

ג'יי. פי מורגן מזהיר: ההפיכה המשטרית מגבירה את סיכוני ההשקעה בישראל

הבנק הגדול בארה"ב שלח דו"ח רשמי ללקוחותיו לגבי הסיכונים הטמונים בהפיכה המשטרית בישראל • באופן חריג, הזהיר הבנק גם מפני הסיכון של התלקחות ביטחונית בשל קיצוניות הממשלה • בנק ברקליס הזהיר מתדלוק האינפלציה והגדלת הסיכונים להשקעה בישראל

שאושרו בפולין בעקבות הבחירות ב-2015. רפורמות אלה, כותבים האנליסטים, גרמו להאטה בוריימת ההשקעות הזרות הישירות. אחת ההשלכות הפוטנציאליות היא הורדת דירוג האשראי של ישראל, כתבו בג'יי. פי מורגן, והביאו כדוגמה את פולין. בעקבות הרפורמות המשפטיות בפולין, הורידה S&P את דירוג האשראי בינואר 2016 מרמה של A מינוס ל-BBB פלוס, וההשפעה המיידית על השוק היתה גדולה יחסית באותה תקופה. הזלוטי נפל מול היורו ב-3% ות-שואת האג"ח לחמש שנים של פור-לין עלתה מכ-2.3% בתחילת 2016 ל-3% בתחילת 2017. במקרה של ישראל צופים בג'יי. פי מורגן תגובה מתונה יותר בת-שואות האג"ח, היות שהדירוג עליהן גבוה יותר בכל שלוש סוכנויות דירוג האשראי הגדולות, והמעורבות של משקיעים זרים בשוק האג"ח המקומי נמוכה כאן מפולין. סיי-כון נוסף בטווח הבינוני שצוין הוא ההשפעה השלילית שעלולה להיות לרפורמה על זרימת ההשקעות אל ישראל, ובין היתר למגור ההייטק, על פי דיווחים, כמה מוסדות זרים כבר התחילו להוציא כסף מיש-אל בשל חששות לגבי הרפורמה

קל מול הדולר, אבל "היות שהרפור-רמה המשפטית תישאר חשש מרכזי בשבועות הקרובים, קשה לדעת מה יהיה שיאה של פרמיית הסיכון". עוד נכתב כי "התנודתיות של נכסים ישראליים התגברה לאחר-נה, לאחר שמתיווח גיאופוליטית מחודשת נוספה לחששות המשקי-עים בנוגע לרפורמה הפוטנציאלית במערכת המשפט. יש שני רכיבים לסיכון: הראשון, הרפורמה המוצ-עת עוררה מחאות מקומיות גדולות ברמות שונות, עם חששות לחוקים של המוסדות במדינה והשפעה שלילית פוטנציאלית על ההשק-עות והצמיחה". הגורם השני הוא המתיווח מול הפלסטינים. בבנק כתבו כי אירועים ביטחוניים מסוג זה הם בדרך כלל קצרי טווח ונמ-שכים בממוצע 20 יום. אבל השוק צריך לשקול סיכון שהפעם זה יהיה ממושך יותר, בהתחשב בקיצוניות של הממשלה הנוכחית. בבנק ציינו כי לרוב לא נוטים לייחס חשיבות רבה לסיכונים גיאופוליטיים, בהתחשב בחווי-קה של כלכלת ישראל, אך הפעם "קשה לאמוד את ההשלכות שי-כולות להיות לרפורמות המשפ-טיות להשקעות ולצמיחה". הדו"ח משווה זאת לרפורמות המשפטיות



סוחרים של בנק ג'יי. פי מורגן צ'ייס. הבנק הזהיר מירידה בהשקעות בישראל צילום: Fred R. Conard/NYT

הרפורמות המוצעות", כתבו, אך ציינו גם כי ייתכן שההתנגדות תוביל לריכוך הרפורמות המוצעות, כמו למשל הגדלת הרוב הנדרש להתגברות על חוקי היסוד. בג'יי. פי מורגן שמרו על עמדה נייטרלית לגבי השקל והעריכו כי יש פרמיית סיכון של 1.5% של הש-

בנק ציינו כי המתיווח סביב סוגיות חוקים של המוסדות ביי-שאל ואקלים ההשקעות במדינה תישאר גבוהה בטווח הקצר, בשל תוכניות הממשלה להעביר את הרפורמות עד סוף מארס. "נתניהו לא הראה בינתיים סימנים לכך שממשלתו מתכננת לסגת מיישום

נו לפוליטיקאים יותר כוח במינוי שופטים; יסירו את ההתחייבות של שרים לכבד החלטות של יועמ"שים הקשורים למשרדים ויסירו את עיי-לת הסבירות המשפטית שמאפשרת יותר פיקוח משפטי. הן נתפסות כמחלישות של האיזונים והבלמים במערכת ומייצרות פילוג".

