

תשפ"ה

הדוח השנתי

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

2024

תוכן עניינים

דברי החשב הכללי

תקציר מנהלים

מטרות ניהול החוב הממשלתי	6
אסטרטגיית גיוס החוב	6
מלאי החוב הממשלתי	6
הוצאות הריבית על החוב הממשלתי	7
דירוג האשראי של ישראל	7
הטווח הממוצע לפדיון של החוב הממשלתי	7
חוב מקומי סחיר	7
חוב מקומי לא סחיר	7
חוב חיצוני	7
המסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני	7

מאקרו ושוקים

סיכום מאקרו ושוקים בראי ניהול החוב	10
ישראל	10
כלכלה גלובלית	11
שוקים	12

שוק ראשוני

הנפקות	14
החוב המקומי הסחיר	14
אופן הגיוס	15
איגרות חוב קצרות	16
הגיוס הסחיר בשוק המקומי בשנת 2024	16
יחס כיסוי והיקף הנפקה לשנת 2024	17
פתיחת סדרות חדשות בשוק המקומי הסחיר	17

שוק משני

חוב חיצוני	18
הנפקות ציבוריות גלובליות	18
הנפקה ציבורית גלובלית - מרץ 2024	18
הנפקה ציבורית גלובלית - פברואר 2025	19
הנפקות פרטיות	19
הנפקות באמצעות ארגון הבונדס	19
הנפקות בערבות ממשלת ארצות הברית	19
הלוואות מממשלות זרות והלוואות נוספות	20
דירוג האשראי של מדינת ישראל	20
מדינת ישראל בעיניהן של חברות הדירוג	21
תשואות איגרות החוב המונפקות על ידי ממשלת ישראל במט"ח	22

תיק החוב

החוב הממשלתי	28
יחס חוב תוצר	29
הוצאות ריבית על החוב הממשלתי	30
ניהול סיכוני החוב הממשלתי	32
גודל סדרה ממוצע ומספר סדרות	35

TABLE OF CONTENTS

החוב הלא סחיר

38.....	חוב מקומי לא סחיר
39.....	עלות סבסוד החוב הלא סחיר

מילון מונחים

40	הנפקות
41	חוב חיצוני
42.....	שוק משני
43.....	ניהול תיק החוב

מבנה ארגוני



דברי החשב הכללי

אני מתכבד להציג בפניכם את הדוח השנתי לשנת 2024 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 וריבית ואסטרטגיית גיוס החוב, וכן ניתוח השפעות המלחמה על החוב הממשלתי.

שנת 2024 הושפעה כולה ממלחמת חרבות ברזל, שבה הלחימה התרחבה למלחמה רב-זירתית בעצימות גבוהה, אשר הובילה לעלייה חדה בצרכי המימון של הממשלה הן בפן הבטחוני והן בפן האזרחי.

פרופיל החוב של מדינת ישראל נותר יציב לאורך המלחמה, אורך החוב הממשלתי (ATM) עמד על כ-8.7 שנים ויחס מחזור החוב לשנה (Rollover Ratio) עמד על כ-8%. כצפוי, יחס החוב לתוצר בשנת 2024 עלה לשיעור של כ-68%, זאת לאור הגדלת ההוצאה הציבורית בעקבות המלחמה וצמיחה ריאלית נמוכה ביחס לשנים האחרונות. ישנה חשיבות רבה לחזור למגמת ירידה ביחס החוב לתוצר, על מנת לאפשר לממשלה את הגמישות המימונית הנדרשת למימון פעילותה בשגרה ובחירום.

בצל המלחמה ואי הוודאות, אגף החשב הכללי התמודד מול מציאות דינאמית מורכבת, אשר חייב את יחידת החוב הממשלתי לפעול בכלי גיוס מגוונים, בהיקפים משמעותיים ובאמצעות מקורות מימון שונים. גיוס החוב התבצע הן בשוק המקומי הסחיר והן בשווקים הגלובליים, והסתכם בשנת 2024 בכ-278 מיליארדי ש"ח, מתוכם כ-220 מיליארד ש"ח בחוב המקומי הסחיר, כ-4 מיליארד ש"ח בחוב המקומי הלא סחיר וכ-54 מיליארד ש"ח בחוב החיצוני. יחס הכיסוי הכולל הממוצע בהנפקות בשוק המקומי נותר יציב ועמד על כ-4.2, דבר המשקף את אמון המשקיעים במשק הישראלי גם בתקופה מורכבת זו.

בחודש אוקטובר 2023, עם פרוץ מלחמת "חרבות ברזל", הדגישו חברות דירוג האשראי את האתגרים הכלכליים הניצבים בפני ישראל. החברות ציינו כי הסיכונים הגיאופוליטיים והביטחוניים המוגברים עלולים להכביד על ההוצאות הממשלתיות ולפגוע בביצועים הכלכליים של המדינה. לאורך השנה הביעו חברות הדירוג חשש מהתרחבות ההסלמה האזורית, אשר עלולה להשפיע על כלכלת המזרח התיכון כולו.

בשנת 2024, הורד דירוג האשראי של ישראל על ידי שלושת חברות הדירוג השונות. בסוף השנה, דירוג האשראי של מדינת ישראל עמד על "Baa1" עם תחזית "שלילית" לפי חברת הדירוג מודי'ס, "A" עם תחזית "שלילית" לפי חברות הדירוג "S&P" ו-Fitch. עם זאת, בעקבות הסכמי הפסקת האש בעזה ובלבנון, שלושת חברות הדירוג ציינו כי אם ההסכמים יוכיחו את יציבותם, היכולות הפיננסיות של המדינה צפויות להתחזק. כמו כן, היתרות הגבוהות של מטבע החוץ, המוניטין של ישראל כמשק שיוזע להתאושש מהר, והמאזן השוטף הוזכרו כנקודות חוזק משמעותיות של המשק הישראלי.

בחודש פברואר 2025 הושלמה בהצלחה הנפקה ציבורית של אגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים. במסגרת ההנפקה הונפקו 2 אגרות חוב חדשות לטווח של 5 שנים ו-10 שנים בהיקף כולל של 5 מיליארד דולר. בהנפקה נרשמו ביקושים גבוהים מאוד, פי 4.6 מהסכום שהונפק, בהיקף של כ-23 מיליארד דולר והשתתפו למעלה מ-330 משקיעים אסטרטגיים איכותיים מכל רחבי העולם, זאת בהמשך להנפקה הגדולה של שנת 2024, בה הונפקו אגרות חוב חדשות בהיקף של 8 מיליארד דולר. כמו כן, בשנת 2024 העמיקה מדינת ישראל את יכולתה לגייס חוב בשווקים הבינלאומיים על ידי גיוס של כ-4.3 מיליארד דולר בהנפקות פרטיות במטבעות שונים וכ-2.5 מיליארד דולר באמצעות ארגון הבונדס. הנגישות העמוקה של יחידת החוב הממשלתי לשווקים הגלובליים מאפשרת למדינת ישראל גישה למקורות מימון מגוונים, זמינים וזולים יותר בעתות משבר. כמו כן, פעולות המימון בשווקים הבינלאומיים מאפשרים להפחית את היקף גיוס החוב בשוק המקומי אשר מהווה את האפיק המרכזי לגיוס חוב, ובכך לתמוך בסביבת התשואות המקומית תוך גישה לנזילות הגלובלית.

הצלחת ההנפקה הציבורית הגלובלית והגיוס הנרחב באפיקים השונים מעיד על אמון המשקיעים באיתנותה של מדינת ישראל ויכולתה לצלוח משברים.

ישר כח.

בברכה,

יהלי רוטנברג

החשב הכללי

6-8

תקציר מנהלים



אנו מתכבדים להגיש את הדו"ח השנתי לשנת 2024 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.

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 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 פרעונות 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:

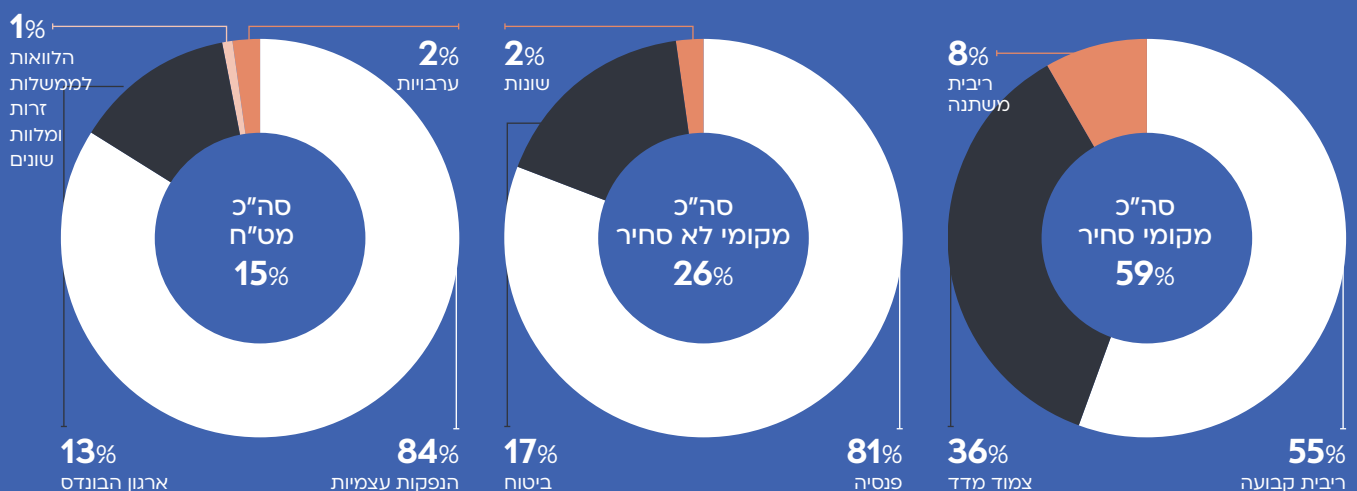
- 1 גיוס מקומי סחיר
- 2 גיוס מקומי לא סחיר
- 3 גיוס חיצוני

יחס חוב תוצר

כפועל יוצר מצרכי המימון והגירעון, יחס החוב לתוצר הציבורי בשנת 2024 עלה בכ-6.4% ביחס לשנת 2023 ועמד על כ-67.9%. יחס החוב לתוצר הממשלתי בשנת 2024 עלה בכ-6.5% ביחס לשנת 2023 ועמד על כ-66.5%.

תרשים 1: מלאי החוב הממשלתי

בשנת 2024 החוב הממשלתי גדל בכ-17.9% ועמד על כ-1,329 מיליארדי ש"ח לעומת כ-1,127 מיליארדי ש"ח אשתקד.



הוצאות הריבית על החוב הממשלתי

שיעור הוצאות הממשלה בגין ריבית ביחס לתוצר עמד בשנת 2024 על 2.5% לעומת 2.4% 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. על אף העלייה הנומינלית בהוצאות הריבית, שיעור הוצאות הריבית ביחס סך הוצאות הממשלה עמדו על 8.1% לעומת 8.7% אשתקד.

חוב מקומי סחיר

נכון לסוף שנת 2024 שיעור החוב הסחיר הנקוב בשקלים מהווה כ-59% מסך מלאי החוב. כמו כן, שיעור הגיוס בשנת 2024 לבדה באמצעות השוק המקומי הסחיר עמד על 79% לעומת 72% בשנת 2023, זאת בין היתר כתוצאה מהרפורמה באג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה והמעבר למנגנון מובטח תשואה החל מאוקטובר 2022. הגיוס בשנת 2024 באמצעות השוק המקומי הסחיר הסתכם לכ-220 מיליארדי ש"ח.

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 לאורך השנה, כי ישנה פגיעה בביצועיה הכלכליים של ישראל לאור העימות המתמשך. בנוסף, לאורך כל השנה 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 היתרות 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. נכון לכתיבת הדוח, דירוג האשראי של מדינת ישראל הוא "Baa1" עם תחזית "שלילית" לפי חברת הדירוג מודי'ס, "A" עם תחזית "שלילית" לפי חברות הדירוג "S&P" ו-Fitch. עם זאת, לאור הסכמי הפסקת האש בשתי הגזרות המרכזיות של המלחמה, עזה ולבנון, שלוש חברות הדירוג הוציאו הודעות כי במידה והסמכים אלו יהיו ברי קיימא היכולות הפיננסיות של המדינה יתחזקו.

