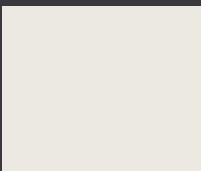


2023

תשפ"ד

# הדוח השנתי

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



# תוכן עניינים

## דברי החשב הכללי

### תקציר מנהלים

6	מטרות ניהול החוב הממשלתי
6	אסטרטגיית גיוס החוב
6	יחס חוב תוצר
7	גיוסים בשנת 2023
7	מלאי החוב הממשלתי
8	הוצאות הריבית על החוב הממשלתי
8	דירוג האשראי של ישראל
9	מח"מ החוב הממשלתי
9	חוב מקומי לא סחיר
9	חוב חיצוני
9	חוב מקומי סחיר
10	המסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני

### מאקרו ושוקים

12	סיכום מאקרו ושוקים בראי ניהול החוב
12	ישראל
13	כלכלה גלובלית
13	שוקים
15	מדיניות ניהול החוב

### שוק ראשוני

18	הנפקות
18	החוב המקומי הסחיר
19	אופן הגיוס
21	איגרות חוב קצרות
21	הגיוס הסחיר בשוק המקומי בשנת 2023
22	יחס הכיסוי
22	פתיחת סדרות חדשות בשוק המקומי הסחיר

23	.....	<b>חוב חיצוני</b>
23	.....	הנפקת חוב במט"ח בשווקים הבינלאומיים
23	.....	הנפקות ציבוריות גלובליות
24	.....	הנפקה ירוקה ראשונה - ינואר 2023
24	.....	הנפקות ציבוריות גלובליות - מרץ 2024
24	.....	הנפקות פרטיות
25	.....	הנפקות באמצעות ארגון הבונדס
26	.....	הנפקות בערבות ממשלות ארצות הברית
26	.....	הלוואות מממשלות זרות והלוואות נוספות
27	.....	דירוג האשראי של ישראל
27	.....	מדינת ישראל בעיניהן של חברות הדירוג
27	.....	התפתחות דירוג האשראי של מדינת ישראל
28	.....	תשואות איגרות החוב המונפקות על ידי ממשלת ישראל במט"ח

## תיק החוב

36	.....	החוב הממשלתי
37	.....	יחס חוב תוצר
38	.....	הוצאות ריבית
39	.....	ניהול סיכוני החוב הממשלתי
43	.....	גודל סדרה ממוצעת ומספר סדרות

## החוב הלא סחיר

46	.....	הגיוס הלא סחיר בשנת 2023
48	.....	עלות סבסוד החוב הלא סחיר

## מבנה ארגוני



## דברי החשב הכללי

אני מתכבד להציג בפניכם את הדוח השנתי לשנת 2023 של יחידת ניהול החוב הממשלתי באגף החשב הכללי. הדוח השנתי הוא נדבך חשוב בהגברת השקיפות בניהול החוב הממשלתי והוא כולל ניתוח של פרופיל החוב המקומי והחיצוני, מדדי סיכון ואסטרטגיית גיוסי החוב, וזאת תוך ניתוח השפעות המלחמה על החוב הממשלתי.

שנת 2023 הייתה שנה מאתגרת לכלכלה הישראלית, אשר התמודדה עם אתגרים חיצוניים ופנימיים מורכבים, שהביאו לעלייה בחוסר הוודאות הכלכלית, ובראשם מלחמת 'חרבות ברזל', שפרצה בעקבות מתקפת הטרור הרצחנית ביום 7 באוקטובר 2023 ועוד קודם לכן על רקע שינויי החקיקה שביקשה הממשלה לקדם במערכת המשפט והמחאה הציבורית הנרחבת שנלוותה להם. המלחמה, אשר שינתה באופן מהותי את התמונה הכלכלית לשנת 2023, הביאה להשלכות רחבות היקף, שהתבטאו בשינוי בסדרי העדיפויות של משרדי הממשלה, תוך גידול ניכר בהוצאות וירידה בהכנסות, ובהתאם לכך לעליה חדה בצרכי המימון.

מדינת ישראל נכנסה למלחמה עם פרופיל חוב חזק מאוד. אורך החוב (ATM) עמד על מעל 9 שנים, יחס מיחזור החוב (Rollover Ratio) עמד על כ-8%, יחס החוב לתוצר עמד על שיעור של כ-60% בלבד, ולולא המלחמה מגמת הירידה ביחס החוב לתוצר הייתה צפויה להימשך. כצפוי, יחס החוב לתוצר בשנת 2023 עלה לשיעור של 61.9%, זאת כחלק מהגדלת ההוצאות הביטחוניות, האזרחיות והתמיכה בפעילות המשק ואנו צופים כי מגמה זו תימשך גם בשנת 2024. מגמת הירידה ביחס החוב לתוצר וניהול אחראי של החוב הממשלתי לאורך שנים, הם אלו שאפשרו לממשלה את הנמישות המימונית הנדרשת על מנת לממן פעילותה ולבצע הרחבות פיסקאליות בעתות חירום ומשבר.

לאור העלייה החדה בצרכי המימון של מדינת ישראל מאז פרוץ המלחמה, היקפי גיוסי החוב ברבעון האחרון לשנת 2023 הוגדלו באופן משמעותי. גיוס החוב התבצע הן בשוק המקומי הסחיר והן בשווקים הגלובליים, והסתכם בשנת 2023 כולה בסך של כ-160 מיליארד שקל, מתוכם כ-81 מיליארד שקל מאז פרוץ המלחמה. יחס הכיסוי (עודף ביקוש ביחס להיצע) הכולל הממוצע בהנפקות בשוק המקומי עמד על 4.7 לעומת יחס כיסוי ממוצע של 4.3 בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2023, זאת על אף העלייה החדה בהיקף ההנפקות. יכולת התגובה המהירה לעליה בצרכי המימון התאפשרה הודות לנגישות גבוהה מאוד לשוקי ההון המקומיים והבינלאומיים, בסיס משקיעים בינלאומי מגוון וקיום ארגון הבונדס המשמש כמשקיע פעיל.

על רקע האתגרים הכלכליים הרבים, שנת 2023 לוותה בעיסוק מקצועי, ציבורי ותקשורתי נרחב בדירוג האשראי של מדינת ישראל. בחודש נובמבר 2023, לאחר פרוץ המלחמה, אישרה מחדש חברת דירוג האשראי S&P את דירוג האשראי של מדינת ישראל ברמה של AA- ועדכנה את התחזית מ"יציבה" ל-"שלילית". בחודש אוקטובר 2023, אישרה מחדש חברת דירוג האשראי Fitch את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A+ אך הכניסה את ישראל ל"מעקב שלילי" נוכח ההשפעות האפשרויות של המלחמה על המשק. בחודש אפריל 2024 הודיעה חברת דירוג Fitch על הסרת ה"מעקב השלילי" ועל עדכון תחזית הדירוג מ"יציבה" ל-"שלילית". חברת דירוג האשראי Moody's אישרה מחדש בחודש אפריל 2023, את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A1 אך עדכנה את תחזית הדירוג מ"חיובית" ל-"יציבה", ובחודש נובמבר 2023 הכניסה את מדינת ישראל ל-"מעקב שלילי". בחודש פברואר 2024, לראשונה מאז החלה מדינת ישראל להיות מדורגת, הורידה חברת דירוג האשראי Moody's את דירוג האשראי של ישראל לרמה של A2 עם תחזית "שלילית".

בחודש מרץ 2024, לראשונה מאז פרוץ המלחמה, הושלמה בהצלחה הנפקה ציבורית של אגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים. במסגרת ההנפקה הונפקו 3 אגרות חוב חדשות לטווח של 5 שנים, 10 שנים ו-30 שנה בהיקף כולל של 8 מיליארד דולר. בהנפקה נרשמו הביקושים הגבוהים ביותר אי-פעם בהיסטוריה של מדינת ישראל, בהיקף של 38 מיליארד דולר, והם הובילו על ידי למעלה מ-400 משקיעים אסטרטגיים איכותיים מכ-36 מדינות מכל רחבי העולם. שיטת ההנפקה שנבחרה, בה מונפקות אגרות חוב ל-3 טווחים לאורך עקום התשואות, מאפשרת נגישות לבסיס משקיעים רחב ומגוון, תוך הוזלת עלויות המימון ונהוגה על ידי מדינות רבות ברחבי העולם. הצלחת ההנפקה מהווה הבעת אמון חסרת תקדים של המשקיעים הבינלאומיים הגדולים ביותר בעולם בכלכלה הישראלית, אמון אשר נבנה במשך שנים רבות ומאפשר את גיוון והעמקת ערוצי המימון בחוב הממשלתי. היכולת לגייס חוב בשווקים הבינלאומיים, גם בעת המלחמה, בהיקפים משמעותיים מאוד, וביחסי כיסוי גבוהים, מלמדת על הנגישות הגבוהה של מדינת ישראל לשווקים ומהווה עדות לחוסנו של המשק הישראלי.

לסיכום, אני מבקש להודות לעובדי יחידת החוב הממשלתי בחטיבת המימון על עבודה מאומצת וניהול חוב יעיל ואיכותי בתקופה מאתגרת ובסביבה כלכלית מורכבת, תוך מתן מענה מהיר ויעיל לצרכי המימון המשתנים.

ייר כח.

בברכה,

יהלי רוטנברג  
החשב הכללי

# תקציר מנהלים

## אנו מתכבדים להגיש את הדו"ח השנתי לשנת 2023 מטעם היחידה לניהול החוב הממשלתי באגף החשב הכללי.

### מטרות ניהול החוב הממשלתי

ייעודה של יחידת ניהול החוב הממשלתי הינו מימון פעילות הממשלה תוך שירות המטרות ארוכות הטווח בניהול החוב הממשלתי. מדיניות זו מתייחסת הן לשיקולי המדינה כמנפיק, הפועל לאיזון בין עלות הגיוס לבין סיכונים להם החוב הממשלתי חשוף, והן לשיקולי המדינה כריבון, הפועל לתמיכה ולפיתוח שוק ההון הישראלי בכלל ושוק איגרות החוב הממשלתיות בפרט.

היקף גיוס החוב משפיע באופן ישיר על שיעור החוב הממשלתי מהתוצר וכן על נטל החוב בתקציב המדינה, המתבטא בתשלומי הריבית השוטפים על החוב. היקפי הגיוס המתוכננים מתבססים על צרכי המימון הנגזרים מגירעון הצפוי וכן בהתאם לצרכים הנובעים ממחזור החוב הקיים. אפיקי הגיוס, טווחי הגיוס ותמהיל ההנפקות נקבעים בהתאם לתוכנית אסטרטגית שנתית ורב-שנתית ותוך התאמה והתחשבות בשיקולים שוטפים הנגזרים מהתפתחויות בשווקים הפיננסיים ובצרכי הגיוס.

### אסטרטגיית גיוס החוב

אסטרטגיית גיוס החוב נקבעת באמצעות מכלול של מודלים, אינדיקטורים וסימולציות השואפים למזער את עלות החוב בהינתן רמת סיכון רצויה. כמו כן, אסטרטגיית הגיוס מבוססת על שיקולים איכותיים, שיקולים הנובעים ממבנה עקום איגרות החוב הממשלתי, מענה לצורך הגברת הנזילות, פיתוח ועומק שוק איגרות החוב, הרחבת בסיס המשקיעים ועוד. אסטרטגיית גיוס החוב פועלת ב-3 אפיקי גיוס מרכזיים:

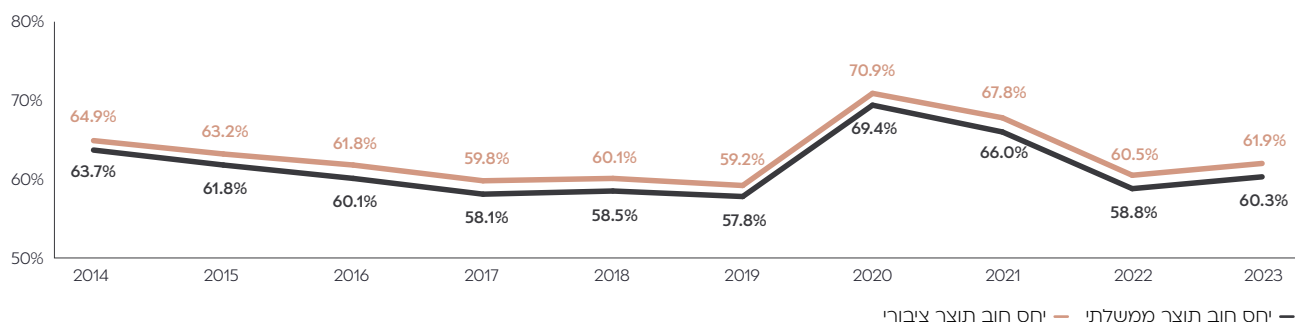


### יחס חוב תוצר

יחס החוב לתוצר מהווה אינדיקטור מרכזי לבחינת חוסנה הפיננסי של המדינה. בשנים שקדמו למשבר הקורונה, הקטינה מדינת ישראל את יחס החוב לתוצר באופן עקבי, מגמה אשר בולטת לחיוב בהשוואה עולמית. בהתאם לתחזיות החשב הכללי מגמה זו הייתה צפויה להמשך גם בשנת 2023 אילולא פרוץ מלחמת "חרבות ברזל", אשר הובילה לעליה חדה ומהירה בצרכי המימון הממשלתיים. סך הגיוס הממשלתי נטו בחודשים אוקטובר-דצמבר בלבד עמד על כ-50 מיליארד ש"ח, כאשר סך הגיוס נטו עבור כל שנת 2023 עמד על כ-55 מיליארד ש"ח.

יחס החוב לתוצר הציבורי בשנת 2023 עלה בכ-1.4% ביחס לשנת 2022 ועמד על 61.9%. יחס החוב לתוצר הממשלתי בשנת 2023 עלה בכ-1.5% ביחס לשנת 2022 ועמד על כ-60.3%.

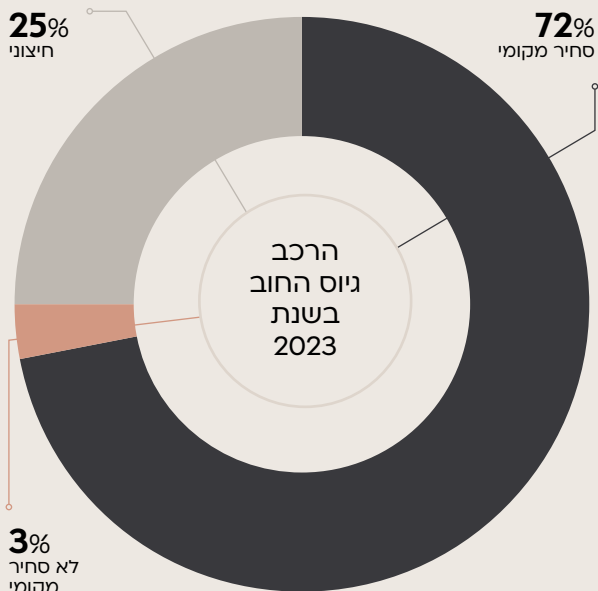
### יחס החוב הממשלתי והציבורי מהתוצר 2014-2023



### גיוסים בשנת 2023

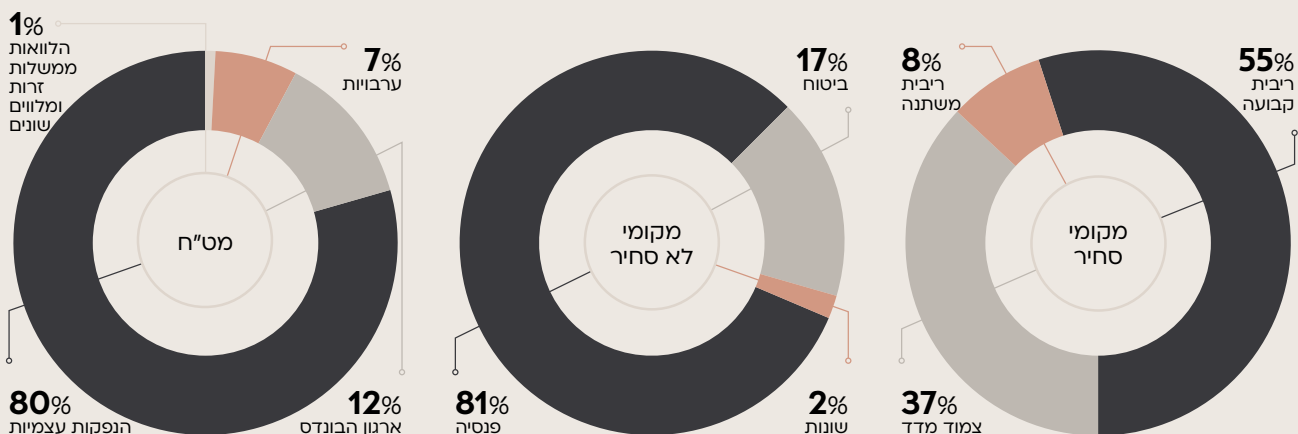
בשנת 2023 יחידת החוב הממשלתי גייסה כ-160 מיליארדי ש"ח ברוטו, מתוכם כ-81 מיליארדי ש"ח מאז פרוץ מלחמת "חרבות ברזל". זאת לעומת כ-63 מיליארדי ש"ח בכל שנת 2022.

הגיוס באפיק המקומי הסחיר הסתכם בכ-116 מיליארדי ש"ח. הגיוס באפיק המקומי הלא סחיר הסתכם בכ-5 מיליארדי ש"ח ובאפיק החיצוני הגיוס הסתכם בכ-40 מיליארדי ש"ח.



### מלאי החוב הממשלתי

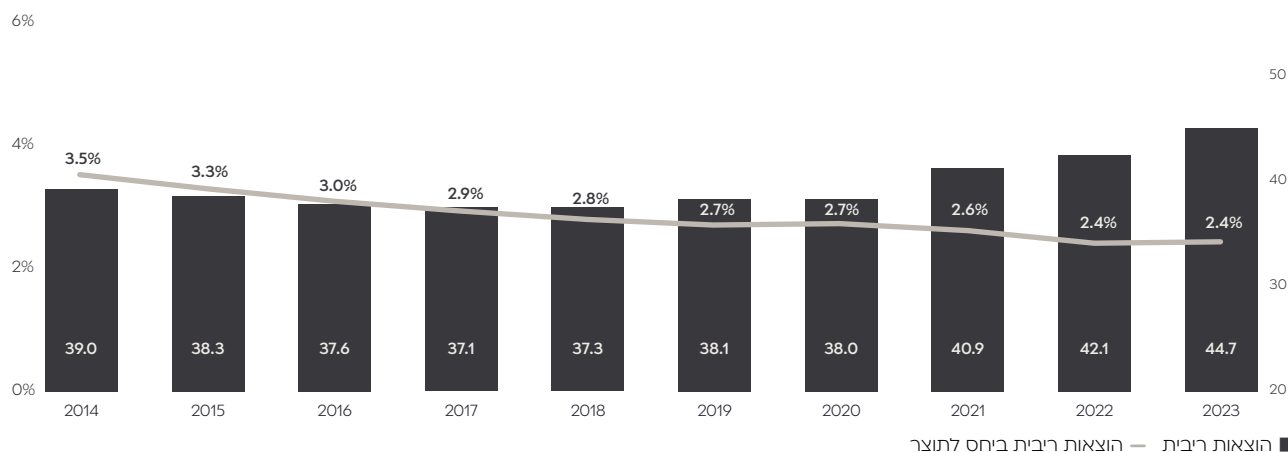
בשנת 2023 גדל החוב הממשלתי בכ-8.7% ועמד על כ-1,127 מיליארדי ש"ח לעומת כ-1,037 מיליארדי ש"ח אשתקד. עיקר הגידול הנומינלי בחוב הממשלתי נבע מגיוס נטו חיובי בסך כ-55 מיליארדי ש"ח. כמו כן, הגידול בחוב הממשלתי הושפע מגורמי שוק (אינפלציה, ריבית ושער חליפין) אשר הסתכמו לכ-35 מיליארדי ש"ח.



## הוצאות הריבית על החוב הממשלתי

שיעור ההוצאה בגין הריבית ביחס לתוצר עמד בשנת 2023 על 2.4% בדומה לשנת 2022 וזאת בהמשך למגמת הירידה שנרשמה בעשור האחרון. סך ההוצאה הנומינלית בגין ריבית עולה עם השנים לאור העליה הנומינלית בסך החוב, העלייה בממדד המחירים לצרכן (השפעה על איגרות החוב הצמודות) והעלייה הכללית בתשואות המשולמות על איגרות חוב ממשלתיות בארץ ובחו"ל. על אף האמור, נרשם קיטון מתמשך בהוצאות הריבית ביחס לתוצר כתוצאה מצמיחה מתמשכת בתוצר.

