



מבט מקרוב על:

פרמיית הסיכון

טל ביבר - מחלקת מטבע חוץ

נכס "חסר סיכון" מוגדר כנכס ממשלתי בעל אורך חיים זהה לאותה הלוואה או איגרת חוב. בנכסים דולריים נהוג להשתמש לצורך זה באיגרות החוב של ממשלת ארצות הברית (דיאגרמה 1). הרכיב העיקרי המשפיע על גובהה של פרמיית הסיכון הוא הסיכון לפשיטת רגל של הלווה. גורם נוסף המשפיע עליה הוא השוני בניזילות בין נכס בלי סיכון לנכס בעל סיכון - דהיינו האפשרות לממש את האחרון בלי לספוג הפסדים מפאת חוסר קונים.

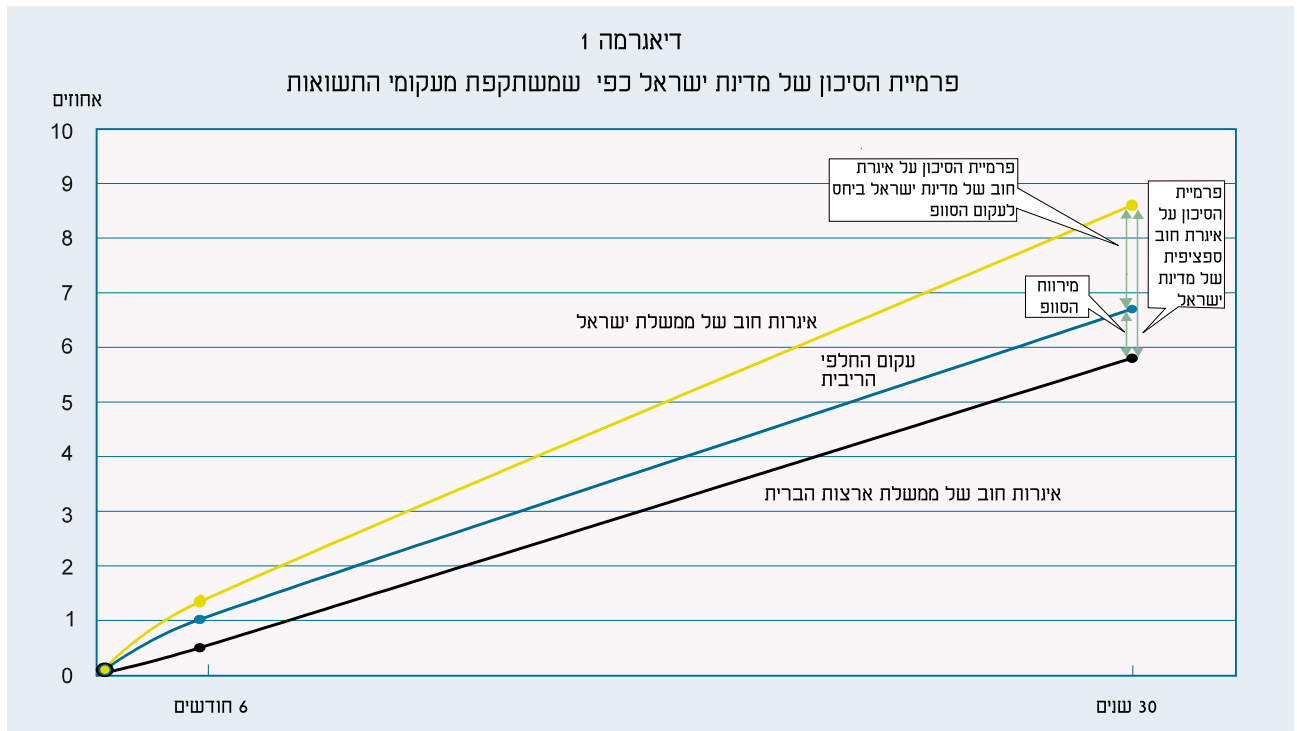
בניתוח פרמיית הסיכון נוהגים להבחין בין שני רכיבים עיקריים: (1) הפער הנובע מהסיכון הספציפי של המנפיק, הנמדד באמצעות הפער בין תשואת איגרת החוב המוערכת לבין עקום התשואות בשוק החלפי הריבית (swap); (2) הפער הנובע מסיכונים האשראי של השוק והניזילות ברגע נתון, פער המכונה מירווח סוופ ונמדד על פי ההפרש בין עקום

הרכיב העיקרי המשפיע על גובהה של פרמיית הסיכון הוא הסיכון לפשיטת רגל של הלווה.

בחודשים האחרונים התרחב הדיון הציבורי בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל. מטרת המאמר היא להסביר מהי פרמיית הסיכון והשלכותיה על המדיניות המוניטרית.

מהי פרמיית סיכון?

המושג פרמיית הסיכון משמש בהקשרים שונים. "פרמיית הסיכון" בהקשר המסורתי של מבנה עקום התשואות של איגרות חוב היא שיעור הפיצוי שדורש המשקיע עבור סיכון האינפלציה עד לפירעון האיגרת, והיא, לפי אחת התיאוריות, גורם מרכזי במבנה העקום. פרמיית סיכון נדרשת גם בגין סיכון שער החליפין, שהוא אחד הגורמים לפערים בין עקומי התשואות של מטבעות שונים. פרמיית הסיכון הנדונה במאמר זה היא תוספת התשואה שדורשים המשקיעים על הלוואות ואיגרות חוב של חברות או מדינות במטבע מסוים מעבר לתשואה על נכס "חסר סיכון".