הטווח הממוצע לפדיון של החוב הממשלתי

בשנת 2024, הטווח הממוצע לפדיון (ATM) של החוב הממשלתי (מקומי סחיר, מקומי לא סחיר וחיצוני) ירד ביחס לשנת 2023, ועמד על 8.7 שנים לעומת 8.9 שנים אשתקד. הירידה הקלה בטווח הממוצע לפדיון התרחשה על רקע מלחמת "חרבות ברזל" והעלייה החדה בצרכי גיוס - במסגרתם בוצע גיוס נטו לטווחים קצרים מ-9 שנים.

חוב מקומי לא סחיר

בשנת 2024 שיעור החוב הלא סחיר היווה כ-26% מתיק החוב. היקף הגיוס הלא סחיר בשנת 2024 עמד על כ-4 מיליארדי ש"ח, בדומה לשנה קודמת, המהווים כ-2% מסך גיוס החוב.

חוב חיצוני

בשנת 2024 שיעור החוב הנקוב במטבע חוץ היווה כ-15% מתיק החוב. במהלך שנת 2024, בוצעו 8 הנפקות פרטיות במטבע זר בסך של כ-16 מיליארדי ש"ח. בחודש מרץ 2024 ביצעה מדינת ישראל הנפקה ציבורית של אגרות חוב דולריות בהיקף כולל של 8 מיליארד דולר באמצעות שלוש סדרות: סדרה לטווח של 5 שנים בהיקף של 2 מיליארד דולר, סדרה לטווח של 10 שנים בהיקף של 3 מיליארד דולר וסדרה לטווח של 30 שנים בהיקף של 3 מיליארד דולר. בהנפקה זו נרשמו הביקושים הגבוהים ביותר אי-פעם בהיסטוריה של מדינת ישראל בהיקף של כ-38 מיליארד דולר. בנוסף, בחודש פברואר 2025 בוצעה הנפקה ציבורית של אגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים במסגרתה גויסו 5 מיליארד דולר לטווחים של 5 ו-10 שנים, ההנפקה זכתה לביקושים גבוהים במיוחד, שהסתכמו בכ-23 מיליארד דולר - פי 4.6 מהסכום שהונפק. המרווחים שנקבעו עמדו על 120 ו-135 נקודות בסיס מעל תשואת איגרת חוב ממשלת ארה"ב לטווחים דומים. כל אלו משקפים את האמון הגבוה של המשקיעים בכלכלת ישראל.

המסחר באגרות חוב ממשלתיות בשוק המשיני

המסחר באגרות החוב הממשלתיות במהלך שנת 2024 התאפיין במחזורי מסחר גבוהים בכלל האפיקים בהשוואה לשנה קודמת, זאת על רקע סביבת אינפלציה דביקה אשר גררה עימה המשך סביבה של ריביות גבוהות.

עקומי התשואה התאפיינו בשנת 2024 במגמה מעורבת, כאשר החלק הקצר-בינוני התאפיין בירידת תשואות ואילו החלק הארוך של עקומי התשואה התאפיין בעלייה כאשר התשואה לאיגרת ממשלתית שקלית ל-10 שנים של מדינת ישראל נכון לסוף שנת 2024 עמדה על 4.48% לעומת 4.09% בסוף שנת 2023.

שנת 2024 המשיכה להציב אתגרים כלכליים משמעותיים למדינת ישראל, על רקע הימשכותה של מלחמת "חרבות ברזל", שהחלה עם אירועי השבעה באוקטובר ושינתה באופן ניכר את סדרי העדיפויות במשק הישראלי. צרכי המימון של הממשלה התרחבו באופן משמעותי, מה שהוביל לגיוס חוב מוגבר ולביצוע התאמות מתמשכות בניהול החוב הממשלתי, במטרה להבטיח יציבות פיננסית לצד מימון יעיל של פעילות הממשלה.

למרות האתגרים ואי-הוודאות, יחידת החוב הצליחה לשמר ולהעמיק את נגישותה של ישראל לשווקים הפיננסיים, הן המקומיים והן הבינלאומיים, תוך הפגנת גמישות והתאמה לתנאי השוק המשתנים. במסגרת זו, בוצע במהלך השנה גיוס בהיקף של כ-278 מיליארד ש"ח, תוך איזון בין שלושה יעדים מרכזיים: ניהול יעיל של קופת המדינה, תמיכה בשוק האג"ח המקומי וצמצום עלויות המימון בטווח הארוך, כל זאת תוך יישום האסטרטגיה הרב-שנתית לניהול החוב הממשלתי.

ציון דרך משמעותי נרשם בפברואר 2025, עם השלמתה המוצלחת של הנפקת איגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים, בהיקף של 5 מיליארד דולר ולתקופות פדיון של 5 ו-10 שנים. ההנפקה זכתה לביקושים יוצאי דופן של כ-23 מיליארד דולר, נתון המשקף את אמון המשקיעים במדינת ישראל ואת יכולתה לגייס חוב גם בתקופה מאתגרת זו. יכולתה של המדינה לשמור על נגישות גבוהה לשווקים הפיננסיים, תוך ניהול אחראי וגמיש של תיק החוב, מהווה עדות לחוסנה הכלכלי וליציבותה הפיננסית של מדינת ישראל.

הישגים אלו לא היו מתאפשרים ללא עבודתם המקצועית והמסורה של צוותי יחידת החוב, הפועלים מתוך מחויבות להבטחת מימון צרכי הממשלה בתנאים אופטימליים. על כן, אנו מבקשים להודות לכל אחת ואחד מעובדי היחידה על תרומתם החשובה לאורך השנה.

קריאה מהנה.

בברכה,

דוד ארזפרב

מנהל יחידת החוב הממשלתי

גיל כהן

סגן בכיר לחשב הכללי
מנהל חטיבת המימון והאשראי



10-12

מאקרו ושווקים

02

סיכום מאקרו ושווקים בראי ניהול החוב

ישראל

נ"ב לרמה של 4.5%. בהמשך השנה לאור אי הוודאות הגיאופוליטית לצד העלייה בסיכוני האינפלציה וחריגתה מעבר ליעד, הותירה הוועדה המונית בבנק ישראל את הריבית על כנה.

ברקע המלחמה, אי הוודאות הגיאופוליטית גברה במהלך השנה, וכתוצאה מכך חלה עלייה בפרמיית הסיכון בישראל לצד הורדת דירוג האשראי על ידי חברות הדירוג. לקראת סוף שנת 2024, ברקע הפסקת האש בצפון ובחירתו של דונאלד טראמפ לנשיאות ארה"ב, חלה ירידה ניכרת בפרמיית הסיכון, כפי שהיא נמדדת על ידי ה-CDS ועל ידי מרווחי האג"ח הממשלתיים הדולריים, מגמה אשר נמשכת גם בתחילת שנת 2025, עם זאת, פרמיית הסיכון טרם שבה לרמות שנצפו טרם המלחמה.

ה-CDS לחמש שנים של ממשלת ישראל, אשר עמד טרם תחילת המלחמה על רמה של כ-60 נקודות, הגיע לשיא של כ-165 נקודות באוקטובר, ערב הכניסה ללבנון והתקיפה האיראנית, וירד בחדות לרמה של כ-100 נקודות בסוף דצמבר 2024. הירידה בפרמיית הסיכון נמשכת גם בשנת 2025, כך שנוכח למרץ עומד ה-CDS לחמש שנים ברמה של כ-80 נקודות.

מרווח התשואות של איגרת החוב הממשלתית הנסחרת בדולר ל-10 שנים מול האיגרת המקבילה בארה"ב, הוסיפה לעלות בשנת 2024, מרמה של כ-85 נ"ב טרם המלחמה, לרמת שיא של קרוב ל-200 נקודות באוגוסט. החל מנובמבר ניכרת ירידה משמעותית במרווח, שעומד נכון למרץ על כ-120 נ"ב.

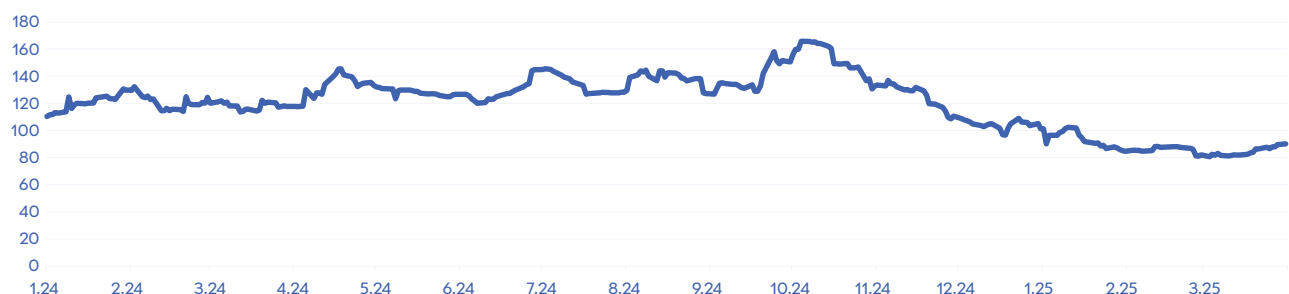
שנת 2024 בישראל הייתה שנה מורכבת, בה התנהלה לאורך השנה כולה מלחמת "חרבות ברזל" שהחלה ב-7 באוקטובר 2023 בחזית הדרומית והתרחבה בהמשך השנה לחזיתות נוספות, כולל כניסה ללבנון באוקטובר 2024 וחזית מול איראן. בשל כך, שנת 2024 התאפיינה ברמות גבוהות של חוסר וודאות וחשש מפני התרחבות המלחמה בזירות השונות ומפני פגיעה בתשתיות.

על אף המלחמה וחוסר הוודאות הגבוה שהביאה עמה, המשק הישראלי צמח מעבר לתחזיות בשנת 2024, בשיעור שנתי של 0.9%. אמנם מדובר על האטה ביחס למגמה ארוכת הטווח, אך המשק מפגין יכולת התאוששות כך שהצמיחה עלתה על כלל התחזיות שחזו במוצא צמיחה שנתית של 0.5%.

שיעור האבטלה בישראל בדצמבר 2024 נותר נמוך ברמה של 2.6% על אף הימשכות המלחמה, לעומת רמה של 3.1% בסוף שנת 2023. כמו כן, מספר הנעדרים זמנית מעבודתם בשל המלחמה (סיבות כלכליות, מילואים), ירד באופן ניכר ביחס לדצמבר 2023.

