

איך קשור הנס כריסטיאן אנדרסן למשבר הבנקאות הגדול?

# למלכי הבנקאות אין בגדים

רבים חשים כי משהו אינו תקין בבנקאות בעולם • מדוע הבנקים נקלעו לכל כך הרבה צרות בשנים האחרונות? • מדוע חולצו בנקים ומוסדות פיננסיים והאם החילוץ היה הכרחי? והאם טוב הוא שהבנקים והמוסדות הפיננסיים האחרים יישענו במידה פחותה ביותר על חובות לצורך מימון השקעותיהם? פרק מספר חדש מנתח עבורנו את המשבר העולמי הגדול של שנת 2008 ומנסה לסדר לנו פתרונות שימנעו משברים כאלה בעתיד

מאת דורון אדמתי\*

היללו את פאר הבגדים הבלתי נראים ואת הבדים הלא קיימים שמהם הם עשויים.

גם המלך עצמו לא ראה את הבגדים, אבל כדי לא להיראות טיפש או לא מתאים לתפקידו, הוא שיבח אותם. כשהסתובב בבירה "לבוש" בבגדים הללו, העריצו הצופים כולם את בגדיו, אף שלא ראו דבר. רק כשילד קטן צעק "למלך אין בגדים", הבחינו כולם והודו בכך שהמלך עירום.

סיבה מרכזית להצלחתו של הלובי הבנקאי היא שלבנקאות יש הילה מסוימת. ישנו מיתוס נרחב שלפיו בנקים ובנקאות הם מיוחדים ושונים מכל החברות והתעשיות האחרות בכלכלה. כל מי שמטיל ספק בהילת המסתורין הזו ובאמירות של מומחי בנקאות, מסתכן בכך שיוכרז בלתי כשיר להשתתף בדיון.

לטענות רבות מצד בנקאים מובילים ומומחים לבנקאות יש תוקף הזהה לבגדי המלך החדשים בסיפורו של אנדרסן. אך רוב האנשים לא מערעים על טענות אלה, ויש להם השפעה על המדיניות. חזות הביטחון העצמי של "המומחים" מאיימת מדי. גם אנשים שמבינים את הנושאים אינם מדברים. המלך אולי עירום, אבל הוא ממשיך במצעד מבלי שאיש יאתגר אותו בדבר בגדיו.

בשנה הראשונה שלאחר המשבר הפיננסי של 2007-2009, הבנקאים "הורידו פרופיל" מתוך מודעות לכעס שנגרם עקב המשבר והשימוש בכספי משלמי המסים במטרה להציל את הבנקים.

באותה תקופה פעל הלובי של הבנקים ברובו מאחורי הקלעים. מאז הוא חזר לפעול בגלוי ובקול רם. כמו בשנים שקדמו למשבר, הפעילו הבנקאים לובי ציבורי קולני וחסר פשרות נגד הרגולציה על הבנקים. בנקאים מובילים הציגו את עצמם כמומחים שיודעים מה טוב לכלכלה, ופועלים לטובתה. פקידים בממשל, רגולטורים ופוליטיקאים התייעצו בהם כעניין שבשגרה. כל התבטאות של מנכ"ל בנק קיבלה חשיפה גדולה בתקשורת, ולמרות הכיסוי התקשורתי הנרחב לאמירות שכאלה, יש מעט מאוד בחינה לעומק של העומד מאחוריהן.

בסיפור של הנס כריסטיאן אנדרסן "בגדי המלך החדשים", שני חייטים הציגו למלך בגדים יפים ומיוחדים. הם טענו כי הבגדים הם בלתי נראים לעיני אנשים טיפשים או לכאלה שאינם מתאימים לתפקידם. המלך הזמין חליפה מהבגדים החדשים. כששלח את השרים שלו לבדוק את ה"חייטים" הם לא ראו מאומה, אבל מהחשש שייחשבו לטיפשים או לבלתי מוכשרים, איש מהם לא הודה בזה. תחת זאת

גם המלך עצמו לא ראה את הבגדים ש"לבש", אולם כדי לא להיראות טיפש או לא מתאים לתפקידו, הוא שיבח אותם. כשהסתובב בבירה "לבוש" בבגדים הללו, העריצו הצופים כולם את בגדיו, אף שלא ראו דבר. רק כאשר ילד קטן צעק "למלך אין בגדים", הבחינו כולם והודו בכך שהמלך עירום



בוצעו. המערכת הבנקאית עודנה שבירה ומסוכנת מדי. המערכת חושפת את רובנו לסיכונים בלתי הכרחיים ויקרים, והיא מעוותת את הכלכלה בצורה משמעותית.

