

אמנון פורטוגלי

סיכון מוסרי והלקה הנורבגי

השיטה הניאו-ליברלית הנוכחית מציעה, בתגובה למשבר, מדינת סעד לתאגידים ולבעלי ההון בה רווחים שייכים לבעלי ההון וההפסדים לכל השאר. ההתמודדות עם משבר הבנקים בנורבגיה בראשית שנות התשעים מציעה מודל אחר

או בלשון אחרת את שאלת הלאמתן". אוסיף וארחיב לשאלה של אחריות המדינה למניעת הסיכון המוסרי (Moral hazard), כאשר בעלי ההון המנהלים כספי אחרים, מנצלים את מעמדם לנקיטת צעדים שיפעלו לטובתם, על חשבון טובת שולחיהם. לדוגמה, כאשר מנהלי קרנות פנסיה וגמל, המתוגמלים לפי הרווח, לוקחים סיכונים מיותרים על חשבון המפקידים בקרנות מאחר שכמעט ואינם נושאים בתוצאה במקרה של כישלון. ההתמודדות המתמשכת עם המשבר הכלכלי העולמי מאז 2007-2008 מלמדת כי האידאולוגיה הכלכלית השלטת פשטה את הרגל, והגישה הניאו-ליברלית מבית מדרשו של מילטון פרידמן אינה יכולה לתת פתרון למשבר הכלכלי בארץ ובעולם. נגמרה התקופה שבה הממשלה היתה הבעיה והשוק הפרטי הפתרון. להיפך, כיום השוק הפרטי הוא הבעיה והממשלה היא הפתרון. אבל הפתרון הממשלתי חייב להיעשות בחוכמה, אחרת נחזור על השגיאות שנעשו באירופה ובארצות הברית בשנים האחרונות. לדוגמה, בשיא המשבר ב-2008 הודיע משרד האוצר על תכנית לתמיכה בבנקים - למעשה בבעלי המניות שלהם - באמצעות ערבויות לגיוסי ההון, כאשר לא ברורה התמורה לציבור מסבסוד זה של בעלי המניות. בארה"ב, הממשל האמריקאי העביר סכומי עתק למוסדות פיננסיים ולבעלי ההון ללא כל תמורה מהותית. כספים אלו נעלמו ב"חור שחור" בנקאי, כאשר הבנקים האמריקאים מסרבים לדווח על השימושים בכספים אלו. זוהי כמובן דוגמה מובהקת לסיכון מוסרי. הבנקאים קיבלו אישור מלא לכך שהם יכולים לקחת את הסיכונים ולגרוף את הרווחים, בעוד שבמקרה של משבר הממשלה תספוג את ההפסדים. הכשלון הקטסטרופלי של האידאולוגיה הכלכלית השלטת מתגלה בשיאו בצעדי הצנע הנדרשים ממדינות כמו יוון, ספרד, אירלנד ואחרות. הגענו לנקודה שבה המדיניות שאומצה כדי לפתור את משבר חובות גוש האירו גורמת יותר נזק מהגורם שיצר את הבעיות מלכתחילה. ההתכווצות השנתית במשק היווני, בסדר גודל של

התנהלותם העסקית הכושלת של אלו הקרואים "הטייקונים" הביאה בשנים האחרונות לצניחה בשווי אגרות החוב והמניות של התאגידים עליהם הם חולשים ולפגיעה קשה בקרנות הציבור המחזיקות בניירות ערך אלו. אי היכולת שלהם לעמוד בהתחייבויותיהם הביאה להצעות "שאי אפשר לסרב להן" לקיצוץ מסיבי בהתחייבויותיהם לקרנות הפנסיה, לחברות הביטוח ולקרנות אחרות המחזיקות בכספי ציבור, מה שקרוי "תספורת". מצב זה מדגיש את הניגוד בין האינטרסים של בעלי ההון לאלו של הציבור. בתמצית - הרווחים שייכים לבעלי ההון ולמנהלים הבכירים וההפסדים שייכים לציבור. כפי שכתב דני גוטוויין במאמרו "הלאמה: פתיחה לדיון" (חברה, גיליון 53), עולה גם "סוגיית אחריות המדינה לקרנות הפנסיה,



הממשלה הנורבגית העניקה לעצמה את היכולת להכריח את הבנקים להקטין את ערך המניות שלהם בהתאם להפסדיהם והביאה לכך שבעלי המניות היו הראשונים לשאת בהפסדי הבנק

