

הערכת הסיכונים של החוב החיצוני

אסף אורן

אחד המרכיבים החשובים ביותר בניתוח סיכון מדינה (Sovereign Risk Analysis) הוא ללא ספק ניתוח הסיכונים של החוב החיצוני. ניתוח החוב איננו משימה פשוטה ואחת המטלות החשובות ביותר של המחלקה הכלכלית בחברה היא לדעת לאמוד את הסיכונים הרבים הטמונים בחוב החיצוני.

מהו חוב חיצוני? – החוב החיצוני הוא סך ההתחייבויות של המשק במט"ח לנושים השונים, בין אם הם גופים רשמיים בינלאומיים – כגון קרן המטבע הבינלאומית, גופים בילטרליים רשמיים – כגון מדינות, בנקים או נושים פרטיים – כגון מחזיקי אג"ח. סך החוב החיצוני מורכב מחוב של הסקטור הציבורי – למשל אג"ח דולרי שהנפיקה ממשלת ישראל בשווקים הבינלאומיים, חוב השייך לבנקים, וגיוסים של חברות פרטיות במשק.

מסמך זה דן באופן בו יש לנתח את החוב החיצוני לטווח בינוני-ארוך (טב"א) של המדינה, ומיושם ע"י המחלקה הכלכלית בחברה. המסמך נתמך ברובו הגדול על המסקנות שנכתבו בדו"ח של קרן המטבע העולמית.¹

המסמך מורכב משלושה פרקים. הפרק הראשון משמש כמעין הקדמה קצרה, ומתמקד בזיהוי הבעיות שעל הכלכלן לאתר על מנת שיוכל להתחיל בהערכת יציבותו של החוב החיצוני. הפרק השני דן ביחסי החוב השונים המקובלים לניתוח החוב החיצוני של מדינות. הפרק השלישי של מסמך זה עוסק בהרחבה של ניתוח החוב החיצוני, ותפקידו הוא בעצם להשלים לנו את התמונה. בפרק זה אנו מביאים שיקולים נוספים הכרחיים שיש על הכלכלן לקחת בחשבון בבואו לנתח ולהעריך את הסיכון של החוב החיצוני.

אולם ראשית כל, צריכים אנו לשאול עצמנו "מהי המטרה בגיוס חוב במט"ח?" – התשובה לשאלה זו פשוטה יחסית וטמונה ברצונותיהן של הרשויות לעודד את הצמיחה והכלכלה של המדינה; גיוס כספי חוב במט"ח משפר את היכולת המימונית של הרשויות, ומאפשר להן מרחב פעולה גדול יותר והרחבת הפעילות העסקית שלהן. על פני זמן, המימון החיצוני מסייע לצמיחת התוצר במדינה ומשפר בסופו של דבר את רווחת הפרטים במשק. אך כאשר לא משלמים בזמן את החוב, מתחילות הבעיות – ופה הנושא הרחב של ניתוח החוב החיצוני מקבל משנה תוקף.

1. זיהוי הבעיה

הדרך המקובלת לנתח את יציבותו של החוב והתפקיד של מדדי החוב השונים היא ע"י זיהוי שתי בעיות מרכזיות: (1) בעיות בכושר הפירעון ו- (2) בעיות נזילות:

כושר פירעון (Solvency): כושר פירעון מוגדר כיכולתה של המדינה לשלם את התחייבויותיה על בסיס רציף. מבחינה תיאורטית, בהנחה שניתן לגלגל את החוב בפידיון, המדינה מוגדרת כבעלת כושר פירעון אם הערך הנוכחי של תשלומי הריבית נטו אינם עולים על הערך הנוכחי של תזרימים אחרים בחשבון השוטף (יצוא בפרט) בניכוי היבוא. אולם במציאות, מדינות מפסיקות לשלם את חובן הרבה לפני ההנחה לעיל. הן מפסיקות לשלם את חובן בנקודה שבה עלותו של שירות החוב גבוהה מדי עבור המדינה. לפיכך, יש עלינו להבחין בין הרצון לשלם את החוב לבין היכולת לשלמו בפועל, דבר שאיננו קל לבחינה.²

נזילות (Liquidity): בעיות של נזילות צצות כמעט תמיד במיקרים בהם קיימת סיבה טובה לא לשלם. ברם, קיימת גם אפשרות של בעיות נזילות המתעוררות כאשר ישנה התגשמות של ציפיות רעות ו- "ריצה אל הבנק". מצב זה קורה כאשר הנושים מאבדים את האמון שלהם, דבר היוצר לחץ על עתודות המט"ח של המדינה.³ למשל, כאשר ישנה ירידה חדה בהכנסות מיצוא, עלייה חדה בריבית (המקומית, הזרה) או עלייה חדה במחירי היבוא, צפויות להתעורר בעיות נזילות.

קיימים מספר מדדים הבוחנים את רגישות החוב החיצוני והם: (1) מרכיב הריבית והמרכיב המטבעי של החוב (2) מבנה פירעון החוב – טווחי פידיון (3) הזמינות לנכסים עבור תשלום החוב. כל המרכיבים הללו חשובים מאד בניתוח משברי נזילות.

