

# הדו"ח השנתי

יחידת ניהול החוב הממשלתי  
חטיבת המימון והאשראי  
אגף החשבת הכללית | משרד האוצר



## דברי החשבת הכללית

### תקציר מנהלים

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| מטרות ניהול החוב הממשלתי              | 6 |
| אסטרטגיית גיוס החוב                   | 6 |
| יחס חוב תוצר                          | 6 |
| מלאי החוב הממשלתי                     | 6 |
| הוצאות הריבית על החוב הממשלתי         | 7 |
| דירוג האשראי של ישראל                 | 7 |
| מח"מ החוב הממשלתי                     | 7 |
| חוב מקומי סחיר                        | 7 |
| חוב מקומי לא סחיר                     | 7 |
| חוב חיצוני                            | 7 |
| המסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני | 7 |

### מאקרו ושוקים

|               |    |
|---------------|----|
| ישראל         | 10 |
| כלכלה גלובלית | 12 |
| שוקים         | 12 |

### שוק ראשוני

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| הנפקות                              | 16 |
| החוב המקומי הסחיר                   | 16 |
| מדיניות הגיוסים                     | 17 |
| אופן הגיוס                          | 17 |
| הגיוס הסחיר בשוק המקומי בשנת 2025   | 18 |
| פתיחת סדרות חדשות בשוק המקומי הסחיר | 19 |
| חוב חיצוני                          | 20 |
| הנפקות ציבוריות גלובליות            | 20 |
| הנפקה ציבורית גלובלית - פברואר 2025 | 20 |
| הנפקה ציבורית גלובלית - ינואר 2026  | 21 |
| הנפקות פרטיות                       | 21 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| הנפקות באמצעות ארגון הבונדס          | 21 |
| הנפקות בערבות ממשלת ארצות הברית      | 21 |
| הלוואות מממשלות זרות והלוואות נוספות | 22 |
| דירוג האשראי של מדינת ישראל          | 22 |
| מדינת ישראל בעיניהן של חברות הדירוג  | 23 |

### שוק משני

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| דירוגים שוק ראשוני                          | 26 |
| דירוגים שוק משני לשנת 2025                  | 26 |
| מחזורי מסחר                                 | 27 |
| התפלגות המסחר באפיקים השונים                | 27 |
| מאגר השאלות                                 | 28 |
| התפלגות החזקת איגרות החוב הממשלתיות הסחירות | 28 |

### תיק החוב

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| החוב הממשלתי                | 30 |
| יחס החוב לתוצר              | 31 |
| הוצאות ריבית                | 32 |
| ניהול סיכוני החוב הממשלתי   | 34 |
| גודל סדרה ממוצע ומספר סדרות | 37 |

### החוב הלא סחיר

|                          |    |
|--------------------------|----|
| עלות סבסוד החוב הלא סחיר | 41 |
|--------------------------|----|

### מבנה ארגוני

אני מתכבדת להציג בפניכם את הדוח השנתי לשנת 2025 של יחידת ניהול החוב הממשלתי באגף החשבת הכללית.

הדוח השנתי מהווה נדבך מרכזי בהגברת השקיפות והאחריות בניהול החוב הממשלתי, והוא כולל ניתוח מקיף של פרופיל החוב המקומי והחיצוני, מדדי סיכון וריבית, אסטרטגיית גיוס החוב, וכן סקירה של ההתפתחויות המאקרו-כלכליות והפיסקליות שהשפיעו על ניהול החוב במהלך השנה.

שנת 2025 המשיכה להתאפיין בסביבה כלכלית וביטחונית מורכבת, על רקע המשך הלחימה במסגרת מלחמת "חרבות ברזל" ובמבצע "עם כלביא" והשלכותיה על פעילות המשק והתקציב הציבורי. צרכי המימון של הממשלה נותרו גבוהים יחסית, הן לצרכים ביטחוניים והן לצרכים אזרחיים, אולם בהשוואה לשנת 2024 נרשמה התמתנות מסוימת בהיקפי הגיוס, אשר שיקפה התאמה הדרגתית של המדיניות הפיסקלית לתנאים המשתנים.

פרופיל החוב של מדינת ישראל נותר יציב גם בשנת 2025. אורך החוב הממשלתי הממוצע (ATM) עמד בסוף השנה על כ-8.3 שנים, ויחס מחזור החוב השנתי (Rollover Ratio) עמד על כ-8.4% - בתוך תחום היעד הרב שנתי. מדדים אלו מעידים על ניהול סיכונים אחראי ועל שמירה על גמישות מימונית גם בתקופה של אי-ודאות מתמשכת.

יחס החוב הממשלתי לתוצר עלה בשנת 2025 בכ-0.8 נקודת אחוז ועמד על כ-67.1%, זאת על רקע המשך הגידול בהוצאות הממשלה ושיעורי צמיחה מתונים. חרף העלייה, יחס החוב לתוצר של ישראל נותר נמוך בהשוואה לממוצע הכלכלות המפותחות, ומצבה של ישראל ביחס למדינות הייחוס נותר איתן. חזרה הדרגתית למגמת ירידה ביחס החוב לתוצר מהווה יעד מרכזי של המדיניות הפיסקלית, במטרה לשמר את החוסן הפיסקלי והיכולת להתמודד עם אתגרים עתידיים.

בשנת 2025 גייסה הממשלה חוב בהיקף כולל של כ-207 מיליארד ש"ח, ירידה ניכרת לעומת שנת 2024. עיקר הגיוס בוצע בשוק המקומי הסחיר, אשר המשיך להוות את אפיק המימון המרכזי, לצד גיוסים בשווקים הבינלאומיים ובהיקף מצומצם יותר בחוב המקומי הלא-סחיר. תמהיל הגיוס, פיזור מקורות המימון ורמות הביקוש הגבוהות בהנפקות משקפים את אמון המשקיעים ביכולת המדינה לנהל את חובותיה גם בתנאים מאתגרים.

בחודש ינואר 2026 הושלמה בהצלחה הנפקה ציבורית (היסטורית) של איגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים בהיקף של 6 מיליארד דולר, לטווחים של 5, 10 ו-30 שנים. כמו כן, בחודש פברואר 2025 הושלמה בהצלחה הנפקה ציבורית של איגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים, בה הונפקו איגרות חוב לטווחים של 5 ו-10 שנים. ההנפקה זכתה לביקושים גבוהים במיוחד והרחיבה את בסיס המשקיעים של מדינת ישראל, תוך חיזוק הנגישות למקורות מימון מגוונים ולנזילות גלובלית. פעילות זו, לצד המשך הגיוסים באמצעות ארגון הבונדס, תורמת להפחתת הלחץ על השוק המקומי ולשמירה על תנאי מימון מאוזנים.

הוצאות הריבית בשנת 2025 עלו והסתכמו בכ-57.8 מיליארד ש"ח, בין היתר בשל מחזור חוב בריביות גבוהות יותר. עם זאת, בטווח הארוך נשמרה מגמת יציבות ואף ירידה ביחס הוצאות הריבית לתיק החוב, תוצאה של מדיניות עקבית לניהול סיכונים ריבית, מח"מ וחשיפה למדד ולמטבע.

יחידת ניהול החוב הממשלתי המשיכה בשנת 2025 לפעול על פי אסטרטגיית ניהול סיכונים ארוכת טווח, תוך שימוש במודלים מתקדמים, פיזור מח"מ ההנפקות, וניהול פעיל של סיכונים שוק, נזילות ואשראי. מדיניות הגידור נועדה לצמצם חשיפה לתנודתיות בשערי חליפין ולהבטיח יציבות בתקציב הריבית.

לסיכום, גם בשנת 2025, על רקע אתגרים ביטחוניים וכלכליים משמעותיים, נוהל החוב הממשלתי של מדינת ישראל באופן אחראי, מקצועי ושקול. שילוב של מדיניות גיוס גמישה, ניהול סיכונים מוקפד ושקיפות גבוהה מאפשר למדינה לשמר את חוסנה הפיננסי ולהיערך באופן מיטבי להתפתחויות עתידיות.

בברכה,  
החשבת הכללית  
מיכל עבאדי-בויאנג'ו

# תקציר מנהלים

---

6-7



## אנו מתכבדים להגיש את הדו"ח השנתי לשנת 2025 מטעם היחידה לניהול החוב הממשלתי באגף החשב הכללי

### מטרות ניהול החוב הממשלתי

ייעודה של יחידת ניהול החוב הממשלתי הינו מימון פעילות הממשלה תוך תמיכה במדיניות ניהול 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.

היקפי הגיוס המתוכננים מתבססים על צרכי המימון הנגזרים מהגירעון הממשלתי הצפוי וכן מצרכי מחזור החוב הקיים. אפיקי הגיוס, טווחי הגיוס ותמהיל ההנפקות נקבעים בהתאם לתוכנית אסטרטגית שנתיית 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 פירעונות איגרות החוב הממשלתי, מענה לצורך הגברת הנזילות, פיתוח ועומק שוק אגרות החוב, הרחבת בסיס המשקיעים ועוד. אסטרטגיית גיוס החוב פועלת ב-3 אפיקי גיוס מרכזיים:

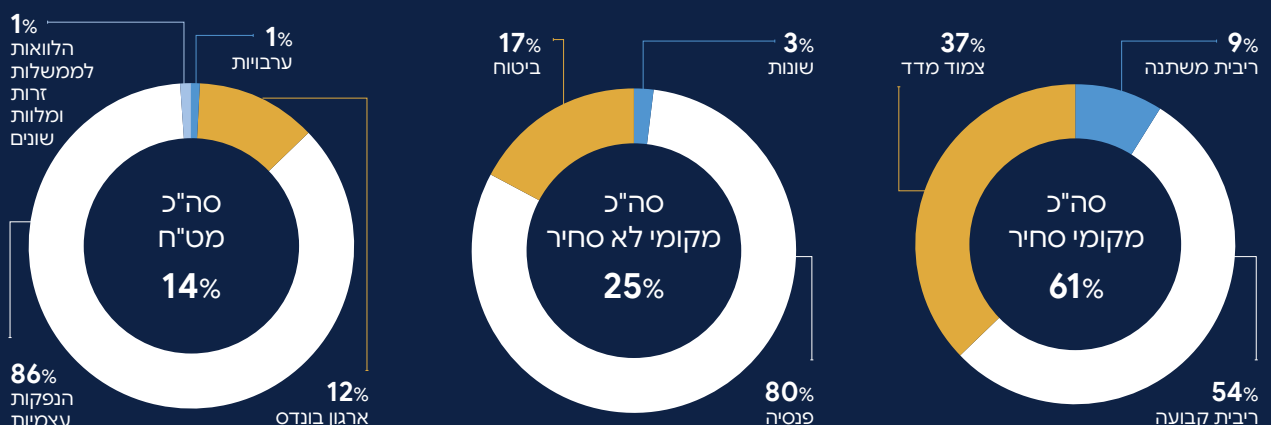
1. גיוס מקומי סחיר
2. גיוס מקומי לא סחיר
3. גיוס חיצוני

### יחס חוב תוצר

כפועל יוצר מצרכי המימון והגירעון, יחס החוב הציבורי לתוצר בשנת 2025 עלה בכ-0.7% ביחס לשנת 2024 ועמד על כ-68.4%. יחס החוב הממשלתי לתוצר בשנת 2025 עלה בכ-0.8% ביחס לשנת 2024 ועמד על כ-67.1%.

### מלאי החוב הממשלתי

בשנת 2025 החוב הממשלתי גדל בכ-6.5% ועמד על כ-1,416 מיליארדי ש"ח לעומת כ-1,329 מיליארדי ש"ח אשתקד.



## הוצאות הריבית על החוב הממשלתי

שיעור הוצאות הממשלה בגין ריבית ביחס לתוצר עמד בשנת 2025 על 2.7% לעומת 2.5% אשתקד. סך ההוצאה הנומינלית בגין ריבית עולה עם השנים לאור העלייה הנומינלית בסך החוב, העלייה במדד המחירים לצרכן (השפעה על אגרות החוב הצמודות) והעלייה הכללית בסביבת הריבית בארץ ובחו"ל. לאור העלייה הנומינלית בהוצאות הריבית, שיעור הוצאות הריבית ביחס לסך הוצאות הממשלה עמד על כ-8.9% לעומת שיעור של כ-8.1% אשתקד.

## דירוג האשראי של ישראל

בחודש אוקטובר 2023, ועם פרוץ מלחמת "חרבות ברזל", הדגישו חברות דירוג האשראי את האתגרים איתם תידרש להתמודד כלכלת ישראל. חברות הדירוג ציינו, כי העלייה המשמעותית בסיכונים הגיאופוליטיים והביטחוניים איתם נדרשת להתמודד ישראל עלולים להכביד על ההוצאות הציבוריות של הממשלה. חברות הדירוג ציינו כי ישנה פגיעה בביצועיה הכלכליים של ישראל לאור העימות המתמשך. בנוסף, חברות הדירוג הביעו חשש מהסלמה איזורית רחבה יותר אשר עלולה להשפיע כלכלית על כל המזרח התיכון. עם זאת, החברות ציינו כי מבנה המשק הישראלי, המתמקד ברובו בייצוא שירותי הייטק, אמור לרכך את הפגיעה במשק. כמו כן, חברות הדירוג ציינו לחיוב את היתירות הגבוהות של מטבע החוץ ואת המאזן השוטף כנקודות חוזק של המשק הישראלי.

אורך המלחמה והיקפה בגזרות השונות הובילו את שלוש חברות הדירוג להוריד את דירוג האשראי של ישראל במספר פעימות בשנת 2024. נכון לכתיבת הדוח, דירוג האשראי של מדינת ישראל הוא 'Baa1' עם תחזית "יציבה" לפי חברת הדירוג מודי's, 'A' עם תחזית "יציבה" לפי חברת הדירוג "S&P" ו-'A' עם תחזית "שלילית" לפי חברת הדירוג Fitch. בנובמבר 2025 וינואר 2026 עדכנו חברות הדירוג S&P ומודי's בהתאמה את תחזית הדירוג מ'שלילית' ל'יציבה', על רקע הסכם הפסקת האש מול חמאס, הכולל בין היתר נסיגה חלקית של צה"ל מרצועת עזה ושחרור כלל החטופים, ושיפור מצבה הגיאופוליטי של מדינת ישראל באזור. עם זאת, לאור העימותים הצבאיים האחרונים מול איראן וחיזבאללה, בחודש מרץ 2026 חברת הדירוג Fitch הותירה את התחזית כ"שלילית".

## מח"מ החוב הממשלתי

בשנת 2025, הטווח הממוצע לפדיון (ATM) של החוב הממשלתי (מקומי סחיר, מקומי לא סחיר וחיצוני) ירד ביחס לשנת 2024, ועמד על 8.3 שנים לעומת 8.7 שנים אשתקד. הירידה בטווח הממוצע לפדיון התרחשה על רקע הימשכותה של מלחמת "חרבות ברזל" והעלייה בצרכי גיוס - במסגרתם בוצע גיוס נטו לטווחים קצרים מ-9 שנים.

## חוב מקומי סחיר

נכון לסוף שנת 2025 שיעור החוב הסחיר הנקוב בשקלים מהווה כ-61% מסך מלאי החוב. כמו כן, שיעור הגיוס בשנת 2025 באמצעות השוק המקומי הסחיר עמד על 85% לעומת 79% בשנת 2024, זאת בין היתר כתוצאה מהרפורמה באג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה והמעבר למנגנון מובטח תשואה החל מאוקטובר 2022. הגיוס בשנת 2025 באמצעות השוק המקומי הסחיר הסתכם לכ-175 מיליארדי ש"ח.

## חוב מקומי לא סחיר

בשנת 2025 שיעור החוב הלא סחיר היווה כ-25% מתיק החוב. היקף הגיוס הלא סחיר בשנת 2025 עמד על כ-5.7 מיליארד ש"ח, לעומת כ-4 מיליארד ש"ח אשתקד, המהווים כ-3% מסך גיוס החוב.

## חוב חיצוני

בשנת 2025 שיעור החוב הנקוב במטבע חוץ היווה כ-14% מתיק החוב. בחודש פברואר 2025 ביצעה מדינת ישראל הנפקה ציבורית של איגרות חוב דולריות בהיקף כולל של 5 מיליארד דולר באמצעות שתי סדרות: סדרה לטווח של 5 שנים בהיקף של 2.5 מיליארד דולר וסדרה לטווח של 10 שנים בהיקף של 2.5 מיליארד דולר. בהנפקה זו נרשמו ביקושים גבוהים במיוחד שהסתכמו בכ-23 מיליארד דולר - פי 4.6 מהסכום שהונפק. המרווחים שנקבעו הם 120 ו-135 נקודות בסיס בהתאמה, מעל תשואת אגרת חוב ממשלת ארה"ב לטווחים דומים.

בנוסף, בחודש ינואר 2026 בוצעה הנפקה ציבורית של איגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים במסגרתה גויסו 6 מיליארד דולר לטווחים של 5, 10 ו-30 שנים, ההנפקה זכתה לביקושים גבוהים בהיקף של כ-36 מיליארד דולר - פי 6 מהסכום שהונפק. המרווחים שנקבעו עמדו על 90, 100 ו-125 נקודות בסיס בהתאמה, מעל תשואת איגרת חוב ממשלת ארה"ב לטווחים דומים, המרווחים הם הנמוכים ביותר מאז פרוץ מלחמת "חרבות ברזל". כל אלו משקפים את האמון הגבוה של המשקיעים בכלכלת ישראל.

## המסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני

בשנת 2025 שוק איגרות החוב הממשלתיות הציג ירידה מתונה במחזורי המסחר ביחס לשנת 2024, וזאת אף על רקע המשך סביבת הריביות הגבוהות בארץ ובעולם.

עקומי התשואה התאפיינו בשנת 2025 במגמת ירידת תשואות לאורך כל העקום, כאשר התשואה לאיגרת ממשלתית שקלית ל-10 שנים של מדינת ישראל נכון לסוף שנת 2025 עמדה על 3.95% לעומת 4.48% בסוף שנת 2024.



שנת 2025 המשיכה לעמוד בסימן אתגרים כלכליים ופיסקליים משמעותיים למדינת ישראל, על רקע הימשכותה של מלחמת "חרבות ברזל" ומבצע "עם כלביא" והשלכותיה הרחבות על המשק הישראלי. צרכי המימון של הממשלה נותרו גבוהים, והצריכו ניהול חוב זהיר, גמיש ואחראי, במטרה להבטיח את יכולתה של המדינה לממן את פעילותה השוטפת והמיוחדת, תוך שמירה על יציבות פיננסית לאורך זמן.

על אף סביבת אי-הוודאות הביטחונית והפיננסית, יחידת החוב הממשלתי פעלה לאורך השנה לשימור ולהעמקת נגישותה של מדינת ישראל לשווקים הפיננסיים, הן בשוק המקומי והן בשווקים הבינלאומיים. פעילות זו התאפיינה בהתאמה מתמדת לתנאי השוק המשתנים, תוך יישום עקבי של האסטרטגיה הרב-שנתית לניהול החוב. במהלך שנת 2025 בוצע גיוס חוב בהיקף של כ-207 מיליארד ש"ח, תוך איזון בין שלושה יעדים מרכזיים: ניהול יעיל של קופת המדינה, תמיכה בסחירות וביציבות של שוק האג"ח המקומי, וצמצום עלויות המימון בטווח הארוך.

ציון דרך מרכזי בפעילות יחידת החוב נרשם בינואר 2026, עם השלמתה המוצלחת של הנפקת איגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים בהיקף של 6 מיליארד דולר, לתקופות פדיון של 5, 10 ו-30 שנים, אשר רשמה ביקושים חסרי תקדים של כ-36 מיליארד דולר תוך ירידה משמעותית בפרמיות הסיכון. זאת בהמשך לציון דרך בפברואר 2025, עם השלמתה המוצלחת של הנפקת איגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים בהיקף של 5 מיליארד דולר, לתקופות פדיון של 5 ו-10 שנים. ההנפקה זכתה לביקושים גבוהים במיוחד, אשר שיקפו את אמון המשקיעים במדינת ישראל ואת יכולתה להמשיך ולגייס חוב בהצלחה גם בתנאים מאתגרים. מהלך זה, לצד המשך פעילות שוטפת בשוק המקומי, חיזק את מעמדה של ישראל כגורם אמין ובעל נגישות גבוהה לשווקי ההון.

יכולתה של המדינה לשמר נגישות רחבה למקורות מימון מגוונים, תוך ניהול מקצועי, אחראי וגמיש של תיק החוב, מהווה עדות לחוסנו של המשק הישראלי ולתשתית הפיננסית האיתנה שנבנתה לאורך השנים.

הישגים אלו הם תוצאה של עבודתם המקצועית, המסורה והמאומצת של עובדות ועובדי יחידת החוב, הפועלים לאורך כל השנה מתוך מחויבות עמוקה להבטחת מימון צרכי הממשלה בתנאים מיטביים. ברצוננו להודות לכל אחת ואחד מחברי היחידה על תרומתם המשמעותית לפעילות ולתוצאות שהושגו.

קריאה מהנה.

בברכה,

**דוד ארדפרב**

מנהל יחידת החוב הממשלתי

**גיל כהן**

סגן בכיר לחשבת הכללית  
מנהל חטיבת המימון והאשראי



# מאקרו ושווקים

---

10-13



# סיכום מאקרו ושווקים

## בראי ניהול החוב

### ישראל

כלביא" עלתה פרמיית הסיכון בחדות והגיעה לשיא של 122 נקודות במהלך המבצע, ולאחריו שבה פרמיית הסיכון להתמתן בהדרגה. הפסקת האש ברבעון האחרון של השנה תמך אף הוא בהמשך הירידה בפרמיית הסיכון, לרמות דומות לאלו שנצפו טרם המלחמה, כך שבסוף השנה עמד ה-CDS לחמש שנים על כ-66 נקודות.

בחודש מרץ 2026, עם תחילת מבצע "שאגת הארי", זינק ה-CDS ל-95.8 נקודות אך שב לרדת במהירות, ונכון לחודש אפריל 2026 עומד על 68 נקודות.

מרווח התשואות של איגרת החוב הממשלתית הנסחרת בדולר ל-10 שנים מול האיגרת המקבילה בארה"ב, הציג מגמה דומה לזו שהציג ה-CDS. טרם המלחמה עמד המרווח על כ-85 נקודות, והגיע לשיא של קרוב ל-200 נקודות באוגוסט 2024. לאחר התמתנות במרווח החל מספטמבר 2024, בתחילת שנת 2025 עמד המרווח על כ-125 נקודות. במהלך השנה, עלה מרווח התשואות בחדות בחודש אפריל 2025, לרמה של 169 נקודות, ברקע תכנית המכסים אשר הכריז הממשל בארה"ב, ושב למגמת ירידה הדרגתית עם השהיית התכנית. בחודש יוני 2025, ברקע מבצע "עם כלביא" חלה עליה חדה נוספת, לרמה של 150 נקודות, לאחריה, חלה ירידה משמעותית לאורך המשך השנה כך שבסוף שנת 2025 עמד המרווח על כ-80 נקודות. בתחילת שנת 2026, בשל המתיחות מול איראן ופתיחת מבצע "שאגת הארי" התרחב שוב המרווח לכ-97 נקודות. נכון לחודש אפריל, עומד המרווח על כ-90 נקודות.

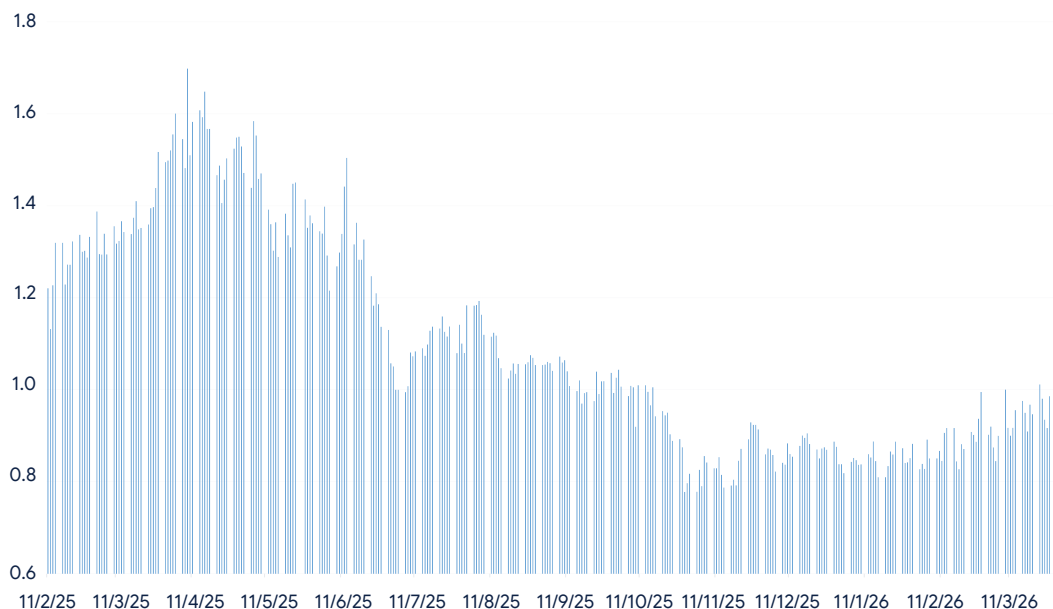
שנת 2025 התאפיינה כשנת התאוששות המשק הישראלי, בה הכלכלה המקומית הציגה חוסן ניכר וביצועים יוצאי דופן. לאחר תקופה בה המשק התמודד עם השפעות המלחמה, חוסר הוודאות הגיאופוליטית, והעלייה בפרמיית הסיכון, החל מסוף שנת 2024, ברקע הפסקת האש מול לבנון המגמה התהפכה. לאורך מרבית שנת 2025 המשק הציג התאוששות מרשימה, לצד ירידה הדרגתית בפרמיית הסיכון, המגמה המשיכה ביתר שאת ברבעון האחרון של השנה עם החתימה על הסכם הפסקת האש מול עזה, החזרת החטופים וסיום שלב הלחימה. מבצע "עם כלביא" השפיע לשלילה על המשק וצמיחת התוצר ברבעון השני, אך ההתאוששות ברבעון השלישי היתה חדה ומהירה עם צמיחה רבעונית של 12.3% בחישוב שנתי.

על אף המלחמה וחוסר הוודאות שהביאה עמה, המשק הישראלי צמח בשנת 2025, בשיעור שנתי של 2.9%. שיעור האבטלה הממוצע בישראל בשנת 2025 עמד על 2.9%, נמוך היסטורית, על אף הימשכות המלחמה, לעומת רמה של 3.0% בשנת 2024. האינפלציה בישראל האטה באופן ניכר כאשר הסתכמה ב-2.6% בשנת 2025, לעומת 3.2% בשנת 2024, כך שנמצאת בטווח יעד האינפלציה של בנק ישראל. בשנת 2025, ברקע חוסר הוודאות הגיאופוליטי והחשש מעליה באינפלציה מעבר ליעד, הותיר בנק ישראל את הריבית ללא שינוי עד נובמבר, אז הפחית אותה ב-25 נ"ב. בינואר 2026, לאחר הפסקת האש מול עזה וברקע הירידה בסיכונים הגיאופוליטיים, הימצאות האינפלציה בטווח היעד והתמתנות הציפיות לשנה קדימה, הוריד בנק ישראל את הריבית ב-25 נ"ב לרמה של 4.0%.

ברקע המלחמה, נמשכה אי הוודאות הגיאופוליטית לאורך מרבית השנה. החל מחודש ספטמבר 2024 פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי ה-CDS ועל ידי מרווחי האג"ח הממשלתיות הדולריות, הציגה מגמת ירידה הדרגתית, המגמה התחזקה לאחר מבצע "עם כלביא", וביתר שאת לאחר הפסקת האש מול עזה באוקטובר 2025.

ה-CDS לחמש שנים של ממשלת ישראל, אשר עמד טרם תחילת המלחמה על רמה של כ-55 נקודות, הגיע לשיא של כ-166 נקודות בספטמבר 2024. בתחילת שנת 2025 עמד ה-CDS ברמה של 90 נקודות, מאז לאורך השנה המשיך להציג התמתנות. עם זאת הציג עליה זמנית באפריל, אז עמד על כ-120 נקודות ברקע תוכנית המכסים של הממשל האמריקאי אשר הביאו לעליה בפרמיית הסיכון ברחבי העולם. כמו כן, ביוני 2025, בעקבות מבצע "עם

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



לאחר הורדת דירוג האשראי של ממשלת ישראל על ידי שלוש חברות הדירוג בשנת 2024, ברקע הלחימה המתמשכת והחשש מההשלכות הכלכליות, בשנת 2025 דירוג האשראי אושר מחדש בידי מודי'ס ופיץ' במהלך השנה, ונותר ברמה של Baa1 עם תחזית 'שלילית' בחברת מודי'ס וברמה של A עם תחזית 'שלילית' בחברת הדירוג פיץ'. חברת הדירוג S&P עדכנה כלפי מעלה את תחזית הדירוג בחודש נובמבר, לאחר החתימה על הסכם הפסקת האש, מ"שלילית" ל-"יציבה". עדכון התחזית הציג את השקפת החברה כי הפחתת ההסלמה הצבאית בעקבות הסכם הפסקת האש, מפחית את הסיכון הביטחוני המיידי לישראל. עוד הוסיפה החברה כי ריסון הפעילות הצבאית צפויה לתמוך בהמשך התאוששותה של כלכלת ישראל וכי עמידותה של הכלכלה בפני זעזועים ביטחוניים הינה יוצאת דופן. בחודש ינואר 2026 עדכנה חברת הדירוג מודי'ס את תחזית הדירוג של ישראל מ'שלילית' ל-'יציבה' והותירה את דירוג האשראי ללא שינוי. החברה הדגישה את איתנותה של הכלכלה בישראל בשנתיים האחרונות ואת העובדה שההשפעה על המצב הפיסקאלי הייתה משמעותית אך נותרה תחת שליטה, כמו כן את הירידה בפרמיית הסיכון אשר משקפת את אמון המשקיעים.

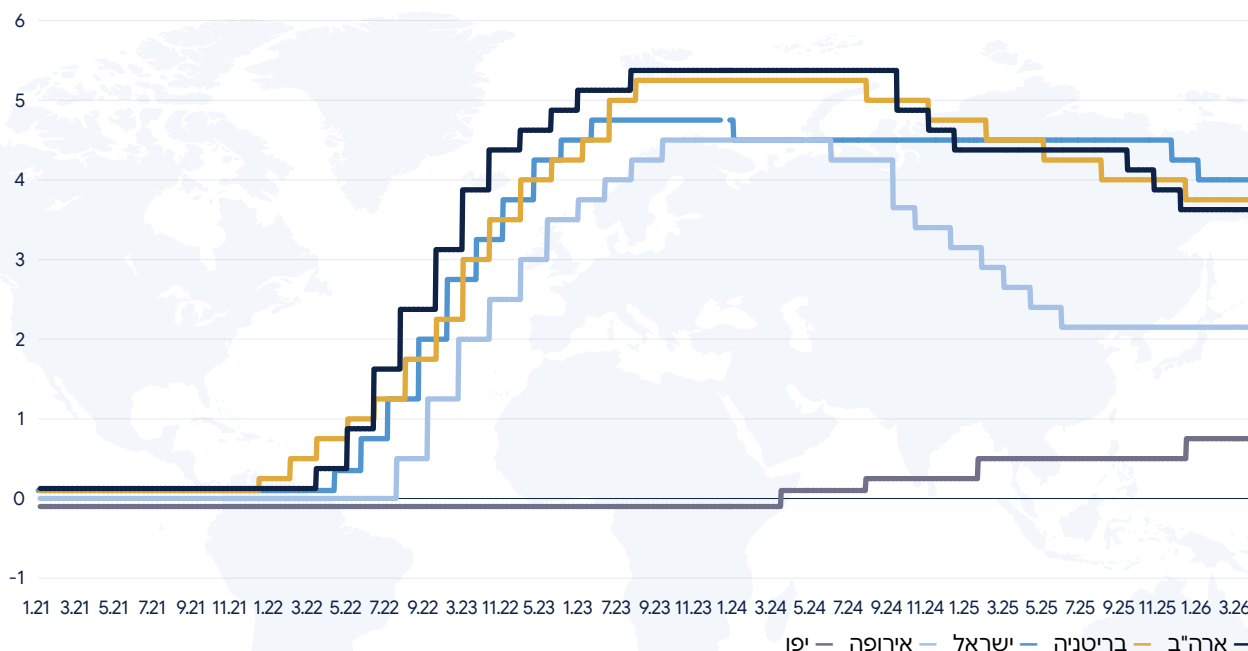
השקל התאפיין ברובו בהתחזקות מול הדולר לאורך השנה והושפע בין היתר מההתפתחויות הביטחוניות, מדדי המניות בארה"ב, ביצועי הדולר אל מול המטבעות והשינויים בסיכון של מדינת ישראל. בתחילת שנת 2025 עמד שער החליפין על 3.65 שקלים לדולר. ברקע ההכרזה על תכנית המכסים של הממשל האמריקאי והעלייה בסיכון ברחבי העולם אשר הסיטה משקיעים לנכסים בטוחים, באפריל נחלש השקל לרמה של 3.72, ושב להתחזק מיד עם השהיית המכסים. עם תחילת מבצע "עם כלביא" פוחת שוב לרמה של 3.62 שקלים לדולר, אך שב להתחזק עוד במהלך המבצע. התחזקות השקל נמשכה בהדרגה לאחר מבצע "עם כלביא", בתמיכת הפסקת האש ושחרור החטופים. בסוף שנת 2025 עמד שער החליפין על 3.19 שקל לדולר, שיא שלא נראה מאז חודש פברואר 2022. בשנת 2026 מוסיף השקל להתחזק, עם סיום מבצע "שאגת הארי" וכניסת הפסקת האש לתוקף באפריל, שבר שיא חדש כאשר הגיע לשער של מתחת ל-3.00 שקל לדולר, הנמוך מאז שנת 1996.

בצד הפיסקלי, בשנת 2025 נרשם גירעון תקציבי של כ-98.6 מיליארד ש"ח, המהווים כ-4.7% מהתוצר, נמוך מיעד הגירעון שעמד על 4.9% ומזה המתוכנן בהמשך שעמד על 5.2% כמו כן, נמוך מהתחזיות. הכנסות המדינה עלו משמעותית והיו גבוהות מהחזי בתקציב.

