

תשפ"ג

הדוח השנתי

2022

יחידת ניהול החוב הממשלתי
חטיבת המימון והאשראי
אגף החשב הכללי | משרד האוצר

תשפ"ג

הדוח השנתי

2022

יחידת ניהול החוב הממשלתי
חטיבת המימון והאשראי
אגף החשב הכללי | משרד האוצר

תוכן עניינים

דברי החשב הכללי

תקציר מנהלים

- 6..... יחס החוב לתוצר
- 6..... הוצאות הריבית על החוב הממשלתי
- 7..... דירוג האשראי של ישראל
- 7..... ניוסים בשנת 2022
- 7..... מלאי החוב הממשלתי
- 8..... מדדי סיכון בחוב הממשלתי
- 8..... הרפורמה באיגרות חוב מיועדות - מנגנון הבטחת תשואה
- 9..... חוב חיצוני
- 9..... חשיפת החוב הממשלתי לסיכונים מט"ח
- 9..... המסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני

מאקרו ושווקים

- 12..... סיכום מאקרו ושווקים בראי ניהול החוב
- 12..... כלכלה גלובלית
- 13..... ישראל
- 14..... מדיניות ניהול החוב

אסטרטגיה

- 16..... מטרות ניהול החוב הממשלתי
- 16..... היקפי גיוס
- 16..... גיוס מקומי סחיר
- 17..... אסטרטגיית גיוס
- 19..... פתיחת סדרות חדשות בשוק המקומי הסחיר
- 19..... עשיית שוק
- 19..... גיוס חיצוני
- 19..... גיוס מקומי לא סחיר

שוק ראשוני

הנפקות

- 22..... החוב המקומי הסחיר
- 23..... הגיוס הסחיר בשוק המקומי
- 23..... יחס הכיסוי
- 24..... מכרזי החלף (Switch Auctions)
- 25..... מכרזים הפוכים (Buyback Auctions)

חוב חיצוני

- 26..... הנפקות ציבוריות גלובליות
- 27..... הנפקה בשווקים הגלובליים
- 27..... הנפקה ירוקה
- 27..... הנפקות פרטיות
- 28..... הנפקות באמצעות ארגון הבונדס
- 28..... הנפקות בערבות ממשלת ארצות הברית
- 28..... הלוואות ממשלות זרות והלוואות נוספות
- 29..... דירוג האשראי של מדינת ישראל
- 29..... מדינת ישראל בעיניהן של חברות הדירוג

איגרת חוב ירוקה

- 30..... רקע
- 30..... מסגרת איגרת החוב הירוקה
- 31..... איגרת חוב ירוקה

שוק משני

- 34..... עשיית שוק באיגרות חוב ממשלתיות
- 34..... דירוגים שוק ראשוני
- 34..... דירוגים שוק משני לשנת 2022
- 36..... מחזורי מסחר
- 36..... התפלגות המסחר באפיקים השונים

- 37..... עקום תשואות
- 37..... מאגר השאלות
- 38..... התפלגות החזקת איגרות החוב הממשלתיות
- 38..... הסחירות
- 39..... תשואת איגרות חוב עצמיות שהונפקו בחו"ל

תיק החוב

- 42..... החוב הממשלתי
- 43..... יחס חוב תוצר
- 44..... הוצאות ריבית
- 46..... ניהול סיכונים החוב הממשלתי
- 50..... גודל סדרה ממוצע ומספר סדרות

חוב מקומי לא סחיר

- 52..... הגיוס הלא סחיר בשנת 2022
- 53..... הרפורמה באגרות החוב המיועדות
- 53..... השלכות ואתגרים טרם הרפורמה
- 55..... המנגנון החדש - מנגנון הבטחת תשואה
- 55..... משמעויות המנגנון החדש

מבנה ארגוני

דברי החשב הכללי

שנת 2022 התאפיינה בעלייה ברמות חוסר הוודאות הכלכלית. היציאה ממשבר הקורונה וההתאוששות העולמית הובילו לעליה בשיעורי האינפלציה ברחבי העולם על רקע עליה בביקושים, לצד פלישת רוסיה לאוקראינה שהביאה לעליה חדה במחירי הסחורות ובמיוחד במחירי האנרגיה. העלייה החדה ברמות האינפלציה הובילה בנקים מרכזיים ברחבי העולם למעבר ממדיניות מוניטרית מרחיבה למדיניות מצמצמת במסגרתה בוצעו העלאות ריבית חדות.

ישראל הושפעה אף היא מעליית האינפלציה הגלובלית. האינפלציה בישראל חצתה את תחום היעד כפי שקבע בנק ישראל והגיעה לרמה של 5.3% בסוף השנה, עם זאת הגיעה בשיאה לרמה נמוכה באופן משמעותי משיעור האינפלציה שנרשם במרבית המדינות המפותחות. כמו כן, נרשמה עלייה חדה בהכנסות ממיסים, צמצום משמעותי בגרעון ואף מעבר לעודף לראשונה מאז שנת 1987 וכן צמצום מהותי ברמת החוב לתוצר לרמה של 60.8%. נתונים אלו מעידים על חוסנה של הכלכלה הישראלית.

עם העלייה בהכנסות ממיסים חלה ירידה חדה בצרכי המימון, כך שיחידת החוב גייסה סך של כ-63 מיליארד ש"ח בשנת 2022, סכום גיוס נמוך בהשוואה היסטורית. כמידי שנה, עיקר הגיוס בוצע בשוק המקומי הסחיר. בנוסף לגיוס המקומי הסחיר בוצעה בינואר 2022 הנפקה של 1.5 מיליארד אירו לטווח של 10 שנים בשוק ההון האירופי. ההנפקה בוצעה בקופון של 0.625% והינה ההנפקה הזולה ביותר שביצעה מדינת ישראל בשווקים הבינלאומיים המהווה הצבעת אמון מהותית של המשקיעים הבינלאומיים בחוסנה של הכלכלה הישראלית. בינואר 2023 בוצעה הנפקת 2 מיליארד דולר ל-10 שנים בשווקים הבינלאומיים באמצעות איגרת חוב ירוקה. בהנפקה נרשמו ביקושים מרשימים - פי 6 מהסכום שהונפק, והיא בוצעה במרווח נמוך של 95 נקודות בסיס מהתשואה על איגרת חוב אמריקאית מקבילה. קדמה להנפקה עבודת מטה מורכבת בהובלת חטיבת המימון במסגרתה נכתב מסמך ה-Green framework המפרט למשקיעים בינלאומיים את הפעילות הענפה שנעשתה בתחום, בממשלה הנוכחית ובאלו שקדמו לה.

בנוסף, בשנת 2022, במסגרת תיקון היסטורי לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), נכנס לתוקף מנגנון הבטחת תשואה אשר החליף את הנפקת איגרות החוב שאינן סחירות מסוג "ערד". המנגנון החדש צפוי לייעל את ניהול החוב הממשלתי ולהקטין את ההוצאה הממשלתית הנובעת מהנפקת איגרות חוב מסוג "ערד".

בשנת 2022 דירוג האשראי של ישראל נותר ללא שינוי. חברות הדירוג מודי'ס, Fitch, S&P אישרו מחדש את דירוג האשראי של המדינה וחברת הדירוג מודי'ס העלתה את תחזית הדירוג של ישראל מ"יציבה ל"חיובית" במהלך השנה. במרץ 2023 חברת הדירוג Fitch אישרה מחדש את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A+ והותירה את תחזית הדירוג על "יציבה". באפריל 2023 אישרה מחדש חברת הדירוג מודי'ס את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A1 והוריזה את התחזית מ"חיובית" ל"יציבה". במאי 2023 אישרה מחדש חברת הדירוג S&P את דירוג האשראי של ישראל ברמה של AA- והותירה את תחזית הדירוג על "יציבה".

לסיכום אני מבקש להודות לעובדי יחידת החוב שבחטיבת המימון על ניהול חוב יעיל ואיכותי בסביבה כלכלית מורכבת ובמיוחד אני מבקש להודות על ביצוע מוצלח של הרפורמה באגרות החוב המיועדות ועל ההנפקה המוצלחת של איגרת החוב הירוקה בשוק הבינלאומי. יישר כח.

בברכה,

יהלי רוטנברג
החשב הכללי



תקציר מנהלים

אנו מתכבדים להגיש את הדו"ח השנתי לשנת 2022 מטעם היחידה לניהול החוב הממשלתי באגף החשב הכללי

דירוג האשראי של ישראל

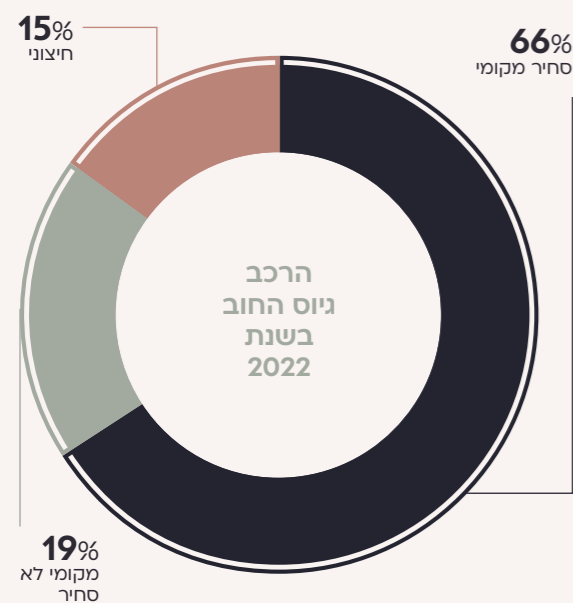
חברת הדירוג	דירוג איגרות חוב בחו"ל	תחזית
Moody's	A1	יציבה
S&P	AA-	יציבה
Fitch	A+	יציבה

דירוג האשראי של ישראל נותר ללא שינוי בשנת 2022. באפריל 2022 חברת הדירוג Moody's אישרה מחדש את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A1 והעלתה את תחזית הדירוג ל"חוביבית". באפריל 2023 השיבה את התחזית ל"יציבה". במרץ 2023 חברת הדירוג Fitch אישרה מחדש את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A+ והותירה את תחזית הדירוג על "יציבה". במאי 2023 חברת הדירוג S&P אישרה מחדש את דירוג האשראי של ישראל ברמה של AA- והותירה את תחזית הדירוג על "יציבה".

יחס החוב לתוצר

בעשור האחרון מדינת ישראל בלטה לחיוב בהקטנת יחס החוב לתוצר בהשוואה עולמית. המגמה העקבית להורדת יחס החוב לתוצר הינה תוצאה הן של מדיניות כלכלית אחראית המחזקת את חוסנה הפיננסי של המדינה, והן של התרחשויות גלובליות והיציאה ממשבר הקורונה. בשנת 2022, יחס החוב לתוצר הציבורי ירד בכ-7.2% ביחס לשנת 2021 ועמד על 60.8%. כמו כן, יחס החוב לתוצר הממשלתי ירד בכ-7.1% ביחס לשנת 2021 ועמד על 59.1%.

לאחר עלייה משמעותית ביחס החוב לתוצר בשנת 2020, על רקע ההתמודדות הפיסקלית עם הקורונה, בשנת 2021, נרשמה ירידה על רקע גידול בהכנסות הממשלה ממסים, בנוסף לייסוף השקל אל מול הדולר שתרם לקיזוז חלקי של החוב הנקוב במט"ח. בשנת 2022 נמשכה הירידה ביחס החוב לתוצר על רקע צרכי מימון נמוכים מהחזי - זאת בשל המשך המגמה משנת 2021 בהכנסות ממסים. את הקיטון בחוב קיזזה באופן חלקי עלייה בערכו של מלאי החוב הצמוד למדד המחירים לצרכן עם העלייה באינפלציה וכן עלייה מסויימת בערכו של החוב הנקוב במט"ח על רקע פחות השקל אל מול הדולר והיורו.

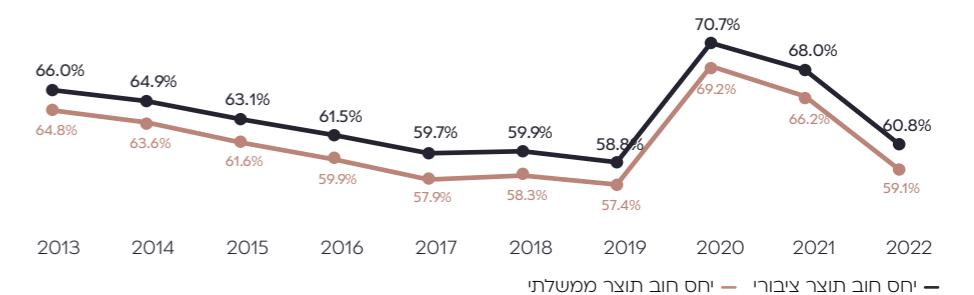


גיוסים בשנת 2022

בשנת 2022 יחידת החוב הממשלתי גייסה כ-63 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-166 מיליארדי ש"ח אשתקד. היקף הגיוסים באפיק המקומי הסחיר הסתכם בכ-42 מיליארדי ש"ח, היקף הגיוסים באפיק המקומי הלא סחיר הסתכם בכ-12 מיליארדי ש"ח ובאפיק החיצוני היקף הגיוסים הסתכם בכ-9 מיליארדי ש"ח.

בשנת 2022 החוב הממשלתי קטן בכ-1% ועמד על כ-1,037 מיליארדי ש"ח לעומת כ-1,044 מיליארדי ש"ח אשתקד. עיקר הקיטון הנומינלי בחוב הממשלתי נבע מגיוס נטו שלילי בשל ירידה בצרכי המימון. מנגד, גורמי שוק ובראשם עליית האינפלציה ופחות של השקל אל מול הדולר והאירו תרמו לקיזוז הירידה בחוב הממשלתי.

יחס החוב הממשלתי והציבורי מהתוצר 2013-2022

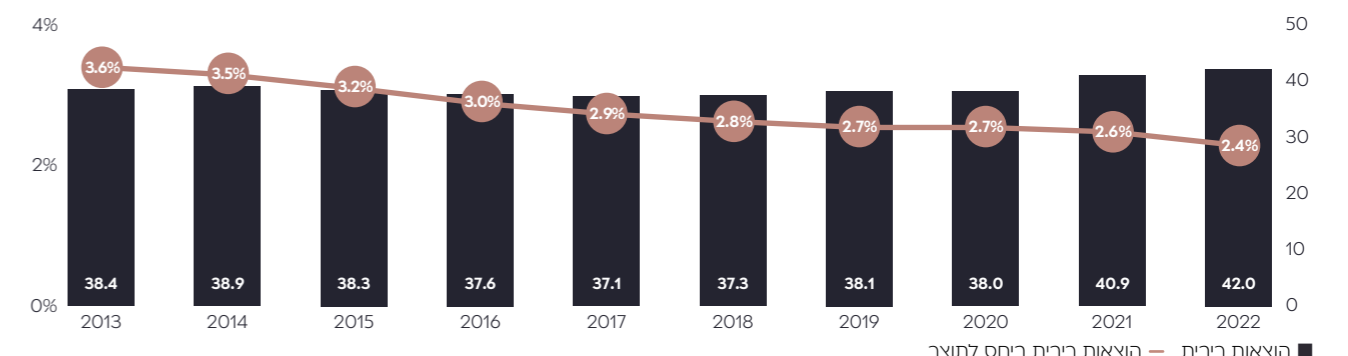


הירידה המשמעותית ביחס החוב לתוצר בשנת 2022 מהווה התכנסות מהירה למגמה שנרשמה עד לשנת 2020, במסגרת התכנסות יחס החוב הממשלתי לתוצר לסביבה הנמוכה מ-60%.

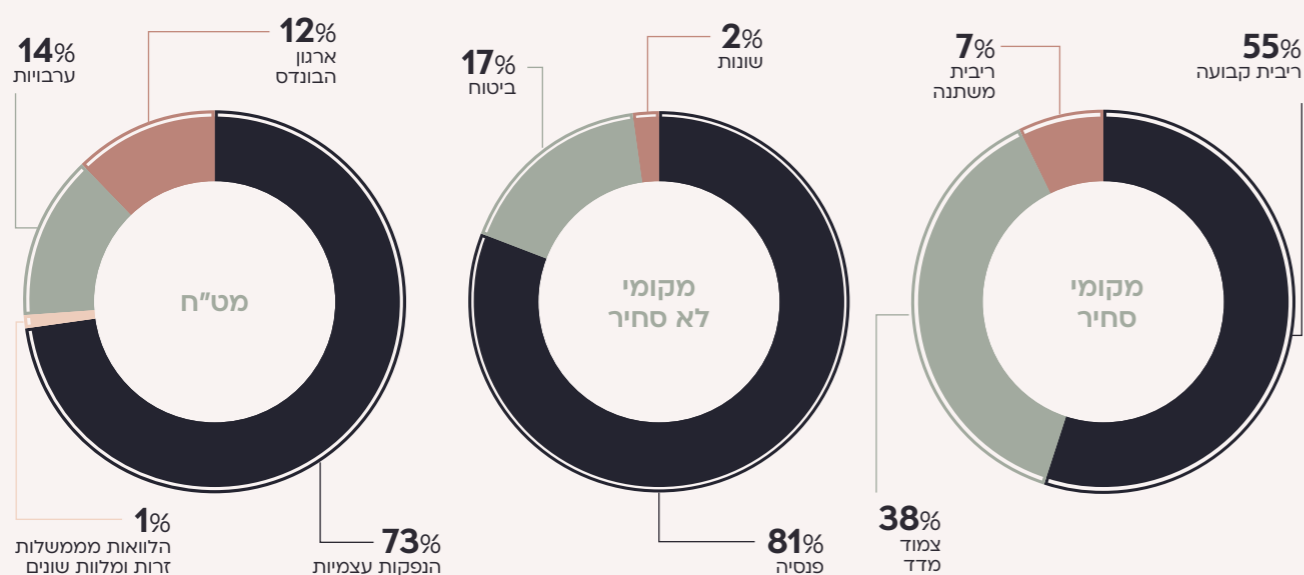
הוצאות הריבית על החוב הממשלתי

שיעור ההוצאה בגין הריבית ביחס לתוצר עמד בשנת 2022 על 2.4% לעומת 2.6% אשתקד, בהמשך למגמת הירידה שנרשמה בעשור האחרון ועל רקע עלויות הגיוס הנמוכות בשווקים. על אף עליה בסך ההוצאה הנומינלית עבור ריבית במהלך השנים, וכן על אף שהוצאות הריבית הושפעו מהעלייה באינפלציה ועלייה בתשואות איגרות החוב הממשלתיות, נרשם קיטון מתמשך בהוצאות הריבית ביחס לתוצר. שיעור ההוצאה קטן בשנים האחרונות לאור עלויות מחזור חוב נמוכות בנוסף לצמיחה משמעותית בתוצר.

הוצאות הריבית ביחס לתוצר 2013-2022 (במיליארדי ש"ח, באחוזים)



מלאי החוב הממשלתי (באחוזים)

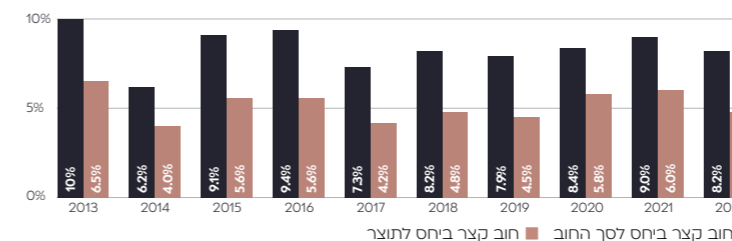


מדדי סיכון בחוב הממשלתי

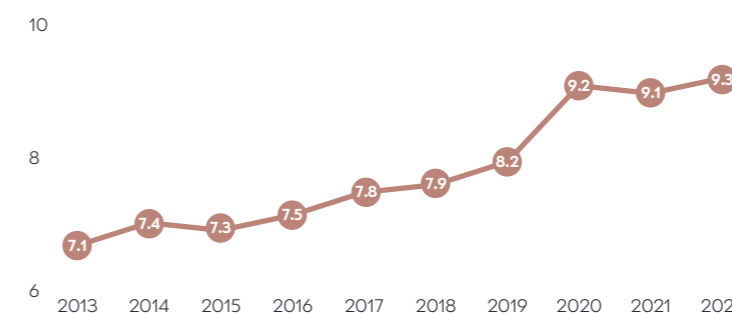
מדד ה-Rollover Ratio ירד ב-0.8% בשנת 2022 ל-8.2%. מדד סיכון זה נותר בטווח הרצוי, הנע בין 8% ל-12%, וזאת בהתאם ליישום מדיניות החשב הכללי. כמו כן, מדד החוב הקצר ביחס לתוצר ירד בשנת 2022 ועמד על 4.8%. בשנת 2022, הטווח הממוצע לפדיון (ATM) של החוב הממשלתי עלה ביחס לשנת 2021, ועמד על 9.3 שנים לעומת 9.1 שנים אשתקד. זאת בהמשך למדיניות החשב הכללי בעשור האחרון להארכת החוב על רקע סביבת ריבית נמוכה ברמה היסטורית.

שיעור החוב הצמוד למדד עמד בשנת 2022 על כ-52% מתיק החוב. ניכר כי עיקר רגישות החוב הינה לשינוי במדד המחירים לצרכן.

החוב הממשלתי הקצר ביחס לטווח וביחס לתוצר בשנים 2013-2022 (באחוזים)



הטווח הממוצע לפדיון החוב הממשלתי בשנים 2013-2022 (בשנים)



רגישות החוב הממשלתי יחס חוב-תוצר לגורמי סיכון עיקריים

שינוי יחס חוב תוצר ממשלתי (אחוזי תוצר)	שינוי בחוב הממשלתי (במיליוני ש"ח)	עלייה במדד המחירים לצרכן באחוז
0.31%	5,413	עלייה בשע"ח דולר-שקל באחוז
0.06%	1,062	עלייה בשע"ח אירו-שקל באחוז
0.03%	444	עלייה בשע"ח אירו-שקל באחוז

הרפורמה באיגרות חוב מיועדות - מנגנון הבטחת תשואה

במסגרת פרק ג' לחוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנים 2021 ו-2022), התשפ"א-2021, תוקן חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005 (להלן-החוק). במסגרת התיקון לחוק נוסף סימן ה'1 שעוסק בהבטחת תשואה לקרנות הפנסיה.

החל מיום 1.10.22 מנגנון הבטחת תשואה החליף את הנפקת איגרות חוב מסוג "ערד". איגרות חוב מסוג "ערד" הן איגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד המחירים לצרכן, לטווח של 15 שנה, המשלמות קופון חצי שנתי של 2.4% (או 4.86% שנתי). המנגנון החדש קובע כי במקום שקרנות הפנסיה יחויבו להשקיע חלק מתיק הנכסים שלהן באיגרות חוב מסוג "ערד", הן ישקיעו את אותם כספים בשוק ההון וישיאו בינם תשואה. על כספים אלו תעניק המדינה הבטחת תשואה שנתית בשיעור של 5.15% צמודה למדד.

המנגנון החדש צפוי לייעל את ניהול החוב הממשלתי וכן להקטין את ההוצאה הממשלתית הנובעת מהנפקת איגרות חוב מסוג "ערד".

← להרחבה ראו פרק החוב הלא סחיר.

חוב חיצוני

בינואר 2022 בוצעה הנפקת בנצ'מרק במטבע אירו לטווח של 10 שנים בהיקף של 1.5 מיליארדי אירו. איגרת החוב הונפקה בעלות הניסו הנמוכה ביותר ששילמה מדינת ישראל אי פעם בהנפקה ציבורית בחו"ל.

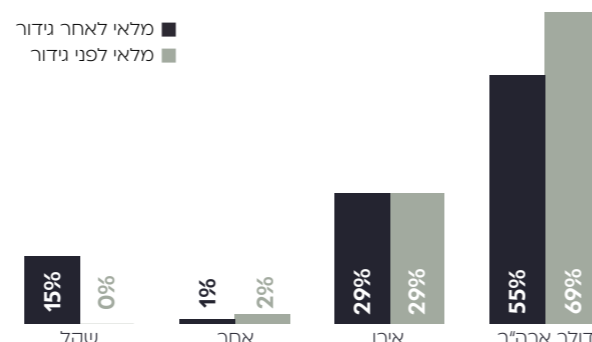
בינואר 2023 ממשלת ישראל ביצעה לראשונה הנפקה ציבורית של איגרות חוב ירוקות לטווח של 10 שנים בהיקף של 2 מיליארד דולר, עם קופון של 4.5%. להנפקה נרשמו ביקושים גבוהים במיוחד מצד משקיעים בינלאומיים איכותיים.

← הרחבה אודות הנפקת האיגרת הירוקה מובאת בפרק החוב החיצוני.

החוב הממשלתי הנקוב במט"ח

בשנת 2022 שיעור החוב הנקוב במטבע חוץ היווה כ-15% מתיק החוב. החוב הנקוב במט"ח מייצר חשיפה של מלאי החוב לשינויים בשע"ח. לשם ניהול החשיפה, יחידת החוב מבצעת עסקאות גידור בהתאם לתכנית גידורים סדורה הכוללת עסקאות גידור לטווח ארוך באמצעות Cross Currency Swap ועסקאות גידור לטווח קצר באמצעות FX Swap ו-Forward.

הרכב החשיפה למט"ח לפי חלוקה מטבעית ללא עסקאות גידור ולאחר עסקאות גידור



תמהיל החוב במטבע חוץ מאופיין בדומיננטיות החוב הדולרי.