רונית דומקה ודפנה מאור

הרפורמה המשפטית שמי-קדמת ממשלת נתניהו מוגבירה את הסיכונים למשקיעים בשוק הישראלי ועלולה לגרום הורדת דירוג אשראי, כך מזהיר בנק ג'יי. פי מורגן צ'ייס האמריקאי, בדו"ח רשמי של מחלקת המחקר שנשלח ללקוחות הבנק בשבוע שעבר. בנק ברקליס הבריטי פירסם גם הוא דו"ח על ישראל, אך נקט נימה מתונה יותר, והעריך כי השקל יתחזק מול הדולר.

הדו"ח של ג'יי. פי מורגן, שפורסם לראשונה על ידי עמליה דואק ב-N12, הגיע לאחר שראש הממשלה, בנימין נתניהו, התגאה בכך שבנק ההשקעות אינו רואה סיכון גבוה לכלכלת ישראל. עם זאת, המסמך שאליו התייחס נת-ניהו היה מכתב שנשלח על ידי סוחר במחלקה המספקת המלצות למשקיעים מוסדיים, ולא שיקף את העמדה הרשמית של הבנק.

מתיחות גבוהה

בדו"ח נכתב כי "הרפורמות המשפטיות המוצעות יאפשרו לכנסת להפוך החלטות של בית המשפט העליון ברוב רגיל, יית-

תסריט שבו ישראל נהפכת לדתית ולא דמוקרטית הוא סכנה לעולם המערבי

הממשלה נחושה לחולל הפיכה משטרית, וצפויה להשלים את החקיקה למרות המחאה החברתית הנרחבת • קיים תרחיש מדאיג שבו הסף ייחצה – והקבוצות החזקות כלכלית יעזבו



הפגנה בתל אביב נגד ההפיכה המשטרית, לפני שבוע. חשוב, אך

ידוע לכל שמשקלן הדמוגרפי צפוי לעלות. די להביט בנתוני ההצבעה בירושלים כדי להבין כיצד ייראה העתיד הלא רחוק: מפלגות אלה קיבלו 56% מקולות הבוחרים ב-1 בנובמבר 2022.

החרדים, שהם 12% מאוכלוסיית ישראל. קבוצה אחרת היא הדתיים הלאומיים, בעלת גודל דומה בה-ערכה שמרנית. ייצוגן הישיר בכ-נסת, 32 חברי כנסת, מבטא 25% הצבעה למפלגות הרלוונטיות.

יש לזכור שברק פעל בסביבה של דמוקרטיה שברירית, בחברה מקור-טבת, במדינה שאין לה חוקה. הוא הצליח להניח יסודות משפט מוצ-קים במדינה צעירה יחסית. מבנה זה יצר בישראל מוסד ציבורי איכותי, שמספק איזונים ובלמים לרשות המחוקקת ולרשות המבצעת. כיי-דוע, אין הפרדה אמיתית בין שתי אלה בישראל. מוסד זה חיוני, אפוא, לשימור הדמוקרטיה.

השילוב בין הפיכה משטרית להדתה

יש התפתחויות מסוכנות אח-רות: עלייה בכוחן של קבוצות המבקשות להפוך את ישראל למדינת הלכה. קבוצה אחת היא

קרו, היא מבקשת להפוך את השו-פטים לשופטים של הפוליטיקאים ולהביא קץ לעצמאות הרשות השו-פטת. המהלך נלקח ישירות מספר המתכונים המודרני של מדינות לא-ליברליות. דו"ח של מכון ברוקינגס מ-2019 הגדיר את מהות השינויים כ: "מנהיגים ומפלגות לא ליב-רליים... מאיימים על הדמוקרטיה על ידי פגיעה בפיקוח השיפוטי, במערכות פוליטיות פלורליסטיות והוגנות, בתקשורת עצמאית ובח-ברה אזרחית פתוחה". בהקשר של ישראל, זוהי בעצם מהפכת נגד ל"מהפכה החוקתית" שהוביל אהרן ברק כנשיא בית המשפט העליון לפני כ-30 שנה.

