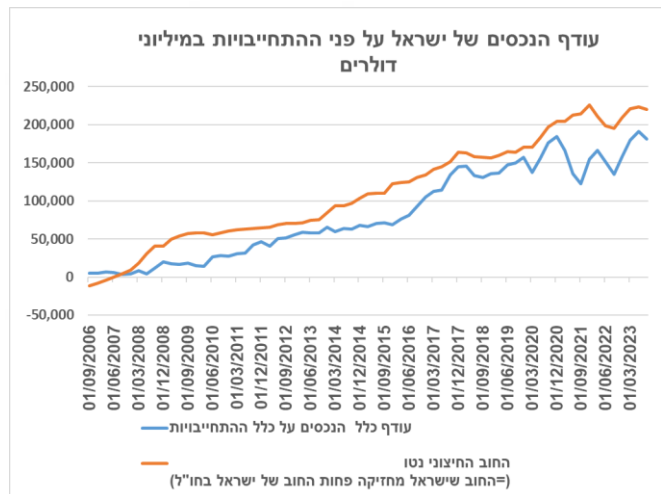
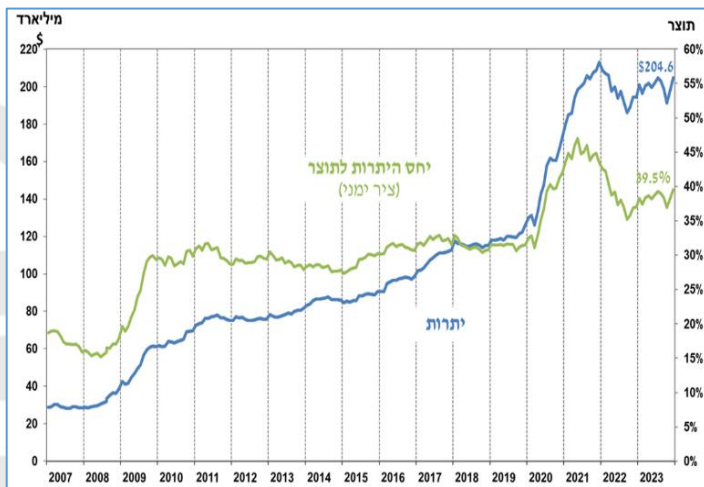


## התייחסות לסיכון להפחתת דירוג והחוב הדולרי של ישראל

- **רמת החוב-תוצר בסיכום 2023 הייתה סבירה יחסית לאור המלחמה והתחזיות בשוק.**  
בשנת 2023 הגירעון של ישראל עמד על 4.2% והחוב-תוצר עלה ב-1.6 נקודות והסתכם ברמה של 62.1%, לעומת 60.5% בשנת 2022. נציין כי מדובר באומדנים ראשוניים שעשויים להתעדכן בעתיד ובכל זאת תמונת המצב הייתה פחות גרועה מההערכות בשוק. נציין כי יחס החוב הנוכחי הינו נמוך לעומת ממוצע של 112% במדינות המפותחות ונמוך אפילו בהשוואה לרמות שהיו עד 2015 (כולל) וכמובן נמוך משמעותית מהרמות סביב משבר הקורונה.  
כמו כן, נזכיר כי רק בנובמבר האחרון בנק ישראל עצמו צפה עלייה ביחס חוב-תוצר ל- 63% בשנה החולפת (כלומר אפילו גבוה מהאומדן שפורסם כעת), לצד גירעון של 3.7% (דווקא נמוך מהאומדן כעת). נראה כי גם ההערכות בשווקים היו לרמת חוב-תוצר גבוהה מהפרסום בפועל (כאמור 62.1%).  
נקודת המוצא בהקשר החוב היא בהחלט סבירה לאור האירועים - אך שאלת המפתח איננה מה היה ב-2023, אלא מה צפוי להיות ב-2024 ובעיקר בשנים שלאחר מכן.
- **אז מה צפוי במבט קדימה?** ההתאמה התקציבית ל-2024 ול-2025 עומדת בשלב זה על כ-1720 מיליארד ש"ח, די קרוב להצעה של בנק ישראל בעבר לגבי ההתאמה הפרמננטית הנדרשת. בהתבטאויות האחרונות שלו בעולם הנגיד ציין כי "אני חושב שהממשלה נקטה צעדים משמעותיים כדי למנוע לפחות את הגידול הפרמננטי בהוצאה, ולהשקפתי - זה סימן חשוב לשווקים".  
לפי התחזיות כעת הגירעון ב-2024 צפוי לעמוד על 6.6% ויחס החוב-תוצר צפוי לעלות. גם לפי האומדן המעודכן של בנק ישראל מהחודש הנוכחי היחס צפוי לעמוד על 66% ב-2024/2025, כלומר לאחר העלייה הצפויה בעתיד - יחס החוב-תוצר יהיה נמוך מהרמות בשנים שעד וכולל 2012 ונמוך כמובן מהרמות סביב משבר הקורונה. זו גם הערכת החשב הכלכלי באוצר.
- **יכולת פירעון החוב של מדינת ישראל טובה מאוד.**  
להלן הסיבות:
  - **עודף הנכסים על פני ההתחייבויות של המשק גדול מאוד.** נציין כי נכון לנתונים הידועים האחרונים (Q3-23) לישראל יש עודף של 181.6 מיליארד דולר נכסים על פני