ניתוח יציבותו של החוב החיצוני הוא בד"כ בראייה לטב"א. הניתוח מתבצע עפ"י רוב באמצעות הערכות

¹ External Debt Statistics – Guide For Compilers and Users (יוני 2003, IMF).

² Calvo (1996) ציין כי כושר פירעון דומה מאד לאמינות.

³ Obstfeld (1994), Krugman (1996).

אריתמטיות, אשר לוקחות בחשבון צפי של התנהגות המשתנים הכלכליים. כמו כן, נלקחים בחשבון פקטורים אחרים אשר (1) מגדירים את התנאים שבהם החוב והמדדים האחרים יתייצבו ברמה סבירה (2) הסיכונים העיקריים לכלכלה (3) הצורך והשליטה להתאמת המדיניות.

אי ודאות מאקרו-כלכלית כגון תחזית החשבון השוטף, וכן אי ודאות מדינית כגון מדיניות פיסקלית, הם המרכיבים העיקריים, עפ"י רוב, בבואנו להסיק את המסקנות לטב"א.⁴ המאזן בחשבון השוטף מאד חשוב לניתוח החוב החיצוני, מכיוון שאם קיים גירעון, פוזיצית החוב של המדינה עלולה להתערער ע"י עלייה משמעותית ביחס החוב לתוצר. במילים אחרות, המשך מימון הגירעון הרחב באמצעות הנפקת חוב נוסף יוביל בסופו של דבר להכבדה בנטל החוב.

2. יחסי חוב

יחסי חוב (Debt Ratios) פותחו בעיקר בכדי להצביע על סיכויי חוב פוטנציאליים, וע"י כך להביא לידי ניהול חוב תקין. יחסי חוב מצביעים על מגמות חשובות, והשימוש בהם נעשה עבור הטב"א, על מנת שנבחן אותם מזווית ראייה דינמית ולא נקודתית.

אנו צריכים לבחון את יחסי החוב בצירוף משתנים כלכליים עיקריים, בפרט צפי הצמיחה ושיעורי הריבית, אשר אחראים להגדרת תוואי החוב בטב"א. פקטור חשוב נוסף הוא באיזה היקף צמצום החוב אכן יעיל. קביעת מדד או גבול האמור לעזור לנו בקביעת סיכון החוב איננו מספיק. לעומת זאת, ניתוח החוב על-פני זמן ביחס למשתנים מאקרו-כלכליים אחרים יכול לסייע לנו לפתח שיטה של מעין "פעמוני אזהרה" לפני משבר חוב או קשיים בשירות החוב. נציין, כי השוואת מדדים אבסולוטיים הטרוגניים של החוב בין מדינות שונות איננו מאד יעיל, אך לעומת זאת, השוואה על בסיס הומוגני יותר של מדינות (לדוגמה, השוואה בין מדינות HIPC) יעיל הרבה יותר.

באופן גס, אנו מגדירים שתי קבוצות שונות של מדדי חוב:

קבוצת המשתנים הזורמים: מתבססת על משתנים זורמים (Flow Variables), כגון יחס החוב ליצוא הסחורות והשירותים או יחס החוב לתמ"ג, שכן ביחסים הללו המונה והמכנה הנם משתנים זורמים.

קבוצת המשתנים הבסיסיים: מתבססת על משתנים בסיסיים (Stock Variables), כלומר גם המונה וגם המכנה הנם משתנים בסיסיים.

יחס החוב ליצוא ויחס הערך הנוכחי של החוב ליצוא

Ratio of Debt to Exports and Ratio of Present Value of Debt to Exports

יחס החוב החיצוני ליצוא מוגדר כיחס של סך החוב בסוף תקופה (בד"כ שנה) ליצוא הסחורות והשירותים לכל שנה נתונה. יחס זה משמש אותנו כמדד ליציבות מכיוון שעלייה ביחס החוב ליצוא במשך הזמן, בהינתן ריבית מסוימת, מציין כי סך החוב של המדינה גדל בקצב מהיר יותר מאשר המקור הבסיסי של ההכנסה החיצונית של הכלכלה. לפיכך, למדינה צפויות בעיות בעמידה בהתחייבויות שלה בעתיד.

תרשים 1: מגמת התבדרות ביחס החוב החיצוני ליצוא



⁴ המסקנות מובאות בסקירות השנתיות של הקרן (Article IV).

עם זאת, השימוש בסך החוב בלבד יכול להיות מדד לא מדויק. לדוגמה, יחס החוב ליצוא צפוי לעלות במדינות המשתמשות בחוב החיצוני שלהן להשקעות בט"א, אולם לאחר שההשקעה מתחילה להניב פירות שניתן לייצא אותם, יחס החוב יקטן. אי לכך, תחזית של היצוא העתידי תסייע לנו בנושא זה. דוגמה קלאסית זו מחזקת את העובדה שאל לנו להסתמך על התמונה הרגעית של הכלכלה, כי אם לבחון מגמה.⁵

ישנן מדינות הנהנות מתנאי חוב מועדפים (Concessional Debt Terms),⁶ בעוד שמדינות אחרות משלמות ריבית גבוהה. עבור המדינות הללו, הנהנות מתנאי תשלום נוחים יותר, נהוג להשתמש ביחס חוב שונה מעט, על מנת שנוכל לנתח את נטל החוב האמיתי של אותה מדינה. אנו נשתמש בריבית הממוצעת על החוב או נחשב את הערך הנוכחי (PV) של החוב בריבית החזויה על קרן החוב. במילים אחרות, נמדוד את יחס הערך הנוכחי של החוב ליצוא. במדינות HIPC,⁷ לדוגמה, נשתמש במודל זה. עלייה בערך הנוכחי של יחס החוב ליצוא מהווה סימן לכך שהמדינה בתוואי חוב לא יציב.