5%, נגרמת בעיקר כתוצאה מהרדיפה האכזרית אחרי יעדי הגרעון. אם הכלכלה מחטיאה את היעדים האלו, מיישמים צעדי צנע חמורים יותר, שגורמים להמשך הירידה בתוצר, שבעקבותיו כישלון נוסף להשיג את יעד הגרעון וחוזר חלילה. לצערנו, זו גם המדיניות שבנימין נתניהו מתכוון ליישם בישראל לאחר הבחירות. אלו, אם כן, "תכניות החילוץ" המאפיינות את התפיסה הכלכלית הניאו-ליברלית הנוכחית - מדינת סעד לתאגידים ולבעלי ההון והרס המעמד הבינוני וכל השאר. אבל אפשר לפעול בדרך אחרת, יעילה ובעיקר מוסרית יותר, כפי שפעלו בנורבגיה בתחילת שנות התשעים.

חשבר הבנקאות בנורבגיה

הכלכלה הנורבגית פרחת בשנים 1984-1986. הסרת הפיקוח על שוק הנדל"ן בשנים 1983-1986 ודה-רגולציה של שוק הבנקאות והאשראי ב-1984-1985 היו מנועים חזקים להתרחבות הכלכלית. לאחר הסרת הפיקוח על הבנקים החלו אלו במרוץ להגדלת חלקם בשוק ולהרחבת ההלוואות שהם נתנו, מה שהביא לנטילת סיכונים מופרזות. בשנים הראשונות לאחר הסרת הפיקוח, קצב הגידול השנתי בהלוואות הגיע לכ-20%. הבנקים הגדילו את כמות הכסף שברשותם על ידי הלוואות מבנקים זרים. הלוואות אלה הגדילו את הסיכון של הבנקים בכך שהפכו אותם חשופים לתנודות בשער החליפין ולפיחות של הקרונה הנורבגית. הסרת הפיקוח בו זמנית מהשוק הפיננסי ומשוק הנדל"ן הובילה לנסיקת מחירים בשוק הנדל"ן. ככל שהמחירים בשוק הנדל"ן עלו, ההלוואות ניתנו גם למי שלא היו להם ביטחונות מתאימים, והגידול בהלוואות הורחב עוד יותר. זה היה מעין "חזרה כללית" למה שקרה בארה"ב בשנים 2002-2007, בהן הלוואות לרכישת נדל"ן ניתנו מתוך אמונה שמחירי הנדל"ן יעלו לנצח. בדומה למה שקרה בארה"ב, בספרד, באירלנד ובמדינות אחרות, ומה שקורה עתה בישראל ובהולנד, נוצרה בועה בשוק הנדל"ן. כאשר הבועה התפוצצה, המשבר היה בלתי נמנע.

סיכון מוסרי
(באנגלית: **Moral hazard**) הוא מצב בו פרט או ארגון איננו נושא בתוצאות הסיכון אליו הוא חשוף, ולכן הא עלול להגביר את מידת חשיפתו לאותו סיכון, במידה והדבר יביא לו תועלת או רווחים.

נקודת המפנה הגיעה ב-1986 עם נפילה של למעלה מ-60% במחיר הנפט, סחורת היצוא החשובה ביותר של נורבגיה. הצניחה במחירי הנפט העבירה את המאזן הנורבגי מעודף בשנת 1985 לגרעון של 6.2% מהתמ"ג בשנת 1986, והובילה לירידה בהכנסות של חברות נורבגיות רבות, ולירידות בשוק המניות. בנוסף החלה בריחת הון מנורבגיה, שהחריפה את הירידות בשוק המניות ולחצה על הקרונה הנורבגית ששערה ירד. הפיחות גרם לבעיות קשות לבנקים שהיו להם הלוואות משמעותיות במטבע חוץ. שיעור האינפלציה עלה מ-7.2% בשנת 1986 ל-8.7% בשנת 1987, והבנק המרכזי של נורבגיה העלה את הריבית כדי לשמור את קצב האינפלציה תחת שליטה. הריבית הגבוהה גרמה לירידה חדה במחירים בשוק הנדל"ן ולפיצוץ הבועה. בתחילת 1988 התמוטט בנק קטן בנורבגיה, ובשנתיים הבאות כשלו עוד 13 בנקים קטנים ובינוניים. רוב הכשלים הללו טופלו באמצעות מיזוג הבנקים עם בנקים גדולים יותר, ועל ידי סיוע משתי קרנות ביטוח הפיקדונות של הבנקים (banks guarantee funds) שביטחו את פיקדונות הציבור בבנקים. על פי החוק הנורבגי, כל הבנקים שמרכזם בנורבגיה חייבים להשתתף בקרנות אלו ולשלם להן פרמיית ביטוח. הממשלה לא היתה צריכה להתערב בשלב זה. ב-1990 היה ברור שהמשבר עלול להחריף והממשלה הקימה, בשנת 1991, את הקרן הממשלתית לביטוח הבנקים Government Bank Insurance Fund. מטרת הקרן היתה לספק כספים לבנקים שנקלעו לקשיי נזילות ושיכלו להוכיח את יכולת הפירעון שלהם. בנוסף, נעשו תיקונים דיני הבנקאות, אשר איפשרו לממשלה לאפס את ההון העצמי של הבנק. כלומר, הממשלה העניקה לעצמה את היכולת להכריח את הבנקים להקטין את ערך המניות שלהם בהתאם להפסדיהם, והביאה לכך

