

# מדינת ישראל

## משרד האוצר - אגף תקציבים

כ"ז אדר תשפ"ג

20 מרץ 2023

### בחינת המשמעויות הכלכליות של פרסומי חברות דירוג האשראי והסנטימנט בשווקים נוכח השינויים המוצעים במערכת המשפט – עמדת אגף התקציבים

#### תקציר

בראשית השנה החלו להתקדם מספר הליכי חקיקה הנוגעים לשינויים נרחבים במערכת המשפט הישראלית. ברקע מחאה ציבורית שהחלה עקב קידום הליכי החקיקה, נשמעו אזהרות באשר להשלכות שליליות שעלולות לנבוע מאישור השינויים, ובכלל זאת הזהירו כלכלנים בכירים בארץ ובעולם וכן בנקי ההשקעות הזרים המובילים מהשלכות כלכליות שליליות משמעותיות. בנוסף לכך, כפי שיצוין להלן, גם שתיים מתוך שלוש חברות הדירוג התייחסו בדוחותיהן לחששות מאופן קידום ומהות השינויים המתוכננים ולהשפעת קידומם על פרופיל האשראי של ישראל.

במסמך זה נסקור את ההשלכות הכלכליות הצפויות נוכח החשש מהורדת דירוג האשראי של ישראל או ציפיות להורדתו ומהחרפת הסנטימנט השלילי בשווקים בתגובה לצעדי החקיקה המוצעים. יצוין כי מאחר שהחקיקות אינן כלכליות במהותן ואין בידינו את הכלים לבחון כל אחת מהן בנפרד, המסמך יתייחס לצעדי החקיקה כמכלול.

בתחילת חודש מרץ 2023 פרסמו חברות דירוג האשראי Moody's ו-Fitch התייחסות להשפעות של השינויים המוצעים במערכת המשפט על דירוג האשראי של ישראל ועל מצבה הכלכלי. בעוד שהפרסום של חברת Fitch הגיע אגב הודעה תקופתית שגרתיית על דירוג האשראי של ישראל, חברת Moody's פרסמה סקירה חריגה, שלא מן המניין, העוסקת באופן פרטני בהשפעת השינויים המוצעים במערכת המשפט. שתי החברות הזהירו כי יישום מכלול תיקוני החקיקה עלול ליצור לחץ שלילי על דירוג האשראי.

להתייחסות חברות הדירוג משמעות רבה שכן הערכתן המקצועית מספקת למשקיעים מידע אודות הסיכונים והסיכויים הגלומים בהשקעה בחוב הריבוני של מדינה מסוימת. גם ללא הורדת דירוג אשראי, די בציפיות להורדתו בכדי לגרום להשלכות שליליות על רמת ההשקעה במדינה כבר בטווח הזמן המיידי. פרסום סקירה חריגה שלא מן המניין, כפי שנעשה על ידי חברת Moody's, מאותת למשקיעים שמצב הכלכלה מחייב התייחסות ויוצר ציפיות שליליות בדבר כדאיות ההשקעה במדינה.

בסקירתה ציינה חברת Moody's כי התיקונים המוצעים עלולים לפגוע במוסדות השלטון בישראל, שרמת איתנותם מהווה אינדיקטור במתודולוגיית דירוג האשראי. עוד צוין כי אימוץ המתווה עלול להקשות בטווח הקצר על מאמצי בלימת האינפלציה בשל החלשת המטבע המקומי, ובטווח הארוך גם להפחית את האטרקטיביות של ישראל כיעד להשקעות באופן שעשוי להכביד על הצמיחה הפוטנציאלית.

רח' קפלן 1 ירושלים 9103002 ת.ד. 3100 טל': 02-5317111 פקס': 02-5695338

חברת Fitch ציינה בנוסף את החשש מהתפתחותו של סנטימנט שלילי של משקיעים כלפי צעדי החקיקה כגורם סיכון בפני עצמו אשר עלול להחליש גם הוא את האיתנות של כלכלת ישראל. בכלכלה קיימת חשיבות רבה לציפיות ביחס לביצועים הכלכליים העתידיים. לפי התיאוריה הכלכלית, הציפיות כשלעצמן יכולות להשפיע על התוצאות הכלכליות בעתיד כמעין נבואה שמגשימה את עצמה. ככל שישנו סנטימנט שלילי מצד המשקיעים והציבור ביחס לצעדי החקיקה והם צופים שהיא תהיה בעלת השפעה שלילית עתידית על ישראל, הדבר עלול לקבל ביטוי בשוק כבר כיום, עוד בטרם אישור שינויי החקיקה המוצעים, ולהעצים את כיוון ההשפעה הכלכלית.

בהמשך לדיונים שנערכו בהנהלת משרד האוצר, בתקופה האחרונה ניתן לזהות אינדיקציות ראשוניות להתפתחות של סנטימנט שלילי מצד משקיעים ביחס לשוק הישראלי, כאשר זה בא לידי ביטוי בעיקר בביצועי חסר של השקל ושל השווקים הפיננסים המקומיים אל מול העולם. מובן, כי קיים קושי לבודד את השפעת החקיקה המשפטית המוצעת ממשנתים נוספים המשפיעים על מדדים אלה, ובעיקרם האינפלציה וההאטה הכלכלית המורגשת בעקבות הניסיונות לרסנה.

הסקירה שלהלן תתבסס על ההתייחסות של חברות הדירוג למכלול הצעדים ואזהרתן מפני השלכות הצפויות מאימוצם, ובכלל זאת החלשת המוסדות שעלולה להוביל להורדת דירוג האשראי של ישראל. עוד תתבסס על הסנטימנט השלילי בשווקים והחשש מהחרפתו, שעלול להשפיע באופן מיידי לרעה על איתנות הכלכלה הישראלית. יצוין כי ישנו קושי בהבחנה בין סיבה למסובב בכל הנוגע לדירוג אשראי וכי הסיכונים האפשריים מירידת דירוג האשראי קשורים זה בזה ועלולים להשפיע שלילית האחד על השני בהיזון חוזר.

ראשית, ירידה בדירוג האשראי, ככל שתתרחש, עלולה לגרום להסטת כספים מהכלכלה המקומית. זאת, משום שמשמעות ההורדה הינה איתות להתגברות הסיכון הכלכלי במדינה ולירידה בכדאיות ההשקעה בה. כתוצאה מהפחתת ההשקעות הזרות במדינה, עלול להתפתח קושי במימון תעשיית ההייטק, פיתוח תשתיות, יצירת מקומות עבודה ומקורות נוספים לצמיחה.

שנית, הורדת דירוג האשראי של ישראל, ובאופן חלקי גם ציפיות להורדתו, צפויות להביא להתייקרות החוב ולגידול בתשלומי הריבית. דבר זה יוביל להקטנת חלק ההוצאה האזרחית בתקציב כך שהשירותים הציבוריים הניתנים על-ידי הממשלה ייפגעו או שתידרש הגדלה של נטל המס לצורך שמירה על רמתם.

עוד נבחנה ההשפעה הצפויה על שער החליפין והאינפלציה. הורדת דירוג האשראי ו/או הרעת הסנטימנט ביחס לישראל צפויות להפחית את הביקוש להשקעה בה, ובאופן טבעי גם את הביקוש למטבע המקומי, מה שיוביל לפיחות בשקל. מתקרים אף מצאו קשר בין הודעות על דירוג אשראי של מדינה לבין תנודתיות בשער החליפין בתקופה הסמוכה להודעה. לפיחות במטבע תרומה משמעותית לקצב האינפלציה, שכן הוא מייקר את המוצרים והשירותים המיובאים למדינה. התפתחות זו תשפיע באופן ישיר גם על הריבית בשוק המקומי. בתרחיש בו השקל נחלש, יחויב בנק ישראל להעלות את שיעור הריבית וזאת מעבר להעלאות אשר נובעות מהצורך למתן את האינפלציה העולמית והמקומית גרידא.

לצד השפעות אלה צפויה גם עליה בעלויות הגיוס של החברות הישראליות, שתפגע ברווחיהן ובצמיחתן. הגברת חוסר הוודאות ביחס למשק המקומי תגביר את הסיכון של חברות אלה בעיני המשקיעים ותייקר עבורן את גיוס החוב הזר, מה שעלול לפגוע בפעילותן העסקית ובתורו להעצים את הפגיעה במשק הישראלי.

לפי ניתוח רגישות שבוצע כמפורט בהמשך, הורדת דירוג עלולה להוביל לעלייה בהוצאות הריבית של הממשלה ובעלויות המימון למגזר העסקי, וכן להאטה בצמיחה. נטל מימון החוב הציבורי צפוי לעלות בכ-2.3 עד 6.8 מיליארד ש"ח בשנה בהבשלה מלאה ונטל מימון החוב העסקי צפוי לעלות בכ-2.6-7.8 מיליארד ש"ח בשנה בהבשלה מלאה. מבחינת צמיחת המשק, הורדת דירוג עלולה להביא לאובדן 2.8% עד 5.6% בצמיחת המשק ביחס לצמיחה החזויה, שיסתכמו בעוד עשור באובדן של כ-50-100 מיליארד ש"ח בשנה במונחים ריאליים. אובדן תוצר זה, יוביל מטבע הדברים לאובדן הכנסות בעוד כעשור בהיקף של בין 15 ל-30 מיליארד ש"ח בהינתן נטל המס הנוכחי.

