

דרכי הצמדה חדשות להבטחת ערכם החיצוני של חובות

מאת

ד"ר גדעון קריב

בישראל נהוגות כיום שתי שיטות עיקריות להבטחת ערכן הריאלי של התחייבויות הנקובות בערכים נומינליים. השיטה האחת היא הצמדת ערך ההתחייבות לאינדקס המודד שינויים ברמת המחירים הכללית בישראל (מדד יוקר המחיה) או ברמת המחירים של קבוצות מוצרים מסוימת כגון: מדד יוקר הבניה, מדד מחירי התשומה בחקלאות, בתעשייה, וכד'. השיטה השנייה היא הצמדת ערך ההתחייבות לשער החליפין של מטבע חוץ, בדרך כלל לשער החליפין של הדולר של ארה"ב. ההצמדה למדד מחירים מבטיחה לגושה כי הערך הריאלי של ההתחייבות במונחי הערך הפנימי של המטבע, כלומר – כוח הקניה שלו, יהיה קבוע. ההצמדה לשער החליפין של הדולר מבטיחה לגושה את הערך החיצוני של המטבע, כלומר, את ערך החליפין בינה לבין מטבעות אחרות, או את כוח הקניה של המטבע המקומית בשוקי חוץ לארץ.

גושה אשר ביקש להבטיח את הערך החיצוני של חובו היה יכול להסתפק, עד לעת האחרונה, בהצמדת ערך החוב לשער החליפין של הדולר. הדולר נחשב למטבע שערכו יציב; הפיחות האחרון בערכו של הדולר היה בשנת 1933 ומאז ועד לאחרונה שמרה ארה"ב בקפדנות על התחייבותה לקנות ולמכור זהב במחיר של 35 דולר האונקיה. בכך הוענק לדולר ערך נקוב במונחי זהב, ומאחר והזהב נחשב למצרף יציב ערך היה אף ערכו של הדולר יציב.

לאחר שנים רבות של "גרעון" במאזן התשלומים של ארה"ב ולאחר מספר חודשים של גרעון במאזן המסחרי שלה, גרעון שהביא לדלדול יתר של רזרבות הזהב, נאלצה ממשלת ארה"ב, במחצית חודש אוגוסט 1971, לבטל את התחייבותה לרכוש ולמכור זהב במחיר קבוע ובכך חדל הדולר להיות מטבע יציב-ערך. חוץ ימים אחדים לאחר ביטול התחייבותה של ממשלת ארה"ב ירד ערך הדולר, כפי שהוא נמדד בזהב או במטבעות אירופאיים יציבים או במטבע יפני, ב-6%—10%, ומאז נמשכות התנודות בערכו של הדולר, ועד עתה טרם נקבע שער חליפין המבטיח לדולר יציבות-ערך. בעקבות התרח-שויות אלו הדלה הצמדת ערך ההתחייבות לשער החליפין של הדולר לשמש כאמצעי להבטחת הערך החיצוני של התחייבויות כספיות הנקובות בלירות ישראליות והצמדות לשער החליפין של הדולר. התחייבויות אלה תהינה קבועות בערכן במונחי הדולרים, אך לא תהינה קבועות בערכן במונחי זהב או במונחי מטבעות אחרים, וערכן זה יגוד עם תנודות הדולר.

התפתחות זו מחייבת נושים הרוצים לשמור על הערך הקבוע של השקעתם לנקוט בשיטות הצמדה שאינן מבוססות על הדולר של ארה"ב. מן הראוי לעקוב, איפוא, אחר

דרכי הצמדה חדשות להבטחת ערכם החיצוני של חובות

שיטות שונות שפותחו בשוקי הכספים הבינלאומיים ואשר תכליתן להבטיח התחייבויות כספיות מפני ירידת ערכן הריאלי. שיטות אלה מבוססות על נקיבת חובות ביחידות חישוב מיוחדות שאינן מטבע של מדינה כל שהיא ולפיכך ערכן אינו נתון לתנודות החלות בערכם של המטבעות השונים בהם נקובים החובות.