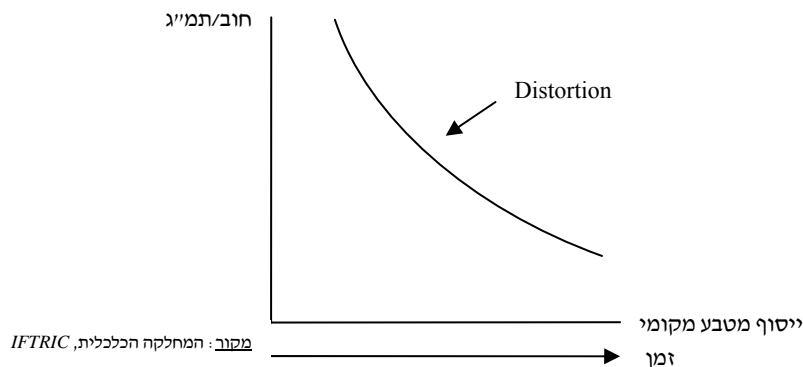
יחס החוב לתמ"ג ויחס הערך הנוכחי של החוב לתמ"ג

Ratio of Debt to GDP and Ratio of Present Value of Debt to GDP

יחס החוב החיצוני לתמ"ג מוגדר כיחס של סך החוב החיצוני בסוף שנה לתוצר המקומי הגולמי השנתי. זהו אחד היחסים הפופולריים ביותר למדידת נטל החוב החיצוני, והוא נחשב למדד אמין על פני זמן. עם זאת יש לציין, כי מדינה יכולה להיות בעלת יחס חוב ליצוא גבוה, ובאותו הזמן עם יחס חוב לתמ"ג נמוך. כיצד זה יתכן? – מצב זה אפשרי בכלכלה בה נתח היצוא מהתוצר קטן באופן יחסי, או במילים פשוטות מדינות שאינן מוטות יצוא. דוגמה זו מרמזת לנו כי אין זה מומלץ להסתמך על יחס חוב בודד, וכי עלינו להשוות בין יחסי החוב השונים ולבדוק מה הגורם לשוני ביניהם.

בעוד שיחס החוב לתמ"ג חסין בפני ביקורת הקשורה ליצוא הוא אמין פחות במצבים של ייסוף או פירות ריאליות של המטבע, דבר הפוגע בתמ"ג (במכנה), כפי שנוכל לראות בתרשים להלן:

תרשים 2: היווצרות עיוותים ביחס החוב החיצוני לתוצר



ביחס הערך הנוכחי של החוב לתמ"ג, המונה מוערך ע"י חיזוי תשלומים עתידיים בהינתן ריבית חסרת סיכון (בדומה ליחס הערך הנוכחי של החוב ליצוא בסעיף הקודם).

יחס הערך הנוכחי של החוב להכנסה הפיסקלית

Ratio of Present Value of Debt to Fiscal Revenue

יחס הערך הנוכחי של החוב להכנסה הפיסקלית מוגדר כיחס של תשלומי חוב עתידיים בניכיון ריבית שוק חסרת סיכון להכנסה הפיסקלית השנתית. אנו נעזרים במדד זה לבדיקת יציבותו של החוב במדינות פתוחות יחסית, המתמודדות עם נטל פיסקלי כבד של חוב חיצוני. בתנאים אלו, יכולתה של הממשלה לגייס הכנסה מקומית הינה רלבנטית ולא תימדד ביחס החוב לתוצר או ליצוא. עלייה באינדיקטור זה על

⁵ דוגמה נוספת היא אפקט הפירות על ההכנסות מיצוא, המתוארת ע"י עקומת J הידועה, הגורסת כי השיפור במאזן המסחרי כתוצאה מהפירות ילווה בהתחלה בהרעה במאזן המסחרי.
⁶ Concessional Debt מוגדר כחוב שניתן למדינה מסוימת בתנאים מועדפים, ע"י ריבית נמוכה יותר מהריבית המקובלת בשוק או מתן תקופת חסד (grace), או שילוב של הנייל.
⁷ ראשי תיבות של Heavily Indebted Poor Countries. הכוונה היא למדינות הנחשבות ע"י הגופים הבינלאומיים הרשמיים כמדינות עניות בעלות חוב חיצוני גבוה מאד, אשר זכאיות לקבל תמיכה בינלאומית בתנאים מועדפים.

פני זמן מציינת שלמדינה עלולות להיות בעיות תקציב בתשלומי החוב שלה.