האינפלציה בישראל, אשר הגיעה בדצמבר 2023 לרמה של כ-3% ונמצאה בטווח יעד בנק ישראל, הוסיפה לרדת בתחילת שנת 2024, אך ברקע הימשכות המלחמה שהביאה לעליה בהוצאות, החל מחודש מרץ בשנת 2024 חלה עליה רוחבית במחירי הרכיבים, הסחירים והלא סחירים, ושיעור האינפלציה החל לעלות בחזרה עד לשיא של 3.5% באוקטובר. נכון לדצמבר 2024 התמתן מעט שיעור האינפלציה השנתי ועומד על 3.2%. בינואר 2024, ברקע המצאות האינפלציה ביעד, הוריד בנק ישראל את הריבית ב-25

תרשים 2: CDS ל-5 שנים



תרשים 3: מרווח תשואות איגרת דולרית ממשלת ישראל - איגרת ממשלת ארה"ב ל-10 שנים



המשך הלחימה והחשש מהשלכותיה הביאו את שלוש חברות דירוג האשראי להורדת דירוג האשראי של ממשלת ישראל, לראשונה בתולדותיה. חברת הדירוג Moody's הורידה את דירוג האשראי של מדינת ישראל בשלוש רמות במהלך השנה, כאשר בחודש פברואר הורידה את הדירוג מרמת A1 עם תחזית יציבה לרמת A2 עם תחזית שלילית. בספטמבר, ברקע התרחבות הלחימה בצפון לצד החשש מתקיפה איראנית, הורידה חברת הדירוג את דירוג האשראי בשתי רמות, ל-Baa1 עם תחזית שלילית. חברת הדירוג S&P הורידה את דירוג האשראי בחודש אפריל, מרמה של AA- עם תחזית שלילית לרמה של A+ עם תחזית שלילית. באוקטובר, הורידה S&P את הדירוג פעם נוספת, לדירוג A, והותירה את התחזית שלילית. חברת הדירוג Fitch עדכנה אף היא את דירוג האשראי של ישראל בחודש אוגוסט, במדרגה אחת, מרמת A+ לרמת A, והותירה את תחזית הדירוג שלילית. ברקע הפסקת האש בלבנון ומימוש השלב הראשון של עסקת החטופים, שלוש חברות הדירוג פרסמו בינואר האחרון הודעות נוכח ההתפתחויות אשר מציינות כי ההסכמים, אם ייושמו כנדרש צפויים להקל על מצבה הכלכלי והפיננסי הציבורי של ישראל, עם זאת ישנה עדיין אי וודאות גבוהה בנוגע לתנאים הגיאופוליטיים.

שער החליפין נסחר בתנודתיות במהלך השנה ברקע חוסר הוודאות במדינה, והושפע מההתפתחויות הביטחוניות, מדדי המניות בארה"ב והשינויים בסיכון של מדינת ישראל. בתחילת שנת 2024 עמד בשיעור של 3.62 שקלים לדולר. באוגוסט הגיע השקל לשיא של 3.83 ברקע חשש מתקיפה איראנית והסלמה מול חיזבאללה. ברבעון האחרון של השנה התחזק השקל ברקע הירידה בפרמיית הסיכון של ישראל, והגיע בסוף שנת 2024 לרמה של 3.65 שקלים לדולר. השקל הוסיף להתחזק גם בינואר 2025 ברקע הסכם הפסקת האש מול עזה וכניסתו של טראמפ לבין הלבן, כך שבסוף חודש ינואר עמד שער החליפין ברמה של 3.57 שקלים לדולר.

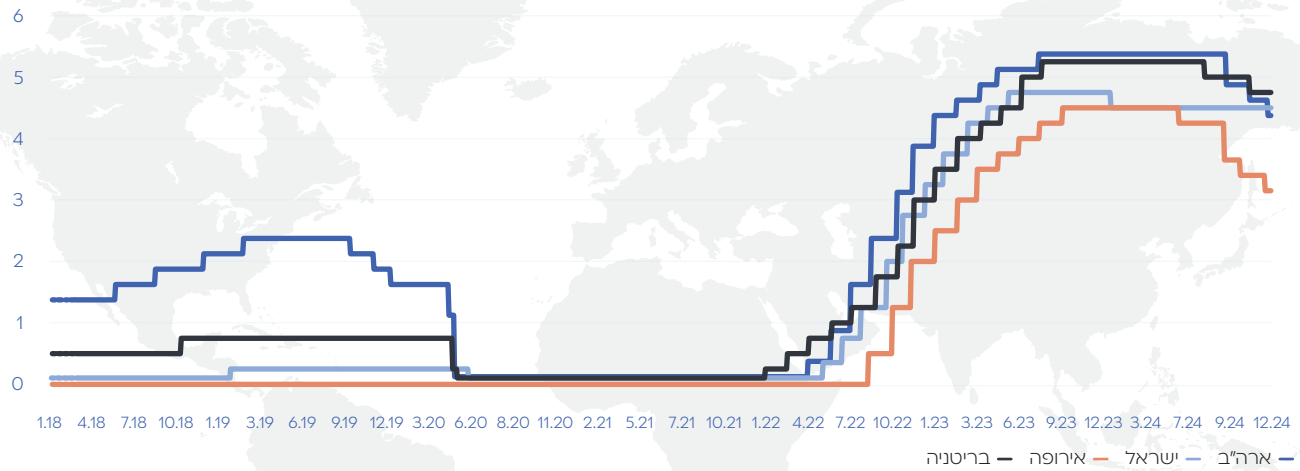
בצד הפיסקלי, בשנת 2024 נרשם גירעון תקציבי של כ-135.6 מיליארד ש"ח, המהווים כ-6.8% מהתוצר, גבוה ביחס לגירעון ארוך הטווח הרצוי אך נמוך מיעד הגירעון שעמד על 7.7%.

העלייה בגירעון התקציבי התרחשה ברקע המלחמה המתמשכת והעליה בהוצאות הממשלה. מנגד הכנסות המדינה הציגו עליה נומינלית משמעותית של כ-10% בשנת 2024 על אף המלחמה המתמשכת.

הכלכלה הגלובלית

שנת 2024 התאפיינה בהתמתנות רמות האינפלציה ברחבי העולם, לאחר הנהגת מדיניות מוניטרית מצמצמת מצד הבנקים המרכזיים בשנים 2022-2023. בארה"ב, שיעור האינפלציה השנתי התמתן מרמה של 3.4% בסוף שנת 2023 לרמה של 2.9% בדצמבר 2024. באירופה התמתנה האינפלציה השנתית מרמה של 2.9% בסוף 2023 לרמה של 2.4% בדצמבר 2024 ובבריטניה, התמתן קצב האינפלציה השנתי מרמה של 4% בדצמבר 2023 לרמה של 2.5% בסוף שנת 2024. בתוך כך, הבנקים המרכזיים החלו בתהליך הורדת ריבית לקראת סוף שנת 2024. הבנק הפדרלי בארה"ב הוריד את הריבית שלוש פעמים, בספטמבר ב-50 נ"ב ובנובמבר ובדצמבר ב-25 נ"ב בכל הורדה, כך שבסוף שנת 2024 עומדת ריבית הבנק המרכזי בארה"ב ברמת 4.25%-4.5%. באירופה, הבנק המרכזי הוריד את הריבית 4 פעמים במהלך שנת 2024, מרמה של 4.5% לרמה של 3.15% בסוף שנת 2024. בינואר 2025 הוריד הבנק המרכזי את הריבית פעם נוספת לרמה של 2.9% ובמרץ הוריד ב-25 נ"ב נוספות לרמה של 2.65%.

תרשים 4: ריביות בנקים מרכזיים



שווקים

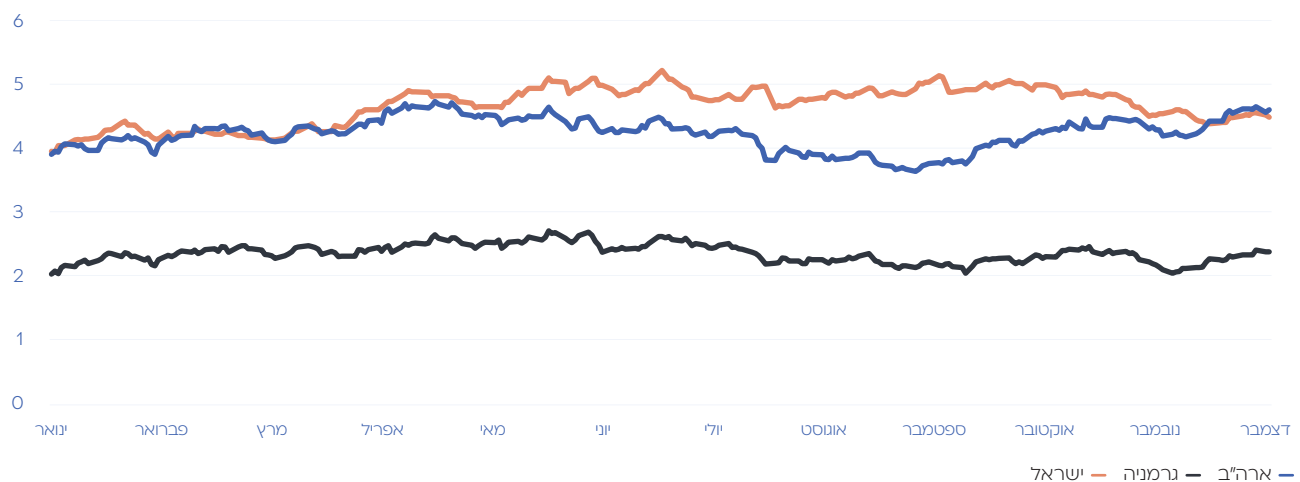
שנת 2024 התאפיינה בעלויות שערים במדדים המרכזיים, ברקע התמתנות האינפלציה הגלובלית והתחלת תהליך הורדות הריבית בעולם. בסיכום שנתי, מדד S&P500 עלה בשנת 2024 בכ-24%, הנאסד"ק סיים את השנה בעלויות של כ-30.8%, ובאירופה מדד ה-Euro Stoxx עלה בכ-8.5% ומדד הדאקס הגרמני עלה בשיעור של 18.7%.

בישראל, המחצית הראשונה של שנת 2024 התאפיינה בתשואות חסר בהשוואה למדדי חו"ל. המגמה התהפכה לקראת סוף השנה עם הירידה בפרמיית הסיכון בישראל, כך שבסך הכל שוק המניות הישראלי הפגין ביצועים מרשימים וסיים את השנה בתשואה ממוצעת של כ-26% במדדים המרכזיים, גבוהה מתשואות מדדי אירופה ואף מתשואות מדד S&P500.

התשואות לפדיון באיגרות החוב הממשלתיות ברחבי העולם, אשר עלו בחדות בשנים 2022-2023, התאפיינו בתנודתיות מסוימת במהלך שנת 2024. בארה"ב, תשואת אג"ח ממשלתית ל-10 שנים עמדה בתחילת שנת 2024 ברמה של 3.9%, וירדה במהלך השנה עד לרמה של 3.62% בספטמבר. לקראת סוף השנה ברקע הצפי לעליית האינפלציה בארה"ב בעקבות בחירת טראמפ לנשיאות והצהרתו כי יטיל מכסים, חלה עליית תשואות מחודשת, כך שבסוף השנה עמדה התשואה על 4.53%. בגרמניה, איגרת החוב הממשלתית ל-10 שנים נסחרה בתחילת השנה ברמה של 2.02%, וסיימה את השנה ברמה של 2.41% לאחר שנסחרה בתנודתיות לאורך השנה.

בישראל, תשואת האיגרת הממשלתית השקלית ל-10 שנים אשר עמדה בתחילת שנת 2024 ברמה של 3.93% הוסיפה לעלות ברקע המשכחות המלחמה, העלייה ברמות הסיכון במדינה וכן העלייה המחודשת באינפלציה, כך שהגיעה לשיא של 5.19% ביולי. החל מחודש אוקטובר 2024, ברקע הירידה בפרמיית הסיכון חלה ירידת תשואות, כך שבסוף דצמבר 2024 עמדה תשואת האיגרת ל-10 שנים ברמה של 4.48%.

תרשים 5: השוואה בין לאומית - תשואות לפדיון איגרות חוב



14-22

שוק ראשוני

הנפקות

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 2024 בוצע באפיק השקלי (לרבות אג"ח קצרות - לתקופה של פחות משנה) ומשקלו היווה כ-66% מסך הגיוסים, לעומת גיוס של כ-27% באפיק הצמוד למדד וכ-7% 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 2024 הסתכמה בכ-779.9 מיליארד ש"ח לעומת כ-605.9 מיליארד ש"ח אשתקד.