שבעלי המניות היו הראשונים לשאת בהפסדי הבנק. הקרן הממשלתית היתה מוסמכת להתערב ישירות כדי להציל את הבנקים. עם זאת, הדרישות שהציבה הקרן לבנקים היו דרקוניות. כתנאי מקדים להזרקה הון לבנקים הכושלים הקרן דרשה כי ההון העצמי יוקטן בהיקף ההפסדים וכי הבנקים יצמצמו את פעילותם. במהלך 1991-1992 שלושה מארבעת הבנקים הגדולים בנורבגיה, שסיפקו כ-50% מהאשראי בשוק, הודיעו על הפסדים ענקיים. בקרנות הביטוח לא היה מספיק כסף כדי לספק לבנקים אלו את הכספים הנדרשים והממשלה התערבה כדי להציל אותם מהתמוטטות וכדי למנוע קריסה מוחלטת של המגזר הבנקאי הנורבגי. בסוף 1991 המשבר הוחרף במהירות. בחודש אוקטובר, התברר כי הפסדי ענק מהלוואות כושלות מחקו את כל הון המניות של שניים משלושת הבנקים הגדולים. הון המניות שלהם אופס על ידי החלטת הממשלה, והממשלה, שהזרימה כסף לבנקים אלו באמצעות קרן ביטוח הבנק הממשלתית, הפכה לבעלים הבלעדי של שני הבנקים ולמעשה הלאימה אותם. לקראת סוף 1991 רוב ההון העצמי של הבנק המסחרי הגדול של נורבגיה נמחק כתוצאה מהפסדים. באמצע 1992 הוחלט לאפס את המניות הרגילות של הבנק וקרן הביטוח הממשלתית שסיפקה תמיכה נוספת לבנק הפכה לבעלים היחיד. הקטנת או איפוס הון המניות של הבנקים הביאה לכך שהממשלה הפכה להיות הבעלים העיקריים של הבנקים, ובסופו של המשבר החזיקה הממשלה ב-60% מהמניות בסקטור הבנקאי. בסיום המשבר נמכרו מרבית המניות והעלות התקציבית הכוללת היתה שלילית - למעשה נוצר רווח. <<<

אמנון פורטוגלי הוא חוקר במרכז חזן במכון ון-ליר ובמכללה החברתית כלכלית // דוא"ל: alefp7@gmail.com

צילום: Hagge/Flickr



כמלווה האחרון, זה שנכנס לפעולה כאשר מערכת הבנקאות הרגילה מפסיקה להלוות כספים. הבנק שמר על העיקרון הקלאסי של הלוואה רק למוסדות בקשיי נזילות זמניים שלא היו בפשיטת רגל. בשלב הראשון, הבנק המרכזי הלווה כספים לצורכי נזילות למספר בנקים בינוניים קטנים. רוב ההלוואות נתנו בריבית שוק. בשלב השני בו המשבר הפך למשבר מערכת, הבנק המרכזי הלווה כספים למוסדות בקשיי נזילות, אלה שמצבם הבסיסי היה סביר, ואילו קרן ממשלתית נתנה תמיכה למוסדות שהיו במצב קשה יותר. התוצאה היתה שמשבר הבנקאות בנוורגיה נפתר במהיר קטן למשלם המסים וללא סיכון מוסרי עתידי.