יחס שירות החוב ליצוא

Ratio of Debt Service to Exports

יחס שירות החוב ליצוא מוגדר כיחס של שירות החוב החיצוני (קרן וריבית) בט"ק ובטב"א ליצוא הסחורות והשירותים במשך שנה. אנו משתמשים במדד פופולרי זה לקביעת יציבותו של החוב, מכיוון שהוא מציין את היקף הכנסות המדינה אשר תשמשנה לשירות החוב. באופן זה, נוכל להעריך באיזו מידה ההתחייבויות על שירות החוב רגישות לירידה בלתי צפויה ביצוא. במילים אחרות – כושר הספיגה של המשק.

יחס זה נוטה לשים דגש על מדינות עם חוב חיצוני לט"ק גבוה יחסית, שכן ככל שנתח החוב לט"ק מסך החוב החיצוני גדול יותר, כך מידת הפגיעות בתזרים שירות החוב גבוהה יותר. לאורך זמן, מדד זה נותן תמונה טובה בהערכת הסיכונים של החוב החיצוני.

עם זאת, ליחס שירות החוב ליצוא מספר מגבלות כמדד לפגיעות חיצוניות: המגבלה הראשונה היא שתשלומי הקרן על החוב לט"ק אינם נכללים בשירות החוב. יתרה מזאת, הנתונים על החוב של הסקטור הפרטי אינם תמיד מדויקים.

מגבלה שנייה וחשובה קשורה לכך שמדינות רבות ביצעו ליברליזציה בסחר החוץ, כך שהן מייצאות חלק גדול יותר מהתפוקה שלהן. אך באותו זמן, מדינות אלו גם מייבאות יותר, ובמקרים רבים תכולת היבוא מהיצוא עולה. אי לכך, יחס שירות החוב ליצוא עלול להיות מוטה כלפי מטה במדינות עם נטייה גבוהה יותר ליצוא, שכן העלייה המהירה יותר ביבוא מחלישה את המאזן בחשבון השוטף.

מגבלה שלישית היא שהרעיון של יחס זה מסכם הן את נושא הפירעון והן את נושא הנזילות. מבחינה אנליטית, יחס זה פחות טוב ממדדים אחרים הבוחנים רק את מידת הפירעון (כגון היחס בין תשלומי הריבית ליצוא) או הנזילות (כגון היחס בין עתודות המט"ח לחוב לט"ק).

יחס עתודות מטבע החוץ לחוב לטווח קצר

Ratio of International Reserves to Short-Term Debt

יחס זה הוא אינדיקטור טהור של נזילות, ומוגדר כיחס בין סך עתודות המט"ח הפנויות ברשות המוניטרית לבין החוב החיצוני לט"ק.⁸ יחס זה שימושי מאד בעיקר להתאמת הרזרבות (Reserves Adequacy), בפרט במדינות עם גישה טובה באופן יחסי לשווקים הבינלאומיים.

יחס זה מציין האם עתודות המט"ח עברו את תשלומי החזרי הקרן ותשלומי הריבית על החוב החיצוני לט"ק, ט"ב, וט"א במשך שנה אחת. במילים אחרות, היקף יכולתה של הכלכלה לעמוד בכל תשלומי הקרן לנושים החיצוניים בשנה הקרובה באמצעות שימוש בעתודות המט"ח שלה. באמצעות יחס זה אנו מודדים את רמת היתרות המאפשרת למשק להתקיים מבלי לחדש את הלוואותיו החיצוניות. כלומר, כמה זמן יוכל המשק להתקיים מבלי לקבל מימון חיצוני, במידה ונותק מהיכולת לקבל מימון שכזה בשל התפתחויות הפוכות בשווקים הבינלאומיים (נניח, לדוגמה, שישראל באופן פתאומי לא תצליח לגייס כספים בשווקים הבינלאומיים בשל פרוץ מלחמה).

אגב, עובדה מעניינת היא שבמודלים התיאורטיים, מבנה הפירעון של החוב הציבורי החיצוני איננו רלבנטי, מכיוון שההנחה במודלים הללו היא שהשווקים מושלמים – דבר שכלל אינו מדויק במציאות.⁹

הסיכון הכרוך בעלייה משמעותית בחוב לט"ק ביחס לעתודות המט"ח יכול להיות חמור, אפילו במדינות שאין להן בעיות של פירעון החוב. אחת המסקנות שאנו מסיקים מיחס זה היא שמדינות עם חוב גדול לט"ק ביחס לעתודות המט"ח מושפעות בקלות יותר ורגישות יותר למשברי נזילות. כך, חוב לט"ק הגדול מעתודות המט"ח מגביר את החשיפה למשבר נזילות.

חשוב להבין מספר דברים ממדד זה: (1) חוב לט"ק גבוה ביחס לעתודות המט"ח איננו בהכרח מוביל למשבר, שכן לשווקים מפותחים רבים ישנו יחס חוב גבוה יותר מאשר לשווקים מתעוררים (2) לאינדיקטורים מאקרו-כלכליים, כגון הגירעון בחשבון השוטף ושער החליפין הריאלי, תפקיד חשוב בעניין זה (3) יש לתת את הדעת על משטר שער החליפין במדינה. שע"ח נייד, לדוגמה, מוריד את ההסתברות ואת עלותו של משבר נזילות, במידה וזה פורץ (4) היחס מניח שעתודות המט"ח שנמדדו אכן פנויות ויכולות

⁸ החוב החיצוני לט"ק מחושב על בסיס "פירעון נותר" (Remaining Maturity – RM). ראה פירוט בפרק הבא.