הוצאות הריבית ביחס לתוצר 2014-2023 (במיליארדי ש"ח, באחוזים)



■ הוצאות ריבית — הוצאות ריבית ביחס לתוצר

## דירוג האשראי של ישראל

חברת הדירוג	דירוג איגרות חוב בחו"ל	תחזית
Moody's	A2	שלילית
Standard & Poor's	AA-	שלילית
Fitch	A+	שלילית

לאחר פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" ביצעו חברות הדירוג התאמות לפרופיל הדירוג.

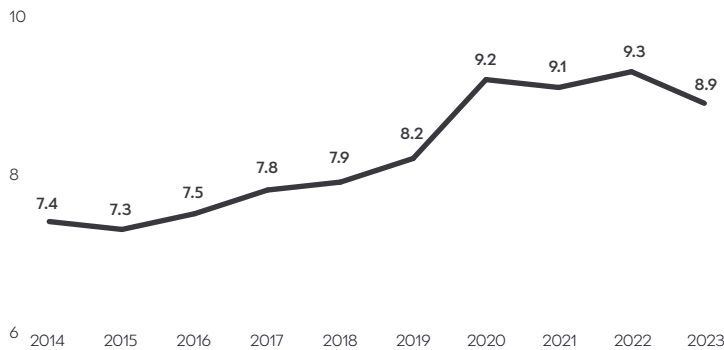
בחודש נובמבר 2023, אישרה מחדש חברת הדירוג "S&P" את דירוג האשראי של ישראל ברמה של AA- ועדכנה את התחזית מ-"יציבה" ל-"שלילית".

בחודש אפריל 2023, חברת הדירוג "Moody's" אישרה מחדש את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A1 ועדכנה את תחזית הדירוג מ-"חיובית" ל-"יציבה". בחודש נובמבר הודיעה החברה על הצבת דירוג האשראי תחת "מעקב שלילי". בחודש פברואר 2024 הורידה חברת הדירוג "Moody's" את דירוג האשראי של ישראל ברמת אחת, לרמה של A2 עם תחזית 'שלילית', בכך סיימה החברה את בחינת הדירוג שבוצעה במסגרת "המעקב השלילי".

בחודש אוקטובר 2023, אישרה מחדש חברת הדירוג "Fitch" את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A+ והציבה אותו תחת "מעקב שלילי" ובחודש אפריל 2024 הודיעה חברת הדירוג על הסרת "המעקב השלילי" ועל עדכון תחזית הדירוג מ-"יציבה" ל-"שלילית".

## מח"מ החוב הממשלתי

הטווח הממוצע לפדיון החוב הממשלתי בשנים 2014-2023 (בשנים)



בשנת 2023, הטווח הממוצע לפדיון (ATM) של החוב הממשלתי (מקומי סחיר, מקומי לא סחיר וחיצוני) ירד ביחס לשנת 2022, ועמד על 8.9 שנים לעומת 9.3 שנים אשתקד. הירידה בטווח הממוצע לפדיון התרחשה על רקע מלחמת "חרבות ברזל" והעלייה החדה בצרכי גיוס - במסגרתם בוצע החל מחודש אוקטובר גיוס נרחב לטווחים של 3-10 שנים.

מידע נוסף אודות סיכוני החוב הממשלתי ניתן לראות בפרק תיק החוב.

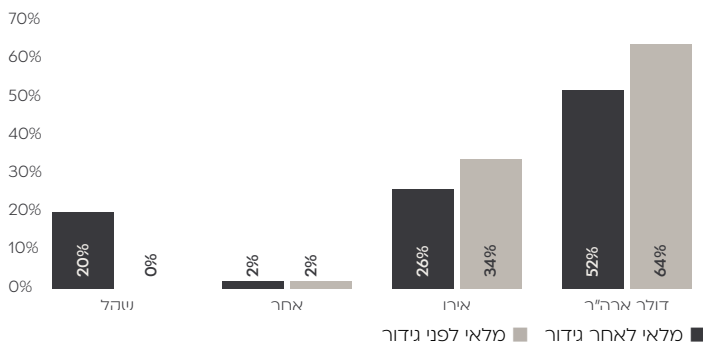
## חוב מקומי לא סחיר

בשנת 2023 שיעור החוב הלא סחיר היווה כ-30% מתיק החוב. שנת 2023 הינה השנה הראשונה בה לא התבצע גיוס איגרות חוב מיועדות מסוג "ערד" לקרנות הפנסיה. וזאת לאור תחולת הרפורמה לביטול איגרות החוב המיועדות שנכנסה לתוקף בשנת 2022 בחודש אוקטובר. על כן שיעור הגיוס הלא סחיר מסך גיוס החוב הממשלתי ירד משמעותית מכ-20% בממוצע בשנים האחרונות לכ-3% בשנת 2023. היקף הגיוס הלא סחיר בשנת 2023 עמד על כ-5 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-12 מיליארדי ש"ח אשתקד. מרבית הגיוס מיוחס למחזור חוב אשר הונפק לחברות הביטוח.

## חוב חיצוני

בשנת 2023 שיעור החוב הנקוב במטבע חוץ היווה כ-16% מתיק החוב. במהלך הרבעון האחרון של השנה, לאחר פרוץ מלחמת "חרבות ברזל", בוצעו 14 הנפקות פרטיות במטבע זר בסך של כ-23 מיליארדי ש"ח. במרץ 2024 הושלמה בהצלחה הנפקה ציבורית של אגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים, לראשונה מאז פרוץ המלחמה. במסגרת הנפקה הונפקו 3 אגרות חוב חדשות לטווחים של 5, 10 ו-30 שנה בהיקף כולל של 8 מיליארד דולר. הביקושים בהנפקה הסתכמו לסך של כ-38 מיליארד דולר, פי 4.75 מהסכום שהונפק - הגבוהים ביותר שנרשמו אי-פעם בישראל.

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



לצורך ניהול החשיפה לשע"ח, מבצעת יחידת החוב עסקאות גידור בהתאם לתכנית גידורים סדורה. נכון לסוף שנת 2023, ללא עסקאות גידור, כ-64% ממלאי החוב החיצוני נקוב בדולר, כ-34% ממלאי החוב נקוב באירו וכ-2% הנותר נקוב במטבעות אחרים. לאחר שקלול עסקאות גידור שבוצעו, חשיפת מלאי החוב החיצוני לדולר, אירו ומטבעות אחרים יורדת לרמה של 52%, 26% ו-2%, בהתאמה. משמעות הדבר היא שכתוצאה מעסקאות הגידור כ-20% ממלאי החוב החיצוני הופך להיות שקלי במהותו.

## חוב מקומי סחיר

בשנת 2023 שיעור החוב הסחיר הנקוב בשקלים היווה כ-54% מסך מלאי החוב, וזאת לעומת כ-53% אשתקד. כמו כן, שיעור הגיוס בשנת 2023 לבדה באמצעות השוק המקומי הסחיר עמד על 72% לעומת 65% בשנת 2022, זאת בין היתר כתוצאה מתחולת הרפורמה באיגרות חוב מסוג "ערד" - אותן המדינה חדלה מלהנפיק החל מאוקטובר 2022. הגיוס בשנת 2023 באמצעות השוק המקומי הסחיר הסתכם ל-116 מיליארדי ש"ח, מתוכם ברבעון האחרון גיוסו כ-36 מיליארדי ש"ח באמצעות מכרזי הנפקות, וכ-16 מיליארדי ש"ח באמצעות מכרזי החלף.

## המסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני

המסחר באיגרות החוב הממשלתיות במהלך שנת 2023 התאפיין בתנודתיות לאורך השנה. נרשמה עלייה במחזורי המסחר בכלל האפיקים בהשוואה לשנה הקודמת. עקומי התשואה נסחרו בשנת 2023 במגמה מעורבת, כאשר החלק הקצר-בינוני התאפיין בירידת תשואות ואילו החלק הארוך של עקומי התשואה התאפיין בעלייה. תשואת האיגרת הממשלתית ל-10 שנים של מדינת ישראל נכון לסוף שנת 2023 עמדה על 4.09% לעומת 3.56% בסוף שנת 2022.

שנת 2023 הביאה עמה אתגרים כלכליים למדינת ישראל אשר שהביאו לעליה בחוסר הוודאות, בעיקר על רקע מתקפת הטרור של 7 באוקטובר שהובילה לפרוץ מלחמת 'חרבות ברזל'. האתגרים שהביאה עמה המלחמה, הביאו לעליה חדה בצרכי המימון והצריכו תגובה בטווח הזמן המיידי, בכדי לאפשר שמירה על יכולת הגיוס ומימון פעולות הממשלה.

גיוס החוב הממשלתי נמשך כל העת, והצריך ביצוע התאמות לתנאי השוק המשתנים, תוך שמירה 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. על אף הגידול המשמעותי בצרכי הגיוס בתקופה של חוסר וודאות, שמרה יחידת החוב על הגישה לשווקים המקומיים והבינלאומיים והגדילה את הגיוס הממשלתי בהתאם לצורך כך שעמד על כ-160 מיליארד ש"ח.

בחודש מרץ 2024, לראשונה מאז פרוץ מלחמת 'חרבות ברזל' הושלמה בהצלחה הנפקה של איגרות חוב הנקובות בדולר בשווקים הבינלאומיים בסך של כ-8 מיליארד דולר, לפדיון בטווח של 5, 10 ו-30 שנים. הביקושים בהנפקה הסתכמו לסך של כ-38 מיליארד דולר - הגבוהים ביותר שנרשמו אי-פעם בהיסטוריה של מדינת ישראל.

הביקושים הנאים להנפקות איגרות החוב הסחיר הן בישראל והן בשווקים הגלובליים, על אף חוסר הוודאות וצרכי המימון העולים, מעידים על יכולת המדינה לגייס חוב בעיקר בשוק המקומי בהיקפים גבוהים, לצד גיוס חוב בשוק הבינלאומי גם בתקופות מורכבות, ומהווים חותמת לאמון המשקיעים במדינה ולנגישות הגבוהה לשוקי ההון.

אנו מבקשים להודות במעמד זה לכלל עובדי יחידת החוב על עבודתם האיכותית והמסורה, על הירתמותם למשימה החשובה של מימון צרכי הממשלה, ועל יכולתם להיענות לכל אתגר גם בתקופות מורכבות.

קריאה מהנה.

בברכה,

פיליפ איחלזון

מנהל יחידת החוב הממשלתי

גיל כהן

סגן בכיר לחשב הכללי

מנהל חטיבת המימון והאשראי

# מאקרו ושווקים



# סיכום מאקרו ושווקים בראי ניהול החוב

## ישראל

הורידה בחודש אפריל את תחזית הדירוג ל"ציבה" מ'חיובית', הציבה את דירוג האשראי של מדינת ישראל תחת 'מעקב שלילי' בחודש אוקטובר. בפברואר 2024 הורידה חברת הדירוג Moody's את דירוג האשראי של ישראל במדרגה אחת, לרמה של A2 עם תחזית 'שלילית'. חברת הדירוג "Fitch" הציבה בחודש אוקטובר 2023, את דירוג האשראי של ישראל תחת "מעקב שלילי". בחודש אפריל 2024 הודיעה חברת הדירוג על הסרת ה"מעקב השלילי" ועל עדכון התחזית מ"ציבה" ל"שלילית".

המדיניות המוניטרית המצמצמת שהנהיג בנק ישראל החל מאפריל 2022, נמשכה גם בשנת 2023. על רקע זאת, האינפלציה לאורך השנה הציגה נתוני התכנסות אל עבר היעד כך שבדצמבר 2023 עמד קצב האינפלציה השנתי על 3% - הגבול העליון בטווח יעד האינפלציה אשר נקבע על ידי בנק ישראל. במהלך שנת 2023 הוועדה המוניטרית של בנק ישראל העלתה את הריבית ב-1.5%, בארבע העלאות ריבית, אשר הצטרפו לשבע העלאות רצופות שביצע הבנק בשנת 2022, כך שבסך הכל עלתה הריבית במסגרת מחזור העלאות הריבית הנוכחי, מרמה של 0.1% לרמה של 4.75%. החל ממאי 2023 ועד סוף השנה הותיר בנק ישראל את הריבית ללא שינוי ברמת 4.75%. בינואר 2024, על רקע מלחמת חרבות ברזל והמשך התכנסות האינפלציה ליעדה, הוריד בנק ישראל את הריבית לראשונה מאז יוני 2020, ב-25 נ"ב, כך שנכון למרץ 2024 עומדת ריבית בנק ישראל על 4.5%.

בצד הפיסקלי, בשנת 2023 נרשם גירעון תקציבי של כ-77.5 מיליארד ש"ח, המהווים כ-4.2% מהתוצר, לעומת יעד גירעון של 3.7%. העלייה בגירעון התקציבי התרחשה בעיקרה ברבעון הרביעי לאחר פרוץ הלחימה ונובעת מעלייה בהוצאות הביטחוניות והאזרחיות, לצד ירידה בהכנסות המדינה על רקע השפעת המלחמה.

שנת 2023 התאפיינה בעלייה בחוסר הוודאות בסביבה המקומית בישראל, אשר, בניגוד לשנים קודמות נבעה בעיקרה ממניעים מקומיים ובמידה פחותה ממניעים גלובליים. תחילת שנת 2023 התאפיינה בחוסר וודאות בשווקים בישראל לנוכח ההצעות לשינויי החקיקה והשפעתן על השווקים. ברבעון הרביעי של השנה, פרצה מלחמת חרבות ברזל - אשר לה השפעה ניכרת על אי הוודאות בבשוק ההון המקומי.

טרם המלחמה, נכון לסוף רבעון השלישי התאפיינה הכלכלה בצמיחה של 2.7% (בשיעור שנתי), בשוק עבודה הדוק עם שיעורי אבטלה נמוכים וכן בירידה ביחס החוב לתוצר. האינפלציה בישראל הציגה סימניה האטה והתכנסות אל עבר יעד האינפלציה (3%-1%). פרוץ מלחמת חרבות ברזל' בשביעי באוקטובר, שינה באופן מהותי את התמונה הכלכלית - אזרחים רבים פונו מבתיהם, רבים גויסו למילואים, מערכת החינוך הושבתה למספר שבועות וכן העורף פעל בצמצום תוך הוצאת עובדים רבים לחל"ת. כל אלו השפיעו באופן ניכר על שיעורי התעסוקה, על ההוצאה הפרטית וכן על ההוצאה הציבורית שעלתה בחדות, בעקבות עליה בהוצאות הביטחוניות והאזרחיות. על רקע המלחמה והעליה בחוסר הוודאות שנוצרה, הכריז בנק ישראל טרם יום המסחר הראשון לאחר פרוץ המלחמה על תכנית למכירת מט"ח בהיקף של עד 30 מיליארד דולרים. מטרתה של התוכנית למתן את התנודות בשער השקל ולספק את הנזילות הנדרשת להמשך הפעילות הסדירה בשווקים. במסגרת התוכנית מכר בנק ישראל 8.2 מיליארד דולר בחודש אוקטובר וכ-338 מיליוני דולרים בחודש נובמבר. החל מחודש נובמבר התהפכה מגמת הפיחות בשער החליפין שנצפתה עם פרוץ המלחמה והחלה מגמת ייסוף שנמשכה עד לסיום שנת 2023, כך שבסיומה היה השקל מיוסף ביחס לשערו טרם המלחמה ועמד על 3.63 שקלים לדולר.

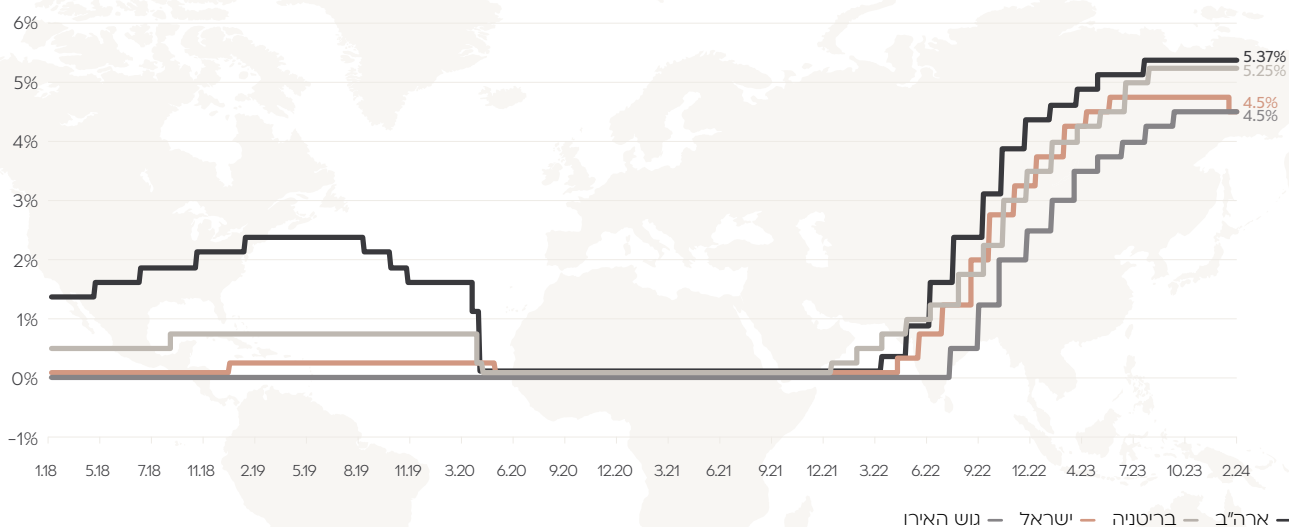
על רקע העלייה בחוסר הוודאות בישראל, לאחר פרוץ מלחמת חרבות ברזל, חברת דירוג האשראי S&P עדכנה בחודש נובמבר את תחזית הדירוג מ'ציבה' ל'שלילית'. חברת הדירוג Moody's, אשר

## כלכלה גלובלית

שנת 2023 התאפיינה בהמשך מדיניות מוניטרית מצמצמת מצד בנקים מרכזיים ברחבי העולם במטרה להילחם בהתפרצות האינפלציונית שהחלה לאחר משבר הקורונה, לצד התנהלות סביב החשש כי העלאות ריבית אלו יובילו להאטה בפעילות הכלכלית שאף תגלוש למיתון. במסגרת המדיניות המצמצמת העלה הבנק הפדרלי בארה"ב (הפד) את הריבית מרמה של 0%-0.25% בתחילת שנת 2022, לרמה של 5.25%-5.5% בסוף שנת 2023. בשנת 2023 עלתה הריבית מרמת 4.25%-4.5% בתחילת השנה. הבנק המרכזי האירופי (ECB) העלה את הריבית מרמה של 0% בתחילת שנת 2022, לרמה של 2.5% בסוף שנת 2022, ובשנת 2023 הוסיף להעלות את הריבית, כך שבסוף השנה הגיעה הריבית לרמה של 4.5%.

העלאות הריבית ברחבי העולם הביאו לריסון חד באינפלציה במדינות רבות, לאחר שבשנת 2022 הגיעה לשיא של מעל ל-9% בארה"ב, אירופה ובריטניה. נכון לדצמבר 2023 עמד קצב האינפלציה השנתי במדינות אלו על 2.9%, 3.4% ו-4% בהתאמה. בישראל האינפלציה התמתנה לקצב שנתי של 3% בדצמבר 2023, לאחר שהגיעה בשיאה לכ-5.3%, קצב האינפלציה הגבוה ביותר שנרשם מאז שנת 2008.

