

דירוג סיכון האשראי - כרטיס הביקור של המשק הישראלי בעולם¹

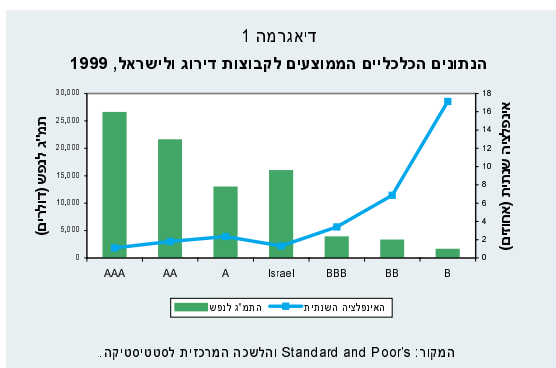
דוד הופמן - מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ

סיכון האשראי של מדינת ישראל דורג לראשונה בשנת 1988 על ידי S&P, ומאז ניכרת מגמת שיפור בדירוג. הדירוג הראשון שישראל קיבלה מ-S&P היה "BBB"³ - רמת הדירוג הנמוכה ביותר בקבוצת הדירוג הנחשבת מתאימה ל"השקעה סולידית". קבוצת דירוג הנמוכה יותר מתאימה ל"השקעה ספקולטיבית" ומשקיעים מוסדיים רבים נמנעים מלהשקיע במדינות המדורגות בה. בינואר 1993 הועלה הדירוג של ישראל ל-"BBB", ובספטמבר 1993, על רקע שינויים פוליטיים, הוא הועלה פעם

נוספת, ל-"BBB+". לקראת סוף 1995 הועלה הדירוג של ישראל לרמה "A", וזאת על רקע השיפור שחל במצב המקרו-כלכלי של המשק. בחודשים האחרונים פירסמו שתי הסוכנויות, Moody's ו-S&P, שינויים בצפי הדירוג שלהן מ"יציב" ל"חיובי", צפי המעיד על הסתברות גבוהה יחסית להעלאה נוספת. אמנם ייתכן כי יחלוף זמן רב עד לשינוי בפועל⁴ אך ההשפעה של פרסום צפי זה על התייחסות המשקיעים אל המשק הישראלי עשויה להיות מיידית.

דירוגי סיכון אשראי משקפים הערכה של חברות הדירוג לגבי היכולת והנכונות של מדינות וחברות המנפיקות איגרות חוב סחירות לעמוד בהתחייבויותיהן במלואן ובמועדן. דירוג האשראי של מדינה מתייחס לאיגרות החוב שהממשלה מנפיקה, ובכך מהווה גבול עליון לדירוג ההנפקות במטבע חוץ של גופים במגזר הפרטי באותה מדינה. מסיבה זו נודעת לדירוג משמעות מיוחדת לגבי המעמד הפיננסי של המדינה בעיני ציבור המשקיעים בעולם - ולגבי נכונותם להציע לה אשראי ולגבי העלות של אשראי זה.

חברות העוסקות בדירוג הסיכון של מדינות (החשובות שבהן הן: Standard and Poor's (S&P), Moody's Investors Service ו-Fitch IBCA) מפרסמות מעת לעת את דירוג האשראי של מדינות רבות בעולם, - וביניהן ישראל. בקביעת דירוג אשראי של מדינה מובאים בחשבון, בין היתר, הסיכון הכלכלי והסיכון הפוליטי. הסיכון הפוליטי נקבע בהתחשב בשיטת הממשל וביציבותו, בסביבה החברתית ובמצב הגיאו-פוליטי. הסיכון הכלכלי נמדד על פי המצב המקרו-כלכלי - ובעיקר נטל החוב, מאזן התשלומים, דרגת הליברליזציה בשוקי ההון והכספים, התפתחות המחירים, המבנה הכלכלי, שיעור הצמיחה, ניהול המדיניות הכלכלית ותחזית כלכלית.²



¹ מאמר זה מבוסס בחלקו על עבודה שנעשתה במחלקה על ידי אשר וינגרטן.
² תיאור מפורט של תהליך קביעת דירוג סיכון אשראי הופיע במאמר של סילביה פיטרמן, "כל מה שרצית לדעת על דירוג מדינות בשווקים הפיננסיים", מבט כלכלי, גיליון 3, מאי 1999.
³ ההתייחסות כאן היא לשינויים שביצעה חברת S&P, ולא לאלה של Moody's, מסיבות של זמינות נתונים.
⁴ לדוגמה, צפי הדירוג של אוסטרליה שונה ל"חיובי" באוגוסט 1996, אולם הדירוג שלה בפועל הועלה רק במאי 1999.

סיכון האשראי של מדינת ישראל. כלכלני "מורגן סטנלי" מציינים בסקירתם שנתוני המשק הישראלי מצדיקים דירוג של "A" וכלכלני "סלומון-סמית-ברני" סבורים שיש לדרג את המשק הישראלי בדרגת "AA". האינפלציה הנמוכה והתמ"ג-לנפש הגבוה יחסית בישראל הם הגורמים המרכזיים בהמלצת חברות אלה לשיפור דירוג הסיכון של ישראל (דיאגרמה 1).