כמו כן נערכה סימולציה להשפעה של עלייה בסיכון המיוחס להשקעות בישראל וביצוע פעילות עסקית בה על תוצר מגזר ההייטק והיקף המועסקים בו. בסימולציה נמצא כי עלייה בסיכון של ישראל, לו הייתה מתרחשת בשנת 2021, הייתה עלולה להביא לאובדן תוצר של 1.6-4.6% (מתוך צמיחה של כ-8.2% בשנת 2021), וכן לירידה של בין כ-8% עד 25% בשיעור המועסקים בהייטק.

יצוין כי גופים אחרים ניתחו את ההשפעות הצפויות של החקיקה עצמה על כלכלת ישראל. כך לדוגמה, לפי מכון אהרן למדיניות כלכלית באוניברסיטת רייכמן, הצמיחה השנתית צפויה לפחות כתוצאה מהחקיקה האמורה בכ-4.1 נקודות אחוז בממוצע בכל אחת מהשנים 2023-2025.

לסיכום, ככל שחברות דירוג האשראי אכן יסברו כי צעדי החקיקה יגרמו להחלשת המוסדות, אישורם עלול לגרור הורדת דירוג, על כל המשמעותיות הכלכליות הכרוכות בכך. לצד זאת, הסנטימנט השלילי של הציבור והמשקיעים ביחס למתווה המוצע עלול כשלעצמו להביא להשלכות שליליות על כלכלת ישראל, וזאת עוד בטרם אישור שינויי החקיקה המוצעים. על הממשלה והכנסת לקחת בחשבון השפעות משמעותיות אלה בבואן לקדם את תיקוני החקיקה המוצעים.

לאור ההתפתחויות בימים האחרונים והשיח הנוגע לשינויים בתוכן המתווה ומועד קידום הצעדים שייכללו בו, יש לציין כי החששות מהורדת דירוג האשראי של ישראל ומהתגברות ההשפעות של הסנטימנט השלילי בשווקים עלולים להתממש גם בתרחיש שבו צעדי החקיקה מקודמים בנפרד ובהדרגה. דבר זה תלוי בעיקרו באופן שבו תופסים חברות הדירוג, המוסדות הבינלאומיים, המשקיעים והציבור את תוכן השינויים אותם יש כוונה לקדם, בין בשלב זה ובין בהמשך, ואת אופן קידומם. על כן, עלולות להיות השלכות כלכליות לא מבוטלות גם בקידום מתווה החקיקה שלא כמכלול.

ברקע הדברים יש לציין כי הכלכלה הישראלית מתמודדת בעת הנוכחית עם גורמי סיכון נוספים המייצרים גם הם חוסר ודאות, ובעיקרם התפשטות האינפלציה, העלאות הריבית ואי-היציבות בסקטור הבנקאות העולמי. לנוכח האמור לעיל, יש לשים לב כי הימשכות תהליך החקיקה והיבטים באופן קידומו מגבירים את חוסר הוודאות עמו מתמודדת ממילא הכלכלה הישראלית וישנן אינדיקציות כי הם תורמים כבר כעת

להרעה נוספת בתנאים הכלכליים. דבר זה מחזק את הצורך לבחון לעומק את הגורמים לביקורת של המוסדות הבינלאומיים הרלוונטיים ולסנטימנט השלילי בשווקים, ולפעול למיתונם בהקדם האפשרי.

לנוכח המשמעויות המוצגות, מוצע כי בטרם קבלת החלטה בעניין הצעדים שעל הפרק ואופן קידומם יוצג מתווה אחוד. זאת בין היתר על מנת שתינתן למשרד האוצר שהות לבחון לעומק את התייחסות הגופים הבינלאומיים הרלוונטיים אליו בטווח הקצר ובטווח הארוך, מה שיאפשר לגורמי המקצוע במשרד האוצר לשקף לממשלה באופן המדויק ביותר את ההשלכות הכלכליות הפוטנציאליות של המתווה שבכוונתה לאשר.

## רקע

בראשית השנה החלו להתקדם מספר הליכי חקיקה בתמיכת הקואליציה הנוגעים לשינויים נרחבים במערכת המשפט הישראלית. החקיקות המקודמות כוללת מספר רכיבים, כאשר חברת הדירוג Moody's מתייחסת בעיקר לרכיבים הבאים: שינוי הרכב הוועדה לבחירת שופטים, הגבלת הביקורת השיפוטית על חקיקה, חקיקת "פסקת התגברות", ביטול "עילת הסבירות" ומינוי יועצים משפטיים במשרדי הממשלה כמשרות אמון.

ברקע מחאה ציבורית שהחלה עקב קידום הליכי החקיקה, נשמעו אזהרות באשר להשלכות שליליות שעוללות לנבוע מאישור השינויים, ובכלל זאת השלכות כלכליות משמעותיות. בין היתר, כלכלנים בכירים בארץ ובעולם ציינו כי אימוץ השינויים עלול להוביל לפגיעה משמעותית בכלכלת ישראל!<sup>1</sup> כמו כן, מספר בנקים זרים ציינו בפרסומים רשמיים כי השינויים והסנטימנט הכלכלי השלילי הנלווה אליהם מגבירים את סיכוני ההשקעה בישראל וכי אישורם עלול להוביל לירידה בדירוג האשראי של ישראל ולהסתת כספי משקיעים מחוץ לה.

ביום ה-7 במרץ 2023 פרסמה חברת דירוג האשראי Moody's סקירה חריגה, שלא מן המניין, העוסקת בהשפעת השינויים שמציעה הקואליציה במערכת המשפט על כלכלת ישראל. בתמצית, בסקירה מזהירה החברה כי יישום מכלול תיקוני החקיקה המוצעים עלול להחליש את מוסדות השלטון בישראל ובכך ליצור לחץ שלילי על דירוג האשראי. עוד מציינת החברה כי אימוץ השינויים עלול לפגוע בטווח הארוך בפוטנציאל הצמיחה הכלכלית. יצוין, כי עוד קודם לפרסום החריג של חברת Moody's, התפרסמה ביום ה-1 במרץ 2023 סקירה של חברת הדירוג Fitch בה נקבע כי דירוג האשראי של ישראל נותר ברמה +A, עם תחזית "ציבה". עם זאת, גם חברה זו ציינה כי שינויי החקיקה המוצעים במערכת המשפט עלולים להחליש את דירוג האשראי של ישראל.

### שיקולי חברות הדירוג לבחינת פרופיל האשראי של ישראל

חברות דירוג האשראי Moody's ו-Fitch התייחסו בפרסומיהן לסיכונים המתהווים, להערכתן, בפרמטרים המשפיעים על דירוג האשראי כתוצאה מהליכי החקיקה. להלן נסקור בקצרה את המסגרת המתודולוגית של חברת Moody's לדירוג אשראי ריבוני.<sup>2</sup> הדירוג נקבע בעיקרו על בסיס ארבע קטגוריות עיקריות: (1) איתנות הכלכלה, (2) איתנות המוסדות והממשל, (3) האיתנות הפיסקלית, (4) ורגישות המדינה לאירועי סיכון. הציון בכל אחת מהקטגוריות נקבע על בסיס מגוון פרמטרים ואינדיקטורים. חברת הדירוג מעניקה למדינה ציון בכל אינדיקטור על בסיס מטריצה מוגדרת מראש ולבסוף מחשבת את הציון המשוקלל לקטגוריה.

קטגוריית איתנות המוסדות והממשל נועדה לשקף שני רכיבים מרכזיים: איכות המוסדות וכן מידת האפקטיביות של המדיניות. לפי חברת Moody's, איתנות המוסדות והממשל היא גורם חשוב בהערכת כושר החזר החוב של מדינה, משום שהיא משפיעה על מידת היציבות ועל יכולת החיזוי של הסביבה

<sup>1</sup> מכתב הכלכלנים (25.1.2023): "אנו, מרצות ומרצים בתחומי הכלכלה והניהול, מביעים את דאגתנו העמוקה לנוכח מהלכי הממשלה שצפויים לפגוע בעצמאות מערכת המשפט והשירות הציבורי, ושל הערכתנו יגרמו לנוק חסר תקדים לכלכלה הישראלית."

<sup>2</sup> מסמך המתודולוגיה המלא: <https://ratings.moody's.com/api/rmc-documents/395819>.

המשפטית והרגולטורית, שהינן בעלת חשיבות רבה למלווים. החברה מציינת כי רמת האיתנות של המוסדות והמשל מספקת אינדיקציה חזקה למוכנות של הממשל לשרת את החוב. עוד מציינת החברה כי הדבר משפיע על היכולת והמוכנות של הריבון לקבוע וליישם צעדי מדיניות כלכלית, פיסקלית ומוניטרית המעודדים צמיחה, יציבות כלכלית-חברתית ומצב פיסקלי בר-קיימא, שבתורם מגינים על האינטרסים של המלווים בטווח הארוך.

