



# האם מודיס צפויה להעלות בקרוב את דירוג האשראי של מדינת ישראל?

האקטואר רועי פולניצר בודק האם דירוג האשראי הפומבי של מדינת ישראל על ידי חברת הדירוג מודיס רלוונטי בהשוואה לציפיות המשקיעים בשוק ההון הבינלאומי שבוע לאחר הפסקת האש בלבנון ובהשוואה לדירוגים של חברות הדירוג המתחרות באופן כללי.

4.12.2024 (סוף יום) על 138.99 נקודות.

על סמך סולם ההמרה שפרסם פרופ' Aswath Damodaran מ-NYU ביום ה-1.7.2024 מרווח CDS שכזה מתאים לדירוג אשראי בינלאומי ברמה של A3 לפי סולם הדירוג של מודיס. משמעות הדבר היא שלפי המשקיעים בשוק ההון הבינלאומי, דירוג האשראי האינדיקטיבי העדכני ביותר של ממשלת ישראל גבוה יותר לפחות בנוסף אחד מדירוג האשראי הפומבי שלה על ידי סוכנות הדירוג מודיס.

תימוכין לכך ניתן למצוא הן בדירוג האשראי הפומבי של ממשלת ישראל על ידי חברת הדירוג Standard & Poor's (להלן: "אס אנד פי") אשר עומד על A2 לפי סולם הדירוג של מודיס (דירוג הגבוה יותר מדירוג של A3 ובהתאמה גם מדירוג של Baa1) והן בדירוג האשראי הפומבי של ממשלת ישראל על ידי חברת הדירוג Fitch Ratings (להלן: "פיטץ'") אשר גם הוא עומד על A2 לפי סולם הדירוג של מודיס.

תחת ההנחה שהנוסחה לחילוף ההסתברות הגלומה לחדלות פירעון שהציג Hull בספרו Options, Futures, And Other Derivatives ובהינתן שמרווח ה-CDS של ממשלת ישראל ל-10 שנים הנצפה בשוק הוא 1.3899% ושעירור ההפסד בקרות אירועי חדלות פירעון (LGD) הוא 60% (הנחה מקובלת בשוק הנגרים הבינלאומי), הרי שההסתברות המשתמעת לחדלות פירעון (Implied Probability to Default) הגלומה במרווח ה-CDS האמור לעיל נאמדה על ידי כ-2%. לאמור- ההסתברות השנתית לבעיית האיתנות של ממשלת ישראל (קרי, שהממשלה תיכשל לכהן ביכולת הפירעון שלה את אגרות החוב שלה הנקובות בדולר או ביוור שבטעמי היא לא תוכל לעמוד בהחייבותיה הפיננסיות לשלם ריבית או קרן במטבעות אלו במועד) היא כ-2%.

תימוכין לכך ניתן למצוא בכך שמרווח ה-CDS הנקוב בדולרים של ממשלת ישראל ל-5 שנים עומד נכון ל-4.12.2024 (סוף יום) על 107.95 נקודות. מרווח CDS זה מתורגם להסתברות משתמעת לבעיית איתנות של ממשלת ישראל של 1.80%, בהתבסס על שיעור השבה משוער של 40%.

מכאן אנו למדים שדירוג האשראי הפומבי של ממשלת ישראל על ידי מודיס ברמה של Baa1 הינו דירוג חסר לסיכון האשראי של מדינת ישראל, כפי שמשתקף הן מצדפיית המשקיעים בשוק ההון הבינלאומי באמצעות מרווחי ה-CDS שבוע לאחר הפסקת האש והן מחברות הדירוג אס אנד פי ופיטץ' באמצעות דירוגי האשראי הגבוהים שלהם למדינת ישראל יחסית לדירוג של מודיס (A2 לעומת Baa1). לפיכך, סביר שמודיס תעלה בקרוב את דירוג האשראי של מדינת ישראל לפחות בנוסף אחד לרמה של A3 או אפילו ב-2 נוספים ובכך תשווה את דירוגה את מדינת הישראל לדירוגים של חברות הדירוג המתחרות (A2).

האקטואר רועי פולניצר הוא כלכלן רב הישגים ותפקידים, הוא נחשב גורם סמכותי ומוערך ביותר בתחומי הערכות השווי והאקטואריה בישראל כולו, עיקר מומחיותו היא בתחומי הערכות השווי, האקטואריה, ניהול הסיכונים, ההנדסה הפיננסית והנגזרים. האקטואר פולניצר הוא מייסד ויו"ר לשכת לגבי מדיניות הערכות שווי עבור עובדי רשות המסים בישראל ובשנת 2024 הוא מונה על ידי סגן ראש הממשלה ושר המשפטים (בהסמכה מלאה של מלא מקום נשיאת בית המשפט העליון) לכהן הן כחבר בוועדה סטטוטורית לבחירת אקטוארים מטעם בתי המשפט בישראל והן כחבר בוועדה ממשלתית לבחירת מערכי שווי (כלכלנים) מטעם בתי המשפט בישראל.

