

האם ישראל עומדת בפני עידן של השקעה בתשתיות?

פברואר 2017

אנליסט ראשי:

איתי רפל, 972-3-7539718, etai.rappel@spglobal.com

האם ישראל עומדת בפני עידן של השקעה בתשתיות?

ישראל עמדה יפה בתהפוכות הכלכליות הגלובליות האחרונות, והצליחה לשמור על שיעור צמיחת תמ"ג של יותר מ-2.5%. אולם מצב התשתיות במדינה מפגר משמעותית אחרי מדינות אחרות ב-OECD. אנו סבורים שסגירת הפער יכולה להגדיל את הפרויקט במגזרים מרכזיים בכלכלה הישראלית ולשפר את הניעות התעסוקתית, וכך להקטין את הפערים בפיתוח כלכלי ורמות הכנסה בין המרכז והפריפריה. ההשפעה על איכות האשראי של המדינה תלויה במקורות שמהם יגיע המימון הדרוש ובהקצאתו.

אנו מעריכים שצורכי התשתית של ישראל עד 2020 עשויים לעלות על 50 מיליארד ₪. כולל תחבורה, חשמל, מים וגז טבעי. זהו אומדן גס המבוסס על הנחותינו לגבי צורכי ההשקעה העתידיים של גופים ממשלתיים שונים ולגבי העלויות הצפויות של פיתוח מאגרי הגז שלחופי ישראל ופרויקטים אחרים, אך הוא משקף את היקף ההשקעה העצום הדרוש. איננו צופים שהממשלה תישא בעול זה לבדה. לדוגמה, רוב המימון לפיתוח מאגרי הגז הטבעי יגיע בדרך כלל מהמגזר הפרטי, בכפוף למסגרת הרגולטורית.

תמצית

- להערכתנו, השקעה בצורכי התשתיות הרבים של ישראל עשויה להשפיע לטובה על הכלכלה.
- למרות זאת, אנו צופים שההשקעה תימשך בקצב מתון, ושהמדינה תזרים כספים בעיקר למגזר התחבורה, תוך פנייה לשוקי ההון במידת הצורך.
- בהנחה שהכספים ינוצלו ביעילות, ההשפעה ארוכת הטווח של השקעה זו צפויה להיות חיובית, כל עוד תשמור הממשלה על מדיניות מקרו-כלכלית זהירה יחסית ועל מסגרת חוב הדוקה.

להערכתנו, רמת החוב הגבוהה של ממשלת ישראל והצורך לשמור על רמת גירעונות תקציביים של עד 3% מהתמ"ג הם המגבלות העיקריות על השקעה בתשתיות. קובעי המדיניות עומדים בפני החלטות קשות בהקצאת משאבים לפרויקט תשתיות שונים. בנוסף יש לרגולציה השפעה ניכרת על השקעה בתשתיות משום שהיא מספקת למגזר הפרטי תמריצים (חיובים או שליליים) להשקיע או לא להשקיע במגזרים מסוימים, ומאפשרת שימוש יעיל יותר בתשתיות קיימות.

מספר אפיקי מימון אפשריים

הממשלה יכולה להסתמך על התקציב על מנת לממן השקעה בתשתיות, אך גם להיעזר במימון פרטי באמצעות שותפויות ציבוריות ופרטיות ויזמות מימון פרטיות (public-private partnerships – PPP). שקיימות בישראל מאז אמצע שנות התשעים, ובמסגרות רגולטוריות (למשל בתחום האנרגיה הפוטו-וולטאית). מקורות המימון הם רבים ואנו מאמינים שהממשלה תמשיך להשתמש בהם תוך הגבלת התחייבויותיה במסגרת התקציב. מובן שלכל אפיק יש יתרונות וחסרונות.

היתרון של מימון באמצעות חוב ממשלתי הוא עלות, היות שהממשלה לווה כסף בשיעורי ריבית נמוכים יותר מהמגזר הפרטי ויכולה לשלוט ישירות על הנכס הקשור. החיסרון הוא שהממשלה אינה יכולה לממן את כל ההשקעות הדרושות בו זמנית בלי לפגוע במאזן שלה. אנו צופים שיחס החוב המתואם לתמ"ג של ישראל יגיע ל-62.4% בסוף השנה ויישאר ברמה דומה בשנתיים שלאחר מכן (ראו "Israel 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Stable", שפורסם ב-3 בפברואר 2017). אולם בהינתן ציפיותינו שהממשלה תשמור על ניהול תקציב זהיר ושהחוב הממשלתי יתייצב, איננו סבורים שגידול בהשקעה בתשתיות יוביל לזינוק ברמת החוב.

ישראל יש שוק הון מקומי מפותח ונזיל יחסית. לפי הדוח השנתי של הפיקוח על השוקי ההון והביטוח במשרד האוצר, פעילות החיסכון ארוך הטווח היוותה ב-2015 כ-8.1% מהתמ"ג. יותר ממחצית מסכום זה הושקעה בניירות ערך של המגזר הפרטי (כגון מניות ואגרות חוב). אנו צופים שהחיסכון ארוך הטווח יגדל, בעיקר בשל חובת הביטוח הפנסיוני. חיסכון זה וההעדפה המופגנת של

משקיעים לנכסים מקומיים יוצרים ביקוש חזק לאפשרויות השקעה ארוכות-טווח, כגון נכסים הקשורים לתשתיות. אנו סבורים אם כן שקיימים מקורות ניכרים בישראל לתמיכה במימון לא-ממשלתי של השקעה בתשתית.