בבואה למדוד את עוצמת המוסדות והמשל מתמקדת החברה באמידה של שני רכיבים: (1) איכות הרשות המחוקקת והרשות המבצעת, (2) עוצמת החברה האזרחית ומערכת המשפט. באשר לאיכות הרשות המחוקקת והמבצעת, החברה מציינת כי כאשר רשויות אלה מתאפיינות בשקיפות וחוסן וכאשר פעילותן ניתנת לחיזוי, הדבר מחזק את איתנות פרופיל האשראי הריבוני. לעומת זאת, כאשר רשויות אלה מתאפיינות בחולשה וכאשר האכיפה של חוקים ונורמות חברתיות היא בלתי צפויה ומתאפיינת בחוסר שקיפות ובחוסר אמינות, הדבר מגביר את חוסר הודאות למלווים ובכך מגביר את סיכון האשראי שמולו הם עומדים ומחליש את האמון שלהם בריבון. בהקשר זה מצוין כי ישנה חשיבות לעוצמת מערכת המשפט והחברה האזרחית, שכן מוסדות אלה יכולים לבקר את פעילות הרשות המחוקקת והמבצעת. לפי חברת הדירוג, מערכת המשפט והחברה האזרחית נוטות לאכוף את שלטון החוק ולחזק נורמות באופן שמגן לרוב על האינטרסים של המלווים ותומך באפקטיביות של קביעת מדיניות.

חברת הדירוג מעריכה את איכות הרשות המחוקקת והמבצעת באופן איכותני, על בסיס בחינה של הפעילות הציבורית של הרשויות. אינדיקטור מרכזי בניתוח הוא מדדי השלטון העולמיים (Worldwide Governance Indicators - WGI) שמפרסם הבנק העולמי, ובפרט מדדי האיכות הרגולטורית ואפקטיביות השלטון.

באשר לעוצמת החברה האזרחית ומערכת המשפט, חברת הדירוג מציינת כי פרמטר זה נועד למדוד את היכולת והמוכנות של הריבון לאכוף חוקים ונורמות באופן שתומך בכושר החוב הכללי של המדינה ובאינטרסים של המלווים. לפי חברת הדירוג, קיומם של מוסדות משפטיים עצמאיים ובעלי השפעה משמעותית הוא גורם מסביר חשוב לעוצמה של סביבת האכיפה. בסביבה שבה מערכת המשפט סובלת מהתערבות השלטון או שבה אין לו יכולת השפעה על מידת הציות של השלטון לחוק, לא ניתן יהיה לאכוף בקלות חובות חוקיות או הסדרים חוזיים בין המגזר הפרטי לממשלתי.

גם במקרה זה נעשה שימוש במדדי WGI לקול ואחריותיות (voice and accountability), שלטון החוק ומדד לשחיתות. בנוסף שוקלת החברה את רמת אכיפת החוקים, האיזון וההפרדה בין רשויות השלטון, שכיחות השחיתות, האפקטיביות של מערכת המשפט וההליך החוקי והיכולת של החברה האזרחית לשמש גורם מרסן לשימוש בכוח שלטוני. לצד זאת עשויים להישקל אינדיקטורים נוספים לרבות מדדים לרמת המגבלות על הכוח של השלטון.

### סקירות חברות הדירוג והסנטימנט הכלכלי

על פי הסקירה שפרסמה חברת Moody's, יישום מלא של תיקוני החקיקה המוצעים, עלול לגרום להחלשה מהותית בכוחה של הרשות השופטת, ועל כן מדובר בתיקונים שליליים בהיבט דירוג האשראי. עוד צוין כי השינויים המתוכננים עלולים להעלות סיכונים גם לטווח ארוך יותר, ובפרט סיכונים הזרמת הון למגזר ההייטק החשוב.<sup>3</sup> כמו כן, הדו"ח שפורסם מציין כי שינויי החקיקה המוצעים מגבירים את הסיכון להחלשת המוסדות והמשל בישראל, אם יבוצעו במלואם. זאת, בין היתר, כיוון שביטול מבחן הסבירות והשינויים בוועדה לבחירת שופטים עשויים להביא להרעה בעצמאות הרשות השופטת ולחוסר באיזונים ובלמים בין הרשויות.

לפי החברה, היקף שינויי החקיקה המוצעים והמהירות שבה הממשלה מבקשת לאשרם הובילו לביקורת נרחבת מצד החברה האזרחית בישראל, האופוזיציה הפוליטית והקהילה הבינלאומית. הסקירה מציינת כי בישראל החלו מאז ינואר 2023 מחאות ציבוריות רחבות היקף.

מטבע הדברים, החברה אמנם לא קובעת במפורש שאישור שינויי החקיקה המוצעים יגרור ירידת דירוג, אך מציינת את חוזק המוסדות, אופן אישור השינויים ומידת ההסכמה עליהם כשיקולים חשובים בעת קביעת דירוג המדינה. בפרט, הסקירה מציינת את המוסדות של ישראל נכון לרגע זה כגורמים חיוביים לפרופיל האשראי של המדינה, ומדרגת אותם על פי המתודולוגיה של החברה ברמת דירוג A1, בשורה אחת עם בריטניה (שדירוג האשראי הכולל שלה עומד על Aa3 שלילי) ומעל למספר מדינות האיחוד האירופי (Aaa יציב) הכוללות את ספרד (Baa1 יציב), איטליה (Baa3 שלילי) ופולין (A2 יציב). לדברי החברה, הדירוג הנוכחי משקף הערכה חיובית לאיכות מוסדות הרשויות המבצעת והמחוקקת, כמו גם לחוזקה של מערכת המשפט והחברה האזרחית. עם זאת, הסקירה מציינת שאם הרפורמות ייושמו במלואן ניתן לשער שייווצר לחץ כלפי מטה על הערכות אלה.

חברת הדירוג מציינת כי היא דירגה את ישראל בדירוג A1 באפריל אשתקד, בעיקר נוכח שיפורים פיסקליים מהירים ובלתי צפויים וכן שינויים מבניים שקודמו בשנים האחרונות. לטענתם, הם ממשיכים להאמין כי ישנו קונצנזוס פוליטי באשר לכיוון המדיניות הכלכלית והפיסקלית, על אף המחלוקות הפוליטיות, אך עם זאת מזהירים כי אין די במדדים פיסקליים חזקים על מנת למתן את ההשפעה של החלשת המוסדות בישראל, אם השינויים הנוגעים למערכת המשפט יאושרו.

באשר להשפעות במישרין על הכלכלה, על אף שהחברה אינה צופה כי לשינויים המוצעים תהיה השפעה כלכלית חזקה בטווח הקצר, היא מציינת כי התנודתיות בשער החליפין, אשר הורגשה בישראל לאחר תחילת קידום השינויים, עלולה להאט את השיפור בלחצים האינפלציוניים. לבסוף, החברה מתייחסת גם לחששות הקיימים לירידה בהשקעות בסקטור ההייטק. לפי הסקירה, יש בשינויים המוצעים במערכת המשפט כדי להפחית את האטרקטיביות של ישראל כיעד להשקעות באופן שעשוי להכביד על הצמיחה הפוטנציאלית. מצוין כי כבר עתה, מספר חברות בסקטור הצהירו על כוונתן להפחית את ההשקעות

<sup>3</sup> "In our view, if implemented in full, the proposed changes could materially weaken the strength of the judiciary and as such be credit negative. The planned changes could also pose longer-term risks for Israel's economic prospects, particularly capital inflows into the important high-tech sector."

בישראל. על אף שהצהרות אלה הן בעיקר סמליות בשלב זה, מציינת החברה, קיים סיכון שחברות ישראליות חדשות יעדיפו להירשם מחוץ לגבולות הארץ.

גם חברת דירוג האשראי Fitch הזהירה כי השינויים המוצעים עלולים להחליש את דירוג האשראי של ישראל. בדו"ח שפרסמה החברה נכתב כי אם השינויים יובילו לירידה באיזונים ובבלמים של המוסדות בישראל או לסנטימנט שלילי של המשקיעים, הרי שתתכן בעתיד הורדת דירוג האשראי. בדו"ח נכתב עוד כי מדינות אשר העבירו שינויים משמעותיים אשר פגעו באיזונים בין הרשויות, חוו פגיעה כתוצאה מכך באינדיקטורים הכלכליים וכן הורדה בדירוג. בהקשר זה ציינה חברת Fitch כי מדינות שהעבירו רפורמות רחבות היקף שפגעו באיזונים והבלמים של מוסדות השלטון חוו ירידה ניכרת במדדי ה-WGI של הבנק העולמי, המהווה כאמור אינדיקטור מרכזי במתודולוגיית דירוג האשראי הריבוני. החברה אף מציינת כי במקרים מסוימים התפתחויות אלה הובילו להורדת הדירוג בדרגה אחת (notch) לאורך כמה שנים. עם זאת לפי החברה, עוד מוקדם לדעת האם לצעדי החקיקה המוצעים בישראל תהיה השפעה דומה.<sup>4</sup>

חברת Fitch מציינת את החשש מהתפתחותו של סנטימנט שלילי של משקיעים כלפי צעדי החקיקה כגורם סיכון בפני עצמו, אשר עלול להחליש גם הוא את האיתנות של כלכלת ישראל. בכלכלה קיימת חשיבות רבה לציפיות ביחס לביצועים הכלכליים העתידיים. לפי התיאוריה הכלכלית, הציפיות כשלעצמן יכולות להשפיע על התוצאות הכלכליות בעתיד כמעין נבואה שמגשימה את עצמה. מאחר שהמצב הכלכלי העתידי רלוונטי להחלטות המשקיעים כבר כיום, משקיעים רציונליים נוהגים לתמחר בהווה את ציפיותיהם לגבי הערכים העתידיים של משתנים כלכליים רלוונטיים. בכך שהם פועלים בהווה לפי ציפיותיהם לגבי העתיד, הם עשויים להשפיע כבר כיום על הביצועים בשוק, להעצים מגמה מסוימת או לחלופין לשנות את כיוון התפתחותה. לכן, ככל שישנו סנטימנט שלילי מצד המשקיעים והציבור ביחס למתווה החקיקה והם צופים שהוא יהיה בעל השפעה שלילית עתידית על ישראל, הדבר עשוי לקבל ביטוי בשוק כבר כיום, עוד בטרם אישור שינויי החקיקה המוצעים, ולהעצים את כיוון ההשפעה הכלכלית.