האם ניתן בעלות סבירה לעשות משהו כדי להקטין את הסיכוי לנפילת הבנקים ולגרימת משבר יקר? כן. האם הרפורמות שעליהן הוחלט השיגו מטרה זו? לא. האם יכולות להיות לנו רגולציות שיגדילו משמעותית את בריאות המערכת ואת בטיחותה, בעודן מאפשרות לבנקים לעשות את כל מה שהכלכלה צריכה שהם יעשו? כן. האם אנו כחברה צריכים להקריב משהו משמעותי כדי שתהיה לנו מערכת בנקאית טובה יותר? לא.

כיוון ברור אחד לרפורמה הוא ההתעקשות כי הבנקים והמוסדות הפיננסיים האחרים יישענו במידה פחותה ביותר על חוב לצורך מימון השקעותיהם. למרבה הצער, הרפורמות שעליהן הוחלט מאז שנת 2008 אינן מספקות מבחינה זו, והן משמרות גישות קודמות שלא פעלו כראוי. היתרונות של רפורמה שאפתנית יותר יהיו משמעותיים, בעוד שבניגוד לטענות הבנקאים הבכירים ואחרים העלויות הרלוונטיות לחברה, אם יהיו כאלה, יהיו נמוכות מאוד.

### ההפסדים הוערכו בטריליוני דולרים

רמות חוב מופרזות של הבנקים זהו כגורם עיקרי למשבר של 2007-2008. לעתים, הבנקאים עצמם מודים בכך. עם זאת, תעשיית הבנקאות נלחמת באגרסיביות נגד הידוק המגבלות על חובות הבנקים. הטענה שחוזרת על עצמה היא כי הידוק רב מדי של מגבלות כאלה עשוי לפגוע בצמיחה הכלכלית.

ב-2009, לדוגמה, כשהחלו הדיונים על אודות הסכם בינלאומי חדש על רגולציות בנקאיות, ג'וזף אקרמן, אז מנכ"ל הבנק הגרמני המוביל, **דויטשה בנק**, טען בריאיון כי מגבלות הדוקות יותר על חובות הבנקים "עלולות להגביל את יכולתם להעניק הלוואות לשאר הכלכלה. דבר זה מפחית את הצמיחה ויש לו השפעה שלילית על כולנו". אגב, הוא אמר את הדברים שנים רבות לפני ש**דויטשה בנק** וקלע למשבר חמור ולטלטלה משמעותית בראשית שנת 2016.

למעשה, דבריו של אקרמן הינם הפחדת שווא אופיינית, הטוענת כי עלינו לבחור בין צמיחה כלכלית לבין יציבות פיננסית, וכי איננו יכולים לקיים את שתייהן. אחרי הכול, מי יתמוך ברגולציה "שמפחיתה את הצמיחה" ושיש לה "השפעה שלילית על כולנו?"



הנס כריסטיאן אנדרסן

### המערכת הבנקאית עודנה שבירה ומסוכנת מדי

רבים חשים כי משהו אינו תקין בבנקאות, ויש להם שאלות. מדוע הבנקים נקלעו לכל כך הרבה צרות במהלך המשבר? מדוע הבנקים והמוסדות הפיננסיים האחרים חולצו? האם החילוץ היה הכרחי? האם המוסדות הללו יחולצו שוב אם ייקלעו לבעיות? האם רגולציות חדשות יסייעו או יזיקו? האם הן מחמירות מדי, או שמא אינן מחמירות מספיק?

