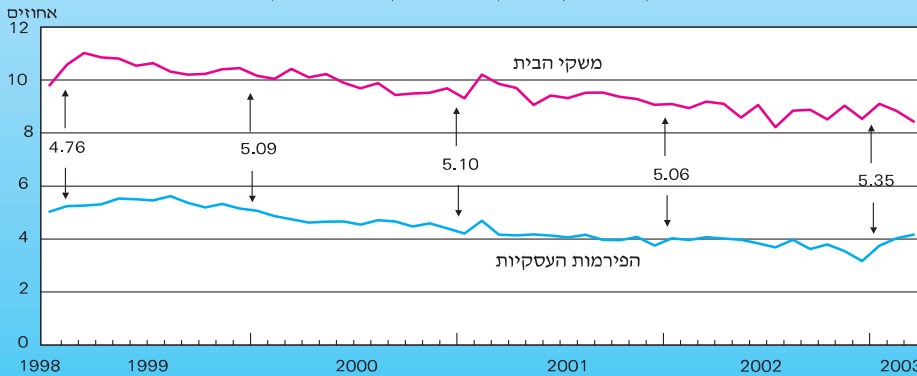
א. מדד כוח השוק (M) עבור הפירמות העסקיות ומשקי הבית, דצמבר 1998 עד פברואר 2003



ב. מדד הריכוזיות (H) עבור הפירמות העסקיות ומשקי הבית, דצמבר 1998 עד פברואר 2003



ג. פער הריכוזיות¹: הפירמות העסקיות ומשקי הבית, המגזר השקלי הלא-צמוד, דצמבר 1998 עד פברואר 2003



(1) פער הריכוזיות מחושב כשיעור ההכנסה מריבית וועמלות ניהול על אשראי לא-צמוד פחות שיעור ההוצאה על גיוס מקורות לא-צמודים (שיעור הריבית על פח"ק). הערכים המבטאים את ההבדלים בפערי הריכוזיות בין משקי הבית והפירמות העסקיות חושבו בנקודות אחוז בדצמבר של כל שנה.

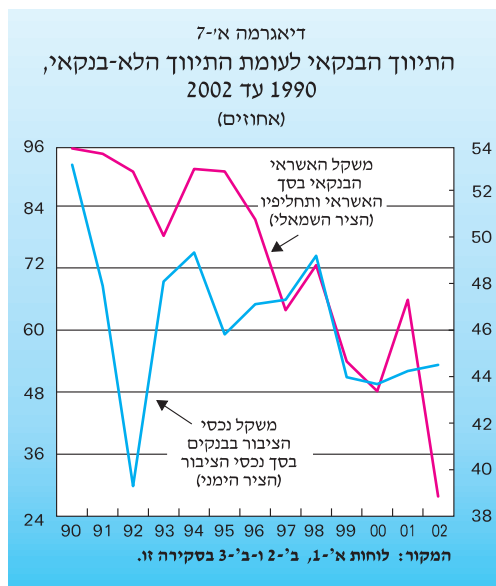
המקור: דיווחים לפיקוח על הבנקים.

זוהי תוצאה ישירה של קיום תחליפי אשראי רבים יותר לפירמות העסקיות - גיוס הון בבורסה (בישראל ובחו"ל) קווי אשראי מבנקים בחו"ל ומימון של קרנות הון-סיכון. ההבדל במידת התחרות בין משקי הבית לפירמות העסקיות מתבטא גם בהבדלים במדדי הריכוזיות (H) בתיווך הבנקאי: מדדי H עבור משקי הבית בארבע השנים האחרונות גבוהים מאשר עבור הפירמות העסקיות (אף כי הפער ביניהם הולך ומצטמצם). כמו כן נמצא כי פערי הריכוזיות

הפשוטים עבור משקי הבית גבוהים יותר מאשר עבור הפירמות העסקיות (דיאגרמה א'-6 ב'-ג').

לעומת גידול הריכוזיות במערכת הבנקאות עצמה ירד השנה במידה ניכרת משקל האשראי שניתן במהלך השנה על ידי מערכת הבנקאות בישראל (הבנקים המסחריים והבנקים למשכנתאות) בסך כל האשראי ותחליפיו - מכ-66% ב-2001 לכ-28% בלבד ב-2002; זאת לאחר שבתחילת שנות התשעים עמד שיעור זה על כ-90% (דיאגרמה א'-7 ולוח א'-6).

מקורות הגיוס האלטרנטיביים לאשראי הבנקאי הם גיוסי ההון של המגזר הפרטי בישראל ובחו"ל, האשראי הישיר מחו"ל, מימון של קרנות הון-סיכון ואשראי שניתן



לוח א'-6

גיוס האשראי הבנקאי בישראל ותחליפיו העיקריים, 1997 עד 2002

(מיליוני ש"ח, מחירי דצמבר 2002)