בדוח המפקח על שוק ההון נקבע גם שההשקעה בתשתיות יכולה להסתמך על נכסים בשווי של מעל 1.2 טריליון ₪. פרויקטים אלה מושכים גם הון חיצוני מעבר לסכום זה. לדוגמה, חלק ניכר מהנפקת החוב שביצעה דלק ואבנר (תמר בונד) ב-2014 בהיקף של 2 מיליארד דולר נרכש על ידי לא-ישראלים. גם חברת החשמל לישראל הנפיקה בעבר אג"ח בהיקפים גדולים בשווקים בינלאומיים. רוב הצורך במימון חיצוני נובע ממגבלות רגולטוריות וניהול סיכונים בהקשר של חשיפה לסוגי נכסים מסוימים בקרב משקיעים מוסדיים בישראל. כמו כן הוא מאפשר למנפיקים גישה למקורות מימון מגוונים. בנוסף, השקעות מסוימות, למשל במאגרי הגז, מצריכות מטבע חוץ, שרוב העלויות במגזר זה, כגון תשלום לספינות קידוח, נקובות בו. חסכוניות טווח ארוך בישראל נקובים במטבע המקומי, ולכן משקיעים מוסדיים המשקיעים בפרויקטים במטבע חוץ חשופים לסיכון שער חליפין.

בתחומי תשתיות מסוימים, כגון חשמל ומים או נמלים, השפעתם של המפעילים על התעריפים מוגבלת בשל הרגולציה. לכן, במידת הצורך, הם יכולים להנפיק חוב חדש שעליהם לשלם באמצעות הכנסותיהם השוטפות. מדינת ישראל היטיבה גם להשתמש בתכניות רגולציה על מנת לקדם השקעה בנכסי תשתיות. דוגמה טובה לכך היא אנרגיה פוטו-וולטאית. באמצעות השימוש בתעריף הזנה המשולם באמצעות תעריף החשמל הכללי, ומערכת מכסות המגבילה את מספר המתקנים הכולל, הצליחה המדינה לעודד השקעה באנרגיה מתחדשת. באמצעות שינויים ברגולציה הצליחה המדינה גם לעודד הקמה של תחנות כוח עצמאיות המוכרות חשמל בעיקר למגזר התעשייתי והמסחרי. כך פותחו תשתיות ללא צורך בהגדלת החוב הממשלתי.

מגזר הפיתוח המרכזי בשנים הקרובות – תחבורה

קיימת הסכמה כללית שיש צורך דחוף בשיפור תשתיות התחבורה באזור המרכז הצפוף של ישראל. נכון ל-2014, עלתה צפיפות התנועה על זו שבכל מדינה אחרת ב-OECD, וזאת לפי דוח הארגון, Car Purchase Tax: Green Tax Reform in Israel, שפורסם ב-30 ביוני, 2016. רוב ההוצאה הציבורית על תשתיות הופנתה עד עתה לתחבורה, ואנו צופים שמגמה זו תימשך. לדוגמה, הממשלה השיקה תכנית רב-שנתית לשיפור תשתיות הרכבת בישראל ולהקמת רשת רכבות קלות/תת-קרקעיות בתל אביב רבתי, בעלות צפויה של כ-20 מיליארד ₪ עד 2020. מטרת הפרויקט היא לנסות ולממש כמה מהיתרונות של שיפור התחבורה הציבורית, והממשלה מעריכה כי ניתן באמצעות כך להגדיל את התמ"ג בכ-1.5 נקודות אחוז, כפי שמצוין בתכנית האסטרטגית לפיתוח התחבורה הציבורית שפורסמה ב-2012 על ידי משרד האוצר ומשרד התחבורה, התשתיות הלאומיות והבטיחות בדרכים.

בה בעת, עדכנה הממשלה את שיטת תמחור הנסיעות בתחבורה הציבורית על מנת לאפשר שימוש נוח יותר בשילוב בין שירותי אוטובוסים ורכבות ולעודד שימוש בתחבורה הציבורית. מהלך זה תואם את הערכתנו כי נדרש מימון כולל לפיתוח תשתיות התחבורה, היות שנכסים אלה אינם רווחיים: בתעריפי הנסיעה הנוכחיים, שירותי הרכבת מניבים הפסד ללא סובסידיה ממשלתית. הורדת מחירי התחבורה הציבורית תורמת גם ללכידות וניעות חברתית.