נכון לסוף שנת 2022 וללא עסקאות גידור, כ-69% ממלאי החוב החיצוני נקוב בדולר, כ-29% ממלאי החוב נקוב באירו וכ-2% הנותר נקוב במטבעות אחרים. לאחר שקלול עסקאות גידור שבוצעו, החשיפה של מלאי החוב החיצוני לדולר, אירו ומטבעות אחרים יורדת לרמה של 55%, 29% ו-1% בהתאמה.

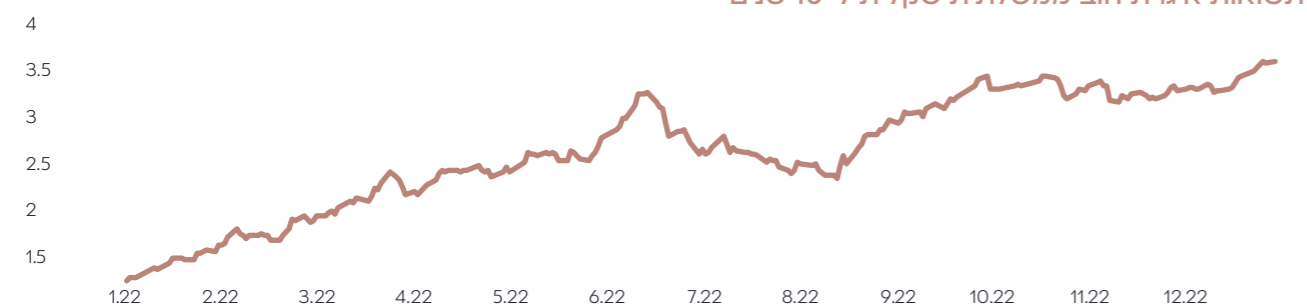
משמעות הדבר היא שכתוצאה מעסקאות הגידור כ-15% ממלאי החוב החיצוני הופך להיות שקלי במהותו.

מסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני

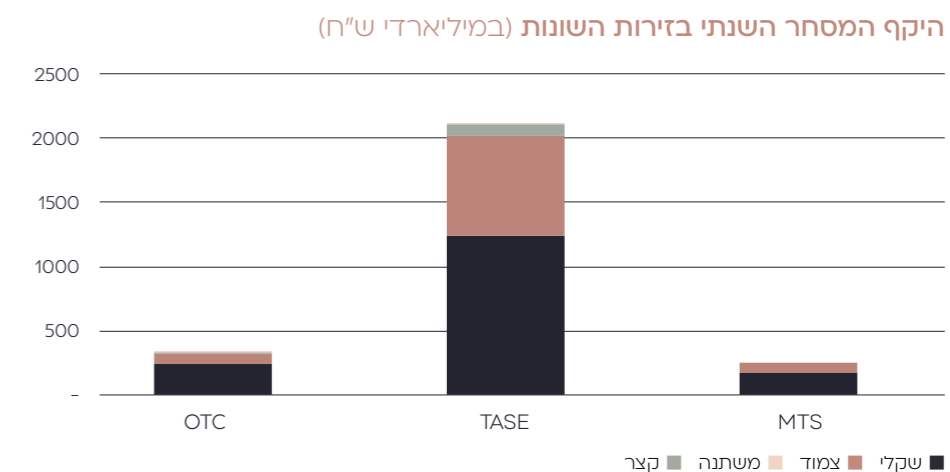
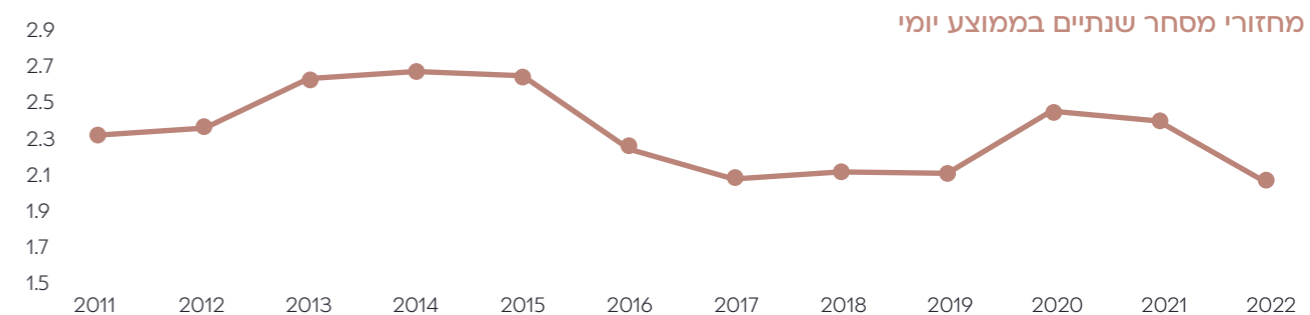
המסחר באיגרות החוב הממשלתיות בישראל התאפיין בעליית תשואות חדה הן בעקום השקלי והן בצמוד על רקע הידוק המדיניות המוניטרית של בנק ישראל כתגובה לעלייה בשיעור האינפלציה. בהמשך למגמה בשנת 2021, שנת 2022 התאפיינה אף היא בתנודתיות גבוהה. התשואה לאיגרת חוב ממשלתית שקלית ל-10 שנים, נכון לסוף שנת 2022 עמדה על 3.57%, לעומת 1.02% בסוף שנת 2021.

על רקע מגמת הצמצום המוניטרי וחוסר הוודאות בשווקים, שנת 2022 התאפיינה במחזורי מסחר נמוכים בהשוואה לשנת 2021. מחזור המסחר היומי הממוצע בבורסת תל אביב באיגרות החוב הממשלתיות עמד על כ-2.1 מיליארדי ש"ח לעומת כ-2.5 מיליארדי ש"ח בשנת 2021.

תשואות איגרת חוב ממשלתית שקלית ל-10 שנים



מאקרו ושווקים



לסיכום,

שנת 2022 נתפסה כשנה מאתגרת בכלכלה העולמית עם מעבר לסביבת אינפלציה עולה לאחר עשור של אינפלציה אפסית. הדבר הצריך תגובה אקטיבית של בנקים מרכזיים ברחבי העולם, אשר ביצעו העלאות ריבית חדות ובכך הביא לשינוי ניכר בשווקים הפיננסיים בכלל ובסביבת הגיוס בפרט.

במקביל, על אף השינויים בתנאי השוק, נרשמה עלייה חדה בהכנסות ממיסים. בעקבות כך צרכי הגיוס השוטפים עבור שנת 2022 ירדו משמעותית. מתוך סך הגיוס, כ-15% גויסו באמצעות האפיק החיצוני, כ-19% באמצעות האפיק הלא סחיר וכ-66% גויסו באמצעות הנפקת איגרות חוב באפיק המקומי הסחיר. באפיק המקומי הסחיר התפלג הגיוס בין 73% באפיק השקלי, 23% באפיק הצמוד וכ-4% בריבית משתנה.

גיוס החוב הממשלתי בוצע באופן גמיש תוך התאמת הגיוס לתנאי השוק המשתנים ונשען על שלושה יעדים מרכזיים – ניהול קופת הממשלה באופן יעיל, תמיכה בצרכי שוק איגרות החוב המקומי וצמצום עלויות ניהול תיק החוב תוך התחשבות באסטרטגיה הרב שנתית לניהול החוב הממשלתי.

כבכל שנה פועלת יחידת החוב לפיתוח ויישום כלים חדשים לניהול חוב אפקטיבי ויעיל. במסגרת הפרויקטים אותם קידמה החטיבה בשנה זו נכללו יישום מוצלח של הרפורמה באגרות חוב מיועדות מסוג "ערד", שכלל תיקון היסטורי לחוק הפיקוח של שירותים פיננסיים (קופות גמל) אשר אפשר ניהול יעיל וגמיש יותר של החוב הממשלתי, כמו גם ביצוע הנפקה גלובלית של איגרת חוב ממשלתית ירוקה, לראשונה בישראל.

אנו מבקשים להודות במעמד זה לכל עובדי יחידת החוב על עבודתם האיכותית והמסורה. קריאה מהנה.

בברכה,

פיליפ איחלזון

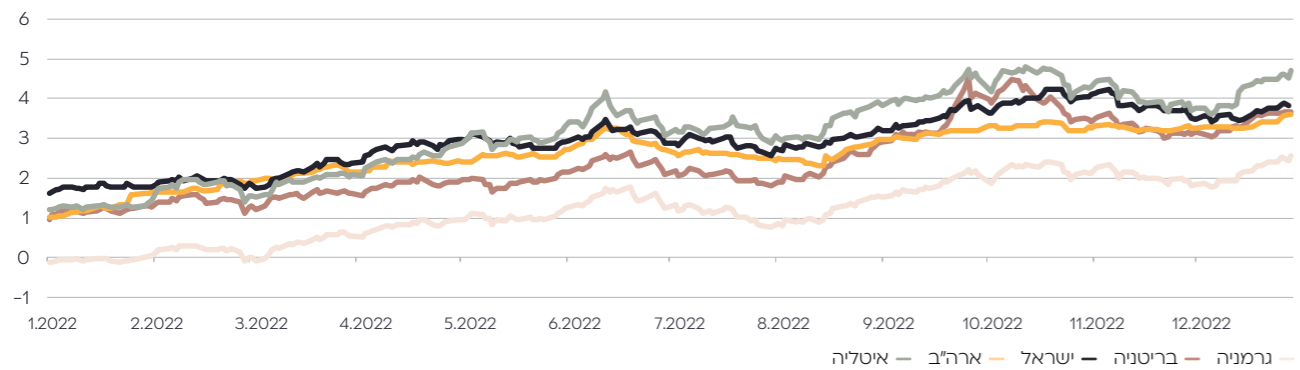
מנהל יחידת החוב הממשלתי

גיל כהן

סגן בכיר לחשב הכללי
מנהל חטיבת המימון והאשראי

התשוואה לפדיון באיגרות החוב הממשלתיות ברחבי העולם עלתה בשנת 2022 על רקע עליית האינפלציה והעלאות הריבית החדות ברחבי העולם. בארה"ב, תשואות איגרות חוב ממשלתיות ל-10 שנים עלתה מרמה של 1.51% בתחילת השנה לרמה של 3.88% בסוף השנה, בעוד שתשואות ממשלת ישראל המקבילה עלתה מרמה של 1.02% בתחילת השנה לרמה של 3.59% בסוף השנה.

השוואה בין לאומית - תשואות לפדיון איגרות חוב ל-10 שנים



סיכום מאקרו ושוקים בראי ניהול החוב

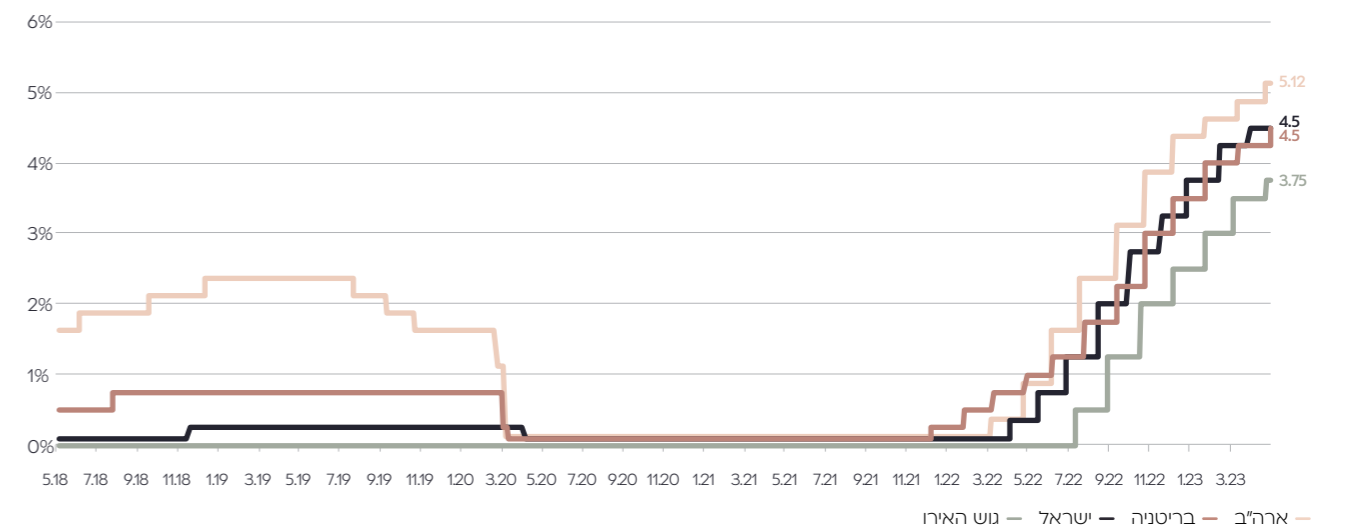
כלכלה גלובלית

שנת 2022 מהווה שנת מפנה בכלכלה הגלובלית. לאחר שהשנתיים שקדמו לה אופיינו כשנת משבר ושנת התאוששות, שנת 2022 התאפיינה במעבר חד מסביבה של התאוששות כלכלית וצמיחה לסביבה של התפרצות אינפלציונית מחד וחשש ממיתון מאידך. לעלייה בנתוני האינפלציה מספר הסברים שלובים: חוסרים בצד ההיצע שנוצרו בתקופת הקורונה; גידול חד בביקושים שהחל עם היציאה מהמשבר בשל הנהגת מדיניות מוניטרית מרחיבה במהלך משבר הקורונה; פלישתה של רוסיה לשטחי אוקראינה אשר הביאה לשיבושים באספקת סחורות מאוקראינה ולהטלת סנקציות על רוסיה, ובכך גרמה לעלייה חדה במחירי הסחורות והאנרגיה בעיקר במדינות אירופה, התלויות באספקת הגז הרוסי.

האינפלציה הגיעה בשיאה לכ-9.1% בארה"ב, 10.6% באירופה ו-11.1% בבריטניה. בישראל שיעור האינפלציה הגיע בסוף שנת 2022 לשיא של 5.3%.

כתגובה לעליית האינפלציה ברחבי העולם, מדינות רבות החלו בתהליך צמצום מוניטרי מהיר במסגרתו בוצעו העלאות ריבית חדות. בארה"ב, העלה הבנק הפדרלי את הריבית מרמה של 0%-0.25% בתחילת השנה לרמה של 4.25%-4.5% בסוף שנת 2022 בשבע העלאות ריבית רצופות. בשנת 2023 העלה את הריבית שלוש פעמים נוספות כך שנוכח למאי 2023 עומדת הריבית על 5%-5.25%. באירופה, הבנק המרכזי החל להעלות את הריבית ביולי 2022, מרמה של 0% לרמה של 2.5%, בתהליך של 4 העלאות ריבית. בשנת 2023 ביצע העלאות ריבית שלוש פעמים נוספות, לרמה של 3.75%. בבריטניה העלה הבנק המרכזי את הריבית מרמה של 0.25% בתחילת השנה לרמה של 3.5% בדצמבר 2022 וכן ביצע שלוש העלאות נוספות בשנת 2023, לרמה של 4.5%.

ריביות בנקים מרכזיים ברחבי העולם - 2019-2023



מדדי המניות המרכזיים ברחבי העולם סיימו את שנת 2022 בירידות שערים על רקע עליית האינפלציה שגררה העלאות ריבית חדות ברחבי העולם. מדד S&P500 ירד בשנת 2022 בכ-19% והנאסד"ק סיים את השנה בירידות של כ-34%. שוק ההון הישראלי הציג ירידה מתונה בתשואות מדדי המניות המרכזיים בהשוואה למדדים המקבילים בארה"ב, כאשר מדדי ת"א 35 ות"א 125 ירדו בכ-9% ו-12% בלבד בהתאמה.

ישראל

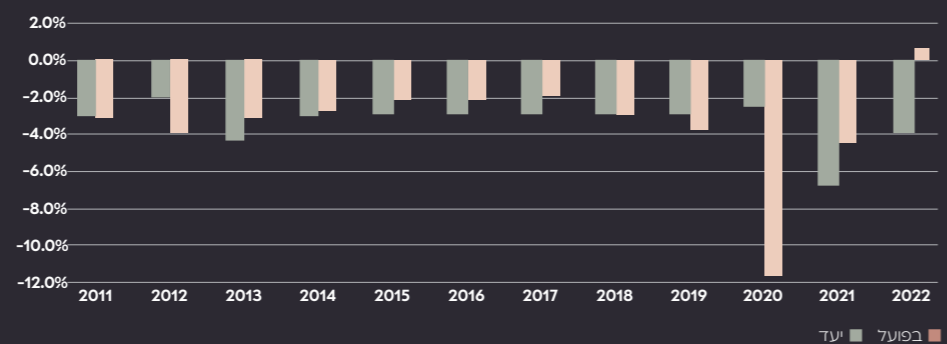
כלכלת ישראל התאפיינה בשנת 2022 בצמיחה גבוהה של כ-6.5%, בשוק עבודה הדוק עם שיעור אבטלה נמוך שעמד בחודש דצמבר על 4.3%, וכן בעלייה בהשתתפות בכוח העבודה מ-60.1% בדצמבר אשתקד ל-61% בדצמבר 2022. שיעור צמיחת התוצר בשנת 2022 עמד על 6.5%, יותר מפי שניים מהצמיחה במוצע מדינות ה-OECD, ועל אף ההאטה הגלובלית.

האינפלציה בישראל עלתה בשנת 2022, על רקע התעצמות הביקושים ועלייה מחירי הסחורות בעקבות מלחמת רוסיה אוקראינה. קצב האינפלציה השנתי עלה מרמה של 2.8% בסוף שנת 2021, לרמה של 5.3% בדצמבר 2022, מחוץ לטווח יעד האינפלציה של בנק ישראל. שיעור זה הינו השיעור הגבוה מאז 2008. עם זאת, שיעור האינפלציה שנרשם בישראל נמוך באופן משמעותי משיעור האינפלציה שנרשם במרבית המדינות המפותחות, וציפיות האינפלציה לשנה קדימה נמצאות, נכון לסוף שנת 2022, בטווח יעד האינפלציה של בנק ישראל (סמוך לגבול העליון).

על רקע נתוני האינפלציה, הוועדה המוניתרית נקטה במדיניות מצמצמת במסגרתה הופסק השימוש בכלל הכלים המיוחדים שהופעלו במהלך משבר הקורונה, לרבות הפסקת רכישות המט"ח החל מפברואר 2022, וכן האצת העלאות ריבית (Front Loading). הוועדה המוניתרית של בנק ישראל העלתה את הריבית בשבע העלאות רצופות במהלך שנת 2022 מרמה של 0.1%, לרמה של 3.25%. בשנת 2023 בוצעו שלוש העלאות ריבית נוספות, כך שנוכח לאפריל 2023 עומדת ריבית בנק ישראל ברמה של 4.5%.

בצד הפיסקלי, בשנת 2022 נרשם עודף תקציבי של כ-9.8 מיליארד ש"ח, המהווים כ-0.6% מהתוצר, לעומת יעד הגרעון שעמד על 3.9% זוהי הפעם הראשונה מאז שנת 1987 בה נרשם עודף תקציבי.

התפתחות הגירעון בישראל

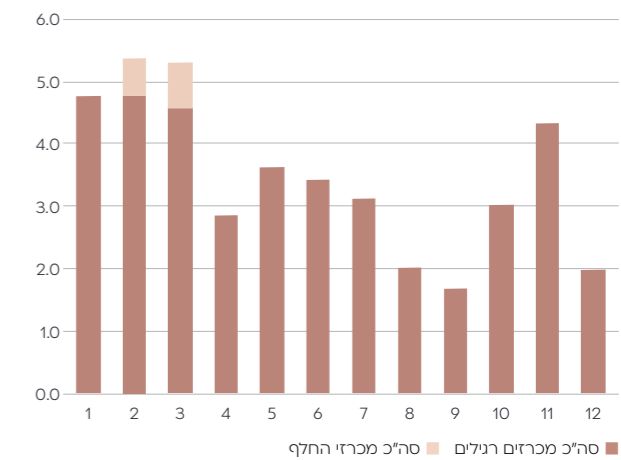


- הירידה בגירעון והמעבר לעודף נבעה מעליה משמעותית בהכנסות, בעיקר ממסים ישירים, על רקע הצמיחה המהירה של המשק, לצד קיטון בהוצאות על תכניות הסיוע הכלכליות שהושקו בקורונה.

מדיניות ניהול החוב

גיוס החוב בשנת 2022 נעשה בהתאם לתכנית האסטרטגית לניהול החוב הממשלתי, תוך ביצוע התאמות טקטיות לאורך השנה. שנת 2022 התאפיינה בירידה בצרכי המימון, על רקע המשך התאוששות המשק ממשבר הקורונה, לצד עליה חדה בשיעור האינפלציה. מדיניות הגיוסים התבססה על שימוש במקורות מימון מגוונים, כאשר הגיוס בשוק המקומי הסחיר נותר המקור העיקרי לגיוס החוב לצורך מימון הגירעון. סך ההנפקות של איגרות חוב ממשלתיות בשוק המקומי, כולל מכרזי החלף, הסתכם בכ-42 מיליארד ש"ח, לעומת כ-119 מיליארד ש"ח בשנה הקודמת.

התפלגות הגיוס הסחיר (חודשי)



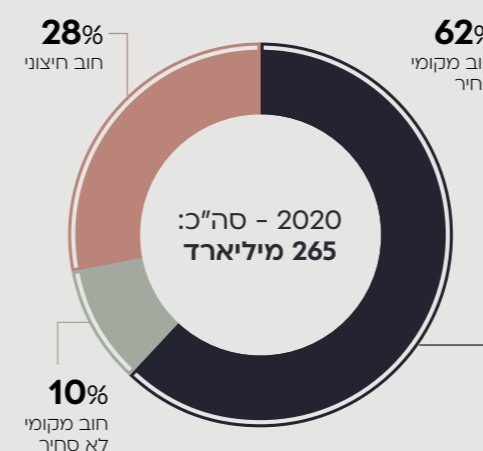
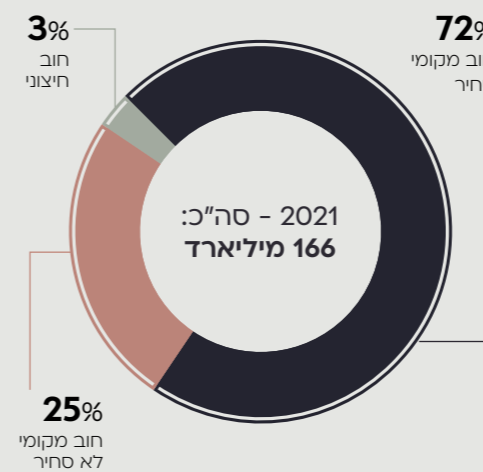
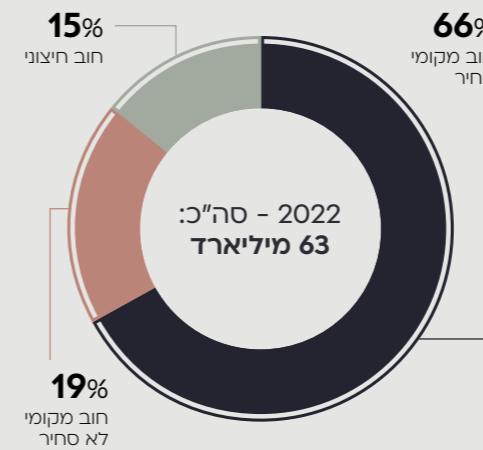
בינואר 2022 בוצעה הנפקת איגרות חוב בשוק החיצוני בהיקף של 1.5 מיליארד אירו, אשר הונפקה בעלות הגיוס הנמוכה ביותר עבור מדינת ישראל מאז ומעולם.

בינואר 2023 הנפיקה ממשלת ישראל לראשונה אגרת חוב ירוקה לטווח של 10 שנים בהיקף של שני מיליארד דולר, הנושאת קופון של 4.5%. להנפקה נרשמו ביקושים גבוהים במיוחד מצד משקיעים בינלאומיים איכותיים.

בשוק המקומי הלא סחיר, גיוסו בשנת 2022 סך של 12 מיליארד ש"ח בלבד, המהווים ירידה חדה בהיקף ההנפקות, על רקע ירידות השערים במדדי המניות שהובילו לקיטון בביקושים להנפקת איגרות חוב מיועדות בשל אופייו הפרו-מחזורי של הכלי. החל מיום 1.10.22 הופסקה הנפקתן של איגרות החוב המיועדות בשל כניסתו לתוקף של מנגנון הבטחת תשואה, אשר החליף את הנפקתן של איגרות החוב מסוג "ערד". להרחבה ראה פרק החוב הלא סחיר.

סך הגיוס בשנת 2022 עמד על כ-63 מיליארד ש"ח, לעומת כ-166 מיליארד ש"ח בשנת 2021.

גרף התפלגות גיוסים 2022-2020



אסטרטגיה

1

מטרות ניהול החוב הממשלתי

פעילותה של יחידת ניהול החוב מתרכזת במימון פעילות הממשלה, תוך שירות מטרות ארוכות הטווח בניהול החוב הממשלתי. מדיניות זו מתייחסת הן לשיקולי המדינה כמנפיק, הפועל לאיזון בין עלות לסיכון והן לשיקולי המדינה כריבון, הפועל לתמיכה בשוק ההון המקומי ולחיזוק הנגישות של מדינת ישראל לשווקים הבינלאומיים, תוך שמירה על אפיקי הגיוס השונים של המדינה.