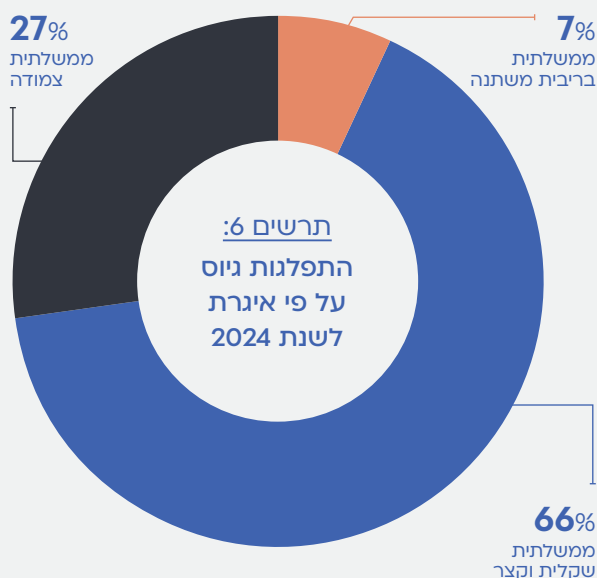
אפיקי הגיוס המרכזיים בשוק המקומי הסחיר:

התמקדות באפיק השקלי - הגיוס בשוק המקומי הסחיר מוטה לאפיק השקלי לאור החשיפה הגבוהה של תיק החוב למדד המחירים לצרכן ובגין אגרות חוב לא סחירות מסוג "ערד". בסוף שנת 2024, היקף החוב הסחיר הצמוד למדד עמד על כ-283.7 מיליארד ש"ח, המהווים כ-36% מסך החוב הסחיר.

תמיכה בעקום הצמוד - יחידת החוב הממשלתי מנפיקה איגרות חוב צמודות מדד בשוק המקומי הסחיר וזאת לצורך פיזור מקורות המימון ומתן מענה לביקוש הקיים לאיגרות אלו בשוק, כמו גם ניצול ערוץ מימון זה כערוץ זול יחסית לאורך השנים. 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 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 2024 נגזרת מהתוכנית האסטרטגית ארוכת הטווח של אגף החשב הכללי לניהול החוב הממשלתי והתבססה על כלי גיוס שונים, תוך ביצוע התאמות, במטרה לספק את ההיצע הנדרש למשק ולהתמודד עם צרכי המימון המשתנים. בדומה לשנים קודמות עיקר הגיוס התבצע באמצעות הנפקות איגרות חוב סחירות בשוק המקומי והסתכם בכ- 219.8 מיליארד ש"ח, לעומת גיוס של כ-116.1 מיליארד ש"ח וכ-41.5 מיליארד ש"ח בשנים 2022-2023 בהתאמה.

הגיוס נטו בשוק המקומי הסחיר עמד על כ-146.9 מיליארד ש"ח לעומת גיוס נטו של כ-35.8 מיליארד ש"ח בשנת 2023.

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

לאור העלייה בצרכי המימון בעקבות מלחמת 'חרבות ברזל', טווח הגיוס הממוצע ירד בשנת 2024 לרמה של 7.6 שנים, לעומת ממוצע שנאמד ב-8.6 עבור העשור שקדם לשנת 2024.

אופן הגיוס

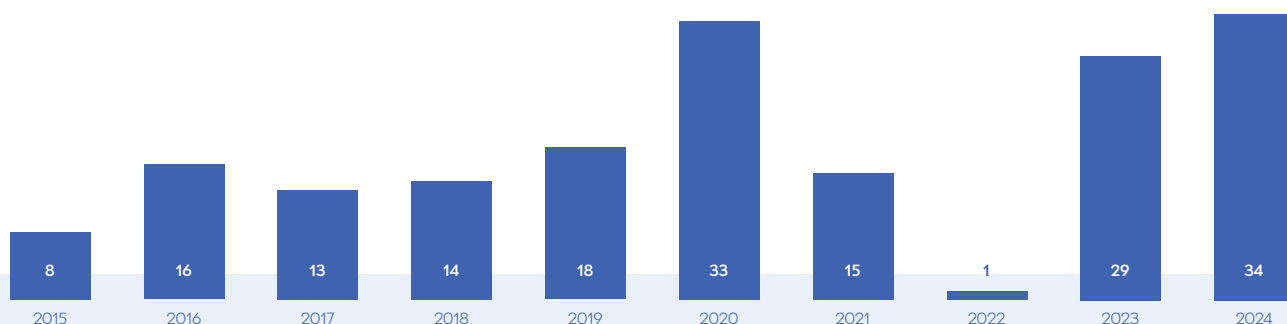
הגיוס בשוק המקומי מבוצע באמצעות מכרזים המתקיימים מדי שבוע. כמו כן, יחידת החוב הממשלתית עושה שימוש בכלים נוספים בשוק המקומי המסייעים לתמוך ביעדים אשר הוגדרו על ידי היחידה כחלק מאסטרטגיה ארוכת טווח וכן לצורך ניהול הנזילות של הממשלה.

להלן פירוט הכלים העיקריים בהם נעשה שימוש מלבד המכרזים השבועיים:

← מכרזי 'החלף' (Switch Auctions)

בשנת 2024, עקב עלייה משמעותית בצרכי המימון, חלה עלייה בהיקף הגיוס באמצעות מכרזי החלף אשר הסתכם בכ-33.7 מיליארד ש"ח, בהשוואה לכ-29.4 מיליארד ש"ח ב-2023.

להלן תרשים 7 המתאר את מכרזי החלף בעשור האחרון:

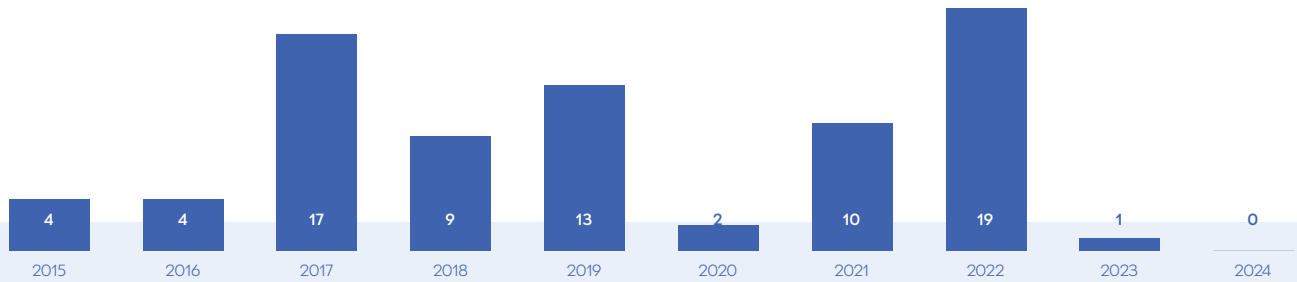


¹הסבר למונח זה, כמו גם ליתר המונחים המסומנים בכתב נטוי ובקו תחתון בהופעתם הראשונה, ניתן למצוא במילון המונחים

← מכרזים הפוכים (Buyback Auctions)

בשנת 2024 לא בוצעו כלל רכישות מוקדמות (Buyback) לאור עלייה בצרכי המימון, זאת לעומת רכישות של כ-1.1 מיליארד ש"ח בשנת 2023.

להלן תרשים 8 המתאר את המכרזים הפוכים בעשור האחרון:



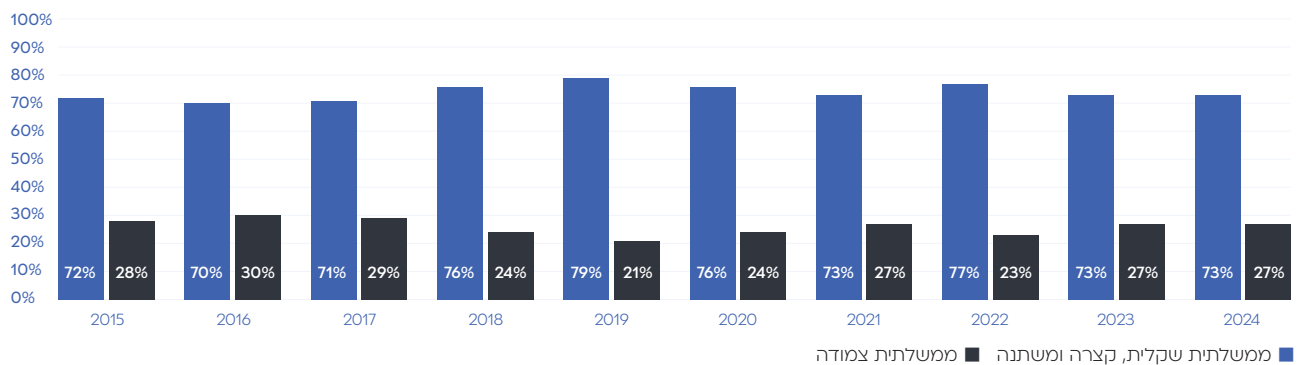
איגרות חוב קצרות

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.

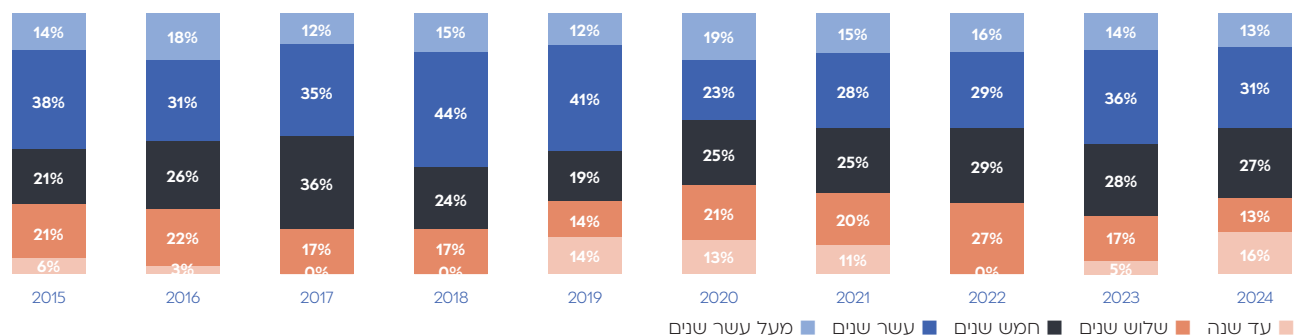
הגיוס הסחיר בשוק המקומי בשנת 2024

בשנת 2024 מרבית ההנפקות התבצעו לצורך הרחבה של סדרות קיימות (Tapping). בנוסף להרחבת סדרות קיימות הונפקו 9 איגרות חדשות במהלך השנה - שלוש איגרות שקליות (3, 5 ו-10 שנים), איגרת צמודה (10 שנים), איגרת משתנה וארבע איגרות קצרות.

תרשים 9 להלן מציג את התפלגות הגיוס על פי האפיק השקלי והאפיק צמוד המדד (השקלי כולל את הריבית המשתנה ואת האיגרות הקצרות). התפלגות זו, כפי שעולה מן הגרף, מלמדת כי האפיק השקלי היווה את עיקר הגיוס לאורך השנים וזאת בהתאם למדיניות החשב הכללי.

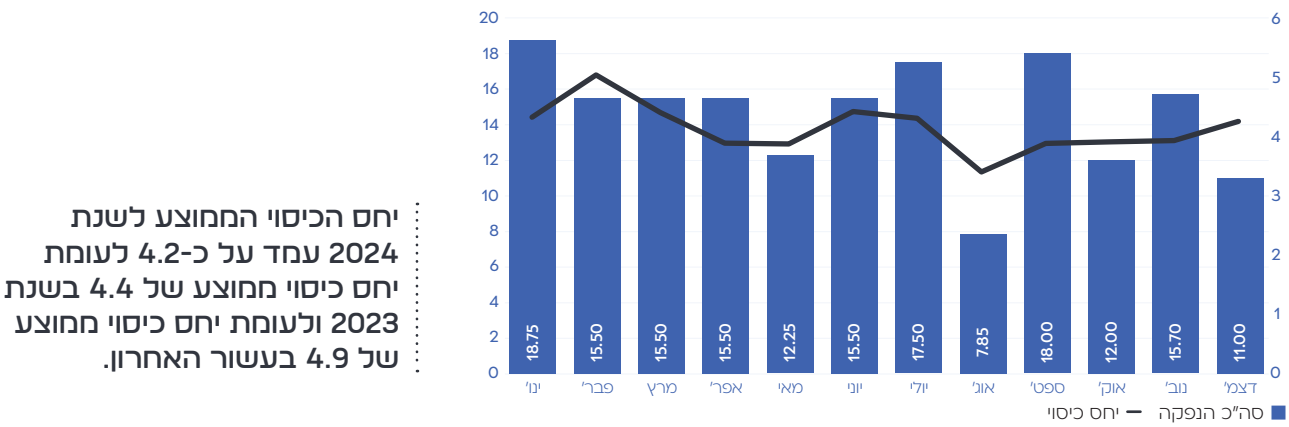


הגיוס הסחיר בשוק המקומי מתבצע באמצעות הנפקת איגרות חוב קצרות ואיגרות בנצ'מרק (Benchmark) לטווחים של 3, 5, 10, 20 ו-30 שנים. תרשים 10 להלן מציג את התפלגות הגיוס על פי טווח לפדיון.

