

איך להפוך את הרפורמה הפיננסית לעמידה בפני טפשים

פול קרוגמן
 "ניו יורק טיימס", אפריל 2010
 עיבוד: עופר סיטבון



חייבים לומר את האמת: קשה לעקוב אחרי רפורמות פיננסיות. בשונה מרפורמת הבריאות, שהיא די ברורה ברגע שמוציאים ממנה את הקשקשים, קשה (גם לאנשים שחושבים בהגיון) להסכים לגבי האופן שבו עלינו לפעול כדי להימנע מעוד משבר בבנקאות.

אז הנה מדריך קצר לזיכרון – וההסבר של העמדה שלי (נשאר בצד את אלו שאינם רוצים רפורמה כלל, קבוצה שכוללת את רוב חברי הקונגרס הרפובליקנים: אנשים אלו תמיד ימצאו סיבות להתנגד לכל הצעה ממשית להשתלט על בנקאים סוררים).

הגודל כן קובע?

צד אחד של הויכוח מיוצג על-ידי פול ווקר, יושב-ראש הבנק המרכזי (הפד) האימנטי בתקופת רייגן ויועצו של הנשיא אובמה. לדעתו, הגבלת הגודל וטווח הפעילות של הבנקים הגדולים הם העניין המרכזי. הצד השני, שכולל את עבדכם הנאמן, גורס שמה שחשוב הוא רגולציה של הפעילות הבנקאית, ולא גודלם של הבנקים. קל להבין את מקורו של החשש ביחס לבנקים "גדולים מכדי ליפול". בזמן המשבר הכלכלי האחרון, ממשלת ארה"ב הצילה מוסדות פיננסיים גדולים – כמו AIG, סיטיגרופ, בנק אוף אמריקה – מחשש שנפילתם עלולה להפיל את כל המערכת.

ההצלה הייתה חיונית, אך היא הטילה על משלמי המיסים את האחריות להפסדים שעלולים להתגלות כגדולים במיוחד. היא גם יצרה תקדים מסוכן: הידיעה שבנקים גדולים יחולצו במקרה של משבר עשויה לעודד התנהגות עוד יותר מסוכנת בעתיד, מאחר שמנהלי הבנקים ידעו שב'עץ' הם מנצחים, וב'פלי' משלמי המיסים מפסידים. מכאן נובעת דרישתם של אנשים כמו ווקר לפצל מוסדות פיננסיים גדולים ליחידות קטנות יותר, כדי להפוך חילוץ עתידיים לבלתי

הכרחיים. כך תחזור המשמעת אל השוק. זהו טיעון שנשמע משכנע, אך אני נמנה על אלה שאינם מקבלים אותו.

פיצול בנקים גדולים לא באמת יפתור את הבעיות שלנו, שכן אין שום מניעה להיווצרותו של משבר פיננסי שיפגע בעיקר בגופים קטנים. למעשה, זה בדיוק מה שאירע בשנות השלושים, כשרוב הבנקים שקרסו היו כה קטנים, עד שהפד לא ראה בעיה בנפילתם. אלא שהסתבר שהפד טעה לחלוטין: גל הנפילות של הבנקים הקטנים המיט אסון על הכלכלה כולה. כך יכול לקרות גם היום. גם אם החילוץ הבא לא יתמקד בכמה חברות גדולות, הוא עדיין יהיה חילוץ. אין לי חיבה מיוחדת לענקים פיננסיים, אך אני פשוט לא מאמין שפיצולם יפתור את הבעיה המרכזית.