ישראל משתנה



ערן ישיב

לנוכח המאורעות הדרמטיים של השבועות האחרונים, כדאי לשרטט תסריט עתידי אפשרי שבו ישראל משנה פניה מזמרי-קרטיה ליברלית למדינה חלשה, לא דמוקרטית. אין זה התסריט האפשרי היחיד, אך מן הראוי לתת עליו את הדעת. העיקרון מאחורי "הרפורמה המשפטית" – ביטוי אורוליאני ומסוכן – הוא להחליש ואף לפרק חלקית את מערכת המשפט. בעיי-

אבידן ביקש מהבנקים להיזהר בהתבטאויות על מצב השווקים

המפקח על הבנקים יאיר אבידן הגיב לירידה החדה במניות הבנקים ביום ראשון שעבר, בעקבות אזהרות מנהלי הבנקים מזעזועים בשווקים • בנק ישראל רואים את ההתפתחויות הללו כ"אדוות" ולא כסערה ממשית



דב קוטלר צילום: תומר אפלבוים



יאיר אבידן צילום: מוטי מילרוד

סמי פרו

הירידה החדה במניות הבנקים ביום ראשון שעבר – בעקבות דבריו של מנכ"ל בנק הפועלים, דב קוטלר, על משיכת פיקדונות מהבנקים – הלחיצה את בנק ישראל וגרמה למפקח על הבנקים, יאיר אבידן, לבקש ממנהלי הבנקים להיות זהירים ורגישים בדבריהם. קוטלר דיבר במפגש אנשי עסקים עם ראש הממשלה בנימין נתניהו ביום שישי שקדם לכוון, ואמר כי ניכרת עלייה מסוימת במשיכת פיקדונות על ידי לקוחות פרטיים שאינם מההייטק.

אף שקוטלר הרגיש שזו לא תופעה רחבה, זה הספיק כדי שמניות הבנקים יורדו בחדות. בשלב הזה נכנס המפקח על הבנקים לתמונה, ביקש לקבל מהבנקים עדכונים יומיים על משיכת פיקדונות או פעילות חריגה אחרת, וגם דרש מהם להיות זהירים בהתבטאויות כדי לא לייצר נבואה שמגשימה את עצמה. בשלב זה רואים בבנק המרכזי את ההתפתחויות כמ"אדוות" ולא כסערה ממשית.

דירוג האשראי של ישראל עשוי להיפגע

מדירוג הבנקים עולה כי בשבוע האחרון הייתה יותר התעניינות מצד לקוחות במשיכת פיקדונות בעקבות ההתפתחויות הנוגעות להפיכה המשטרית: מכתב של 270 כלכלנים בכירים (שאליהם הצטרפו עוד עשרות רבות), מאמר של נגיד בנק ישראל לשעבר פרופ' יעקב פרנקל ופרופ' קרנית פלוג שבו הזהירו כי ההפיכה המשטרית תפגע בכלכלה, משיכות כספים של חברות הייטק כמו פאפאיה וקרנות דיטרפטיב ואזהרות חברת הדירוג P&S כי דירוג האשראי של ישראל עלול להיפגע בעקבות ההפיכה המשטרית. החשש הגדול של בנק ישראל ממוקד בפעילות של המשקיעים הזרים יותר מאשר בתגובות של השוק המקומי, משום שתנועות הון גדולות של זרים עלולות להדביק אחרים ולהביא להוצאת כספים מהירה שתזעזע את הש-



בנק ברקליס בלונדון. הזכיר גם את המדיניות של הממשלה הימנית בגדה צילום: Luke MacGregor/בלומברג

פלציה ולהוביל להידרדרות מהירה של המאזן התקציבי הבריאי – עודף של 0.6% מהתמ"ג ב-2022. הנגיד הזהיר כי הפרוזה בהוצאות תוביל את בנק ישראל לנתיבי ריבית נור קשה יותר.

