

שוק האשראי בארץ: סיכונים וסיכויים

פרופ' יעקב בודוך*

הסיכון המונח לפתחנו

מתן אשראי הוא פעילות סבוכה ומסוכנת. בעוד שהשקעה בהון נעשית על פי רוב דרך שוק ההון (השקעה במניות סחירות בשוק הציבורי), הרי שמכשירי ריבית ואשראי נולדים באינספור סוגים, רמות סיכון ונזילות ובמידות שקיפות שונות. בעת האחרונה קיימת מגמה הגוברת והולכת של חברות ביטוח ומוסדיים אחרים להתחרות בבנקים במתן אשראי. התחרות על מתן אשראי בכלל ועל מחירי הסיכון בפרט, ממאפייני שנות הבועה, חזרה לאפיין את שוק ההון. דו"ח קרן המטבע, למשל, אשר פורסם השבוע, התייחס גם הוא לסיכון זה.

הסיכון גדול היום יותר מתמיד כתוצאה ממספר גורמים, חלקם אופייניים לשלב הגאות במחזור העסקים וחלקם מיוחדים לתקופה הנוכחית. נותן האשראי, כלומר הבנק או המשקיע המוסדי, לוקח בטחונות כנגד החוב הניתן. בטחונות אלה משוערכים עפ"י לפי מחירי שוק (בעיקר אם מחירים אלה גבוהים מספיק...). במצב השוק של היום מוסכם על כולם כי תרחיש כלכלי אופטימי מתמחר בטחונות אלה. לכן, למרות כל הפרמטרים החיוביים, סיכון גדול מאוד מונח לפתחנו בשל ההערכה המלאה של ערכי הביטחונות לחוב. מצב זה אופייני לזמן גאות במחזור העסקים. מגדילים את רמת הסיכון בשוק האשראי הרבה מעבר למחזוריות האופיינית לשוק זה מספר תהליכים חד פעמיים שחברו להן יחד ואשר גורמים לגידול חד בהיצע הכסף בשוק האשראי. שלושת התהליכים הם: הגדלת מספר המתחרים כתוצאה מביזור ניהול נכסי הציבור, החרפת התחרות על ביצועי המנהלים, כיום כמעט ללא קשר לסיכון ועם העדפה לנכסים לא נזילים, ופגיעתן של אג"ח מיועדות.

הסכנה בניסיון לספק את הביקוש הגואה למכשירי אשראי בארץ הוא בהישנות מרוץ מתן האשראי של שנות הבועה, מרוץ אשר הביא את כלכלת המדינה בכלל ואת הסקטור הבנקאי בפרט אל פי התהום. שלושה מרכיבים נחוצים על מנת לבלום את הסכנה הגוברת: הגיון כלכלי בריא, יכולת התמודדות עם חולשות אנושיות, ופתיחות להחלפת דפוסים ישנים בדרכי חשיבה חדשניות. יכולת השחקנים בשוק להשתמש במרכיבים אלה יקבעו את נתיב ההתפתחות של שוק האשראי בארץ ואת מידת הכאב שנספוג במשבר הבא.

כל אחד מהצדדים חייב בחשבון נפש: הבנקאים יועילו לעצמם אם יזכרו כי גודל תיק האשראי אינו קובע. שוק ההון מתעניין בראש ובראשונה התשואה להון. המוסדיים יועילו לעצמם אם יזכרו כי מתן אשראי דורש מומחיות עצומה. נכון ומוטב להם שיתמקדו בתפקידם האמיתי כמנהלי כספים: ניהול ותמחור סיכונים. על מנת להתמודד עם הפיתוי, יטיבו המוסדיים לעשות אם יזכרו כי כמו בשוק ההון, ואולי אף יותר, פיזור סיכונים אשראי בארץ ובשאר העולם הוא קריטי בשוק האשראי. ולבסוף, על החוסד הקטן לזכור כי צרכנות טובה בתחום החיסכון, כלומר, התמקדות בביצועי מנהלי הכספים שלו, מתוקנים לסיכון ולנזילות, לא רק תטיב את מצבו, אלא תחדד את החשיבה של עובדיו -- המוסדיים.

כיצד אמור שוק אשראי מודרני לתפקד?

חשוב לזכור כי במשבר הבא לא יהיו אלה רק הבנקים, אלא גם החוסכים הפנסיוניים למיניהם, אשר יפסידו ממרוץ האשראי. מהי, אם כן, הדרך למזער את הנזק של המשבר הבא? התשובה נעוצה באותו החלק

שוועדת בכר לא טיפלה בו כראוי, אולי כי פשוט אי אפשר לעגן בחוק הגיון כלכלי בריא. הגיון כלכלי מחייב ומאפשר בנקודת הזמן הנוכחית בשוק האשראי מעבר חד מהמודל הישן למודל המודרני. במודל הישן הבנקים הם גם המתווך הפיננסי וגם נותן האשראי. במודל הבנקאות ושוק האשראי המודרני הבנקים הם מתווכים פיננסיים, ואילו נותני האשראי הם המשקיעים בעלי טווח ההשקעה הרחוק ביותר – המוסדיים למיניהם.