## כלכלה גלובלית

שנת 2025 התאפיינה בהמשך התמתנות רמות האינפלציה ברחבי העולם. בארה"ב, שיעור האינפלציה השנתי התמתן מרמה של 2.9% בשנת 2024 לרמה של 2.7% ב-2025. באירופה התמתנה האינפלציה השנתית בחדות מרמה של 2.4% בסוף 2024 לרמה של 2.0% בדצמבר 2025, אך בבריטניה, עלה קצב האינפלציה השנתי מרמה של 2.5% בדצמבר 2024 לרמה של 3.4% בסוף שנת 2025. בתוך כך, הבנקים המרכזיים המשיכו בתהליך הורדת ריבית אשר החל לקראת סוף שנת 2024. הבנק הפדרלי בארה"ב אשר הוריד את הריבית שלוש פעמים בשנת 2024, השהה את תהליך הפחתות הריבית מתחילת שנת 2025 אז עמדה הריבית על 4.5%-4.25%, עד אוגוסט. החל מספטמבר 2025 הוריד את הריבית שלוש פעמים, ב-25 נ"ב כל אחת, בספטמבר, אוקטובר ודצמבר, כך שבסוף השנה עמדה ריבית הבנק המרכזי בארה"ב ברמת 3.50%-3.75%. באירופה, הבנק המרכזי הוריד את הריבית 4 פעמים במהלך שנת 2025, מרמה של 3.15% בדצמבר 2024, לרמה של 2.15% בסוף שנת 2025.

### ריביות בנקים מרכזיים



## שווקים

שנת 2025 התאפיינה במגמה חיובית בשווקים בארה"ב, אם כי במידה פחותה לעומת השנה הקודמת. באפריל, ברקע הכרזת הממשל האמריקאי על תכנית המכסים, חלו ירידות חדות במדדים המרכזיים של מעל ל-10%. עם ההכרזה על השהיית המכסים, מדדי המניות שבו לעלות ותיקנו את כלל הירידות בתוך שבועות ספורים. בסיכום שנתי, מדד S&P 500 עלה בשנת 2025 בכ-16%, הנאסד"ק סיים את השנה בעלויות של כ-20.4%. באירופה מדד ה-Euro Stoxx עלה בכ-17% ומדד הדאקס הגרמני עלה בשיעור של 23%.

מדדי המניות המרכזיים בישראל התאפיינו בביצועי יתר יוצאי דופן בהשוואה למדדי חו"ל. בסך הכל, עלו המדדים המרכזיים בישראל בכ-53% במוצע, מעל לפי שתיים מתשואות מדדי אירופה ואף מתשואות מדד S&P 500 והנאסד"ק.

התשואות באיגרות החוב הממשלתיות ברחבי העולם התאפיינו בתנודתיות עם מגמה של ירידה מתמשכת ברקע המשך תהליך הפחתות הריבית. בארה"ב, תשואות אג"ח ממשלתית ל-10 שנים עמדה בתחילת השנה ברמה של 4.57%, באפריל, בעקבות הטלת המכסים של הממשל האמריקאי והסטת המשקיעים לנכסים חסרי סיכון ירדה התשואה עד לרמה של 3.99%, אך שבה לעלות במהירות עד לרמת 4.59%. לאחר מכן, ברקע המשך תהליך ההתאמה המוניטרית והורדות הריבית, שבה לרדת, כך שבסוף השנה עמדה התשואה על 4.16%. בגרמניה, איגרת החוב הממשלתית ל-10 שנים נסחרה בתחילת השנה ברמה של 2.36%, וסיימה את השנה ברמה של 2.85% לאחר שנסחרה בתנודתיות לאורך השנה בעקבות המצב הפוליטי במדינה והבחירות לממשל אשר הוקדמו במספר חודשים.

בישראל, תשואות האיגרת הממשלתית השקלית ל-10 שנים אשר עמדה בתחילת השנה ברמה של 4.47% נסחרה בתנודתיות ברקע הימשכות המלחמה והגיעה לשיא של 4.62% ביוני בעקבות מבצע "עם כלביא". החל

מחודש יוני 2025, ברקע הירידה בפרמיית הסיכון, התגברות אמון המשקיעים והשבת החטופים מעזה, לצד התחלת הורדות ריבית על ידי בנק ישראל, חלה ירידת תשואות, כך שבסוף דצמבר 2025 עמדה תשואת האיגרת ל-10 שנים ברמה של 3.95%.

תשואות 10 שנים שקלי





# שוק ראשוני

---

16-23



## החוב המקומי הסחיר

הגיוס המקומי הסחיר הינו אפיק הגיוס המרכזי של ממשלת ישראל. אפיק זה מאפשר למדינה, בכובעה כמנפיק, 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 מדד ואפיק בריבית משתנה. עיקר הגיוס בשנת 2025 בוצע באפיק השקלי (לרבות אג"ח קצרות - לתקופה של פחות משנה) ומשקלו היווה כ-62% מסך הגיוסים, בהשוואה לגיוס של כ-30% באפיק הצמוד למדד וכ-8% 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 2025 הסתכמה בכ-868.1 מיליארד ש"ח לעומת כ-779.9 מיליארד ש"ח אשתקד.

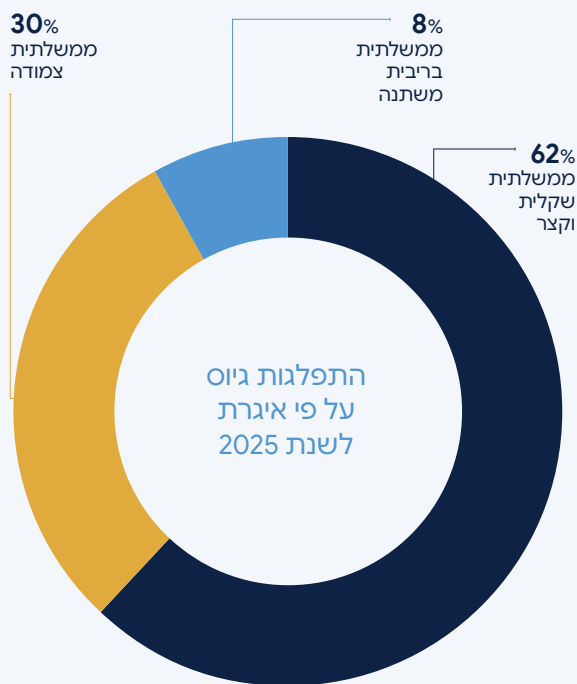
## אפיקי הגיוס המרכזיים בשוק המקומי הסחיר:

**התמקדות באפיק השקלי** - הגיוס בשוק המקומי הסחיר מוטה לאפיק השקלי לאור החשיפה הגבוהה של תיק החוב למדד המחירים לצרכן (בגין חוב סחיר ואגרות חוב לא סחירות מסוג "ערד"). בסוף שנת 2025, היקף החוב הסחיר הצמוד למדד עמד על כ-321.3 מיליארד ש"ח, המהווים כ-37% מסך החוב הסחיר.

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

**אגרות חוב בריבית משתנה** - יחידת החוב מנפיקה אגרות 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 2025 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-175.5 מיליארד ש"ח, לעומת גיוס של כ-219.8 מיליארד ש"ח וכ-116.1 מיליארד ש"ח בשנים 2023 ו-2024 בהתאמה.

הגיוס נטו בשוק המקומי הסחיר עמד על כ-69.1 מיליארד ש"ח לעומת גיוס נטו של כ-146.9 מיליארד ש"ח בשנת 2024.

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

טווח הגיוס הממוצע בשנת 2025 עמד על 8.5 שנים, בדומה לממוצע שנאמד ב-8.6 עבור העשור שקדם לשנת 2025.

## אופן הגיוס

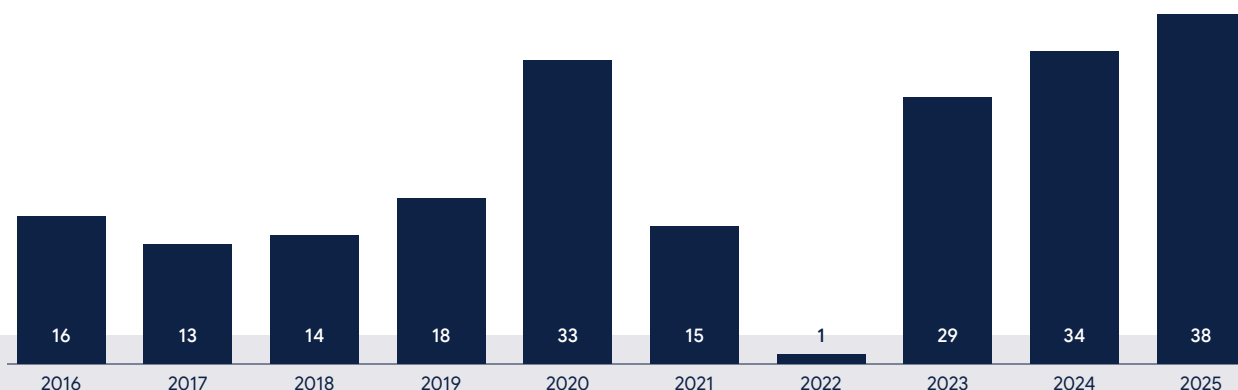
הגיוס בשוק המקומי מבוצע באמצעות מכרזים המתקיימים מדי שבוע. כמו כן, יחידת החוב הממשלתית עושה שימוש בכלים נוספים בשוק המקומי המסייעים לתמוך ביעדים אשר הוגדרו על ידי היחידה כחלק מאסטרטגיה ארוכת טווח וכן לצורך ניהול הנזילות של הממשלה.

להלן פירוט הכלים העיקריים בהם נעשה שימוש מלבד המכרזים השבועיים:

← מכרזי החלף (Switch Auctions)

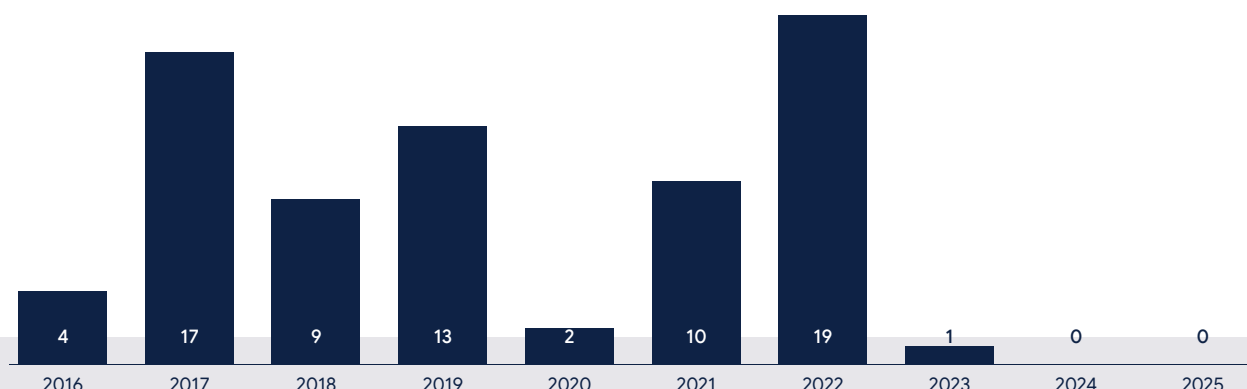
בשנת 2025, עקב צרכי מימון גבוהים, חלה עלייה בהיקף הגיוס באמצעות מכרזי החלף אשר הסתכם בכ-38 מיליארד ש"ח, בהשוואה לכ-33.7 מיליארד ש"ח ב-2024. בשלוש השנים האחרונות, ממוצע הגיוס באמצעות מכשיר זה עמד על כ-20% מתוך ממוצע סך הגיוס הסחיר המקומי.

להלן גרף המתאר את מכרזי החלף בעשור האחרון (מיליארדי ש"ח):



בשנת 2025 לא בוצעו כלל רכישות מוקדמות (Buyback) לאור צרכי מימון גבוהים, זאת בדומה לשנת 2024.

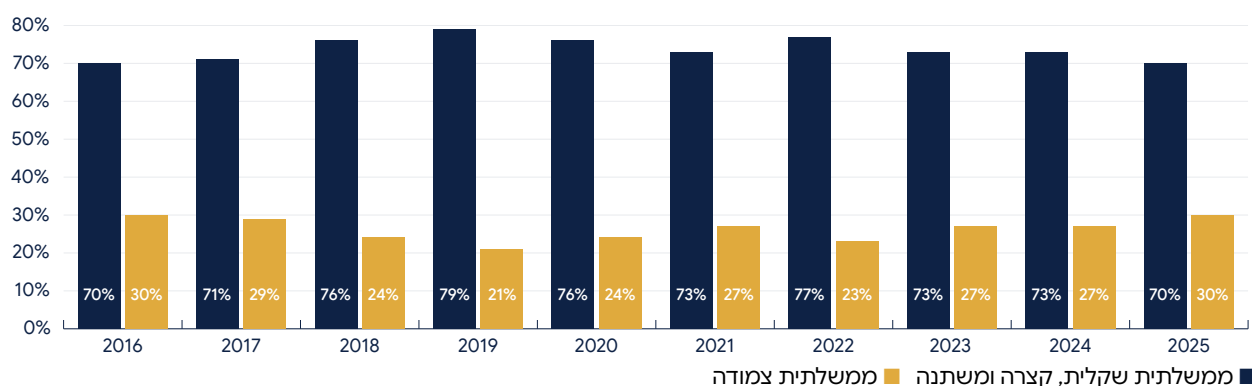
להלן גרף המתאר את המכרזים הפוכים בעשור האחרון (מיליארדי ש"ח):



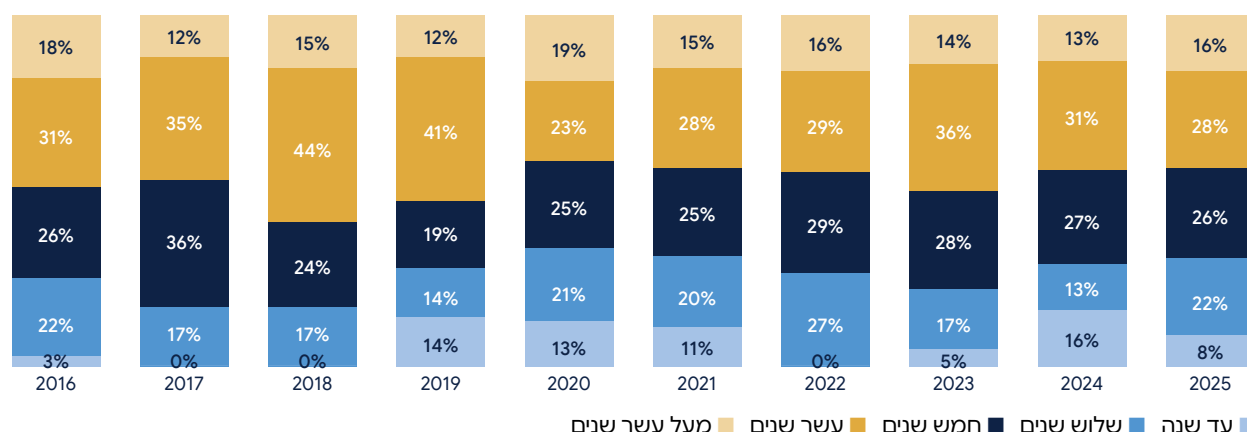
### הגיוס הסחיר בשוק המקומי בשנת 2025

הגיוס בשנת 2025 התבצע על פני השנה הן באמצעות המכרזים השוטפים והן באמצעות מכרזי החלף. בשנת 2025 מרבית ההנפקות התבצעו לצורך הרחבה של סדרות קיימות (Tapping). בנוסף להרחבת סדרות קיימות הונפקו 7 איגרות חדשות במהלך השנה - שני איגרות שקליות (3 ו-10 שנים), שני איגרות צמודות (5 ו-30 שנה), ושלוש איגרות קצרות.

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 של יחידת החוב.

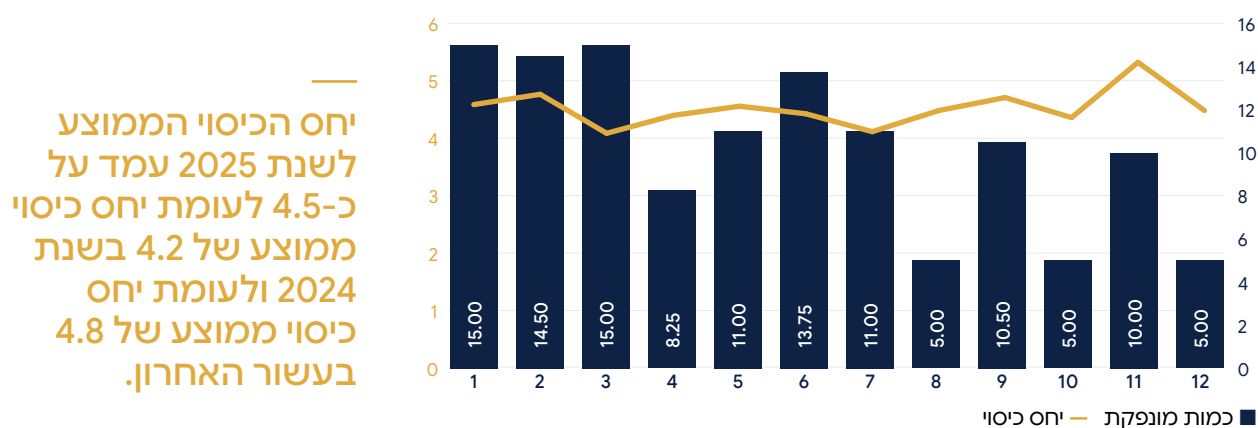


הגיוס הסחיר בשוק המקומי מתבצע באמצעות הנפקת איגרות חוב קצרות ואיגרות בנצ'מרק (Benchmark) לטווחים: 3, 5, 10, 20 ו-30 שנים. הגרף שלהלן מציג את התפלגות הגיוס על פי טווח לפדיון.



