

חברות דירוג האשראי

ומדיניות התקציב בישראל

שלמה סבירסקי
אוגוסט 2007

A D V A ה **ז** **כ** **ר** **מ**
C E N T E R **ה** **ז** **כ** **ר** **מ**
INFORMATION ON EQUALITY AND SOCIAL JUSTICE IN ISRAEL

מרכז «אדפא» - מללולמול חול המסוולול וالعوللولة اللوللولة في إسراللبل

מהן חברות לדירוג אשראי

חברות המפרסמות דו"חות על המצב הפיננסי של תאגיד או של מדינה המבקשים לגייס כסף מן הציבור באמצעות הנפקת אגרות חוב או ניירות ערך אחרים.

הדירוג נועד להעריך את מידת הביטחון שהתאגיד או המדינה ישלמו למשקיעים את הקרן ואת הריבית במועדם ובמלואם.

חברות דירוג האשראי מעניקות לכל נייר ערך דירוג, על פי סולם דרגות.

שלוש הגדולות

- המרכז העולמי של פעילות דירוג האשראי הוא בעיר ניו יורק.
- שלוש חברות דירוג האשראי הגדולות והוותיקות הן Moody's, Standard and Poor's ו-Fitch.
- מודי'ס ו-S&P שולטות ב-80% משוק דירוג האשראי. בתוספת Fitch הן מגיעות ל-95%.
- ב-1975 החלה הרשות האמריקנית לניירות ערך (ה-SEC) להעניק אישורי פעילות לחברות דירוג האשראי. מאז הצטרפו לשוק האמריקני רק 6 חברות דירוג חדשות.
- במאי 2007 החלה ה-SEC להנהיג הסדרי אישור מהירים יותר, בלחץ הקונגרס האמריקני ובמטרה לשבור את השליטה של שלוש הגדולות.

(Economist, 31.5.2007)

מי המציא את חברות דירוג האשראי

- John Moody, ב-1900, כאשר התחיל לפרסם את המדריך לניירות ערך תעשייתיים, שהפך להיות להיט. עוד קודם לכן, ב-1868, הוא פירסם מדריך פיננסי לרכבות בארצות הברית.
- חברת Standard החלה לדרג אג"ח ב-1916; Fitch ו-Poor's התחילו לדרג בשנות ה-1920.
- Standard ו-Poor's התמזגו ב-1941.
- בתחילה, חברות דירוג האשראי התפרנסו ממכירת המידע למשקיעים; מאז שנות ה-1970, הן מתפרנסות ממכירת שירות הדירוג למנפיקים - תאגידיים ומדינות.

(Sinclair, 2005: 25)

החקיקה האמריקנית שמבטיחה את ההכנסה של חברות דירוג האשראי

מאז 1936 יש לחברות דירוג האשראי הכנסה מובטחת. זאת, לאחר שהמפקח על הבנקים בארה"ב קבע (בעקבות המשבר הפיננסי של 1929), כי הבנקים יהיו רשאים להחזיק רק ני"ע שדורגו על ידי חברות דירוג אשראי.

מאז, מספר הרשויות הנדרשות להחזיק רק ני"ע מדורגים גדל, והוא כולל תאגידים, רשויות מקומיות וממשלים של ה-states. במקרים רבים, החוק אף דורש רמת דירוג מינימלית.

ב-1976, הרשות האמריקנית לניירות ערך קבעה את שלוש חברות דירוג האשראי הגדולות כחברות היחידות שדירוגיהן ייחשבו לצורך עמידה בדרישות חוקי הפיקוח בארה"ב.

(Business Week, April 8, 2002)

שומרי הסף של כספי ההשקעות בארה"ב

החקיקה האמריקנית הפכה את חברות דירוג האשראי לשומרות הסף של הים הגדול של כספי השקעות אמריקניים, הן אלה המופנים לשוק המקומי והן אלה המופנים לשוק העולמי.

דירוג אשראי משמש כיום כחותמת כשרות של המערכת הפיננסית.

כידוע, העובדה שמוצר נושא חותמת כשרות אין פירושה ערובה לכך שהמוצר אינו מסריח. את זאת לומדים על בשרם משקיעים, לעתים קרובות למדי, כפי שנראה להלן.

מה מקור ההכנסות של חברות דירוג האשראי

מקור ההכנסות העיקרי של חברות דירוג האשראי הוא תשלום של המנפיקים עבור הדירוג. למעלה מ-75% מהכנסות חברות דירוג האשראי הן מדמי דירוג המשולמים על ידי הגוף המנפיק את ניירות הערך.

ב-2003, חברת מודי'ס דירגה יותר מ-150,000 ניירות ערך של 23,000 מנפיקים. ההכנסות שלה באותה שנה עמדו על 1.25 מיליארד דולר.

מחיר הדירוג של הנפקה של תאגיד נע בין 50 אלף דולר ל-300 אלף דולר. אם זהו דירוג ראשון בתוך השנה האחרונה, יש תוספת של 33 אלף דולר. על כך יש להוסיף תשלום של 20 אלף דולר על ניטור ו-33 אלף דולר דמי ביטול. תמורת תוספת של 50 אלף דולר, ניתן לקבל דירוג ראשוני חסוי.

(Washington Post, 24/11/2004 ; Sinclair, 2005: 29).

הפרנסה לא רעה

חברת Moody's דיווחה על הכנסות כלהלן:

ב-2000 - 600 מיליון דולר;

ב-2001 – 797 מיליון דולר;

ב-2002 – 1 מיליארד דולר.

ב-2003 – 1.25 מיליארד דולר.

(Sinclair, 2005: 29)

באירופה

באירופה, הדירוג של ניירות ערך הפך נוהג סטנדרטי באמצע שנות ה-1990.

באירופה, אין תחרות של ממש לשתי "הגדולות", Moody's ו-Standard and Poor's.

(Sinclair, 2005: 29, 128)

סולם הדירוג של חברת S&P

Investment	Speculative
AAA	BB+
AA+	BB
AA	BB-
AA-	B+
A+	B
A	B - CCC+
A-	CCC
BBB+	CCC -
BBB	CC
BBB-	C
	D

(Sinclair, 2005: 36-39)

מה משמעות דירוג האשראי של תאגידים

דירוג האשראי משפיע על גובה הריבית שתאגיד משלם על האג"ח שהוא מנפיק. ככל שדירוג התאגיד גבוה יותר, הריבית שהוא מצופה לשלם נמוכה יותר.

אג"ח בעל דירוג נמוך משלם ריבית גבוהה.

אג"ח שלא דורגו כלל נחשבות לאג"ח "זבל" (באנגלית, junk bonds), ומנפיקיהן נדרשים לשלם ריבית גבוהה במיוחד. סביב אג"ח כאלה מתנהלות ספקולציות, שלעתים מסתיימות בקריסות גדולות, כדוגמת משבר הנדל"ן הנוכחי (אוגוסט 2007) בארצות הברית.

תאגידים אמריקניים בעלי דירוג גבוה

ב-2005 היו בארצות הברית רק 9 תאגידים שקיבלו את הדירוג הגבוה ביותר - AAA – מכל שלושת חברות דירוג האשראי הגדולות:

1. Automatic Data Processing
2. Berkshire Hathaway
3. ExxonMobil
4. General Electric
5. Johnson & Johnson
6. Pfizer
7. Toyota Motor Corporation
8. United Parcel Service
9. Northwestern Mutual Financial Network

(Wikipedia)

תאגידים אמריקניים בעלי דירוג נמוך

- תאגידים עסקיים בעלי דירוג אשראי נמוך נדרשים לשלם למשקיעים ריבית גבוהה מאוד:
- אג"ח של Ziff Davis Media, שאין לה כלל דירוג, נושאות תשואה של 11.26%;
- אג"ח של American Media Inc, עם דירוג Caa2, נושאות תשואה של 13.25%;
- אג"ח של Quebecor, עם דירוג B2, נושאות תשואה של 7.95%;
- אג"ח של MERC, עם דירוג B2, נושאות תשואה של 9.84%.