היקף גיוס החוב משפיע באופן ישיר על יחס החוב לתוצר וכן על נטל הריבית על תקציב המדינה. היקפי הגיוס המתוכננים מתבססים על צרכי המימון בהתאם ליעד הגירעון וכן בהתאם לצרכי המחזור של החוב הקיים. אפיקי הגיוס, טווחי הגיוס ותמהיל ההנפקות נקבעים בהתאם לתוכנית אסטרטגית ותוך כדי התאמה והתחשבות בשיקולים טקטיים הנגזרים משינויים בשווקים הפיננסיים ובצרכי המימון השוטפים.

2

היקפי גיוס

יחידת החוב פועלת לתכנון ארוך טווח של גיוסי החוב הסחיר בשוק המקומי ובחו"ל באמצעות מודל המדרגות, להלן עקרונות המודל:

עקום פירעונות מדורג - מבנה פירעונות רב-שנתי רציף ומדורג.

מדיניות גיוסים קבועה - גיוס סכומים קבועים לטווחים קבועים בכל שנה (נקודות ייחוס).

שיווי משקל (Steady State) - תכנון ושמירה על מבנה הפירעונות הקיים.

כמו כן, יחידת החוב פועלת להחלקת הגיוסים על פני השנה, באמצעות תכנון מראש של ההנפקות, מכרזי החלף והפוך וכן באמצעות מכשירים קצרי טווח לניהול תזרים המזומנים, תוך שמירה על כרית נזילות מספקת לאורך השנה.

3

אסטרטגיית גיוס

אסטרטגיית הגיוס נקבעת באמצעות מספר ניתוחים הנשענים בין היתר על מודלים, אינדיקטורים וסימולציות הממזערים את עלות החוב בהינתן רמת סיכון רצויה. כמו כן, אסטרטגיית הגיוס מבוססת על שיקולים איכותיים, כגון צרכי תמיכה ועיבוי של עקום איגרות החוב הממשלתי, הגברת הנזילות באיגרות, הרחבת בסיס המשקיעים ועוד. אסטרטגיית הגיוס נשענת על שלושה אפיקי גיוס מרכזיים:

1. גיוס מקומי סחיר
2. גיוס מקומי לא סחיר
3. גיוס חיצוני

גיוס מקומי סחיר

הגיוס המקומי הסחיר הינו אפיק הגיוס המרכזי המאפשר למדינה, בכובעה כמנפיק, גישה נוחה לשוק ההון, זאת, אף בתנאי אי-ודאות וצרכי מימון משתנים. בנוסף, לאפיק זה קיימת חשיבות אסטרטגית בכובעה של המדינה כריבון, שכן אפיק זה מהווה את הבסיס לקיום ולתמחור של מכשירים פיננסיים אחרים הנדרשים לתפקודו היעיל של הסקטור הפרטי והעסקי, כגון הלוואות, משכנתאות, נגזרים ועוד.

להלן העקרונות המרכזיים באסטרטגיית הגיוס בשוק המקומי הסחיר:

- התמקדות באפיק השקלי - הגיוס בשוק המקומי הסחיר מוטה לאפיק השקלי לאור החשיפה הגבוהה של תיק החוב למדד המחירים לצרכן והצורך בהקטנת חשיפה זו. בסוף שנת 2022 היקף החוב צמוד המדד עמד על כ-52% ורובו נבע מהנפקת חוב באפיק הלא-סחיר, אשר מונפק מכוח חוק או הסכמים.
- תמיכה בעקום הצמוד - עם ביטול הנפקת איגרות חוב לא סחירות מסוג "ערד" לקרנות

הפנסייה כחלק מרפורמת "הבטחת תשואה", היחידה מנפיקה כיום איגרות חוב צמודות מדד בשוק המקומי הסחיר, וזאת כחלק ממדיניות היחידה לפיזור מקורות המימון ומתן מענה לביקוש הקיים לאיגרות אלו בשוק.

כלים נוספים לניהול סיכוני השוק והמחזור בשוק המקומי הסחיר:

- יחידת החוב מנפיקה איגרת חוב בריבית משתנה בשוק המקומי הסחיר משיקולי עלות גיוס, פיזור הסיכון, גיוון מקורות המימון והגדלת הגמישות בניהול החוב.
- הארכת החוב הממשלתי - בעשור האחרון סביבת הריבית הנמוכה תמכה באסטרטגיה של יחידת החוב להארכה הדרגתית ומשמעותית של אורך החוב, אשר הגיע בשנת 2022 לרמתו הגבוהה ביותר בעשר השנים האחרונות ועמד על 9.3 שנים. כיום, אסטרטגיית יחידת החוב לעניין אורך החוב משלבת שיקולי עלות גיוס וניהול סיכון המחזור.

אופן הגיוס

הגיוס בשוק המקומי מבוצע באמצעות מכרזים המבוצעים לרוב על בסיס שבועי. כמו כן, יחידת החוב הממשלתי עושה שימוש בכלים נוספים בשוק המקומי המסייעים לתמוך ביעדים אשר הוגדרו על ידי היחידה כחלק מאסטרטגיה ארוכת טווח וכן לצורך ניהול הנזילות של הממשלה. להלן פירוט הכלים העיקריים:

מכרזי החלף

מכרזי החלף מהווים כלי המסייע בתכנון האסטרטגי של ניהול החוב הממשלתי ומהווים חלק בלתי נפרד מתוכנית הגיוס השנתית. בשלוש השנים האחרונות ממוצע הגיוס באמצעות מכשיר זה עמד על כ-12% מתוך סך הגיוס הסחיר המקומי. להלן מטרות מכרזי החלף:

- **הקטנת סיכון המחזור:** יחידת החוב מבצעת מכרזי החלף על איגרות בעלות טווח קצר לפדיון (מתחת לשנה). מכרזים אלה מאפשרים להחליק את עקום הפירעונות והגיוסים על פני השנה ובכך מקטינים את סיכון המחזור.
- **ניהול תזרים:** מכרזי החלף מתבצעים בשיטת Cash Neutral, בשיטה זו הערך הכספי של האיגרת המונפקת והאיגרת הנרכשת זהה כך שמבוצע מחזור חוב ללא שימוש ביתרות קופת הממשלה. מכרזים אלו משמשים כאחד הכלים לניהול תזרים המזומנים של הממשלה בכך שמאפשרים לתזמן את הגיוסים והפירעונות של האיגרות על פני השנה ובין שנים.

מדיניות השימוש בכלי:

אפיק הגיוס: מכרזי החלף מהווים אפיק מימון בלתי נפרד מתוכנית הגיוס השנתית, כאשר האיגרות נבחרות על פי אסטרטגיית תוכנית הגיוס ותוך כדי התאמות טקטיות לתנאי השוק.

תדירות השימוש: יחידת החוב שואפת לבצע מכרזי החלף באופן רציף וזאת בכפוף לתנאי השוק ושיקולים נוספים בניהול החוב.

4

פתיחת סדרות חדשות בשוק המקומי הסחיר

כחלק מהאסטרטגיה הרב-שנתית לניהול החוב הממשלתי, במהלך שנת 2023 יחידת החוב צפויה לפתוח סדרות On-The-Run חדשות. להלן הסדרות הצפויות להיפתח במהלך השנה: סדרה שקלית ל-5 שנים במקום ממ"ש"ק 0928, סדרה צמודה ל-5 שנים במקום ממ"צ"מ 0726, סדרה משתנה ל-10 שנים במקום מממשלתית משתנה 1130.

אופן ומועד החלפת הסדרות הקיימות יקבע, בין היתר, בהתאם לשיקולים הבאים: גובה ההון הרשום של האיגרת המוחלפת, היקפי הגיוס בפועל באפיק המקומי הסחיר, מח"מ האיגרות המוחלפות, שיקולי ניהול תזרים וניהול החוב הממשלתי. מובהר כי ההחלטה בדבר הסדרות המונפקות יכולה להשתנות במהלך השנה. הודעה סופית על הנפקת סדרה חדשה תפורסם במסגרת פרסום תוכנית הגיוס החודשית של יחידת החוב.

5 עשיית שוק

בשנת 2022, 12 בנקים שימשו כעושי שוק ראשיים באיגרות חוב של ממשלת ישראל, מתוכם 7 בנקים בינלאומיים. תפקידם העיקרי של עושי השוק הראשיים הינו הגברת הנזילות באיגרות החוב הממשלתיות בשוק המשני והשתתפות בהנפקות באופן פעיל במסגרת השוק הראשוני, במטרה לתמוך, לקדם ולהפיץ את איגרות החוב הממשלתיות.

עושי השוק הראשיים נדרשים לעמוד בחובות השתתפות ורכישה בהנפקות וציטוט מחירי קנייה ומכירה בזירת מסחר ייעודית (MTS). עושי השוק הראשיים זכאים להטבות בלעדיות: הקצאות יתר, גישה למאגר ההשאלות הממשלתי וזכאות להשתתף כצד שני בעסקאות גידור.

גיוס חיצוני

גיוס חוב חיצוני מהווה ערוץ מימון נוסף לגיוס המקומי. מלבד זאת, יחידת החוב רואה בהנפקת איגרות חוב בשוקי ההון הבינלאומיים כלי לחשיפה של המשק הישראלי למשקיעים זרים, להגברת הנגישות לשווקים בינלאומיים ונזילות.

על מנת להקטין את החשיפה של תיק החוב לשינויים בשער חליפין, יחידת החוב מבצעת עסקאות גידור לטווח ארוך באמצעות עסקאות CCS וכן גידורי תזרים לטווח קצר באמצעות עסקאות FX-Swap ו-Forward.

← פירוט נוסף על גיוס החוב בשווקים הגלובאליים ניתן לראות בפרק החוב החיצוני.

גיוס מקומי לא סחיר

הנפקת איגרות חוב לא סחירות מתבצעת מכוח חוק ובהתאם להסכמים שנחתמו בעבר. עיקר הגיוס הלא סחיר כולל הנפקת איגרות חוב מסוג ח"ץ המונפקות לחברות ביטוח שהנפיקו בעבר פוליסות מובטחות תשואה. היקף הנפקת איגרות החוב הלא סחירות תלוי, בין היתר, בתשואות שהשיאו חברות הביטוח בשוק. כתוצאה מכך לא ניתן לבצע הערכה מדויקת של היקף הגיוס באפיק הלא סחיר. עלייה בצורכי הגיוס באפיק זה באה על חשבון הגיוס בשוק המקומי הסחיר.

הנפקת איגרות חוב מסוג "ערד" - איגרות ממשלתיות מיועדות, לא סחירות, צמודות מדד הנושאות ריבית שנתית אפקטיבית קבועה בגובה 4.86%, הופסקה החל מחודש אוקטובר 2022, במסגרת כניסתו לתוקף של מנגנון הבטחת תשואה.

היקף הנפקת איגרות חוב מסוג "ערד" תלוי בתשואות אותן השיגו קרנות הפנסיה בשוק והיקף הפקדות העמיתים לקרנות אלו. כתוצאה מכך, גיוס החוב על בסיס איגרות חוב "ערד" התאפיין בתנודתיות ובשנים האחרונות הגיע להיקפים גדולים, אשר דחקו את הגיוס באפיק הסחיר.

בחירת איגרות נרכשות: בנוסף לביצוע מרכזי החלף במסגרתם מוחלפות איגרות בעלות טווח קצר לפדיון (מתחת לשנה) באיגרות חוב בעלות טווח ארוך לפדיון, יחידת החוב עושה שימוש במרכזי החלף במטרה להגביר נזילות בסדרות חדשות, במסגרתם תונפק איגרת חדשה On-The-Run וירכשו איגרות סמוכות Off-The-Run.

בחירת איגרות מונפקות: בחירת איגרות Off-The-Run המונפקות במסגרת מרכזי החלף נשענת בין היתר על השיקולים הבאים: ביקושים בשוק, הגברת נזילות, תמיכה בסדרות קטנות ותיקון עיוותים בשוק המשני.

החלקת פירעונות וגיוסים: ביצוע מרכזי החלף על איגרות הנפרעות בשנה הקלנדרית הבאה (חוצות שנה) לטובת החלקת הפירעונות והגיוסים בין השנים.

מרכזי הפוך

מכרז הפוך (BuyBack) מאפשר למדינה לפרוע חוב טרם מועד הפירעון כנגד תשלום במזומן. מכרזים אלה הינם כלי מקובל במדינות ניהול החוב והם משפיעים על מבנה תיק החוב ועלויות החוב.

מטרות הכלי:



מדיניות השימוש בכלי:

תדירות: יחידת החוב שואפת לבצע מכרזי הפוך באופן רציף זאת בכפוף לתנאי השוק ושיקולים נוספים בניהול החוב.

קביעת גודל המכרז: היקף המכרז תלוי בצורכי המימון של המדינה, בגובה הקופה ובמחירים המוצעים בעת המכרז.

החלקת פירעונות וגיוסים: בדומה למכרז החלף, ביצוע מכרזים הפוכים על איגרות לפירעון בשנה הקלנדרית הבאה (חוצות שנה) מאפשר להחליק את הפירעונות והגיוסים בין השנים.

מכרזי הפוך מתבצעים לרוב על איגרות בעלות זמן קצר לפדיון. למרות זאת, ב-2022 התבצעו מספר מכרזי הפוך בהם נרכשו איגרות בעלות זמן ארוך לפדיון (מעל שנה). בעת בחירת האיגרות המשתתפות במכרזי הפוך יחידת החוב לוקחת בחשבון, בין היתר, את השיקולים הבאים: השפעה על סחירות האיגרת, חיסכון בתקציב הריבית, פוטנציאל ביקושים וכדומה.

איגרות חוב קצרות

הנפקת איגרות חוב קצרות (זמן לפדיון קצר משנה) מבוצעת כחלק מניהול תזרים המזומנים. המדינה מנפיקה איגרות חוב קצרות בהתאם לצורכי התזרים ולתנאי השוק.

הנפקת איגרות חוב קצרות והיקף ההנפקה החודשי נקבע כתלות בצרכי המימון של המדינה ונובעים משיקולי ניהול יעיל של תזרים המזומנים. במהלך שנת 2022 לא נעשה שימוש בכלי על רקע הירידה בצרכי המימון והרצון לתמוך בנזילות איגרות החוב הארוכות בשוק המשני. הנפקת איגרות חוב קצרות במהלך שנת 2023, תבצע במידה ויוחלט, בהתאם למודל שלהלן:

← בין החודשים ינואר עד מרץ הנפקה לסדרה שנפרעת בנובמבר בשנה הנוכחית.

← בין החודשים אפריל עד יוני הנפקה לסדרה שנפרעת בפברואר בשנה העוקבת.

← בין החודשים יולי עד ספטמבר הנפקה לסדרה שנפרעת במאי בשנה העוקבת.

← בין החודשים אוקטובר עד דצמבר הנפקה לסדרה שנפרעת באוגוסט בשנה העוקבת.

כחלק ממדיניות ניהול החוב ולצורך שמירה על מלאי קבוע של איגרות חוב קצרות, גודל סדרות איגרות חוב קצרות צפוי לעמוד על כשלושה מיליארדי ש"ח. כפועל יוצא, היקף ההנפקה החודשי של איגרות חוב אלו צפוי לעמוד על כ-1 מיליארד ש"ח. יש לציין כי היקף ההנפקה החודשי עשוי להשתנות באופן מהותי כתלות בצרכי המימון של המדינה והצורך בניהול יעיל של תזרים המזומנים. היקף ההנפקה החודשי שייקבע יפורסם מידי חודש בתוכנית הגיוס החודשית של יחידת החוב.

שוק ראשוני

המדינה רואה חשיבות גבוהה בהבטחת יציבות התשואות בקרנות הפנסיה ובפרישת רשת ביטחון לציבור החוסכים לפנסיה. עם זאת, לאורך השנים מנגנון זה ייצר אתגרים משמעותיים הן לתקציב המדינה והן לניהול החוב הממשלתי. בהתאם לכך, במסגרת פרק ג' לחוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנים 2021 ו-2022), התשפ"א-2021 נקבע כי הבטחת היציבות בתשואות קרנות הפנסיה תיושם באמצעות מנגנון הבטחת תשואה אשר יחליף את המנגנון הקיים של הנפקת איגרות חוב מסוג "ערד".

במסגרת מנגנון הבטחת התשואה, קרנות הפנסיה ישקיעו בשוק ההון באפיק ייעודי (להלן - "אפיק מובטח תשואה") את הכספים איתם היו רוכשים, טרם הרפורמה, איגרות חוב מסוג "ערד", ויקבלו עבור כספים אלו התחייבות מהמדינה להשלמת תשואה בשיעור שנתי של 5.15% צמודה למדד (להלן - "תשואת היעד"), למשך חמש שנים מיום מתן ההתחייבות. לאחר חמש שנים תבצע התחשבות בין המדינה לקרנות הפנסיה; במידה וקרנות הפנסיה תשאנה תשואה נמוכה מתשואת היעד, המדינה תשלים את הפער בין תשואת היעד לבין התשואה שקרנות הפנסיה השיאו בשוק ההון. במידה וקרנות הפנסיה ישיאו תשואה גבוהה מתשואת היעד, קרנות הפנסיה תעברנה את התשואה העודפת לקרן ייעודית בבנק ישראל אשר תשמש למימון השלמת תשואה עתידית, במידה וזו תידרש.

בעקבות יישום המנגנון החדש והפסקתו של מנגנון הנפקת איגרות חוב מסוג "ערד", היקף הגיוס באפיק הלא סחיר צפוי לרדת משמעותית לצד עליה בגיוס באפיק הסחיר ובאפיק החיצוני לצורך מימון צרכי הגיוס.



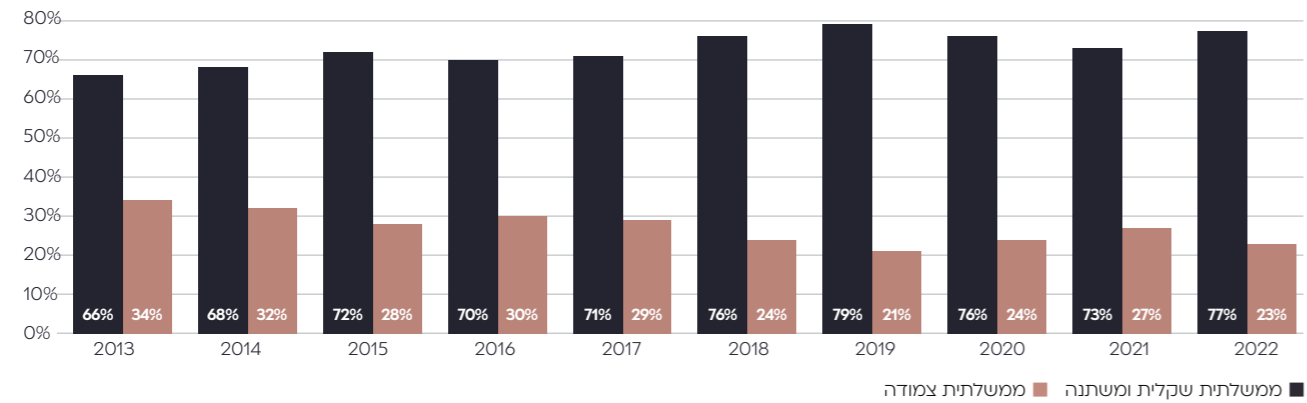
הנפקות

מדיניות הגיוס בשנת 2022 נשענה על התוכנית האסטרטגית לניהול החוב הממשלתי והתבססה על כלי גיוס שונים, תוך ביצוע התאמות נדרשות, במטרה להתמודד עם צרכי המימון המשתנים ולספק את התמיכה הנדרשת לשוק ההון. בדומה לשנים קודמות עיקר הגיוס התבצע באמצעות הנפקות איגרות חוב סחירות בשוק המקומי והסתכם בכ-41.5 מיליארד ש"ח, לעומת גיוס של כ-119 מיליארד ש"ח וכ-165 מיליארד ש"ח בשנים 2020 ו-2021 בהתאמה. גיוס הנטו בשוק המקומי הסחיר הסתכם לרמה שלילית של כ-46.4 מיליארד ש"ח לעומת גיוס נטו חיובי של כ-30 מיליארד ש"ח בשנת 2021.

היקפם ופריסתם של הגיוסים לאורך השנה נעשה בהתאם לצרכי המימון של הממשלה הנגזרים מרמת הגירעון החודשי ותחזית תזרים המזומנים.

הגרף שלהלן מציג את התפלגות הגיוס באפיק השקלי והצמוד (השקלי כולל את הריבית המשתנה). התפלגות זו, כפי שעולה מן הגרף, מלמדת כי האפיק השקלי היווה את עיקר הגיוס לאורך השנים, בהתאם למדיניות האסטרטגית.

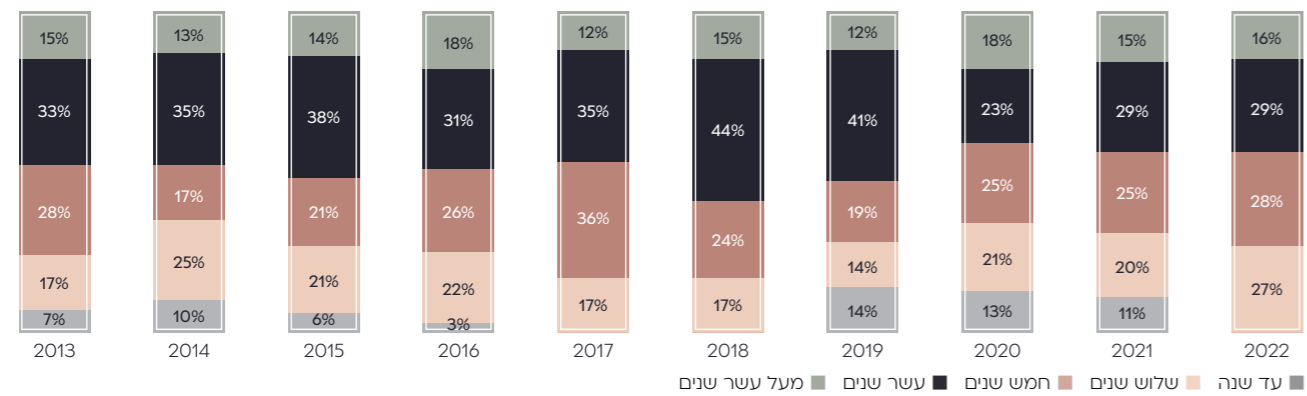
התפלגות הגיוס על פי אפיק 2013-2022 (%)



הגיוס הסחיר בשוק המקומי

הגיוס הסחיר בשוק המקומי מתבצע באמצעות הנפקת איגרות חוב קצרות ואיגרות בנצ'מרק (Benchmark) לטווחים: 3, 5, 10, ו-30 שנים. בשנת 2022 לא בוצעו הנפקות של איגרות חוב קצרות עקב ירידה בצורכי המימון.

התפלגות הגיוס על פי טווח לפדיון (%)



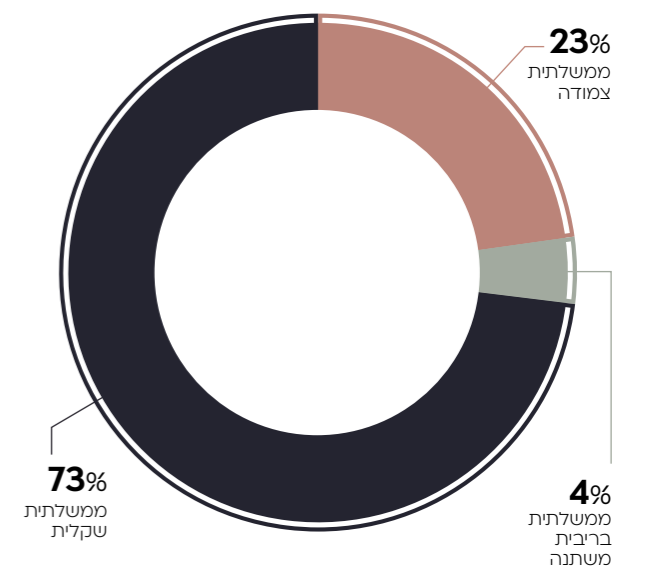
החוב המקומי הסחיר

הגיוס בחוב המקומי הסחיר נשען על שלושה אפיקים מרכזיים: אפיק שקלי, אפיק צמוד מדד ואפיק בריבית משתנה. בהתאם למדיניות ניהול החוב, עיקר הגיוס בוצע באפיק השקלי ומשקלו היווה כ-73% (ללא הנפקת איגרות קצרות), בהשוואה לגיוס של כ-23% באפיק הצמוד למדד וכ-4% באפיק הריבית המשתנה, בהתאם למדיניות ניהול החוב במטרה לתמוך בעקום השקלי ולהקטין את החשיפה של החוב הממשלתי ושל תשלומי הריבית למדד המחירים לצרכן.

מלאי החוב המקומי הסחיר לשנת 2022 הסתכם בכ-550 מיליארד ש"ח לעומת כ-584 מיליארד ש"ח אשתקד.

הירידה במלאי החוב נובעת מגיוס נטו שלילי, שקרוז חלקית בגין הפרשי הצמדה ושער חליפין.

התפלגות הגיוס בשוק המקומי הסחיר לפי אפיק לשנת 2022



הגיוס התבצע על פני השנה בעיקר באמצעות המכרזים השוטפים בנוסף למכרזי החלף שבוצעו בתחילת השנה.