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

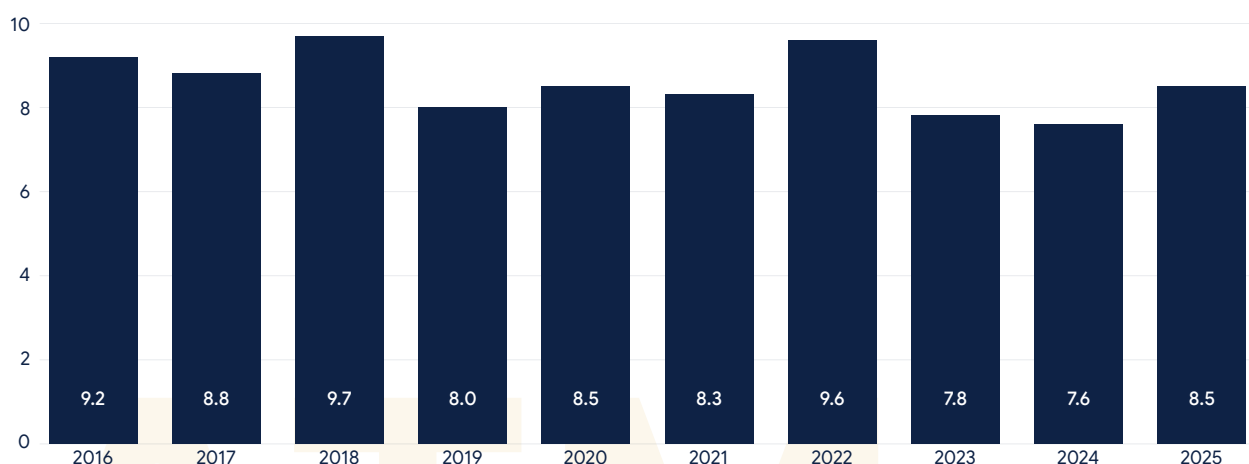
יחס כיסוי והיקף הנפקה לשנת 2025



הגרף שלהלן מציג את טווח הגיוסים הממוצע. החישוב התבסס על גיוסים במונחים שקלים ובהתאם לטווח לפדיון בעת ההנפקה. הטווח הממוצע לפדיון (ATM) של הון אשר גויס בשנת 2025 עמד על 8.5.

חישוב ה-ATM מבוצע על פי טווח הפדיון בפועל של האיגרת בזמן ההנפקה.

טווח גיוס ממוצע



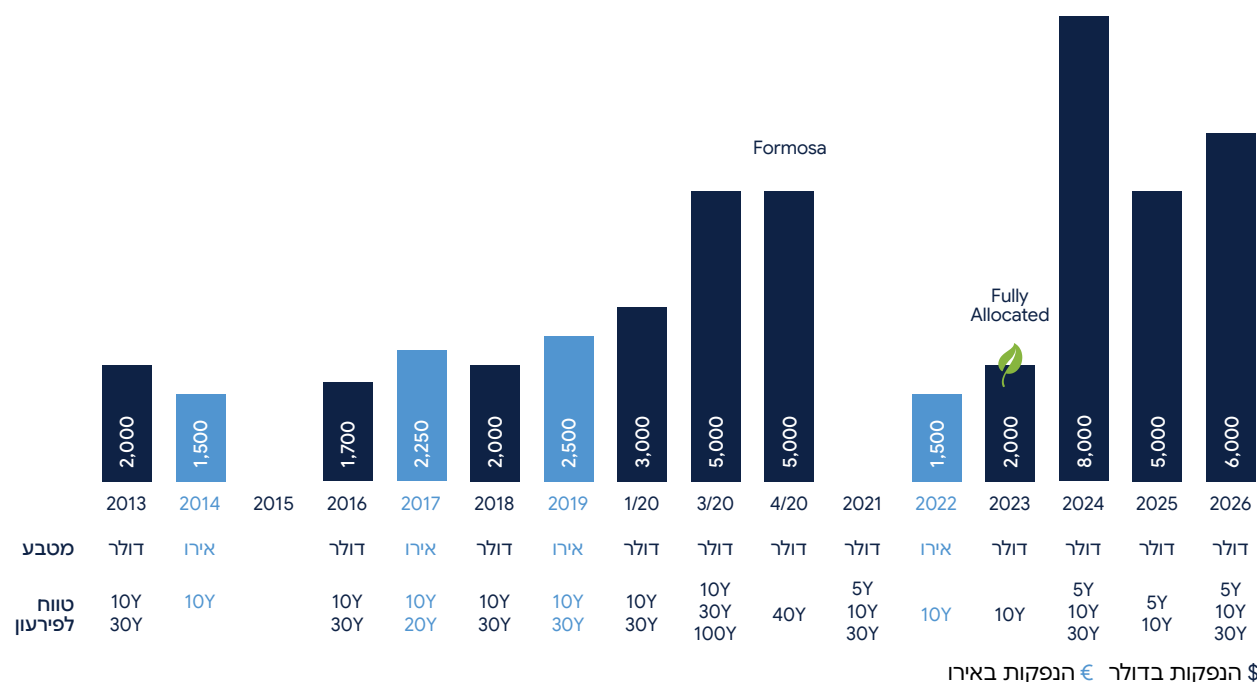
מלאי החוב החיצוני נכון לסוף שנת 2025 עמד על כ-200 מיליארד ש"ח, לעומת כ-203 מיליארד ש"ח בסוף 2024. הקיטון בחוב נובע ברובו משינוי שע"ח והתחזקות השקל במחצית השניה של השנה. המלאי מורכב מאיגרות חוב ציבוריות, הנפקות פרטיות, גיוסי חוב באמצעות ארגון הבונדס, הנפקות עבר בערבות ממשלת ארה"ב והלוואות נוספות.

## הנפקות ציבוריות גלובליות

בשנים 1995-2025 ביצעה מדינת ישראל 27 הנפקות ציבוריות בשווקים הגלובליים, בארצות הברית, באירופה, בטייוואן וביפן. בעשור האחרון נרשמה מגמת עלייה בגודלן של הסדרות המונפקות, זאת לאור מדיניות יחידת החוב בדבר העדפת הנפקתן של סדרות Benchmark, עלייה בצרכי המימון, וכן משיקולים רלוונטיים נוספים.

מלאי איגרות החוב הציבוריות במט"ח, נכון לסוף שנת 2025, עומד על כ-172 מיליארד ש"ח, לעומת כ-171 מיליארד ש"ח בסוף 2024.

הנפקות ציבוריות גלובליות (במיליוני דולר/אירו)

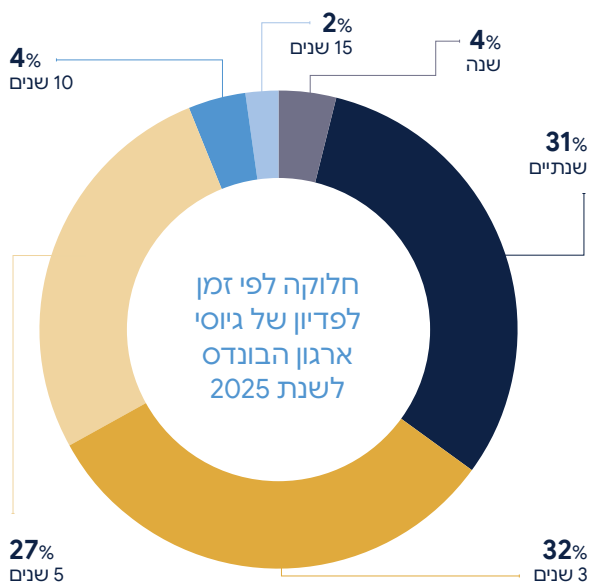


## הנפקה ציבורית גלובלית - פברואר 2025

לאור צרכי המימון הגבוהים כתוצאה ממלחמת "חרבות ברזל", בפברואר 2025 ביצעה מדינת ישראל הנפקה ציבורית של אגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים בהיקף כולל של 5 מיליארד דולר: סדרה לטווח של 5 שנים בהיקף של 2.5 מיליארד דולר, בתשואה של 5.573% המגלמת מרווח של 120 נ"ב מעל תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב לטווח דומה, וסדרה נוספת לטווח של 10 שנים בהיקף של 2.5 מיליארד דולר בתשואה של 5.891%, המגלמת מרווח של 135 נקודות בסיס. בהנפקה זו נרשמו ביקושים גבוהים בגובה של כ-4.6 מהסכום שהונפק בפועל.

בינואר 2026 ביצעה מדינת ישראל הנפקה ציבורית של אגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים, במסגרתה הונפקו שלוש אגרות חוב לטווחים של 5, 10 ו-30 שנים בהיקף כולל של 6 מיליארד דולר. המרווח בהנפקה עמד על 90, 100 ו-125 נקודות בסיס בהתאמה, מעל תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב לטווח דומה. הביקושים בהנפקה היו גבוהים מאוד והסתכמו לסך של כ-36 מיליארד דולר, פי 6 מהסכום שהונפק, בדומה ליחס הכיסוי בהנפקת האג"ח הירוקה בשנת 2023.

# 2026



## הנפקות פרטיות

בשל צרכי המימון המוגברים, מתחילת המלחמה בוצעו 21 הנפקות פרטיות (באירו, בדולר ובריאל ברזילאי), בהיקף של כ-39 מיליארד ש"ח נטו. בשנת 2025 לא בוצעו הנפקות פרטיות.

## הנפקות באמצעות ארגון הבונדס

בשנת 2025 גייס הארגון כ-2.4 מיליארד דולר, לעומת 2.5 בשנת 2024. מלאי החוב שגויס באמצעות ארגון הבונדס, נכון לסוף שנת 2025, עומד על כ-7.5 מיליארד דולר, לעומת כ-7.3 מיליארד דולר בסוף שנת 2024.

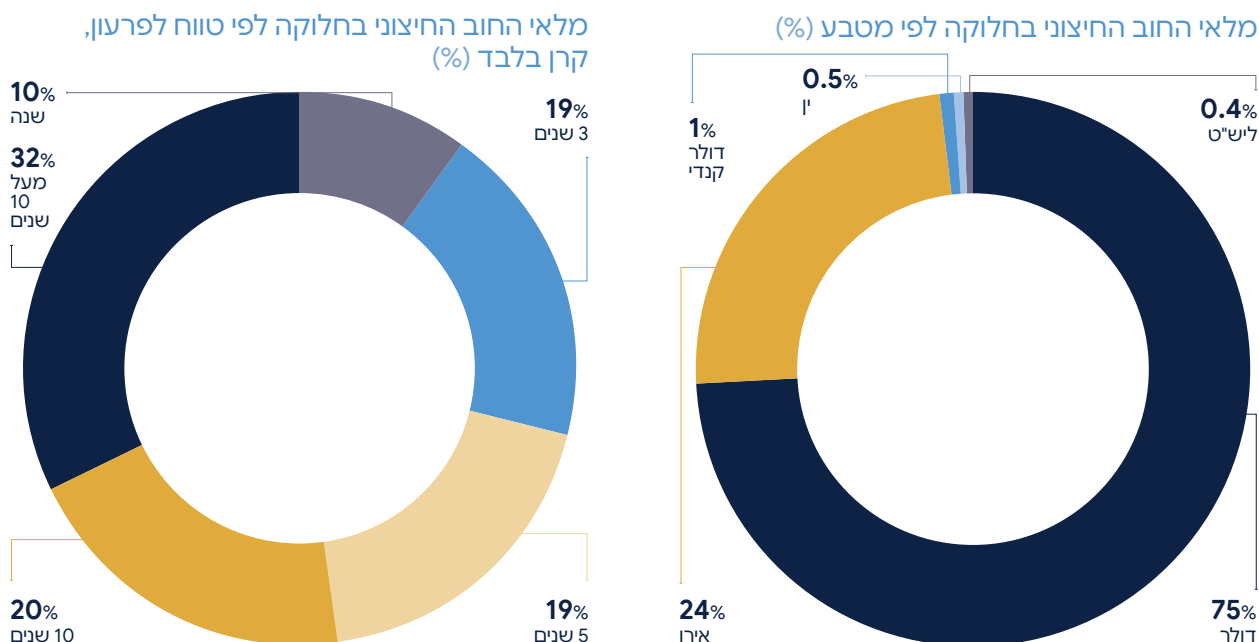
## הנפקות בערבות ממשלת ארצות הברית

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 2025, עומדת היתרה לניצול במסגרת התוכנית על סך של 3.8 מיליארד דולר.

מלאי איגרות החוב בערבות ממשלת ארצות הברית, נכון לסוף שנת 2025, עומד על כ-2.26 מיליארד ש"ח, לעומת כ-4.09 מיליארד ש"ח בסוף 2024.

## הלוואות מממשלות זרות והלוואות נוספות

קיימת יתרה נוספת של חוב לא סחיר במטבע חוץ המורכבת מאיגרות חוב לממשלות זרות, מוסדות בינלאומיים, בנקים בחו"ל וקרנות דו-לאומיות. יתרה זו הסתכמה בסוף שנת 2025 בכ-1.05 מיליארד ש"ח, לעומת 1.24 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2024, ומהווה כ-0.5% מכלל החוב במטבע חוץ.



## דירוג האשראי של מדינת ישראל

לאור העלייה בחוסר הוודאות בישראל עם פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" והתגברות הסיכונים הגיאופוליטיים באזור, החליטו חברות הדירוג לבחון את דירוג האשראי של מדינת ישראל. בסוף שנת 2023, שתיים מתוך שלושת חברות הדירוג, Moody's ו-Fitch, הכניסו את מדינת ישראל ל"מעקב שלילי", וחברת הדירוג S&P שינתה את התחזית ל"שלילית" אך ללא שינוי בדירוג האשראי של ישראל.