### ריביות בנקים מרכזיים



## שוקים

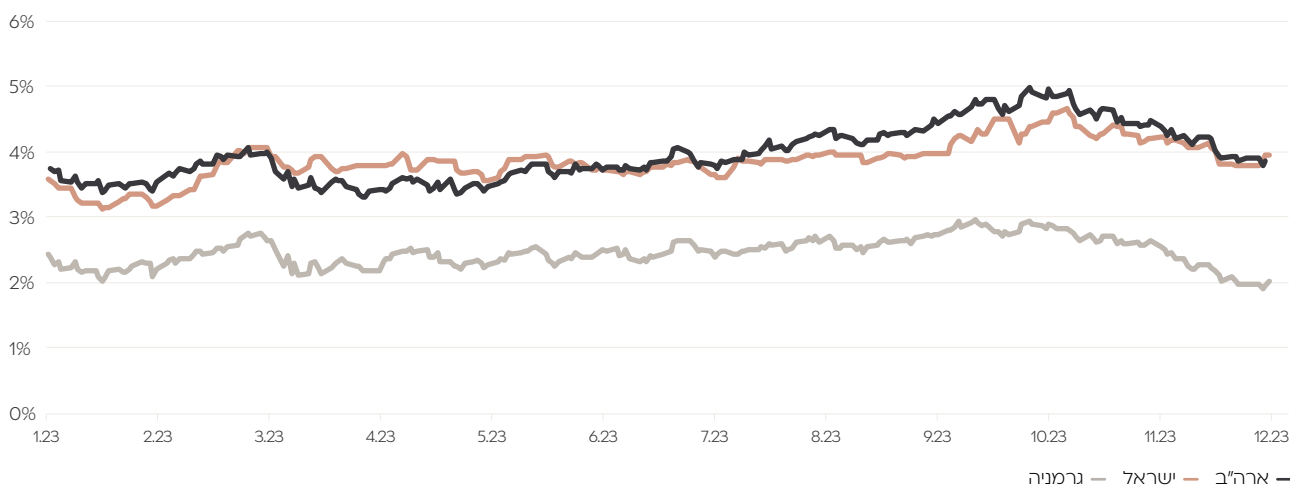
שנת 2023 היוותה שנת תיקון בשוקי המניות המרכזיים ברחבי העולם. לאחר שבשנת 2022 נרשמו ירידות שערים חדות על רקע סביבת הריבית העולה, בשנת 2023 נרשמו, בסיכום שנתי, עליות שערים במדדים המרכזיים. מדד S&P500 עלה בשנת 2023 בכ-24%, הנאסד"ק סיים את השנה בעליות של כ-43%, ובאירופה מדד ה-Euro Stoxx עלה בכ-17%.

בישראל, לאחר שנים בהם נרשמו ביצועי יתר בשוק המניות המקומי, התאפיין שוק ההון בתשואות חסר לעומת המדדים המקבילים בארה"ב ואירופה, בין היתר לנוכח השפעת ההצעות של שינויי החקיקה על שוק ההון. פרוץ מלחמת 'חרבות ברזל' ב-7 באוקטובר הובילה לירידות שערים חדות במדדי המניות המרכזיים בתל אביב. החל מפרוץ המלחמה ולאורך חודש אוקטובר ירדו המדדים המרכזיים בכ-12% בממוצע. עד סוף שנת 2023 חלה ירידה מסוימת באי הוודאות בשווקים והמדדים שבו לעלות, כך שבסיכום שנתי עלו מדדי המניות המרכזיים בישראל בכ-4% בממוצע.

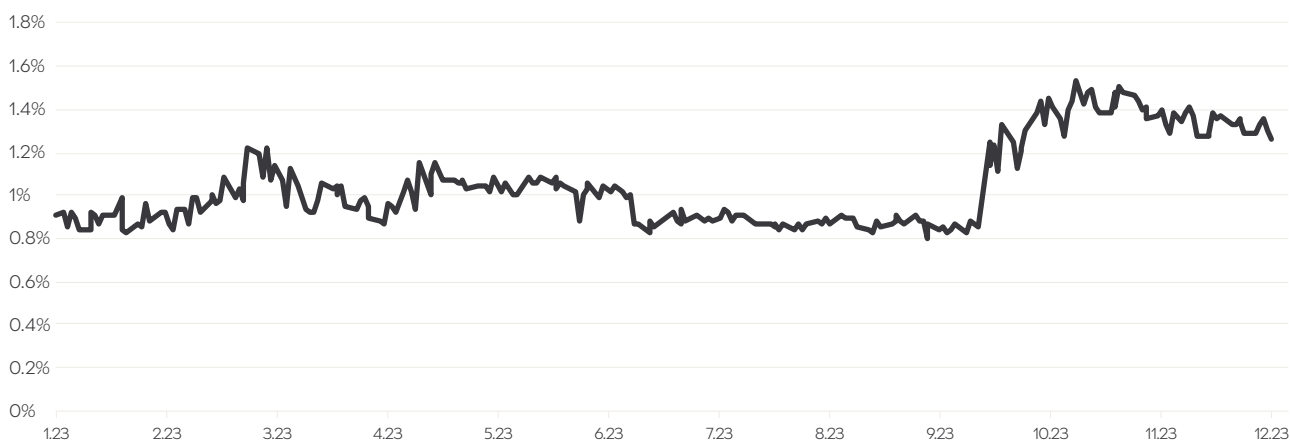
התשואות לפדיון באיגרות החוב הממשלתיות ברחבי העולם הוסיפו לעלות בשנת 2023, בהמשך לעלייתן החדה בשנת 2022, על רקע המשך העלאות הריבית. לקראת הרבעון האחרון של השנה, החלו התשואות להתמתן עם התמתנות האינפלציה והתגברות הצפי בשווקים לסיום תהליך העלאות הריבית ותחילת הורדות ריבית ברחבי העולם. בארה"ב, תשואת איגרות חוב ממשלתית ל-10 שנים עמדה בתחילת השנה ברמה של 3.88% ובסוף השנה נרשמה תשואה דומה, לאחר שבשיא הגיעה התשואה לרמה של 4.99%. בגרמניה, איגרת החוב הממשלתית ל-10 שנים נסחרה בתחילת השנה ברמה של 2.43%, הגיעה בשיא לרמה של 2.96% וסיימה את השנה ברמה של 2.02%.

בישראל, תשואת האיגרת הממשלתית השקלית ל-10 שנים הוסיפה לעלות במהלך השנה והגיעה לשיא של 4.655% בסוף חודש אוקטובר. החל מסוף חודש אוקטובר ועד לסוף השנה נרשמה ירידה בתשואות כך שנכון לסיום השנה עמדה תשואת האיגרת על 3.95% (לעומת 3.59% בתחילת השנה). איגרת החוב הממשלתית הנסחרת בדולר ל-10 שנים רשמה ברבעון האחרון של שנת 2023 עלייה במרווח מול האיגרת המקבילה בארה"ב לאור עליית הסיכון החל מפרוץ המלחמה, כך שנכון לסוף שנת 2023 עומד המרווח בין האיגרות על 130 נ"ב, לעומת כ-90 נ"ב בתחילת השנה.

**השוואה בין לאומית - תשואות לפדיון איגרות חוב**



**מרווח תשואות איגרת דולרית ממשלת ישראל - איגרת ממשלת ארה"ב ל-10 שנים**



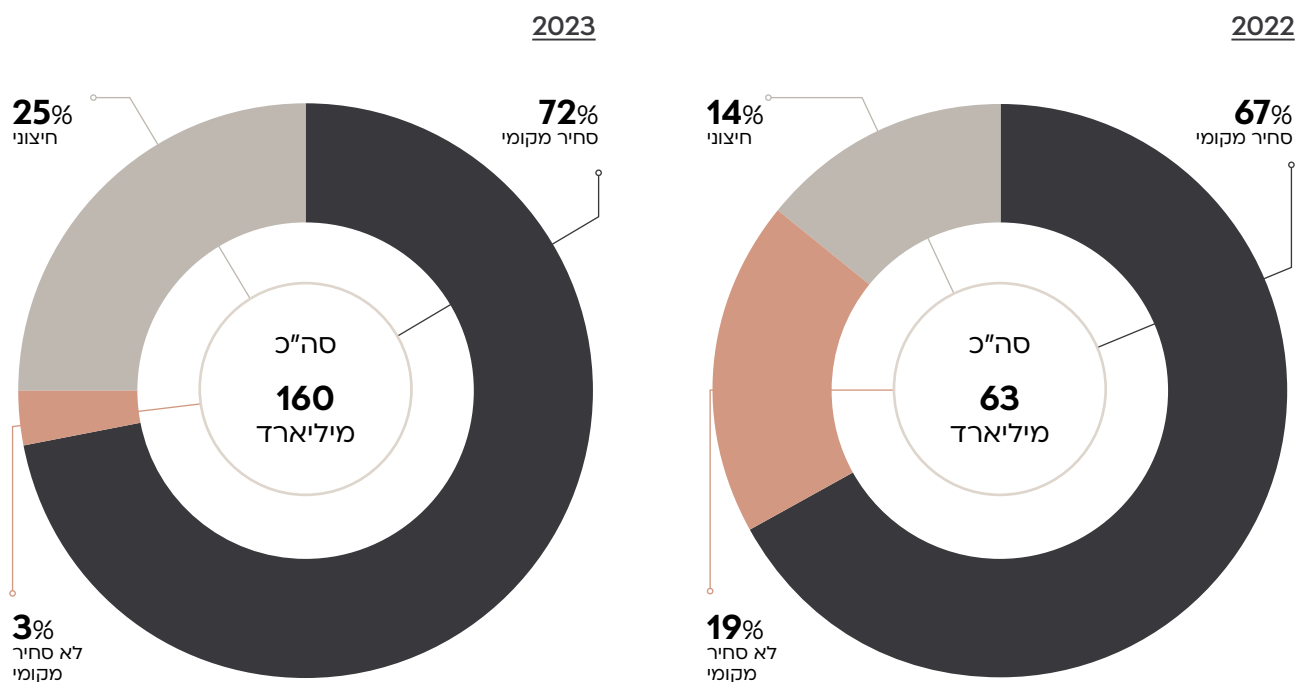
## מדיניות ניהול החוב

שנת 2023 התאפיינה בעלייה בצרכי המימון שעיקרה ברבעון האחרון של השנה. על רקע פרוץ מלחמת 'חרבות ברזל' והשלכותיה הכלכליות. סך הנפקות איגרות החוב הממשלתיות בשוק המקומי, כולל מכרזי החלף, הסתכמו בכ-116 מיליארד ש"ח, לעומת 42 מיליארד ש"ח בשנה הקודמת.

בשוק המקומי הלא סחיר חלה ירידה חדה בגיוס, על רקע הרפורמה באיגרות החוב המיועדות שהחלה באוקטובר אשתקד. בסך הכל גויסו בשנת 2023 סך של 5 מיליארד ש"ח באפיק זה לעומת גיוס של 12 מיליארד ש"ח אשתקד.

באפיק החיצוני, סך הגיוס בשנת 2023 הסתכם בכ-40 מיליארד ש"ח אשר גויסו באמצעות הנפקות פרטיות וציבוריות בחו"ל ובאמצעות ארגון הבונדס, זאת לעומת גיוס של 10 מיליארד ש"ח בשנת 2022.

במרץ 2024, לראשונה מאז פרוץ מלחמת 'חרבות ברזל' הושלמה בהצלחה הנפקה של איגרות חוב הנקובות בדולר בשווקים הגלובליים, בסך של כ-8 מיליארד דולר, לפדיון בטווחים של 5, 10 ו-30 שנים. הביקושים בהנפקה הסתכמו לסך של כ-38 מיליארד דולר - הגבוהים ביותר שנרשמו אי-פעם בהיסטוריה של מדינת ישראל.





# שוק ראשוני



## הנפקות

### החוב המקומי הסחיר

הגיוס המקומי הסחיר הינו אפיק הגיוס המרכזי של ממשלת ישראל. אפיק זה מאפשר למדינה, בכובעה כמנפיקה, גישה נוחה ורציפה לשוק ההון 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.

הגיוס בחוב המקומי הסחיר נשען על שלושה אפיקים מרכזיים: אפיק שקלי, אפיק צמוד למדד ואפיק בריבית משתנה. עיקר הגיוס בשנת 2023 בוצע באפיק השקלי (לרבות איגרות חוב קצרות - לתקופה של פחות משנה) ומשקלו היווה כ-67% מסך הגיוסים, בהשוואה לגיוס של כ-27% באפיק הצמוד למדד וכ-6% באפיק הריבית המשתנה. האמור בוצע בהתאם למדיניות ניהול החוב במטרה ליצור עקום שקלי נזיל ולהקטין את החשיפה הכוללת של החוב הממשלתי ותשלומי הריבית למדד המחירים לצרכן.

יתרת החוב המקומי

הסחיר בשנת 2023

הסתכמה בכ-605.9

מיליארד ש"ח לעומת

כ-550.5 מיליארד ש"ח

אשתקד.

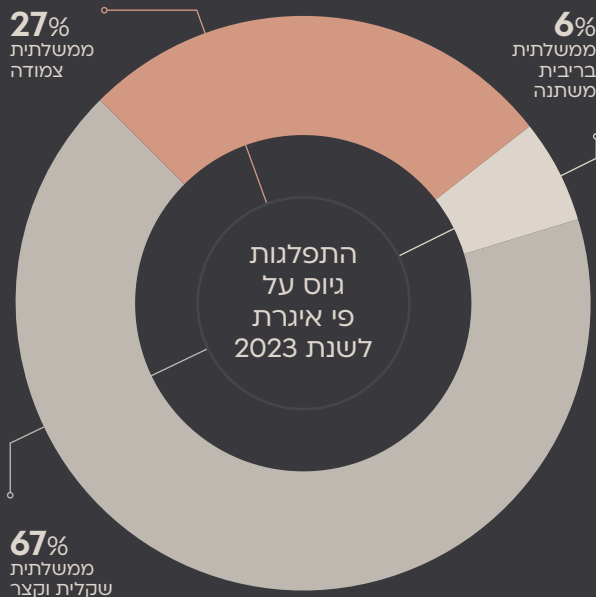
### אפיקי הגיוס המרכזיים בשוק המקומי הסחיר:

התמקדות באפיק השקלי - הגיוס בשוק המקומי הסחיר מוטה לאפיק השקלי לאור החשיפה הגבוהה של תיק החוב למדד המחירים לצרכן (בגין חוב סחיר ואיגרות חוב מסוג "ערד"). בסוף שנת 2023, היקף החוב צמוד המדד עמד על כ-222.6 מיליארד ש"ח, המהווים כ-37% מסך החוב.

תמיכה בעקום הצמוד - יחידת החוב הממשלתי מנפיקה איגרות חוב צמודות מדד בשוק המקומי הסחיר וזאת כחלק ממדיניות היחידה לפיזור מקורות המימון ומתן מענה לביקוש הקיים לאיגרות אלו בשוק. החל מחודש אוקטובר 2022 הממשלה לא מנפיקה עוד איגרות צמודות מסוג "ערד" במסגרת רפורמת "הבטחת התשואה". (להרחבה בנושא זה ניתן לקרוא את פרק 'החוב הלא סחיר' בדו"ח היחידה לשנת 2022).

איגרות חוב בריבית משתנה - יחידת החוב מנפיקה איגרות חוב בריבית משתנה בשוק המקומי הסחיר. הנפקות אלו מבוצעות משיקולי עלות גיוס, פיזור הסיכון, גיוון מקורות המימון והגדלת הגמישות בניהול החוב.

## מדיניות הגיוסים:



מדיניות הגיוסים בשנת 2023 נשענה על התוכנית האסטרטגית לניהול החוב הממשלתי והתבססה על כלי גיוס שונים, תוך ביצוע התאמות, במטרה לספק את התמיכה הנדרשת למשק ולהתמודד עם צרכי המימון המשתנים. בדומה לשנים קודמות עיקר הגיוס התבצע באמצעות הנפקות איגרות חוב סחירות בשוק המקומי והסתכם בכ-116.06 מיליארד ש"ח, לעומת גיוס של כ-41.5 מיליארד ש"ח וכ-119 מיליארד ש"ח בשנים 2021-2022 בהתאמה.

הגיוס נטו בשוק המקומי הסחיר עמד על כ-35.8 מיליארד ש"ח לעומת גיוס נטו שלילי של כ-46.5 מיליארד ש"ח בשנת 2022.

היקפם ופריסתם של הגיוסים לאורך השנה נעשה בהתאם לרמת הגירעון החודשי ותזרים המזומנים של המדינה.

לאור העלייה בצרכי המימון ברבעון האחרון בעקבות מלחמת 'חרבות ברזל', טווח הגיוס הממוצע ירד מעט בשנת 2023 לרמת 9.1 שנים, לעומת ממוצע שנאמד ב-9.2 עבור העשור שקדם לשנת 2023.

## אופן הגיוס

הגיוס בשוק המקומי מבוצע באמצעות מכרזים המתקיימים מדי שבוע. כמו כן, יחידת החוב הממשלתית 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 בהם נעשה שימוש מלבד המכרזים השבועיים:**

### ← מכרזי החלף (Switch Auctions)

במסגרת מכרזים אלו מוחלפות איגרות חוב סחירות בעלות טווח קצר לפדיון (מתחת לשנה) אשר אינן מונפקות באופן שוטף כחלק מתמהיל ההנפקות (Off-The-Run), באיגרות חוב סחירות אחרות בעלות טווח ארוך יותר לפדיון אשר גם הן אינן מונפקות באופן שוטף (Off-The-Run). מכרזים אלו מאפשרים להחליק את עקום הפירעונות, לייעל את ניהול תזרים המזומנים, להקטין את סיכון המחזור, להאריך את הטווח הממוצע לפדיון, להגדיל את הגמישות בניהול החוב וכן לבצע התאמות טקטיות מהירות במדיניות הגיוסים בתגובה לשינויים בשווקי ההון. בחירת איגרות Off-The-Run המונפקות במסגרת מכרזים אלו נשענת בין היתר על השיקולים הבאים: ביקושים בשוק, הגברת נזילות, תמיכה בסדרות קטנות ותיקון עיוותים בשוק המשני.

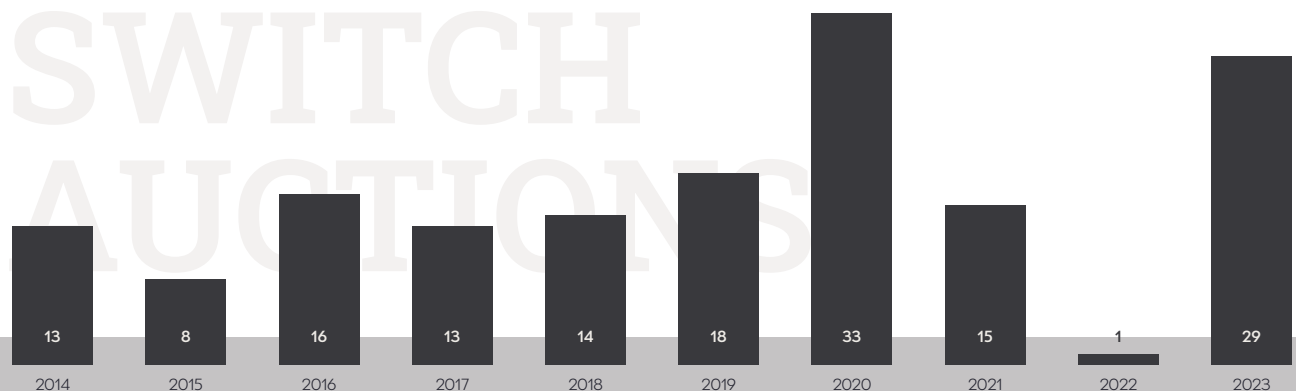
בנוסף, יחידת החוב עושה שימוש במכרזי החלף במטרה להגביר נזילות בסדרות חדשות באמצעות החלפת סדרות קיימות (Off-The-Run) בסדרות בנצ'מרק חדשות (On-the-Run).

מכרזי החלף מבוצעים בשיטת Cash Neutral - הערך הכספי של האיגרת המונפקת והאיגרת הנרכשת זהה, כך שמבוצע מחזור חוב ללא שימוש ביתרות קופת הממשלה. מכרזי החלף הינם אחד הכלים לניהול תזרים המזומנים

של הממשלה, ובכך מאפשרים לתזמן את הגיוסים והפירעונות של האיגרות על פני השנה ובין השנים.

בשנת 2023, עקב עלייה משמעותית בצרכי המימון, חלה עלייה בהיקף הגיוס באמצעות מכרזי החלף אשר הסתכם בכ-29.4 מיליארד ש"ח, בהשוואה לכ-1.3 מיליארד ש"ח אשתקד. בשלוש השנים האחרונות, ממוצע הגיוס באמצעות מכשיר זה עמד על כ-17% מתוך ממוצע סך הגיוס הסחיר המקומי.