(דה מארקר, שוק ההון, 24.7.2007)

מדורגים ושאינם מדורגים

בשוקי הכספים, ההבחנה העיקרית היא זו שבין תאגידיים (או מדינות) מדורגים ושאינם מדורגים. ההבחנה היא תולדה של חקיקה אמריקנית הקובעת, כי גופים פיננסיים כדוגמת קופות פנסיה וחברות ביטוח רשאים להשקיע אך ורק בני"ע מדורגים.

ני"ע בלתי מדורגים נחשבים להשקעה מסוכנת. מצד שני, הם מציעים ריביות גבוהות, ועל כן נחשבים להשקעה מושכת.

(Sinclair, 2005: 35)

מי יוזם את הדירוג?

- תאגיד או מדינה המבקשים לגייס הון מן הציבור הם אלה היוזמים בדרך כלל את הפנייה לחברת דירוג אשראי והם גם משלמים עבור שירות הדירוג.
- זאת, משום שכיום מי שאינו מדורג יתקשה לגייס הון, או שיצטרך לשלם מחיר גבוה מאוד.

דירוג לא מוזמן

אבל לעתים, חברות דירוג האשראי יוזמות דירוג של תאגידים שאינם עובדים איתן.

זה קרה, למשל, לחברת ביטוח גרמנית, אחת הגדולות בעולם, שקיבלה מכתב בו היא התבשרה על הדירוג הצפוי, בצירוף הבעת תקווה שחברת הביטוח תסכים יום אחד לשלם תמורת הדירוג.

(Washington Post, 24/11/2004)

רשויות מקומיות נגד דירוג בלתי מוזמן

בשנות ה-1990 היה בארצות הברית גל של תלונות כנגד חברת Moody's, שיזמה דירוגים של ני"ע שהנפיקו רשויות מקומיות, בלא שנתבקשה לכך על ידי הרשויות. בעקבות תביעה משפטית שהוגשה נגד Moody's, הסכימה החברה לתת התראה בכל מקרה שבו היא יוזמת דירוג בלתי מוזמן.

(Sinclair, 2005:153).

דירוג אשראי – גם של משקי בית

הנוהג של דירוג אשראי חדר גם אל שוק האשראי למשקי בית. בישראל, חברת דן אנד ברדסטריט הקימה מרכז לנתוני אשראי צרכני. המידע נאסף במסגרת חוק נתוני אשראי, המאפשר איסוף מידע שלילי וחיובי מהבנקים, בנקים למשכנתאות, חברות כרטיסי אשראי, כונס נכסים, הוצאה לפועל, בנק ישראל ועוד.

מנכ"ל דן אנד ברדסטריט ציין כי "יכולת בחינת כושרו הפיננסי של הלקוח הוא כלי חדש יחסית בחוק הישראלי" והעריך כי "השימוש בנתונים אלה "ילך ויגבר ויהפוך לנורמה חדשה".

14.8.2007, Ynet

מודי'ס מדרגת כך, סטנדרד אנד פור'ס מדרגת אחרת

לעתים קרובות, תאגיד או מדינה זוכים לדירוג שונה מכל אחת מחברות דירוג האשראי הגדולות.

כאשר זה קורה, הדבר זוכה לכותרות בעיתונות הכלכלית האמריקנית.

ההנחה היא, שמדובר באירוע חריג. למעשה, כמחצית מכלל האג"חים התאגידיים בארצות הברית קיבלו דירוגים שונים משתי חברות דירוג האשראי הגדולות.

(Sinclair, 2005: 156)

ביקורות שהועלו נגד חברות דירוג אשראי

חברות דירוג אשראי מעוררות ביקורת רבה. בארצות הברית, שם הפכו חברות אלה זה מזמן לחלק מהנוף הכלכלי, הביקורת היא חלק מן השיח הציבורי. להלן כמה טענות נפוצות:

- חברות דירוג האשראי אינן מורידות דירוג של תאגידים כושלים במהירות הנדרשת (ר' מקרה אנרון);
- הדירוג מושפע מיחסי הקרבה שמתפתחים בין חברת דירוג האשראי ובין התאגיד שאותו היא מדרגת;
- חברות דירוג האשראי מהוות אוליגופול השולט בשוק הדירוג.

הכישלונות הגדולים של חברות דירוג האשראי

שלושת הכישלונות הגדולים של חברות דירוג האשראי הם:

- המשבר התקציבי של מחוז אוראנג' שבמדינת קליפורניה בארה"ב, באמצע שנות ה-1990;
- המשבר הפיננסי של דרום מזרח אסיה בשנים 1997-1998;
- הקריסה של חברת ההשקעות אנרון בשנים 2001-2002.

בכל אחד משלושת המקרים הללו, חברות דירוג האשראי כשלו בתפקידם העיקרי – מתן התראה לציבור באמצעות הורדת האשראי קודם לקריסה.

התביעה של מחוז אוראנג' בקליפורניה

ב-1994 פשט מחוז אוראנג' את הרגל, כשהתברר כי איש הכספים של המחוז ביצע השקעות לא טובות של כספי המחוז. אלא שכמעט כל הכסף הושקע בני"ע שדורגו על ידי חברות דירוג האשראי הגדולות, כך שלאיש לא היתה סיבה לדאגה.

כיוון שמחוז אוראנג' הוא אחד העשירים בארה"ב, הוא שב עד מהרה לאיתנו, אך רק לאחר קיצוצי תקציב גדולים.

בתום ההתאוששות תבעו שלטונות המחוז את חברת סטנדרד אנד פור'ס על שלא סיפקה התראה מספקת.

לאחר שלוש שנות התדיינות, הצדדים הגיעו לפשרה: חברת דירוג האשראי החזירה למחוז את דמי הדירוג שהיא גבתה ממנו בעבר.

(Sinclair, 2005:159)

מקרה אנרון

אנרון היתה תאגיד אנרגיה אמריקני ענק. התאגיד פשט את הרגל בסוף 2001. חברות דירוג האשראי, שעליהן הסתמכו המשקיעים בני"ע של התאגיד, לא התריעו על קריסה אפשרית.

בעקבות קריסת אנרון, פתחה הרשות האמריקנית לניירות ערך בסדרה של שימועים, שהובילו להמלצות לשפר את הרגולציה של פעילות חברות דירוג האשראי.

הדבר לא השפיע על הפעילות השוטפת של חברות דירוג האשראי.

(Sinclair, 2005:171-172)

חברות דירוג האשראי ומשבר הבורסות בעולם, אוגוסט 2007

ב-15.8.2007 האשים העיתון "וול סטריט ג'ורנל" את חברות דירוג האשראי בסיוע ביצירת משבר משכנתאות הסאב-פריים, בכך שהעניקו את הדירוגים הגבוהים ביותר לני"ע רבים שהתבססו על משכנתאות מפוקפקות.

העיתון גם האשים את חברות דירוג האשראי בכך ששיתפו פעולה עם החתמים שעמדו מאחורי הנפקת אותן ני"ע.