ואיזה חלק הוא תוצאה משינוי באיכות האשראי של המנפיק עצמו או בנזילות של האיגרת.

חיבורם של שני הרכיבים שהוזכרו לעיל - פרמיית הסיכון לאיגרת החוב הספציפית ביחס לעקומת הסוּפ ומירווח הסוּפ - נותן את פרמיית הסיכון לאיגרת החוב הספציפית.

פרמיית הסיכון שקובע השוק למנפיק מסוים מושפעת מדירוג האשראי שחברות הדירוג המובילות (Moody's, S&P) קובעות לו: דירוג אשראי גבוה יזכה את הלווה בפרמיית סיכון נמוכה, ומכאן נובעת השאיפה של המנפיק לדירוג אשראי טוב.

לעיתים פרמיית הסיכון יכולה להיות תנודתית גם אם לא חל שינוי במידע הפיננסי על המנפיק עצמו, וזאת משום שהפרמיה מושפעת מהמצב של שוקי ההון.

חשיבותה של פרמיית הסיכון ורמתה

שינוי פרמיית הסיכון על הלוואות (ממשלתיות ופרטיות) שהמשק הישראלי נוטל בחו"ל משפיע על העלות ועל הגישה להון בשווקים הבין-לאומיים, דבר שהוא חשוב היום במיוחד, עקב גידולים של זרמי ההון הבין-לאומיים. זאת ועוד, בדומה לדירוג האשראי, פרמיית הסיכון משמשת מעין "חלון ראוה" שבו "מוצגת" היציבות הפיננסית של הלווה והיא גורם בהחלטות השקעה של משקיעים בין-לאומיים במדינה המדורגת. גידול של פרמיית הסיכון

הוא איתנות שלילי למשקיעים.

פרמיית הסיכון היא אחד האינדיקטורים בקביעת המדיניות המוניטרית. ראשית, חשוב לעקוב אחר תמחור הסיכון של מדינת ישראל על ידי משקיעים בעולם: עלייה פתאומית של הפרמיה תאותת על בעיה. שנית, שיעורי הריבית במטבע חוץ, הכוללים את פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון משמשת מעין "חלון ראוה" שבו "מוצגת" היציבות הפיננסית של הלווה והיא גורם בהחלטות השקעה של משקיעים בין-לאומיים במדינה המדורגת. גידול של פרמיית הסיכון הוא איתנות שלילי למשקיעים.



התשוואות בשוק החלפי הריבית לבין עקום התשוואות על נכס חסר סיכון¹. לדוגמה: באוגוסט 1998 התרחב מירווח

הסוּפ, כשהמשקיעים החלו לחשוש מסיכון של כלל המערכת הפיננסית העולמית (דיאגרמה 2); התרחבות זו השפיעה על כל איגרות החוב בשוק, גם על אלו שמצבם הפיננסי של מנפיקיהן לא השתנה. ההבחנה בין שני הרכיבים מאפשרת להעריך איזה חלק מפרמיית הסיכון על איגרת החוב נובע משינויים בשוק,

¹ עקום שוק החלפי הריבית מתייחס ללוויים הנמצאים בקבוצת דירוג גבוהה מעט מזו של ישראל (בין A ל-AA), ולכן עקום התשוואות של ישראל גבוה מזה של שוק החלפי הריבית. שוק זה מאפשר החלפת תשלומי ריבית קבועה בתשלומי ריבית משתנה מסוג Libor. הוא התפתח מאוד מאז תחילת שנות התשעים ומשמש כיום כלי מרכזי בתמחור פרמיות סיכון למדינות. עקום הסוּפ הוא העקום המתקבל כשמצרפים את מירווח הסוּפ לתשוואה של נכס חסר סיכון.

בתוספת ריבית חסרת סיכון (במטבע מסוים), הם העלות של מקור אלטרנטיבי לגיוס הון במטבע המקומי, ולכן הם משפיעים על שיקולי הלווים והמפקידים בישראל. שינוי בפרמיית הסיכון עשוי להניע משקיעים (בארץ ובחול) לשנות את הרכב תיק הנכסים וההתחייבויות שלהם בין מטבע חוץ למטבע מקומי. שינוי כזה עשוי להשפיע על שער החליפין ואולי - גם על רמת המחירים

במשק; וכידוע, קצב האינפלציה הוא היעד המרכזי של המדיניות המוניטרית.

בלוח 1 מוצגת התפתחות פרמיית הסיכון על איגרת חוב של מדינת ישראל ל-10 שנים, בחודשים האחרונים. עליית הפרמיה מוסברת, בין היתר, באירועים הביטחוניים ובהתפתחויות המדיניות בתקופה האחרונה.

לוח 1: פרמיית הסיכון על איגרת חוב של מדינת ישראל ל-10 שנים

(אחוזים מעל איגרת חוב דומה של ממשלת ארה"ב)

אחוזים	המועד
1.95	12.6.2000
1.85	11.7.2000
1.80	14.8.2000
1.85	12.9.2000
1.96	11.10.2000
2.25	23.10.2000
2.10	13.11.2000