**להלן גרף המתאר את מכרזי החלף בעשור האחרון:**



**← מכרזים הפוכים (Buyback Auctions)**

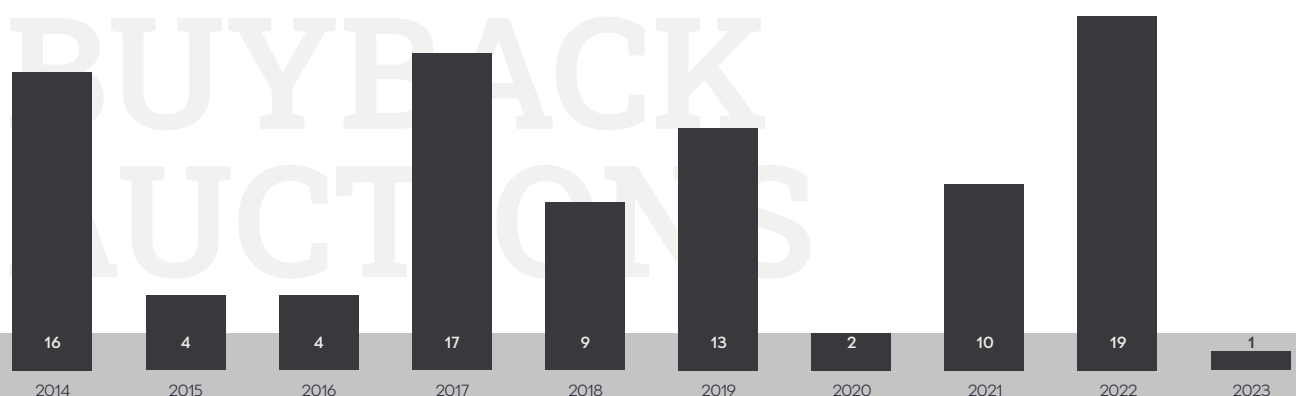
במסגרת המכרזים הפוכים נרכשות איגרות חוב סחירות, לרוב בעלות זמן קצר לפדיון, בכך מתאפשר פירעון חלקי מוקדם של האיגרת תוך הקטנת סך החוב הממשלתי. זאת בשונה ממכרזי החלף אשר במסגרתם מוחלפות איגרות החוב הנפרעות באיגרות חוב אחרות. בעת בחירת האיגרות המשתתפות במכרזי הפוך יחידת החוב לוקחת בחשבון, בין היתר, את השיקולים הבאים: השפעה על סחירות האיגרת, חיסכון בתקציב הריבית ופוטנציאל הביקושים.

**המטרות העיקריות של המכרזים הפוכים הן:**

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

בשנת 2023 היקף השימוש במכשיר זה היה מוגבל לאור עלייה בצרכי המימון. סך העסקאות שבוצעו מסתכמות בכ-1.1 מיליארד ש"ח, זאת לעומת כ-19 מיליארד ש"ח בשנת 2022.

**להלן גרף המתאר את המכרזים הפוכים בעשור האחרון:**



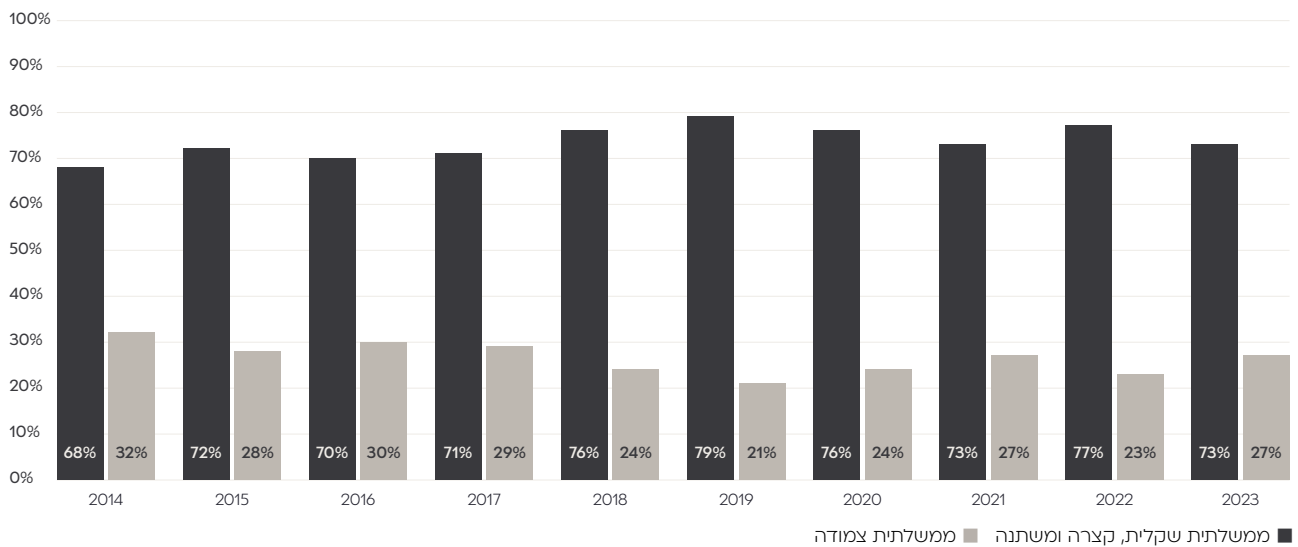
## איגרות חוב קצרות

הנפקת איגרות חוב קצרות (זמן לפדיון קצר משנה) מבוצעת כחלק מניהול תזרים המזומנים. הממשלה מנפיקה איגרות חוב קצרות בהתאם לצרכי התזרים ולתנאי השוק. היקף ההנפקה החודשי עשוי להשתנות באופן מהותי כתלות בצרכי המימון השוטפים וכן שיקולי ניהול יעיל של תזרים המזומנים.

### הגיוס הסחיר בשוק המקומי בשנת 2023

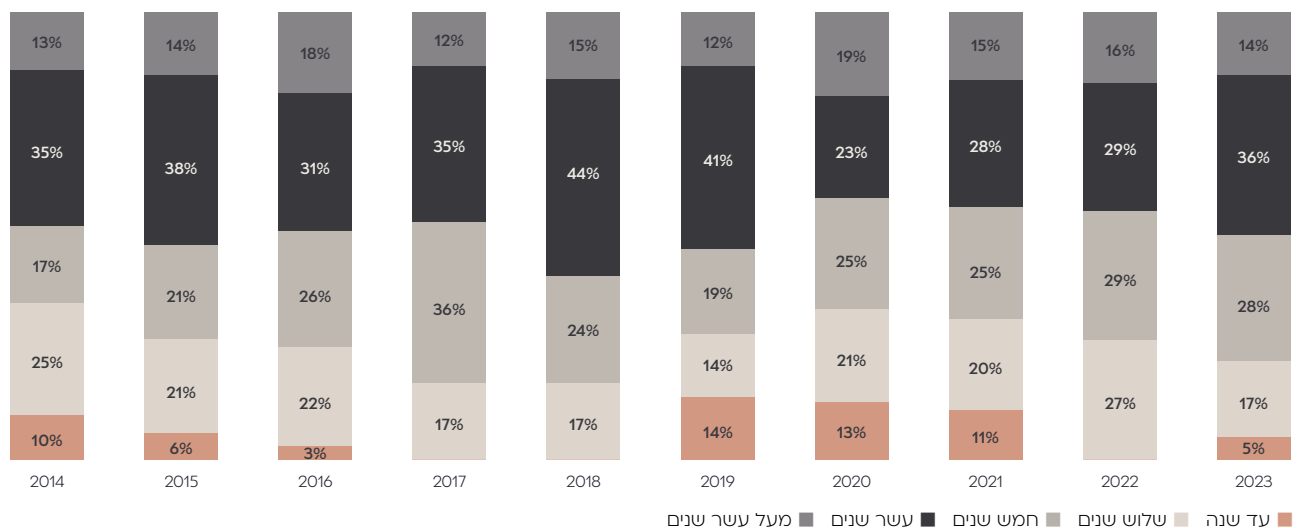
הגיוס בשנת 2023 התבצע על פני השנה הן באמצעות המכרזים השוטפים והן באמצעות מכרזי החלף. בשנת 2023 מרבית ההנפקות התבצעו לצורך הרחבה של סדרות קיימות (Tapping). בנוסף להרחבת סדרות קיימות הונפקו 3 איגרות חדשות במהלך השנה - איגרת שקלית ואיגרת צמודה בעלות טווח לפדיון של 5 שנים ואיגרת קצרה אשר תיפרע באוגוסט 2024.

הגרף שלהלן מציג את התפלגות הגיוס על פי האפיק השקלי והאפיק צמוד המדד. התפלגות זו, כפי שעולה מן הגרף, מלמדת כי האפיק השקלי היווה את עיקר הגיוס לאורך השנים וזאת בהתאם למדיניות החשב הכללי.




הגיוס הסחיר בשוק המקומי מתבצע באמצעות הנפקת איגרות חוב קצרות ואיגרות בנצ'מרק (Benchmark) לטווחים: 3, 5, 10, 20 ו-30 שנים.


הגרף שלהלן מציג את התפלגות הגיוס על פי טווח לפדיון.




## יחס הכיסוי

### להלן הגורמים העיקריים המשפיעים על יחסי הכיסוי:

מצב השווקים בארץ ובעולם 

צרכי המשקיעים 

גורמים עונתיים 

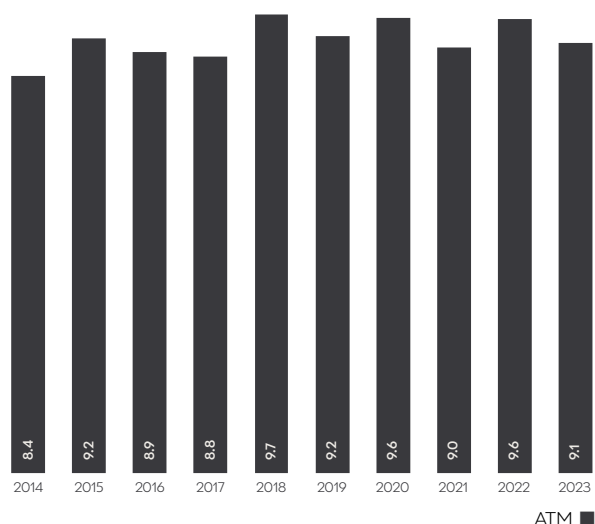
היקף ותמהיל הגיוס 

יחס זה מחושב על ידי חלוקת הכמות המבוקשת של האיגרת (ביקוש) בכמות המונפקת של אותה האיגרת (היצע) במכרז נתון - משקף את רמת הביקושים לאיגרות החוב בשוק.

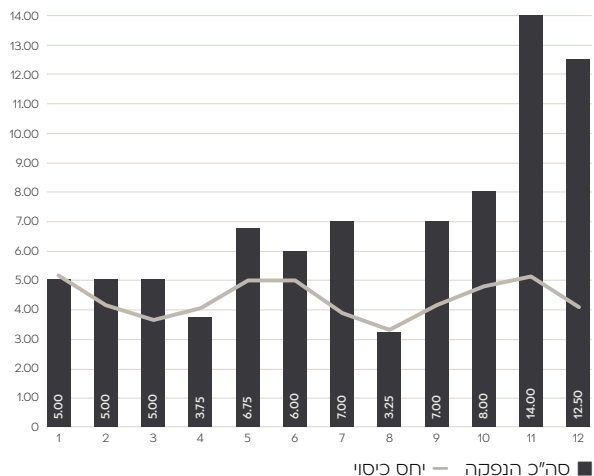
להלן גרף הבוחן את יחס הכיסוי (המשוקלל החודשי) אל מול הכמות המונפקת באותו החודש.

יחס הכיסוי הממוצע לשנת 2023 עמד על כ-4.4 לעומת יחס כיסוי ממוצע של 5.3 בשנת 2022 ולעומת יחס כיסוי ממוצע של 4.9 בעשור האחרון.

הגרף שלהלן מציג את טווח הגיוסים הממוצע בדומה לשנים קודמות, טווח הגיוס הממוצע נותר גבוה ועמד על רמה של כ-9.1 שנים.



### יחס כיסוי והיקף הנפקה 2023



## פתיחת סדרות חדשות בשוק המקומי הסחיר

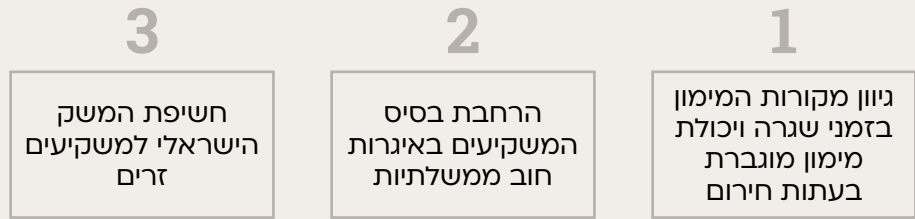
כחלק מהאסטרטגיה הרב-שנתית לניהול החוב הממשלתי, במהלך שנת 2024 יחידת החוב צפויה לפתוח סדרות On-The-Run חדשות.

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 הגיוסים החודשית של יחידת החוב.

# חוב חיצוני

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

מלאי החוב החיצוני נכון לסוף שנת 2023 עמד על כ-180 מיליארד ש"ח, לעומת כ-154 מיליארד ש"ח בסוף 2022.



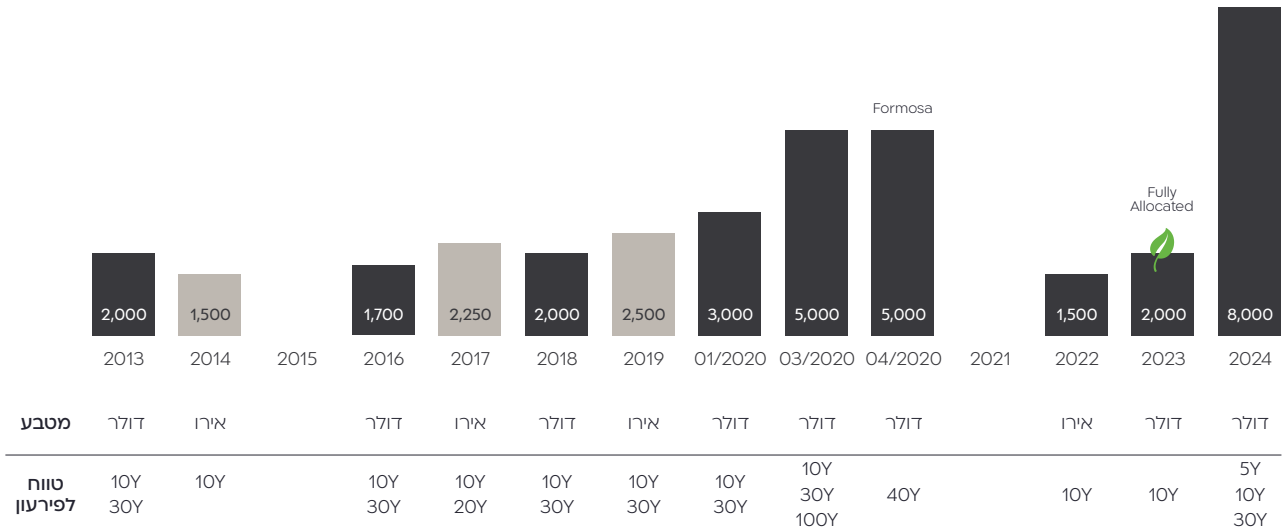
הגידול נובע בעיקרו מהנפקות פרטיות שבוצעו ברבעון האחרון של שנת 2023 וכן לאור שינויים בשער החליפין. המלאי מורכב מאיגרות חוב ציבוריות, הנפקות פרטיות, גיוסי חוב באמצעות ארגון הבונדס, הנפקות עבר בערבות ממשלת ארה"ב והלוואות נוספות.

## הנפקות ציבוריות גלובליות

בשנים 1995-2023 ביצעה מדינת ישראל 25 הנפקות ציבוריות בשווקים הגלובליים, בארצות הברית, באירופה, בטיוואן וביפן. בעשור האחרון נרשמה מגמת עלייה בגודלן של הסדרות המונפקות, זאת לאור מדיניות החשב הכללי בדבר העדפת הנפקתן של סדרות Benchmark, עלייה בצרכי המימון, וכן משיקולים רלוונטיים נוספים.

מלאי איגרות החוב הציבוריות במט"ח, נכון לסוף שנת 2023, עומד על כ-144 מיליארד ש"ח, לעומת כ-112.5 מיליארד ש"ח בסוף 2022.

הנפקות ציבוריות גלובליות (במיליוני דולר/אירו)



הנפקות בדולר    הנפקות באירו



## הנפקה ירוקה ראשונה עבור מדינת ישראל - 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 פורסמה תוכניות אסטרטגיות לאומיות, נקבעו יעדי אקלים, אושרו החלטות ממשלה ובוצעה חקיקה

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

לצורך הנפקת איגרות חוב ירוקה, נדרשה מדינת ישראל לפרסם מסמך מסגרת (Green Framework) אשר מפרט את המדיניות והיעדים של המנפיק, וכן את השימוש הצפוי בתקבולי ההנפקה למימון פרויקטים ירוקים אשר מקדמים יעדים אלו, יתרונותיהם הסביבתיים, ולספק מידע משלים בדבר ניהול הסיכונים הסביבתיים הקשורים לפרויקטים שנבחרו.

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

לצורך גיבוש מסמך 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.

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

ניתן למצוא את מסמך המסגרת וכן את דוח ההקצאה (Allocation report) של ההנפקה הירוקה באתר האינטרנט של משרד האוצר<sup>1</sup>.



## הנפקה ציבורית גלובלית - מרץ 2024

במרץ 2024 ביצעה מדינת ישראל הנפקה ציבורית של איגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים, במסגרתה הונפקו שלוש איגרות חוב לטווחים של 5 שנים, 10 שנים ו-30 שנה בהיקף כולל של 8 מיליארד דולר. המרווח בהנפקה עמד על 135, 145 ו-175 נקודות בסיס בהתאמה, מעל תשואת איגרות חוב ממשלת ארה"ב לטווח דומה (ריבית הבנצ'מרק).

הביקושים בהנפקה הסתכמו לסך של כ-38 מיליארד דולר, פי 4.75 מהסכום שהונפק, והיו הגבוהים ביותר שנרשמו אי-פעם בהנפקה ציבורית של מדינת ישראל.

## הנפקות פרטיות

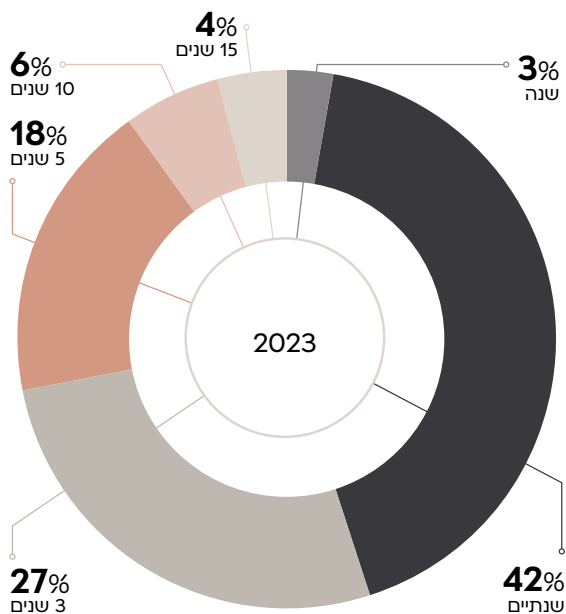
ערוץ מימון נוסף אשר עומד לרשותה של יחידת ניהול החוב הממשלתי הוא ביצוע הנפקות פרטיות למשקיעים אסטרטגיים. הנפקות אלה מתבצעות בעקבות התעניינות מכיוון המשקיעים (Reverse Inquiry) והחלטה על ביצוען מתקבלת לאחר בחינה מעמיקה של צרכי המימון, תנאי השוק ואיכות המשקיעים. רוב ההנפקות הפרטיות מתבצעות כהרחבה (Tapping)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

מלחמת "חברות ברזל" הביאה לעלייה בצורכי המימון השנתיים, ובפרט בשנים 2023-2024. לאור זאת, בשנת 2023 בוצעו 14 הנפקות פרטיות בדולר, אירו ויון, כאשר גיוס הנטו בגין הנפקות אלו עמד על כ-23 מיליארד ש"ח.