• גלובס, 15.8.2007

נשיאת סטנדרד אנד פור'ס התפטרה על רקע משבר הסאב-פריים

ב-2.9.2007 התפטרה נשיאת S&P, על רקע האשמות, כי החברה נתנה את הדירוג הגבוה ביותר (AAA) לאג"ח סאב-פריים, שקרסו, וכי היא לא הורידה את הדירוג גם כאשר חלק מאג"ח אלה כבר איבדו יותר מ-50% מערכן. בין המאשימים: נשיא צרפת, ניקולא סרקוזי; הנציבות האירופית; יו"ר ועדת הבנקאות של הסנאט האמריקני.

האם החברות לדירוג אשראי משתפות פעולה עם התאגידים המדורגים על ידן?

החשד ליחסי קירבה בין מדרג למדורג עלה לאחרונה במקרה של חברת החשמל של העיר פורטלנד שבארה"ב. פרקליט הלקוחות התעשייתיים הגדולים של חברת החשמל גילה לתדהמתו, שחברת החשמל ערכה 48 שינויים בטיוטת מסמך דירוג שהכינו עבורה האנליסטים של S&P.

חברת החשמל חתרה להעלות את תעריפיה, בטענה שמחירי הדלק עלו. המסמך שפרסמה S&P (לאחר התיקונים) כלל, בין השאר, תיאור של השפעת מחיר הדלק על פעילות חברת החשמל: בטיוטה הראשונה כתבה S&P שנושא עלויות הדלק "חשוב"; במסמך המתוקן היא כתבה שהנושא "חיוני". אין פלא שהמסמך שימש את חברת החשמל כתימוכין לדרישתה להעלות את תעריפיה לתעשייה.

(דה מארקר, 13.12.2006)

כיצד עומדות חברות דירוג האשראי מול הביקורות המוטחות בהן?

ראשית, הן נצמדות להגדרה טכנית מצמצמת של התפקיד שלהן. הן טוענות שהן שופטות את "היכולת העתידית ואת הרצון של מנפיק אג"ח לבצע בזמנים הנקובים תשלומים של קרן וריבית על האג"ח, עד למועד הפירעון".

כיוון שכך, חברות דירוג האשראי מתעקשות על כך שדירוג אשראי איננו המלצה לרכוש את נייר הערך הנבחן.

(Sinclair, 2005: 7)

קו ההגנה המשפטי של חברות דירוג האשראי

כאשר חברות דירוג האשראי מותקפות – בבית המשפט, למשל – הן טוענות להגנתן שהדירוג שלהן הוא בגדר "דעה" (opinion) בלבד; כיוון שכך, הן טוענות להגנה תחת התיקון הראשון לחוקה האמריקנית, המבטיח חופש ביטוי.

זה היה קו ההגנה של חברות דירוג האשראי לאחר הפישול שלהן במקרה של אנרון, שקרסה מבלי שחברות דירוג האשראי הקדימו להוריד את הדירוג שלה.

(Economist, 31.5.2007)

דירוג של מדינות

לפני מלחמת העולם השנייה

חברת מודי'ס החלה לעסוק בדירוג אשראי של מדינות עוד לפני מלחמת העולם השנייה. ב-1929 דירגה החברה קרוב ל-50 מדינות.

המפולת הפיננסית של 1929 הפתיעה את מודי'ס: רוב המדינות שחדלו לפרוע את חובותיהן זכו קודם לכן לדירוג אשראי גבוה.

(Cantor and Packer, 1995)

מאז שנות ה-1980

אחרי מלחמת העולם השנייה, שוק הדירוג הבינלאומי לא חזר לקדמותו. הוא התעורר שוב בשנות ה-1980. עד אז, רק ארצות מעטות גייסו כספים בשוק האמריקני, שבו נדרש דירוג אשראי.

רוב המדינות הזרות שגייסו כסף בארה"ב עד שנות ה-1980 היו בעלות דירוג אשראי גבוה מאוד. מאז, הצטרפו לשוק האג"ח ארצות רבות בעלות דירוג נמוך יותר.

(Cantor and Packer, 1995)

דירוג מדינות – חלק חשוב מפעילות חברות דירוג האשראי

ב-2003, כשליש מהכנסות חברת הדירוג Moody's נבעו מפעילות דירוג של מדינות.

(Washington Post, 23.11.2004)

Moody's ו-S&P ברחבי העולם

עם התרחבות פעילות הדירוג של מדינות הפכו שתי חברות דירוג האשראי הגדולות לחברות בינלאומיות, מחזיקות סניפים ברחבי העולם. כך גם בישראל:

- S&P היא שותפה אסטרטגית של חברת הדירוג הישראלית "מעלות";
- Moody's היא שותפה אסטרטגית של חברת הדירוג הישראלית "מידרוג".

חברות דירוג ישראליות

חברת דירוג האשראי מידרוג, שבה שותפה מודי'ס ב-10%, הושקה בדצמבר 2003.

מידרוג קיבלה את אישור משרד האוצר באוגוסט 2003. היא מספקת שירותי מחקר ודירוג אשראי מקומי לכל סוגי האג"ח ולמגוון גופים מנפיקים, כולל בנקים, רשויות מקומיות, חברות בתחומי נדל"ן, תעשייה, שירותים, חברות השקעה ואחזקות פרויקטים.

במסגרת השותפות, מספקת מודי'ס למידרוג תמיכה מקצועית כוללת במתודולוגיית הדירוג ובהכשרת אנליסטים. במקביל, ממשיכה מודי'ס לספק שירותי דירוג גלובליים השוואתיים לחברות ישראליות בחול ולבנקים הגדולים בארץ.

דירוג אשראי של מדינות, חברת Fitch, אוגוסט 2007
 לפי סדר א"ב
 דירוג לפי מט"ח לטווח ארוך

אוסטריה	AAA
אירלנד	AAA
ארצות הברית	AAA
בריטניה	AAA
גרמניה	AAA
דנמרק	AAA
הולנד	AAA
לוקסמבורג	AAA
נורבגיה	AAA
סינגפור	AAA
ספרד	AAA
פינלנד	AAA
צרפת	AAA
שווייץ	AAA
שוודיה	AAA

דירוג אשראי של מדינות, חברת Fitch, אוגוסט 2007
 לפי סדר א"ב
 דירוג לפי מט"ח לטווח ארוך

+ AA	אוסטרליה
+ AA	בלגיה
+ AA	ברמודה
+ AA	ניו זילנד
AA	אבו דאבי
AA	הונג קונג
AA	יפאן
AA	סלובניה
AA	פורטוגל
- AA	איטליה
- AA	כווית
- AA	קפריסין

דירוג אשראי של מדינות, חברת Fitch, אוגוסט 2007
 לפי סדר א"ב
 דירוג לפי מט"ח לטווח ארוך

+ A	איסלנד
+ A	טייוואן
+ A	מלטה
+ A	ערב הסעודית
+ A	קוריאה
A	אסטוניה
A	יוון
A	ליטא
A	סין
A	סלובקיה
A	צ'ילה
A	צ'כיה
- A	בחריין
- A	ישראל
- A	לטוויה
- A	מלזיה
- A	פולין

דירוג אשראי של מדינות, חברת Fitch, אוגוסט 2007
 לפי סדר א"ב
 דירוג לפי מט"ח לטווח ארוך

+ BBB	דרום אפריקה
+ BBB	הונגריה
+ BBB	רוסיה
+ BBB	תאילנד
BBB	בולגריה
BBB	מקסיקו
BBB	קזחסטאן
BBB	רומניה
BBB	תוניס
- BBB	הודו
- BBB	מרוקו
- BBB	נמיביה
- BBB	קרואטיה