⁹ במודלים מאקרו-כלכליים רבים נהוג להניח לשם פשטות, כי הממשלה מתנהגת "באופן סביר", כלומר אין גירעון תקציבי ואין חוב ציבורי או לכל היותר קיים חוב נמוך וקבוע.

לעמוד לרשות המדינה בפני ההתחייבויות. דבר זה איננו בהכרח נכון.

3. שיקולים נוספים בניתוח החוב החיצוני

עד כה דנו בסך החוב החיצוני ושירותו, ובאפשרות לעמוד בתנאי החוב החיצוני. אולם, אינפורמציה זו איננה מספקת, ויש עלינו לבחון את רגישותו ופגיעותו של החוב באמצעות כלים נוספים העומדים לרשותנו.

המחלקה הכלכלית בחברה מתייחסת להיבטיו השונים של החוב מעבר ליחסי החוב המקובלים אשר הוצגו בפרק הקודם, ובהערכת סיכונים החוב נלקחות בחשבון מסקנותיו של הכלכלן מניתוח הרכב החוב, ההכנסה החיצונית, הנכסים החיצוניים, נגזרים פיננסיים, ומבנה הנושים.

הרכב החוב החיצוני (Composition of External Debt)

להרכבו השונים של החוב החיצוני תפקיד חשוב בניתוח האנליטי, והכלכלן נדרש להפעיל מחשבה רבה על השלכותיו של הרכב החוב. בפרט, על הכלכלן לקחת בחשבון את האינפורמציה הבאה: מיהו הלווה, הרכב החוב לפי קטגוריה פונקציונלית, סוג המכשיר הפיננסי שבו נעשה השימוש לצורך ההלוואה, מתי מתבצע הפדיון, התמהיל המטבעי של החוב, האם קיים ריכוז תעשייתי על החוב, ופרופיל שירות החוב.

הלווה הציבורי

באופן מסורתי, היינו רגילים לחוב המונפק ע"י הסקטור הציבורי, אולם במהלך שנות ה-90 צפינו בהתרחבות עצומה של המנפיקים (הלווים) הפרטיים באמצעות שוקי ההון. לתופעה זו השלכות מהותיות על ניתוח החוב, בכללן איסוף מידע על הסקטור הלווה.

ישנו הסיכון, שהסקטור הציבורי יחדל מלשלם על התחייבויותיו החיצוניות. סיטואציה זו עלולה להוביל לירידה חדה בזרימת ההשקעות אל כלכלת המדינה הלווה, שכן מצב זה מעכיר את האווירה הכלכלית במדינה, אשר מאפשרת את קיום אותו שוק של לוויים פרטיים. לפיכך, אינפורמציה על החוב הציבורי החיצוני והחוב החיצוני לט"ק הינה חיונית מאד.

טיבו של המוסד הפיננסי

נושא חשוב נוסף הוא טיבם של המוסדות הפיננסיים, שכן לרוב המוסדות הפיננסיים רמת מינוף גבוהה, משמע שרוב הנכסים ממומנים ע"י התחייבויות. לכן, חשוב לנו לבחון את טיבם של הבנקים, על מנת שנוכל לאמוד את ההשלכות לגבי יכולתם של הבנקים לעמוד במשיכות גדולות. לדוגמה, נתונים על הרכב הנכסים וההתחייבויות חשוב לבנקים, בפרט אינפורמציה על מבנה הפירעון ו/או חוסר התאמת פירעונות. כל אלו חיוניים לניתוח החוב החיצוני, שכן הם מספקים תובנה לגבי מידת הפגיעות למשיכות גדולות ומידת הרגישות לשינויים בריבית ובשער החליפין.

מוסדות ציבוריים שאינם פיננסיים (NFPS)

חדלות פירעון של מוסדות גדולים שאינם פיננסיים, אשר לוו בשווקים הבינלאומיים (למשל, הנפקת אג"ח בשווקים הבינלאומיים של חברת החשמל), עלולה ליצור עלויות גבוהות לממשלה, במידה וזו תחליט להתערב, וכך גם להשפיע לרעה על דירוגה. בכל מיקרה, הצורך לשרת את החוב מצד החברות הללו ישפיע על מצב הנזילות של הכלכלה.

ערבויות

אספקת ערבויות אף היא עשויה להשפיע על התנהגות הכלכלה. הממשלה יכולה לערוב ללקיחת ההלוואות של הסקטור הפרטי ולסייע בביטוח פיקדונות. כמו כן, הסקטור הפרטי נעזר לפעמים בבנקים כערבים ללקיחת ההלוואות בחו"ל.

מיון פונקציונלי

יש גם לתת את הדעת על המיון הפונקציונלי של החוב המובא במאזן התשלומים (בחשבון הפיננסי), אשר מקבץ את מכשירי החוב לארבע קבוצות: (1) השקעה ישירה (2) השקעה בתיק ני"ע (3) נגזרים פיננסיים (4) השקעה אחרת.

בהשקעות ישירות (FDI) אנו רואים פחות תנודתיות בעתות משבר, מכיוון שההשקעות הללו נמנות עם השקעות לטב"א. ההשקעות בתיק ני"ע כוללות בהגדרתן חוב סחיר, וההשקעות האחרות כוללות בהגדרתן את כל שאר מכשירי החוב. על ההשפעה של הנגזרים הפיננסיים נרחיב מאוחר יותר.