לבנקאים בכירים יש תשובות פשוטות לשאלות הללו. הם אולי יודו בכך שנעשו טעויות, אך הם מציגים את המשבר כמאורע חד-פעמי, תאונה שכמעט בלתי סביר שתקרה שוב במהלך חיינו. הם טוענים כי יהיה זה יקר ובזבזני להדק את הרגולציה כדי למנוע מאורע שעשוי להתרחש אחת למאה שנים. רגולציה הדוקה יותר, מזוהרים אותנו, עלולה להפריע למה שהבנקים עושים כדי לתמוך בכלכלה, ולכך יהיו "תוצאות בלתי מכוונות" חמורות.

המלומד הבריטי הקלאסי פרנסיס קורנפורד כתב ב-1908 כי "ישנו רק טיעון אחד כדי לעשות משהו; השאר הם טיעונים מדוע לא לעשות דבר. הטיעון לעשות משהו הוא כי זהו הדבר הנכון לעשותו. אחר כך, כמובן, מגיע הקושי שבידיעה כי זהו הדבר הנכון". אם קורנפורד היה כותב כיום, סביר להניח כי הוא היה מדבר על הפחד הבלתי רציונאלי מפני "תוצאות בלתי מכוונות".

להרחבת הדיון במדיניות מעבר למעגל הבנקאים ולמומחי הבנקאות יש חשיבות גדולה, מכיוון שקיים צורך דחוף בפעולות נוספות, שעדיין לא

כאשר הוחלט בדיונים על הסכם בינלאומי חדש על רגולציות בנקאיות, מנכ"ל דויטשה בנק טען כי מגבלות הדוקות יותר על חובות הבנקים "עלולות להגביל את יכולתם להעניק הלוואות לשאר הכלכלה. דבר זה מפחית את הצמיחה ויש לו השפעה שלילית על כולנו". זוהי הפחדת שווא אופיינית



רגולציה על ההון  
דורשת כי חלק די  
גדול מהשקעות  
הבנקים או מנכסיהם  
ימומן מכספים שלא  
הושגו באמצעות  
הלוואות שהבנק  
לקח. הדבר דומה  
לדרישה כלפי אדם  
הרוכש בית שישקיע  
סכום מינימאלי בעת  
הרכישה



ב־2008 וב־2009 הבנקים שהיו פגיעים, מכיוון שהיו בעלי חוב גדול מדי, הפחיתו משמעותית את כמות ההלוואות שהעניקו. משבר האשראי החמור נגרם על ידי בנקים בעלי חוב גדול מדי.

מדוע שלמגבלות על החובות שלוקחים הבנקים תהיה השפעה כלשהי על ההלוואות שהם מעניקים? הסבר אחד ניתן ב־2010 על ידי "איגוד הבנקים הבריטי", שטען כי רגולציות חדשות ידרשו מהבנקים בבריטניה "להחזיק בהון נוסף של 600 מיליארד ליש"ט, שלולא הדרישה הזו היה משמש להלוואות לעסקים ולמשקי בית". בעיני אלו שלא יודעים במה עוסקות הרגולציות הללו, הטיעון הזה נראה סביר. למעשה, הוא שטותי ושגוי.

השטות נובעת משימוש שגוי במילה הון (capital). בהקשר לרגולציה על הבנקים, המילה מתייחסת לכסף ששייך לבעלי המניות של הבנק, בשונה מהכסף שהבנק לווה. בנקים עושים שימוש הן בכספים

מר אקרמן מכיר בכך שמגבלות הדוקות יותר על חובות הבנקים "עשויות להגדיל את יציבות הבנקים", אבל הוא מתעקש כי יציבות זו תבוא על חשבון הצמיחה. עם זאת, הוא לא אמר דבר ביחס לשאלה כיצד חוסר יציבות פיננסי מתמשך, והמהומה שהוא מביא עמו, ישפיעו על הצמיחה.

ההאטה החריפה ביותר בכלכלה מאז השפל הגדול בארה"ב בתחילת שנות ה־30 של המאה ה־20 התרחשה ברבעון האחרון של 2008. היא הייתה תוצאה ישירה של המשבר הפיננסי העולמי, שהשפיע על בנקים ועל מוסדות פיננסיים רבים. הירידה חסרת התקדים בתוצר, שחלה ב־2009, וההפסדים כתוצאה מכך, הוערכו בטריליוני דולרים. המשבר גרם לסבל של רבים. על רקע השפעות אלה האזהרות שלפיהן יציבות פיננסית גדולה יותר תבוא על חשבון הצמיחה נשמעות חלולות. אזהרות שלפיהן כמות ההלוואות שהבנקים נותנים תיפגע מכך, נשמעות אף הן חלולות.