משקל האשראי הבנקאי בסך האשראי שגויס ותחליפיו	מזה: אשראי ישיר מחו"ל	מזה: גיוס ההון של חברות ישראליות בבורסות בחו"ל באמצעות מניות ואיגרות חוב	גיוס תחליפי האשראי העיקריים ²	גיוס האשראי הבנקאי ¹	סך כל גיוס האשראי ותחליפיו	שנה
0.638	4,804	7,028	20,700	36,522	57,222	1997
0.725	-328	4,650	16,276	43,000	59,276	1998
0.539	6,609	18,145	40,146	46,974	87,120	1999
0.481	2,990	19,638	55,403	51,438	106,841	2000
0.658	-1,247	7,463	26,349	50,782	77,131	2001
0.278	4,590	1,082	23,420	9,010	32,430	2002

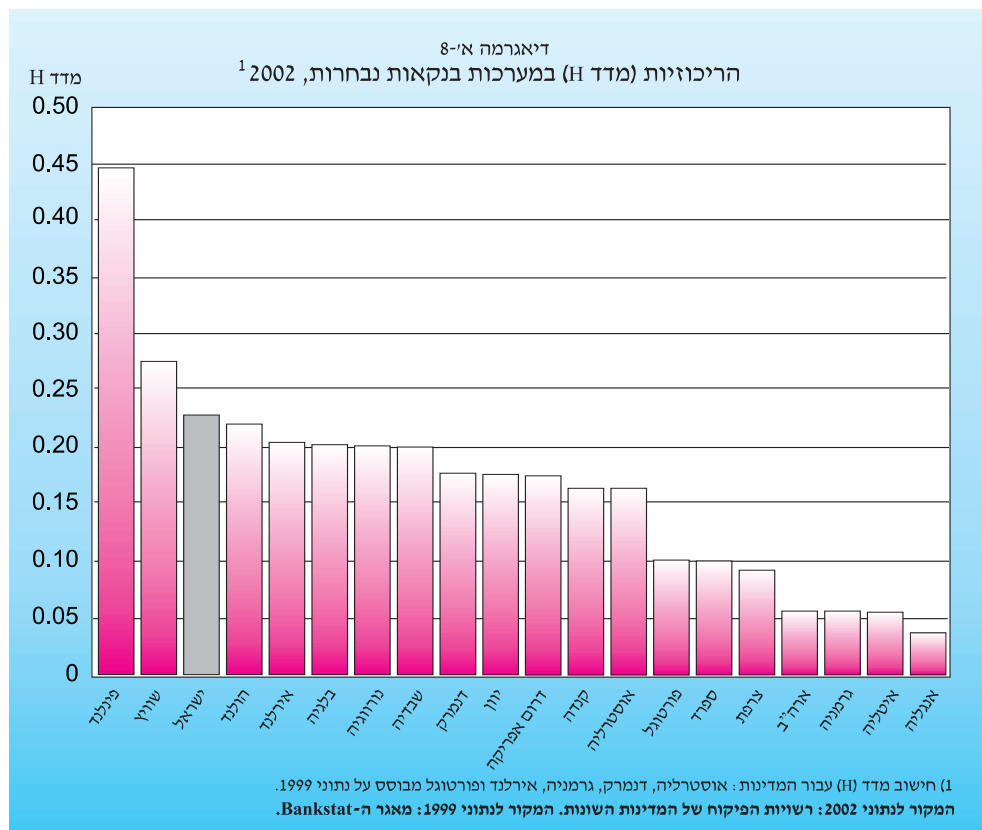
(1) האשראי לציבור מבנקים מסחריים ומבנקים למשכנתאות. אנו מניחים כי השינוי ביתרות האשראי משקף את זרם האשראי החדש שניתן.

(2) גיוס ההון של המגזר הפרטי בארץ ובחו"ל, אשראי ישיר מחו"ל, מימון של קרנות הון-סיכון ואשראי שניתן על ידי המשקיעים המוסדיים.

המקור: דיווחים חודשיים לפיקוח על הבנקים ועיבודי המחלקה המוניטרית בבנק ישראל.

על ידי המשקיעים המוסדיים (קופות הגמל, חברות הביטוח, וקרנות הפנסיה). כפי שניתן לראות מלוח א'-6, סך כל גיוסי האשראי ותחליפיו ירד משמעותית מכ-77.1 מיליארדי ש"ח ב-2001 לכ-32.4 מיליארדים ב-2002; ירידה זו עיקרה באשראי הבנקאי - מ-50.7 מיליארדי ש"ח ב-2001 ל-9 מיליארדים בלבד ב-2002.

הירידה של משקל האשראי ממערכת הבנקאות (disintermediation) בסך האשראי שניתן מצביעה על הגברת התחרות והקטנת "כוח השוק" הפוטנציאלי של הבנקים. תופעה זו מתרחשת בדרך כלל בתקופות של גיאות בשוק ההון, כי בתקופות כאלה מתאפשר לפירמות (לא רק לטובות שבהן) לגייס הון בבורסה לניירות ערך כתחליף לאשראי הבנקאי. לכן, ירידת משקל האשראי הבנקאי דווקא בתקופה של שפל מתמשך בבורסה לניירות ערך והאטה בפעילות המשקית מעידה לא רק על גידול התחרות אלא גם על מאמצי הבנקים לשפר את איכות תיקי האשראי שלהם בין על ידי חמרת הקריטריונים לקבלת אשראי ובין על ידי קיצובו. מדיניות זו ננקטה, כפי שתואר לעיל, במסגרת לקחים מן ההתפתחויות של סוף שנות התשעים, כשהאשראי הבנקאי המשיך לגדול על אף המיתון העמוק במשק, והדבר סיכן את יציבות הבנקים. בניגוד לירידה של משקל האשראי הבנקאי בסך האשראי ותחליפיו במשק הישראלי, לא חלו השנה שינויים מהותיים בהתפלגות תיק הנכסים של הציבור בין נכסיו בבנקים (פיקדונות) לאלה שמחוץ לבנקים (מניות, איגרות חוב וכו'), למרות הירידה הניכרת בהיקף התיק (דיאגרמה א'-7 ולוח ב'-8).