סוג מכשיר החוב

סוגיה נוספת קשורה לסוג מכשיר החוב שהלווה יבחר להנפיק, אשר תלוי ברצונם של הנושים וברצונו של המנפיק עצמו. נציין, כי על אף שמניות אינן מוגדרות כמכשירי חוב, דיבידנד על המניות נחשב כחלק משירות חוב, ולכן ישנו גם הצורך לפקוח עין על הפעילות המנייתית.

הרכב הפירעון

נושא מהותי בניתוח החוב החיצוני הוא הרכב הפירעון של החוב, אשר חשוב לנו מאד לבחון, שכן יכולה להיות לו השפעה גדולה על מצב הנזילות. נתח גדול של החוב לט"ק נתפס כגורם מאד שלילי, ועלול בקלות יחסית להגביר את פגיעותה של הכלכלה בעתות שפל כלכלי. לדוגמה, כלכלה שבה חלק ניכר מהחוב הוא חוב לט"ק, עלולה להיפגע מאד במידה ותחול תפנית שלילית באופן פתאומי אצל ציבור המשקיעים ("ציפיות רעות המגשימות עצמן").

חשוב להבחין בין חוב לט"ק על בסיס פירעון מקורי (*Original Maturity*), כלומר חוב שהונפק עם פירעון לשנה או פחות, לבין חוב לט"ק על בסיס פירעון נותר (*Remaining Maturity*), כלומר סך ההתחייבויות הנופלות בשנה הקרובה או פחות. נתונים על בסיס הפירעון המקורי (*OM*), המספקים מידע על תנאי החוב האופייניים ועל מבנה החוב, ועוקבים אחרי שינויים בתנאים הללו, מספקים לנו אינפורמציה מועילה על העדפות הנושים ועל התפוצה הסקטוריאלית שלהם. נתונים על בסיס הפירעון הנוותר (*RM*) מספקים לנו ולמקבלי החלטות אינפורמציה על פירעון ההתחייבויות, כלומר מבנה הנזילות.¹⁰

פרמיית הסיכון

הלווה יהיה מעוניין בערך הנומינלי של החוב שלו, ולפיכך מומלץ לו לעקוב אחר ערך השוק (Market Value) של החוב שלו. ערך השוק ופרמיית הסיכון מעל לריבית חסרת הסיכון מספקים אינדיקציה ללווה על יכולתו לשרת את חובו. מידע זה חיוני, מכיוון שהוא עשוי להשפיע על נטילת הלוואות נוספות בעתיד.¹¹

התמהיל המטבעי

ההרכב המטבעי של החוב גם כן חשוב מאד בניתוח החוב החיצוני. חוב חיצוני המורכב ברובו ממטבע יחיד, למשל הדולר האמריקני, מגביר את החשיפה לתנודתיות ומעלה את סיכון החוב. עם זאת יש לציין, שכל ניתוח של ההרכב המטבעי של החוב צריך לקחת בחשבון את היקף הרכב הנכסים וההכנסה במט"ח, ביחד עם הפוזיציות של הנגזרים הפיננסיים צמודי המט"ח.

הרכב הריבית

להרכב הריבית של החוב הן לט"ק והן לטב"א, ישנו גם כן תפקיד חשוב בניתוח החוב החיצוני. לעלייה חדה בריבית לט"ק (כמו למשל בשנות ה-80) עלולות להיות השלכות עמוקות על העלות הריאלית של החוב, בפרט אם חלקו הגדול של החוב הוא חוב בריבית ניידת.

הריכוז התעשייתי

עלינו גם לתת את הדעת על הריכוז התעשייתי של החוב החיצוני. במידה והחוב איננו מגוון דיו, ומתרכז סביב תעשייה מסוימת, זעזועים כלכליים כגון ירידה בביקוש העולמי עבור מוצרים מסוימים תעלה את סיכון החוב.

פרסום נתונים על שירות החוב

על מנת לפקח על שירות החוב, הסכומים לתשלום חשובים לנו יותר מאשר ערך השוק של החוב. אולם, ברוב המקרים אין אנו יכולים לדעת את גובה התשלומים העתידיים בוודאות מלאה, שכן הסכומים הללו יכולים להשתנות בהתאם לגובה הריבית הניידת על החוב, שער החליפין, וכן במקרים של חוב עם תנאים מיוחדים (*Put or Call Option Debt*). לפיכך, בפרסום נתונים על שירות החוב העתידי, יש לקחת בחשבון את כל הני"ל.

פיגורים בתשלומי החוב

אחד הסימנים בכלכלה של התחלה בקשיי שירות החוב הוא כאשר רמת הפיגורים נמצאת בתוואי עלייה הן ביחס לחוב החיצוני והן ביחס לסך שירות החוב. במקרים כאלו, נתונים מקיפים על המוסדות וכלי החוב

¹⁰ P. Manasse, N. Roubini, A. Schimmelpfennig השתמשו הן בנתונים של OM והן בנתונים של RM בעבודתם "Predicting Sovereign Debt Crises", *IMF Working Paper*, נובמבר 2003.

