הפרכת הטענה בנוגע לקשר שבין רפורמות משפטיות לבין הורדת דירוג אשראי של מדינה. המקרה של פולין, הונגריה ויוון

האקטואר רועי פולניצר מראה כי הקשר שבין רפורמות משפטיות כאלה ואחרות לבין דירוג האשראי הוא קלוש

בשבועות האחרונים קיים שיח מופרז ומוטה לדעתי בכל הנוגע לקשר שבין הרפורמה המשפטית לבין דירוג אשראי של מדינה. למה מופרז? משום שהקשר שבין רפורמות משפטיות כאלה או אחרות לבין דירוג האשראי של ישראל הוא קלוש.

אילו היה קשר שכזה הרי שכבר מזמן חברות הדירוג היו מורידות את דירוג האשראי של הונג-קונג, לאחר שסין רמסה את כל המערכת המשפטית שם והשתלטה על כולה. אבל אז הגיעו אליי חברים וסיפרו לי שכלכלנים בכירים שונים מספרים על המקרים של פולין, הונגריה ויוון ששם בעקבות הרפורמה המשפטית דירוג האשראי של המדינה ירד. אז החלטתי ללכת ולבדוק בעצמי.

נאמר כבר בפתיחה: אני כלכלן בעל תואר ראשון בכלכלה בהצטיינות מאוניברסיטת בן-גוריון בנגב ובמקרה אני גם אקטואר סיכוני אשראי מוסמך שפיתח מודלים סטטיסטיים לדירוג אשראי קונצרני ואלגוריתמים מתמטיים לדירוג אשראי קמעונאי, כך שאני מבין דבר או שניים באמידת דירוג אשראי ובהסתברות לחדלות פירעון (Default). גם של מדינות.

דירוג איגרות חוב של מדינות

ההשקעה באיגרות חוב מהווה כיום אלטרנטיבה סולידית ואטרקטיבית ביחס לשוק המניות. דירוג איגרת החוב מהווה את אחד הפרמטרים המרכזיים לבחינת רמת הסיכון שבהשקעה באיגרות חוב. להלן נסביר את עקרונות הדירוג ומשמעות הדירוג. איגרות חוב המונפקות ע"י ממשלות/מדינות מדורגות למעשה ע"י 2 חברות דירוג האשראי הגדולות: חברת Moody's וחברת Standard & Poor's. דירוג המדינה הוא חשוב כי פעם אחת ממנו נגזרים דירוגי האשראי הבינלאומיים של איגרות החוב של החברות באותה המדינה (חברה לא יכולה להיות בעלת דירוג אשראי הגבוה מזה של המדינה שבה היא יושבת) ופעם שניה הדירוג משפיע על שיעור הריבית שבו אותה מדינה יכולה לגייס/ללוות חוב חדש בשוק ההון הבינלאומי.

חברת הדירוג מבצעת את תהליך הדירוג בהתבסס על הדו"חות הכספיים של המדינה, ויחסיה הפיננסיים מול ממוצעים בעולם ו/או באזור הגיאוגרפי הרלבנטי, וכן בהסתמך על שיחות עם בכירי הכלכלה והמשק, דו"חות ביקורת, פרוטוקולים ועוד. כלומר, המידע הוא שילוב של מידע חשבונאי עם הערכות אסטרטגיות לגבי חוזק הכלכלה של אותה מדינה וחוזקתה היחסית של המדינה בעולם, וכן עם הערכות על איכות ניהול המדינה ומידת השליטה של הממשלה על רשויותיה השונות במתרחש במדינה.

הדירוג נעשה באמצעות אותיות, כאשר מדינה מדורגת מיוחסת לקבוצה מתאימה, והדירוג אמור לשקף את חוסנה הפיננסי של המדינה ויכולתה להחזיר את חובותיה.

כלומר, דירוג האשראי בא לשקף את סיכון האשראי הטמון בהשקעה באיגרות החוב של המדינה.

דירוג Aaa של חברת הדירוג האמריקאית Moody's ניתן למדינות בעלות דירוג האשראי הגבוה ביותר. מדינות אלה צפויות לשלם על חובן ריבית נמוכה יותר ביחס למדינות בעלות דירוג אשראי שנמוך יותר מ- Aaa. כך למשל, מדינות בדירוג Aa הן מדינות בדירוג אשראי גבוה יחסית, אך עדיין נמוך מזה של Aaa, ועל כן פרמיית הסיכון שתידרש מהן היא גבוהה יותר מזו של חברות בדירוג Aaa.

דרגות נוספות, נמוכות מ- Aa, לפי סדר יורד הן: A , Baa , Ba , B , Caa , Ca , C ולבסוף דירוג D למדינה פושטת רגל. בנוסף, כדי להגדיל את סולם הדירוג, משתמשים ב- Moody's בדרגות ביניים באמצעות מספרים (1), (2) ו- (3). כך שמדינה בדירוג Aa1 טובה יותר ממדינה בדירוג Aa2 אשר בתורה טובה יותר ממדינה בדירוג Aa3 מבחינת סיכון האשראי.

באופן כללי, כאמור, התשואה הנדרשת מאיגרת החוב משקפת את סיכון האשראי הטמון בה. לפיכך, הדירוג מסייע למשקיעים להבחין בין המדינות השונות על פי הסיכון הכרוך בהשקעה בחוב המדינה.

