

משבר האשראי של 2007

למשבר האשראי שהחל בשנת 2007 הייתה השפעה הרסנית על השווקים הפיננסיים ברחבי העולם כולו. את מקורותיו ניתן למצוא בשוק הדיור בארה"ב. ממשלת ארה"ב עודדה במשך שנים בעלות על בתים. הואיל ושערי הריבית היו נמוכים, הרי שמתווכי המשכנתאות ומלווי המשכנתאות מצאו שפשוט, מהיר וקל יותר לעשות עסקים על ידי הורדת הסטנדרטים לקבלת הלוואות. מוצרים לאיגוח משכנתאות פותחו כך שהמשקיעים שנושאים בסיכוני האשראי אינם בהכרח המלווים המקוריים. סוכנויות דירוג האשראי היו מוכנות להעניק דירוג של AAA לשכבות (Tranches) בכירות שנוצרו באמצעות איגוח (Securitization). כמובן שלא היה מחסור בקונים לשכבות בדירוג AAA מאחר והתשואות שלהן היו גבוהות יותר מהתשואות של איגרות החוב בדירוג AAA. בארה"ב, תוכניות הבונוסים בבנקים מיקדו את תשומת ליבן של עובדיהם ברווחים לטווח הקצר, וכתוצאה מכך הם בחרו להתעלם מבועת הדיור (Housing Bubble) ומהשפעתה הפוטנציאלית על המוצרים המאוד מורכבים שבהם הם סחרו.

מחירי הדירות עלו עם כניסתם של הן של הקונים הראשונים (First-Time Buyers) והן של הספקולנטים לשוק. חלק מהמשכנתאות כללו "ריבית מגרה" (Teaser Rate) נמוכה למשך שנתיים-שלוש. לאחר סיום תקופת הריבית המגרה, חלק מהלווים מצאו את עצמם משלמים ריבית גבוהה מאוד, כזו שהם לא יכלו להרשות לעצמם לשלם ולא נותרה להם ברירה אלא להגיע למצב של חדלות פירעון (Default). מה שהוביל לעיקולי בתים (Foreclosures) ולגידול בהיצע הבתים שעומדים למכירה. עליות המחירים בין השנים 2000 ו-2006 החלו לשנות כיוון. ספקולנטים ושחקנים אחרים אשר גילו שיתרת המשכנתא שלהם (קרי, תשלומי הקרן והריבית) הייתה גבוהה יותר משווי הבתים שלהם (כלומר היה להם הון שלילי) הגיעו למצב של חדלות פירעון בצורה מאוד מקורית – הם פשוט עזבו את הבתים, זרקו את המפתחות בסניפי הבנק והפסיקו לשלם את המשכנתא. זה כמובן החריף את ירידת המחירים.



גורמים רבים מילאו תפקיד מהותי ביצירת בועת הדיור בארה"ב והמיתון שבא אחריה. גורמים אלה כוללים בין היתר התנהגות לא רציונאלית מצד משתתפי השוק, תמריצים גרועים, הסתמכות רבה מדי על סוכנויות הדירוג, היעדר ניתוח מספק מצד המשקיעים וכמובן רמת מורכבות גבוהה של המוצרים שנוצרו. המשבר סיפק מספר לקחים למנהלי סיכונים ובנוסף הוא הוביל לרגולציה בנקאית כוללת ולחקיקה בנקאית.

לסיכום, במשבר האשראי של 2007 בנקים רבים בארה"ב, על מנת לספק תשואה גבוהה יותר על ההון, רכשו בכספם העצמי (כספי הנוסטרו) במהלך השנים האחרונות נגזרות פיננסיות שונות: נגזרי אשראי, מוצרים מובנים מסוגים שונים (CDO, MBS, ABS, ARS וכו'). המסוכנים ביותר הם ככל הנראה עסקאות החלפה על חדלות פירעון אשראי (CDS). הבנקאים בארה"ב, שרוב משכורתם מבוססת על בונסים, רצו להראות רווחים גבוהים יותר. לשם כך הם רכשו נגזרות פיננסיות שרק מתמטיקאים ידעו לספק מודלים שיכולים לתמחר אותם. רואי החשבון המבקרים משרדי ה-BIG4 רשמו את השווי ההוגן שסיפקו המתמטיקאים וסוכנויות דירוג האשראי נתנו דירוגים על בסיס מה שאמרו רואי החשבון המבקרים. המסקנה החשובה ביותר לדעתי ממשבר האשראי של 2007 היא שבעולם האמיתי המתמטיקה קצת אחרת וכי שוויין ההוגן של חלק ניכר מכל אותן נגזרות פיננסיות נמוך בהרבה מערכן התיאורטי. נעיר רק כי משרדי רואי החשבון הגדולים ביצעו לאחר מכן רישום מחדש של שוויין ההוגן של אותן נגזרות פיננסיות.

פרטים אודות כותב המאמר: האקטואר רועי פולניצר, FRM

רועי בעל תואר שני במימון (התמחות בניהול סיכונים ואקטואריה) ותואר ראשון בכלכלה (התמחות במימון), שניהם מאוניברסיטת בן-גוריון בנגב, בעל דיפלומה בניהול סיכונים פיננסיים (FRM®) מאוניברסיטת אריאל בשומרון ולמד בתוכנית ללימודי תעודה באקטואריה באוניברסיטת חיפה. כמו כן, רועי אקטואר מלא



(Fellow) בלשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (F.I.L.A.V.F.A.), מוסמך כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), מוסמך כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) ומוסמך כמומחה לניהול סיכונים (CRM) מטעם האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM).

לרועי ניסיון של מעל ל-15 שנה בביצוע ניתוחים כמותיים במכשירים פיננסיים, בהערכת שווי תאגידים ונכסים בלתי מוחשיים, באמידה וכימות סיכונים כמו תמותה, אריכות ימים, תחלואה, ביטולים והחלמה מנכות, ובמידול ומדידת סיכוני שוק, אשראי, תפעוליים, מודל, מזילות והשקעות לצורכי יישום הוראות רגולטוריות ותקינה חשבונאית, פיתוח, יישום ותיקוף מודלים בתחומים של הערכות שווי, ניהול סיכונים, אקטואריה והנדסה פיננסית, קביעת תעריפי ביטוח חיים, הערכת פרמיות סיכון והערכת עתודות ביטוח, קביעת עלות תנאי פנסיות (צוברות ותקציביות) והכנת מאזנים אקטואריים לקרנות פנסיה, ניתוח וחיזוי מצבים פיננסיים מורכבים וכן העברת סמינרי הדרכה והשתלמויות בתחומי התמחותו: מימון, אקטואריה, הערכות שווי, בנקאות, ניהול סיכונים, אופציות והנדסה פיננסית.