בשנת 2022 מרבית הנפקות התבצעו לצורך הרחבת סדרות קיימות (Tapping). בנוסף, בפברואר 2022 בוצעה פתיחת סדרה חדשה ל-30 שנה.

יחס הכיסוי

הגורמים העיקריים המשפיעים על יחסי הכיסוי:

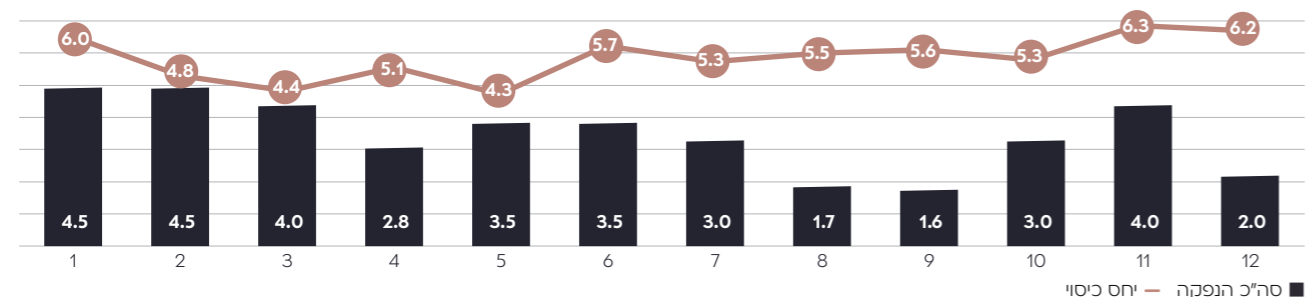
- מצב השווקים בארץ ובעולם
- גורמים עונתיים
- היקף ותמהיל הגיוס
- תמהיל הפנסיוני של הציבור

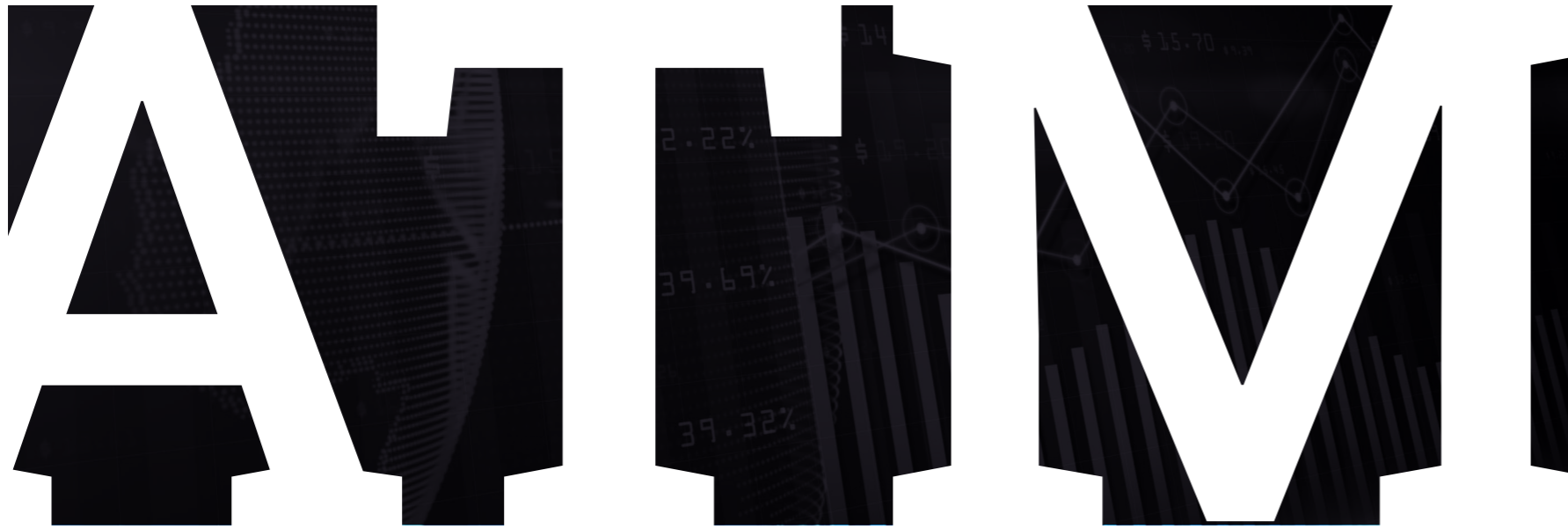
יחס זה מחושב על ידי חלוקת הכמות המבוקשת של האיגרת (ביקוש) בכמות המונפקת של אותה האיגרת (היצע), ומשקף את הביקוש בשוק.

להלן גרף הבוחן את יחס הכיסוי (ממוצע החודשי) אל מול הכמות המונפקת באותו החודש.

יחס הכיסוי הממוצע לשנת 2022 עמד על כ-5.3. לעומת יחס כיסוי ממוצע של כ-4.6 בשנת 2021.

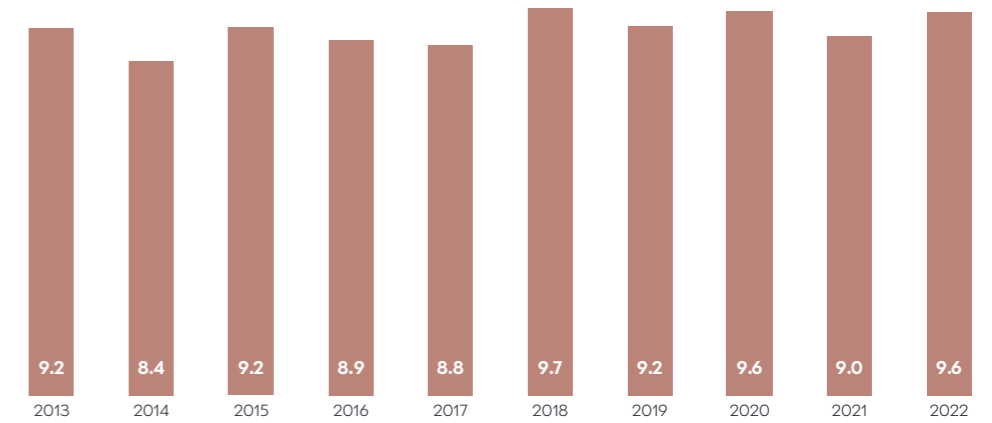
יחס כיסוי והיקף הנפקה 2022, (חודשים)





הגרף שלהלן מציג את טווח הגיוסים הממוצע. בדומה לשנים קודמות, טווח הגיוס הממוצע נותר גבוה ועמד על רמה של כ-9.6 שנים.

טווח גיוס ממוצע (שנים)



מכרזים הפוכים (Buyback Auctions)

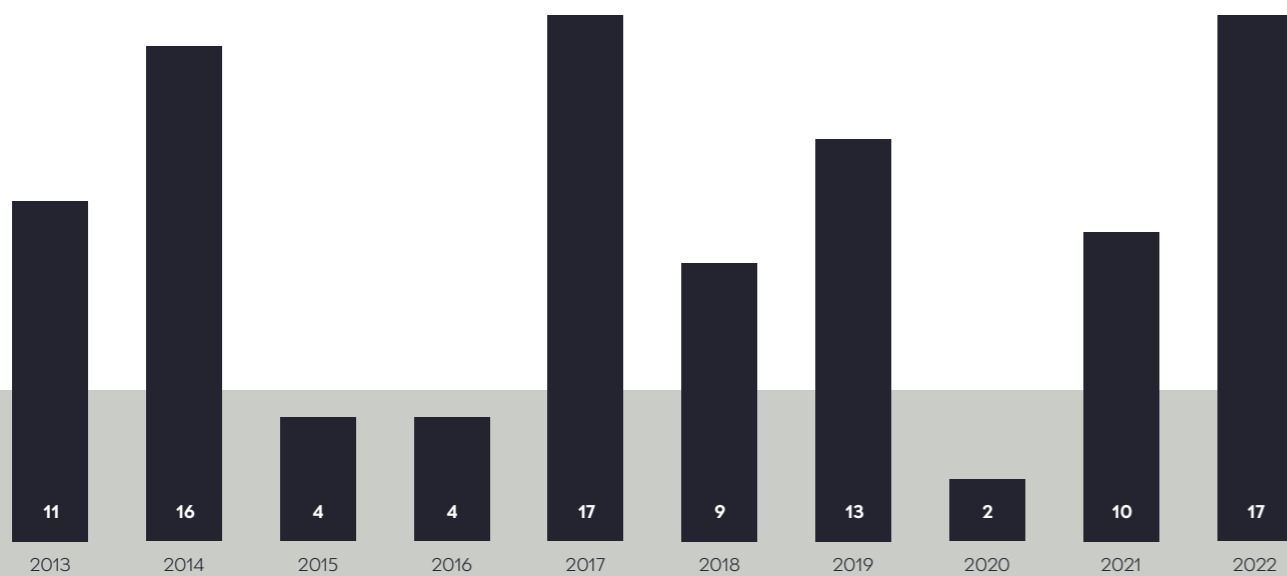
החל מחודש אוקטובר 2008 עורכת היחידה לניהול החוב הממשלתי מכרזים הפוכים, במסגרתם נרכשות איגרות חוב סחירות לטובת ביצוע פירעון מוקדם והקטנת החוב הממשלתי. זאת בשונה ממכרזי החלף אשר במסגרתם מוחלפות איגרות החוב הנרכשות באיגרות חוב אחרות.

המטרות העיקריות של המכרזים הפוכים:

- ניהול יעיל של תזרים המזומנים הממשלתי
- הקטנת סיכון מחזור החוב
- חיסכון בהוצאות הריבית

להלן גרף המתאר את המכרזים הפוכים אשר בוצעו בעשור האחרון.

מכרזי הפוך (מיליארדי ש"ח)

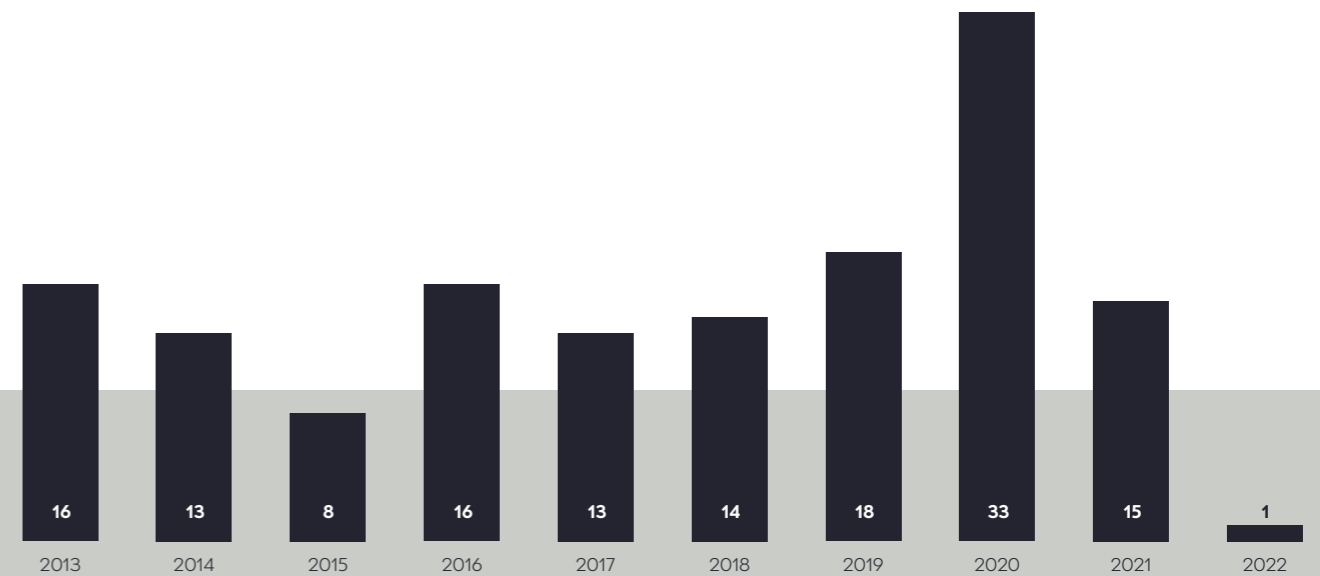


מכרזי החלף (Switch Auctions)

בשלהי 2007 הושקו מכרזי החלף במסגרתם מוחלפות איגרות חוב בעלות טווח קצר לפדיון (מתחת לשנה) באיגרות חוב חדשות עם טווח ארוך יותר לפדיון. מכרזים אלו מאפשרים להחליף את צרכי המימון של הממשלה, לייעל את ניהול תזרים המזומנים ולהחליף סדרות קיימות בסדרות בנצ'מרק חדשות (On the Run). כמו כן, מכרזים אלו תורמים להקטנת סיכון המחזור ולהארכת הטווח הממוצע לפדיון. בנוסף, שימוש במכרזי החלף מגביר את גמישות ניהול החוב ומסייע לבצע התאמות טקטיות מהירות במדיניות הגיוסים בתגובה לשינויים בשוקי ההון ובצרכי המימון.

להלן גרף המתאר את מכרזי החלף בעשור האחרון.

מכרזי החלף (במיליארדי ש"ח)



חוב חיצוני

הנפקת חוב במט"ח בשווקים הבינלאומיים נועדה לשרת מספר מטרות אסטרטגיות:

1

גיוון מקורות המימון בזמני שגרה ויכולת מימון מוגברת בעתות חירום

2

חשיפת המשק הישראלי למשקיעים זרים

3

הרחבת בסיס המשקיעים באיגרות חוב ממשלתיות

מלאי החוב החיצוני נכון לסוף שנת 2022 עומד על כ-154 מיליארד ש"ח, לעומת כ-148 מיליארד ש"ח בסוף 2021.

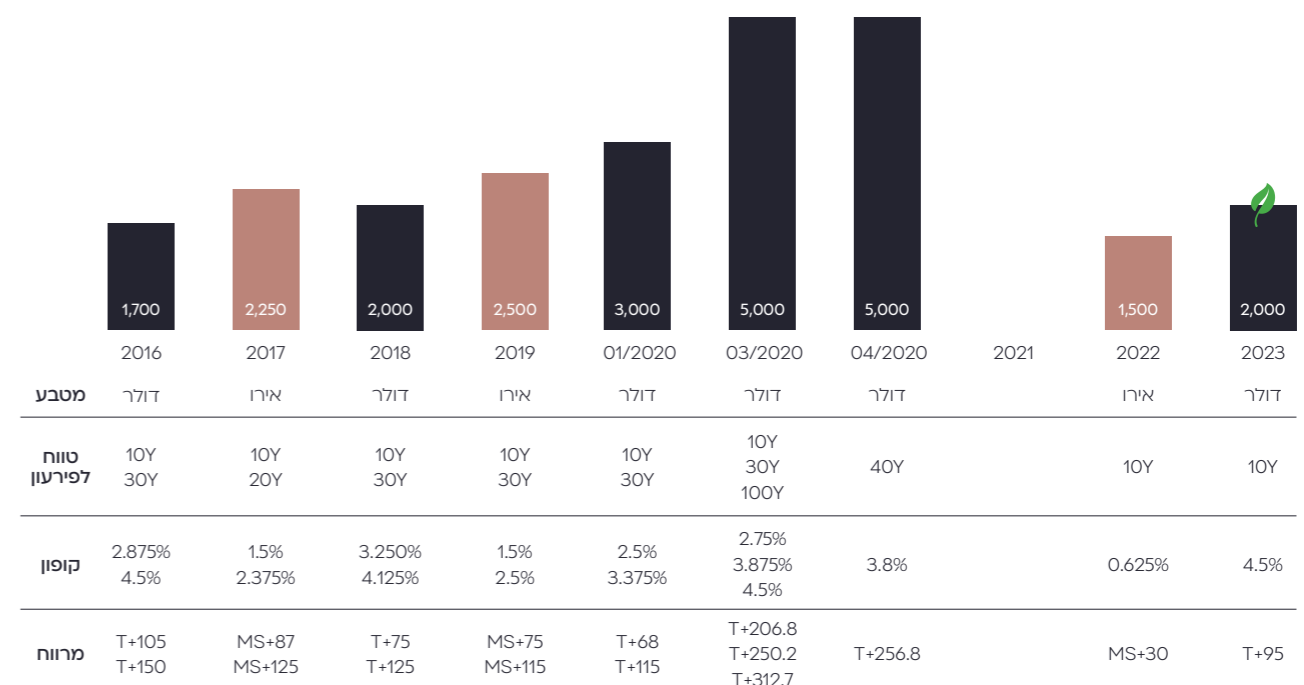
על אף גיוס נטו שלילי בחוב החיצוני בשנת 2022 מלאי החוב גדל מעט, בעיקר בשל שינויים בשער החליפין. המלאי מורכב מאיגרות חוב ציבוריות, הנפקות פרטיות, גיוס חוב באמצעות ארגון הבונדס, הנפקות עבר בערבות ממשלת ארה"ב והלוואות נוספות.

הנפקות ציבוריות גלובליות

בשנים 1995-2023 ביצעה מדינת ישראל 25 הנפקות ציבוריות בשווקים הגלובליים, ביניהם ארצות הברית, אירופה, טייוואן ויפן. בעשור האחרון נרשמה מגמת עלייה בגודל הסדרה המונפקת, לאור מדיניות ההנפקה של סדרות Benchmark ובשל ביקושים גבוהים להנפקות הציבוריות של מדינת ישראל בחו"ל.

מלאי איגרות החוב הציבוריות במט"ח, נכון לסוף שנת 2022, עומד על כ-112.5 מיליארד ש"ח, לעומת כ-108.5 מיליארד ש"ח בסוף 2021.

הנפקות ציבוריות גלובליות (במיליוני דולר/אירו)



הנפקות בדולר הנפקות באירו

הנפקה בשווקים הגלובליים - ינואר 2022



בינואר 2022 שבה ישראל אל השווקים הגלובליים ואל שוק האירו בפרט, אותו לא פקדה מאז 2019, וביצעה הנפקה של 1.5 מיליארד אירו לטווח של 10 שנים בתשואה של 0.69%, המגלמת מרווח של 30 נקודות בסיס מעל לריבית הבנצ'מרק לטווח זהה (Euro Mid-Swap Annual 10 Years).

הנפקה זו, אשר בוצעה תחת תשקיף המדף של ממשלת ישראל באירופה (EMTN), רשמה את עלויות המימון הנמוכות ביותר בגיוס חוב ציבורי במט"ח עבור מדינת ישראל. לשם השוואה, בהנפקה הציבורית הקודמת במטבע האירו, שהתבצעה בשנת 2019, התשואה ל-10 שנים עמדה על 1.574%. הצלחת ההנפקה מהווה אינדיקציה נוספת לעוצמה היחסית של הפרמטרים הכלכליים של מדינת ישראל בהשוואה למדינות העולם.

הנפקה ירוקה ראשונה בהיסטוריה - ינואר 2023

מדינת ישראל רואה חשיבות רבה בקידום הצעדים והמשאבים המושקעים בהיבטי קיימות, סביבה ואקלים, הן כחלק מפעילות המגזר הציבורי ומשרדי הממשלה והן על ידי המגזר הפרטי והעסקי. בשנים האחרונות נושאים אלו קודמו באמצעות פרסום תוכניות אסטרטגיות לאומיות, קביעת יעדים, קידום החלטות ממשלה וחקיקה בנושא.

בינואר 2023 שבה ישראל אל שוק הדולר, זאת לאחר כ-3 שנים, וביצעה לראשונה הנפקה של איגרת חוב ירוקה בסך 2 מיליארד דולר לטווח של 10 שנים בתשואה של 4.573%, המגלמת מרווח של 95 נקודות בסיס מעל ריבית הבנצ'מרק לטווח זהה (ממשלת ארה"ב). ההנפקה הקודמת במטבע דולר התבצעה בשנת 2020 עם פרוץ משבר הקורונה, אז עמד המרווח על יותר מ-200 נקודות בסיס לטווח דומה.

לצורך הנפקת איגרת החוב הירוקה, נדרשה מדינת ישראל לפרסם מסגרת ירוקה (Green Framework). מסמך אשר מפרט את מדיניותה ויעדיה כמנפיק, וכן את השימוש הצפוי בתקבולי ההנפקה למימון פרויקטים ירוקים אשר מקדמים יעדים אלו, יתרונויהם הסביבתיים, ולספק מידע משלים בדבר ניהול הסיכונים הסביבתיים הקשורים לפרויקטים הללו.

לצורך גיבוש המסגרת ואיסוף הנתונים הנדרשים להנפקה הוקמה על-ידי החשב הכללי ועדת משנה בין-משרדית בה חברים נציגים ממשרד האוצר, משרד הכלכלה, משרד התחבורה, משרד האנרגיה, המשרד להגנת הסביבה, רשות המים וכן רשות החדשנות.

על מנת לעמוד בעקרונות אלו, נבחרה חברת CICERO למתן חוות דעת חיצונית (Second Party Opinion) למסגרת, שקיבלה את הציון הירוק הגבוה ביותר.

בהנפקה זו, אשר בוצעה תחת תשקיף מדינת ישראל בארה"ב (SEC), נרשמו ביקושים גבוהים מאוד, אשר עמדו על יחס של פי 6 מסכום ההנפקה והתקבלו ממגוון רחב של משקיעים.

← לפירוט בדבר ההנפקה הירוקה ראו פרק איגרת חוב ירוקה בעמוד 30.

הנפקות פרטיות

ערוץ מימון נוסף אשר עומד לרשותה של יחידת ניהול החוב הממשלתי הוא ביצוע הנפקות פרטיות למשקיעים אסטרטגיים. הנפקות אלה עשויות להתבצע בעקבות התעניינות מכיוון המשקיעים (Reverse Inquiry) והחלטה על ביצוען מתקבלת לאחר בחינה מעמיקה של צרכי המימון, תנאי השוק ואיכות המשקיעים. רוב ההנפקות הפרטיות מתבצעות כהרחבה (Tapping) של סדרות איגרות חוב קיימות שהונפקו בשווקים הגלובליים.

בשנת 2022 לא בוצעו הנפקות פרטיות.

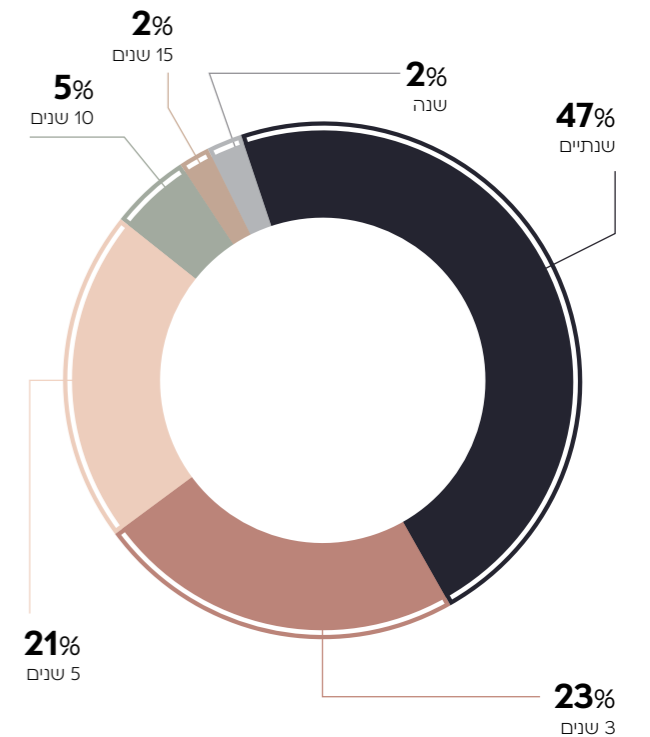


הנפקות באמצעות ארגון הבונדס

ארגון הבונדס (State of Israel Bonds) שהוקם בשנות ה-50, מהווה פלטפורמה לגיוס חוב לא סחיר במט"ח ובכך מסייע בצורכי המימון של ממשלת ישראל, וכן מסייע לשמר את הקשר בין המדינה ליהדות התפוצות. הגיוס באמצעות הבונדס הינו אנטי-מחזורי, כלומר, בשנים בהן התרחש מיתון או אירוע ביטחוני עלו היקפי הגיוס באמצעות הארגון בהתאם לצורך. מטרתו העיקרית הינה הרחבת בסיס המשקיעים וגיוון מקורות הגיוס של ממשלת ישראל, בעיקר באמצעות לקוחות קמעונאיים, אך גם באמצעות גופים מוסדיים.

ב-2022 גייס הארגון כ-1.3 מיליארד דולר. מלאי החוב שגויס באמצעות ארגון הבונדס, נכון לסוף שנת 2022, עומד על כ-18.5 מיליארד ש"ח, לעומת כ-16.7 מיליארד ש"ח בסוף 2021.

חלוקה לפי זמן לפדיון של גיוסי ארגון הבונדס לשנת 2022 (%)



הנפקות בערבות ממשלת ארצות הברית

באפריל 2003 אישר הקונגרס בארצות הברית תוכנית לשלוש שנים למתן ערבויות לממשלת ישראל לצורך גיוס חוב בהיקף של עד 9 מיליארד דולר בערך נקוב. ארצות הברית מעניקה ערבות מלאה על תשלומי הקרן והריבית של האיגרות שישראל מנפיקה באמצעות תוכנית זו, לפיכך נהנות איגרות אלו מדירוג אשראי דומה לדירוג האשראי של ארצות הברית והתשואה שבה הן נמכרות גבוהה רק במעט מהתשואה על איגרות החוב של ממשלת ארצות הברית. התכנית הוארכה מספר פעמים על ידי הממשל האמריקני, לאחרונה בדצמבר 2022, עד שנת 2028.