התחייבויות לחו"ל. כאשר מתייחסים רק למכשירי חוב יתרת הנכסים נטו (פחות ההתחייבויות) עומדת על 220.3 מיליארד דולר. מצב זה שונה וחיובי הרבה יותר מאשר במדינות שנמצאות במצב של חששות מחדלות פירעון.

- יתרות המט"ח של בנק ישראל גבוהות מאוד גם בתרחיש של החמרת המלחמה והתמשכות ניכרת שלה.** בראיה מזווית מקבילה נציין כי יתרות המט"ח של בנק ישראל עמדו על 204.6 מיליארד דולר בסוף 2023, הרמה השנייה בגובהה ב-2023 (מספרים אלו הם לאחר מכירות המט"ח של בנק ישראל עד סוף דצמבר). מדובר ביתרות בשיעור של 39.5% מהתוצר. נציין כי במהלך 2016-2019 יחס היתרות לתוצר עמד על 30%-33%, כלומר בנק ישראל יכול תיאורטית למכור עוד כ 120-175 מיליארד ש"ח רק בכדי לחזור לשיעור היתרות (ביחס לתוצר) שהיה ב-4 השנים שלפני משבר הקורונה. נציין כי אפילו שיעור היתרות בשנים שלפני הקורונה היה גבוה יחסית לשיעור הממוצע ב-4 השנים שלפני כן.



- נזכיר כי נכון לסוף 2023 בנק ישראל מכר מט"ח בהיקף של 8.5 מיליארד \$ בלבד, כלומר כ-28% בלבד מסך התוכנית עליה הצהיר בתחילת המשבר (ההודעה ב-9 לאוקטובר). למעשה "לבנק ישראל יש עוד הרבה תחמושת במחסנית".

- אם יהיה צורך יהיו התאמות נוספות בתקציב עוד ב-2024.** לממשלות בישראל, יחד עם הדרג המקצועי באוצר הייתה נטייה ותפיסה בסיסית לשאוף בסופו של דבר ובראיה רב שנתית לצמצם את יחס החוב-תוצר. היו כמובן תקופות חריגות כמו משבר הקורונה או המלחמה הנוכחית וגם אירועים אחרים, אך בסופו של דבר השאיפה הייתה

לחזור למתווה חוב נמוך בראיה שנים קדימה. באם יהיה צורך בהמשך השנה הממשלה תוכל לנקוט בצעדים נוספים כמו הקדמת העלאת מע"מ שאיננה דורשת הליך חקיקה ותניב להערכתנו 7-8 מיליארד ש"ח בשנה לכל נקודת אחוז, או צעדי מיסוי/התייעלות אחרים בהמשך 2024.

○ **ומה יהיה לגבי דירוג החוב של המדינה ומה ההשלכות של כך על השווקים לאורך זמן?** במהלך 2023 ועל רקע המתרחשות הפנימית בישראל היו מספר נקודות זמן בהן היו חששות של חלק מהפעילים/כלכלנים בשוק מאפשרות של הפחתת דירוג בפועל, עניין שלא התממש בסופו של דבר, למרות הכותרות. מה שכן היה בסופו של דבר הוא הפחתת תחזית (outlook) מחיובי (=צפי להעלאת דירוג) ליציב ע"י מודיס, עניין שהיה הגיוני וצפוי יחסית ואף התרחש גם לפני כן בעבר.

לאחר פרוץ המלחמה הנוכחית S&P הורידה את תחזית הדירוג של ישראל מיציב לשלילי (ב-24/10). Fitch הכניסה את ישראל תחת "מעקב שלילי" (=אך לא שינתה את הדירוג או תחזית הדירוג). ב-13 לאוקטובר מודיס הודיעה על דחיית המועד המתוכנן לפרסום הודעת הדירוג לעוד כחצי שנה וב-19 לאוקטובר מודיס הודיעה כי ישראל נכנסה למעקב להורדת דירוג (Review for Downgrade).

בימים האחרונים פורסם כי מודיס צפויה לפרסם החלטה/הודעה לגבי הדירוג של ישראל בשבועות/בימים הקרובים. התמשכות אי הוודאות לגבי המלחמה לצד ההיסטוריה של מודיס בהפחתות תחזיות דירוג/דירוג (ע"ע ארה"ב בנובמבר האחרון) גורמים לנו להעריך אפשרות של הפחתת דירוג בפועל כתרחיש אפשרי (כ-50% הסתברות), אך לא וודאי ובפרט לאחר שכן בוצעו התאמות תקציביות ל-2024-2025.