לסקירות של חברת Fitch וחברת Moody's קדמו התייחסויות של גופים כלכליים נוספים: בנקי ההשקעות ג'יי.פי מורגן צ'ייס, גולדמן סאקס, סיטי, HSBC וברקליס הזהירו כולם מפני השלכות שליליות שעלולות לנבוע מאימוץ צעדי החקיקה המוצעים. כך לדוגמה, בנק ההשקעות ג'יי.פי מורגן צ'ייס ציין כי "הרפורמה המשפטית מעלה חששות באשר לעוצמת המוסדות ואקלים ההשקעות במדינה. כל ירידה של ממש בעוצמת המוסדות עלולה להשפיע על זרם ההשקעות, אף שקשה להעריך מה תהיה

<sup>4</sup> "While the exact content of the reform is still subject to negotiations in parliament, Fitch believes the reform could have a negative impact on Israel's credit profile by weakening governance indicator or if the weakening of institutional checks leads to worse policy outcomes or sustained negative investor sentiment. Some countries that have passed major institutional reforms reducing institutional checks and balances have seen a significant weakening of World Bank governance indicators (WBG), the most influential indicators in our Sovereign Rating Model (SRM), and that in some cases have reduced the model score by about 1 notch, with the impact building over several years. It is unclear at this stage whether the proposed reforms in Israel would have a similarly large-scale impact."



עוצמת ההשפעה ומתי תתרחש". עוד הוסיפו כלכלני הבנק כי יתכן גם סיכון שלילי לדירוג האשראי הריבוני של ישראל, אך ציינו כי הם צופים שההשפעה של הורדת הדירוג על השוק תהיה מוגבלת.<sup>5</sup>

יובהר כי קיים קושי לבודד את השפעת החקיקה המשפטית המוצעת ממשנתים נוספים המשפיעים על מדדים אלה, ובעיקרם התפשטות האינפלציה והעלאות הריבית שבאו בעקבותיה או המצב הגאו-פוליטי. עם זאת, בתקופה האחרונה ניתן לזהות אינדיקציות ראשוניות להתפתחות של סנטימנט שלילי מצד משקיעים ביחס לשוק הישראלי, כאשר זה בא לידי ביטוי בעיקר בביצועי חסר של השקל ושל השווקים הפיננסיים המקומיים אל מול העולם. יש להמשיך לעקוב אחרי מדדים אלה ואחרי תנועות ההון במשק.

### השלכות כלכליות

במסגרת חלק זה, נסקור את עיקר ההשפעות הכלכליות אשר צפויות למשק, בין אם תתקבל החלטה על הורדת דירוג האשראי של מדינת ישראל ובין אם הסנטימנט השלילי כלפי הכלכלה הישראלית יוחרף.

יצוין כי הסקירה שלהלן תתמקד בהשפעות הכלכליות של ירידת דירוג האשראי והסנטימנט השלילי בשווקים בתגובה לצעדי החקיקה המוצעים. נעיר כי כלכלנים רבים שהתייחסו למתווה החקיקה ציינו כי אימוצו יוביל להחלשת המוסדות בישראל ובשל כך לפגיעה בכלכלה, וזאת בהתבסס על הגישה המקובלת בספרות הכלכלית לפיה קיים קשר חיובי ומובהק בין איכות ועוצמת מוסדות כלכליים ופוליטיים לבין צמיחה כלכלית ארוכת טווח.<sup>6</sup> תפיסה זו מקובלת כאמור גם על חברות הדירוג וכן על הגופים הכלכליים הבינלאומיים, ובכלל זאת הבנק העולמי,<sup>7</sup> קרן המטבע הבינלאומית<sup>8</sup> והבנק האירופי לשיקום ולפיתוח.<sup>9</sup> אולם עקב המורכבות הרבה של הנושא והקושי בניתוח נפרד של השפעות השינויים המוצעים על מערכת המשפט ובהמשך על הכלכלה הישראלית, הניתוח יתמקד כאמור בהשלכות ירידת דירוג האשראי והסנטימנט השלילי בשווקים ביחס למכלול הצעדים.

באופן כללי, דירוג אשראי של מדינה נועד לספק למשקיעים מידע אודות הסיכויים והסיכונים הטמונים בהשקעה באותה מדינה. די בהתפתחות ציפיות לירידת דירוג בכדי לגרום להשלכות שליליות על רמת ההשקעה במדינה כבר בטווח הזמן המידי. פרסום סקירה חריגה שלא מן המניין, כפי שנעשה על ידי חברת Moody's, מאותת למשקיעים שמצב הכלכלה מחייב התייחסות ויוצר ציפיות שליליות בדבר כדאיות ההשקעה במדינה.

<sup>5</sup> "The judicial reform has raised concerns regarding institutional strength and the investment climate in the country. Any material deteriorating in the institutional strength can have impact on investment flows, however the scale and timing of such are difficult to judge. There may also be a downside risk to Israel's sovereign credit rating but we would expect the market impact of that to be limited."

<sup>6</sup> Siyakiya, P. (2017). The impact of institutional quality on economic performance: An empirical study of European Union 28 and prospective member countries. World Journal of Applied Economics, 3(2), 3-24. <https://pdfs.semanticscholar.org/498a/b0d2c1a5943a86377316c0cd79e63a95e9e9.pdf>.

<sup>7</sup> World Bank (2002). Building Institutions for Markets. World Development Report 2002. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/850161468336075630/pdf/228250WDR00PUB00ns0foromarkets02002.pdf>.

<sup>8</sup> International Monetary Fund (2003). Growth and Institutions. World Economic Outlook, April 2003. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Growth-and-Institutions>.

<sup>9</sup> European Bank for Reconstruction and Development (EBRD). Chief Economist's Office. (2019). Eight Things You Should Know about Middle-income Transitions. <https://www.ebrd.com/publications/ebrd-middle-income-transitions.pdf>.

יצוין, כי ישנו קושי בהבחנה בין סיבה למסובב בכל הנוגע לדירוג אשראי. כך, בעוד שהסטה אקסוגנית של כספים ממדינה עלולה להביא לערעור המצב הכלכלי בה ולפיכך להורדת דירוג, מן העבר השני עצם הורדת הדירוג מאותתת לשוק על הרעה כלכלית ומובילה להסטת השקעות.

מעבר לסימולטניות הקיימת בין הורדת דירוג להשפעותיה, יצוין עוד כי הסיכונים האפשריים מירידת דירוג האשראי קשורים זה בזה ועלולים להשפיע שלילית האחד על השני בהיזון חוזר. כך, ציפיות שליליות אודות הפעילות הכלכלית, שמחריפות בעת הורדת דירוג האשראי, מקטינות את אמון המשקיעים ועלולות לגרום להם להסיט כספים מחוץ למדינה או להחליף מטבע מקומי במט"ח. פעולות אלה מקטינות את הביקוש לשקל ולכן יוצרות פיתות. היחלשות השקל מייצרת אינפלציה דרך ערוץ המוצרים המיובאים במדד המחירים לצרכן, שמתייקרים ככל שמטבע החוץ מתחזק ביחס לשקל. ככל שהאינפלציה מאיצה, בנק ישראל צפוי להמשיך ולהעלות את הריבית על מנת לצנן את הביקושים ולהאט את הפעילות. האטה בפעילות, שתהיה חמורה יותר ככל שהריבית תעלה, משמעותה קיטון בתוצר, שמהווה אינדיקטור לכושר החזר החוב של המדינה. ככל שכושר החזר החוב נפגע יורד אמון המשקיעים, מה שעלול להניע שוב את מעגל ההשפעות השליליות. היזונים חוזרים אלו מחייבים התייחסות זהירה ושמרנית ביחס לצעדים המשפיעים על דירוג האשראי.