משקל נכסי הציבור בבנקים נשאר השנה יציב (כ-44%) – תוצאה של ירידות דומות בהיקף פיקדונות הציבור בבנקים (בגלל המיתון העמוק במשק – "השפעת ההכנסה") וירידה של השקעות הציבור באפיקים בורסאיים כמניות, איגרות חוב ומק"ם (בגלל השפל השורר הבורסה בתל אביב וגם, במידה רבה, בהשפעת ההכנסה האמורה).

הריכוזיות של מערכת הבנקאות הישראלית היא, כידוע, מן הגבוהות בעולם (דיאגרמה א'-8). לכן, עלייתה בשנים האחרונות (ובמיוחד, כאמור, בתחום האשראי הבנקאי), הקטנת חלקה של מערכת הבנקאות בסך האשראי ותחליפיו במשק לצד פשיטת הרגל של "בנק למסחר" והדרדרות מצבו של "בנק לפיתוח התעשייה" – כל אלה מעלות מחדש ואף מחדדות את סוגיית המבנה הרצוי של מערכת הבנקאות בישראל. מבנה אופטימלי של המערכת אמור לשלב יעילות ויציבות מחד גיסא ותחרותיות מאידך. בהקשר זה נבחנת מחדש בפיקוח על הבנקים סוגיית המיזוגים בין בנקים, תופעה שהלכה והתעצמה בעולם המערבי בשנים האחרונות. יש להניח כי מיזוגים מסוימים, ביניהם מיזוג בנקים למשכנתאות עם בנקים מסחריים, עשויים לתת פתרון הולם לבעיות של חוסר יעילות תפעולית ואי ניצול של יתרונות-לגודל ולמיגון, להתגברות החשיפה לסיכונים במספר מוסדות בנקאיים ולפגיעה המתמשכת ברמת התחרותיות בענף. חשיבותם של מיזוגים ורכישות בעיצוב-מחדש של מבנה מערכת הבנקאות הולכת ומתחדדת עם התרחבות השימוש של הציבור בערוצים טכנולוגיים (ביניהם האינטרנט) לקבלת השירותים הבנקאיים, ערוצים המאפשרים גישה ישירה, כמעט מיידית, למידע בנקאי וכן ביצוע פעולות בנקאיות בלא נוכחות פיזית בסניף. (ראו פרק ו'). השימוש בערוצים אלה מצמצם את תפקידי המסורתיים של הסניף הבנקאי, ואכן, מספר הסניפים הולך ויורד בשנים האחרונות (לוח ו'-6). מיזוגים מסוימים עשויים לחסוך בעלויות ייצור, ואולי אף לשפר את התחרותיות בענף.

נראה שהתחרות בענף לא תתעצם כל עוד לא תגדל (משמעותית) נוכחותם של בנקים זרים בשוק המקומי (בהיקפים מתאימים) – על ידי כניסת בנקים חדשים (De-Novo) או על ידי מיזוג עם בנקים מקומיים. השערה זו נשענת על ניסיון של מדינות רבות (מתפתחות ומפותחות גם יחד) בעשור האחרון, שנוכחות בנקים זרים בהן תרמה להגדלת היעילות התפעולית, היציבות והתחרותיות בענף.

3. ערך השוק לעומת הערך-בספרים (Market to Book Ratio) של מניות הבנקים

בעשור האחרון הואצו תהליכי הליברליזציה בשוקי הכספים וההון בישראל, ובמסגרתם נקטה הממשלה במדיניות מוצהרת של יציאה הדרגתית משוק ההון והקטנת מעורבותה בתהליך התיווך הפיננסי – של הבנקים ושל המוסדות הפיננסיים האחרים. במקביל עברו חברות ציבוריות רבות, ביניהן בנקים, תהליכי הפרטה. שינויים אלו הביאו לשימוש מוגבר במידע המצוי בשווקים הפיננסיים, שכן מידע זה מאפשר לנתח ולהעריך את יציבותן של פירמות עסקיות, ובכללן הבנקים המסחריים.