○ **שוק האג"ח (ישראל בדולר או השוק המקומי) כבר נסחר בתשואות שמתאימות לדירוג נמוך יותר בישראל ובפרט בהשוואה למדינות אחרות ולהערכתנו אחזקת אג"ח דולרי של ממשלת ישראל כדאית בראיה חצי שנה/שנה קדימה.**

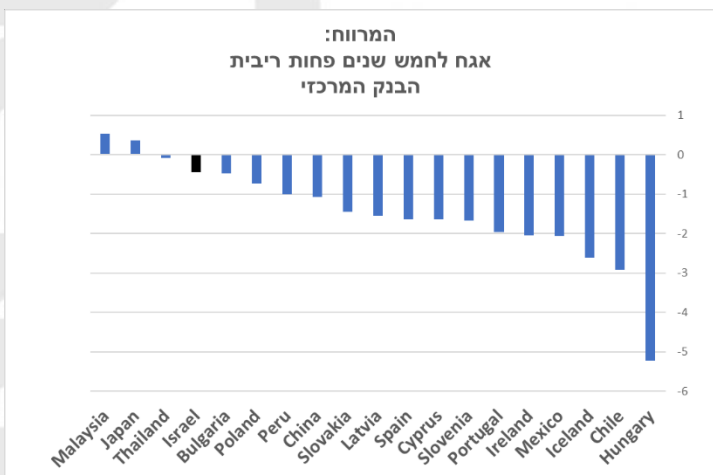
התשואות על אג"ח דולרי בישראל ל-10 ו-5 שנים נסחרות בתשואות די גבוהות, גם בתרחיש בו הדירוג של ישראל ירד ע"י מודיס.

לצורך כך בחנו את כל המדינות שיש להן אג"ח דולרי סחיר ל-5 ו-10 שנים (עם נתונים במערכת בלומברג) ובהן יש דירוג של מודיס שהינו נמוך או דומה לדירוג של ישראל.

מהממצאים עולה כי התשואה הדולרית על אג"ח ממשלת ישראל ל-10 או 5 שנים נסחרת ברמה גבוהה משמעותית לא רק ביחס למדינות עם דירוג נמוך יותר בדרגה אחת (A2 כמו צ'ילה), אלא גם ביחס למדינה כמו פרו (דירוג מודיס = Baa1), או אפילו ביחס למקסיקו בעלת דירוג נמוך של Baa2, 4 רמות מתחת לישראל, ושבה התשואה הדולרית ל-5 שנים (5%) נמוכה מאשר בישראל (5.29%).

להערכתנו ולאור כל הגורמים שהזכרנו, גם אם תהיה הפחתת דירוג של ישראל וגם אם המצב בצפון יחמיר - האג"ח הדולרי של ישראל לא יפגע לאורך זמן והתשואה הנוכחית של ישראל אטרקטיבית מאוד בראיה חצי שנה/שנה קדימה. קשה להעריך אם יהיו ביצועי יתר של אג"ח ישראל בקרוב או לא ויתכן והתשואות/ המרווח של ישראל עוד יעלה לפני שהוא ירד, אך מאוד סביר להניח כי תוך פחות מחצי שנה אג"ח דולרי של ישראל יניב ביצועים חזקים. במידה והדירוג עצמו לא יופחת בסופו של דבר יתכן ואף תירשם תשואות אחזקה באופן מהיר יחסית.

השווינו גם את הפער בין התשואה של כל מדינה במטבע מקומי על אג"ח ממשלתי ל-5 שנים ובין ריבית הבנק המרכזי. פער גבוה מדי מבטא פרמיית סיכון גבוהה גם במטבע המקומי. נציין כי על רקע הציפיות להפחתת ריבית הפער הוא שלילי כמעט בכל המדינות אך בישראל הוא אחד הגבוהים יותר (פחות שלילי) - מה שמעיד על מרווח גבוה יחסית שכבר מתמחר רמת סיכון גבוהה.



Moody's rating		USD	
		USD Government Yield (10 Years)	Government Yield (5Years)
A1 *	Israel	5.53	5.29
A1	Saudi Arabia	5.15	4.67
A2	Chile	5.06	4.72
Baa1	Peru	5.37	4.91
Baa2	Mexico	5.70	5.00

- **מה במבט יותר קדימה?** מה שחשוב הוא בעיקר מתווה החוב של ישראל בשנים הבאות ולא רק מה שצפוי בשנה/שנתיים הקרובות והיכולת של ישראל להתאושש כלכלית מהמשבר הנוכחי. אנו מעריכים כי לאור נקודת הפתיחה והרזרבות החזקות של ישראל ולאור הערכה כי המצב המלחמתי לא ימשך שנים – ישראל תצליח להתאושש כלכלית ובוודאי שלהחזיר תשלומי קרן וריבית על החוב הממשלתי.