<sup>1</sup><https://www.gov.il/en/departments/publications/reports/green-bond-framework>



### חלוקה לפי זמן לפדיון של גיוס ארגון הבונדס



### הנפקות באמצעות ארגון הבונדס

ארגון הבונדס (State of Israel Bonds) שהוקם בשנות ה-50, מהווה פלטפורמה לגיוס חוב לא סחיר במט"ח ובכך מסייע במתן מענה לצרכי המימון של ממשלת ישראל על בסיס הקשר החזק הקיים בין מדינת ישראל ליהדות התפוצות. במהלך השנים, הגיוס באמצעות הבונדס הינו אנטי-מחזורי, כלומר, בשנים בהן התרחש מיתון או אירוע ביטחוני עלו היקפי הגיוס באמצעות הארגון בהתאם לצורך. הארגון מאפשר להרחיב את בסיס המשקיעים ולגוון את מקורות הגיוס של ממשלת ישראל, בעיקר באמצעות לקוחות קמעונאיים, אך גם באמצעות גופים מוסדיים.

ב-2023 גייס הארגון כ-2.7 מיליארד דולר. מלאי החוב שגויס באמצעות ארגון הבונדס, נכון לסוף שנת 2023, עומד על כ-23.2 מיליארד ש"ח, לעומת כ-18.5 מיליארד ש"ח בסוף 2022.



## הנפקות בערבות ממשלת ארצות הברית

באפריל 2003 אישר הקונגרס בארצות הברית תוכנית בת שלוש שנים למתן ערבויות לממשלת ישראל לטובת 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 ניהנות 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.

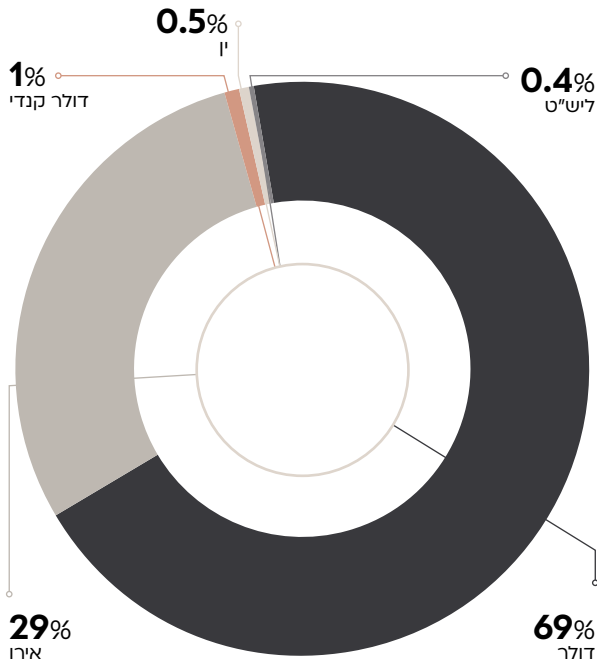
במסגרת תוכנית הערבויות הנפיקה מדינת ישראל בשנים 2003-2004 איגרות חוב בערך נקוב של 4.1 מיליארד דולר. ממשלת ישראל לא השתמשה בתוכנית הערבויות מאז נובמבר 2004. נכון לסוף שנת 2022, עומדת היתרה לניצול במסגרת התוכנית על סך של 3.8 מיליארד דולר.

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 2023, עומד על כ-12.5 מיליארד ש"ח, לעומת כ-21.5 מיליארד ש"ח בסוף 2022. הירידה במלאי החוב נובעת מכך שבשנת 2022 ביצעה היחידה לניהול החוב הממשלתי תוכנית רכישה עצמית של איגרות בערבות ארה"ב וכן משינויים בשער החליפין.

## הלוואות מממשלות זרות והלוואות נוספות

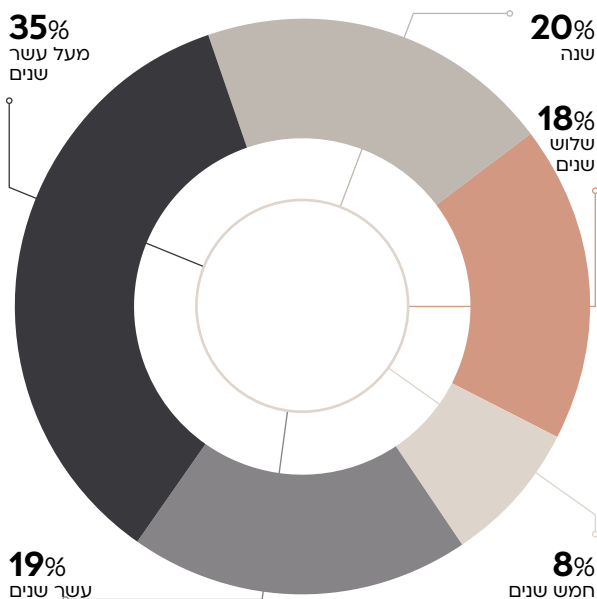
כמו כן קיימת יתרה נוספת של חוב לא סחיר במט"ח המורכבת מאיגרות חוב לממשלות זרות, מוסדות בינלאומיים, בנקים בחו"ל וקרנות דו-לאומיות. יתרה זו הסתכמה בסוף שנת 2023 בכ-1.5 מיליארד ש"ח, לעומת 1.4 מיליארד ש"ח בסוף 2022, ומהווה כ-1% מכלל החוב במטבע חוץ.

מלאי החוב החיצוני בחלוקה לפי מטבע (%)



מלאי החוב החיצוני בחלוקה לפי טווח לפרעון -

קרן בלבד (%)



## דירוג האשראי של מדינת ישראל

Fitch	S&P	Moody's	
A+	AA-	A2	דירוג
שלילית	שלילית	שלילית	תחזית

לאחר פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" נכנסה ישראל ל"מעקב שלילי" בשתי סוכנויות דירוג. בחודש נובמבר 2023, אישרה מחדש חברת הדירוג "S&P" את דירוג האשראי של ישראל ברמה של AA- ועדכנה את התחזית מ"יציבה" ל-"שלילית". בחודש אוקטובר 2023, אישרה מחדש חברת הדירוג "Fitch" את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A+ אך הכניסה את ישראל ל"מעקב שלילי". בחודש אפריל 2024 הודיעה חברת הדירוג "Fitch" על הסרת ה"מעקב השלילי" ועדכנה את תחזית הדירוג מ"יציבה" ל"שלילית".

בחודש אפריל 2023, חברת הדירוג "Moody's" אישרה מחדש את דירוג האשראי של ישראל ברמה של A1 אך עדכנה את תחזית הדירוג מ"חיובית" ל-"יציבה", ובחודש נובמבר הכניסה את ישראל ל-"מעקב שלילי". על רקע מלחמת 'חרבות ברזל', לראשונה מאז קיבלה מדינת ישראל דירוג אשראי, בחודש פברואר 2024, הורידה חברת הדירוג "Moody's" את דירוג האשראי של ישראל לרמה של A2 עם תחזית "שלילית".

## מדינת ישראל בעיניהן של חברות הדירוג

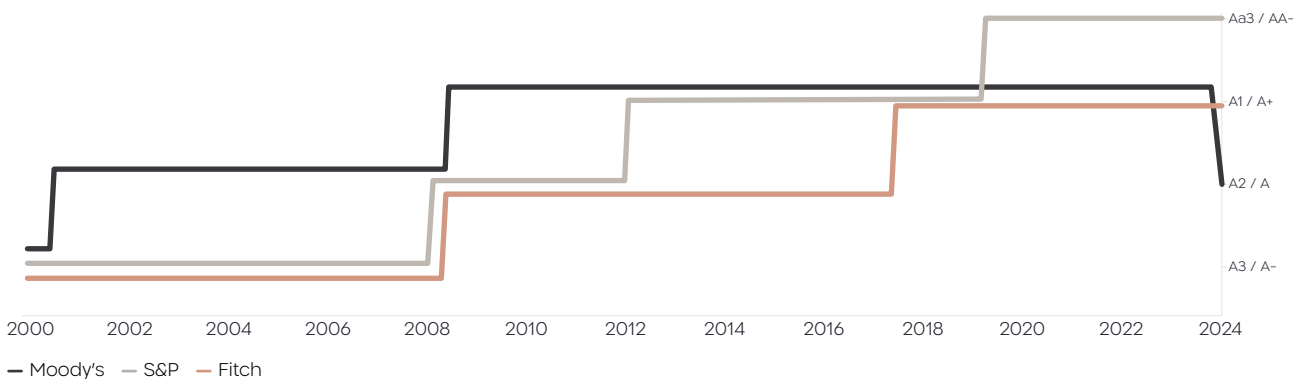
### נקודות חוזק

- ← כלכלה מגוונות, איתנה ובעלת ערך מוסף גבוה.
- ← חשבונות חיצוניים חזקים.
- ← מסגרות מוניטריות גמישות ושוק מקומי עמוק יחסית.
- ← גישה מצוינת לשוקי הון, מקומיים ובינלאומיים.

### אתגרים

- ← חוסר יציבות פוליטי המעיב על קביעת מדיניות.
- ← סיכונים מוגברים, ביטחוניים מקומיים וגיאופוליטיים אזוריים, ימשיכו להגביל את דירוג האשראי של ישראל.
- ← יחס חוב-תוצר ממשלתי גבוה יחסית.
- ← פערי הכנסה וחינוך בקרב אוכלוסיות מסוימות ושינויים דמוגרפיים אשר עלולים להכביד על פוטנציאל הצמיחה של ישראל בטווח הארוך.

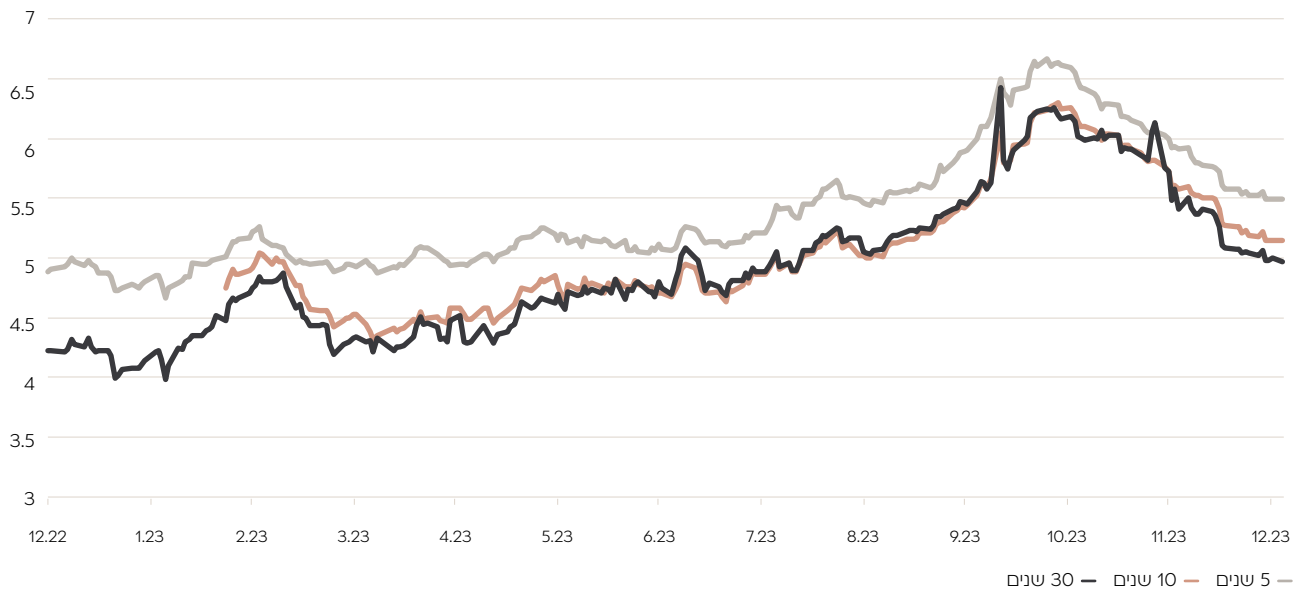
## התפתחות דירוג האשראי של מדינת ישראל



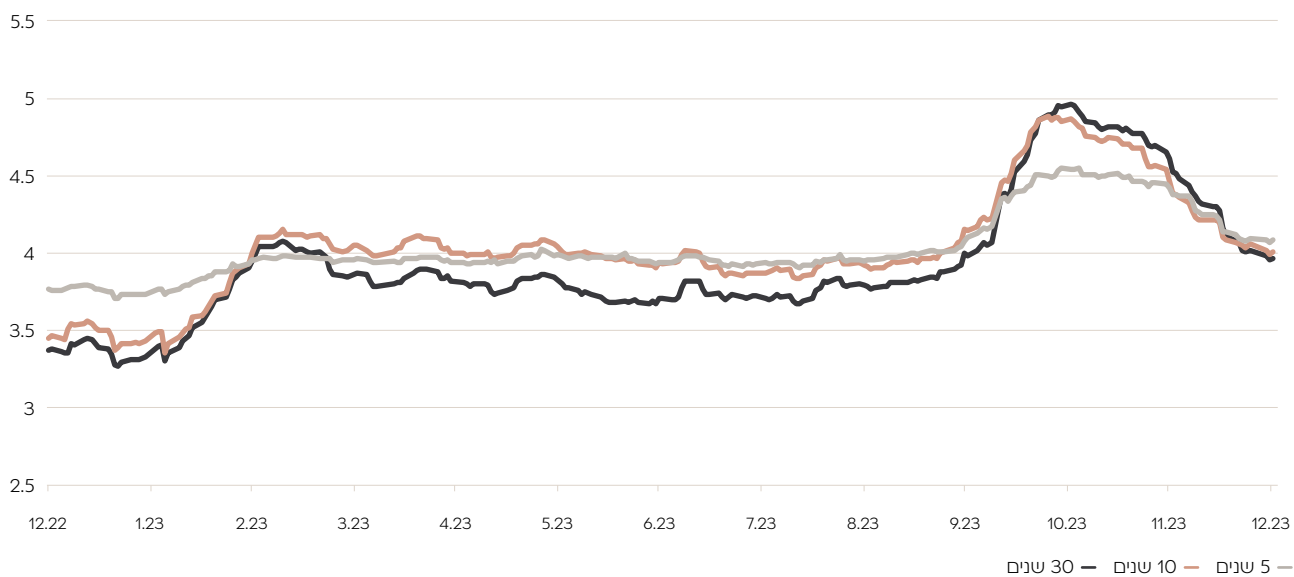
## תשואות איגרות החוב המונפקות על ידי ממשלת ישראל במט"ח

להלן תשואות איגרות החוב העצמיות בדולר ובירו שפדיון יתרחש בעוד כ-5, 10 ו-30 שנים. תשואות איגרות אלו מהוות עקום ייחוס לסיכון המשק הישראלי.

תשואות איגרות חוב ציבוריות בדולר



תשואות איגרות חוב ציבוריות באירו



# שוק משני



## 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.

בשנת 2023 נמנו 12 עושי שוק ראשיים באיגרות חוב ממשלתיות, שבעה מתוכם בנקים בינלאומיים



### דירוגים שוק ראשוני

דירוג עושי השוק בשוק הראשוני נעשה על פי היקף הרכישות במרכזי ההנפקות. הדירוג מחושב לתקופות של רבעון ושנה.



### דירוגים שוק משני לשנת 2023

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.



שוק משני - אפיק צמוד  
פעילות בזירת מסחר MTS



שוק משני - אפיק שקלי  
פעילות בזירת מסחר MTS



שוק ראשוני  
היקף הרכישות בש"ח במכרזי ההנפקות\*

בנק לאומי	בנק לאומי	בנק דיסקונט	1
בנק הפועלים	בנק הפועלים	בנק לאומי	2
בנק דיסקונט	בנק דיסקונט	ברקליס	3
גולדמן סאקס	גולדמן סאקס	בנק הפועלים	4
בנק מזרחי	בנק מזרחי	גולדמן סאקס	5
ברקליס	ברקליס	בנק מזרחי	6
ג'י פי מורגן	דויטשה בנק	מריל לינץ'	7
סיטי בנק	ג'י פי מורגן	דויטשה בנק	8
דויטשה בנק	סיטי בנק	סיטי בנק	9
BNP PARIBAS	BNP PARIBAS	BNP PARIBAS	10
הבנק הבינלאומי	הבנק הבינלאומי	הבנק הבינלאומי	11
מריל לינץ'	מריל לינץ'	ג'י פי מורגן	12

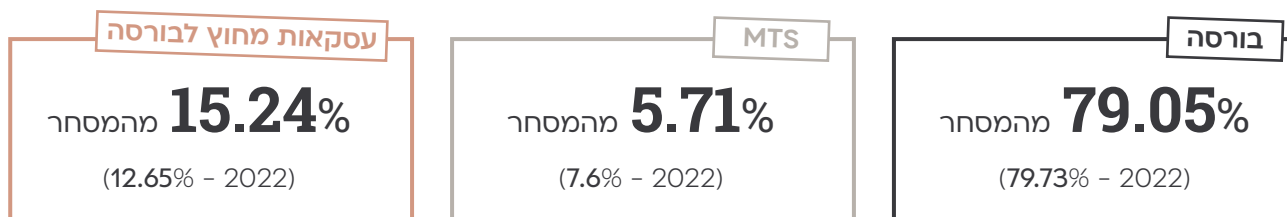
## מחזורי מסחר

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

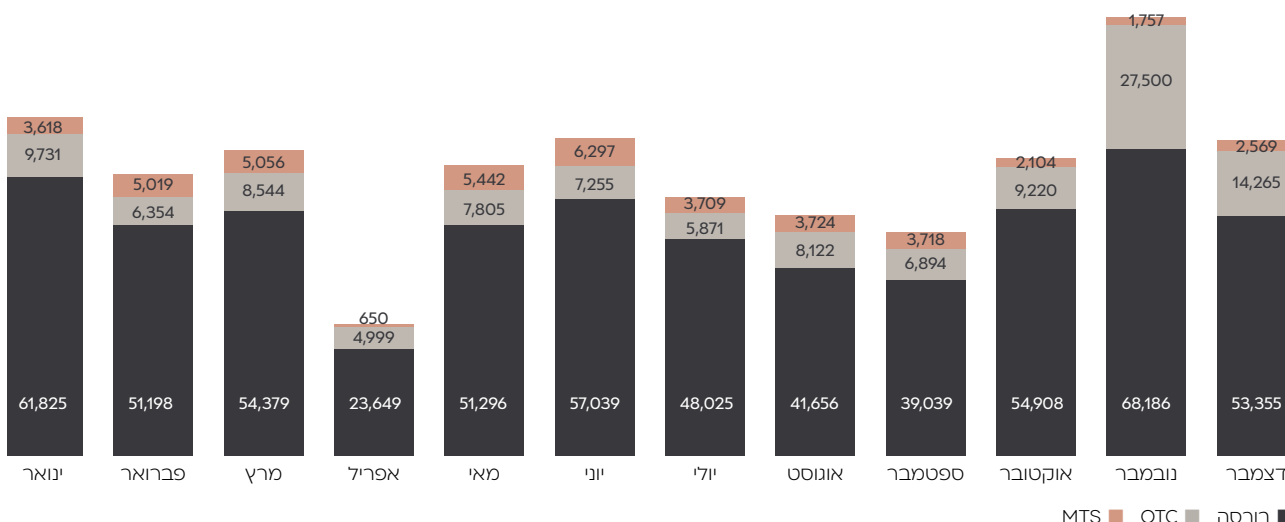
בשנת 2023, שוק איגרות החוב הממשלתיות התאפיין במחזורי מסחר גבוהים ביחס לשנה הקודמת בכלל האפיקים. זאת על רקע המשך הידוק המדיניות המוניטרית בארץ ובעולם, עלייה בחוסר הוודאות בנוגע להשפעת ההצעות לשינוי החקיקה בישראל על הכלכלה ומלחמת "חרבות ברזל" אשר פרצה בעקבות אירועי 7 באוקטובר 2023 והביאה לעליה בפרמיית הסיכון בישראל. כל אלו גרמו לעליה בתנודתיות שערי איגרות החוב הממשלתיות אשר הבילה לעליה במחזורי המסחר. מחזור המסחר היומי הממוצע בבורסה באיגרות החוב הממשלתיות עמד על כ-2.4 מיליארד ש"ח לעומת ממוצע של כ-2.1 מיליארד ש"ח בשנת 2022. בסה"כ המסחר בבורסה הסתכם בכ-605 מיליארד ש"ח בשנת 2023, לעומת כ-513 מיליארד ש"ח אשתקד. ב-MTS מחזור המסחר השנה עלה לעומת השנה הקודמת והגיע לרמה של כ-43 מיליארד ש"ח לעומת רמה של כ-41 מיליארד ש"ח. והמסחר ב-OTC (עסקאות מחוץ לבורסה) עלה אף הוא ועמד על כ-116 מיליארד ש"ח, לעומת כ-81 מיליארד ש"ח בשנה הקודמת. מדד תל גוב - כללי, הכולל את כלל איגרות החוב הממשלתיות הנסחרות בבורסה רשם עליה של 0.6%.