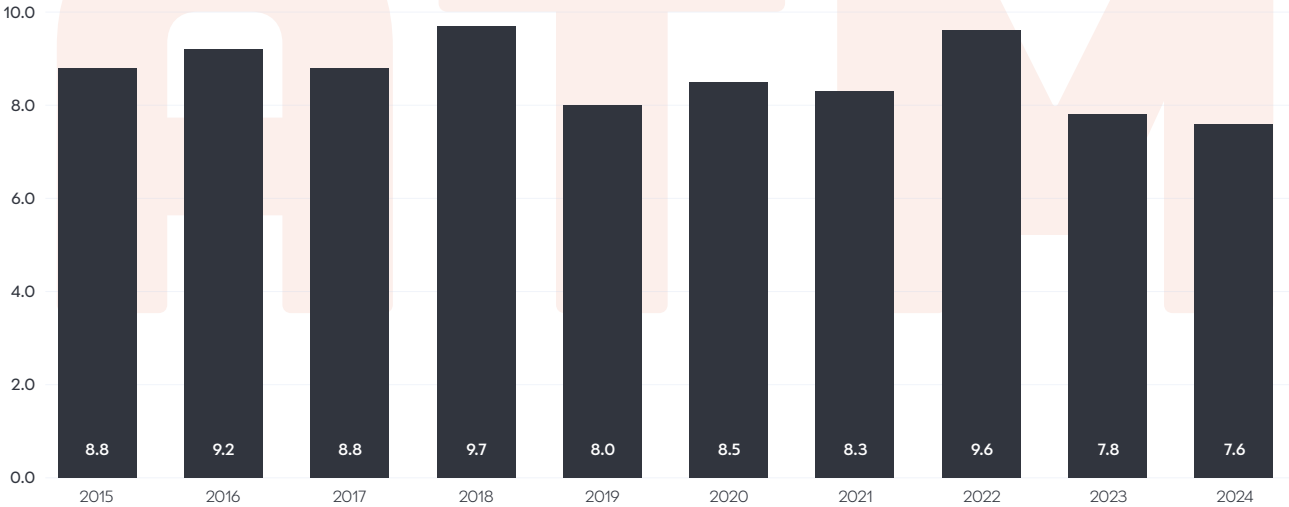


תרשים 11: יחס כיסוי והיקף הנפקה לשנת 2024

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



תרשים 12 להלן מציג את טווח הגיוסים הממוצע. החישוב התבסס על גיוסים במונחים שקלים ובהתאם לטווח לפדיון בעת ההנפקה. הטווח הממוצע לפדיון (ATM) של ההון אשר גוים בשנת 2024 עמד על 7.6.



*החל מ-2024, חישוב ה-ATM הממוצע עודכן מחישוב לפי תאריך פדיון הבנצ'מארק לחישוב לפי טווח הפדיון בפועל בזמן ההנפקה. לדוגמה, אגרת 0142 (נכון לתאריך פרסום הדוח) מחושבת לפי טווח פדיון של 16.9 שנים במקום 20 שנה. נתוני העבר בגרף זה חושבו מחדש בהתאם למתודולוגיה החדשה.

פתיחת סדרות חדשות בשוק המקומי הסחיר

כחלק מהאסטרטגיה הרב-שנתית לניהול החוב הממשלתי, במהלך שנת 2025 צפויה יחידת החוב 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

הגידול נובע בעיקרו מהנפקות פרטיות 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.

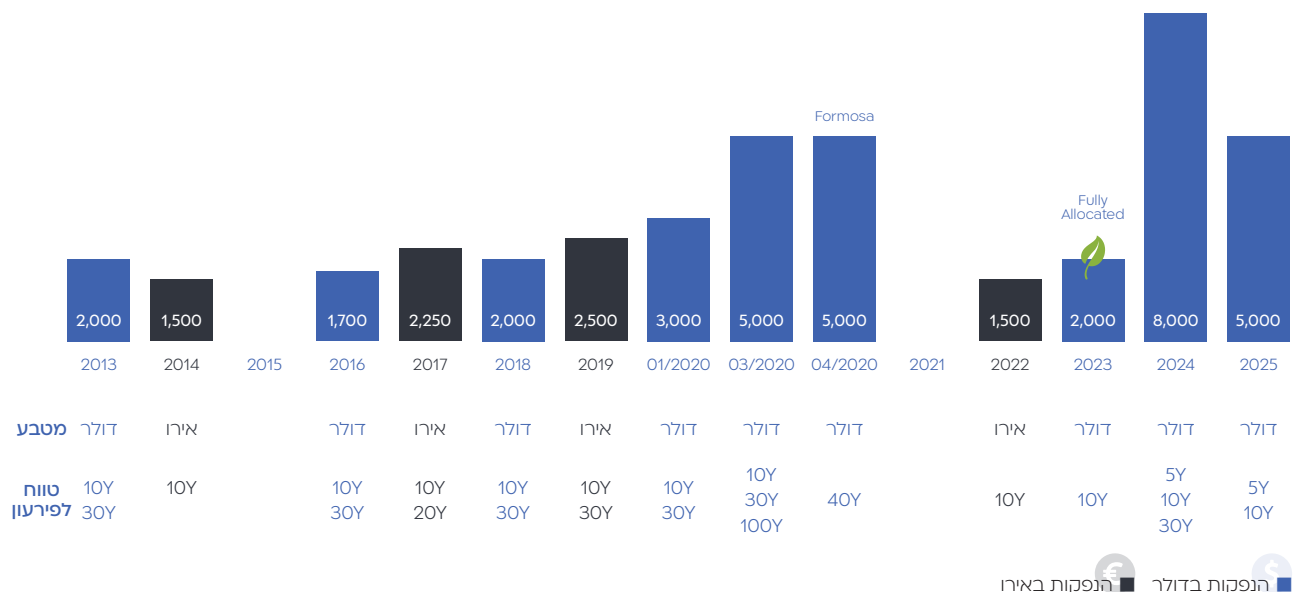
מלאי החוב החיצוני נכון לסוף שנת 2024 עמד על כ-171 מיליארד ש"ח, לעומת כ-180 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2023.

הנפקות ציבוריות גלובליות

מלאי איגרות החוב הציבוריות במט"ח, נכון לסוף שנת 2024, עומד על כ-171 מיליארד ש"ח, לעומת כ-144 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2023.

בשנים 1995-2024 ביצעה מדינת ישראל 26 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.

תרשים 13: הנפקות ציבוריות גלובליות (במיליוני דולר/אירו)



הנפקה ציבורית גלובלית - מרץ 2024

לאור צרכי המימון הגבוהים כתוצאה ממלחמת "חרבות ברזל", במרץ 2024 ביצעה מדינת ישראל הנפקה ציבורית של אגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים בהיקף כולל של 8 מיליארד דולר: סדרה לטווח של 5 שנים בהיקף של 2 מיליארד דולר, בתשואה של 5.498% המגלמת מרווח של 135 נ"ב מעל תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב לטווח דומה; סדרה נוספת לטווח של 10 שנים בהיקף של 3 מיליארד דולר, בתשואה של 5.603% המגלמת מרווח של 145 נקודות בסיס; סדרה ארוכה ל-30 שנה בהיקף של 3 מיליארד דולר, בתשואה של 6.043% המגלמת מרווח של 175 נקודות בסיס. בהנפקה זו נרשמו הביקושים הגבוהים ביותר אי-פעם בהיסטוריה של מדינת ישראל בהיקף של כ-38 מיליארד דולר.

הנפקה ציבורית גלובלית - פברואר 2025

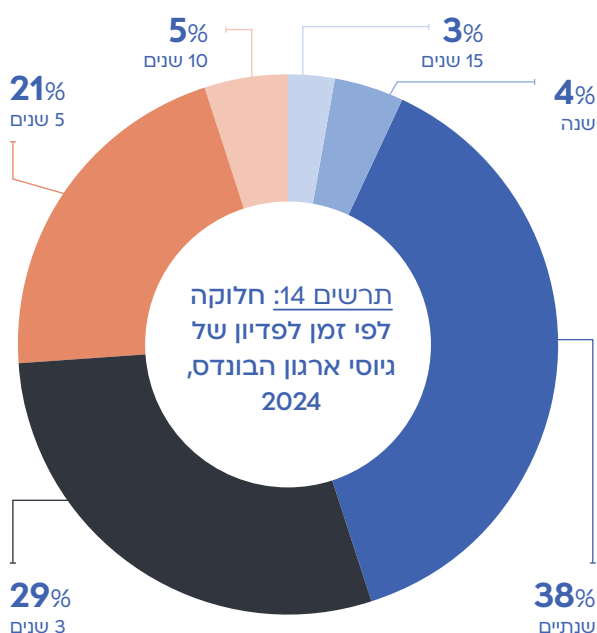
בפברואר 2025 ביצעה מדינת ישראל הנפקה ציבורית של איגרות חוב דולריות בשווקים הבינלאומיים, במסגרתה הונפקו שתי איגרות חוב לטווחים של 5 שנים ו-10 שנים בהיקף כולל של 5 מיליארד דולר. המרווח בהנפקה עמד על 120 ו-135 נקודות בסיס בהתאמה, מעל תשואת איגרת חוב ממשלת ארה"ב לטווח דומה (ריבית הבנצ'מרק). הביקושים בהנפקה הסתכמו לסך של כ-23 מיליארד דולר, פי 4.6 מהסכום שהונפק, וזאת בהמשך להנפקה הציבורית בשנת 2024 שבה נרשמו הביקושים הגבוהים ביותר אי-פעם בהנפקה ציבורית של מדינת ישראל.

הנפקות פרטיות

בשל צרכי המימון המוגברים שנגרמו ממלחמת "חרבות ברזל", בשנת 2024 בוצעו 8 הנפקות פרטיות (באירו ובריאל ברזילאי), בהיקף של כ-16 מיליארד ש"ח נטו. מגמה זו הינה המשך למגמה בשנת 2023, בה בוצעו 14 הנפקות פרטיות בהיקף של כ-23 מיליארד ש"ח נטו.

הנפקות באמצעות ארגון הבונדס

בשנת 2024 גייס הארגון כ-2.5 מיליארד דולר, השני מבחינת גודל היקף הגיוס ששיאו בשנת 2023, אז עמד על כ-2.7 מיליארד דולר. מלאי החוב שגויס באמצעות ארגון הבונדס, נכון לסוף שנת 2024, עומד על כ-26.7 מיליארד ש"ח, לעומת כ-23.2 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2023.