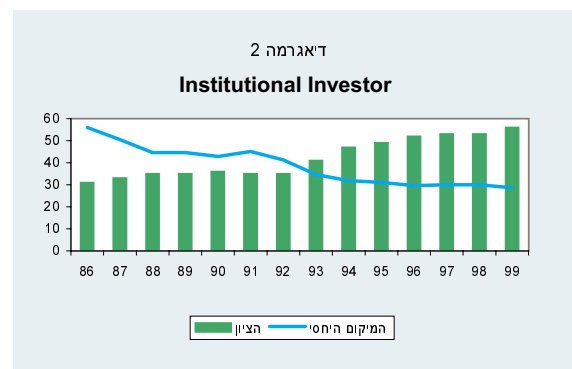
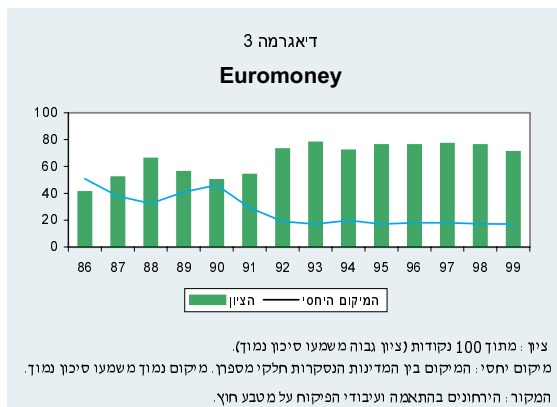
הירחונים Euromoney ו-Institutional Investor מדרגים גם הם מדינות מבחינת סיכון אשראי שלהן, אולם זאת ברמת ניתוח פחות מעמיקה. גם בנתונים שלהם ניכרת מגמת שיפור בסיכון האשראי של ישראל על פני העשור האחרון - הן במונחים מוחלטים והן בהשוואה למדינות אחרות. הדירוג של Institutional Investor מבוסס על סקר בקרב כמה בנקים בין-לאומיים, המתבקשים לתת ציונים למדינות. בשקלול התשובות ניתן משקל רב יותר לבנקים שחשיפתם לשווקים הבין-לאומיים גבוהה ולבנקים ששרשותם מערכות מתוחכמות לניתוח סיכונים בין-לאומיים. המדינה מקבלת ציון מ-1 עד 100 נקודות - ככל שהציון נמוך יותר, ההסתברות לאי-תשלום חובות גדולה יותר - לפי ציון זה נקבע מקומה במיידג העולמי. לעומת זאת, הדירוג של Euromoney מבוסס על שקלול של הציונים לגבי תשעה רכיבים עבור כל מדינה.

1: הסיכון הפוליטי (25%); רכיב זה מודד רק את הסיכון לאי-החזר חובות או לאי-תשלום עבור סחורות ושירותים.

ההישג של ישראל בתחום הדירוג - עלייה בשלוש רמות בתוך שבע שנים (מ-1988 עד 1995) ושמידה על דירוג זה במחצית השנייה של שנות התשעים - אינו רגיל בקרב המדינות המדורגות. כיום, חברת S&P מדרגת 83 מדינות, אולם היא החלה לדרג רק בשנות התשעים. בשנת 1988 דורגו על ידי S&P רק 25 מדינות, ומתוכן רק שמונה קיבלו דירוג נמוך מ-"AA". מהן, רק שתי מדינות מלבד ישראל - אירלנד ופורטוגל - עלו שלוש רמות דירוג מעל מקומן ב-1988, בעיקר עקב הצטרפותן לאיחוד המוניטרי האירופי, ואילו מתוך המדינות האחרות עלתה רק הונגריה שלוש רמות מעל הדירוג הראשוני שלה.

מגמת העלייה בדירוג של ישראל נובעת בעיקר מהשיפור בתנאים המקרו-כלכליים הבסיסיים של המשק בכללו מהירידה באינפלציה ומהעלייה בתמ"ג לנפש בפרט. וזאת לצד ההתקדמות בתהליך המדיני. בין הסיבות המונעות את דירוגה של ישראל ברמה גבוהה עוד יותר ניתן לציין את אי הוודאות האופפת עדיין את מצבה הגיאוגרפית, את בדידותו של שוק ההון המקומי, את המשקל הגבוה מאוד של החוב הציבורי בתוצר יחסית לזה שנקבע באמנת מאסטריכט, ואת הצורך ברפורמות בשוק ההון - כגון, מיסחור איגרות החוב הממשלתיות ושיפור המבנה התחרותי של ענף השירותים הפיננסיים.

בסוף ספטמבר 1999 פרסמו שתי חברות פיננסיות גדולות - "Morgan Stanley" ו-"Salomon Smith Barney" - סקירות לפיהן יש מקום לשיפור נוסף בדירוג



8 : הגישה לשווקים הפיננסיים בעולם (5%).
9 : גישה לשוק ניכיון השטרות (5%).
עיקר השיפור במעמדה של ישראל בדירוג של
Institutional Investor היה אחרי 1993, ואילו עיקר
השיפור בדירוג של ישראל לפי Euromoney הושג בסוף
שנות השמונים ובתחילת שנות התשעים, ומאז 1993
הוא נשאר יציב יחסית (דיאגרמות 2 ו-3). ייתכן שההבדל
בין שני דירוגים אלה משקף את השוני בין שני הירחונים
בהתייחסותן לרכיב הסיכון הגיאוגרפי-פוליטי.

2 : ביצועים כלכליים (25%).
3 : מדדים לגבי נטל החוב החיצוני (10%).
4 : פיגור בתשלום חוב או קיומו של חוב בפריסה-מחדש
(10%).
5 : דירוג הסיכון של המדינה על פי S&P ו-Moody's
(10%).
6 : הנגישות של מקורות מימון בנקאי לזמן ארוך, קרי
חוב פרטי ללא ערבות מדינה (5%).
7 : הגישה למקורות מימון לזמן קצר (5%).

