

איגוח ככלי לשכלול שוק האשראי

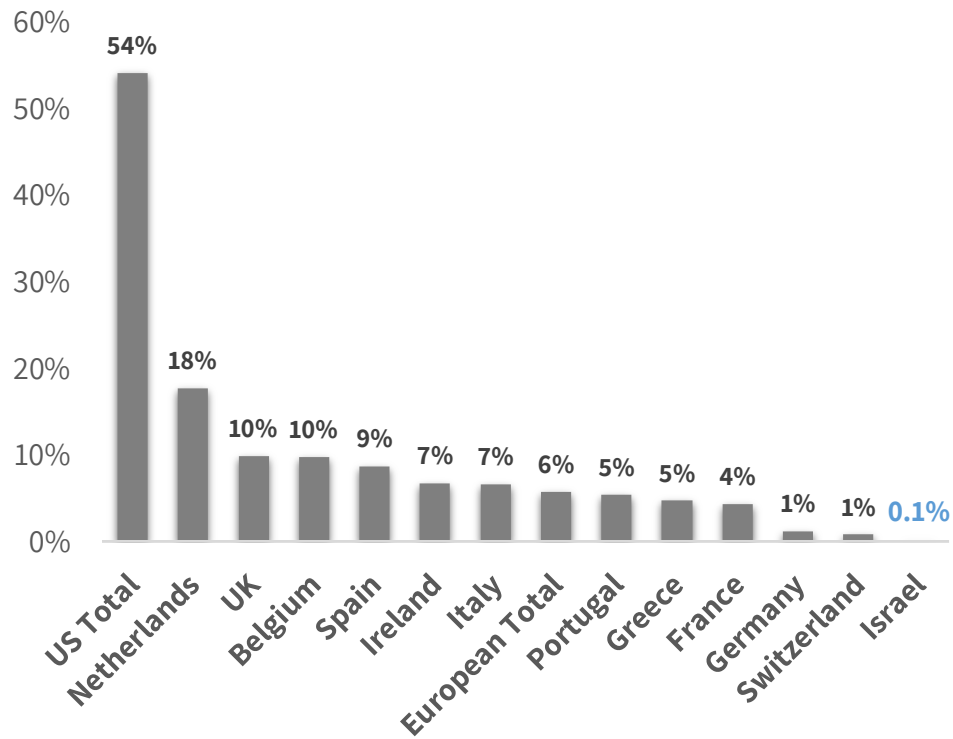
אוניברסיטת רייכמן, פורום שווי הוגן

יט' אדר, התשפ"ג, 13/3/2023



ד"ר יוסי סעדון, מנהל האגף הפיננסי,
חטיבת המחקר

היקף שוק האיגוח כאחוז מהתוצר



המקור: World Bank, AFMA - Association for Financial Markets in Europe

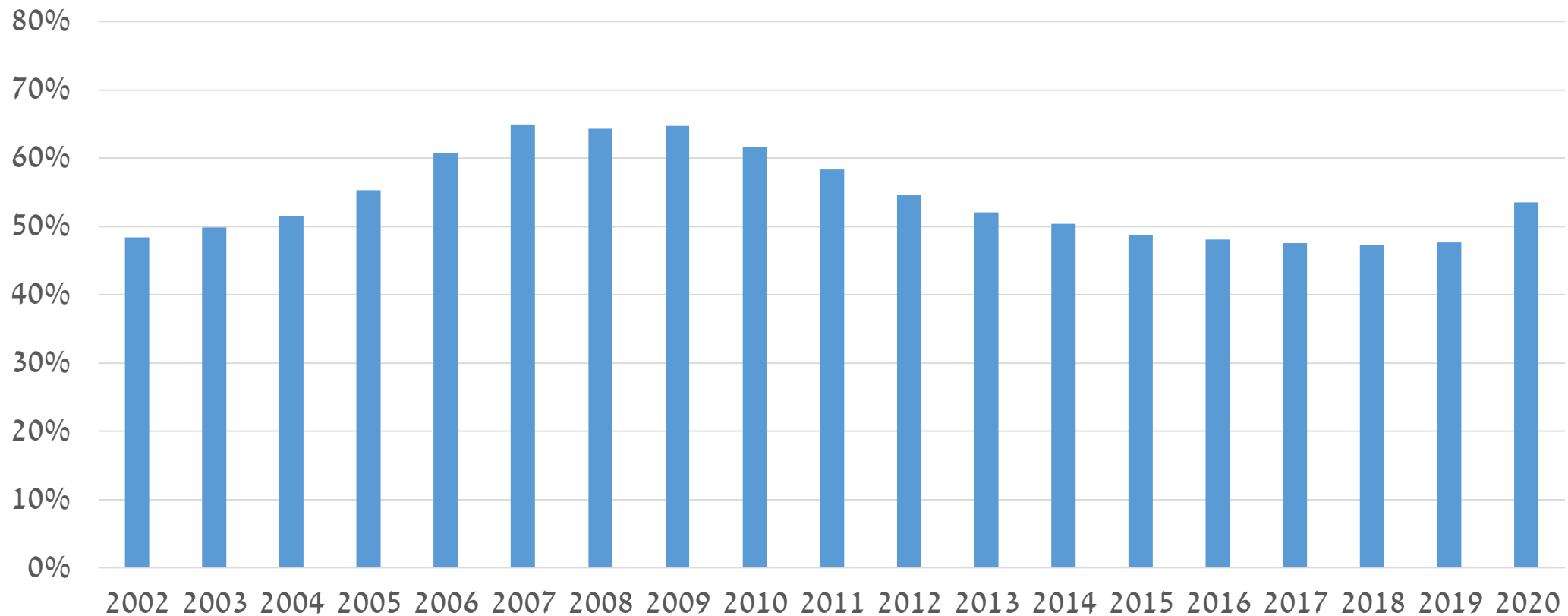
יש לפעול קידום תהליך חקיקה של חוק האיגוח, שיאפשר:

- פיזור סיכונים יעיל יותר בכלכלה
- הרחבת אפיקי ההשקעה של המוסדיים בשוק המקומי
- פיתוח שוק האשראי החוץ-בנקאי והוזלת מקורות המימון
- אפשרות לפינוי הון במערכת הבנקאית במטרה שיוקצה, בין היתר, למימון של עסקים קטנים ובינוניים.



איגוח בארה"ב - משכנתאות

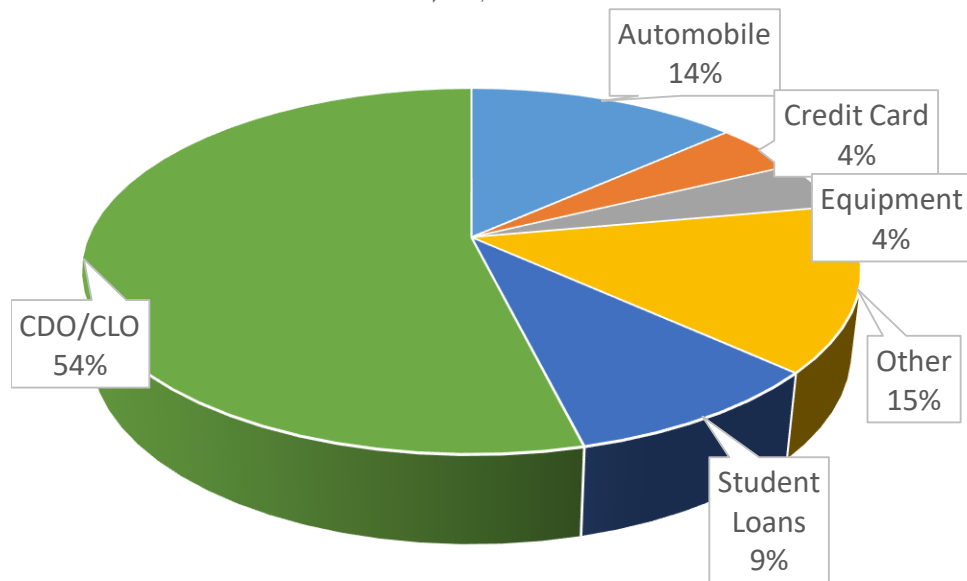
השיעור מהתוצר של יתרת המשכנתאות המאוגחות