בבנקים יש מומחיות עצומה במתן אשראי, ניהול אשראי ובעיקר, ניהול משברי אשראי. הצורך בניהול ופיקוח צמוד על מקבל האשראי נעשה היטב רק על ידי גורמים מתמחים. במקרה שלנו לבנקים יתרון יחסי ברור בתחום זה על פני שוק ההון (קרי, שוק האג"ח) ועל פני המוסדיים. כאן בא ה-"אבל", וזה "אבל" גדול... אין זאת אומרת כי הבנקים אמורים להיות גם המלווים. ההפך הוא הנכון. מודל שוק האשראי המודרני מאפשר חלוקה בין בורר ונותן האשראי לבין נוטל סיכון האשראי. הפונקציה המרכזית של הבנקים, הבנקים למשכנתאות, וחברות כרטיסי האשראי היא להכיר, לברור ולתמחר את אשראי הלקוחות, בין אם אלה חברות גדולות, עסקים קטנים, או משקי בית. לאחר מתן האשראי עליהם גם ליטול חלק מהסיכון, באופן שבו האינטרסים שלהם יידמו ככל הניתן לאלה אשר להם יימכר סיכון האשראי בשלב הבא. את רוב רובו של הסיכון יכולים וצריכים הם למכור הלאה למוסדיים. באופן זה ישיאו הבנקים את התשואה למומחיותם -- מתן אשראי ולא לקיחת סיכונים אשראי. באופן זה ישיאו הבנקים גם את התשואה להון -- פעילות אשראי דומה מבסיס הון מוקטן. זהו מודל הבנקאות המודרני. כך יטיבו הבנקים לעשות – לטובת עצמם.

מודל המשקיע המוסדי המודרני מתאים ככפפה ליד למודל הבנקאי המודרני. זהו משקיע הבורר בקפדנות את פרמיית סיכון האשראי של כל מרכיב בתיק האשראי שלו ואת תרומת הסיכון השולית של מקור הפרמיה. שוק האשראי המודרני פותח בפני המוסדיים בארץ עולם ומלואו של פרמיות במחיר סיכון אשראי שולי אפסי. הנדסה פיננסית פשוטה יחסית יכולה לגייר כל סיכון זר, ולהחליף חוב של שקל צמוד של חברה גדולה מקומית, אשר ממנו או מדומיו יש כבר יותר מדי בתיק ממילא, שקל צמוד מגויר בסיכון שולי אפסי. הכרה בקיומם של תחליפים אטרקטיוויים היא אחד המרכיבים הקריטיים למניעת מרוץ אשראי בשוק המקומי. יתירה מזאת, משקיע מוסדי שיכיר בחשיבות פיזור סיכונים האשראי וישקיע בכך את מרצו, כמעט וודאי שיראה טוב יותר ממשקיע מוסדי שיצטרף למרוץ אשראי בשוק המקומי בעתיד הלא רחוק. לכן, גם הוא טוב שיאמץ את המודל המודרני, ושוב, רק לטובת עצמו.

סביב מודלים אלה, ועל מנת לאפשר את קיומם הפונקציונלי, צמח בעשור האחרון שוק פיננסי עצום מימדים ומתוחכם להפליא. בשוק זה פוגשים מוכרי הסיכון: בנקים, בנקים למשכנתאות וחברות כרטיסי אשראי, את קוני הסיכון: המשקיעים המוסדיים למיניהם. מפגש זה יצר את שוק הסינדיקציה של הלוואות בנקאיות, את שוק נגזרות האשראי הבנקאי, שוק המסחר בתיקי הלוואות, את שוק האג"ח מגובה המשכנתאות, את שוק האג"ח מגובה תשלומי כרטיסי אשראי. וזוהי רק רשימה חלקית... שוק זה מטרתו אחת: להפריד בין מומחיות מתן האשראי וניהולו לבין מומחיות לקיחת וניהול סיכון האשראי. החשש הוא שבארץ לא יתפתח שוק כזה, ובמקומו תתפתח תחרות קשה על מחירי סיכון שאינה מכירה במומחיות הנחוצה במתן אשראי.

על המשקיעים המוסדיים למנף את היכולת של הבנקים בתחום מתן האשראי ולהתמקצע במדידת, תמחור וניהול הסיכונים. כלי אשראי מובנים מהארץ ומהעולם, סבוכים ומתוחכמים ככל שיהיו, הם מנת חלקם וגורלם אם חפצי חיים הם. הבנקים מצידם צריכים היום יותר מאי פעם לשנות את אופן החשיבה

והמודל העסקי, ולמנף את יכולת מתן האשראי שלהם. לא על מנת להגדיל תיק אשראי. אלא לשם השאת הרווח על מומחיותם – מתן וניהול אשראי. גם הם ייטיבו לעשות אם יבינו כיצד לרתום את החידושים בתחום הריבית והאשראי לטובתם. שני כוחות אלה יחד, יכולים לתרום לשכלול שוק ההון המקומי. ועדת בכר רק הכינה את הזירה. עכשיו, כשהזירה נקייה יחסית, השחקנים מתבקשים להשאיר את האגו בבית ולשמור על ההיגיון הכלכלי הבריא.

***פרופ' בודוך הוא מומחה לשוק ההון ומשמש כמנהל האקדמי של מרכז קיסריה לשוק ההון וניהול סיכונים בבינתחומי הרצליה. ב-21 בדצמבר יערך במרכז קיסריה כנס בנושא "נגזרות אשראי ו-ABSs: ניתוח מעמיק של השווקים, הכלים ויסודות התמחור" בשיתוף עם Lehman Brothers ו-The Marker. הכנס יערך בבינתחומי הרצליה.**