סך מחזורי המסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשנת 2023 בכלל מחזורי המסחר הסתכמו בכ-3.14 מיליארד ש"ח בממוצע יומי לעומת 2.7 בשנת 2022 (הממוצע מחושב על פי ימי המסחר בבורסה. המסחר ב-MTS מתקיים בימים ב'ה').

### להלן חלוקת מחזורי המסחר בין זירות המסחר השונות:



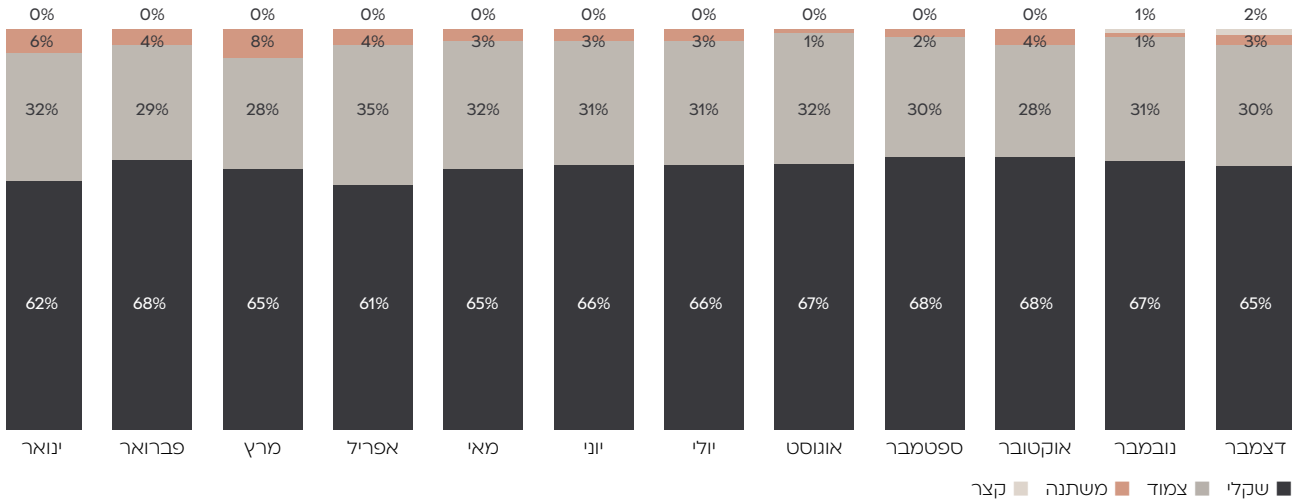
### מחזורי המסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשנת 2023 (במיליוני ש"ח)



### התפלגות המסחר באפיקים השונים

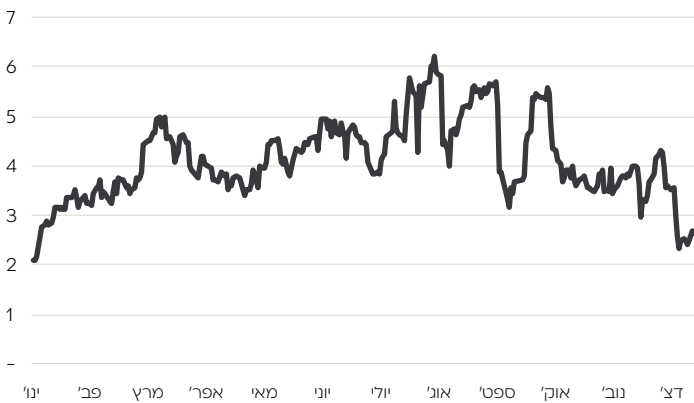
בדומה לשנים קודמות, המסחר באיגרות החוב הממשלתיות בשנת 2023 התרכז באפיק השקלי (שאינו צמוד למדד). היחס בין האפיקים השונים בכלל זירות המסחר: אפיק שקלי: 65.92% מהמסחר (2022 - 61.34%), אפיק צמוד: 30.34% (2022 - 34.78%), אפיק ריבית משתנה: כ-3.42% (2022 - 3.86%), אפיק איגרות חוב קצרות: כ-0.32% (2022 - 0.03%).

התפלגות מחזורי המסחר באפיקים השונים



מאגר השאלות

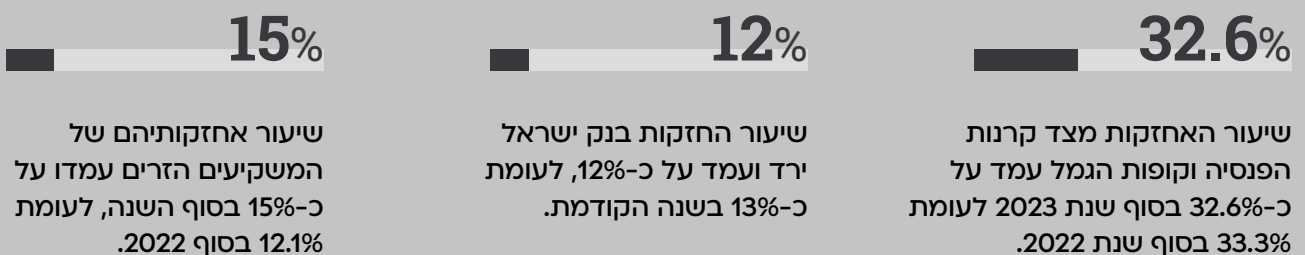
יתרת השאלות (במיליארדי ש"ח)



מאגר ההשאלות החל לפעול בחודש ספטמבר 2006 כחלק מהרפורמה בעשיית השוק. משרד האוצר הקים מאגר השאלות 'בשיתוף עם מסלקת הבורסה, 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 2.1 ל-6.2 מיליארד ש"ח (שווי השוק של האיגרות המושאלות).

התפלגות החזקת איגרות החוב הממשלתיות הסחירות

נתונים בולטים:





# תיק החוב



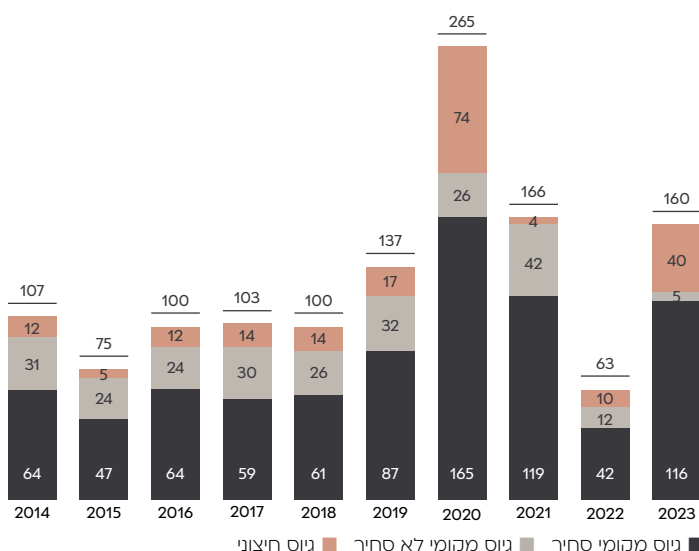
## החוב הממשלתי

בסוף שנת 2023 מלאי החוב הממשלתי עמד על כ-1,127 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-1,037 מיליארדי ש"ח אשתקד, גידול של כ-8.7% במלאי החוב.

בשנת 2023 חלה עליה בצרכי המימון, עיקרה ברבעון האחרון של השנה, על רקע פרוץ מלחמת 'חרבות ברזל' והשלכותיה הכלכליות. בהמשך לאמור, סך גיוס החוב הממשלתי עלה מכ-63 מיליארדי ש"ח בשנת 2022 אשר היתה נמוכה מבחינת צרכי המימון, לכ-160 מיליארדי ש"ח בשנת 2023. מתוכם, כ-116 מיליארדי ש"ח בשוק המקומי הסחיר, כ-40 מיליארדי ש"ח בשוק החיצוני, וכ-5 מיליארדי ש"ח בשוק המקומי הלא סחיר.

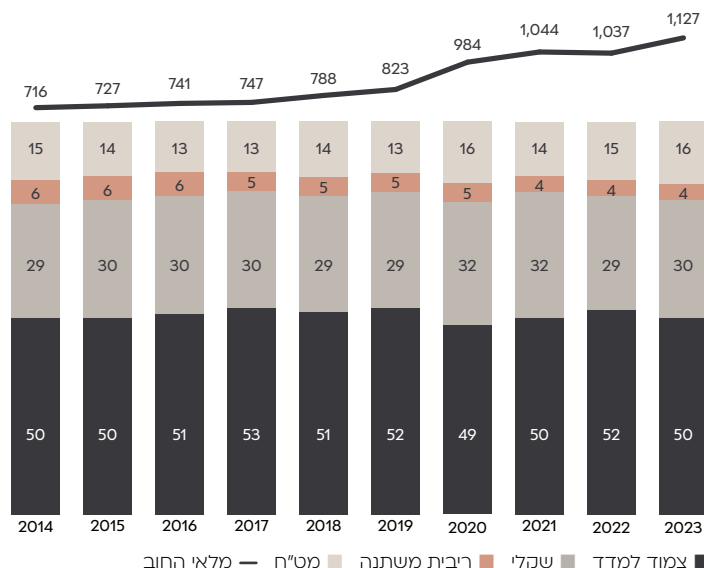
שיעור הגיוס באפיק המקומי הסחיר בשנת 2023 היווה כ-72% מסך הגיוס השנתי ועומד על כ-116 מיליארדי ש"ח, לעומת היקף גיוס סחיר של כ-42 מיליארדי ש"ח בשנת 2022 (כ-65%). נכון לסוף שנת 2023, מלאי החוב המקומי הסחיר עומד על כ-54% מסך החוב הממשלתי.

סך הגיוס הממשלתי והתפלגותו בחלוקה לאפיקים (%)



באפיק החיצוני, שיעור הגיוס עמד על כ-25% מסך הגיוס השנתי, כ-40 מיליארדי ש"ח, וזאת לעומת היקף גיוס חיצוני של כ-10 מיליארדי ש"ח בשנת 2022. בשנת 2023 כ-30 מיליארדי ש"ח גויסו באמצעות הנפקות פרטיות וציבוריות בחו"ל (הנפקת בנצ'מרק בחודש ינואר במטבע דולר לטווח של 10 שנים וכן 14 הנפקות פרטיות בדולר, באירו וביין יפני שהתבצעו ברבעון האחרון של השנה). כמו כן, לנוכח צרכי המימון שנבעו מהמלחמה גויס החוב באמצעות ארגון הבונדס הוגדל והסתכם לכ-10 מיליארדי ש"ח. נכון לסוף השנה, מלאי החוב החיצוני עמד על כ-16% מסך החוב הממשלתי.

מלאי החוב הממשלתי והתפלגותו בחלוקה להצמדות (%)



גיוס חוב הצמוד למדד למדד המצמדים לצורך מבוצע באמצעות האפיק המקומי הסחיר והאפיק המקומי הלא סחיר. בשנת 2023, בהמשך לרפורמה באיגרות חוב המיועדות, שיעור הגיוס המקומי הלא סחיר, שכולו צמוד למדד, מכלל גיוס החוב הממשלתי ירד בחדות לשיעור של כ-3% בלבד, לעומת כ-19% בשנת 2022. הגיוס באפיק זה הסתכם לכ-5 מיליארדי ש"ח בלבד לטובת פוליסות ביטוח ואמיסיות בלבד. הגיוס המקומי הסחיר צמוד המדד הסתכם לכ-31 מיליארדי ש"ח והיווה כ-20% מכלל גיוס החוב הממשלתי בשנת 2023, לעומת כ-15% אשתקד.

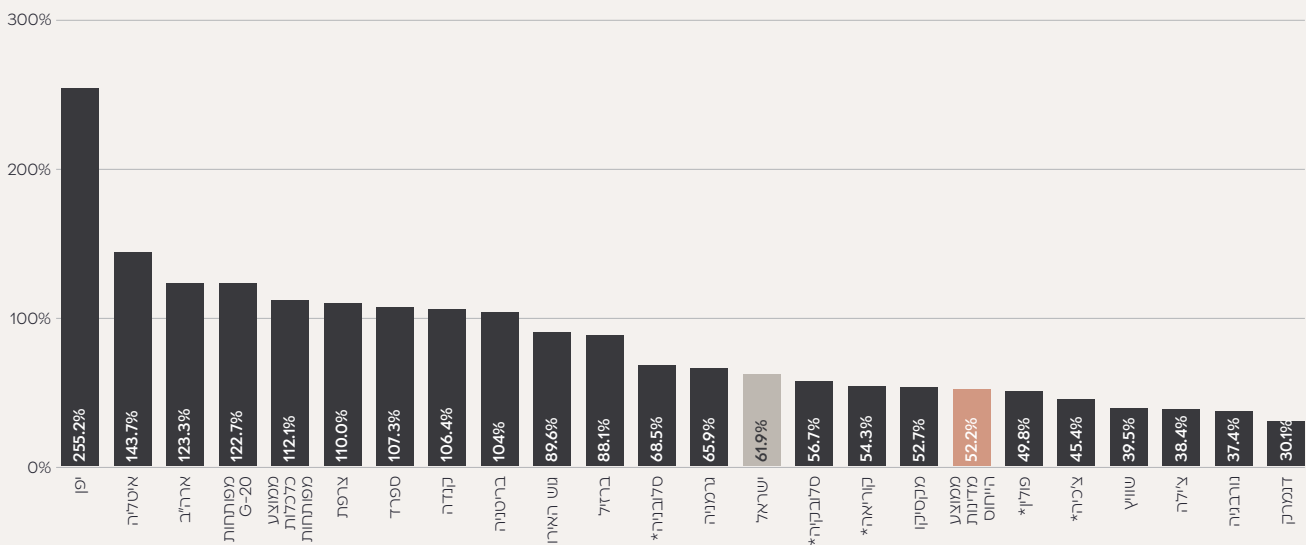
בשנת 2023 שיעור החוב הצמוד ירד לכ-50% לעומת כ-52% אשתקד, למרות האינפלציה השנתית שעמדה על 3%. ירידה זו נבעה מגיוס נטו חיובי גבוה של חוב שאינו צמוד למדד, ביחס לחוב הצמוד למדד.

## יחס חוב לתוצר

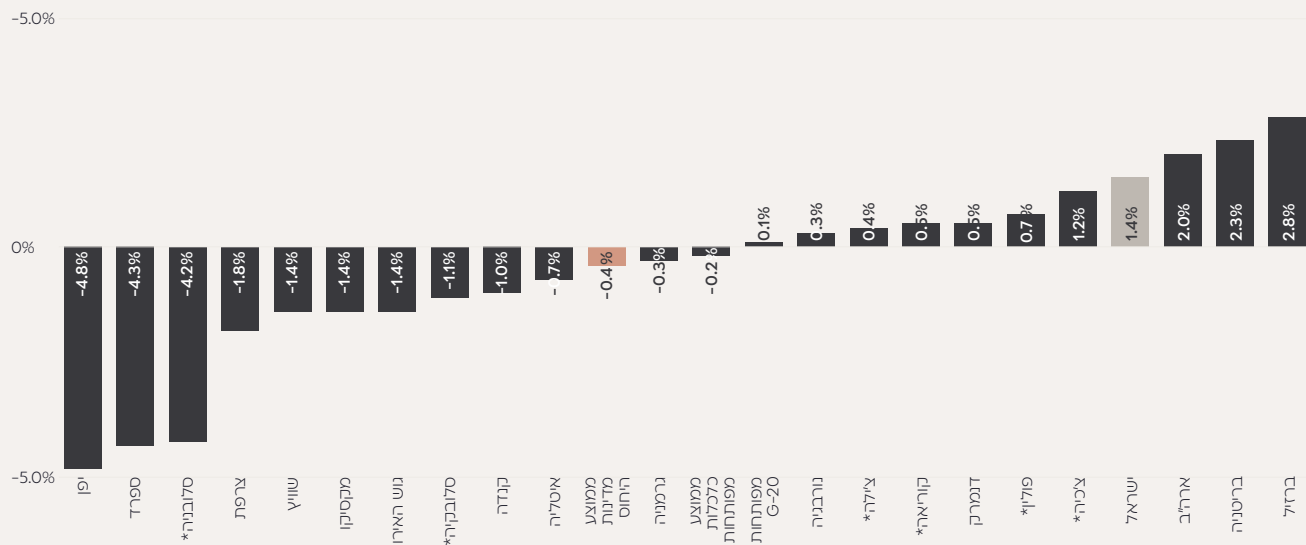
יחס החוב לתוצר הינו מדד מרכזי המשמש את חברות דירוג האשראי ומהווה אינדיקציה ליציבותה הפיננסית וגמישותה הפיסקלית של המדינה.

בעשור שקדם למשבר הקורונה, יחס החוב לתוצר התאפיין במגמת ירידה מתמשכת אשר נבעה, בין היתר, ממדיניות פיסקלית אחראית ומניהול חוב יעיל. בשנת 2023, העלייה בצרכי הגיוס בעיקר לאחר פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" ברבעון הרביעי, הובילה לעלייה ביחס החוב לתוצר הממשלתי. בשנת 2023 יחס החוב הממשלתי לתוצר עלה בכ-1.5% ביחס לשנת 2022 ועמד על כ-60.3%. יחס החוב הציבורי לתוצר עלה בכ-1.4% ועמד על כ-61.9%.

### יחס החוב הציבורי לתוצר בשנת 2023



### שינוי ביחס החוב הציבורי לתוצר בין השנים 2022 ו-2023



ניתן לראות כי יחס החוב הציבורי לתוצר בשנת 2023 גדל בשיעור של כ-1.4% ביחס לקיטון ממוצע של כ-0.4% ביחס החוב לתוצר בקרב מדינות הייחוס, ברקע מלחמת "חרבות ברזל", אשר הובילה לגידול בחוב הממשלתי, לצד קיטון בשיעור הצמיחה ביחס לשנת 2022. עם זאת, שיעור החוב הציבורי ביחס לתוצר נותר נמוך בהשוואה לממוצע הכלכלות המפותחות ולממוצע גוש האירו.

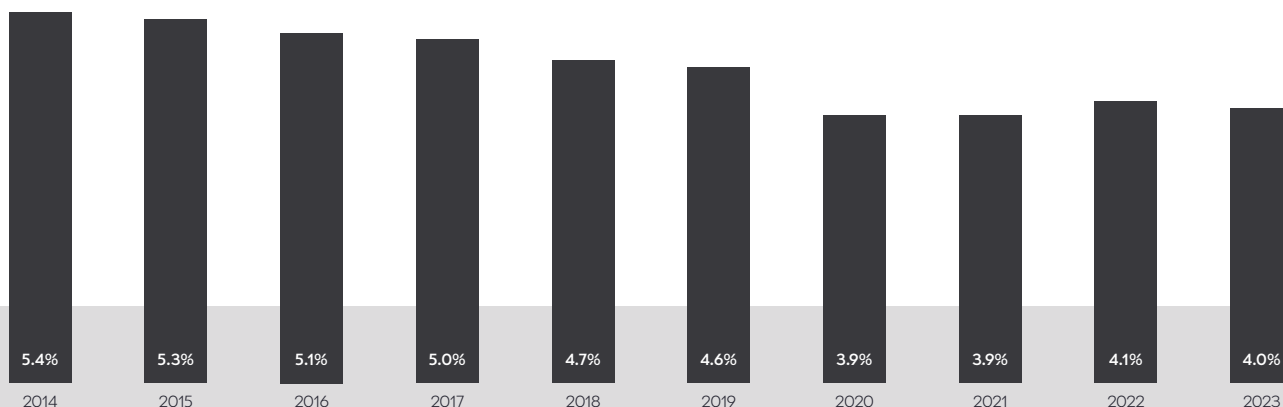
\*מדינות הייחוס

## הוצאות ריבית

הוצאות הריבית בשנת 2023 עמדו על כ-44.7 מיליארדי ש"ח לעומת כ-42.1 מיליארדי ש"ח אשתקד. הוצאות הממשלה בשנת 2023 עמדו על כ-516 מיליארדי ש"ח וזאת לעומת כ-459 מיליארדי ש"ח אשתקד. על אף העלייה הנומינלית בהוצאות הריבית, שיעור הוצאות הריבית מסך הוצאות הממשלה בשנת 2023 ירד לרמה של 8.7% ביחס ל-9.2% בשנת 2022.