לקחים מהמשבר הנורבגי

כמה מהלקחים העולים מההתמודדות הנורבגית המוצלחת עם משבר הבנקים שניתן ליישם בעולם בכלל ובישראל ספציפית:

- יש להתמקד בהצלת המערכת ולא בהצלתם של תאגידי ספציפיים.
 - בעלי המניות צריכים להיות הראשונים לשאת בהפסדים.
 - יש להחליף את הדיריקטוריון והנהלה של המוסדות שכשלו כתנאי לתמיכה וסיוע ממשלתי.
 - אין צורך בערבויות כוללות לבעלי החוב.
- צריך לפעול וליישם דרך דומה גם לתאגידי פרטיים אחרים הנקלעים למשבר, בעיקר אלו הממומנים בצורה מסיבית באמצעות הלוואות מקרנות ציבוריות ומכספי ציבור כמו אמפל, אי.די.בי., קבוצת דלק ותאגידי אחרים. בין השאר יש לשקול החזרת כספים (Clawback), כולל דיבידנדים, שבעלי המניות, הבעלים ובעלי החוב לקחו מהתאגיד הכושל בתקופה של כשנה או יותר מאז התאגיד נקלע לקשיים. ///

הפתרון הנורבגי <<<

משבר הבנקאות בנוורגיה היה משבר "קלאסי" שבו הריגולציה וליברליזציה של המערכת הבנקאית והכלכלה יצרו בועה בסקטור הנדל"ן. אך הפתרונות הנורבגיים היו מאוד שונים מאלה המוצעים היום למשבר העולמי. ביסוד הפתרונות עמדו ארבע עקרונות:

1. פתרונות במסגרת השוק הפרטי נבדקו ונוסו לפני התערבות הממשלה. פתרונות של השוק הפרטי בוצעו, כאמור, באמצעות קרנות ביטוח הפקדונות של הבנקים. קרנות אלו היו פעילות בשלבים הראשונים של המשבר (1988-1990) אבל לא היה בכוחן להתמודד עם העמקת המשבר לקראת סוף 1990, כאשר הבנקים הגדולים החלו לעמוד בפני בעיות קשות. בנוסף, נעשו מאמצים למשוך משקיעים פרטיים כולל משקיעים זרים, אולם מאמצים אלו כשלו. בתחילת 1991 הקימה הממשלה את הקרן הממשלתית לביטוח הבנקים והחלה להתערב באופן אקטיבי במשבר באמצעות הזרמת כספים לבנקים.

2. בעלי המניות היו הראשונים לשאת בהפסדים. הון המניות של הבנקים אופס לפני סיכון של כספי ציבור. הממשלה התחייבה להשקיע כספים בבנקים רק לאחר שהבטיחה כי ההפסדים שלהם מהלוואות גרועות יופחתו מההון העצמי שלהם. כאשר ההפסדים היו גדולים מההון העצמי ההון העצמי אופס והממשלה קיבלה בעלות מלאה על הבנקים. בעלי המניות של הבנקים

הוכרחו לשאת בהפסדים לפני שכספי הציבור נכנסו לתמונה. נקודה זו היתה הכרחית לקבלת התמיכה הציבורית והפוליטית לפעולת ההצלה. בנוסף, תנאים מגבילים לפעילות הבנקים נלוו לכל תמיכה פיננסית ממשלתית ובכלל זה החלפת הדיריקטוריונים והנהלה הבכירה. כספי ציבור לא ניתנו כארוחת חנם לבנקים ופעולותיהם הוגבלו כדי שלא לתת להם יתרון לא הוגן על מתחריהם.

3. הממשלה פעלה במהירות למניעת התפשטות המשבר אבל לא נתנה ערבות כוללת לחובות הבנקים. כאשר המשבר הפך למשבר מערכת, הממשלה פעלה במהירות למניעת התפשטותו אבל לא נתנה ערבות כוללת (Blanket Guarantee) לחובות הבנקים. עם זאת, בסוף 1991 הודיע משרד האוצר הנורבגי שהממשלה תנקוט בצעדים הנדרשים להבטיח את האמון במערכת הבנקאית הנורבגית והבנק המרכזי הנורבגי הודיע שהוא יבטיח את אספקת הנזילות הנדרשת למערכת הבנקאית. לא ניתנו כל ערבויות להצלת בנקים ספציפיים, או להצלת בעלי החוב של הבנקים. נציין שבזמן המשבר לא היתה בנוורגיה ערבות ממשלתית לכספי המפקידים בבנקים ואף עלי-פיין הם קיבלו את מלוא הפקדותיהם. לאחר המשבר חוקק חוק המבטיח את כספי המפקידים בבנקים.

4. תמיכה כספית ניתנה למוסדות פיננסיים שהיו בקשיי נזילות ובלבד שלא יהיו בסכנת פשיטת רגל. הבנק המרכזי הנורבגי פעל בצורה אקטיבית

בסופו של המשבר, הממשלה החזיקה ב-60% של מהמניות בסקטור הבנקאי, בהמשך, מרבית המניות נמכרו והעלות התקציבית הכוללת הייתה למעשה שלילית - למעשה נוצר רווח

לקריאה נוספת על משבר הבנקאות הנורבגי:

The Norwegian Banking Crisis, Norges Bank, 2004