מקורן של יחידות החישוב הבינלאומיות הוא ב"סעיפי ריבוי המטבעות" (Multiple Currency Clauses) שהוכנסו לשימוש בימי הביניים באירופה כאמצעי לשמירת ערכן של התחייבויות כספיות: ערך התחייבות היה נקוב במונחיהן של מספר מטבעות, בהתאם לשער החליפין הסורר ביום יצירת ההתחייבות, והנושה היה זכאי, לפי בחירתו, לדרוש פרעון החוב בכל אחד מן המטבעות הללו. באופן זה היה מובטח לנושה כי כל עוד מטבע אחד לפחות מקרב המטבעות בהן נקוב החוב שמר על ערכו בין יום יצירת ההתחייבות לבין יום הפרעון, יישמר גם ערכה של ההתחייבות.

על יסוד רעיון זה התפתחו בימינו שתי יחידות חישוב בינלאומיות: יחידת החישוב האירופית (European Unit of Account) ויחידת המטבע האירופית (European Currency Unit).

א. יחידת החישוב האירופית (יח"א)

יחידת החישוב האירופית היתה נסיון למצוא שיטת נקיבה לחובות אשר מחד גיסא תבטיח את בעל החוב מפני תנודות בשערי המטבעות בהם נקובה התחייבותו ומאידך גיסא תהא משוחררת מנוקשותם של "סעיפי הזהב" לפיהם צמוד ערך ההתחייבות למחיר הזהב ואשר במקרה של ירידה חריפה ותלולה בשערי המטבעות עשויים להטיל על החייב מעמסה שלא יוכל לעמוד בה.

יחידת החישוב של יח"א היא ערך כספי השווה ל-0.8867088 גרם זהב, הוא ערך הזהב של דולר אחד של ארה"ב עד לבטול התחייבותה של ממשלת ארה"ב לרכוש ולמכור זהב במחיר של 35 דולר האונקיה. ערך זה נקרא "ערך הבסיס" (Base Value) והוא מבוסס במטבעותיהן של שבע מדינות אירופאיות ("מטבעות ההתייחסות", Currencies of Reference), בהתאם לשער החליפין השורר בין מטבעות אלה לבין ערך הבסיס ביום יצירת ההתחייבות. לדוגמא: אם ערך המרק הגרמני ביום יצירת החוב הוא 0.2 גרם זהב וערך הפרנק הצרפתי ביום יצירת החוב הוא 0.177 גרם זהב, אזי יחידה אחת של יח"א (השווה ל-0.8 גרם הזהב בערך) שווה ל-4 מרקים גרמניים או ל-5 פרנקים צרפתיים. כאשר ניתנת הלואה שערכה נקוב במונחיה של אחת ממטבעות ההתייחסות, סכום ההלואה "מתורגם" למונחי יח"א בהתאם לערך החליפין בין מטבע ההלואה לבין 0.8867088 גרם זהב. בהגיע מועד התשלום מומר החוב, המבוסס ביחידות יח"א, למטבע בה בוחר הנושה לקבל את פרעון חובו. כך, שמשך כל תקופת קיומו של החוב, הוא נקוב במונחים של יח"א וכל עוד ערכה של יחידת היח"א קבוע, קבוע גם ערכו של החוב. ברור כי לווה אשר חובו נקוב, לדוגמא, בפרנקים צרפתיים, יאלץ להחזיר סכום גדול יותר בפרנקים צרפתיים אם תחול ירידה בערך הזהב של הפרנק הצרפתי בין יום מתן ההלואה לבין יום פרעונה, בדיוק כשם שיהיה עליו להחזיר סכום גדול יותר בפרנקים צרפתיים כאשר חוזה ההלואה כולל "סעיף זהב". אולם יתרונם של סעיפי היח"א נעוץ בכך שבנסיבות מסוימות יתכן כי יחול שנוי בערך הבסיס של יחידת היח"א, כלומר,

בערך הוזהב של יחידת היח"א, בעוד ש"סעיפי הוזהב" ערכם, בזהב, קבוע תמיד. התנאים בהם יחול שינוי בערך הבסיס של יחידת היח"א הם שנים:

- א. חל שינוי בערכם בזהב, של כל מטבעות ההתייחסות.
- ב. ערכם של שני שלישים לפחות מקרב מטבעות ההתייחסות, השתנה באותה מגמה, כלומר, חל פיחות (או ייסוף) ביחס לזהב ברוב מכריע של מטבעות ההתייחסות.