אין זה אומר שהממשלה לא תגדיל את ההוצאה גם במגזרים אחרים. השקעה בתשתיות שאינן קשורות לתחבורה צפויה להיות ממומנת ממקורות חלופיים, כגון PPP או השקעה פרטית, למשל בענפים רווחיים. במגזרי החשמל והגז, למשל, אנו צופים שיימצאו מקורות מימון מקומיים וחיצוניים להשקעה בתשתיות, במיוחד לאחר שיוסרו מכשולים רגולטוריים, פוליטיים ומשפטיים. נמליה של ישראל זקוקים לחידוש, וכך גם בנייני ממשלה ישנים רבים. פיתוח מאגרי הגז יצריך גם הוא מימון רב. נדרשת השקעה נוספת במגזר המים על זו שכבר בוצעה, כמו גם השקעה בייצור חשמל ואנרגיה ירוקה. כמו כן, נראה שישראל מתכוונת להעביר בסיסים צבאיים נוספים לדרום לאחר הקמת עיר הבה"דים, על מנת לפנות קרקעות במרכז.

ההוצאה על תשתיות עשויה לתמוך בצמיחה הכלכלית

אנו צופים שממשלת ישראל תשמור על מדיניות מקרו-כלכלית זהירה יחסית ועל רמה יציבה של חוב ממשלתי. משום כך אנו סבורים שמיומן השקעה ישירה בתשתיות יוגבל למקורות הקיימים, ויוקצה למגזרים המצריכים את המידה הרבה ביותר של מעורבות ממשלתית ישירה ובמיוחד מגזר התחבורה. יתר על כן, אנחנו צופים שהשקעות אלו יישאו תשואה הדרגתית בעתיד משום שיגדילו את הפריין ודרך כך את ההכנסות ממסים. אנו סבורים שניהול יעיל של ההשקעות יתמוך בהערכתנו הנוכחית שהצמיחה הכלכלית החזקה בישראל תימשך.

בנוסף, ההשקעה במאגרי הגז צפויה להניב הכנסה נוספת למדינה. בפרט, ההכנסות ממכירות הגז הטבעי עשויות לשפר את פרופיל החוב נטו של הממשלה לאורך זמן. אולם זהו דבר שעשוי לקרות בטווח הארוך, משום שהאלמנטים המרכזיים של מיסוי הגז יופעלו רק לאחר שהחברות המממנות יחזירו את השקעתן הראשונית. אנו צופים שבמקרה הטוב, ההשפעה על החוב תורגש בעוד מספר שנים. יתר על כן, פיתוח רשת העברת הגז הטבעי תתמוך בתעשייה הישראלית ובמשקי הבית משום שתספק להם מקור חסכוני יותר של אנרגיה ותקטין את עלויות הייצור והמחיה.

להערכתנו, עסקאות PPP הן אמצעי טוב לגישור על פער מימון התשתיות (ראו גם EU Infrastructure: Tackling The Funding Deficit to Unlock The Financing Surplus, שפורסם ב-14 באוקטובר, 2015). אולם הן פחות שקופות מימון ממשלתי ישיר ועשויות ליצור סיכונים אם אינן מנוהלות היטב. לדוגמה, בפורטוגל נאלצה המדינה לספוג את ההפסד הגדול שנוצר כאשר התנועה בכבישי אגרה מסוימים הייתה דלה מהצפוי בזמן המשבר הכלכלי. לישראל יש ניסיון של 20 שנה במימון פרויקטים, והמוסדות הפיננסיים המקומיים ובחול"ל מיומנים בעסקאות מסוג זה. משום כך אנו צופים שהממשלה תמשיך להשתמש במכשיר המימון הזה לפי הצורך, במיוחד לפרויקטים דמויי-דיור כמו בסיסים צבאיים, בתי משפט ובניינים ממשלתיים. בהינתן הדרך שבה הממשלה מתקצבת פרויקטים כיום, אנו צופים שלאחר סגירה פיננסית של פרויקט הממומן על ידי תשלומים ממשלתיים שוטפים (כגון דיור), היא תכלול את ההוצאה בתקציב החזוי שלה, ובכך תשקף את המגבלות על הוצאות ממשלתיות עתידיות.

אף שאנו צופים שישראל תפעל לסגירת פערי התשתית הניכרים בשנים הקרובות, אנו סבורים שהיא תעשה שימוש במקורות ציבוריים ופריטיים כאחד כדי לעשות זאת. משום כך אנו צופים שההוצאה על השקעה תישמר ברמה מתונה על מנת לא להכביד על עמדת החוב של הממשלה או ליצור צווארי בקבוק בחלקים אחרים של המשק. אם הממשלה תשכיל להשתמש במקורות ביעילות ולייעד אותם למקומות הנוכחים, ההשפעה ארוכת הטווח של השקעות כאלה צפויה להיות חיובית – הגדלת הפריין ותמיכה בליכודות החברתית.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- Israel 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Stable, 3 בפברואר, 2017
- EU Infrastructure: Tackling The Funding Deficit to Unlock The Financing Surplus, 14 באוקטובר, 2015
- OECD, Car Purchase Tax: Green Tax Reform in Israel, 30 ביוני, 2016
- דוח שנתי ל-2015 של המפקח על שוק ההון והביטוח במשרד האוצר
- תכנית אסטרטגית לפיתוח התחבורה הציבורית, פורסם ב-2012 על ידי משרד האוצר והמשרד לתחבורה, תשתיות לאומיות ובטיחות בדרכים.