



הפרה מהעיירה והשוורים מוול סטריט

האם החובה לשערך לשווי שוק את האג"ח מגובות הסאב־פריים היא שהולידה את המשבר הפיננסי? ממש לא. אם כבר, אז היא מנעה משבר קשה הרבה יותר. הבעיה האמיתית היא, שהלקחים לא נלמדו ולכן המשבר הבא כבר בדרך < יעקב קורי

משקפות את מצבו האמיתי. במאי 2008 אמר איינהורן בנאום מפורסם, כי הוא חושד שליהמן ממשיך לחשב את האג"ח מגובות המשכנתאות בערכים לא ריאליים, למרות שמחיריהן ירדו ב־30%-40% לעומת השיא. עמדת הבנקים היתה, כי כל עוד האג"חים מקבלות דירוג של AAA, אין מקום להוריד את שוויין בגלל תנודות כאלה או אחרות בשוק. איינהורן ציין שליהמן הפחית רק 200 מיליון דולר על נכסים רעילים בשווי 6.5 מיליארד דולר ברבעון הראשון, למרות שהאג"חים כללו 1.6 מיליארד דולר בדירוג נמוך. לדעתו, הבנק היה חייב להפחית 1.1 מיליארד דולר, כנגד אג"ח שלמעשה לא היה

לרשום רווחי שיא דווקא ערב פשיטת רגל, שכן שווי החוב שלו שואף לאפס.

הנאום של איינהורן

חלפה כשנה ואיינהורן, אנליסט ומונה־לים בוול סטריט החלו לתהות האם הכללים החשבונאיים של רווחיות ושווי הנכסים אכן משקפים את המציאות. אם לא, מחירן של מניות ליהמן למשל גבוה מדי.

מנכ"ל ליהמן, דיק פולד, חשד שאיינהורן מחזיק בפוזיציות שורט ומעוניין להפיל את מחיר המניה. איינהורן מצידו התבטא פומבית ושאל שאלות נוקבות על שווי הבנק על פי אמות המידה החשבונאיות, שלדעתו אינן

בין עשרות הספרים שקראתי על המשבר הפיננסי, רק בודדים מתייחסים לאחת הסיבות המרכזיות לפרוץ המשבר ובמיוחד לעיתויו: החלת תקן החשבונאות האמריקני FAS 157, שאילץ את החברות והבנקים להעריך את שווי נכסיהם הלא־נזילים על פי שווי השוק שלהם. צ'רלס גספרינו (בספרו The Sellout) ואנדרו רוס־סורקין (בספרו Too Big to Fail) מתארים כיצד נהגו הבנקים לרשום את הנכסים הלא־נזילים, כגון איגרות החוב מגובות המשכנתאות, במחיר העלות ולרשום רווח או הפסד בעת מכירתם אל מול מחיר העלות. כל זה השתנה כאשר בשנת 2006 הוחל תקן FAS 157, אשר חייב לרשום נכסים אלו על פי שווי השוק שלהם, כפי שבא לידי ביטוי בעסקאות בנכסים דומים.

דייוויד איינהורן, מנהל קרן גידור בשווי 6 מיליארד דולר, ראה באמצע 2007 כיצד שתי קרנות גידור של בר־סטריט מתמוטטות בעקבות תחילת ההתרסקות של מחירי האג"ח מגובות המשכנתאות. הוא תהה כיצד אחזקת אג"ח מעין אלה עלולה להשפיע לרעה על המאזנים, הרווחיות והנזילות של בר־סטריט וליהמן ברדרס.

לאיינהורן חרה במיוחד הנהגה של ליהמן לרשום כרווח ירידה בשווי השוק של החובות שלו. ההיגיון היה, שתיאורטית הבנק יכול לרכוש את החוב שלו חזרה במחיר הנמוך ולרשום רווח. איינהורן אמר לצוות שלו שזו חשבונאות עקומה, כי על פיה – בנק יכול

ד"ר יעקב קורי, אוניברסיטת חיפה



שפוצץ את הבועה בשנת 2008 ולא שנתיים מאוחר יותר. אם חלילה היה המשבר מגיע רק כעת, הכלכלה הגלובלית היתה מתרסקת ואפילו ממשלות העולם לא היו יכולות להציל אותה.

אם היו ממשיכים בשיטות הדיווח הקודמות, היו הבנקים מסתירים את ההפסדים העצומים, מדווחים על רווחי עתק ומחלקים בונוסים אגדיים. הבנקים היו מסתבכים הרבה יותר והנזקים היו מגיעים לעשרות טריליונים במקום לטריליונים, כאשר הכלכלה העולמית מסתכמת ב-54 טרייליון דולר. שולית הקוסם היה ממשיך ליצור נכסים רעילים בקצב הולך וגובר, עד שהם היו ממוטטים את כלכלת העולם. אבל כפי שראינו באנרון, מגיע זמן שבו

אבל בדיוק על פי ההיגיון הניאורליברלי, המקדש את הרציונליות של השוק שאין לו כשלים ותמיד מגיע למחיר האמיתי של כל מוצר, הוחל כלל שווי השוק. כלל זה תאם היטב את האמונה העיוורת בצדקת השוק, כי מה יכול להיות מדויק יותר ושקוף יותר מאשר שווי השוק?

החלת הכלל החדש היתה פועל יוצא של האסכולה הניאורליברלית, אסכולת שיקגו בראשות מילטון פרידמן, שבאותה שנה הלך לעולמו שבע ימים ומאושר, אחרי שהאסכולה שלו השתלטה בצורה כמעט מוחלטת על מרבית כלכלות המערב, על הבנקים, החברות והאוניברסיטאות. ואולם, כל אלו לא היו מודעים לברבורים השחורים, לכשלי השוק, לבועות

להן שוק ושוויין נקבע רק על פי מודלים פנימיים של הבנק עצמו.