במסגרת תוכנית הערבויות הנפיקה מדינת ישראל בשנים 2003-2004 (שנים בהן היו גירעונות גדולים בתקציב המדינה) איגרות חוב בערך נקוב של 4.1 מיליארד דולר. ממשלת ישראל לא השתמשה בתוכנית הערבויות מאז נובמבר 2004. נכון לסוף שנת 2022, עומדת היתרה לניצול במסגרת התוכנית על סך של 3.8 מיליארד דולר.

בשלהי שנת 2022 ביצעה היחידה לניהול החוב הממשלתי תוכנית רכישה עצמית של חלק מהאיגרות בערבות ארה"ב ומחקה אותן מהמסחר. תוכנית זאת יושמה על רקע העודף התקציבי ונוכח ירידת הגירעון הממשלתי, מתוך ראייה אסטרטגית ארוכת טווח, אשר איפשרה להקטין את מלאי החוב הממשלתי והוצאות הריבית העתידיות של הממשלה.

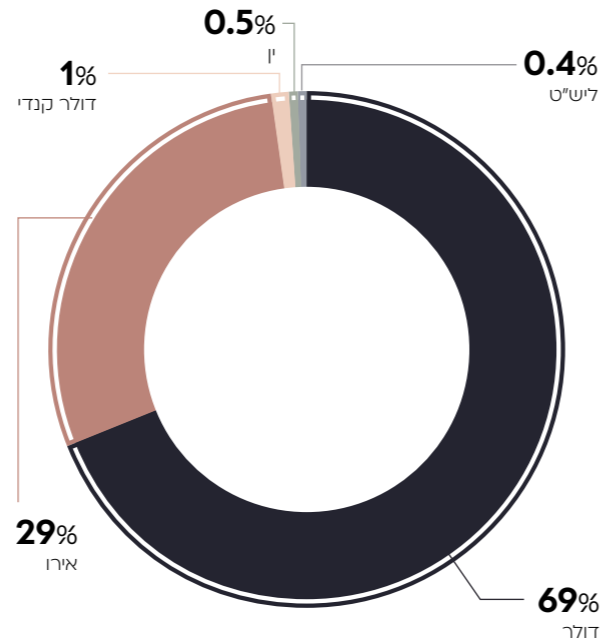
תוכנית הערבויות האמריקנית תומכת ביכולות הגיוס של מדינת ישראל בשווקים הבינלאומיים בשעת חירום. נכון להיום, אין כוונה להשתמש בה אלא במקרה של צורך מימוני הכרחי. מלאי איגרות החוב בערבות ממשלת ארצות הברית, נכון לסוף שנת 2022, עומד על כ-21.5 מיליארד ש"ח, לעומת כ-21.4 מיליארד ש"ח בסוף 2021. הגידול במלאי איגרות החוב נובע משינויים בשער החליפין, על אף שתוכנית הרכישה העצמית הקטינה את המלאי הנקוב בדולר.

הלוואות ממשל זרות והלוואות נוספות

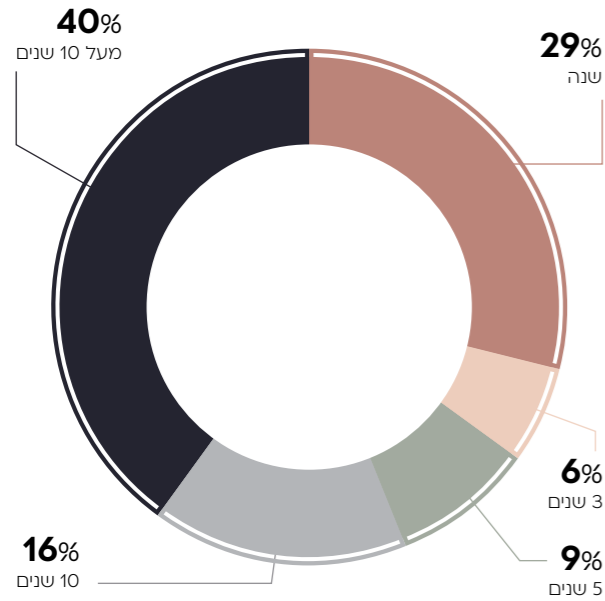
קיימת יתרה נוספת של חוב לא סחיר במט"ח המורכבת מאיגרות חוב לממשלות זרות, מוסדות בינלאומיים, בנקים בחו"ל וקרנות דו-לאומיות. יתרה זו הסתכמה בסוף שנת 2022 בכ-1.4 מיליארד ש"ח, בדומה לסוף 2021, ומהווה כ-1% מכלל החוב במטבע חוץ.



מלאי החוב החיצוני בחלוקה לפי מטבע (%)



מלאי החוב החיצוני בחלוקה לפי טווח לפרעון - קרן בלבד (%)



דירוג האשראי של ישראל נותר ללא שינוי בשנת 2022. באפריל 2022 חברת הדירוג Moody's אישרה מחדש את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A1 והעלתה את תחזית הדירוג ל"חיובית". באפריל 2023 השיבה את התחזית ל"יציבה". במרץ 2023 חברת הדירוג Fitch אישרה מחדש את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A+ והותירה את תחזית הדירוג על "יציבה". בחודש מאי 2023 חברת הדירוג S&P אישרה מחדש את דירוג האשראי של ישראל ברמה של AA- והותירה את תחזית הדירוג על "יציבה".

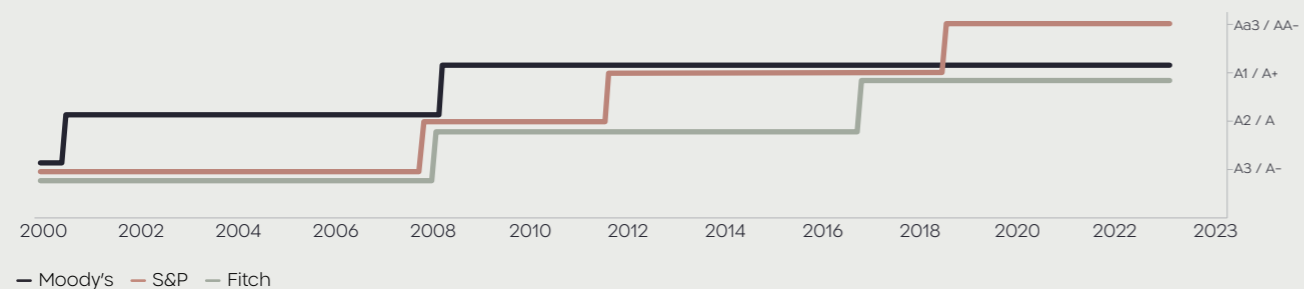
דירוג האשראי של מדינת ישראל

	Fitch	S&P	Moody's	דירוג
	A+	AA-	A1	דירוג
	יציבה	יציבה	יציבה	תחזית

מדינת ישראל בעיניהן של חברות הדירוג

אתגרים	נקודות חוזק
<ul style="list-style-type: none"> חוסר יציבות פוליטי המוביל לקושי בביצוע צעדי התכנסות פסקליים. סיכונים גיאופוליטיים גבוהים ועימותים חוזרים באזור. מגבלה על פוטנציאל הצמיחה בטווח הארוך בשל הכבדה על הפריון ושיעורי השתתפות נמוכים בכוח העבודה מצד אוכלוסיות מסוימות. 	<ul style="list-style-type: none"> תמ"ג לנפש ופיתוח הון אנושי גבוהים מחציון מדינות הייחוס. צמיחה כלכלית חזקה ויציבה באופן עקבי. כלכלה מגוונת ומשגשגת מגובה במוסדות מפותחים ומדיניות כלכלית תומכת. גישה מצוינת לשוקי הון, מקומיים ובינלאומיים.

התפתחות דירוג האשראי של מדינת ישראל



איגרת חוב ירוקה

רקע

שינויי האקלים מתייחסים לשינויים ארוכי הטווח באקלים כדור הארץ עקב העלייה בריכוז גזי החממה באטמוספירה והם נחשבים כסיכון גלובלי. כבר כעת ניתן לראות את ההשפעות החיצוניות השליליות של שינויי האקלים על מספר מדדים מאקרו-כלכליים ובהם השפעתם על התוצר המקומי הגולמי (GDP) וההוצאה התקציבית של מדינות.

באופן דומה, האחריות לטיפול בשינויי האקלים היא אחריות גלובלית. המדיניות להפחתת פליטות גזי החממה הגורמים לשינויי האקלים (הקרויה 'מיטיגציה') והמדינות ליצירת חוסן בפני שינויי האקלים (הקרויה "אדפטציה") הן חלק מהפעולות המרכזיות הננקטות כיום בעולם לצורך קידום מדיניות אקלימית בת קיימא. מדינות העולם ובהן ישראל אישרו את קידום פעולות אלה כחלק מאמנת המסגרת של האומות המאוחדות על שינויי אקלים (UNFCCC).¹

מעבר לכלכלה דלת פחמן הוא אחד מיעדיה של מדינת ישראל, ותכנית הפעולה להשגת יעד זה מפורטת בתכנית ההיערכות הלאומית להסתגלות לשינויי אקלים הכוללת קידום וביצוע פרויקטים "ירוקים". איגרות חוב ירוקות הן אחד מהכלים הפיננסיים הייחודיים לשם מימוש פרויקטים אלו.

החשב הכללי קבע מדיניות כוללת למימוש יעדי אקלים במסגרת פעילות האגף ובכלל זה הנפקת איגרת חוב ירוקה.

חטיבת המימון באגף החשב הכללי הובילה את כתיבת המסגרת להנפקת איגרות חוב ירוקות, ולאחר מכן הנפיקה את איגרת החוב הירוקה הראשונה על ידי המדינה. מלבד היתרונות הרבים להנפקה זו ובהם מימון של פרויקטים ירוקים וגיוון בסיס המשקיעים הבינלאומיים של מדינת ישראל, פרסום המסגרת הירוקה וביצוע הנפקה הירוקה מהווים כלי פיננסי ירוק באמצעותו פעלה למימוש יעדיה הסביבתיים.

מסגרת לאיגרת החוב הירוקה

בחודש נובמבר 2022 פרסם אגף החשב הכללי לראשונה מסגרת להנפקת איגרות חוב ירוקות ממשלתיות. המסגרת מתארת כיצד הממשלה מתכננת להשתמש בתקבולים שיגויסו מאיגרות חוב אלו. קבוצת עבודה בין-משרדית למימון בר קיימא, בראשות נציג החשב הכללי, בחרה פרויקטים סביבתיים אליהם יוקצו תקבולי איגרות החוב הירוקות לפי קריטריונים ברורים שנקבעו במסגרת.

בניתוח חיצוני שנעשה על ידי חברת Cicero Shades of Green המהווה מומחית בלתי תלויה בנושא אשר ניתוח והעריכה את המסגרת הירוקה של מדינת ישראל, החברה העניקה לישראל את הדירוג הגבוה ביותר ("ירוק כהה"). ציון זה משקף את איכות הקריטריונים שנקבעו והפרויקטים שנבחרו. ניתוח זה מקובל ומחייב בהתאם לסטנדרטים הבינלאומיים בתחום.

¹<https://www.mevaker.gov.il/sites/DigitalLibrary/Pages/Publications/855.aspx>

המסגרת נכתבה בהתאם לשני תקנים בינלאומיים: (1) העקרונות לאיגרות חוב ירוקות של איגוד שוק ההון הבינלאומי (The International Capital Market Association), גרסת 2021. עקרונות אלו מורכבים מארבעה מרכיבים: השימוש בתקבולים, תהליך ההערכה והבחירה של פרויקטים, ניהול חלוקת התקבולים ודיווח; (2) טיוטת הטקסונומיה הישראלית, עד כמה שאפשר. ישראל מכירה בחשיבותה, והמסגרת לוקחת בחשבון את הקריטריונים לתרומה משמעותית כפי שנקבעו בטקסונומיה האירופית, וכן את טיוטת הטקסונומיה הישראלית, עד כמה שאפשר.

בנוסף, המסגרת קובעת את הסטנדרטים לדיווח בפני משקיעים ובעלי עניין רלוונטיים בדבר התחייבויותיה של ישראל בהתאם לסטנדרטים שנקבעו במסגרת.

המסגרת מתעדכנת מעת לעת בכדי להבטיח התאמה מתמשכת לפרקטיקות השוק הרלוונטיות. כל גרסה חדשה של המסגרת צפויה לשמר ואף לשפר את רמות השקיפות, הדיווח והגילוי, ותהיה כפופה לסטנדרטים בינלאומיים.

הנפקת איגרת חוב ירוקה



ב-10 בינואר 2023, לאחר פרסום המסגרת וקיום רואד שואו גלובלי למשקיעים, השלים החשב הכללי בהצלחה את הנפקה הראשונה של איגרת ירוקה.

איגרת החוב הונפקה לתקופה של עשר שנים, בריבית של 4.5 אחוזים, עם מרווח של 95 נקודות בסיס בלבד מעל תשואת איגרות חוב של ממשלת ארצות הברית. סכום הגיוס עמד על 2 מיליארד דולר. הנפקה משכה ביקושים של יותר מ-12 מיליארד דולר (ביקוש יתר של פי שש מהסכום המונפק) מיותר משלוש מאות משקיעים מארבעים מדינות, לרבות איחוד האמירויות, יפן וקוריאה. הבנקים ששימשו חתמים לעסקה היו: Barclays, BofA Securities, BNP Paribas, וכן Citi.² בכך מצטרפת ישראל לרשימה סלקטיבית של מדינות לרבות אירלנד ודנמרק, אשר בצעו הנפקה מסוג זה.

דיווחים שוטפים בדבר הפרויקטים הירוקים הנבחרים שמומנו באמצעות איגרות חוב ירוקות, והשפעתם על הסביבה, מחזקים את הפעולות שנוקטת מדינת ישראל להגשמת יעדיה הסביבתיים.

²מידע נוסף אודות המסגרת הירוקה זמין באתר משרד האוצר בכתובת: <https://www.gov.il/en/Departments/publications/reports/green-bond-framework>

שוק
משני

 שוק משני - אפיק צמוד (CPI) פעילות בזירת מסחר MTS	 שוק משני - אפיק שקלי (SHA) פעילות בזירת מסחר MTS	 שוק ראשוני היקף הרכישות בש"ח במרכזי הנפקות*
בנק הפועלים	בנק לאומי	בנק לאומי
בנק לאומי	בנק הפועלים	בנק הפועלים
בנק דיסקונט	בנק דיסקונט	בנק דיסקונט
בנק מזרחי	בנק מזרחי	גולדמן סאקס
סיטי בנק	סיטי בנק	ברקליס
גולדמן סאקס	ברקליס	בנק מזרחי
ברקליס	גולדמן סאקס	דויטשה בנק
ג'י פי מורגן	ג'י פי מורגן	מריל לינץ'
דויטשה בנק	דויטשה בנק	ג'י פי מורגן
הבנק הבינלאומי	הבנק הבינלאומי	סיטי בנק
BNP PARIBAS	BNP PARIBAS	BNP PARIBAS
מריל לינץ'	מריל לינץ'	הבנק הבינלאומי

* 1 ש"ח של איגרת נצורה מחושב כ-0.5 ש"ח.

בשנת 2022 נמנו 12 עושי שוק ראשיים באיגרות חוב ממשלתיות, שבעה מתוכם בנקים בינלאומיים.

עשיית שוק באיגרות חוב ממשלתיות

רפורמת עשיית השוק נכנסה לתוקף בשנת 2006, כשבין מטרותיה: פיתוח שוק איגרות חוב ממשלתיות תחרותי ויעיל, כניסה של משקיעים בינלאומיים, הגברת רמות הביקושים והפחתת עלויות המימון.

עושי השוק הראשיים נדרשים לעמוד בחובות בשוק הראשוני ובשוק המשני ובתמורה זכאים להטבות כגון: שריון השתתפות בהנפקות, הקצאות יתר, מאגר השאלות וזכאות להשתתף כצד שני בעסקאות גידור.



דירוגים בשוק הראשוני

דירוג עושי השוק בשוק הראשוני נעשה ע"פ היקף הרכישות במרכזי הנפקות. הדירוג מחושב לתקופות של רבעון ושנה.



דירוגים בשוק המשני

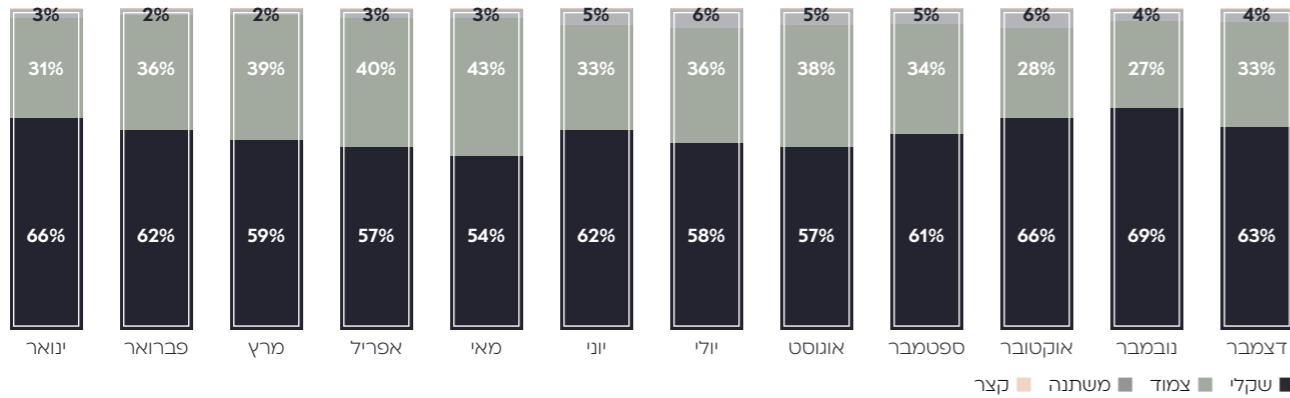
דירוג השוק המשני מבוסס על נתוני המסחר והציטוט בזירת המסחר הייעודית לעושי השוק הראשיים - MTS, הן באפיק הצמוד והן בשקלי. הדירוג מחושב לתקופות של שבוע, חודש, רבעון ושנה. על סמך הדירוג השבועי נקבעים שיעורי הקצאות היתר להם זכאים עושי השוק הראשיים.

שנת 2022 הייתה שנת מפנה כלכלית, לאחר ששנת 2021 התאפיינה בנתוני צמיחה והכנסות ממסים חזקים על רקע ההתאוששות מהקורונה. במהלך 2022 חצה שיעור האינפלציה את גבול היעד במרבית מדינות העולם, על רקע התגברות הביקושים, מדיניות מוניטרית מרחיבה, השיבושים בשרשראות האספקה והמלחמה באוקראינה ורוסיה. אלו יחד, בדגש על מלחמת רוסיה ואוקראינה הובילו לעליית מחירי האנרגיה והסחורות בעולם ולהאצה בשיעור האינפלציה. בתגובה, בנקים מרכזיים ברחבי העולם החלו בתהליך צמצום מוניטרי במסגרתו ביצעו העלאות ריבית חדות. סביבת אינפלציה גבוהה אפיינה את שנת 2022 ולכל אורכה שיעור האינפלציה נותר מעל ליעדי האינפלציה במדינות השונות. במדינות מסוימות כגון ארה"ב ומדינות גוש האירו ניתן לראות כי על רקע העלאות הריבית החלה מגמת האטה בקצב האינפלציה, מגמה שטרם החלה בבירור בישראל. העלאות הריבית וסגרי הקורונה הנמשכים בסין הובילו להאטה מסוימת בפעילות הכלכלית העולמית ותרמו לעליית תשואות איגרות החוב הממשלתיות ברחבי העולם, לצד ירידות בשוקים המרכזיים.

התשואות על איגרות החוב הממשלתיות ברחבי העולם עלו במהלך השנה על רקע עליית האינפלציה שהובילה לצעדי הידוק מוניטרי, שכללו העלאות ריבית על ידי בנקים מרכזיים רבים. תשואת איגרת החוב הממשלתית ל-10 שנים של ארה"ב עלתה בסיכום שנתי מ-1.51% בסוף שנת 2021 ל-3.88% בסוף שנת 2022. התשואה ל-10 שנים של איגרות חוב ממשלת גרמניה שנסחרה ברמה שלילית בין 2019 ל-2021 נסחרה בסוף שנת 2022 ברמה של 2.565%, לעומת -0.18% אשתקד.

התשואה על איגרות החוב הממשלתיות השקליות ל-10 שנים עמדה בסוף השנה על 3.59%, לעומת 1.02% בסוף השנה הקודמת, בדומה למגמה העולמית. תשואת איגרת החוב הצמודה ל-10 שנים עלתה לרמה של 0.84%, לעומת -1.29% בסוף השנה הקודמת.

התפלגות מחזורי המסחר באפיקים השונים בשנת 2022



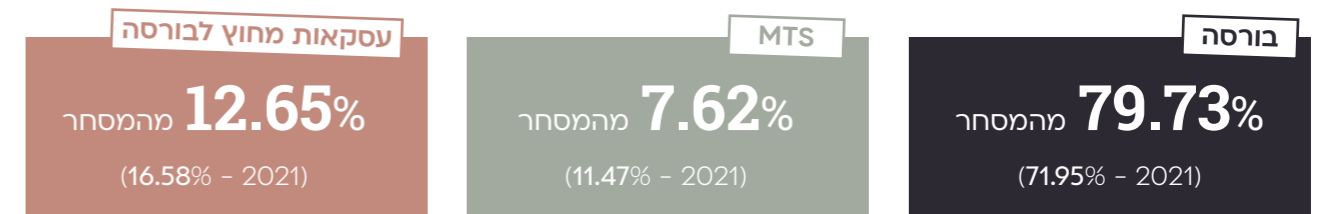
מחזורי מסחר

המסחר באיגרות החוב הממשלתיות מתקיים במספר זירות מסחר במקביל: הבורסה לניירות ערך, MTS (זירת מסחר יעודית לעושי השוק הראשיים) וכן מסחר שמעבר לדלפק (OTC).

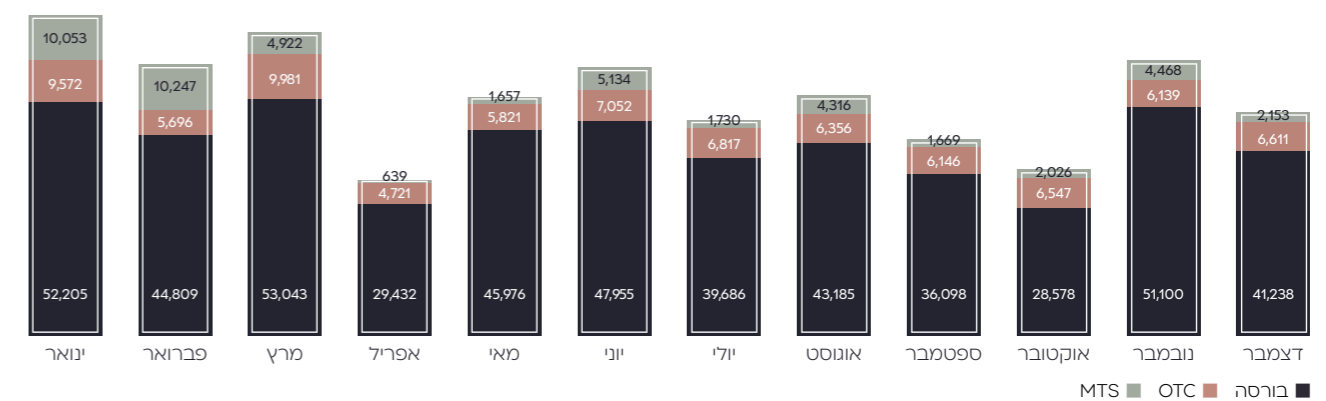
בשנת 2022, שוק איגרות החוב הממשלתיות התאפיין במחזורי מסחר נמוכים יותר מהשנה הקודמת בכל האפיקים, זאת בין היתר על רקע הירידות בשווקים ועליית האינפלציה שתרמה להעלאות ריבית על ידי הבנקים המרכזיים. מחזור המסחר היומי הממוצע בבורסה, באיגרות החוב הממשלתיות, עמד על כ-2.1 מיליארד ש"ח לעומת ממוצע של כ-2.5 מיליארד ש"ח בשנת 2021. בסה"כ המסחר בבורסה הסתכם בכ-513 מיליארד ש"ח בשנת 2022, לעומת כ-602 מיליארד ש"ח אשתקד. ב-MTS מחזור המסחר ירד באופן ניכר מרמה של כ-96 מיליארד ש"ח לכ-49 מיליארד ש"ח ואילו המסחר ב-OTC (עסקאות מחוץ לבורסה) עמד על כ-81 מיליארד ש"ח, לעומת כ-139 מיליארד ש"ח בשנה הקודמת.

סך מחזורי המסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשנת 2022 הסתכמו בכ-2.7 מיליארדי ש"ח בממוצע יומי, לעומת 3.53 בשנת 2021 (הממוצע מחושב על פי מספר ימי המסחר בבורסה. המסחר ב-MTS בימים ב'ה').