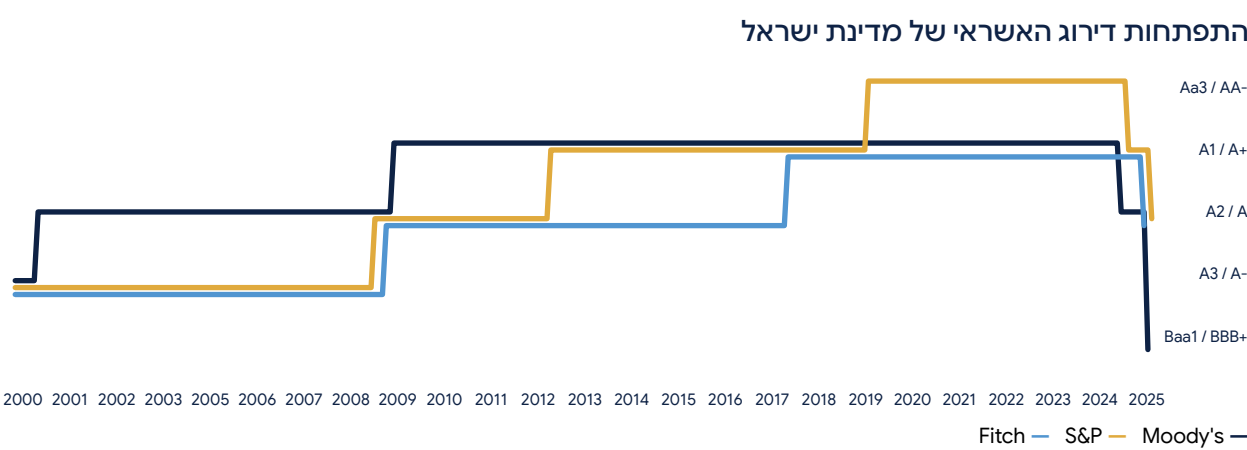
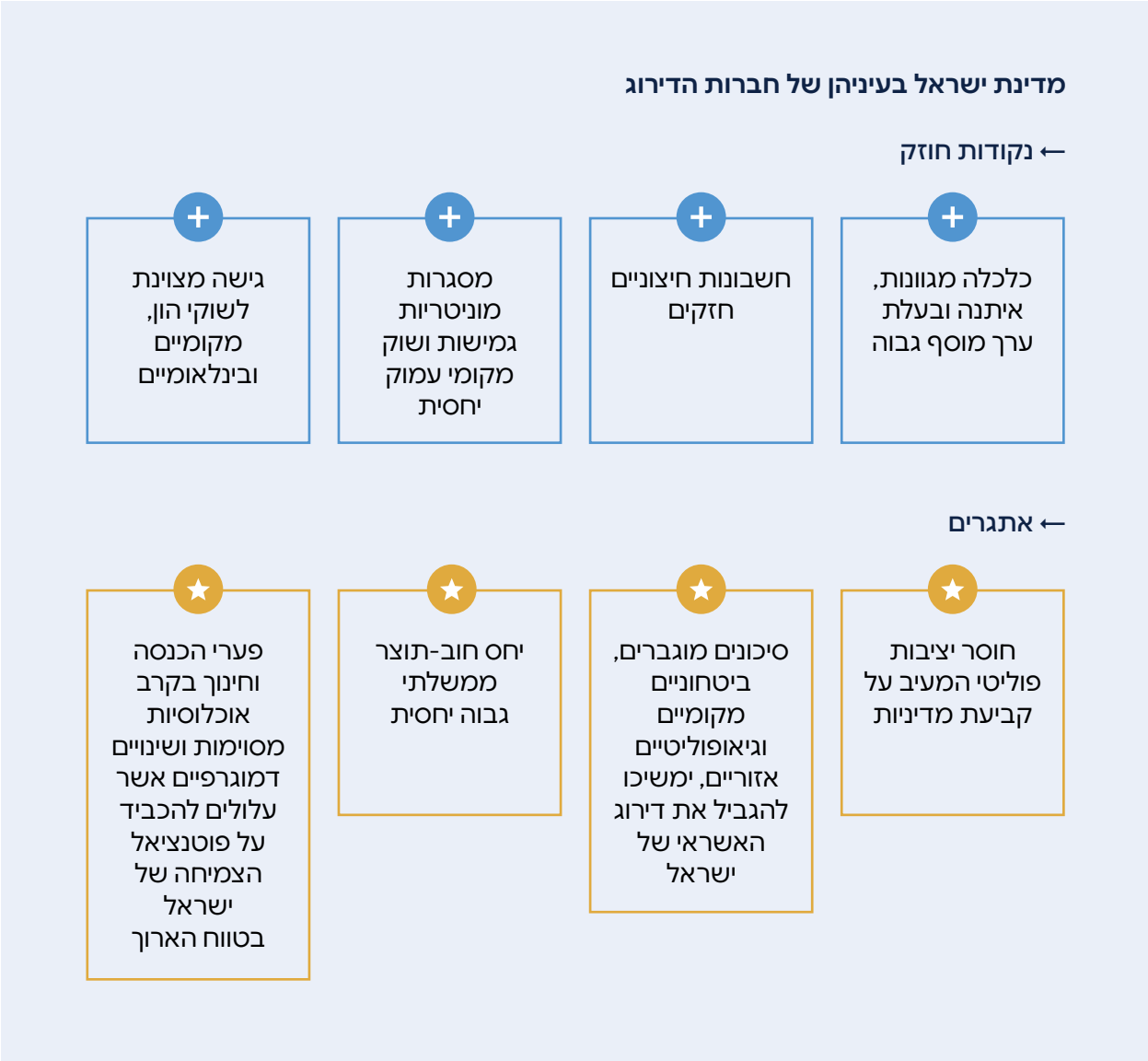
| Fitch  | S&P   | Moody's |              |
|--------|-------|---------|--------------|
| A      | A     | Baa1    | <b>דירוג</b> |
| שלילית | יציבה | יציבה   | <b>תחזית</b> |

למרות המשך לחימה בגזרות מרובות, חברות הדירוג ציינו לחיוב את הגישה העמוקה של מדינת ישראל לשווקים, חשבונות חיצוניים חזקים ואת יציבות כלכלת ישראל. עם זאת, החברות הביעו את חששן מהסלמת הלחימה שתכביד על ההוצאות הציבוריות, בדגש על תרחיש עם עימות נרחב מול איראן. לאחר מספר חודשים בהם הורידו חברות הדירוג את הדירוג האשראי של מדינת ישראל, בסוף שנת 2024 דירוג האשראי עמד על "Baa1" עם תחזית "שלילית" לפי חברת הדירוג Moody's, "A" עם תחזית "שלילית" לפי חברות הדירוג S&P ו-Fitch.

על רקע הפסקת האש מול חמאס בחודש ינואר 2025, פירסמו שלוש חברות הדירוג הודעות בדבר ההשפעה החיובית על פרופיל האשראי של מדינת ישראל, ככל והפסקת האש תישמר. בחודש מרץ 2025, חברת הדירוג Fitch פרסמה הודעה כי היא מאשרת מחדש את הדירוג והתחזית של מדינת ישראל, ברמה של "A" עם תחזית "שלילית". באופן דומה, בחודש מאי 2025 חברת הדירוג S&P אישרה מחדש את הדירוג והתחזית של מדינת ישראל ברמה של "A" עם תחזית "שלילית". עם סיום מבצע "עם כלביא" בחודש יוני 2025, שלוש חברות הדירוג פרסמו סקירות בדבר ההשפעות החיוביות האפשריות על פרופיל האשראי של מדינת ישראל, היה והפסקת האש מול איראן תישמר. בחודש יולי 2025, חברת הדירוג Moody's אישרה מחדש את דירוג האשראי של מדינת ישראל עם תחזית "שלילית".

חברות הדירוג S&P ו-Moody's העלו את התחזית של מדינת ישראל מ"שלילית" ל-"יציבה" בנובמבר 2025 וינואר 2026 בהתאמה. העלאת תחזיות אלו באו ברקע התחזקות כלכלת ישראל לאחר מבצע "עם כלביא" ובעקבות

הפסקת האש עם חמאס שהביאה לשחרור כלל החטופים ומהווה בסיס למשא ומתן לגיבוש הסכם יציב. החברות הוסיפו וציינו, כי כלכלת ישראל הראתה עמידות יוצאת דופן לזעזועים כאשר שנת 2026 צפויה להיות שנה של התאוששות המשק. עקב מבצע "שאגת הארי" והעימות מול חיזבאללה, במרץ 2026 אישרה מחדש חברת הדירוג Fitch את הדירוג של ישראל לרמה של "A" ללא שינוי התחזית, אותה הותירה על "שלילית".





# שוק משני

---

26-28



## עשיית שוק באג"ח ממשלתיות

רפורמת עשיית השוק נכנסה לתוקף בשנת 2006, כשבין מטרותיה: פיתוח שוק אג"ח 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: וודאות להשתתפות בהנפקות, הקצאות יתר, מאגר השאלות וזכאות להשתתף כצד שני בעסקאות גידור.

בשנת 2025 נמנו 12 עושי שוק ראשיים באג"ח ממשלתיות, שבעה מתוכם בנקים בינלאומיים.

## דירוגים שוק ראשוני

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

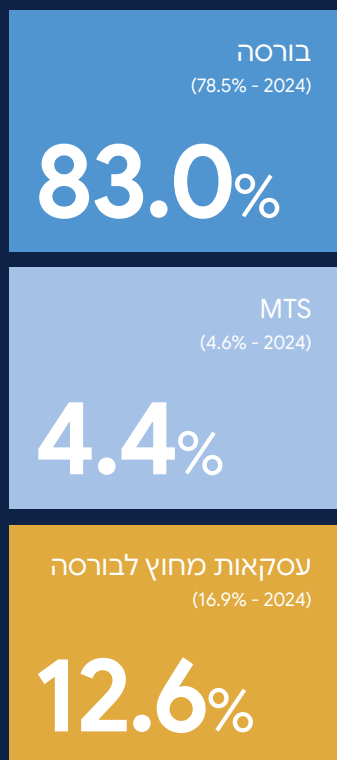
## דירוגים שוק משני לשנת 2025

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 ראשוני     | שוק משני - שקלי | שוק משני - צמוד |
|----|----------------|-----------------|-----------------|
| 1  | בנק לאומי      | בנק לאומי       | בנק לאומי       |
| 2  | גולדמן סאקס    | בנק הפועלים     | בנק הפועלים     |
| 3  | בנק הפועלים    | בנק מזרחי       | בנק מזרחי       |
| 4  | בנק דיסקונט    | ברקליס          | מריל לינץ'      |
| 5  | סיטי בנק       | דויטשה בנק      | דויטשה בנק      |
| 6  | מריל לינץ'     | ג'י פי מורגן    | ברקליס          |
| 7  | דויטשה בנק     | מריל לינץ'      | ג'י פי מורגן    |
| 8  | ג'י פי מורגן   | בנק דיסקונט     | גולדמן סאקס     |
| 9  | ברקליס         | גולדמן סאקס     | בנק דיסקונט     |
| 10 | בנק מזרחי      | סיטי בנק        | סיטי בנק        |
| 11 | ביאנפי         | ביאנפי          | הבנק הבינלאומי  |
| 12 | הבנק הבינלאומי | הבנק הבינלאומי  | ביאנפי          |

## מחזורי מסחר

להלן חלוקת מחזורי המסחר  
בין זירות המסחר השונות:



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

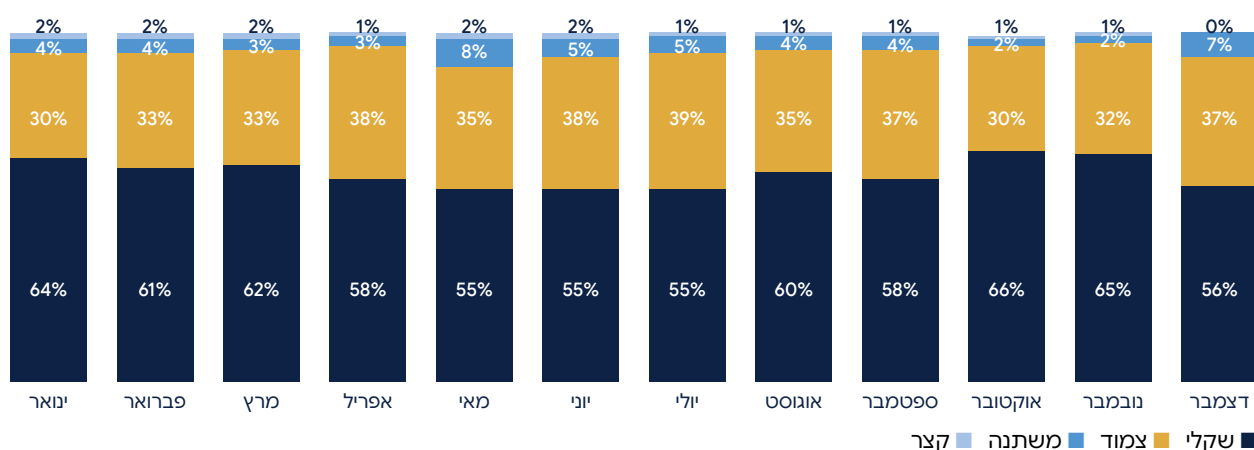
בשנת 2025 שוק איגרות החוב הממשלתיות הציג ירידה מתונה במחזורי המסחר ביחס לשנת 2024, וזאת על רקע המשך סביבת הריביות הגבוהות בארץ ובעולם. במהלך השנה חלה התמתנות מסוימת בתנודתיות בשוק הגלובלי, לאחר שהסיכונים האינפלציוניים שנוצרו בעקבות הבחירות לנשיאות ארצות הברית ב־2024 החלו להתייצב, והשווקים עיכלו בהדרגה את הצעדים הצפויים במדיניות הכלכלית.

ברמה המקומית, השוק המשיך להתמודד עם ההשלכות הפיסקליות והמאקרו־כלכליות של מלחמת "חרבות ברזל", אך בהשוואה לשנה הקודמת ניכרה ירידה בפרמיית הסיכון וכן חזרה הדרגתית של משקיעים לשוק. שילוב של ירידה בתנודתיות, התאוששות מסוימת בביקושים ואיזודאות מופחתת ביחס לשנת 2024 הוביל לרמות מחזורי מסחר נמוכות יותר, אם כי עדיין גבוהות יחסית לרמות ששררו בשנים שקדמו למלחמה. מחזור המסחר היומי הממוצע בבורסה באיגרות החוב הממשלתיות עמד על כ-3.50 מיליארד ש"ח לעומת ממוצע של כ-3.55 מיליארד ש"ח בשנת 2024 בסה"כ המסחר בבורסה הסתכם בכ-838 מיליארד ש"ח בשנת 2025, לעומת כ-854 מיליארד ש"ח אשתקד. ב-MTS מחזור המסחר השנה ירד לעומת השנה הקודמת והגיע לרמה של כ-37 מיליארד ש"ח לעומת רמה של כ-39 מיליארד ש"ח. והמסחר ב-OTC (עסקאות מחוץ לבורסה) ירד אף הוא ועמד על כ-106 מיליארד ש"ח, לעומת כ-144 מיליארד ש"ח בשנה הקודמת.

## התפלגות המסחר באפיקים השונים

בדומה לשנים קודמות, המסחר באיגרות החוב הממשלתיות בשנת 2024 התרכז באפיק השקלי (שאינו צמוד למדד). היחס בין האפיקים השונים בכלל זירות המסחר: **אפיק שקלי: 59.5%** מהמסחר (2024 - 66.6%); **אפיק צמוד: 34.8%** (2024 - 27.0%); **אפיק ריבית משתנה: 4.4%** (2024 - כ-3.4%); **אפיק איגרות חוב קצרות: כ-1.3%** (2024 - 3.0%).

## התפלגות מחזורי המסחר באפיקים השונים



## מאגר השאלות

בשנה האחרונה נע המאגר בטווח של בין 2.5 ל-6.5 מיליארד ש"ח (שווי השוק של האגרות המושאלות).

יתרת השאלות (מיליארדי ש"ח)



## התפלגות החזקת איגרות החוב הממשלתיות הסחירות

נתונים בולטים:



שיעור החזקות בנק ישראל ירד ועמד על כ-7.7%, לעומת כ-9% בשנה הקודמת.



שיעור אחזקותיהם של המשקיעים הזרים עמדו על כ-9.9% בסוף השנה, לעומת 9.6% בסוף 2024.



שיעור האחזקות מצד קרנות הפנסיה וקופות הגמל עמד על כ-33.5% בסוף שנת 2025 לעומת 34.9% בסוף שנת 2024.

# תיק החוב

---

30-38



## החוב הממשלתי

בסוף שנת 2025 מלאי החוב הממשלתי עמד על כ-1,416 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-1,329 מיליארדי ש"ח בסוף שנת 2024, גידול של כ-6.5% במלאי החוב.

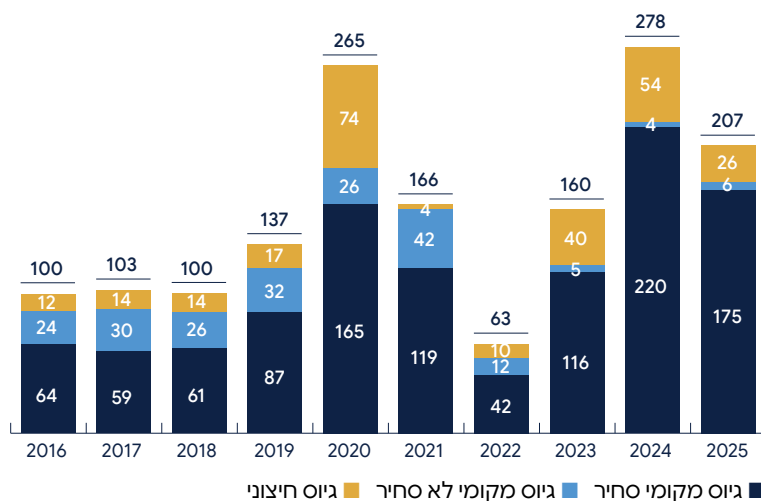
בשנת 2025, סך גיוס החוב הממשלתי עמד בשנת 2025 על כ-207 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-278 מיליארדי ש"ח בשנת 2024. הגיוס בשנת 2025 כלל כ-175 מיליארדי ש"ח בשוק המקומי הסחיר, כ-26 מיליארדי ש"ח בשוק החיצוני, וכ-6 מיליארדי ש"ח בשוק המקומי הלא סחיר.

שיעור הגיוס באפיק המקומי הסחיר בשנת 2025 היווה כ-85% מסך הגיוס השנתי, לעומת כ-79% בשנת 2024. כמו כן, נכון לסוף שנת 2025, מלאי החוב המקומי הסחיר עומד על כ-61% מסך החוב הממשלתי.

באפיק החיצוני, שיעור הגיוס עמד על כ-12% מסך הגיוס השנתי, וזאת לעומת שיעור גיוס חיצוני של כ-19% בשנת 2024. מתוך כ-26 מיליארדי ש"ח שגויסו באפיק זה בשנת 2025, כ-17.4 מיליארדי ש"ח גויסו באמצעות הנפקה ציבורית בחו"ל (הנפקת בנצ'מרק בחודש פברואר במטבע דולר לטווחים של 5 ו-10). כמו כן, גיוס החוב באמצעות ארגון הבונדס הסתכם לכ-8.3 מיליארדי ש"ח. נכון לסוף השנה, מלאי החוב החיצוני עמד על כ-14% מסך החוב הממשלתי.