עיקר הניתוח לגבי ההשפעות האפשריות יתמקד בהסטת השקעות מהמשק הישראלי אשר בתורו יפגע בצמיחה הכלכלית; התייקרות בעלויות החוב הממשלתי; פיתות השקל; עליה באינפלציה; עליה בריבית בנק ישראל; והתייקרות בעלויות הגיוס של חברות פרטיות. יצוין כי השפעות אלה יכולות לגרום אחריהן מטבע הדברים השלכות על הצמיחה כפי שמצאו מחקרים בנושא.<sup>10</sup>

#### הסטת השקעות מהמשק הישראלי

ירידה בדירוג האשראי, ככל שתתרחש, עלולה לגרום להסטת כספים מהכלכלה המקומית. זאת, משום שמשמעות ההורדה כאמור, הינה איתות להתגברות הסיכון הכלכלי במדינה ולירידה בכדאיות ההשקעה בה. כתוצאה מהפחתת ההשקעות הזרות במדינה, עלול להתפתח קושי במימון תעשיית ההייטק, פיתוח תשתיות, יצירת מקומות עבודה ומקורות נוספים לצמיחה. על פי מחקר של בנק ישראל, להשקעות תושבי חוץ, ובייחוד להשקעות ישירות (FDI) ישנה תרומה חיובית משמעותית על הצמיחה וכן על ההשקעות המקומיות. כך נמצא, כי גידול של דולר אחד בהשקעות הישירות תורם בטווח הארוך 68 סנט להשקעה המקומית ו- 23 סנט לצמיחה.

כפי שיוסבר בהרחבה מטה, לעלייה בסיכון המיוחס להשקעות בישראל וביצוע פעילות עסקית בה עלולה להיות השפעה שלילית על ייצוא ההייטק ותוצר ההייטק, וכן על היקף המועסקים במגזר ההייטק. בהמשך המסמך תובא סקירה מורחבת הבוחנת מספר תרחישים להשפעה האפשרית של עליית הסיכון על פרמטרים אלה. הבחינה מתייחסת להשפעות ישירות בלבד, קרי להשפעת ירידה בזרימת ההון העולמי לחברות הזנק ישראליות, ירידה בביקושים למוצרים של חברות ישראליות וירידה בהיקף הפעילות של

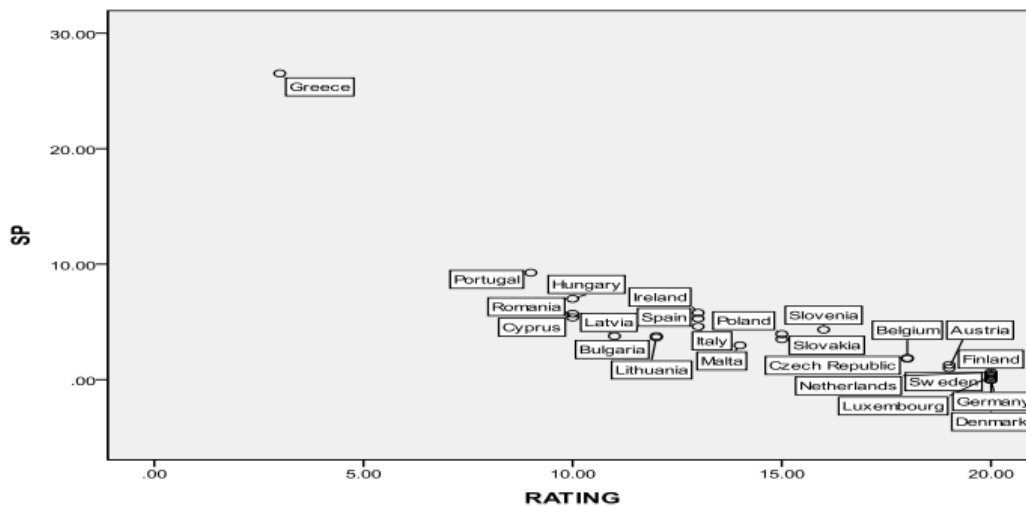
<sup>10</sup> Meyer, D. F., & Mothibi, L. (2021). The Effect of Risk Rating Agencies Decisions on Economic Growth and Investment in a Developing Country: The Case of South Africa. Journal of Risk and Financial Management, 14(7), 288. <https://www.mdpi.com/1911-8074/14/7/288>.

חברות רב-לאומיות בישראל על התוצר המשקי, ואינה לוקחת בחשבון מעגלי השפעה שניים על ענפי משק נוספים. מהסימולציה שנערכה עולה כי עלייה בסיכון של ישראל, לו הייתה מתרחשת בשנת 2021, הייתה עלולה להביא לאובדן תוצר של 1.6-4.6% (מתוך צמיחה של כ-8.2% בשנת 2021), וכן לירידה של בין כ-8% עד 25% בשיעור המועסקים בהייטק. יצוין כי מחזור העסקים הנוכחי עלול להאיץ את התממשות התרחישים בשל החשש המוגבר מסיכון בקרב משקיעים וחברות.

### התייקרות החוב וגידול בתשלומי הריבית

כאמור, ירידה בדירוג אשראי של מדינה, מלמדת את המשקיעים על עליה שחלה בסיכון ההשקעה באותה המדינה. מאחר שתשואת אג"ח מבטאת בין היתר את הפיצוי הנדרש על הסיכון שבהשקעה, אזי שהורדת דירוג תגרום באופן מיידי לעליה בתשואות אם סיכון זה לא תומחר קודם לכן על ידי השוק. מכאן, שעלויות גיוס החוב של הממשלה צפויות לעלות מיד עם הורדת הדירוג, ואף עלולות לעלות במידה חלקית נוכח ציפיות להורדתו. לפיכך, אם יפגע פרופיל האשראי של ישראל תידרש הוצאה תקציבית גבוהה יותר על תשלומי ריבית, דבר שיוביל להקטנת חלק ההוצאה האזרחית בתקציב כך שהשירותים הציבוריים הניתנים על-ידי הממשלה ייפגעו או שתידרש הגדלה של נטל המס לצורך שמירה על רמתם.

בשנים האחרונות, חוקרים רבים בחנו את ההשפעה של דירוג אשראי של מדינה על עלות הגיוס ארוכת הטווח. כמעט בכל המחקרים נמצא קשר שלילי מובהק וחזק בין דירוג האשראי לבין תשואות אגרות חוב. כמו כן, ניכר כי הקשר בין שני המשתנים מובהק וחזק יותר בעתות משבר מאשר בעתות של צמיחה.<sup>11</sup> כפי שניתן לראות בתרשים מטה (Miricescu 2015) קיים קשר שלילי חזק בין דירוג האשראי של מדינות לבין מרווח התשואות שלהן מאג"ח חסר סיכון (אג"ח גרמניה) ל-10 שנים בשנת 2012.



<sup>11</sup> Miricescu, E. C. (2015). The Correlation of Sovereign Rating and Bonds' Interest Rate in EU Member States. *Transylvanian Review of Administrative Sciences*, 11(45), 136-148. <https://rtsa.ro/tras/index.php/tras/article/download/442/431>.

### שער חליפין ואינפלציה

מטבע מקומי מהווה פעמים רבות שיקוף לכוחה של כלכלה. כאשר מורע הסנטימנט לגבי כלכלה מסוימת ו/או דירוג אשראי של מדינה יורד, ביטחונם של משקיעים בכלכלה המקומית עשוי להתערער ולדחוף אותם להעדיף להשקיע בכלכלות אחרות. הדבר גורר, מטבע הדברים, ירידה בביקוש למטבע המקומי והיחלשותו אל מול סל מטבעות החוץ. מחקרים בנושא מצאו אף קשר בין הודעות על דירוגי אשראי לבין תנודתיות בשער החליפין בתקופה הסמוכה להודעה.<sup>12</sup>

לפיחות בשקל תרומה משמעותית לקצב האינפלציה. ככל שערך השקל נחלש, מתייקרים המוצרים הסחירים המיובאים לישראל. מוצרים אלה מהווים חלק משמעותי ממדד המחירים לצרכן ולכן התייקרותם מלבה את האינפלציה. יתרה מכך, המוצרים המיובאים מהווים חומרי גלם למוצרים המיוצרים בישראל או משמשים את נותני השירותים במדינה, אשר ייקרו בתורם את המוצרים והשירותים שהם מספקים. לפי מחקר שנערך בבנק ישראל, פיחות של 10 אגורות בשקל יתרום לאינפלציה כ-0.4% בטווח של כחצי שנה. יצוין, כי שינוי בערך המטבע אשר נובע משינויים טבעיים במאזן הסחר הוא חלק מהאזיונים הקיימים בכלכלה, כך שפיחות כתוצאה מייבוא מוגבר מאפשר למדינה ליהנות משיפור בכוח הקניה וזאת הודות לערכו של המטבע עד לשחיקתו. לעומת זאת, פיחות הנובע מהגדלת הסיכון טומן בחובו רק שחיקה של כוח הקניה בלי היתרונות שתוארו לעיל.