+ BB	אזרביג'אן
+ BB	ברזיל
+ BB	גואטמלה
+ BB	מצרים
+ BB	מקדוניה
+ BB	סלבדור
+ BB	פנמה
+ BB	פרו
+ BB	קולומביה
BB	קוסטה ריקה
- BB	אורוגואי
- BB	אינדונזיה
- BB	ארמניה
- BB	גרוזיה
- BB	ויטנאם
- BB	ונצואלה
- BB	לסוטו
- BB	ניגריה
- BB	סרביה
- BB	סרי לנקה
- BB	תורכיה

דירוג אשראי של מדינות, חברת Fitch,
 אוגוסט 2007
 לפי סדר א"ב
 דירוג לפי מט"ח לטווח ארוך

דירוג אשראי של מדינות, חברת Fitch, אוגוסט 2007
 לפי סדר א"ב
 דירוג לפי מט"ח לטווח ארוך

+ B	אירן
+ B	גאנה
+ B	ג'מייקה
+ B	מונגוליה
B	אוגנדה
B	בנין
B	מוזמביק
B	סורינאם
B	קמרון
B	רפובליקה דומיניקנית
- B	בוליביה
- B	לבנון
- B	מאלאווי
- B	מאלי
- B	מולדובה
- B	רואנדה

דירוג אשראי של מדינות, חברת Fitch, אוגוסט 2007
לפי סדר א"ב
דירוג לפי מט"ח לטווח ארוך

CCC	אקוודור
RD	ארגנטינה

מה בוחנות חברות דירוג האשראי כשהן מדרגות מדינות?

- נתונים מקרו-כלכליים – תמ"ג, צמיחה, השקעות וכיו"ב;
- נתונים על מאזן התשלומים – ייצוא-ייבוא וכיו"ב;
- נתונים על החוב הממשלתי;
- יעילות המדיניות הכלכלית;
- יציבות המשטר והשלטון.

בכל הקשור לתאגידיים, העניין העיקרי של חברות דירוג
האשראי הוא במידת הנזילות.

(בנק לאומי, 2006)

לא רק יכולת אלא גם רצון להחזיר חוב

כאשר חברות דירוג אשראי מדרגות מדינות, הן בוחנות לא רק את היכולת של כל מדינה להחזיר את החוב, אלא גם את הרצון של מושלי המדינה לעשות זאת.

במלים אחרות, דירוג האשראי הוא במידה רבה לא רק דירוג כלכלי אלא גם דירוג פוליטי, שהוא במידה רבה סובייקטיבי.

(Sinclair, 2005:139)

הקשר בין דירוג המדינה ובין דירוג התאגידים בה

דירוג האשראי של ממשלה מהווה נקודת התייחסות לקביעת
דירוג האשראי של התאגידים הפועלים בה.

בישראל, לדוגמא, כל פגיעה בדירוג של הממשלה, ובפרט על
רקע גיאופוליטי, עלולה לפגוע ביכולת הגיוס של המגזר העסקי
ושל הסקטור הבנקאי.

(יחידת ניהול החוב הממשלתי, דו"ח 2005)

דירוג הממשלה ודירוג המגזר העסקי

בעבר, דירוג האשראי של מדינה שימש כ"תקרה" לדירוג האשראי של חברות מקומיות; כלומר, גופים מקומיים במדינה כלשהי לא יכלו להשיג דירוג גבוה מזה של ממשלתם.

בשנים האחרונות, חלק מחברות דירוג האשראי החלו לציין בנפרד את "תקרת המדינה" (country ceiling) – שהוא הדירוג הגבוה ביותר שיכולות להשיג חברות מקומיות. במקרים רבים, "תקרת המדינה" גבוהה יותר מן הדירוג של הממשלה המקומית.

עם זאת, ברור שלדירוג האשראי של הממשלה יש השפעה גדולה על הדירוג של החברות המקומיות.

מה חשיבות דירוג האשראי?

דירוג האשראי מהווה מדד כולל למידת "החוסן הכלכלי של המשק".

כיוון שכך, לדירוג האשראי יש השפעה על השיקולים של ועדות השקעה של גופים פיננסיים - למשל, קרנות פנסיה של עובדי רשויות מקומיות בארצות הברית - המחליטות במה והיכן להשקיע את כספיהן.

(בנק לאומי, 2006)

מה משמעות דירוג האשראי?

דירוג האשראי משפיע על פער הריבית שמדינות נדרשות לשלם בשוקי הכספים הבינלאומיים מעבר לריבית המהווה "סמן" (benchmark).

בדרך כלל, ה"סמן" הוא הריבית על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב, הנחשבות "חסרות סיכון" בכל הקשור לאי-פירעון.

(בנק לאומי, 2006)

מה קורה כשהדירוג יורד?

ירידה בסולם הדירוג כרוכה בעלייה בתשלומי הריבית.

כאשר יורדים מדרגה אחת, העלייה בריבית אינה גבוהה: בדרך כלל, עשירית האחוז.

(בנק לאומי, 2006)

הורדה של דירוג האשראי יכולה לפגוע גם במדינות חזקות

לא רק מדינות חלשות אלא גם מדינות חזקות כדוגמת קנדה
ויפן.

ב-2002, כאשר יפן היתה שרויה במשבר, חברת Moody's
שקלה להוריד את דירוג האשראי לרמה שאותה כינה
הפייננשאל טיימס הלונדוני כנמוכה מזו של בוטסואנה – "מדינה
שבה שלישי מהאוכלוסייה נגוע באיידס".

(Sinclair, 2005:144)

מודי'ס מדרגת כך, S&P מדרגת כך

חברות דירוג האשראי הגדולות נוטות להעניק דירוגים שונים זו מזו לא רק לתאגידיים אלא גם למדינות. ההענקה של דירוג שונה על ידי כל אחת מחברות הדירוג הגדולים נפוצה במיוחד במקרה של מדינות בעלות דירוג נמוך.

בדרך כלל, הבדלי הדירוג אינם גדולים.

(Richard and Packer, 1995)

דירוג האשראי

וזרימת ההון בזירה העולמית

דירוג האשראי – תופעה אמריקנית

הגם שדירוג האשראי הפך בשני העשורים האחרונים לתופעה כלל עולמית, דפוס החשיבה העומד ביסוד דירוג האשראי הוא עדיין אמריקני בעיקרו.

(Sinclair, 2005:120).

שלטון עולמי ללא פיקוח נאות?

אחת הביקורות המועלות נגד חברות דירוג האשראי היא, שהן משמשות כגוף על-מדינתי כלל-עולמי המכוון את זרם כספי ההשקעות, ללא פיקוח נאות של גוף פוליטי כלשהו.

למעשה, טענה זו אינה נכונה: מרגע שהחקיקה האמריקנית חייבה גופים ממשלתיים וציבוריים להחזיק רק בני"ע שזכו לדירוג, הסמכות ממנה נהנות חברות אלה איננה עוד סמכות פרטית אלא סמכות מדינתית לכל דבר. מי שאחראית לוויסות זרם כספי ההשקעות היא ממשלת ארצות הברית, שהפקידה את הביצוע בידי חברות דירוג האשראי.

כיום הצטרפו אל ארצות הברית ארצות אחרות המשתמשות בדירוג אשראי לצורכי פיקוח, אך מעמדה של ארצות הברית כמעצמת-על מעניק לה את האחיזה המעשית בהגה שוק ההון העולמי.

• Bruner and Abdelal, 2005: 193.