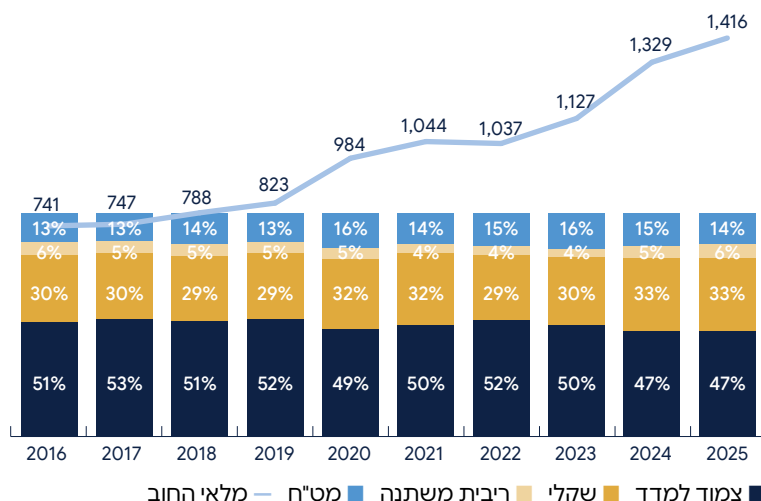
גיוס חוב צמוד למדד המחירים לצרכן מבוצע באמצעות אפיק הגיוס המקומי הסחיר ואפיק הגיוס המקומי הלא סחיר. בשנת 2025, בהמשך לרפורמה באג"ח המיועדות, שיעור הגיוס הלא סחיר, אשר כולו צמוד למדד, מכלל גיוס החוב הממשלתי עמד על שיעור של כ-3% בלבד, לעומת כ-2% בשנת 2024. הגיוס באפיק זה הסתכם לכ-5.7 מיליארדי ש"ח.

### סך הגיוס הממשלתי והתפלגותו בחלוקה לאפיקים (מיליארדי ש"ח)



הגיוס המקומי הסחיר צמוד למדד הסתכם לכ-53 מיליארדי ש"ח והיווה כ-26% מכלל גיוס החוב הממשלתי בשנת 2025, לעומת כ-21% אשתקד.

בשנת 2025 שיעור החוב הצמוד עמד על כ-47% בדומה לשנת 2024, למרות האינפלציה השנתית שעמדה על 2.4%. יציבות זו נבעה מגיוס נטו חיובי גבוה של החוב השקלי הסחיר ביחס לחוב הצמוד הלא סחיר.

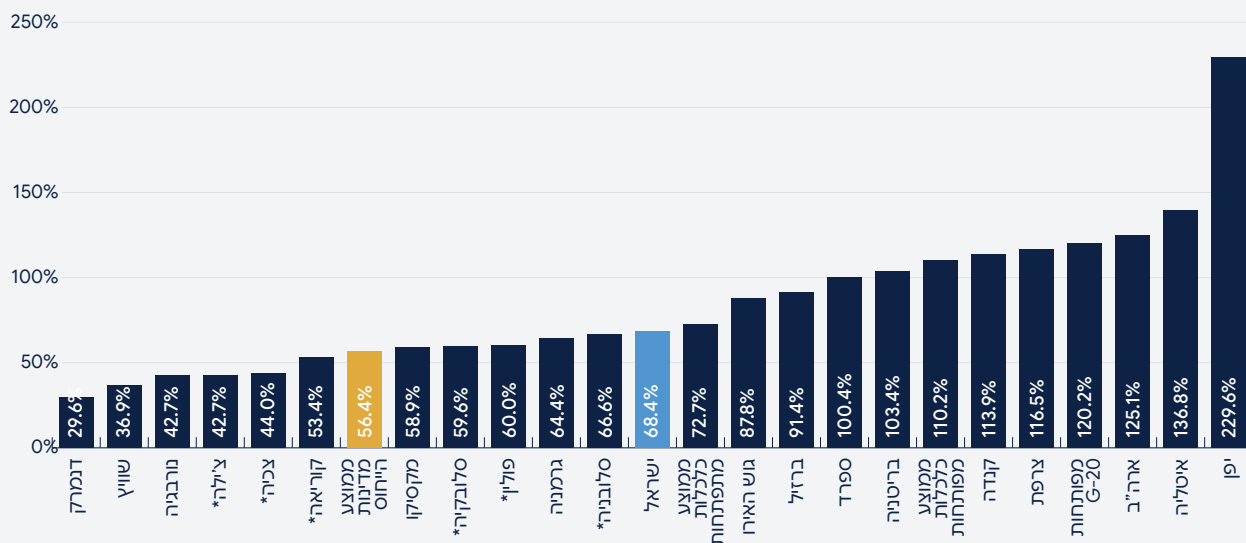


מלאי החוב הממשלתי והתפלגותו בחלוקה להצמדות, 2016-2025 (באחוזים)

## יחס החוב לתוצר

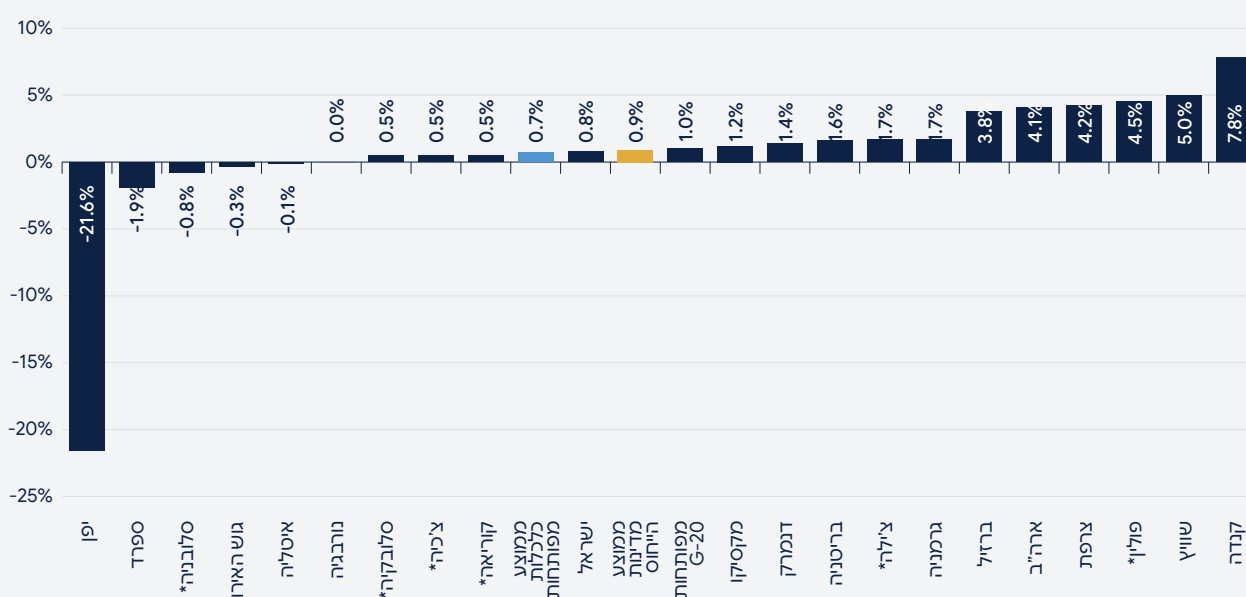
בעשור שקדם למשבר הקורונה, יחס החוב לתוצר התאפיין במגמת ירידה מתמשכת אשר נבעה, בין היתר, ממדיניות פיסקלית אחראית ומניהול חוב יעיל. בשנת 2025, העלייה בצרכי הגיוס לאור התמשכותה של מלחמת "חרבות ברזל" הובילה לעלייה ביחס החוב לתוצר הממשלתי. בשנת 2025 יחס החוב הממשלתי לתוצר עלה בכ-0.8% ביחס לשנת 2024 ועמד על כ-67.1%. יחס החוב הציבורי לתוצר עלה בכ-0.7% ועמד על כ-68.4%.

## יחס החוב הציבורי לתוצר בשנת 2025



מקור: משרד האוצר ובנק ישראל, יתר המדינות October 2025 Fiscal Monitor

## שינוי ביחס החוב הציבורי לתוצר בין השנים 2024-2025



מקור: משרד האוצר ובנק ישראל, יתר המדינות October 2025 Fiscal Monitor

ניתן לראות כי יחס החוב הציבורי לתוצר בשנת 2025 גדל בשיעור של כ-0.7%, נמוך מהגידול הממוצע בקרב מדינות הייחוס. אמנם יחס החוב הציבורי לתוצר נמצא מעל לממוצע מדינות הייחוס, אך הוא נותר נמוך בהשוואה לממוצע הכלכלות המפותחות ולממוצע גוש האיר.

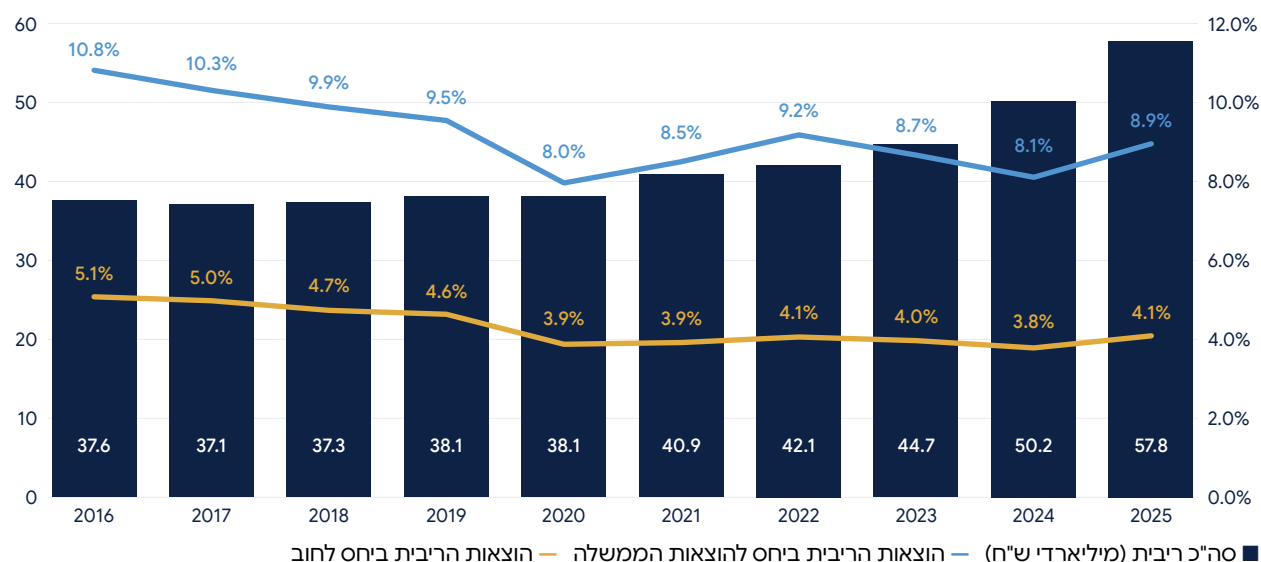
\*מדינות הייחוס

## הוצאות ריבית

הוצאות הריבית בשנת 2025 עמדו על כ-57.8 מיליארדי ש"ח לעומת כ-50.2 מיליארדי ש"ח בשנת 2024. הוצאות הממשלה בשנת 2025 עמדו על כ-650 מיליארדי ש"ח וזאת לעומת כ-621 מיליארדי ש"ח אשתקד. שיעור הוצאות הריבית מסך הוצאות הממשלה בשנת 2025 עמד על רמה של 8.9% ביחס ל-8.1% בשנת 2024.

הוצאות הריבית של הממשלה ביחס לחוב הממשלתי, מצויות במגמת ירידה בעשור האחרון אשר החלה בשיעור של כ-5.1% בשנת 2016 לשיעור של כ-4.1% בשנת 2025.

### הוצאות הריבית ביחס לחוב ולהוצאות הממשלה 2025-2016



## הוצאות ריבית בחלוקה לאפיקים

**אפיק מקומי סחיר:** הוצאות הריבית עלו בכ-5.2 מיליארדי ש"ח מרמה של 14.4 מיליארד ש"ח לרמה של 19.6 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור אפיק זה, מסך מלאי החוב הסחיר, עומד על רמה של כ-2.3% לעומת רמה של כ-1.8% בשנת 2024, עיקר עליה זו היא כתוצאה ממחזור חוב בריבית גבוהה יותר.

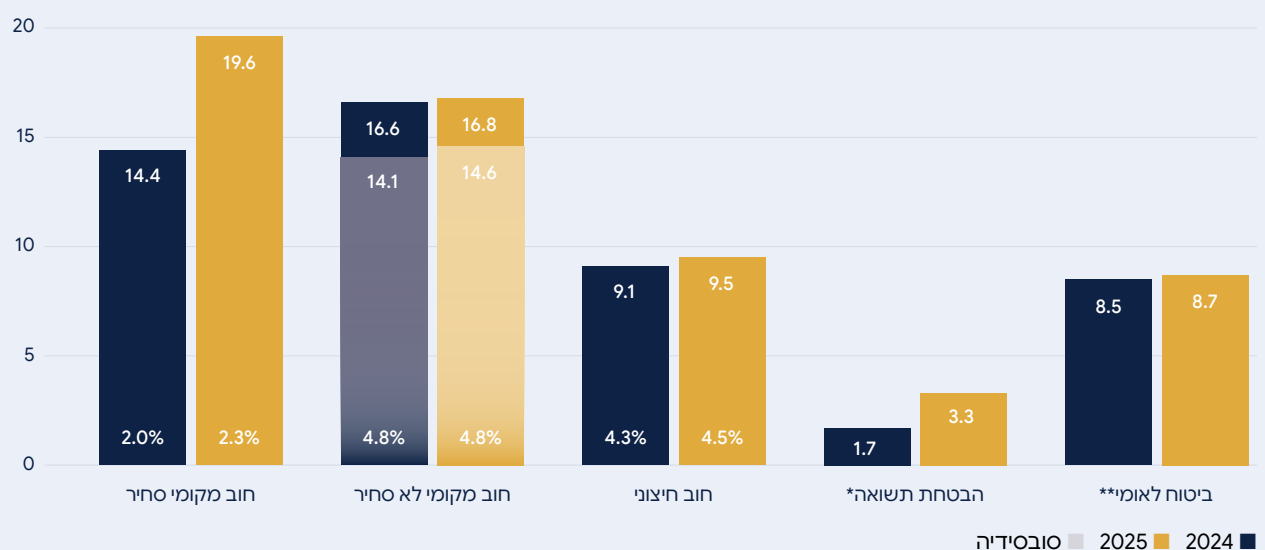
**אפיק מקומי לא סחיר:** הוצאות הריבית עלו בכ-0.2 מיליארדי ש"ח מרמה של 16.6 מיליארד ש"ח לרמה של 16.8 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור האפיק זה, מסך מלאי החוב הלא סחיר, עומד על רמה של 4.8%, ללא שינוי לעומת שנת 2024. בשנת 2025 כ-14.6 מיליארד ש"ח נאמדו כסבסוד איגרות חוב מיועדות לקרנות הפנסיה והביטוח.

**אפיק חיצוני:** הוצאות הריבית עלו בכ-0.4 מיליארדי ש"ח מרמה של 9.1 מיליארד ש"ח לרמה של 9.5 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור אפיק זה, מסך מלאי החוב החיצוני, עלה מרמה של 4.5% לרמה של 4.7%.

**מנגנון מובטח תשואה:** ההפרשה התקציבית לטובת הבטחת תשואה בקרנות הפנסיה הסתכמה בכ-3.3 מיליארדי ש"ח.

**ביטוח לאומי:** הוצאות הריבית עלו בכ-0.2 מיליארד ש"ח מרמה של 8.5 מיליארדי ש"ח לרמה של כ-8.7 מיליארדי ש"ח. הגרף להלן מציג השוואה של הוצאות הריבית בין השנים 2024-2025, עבור כל אפיק, ביחס למלאי החוב באותו האפיק.

סך הוצאות הריבית (מיליארדים) והוצאות הריבית ביחס לשנים 2024-2025



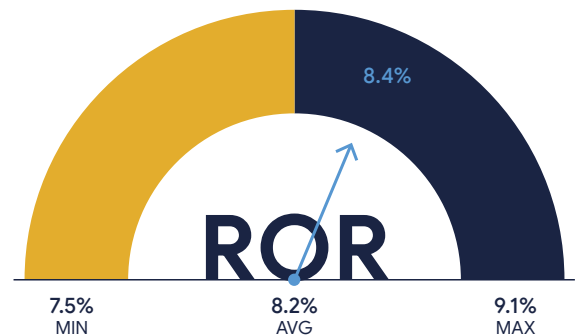
\*הפרשה תקציבית לקרן ייעודית בהתאם לתיקון לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005.

\*\*החוב לביטוח לאומי אינו מוכר כחוב ממשלתי כיוון שהמדינה אינה מנפיקה חוב בגינו. עם זאת, התחייבות זו מקבלת ביטוי בתקציב המדינה וכפופה לכללים הפיסקאליים.