על פי התנאי הראשון, כל עוד ערך הוזהב של מטבע אחד ממטבעות ההתייחסות בינם יצירת ההתייבנות שזה לערכו בזהב ביום הפרעון, ערך הבסיס של יחידת היח"א לא ישתנה. תנאי זה מאפשר לרשויות המונטריות של כל מדינה אשר המטבע שלה הוא אחד ממטבעות ההתייחסות, לגרום לכך שערך הבסיס של יחידת היח"א לא ישתנה. יתרון זה הוא רב חשיבות למדינה אשר חובותיה החיצוניים או חובות אורחיה נקובים ביח"א, ואותה מדינה מבקשת למנוע עליה בערך היח"א, עליה אשר תגדיל את מעמסתם של חובות אלה.

התנאי השני מבטיח כי כאשר חל שינוי בערך הבסיס של היח"א, השינוי יחול בהתאם לאותה מגמה בה השתנה ערכם של הרוב המכריע של מטבעות ההתייחסות. כל עוד לא חל שינוי מוניטרי שמגמתו ברורה, כלומר כל עוד קיים "רוב מכריע" בקרב מטבעות ההתייחסות אשר השינוי בערכן חל באותה מגמה, לא יחול שינוי בערך הבסיס של יחידת היח"א.

בהתקיים שני התנאים האמורים יחול שינוי בערך הבסיס של יחידת היח"א. השינוי יהיה בהתאם לשינוי שחל במטבע המסתייכת לקבוצת "הרוב המכריע" אשר השינוי שחל בערכה הוא הקטן ביותר. כלומר, השינוי הוא בצמוד לערכה של מטבע ההתייחסות שערכה הוא היציב ביותר. לדוגמא: אם ביום יצירת ההתייבנות היה ערך הבסיס 0.8 גרם זהב ואם במסך תקופת קיומה של ההתייבנות חל שינוי בערך הוזהב של כל שבע עשרה מטבעות ההתייחסות אשר 12 מהן פוחתו ו-5 מהן יוספו, ישתנה אף ערך הבסיס של יחידת היח"א. השינוי יהיה בהתאם לשינוי שחל ברוב המכריע של מטבעות ההתייחסות, דהיינו פיחות, וגודלו יהיה בהתאם לשינוי בערך המטבע אשר הפיחות בערכה היה הקטן ביותר. אם כל 12 המטבעות פוחתו בשיעורים שבין 5% ל-12%, השינוי בערך הבסיס יהיה פיחות של 5%.

הופעת היח"א בשוק הכספים הבינלאומיים עוררה תקווה מרובות. רבים סברו כי נתגלה אמצעי יעיל לגיוס כספים בשוקי ההון הבינלאומיים על ידי הפצת סדרות של אגרות חוב שערכן נקוב ביח"א ואשר תהיה להן תפוצה רחבה בכל הארצות אשר המטבע שלהן הוא אחד ממטבעות ההתייחסות, ואף במדינות אחרות, שכן ערכן של ההתייבנויות מובטח בהיותן צמודות לערך המטבע היציב ביותר מבין מטבעות ההתייחסות. ציפו אף כי הלווים ירבו להשתמש ביח"א מאחר והשיטה מעניקה בטחון גם לחייב: במקרה של

1 בסעיפי רבוי מטבעות של ימי הביניים, אם כל המטבעות הנזכרות בסעיף פוחתו ואילו אחת תוספה הנושה רשאי לדרוש פרעון במטבע שתוספה דוקא, ובכך הוא יקבל ערך העולה של הערך הריאלי של הלוואתו, ולחייב ייגרם הפסד ריאלי. כאשר חל שינוי בערך הוזהב של היח"א כגון שערכה, בזהב, ירד, יוכל אמנם הנושה לתבוע פרעון במטבע שערכה עלה, אך כיוון "שערך הבסיס" של יחידת היח"א ירד בערכו, אף הערך הריאלי של החוב יפחת.