השפעת חברות דירוג האשראי

התפשטות תופעת דירוג אשראי מובילה להתפשטות של דפוסי התנהלות התואמים את האינטרסים של המשקיעים הגדולים: "חברות דירוג האשראי והליך הדירוג משמשים להחדרת מונחי האורתודוקסיה הניהולית אל חוגי ממשלתיים ועסקיים ברחבי העולם. במובן זה, חברות דירוג האשראי הן בבחינת גופים פרטיים הקובעים מדיניות ציבורית גלובלית... הן מקדמות דפוסי חשיבה שהם אמריקניים במקורם... הן משפיעות על דפוסי החשיבה של מנפיקי אג"ח – ממשלות או תאגידיים."

(Sinclair, 2005:71).

תומס פרידמן ודירוג האשראי

העוצמה הגדולה של חברות דירוג האשראי מעוררת ביקורת חריפה מכיוונים שונים. כך, למשל, תומס פרידמן, בעל הטור בניו יורק טיימס, שהוא חסיד הגלובליזציה ואינו חשוד בביקורתיות רבה כלפי הגישה הכלכלית הניאו-ליברלית, מצא לנכון לכתוב את הדברים הבאים על חברת דירוג האשראי Moody's:

"[היא] אוכפת על ארצות דמוקרטיות החלטות כלכליות ופוליטיות שארצות אלה פשוט לא היו מקבלות אילו ההחלטה היתה נתונה בידיהן בלבד".

(מצוטט אצל Sinclair, 2005: 145)

חברות דירוג האשראי והבנקים

בעבר, התפקיד של חברות דירוג האשראי מולא על ידי הבנקים, שהיו ספקי האשראי הגדולים, הן לתאגידיים והן לממשלות.

כיום, בעידן של מקורות אשראי מגוונים, הבנקים מאבדים ממעמדם הן כמקור האשראי העיקרי והן כיועצי-על.

מבחינה זאת, חברות דירוג האשראי מגמדות את הבנקים הלאומיים, שבעבר הלא רחוק שימשו כמקורות מימון של תהליכי בינוי האומה. למשל, בנק לאומי ובנק הפועלים בישראל.

חברות דירוג האשראי והעמקת האי שוויון בעולם

חברות דירוג האשראי פועלות על בסיס גלובלי; לכאורה, הן מקדמות שוויון גלובלי, משום שהן מתייחסות באופן שווה אל כל נייר ערך ברחבי העולם.

אולם, כיוון שמדינות המערב והתאגידים הגדולים הממוקמים בהם הם החזקים ביותר, הם גם אלה הזוכים בהגדרה בדירוג הגבוה ביותר. פירוש הדבר שכל האחרים צריכים לשלם מחיר גבוה יותר על ההון שהם מגייסים.

כיוון שהמשקיעים הגדולים באים מן המערב, הם גם אלה הצוברים את הרווחים מהפרשי הריבית הנגזרים מן הדירוג הנמוך, יחסית, של תאגידים ומדינות לא מערביים.

במלים אחרות, חברות דירוג האשראי הן חלק מן המנגנון העולמי של העברת משאבים מן הארצות מעוטות המשאבים אל הארצות העשירות.

ההשפעה של חברות דירוג האשראי, ההשפעה של ממשלת ארצות הברית

יש האומרים, שחברות דירוג האשראי הן בעלות השפעה גדולה
מזו של ממשלת ארצות הברית על המדיניות התקציבית של
מדינות זרות.

דוגמא: ממשל בוש ניסה לגייס תמיכה בינלאומית לצורך לחץ על
סין, כדי שזו תעלה את ערך המטבע הסיני. חברות דירוג
האשראי הוציאו את הרוח ממפרשיו של בוש, כשאמרו שצעד
שכזה יגרור הורדה בדירוג האשראי של סין.

(Washington Post, 23.11.2004)

המקרה של קנדה

ב-1995 הורידה מודי'ס את הדירוג של קנדה בדרגה אחת מתחת לדירוג הגבוה ביותר, AAA. ממשלת קנדה נאלצה להגדיל את תשלומיה על האג"ח שלה בכ-300 מיליון דולר.

חלפו 7 שנים עד שקנדה הצליחה להחזיר לעצמה את הדירוג הקודם.

במהלך השנים הללו, העיתונות הקנדית התייחסה לאנליסט של מודי'ס שהחזיק את תיק קנדה כאל אדם חשוב יותר מראש ממשלת קנדה. העיתונות טרחה לדווח אפילו על צבע עיניו של האיש.

(Washington Post, 23.11.2004)

דירוג אשראי והעולם השלישי

בעולם השלישי, דירוג האשראי תפס תנופה לאחר המשבר
הפיננסי של 1997-1998.

(Sinclair, 2005:122).

איך מושכים את ארצות העולם השלישי

ממשלת ארצות הברית ממלאת תפקיד פעיל בעידוד ארצות בעולם השלישי ליזום דירוג אשראי של עצמן. הסיבה: כל ארץ המדרגת את עצמה מהווה זירה חדשה להשקעות של תאגידים ושל בעלי הון אמריקניים.

באפריל 2002 ערך משרד החוץ האמריקני אירוע מיוחד לעידוד דירוג האשראי בארצות אפריקה. לאירוע הוזמנו שרים ושגרירים מארצות אפריקה.

באירוע נשא דברים שר החוץ האמריקני דאז, קולין פאוול, שאמר, בין השאר: "גבירותיי ורבותיי, דירוג אשראי יכול להיות כרטיס הכניסה של מדינתכם להטבות של הכלכלה הגלובאלית ולזרמי ההון הקיימים בכלכלה הגלובלית, ואנו כאן היום כדי לעזור לכם לזכות בכרטיס זה."

(<http://www.state.gov/secretary/former/powell/remarks/2002/9634.htm>)

כמה זה עולה לארצות העולם השלישי

אנשי פיננסים מתבדחים, שהאירוע הכלכלי החשוב ביותר בסדר היום של ארץ מתפתחת הוא, ביקור צפוי של אנליסט של אחת מחברות דירוג האשראי.

ביקור שכזה עולה כסף: סכום של 6 ספרות עבור דירוג ראשוני למדינה, ותשלום שנע בין 30 אלף דולר ל-220 אלף דולר עבור דירוג של כל הנפקה של אג"ח.

(Washington Post, 23.11.2004)

מה עושות מדינות שאינן מדורגות

מדינות ללא דירוג או בעלות דירוג נמוך מתקשות לגייס כספים בשווקים הבינלאומיים. אי לכך הן תלויות בהלוואות של גופים פיננסיים בינלאומיים כדוגמת הבנק העולמי, או בנקים לפיתוח, או ממשלות ידידותיות.

ביקורות מדינתיות נגד חברות דירוג האשראי

- מדינות רבות יצאו בביקורת חריפה נגד חברות דירוג האשראי.
- בכמה מארצות אסיה נטען, שהחברות "אינן מבינות את ההתנהלות העסקית האסייתית".
- ביפאן, שחוותה הורדת דירוג, ביטלו את הצעד כ"התערבות מיותרת".
- באירופה, מדינות קובלות על כך שאין לאירופה חברת דירוג אשראי גדולה משל עצמה, שתדע לשקול את דרך ההתנהלות החשבונאית המקומית.
- בפרלמנט האירופי קובלים על הריכוזיות של תעשיית דירוג האשראי ועל גישתה המעמידה את ארצות הברית במרכז.

• Bruner and Abdelal, 2005: 203-204.

מה אפשר לעשות?

- ארגון העבודה הבינלאומי (ILO) הציע להקים חברת דירוג אשראי גדולה רביעית, אשר תדרג מדינות לא רק לפי יכולתן לעמוד בהחזר חובות אלא גם לפי מדיניות הפיתוח החברתי שלהן.