מגמה זו של שימוש מוגבר בנתוני השוק עולה בקנה אחד עם המלצתה של ועדת באזל, בהוראותיה מ-2003, להגביר את השקיפות לשם שיפור "משמעת השוק". השימוש בנתוני השוק מתבסס על "השערת השוק היעיל", הגורסת כי מחירו של נייר ערך בכל רגע נתון משקף את כל המידע אודותיו (מידע שמקורו בשוק ההון, מידע ציבורי ומידע פרטי ספציפי על החברה). אם שוק המניות אכן יעיל, הרי ששערי מניותיו של בנק משקפים נכונה את ערך

השוק שלו. ערך זה מתבסס, בין היתר, על תזרים המזומנים (נטו) העתידיים שלו, ובאמצעות הויון מתאים הוא מבטא את הערך הנוכחי של רווחיו.³

כדי לבדוק כיצד השתקפו ההתפתחויות במערכת הבנקאות בשנים האחרונות, ובמיוחד הירידה החדה של רווחיות הקבוצות הבנקאיות ב-2001 ו-2002, במחיריהן של מניות הבנקים הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב, חישבנו את התפתחות יחס ערכי השוק (*Market Value - MV*) של חמשת הבנקים הגדולים בישראל לערכם בספרים (*Book Value - BV*) בתקופה מארס 1993 עד דצמבר 2002. חישוב זה מבוסס על הנוסחה:

$$\text{Market to Book Ratio} = \left(\frac{MV}{BV} \right)_i$$

כאשר MV_i = ערך השוק של המניות וכתבי האופציה של בנק i בתקופה t . ערך השוק של חברה כלשהי מוגדר כשווי מניותיה וכתבי האופציה שלה הרשומים למסחר (ללא איגרות חוב להמרה). ערך השוק כולל גם מניות שאינן רשומות למסחר, שלהן מיוחס מחיר השוק של המניות הרשומות למסחר.

BV_i = השווי המאזני של ההון העצמי - כולל הון מניות נפרע, קרנות ועודפים של בנק i - בתקופה t .⁴

היחס בין ערך השוק לערך בספרים מצביע על מידת ההתאמה שבין ערך השוק של הון מניות הבנק, לדעת המשקיעים, לבין ערך הונו בספרים. כאשר יחס זה גבוה מ-1, משמע שציבור המשקיעים מעריך את הבנק מעבר לערכו המאזני, נתון המשקף פוטנציאל עתידי גבוה יותר הטמון בו לדעתם. כאשר היחס נמוך מ-1 משמע שהערך בספרים הוא, לדעת המשקיעים, בבחינת הערכת יתר (*Overestimation*) של הערך הכלכלי האמיתי (*Net Worth*) של הון הבנק.

3 כשמדובר בשוק ניירות הערך בישראל, ובכללו מניות הבנקים, יש מקום להסתייגות מסוימת מ"השערת השוק היעיל": כידוע, נפחי המסחר של רוב המניות עדיין נמוכים יחסית; בגלל החזקות משמעותיות מאוד של בעלי השליטה בבנקים, רק חלק קטן ממניותיהם נסחר בבורסה לניירות ערך; מלבד זאת מוטלות מגבלות כמותיות על היקף פעילותם של משקיעים מוסדיים - כקופות גמל, קרנות פנסיה, חברות ביטוח והבנקים עצמם - בשוק ההון, וכן קיימים קשרים צולבים של המשקיעים המוסדיים עם הבנקים.

4 נתוני הרוחות הכספיים הרבעוניים של הבנקים מתפרסמים לציבור באיחור של כ-3 חודשים; לכן ערך השוק בסוף כל רבע מתייחס למחיר המניה במועד שבו פורסם הדו"ח הכספי, בעוד שהערך בספרים מבטא את נתוני הדוח הכספי המתייחסים כאמור לסוף הרבע הרלוונטי.

היחס בסקירה זו הוא איפוא $\left[\frac{MV_{t+3}}{BV_t} \right]$. כל הנתונים והיחסים בניתוח דלעיל מתבססים על פרסום רבעוני רשמי של הבורסה לניירות ערך: "נתוני הרוחות הכספיים של החברות הבורסאיות", חוברות 40-51.

בספרות המקצועית בנושא זה (המסתמכת על נתוני מניות בנקים מסחריים בארה"ב) נמצא כי שלושה גורמים מרכזיים הביאו לסטיית הערך-בספרים של המניות הבנקאיות מערך השוק שלהן:

1. ככל שהתשואה-להון בבנק גבוהה יותר ומאופיינת במגמת עלייה, יהיה היחס MV/BV גבוה יותר ולהפך.⁵
2. עלייה בסיכון הפירמה הבנקאית, כפי שמתבטא בחשיפתה לסיכונים אשראי וליסיכונים שוק, משפיעה לשלילה על היחס MV/BV . החשיפה לסיכון מתבטאת בדרך כלל בעלייה של שיעור התשואה הנדרש על ידי המשקיע, כלומר בהתייכרות גיוס ההון לפירמה (cost of capital).
3. ככל שהשקיפות והגילוי הנאות של הבנקים נאותים יותר, וההסדרה הבנקאית על ידי המוסד המפקח על הבנקים קפדנית ותובענית יותר בדרישתה לכך – הסטייה של הערך בספרים מערך השוק בטווח הארוך תהיה נמוכה יותר, ובמילים אחרות: היחס MV/BV יהיה קרוב ל-1.

בדיאגרמה א'-9' תיארנו את התפתחות היחס $(MV/BV)_B$ בחמשת הבנקים הגדולים בישראל לתקופה מארס 1993 עד דצמבר 2002. במקביל, כדי להשוות את ההתפתחות בבנקאות לשאר ענפי הבורסה, מתוארת התפתחות היחס $(MV/BV)_{NB}$ של סך מניות הנסחרות בבורסה ללא בנקים.