הנפקות בערבות ממשלת ארצות הברית

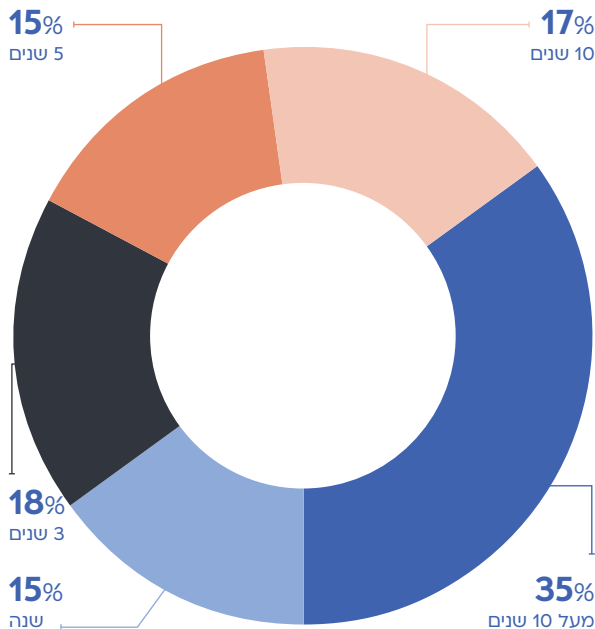
במסגרת תוכנית הערבויות הנפיקה מדינת ישראל בשנים 2003-2004 איגרות חוב בערך נקוב של 4.1 מיליארד דולר. ממשלת ישראל לא השתמשה בתוכנית הערבויות מאז נובמבר 2004. נכון לסוף שנת 2024, עומדת היתרה לניצול במסגרת התוכנית על סך של 3.8 מיליארד דולר.

מלאי איגרות החוב בערבות ממשלת ארצות הברית, נכון לסוף שנת 2024, עומד על כ-12.5 מיליארד ש"ח (ללא שינוי משנת 2023), 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. 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.

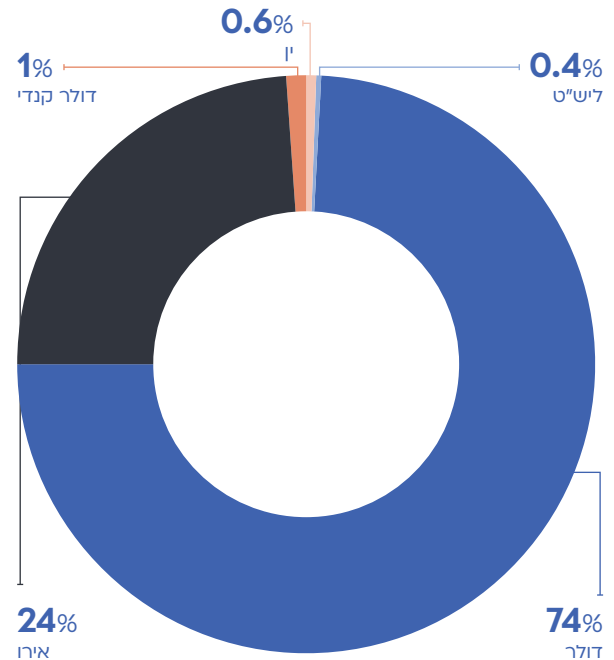
הלוואות מממשלות זרות והלוואות נוספות

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 2024 בכ-1.24 מיליארד ש"ח, לעומת 1.5 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2023, ומהווה כ-1% מכלל החוב במטבע חוץ.

תרשים 16: מלאי החוב החיצוני בחלוקה לפי טווח לפרעון, קרן בלבד (%)



תרשים 15: מלאי החוב החיצוני בחלוקה לפי מטבע, 2024



דירוג האשראי של מדינת ישראל

Fitch	S&P	Moody's	
A	A	Baa1	דירוג
שלילית	שלילית	שלילית	תחזית

בחודש אוקטובר 2023, ועם פרוץ מלחמת "חרבות ברזל", חברת הדירוג S&P אישרה מחדש את דירוג האשראי של מדינת ישראל ברמה של "AA-" והורידה את התחזית ל-"שלילית". בנוסף, בחודש אוקטובר 2023, אישרה מחדש חברת הדירוג "Fitch" את דירוג האשראי של ישראל ברמה של "A+" אך הכניסה את ישראל ל"מעקב שלילי". באופן דומה, גם חברת הדירוג "Moody's" הכניסה את ישראל ל"מעקב שלילי" באותו החודש מסיבות דומות. בחודש פברואר 2024, לראשונה מאז קיבלה מדינת ישראל דירוג אשראי, הורידה חברת הדירוג "Moody's" את דירוג האשראי של ישראל לרמה של "A2" עם תחזית "שלילית".

עם ההתחממות האזורית באפריל 2024 ומתקפת הרקטות של איראן על ישראל, חברת הדירוג "S&P" הורידה את הדירוג של מדינת ישראל לרמה של "A+" עם תחזית "שלילית". במהלך אותו החודש הוציאה חברת הדירוג "Fitch" את ישראל מ"מעקב שלילי" והותירה את הדירוג של ישראל ברמה של "A+", אך הורידה את התחזית מ"יציבה" ל-"שלילית" מחשש להסלמה אזורית רחבה יותר. בחודש מאי חברת הדירוג "Moody's" אישרה מחדש את הדירוג של ישראל ברמה של "A2" עם תחזית "שלילית".

לאור הימשכות המלחמה והמתיחות האזורית, בחודש אוגוסט חברת הדירוג "Fitch" הורידה את הדירוג של ישראל לרמה של "A" עם תחזית "שלילית" מחשש שאלו יכבידו על ההוצאה הציבורית בטווח הקצר והארוך. החברה גם ציינה לחיוב את החשבונות החיצוניים של מדינת ישראל שנותרים חזקים. בחודש ספטמבר חברת הדירוג "Moody's" ביצעה הורדת דירוג של שתי רמות ל-"Baa1" עם תחזית "שלילית", כאשר המניע המרכזי להורדת הדירוג הוא התגברות הסיכון הגיאופוליטי באופן משמעותי עם השלכות על כושר האשראי של ישראל. לאור המשך הלחימה עם חיזבאללה והמבצע הקרקעי המוגבל בלבנון, בחודש אוקטובר הורידה חברת הדירוג "S&P" את הדירוג של ישראל לרמה של "A" עם תחזית

"שלילית". הסכמי הפסקת האש של מדינת ישראל (בחודש נובמבר עם לבנון ובחודש ינואר 2025 עם חמאס) הביאו לכך שכל חברת דירוג הוציאה הודעה בנפרד כי הפסקות אש אלו מחזקות את היכולות הפינסיות של המדינה במידה והסכמים אלו יהיו ברי קיימא.

מדינת ישראל בעיניהן של חברות הדירוג

נקודות חוזק <

+

גישה מצוינת לשוקי הון, מקומיים ובינלאומיים

+

מסגרות מוניטריות גמישות ושוק מקומי עמוק יחסית

+

חשבונות חיצוניים חזקים

+

כלכלה מגוונת, איתנה ובעלת ערך מוסף גבוה

אתגרים <

★

פערי הכנסה וחינוך בקרב אוכלוסיות מסוימות ושינויים דמוגרפיים אשר עלולים להכביד על פוטנציאל הצמיחה של ישראל בטווח הארוך

★

יחס חוב-תוצר ממשלתי גבוה יחסית

★

סיכונים מוגברים, ביטחוניים מקומיים וגיאופוליטיים, ימשיכו להגביל את דירוג האשראי של ישראל

★

חוסר יציבות פוליטי המעיב על קביעת מדיניות

תרשים 17: התפתחות דירוג האשראי של מדינת ישראל

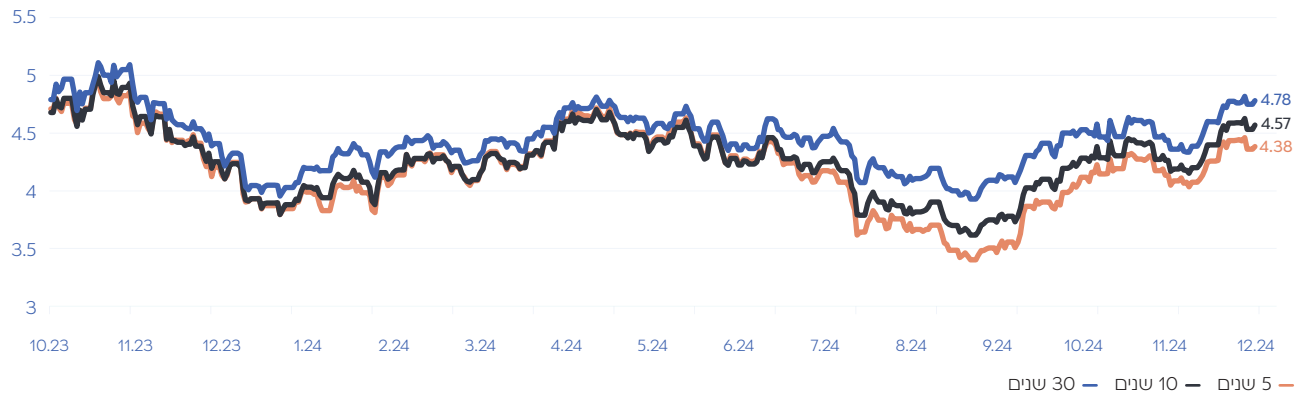
שנה	Aa3 / AA-	A1 / A+	A2 / A	A3 / A-	Baa1 / BBB+
2000	Yes	Yes	Yes	No	No
2002	Yes	Yes	Yes	No	No
2004	Yes	Yes	Yes	No	No
2006	Yes	Yes	Yes	No	No
2008	Yes	Yes	Yes	No	No
2010	Yes	Yes	Yes	No	No
2012	Yes	Yes	Yes	No	No
2014	Yes	Yes	Yes	No	No
2016	Yes	Yes	Yes	No	No
2018	Yes	Yes	Yes	No	No
2020	Yes	Yes	Yes	No	No
2022	Yes	Yes	Yes	No	No
2024	No	No	No	Yes	Yes

21

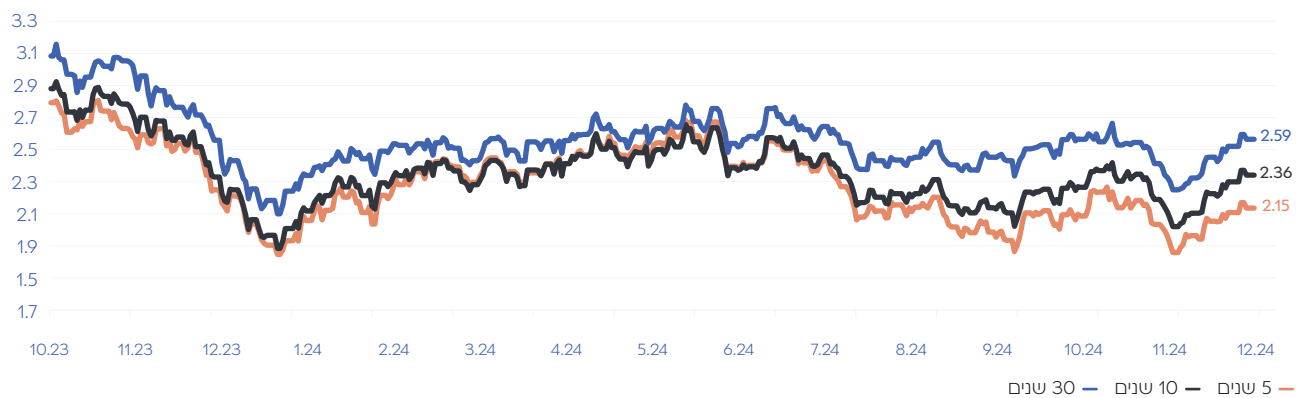
תשואות איגרות החוב המונפקות על ידי ממשלת ישראל במט"ח

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

תרשים 18: תשואות איגרות חוב ציבוריות בדולר



תרשים 19: תשואות איגרות חוב ציבוריות באירו



24-26

שוק חשני

שוק חשני

דירוג שוק ראשוני

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

דירוג שוק משני לשנת 2024

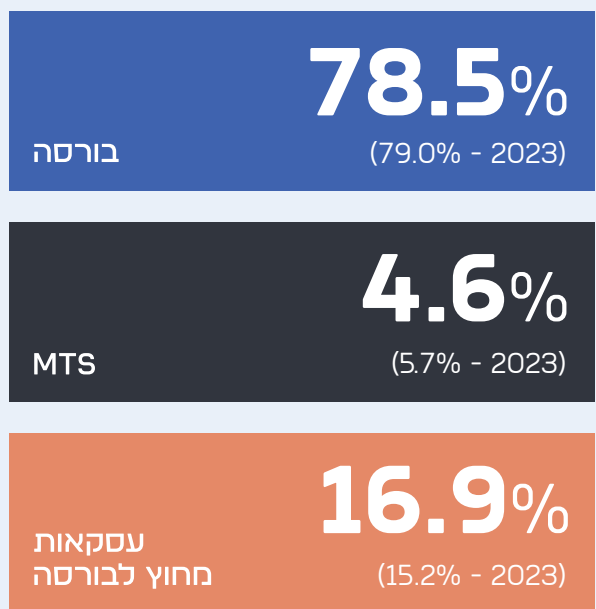
דירוג השוק המשני מבוסס על נתוני המסחר והציטוט בזירת המסחר הייעודית לעושי השוק הראשיים - MTS, הן באפיק הצמוד והן בשקלי. הדירוג מחושב לתקופות של שבוע, חודש, רבעון ושנה. על סמך הדירוג השבועי נקבעים שיעורי הקצאות היתר להם זכאים עושי השוק הראשיים.