(http://www.ilo.org/dyn/idea/ideasheet.display?p_idea_id=15)

דירוג האשראי של ישראל

מהו דירוג האשראי של ישראל ?

- חברת S&P ממקמת את ישראל (יוני 2006) בקבוצת A – (A מינוס).
- שותפיה של ישראל לקבוצה זו הם: איי הבהאמה, בחריין, סין, צ'כיה, הונגריה, לטביה, ליטא, מאלזיה, סלובקיה, טרינידד.
- מדרגה אחת מעל ישראל (קבוצת A) מצויות בוטסואנה, צ'ילה, קפריסין, אסטוניה, יוון, קוריאה, מלטה וסעודיה.

(בנק לאומי, 2006)

ויש גם תחזית

חברות דירוג האשראי נוהגות לתת גם "תחזית".

בשנת 2005 שופר דירוג האשראי של ישראל כאשר שתי חברות הדירוג S&P-Fitch ו-S&P, אשר בתקופת האינתיפאדה שמרו על תחזית "שלילית" של דירוג האשראי, שיפרו אותה לרמת תחזית "יציבה".

במאי 2006 העלתה אף Moody's את תחזית דירוג האשראי של ישראל, מ"יציבה" ל"חיובית".

"תקרת המדינה" של ישראל

"תקרת המדינה" שקבעה Fitch עבור ישראל הינה A.

זוהי דרגה גבוהה בדרגה אחת מעל דירוג האשראי של ישראל
בנוגע לחוב חיצוני.

אבל...

אג"ח המונפקות על ידי ממשלת ישראל בערבות ממשלת
ארצות הברית נהנות מדירוג אשראי דומה לדירוג האשראי של
ממשלת ארה"ב – AAA. ואכן, התשואה שבה נמכרות אג"ח
אלה גבוהה רק במעט מהתשואה על אג"ח של ממשלת ארה"ב.

(יחידת ניהול החוב הממשלתי, דו"ח 2005)

ישראל – "שוק מתעורר"

- משקיעים זרים מחזיקים כיום ב-20% לפחות משוק המניות הישראלי. מבחינתם, ישראל שייכת למה שקרוי "שווקים מתעוררים". המשקיעים הזרים הם ברובם גופים מוסדיים מארה"ב ואירופה, והם מתחלקים לשני סוגים:
- משקיעים לטווח ארוך, כמו קרנות פנסיה וקרנות נאמנות;
 - משקיעים לטווח קצר, שמביאים לישראל כסף מהיר בגלל הצמיחה הכלכלית המהירה כיום.

(כהן עומרי, דה מארקר שוק ההון, 9.7.2007)

מה מחיר הדירוג של ישראל?

המרווח כיום (יוני 2006) בין אג"ח של ישראל לטווח ארוך הנסחר בחו"ל לאג"ח של ממשלת ארה"ב הוא כ-0.8%.

ב-2002, בשיא המיתון של האינתיפאדה, הפער היה 4% ויותר.

מבחינת ישראל, להגיע לדירוג של AA זה עניין של שנים ארוכות.

(בנק לאומי, 2006)

איך כל זה קשור לתקציב המדינה?

תקציב המדינה ודירוג האשראי

תקציב המדינה הוא בדרך כלל גירעוני: הכנסות המדינה אינן מכסות את כל ההוצאות הצפויות. לא רק בישראל אלא במרבית ארצות העולם.

כדי לכסות את הגירעון, הממשלה לווה כסף; בדרך כלל, באמצעות הנפקת אג"ח.

חברות דירוג האשראי בודקות את יכולת המדינה להחזיר את החוב (לפרוע את הקרן והריבית של האג"ח).

דירוג האשראי וגירעון תקציבי

חברות דירוג האשראי רואות בשלילה כל גירעון, כולל גירעון בתקציב המדינה.

בפועל, גירעון הוא לא בהכרח דבר רע מטבעו. הוא יוצר חוב – אבל גלגול החוב מדור לדור מאפשר, למשל, להיטיב את המצב מדור לדור, באמצעות השקעה בחינוך, בבריאות או בדיוור. בישראל, למשל, מערכת הפנסיה מושתתת במידה רבה על אג"ח ממשלתיות.

אבל מבחינת חברות דירוג האשראי, חוב גבוה (יחס חוב/תוצר גבוה) נרשם תמיד בטור השלילי, מבלי לשאול מהם הצרכים ו/או היעדים החברתיים והכלכליים שאותם משרת החוב.

(Sinclair, 2005:145)

היחס חוב/תוצר

את גודל החוב של מדינות נוהגים למדוד על ידי חלוקת החוב בתמ"ג (התוצר המקומי הגולמי).

למשל: בסוף 2005 עמד החוב של ממשלת ישראל על 552.2 מיליארד ₪, והתמ"ג עמד על 581.3 מיליארד ₪.

היחס חוב/תוצר עמד אם כן על 95%.
ב-2006 הוא ירד ל-87.7%.

אמנת מאסטריכט

ב-1992 נחתם בעיר מאסטריכט שבהולנד הסכם ההקמה של האיחוד האירופי.

בין השאר נקבע שם, כי בארצות האיחוד האירופי, היחס חוב/תוצר לא יעלה על 60%.

מאז, "60% של מאסטריכט" הפכה לנורמה של "מדיניות תקציבית בריאה", המשמשת גם את חברות דירוג האשראי.

מי עומד בנורמה של מאסטריכט?

כיום, כמה מארצות הליבה של האיחוד האירופי, ובהן צרפת וגרמניה, מתקשות לעמוד בנורמה: שתיהן הגיעו בשנים 2005 ו-2006 ליותר מ-70%.

לעומת זאת, ארצות מזרח אירופה שהצטרפו לאחרונה לאיחוד, ובהן צ'כיה, פולין וסלובקיה, מחזיקות ביחס חוב/תוצר נמוך מ-60%. הדבר מעיד, ככל הנראה, על השקעות מקומיות נמוכות בפיתוח כלכלי, על הסתמכות מרחיקת-לכת על השקעות זרות – ואולי גם על קיצוצים תקציביים שנעשו על מנת להתקבל לאיחוד האירופי.

החוב והתקציב

מבחינת החברות לדירוג אשראי, היחס חוב/תוצר הוא אחד המרכיבים החשובים בבניית הדירוג של מדינה. הדירוג של המדינה משפיע על הריבית שהמדינה עצמה נדרשת לשלם לקוני האג"ח שלה, ובו בזמן היא גם משפיעה על הריבית שבעלי ההון המקומיים משלמים בבואם לגייס הון. על כן, בעלי ההון המקומיים וראשי הגופים הפיננסיים הגדולים במדינה לוחצים על הממשלה, להקטין את הגירעון התקציבי ולצמצם את היחס חוב/תוצר.

הקיצוצים של סילבן ושל ביבי

בשנים 2001-2004, בתקופת המיתון שגרמה האינתיפאדה, קוצץ תקציב המדינה בסכום מצטבר של כ-65 מיליארד ₪. שרי האוצר היו סילבן שלום ובנימין נתניהו.

הקיצוצים פגעו פגיעה חמורה בקצבאות המוסד לביטוח לאומי ובתקציבי החינוך, הבריאות, השיכון והרשויות המקומיות. העוני הגיע לשיא חסר תקדים.

הקיצוצים וחברות דירוג האשראי

ב-2003 החלה האינתיפאדה לדעוך והמשק הישראלי החל שוב לצמוח. מודי'ס וסטנדרד אנד פור'ס החלו להעלות את הדירוג של ישראל. בעיני מודי'ס, המפתח להעלאת הדירוג היה "הביצועים הפיסקליים הטובים של הממשלה ... בצד ההוצאות" – דהיינו, הקיצוץ תקציבי.