### העלאת ריבית בנק ישראל

בשנה וחצי האחרונות, כחלק מהמגמה העולמית הנוגעת למאמצים של הבנקים המרכזיים בעולם להאט את האינפלציה נקבעו על-ידי בנק ישראל, כמו במרבית המדינות המתקדמות בעולם, מספר העלאות ריבית אשר העלו בתוך שנה את ריבית הבנק באופן חד משיעור אפסי בחודש אפריל 2022 לשיעור של 4.25% נכון להיום. העלאות הריבית נובעות מהצורך של בנק ישראל לצנן את הביקושים במשק וכן להגן על ערכו של השקל נוכח העלאות הריבית במדינות אחרות אשר מחלישות אותו ובכך מעלות את קצב האינפלציה בישראל.

ידוע כי להעלאות ריבית יש מחיר כלכלי כבד הן בנוגע ליכולתן של החברות במשק לגייס חוב ולצמוח והן בכל הנוגע לצמצום הכנסתם הפנויה של משקי בית בעלי משכנתא או חוב אחר. כפי שצוין מוקדם יותר, הורדת דירוג אשראי למדינת ישראל צפויה לפגוע באמון המשקיעים בכלכלה הישראלית ובכך להחליש באופן דרמטי את ערכו של השקל וזאת כפי שקרה במספר רב של מדינות להן הופחת הדירוג. יצוין כי גם המשך הסנטימנט השלילי עלול לבדו להוביל להיחלשות המטבע המקומי. בתרחיש בו השקל ייחלש יחויב בנק ישראל להעלאות את שיעור הריבית וזאת מעבר להעלאות אשר נובעות מהצורך למתן את האינפלציה העולמית והמקומית גרידא.

<sup>12</sup> Meyer, D. F., & Mothibi, L. (2021). The Effect of Risk Rating Agencies Decisions on Economic Growth and Investment in a Developing Country: The Case of South Africa. Journal of Risk and Financial Management, 14(7), 288. <https://www.mdpi.com/1911-8074/14/7/288>.

דינמיקה זו עלולה להחריף באופן ניכר את הקושי הקיים ממילא בתקופה זו בקרב אזרחים אשר נטלו משכנתאות צמודות ריבית ובקרב חברות אשר צריכות לגייס חוב בכדי לממן את פעילותם השוטפות או בכדי לצמוח.

#### עלויות גיוס של חברות פרטיות

מחקרים כלכליים רבים מצאו כי קיים קשר הדוק בין עלויות גיוס ההון של מדינה מסוימת לבין עלויות גיוס הון של החברות הפרטיות באותה מדינה. משכך, ככל שעלויות גיוס ההון של הממשלה יעלו כתוצאה מהורדת דירוג אשראי או מהרחבת הסנטימנט השלילי צפויות גם עלויות גיוס ההון של החברות הישראליות לעלות. למותר לציין, שעלייה בעלויות גיוס ההון של חברות ישראליות תפגע ברווחיהן ובצמיחתן. סוגיה זאת מקבלת משנה תוקף בתקופה של עלייה בסביבת הריביות העולמית אשר בכל מקרה מקשה על תפקודן של החברות במשק. עלייה נוספת בעלויות הגיוס אשר תנבע מעלייה ברמת הסיכון של המשק הישראלי תפגע בתחרותיות החברות בראייה בינ"ל דווקא בשעה קריטית זו.

במקביל לכך יש לציין כי הפרמטרים המשפיעים על דירוג האשראי של הריבון, לרבות איתנות המוסדות והממשל, נלקחים בחשבון גם בדירוג האשראי של חברות עסקיות ישראליות המדורגות על ידי חברות הדירוג הבינלאומיות (דירוג המשפיע עליהן בבואן לגייס חוב במטבע זר).

כך לדוגמה, לפי המסגרת המתודולוגית של חברת Moody's לדירוג אשראי של תאגידים בנקאיים,<sup>13</sup> הדירוג נקבע על בסיס שלוש קטגוריות עיקריות: (1) פרופיל מאקרו - המשקף את הסביבה הכלכלית שבה פועל הבנק, (2) פרופיל פיננסי - המשקף את החוסן הפיננסי הפרטני של הבנק, (3) גורמים איכותניים נוספים.

פרופיל המאקרו מורכב מכמה רכיבים, כאשר המרכזי שבהם הוא סיכון המדינה, הנאמד לפי אותם פרמטרים המשפיעים על דירוג האשראי של המדינה (וחישובו נלקח כמובן מדירוג האשראי של אותה מדינה): איתנות הכלכלה, איתנות המוסדות והממשל ורגישות המדינה לאירועי סיכון (האיתנות הפיסקלית אינה נלקחת בחשבון במקרה זה).

משמעות הדבר היא שככל שחברות הדירוג יסברו כי יש בשינויים המוצעים במערכת המשפטית כדי להשפיע באופן שלילי על איתנות המוסדות והממשל במדינה, וככל שאימוצם יביא להרעת התנאים הכלכליים בישראל, לא רק דירוג האשראי של המדינה עלול להיפגע אלא גם זה של החברות הישראליות. הורדת דירוג תגביר את הסיכון של חברות אלה בעיני המשקיעים ותייקר עבורן את גיוס החוב הזר, מה שעלול לפגוע בפעילותן העסקית ובתורו להעצים את הפגיעה במשק הישראלי.

<sup>13</sup> מסמך המתודולוגיה המלא: <https://ratings.moodys.com/api/rmc-documents/71997>.

## ניתוחי רגישות

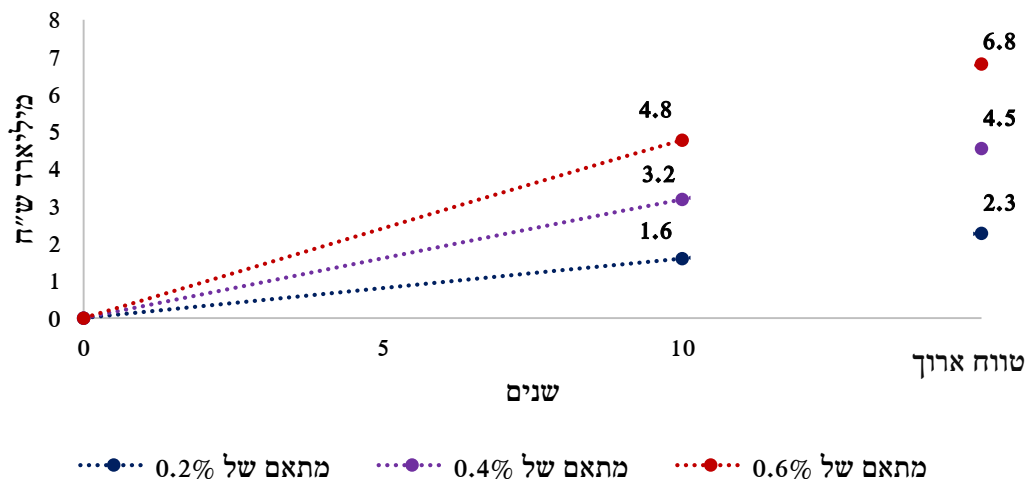
לשם אמירת ההשלכות האפשריות של הורדת דירוג על המשק הישראלי ועל המצב הפיסקלי בישראל, נבחנה השפעת ירידה אפשרית בדירוג על מספר פרמטרים כלכליים. יש בניתוח כדי להעמיד סדרי גודל להשלכות הפוטנציאליות, אולם יש לציין כי ההקשר הנקודתי של כל מקרה בוחן מושפע ממגוון רחב של גורמים, הן גורמים שנוגעים למצב המקרו-כלכלי העולמי התקופתי, הן למאפייני המשק ומבנה החוב והאחזקה בו והן לפרשנות שניתנת בשווקים לגבי הורדת הדירוג. בחלק זה נבחן את השפעת ירידה בדירוג על נטל מימון החוב הציבורי והחוב העסקי, וכן על הצמיחה במשק.

### נטל מימון החוב הציבורי והעסקי

דירוג האשראי הוא כלי לאומדן הסיכון הכרוך באחזקה בחוב של הגוף המדורג. מכיוון שהורדת דירוג מאותתת על עלייה בסיכון שבאחזקת החוב, התוצאה הכלכלית שלה, על פי רוב, היא עלייה בריבית הנדרשת על ידי משקיעים לשם החזקה בחוב. סך החוב הציבורי של ישראל עומד על כ-61% מהתוצר. נכון להיום, כל עלייה של הריבית הממוצעת על החוב הממשלתי ב-0.1% משולה לכמיליארד ש"ח נוספים להוצאות הריבית בטווח הארוך במונחים ריאליים. נכון לשנת 2022 עמדה ההוצאה התקציבית על ריבית על סך של 42.1 מיליארד ש"ח, משמע גידול של 0.1% בריבית הממוצעת על החוב גורם לגידול של 2.7% בהוצאה התקציבית על ריבית.

על בסיס הספרות הכלכלית, ניתן להניח עלייה של בין 0.2% לבין 0.6% בריבית על אג"ח ממשלתי כתוצאה מהורדת דירוג האשראי. זו עלולה להביא לגידול של 2.3-6.8 מיליארד ש"ח בהוצאות הריבית השנתיות במונחים ריאליים, בהנחת מחזור מלא של החוב, שהם גידול בשיעור של 5.4%-16.2% ביחס להוצאות הריבית בתקציב המדינה בשנת 2022.