¹¹ מדד ה-EMBI+, ראשי תיבות של Emerging Market Bond Index, הינו אחד המדדים הפופולריים לקביעת פרמיית סיכון.

עשויים לסייע באיתור מקורות הקושי.

תפקיד ההכנסה (The Role of Income)

בבואנו לנתח את החוב החיצוני, צריכים אנו לתת את הדעת על ההכנסה העתידית, שכן היא משפיעה על יכולתו של הלווה לשרת את החוב. באופן מסורתי, ההתמקדות נעשית בהכנסות מיצוא הסחורות והשירותים. לפיכך, השאלה ששואל עצמו הכלכלן הינה: "עד כמה ההכנסות מהיצוא מכסות את החוב החיצוני או את שירות החוב?" חשוב לציין, כי גיוון במקרה זה הינו חיוני, כמובן, וכמו כן גם ההרכב המטבעי של החוב עשוי להיות רלבנטי.

בנוסף, אנו צריכים לקחת בחשבון את השימוש במימון החיצוני, אשר משפיע על ההכנסה העתידית שממנה משולם החוב, או המילים פשוטות – לאיזו מטרה מוגדר החוב. אם השימוש בחוב נועד למימון פעילות לא יצרנית, לדוגמה, אזי ההכנסה העתידית עלולה לקטון מהיקפה הנדרש לתשלום החוב. אולם השאלה שאנו צריכים לשאול עצמנו איננה בדיוק השימוש הספציפי של החוב החיצוני, אלא מידת היעילות של סך ההשקעות בכלכלה המדוברת, ומידת התרומה למדדים כלכליים כגון שיעורי צמיחת התוצר והיצוא.

תפקיד הנכסים (The Role of Assets)

כפי שצוין קודם לכן, עלינו לבחון את החוב גם בהקשר לנכסים החיצוניים של המשק, המסייעים לשרת את החוב; הנכסים מייצרים הכנסה וניתן למכור אותם בכדי לעמוד בדרישת הנזילות.¹²

נכסי הרזרבה החיצוניים מורכבים עפ"י הגדרתם מנכסים חיצוניים זמינים הנמצאים בשליטת הרשות המוניטרית למימון ישיר עבור תשלומי חוסר-איזון (Payments Imbalances). בשל תפקידם החשוב, קרן המטבע חיזקה את דרישת השקיפות של פרסום הרשויות המוניטריות בכל הנוגע לנזילות הבינלאומית של המדינה.¹³

פעילותם ההולכת וגדלה של גופים פרטיים בשווקים הבינלאומיים בעשור האחרון מאפשרת להם לרכוש נכסים חיצוניים כמו גם התחייבויות חיצוניות. אופיים המגוון של הנכסים החיצוניים של הסקטור הפרטי מרמז על כך שהם שונים מנכסי הרזרבה. למשל, הנכסים החיצוניים של הסקטור הפרטי אינם אמורים להיות מחולקים בין יוזמות פרטיות וסקטוראליות באופן כזה שהם יוכלו לשמש לספיגת צרכי הנזילות של הסקטור הפרטי, אולם נוכחותם של נכסים אלו צריכה להילקח בחשבון בניתוח החוב החיצוני של המדינה. גישה אחת היא להציג את החוב החיצוני נטו עבור כל סקטור מוסדי, וכך להשוות את הייחוס של המוסד וריכוז הנכסים החיצוניים בצורה של מכשירי חוב עם החוב החיצוני. אולם, כאשר אנו עורכים השוואה בין חוב לנכסים, יש לקחת בחשבון את נזילותם ואיכותם של הנכסים הללו, וכמו כן את ההרכב הפונקציונלי והאינסטרומנטלי של הנכסים.

ההרכב הפונקציונלי

הדבר החשוב מכל הוא שהנכסים הללו יהיו נזילים או שיוכלו ליצור הכנסה (או שניהם כמובן). לפיכך, אינפורמציה על ההרכב הפונקציונלי של הנכסים הללו הינה מידע חשוב לניתוח החוב. למשל, נכסי השקעה ישירה (FDI) מייצרים הכנסה אך הרבה פעמים הם אינם נזילים. באופן מסורתי, השקעות ישירות אינן נזילות בט"ק או שהמשקיע צריך לקחת בחשבון את ההשלכות של משיכת הנכסים בחזרה.

השקעות בתיק ני"ע, לעומת זאת, מוגדרות כסחירות. בעוד שהשקעות כגון הלוואות ואשראי מסחרי מייצרות הכנסה ופחות נזילות מהשקעות בתיק ני"ע, תאריך הפירעון שלהן עשוי להיות חשוב, מכיוון שערך הנכסים בט"ק ממומש מוקדם.

איכות הנכסים

לניתוח יעיל של החוב, חשוב שגם נדע להעריך את איכות הנכסים. באופן עקרוני, קיים קשר ישיר בין איכות הנכסים למחירם, אך גם מידע מוקדם על מנפיק החוב ו/או על המדינה יכול לרמוז על איכות הנכס ועל זמינותו בעתות משבר.