מודי'ס הוסיפה כי אם תימשך המדיניות הפיסקלית והמוניטרית ההדוקה, ישראל תוכל לצמצם משמעותית את היחס החוב/תוצר שלה.

(יחידת ניהול החוב הממשלתי, דו"ח 2005, 78-79).

מודיס וביבי

במרץ 2004 קבעה מודיס כי "הממשלה הנוכחית היא הטובה ביותר מבחינת המדיניות הכלכלית שהיתה בישראל ב-50 השנים האחרונות".

16.3.2004, Ynet

קביעה זאת, בין השאר, עומדת ביסוד טענתו של בנימין נתניהו, כי המדיניות שלו היא זו שהביא לישראל את גל הצמיחה הנוכחי.

ביבי לא טוב לויקי כנפו, לא טוב לאוניברסיטאות ולא טוב לזוגות צעירים הזקוקים למשכנתא – אבל הוא טוב למשקיעים.

הממשלה בישראל וחברות דירוג האשראי

על דבר אחד אין ויכוח: ממשלת ישראל, כמו מרבית הממשלות בעולם, מייחסת חשיבות רבה לפסיקתן של החברות לדירוג אשראי.

ב-2003, עוד בתקופת האינתיפאדה, יצאו ראשי האוצר לחו"ל להשפיע על ראשי חברות דירוג האשראי שלא להוריד את הדירוג של ישראל.

על מה משבחת מודיס את ישראל?

- בפברואר 2005 פירסמה מודיס דו"ח שוטף על כלכלת ישראל, ובו ציינה לחיוב, בין השאר, את הצעדים הבאים:
- צמצום מספר המועסקים על ידי המדינה;
 - קיצוץ שכר עובדי המדינה ב-8%-9%;
 - קיצוץ קצבאות הביטוח הלאומי בכ-30%, ובעיקר קצבת הילדים.
 - מודיס גם טרחה לציין כי יהיה זה אך "הגיוני" שהאי שוויון יגדל.

(Moody's, פברואר 2005)

מלחמת לבנון ודירוג האשראי של ישראל

על החשיבות שממשלת ישראל מייחסת לדירוג האשראי שלה ניתן ללמוד גם מן העדות שמסר השר רפי איתן בפני ועדת וינוגרד, החוקרת את התנהלות ממשלת ישראל בזמן מלחמת לבנון השנייה:

"פניתי לשר האוצר וביקשתי ממנו להפעיל את תכנית מל"ח – מערך המשק לשעת חירום, אולם שר האוצר דאז, אברהם הירשזון, אמר לי שהכרזה כזו עלולה לפגוע בדרוג הפיננסי של ישראל".

דירוג האשראי ותקציב 2008

חברות דירוג האשראי מרשות לעצמן ליטול חלק פעיל בתהליך עיצוב תקציב המדינה. המשקל שלהן כיום גדול מזה של מרבית שרי הממשלה.

ב-25 ביולי 2007, ערב הדיון המכריע בממשלה על תקציב 2008, פירסמה חברת דירוג האשראי Standard and Poor's אזהרה, כי דירוג האשראי של ישראל עשוי להיפגע "אם הממשלה לא תשמור על משמעת תקציבית".

החברה הביעה "חשש" כי בדיוני תקציב 2008 יופעלו לחצים להקלת המשמעת הפיסקלית לאחר שלוש שנים של משמעת קפדנית".

(הארץ, דה מארקר, 26.7.2007)

היחס חוב/תוצר ותקציב 2008

במהלך הדיונים בממשלה על תקציב 2008, קיבלו השרים מסמך של המועצה הלאומית לכלכלה שליד משרד ראש הממשלה, ובו התראה: "הבעיה החמורה ביותר היא החוב הגדול". המועצה קבעה כי "המשימה העיקרית [של המדיניות התקציבית] היא הקטנת החוב".
לא חינוך, לא בריאות, לא שיכון – רק הקטנת החוב!

המועצה הלאומית לכלכלה, משרד ראש הממשלה, "לקראת תקציב 2008: רקע לדיונים. יולי 2007.

גזירת מדיניות פיסקאלית - המשך

הבעיה התמורה ביותר הנה החוב הגדול!

- ההשלכות:
 - תשלומי ריבית גבוהים, ע"ח הוצאות אחרות.
 - סיכון גבוה למשבר פיננסי.
- המשימה העיקרית: הקטנת החוב - איך?
 - יש לדבוק בכלל ברור של הגבלת ההוצאה.
 - להגיע לגרעון קטן ואף לעודף תקציבי.
 - אין להוריד מסים! (מעבר לתוואי המכחי)

המועצה הלאומית לכלכלה
משרד ראש הממשלה



10

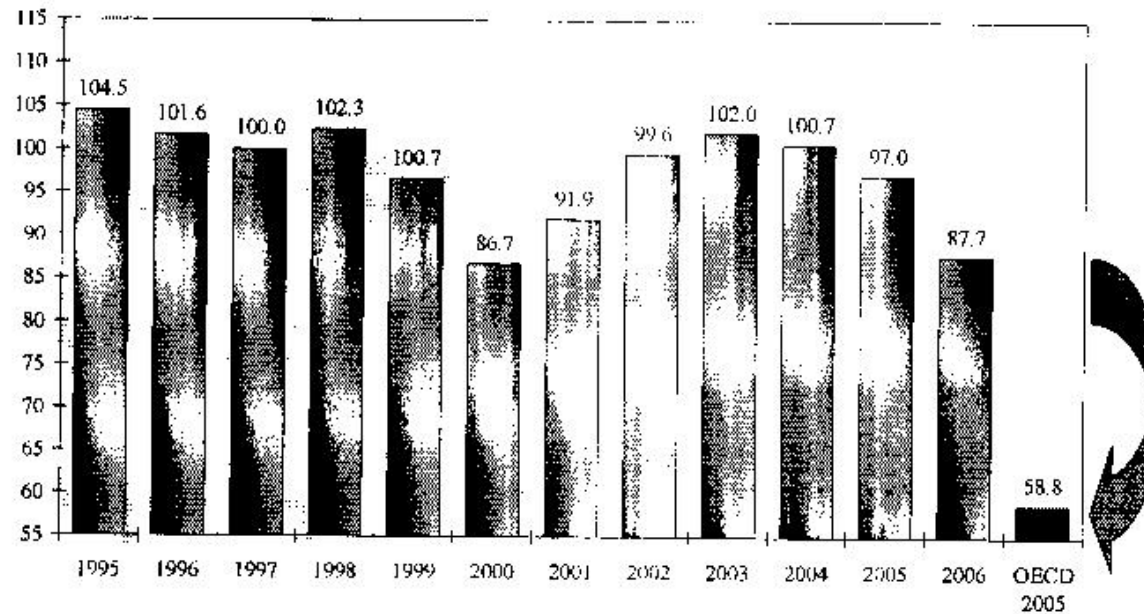
ישנן דרכים להציג נתונים...

- כדי להמחיש לשרי הממשלה את חומרת בעיית החוב, הציגה המועצה הלאומית לכלכלה נתון על היחס חוב/תוצר בארצות ה-OECD – 58.8%.
- אלא שה-OECD עצמו מציג נתון אחר: 77.5%. אם ניקח את הנתון של ה-OECD, מצב החוב/תוצר של ישראל ב-2006 אינו גרוע במיוחד – 87.7%. לשרים לא נאמר שקיים נתון שונה.
- דרך נוספת בה השתמשה המועצה הלאומית לכלכלה כדי להדגיש את הטיעון שלה, לפיו המשימה החשובה ביותר של הממשלה היא להקטין את החוב: שימוש בתרשים שציר ה-Y שלו מתחיל ב-55% ולא ב-0. הצגה שכזאת מעצימה באופן גרפי את ההפרש בין ישראל ל-OECD.