הוצאה נוספת על ריבית כתוצאה מהורדת דירוג



בנוסף להשלכות על עלויות מימון החוב הציבורי, להורדת דירוג ישנן השלכות על עלויות המימון של הסקטור העסקי, מכיוון שהסיכונים המאפיינים את הממשלה משפיעים על חברות הפועלות בה וכן

מכיוון שחוב ממשלתי מהווה בנצ'מרק שביחס אליו נמדד הסיכון של החזקת החוב של חברות שונות במשק.

סך החוב של המגזר העסקי עמד, נכון לסוף שנת 2022, על סך של 1.2 טריליון ש"ח. אם הורדת דירוג מביאה לגידול של בין 0.2% לבין 0.6% בריבית על החוב העסקי בדומה להשפעתה על הריבית על החוב הממשלתי, העלות למגזר העסקי תעמוד על 2.6-7.8 מיליארד ש"ח לשנה בטווח הארוך.

אם כך, העלות המשקית הכוללת, מבחינת עלויות מימון, עומדת על 4.9-14.6 מיליארד ש"ח לשנה במונחים ריאליים בטווח הארוך.

### צמיחת המשק

הורדת דירוג אשראי מתואמת עם ירידה בצמיחה הכלכלית. הורדת דירוג האשראי עלולה להאט את קצב צמיחת המשק בעיקר באמצעות ההשפעות על היקף ההשקעה במשק וטיבה, הן על ידי אזרחי המדינה והן על ידי אזרחים זרים.

הורדת דירוג עלולה להוביל לירידה מתמשכת בצמיחה, אשר על בסיס הספרות הכלכלית ניתן לאמוד בין 0.2% לבין 0.4%. ירידה בהיקף זה ביחס לתוואי הצמיחה החזוי לישראל לעשור הקרוב תוביל לכך שבעוד כעשור צמיחת התוצר השנתית תהיה נמוכה בכ-2.8% עד 5.6% ביחס לתחזית. האטה זו תביא לאובדן תוצר של בין 50 ל-100 מיליארד ש"ח בשנה ביחס לתחזית העומדת על כ-2.59 טריליון ש"ח, הכל במונחי מחירי 2022. בתרחישים אלו קצב הצמיחה השנתי הממוצע ירד מ-3.6% על פי תחזיות משרד האוצר לטווח שבין 3.2% לבין כ-3.4%.

קצב צמיחה ממוצע	אובדן תוצר (מיליארד ש"ח)	ירידה כוללת בצמיחה	
3.6%	-	-	תחזית נוכחית
3.4%	50	-2.8%	האטה קלה בצמיחה
3.2%	100	-5.6%	האטה ניכרת בצמיחה

יצוין כי גופים שונים ניתחו את ההשפעות הצפויות של החקיקה עצמה על כלכלת ישראל ולא של הורדת הדירוג בלבד כפי שהוצג לעיל. כך לדוגמה, לפי מכון אהרן למדיניות כלכלית באוניברסיטת רייכמן, הצמיחה השנתית צפויה להיחתך כתוצאה מהחקיקה האמורה בכ-1.4 נקודות אחוז במוצע בשנים 2023-2025.

בהינתן שנטל המס עומד בשנים האחרונות על כ-30%, השלכות אובדן תוצר בהיקף של 50 מיליארד ש"ח הם כ-15 מיליארד ש"ח בכל שנה במונחי אובדן הכנסות מדינה, והשלכות אובדן תוצר בהיקף של 100 מיליארד ש"ח הם כ-30 מיליארד ש"ח בכל שנה.

### הייטק : סקטור במיקוד

בנוסף לניתוח שהובא לעיל, יש לשיטתנו לבצע ניתוח המתמקד בסקטור ההיי-טק וזאת לאור מרכזיותו במשק הישראלי וחיפתו הרבה להשקעות זרות ולשוקי העולם. יצוין כי הרגישות של הצמיחה להורדת דירוג האשראי, כפי שנבחנה בניתוח שלעיל, אינה לוקחת בחשבון את ההשפעה הייחודית על סקטור זה. בהמשך למקרים המוזכרים מעלה, לעלייה בסיכון המיוחס להשקעות בישראל וכן לפעילות העסקית בה עלולה להיות השפעה שלילית ייחודית על תוצר ההייטק ועל ייצוא ההייטק, וכן על היקף המועסקים במגזר ההייטק. בשנת 2021 תוצר ההייטק היווה 15.8% מהתמ"ג, וייצוא ההייטק היווה כ-50% מהייצוא. בשנת 2022, תרומתו של מגזר ההייטק לכלכלה הישראלית אף גברה.

להלן נסקור סימולציה לבחינת ההשפעה של שלושה תרחישי סיכון על תוצר ההייטק ועל היקף המועסקים בענף, וכתוצאה מכך על הפרמטרים המאקרו כלכליים. התרחישים מתייחסים להשפעות ישירות בלבד, קרי ירידה בזרימת ההון העולמי לחברות הזנק ישראליות, ירידה בביקושים למוצרים של חברות ישראליות, וירידה בהיקף הפעילות של חברות רב-לאומיות בישראל. יצוין כי להשפעות אלו עשויות להיות מעגלי השפעה שניים (כדוגמת, ירידה במכירות של חברות IT המספקות שירותי תוכנה למגזר ההייטק, וכן בספקי שירותים נוספים לחברות הייטק).

יובהר כי מדובר במודל תיאורטי הבוחן כיצד היו נראים ביצועי הכלכלה בשנת 2021 בהינתן התרחישים לעיל. המודל מסייע להעריך באופן גס את ההשלכות הפוטנציאליות, אך הוא אינו מהווה תחזית לשנת 2023. בבחינת תוצאות הסימולציה יש אפוא לזכור את הפער הצפוי בשיעורי הצמיחה בין 2021 ו-2023.

יש להדגיש שהמודל אינו לוקח בחשבון גורמים רבים נוספים המשפיעים על התוצאות הכלכליות. המודל אינו משקלל את המגמות המאקרו-כלכליות העולמיות, המשפיעות על זרימת ההון למגזר ההייטק הגלובאלי, ובתוך כך על ישראל. יודגש כי ההשפעות של השינויים בתוצר ההייטק על כלל המשק, המפורטות בהמשך המסמך, רגישות לשינויים בביצועי כלל המשק בשנה נתונה.

במגזר ההייטק בישראל פועלים שלושה סוגים שונים של חברות: (1) חברות הזנק המבוססות על השקעות הוניות, (2) חברות הייטק שלמות (בתחומי התוכנה והתעשייה), (3) וחברות רב-לאומיות המקיימות בישראל פעילות מו"פ וייצור. להלן תיערך סימולציה לבחינת ההשפעה על כל אחד מהסוגים.

בשנים 2018-2021, ישראל נהנתה ממגמה חיובית של גידול בחלק היחסי של השקעות הפרטיות בחברות הזנק שבוצעו בתחומיה. החלק היחסי מסך ההשקעות הפרטיות בעולם בחברות הזנק אשר בוצע בישראל עמד על כ-4% בשנת 2021, והן הסתכמו לכ-26 מיליארד דולר. עלייה בסיכון המשוך לפעילות בישראל, עשויה לצמצם את החלק היחסי מסך ההשקעות הפרטיות העולמיות שמבוצע בישראל. זאת, עקב ירידה בסכומים שמגייסות קרנות ישראליות או עקב ירידה בהקצאה שמקצות קרנות בינלאומיות לישראל. משום שהחלק היחסי של ההשקעות ההוניות הפרטיות שבוצעו בחברות הזנק ישראליות מהווה כ-24% מתוצר ההייטק, לירידה בחלק היחסי של ההשקעות הפרטיות המבוצעות בישראל, תהא השפעה משמעותית על התוצר. לפי הסימולציה, התממשות תרחישי הסיכון וירידה של בין 10%-20% בחלק היחסי



בהשקעות הפרטיות העולמיות שמבוצעות בישראל, הייתה מיתרגמת במונחי שנת 2021 לאובדן תוצר של כ-1.9%-0.4.

המכירות של חברות הטכנולוגיה הישראליות, המצויות בשלבי צמיחה וחברות בשלות, מהוות כ-52% מתוצר ההייטק. עלייה בסיכון הכרוך בעשיית עסקים עם חברות ישראליות, עשויה להביא לירידה בביקושים למוצרים של חברות אלה. ירידה של בין 10%-20% במכירות של חברות הטכנולוגיה הישראליות, הייתה מיתרגמת במונחי שנת 2021 לאובדן תוצר של כ-2.1%-1.1.

בנוסף לגידול בחלק היחסי של ההשקעות הפרטיות שמבוצעות בישראל, חל גידול בהיקף הפעילות של החברות הרב-לאומיות בישראל, שבא לידי ביטוי בגידול במכירות של הישויות הישראליות בקבוצה הרב-לאומית לחברות אחרות בתאגיד. בשנת 2021 המכירות של החברות הרב-לאומיות היוו כ-25% מתוצר ההייטק. לחברות אלה נכסים משמעותיים (הון אנושי וידע) בישראל אמנם, אך עלייה בסיכון של ישראל עשויה לצמצם את היקף הצמיחה העתידית של פעילות החברות הרב-לאומיות בישראל, עקב אי-פתיחתם של פרויקטים חדשים בישראל או עקב הסטת פעילות קיימת לחו"ל. ירידה של בין 50%-150% בצמיחה בפעילות של חברות רב-לאומיות בישראל, כלומר צמיחה חיובית פחותה, סטגנציה או צמצום יחסי בפעילות בישראל, הייתה מיתרגמת במונחי שנת 2021 לאובדן תוצר של כ-0.6%-0.2.