2 European Payment Union, Art. 19, Delaune, *Legal Aspects of International Lending* (1967), p. 273

דרכי הצמדה חדשות להבטחת ערכם החיצוני של חובות

עליית ערך היח"א, ערך ההתחייבות בזהב גדל באופן יחסי לעליית ערכה של מטבע ההתייחסות אשר השינוי בערכה הוא הקטן ביותר. בכך מובטח הנושה מפני שינויים חריפים בערך הזהב של חובו. אולם התקוות נגוזו. ההתחייבויות הנקובות ביח"א לא נתקבלו באהדה במרכזים הפיננסיים העולמיים ואין הן עוד בשימוש. יתכן כי סיבת הדחיה היא במורכבותה של השיטה ובעובדה כי "ערך הבסיס" עלול לרדת עקב ירידה בערך של מרבית מטבעות ההתייחסות, אף אם מיעוט מבין מטבעות ההתייחסות יעלה בערכו. הנושה אינו יכול לשים מבטחו ביציבות אחת ממטבעות ההתייחסות כי ערך היח"א עשוי לקטון אף אם ערך אותה מטבע לא יפחת. בסעיפי "רבוי המטבעות" הרגילים ובסעיפי הזהב אין ערך החוב כפוף לשינויים כלליים בערכי המטבעות ודאי אם מטבע אחת לא תופחת בערכה כדי שישמר ערך החוב.

ג. יחידת המטבע האירופית (ימ"א)

לאחרונה הופיעה בשוק הכספים הבינלאומי יחידת חישוב חדשה: יחידת המטבע האירופית שסימנה E.C.U. . השימוש הראשון ביחידה זו נעשה על-ידי קהילת הפחם והפלדה האירופית אשר הפיצה בשש ארצות הקהילה סדרת אגרות חוב בסכום נקוב כולל של 50 מיליון יחידות ימ"א. בתשקיף שקדם להפצת הסדרה הוגדרה יחידת הימ"א במונחים של כל אחד משש המטבעות המקומיות של ארצות הקהילה: שוויה של יחידה אחת של ימ"א בעת הפצת אגרות החוב היה 3.66 מרקס גרמניים, 50 פרנקים של לוקסמבורג, 5.554429 פרנקים צרפתיים, 3.62 גילדרים הולנדיים, או 3.25 לירות איטלקיות.

רכישת אגרות החוב יכולה להעשות בכל אחת ממטבעות אלה, שהן מטבעות בנות המרה חופשית, ובהתאם לשערי החליפין המפורטים לעיל. פרעון תשלומי הקרן והריבית ייעשה על ידי הקהילה, על פי ברירתו של בעל אגרות החוב, באחת משש המטבעות הנזכרות.

לאמיתו של דבר שיטת הימ"א אינה אלא שינוי צורה של "סעיפי רבוי המטבעות": בשתי השיטות ערך החוב נקוב מתחילה במספר מטבעות, מתן ההלוואה וגביית הקרן והריבית בומן הפרעון נעשות כולן במטבע בה בוחר המשקיע-הנושה, ובכך מובטח לו כי יוכל תמיד לקבל פרעון במטבע "הטוב" ביותר. ההבדל היחיד הוא בכך שבשיטת הימ"א ערך החוב מבוטא ביחידה דמיונית אשר ניתן להמירה למטבע הפרעון לפי שער חליפין קבוע, בעוד שבשיטת רבוי המטבעות החוב עצמו נקוב במונחיהם של מספר מטבעות.

שיטת היח"א אשר גדונה בסעיף הקודם מהוה אף היא "סעיף רבוי מטבעות" אך גוסף בה האלמנט של אפשרות שינוי ערך הבסיס, כמוסבר לעיל. אלמנט זה אינו קיים בשיטת הימ"א. נושה אשר חובו נקוב בשיטת הימ"א יוכל לדרוש פרעון החוב באותו מטבע מבין מטבעות ההתייחסות אשר ערכו עלה יותר מכל האחרים, וערך חובו לא יהיה נתון לכל הפחתה שהיא. אמנם גם נושה אשר חובו נקוב בשיטת היח"א רשאי לדרוש פרעון החוב במטבע "הטוב" ביותר, אולם ערך החוב עצמו — כנקוב במונחי יח"א — עלול לרדת כתוצאה מירידה בערך הבסיס של יחידת היח"א. אפשר כי בכך טמון ההסבר לעובדה כי שיטת הימ"א, בניגוד לשיטת היח"א, התקבלה בהצלחה בשוקי הכספים באירופה:

הבטחון הניתן לנושה הוא רב יותר, כי ערך הוהב של ההתחייבות קבוע. כל עוד המלוים מכתובים את תנאי שוק ההלוואות, ביכולתם להלוות את כספם בתנאי הלוואה הנוחים להם ואין ספק כי מבחינת הנושה עדיפה שיטת הימ"א על שיטת היח"א.