## עסקת החלפה על חדלות פירעון אשראי (CDS)

עסקת החלפה על חדלות פירעון אשראי (CDS - Credit Default Swap) הינה למעשה חוזה ביטוח על אגרת חוב סחירה של מנפיק מסוים (של ממשלת ישראל במקרה דנן שלפנינו) מפני כניסה של מנפיק האגרת למצב של חדלות פירעון אשראי. עסקת החלפה היא למעשה רצף של עסקאות אקדמה (Forwards, חוזים עתידיים).

מחירו של חוזה CDS מכונה "מרווח ה-CDS" והוא מבוסס בנקודות בסיס (זוהי אמת המידה המקובלת בקרב אקטוארים של סיכונים אשראי, כך למשל אחוז אחד שווה ל-100 נקודות בסיס). לדוגמה, אם מרווח ה-CDS של מנפיק מסוים הוא 300 נקודות בסיס (3% בשפה של בני אדם), הרי שפירוש הדבר הוא שעל מנת לבטח 100 דולר המושקעים באגרת חוב סחירה שהנפיק אותה מנפיק (קרי, הלוואה שהועמד לטובתו), על המשקיע לשלם 3 דולר בשנה.

מרווח ה-CDS הוא הפרמיה השנתית המשולמת בעבור ביטוח אשראי זה. מאחר שחוזה CDS על אגרת חוב שקול אפקטיבית מכל הבחינות המימוניות המהותיות לאופציית מכר (PUT) על אגרת חוב הסחירה של המנפיק, הרי שניתן לראות במרווח ה-CDS את תעריף ביטוח אגרת החוב באחרים.

## דירוג האשראי האינדיקטיבי של ממשלת ישראל

שיטת מרווח ה-CDS (CDS Spread) ישימה לשם קבלת אומדן לדירוג האשראי האינדיקטיבי של לווה (של ממשלת ישראל במקרה דנן שלפנינו) שהנפיק אגרת חוב הנסחרת בשוק ההון הבינלאומי, אך אינה מהווה שיטת דירוג מדויקת. במסגרת שיטה זו, מרווח ה-CDS של המנפיק בשוק כוון ליום מסוים משמש את אקטואר סיכונים האשראי (לא אקטואר ביטוח חיים-פנסיה ובריאות ולא אקטואר ביטוח כלכלי) לקביעת דירוג האשראי האינדיקטיבי של הלווה, על בסיס טבלאות אמפיריות להמרת מרווחי CDS לדירוגי אשראי על בסיס סולם דירוג מקובל (של מודיס במקרה דנן שלפנינו).

יתרונה של שיטה זו הוא שאין צורך לנתח את דוחותיו הכספיים של המנפיק, מאון המנפיק, לבחון השוואתית את יחסיו הפיננסיים ביחס לקבוצת השוואה (peer group) כמו גם לערוך תחזית לתזרימי המזומנים שלו בעתיד, היות שכל המידע הקיים בשוק (לברוט החוזקות, ההחזקות, ההודעות והגורמי הסיכון) מגולם למעשה במרווח ה-CDS שלו (כולל הערכות אנליסטים שחושבים שהשוק מתמחר בחסר/ביתר את סיכון האשראי של המנפיק).

יתרונה העיקרי של השיטה הינו פשטותה ומהירותה ביחס לשיטות אחרות. חסרונה העיקרי של השיטה הינו היעדר התחשבות אפשרית בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על דירוג האשראי המסוים של הלווה המדורג.

חוזה ה-CDS הנקוב בדולרים של ממשלת ישראל ל-10 שנים, הנסחר בשוק פעיל, בתיקף גדול, נותן אינדיקציה טובה מאוד לדירוג האשראי האינדיקטיבי שלה. כך שבאופן פשוט יחסית, בהסתמך על מרווח ה-CDS של ישראל בשוק אנו יכולים להעריך את דירוג האשראי האינדיקטיבי העדכני של ממשלת ישראל, ומתוך מרווח זה, בהנחה נוספות, לגזור את ההסתברות שממשלת ישראל תיכשל לשלם ביכולת הפירעון שלה (מצב אותו כונה: "בעיית איתנות").