שמקורו אינו בחוב של הבנק מושג ללא צורך בהבטחה להחזיר סכומים מסוימים במועדים נקובים, ככל שלבנקים יש יותר הון עצמי, כך גוברת יכולתם לספוג הפסדים על נכסיהם.

עם זאת, מהצהרת איגוד הבנקים הבריטי לא נוכל להסיק כי דרישות ההון נוגעות לשאלה כמה הבנק לווה. ההצהרה גורמת לכך שנחשוב כי ההון הוא רזרבת מזומנים - ערימת מזומנים שהבנקים מחזיקים, ושהם אינם יכולים לעשות בהם שימוש לצורך מתן הלוואות.

למעשה, הרגולציה על ההון אינה אומרת לבנקים מה לעשות עם הכסף שלהם, או באילו נכסים להשקיע. היא אומרת לבנקים רק איזה חלק מכל הכסף שבו הם עושים שימוש חייב להגיע ממקור שאינו חוב. האמירה כי הרגולציות החדשות ידרשו מהבנקים הבריטיים "להחזיק בהון עודף של 600 מיליארד ליש"ט" היא שטותית. הטענה כי ההלוואות לעסקים או למשקי

שהם לוו והן בכספים שהתקבלו ממקורות אחרים כדי להעניק הלוואות ולבצע השקעות אחרות. כסף שלא הושג באמצעות הלוואה הוא כסף שהבנק קיבל מבעליו או מבעלי המניות שלו, בנוסף על כל הרווחים שנשארים בחברה. בכל תחום כלכלי אחר סוג זה של מימון נקרא הון עצמי (equity). בבנקאות הוא נקרא הון.

### **להחזיק בהון עודף של 600 מיליארד ליש"ט**

רגולציה על ההון דורשת כי חלק די גדול מהשקעות הבנקים או מנכסיהם ימומן מכספים שלא הושגו באמצעות הלוואות שהבנק לקח. הדבר דומה לדרישה כלפי אדם הרוכש בית שישקיע סכום מינימאלי בעת הרכישה. שמירה על שיעור מינימאלי של מימון מסך הנכסים שלא הושג באמצעות הלוואות שהבנק לוקח היא אמצעי להגביל את שיעור הנכסים שממומנים באמצעות חוב מתוך סך נכסי הבנקים. מכיוון שמימון



**אם חברה יכולה להסתמך על כך שהממשלה תחליף אותה כאשר אינה יכולה לפרוע את חובותיה, והמלווים שלה אינם מודאגים מחדלות הפירעון שלה - המלווים ישמחו להלוות לחברה. לכן חברה תגלה כי לקיחת הלוואה היא צעד זול, בעוד שדרכים אחרות למימון השקעות, כמו הון עצמי, הן יקרות**

הבית יופחתו באופן אוטומטי ב־600 מיליארד ליש"ט היא שגויה. הון אינו קרן ליום סגריר.

הבלבול בנוגע למונח הון בנק נפוץ מאוד. דיווחים רבים בתקשורת טוענים כי על הבנקים "לשמור בצד" הון כדי לעמוד ברגולציות החדשות. ההתייחסויות לרזרבות ההון טוענות, כי הרגולציה מאלצת את הבנקים להחזיק במזומנים המצויים בכספות, מבלי שניתן יהיה לתת להם לעבוד למען הכלכלה. לוביסט למען הבנקים צוטט כאשר טען כי "דולר בהון הוא דולר אחד פחות למען הכלכלה".

הבלבול הזה מתעתע, מכיוון שהוא מטה את הדיון ויוצר רושם כאילו מתבצע שקלול תמורות שאינם קיים באמת בהקשר של דרישות ההון. שקלול תמורות אכן קיים בהקשר של דרישות הרזרבות, המחייבות את הבנקים להחזיק חלק מהפיקדונות שלהם במזומן או בפיקדונות בבנק המרכזי. הבלבול בין השתיים מקל על הטיעון כי דרישות ההון מונעות מהבנקים להלוות, כאשר למעשה אין זו האמת.