כפי שניתן לראות בגרף מטה, שיעור הוצאות הריבית ביחס לסך חוב הממשלתי נמצא במגמת ירידה בעשור האחרון וירד משיעור של כ-5.4% בשנת 2014 לשיעור של כ-4.0% בשנת 2023. גם בין השנים 2022 ו-2023 ראינו מגמה דומה, בשל עלייה גבוהה יותר בחוב הממשלתי למול העלייה בהוצאות הריבית בתקופה המקבילה.

שיעור הוצאות הריבית ביחס לחוב הממשלתי בשנים 2014-2023



הגרף להלן מציג השוואה של הוצאות הריבית בין השנים 2022-2023, עבור כל אפיק, ביחס למלאי החוב באותו האפיק.

**אפיק מקומי סחיר:** הוצאות הריבית עלו בכ-0.6 מיליארדי ש"ח מרמה של 12.0 מיליארד ש"ח לרמה של 12.6 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור אפיק זה, מסך מלאי החוב הסחיר, עלה מרמה של 2.1% לרמה של 2.2%.

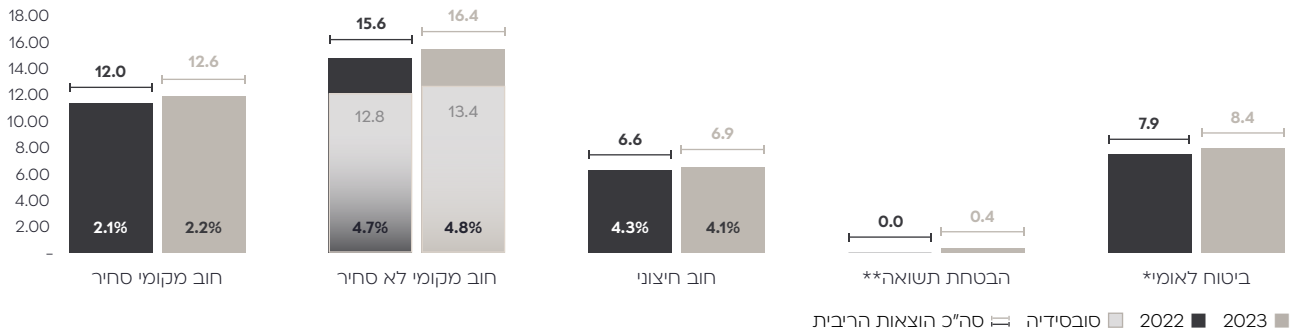
**אפיק מקומי לא סחיר:** הוצאות הריבית עלו בכ-0.8 מיליארדי ש"ח מרמה של 15.6 מיליארד ש"ח לרמה של 16.4 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור האפיק זה, מסך מלאי החוב הלא סחיר, עלה מרמה של 4.7% לרמה של 4.8%. אומדן הסבסוד בגין איגרות החוב הלא סחירות שהונפקו על פי חוק לקרנות הפנסיה וחברות הביטוח עמד על כ-13.4 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-12.8 מיליארדי ש"ח בשנת 2022. הסבסוד שיוחס לקרנות הפנסיה עמד בשנת 2023 על כ-11.3 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-10.7 מיליארדי ש"ח בשנת 2022. הסבסוד שיוחס לחברות הביטוח (איגרות חוב "ח"ץ") בשנת 2023 עמד על כ-2.2 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-2.1 מיליארדי ש"ח בשנת 2022.

**אפיק חיצוני:** הוצאות הריבית עלו בכ-0.3 מיליארדי ש"ח מרמה של 6.6 מיליארד ש"ח לרמה של 6.9 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור אפיק זה, מסך מלאי החוב החיצוני, ירד מרמה של 4.3% לרמה של 4.1%.

**מנגנון הבטחת תשואה:** ההפרשה התקציבית לטובת הבטחת תשואה בקרנות הפנסיה (מנגנון החליפי לאיגרות חוב מסוג "ערד") הסתכמה ב-0.4 מיליארד ש"ח.

**ביטוח לאומי:** הוצאות הריבית עלו בכ-0.5 מיליארדי ש"ח מרמה של 7.9 מיליארדי ש"ח לרמה של 8.4 מיליארדי ש"ח.

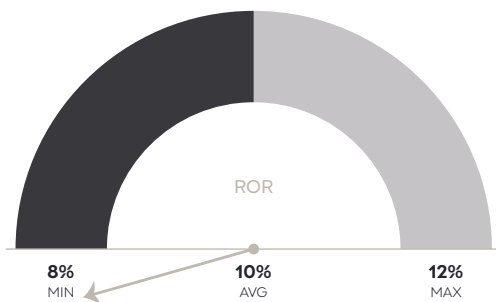
**סך הוצאות הריבית (מיליארדים) והוצאות הריבית ביחס לחוב בחלוקה לאפיקי גיוס 2022-2023**



\*החוב לביטוח לאומי לא מוכר כחוב ממשלתי כיוון שהמדינה אינה מנפיקה חוב בגינו. עם זאת, התחייבות זו מקבלת ביטוי בתקציב המדינה וכפופה לכללים הפיסקאליים.  
 \*\*הפרשה תקציבית לקרן ייעודית בהתאם לתיקון לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005.

**ניהול סיכוני החוב הממשלתי**

אומדן סיכון המיחזור מתבצע על-ידי מספר מדדים: ← בחינת היקף החוב הקצר (חוב הנפרע בשנה הקרובה) ביחס לסך החוב (Rollover Ratio). מדיניות ניהול הסיכונים מכוונת להימצא בטווח שבין 8%-12%.



מדד זה עמד ברבעון השלישי של השנה על כ-8.1%. גיוס החוב ברבעון האחרון של השנה התאפיין במח"מ ארוך באופן יחסי ועל כן מדד זה ירד לרמה של 7.5%. בהמשך לאמור החוב הקצר ביחס לתוצר ירד מעט ביחס לשנת 2022 ועמד על כ-4.5% בשנת 2023 לעומת כ-4.8% בשנת 2022.

הסיכונים המרכזיים של תיק החוב הממשלתי הינם סיכון המיחזור, הנזילות, השוק והאשראי. ניהול הסיכונים מתבצע בהתאם למדיניות סדורה וכחלק מהמטרות האסטרטגיות ארוכות הטווח בניהול החוב, הקופה והנזילות הממשלתית. אסטרטגיית ניהול הסיכונים נשענת על מודלים, תרחישים וסימולציות המסייעים במזעור הסיכונים הכלכליים והתקציביים.

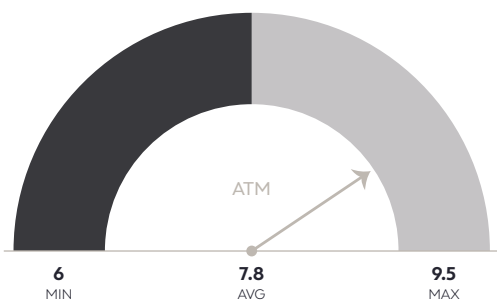
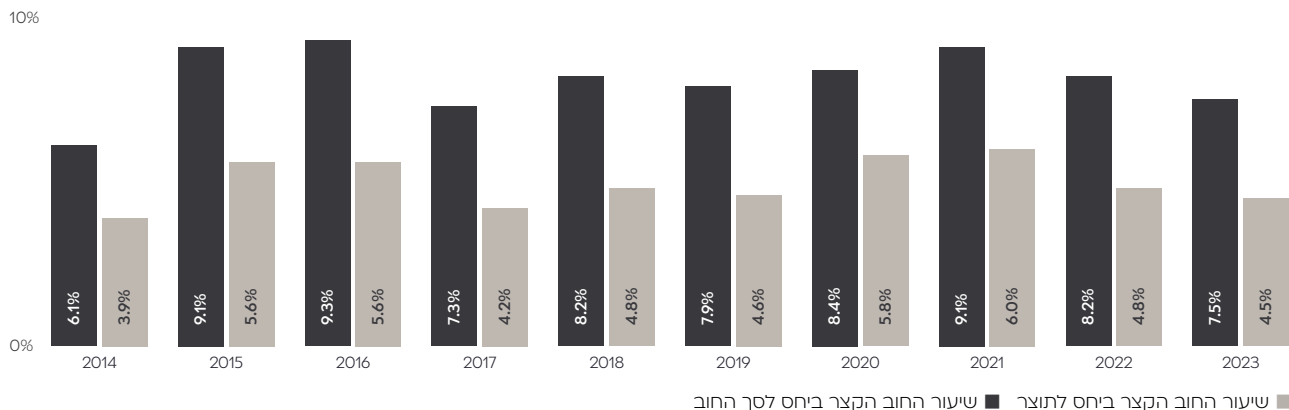
**סיכונים פיננסיים מרכזיים:**

1

**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 המיחזור. כמו כן, מגמת הארכת ATM בחוב הממשלתי וכן בקרה על יחס ה-ROR מסייעים בהקטנת סיכון זה.

### שיעור החוב הממשלתי הקצר ביחס לסך החוב וביחס לתוצר בשנים 2014-2023

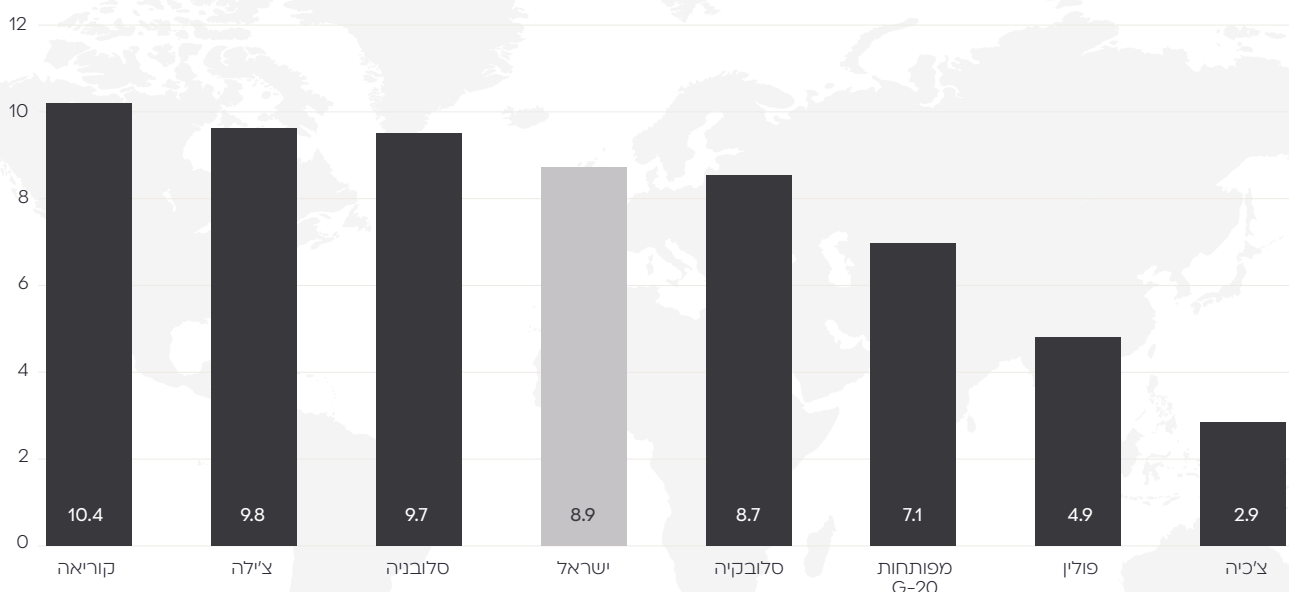


← הטווח הממוצע לפדיון (ATM) - מדד זה משקף את משך החיים הממוצע של תיק החוב ומחושב באמצעות ביצוע ממוצע משוקלל של מועדי פירעון הקרן עבור כלל איגרות החוב שטרם נפרעו. מאחר שמדד זה הינו ממוצע, הוא אומד את הסיכון בצורה לא מלאה ולכן אנו בוחנים אותו בשילוב עם ה-ROR לשנה ושלוש שנים קדימה. באמצעות שילוב מדדים אלו מתבצעת אמידה של סיכון המחזור.

בניתוח השוואתי מול מדינות רלוונטיות מדד ה-ATM של תיק החוב ממוקם בין מדינות הייחוס, וגבוה בהשוואה למדינות המפותחות<sup>1</sup>.

נכון לסוף שנת 2023 מדד זה עמד על כ-8.9 לעומת כ-9.3 אשתקד. אסטרטגיית גיוס החוב בשנים האחרונות הייתה להאריך את ה-ATM (ואת המח"מ המתוקנן) של החוב הממשלתי באופן הדרגתי כך שיעמוד על סביב 9 שנים, זאת כאמור בשילוב עם ROR בטווח הרצוי כפי שצוין לעיל.

### השוואה עולמית למדד ATM



<sup>1</sup>מקור: משרד האוצר ובנק ישראל, יתר המדינות October 2023 Fiscal Monitor.

על מנת לנהל את סיכון המיחזור נעשה שימוש במספר מודלים:

← מודל ההנפקות (המדרגות) - יחידת החוב מתכננת לטווח ארוך את גיוסי החוב הסחיר בשוק המקומי ובח"ל באמצעות מודל המדרגות. להלן עקרונות המודל:



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

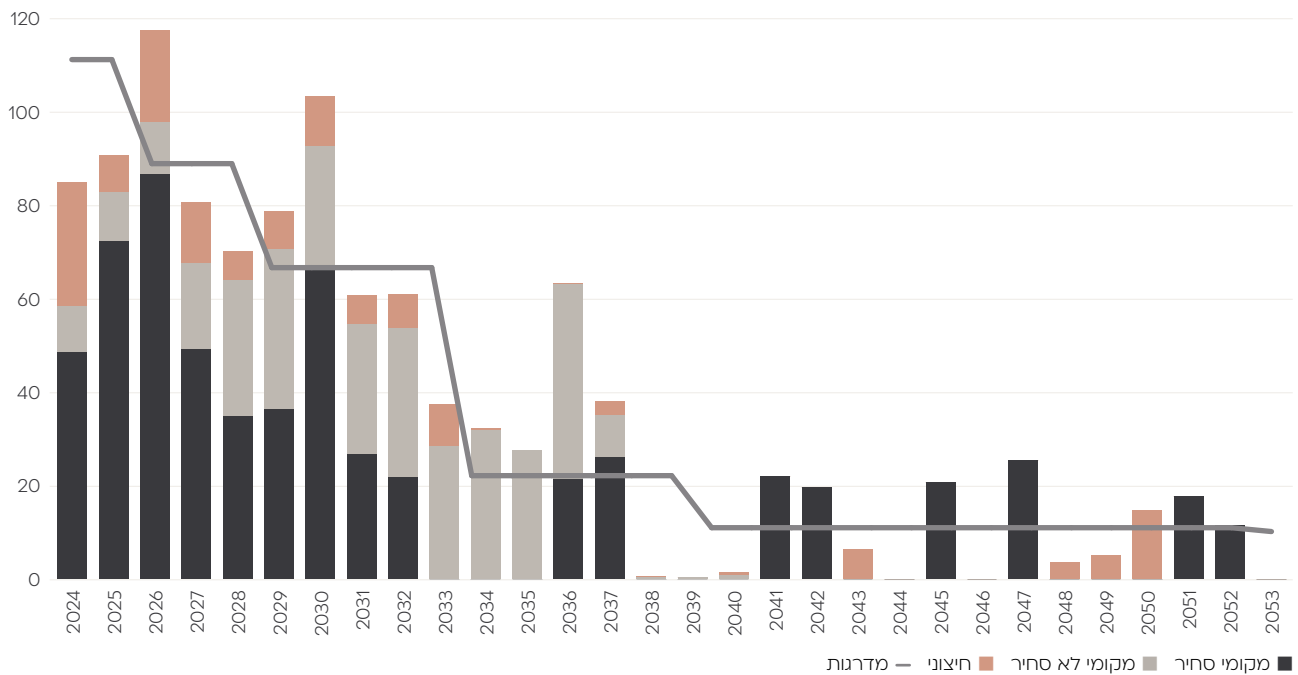


מדיניות גיוסים קבועה - נקיטת  
מדיניות גיוסים קבועה שבה  
מנפיקים כמויות קבועות לטווחים  
קבועים של 3, 5, 10 ו-30 שנים  
(Benchmark) תוך תכנון עקום  
הפירעונות הרב-שנתי.



עקום פירעונות מדורג - הימצאות  
במבנה פירעונות רב שנתי מדורג.

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.



← מודל קבוע לפתיחת סדרות קצרות - פתיחת איגרות חוב ממשלתיות חדשות תוך שנתיות וחוצות שנה, אשר מסייעות בהחלקת הפירעונות.

## 2

### סיכון נזילות (LIQUIDITY RISK)

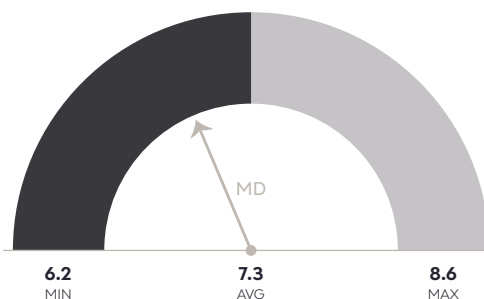
סיכון שמקורות המימון הקיימים לא יספיקו למימון צורכי המדינה בכל רגע נתון. אמידת הסיכון וניהולו מתבצעים באמצעות מודלים, ניתוחי תרחישים (תרחיש מרכזי, תרחישי לחץ וקיצון) וסימולציות במעקב יומיומי. כמו כן, מתבצע שימוש בכלי נזילות לרבות איגרות חוב קצרות, מכרזי החלף ומכרזים הפוכים. מדינת ישראל שומרת על כרית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

3

**סיכוני שוק (MARKET RISK)**

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

← המח"מ (משך חיים ממוצע) המתוקנן (Modified Duration) - מדד המסייע בבחינת ההשפעה של שיעור הריבית על שווי השוק של החוב. השנה חלה ירידה במח"מ המתוקנן הכולל של החוב הממשלתי לכ-6.9, מרמה של כ-7.4 אשתקד.



← שינויים במדד המחירים לצרכן - החוב הצמוד מהווה כ-50% ממלאי החוב לסוף שנת 2023 ומכאן שעיקר הרגישות של תיק החוב היא למדד המחירים לצרכן. שינוי של כ-1% במדד המחירים מביא לשינוי של כ-5.6 מיליארדי ש"ח בתיק החוב בערך מוחלט.

← שינויים בשער חליפין - החוב צמוד המט"ח מהווה כ-16% ממלאי החוב לסוף שנת 2023, המשמעות היא שלשינויים 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.

**רגישות החוב הממשלתי**

שינוי יחס חוב תוצר ממשלתי (אחוזי תוצר)	שינוי בחוב הממשלתי (במיליוני ש"ח)	
0.30%	5,634	עלייה מצטברת במדד המחירים לצרכן ביחידת אחוז
0.06%	1,155	עלייה בשע"ח דולר - שקל ביחידת אחוז
0.03%	612	עלייה בשע"ח אירו - שקל ביחידת אחוז

4

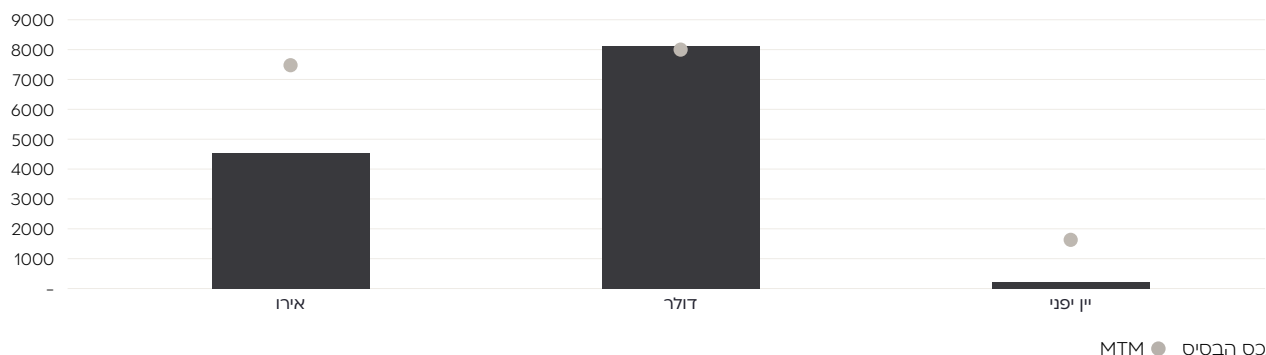
**סיכוני אשראי (CREDIT RISK)**

פעילות המדינה בעסקאות גידור חושפת את הממשלה לסיכון אשראי במקרה של חדלות פירעון של הצד שכנגד בעסקה. המטרה העיקרית של תוכנית הגידורים הינה הקטנת החשיפה של תקציב הריבית לשינויים בשע"ח בעקבות החשיפה של החוב הנקוב במט"ח, וזאת כחלק מתהליך ניהול סיכוני השוק. עסקאות הגידור מחולקות לטווח ארוך באמצעות CCS ולטווח קצר באמצעות Forward ו-FX Swap. בשנת 2023 ביצעה יחידת החוב עסקאות גידור לתשלומי קרן וריבית בהיקף של כ-4.5 מיליארד דולר, כ-3.9 מיליארד אירו וכ-20 מיליארד י"ן יפני.