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

מחזורי מסחר

מחזור המסחר השנתי ב-OTC (עסקאות מחוץ לבורסה) עמד על כ-144 מיליארד ש"ח, לעומת כ-116 מיליארד ש"ח בשנת 2023.

להלן חלוקת מחזורי המסחר בין זירות המסחר השונות:



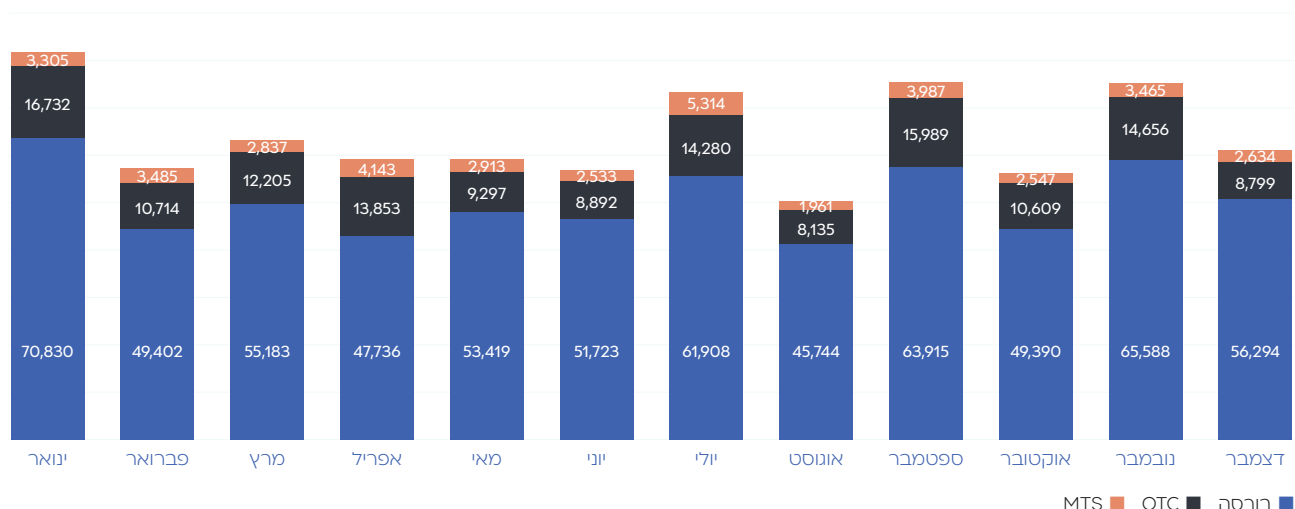
בשנת 2024, שוק איגרות החוב הממשלתיות התאפיין במחזורי מסחר גבוהים ביחס לשנה הקודמת בכלל האפיקים. זאת על רקע סביבת אינפלציה "דביקה", אשר גררה עמה המשך סביבה של ריביות גבוהות. כמו כן, ניצחנו של דונלד טראמפ בבחירות לנשיאות ארצות הברית, העלה חששות מחודשים מפני השפעות השינויים המתוכננים תחת כהונתו על סביבת המחירים. בעקבות כך, חלה עלייה חדה בציפיות האינפלציה בארה"ב והתחזקות הדולר בעולם.

השוק המקומי התמודד במהלך שנת 2024 עם אתגר מימוני אדיר על רקע מלחמת "חרבות ברזל" אשר פרצה בעקבות אירועי ה-7 באוקטובר 2023 והביאה לעליה חדה בפרמיית הסיכון של ישראל. כל אלו גרמו לעליה בתנודתיות של שערי איגרות החוב הממשלתיות ולעליה במחזורי המסחר.

מחזור המסחר היומי הממוצע בבורסה באיגרות החוב הממשלתיות עמד על כ-3.5 מיליארד ש"ח לעומת ממוצע של כ-3.1 מיליארד ש"ח בשנת 2023 בסה"כ מחזור המסחר השנתי הסתכם בכ-671 מיליארד ש"ח בשנת 2024, לעומת כ-605 מיליארד ש"ח בשנת 2023.

מחזור המסחר השנתי ב-MTS ירד לעומת שנה קודמת והגיע לרמה של כ-39 מיליארד ש"ח לעומת רמה של כ-43 מיליארד ש"ח.

תרשים 20: מחזורי המסחר באיגרות חוב ממשלתיות בשנת 2024 (במיליוני ש"ח)

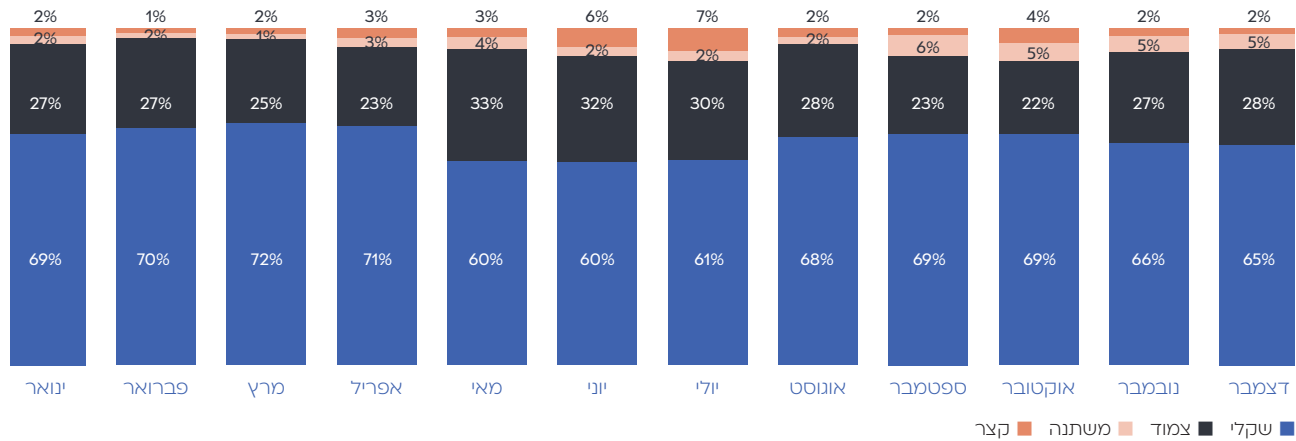


התפלגות המסחר באפיקים השונים

בדומה לשנים קודמות, המסחר באיגרות החוב הממשלתיות בשנת 2024 התרכז באפיק השקלי (שאינו צמוד למדד). היחס בין האפיקים השונים בכלל זירות המסחר:

אפיק שקלי: 66.6% מהמסחר (2023 - 65.9%); אפיק צמוד: 27.0% (2023 - 30.3%); אפיק ריבית משתנה: כ-3.4% (2023 - 3.0%); אפיק איגרות חוב קצרות: כ-0.3% (2023 - 0.3%)

תרשים 21: התפלגות מחזורי המסחר באפיקים השונים



מאגר השאלות

בשנת 2024 נע מאגר השאלות בטווח של בין 2.5 ל-5.3 מיליארד ש"ח (שווי השוק של האגרות המושאלות).

תרשים 22: יתרת השאלות (מיליארדי ש"ח)



התפלגות החזקת איגרות החוב הממשלתיות הסחירות

נתונים בולטים:

9.1%
שיעור החזקות בנק ישראל ירד ועמד על כ-9.1%, לעומת כ-11.8% בשנה הקודמת.

9.6%
שיעור אחזקותיהם של המשקיעים הזרים עמדו על כ-9.6% בסוף השנה, לעומת 11.2% בסוף 2023.

34.9%
שיעור האחזקות מצד קרנות הפנסיה וקופות הגמל עמד על כ-34.9% בסוף 2024 לעומת 33.4% בסוף 2023.

28-36

תיק החוב



תיק החוב

החוב הממשלתי

בסוף שנת 2024 מלאי החוב הממשלתי עמד על כ-1,329 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-1,127 מיליארדי ש"ח אשתקד, גידול של כ-17.9% במלאי החוב.

בשנת 2024 המשיכה מגמת העלייה בצרכי המימון, בשל מלחמת 'חרבות ברזל'. כתוצאה מכך, סך גיוס החוב הממשלתי עמד בשנת 2024 על כ-278 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-160 מיליארדי ש"ח בשנת 2023. הגיוס בשנת 2024 כלל כ-220 מיליארדי ש"ח בשוק המקומי הסחיר, כ-54 מיליארדי ש"ח בשוק החיצוני, וכ-4 מיליארדי ש"ח בשוק המקומי הלא סחיר.

שיעור הגיוס באפיק המקומי הסחיר בשנת 2024 היווה כ-79% מסך הגיוס השנתי, לעומת כ-72% בשנת 2023. כמו כן, נכון לסוף שנת 2024, מלאי החוב המקומי הסחיר עומד על כ-59% מסך החוב הממשלתי.

באפיק החיצוני, שיעור הגיוס עמד על כ-19% מסך הגיוס השנתי, וזאת לעומת שיעור גיוס חיצוני של כ-25% בשנת 2023. מתוך 54 מיליארדי ש"ח שגויסו באפיק זה בשנת 2024, כ-44.8 מיליארדי ש"ח גויסו באמצעות הנפקות פרטיות וציבוריות בחו"ל (הנפקת בנצ'מרק בחודש מרץ במטבע דולר לטווחים של 5, 10 ו-30 שנים וכן 8 הנפקות פרטיות באירו ובריאל ברזילאי). כמו כן, גיוס החוב באמצעות ארגון הבונדס הסתכם לכ-9.3 מיליארדי ש"ח. נכון לסוף השנה, מלאי החוב החיצוני עמד על כ-15% מסך החוב הממשלתי.

גיוס חוב צמוד למדד המחירים לצרכן מבוצע באמצעות אפיק הגיוס המקומי הסחיר ואפיק הגיוס המקומי הלא סחיר. בשנת 2024, בהמשך לרפורמה באג"ח המיועדות, שיעור הגיוס הלא סחיר, אשר כולו צמוד למדד, מכיל גיוס החוב הממשלתי ירד לשיעור של כ-2% בלבד, לעומת כ-3% בשנת 2023.

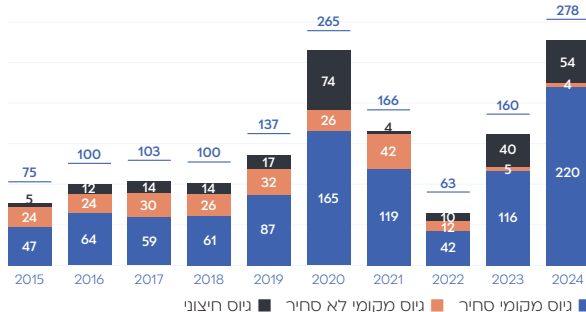
הגיוס באפיק זה הסתכם לכ-4.4 מיליארדי ש"ח.

הגיוס המקומי הסחיר צמוד המדד הסתכם לכ-59 מיליארדי ש"ח והיווה כ-21% מכלל גיוס החוב הממשלתי בשנת 2024, לעומת כ-20% אשתקד.