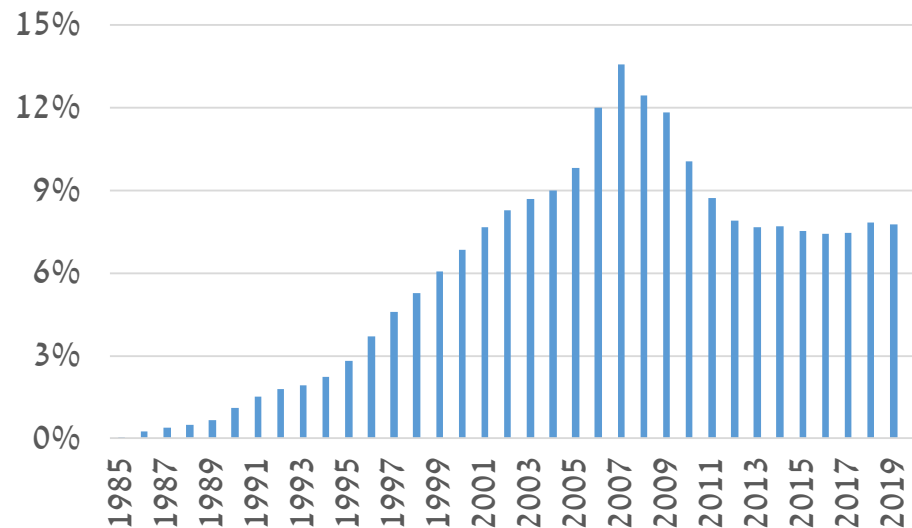


איגוח בארה"ב – אשראי שאינו משכנתאות

החלק של כל סוג אשראי בסה"כ היתרות שאוגחו, ללא משכנתאות, סוף 2020

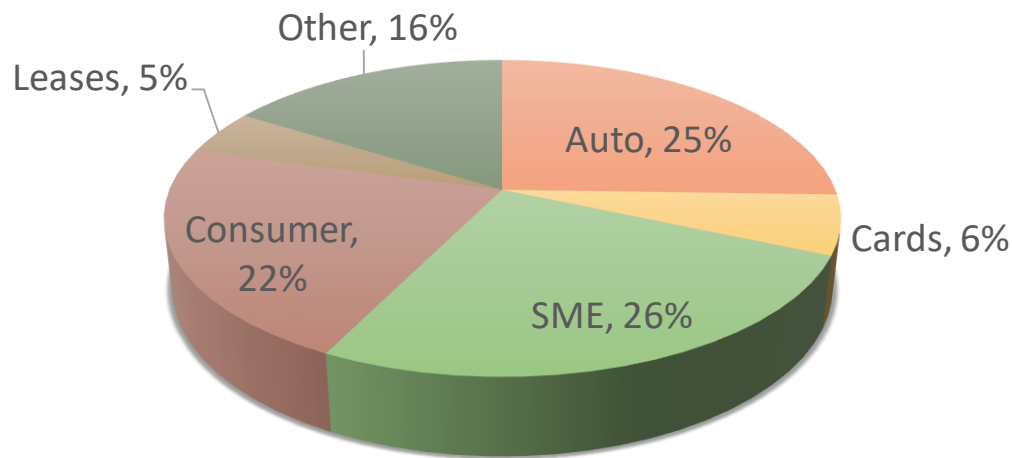


השיעור מהתוצר של יתרת האשראי המאוגח, ללא משכנתאות

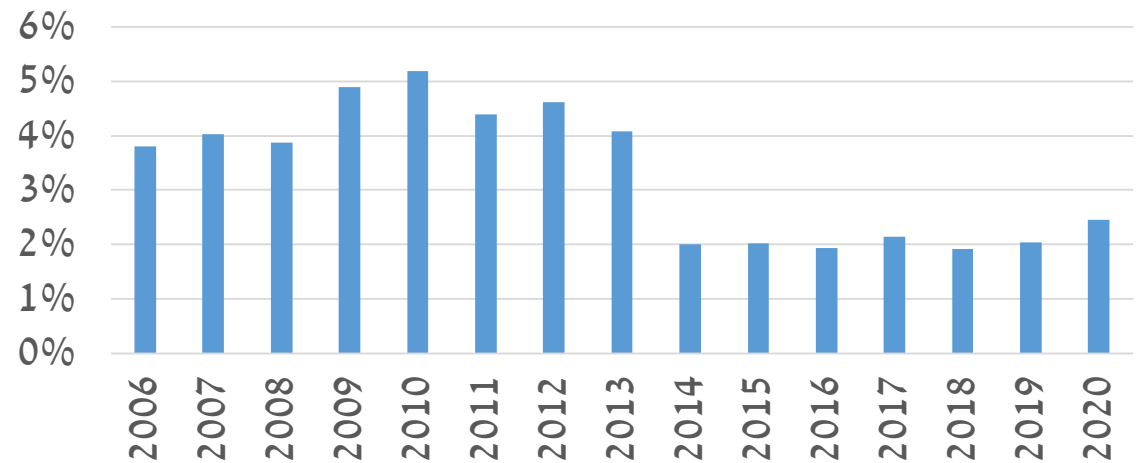


איגוח באירופה – אשראי שאינו משכנתאות

החלק של כל סוג אשראי בסה"כ היתרות שאוגחו,
סוף 2020



השיעור מהתוצר של יתרת האשראי
המאוגח, ללא משכנתאות





השפעות האיגוח על שוק האשראי



קיימות ראיות אמפיריות לכך שאיגוח משפיע על היצע האשראי

e.g. Altunbas et al (2009); Drucker and Puri (2009); Shivdasani et al (2011); Nadauld and Weisbach (2012); Carbo-Valverde et al (2015); Fuster et al (2015); Bonnacorsi et al (2016)



1. השפעה על הריבית

• (Nadault and Weisbach 2012) בוחנים את האפקט של איגוח על מחיר האשראי שמועמד לתאגידים

=> מוצאים שהמרווח על הלוואות שהסתברות שיאוגחו גבוה יחסית כגון: הלוואות בלון, הלוואות עם דירוג B והלוואות שהחיתום שלהם נעשה על ידי הבנק המוביל – נמוך בעד 30 נ"ב מהלוואות שהסתברות שיאוגחו נמוכה יותר.