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

נכון ליום 31.12.2023, הסתכם מלאי עסקאות הגידור של הממשלה בכ-12,886 מיליוני דולר (הסכום המגודר). השווי ההוגן (Mark to Market) של כלל הפוזיציות ליום 31.12.2023 עמד על כ-133 מיליון דולר לטובת המדינה.

**היקף עסקאות הגידור והשווי ההוגן (במיליוני ש"ח)**



**מודלים נוספים לניהול סיכוני החוב הממשלתי**

← תמחורים פיננסיים - תמחור איגרות חוב, עסקאות גידור ועוד, באמצעות שימוש במודלים שונים.  
 ← תחזית תשלומי ריבית - התחזית בנויה בשיטת Bottom Up הפורסת את התשלומים הנוכחיים בהתאם לצפי בשינויים בגורמי שוק בארץ ובח"ל וכן תחזיות לשינויים בלוחות הסילוקין (גיוסים חדשים, מכרזי החלף ומכרזים הפוכים).  
 ← אמידה של סיכונים נוספים לצורך מיפוי ומעקב אחר מפת סיכונים פיננסיים כוללת.

← מודל סיכון עלות - ניתוח לסיכון והעלות 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 ובניהול החוב הממשלתי.

**גודל סדרה ממוצע ומספר סדרות**

בהתאם למדיניות ניהול החוב באגף החשב הכללי אנו פועלים לצמצום מספרן של סדרות איגרות החוב הממשלתיות במחזור והגדלת נפחן. במהלך שנת 2023 הונפקו שתי סדרות חדשות בשוק המקומי הסחיר:

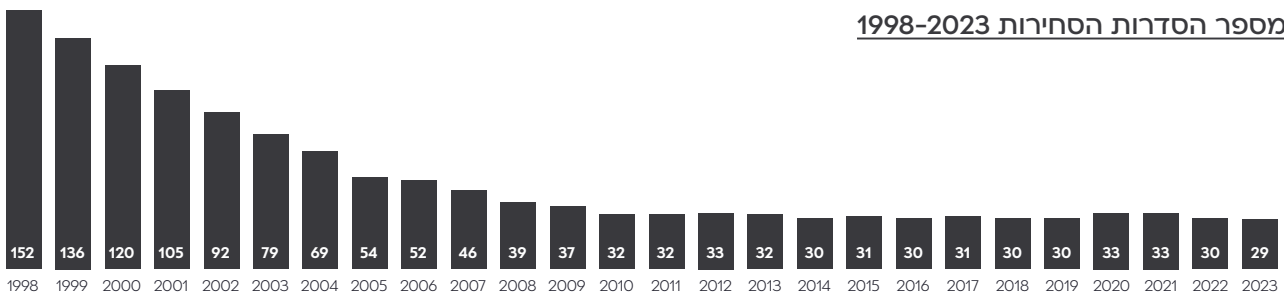
- ממש"ק 0229 לפירעון בשנת 2029 המהווה בנצ'מרק ל-5 שנים שקלי.
- ממצ"מ 1028 לפירעון בשנת 2028 המהווה בנצ'מרק ל-5 שנים צמוד.

כמו כן, במהלך השנה הונפקה איגרת חוב קצרה 0824. בנוסף כחלק מהאסטרטגיה כאמור, במהלך שנת 2023 המשיך השימוש במתודולוגיית החלפה של איגרות on-the-run באיגרות off-the-run (ובכך האחרונות הפכו להיות on-the-run). להלן פירוט האיגרות:

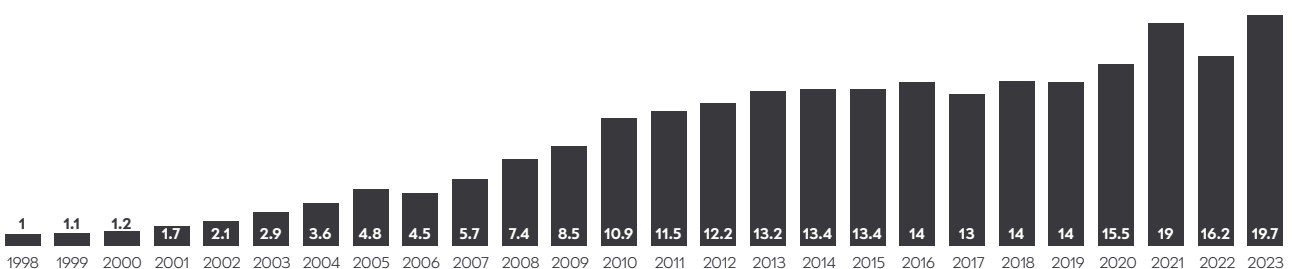
- ממש"ק 0425 הוחלפה ע"י ממש"ק 0825 כבנצ'מרק ל-3 שנים שקלי.
- ממש"ק 0825 הוחלפה ע"י ממש"ק 0226 כבנצ'מרק ל-3 שנים שקלי.

במהלך השנה הגיעו לפדיון 4 סדרות. לפיכך סך הסדרות הסחירות הצטמצם לעומת אשתקד ועומד על 29 סדרות. כפי שניתן לראות בגרפים מטה, לאורך השנים מספר הסדרות הסחירות ירד משמעותית, בעוד שגודל הסדרות הממוצע עולה. מדיניות זו מובילה לשיפור הסחירות והגזילות של איגרות החוב ולייעול בתכנון עקום פירעונות החוב הממשלתי.

מספר הסדרות הסחירות 1998-2023



גודל סדרה ממוצעת במיליארדי ש"ח 1998-2023





# החוב הלא סחיר



## הגיוס הלא סחיר בשנת 2023

בשנת 2023 הסתכם הגיוס המקומי הלא-סחיר בכ-4 מיליארד ש"ח. גיוס זה בוצע באמצעות המכשירים הבאים:

**1** **איגרות חוב מיועדות לקרנות פנסיה מסוג "ערד" - לא בוצעו הנפקות באפיק זה בשנת 2023 לאור הרפורמה באיגרות החוב מיועדות<sup>1</sup>, אך נפרעו איגרות חוב בהיקף של כ-1.9 מיליארד ש"ח.**

**2** **איגרות חוב מיועדות לחברות הביטוח - משנת 1965 ועד לשנת 1990 הונפקו איגרות חוב לא סחירות עבור ביטוחי חיים בשם ח"ץ (חיים-צמוד). איגרות אלו הונפקו עבור פוליסות בעלות תשואה מובטחת ונשאו ריבית קבועה, צמודה למדד, של 4%-6.2%. בתחילת שנות ה-90 בוטלה אפשרות ההצטרפות למסלול זה. על כן כל האיגרות המונפקות הן בגין פוליסות קיימות. היקף ההנפקות באפיק זה בשנת 2023 עמד על כ-4 מיליארד ש"ח, עלייה של כ-8.2% לעומת 3.7 מיליארד ש"ח בשנת 2022. סכום גיוס הנטו באפיק בשנת 2023 הסתכם בגיוס שלילי בסך כ-1.5 מיליארד ש"ח.**

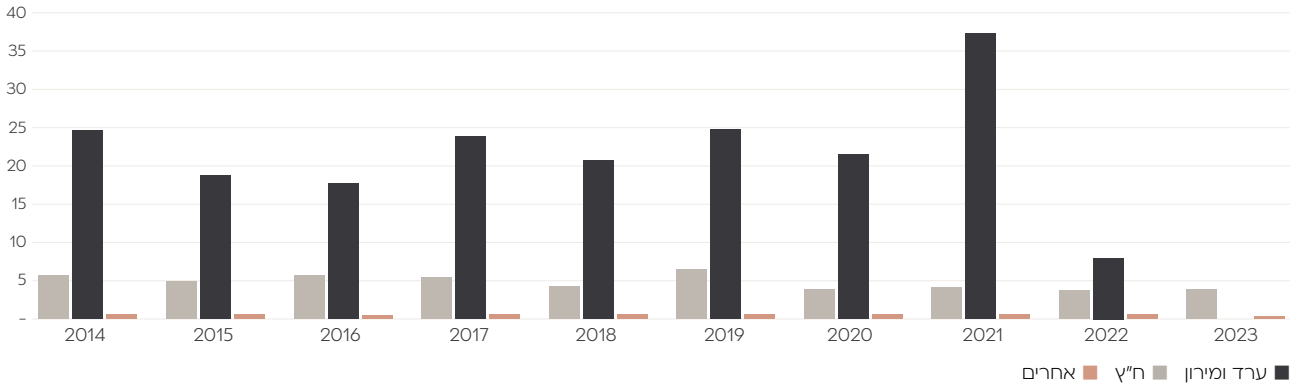
**3** **אמיסיות ופיקדונות שונים - הלוואות שנוצרו כתוצאה מהסכמים היסטוריים עם קופות הגמל. מדובר בהלוואות צמודות למדד בעלות ריבית קבועה של 4.95%-5.95%. הגיוס באמצעות אמיסיות הסתכם בשנת 2023 בסך של כ-569 מיליון ש"ח. כאשר גיוס הנטו הינו שלילי - בהיקף של כ-297 מיליון ש"ח.**

גיוס נטו	פדיונות קרן	גיוסי קרן	אפיק גיוס
(1,870)	1,870	-	פנסיה ("ערד")
(1,504)	5,482	3,978	"חץ"
(297)	866	569	אחרים
<b>(3,671)</b>	<b>8,218</b>	<b>4,547</b>	<b>סה"כ</b>

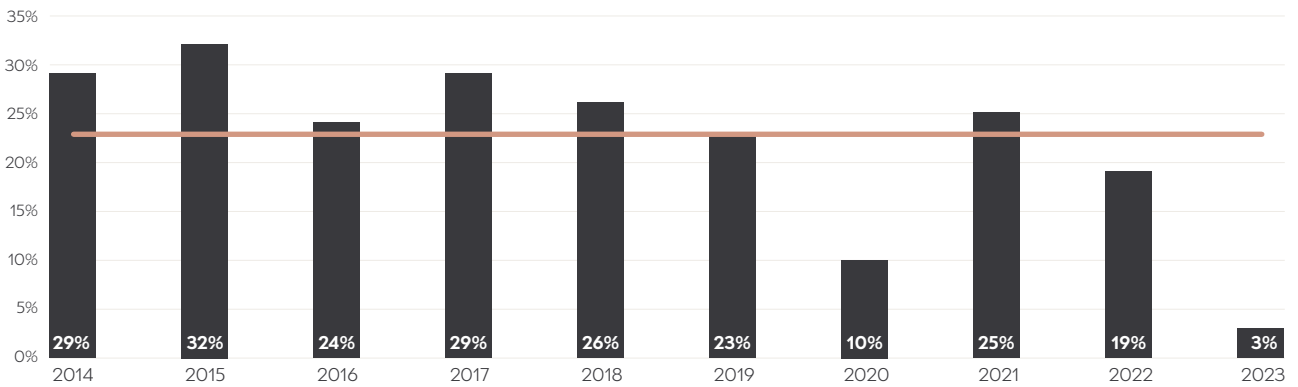
\*הנתונים בטבלה לעיל מוצגים במיליוני ש"ח ומתייחסים לשנת 2023

<sup>1</sup>המועד האחרון שבו הונפקו איגרות חוב מסוג "ערד" היה ה-19.22 והחל מיום ה-1.10.22 יחידת החוב הממשלתי החלה להעניק לקרנות הפנסיה הבטחת תשואה בהתאם למנגנון חלופי המשמר תשואה מובטחת על חלק מתיק הפנסיה בדומה למנגנון הישן.

היקף הגיוס הלא סחיר 2014-2023 (מיליארדי ש"ח)



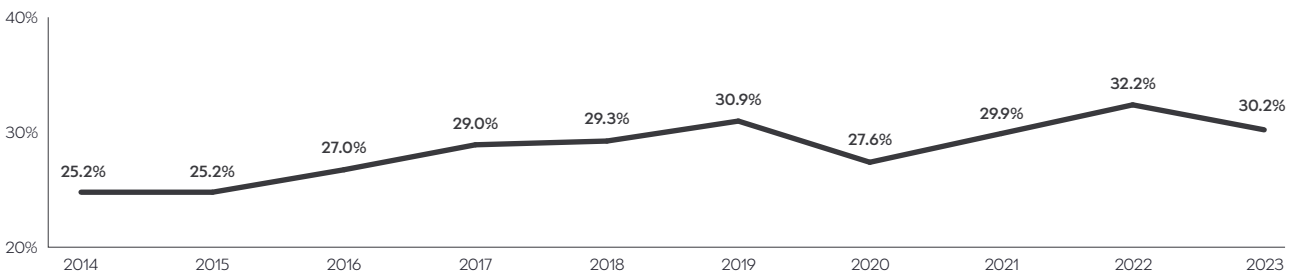
שיעור הגיוס הלא סחיר מסך הגיוס 2014-2023



**מלאי החוב המקומי הלא-סחיר בסוף שנת 2023 גדל בכ-2.2% ועמד על כ-340.9 מיליארד ש"ח ומהווה כ-30.2% מסך החוב.**

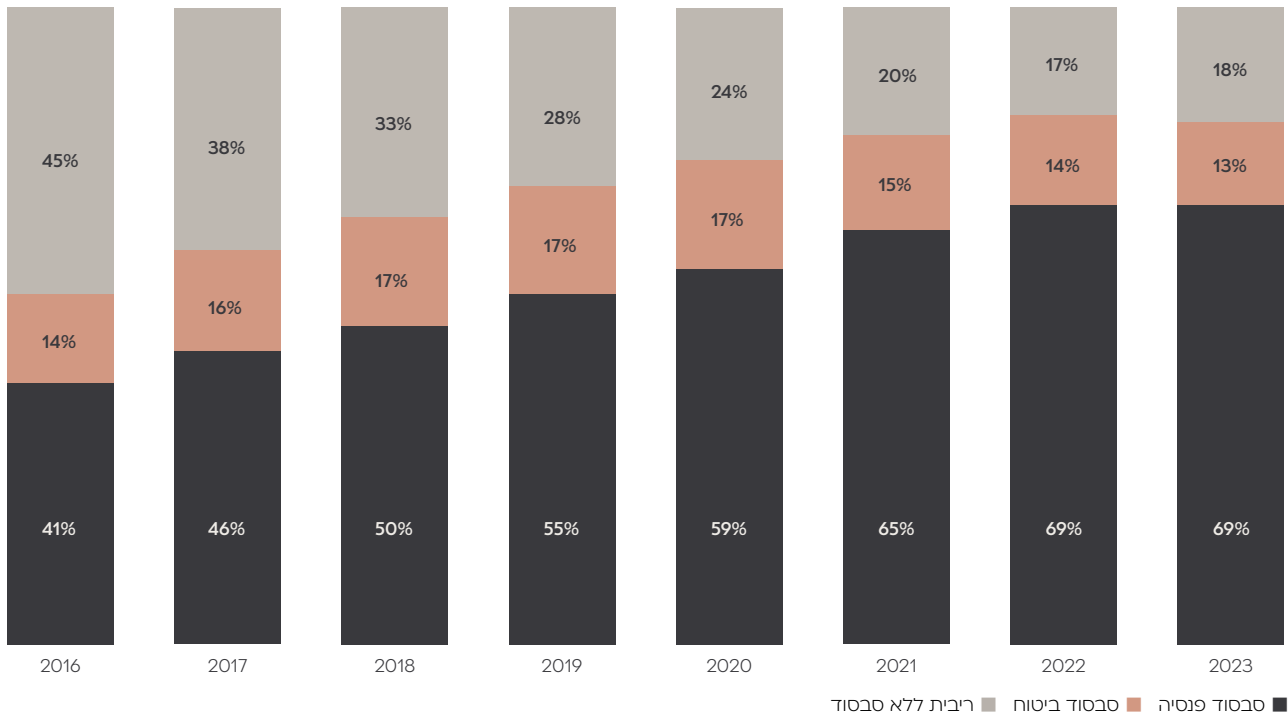
הגרף שלהלן מציג את שיעור הגיוס של החוב המקומי הלא סחיר ביחס לסך הגיוס בשנים 2014-2023. ניתן לראות כי החל משנת 2014 שיעור ההנפקה הממוצע הסתכם לשיעורים גבוהים אשר מעבר ל'סף הסבילות' של החוב הסחיר, כלומר היה בהם בכדי לייצר פגיעה בגיוס החוב המקומי והחיצוני הסחיר, למעט בשנת 2020 לאור השפעות משבר הקורונה, ובשנת 2022 לאור כניסת הרפורמה וסיום הנפקת איגרות חוב מיועדות החל מחודש אוקטובר.

מלאי החוב המקומי הלא סחיר מסך החוב 2014-2023



## עלות סבסוד החוב הלא סחיר

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



אילו איגרות החוב היו מונפקות כאיגרות סחירות, תשלום הריבית על מלאי החוב הלא סחיר בשנת 2023 היה עומד על 18% ביחס לתשלומי הריבית בפועל. כלומר, בשנת 2023, מתוך הוצאות ריבית בסך של כ-16.3 מיליארדי ש"ח בנין איגרות החוב המיועדות, הוצאות הריבית ללא סבסוד עמדו על כ-2.9 מיליארדי ש"ח.



# מבנה ארגוני יחידת החוב הממשלתית

**גיל כהן** סגן בכיר לחשב הכללי  
מנהל חטיבת המימון והאשראי

**Gil Cohen** Senior Deputy Accountant  
General Head of Finance, Debt &  
Credit Division

**יחידת החוב הממשלתית**  
**Government Debt Management Unit**

**פיליפ איחלזון** מנהל היחידה  
**Philip Yhelzon** Head of the Unit

מנהל קשרי משקיעים גלובלי  
Head of Investor Relations

**ג'ייסון ריינין** Jason Reinin

**מחלקת מערך אמצעי ובקרת מסחר**  
**Middle Office & Secondary**  
**Market Compliance Department**

**טל פלג** מנהל המחלקה  
**Tal Peleg** Head of  
the Department

....

אריאל קמחי Ariel Kimhi

**מחלקת חוב מקומי וניהול נזילות**  
**Domestic Debt and**  
**Cash Management**

**יוסי ניסים** מנהל המחלקה  
**Yossi Nisim** Head of  
the Department

**מחלקת תקבולים ותשלומים**  
**Receipts & Payments**  
**Department**

**אדי טרנר** מנהל המחלקה  
**Edi Terner** Head of  
the Department

**חנה סלע** סגנית מנהל המחלקה  
**Hana Sela** Deputy Head of  
the Department

....

אורנה ארד Orna Arad

גנאדי ניימן Gennady Naiman

יעל לוין Yael Levin

# ORGANIZATIONAL CHART

GOVERNMENT DEBT UNIT

אסטרטגית ראשית חטיבת המימון  
Chief Strategist

חן רייכמן כהן Chen Reichman Cohen

....

אורית מלול Orit Malul

רכזת לשכת חטיבת המימון  
Executive Assistant

עמית שרון Amit Sharon

מחלקת הנפקות בשוק המקומי  
Domestic Primary  
Issuances Department

ארז גולן מנהל המחלקה  
Erez Golan Head of  
the Department

....

ערן לפל Eran Leffel

שיר סער Shir Saar

דביר כהן Dvir Cohen

מחלקת חוב חיצוני  
Global Debt & FX  
Transactions Department

סער אלימלך מנהל המחלקה  
Saar Elimelech Head of  
the Department

....

ליאור אושרי Leeorr Oshrey

ויקטוריה מתייב Victoria Mataeva

מחלקת ניהול סיכונים  
Risk Management  
Department

דור עמית מנהלת המחלקה  
Dor Amit Head of  
the Department

....

אדי שמש Eddie Shemesh

אופק גבריאלי Ofek Gabrieli

דוד גומרי David Gomeri