על בסיס התיאוריה המימונית שהוצגה לעיל בחנו את הקשר שבין $(MV/BV)_B$ של הבנקים לבין התשואה להון (ROE) בעשור האחרון (דיאגרמה א'-9'ב'). כדי לבדוק את הקשר בין היחס MV/BV לבין סיכון אשראי התווינו בדיאגרמה א'-9'ג' וד' את היחס ערך השוק לערך-בספרים של הבנקים לעומת יחס האשראי לתוצר וההפרשות לחומ"ס חלקי האשראי.

5 על פי התיאוריה המימונית ובהסתמך על מודל הצמיחה של גורדון (1962) המניח כי מחיר המניה בכל נקודת זמן משקף את תזרים הדיבידנדים המהווים ובהנחות אחרות, ניתן להראות כי בשווי משקל יחס ערך השוק לערך-בספרים של פירמה i ינוסח כדלקמן:

$$\left(\frac{MV}{BV} \right)_i = \frac{\frac{D_0}{E} (1 + g) ROE}{k - g}$$

כאשר, $\text{Payout Ratio} = \frac{D_0}{E}$, המתייחס לשיעור חלוקת הדיבידנדים מהרווחים של הפירמה.

g = שיעור הצמיחה של הדיבידנדים והרווחים של הפירמה.

ROE = התשואה-להון.

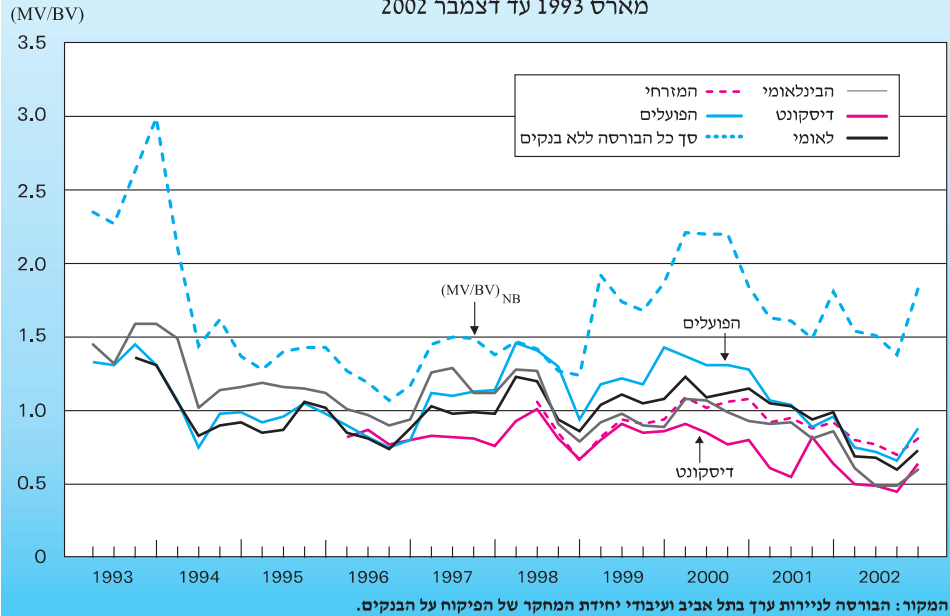
k = שיעור התשואה הנדרש על השקעה במניה i . שיעור זה תואם את סוג המניה ואת קבוצת הסיכון שלה.

ממשוואה זו עולה כי $\frac{\partial(MV/BV)_i}{\partial ROE} > 0$; כלומר כי צפוי קשר חיובי בין היחס MV/BV לבין התשואה-להון.

כמו כן, $\frac{\partial(MV/BV)_i}{\partial k} < 0$: משמע שכאשר יתר הדברים קבועים, עלייה במחיר גיוס ההון או בשיעור התשואה הנדרש על ידי המשקיע מהפירמה (המבטא עלייה בסיכון) תביא לירידת היחס MV/BV .