איינהורן סיים את נאומו בקריאה לרשויות להתערב, על מנת לאלץ את ליהמן לשערך נכונה את הנכסים הרעילים שלו. איינהורן אמנם הואשם שנאומו נבע מפוזיצית שורט, אך השוק הגיב בנפילה בשערי מניית ליהמן.

למעשה - הונאת פירמידה

כולנו מכירים את הסיפור של בעל הפרה הרזה מהעיירה, שהלך למכור אותה בשוק ולא הצליח, כי בהגינותו הרבה גילה שהיא לא נותנת חלב, מסרבת לאכול וכבר זקנה ותשושה. ריחם עליו חברו הסוחר הממולח, שצאצאיו היגרו מן הסתם לניו-יורק והפכו לבנקאים, והחל לשבח את הפרה בפני באי השוק, לא פחות מכפי ששיבחו בנקאי וול סטריט את אג"ח הסאב-פריים של תושבי שכונות עוני בעלי שכר מינימום שרכשו בתים בשווי של מיליונים.

כאשר החלו להיאסף קונים פוטנציאליים רבים, שהיו מוכנים לקנות את הפרה במחיר גבוה פי כמה משקווה לקבל בעליה, אמר הלה לחברו: אם הפרה כל כך טובה ושווי השוק שלה כה גבוה, אני לא מוכן למכור אותה, כי על מציאיה כזאת לא מוותרים.

זה בדיוק מה שקרה לבר-סטריט, ליהמן ברדרס, מריל-לינץ' ודומיהם. הללו ידעו היטב, כי ברשותם אג"ח זבל שאינו שווה הרבה, שהדירוג של חברות הדירוג אינו שווה את הנייר עליו הוא כתוב, ושהם עוסקים למעשה בהונאת פירמידה.

אבל הבנקים הללו היו כל כך שחצנים וגדולים מכדי ליפול, עד שהחזיקו בנוסטרו כמויות הולכות וגדלות של אג"ח סאב-פריים, שעם השנים הפכו ליותר ויותר תלושות מהשווי האמיתי שלהן. הבנקים היו משוכנעים שבאמצעות תרגילים חשבונאיים מתוחכמים, שלא היו מביישים את מנהלי אנרון, תחת עינו העצומה של SEC, כאשר שר האוצר אינו אלא המנכ"ל הקודם של גולדמן-זאקס ונגיד הבנק המרכזי הוא ניאו ליברל ידוע, הם יוכלו להמשיך לשטות את כולם, לאכול את העוגה המורעלת ולא לקבל לקול קיבה.

הבנקים היו משוכנעים שבאמצעות תרגילים חשבונאיים מתוחכמים, שלא היו מביישים את מנהלי אנרון, תחת עינו העצומה של SEC, כאשר שר האוצר אינו אלא המנכ"ל הקודם של גולדמן-זאקס ונגיד הבנק המרכזי הוא ניאו ליברל ידוע, הם יוכלו להמשיך לשטות בכולם, לאכול את העוגה המורעלת ולא לקבל לקול קיבה

לא ניתן עוד להסתיר את ההפסדים וחייבים למכור בפועל את הנכסים הרעילים. לפיכך, ביודעין או שלא ביודעין, הצליחו רואי החשבון, המונחים על ידי עקרונות השקיפות, הדייקנות והאתיקה להציל את העולם ממשבר יום הדין.

אבל השמחה מוקדמת, מכיוון שלא נלמד דבר מהמשבר. הבנקים ממשיכים לעבוד במינופים יותר ויותר גבוהים, ההנפקות של איגרות חוב הזויות ושל מניות בשוויים לא-ריאליים התחדשו ביתר שאת, לא נקבעה רגולציה יעילה, הנגזרים ממשיכים להיות כלי נשק להשמדה המונית, משכורות המנהלים מרקיעות שחקים והמניע העיקרי לפעילותם הוא השגת רווח קצר טווח תוך סיכון החברות והבנקים עוד יותר מאשר בעבר.

לג'ון מיינרד קיינס, לאתיקנים ולכלכלנים שפויים כמו ג'וזף שטיגליץ היתה עדנה של חודשים ספורים, אך רוחו של מילטון פרידמן נוהגת שוב בקטר הרכבת נטול הבלמים מים הדוהר אל פי התהום. ●

ולמשברים הסותרים את התיאוריה הסטט-רילית של הניאורליברלים. מחירי האג"חים מגובי המשכנתאות החלו להתרסק, אחרי שרוכשי הסאב-פריים לא יכלו לעמוד בהחזרי ההלוואות, שהחלו לעלות בשל תום עידן הריבית הנמוכה. השווי הדרדר גם אם הבנקים לא מכרו את האג"חים, מכיוון שעל פי FAS 157, היה מנגנון אוטומטי שחייב אותם לרשום את הנכסים על פי שווי השוק.

גם אם ליהמן ברדרס לא רצה למכור את האג"חים, הוא היה חייב לדווח על הפסדים עצומים ובכך הביאו להתרסקות מחיר המניה, פגיעה אנושה בנזילות ודרישת הנרשים להחזר מידי של חובות הבנק, שהיו מגובים באג"חים ששוויין התרסק.

האתיקה של רואי החשבון

רבים טוענים שאלמלא הוחל הכלל החשבורי נאי החדש, לא היה מתרחש המשבר. ואולם, אנו חייבים להכיר תודה ל-FAS 157, על