סדרת אגרות החוב הראשונה הנקובה בימ"א הוצאה בחודש דצמבר 1970, ובמרוצת 1971 הופצו שתי סדרות נוספות, האחת על ידי הארגון המאוחד של רכבות אירופה, והשנייה על ידי ממשלת דרום אפריקה. מספר חברות רב לאומיות ועל לאומיות מתכוננות אף הן לגייס כספים באמצעות הפצת אגרות חוב נקובות בימ"א.

עדיין עומדים מכשולים רבים בדרכה של שיטת הימ"א. העובדה כי חלים שינויים תדירים בשערי החליפין של מטבעות הימ"א, והאפשרות המסתמנת עתה כי שערי החליפין "הקבועים" יוחלפו בעתיד בשערים נייחים מקשה על הלויים ומאלצת אותם לתכנן את המבנה הפיננסי של עסקיהם כך שיתאים למצב שההלוואות מתקבלות במטבעות אחרים והפרעונות נעשים במטבעות אחרים מבלי שניתן לחוות מראש מהו המטבע בו יתבע הפרעון ומה יהיה שער החליפין של מטבע זה ביום הפרעון. גם צבור המשקיעים טרם התרגל לרעיון הימ"א, ונתעוררו קשיים לגבי צורת רישום אגרות החוב הנקובות בימ"א וכצד העסקות בהן בבורסות בהן הן נסחרות: היש לרשום אותן במונחי הימ"א או במונחי המטבע המקומית.

אין ספק כי במרוצת הזמן תמצאנה דרכים להתגבר על הקשיים הכרוכים בשמוש בימ"א, ושיטה זו של הבטחת ערכן של התחייבויות, אשר היא יעילה במיוחד כאשר גיוס הכספים נעשה במספר ארצות ומעורבים בכך לויים ומשקיעים שמטבעותיהם הלאומיים שונים, תלך ותתפשט.

בישראל יש חשיבות מיוחדת לשיטת הימ"א. השיטה הנהוגה בישראל להגנת ערכן החיצוני של התחייבויות הנקובות בלירות ישראליות היא הצמדתן לשער החליפין של המטבע, בדרך כלל לשער החליפין של הדולר של ארה"ב. אולם, הצמדה לערך הדולר אינה מבטיחה את הערך החיצוני הריאלי של החוב. יבואן ישראלי המוכר באשראי לקונה ישראלי מכונה שמקום ייצורה גרמניה, הצמדת ערך האשראי לערכו של מטבע חוץ יחיד עלולה לסכל את רצונו של היבואן להבטיח את ערך ההתחייבות; ערכה של מטבע ההצמדה עלול לרדת עד למועד הפרעון ואיתו ירד גם ערך ההתחייבות. רק הצמדה לקבוצת מטבעות תוך אפשרות לדרוש את הפרעון ב"טוב" מבין המטבעות הללו, מהוה אמצעי המבטיח את שמירת ערך החוב.

החוק בישראל מאפשר להצמיד מלוות שנתנו לתקופה העולה על שנתיים ל"שער החליפין של המטבע" (סעיף 2 של חוק הריבית תשי"ז – 1957). נראה כי אין מאומה בחוק זה המונע הצמדת ערך החוב לשער החליפין שבין מטבע ישראל לבין קבוצה של מטבעות חוץ. בכך יכול המלווה, בהלוואה אשר דין ישראל חל עליה, להשיג את היתרון הניתן על ידי סעיפי הצמדה דוגמת סעיף הימ"א ודומיו. יש לצפות כי לא ירחק היום וסעיפים אלו ימצאו דרכם לחזוי ההלוואה השונים, בין חוזים מקומיים ובין חוזים בינלאומיים, הכפופים לדין ישראל.