חברות הדירוג בודקות אחת לשנה את דירוג המדינה, אלא אם חל שינוי משמעותי במהלך השנה במצבה הפיסקאלי והמוניטרי של המדינה. השינויים בדירוגים הם בדידים ובמקרים רבים הם מפגרים אחר תגובות שוק ההון המתבטאות בשינוי מחירי האג"ח של המדינות, וכן במרווחי ה- CDS. מדינות משקיעות בדירוג האשראי שלהן מאחר והן יודעות שאם תשגנה דירוג אשראי גבוה, הן תשלמנה ריבית נמוכה יחסית, ולהיפך. הבעיה היא שאם חברת הדירוג תיתן למדינה דירוג נמוך, הרי שאין למדינה את האופציה שלא לפרסם את דו"ח הדירוג ולהעלים אותו מהמשקיעים בשוק ההון הבינלאומי.

בדיקת הטענה לקשר בין רפורמה משפטית לבין הורדת דירוג אשראי של מדינה

לשם בחינת הטענה כי קיים קשר מובהק סטטיסטי בין רפורמות משפטיות לבין הורדת דירוג אשראי של מדינה נעזרתי במחקרים בדבר דירוגי אשראי של מדינות אשר בוצעו ע"י המלומד פרופ' Aswath Damodaran בעבור פולין, הונגריה, יוון וישראל בשנים 2015-2022. מצ"ב תרשים עם דירוגי האשראי של פולין ב- 8 השנים האחרונות.

דירוגי האשראי של פולין לפי חברת הדירוג Moody's

שנה	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
דירוג	A2	A2	A2	A2	A2	A2	A2	A2

ניתן לראות שהחל משנת 2015 (תחילת הרפורמה המשפטית בפולין) ועד לכתיבת שורות אלה דירוג האשראי של פולין לפי Moody's הוא יציב ועומד על A2.

מצ"ב תרשים עם דירוגי האשראי של הונגריה ב- 8 השנים האחרונות.

דירוגי האשראי של הונגריה לפי חברת הדירוג Moody's

שנה	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
דירוג	Ba1	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Baa2	Baa2

ניתן לראות שבשנת 2015 דירוג האשראי של הונגריה לפי Moody's עמד על Ba1 (דירוג שנחשב נמוך לכל הדעות). בשנת 2016 העלתה Moody's את דירוג האשראי של הונגריה לרמה של Baa3 (דירוג הגבוה יותר בנוטצ' אחד מהדירוג הקודם), דירוג שנשמר עד לשנת 2021. בשנת 2021 העלתה Moody's שוב את דירוג האשראי של הונגריה והפעם לרמה של Baa2 (דירוג הגבוה יותר בנוטצ' אחד מהדירוג הקודם), דירוג שנשמר עד עצם היום הזה.

מצ"ב תרשים עם דירוגי האשראי של יוון ב- 8 השנים האחרונות.

דירוגי האשראי של יוון לפי חברת הדירוג Moody's

שנה	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
דירוג	Caa3	Caa3	Caa2	B3	B1	Ba3	Ba3	Ba3

ניתן לראות שבשנת 2015 דירוג האשראי של יוון לפי Moody's עמד על Caa3 (דירוג שנחשב נמוך מאוד לכל הדעות). בשנת 2017 העלתה Moody's את דירוג האשראי של יוון לרמה של Caa2 (דירוג הגבוה יותר בנוטצ' אחד מהדירוג הקודם). בשנת 2018 העלתה Moody's שוב את דירוג האשראי של יוון והפעם לרמה של B3 (דירוג הגבוה יותר בשתי נוטצ'ים מהדירוג הקודם). בשנת 2019 העלתה Moody's שוב את דירוג האשראי של יוון והפעם לרמה של B1 (דירוג הגבוה יותר בשתי נוטצ'ים מהדירוג הקודם). בשנת 2020 העלתה Moody's שוב את דירוג האשראי של יוון והפעם לרמה של Ba3 (דירוג הגבוה יותר בנוטצ' אחד מהדירוג הקודם), דירוג שנשמר עד היום.

ומה לגבי ישראל שמספרים לנו עליה כבר שנים שהיא מדינת אפרטהייד, מושחתת וסמי-דמוקרטית שב- 4 השנים האחרונות סבלה מחוסר יציבות שלטוני שהתבטא ב- 5 מערכות בחירות? האם חוסר היציבות השלטוני הזה הביא להורדת הדירוג האשראי של ישראל? האם הפגנות בלפור או הפגנות שוד הגז הביאו להורדת דירוג האשראי של ישראל? הבה ונבדוק. מצ"ב תרשים עם דירוגי האשראי של ישראל ב- 8 השנים האחרונות.

דירוגי האשראי של ישראל לפי חברת הדירוג Moody's

שנה	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
דירוג	A1	A1	A1	A1	A1	A1	A1	A1

ניתן לראות שב- 8 השנים האחרונות דירוג האשראי דירוג האשראי של ישראל הוא יציב ועומד על A1 (דירוג שהרבה יותר גבוה מזה של פולין ובוודאי מאלו של הונגריה, יוון וטורקיה).

ניתן לראות שוב שלא נכון להתבסס על דעות פוליטיות או שמועות, אלא להתבסס על עובדות ועל ניתוחים כלכליים. לשם כך צריך כלכלן שהוא גם אקטואר סיכוני אשראי מוסמך, כזה שמבצע הערכת פרמיות סיכון ומשתמש במודלים לצורך הערכה וכימות סיכוני אשראי.