

עודכן ב- 19/04/2007 03:21

## בבאזל מנענו את קריסת הבנקים - או שלא

**האם הופקו הלקחים מהמיתון של תחילת העשור, שבו התקרבו כמה מהבנקים לכשל מערכתי? ומה לגבי רפורמת באזל II - האם היא תצמצם את הסיכונים לכשל דומה בזמן המשבר הבא או דווקא תגדיל אותם?**

מאת יעקב בודוך

בשנים האחרונות התנהל ויכוח בין גורמים במערכת הבנקאות, בבנק ישראל ובאקדמיה, בשאלה אם ההרעה הכלכלית שהתרחשה במשק הישראלי בתחילת העשור הביאה כמה מהבנקים המקומיים אל ספו של כשל מערכתי, או שהתסריט הזה היה מוגזם, והבנקים היו צולחים בכל מקרה את התקופה הקשה. לסיפור, כולנו יודעים, היה "הפי אנד", בעיקר בזכות גורמים חיצוניים - ביטוח הלוואות מדינה מצד ממשלת ארה"ב בשילוב עם שיפור כלכלי בשוקי העולם.

המשבר שנמנע יכול לשמש רקע לבחינת כמה שאלות העוסקות בהשפעה העתידית של רפורמת באזל II על ניהול משברים במערכת הבנקאות: האם למדנו משהו מההתרחשויות בשנים 2001-2002? האם משהו השתנה באופן בסיסי מאז המשבר ההוא, כך שהמשבר הבא, שבוא יבוא גם אם יתמהמה, יגרום לסיכון מערכתי נמוך יותר? מי ערב לנו כי בזמן אמיתי, בעת משבר, ינהג הבנק המרכזי באופן אופטימלי, ואם אין ערב לכך, מדוע איננו מנסים להוריד את מידת העמימות (Opaqueness) האופפת את התנהלות הרגולטור בעת משבר?

ההיגיון הכלכלי מאחורי רפורמת באזל II בהקשר לדרישות הלימות הון הרגישות לאיכות האשראי (Credit Sensitive Capital Requirements) הוא היגיון כלכלי סביר. הרעיון הוא פשוט: חוב מסוכן יותר צריך לצרוך יותר הון רגולטורי. זהו שינוי חשוב מהמצב הנוכחי, שבו הלימות הון היא 9% (8% בישראל) ברוב המכריע של המקרים.

הלימות הון רגישה לדירוג אשראי אמורה להקטין את הסכנה שבנקים יעסקו ב"ארביטראז' רגולטורי" (Regulatory Arbitrage), כלומר ייתנו אשראי מסוכן במרווחים גבוהים ללא עלות של הון רגולטורי, ובכך ימקסמו את התשואה על ההון על ידי ניצול מקסימלי של רשת הביטחון הזולה של הבנק המרכזי. דרישה של הון נוסף במתן הלוואות מסוכנות קושרת טוב יותר הון רגולטורי להון כלכלי, וכתוצאה מכך מקטינה את הסיכון לכשל מערכתי.

### התיאוריה והמציאות

זוהי התיאוריה. האם זהו טיעון כלכלי נכון? בשנים האחרונות, מאז החל הדיון ברפורמת באזל II, כלכלנים רבים העלו חשש לגבי הפרו-מחזוריות המובנית בדרישות הלימות ההון של באזל II. הלימות הון רגישה לדירוג אשראי תכה בהון התאגיד הבנקאי פעמיים - פעם אחת על ידי עלייה בהון הרגולטורי

כתוצאה מירידות דירוג, ופעם שנייה, כרגיל, בגלל פשיטות רגל והפרשות. סימולציות של אניל קשיפ מאוניברסיטת שיקגו וג'רמי סטיין מאוניברסיטת הרווארד, למשל, אומדות את היחס בהון הרגולטורי משיא לשפל ב-200%! תגובת הבנקים לטענת הפרו-מחזוריות מתמקדת בכרית הביטחון של 1%-3% של הון רגולטורי שהם מחזיקים כיום מעל להון המינימלי הנדרש. כרית ביטחון זו, אם המספרים של קשיפ וסטיין נכונים, רחוקה מלהיות מספקת.