“The results are consistent with the view that securitization caused a reduction in the cost of capital”



2. נזילות

- ספק אשראי מחזיק נכסים נזילים (מזומנים ושווי מזומנים), כדי להגיב במהירות לזעזועים בלתי צפויים
- בפרט, כשמדובר בספק אשראי קטן שהיכולת שלו לגייס מזומנים בשוק במהירות, פחותה
- שמירת המזומנים במאזן משתקפת בהיקף מצומצם יותר של אשראי שמועמד.



1. נזילות

- Loutskina (2011) מראה שספקי אשראי קטנים שתיק האשראי שלהם יכול להיות מאוגח בקלות רבה יותר ובכך להפוך לנכס נזיל, מרשים לעצמם להפחית את כמות המזומנים שהם מחזיקים כעתודה ולהגדיל את היקף האשראי שהם מעמידים.

“I use this new index to show that by allowing banks to convert illiquid loans into liquid funds, securitization reduces banks’ holding of liquid securities and increases their lending ability”



3. דרישות ההון

- ספקי האשראי נדרשים על ידי הרגולטור או מתומרצים על ידי השוק, לשמור רמה מינימאלית של יחס הלימות הון
- ספק אשראי שיחס הלימות ההון שלו קרוב לרמה הרגולטורית/האופטימלית, מוגבל בהיקפי האשראי החדש שהוא יכול להעמיד
- מכירת תיק האשראי מאפשרת לספק האשראי להתרחק ממגבלת ההון ולהעמיד אשראי חדש



4. ירידה באיכות החיתום

- ספק אשראי שיכול למכור תיק הלוואות מבלי לשאת בהפסדי האשראי שינבעו ממנו, מתומרץ להשקיע משאבים מוגבלים בבחינת רמת הסיכון של הלווה במועד חיתום ההלוואה



4. ירידה באיכות החיתום

• Keys et al (2010) מראים שהלוואות מאוגחות רושמות שיעורי דיפולט יותר גבוהים מאלו שאינן מאוגחות בעיקר כאשר:

✓ הלוואות שחיתומן דורש השקעת עלויות באיסוף "מידע רך" – "משכנתאות עם מסמכים חסרים". ספק אשראי שמעריך כי ההלוואה תימכר, נמנע מלהשקיע את העלויות הנוספות בעת החיתום

✓ הלוואות שמאוגחות לגורמים פרטיים ולא באלו המאוגחות לסוכנויות הממשלתיות

“Our findings suggest that existing securitization practices did adversely affect the screening incentives of subprime lenders”



4. ירידה באיכות החיתום

- Wang and Xia (2014) מוצאים כי הלוואות לעסקים שהסיכוי שיאוגחו גבוה, מועמדות עם קובננטים פחות הדוקים, ספקי האשראי מפקחים פחות על קיומם של הקובננטים, רמת סיכון של הלווים עולה ושיעורי הדיפולט בהלוואות אלו גבוהים יותר.

“Our results suggest that banks exert less effort on ex post monitoring when they can securitize loans”



דרכים להפחתת התמריץ לחיתום באיכות נמוכה

מהספרות עולה כי בהתקיים נסיבות מסוימות התמריץ של היזם לבצע חיתום באיכות נמוכה לאשראי מאוגח, פוחת:

- היזם ממשיך להחזיק בחלק מהסיכון של התיק המאוגח (Demiroglu et al, 2012; Begley et al, 2017)
- לספק האשראי צורך לבסס מוניטין כלפי המשקיעים כמי שמבצע חיתום נאות (Albertazzi et al, 2009)
- האיגוחים כוללים מספר יזמים – כל יזם נרתע מלהתבלט כמי שאיגח תיק עם דיפולט חריג (Keys et al, 2009)
- פרק זמן ארוך בין מועד יצירת ההלוואות לאיגוחן (Jiang et al, 2013; Elul, 2015)
- איגוח של אשראי מסוגים מסוימים - CLOs (Benmelech 2012) או LBOs (Shivdasani and Wang, 2012)



רגולציה

רגולציה נרחבת נועדה למתן את ההשפעה השלילית האפשרית על התמריצים של שחקנים בעסקת

איגוח:

רגולציות בולטות מהשנים האחרונות בהקשר זה הן:

- פרק האיגוח בחקיקת DODD FRANK בארה"ב בשנת 2011
- רגולציה שפורסמה על ידי האיחוד האירופי בשנת 2017.



תודה רבה על ההקשבה!