להלן חלוקת מחזורי המסחר בין זירות המסחר השונות:



מחזורי המסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשנת 2022 (במיליוני ש"ח)

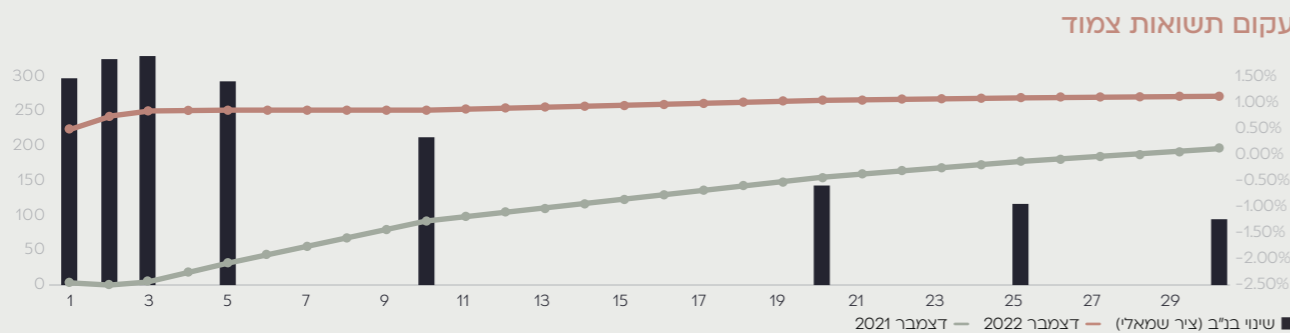


התפלגות המסחר באפיקים השונים

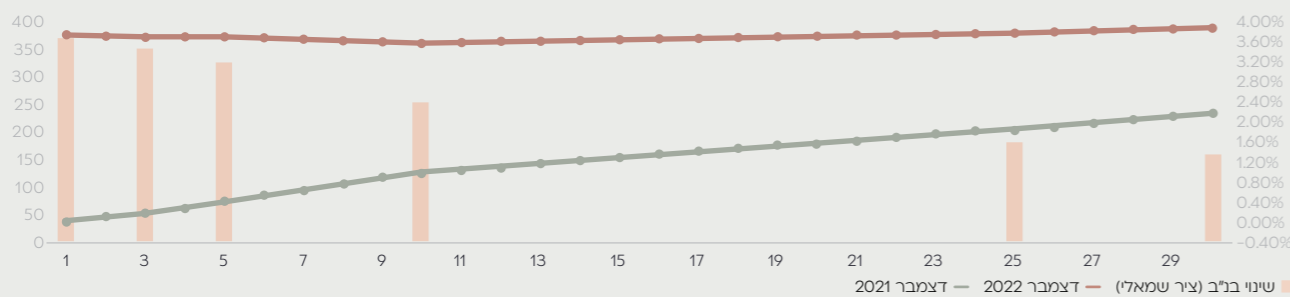
בדומה לשנים קודמות, המסחר באיגרות החוב הממשלתיות בשנת 2022 התרכז באפיק השקלי (שאינו צמוד למדד). היחס בין האפיקים השונים בכלל זירות המסחר: אפיק שקלי: 61.34% מהמסחר (2021 - 60.54%), אפיק צמוד: 34.78% (2021 - 34.3%), אפיק ריבית משתנה: כ-3.86%, אפיק איגרות חוב קצרות: כ-0.03%.

עקום תשואות שנת

להלן נתוני השוואה בין עקומי התשואה, השקלי והצמוד, נכון לסוף שנת 2021 ו-2022:



עקום תשואות שקלי



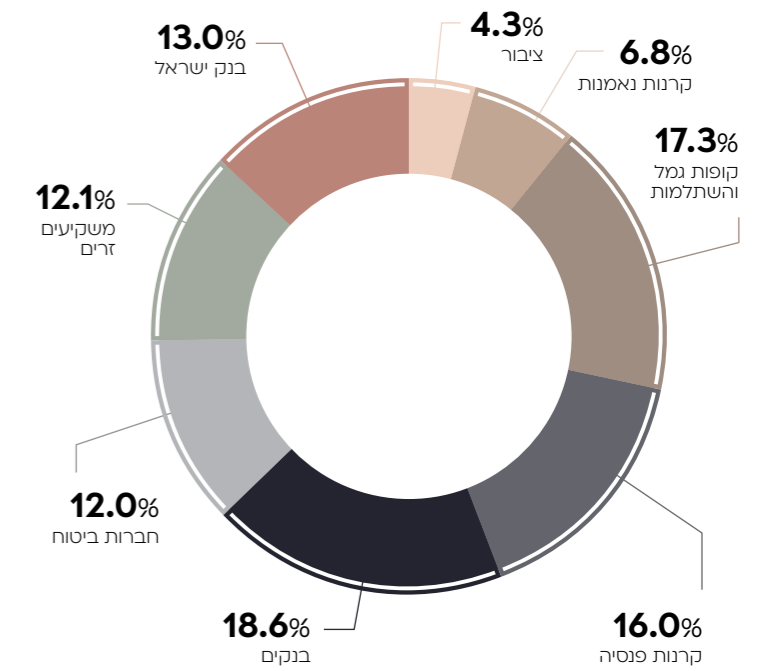
מאגר השאלות

יתרת השאלות (במיליארדי ש"ח)



מאגר ההשאלות החל לפעול בחודש ספטמבר 2006 כחלק מהרפורמה בעשיית השוק. החשב הכללי הקים, בשיתוף עם מסלקת הבורסה, מאגר השאלות המאפשר לעושי השוק הראשיים לשאול איגרות חוב ממשלתיות. עושה שוק ראשי זכאי לשאול איגרות חוב עד לרמה של 1.5 מיליארד ש"ח, לכל עושה שוק. עושה שוק ראשי המעוניין לשאול ממאגר ההשאלות נדרש להפקיד ביטחונות כספיים. עסקת השאלה כרוכה בדמי השאלה כמפורט בנוהל השאלות. בשנה האחרונה נע המאגר בטווח של בין 2.2 ל-8.3 מיליארד ש"ח (שווי השוק של האגרות המושאלות).

התפלגות החזקות 2022



התפלגות החזקות איגרות החוב הממשלתיות הסחירות

נתונים בולטים:

• שיעור ההחזקות מצד קרנות הפנסיה וקופות הגמל עמד על כ-33.3% בסוף שנת 2022 לעומת 35.8% בסוף שנת 2021.

• שיעור החזקותיהם של המשקיעים הזרים עמדו על כ-12.1% בסוף השנה, לעומת 10.7% בסוף 2021.

• שיעור החזקות בנק ישראל המשיך במגמת העלייה שהחלה בשנת 2020 ועמד על כ-13%, לעומת כ-12.8% בשנה הקודמת ובהשוואה לשיעור החזקה נמוך מ-1% בשנת 2019.

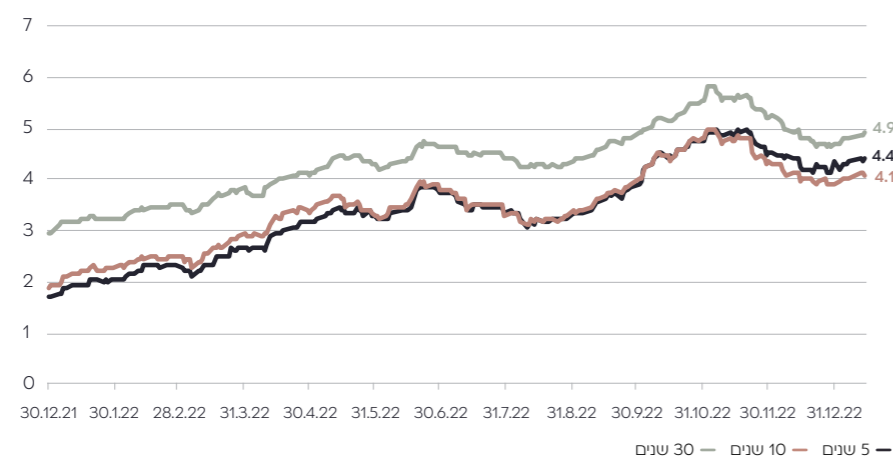
סך ההון הרשום (מיליארדי ש"ח)	ציבור	קרנות נאמנות	קופות גמל והשתלמות	קרנות פנסיה	בנקים	חברות ביטוח	משקיעים זרים	בנק ישראל
2010	24.2	13.2	18.8	13.3	12.8	9.7	3.0	5.1
2011	22.3	8.5	19.3	14.9	14.1	9.8	6.3	4.8
2012	21.7	9.6	19.8	15.5	12.8	11.2	5.6	3.7
2013	19.9	11.8	20.3	15.9	13.0	12.3	3.7	3.1
2014	18.5	13.6	20.1	15.4	11.9	12.6	5.5	2.4
2015	17.1	13.5	20.0	14.9	14.0	13.0	5.5	2.0
2016	15.2	11.4	20.7	16.1	16.0	13.7	5.2	1.7
2017	14.9	10.5	22.1	17.1	12.6	15.9	5.6	1.3
2018	15.0	10.8	21.9	16.4	11.8	16.5	6.7	0.9
2019	14.9	10.4	22.3	17.8	12.2	16.6	5.5	0.4
2020	12.1	7.3	19.6	15.3	17.2	13.6	7.3	7.6
2021	6.3	8.3	20.3	15.4	13.3	12.9	10.7	12.8
2022	4.3	6.8	17.3	16.0	18.6	12.0	12.1	13.0

מקור: בנק ישראל שנת 2022, התפלגות של החזקות איגרות החוב הסחירות הממשלתיות נכון לתאריך 23.2.2023

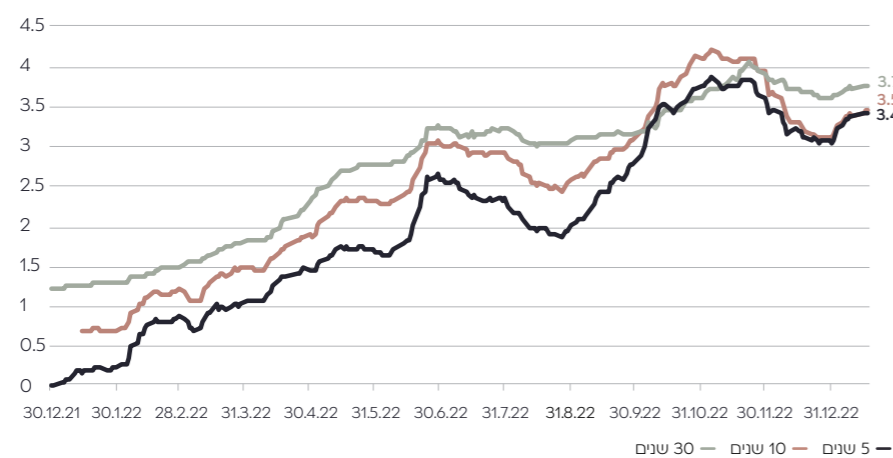
תשואת איגרות חוב עצמיות שהונפקו בחו"ל

להלן תשואות איגרות החוב שמנפיקה ממשלת ישראל בדולר וביורו שפדיון יתרחש בעוד כ-5, 10 ו-30 שנים. תשואות איגרות אלו מהוות עקום ייחוס לסיכון המשק הישראלי המקל על חברות ישראליות לגייס חוב בחו"ל.

תשואת איגרות חוב ציבוריות בדולר



תשואת איגרות חוב ציבוריות באירו



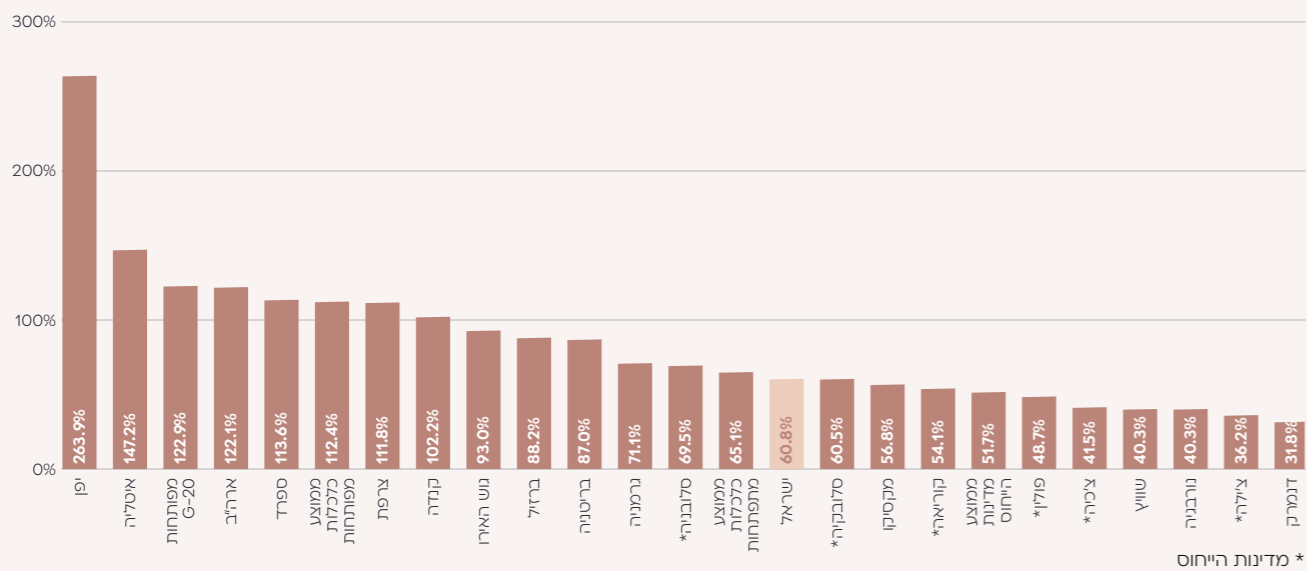
תיק
החוב

יחס החוב לתוצר

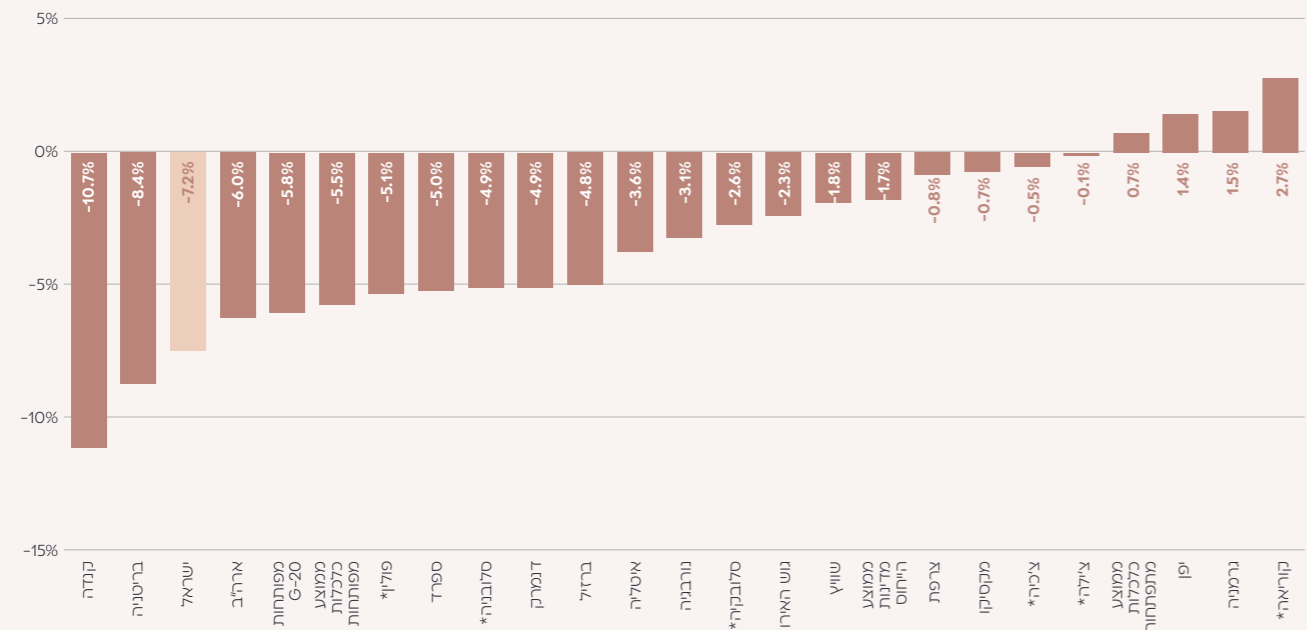
יחס החוב לתוצר הינו סמן מרכזי עבור קביעת דירוג האשראי ועבור יציבותה הפיננסית של הממשלה.

בעשור שקדם למשבר הקורונה, יחס החוב לתוצר התאפיין במגמת ירידה מתמשכת, כתוצאה ישירה של מדיניות כלכלית פסיקאלית אחראית, אשר תרמה לחוסנה הפיננסי של המדינה. בשנת 2022 בשל הכנסות ממיסים הגבוהות משמעותית מהתחזיות וכן עודף תקציבי, יחס החוב הציבורי לתוצר, הכולל חוב של רשויות מקומיות, ירד בכ-7.2% ועמד על 60.8%. שיעור החוב הממשלתי מהתוצר ירד בכ-7.1% בשנת 2022, ועומד על כ-59.1%.

יחס החוב הציבורי מהתוצר בשנת 2022 (% ביחס לתוצר)



שינוי ביחס החוב הציבורי לתוצר בין השנים 2021 ו-2022



מקור הנתונים: משרד האוצר ובנק ישראל, יתר המדינות October 2022 Fiscal Monitor

החוב הממשלתי

בסוף שנת 2022 מלאי החוב הממשלתי עמד על כ-1,037 מיליארד ש"ח, לעומת כ-1,044 מיליארד ש"ח אשתקד, קיטון של כ-0.7% במלאי החוב, לעומת גידול של כ-6.1% במלאי החוב אשתקד. הקיטון הנומינלי בחוב הממשלתי נבע בעיקר מירידה משמעותית בצרכי הגיוס עקב הכנסות ממסים גבוהות בצורה משמעותית מהתחזית המקורית ויתרות מזומנים שקוזזו חלקית כתוצאה מגידול במלאי החוב בעקבות עלייה באינפלציה.

כפי שניתן לראות בגרף מטה, בעשור האחרון היקף החוב החיצוני, מתוך סך החוב התייצב סביב ממוצע של כ-14%.

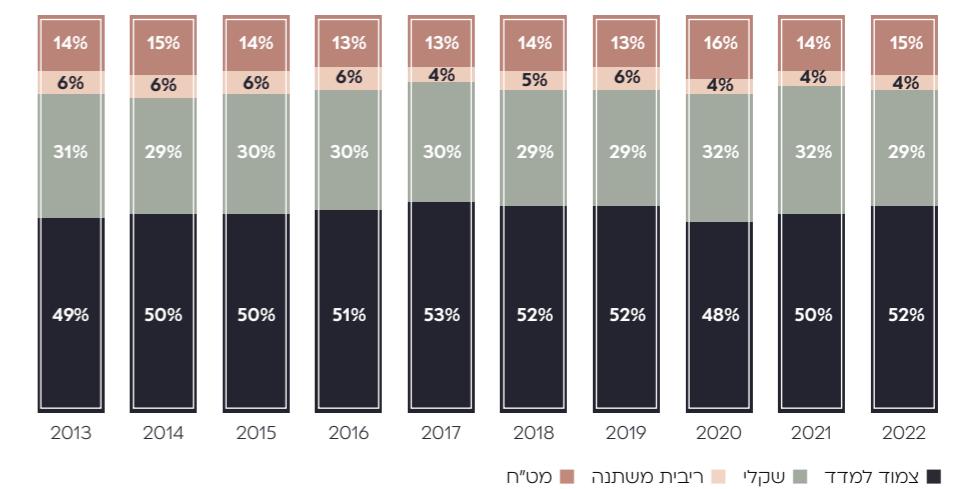
סך הגיוס באפיק הלא סחיר בשנת 2022 הסתכם בכ-12 מיליארדי ש"ח, מתוכם כ-8 מיליארדי ש"ח מקרנות הפנסיה. שיעור הגיוס הלא סחיר מכלל גיוס החוב הממשלתי בשנת 2022 עמד על כ-19% לעומת כ-25% בשנת 2021.

בשנת 2022 סך החוב הלא סחיר עמד על כ-32% מסך החוב הממשלתי, לאור העלייה באינפלציה ובריביות הבנקים המרכזיים לאורך השנה, וכן הירידות החדות בשוק ההון. החל מחודש אוקטובר 2022, הסתיימה הנפקת איגרות חוב מסוג "ערד" לקרנות הפנסיה ובמקומן החל לפעול מנגנון "הבטחת תשואה".

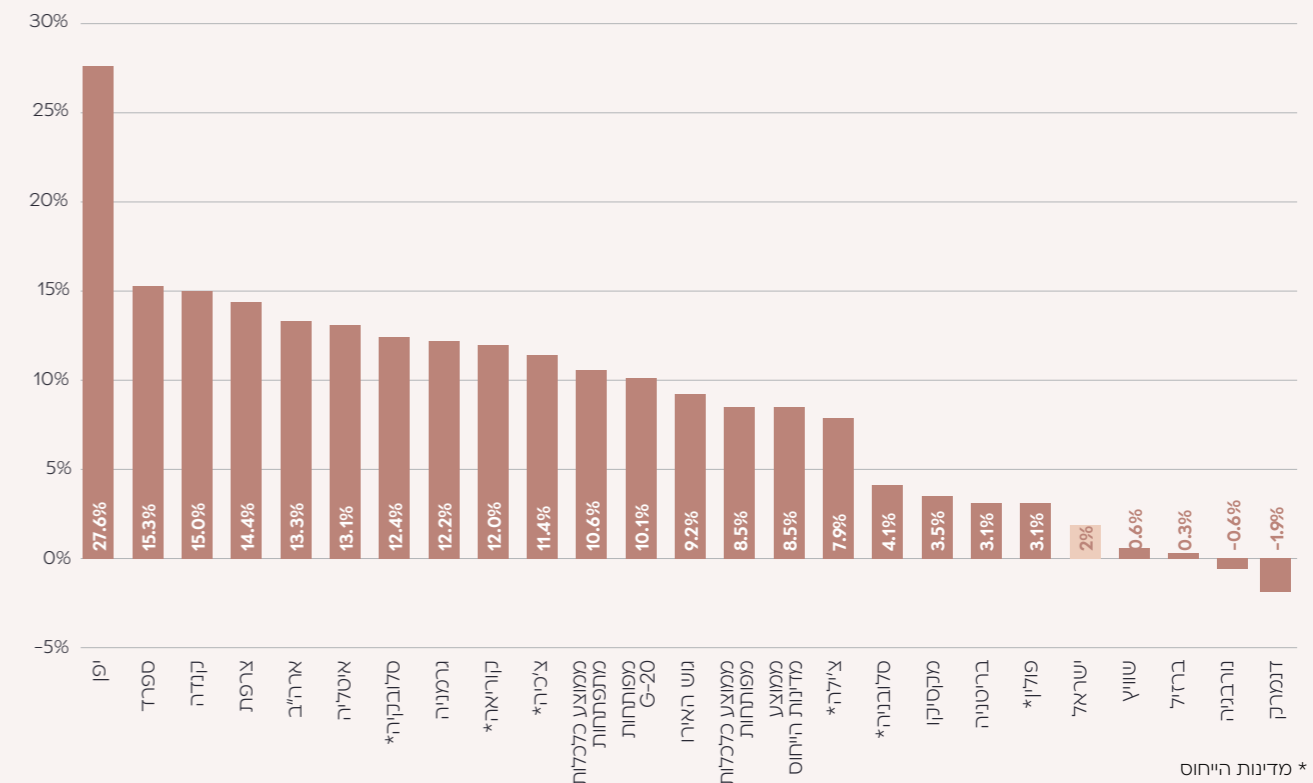
לצד גיוס החוב הצמוד באפיק הלא סחיר, יחידת החוב מגייסת חוב סחיר צמוד בשוק המקומי. גיוס חוב צמוד, לצד העלייה בשיעור האינפלציה בשנת 2022, תרמו לעליית שיעור החוב הצמוד משיעור של כ-50% אשתקד לשיעור של כ-52% בשנת 2022.

בשנת 2022 היקף הגיוס בשוק המקומי הסחיר עמד על כ-42 מיליארדי ש"ח, המהווים כ-66% מסך הגיוס השנתי, לעומת היקף גיוס סחיר של כ-119 מיליארד ש"ח בשנת 2021, לאור הצמצום החד בצרכי המימון. על כן, בשנת 2022 מלאי החוב הסחיר עמד על כ-53% מסך החוב הממשלתי.

התפלגות מלאי החוב הממשלתי בחלוקה להצמדות (%)



שינוי ביחס החוב הציבורי לתוצר בין השנים 2019 ו-2022



* מדינות הייחוס
מקור הנתונים: משרד האוצר וبنק ישראל, יתר המדינות October 2022 Fiscal Monitor



ניתן לראות כי יחס החוב הציבורי לתוצר בשנת 2022 גבוה בהשוואה לממוצע מדינות הייחוס. עם זאת, השינוי נטו ביחס חוב תוצר של ישראל בין השנים 2019 ל-2022, המגלם את השפעת משבר הקורונה והיציאה ממנו, נמוך בהשוואה למדינות המפותחות ולממוצע מדינות הייחוס - עלייה של כ-2% לעומת כ-8.5% בהתאמה.