זה מחזיר אותנו לשאלה, מה יקרה בפועל בזמן משבר? אם בנקים מרכזיים יכפו הורדות בדירוגי האשראי כפי שמתבקש, נפילות חדות יותר משראינו אי פעם יקרו, מה שיאיץ את הכלכלה מהר יותר למשבר. האם בנקים, לכן, סביר יותר שיתחילו להבליג מוקדם יותר? האם יכול להיות שמצבנו יורע מבחינת יציבות המערכת תחת באזל II?

כבר הזכרנו קודם את המחיר העצום של כשל מערכתי. אבל כדי להבין טוב יותר את התמריץ להבלגה, עלינו להבין טוב יותר מה קורה בתקופת ההבלגה. בזמן של משבר חד, כאשר הבנק המרכזי מבליג, העברות עושר (Transfers of Wealth) מהותיות קורות. בהמשך להבלגה של הבנק המרכזי מול הבנקים, הבנקים עצמם נוקטים הבלגה מול לווים גדולים. אופציות שתוקפן פג מוארכות משום שהאלטרנטיווה היא רישום הפסדים. תחת באזל II דבר דומה יקרה גם בהקפדה על מודלים פנימיים לדירוג אשראי. הורדות דירוג יקרו פחות מהמתבקש מאותן סיבות שפשיטות רגל יקרו פחות מהמתבקש - כדי להימנע ממשבר הלימות בהון העצמי. בנקים עלולים אף להגדיל ולעשות בכך שיזרקו כסף טוב אחרי רע - בדיעבד, אם האלטרנטיווה היא פשיטת רגל של לווה גדול (למשל, המשך מימון תוך פרישה מחדש ויותר זמני על תשלומי קרן או ריבית). העברת העושר הזאת מהבנקים ללוויהם ממומנת על ידי כל מחזיקי ההתחייבויות בספרי הבנק פרט לבעלי הון המניות, ועל ידי כל מי שמגבה את מחזיקי ההתחייבויות, כלומר הבנק המרכזי.

### בשבחי אי-הפעולה

חשוב להדגיש שוב כי קו פעולה זה, או אי-פעולה ליתר דיוק, יכול בהחלט להיות אופטימלי. מאחר שכשל מערכתי הוא, כאמור, יקר, לקניית זמן בהחלט יכול להיות ערך חיובי. זמן ההמתנה יכול לעזור לכלכלה להימנע מתשלום הקנס העצום של כשל מערכתי. הנקודה הקריטית היא שאין שום מכניזם המבטיח שהבנק המרכזי אכן יפעל באופן שהוא אופטימלי בבואו לממש את אופציית ההבלגה. אולי ההפך הוא הנכון. לחצים פוליטיים מגיעים לשיא בזמני משבר. אם הבנק המרכזי נאלץ להמתין זמן רב מדי, מחיר ההבלגה יכול להיות גדול בהרבה מערך ההבלגה. אם נקיטת מדיניות הבלגה לא אופטימלית נראית סבירה לפני מעשה, הרי שיש מקום לתקן תקנות בהירות יותר המאפשרות לבנק המרכזי להתחייב מראש לקו פעולה בהיר, צפוי ואופטימלי יותר בניהול המשבר.

כשהון הבנק מגיע לסף הדרישות הרגולטוריות יכול הבנק לנקוט אחד מארבעה קווי פעולה: למכור הלוואות, לגייס הון נוסף, להקטין הלוואות או לא לעשות דבר. כדאי לדון בכל אלה בפירוט כדי להעמיק את הדיון בענייננו.