OECD, OECD Economic Outlook 81 database.

יחס חוב תוצר: ישראל מול ה-OECD

ישראל 1995 – 2006



14

המועצה הלאומית לכלכלה
תש"ז ראש הממשלה



מרכז אדוּא
C E N T E R

INFORMATION ON EQUALITY AND SOCIAL JUSTICE IN ISRAEL

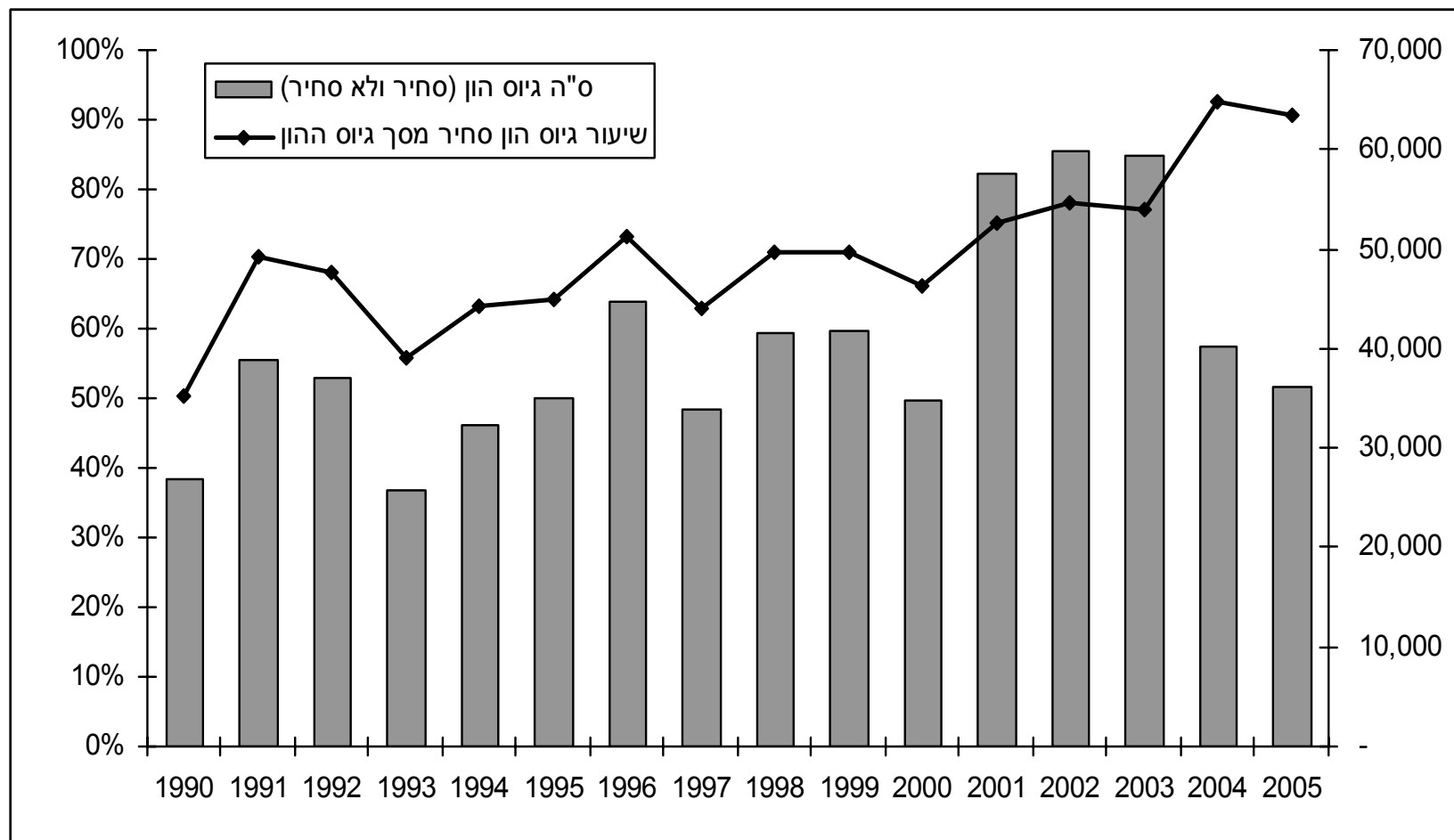
מרכז "אדוּא" - מלמולמול חול המסורו וالعدالة الاجتماعية في إسرائيل

הקטנת היחס חוב/תוצר

הממשלה, המביאה בחשבון את חברות דירוג האשראי ואת האינטרסים של המשקיעים, חותרת כל העת להקטנת החוב. בתרשים שלהלן ניתן לראות, כי מאז דעכה האינתיפאדה, גיוסי ההון של הממשלה קטנים.

לא זו בלבד, אלא שהממשלה עוברת מאג"ח מיועדות לאג"ח סחירות. זה טוב לניהול החוב הממשלתי - אך לא בהכרח טוב לפנסיונרים, שכספיהם היו מושקעים עד 2003 באג"ח ממשלתיות מיועדות: היום, פנסיונרים אינם יודעים מה גובה הפנסיה שיקבלו - גובה הפנסיה תלוי היום במצב שוק ההון.

גיוס הון ברוטו של הממשלה באגרות חוב, 1990-2005 במחירי 2006, במיליוני ₪



מקור: עיבוד של מרכז אדוה מתוך משרד האוצר, נתוני יחידת החוב של החשב הכללי, אתר האינטרנט של משרד האוצר.

אלטרנטיבות

חברות דירוג האשראי נתונות לביקורת גוברת, ורבים מבקשים להן חלופה. ישנן מספר חלופות אפשריות:

- רגולציה עצמית של בעלי החוב;
- עמותות של אנשי עסקים, לפי ענף;
- גוף בין-ממשלתי על-מדינתי.

(Sinclair, 2005:5-6).

ועוד אפשרות:

מדינה המעוניינת בהשקעה רצינית בפיתוח, כדוגמת שידרוג מערכת החינוך או ההשכלה הגבוהה, יכולה לשאת ולתת עם חברות דירוג האשראי, כדי שאלה יחשיבו את הגידול הנדרש בתקציב כהשקעה שאינה פוגעת ביכולת העתידית של המדינה לשלם את חובותיה אלא להפך – מגדילה אותה לטווח ארוך.

מקורות

בנק לאומי. 2006. "מבט לאומי", יוני.

גלובס

דה מארקר

המועצה הלאומית לכלכלה, משרד ראש הממשלה, "לקראת תקציב 2008: רקע לדיונים. יולי 2007.

יחידת ניהול החוב הממשלתי, דו"ח 2005, 78-79.

Ynet

Bruner, Christopher M. and Rawi Abdelal. 2005. "To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy." *International Public Policy*, 25, 2.

Business Week

The Economist

OECD, OECD Economic Outlook 81 database.

Richard Cantor and Frank Packer, "Sovereign Credit Ratings," Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues*, June 1995.

Sinclair, Timothy. 2005. *The New Masters of Capital*. Ithaca and London: Cornell University Press.

The International Labour Organization: http://www.ilo.org/dyn/idea/ideasheet.display?p_idea_id=15

U.S Department of State: <http://www.state.gov/secretary/former/powell/remarks/2002/9634.htm>

Washington Post

Wikipedia