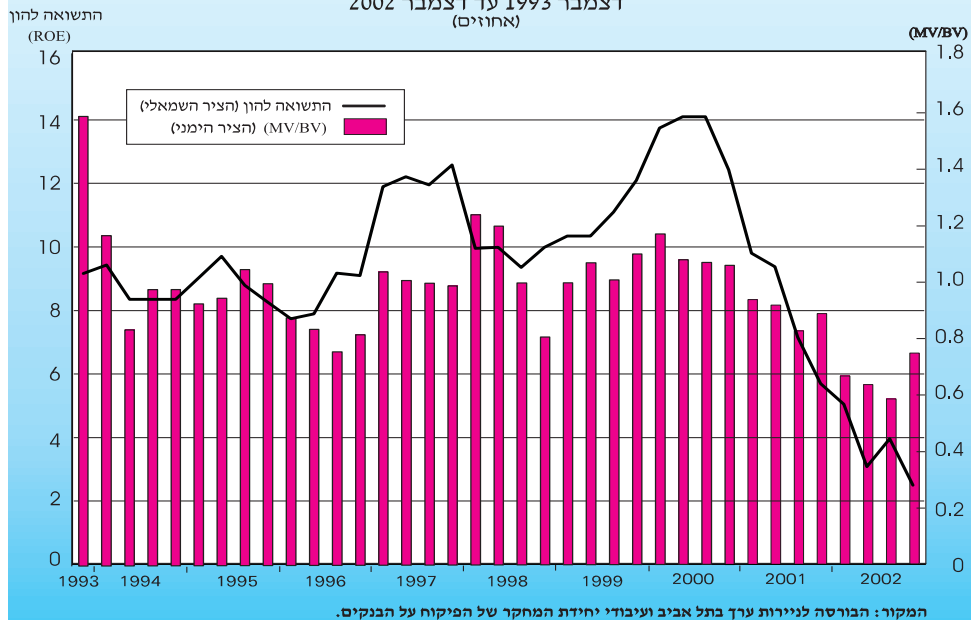
דיאגרמה א'-9

יחס ערך השוק לערך בספרים $(MV/BV)_B$ בחמשת הבנקים הגדולים¹, ויחס ערך שוק לערך בספרים של סך כל המניות הנסחרות בבורסה ללא מניות הבנקים $(MV/BV)_{NB}$, מארס 1993 עד דצמבר 2002



דיאגרמה א'-9ב'

התשואה השנתית להון (ROE) מול היחס (MV/BV) של מערכת הבנקאות, דצמבר 1993 עד דצמבר 2002 (אחוזים)



מניתוח ההתפתחויות ביחסים אלה עולים מספר ממצאים בולטים:

1. מאז ינואר 2000 היחסים $(MV/BV)_B$ בחמשת הבנקים הגדולים ("הפועלים", "לאומי", "דיסקונט", "הבינלאומי" ו"המזרחי") הלכו וירדו מתחת לערך 1, וזאת לאחר שנים רבות של יציבות יחסית סביב הערך 1. לפי הירידה החדה בשנתיים האחרונות העריך השוק כי ביצועי הבנקים הורעו. הערכים הנמוכים הנוכחיים מראים כי לפי הערכת המשקיעים לא צפוי שיפור בביצועי הבנקים המסחריים בעתיד הקרוב.

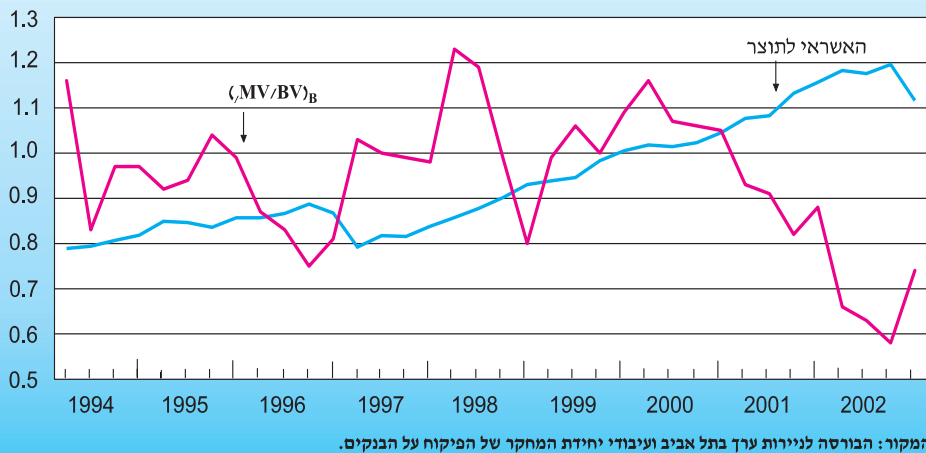
2. הערכים MV/BV בחמשת הבנקים הגדולים בישראל בסוף 2002 התכנסו לרמה ממוצעת של 0.75. המאפיינת בשונות נמוכה יחסית בין הבנקים. השונות הנמוכה יחסית בין הבנקים, למרות השוני במאפייניהם ובביצועיהם בשנים האחרונות, עשויה ללמד כי הירידה החדה של היחסים בשנתיים האחרונות משקפת נאמנה את הערכת השוק בדבר פגיעה צפויה בביצועי כל הבנקים בתקופה הקרובה. זאת בהשפעת גורמים משותפים לכולם, כהמשך המיתון בפעילות המשקית, המצב הגיאופוליטי הקשה, החשיפה הגבוהה של הבנקים לסיכוני האשראי ולסיכוני השוק והקירבה של יחסי ההון לרכיבי הסיכון בכל הבנקים הגדולים ליחס המינימלי הנדרש (9%) (ראה דיאגרמה א'-10).

3. השוואת היחסים $(MV/BV)_B$ של הבנקים ו- $(MV/BV)_{NB}$ של סך הבורסה ללא בנקים מראה, כי לאורך התקופה כולה (1993-2002) אופיינו יחסי ערך השוק לערך-בספרים בבנקים בתוחלת וסטיית תקן נמוכות מאלו של שאר ענפי הבורסה (0.99 ו-0.21 בבנקים, בהתאמה, לעומת 1.68 ו-0.42 בשאר ענפי הבורסה). ממצא זה מלמד שכללית ולאורך זמן ההשקעות במניות הבנקאיות היו שמרניות יותר.