## ניהול סיכוני החוב הממשלתי

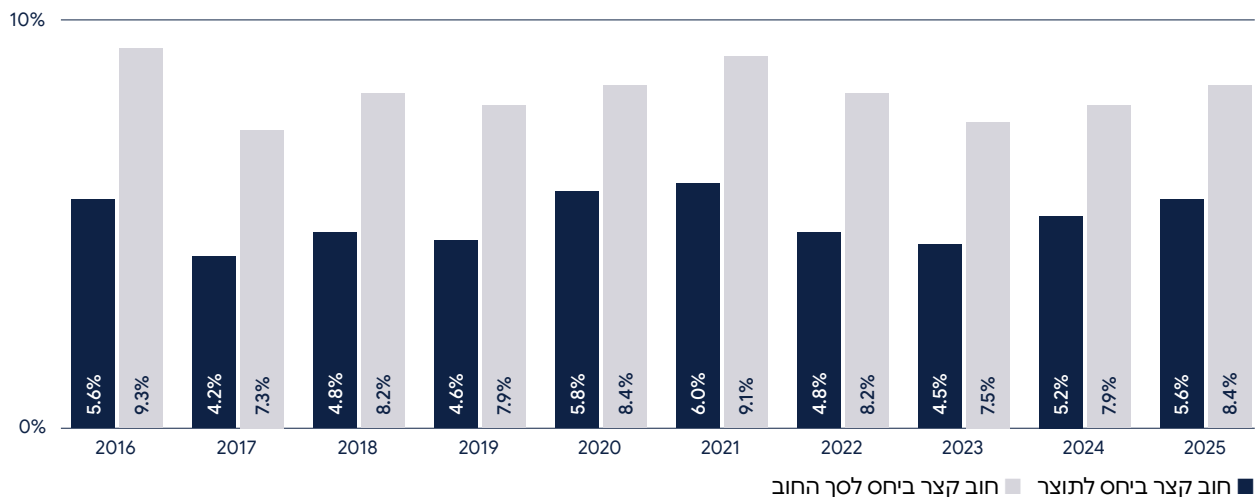
### 1. סיכון הקמחזור (Refinancing Risk)

← מדד ה-ROR



גיוס החוב בשנה האחרונה התאפיין ב-ATM קצר יותר לעומת אשתקד ועל כן מדד ה-ROR עלה לרמה של 8.4% לעומת 7.9%. בהמשך לאמור, החוב הקצר ביחס לתוצר עלה ביחס לשנת 2024 ועמד על כ-5.6% בשנת 2025 לעומת כ-5.2% בשנת 2024.

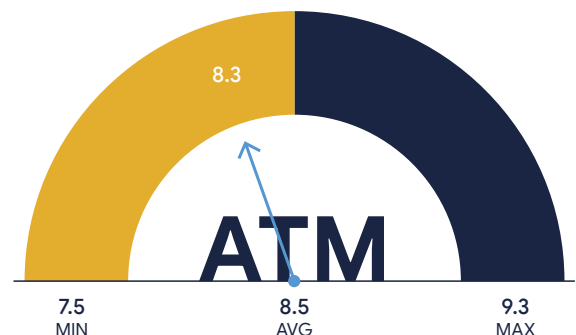
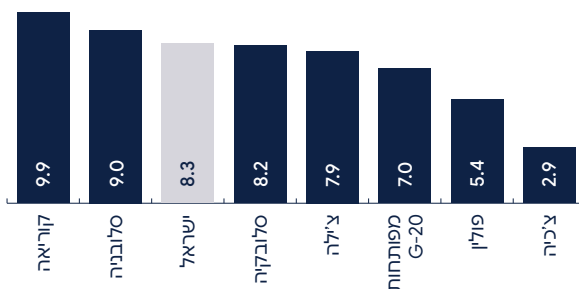
### החוב הממשלתי הקצר ביחס לסך החוב וביחס לתוצר בשנים 2016-2025 (באחוזים)



← הטווח הממוצע לפדיון (ATM)

נכון לסוף שנת 2025 מדד זה עמד על כ-8.3 לעומת כ-8.7 אשתקד. אסטרטגיית גיוס החוב בשנים האחרונות הייתה להאריך את ה-ATM של החוב הממשלתי באופן הדרגתי ולעמוד סביב 9 שנים, זאת כאמור בשילוב עם ROR בטווח הרצוי (כפי שמוסבר במילון המונחים).

### השוואה עולמית למדד ATM

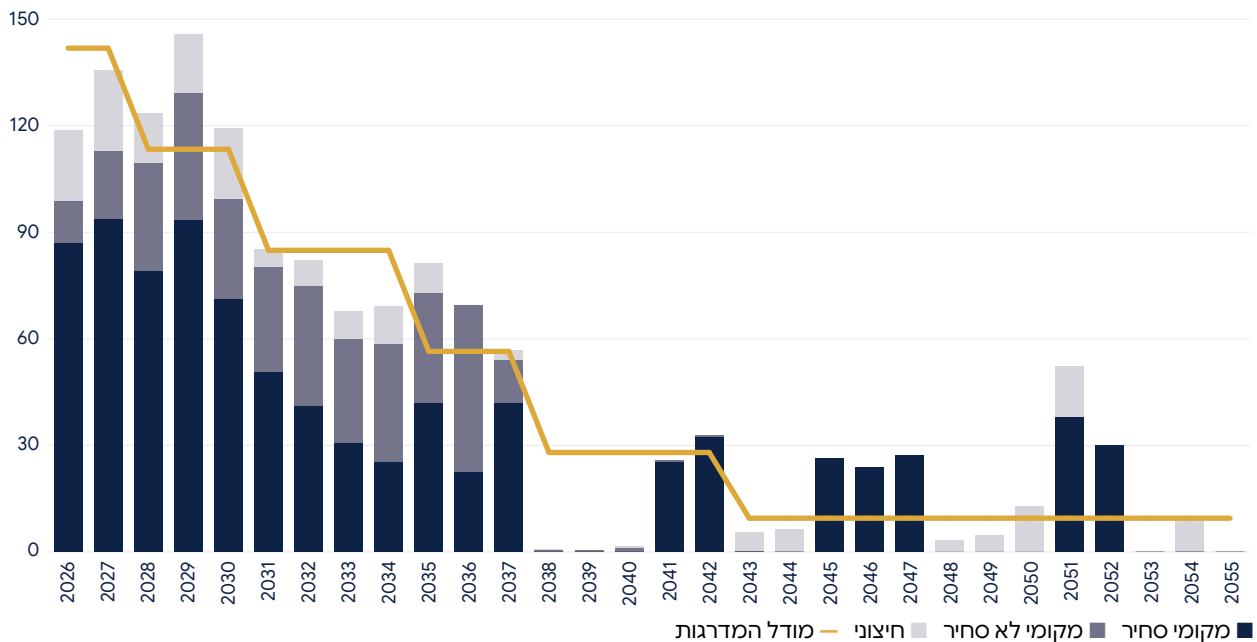


בניתוח השוואתי מול מדינות רלוונטיות מדד ה-ATM של תיק החוב ממקום בין מדינות הייחוס, וגבוה בהשוואה למדינות המפותחות<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> מקור: משרד האוצר ובנק ישראל, יתר המדינות October 2025 Fiscal Monitor.

על מנת לנהל את סיכון המיחזור נעשה שימוש במספר מודלים:

**א. מודל ההנפקות (המדרגות) -** יחידת החוב מתכננת לטווח ארוך את גיוסי החוב הסחיר בשוק המקומי ובח"ל באמצעות מודל המדרגות.



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

**2. סיכון בזילות (Liquidity Risk) -** סיכון שמקורות המימון הקיימים לא יספיקו למימון צורכי המדינה בכל רגע נתון.

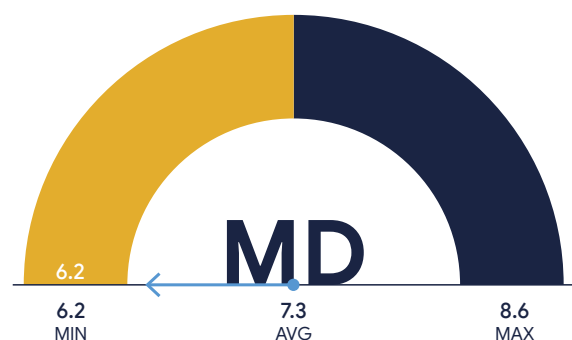
**3. סיכונים שוק (Market Risk) -** סיכון לשינויים בהיקף החוב הממשלתי ותקציב הריבית כתוצאה משינויים בגורמי שוק (בין היתר מדד המחירים לצרכן, ריביות ושע"ח).

- שינויים במדד המחירים לצרכן - אפיק החוב הצמוד מהווה כ-47% ממלאי החוב לסוף שנת 2025 ומכאן שעיקר הרגישות של תיק החוב היא למדד המחירים לצרכן. שינוי של כ-1% במדד המחירים מביא לשינוי של כ-6.7 מיליארדי ש"ח בתיק החוב בערך מוחלט.

- שינויים בשער חליפין - אפיק החוב נקוב המט"ח מהווה כ-14% ממלאי החוב לסוף שנת 2025, המשמעות היא שלשינויים בשער חליפין יש השפעה על מלאי החוב וכן על תשלומי הריבית השוטפים. כדי להקטין את הסיכון הנובע משינוי בשערי חליפין היחידה לניהול החוב הממשלתי מבצעת עסקאות גידור.

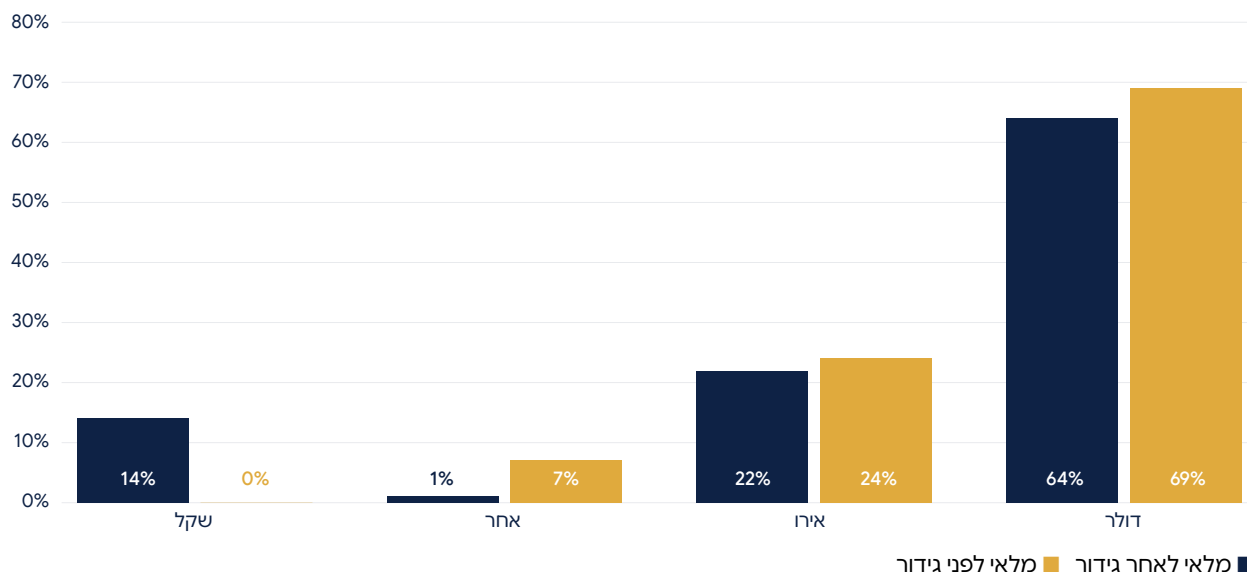
← המח"מ (משך חיים ממוצע) המתוקן (Modified Duration)

מדד המסייע בבחינת ההשפעה של שיעור הריבית על שווי השוק של החוב. השנה חלה ירידה במח"מ המתוקן הכולל של החוב הממשלתי לכ-6.2, מרמה של כ-6.5 בשנת 2024. ירידה זו נובעת, בין היתר, מירידה במח"מ הגיוס הכולל ומחזור חוב בריבית גבוהה יותר משנת 2024.



נכון לסוף שנת 2025, לפני עסקאות גידור, כ-69% ממלאי החוב החיצוני נקוב בדולר, כ-24% ממלאי החוב נקוב באירו וכ-7% הנותר נקוב במטבעות אחרים. לאחר שקלול עסקאות גידור שבוצעו, חשיפת מלאי החוב החיצוני לדולר, אירו ומטבעות אחרים עומדת על רמה של 64%, 22% ו-1%, בהתאמה. משמעות הדבר היא שכתוצאה מעסקאות הגידור כ-14% ממלאי החוב החיצוני הופך להיות שקלי במהותו.

#### מלאי חוב במט"ח לפני ואחרי גידור



#### רגישות החוב הממשלתי

| שינוי יחס חוב תוצר ממשלתי (אחוזי תוצר) | שינוי בחוב הממשלתי (במיליוני ש"ח) |                                            |
|----------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------------|
| 0.32%                                  | 6,694                             | שינוי מצטבר במדד המחירים לצרכן ביחידת אחוז |
| 0.07%                                  | 1,487.6                           | שינוי בשע"ח דולר-שקל ביחידת אחוז           |
| 0.02%                                  | 476.5                             | שינוי בשע"ח אירו-שקל ביחידת אחוז           |

#### 4. סיכונים אשראי (Credit Risk)

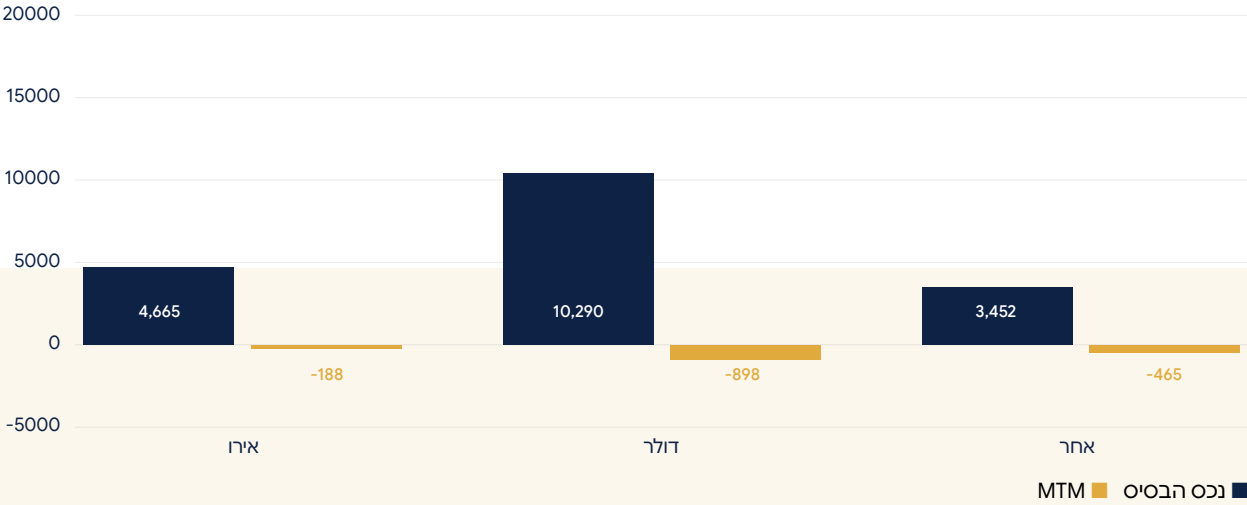
פעילות המדינה בעסקאות גידור חושפת את הממשלה לסיכון אשראי במקרה של חדלות פירעון של הצד שכנגד בעסקה. המטרה העיקרית של תוכנית הגידורים הינה הקטנת החשיפה של תקציב הריבית לשינויים בשע"ח וזאת כחלק מתהליך ניהול סיכונים השוק. עסקאות הגידור מחולקות לטווח ארוך באמצעות CCS ולטווח קצר באמצעות FX Swap-I Forward.

בשנת 2025 ביצעה יחידת החוב עסקאות גידור לתשלומי קרן וריבית בהיקף של כ-4.2 מיליארד דולר וכ-4.3 מיליארד אירו.

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 31/12/2025, הסתכם מלאי עסקאות הגידור של הממשלה בכ-33.4 מיליארדי דולרים (הסכום המגודר). השווי ההוגן (Mark to Market) של כלל הפוזיציות ליום 31/12/2025 עמד על כ-1.5 מיליארד דולר לטובת הצד שכנגד.