הרו"ח הזכיר כי מתחילת השנה עלה נאסד"ק ב-17%, והשקל ב-3% מול הדולר. האג"ח של ממשלת ישראל נוטות להיסחר בקורלציה גבוהה עם האג"ח של ארה"ב, אך "מהבחינות בנובמבר, האינדיקטור הפוליטי גברה והובילה לביצועים חלשים של אג"ח, אם כי ממחירים גבוהים", ציין הבנק. "האירועים שקשורים לרפורמה המשפטית השנויה במחלוקת והסיכונים הגיאופוליטיים הגוברים הוסיפו לחץ, אם כי מוגבל, על תשואות האג"ח והורידו את המתאם בין שער הדולר-שקל לנאסד"ק. אם לא יהיה שינוי גיאופוליטי גדול במזרח התיכון, השקל אמור לחזור להיסחר בהתאמה עם הנאסד"ק, ולכן אנו ממליצים על שורט על שער דולר-שקל". משמעות ההמלצה היא תחזית לעלייה בשער השקל.

המשפטית. מגזר ההייטק מתבלט כמיוחד בהתנגדותו לרפורמות המוצעות, נכתב. במקרה של פרי לין, היו ראיות לפגיעה בהשקעות הזרות הישירות – מהסוג שזורים להייטק הישראלי – ושכנותיה של פולין נהנו משום שהמשקיעים העבירו אליהן את כספם.

המשפטית. מגזר ההייטק מתבלט כמיוחד בהתנגדותו לרפורמות המוצעות, נכתב. במקרה של פרי לין, היו ראיות לפגיעה בהשקעות הזרות הישירות – מהסוג שזורים להייטק הישראלי – ושכנותיה של פולין נהנו משום שהמשקיעים העבירו אליהן את כספם.

ברקליס: "הסיכון בהשקעה בישראל גדל"

בנק ברקליס הבריטי פירסם אף הוא דו"ח ביום שישי, והזכיר את הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים. הוא התייחס בעיקר להשפעת ההפיכה המשטרית על הסיכונים בהשקעות בישראל: ראלים גדל, ובשל כך נראתה בהם חולשה מהבחינות. לפיכך, "אם הרפורמה המשפטית תאומץ כלשונה, והמחאה המונית תסלים, סוכנויות דירוג האשראי עשויות להוריד את תחזית דירוג האשראי של ישראל ואפילו את הדירוג עצמו. ואולם הסיכון שיישראל תוסר מהמדינות המטוקרות על ידי הסוכנויות אינו ריאלי, בהתחשב בדירוג הנוכחי", נכתב. אג"ח של ישראל נתנו ביצועי חסר בהשוואה למקבילותיהן מאז הבחירות, והתשואות עלו ב-30 נקודות

בנק ברקליס הבריטי פירסם אף הוא דו"ח ביום שישי, והזכיר את הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים. הוא התייחס בעיקר להשפעת ההפיכה המשטרית על הסיכונים בהשקעות בישראל: ראלים גדל, ובשל כך נראתה בהם חולשה מהבחינות. לפיכך, "אם הרפורמה המשפטית תאומץ כלשונה, והמחאה המונית תסלים, סוכנויות דירוג האשראי עשויות להוריד את תחזית דירוג האשראי של ישראל ואפילו את הדירוג עצמו. ואולם הסיכון שיישראל תוסר מהמדינות המטוקרות על ידי הסוכנויות אינו ריאלי, בהתחשב בדירוג הנוכחי", נכתב. אג"ח של ישראל נתנו ביצועי חסר בהשוואה למקבילותיהן מאז הבחירות, והתשואות עלו ב-30 נקודות

החשש של בנק ישראל ממוקד בפעילות המשקיעים הזרים, משום שתנועות הון גדולות של זרים עלולות להביא להוצאת כספים מהירה שתזעזע את השווקים