מסכימת ההשפעה של תרחישי הסיכון על שלושת סוגי החברות יחד עולה כי עלייה בסיכון של ישראל הייתה מתבטאת באובדן תוצר של כ-4.6%-1.6 במונחי שנת 2021. המשמעות היא כי שיעור הצמיחה היה נחתך בין 5-1.8 נקודות אחוז. כאמור לעיל, סימולציות אלה בוחנות כיצד היו נראים ביצועי הכלכלה בשנת 2021 בהינתן תרחישי הסיכון, ואינן מהוות תחזית לשנת 2023.

ממעויות מקרו	מקור	תרחיש 141	תרחיש 152	תרחיש 163
סה"כ ירידה בתוצר שנת 2021 ביחס לרמתו המקורית	1,587 מיליארד ש"ח	1.64%	2.93%	4.61%
משמעות במיליארדי ש"ח		25.9	46.3	72.7
צמיחת התוצר ב-2021 בהינתן הירידה (שינוי ביחס ל-2020)	8.2%	6.43%	5.02%	3.21%
פער		-1.77%	-3.18%	-4.99%

לאור סביבת הריבית העולמית, בין היתר, צפויה ירידה בביצועי ההייטק העולמיים בשנת 2023 ביחס לשנים 2021 ו-2022. עליית הסיכון המקומית עשויה להגביר עוד יותר את הפגיעה הצפויה בביצועי מגזר ההייטק הישראלי ב-2023 שמקורה בהיקף ההון הזמין להשקעות הייטק בעולם. עוד יצוין כי מחזור

<sup>14</sup> ירידה של 10% בחלק היחסי של ההשקעות הפרטיות בעולם המבוצעות בישראל, ירידה של 10% בביקושים למוצרי חברות הייטק ישראליות, ירידה של 50% בצמיחה בפעילות חברות רב-לאומיות בישראל.

<sup>15</sup> ירידה של 25% בחלק היחסי של ההשקעות הפרטיות בעולם המבוצעות בישראל, ירידה של 15% בביקושים למוצרי חברות הייטק ישראליות, ירידה של 100% בצמיחה בפעילות חברות רב-לאומיות בישראל (צמיחה של 0%). יובהר כי מוערך כי הירידה בהשקעות הפרטיות עשויה להיות חריפה יותר מהירידה במכירות של חברות שלמות, שכן ההשקעות מתייחסות לזרם העתידי של חברות הייטק הישראליות.

<sup>16</sup> ירידה של 50% בחלק היחסי של ההשקעות הפרטיות בעולם המבוצעות בישראל, ירידה של 20% בביקושים למוצרי חברות הייטק ישראליות, ירידה של 150% בצמיחה בפעילות חברות רב-לאומיות בישראל (צמיחה שלילית של כ-5.5%).

העסקים הנוכחי עשוי להאיץ את התממשות התרחישים לעיל, בשל החשש המוגבר מסיכון בקרב משקיעים וחרבות.

ירידה בתוצר ההייטק צפויה להביא לירידה בהיקף המועסקים במגזר ההייטק גם כן. נכון לשנת 2021, שיעור המועסקים בהייטק בקרב מועסקים בגילאי 25-64 עמד על 11.1%, והועסקו בו כ-349.8 אלף מועסקים. תרחישי הסיכון שהוצגו לעיל ייתרגמו, לפי הסימולציה, לירידה של בין כ-25% ל-8% בשיעור המועסקים בהייטק ביחס לשיעורם המקורי בשנת 2021, כך שיהוו כ-10.2%-8.4 מכלל המועסקים במשק. כתוצאה צפויה גם ירידה של כ-3.9%-1.2 בשכר הממוצע במשק.<sup>17</sup>

נכון לעת הנוכחית, קיים קושי להעריך את רמת הסבירות של תרחישי הסיכון השונים שנסקרו. יצוין כי על פי הניתוח שבוצע על ידי מכון אהרן, השינויים המתוכננים במערכת המשפט צפויים להפחית את שיעור הצמיחה של ענף ההייטק בכ-5.5 נקודות אחוז בשנה בממוצע בכל אחת מהשנים 2023-2025. בסך הכל, סקטור ההייטק אחראי על כ-20% מאומדן ההשפעה על שיעור הצמיחה שחישב מכון אהרן, קרי צפוי לתרום כ-0.3 נקודות אחוז לירידה הצפויה בצמיחה, אשר נאמדה בכ-1.4 נקודות אחוז בשנה בממוצע בכל אחת מהשנים 2023-2025.

### סיכום ומסקנות

נכון לעת הזאת, ניכר כי השינויים המוצעים במערכת המשפט נתפשים על-ידי הגופים הבינ"ל הרלוונטיים ככאלה אשר עלולים להחליש את מוסדות המדינה. איתנותם של המוסדות מהווה שיקול מרכזי בקביעת דירוג האשראי של ישראל ושל חברות ישראליות. לכן, ככל שחברות דירוג האשראי אכן יסברו כי צעדי החקיקה יגרמו להחלשת המוסדות, אישורם עלול לגרור הורדת דירוג, על כל המשמעות הכלכלית הכרוכות בכך כפי שנסקרו מעלה. לצד זאת, הסנטימנט השלילי של הציבור והמשקיעים ביחס למתווה המוצע עלול כשלעצמו להביא להשלכות שליליות על כלכלת ישראל, וזאת עוד בטרם אישור שינויי החקיקה המוצעים. לנוכח חשיבותו של דירוג האשראי לכלכלה הישראלית כפי שהוסבר לעיל, ולנוכח מרכזיותו של סקטור ההייטק החשוף באופן מיוחד להשקעות זרות, ישנה חשיבות רבה להתייחס בכובד ראש לעמדתם של המוסדות הבינלאומיים ולסנטימנט בשווקים. על הממשלה והכנסת לקחת בחשבון השפעות משמעותיות אלה בבואן לקדם את תיקוני החקיקה המוצעים.

לאור ההתפתחויות בימים האחרונים והשיח הנוגע לשינויים בתוכן המתווה ומועד קידום הצעדים שייכללו בו, יש לציין כי החששות מהורדת דירוג האשראי של ישראל ומהתגברות ההשפעות של הסנטימנט השלילי בשווקים עלולים להתממש גם בתרחיש שבו צעדי החקיקה מקודמים בנפרד ובהדרגה. דבר זה תלוי בעיקרו באופן שבו תופסים חברות הדירוג, המוסדות הבינלאומיים, המשקיעים והציבור את תוכן השינויים אותם יש כוונה לקדם, בין בשלב זה ובין בהמשך, ואת אופן קידומם. על כן, עלולה להיות השפעה כלכלית בלתי מבוטלת גם בקידום מתווה החקיקה שלא כמכלול.

<sup>17</sup> יצוין כי הירידה בשכר הממוצע מניחה כי כלל המועסקים שלא יועסקו בהייטק, יקלטו בענפי משק אחרים בשכר הממוצע ביתר ענפי המשק. על הנחה זו חלים שני אפקטים מנוגדים: מחד סביר כי השכר הממוצע של מועסקי ההייטק בענפים החדשים יהיה גבוה מהממוצע בענפים אלה; מאידך סביר כי לא כלל העובדים יקלטו במשק, בין אם בגין אבטלה ובין אם בגין הגירה.

ברקע הדברים יש לציין כי הכלכלה הישראלית מתמודדת בעת הנוכחית עם גורמי סיכון נוספים המייצרים גם הם חוסר ודאות, ובעיקרם התפשטות האינפלציה, העלאות הריבית ואי-היציבות בסקטור הבנקאות העולמי. לנוכח האמור לעיל, יש לשים לב כי הימשכות תהליך החקיקה והיבטים באופן קידומו מגבירים את חוסר הודאות עמו מתמודדת ממילא הכלכלה הישראלית וישנן אינדיקציות כי הם תורמים כבר כעת להרעה נוספת בתנאים הכלכליים. דבר זה מחזק את הצורך לבחון לעומק את הגורמים לביקורת של המוסדות הבינלאומיים הרלוונטיים ולסנטימנט השלילי בשווקים, ולפעול למיתונם בהקדם האפשרי.

לנוכח המשמעויות המוצגות, מוצע כי בטרם קבלת החלטה בעניין הצעדים שעל הפרק ואופן קידום יוצג מתווה אחוד. זאת בין היתר על מנת שתינתן למשרד האוצר שהות לבחון לעומק את התייחסות הגופים הבינלאומיים הרלוונטיים אליו בטווח הקצר ובטווח הארוך, מה שיאפשר לגורמי המקצוע במשרד האוצר לשקף לממשלה באופן המדויק ביותר את ההשלכות הכלכליות הפוטנציאליות של המתווה שבכוונתה לאשר.