היקף עסקאות הגידור והשווי ההוגן



ג. מודלים נוספים לניהול סיכוני החוב הממשלתי

תחזיות ליחס חוב תוצר

סימולציות למבנה החוב

מודל סיכון עלות

אמידה של סיכונים נוספים

תחזית תשלומי ריבית

תמחורים פיננסיים

גודל סדרה ממוצע ומספר סדרות

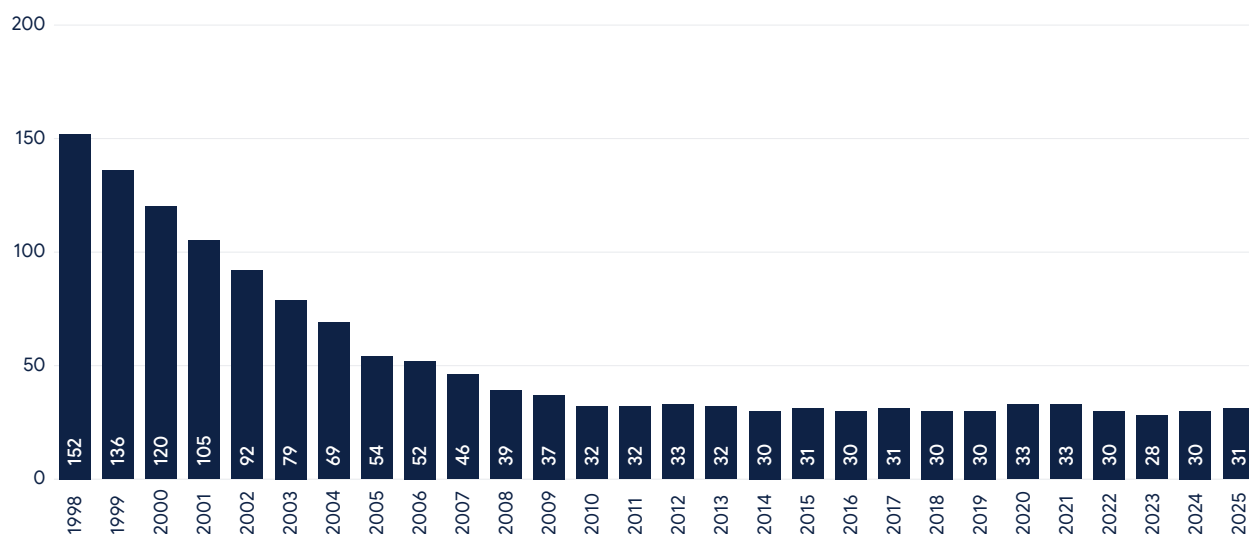
בהתאם למדיניות ניהול החוב באגף החשבתי הכללית אנו מנהלים את מספר סדרות אגרות החוב הממשלתיות במחזור ואת נפחן. במהלך שנת 2025 הונפקו ארבע סדרות חדשות בשוק המקומי הסחיר:

- ממש"ק 0728 בנצ'מרק ל-3 שנים שקלי.
  - ממש"ק 1035 בנצ'מרק ל-10 שנים שקלי.
  - ממצ"מ 0431 בנצ'מרק ל-5 שנים צמוד.
  - ממצ"מ 0456 בנצ'מרק ל-30 שנים צמוד.
- כמו כן, במהלך השנה הונפקו איגרות חוב קצרות 0526, 0226, 1125.

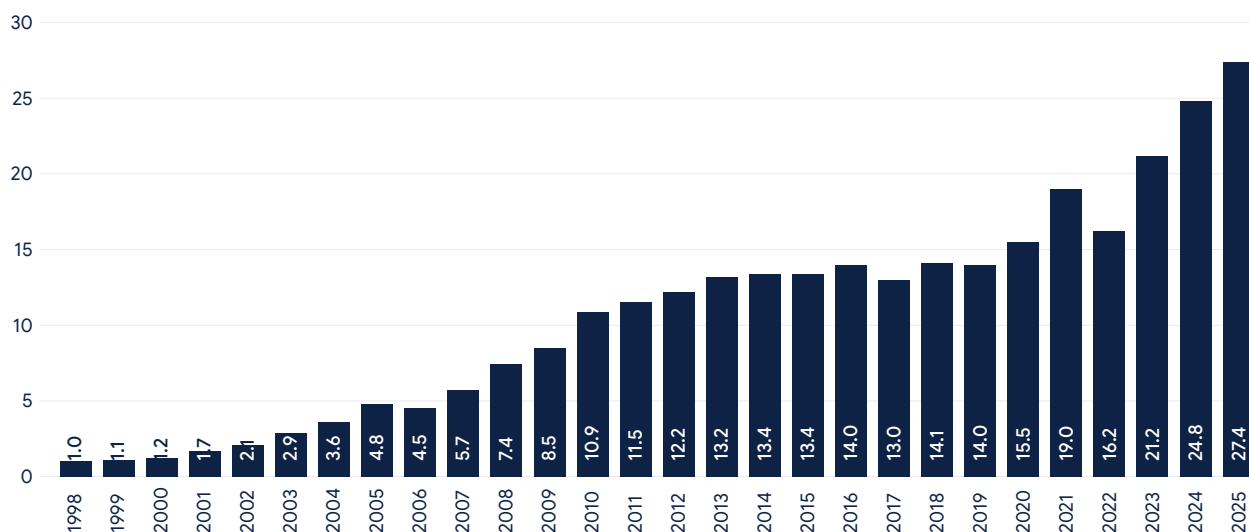
במהלך השנה הגיעו לפדיון 3 סדרות ונפתחו 4 סדרות חדשות, לפיכך סך הסדרות הסחירות התרחב ל-31 סדרות לעומת 30 סדרות בשנת 2024.

כפי שניתן לראות בגרפים מטה, לאורך השנים מספר הסדרות הסחירות ירד משמעותית, בעוד שגודל הסדרות הממוצע עולה. מדיניות זו מובילה לשיפור הסחירות והנזילות של איגרות החוב ולייעול בתכנון עקום פירעונות החוב הממשלתי.

מספר הסדרות הסחירות 1998-2025



גודל סדרה ממוצעת במיליארדי ש"ח 1998-2025



# החוב הלא סחיר

---

40-41



## חוב מקומי לא סחיר

בשנת 2025 הסתכם הגיוס המקומי הלא-סחיר בכ-5.7 מיליארד ש"ח, שבוצע באמצעות המכשירים הבאים:

**1** איגרות חוב מיועדות לקרנות פנסיה מסוג "ערד" - לא בוצעו הנפקות באפיק זה בשנת 2025 לאור הרפורמה באיגרות החוב מיועדות<sup>1</sup>, אך נפרעו איגרות חוב בהיקף של כ-6.1 מיליארד ש"ח.

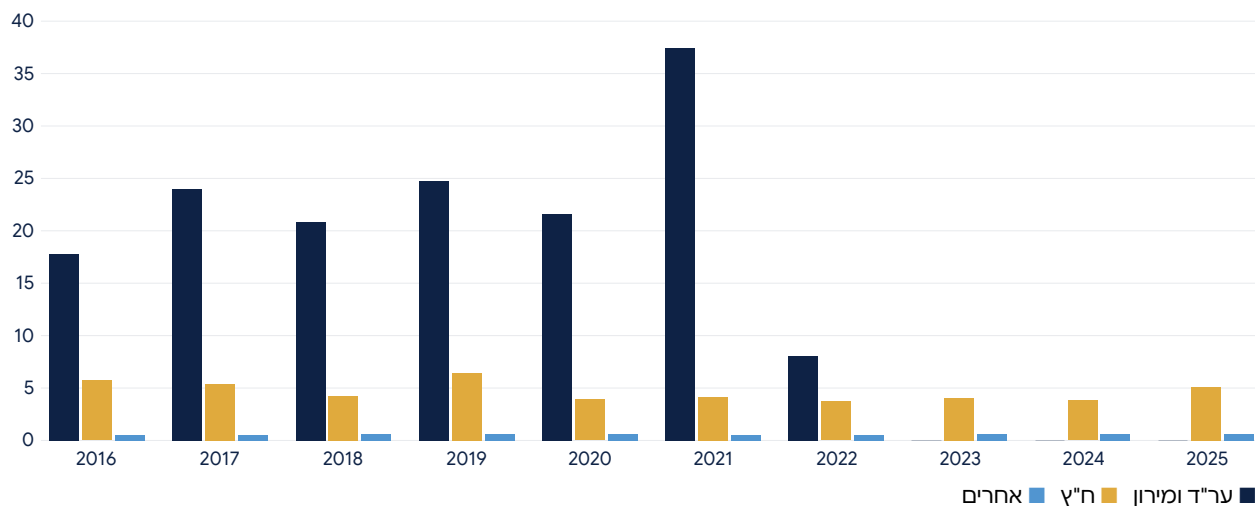
**2** איגרות חוב מיועדות לחברות הביטוח - משנת 1965 ועד לשנת 1990 הונפקו איגרות חוב לא סחירות עבור ביטוחי חיים בשם ח"ץ (חיים-צמוד). איגרות אלו הונפקו עבור פוליסות בעלות תשואה מובטחת ונשאו ריבית קבועה, צמודה למדד, בשיעור של בין 4.0%-6.2%. בתחילת שנות ה-90 בוטלה אפשרות ההצטרפות למסלול זה, על כן, כל האיגרות המונפקות הן בגין פוליסות קיימות. בשנת 2025 היקף ההנפקות באפיק זה עמד על כ-5.1 מיליארד ש"ח, והיווה עלייה של כ-33% לעומת שנת 2024, בה היקף ההנפקות הסתכם בכ-3.8 מיליארד ש"ח. בשנת 2025 הגיוס נטו באפיק זה היה חיובי והסתכם בכ-0.2 מיליארד ש"ח.

**3** אמיסיות ופיקדונות שונים - הלוואות שנוצרו כתוצאה מהסכמים היסטוריים עם קופות הגמל. הלוואות אלו צמודות למדד, בעלות ריבית קבועה בשיעור של בין 4.95%-5.95%. בשנת 2025 הגיוס באמצעות אמיסיות הסתכם בכ-0.6 מיליארד ש"ח בדומה לגיוס אשתקד, וגיוס נטו היה שלילי והסתכם בכ-0.2 מיליארד ש"ח.

נתוני גיוס ופדיונות קרן לשנת 2025 (מיליוני ש"ח)

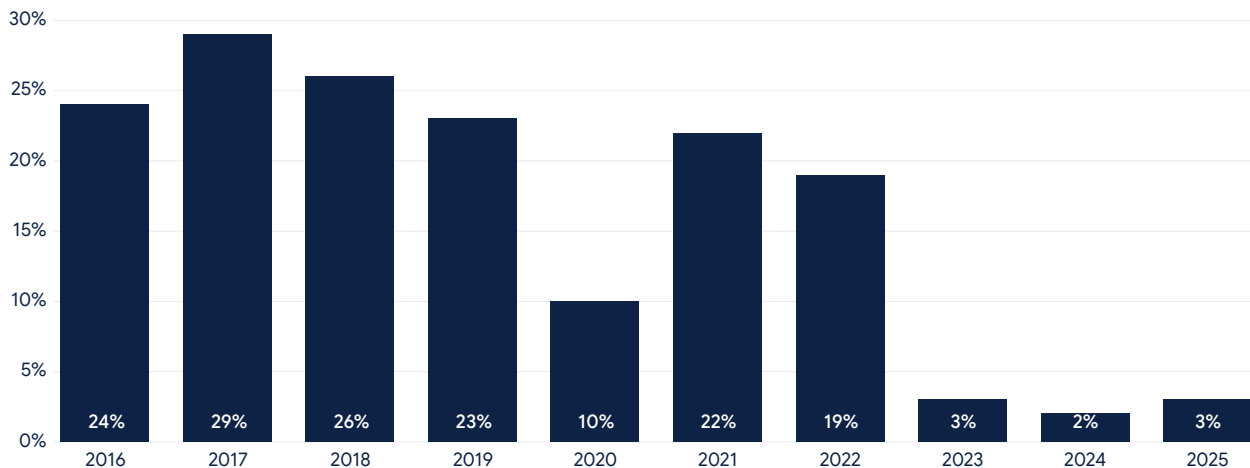
| אפיק גיוס        | גיוס קרן | פדיונות קרן | גיוס נטו |
|------------------|----------|-------------|----------|
| פנסיה ("ערד")    | -        | 6,062       | (6,062)  |
| ביטוח חיים (ח"ץ) | 5,097    | 4,858       | 239      |
| אחרים            | 632      | 854         | (222)    |
| סה"כ             | 5,728    | 11,774      | (6,046)  |

היקף הגיוס הלא-סחיר בשנים 2016-2025 (במיליארדי ש"ח)



<sup>1</sup> המועד האחרון שבו הונפקו איגרות חוב מסוג "ערד" היה ה-1/9/22 והחל מיום ה-1/10/22 מעניקה יחידת החוב הממשלתי לקרנות הפנסיה הבטחת תשואה בהתאם למנגנון חלופי המשמר תשואה מובטחת על חלק מתיק הפנסיה בדומה למנגנון הישן.

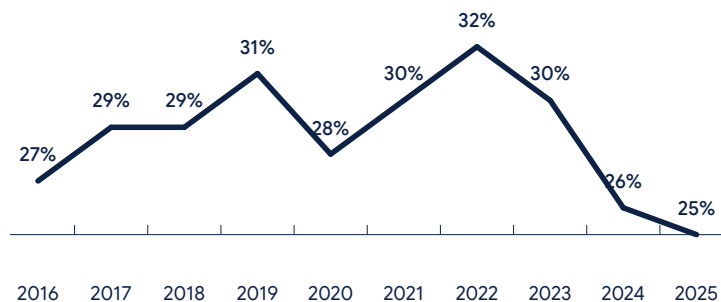
## שיעור הגיוס הלא סחיר מסך הגיוס בשנים 2016-2025 (אחוזים)



כמתואר בגרף לעיל, החל משנת 2016 שיעור ההנפקה הממוצע הסתכם לשיעורים גבוהים למעט בשנת 2020 לאור השפעות משבר הקורונה, והחל משנת 2022 כתוצאה מכניסת הרפורמה וסיום הנפקת איגרות חוב מיועדות החל מחודש אוקטובר.

## מלאי החוב המקומי הלא סחיר מסך החוב בשנים 2016-2025

בסוף שנת 2025 מלאי החוב המקומי הלא-סחיר הסתכם בכ-348.4 מיליארד ש"ח לעומת 346.3 מיליארד ש"ח בשנת 2024 והיווה כ-24.6% מסך החוב.

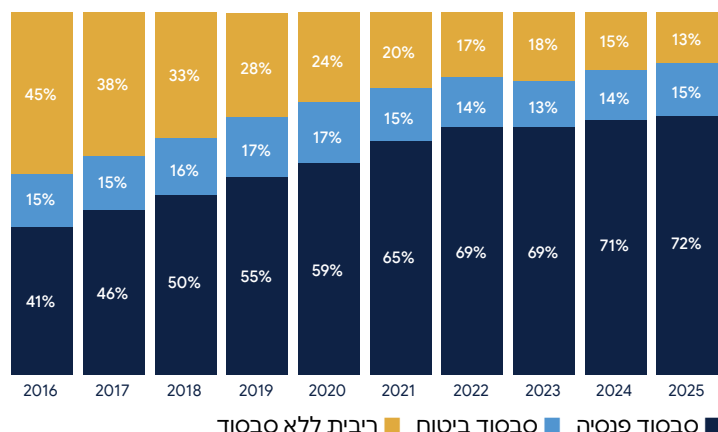


עיקר מלאי החוב המקומי הלא סחיר מורכב מאיגרות חוב מיועדות שהונפקו לקרנות הפנסיה (איגרות מסוג "ערד") ואיגרות חוב המונפקות לחברות ביטוח (מסוג "ח"ץ").

## שיעור הריבית ואומדן הסבסוד בשנים 2016-2025

סך הוצאות הריבית על החוב הלא סחיר עמדו על כ-16.8 מיליארד ש"ח בשנת 2025 כאשר מתוכן אומדן הסבסוד מהווה כ-87% שהם כ-14.6 מיליארד ש"ח, לעומת אומדן סבסוד של כ-85%, שהם כ-14.1 מיליארד ש"ח, בשנת 2024.

הפרש בין הריבית המסובסדת לבין הריבית אשר אינה מסובסדת משקף את אומדן הסבסוד על איגרות חוב מיועדות לקרנות הפנסיה וחברות הביטוח.



# מבנה ארגוני יחידת החוב הממשלתי

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

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

**יחידת החוב הממשלתי**  
**Government Debt  
Management Unit**

**דוד ארדפארב** מנהל היחידה  
**David Erdfarb**  
Head of the Unit Government  
Debt Management Unit

**אלינור עזאני**  
מנהלת הנציגות בניו יורק  
**Elinor Azani**  
Head of Mission in NY

**ג'ייסון ריינין**  
מנהל קשרי משקיעים גלובלי  
**Jason Reinin**  
Head of Investor Relations

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

**אורית מלול** מנהלת המחלקה  
**Orit Malul**  
Head of the Department

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

**ויקטוריה מתייב** מנהלת המחלקה  
**Victoria Mataeva**  
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

אריאל קמחי Ariel Kimhi  
עילאי שביט Elay Shavit

ליאור מנחם Lior Menachem

אורנה ארד Orna Arad  
גנאדי ניימן Gennady Naiman  
אירמה חמדני Irma Hamdani  
מיכאל גוטמן Michael Goutman

# ORGANIZATIONAL CHART

## Government Debt Unit

**חן רייכמן כהן**  
אסטרטגית ראשית חטיבת המימון  
**Chen Reichman Cohen**  
Chief Strategist

**עמית שרון**  
רכזת לשכת חטיבת המימון  
**Amit Sharon**  
Executive Assistant

שיר סער Shir Saar  
טל יפת Tal Yefet

עדי בר שלום Adi Bar Shalom

**מחלקת הנפקות בשוק המקומי**  
**Domestic Primary Issuances**  
**Department**

**ארז גולן** מנהל המחלקה  
**Erez Golan**  
Head of the Department

**מחלקת ניהול סיכונים**  
**Risk Management**  
**Department**

**דור עמית** מנהלת המחלקה  
**Dor Amit**  
Head of the Department

**מחלקת חוב חיצוני**  
**Global Debt & FX**  
**Transactions Department**

**סער אלימלך** מנהל המחלקה  
**Saar Elimelech**  
Head of the Department

לידור אלון Lidor Alon  
דביר כהן Dvir Cohen

אדי שמש Eddie Shemesh  
אופק גבריאלי Ofek Gabrieli  
דוד גומרי David Gomeri  
יעל גוטמן Yael Gutman

דורון הרשקו Doron Hershko  
נטע ויינברג Neta Weinberg  
שחר נוימן Shahr Neuman