נתניהו ממעיט בחשיבות הדו"ח

נתניהו ערך בסוף השבוע ביקור בצרפת וניסה להמעיט מחשיבות הדו"ח של ג"י. פי מורגן. הוא אירגן מפגש עם משיקיעים יהודים מקומיים, ובסיומו פירסם הודעה לעיתונות שבה נכתב כי "משקיעים זרים שמ"שקיעים בישראל (אמרו) באירוע עם ראש הממשלה בפריז: 'מה שאומרים על בריחת משקיעים הוא שטויות. אנחנו רוצים להגיד לך את ההשקעות בישראל'". תשובת הלב שמקדיש נתניהו לסוגיות ההשקעות בישראל נובעת מהחשיבות שהוא מעניק להשפעת השווקים על קצב התקדמות ההפיכה המשטרית. הוא לא רואה באופוזיציה רינת. הוא לא רואה באופוזיציה בכנסת את הבעיה העיקרית, אלא את ההתנגדות הציבורית שמתבטאת במוכנות של חברות עסקיות למשוך כספים מישראל ואף להעביר פעילות לחו"ל.

ווקים הפיננסיים. זה גם החשש של נתניהו, ועל פי דיווח של העיתונאית מול מועלם, הוא ניהל בימים האחרונים שיחות עם בנקי השקעות בינלאומיים כדי להעביר את המסר שההפיכה המשטרית לא תפגע בכלכלה או בעסקים. בין השאר פנה נתניהו לבינק ג"י. פי מורגן לאחר שהגיע לירידתו שהבנק מתכוון לפירסם דו"ח שיוהיר מפני ההשלכות הכלכליות של ההפיכה המשטרית. ביום חמישי בלילה פורסם הדו"ח, שבו נכתב כי ההפיכה המשטרית מגבירה את הסיכון נים למשקיעים בישראל ועלולה להביא להורדת דירוג האשראי של ישראל.

בנק ג"י. פי מורגן: "לכל הידרדרות חמשתית במצבם של המוסדות עלולה להיות השפעה על זרימת ההשקעות, אך קשה עדיין לאמוד את ההיקף והעיתוי"

ובוהוה – הם תגובות חשובות. אבל זה לא יספיק. יש לחשוב על דרכים חוקיות אחרות. התארגנות ההייטק נראית קריטית במיוחד. ואולם פעולות התנגדות מסוג זה ייתקלו בקושי של יצירת תיאום בין יחידים לבין חברות עסקיות, וכן בסיכון של התפרקות החברה האזרחית בישראל.

הכותב הוא פרופסור לכלכלה באוניברסיטת תל אביב וחבר במרכז למחקר לכלכלה בלונדון סקול אוף אקונומיקס (LSE). נוסח של המאמר התפרסם ב"פייננשל טיימס" ב-3 בפברואר

ביאור לשינוי פוליטי שיתקן חלקית את הנוקמים. אך הייתה רוצה להצביע על תסריט אפשרי, אם כי לא יחיד, שבו ישראל הופכת למדינה חלשה, וייתכן אף למדינת הלכה. תסריט זה יתממש על פני שנים. במהלך הזמן הזה, הקבוצות החזקות כלכלית יעזבו. הדחף לעזיבה יהיה כאשר תתרחש חציית סף בהפיכתה של ישראל ללא-ליברלית וללא-דמוקרטית.

המגזר הבולט בהקשר זה הוא כמובן ההייטק, קטר הצמיחה של המשק. עם כ-9% מסך המועסקים, 15% מהתמ"ג וכ-55% מהיצוא – הוא מוביל וחיוני. לפני כמה ימים הודיע יום הייטק בעל חברה בשווי של יותר מ-2 מיליארד דולר שהוא והחברה שלו עוזבים את ישראל. הוא ציין שגם תשלומי המסים שלו עוזבים אותו. מהלך מסוג זה יכול להביא למעגל קסמים שבו עוד ועוד מהחלקים החזקים עוזבים. קשה לצפות את היקף וקצב ההגירה, אבל פוטנציאל הנזק הוא גדול. ההפגנות ברחובות, מכתב הכי לכלכלנים (שאני נמנה עם חותמיו) ואזהרות נגיד בנק ישראל בעבר



לא מספיק צילום: תומר אפלבוים

שילוב הרעות האלה – הפיכה משטרית והרתה – הוא שילוב מח"זק אהרדי. קשה לחזות, כמובן, לאן הוא יוביל. ייתכן שהמהאווה ופשירות פוליטיות ירחיקו את הסכנה, ומנית; ייתכן שהבחירות הבאות