בנקים יכולים להגדיל את ההון העצמי שלהם באמצעות שמירה על הרווחים והשקעתם מחדש. מה מחליטים הבנקים לעשות עם הכסף, ומדוע הם מגיעים להחלטות הללו - אלו הן שאלות אחרות, וכמובן חשובות. אבל אין שום היגיון בטענה כי הרגולציה על ההון מאלצת את הבנקים להקטין את ההלוואות, או מונעת מהם לבצע אותן. בנקים בני־קיימא יכולים להגדיל את הישענותם על מימון שלא התקבל מהלוואות מבלי להפחית כלל את כמות ההלוואות שהם מעניקים.

### לקחת הלוואה היא אמצעי זול

סנוגוריהם של הבנקים - בעודם טוענים כנגד העלאת דרישות ההון - מציינים לעתים קרובות כי הון, כלומר הון עצמי, הוא יקר, ולכן אם הבנקים חייבים להחזיק ביותר הון עצמי, ההוצאות שלהם תעלינה. המנטרה הזו כל כך מובנת מאליה למומחי הבנקאות, שהם בדרך כלל אינם רואים שום צורך להצדיק אותה. אבל מדוע הבנקים שונאים כל כך את ההון העצמי, ורואים אותו יקר? באיזה מובן בדיוק הוא יקר, ומהי המשמעות לחברה כולה ולמדיניות?

אם הון הוא יקר, כפי שטוענים הבנקאים, ולקיחת הלוואה היא זולה, מדוע הדבר אינו תקף גם כאשר לחברות אחרות? מדוע הן אינן לוות יותר וחוסכות את ההון העצמי, היקר לכאורה? האם החברות האחרות טועות? מדוע "אפל" אינה לווה כסף ומשתמשת בו כדי לשלם לבעלי המניות שלה? האם זה לא יהיה

רווחי, ויחליף את ההון העצמי היקר של החברה בחוב זול? או האם ישנו משהו שונה מהותית בעלויות המימון של בנקים?

עסקי הבנקאות שונים, אבל מניות בנקים מוחזקות בידי אותם משקיעים, או בידי משקיעים שמעריכים את המניות באותו אופן שבו מעריכים אותן אלו שמשקיעים בחברות אחרות. הן לא נראות שונות ממניות אחרות; כל המניות מאפשרות לבעליהן לקבל דיבידנדים ולמכור את המניות תמורת מזומן במחיר הנקוב בבورסה. מדוע שמניות הבנקים יהיו שונות ממניות החברות האחרות?

הבדל אחד משמעותי הנוגע לעלויות מימון הבנקים התברר ב־2008: אם בנק חשוב נקלע לצרות, ומתקרב למצב של חדלות פירעון, ישנו סיכוי גדול שהממשלה או הבנק המרכזי יתמכו בו במטרה למנוע את הקריסה. כמה חברות מחוץ למגזר הפיננסי נהנו גם הן מחילוץ ממשלתי, לדוגמה בתעשיית המכוניות, אך מקרים אלה נדירים. במגזר הפיננסי חילוצים של מוסד גדול - או של כמה מוסדות, אם הם נקלעו לצרה בזמנית - הפכו לנוהל השגור.