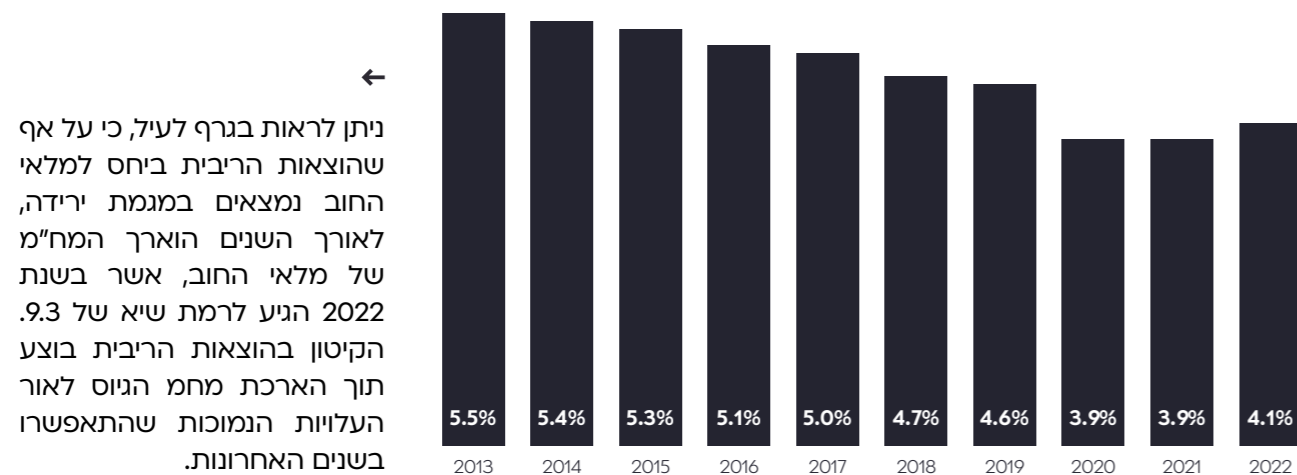
בנוסף, ניתן לראות כי בעוד מדינות הייחוס הקטינו את החוב ביחס לתוצר בצורה מתונה, בישראל חל קיטון זה בצורה מאוד משמעותית - בשנת 2022 נרשמה ירידה של כ-7.2%, לעומת ירידה ממוצעת של 1.7% במדינות הייחוס.

הוצאות הריבית

היקף הוצאות הריבית בשנת 2022 עמד על כ-42 מיליארד ש"ח לעומת כ-41 מיליארד ש"ח אשתקד. הוצאות הממשלה (כולל הוצאות משבר הקורונה) בשנת 2022 עמדו על כ-458.8 מיליארד ש"ח וזאת לעומת 482.5 מיליארד ש"ח אשתקד. לאור זאת, שיעור הוצאות הריבית מסך הוצאות הממשלה בשנת 2022 עמד על 9.2% לעומת 8.5% בשנת 2021.

כפי שניתן לראות בגרף מטה, לנוכח סביבת הגיוס הזולה, שיעור הוצאות הריבית ביחס לחוב הממשלתי נמצא במגמת ירידה בעשור האחרון וירד משיעור של 5.6% בשנת 2012 לשיעור של 4.1% בשנת 2022. הוצאות הריבית ביחס לחוב עלו בשנת 2022 לעומת שנת 2021, בין היתר כתוצאה מהעלייה באינפלציה, שהגדילה את הוצאות הריבית על החוב הלא סחיר, לעומת קיטון בהוצאות הריבית על החוב הסחיר המתאפיין בגיוס בריבית נקובה נמוכה יותר בהשוואה לחוב הלא סחיר. בנוסף, העלייה באינפלציה תרמה לגידול בהוצאות הריבית בנין ביטוח לאומי.

הוצאות הריבית ביחס לחוב הממשלתי בשנים 2013-2022



ניתן לראות בגרף לעיל, כי על אף שהוצאות הריבית ביחס למלאי החוב נמצאים במגמת ירידה, לאורך השנים הוארך המח"מ של מלאי החוב, אשר בשנת 2022 הגיע לרמת שיא של 9.3. הקיטון בהוצאות הריבית בוצע תוך הארכת מחמ הגיוס לאור העלויות הנמוכות שהתאפשרו בשנים האחרונות.

הגרף להלן מציג השוואה של הוצאות הריבית בין השנים 2021-2022, עבור כל אפיק, ביחס למלאי החוב באותו האפיק.

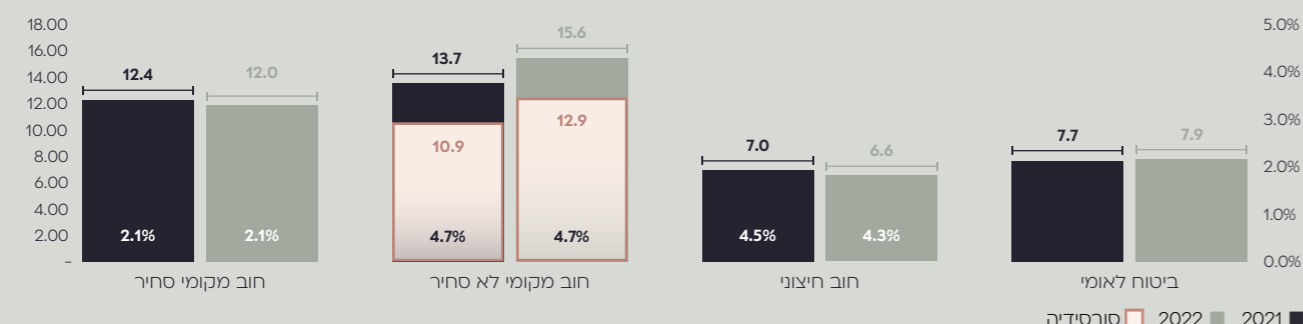
עבור האפיק הסחיר המקומי, הוצאות הריבית ירדו ב-0.4 מיליארד ש"ח מרמה של 12.4 מיליארד ש"ח לרמה של 12.0 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור האפיק הסחיר מסך מלאי החוב הסחיר נותר ללא שינוי ברמה של 2.1%.

עבור האפיק הלא-סחיר, הוצאות הריבית עלו ב-1.9 מיליארד ש"ח מרמה של 13.7 מיליארד ש"ח לרמה של 15.6 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור האפיק הלא סחיר מסך מלאי החוב הלא סחיר עלה ב-0.1% מרמה של 4.6% לרמה של 4.7%. אומדן הסבסוד של אגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה עמד בשנת 2022 על 10.8 מיליארד ש"ח, לעומת 8.9 מיליארד ש"ח בשנת 2021. אומדן הסבסוד לחברות הביטוח (אגרות חוב "ח"ץ") בשנת 2022 עמד על 2.1 מיליארד ש"ח, לעומת 2.0 בשנת 2021. סה"כ אומדן הסבסוד לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח עלה בשנת 2022 בכ-2.0 מיליארד ש"ח לעומת שנת 2021.

עבור האפיק החיצוני, הוצאות הריבית ירדו ב-0.4 מיליארד ש"ח מרמה של 7 מיליארד ש"ח לרמה של 6.6 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור האפיק החיצוני מסך מלאי החוב החיצוני ירד ב-0.2% מרמה של 4.5% לרמה של 4.3%, זאת בשל הירידה בתשלומי הריבית ועל אף פחות של השקל שהגדיל את יתרת החוב החיצוני.

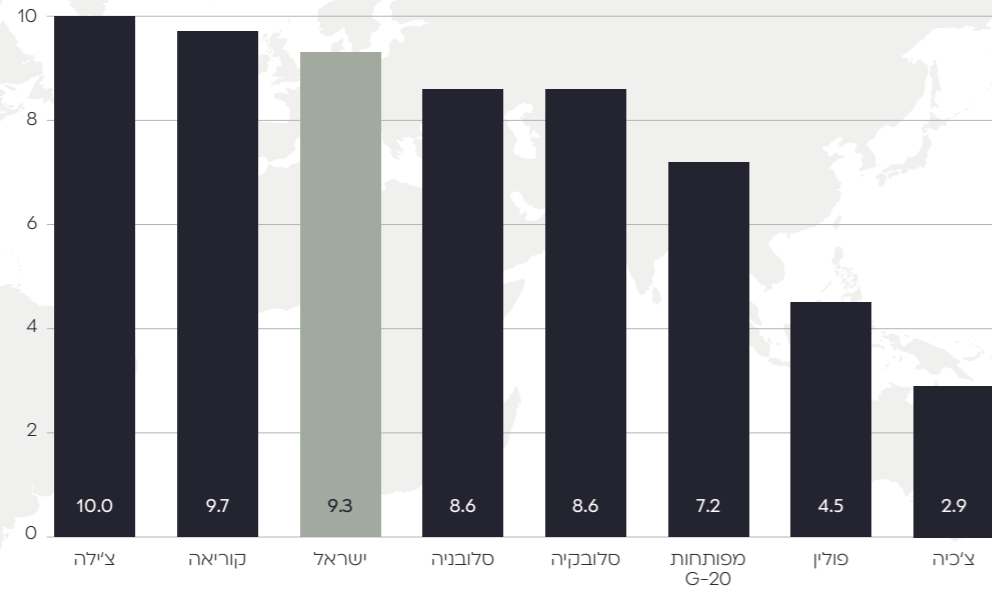
עבור הביטוח הלאומי, הוצאות הריבית עלו בכ-0.2 מיליארד ש"ח מרמה של 7.7 מיליארד ש"ח לרמה של 7.9 מיליארד ש"ח.

הוצאות הריבית ביחס לחוב בחלוקה לאפיקי גיוס 2021-2022



* החוב לביטוח לאומי לא מוכר כחוב ממשלתי, בין היתר, כיוון שהמדינה אינה מנפיקה חוב עבורו. עם זאת, החוב של ביטוח לאומי מקבל ביטוי בתקציב המדינה וכפוף לכללים הפיסקאליים.

השוואה עולמית למדד ATM



ניהול סיכוני החוב הממשלתי

הסיכונים המרכזיים של תיק החוב הממשלתי הינם סיכון המחזור, הנזילות, השוק והאשראי. ניהול הסיכונים מתבצע בהתאם למדיניות סדורה וכחלק מהמטרות האסטרטגיות ארוכות הטווח בניהול החוב, הקופה והנזילות הממשלתיים. אסטרטגיית ניהול הסיכונים נשענת על מודלים, תרחישים וסימולציות המסייעים במזעור הסיכונים הכלכליים והתקציביים תוך כדי שימוש במערכות ייעודיות לניהול סיכוני החוב הממשלתי.

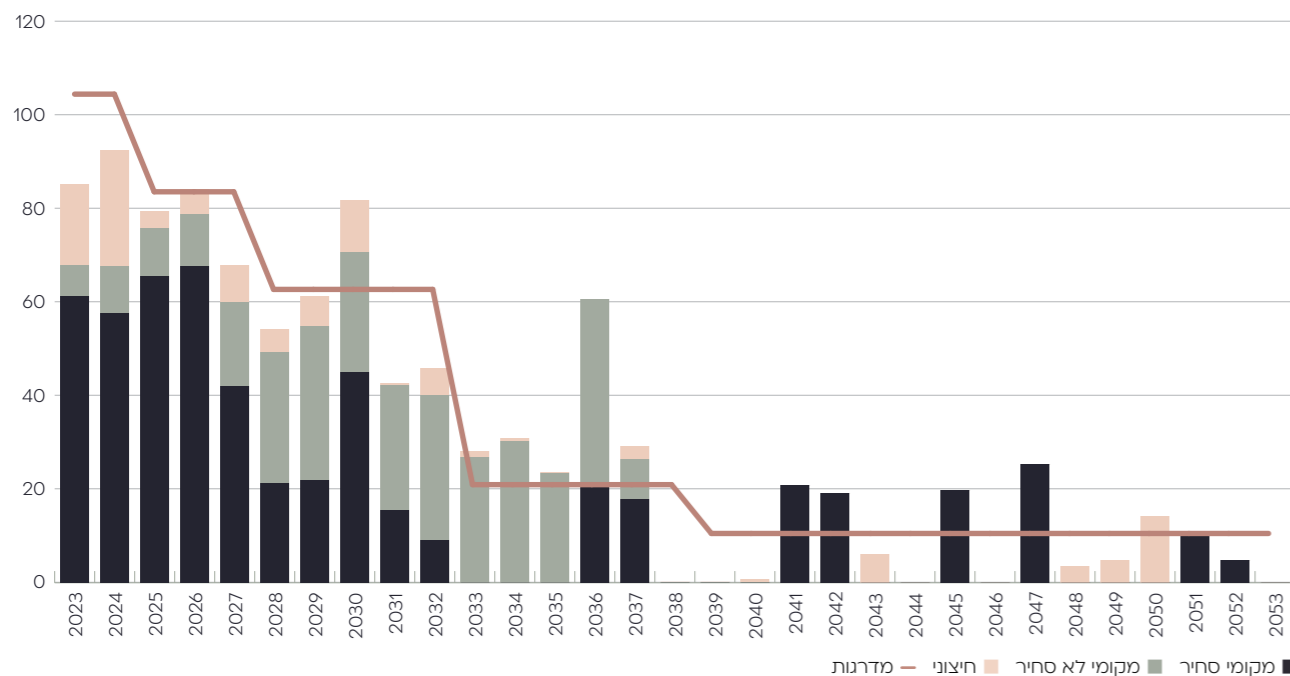
סיכונים פיננסיים מרכזיים:

סיכון מיחזור (Refinancing Risk) - הסיכון שהמדינה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה לשלם את חובות העבר או שתאלץ למחזר את החוב בעלויות גבוהות. סיכון זה הינו הסיכון המרכזי עבור ניהול תיק החוב הממשלתי. גיוס עקבי בהיקפים דומים בין שנים ובין חודשים יוצר ודאות הן למקבלי ההחלטות והן לפעילים בשוק ההון ומוביל לביקושים גבוהים בהנפקות, דבר המאפשר מחזור חוב יעיל כלכלית ומקטין את סיכון המחזור. כמו כן, מגמת הארכת ATM החוב הממשלתי, מסייעת בהקטנת סיכון זה.

1

על מנת לנהל את סיכון המחזור נעשה שימוש במספר מודלים:

← **מודל ההנפקות (המדרגות)** - שמירה על מבנה חוב יציב באמצעות מדיניות גיוסים קבועה.

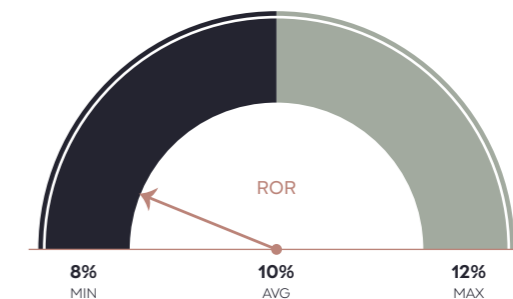


← **מודל לפתיחת סדרות קצרות** - פתיחת איגרות חוב ממשלתיות חדשות בתוך השנה אשר מחליקות את הפירעונות ברמה החודשית, כחלק מהקטנת סיכון המחזור והתנדדותיות בתקציב הריבית.

← **מעקב רציף אחר אינדיקטורים מרכזיים**, כגון מדדי טווח ממוצע לפדיון של החוב (ATM) והיקף החוב הקצר מסך החוב (Rollover Ratio) שפורטו לעיל.

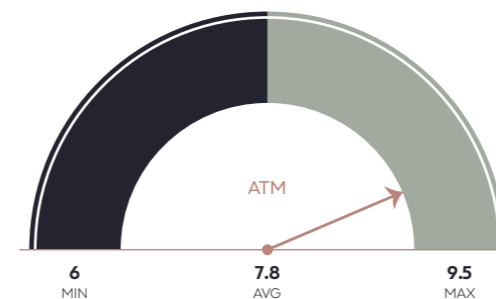
אומדן הסיכון מתבצע על-ידי מספר מדדים:

← בחינת היקף החוב הקצר (חוב הנפרע בשנה הקרובה) ביחס לטווח החוב (Rollover Ratio). על פי מדיניות ניהול הסיכונים יש להישאר בטווח שבין 8%-12%.



נכון לסוף שנת 2022 מדד זה הינו בהתאם ליעד ונמצא קרוב לשיעור הממוצע בעשור האחרון, אשר עומד על כ-8.2%, לאחר שבשנת 2021 עמד המדד על כ-9.0%.

אמידה של סיכון המחזור. כמו כן, סיכון המחזור מופחת באמצעות שמירה על מדיניות הנפקות קבועה, שבה מנפיקים כמויות קבועות לטווחים קבועים של 3, 5, 10 ו-30 שנים (Benchmark) תוך שאיפה להחלקת עקום הפירעונות. נכון לסוף שנת 2022 מדד זה עמד על כ-9.3 שנים לעומת 9.1 שנים אשתקד. ה-ATM של תיק החוב הוארך משמעותית בשנים האחרונות ונמצא כמעט ברמתו הגבוהה ביותר בעשר השנים האחרונות.



לצורך קביעת ה-ATM הרצוי לתיק החוב של המדינה, בוצע ניתוח השוואתי מול מדינות רלוונטיות, אשר נועד לבחון מגמות בעולם ולזהות מדינות עם מאפיינים דומים למדינת ישראל. כפי שניתן לראות בגרף, מדד ה-ATM של תיק החוב הינו גבוה בהשוואה למדינות הייחוס ולמדינות המפותחות¹.

← הטווח הממוצע לפדיון (ATM) - מדד זה משקף את משך החיים הממוצע של תיק החוב על ידי ממוצע משוקלל של מועדי פירעון הקרן. מאחר שמדד זה הינו ממוצע, הוא אומד את הסיכון בצורה לא מלאה ולכן הוא נבחן בשילוב עם ה-ROR לשנה ולשלוש שנים קדימה. באמצעות שילוב של שני מדדים אלו מתבצעת

¹מקור: משרד האוצר ובנק ישראל, יתר המדינות October 2022 Fiscal Monitor.

2

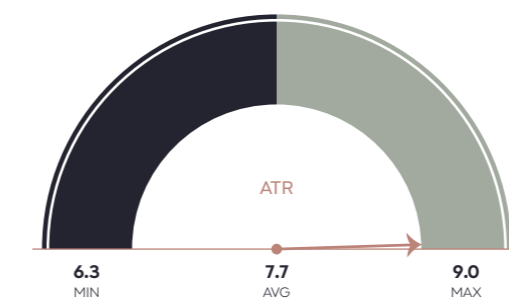
סיכון זילות (Liquidity Risk) - סיכון שמקורות המימון הקיימים לא יספיקו כדי לממן את צורכי המדינה בכל רגע נתון. אמידת הסיכון וניהולו מתבצעים באמצעות מודלים, ניתוחי תרחישים (תרחיש מרכזי, תרחישי לחץ ותרחישי קיצון) וסימולציות במעקב יומיומי. כמו כן מתבצע שימוש בכלי זילות לרבות איגרות חוב קצרות, מכרזי החלף ומכרזים הפוכים. מדינת ישראל שומרת על כרית זילות בהתאם לאסטרטגיית ניהול הסיכונים תוך לקיחה בחשבון של הפער בין ההכנסות להוצאות וכן שמירה על קופה מינימאלית לצורך התמודדות עם תרחישים שונים.

3

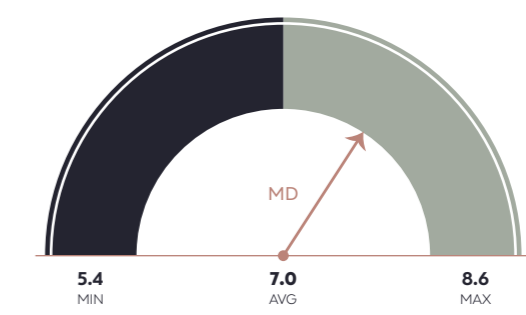
סיכון שוק (Market Risk) - סיכון לשינויים בהיקף החוב הממשלתי ותקציב הריבית כתוצאה משינויים בגורמי שוק (מדד, ריביות וש"ח). אומדן וניהול סיכון זה מתבצע באמצעות שימוש במודלים, תרחישים וסימולציות וכן באמצעות גידור החשיפה על-ידי מכשירים פיננסיים (כגון עסקאות פורוורד).

סיכון זה נאמד באמצעות המדדים הבאים:

← המח"מ (משך חיים ממוצע) המתוקן (Modified Duration) - מדד המסייע בבחינת ההשפעה של שיעור הריבית על שווי השוק של החוב. השנה חלה ירידה במח"מ הכולל של החוב הממשלתי לכ-7.4, מרמה של כ-8.3 אשתקד. מדד זה נמצא במגמת ירידה מאז שנת 2020, כאשר הסיבה העיקרית לירידה הינה גיוס מצומצם ביחס לשנה קודמת ולטווחים קצרים יותר.



← שינויים במדד המחירים - אפיק החוב הצמוד מהווה כ-52% ממלאי החוב נכון לסוף שנת 2022 וכך מהווה את עיקר הרגישות של תיק החוב היא למדד המחירים לצרכן, כך ששינוי בכ-1% במדד המחירים מביא לשינוי של כ-5.4 מיליארד ש"ח בערך מוחלט.



← שינויים בשער חליפין - אפיק החוב הצמוד למט"ח מהווה כ-15% ממלאי החוב לסוף שנת 2022. המשמעות היא לשינויים בשער חליפין יש השפעה על מלאי החוב וכן על תשלומי הריבית השוטפים שאינם מגודרים. כדי להקטין את הסיכון הנובע משינוי בשערי חליפין היחידה לניהול החוב הממשלתי מבצעת עסקאות גידור.

← ATR - זמן ממוצע לקיבוע ריבית (Average Time to Refixing) הינו מדד הבוחן את סיכון הריבית למנפיק. כלומר, ככל שהאורך הממוצע לקיבוע הריבית גדול יותר, כך החוב חשוף פחות לשינויים בריבית. ה-ATR קרוב ל-ATM ועומד על כ-9.0, וזאת בדומה לשנים האחרונות.

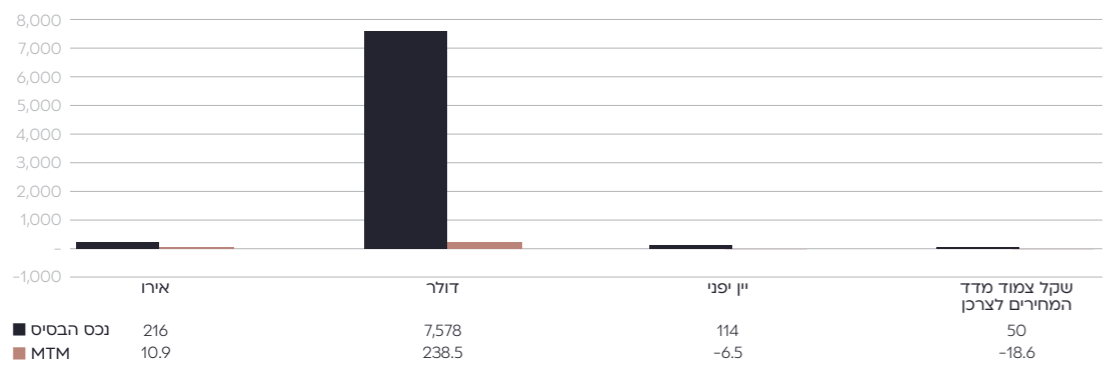
4

סיכון אשראי (Credit Risk) - פעילות המדינה בעסקאות גידור חושפת את הממשלה לסיכון אשראי במקרה של חדלות פירעון של הצד שכנגד בעסקה. המטרה האסטרטגית של תוכנית הגידורים הינה הקטנת החשיפה של החוב הממשלתי לשינויים בשע"ח כחלק מניהול סיכונים השוק. עסקאות הגידור מחולקות לטווח ארוך באמצעות CCS ולטווח קצר באמצעות Forward ו-FX Swap. בשנת 2022 ביצעה יחידת החוב עסקאות גידור לתשלומי קרן וריבית, בדולר ובאירו, בהיקף של כ-5.7 מיליארד דולר. שיעור החוב החיצוני המגודר עומד על כ-15% ממלאי החוב החיצוני לשנת 2022.

כדי למזער את השפעת סיכון האשראי, פעילות המדינה בעסקאות גידור הינה מול עושי השוק הראשיים בלבד, החתומים על הסכם ה-CSA תחת חוזה ISDA. בהתאם להסכם זה מתבצע חישוב שבועי, שלפיו מועברים ביטחונות בהתאם לשווי ההוגן של העסקאות. העברת הביטחונות מסייעת בהקטנת החשיפה לסיכון חדלות פירעון של הצד שכנגד.

נכון ליום 31.12.2022, הסתכם מלאי עסקאות הגידור של הממשלה בכ-8,185 מיליון דולר (הסכום שגודר). השווי ההוגן (Mark to Market) של כלל הפוזיציות ליום 31.12.2022 עמד על כ-206 מיליון דולר לטובת המדינה לאור הפיחות המשמעותי של השקל ביחס לדולר ולסל המטבעות במהלך שנת 2022.

היקף עסקאות הגידור והשווי ההוגן



5

סיכונים נוספים - כחלק מבחינה של סיכונים עתידיים העשויים להשפיע על החוב הממשלתי מתבצעת אמידה של סיכונים נוספים לצורך מיפוי ומעקב אחר מפת סיכונים פיננסיים כוללת.