התמהיל המטבעי של הנכסים

התמהיל המטבעי של הנכס, יחד עם זה של החוב, מספק מושג על ההשלכות על הכלכלה משינויים בשערי

¹² ה- IFS מפרסם את נתוני הנכסים החיצוניים לעומת ההתחייבויות החיצוניות תחת הקטגוריה IIP (שורות 79jld-79aad). בנק ישראל מפרסם אף הוא באתר האינטרנט את נתוני הנכסים וההתחייבויות של המשק הישראלי כלפי חו"ל:

http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/pik_mth/pikmth_h.htm

¹³ ניתן לראות פירוט של הנזילות הבינ"ל של ישראל באתר של בנק ישראל:

<http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/mth/imf/imfdata.htm>

החליפין השונים. בפרט, מספק התמהיל המטבעי מידע על השפעת ההון (Wealth Effect) כתוצאה משינויים בשער החליפין.

נגזרים פיננסיים וחוזי רכישה מחדש (Relevance of Derivatives and Repos)

לצמיחה של הנגזרים הפיננסיים בשווקים הבינלאומיים השלכות על ניהול החוב וניתוחו. השימוש בנגזרים נעשה למטרות ניהול סיכונים, גידור, ארביטראז', ולמטרות ספקולטיביות. מנקודת המבט של ניהול הסיכונים, הנגזרים הפיננסיים עשויים להיות זולים ויעילים יותר ממכשירים פיננסיים אחרים. הסיבה לכך נעוצה בעובדה שאנו יכולים להשתמש בנגזרים בצורה ישירה על מנת להסיר סיכון ספציפי. למשל, אנו יכולים לגדר הלוואה במט"ח באמצעות נגזרים פיננסיים צמודי מט"ח, וע"י כך להסיר חלק או את כל החשיפה המטבעית. באופן דומה, באפשרותנו להקטין חשיפה הנובעת מהלוואות שניתנו בריבית ניידת באמצעות עסקאות "החלף" (Swapping) לריבית קבועה ע"י חוזה החלפה על הריבית.

הנגזרים הפיננסיים משמשים גם למטרות ספקולטיביות וארביטראז', המסייעים בהוספת נזילות לשווקים ומקלים על נושא הגידור. אולם יש ליזכור, כי ההפסד במקרים אלו עלול להיות כבד מאד ולהעלות את פגיעותה של הכלכלה.

הסכמי רכש חוזרים (Repurchase Agreements or "Repos") גם כן מסייעים לשיפור ניהול הסיכון והארביטראז'. ה-Repo נועד עבור מתן הלוואה לט"ק מאד – בד"כ יומיים. ה-Repo הוא חוזה למכירה של ני"ע מסוים (עפ"י רוב ני"ע ממשלתי) והתחייבותו של המוכר לרכוש בחזרה את אותו הנייר במחיר גבוה יותר.¹⁴

מידע על הנושים (Information on the Creditor)

לסיום, המידע על הנושים אף הוא חשוב לנו לניתוח החוב החיצוני, מהסיבה הפשוטה שלנושים השונים קיימים מניעים שונים. המידע הרלבנטי ביותר לגבי הנושים הוא מאיזו מדינה ומאיזה סקטור מגיעים אותם הנושים.

הסקטור ממנו מגיעים הנושים

באופן מסורתי, ניתוח החוב התמקד על הסקטורים השונים, בפרט הסקטור הרשמי, בנקים, וסקטורים אחרים (פרטי בעיקר). החשיבות של הפילוח לסקטורים באה נוכח הרמות השונות של הקושי להשגת הסדר חדש לחוב במקרה של קשיים בתשלומי החוב. למשל, משא ומתן על פריסת חוב תהיה שונה בהתאם לנושים השונים. לדוגמה: הסקטור הרשמי ובנקים נמנים על קבוצה קטנה יחסית של נושים, ובאפשרותם להתדיין עם הלווים באמצעות פורומים כגון מועדון פריס (עבור הסקטור הרשמי) ומועדון לונדון (עבור הבנקים). לעומתם, נושים פרטיים אחרים מורכבים בד"כ מפרטים רבים ומגוונים יותר.

בנוסף, הסקטור הציבורי יכול לשמש כערב לחובות השייכים לסקטור הפרטי הזר. בד"כ מצבים אלו שייכים לחברות המספקות אשראי ליצוא, במקרים בהם חברת האשראי משלמת ליצואן כאשר זה לא קיבל את התשלום המיועד לו. במקרה של חדלות פירעון, הנושה האולטימטיבי הוא הסקטור הציבורי (במידה, כמובן, וחברת האשראי היא ציבורית).

המדינה ממנה מגיעים הנושים

המדינה ממנה מגיעים הנושים מספקת לנו גם כן מידע חשוב לניתוח החוב. הסיבה נעוצה בעובדה שקיים פוטנציאל של "הדבקה" (Contagion), כאשר במדינה של הנושים פורץ איזושהו משבר. במצבים אלו, אם הנושים העיקריים הם ממדינה אחת או שתיים בלבד, אזי במקרה של בעיות בחוב החיצוני של המדינות הללו, יכולים הנושים למשוך את המימון מהמדינות שלהן הלוו את הכספים.

¹⁴ הסבר מפורט על Repo ניתן למצוא בספר "שוק ההון וניירות ערך", משה בו-חורין (1996), עמ' 62.