אם חברה יכולה להסתמך על כך שהממשלה תחליף אותה כאשר אינה יכולה לפרוע את חובותיה, והמלווים שלה אינם מודאגים מחדלות הפירעון שלה, המלווים ישמחו להלוות לחברה. לכן החברה תגלה כי לקיחת הלוואה היא צעד זול, בעוד שדרכים אחרות למימון השקעות, כמו למשל הון עצמי, הן יקרות. הריבית שהחברה תיאלץ לשלם על החוב שלה לא תשקף את הסיכון האמיתי לחדלות הפירעון, מכיוון שמשלמי המסים נושאים בחלק מהעול. מנקודת המבט של הבנקים, אם כך, לקיחת הלוואה היא אמצעי זול. אבל זה נכון, כאמור, רק מפני שמשלם המסים נושא בחלק מנטל העלויות של מימון הבנקים. כשהלוביסטים של הבנקים טוענים כי יותר הון עצמי משמעותו יותר עלויות, הם לעולם אינם מזכירים את העלויות שמוטלות על משלמי המסים, כשהם מאפשרים לבנקים לקחת הלוואות בזול. לעתים הם אפילו מכחישים את קיום הסובסידיות לחובות שלהם. ועדיין, ישנן ראיות משמעותיות לכך שהבנקים הלווים מפיקים תועלת מציפייה שלפיה יתבצע חילוץ על חשבון משלמי המסים. סוכנויות לדירוג אשראי מעניקות לעתים דירוג גבוה יותר לחוב בנקאי לעומת הדירוג שהיו מעניקות אם לבנק לא הייתה אפשרות חילוץ. הדירוג הגבוה הזה מוריד באופן ישיר את שער הריבית שבו הבנקים יכולים ללוות. הערך של היתרון הזה גדל ככל שהבנק לווה יותר.





### רבים מבגדי הבנקאים החדשים הם פחדי שווא

הספר הזה ייתן לכם את המסגרת לחשיבה על אודות הסוגיות הללו, כך שתוכלו להבין אותן טוב יותר ולהבחין בטיעונים השגויים; הבנתו אינה דורשת שום מומחיות או ידע מוקדם בכלכלה, בפיננסים או בבנקאות. ייתכן כי תחשבו שזהו אינו התחום שלכם. עם זאת, אם הדיון על בנקאות ועל רגולציה על הבנקים ייוותר רק בידי אלה הקשורים אליו ישירות, המערכת הפיננסית תמשיך להימצא בסיכון של בנקאות לא בטוחה, וכולנו נסבול מההשלכות. רק לחץ ציבורי יכול להניע את המערכת הפוליטית, ובלעדיו לא נוכל לצפות לשינוי מהותי.

רבים מבגדי הבנקאים החדשים, שאותם נחשוף בספר זה, קשורים לרמות החוב של הבנקים. כדי להבין את הנושא, נבחן תחילה את האופן שבו ההלוואות הנלקחות על ידי יחידים וחברות משפיעות על הסיכונים ועל ההשקעות באופן כללי. כך נוכל לראות היכן הבנקים דומים לחברות אחרות, והיכן הם שונים מהן.

חוב אינו הנושא היחיד של ספר זה. טענות שגויות רבות אחרות מושמעות בדיון על רגולציות על הבנקים. רבים מבגדי הבנקאים החדשים הללו הם

פחדי שווא - אזהרות מפני תוצאות בלתי מכוונות - במטרה להבהיל את מקבלי המדיניות ולמנוע מהם לנקוט צעדים כלשהם, מבלי להתמקד כראוי בנושאים ומבלי להציע דרך לפתרון הבעיות.

בנוגע לשאלה כמה צריכים הבנקים ללוות, ואיזו רמה של סיכון רצוי שייקחו, ישנו ניגוד בסיסי בין מה שטוב לבנקאים עצמם לבין מה שטוב לכלכלה בכללותה. באמצעות מדיניות המעודדת את הבנקים ללוות ולקחת סיכונים, אנו באופן פרדוקסלי יוצרים מצב שבו בחירה ברמות חוב וסיכון מזיקות הופכת אטרקטיבית עבור הבנקים, מבלי שהדבר ישרת מטרה מועילה כלשהי.

לא משנה מה עוד יש לעשות, אכיפת מגבלות משמעותיות על חובות הבנקים היא דרך פשוטה ויעילה במונחי עלות-תועלת להפחתת הסיכונים לכלכלה, מבלי להשית עלות משמעותית על החברה. ריסון הסיכונים המזיקים והמופרזים שלוקחים הבנקאים עשוי לדרוש חוקים ורגולציות נוספים.

\* זהו חלק מהפרק הראשון של הספר **בגדי הבנקאות החדשים**, שתורגם מאנגלית על ידי דורון אדמתי; שכתבו פרופ' ענת אדמתי ופרופ' מרטין הלויג