6

מודלים נוספים לניהול סיכונים החוב הממשלתי

- מודל סיכון עלות - ניתוח לסיכון-עלות של מדיניות הגיוס לטווח קצר, בינוני וארוך.
- סימולציות למבנה החוב - בניית סימולציות להתפתחות החוב הממשלתי לטווח קצר, בינוני וארוך בהתאם לחשיפות המרכזיות ותחת אסטרטגיות גיוס שונות.
- תחזיות ליחס חוב תוצר - יחס חוב תוצר מהווה אינדיקטור מרכזי באמידת האיתנות הפיננסית של המדינה. ביצוע תחזיות להתפתחות יחס החוב לתוצר תחת תרחישי שוק ומאקרו-כלכליים מסייע בטיוב וניהול החוב הממשלתי.
- תמחורים פיננסיים - תמחור איגרות חוב, עסקאות גידור ועוד, באמצעות שימוש במודלים אנליטיים שונים.
- תחזית תשלומי ריבית - התחזית בנויה בשיטת Bottom Up הפורסת את התשלומים הנוכחיים בהתאם לצפי בשינויים בגורמי שוק בארץ ובחו"ל וכן תחזיות לשינויים בלוחות הסילוקין (גיוסים חדשים, מכרזי החלף ומכרזים הפוכים).

החוב הלא סחיר

במהלך השנה הגיעו לפדיון 4 סדרות, ולפיכך סך הסדרות הסחירות הצטמצם לעומת אשתקד ועומד על 30 סדרות. כמו כן, במהלך השנה לא הונפקו איגרות חוב קצרות.

כפי שניתן לראות בגרפים מטה, לאורך השנים מספר הסדרות הסחירות ירד משמעותית, בעוד גודל הסדרות הממוצע עולה, זאת כתוצאה ממדיניות ניהול החוב. מדיניות זו מובילה לשיפור הסחירות והנזילות של איגרות החוב ובכך מסייעת בהוזלת עלויות הניוס. מדיניות זו תמשיך גם בעתיד.

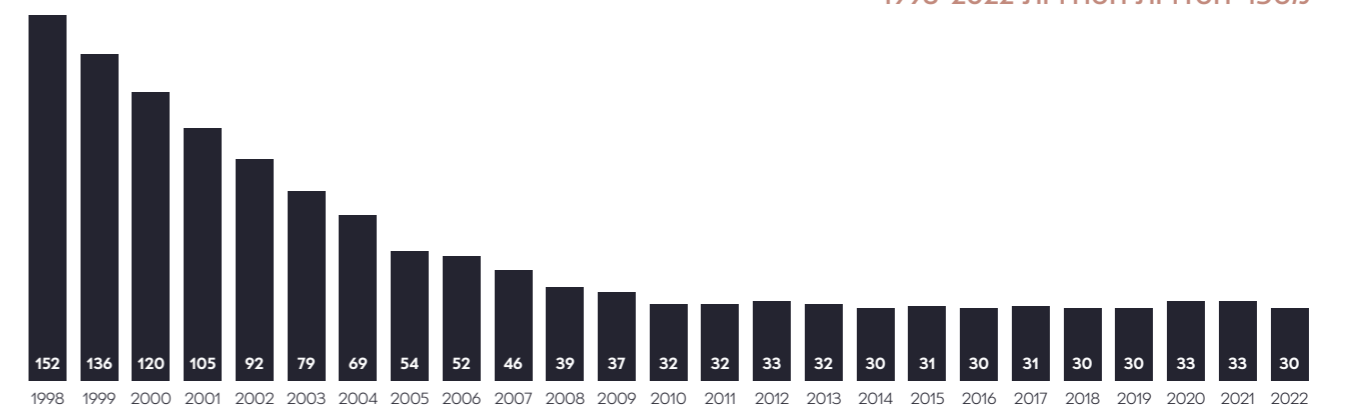
גודל סדרה ממוצע ומספר סדרות

מדיניות ניהול החוב באגף החשב הכללי הינה צמצום מספרן של סדרות איגרות החוב הממשלתיות במחזור והגדלת נפחן.

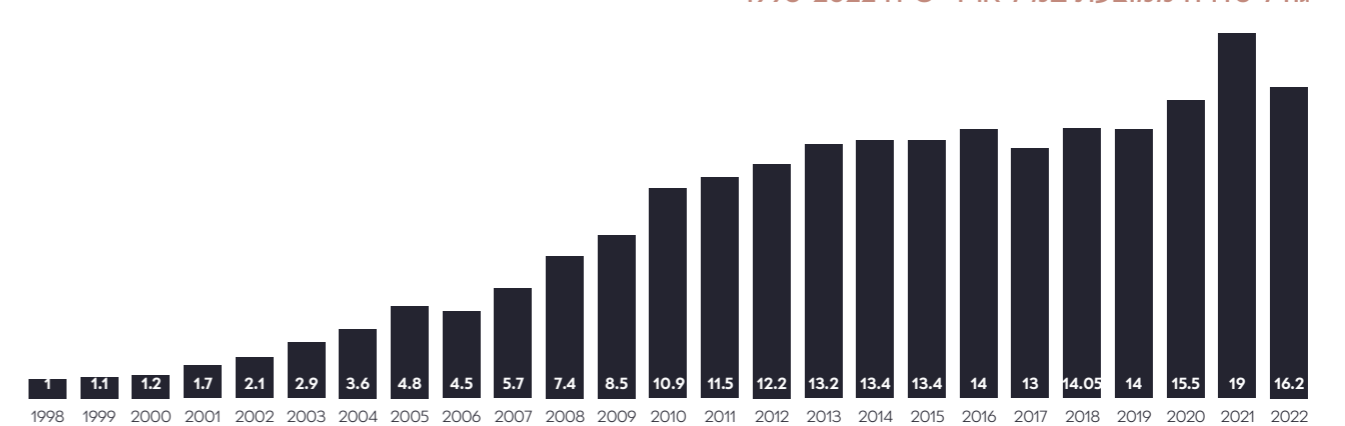
במהלך שנת 2022 הונפקה סדרה חדשה אחת בשוק המקומי הסחיר:

- ממש"ק 1152 לפירעון בשנת 2052. בנוסף כחלק מהאסטרטגיה כאמור במהלך שנת 2022 בוצע שימוש במתודולוגיית החלפה של איגרות on-the-run באגרות off-the-run (ובכך האחרונות הפכו להיות on-the-run). להלן פירוט האיגרות:
- ממש"ק 1024 הוחלפה ע"י ממש"ק 0425 כבנצ'מרק ל-3 שנים שקלי.
- ממש"ק 0226 הוחלפה ע"י ממש"ק 0928 כבנצ'מרק ל-5 שנים שקלי.

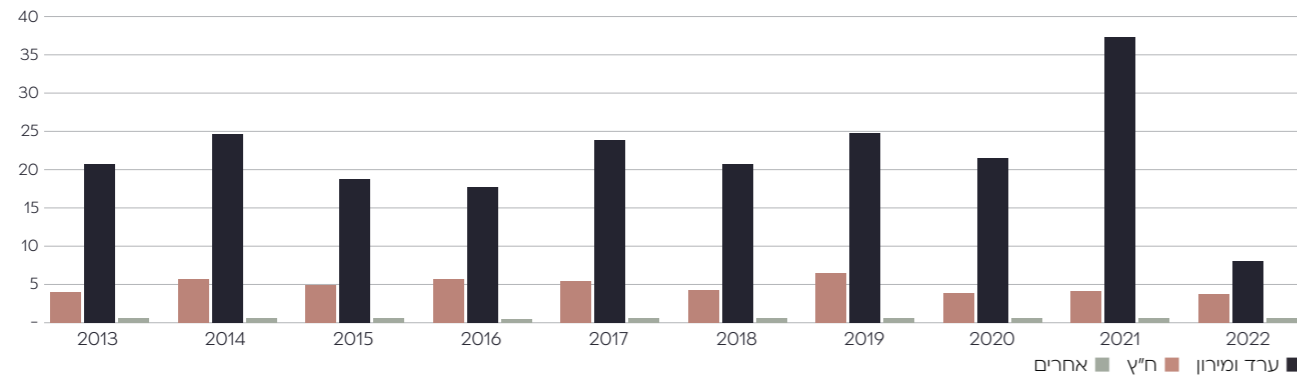
מספר הסדרות הסחירות 1998-2022



גודל סדרה ממוצעת במיליארדי ש"ח 1998-2022



היקף הגיוס הלא סחיר (מיליארדי ש"ח)



בתרשים לעיל ניתן לראות את היקף ההנפקות המשמעותי לקרנות הפנסיה ביחס לאפיקים האחרים החל משנת 2013, זאת לאור הזכאות של קרנות הפנסיה להנפקת איגרות חוב מיועדות לאחר שירדו מתחת לרמה של 30% מהשווי המשוער של נכסיהן. בנוסף בקרנות הפנסיה החדשות חל גידול בשווי הנכסים שנבע בעיקר מהיקף הצבירה נטו לאור החלת פנסיה חובה בישראל.

הרפורמה באגרות החוב המיועדות

במסגרת פרק ג' לחוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנים 2021 ו-2022), התשפ"א-2021 תוקן חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005 (להלן-החוק). במסגרת התיקון לחוק נוסף סימן ה'1 שעוסק בהבטחת תשואה לקרנות הפנסיה.

בפרק זה נתאר את המנגנון טרם הרפורמה, את האתגרים במנגנון הישן שהובילו לקידום הרפורמה, את המנגנון החדש ואת ההשפעות הצפויות של המנגנון החדש על שוק ההון וניהול החוב הממשלתי.

השלכות ואתגרים טרם הרפורמה

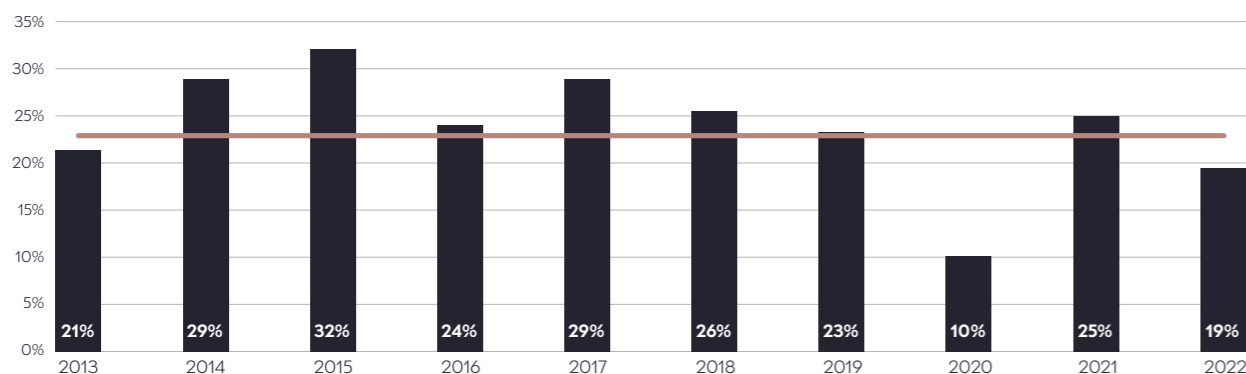
← גידול במלאי החוב הצמוד - נכון לשנת 2022 עמד החוב הצמוד על כ-55% מסך החוב. עיקר העלייה בשיעור החוב הצמוד בשנים האחרונות נובע מגיוס נטו של איגרות חוב מיועדות.

← דחיקה בהנפקות החוב הסחיר - הגידול בגיוס החוב הלא סחיר מביא לדחיקת החוב הסחיר ובעל השפעה שלילית על היקף הנפקת איגרות חוב ממשלתיות סחירות בשוק הראשוני ועל רמת הנזילות והסחירות בשוק המשני.

עבור תוואי גירעון קבוע של 3%, נמצא שרמת הסבילות (אחוז הגיוס הלא סחיר המקסימלי מסך הגיוס ללא פגיעה בגיוס המקומי הסחיר והחיצוני) הינה 23%, ועם התאמות מסוימות ניתן להתמודד עם גיוס לא סחיר של 25%.

הגרף שלהלן מציג את שיעור הגיוס של החוב המקומי הלא סחיר ביחס לסך הגיוס בשנים 2013-2022. ניתן לראות כי החל משנת 2014 שיעור ההנפקה הממוצע היה מעל סף הסבילות, למעט בשנת 2020 לאור השפעות משבר הקורונה ובשנת 2022 לאור כניסת הרפורמה וסיום הנפקת איגרות חוב מיועדות החל מחודש אוקטובר.

שיעור גיוס לא סחיר מסך הגיוס



הגיוס הלא סחיר בשנת 2022

בשנת 2022 הסתכם הגיוס המקומי הלא-סחיר בכ-12 מיליארד ש"ח. גיוס זה בוצע באמצעות המכשירים הבאים:

איגרות חוב מיועדות לקרנות פנסיה - איגרות מסוג "ערד", בעלות ריבית קבועה והצמדה למדד. איגרות חוב אלו השיאו תשואה גבוהה מהתשואה המקבילה בשוק הסחיר בשנים האחרונות אשר הוותה סבסוד בפועל של המדינה לקרנות הפנסיה. היקף ההנפקות באפיק זה בשנת 2022 עמד על כ-8 מיליארד ש"ח, ירידה של כ-78% לעומת כ-37.3 מיליארד ש"ח בשנת 2021. סכום הגיוס נטו באיגרות חוב מיועדות לקרנות הפנסיה הסתכם בשנת 2022 בכ-4.9 מיליארד ש"ח.

איגרות חוב מיועדות לחברות הביטוח - משנת 1965 ועד לשנת 1990 הונפקו איגרות חוב בלתי סחירות עבור ביטוחי חיים בשם ח"ץ (חיים-צמוד) עבור פוליסות בעלות תשואה מובטחת. איגרות אלו נשאו ריבית קבועה, צמודה למדד, של 4%-6.2%. בתחילת שנות ה-90 בוטלה אפשרות ההצטרפות למסלול זה. היקף ההנפקות באפיק זה בשנת 2022 עמד על כ-3.7 מיליארד ש"ח, ירידה של כ-12% לעומת 4.1 מיליארד ש"ח בשנת 2021. סכום גיוס הנטו באפיק בשנת 2022 הסתכם בגיוס שלילי בסך כ-558 מיליון ש"ח.

אמיסיות ופיקדונות שונים - הלוואות שנוצרו כתוצאה מהסכמים היסטוריים עם קופות הגמל. מדובר בהלוואות צמודות למדד בעלות ריבית קבועה של 4.95%-5.95%. הגיוס באמצעות אמיסיות הסתכם בשנת 2022 בסך של כ-528 מיליון ש"ח. כאשר גיוס הנטו הינו שלילי - בהיקף של כ-147 מיליון ש"ח.

אפיק גיוס	גיוסי קרן	פדיונות קרן	גיוס נטו
פנסיה ("ערד")	7,969	3,046	4,923
ביטוח חיים (ח"ץ)	3,675	4,233	(558)
אחרים	528	675	(147)
סה"כ	12,172	7,954	4,218

הנתונים בטבלה לעיל מוצגים במיליוני ש"ח ומתייחסים לשנת 2022

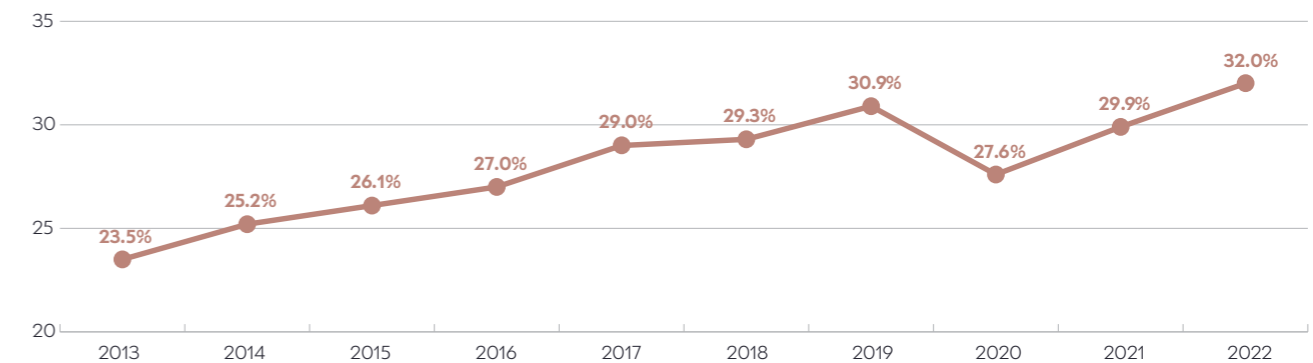


← מנגנון פרו-מחזורי - הנפקות איגרות חוב מיועדות מתבצעת בהתאם לשינוי בשווי תיק הנכסים של קרנות הפנסיה. שווי התיק מושפע בעיקר מתשואות התיק ומהפקדות המבטוחים.

על כן, בזמני משבר קרנות הפנסיה משיאות תשואות נמוכות יותר וכתוצאה מכך היקף הדרישה להנפקת איגרות חוב ממשלתיות מסוג "ערד" מצטמצם, בניגוד להגדלת צרכי המימון הממשלתיים ועלייה בגיוסי החוב הממשלתי. בעתות של גאות בשוק ההון מתקיימת מגמה הפוכה ובכך מתקיים מנגנון פרו-מחזורי בין צרכי המימון הממשלתיים לבין היקף הדרישה של קרנות הפנסיה להנפקת איגרות חוב מסוג "ערד".

מלאי החוב המקומי הלא-סחיר בסוף שנת 2022 גדל בכ-6.7% ועמד על כ-333.6 מיליארד ש"ח המהווה כ-32% מסך החוב. מלאי איגרות חוב מיועדות המונפקות לקרנות הפנסיה (איגרות חוב מסוג "ערד" ומסוג "מירון") גדל בכ-7.3% והסתכם בכ-268.8 מיליארד ש"ח, לעומת כ-250.3 מיליארד ש"ח אשתקד.

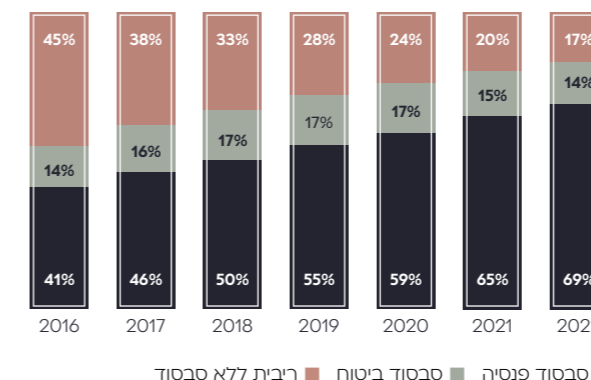
מלאי החוב המקומי הלא סחיר מסך החוב 2013-2022



← גידול בהוצאות הריבית בעקבות סבסוד איגרות החוב המיועדות - בדומה למגמה בשנים האחרונות, בשנת 2022 נמשך הקיטון בהוצאות הריבית בשוק הממשלתי הסחיר בעוד הוצאות הריבית על איגרות החוב המיועדות גדלו, זאת עקב גיוס נטו חיובי גבוה בחוב הלא סחיר וירידת התשואות בשוק הסחיר. אומדן היקף הסבסוד בהנפקת איגרות חוב מיועדות לסוף שנת 2022 עומד על כ-12.8 מיליארד ש"ח, לעומת 10.9 מיליארד בסוף שנת 2021 (גידול של כ-18%).

אומדן הסבסוד השנתי בגין איגרות החוב המיועדות בשנים 2016-2022 (במיליוני ש"ח)

שנה	סבסוד פנסיה	סבסוד ביטוח	סה"כ	שיעור מסך תשלומי הריבית עבור איגרות חוב מיועדות
2016	3,829	1,368	5,197	55%
2017	4,652	1,558	6,210	62%
2018	5,416	1,765	7,181	67%
2019	6,259	1,927	8,186	72%
2020	7,375	2,057	9,432	76%
2021	8,867	2,043	10,910	80%
2022	10,719	2,121	12,840	83%



להלן תרשים בו מוצגים תשלומי הריבית על מלאי החוב הלא סחיר תוך התייחסות לחלק בריבית שנובע מסבסוד. הסבסוד משקף את הפער בין הריבית שמשלמות אגרות החוב בהתאם לחוק או בהתאם להסכמים לבין ריבית השוק בתקופה בה הונפקו אגרות החוב. ←

אילו אגרות החוב היו מונפקות כאגרות סחירות אז תשלומי הריבית על מלאי החוב הלא סחיר בשנת 2022 היה עומד על 17% ביחס לתשלומי הריבית בפועל.

משמעויות המנגנון החדש

נכון לסוף שנת 2022, מלאי איגרות חוב מיועדות לקרנות הפנסיה עומד על כ-268 מיליארדי ש"ח. החלת המנגנון החדש אינה מבטלת את קיומן של איגרות החוב המיועדות שהונפקו בעבר. המדינה תקיים את התחייבויותיה ביחס לאיגרות אלו עד למועד פדיון המקורי. כאשר איגרות החוב המיועדות יפרעו, הכספים יבטחו על ידי המנגנון החדש להבטחת תשואה, כך שלאחר 15 שנים ממועד החלת המנגנון החדש, איגרות החוב המיועדות צפויות להתחלף במלואן בנכסים המושקעים בשוק ההון, עבורם המדינה מבטיחה תשואה בהתאם למנגנון החדש. על כן, מתקיים מעבר הדרגתי עבור קרנות הפנסיה ועבור הממשלה ממנגנון איגרות חוב מיועדות למנגנון "מובטח תשואה".

המנגנון החדש - מנגנון הבטחת תשואה

האתגרים בניהול החוב הובילו לגיבוש מנגנון חלופי (להלן - המנגנון החדש) שמצד אחד משמר את התשואה המובטחת על חלק מתיק הפנסיה, בדומה למנגנון הישן, ומנגד נותן מענה לאתגרים שפורטו לעיל.

המנגנון החדש נכנס לתוקף ביום 1/10/22. כלומר, המועד האחרון בו הונפקו איגרות חוב מסוג "ערד" היה ה-1/9/22. החל מיום ה-1/10/22 הוחל מנגנון הבטחת תשואה.

מנגנון הבטחת התשואה קובע כי במקום שקרנות הפנסיה יבקשו להנפיק איגרות חוב מסוג "ערד" בשיעור המשלים ל-30% מנכסי הקרן, הן ישקיעו את אותם כספים בשוק ההון וישיאו בגינם תשואה. על כספים אלו תעניק המדינה הבטחת תשואה שנתית בשיעור שנתי של 5.15% בתוספת הצמדה למדד (להלן - תשואת היעד). לאחר 5 שנים מיום הבטחת התשואה תתבצע התחשבנות עם קרנות הפנסיה בגין הפער בין התשואה שהשיאו בשוק החופשי לבין תשואת היעד. במידה ותשואה שהשיאה קרן פנסיה על הנכסים המובטחים בתשואה תהיה מתחת לתשואת היעד, אזי תשלים המדינה את הפער בין תשואת היעד לתשואה שהשיאה קרן הפנסיה. במידה ותשואה שהשיאה קרן פנסיה על הנכסים המובטחים בתשואה תהיה מעל לתשואת היעד, אזי קרן הפנסיה תעביר את הפער בין תשואת היעד לתשואה שהשיאה קרן הפנסיה לחשבון ייעודי בבנק ישראל. הכספים שיצברו בבנק ישראל וכן כספים נוספים שהמדינה תפריש לצורך זה בהתאם למוגדר בחוק, ישמשו את המדינה לצורך מימון השלמת התשואה ככל שתידרש.

על מנת להבטיח כי הנכסים המובטחים בתשואה ינוהלו בצורה מיטבית על ידי קרנות הפנסיה וכדי למנוע "סיכון מוסרי", נקבע כי הנכסים המובטחים בתשואה ינוהלו בנפרד משאר נכסי הקרן באפיק השקעה ייעודי (להלן - "אפיק מובטח תשואה"). הנכסים באפיק מובטח תשואה ינוהלו באופן זהה ככל הניתן למסלול הגדול ביותר באותה קרן פנסיה.

המנגנון החדש צפוי להשפיע על השוק בכללותו, על התשואות של איגרות החוב הממשלתיות ועל אסטרטגיית הגיוס של יחידת החוב. להלן תיאור ההשפעות הצפויות:

1 תמהיל הנכסים ומדיניות ההשקעה של הגופים המוסדיים - קרנות הפנסיה יאלצו להגדיל השקעתם בשוק ההון. מדובר במגמת עלייה בהיקף השקעות שקרנות הפנסיה יבצעו בשוק ביחס לשנים בהם הונפקו איגרות חוב מסוג "ערד". עלייה זו תהווה אתגר בניהול תיק ההשקעות עבור קרנות הפנסיה ועשויה להשפיע על תמהיל הנכסים ומדיניות ההשקעה.

2 השפעה על תשואות איגרות החוב הממשלתיות הסחירות - בשל סיום הנפקות איגרות חוב מסוג "ערד", יחידת החוב תגדיל את היקף הגיוסים הן באפיק המקומי הסחיר והן באפיק החיצוני בהתאם לצרכי המימון של הממשלה וכן לשיקולים נוספים. הדבר צפוי להעמיק את השוק המקומי ולשפר את הגישה לשווקים בינלאומיים.

3 השפעה על אסטרטגיית ניהול החוב הממשלתי - לאור הפסקת הגיוס של איגרת החוב מסוג "ערד", אפיקי המימון העיקריים של הממשלה יהיו אפיקי מימון סחירים בארץ ובחול על כן ינוהלו באופן יעיל ומתוכנן יותר מאשר המצב ערב הרפורמה. הרפורמה תאפשר ליחידת החוב הממשלתי להתאים בצורה טובה יותר הן את מלאי החוב והן את הגיוסים השוטפים לאסטרטגיית ארוכת הטווח.