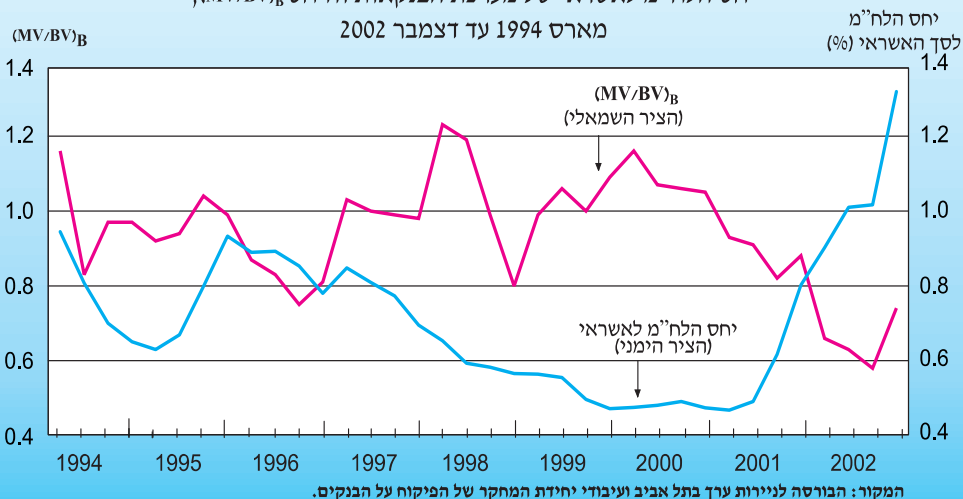
4. דיאגרמה א'-9' ממחישה את הקשר החיובי הצפוי בין $(MV/BV)_B$ לבין התשואה-להון (ROE) בעשר השנים האחרונות. (המיתאם הפשוט ביניהם הוא 0.65).

5. נמצא, כצפוי, כי היחס $(MV/BV)_B$ בשנים האחרונות (מאז 1998) מושפע שלילית מחשיפת הבנקים לסיכונים, ובמיוחד לסיכוני אשראי. כך, כאשר יחס ההפרשות לחומ"ס לאשראי ויחס האשראי לתוצר עלו, נרשמה ירידה תלולה ביחס $(MV/BV)_B$. פירושו של דבר שציבור המשקיעים העריך נכונה את השפעת המיתון העמוק על החשיפה של הבנקים לסיכוני אשראי, ובכך - על ערכם הכלכלי (דיאגרמה א'-9' וד'). קשר זה מבוסס, כאמור, על המיתאם השלילי הצפוי בין MV/BV לבין שיעור התשואה (k) שדורש המשקיע במניה, שיעור המושפע מסיכון הפירמה.

דיאגרמה א'-ג'
האשראי לתוצר של מערכת הבנקאות לעומת היחס $(MV/BV)_B$,
מארס 1994 עד דצמבר 2002



דיאגרמה א'-ד'
יחס הלח"מ לאשראי של מערכת הבנקאות והיחס $(MV/BV)_B$,
מארס 1994 עד דצמבר 2002



תיבה א'-1 הוראות ועדת באזל, מחזורי העסקים ועודפי ההון מעבר למינימום הנדרש במערכת הבנקאות הישראלית

על פי הוראות ועדת באזל מאפריל 2003 אמורים הבנקים (ובעיקר הגדולים שבהם) להשתמש במודלים פנימיים לשם שיפור ההערכה של סיכון האשראי, ולהקצות הון בגין סיכון זה בהתאם למודלים. ההוראות החדשות צפויות אפוא לחזק את איתנותם של הבנקים, ובכך לשפר את יציבות המערכת הבנקאית כולה.

אולם להערכות שוטפות של איכות האשראי חסרון מסוים: מפני מרכזיותם של הבנקים כספקי אשראי למשק, שינויים בכמות האשראי, לאור ההערכות האמורות, עלולים לחזק את עוצמת התנודתיות במחזורי העסקים המקרו-כלכליים, בהגבירם את ההשפעה הפרו-מחזורית (pro-cyclical) הקיימת ממילא: בתקופה של גאות יביאו שיעורי הצמיחה הגבוהים במשק לעלייה ברווחי הבנקים, לשיפור איכות האשראי, להפרשות נמוכות לחובות מסופקים, ולכן (כשיתר הדברים קבועים) - לשיפור בעודפי ההון מעבר למינימום הנדרש, כלומר לגידול ההפרש שבין יחס ההון לרכיבי הסיכון בפועל לבין זה הנדרש על ידי המפקח על הבנקים. השיפור בעודפי ההון יאפשר לבנקים להרחיב את היצע האשראי, ובכך יתרום להעצמה של הגיאות במחזור העסקים - אך הרחבת יתר של הפעילות הכלכלית עלולה להפוך לסחרור אינפלציוני. לעומת זאת בתקופה של שפל נוטים שיעורי הצמיחה השליליים או הנמוכים להגדיל את סיכוני האשראי, כך שהם יצריכו הפרשות גבוהות יותר לחובות מסופקים; לכן (כשיתר הדברים קבועים) תהיה הרעה בעודפי ההון שמעבר למינימום הנדרש, ולפיכך יקטן פוטנציאל הגידול של האשראי לציבור - התפתחות שתפעל להעמקת השפל.