הצורך בהרחבת הרגולציה

אז מה האלטרנטיבה? התשובה, לדעתי, היא עדכון והרחבה של רגולציית הבנקים הישנה והטובה. אחרי הכל, למערכת הבנקים האמריקאית הייתה תקופת יציבות ארוכה אחרי מלח"ע ה-II, שהתבססה על שילוב בין ביטוח פקדונות, שהסיר את האיום של התמוטטות בנקים, לבין רגולציה נוקשה של מאזני הבנקים, שכללה הגבלות על הלוואות מסוכנות ועל מינוף (הרמה שבה בנקים יכלו לממן השקעות ע"י כסף שהולווה). בהקשר זה, ראוי לציין גם את קנדה: המערכת

ההצלה הייתה חיונית, אך היא גם יצרה תקדים מסוכן: הידיעה שבנקים גדולים יחולצו במקרה של משבר עשויה לעודד התנהגות עוד יותר מסוכנת בעתיד.

בשנות השלושים גל הנפילות של הבנקים הקטנים המיט אסון על הכלכלה כולה. כך יכול לקרות גם היום.

בין-משרדית הכוללת את יושב-ראש הפד, שר האוצר, המפקח על הבנקים וראשי חמש סוכנויות פדרליות נוספות.

תחשבו רגע מי היה יושב בועדה הזו ב-2005, ככל הנראה שנת השיא בהלוואות בלתי אחראיות: יושב ראש הפד היה אלן גרינספן, שפטר בהינף יד את ההזרות לגבי בועת הדיור ואמר באוקטובר 2005 ש"מכשירים פיננסיים שהפכו ליותר ויותר מורכבים תרמו לפיתוחה של מערכת פיננסית יציבה, יעילה ולכן עמידה בהרבה".

שר האוצר היה ג'ון סנאווא ש... למעשה, אני לא חושב שמישהו זוכר משהו על מר סנאווא, מלבד העובדה שקרל רוב, יועצו של הנשיא בוש, התייחס אליו כאל נער שליחויות.

המפקח על הבנקים היה ג'ון דוגאן, שעדיין מחזיק במשרתו. כתבת פרופיל שפורסמה לאחרונה תיארה את הנטייה שלו להתנגד למאמציהן של המדינות לרסן הלוואות נצלניות, על בסיס הטענה שזוהי סמכות פדראלית ולא מדינתית. הבעיה היא שהוא עצמו כמעט אף פעם אינו מגן על הצרכנים.

אה, ונושא הגנת הצרכנים: הצעת החוק יוצרת סוכנות עצמאית (פחות או יותר) להגנה על צרכנים מפני הלוואות נצלניות, גם אם היא משוייכת לפד. זה דבר טוב. אבל ההצעה מתירה לועדת הפיקוח להתעלם מהמלצות הסוכנות.

במילים אחרות, הצעת הרפורמה אמנם תתן לממשל נחוש את הכלים הנחוצים להשתלט על פיננסיים סוררים, אך היא אינה תורמת רבות להקשחת עמוד השרדה של ממשל פחות נחוש. למעשה, היא מקלה על רגולטורים עתידיים להפנות את מבטם במקרה שתתנפח בועה נוספת.

נדרשים אפוא כללים מפורשים שיחייבו פעולה גם על-ידי רגולטורים שלא ממש רוצים לעשות את עבודתם. כך, למשל, יש צורך בקביעת רף מירבי למינוף – הרפורמה שכבר עברה בקונגרס קובעת יחס של 15 ל-1, והסנאט צריך ללכת בעקבותיה; יש צורך בכללים נוקשים שקובעים מתי רגולטורים צריכים להשתלט על פירמה פיננסית בצרות; יש צורך בחוקים שיחייבו נגזרות פיננסיות מורכבות להסחר בשקיפות, ועוד.

אני יודע שהכנסתם של מרכיבים אלו להצעת החוק תהיה קשה פוליטית. כאשר הרפורמה הפיננסית תעבור לסנאט, יהיה לחץ להחלישה, ולא לחזקה, בתקווה לגייס קולות רפובליקנים. אבל אני דוחק במנהיגי הסנאט ובממשל אובמה לא להסתפק בהצעת חוק חלשה, רק כדי שיוכלו לטעון שהם העבירו רפורמה פיננסית. אנחנו צריכים רפורמה בעלת סיכוי אמיתי לפעול.