נזכיר כי נכון לכתיבת שורות אלה, דירוג האשראי הפומבי של ממשלת ישראל על ידי חברת הדירוג מודיס עומד על Baa1. מרווח ה-CDS הנקוב בדולרים של ממשלת ישראל ל-10 שנים עומד נכון ל-

מאז ה-7 באוקטובר דירוג האשראי של האג"ח במטבע זר (דולרי או יורו) של ממשלת ישראל ירד כתוצאה ממלחמת חרבות ברזל. האג"ח במטבע זר שמנפיקה ממשלת ישראל אינו אג"ח חסר סיכון כמו האג"ח בשקלים שאותו היא מנפיקה.

הסיבה לכך נעוצה בעובדה, שבעוד שלממשלת ישראל יש יכולת להדפיס שקלים ובכך לפרוע את חובותיה הנקובים בשקלים, הרי שאין לה יכולת (שלא לומר אסור לה) להדפיס דולרים (ביוור) על מנת לפרוע את חובותיה הנקובים בדולרים (ביוור). מכאן, עולה שאגרות החוב של ממשלת ישראל הנקובות במט"ח (לא להתבלבל עם אג"ח שקליות הצמודות למט"ח) הן נכס מסוכן, הנתון בסיכון אשראי.

סיכון אשראי תלוי בהסתברות שלווה (ממשלת ישראל במקרה דנן שלפנינו) לא יוכל לעמוד בהחייבות פיננסית להחזיר חוב (הלוואה או אג"ח), כלומר יגיע למצב של חדלות פירעון (Default). מאחר ותשלומי הקופון והקרן של אגרות החוב של ממשלת ישראל הנקובות במט"ח תלויים ביכולתה של ממשלת ישראל לגייס מזומנים בזמני התשלומים השונים של הקופון והקרן, הרי שמשקיע המחזיק באגרת חוב של ממשלת ישראל הנקובה במט"ח נחשף לסיכון אשראי.

כאשר מדברים על סיכונים אשראי מדברים באופן טבעי על דירוג אשראי. דירוג האשראי נעשה באמצעות אותיות, כאשר המדינה (הכוונה היא לממשלה) המדורגת מיוחסת לקבוצה מתאימה, ודירוג האשראי אמור לשקף את חוסנה הפיננסי של המדינה ויכולתה להחזיר את חובותיה.

כלומר, דירוג האשראי בא לשקף את סיכון האשראי הטמון בהשקעה באגרות החוב של המדינה. דירוג Aaa של חברת הדירוג האמריקאית Moody's Investors Service Ltd (להלן: "מודיס") ניתן למדינות בדירוג האשראי הגבוה ביותר.

מדינות אלה צפויות לשלם על אגרות החוב הממשלתיות שלהן הנקובות במט"ח את הריבית הנמוכה ביותר. מדינות בדירוג Aa הן מדינות בדירוג אשראי גבוה יחסית, אך נמוך מזה של Aaa, ועל פי פרמיית הסיכון שתידרש מהן היא גבוהה יותר.

דרגות נוספות, נמוכות מ-Aa, לפי סדר יורד הן: A, D, C, Ca, Caa, B, Ba, Baa. כדי להגדיל את סולם הדירוג, משתמשים בחברת הדירוג מודיס בדרגות ביניים המכונות נוספים באמצעות סימני 1, 2 ו-3 (כאשר 1 גבוה/טוב יותר מ-2, ו-2 גבוה/טוב יותר מ-3).

כך שמדינת בדירוג Aa1 טובה ממדינת בדירוג Aa2 הטובה ממדינת בדירוג Aa3 מבחינת סיכון האשראי. באופן כללי, כאמור, התשואה הנדרשת מאגרת החוב משקפת את סיכון האשראי הטמון בה. לפיכך, הדירוג מסייע למשקיעים להבחין בין המדינות לפי הסיכון הכרוך בהשקעה באגרות החוב הממשלתיות שלהן הנקובות במט"ח, מבחינת סיכון האשראי.

מאז ה-7 באוקטובר חברת הדירוג מודיס הורידה פעמיים את דירוג האשראי של ממשלת ישראל. פעם אחת ב-9 בפברואר 2024 בנוסף אחד כלפי מטה מדירוג של A1 לדירוג של A2 ופעם שניה ב-27 בספטמבר 2024 בשני נוספים כלפי מטה מדירוג של A2 לדירוג של Baa1 (כלומר היא דילגה על דירוג A3 ישירות ל-Baa1).