להלן ננתח את התפתחות עודפי ההון במערכת הבנקאות בישראל בתקופות הגיאות והשפל מתחילת שנות התשעים עד היום. בתקופה הראשונה, עד 1996 - תקופה של גיאות, שהתבטאה בשיעורי צמיחה גבוהים יחסית של התמ"ג (6%-7%) - ירדו עודפי ההון בהדרגה בשבעת הבנקים הגדולים, ובמיוחד בחמשת הבנקים הבינוניים (דיאגרמה א'-10). זאת כתוצאה מצמיחה מואצת של רכיבי הסיכון מעבר לצמיחה של בסיס ההון. גידולם של רכיבי הסיכון בתקופה זו נבע בעיקר מעליית משקלו של האשראי לציבור (שהתאפשרה עם הליברליזציה בשוקי הכספים וההון), משינויים מבניים במשק הישראלי - אך גם מיישום המלצות ועדת באזל מ-1991 בדבר יחס הון מזערי של 8%; נראה כי דרישה זו הניעה מספר בנקים בינוניים, שיחסי ההון שלהם היו בתחילת התקופה גבוהים בהרבה מהנדרש, להוריד בהדרגה את יחסי ההון שלהם. אמנם גידולו של האשראי תורם להרחבת הפעילות במשק, ובכך לעלייה במחזור העסקים (פעולה פרו-מחזורית) - אולם בשל הירידה בעודפי ההון מעבר למינימום הנדרש מצטמצם פוטנציאל הגידול של האשראי, וקטנה יכולתם של הבנקים להתמודד עם התממשות אפשרית של סיכונים בנקאיים בעת תפנית במחזור העסקים, כפי שקרה במחצית השנייה של שנות התשעים. הירידה ביכולת להתמודד עם סיכונים בעייתית במיוחד בתקופה של שפל עמוק, כזה השורר במשק כיום.

מאז 1997 מאופיין המשק הישראלי בפעילות ממותנת (למעט תשעה חודשים בשנת 2000), שהתבטאה בשיעורי צמיחה נמוכים בתמ"ג, 2%-4% (עד שנת 2000), ואף שליליים, 1%- (ב-2001 וב-2002). בתקופה זו המשיכו עודפי ההון לקטון (דיאגרמה א'-10), וזאת בעיקר עקב גידול מואץ של ביקוש הציבור לאשראי, חרף המיתון ועל אף העלייה המרשימה של רווחיות הבנקים באותה תקופה. (למדיניות חלוקת הדיבידנדים הייתה השפעה מוגבלת - כ-0.26 נקודת אחוז בממוצע - על ירידתם של עודפי ההון). ירידה מתמדת של יחס ההון לרכיבי הסיכון בכל שבעת הבנקים הגדולים במהלך שנות התשעים, עד כדי התקרבות למגבלות הפיקוח על הבנקים בשנת 2001 בכל המוסדות הבנקאיים, מצמצמת את פוטנציאל הרחבת האשראי הבנקאי ומקשה על ההיחלצות מהמיתון.

בשנת 2002 שיפרו חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות מעט את יחסי ההון שלהם, אולם זאת, ככל הנראה, בעיקר על ידי עצירת גידולו של האשראי (1.6% לעומת שיעורים דו-ספרתיים בשנים קודמות). אנו מעריכים כי עצירת גידולו של האשראי השנה הושפעה השפעה מכרעת מגורמי היצע, שנגזרו ממדיניות קיצוב האשראי שהנהיגו הנהלות הבנקים.

סמיכות יחסי ההון של מערכת הבנקאות בישראל למגבלות הפיקוח על הבנקים בתקופה של שפל במחזור העסקים עומדת בניגוד למקובל בעולם. כך, לדוגמה, בסוף שנת 2001 עמדו יחסי ההון הממוצעים ברוב מדינות המערב על כ-11.6% (לוח ג'-3), יחס המשקף מירווח ביטחון של כ-3.6 נקודות אחוז מעל ליחס ההון המזערי הנדרש על ידי ועדת באזל (8%).

יצירת מירווח ביטחון מעל ליחס ההון המזערי הנדרש בתקופות של גיאות מאפשרת, בתקופת שפל, להרחיב את האשראי גם תוך ירידה מסוימת של יחסי ההון (תוצאת ירידה ברווחים ופגיעה באיכות האשראי). דפוס התנהגות זה, המאפיין מוסדות בנקאיים במרבית מדינות המערב, לא אפיין, על פי הממצאים, את הבנקים בישראל. בתקופת הגיאות במחצית הראשונה של שנות התשעים לא השכילו הבנקים לשמור על עודפי הון משמעותיים מעבר למינימום הנדרש, ואלה הצטמצמו והתקרבו ליחס ההון המזערי. לכן, עם החרפת השפל בפעילות המשקית בעת האחרונה הוגבלה יכולתם להרחיב את האשראי, הרחבה שהיא כה חיונית ליציאת המשק מהמיתון העמוק, והם אף נאלצו לנקוט מדיניות של קיצוב אשראי כדי לשפר את הלימות הוןם.

השינויים בתמ"ג ועודפי ההון מעבר למינימום הנדרש, שבעת התאגידים הבנקאיים הגדולים, 1990 עד 2002

נקודות אחוז