הכלכלית שלה נשלטת אמנם על-ידי מספר מצומצם של בנקים גדולים, אך הללו נתונים לרגולציה אפקטיבית, ולכן היא הצליחה לעבור את המשבר הנוכחי באופן מרשים.

עידן היציבות בארה"ב בא לקיצו בשנים 2007-2008 עם עלייתה של "בנקאות הצללים". הכוונה היא למוסדות כמו ליהמן ברדרס שמילאו תפקידים בנקאיים והעניקו לעסקים רבים הלוואות מהיום למחר (repo). גופים אלו פעלו ללא רשת ביטחון ותחת רגולציה מינימלית, בשל היותם לזרים ולא מקבלים פיקדונות, ופגיעותם הרבה היא שחוללה את המשבר הפיננסי.

האם אפוא אין די בעדכון הרגולציה המסורתית כך שתכלול גם את בנקי הצללים? הלא כבר יש לנו למעשה ביטוח הפקדות שכן ברור שהמלווים לבנקים אלו יחולצו ברגעי משבר. מה שנדרש כעת הוא שני דברים: א) רגולטורים שיוסמכו להשתלט על בנקי צללים כושלים, ב) הטלת מגבלות (בעיקר בתחום המינוף) על בנקי צללים.

הצעת הרפורמה הנוכחית

האם הצעת הרפורמה הנוכחית של הסנאטור כריס דוד עושה את מה שצריך? ובכן, זהו צעד בכיוון הנכון – אבל לא צעד מספיק גדול. זהו ניסיון נחמד לעשות את מה שנדרש, אך הוא עתיד ליצור מערכת שמאוד תלויה בחוכמה ובכוונות הטובות של פקידי הממשלה. וכפי שההיסטוריה של העשור האחרון מראה לנו, אמונה באיכות של פקידים יכולה להיות מסוכנת לבריאות של הכלכלה.

נכון, בלתי אפשרי לתכנן מערך רגולציה שהוא באמת חסין מפני טעויות. מי שחושב אחרת אינו מעריך את עוצמתה של הטיפשות. אבל אפשר לנסות ליצור מערכת שהיא יחסית עמידה לטיפשות. למרבה הצער, הצעת הרפורמה אינה עושה זאת.

ההצעה מסמיכה רגולטורים פדראליים "לקבוע כללים קשיחים להון, מינוף, נזילות, ניהול סיכונים ודרישות אחרות כאשר חברות עולות בגודל ובמורכבות", ומתירה להם להשתלט על פירמות פיננסיות במשבר. ההצעה גם מחייבת חברות גדולות ומורכבות להגיש 'תכניות הלוויה' שיהפכו אותן לקלות לפירוק.

כל זה טוב ויפה. למעשה, זה מעמיד את בנקאות הצללים תחת משהו שדומה למשטר הרגולציה של הבנקאות הקונבנציונלית. אך הצעת החוק אינה מפרטת מה יכלול בפועל אותם "כללים קשיחים", ומותירה את קביעתם בידי מועצת הפיקוח על יציבות פיננסית, מעין ועדה

למערכת הבנקים האמריקאית הייתה תקופת יציבות ארוכה אחרי מלה"ע II, שהתבססה על שילוב בין ביטוח פקדונות, שהסיר את האיום של התמוטטות בנקים, לבין רגולציה נוקשה של מאזני הבנקים, שכללה הגבלות על הלוואות מסוכנות ועל מינוף.

הרפורמה הנוכחית של הסנאטור כריס דוד היא ניסיון נחמד לעשות את מה שנדרש, אך היא עתידה ליצור מערכת שמאוד תלויה בחוכמה ובכוונות הטובות של פקידי הממשלה.

פול קרוגמן הוא בעל טור בניו יורק טיימס וחתן פרס נובל לכלכלה.