מכירת הלוואות - מכירת הלוואות דורשת את קיומם של שוק אשראי מפותח, שוק אשראי משני להלוואות מפותח ושוק נגזרות אשראי מפותח. שווקים אלה אינם קיימים או מפותחים דיים בישראל. כך גם ברוב השווקים בהם קרו משברי האשראי והבנקאות, וקיימת ספרות מעניינת הטוענת לקשר סיבתי בין הדברים. שוק אג"ח קונצרני מפותח, שוק סינדיקציה מפותח ושוק משני

להלוואות היו המפתח להתאוששות המהירה מהמשבר האחרון בארה"ב. העדרם של שווקים אלה מסביר את הקושי של יפאן, למשל, לצאת מהמשבר שפקד אותה במשך יותר מעשור. מערכת הבנקאות בישראל ארכאית מבחינה זו בגישתה לאשראי. הבנקים רואים את עצמם כגופי מתן האשראי האולטימטיביים, לא כגופי תיווך פיננסי. ההון הבנקאי גדול מדי, תיקי האשראי מנופחים בהלוואות "מיותרות", וכל זה פוגע בתשואה של הבנקים על ההון העצמי.

גיוס הון חדש - גיוס הון חדש בזמני משבר יכול להיות יקר או אף בלתי אפשרי. אסימטריה במידע לגבי איכות תיקי האשראי של הבנק, כמו גם אי ודאות לגבי קו הפעולה העתידי של הבנק המרכזי, מעלים את רמת אי הוודאות, הגבוהה ממילא, בעבור משקיעים פוטנציאליים. השקעה בהון המניות של התאגיד הבנקאי בזמני משבר, כלומר הצטרפות לבעלי המניות הקיימים כבעל תביעת שייר (Residual Claim) על תיק אשראי בעל ערך מוטל בספק, אינה אטרקטיבית. מעט קונים, אם בכלל, יהיו קיימים בתרחיש כזה. מדיניות ההבלגה של הבנק המרכזי מרעה את המצב אף יותר. במצבי שוק לא שקופים לבעלי מניות קיימים אין תמריץ להיות מדוללים, ועדיף להם להתרכז במיקוד השפעתם על הבנק המרכזי לבל ילחץ עליהם להכיר בהפסדים. אם הם מוכנים למכור הון מניות נוסף, אין זאת אלא שהקונים הפוטנציאליים עומדים בפני תופעה של "Adverse selection". עובדה זו, בהיותה ידועה לשני הצדדים, מקטינה את ערך ההון ומאריכה את ההמתנה.

בתנאים אלה סביר שהבנקים והרגולטור יסכימו כי עדיף לנקוט את שני קווי הפעולה האחרונים: הקטנת אשראי או אי עשייה / הבלגה. אי עשייה יכולה להיות הרע במיעוט: הקטנת אשראי תחריף את המשבר והגדלתו יכולה להיות, כאמור, זריקת כסף טוב אחרי כסף רע. העובדה שהמשבר של 2001-2002 לא היה מלווה בקיטון באשראי, יש לה, אם כן, רק פירושים רעים.

מה משתמע מהדיון? ביחס למדיניות ההבלגה ולעמימות המובנית בה, הצעתי היא להפוך את ניהול המשבר לשקוף יותר. המכניזם הקיים, שאינו מוגדר היטב, נכון לו שיהיה מוחלף במערכת כללים שקופה שבבסיסה פרמטרים מאקרו-כלכליים ומדדי שוק מוסכמים. דרישות הלימות ההון המינימליות, נכון שיהיו פונקציה דינמית של פרמטרים אלה. ניתן להתווכח על הנוסחה המדויקת, אבל כבסיס ניתן לחשוב על מרכיבים כגידול/קיטון בתל"ג ויחסי ערך שוק להון בספרים. ככל שהמצב מורע, יהיו דרישות הלימות ההון פחות גבוהות, ולהפך, בטווח של סביב 50% מהממוצע המוצע כיום. בו בזמן, ככל שהמצב מורע, יגדיל הבנק את הפיקוח ויצמצם את ההבלגה. איכות תיקי האשראי הבנקאיים תיהפך שקופה יותר דווקא בזמנים קשים, והסיכוי למשבר יהיה ידוע, ופחות חשוף לאי ודאות ולשיקולים זרים. מצנחי עזר מוגדרים היטב, ולא עמימות, יקטינו את הסיכון למשבר.

הכותב הוא המנהל האקדמי של מרכז קיסריה לשוק ההון וניהול סיכונים במרכז הבינתחומי הרצליה