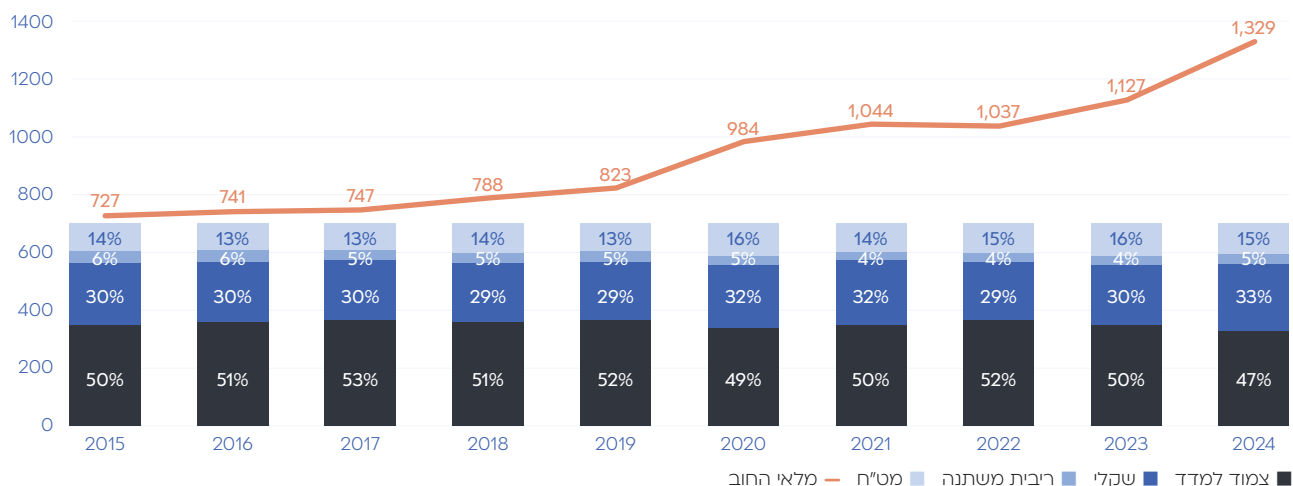
בשנת 2024 שיעור החוב הצמוד ירד לכ-47% לעומת כ-50% אשתקד, למרות האינפלציה השנתית שעמדה על 3.2%. ירידה זו נבעה מגיוס נטו חיובי גבוה של החוב השקלי הסחיר ביחס לחוב הצמוד הלא סחיר, וזאת על רקע הפסקת הנפקת איגרות חוב מיועדות לקרנות הפנסיה.

תרשים 23:

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



תרשים 24: מלאי החוב הממשלתי והתפלגותו בחלוקה להצמדות, 2015-2024 (%)

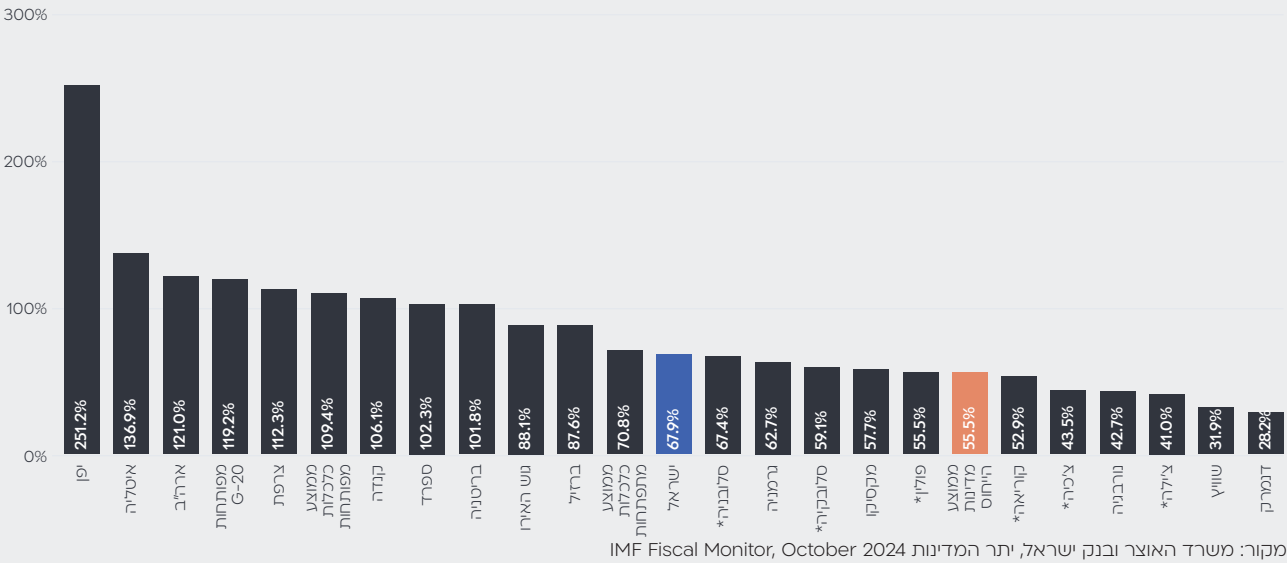


יחס החוב לתוצר

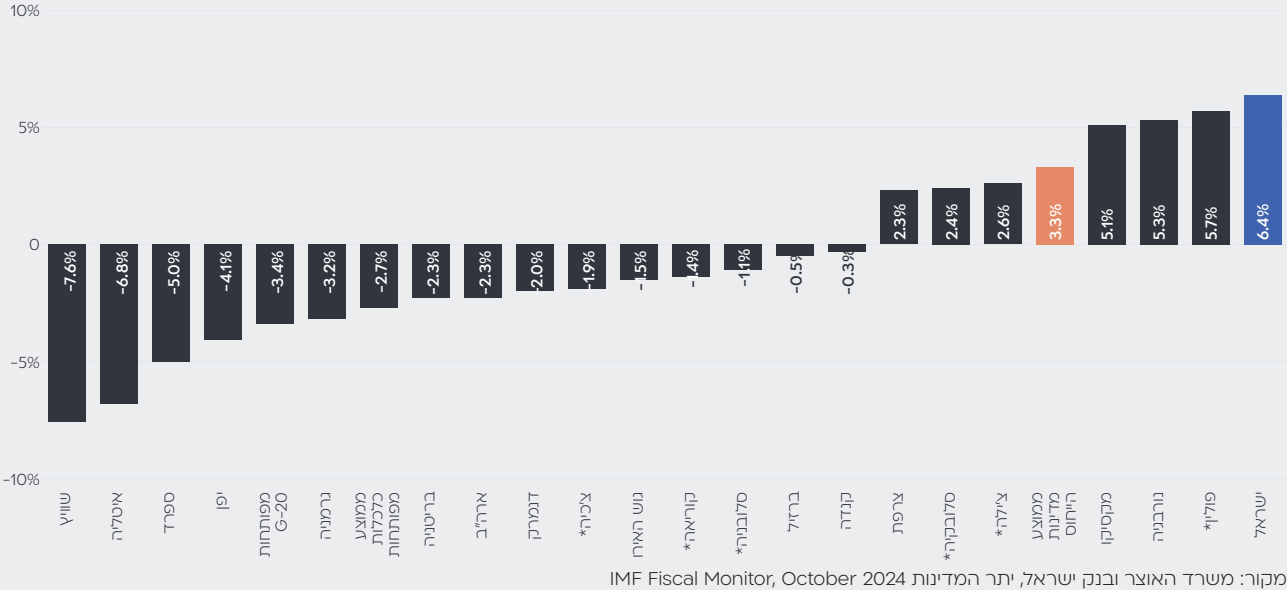
בעשור שקדם למשבר הקורונה, יחס החוב לתוצר התאפיין במגמת ירידה מתמשכת אשר נבעה, בין היתר, ממדיניות פיסקלית אחראית ומניהול חוב יעיל. בשנת 2024, העלייה בצרכי הגיוס לאור התמשכותה של מלחמת "חרבות ברזל" הובילה לעלייה ביחס החוב לתוצר הממשלתי. בשנת 2024 יחס החוב הממשלתי לתוצר עלה בכ-6.5% ביחס לשנת 2023 ועמד על כ-66.5%.

יחס החוב הציבורי לתוצר עלה בכ-6.4% ועמד על כ-67.9%.

תרשים 25: יחס החוב הציבורי לתוצר בשנת 2024



תרשים 26: שינוי ביחס החוב הציבורי לתוצר בין השנים 2023-2024



ניתן לראות כי יחס החוב הציבורי לתוצר בשנת 2024 גדל בשיעור של כ-6.4% לעומת לגידול ממוצע של כ-3.3% ביחס החוב הציבורי לתוצר בקרב מדינות הייחוס. אמנם יחס החוב הציבורי לתוצר נמצא מעל לממוצע מדינות הייחוס, אך הוא נותר נמוך בהשוואה לממוצע הכלכלות המפותחות ולממוצע גוש האירו.

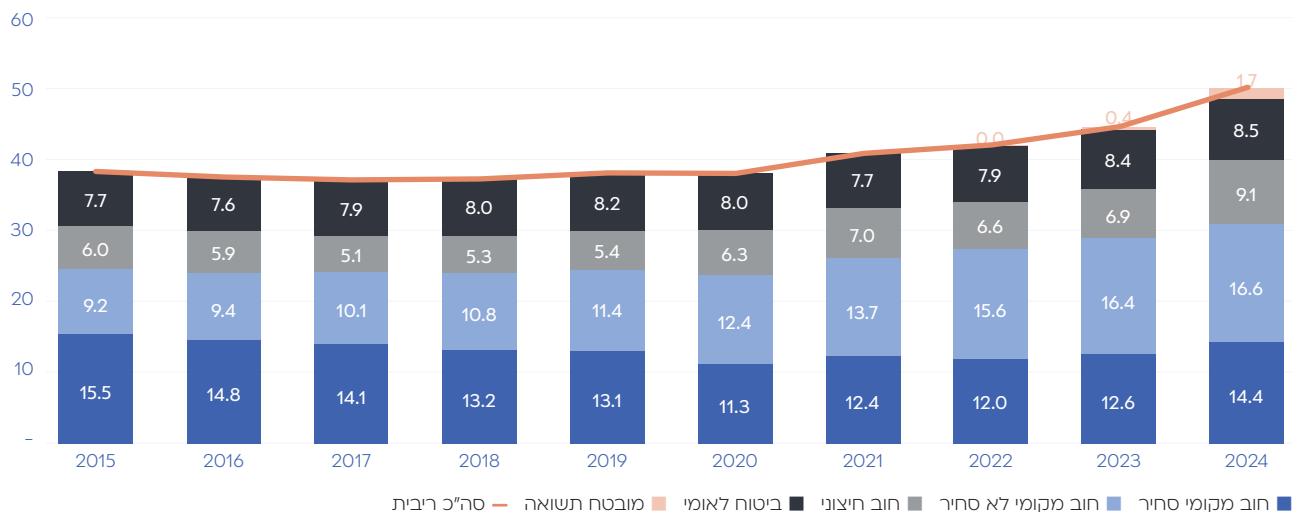
*מדינות הייחוס

הוצאות ריבית על החוב הממשלתי

הוצאות הריבית של הממשלה כוללות את תשלומי הריבית והוצאות המימון בגין החוב הממשלתי, ההפרשה התקציבית למובטח תשואה ותשלומי ריבית בגין החוב לביטוח לאומי. הוצאות אלו נרשמות בתקציב המדינה בסעיף "יעודי".

הוצאות הריבית בשנת 2024 עמדו על כ-50.2 מיליארדי ש"ח לעומת כ-44.7 מיליארדי ש"ח אשתקד. הוצאות הממשלה בשנת 2024 עמדו על כ-621 מיליארדי ש"ח וזאת לעומת כ-516 מיליארדי ש"ח אשתקד. על אף העלייה הנומיןלית בהוצאות הריבית, שיעור הוצאות הריבית מסך הוצאות הממשלה בשנת 2024 ירד לרמה של 8.1% ביחס ל-8.7% בשנת 2023.

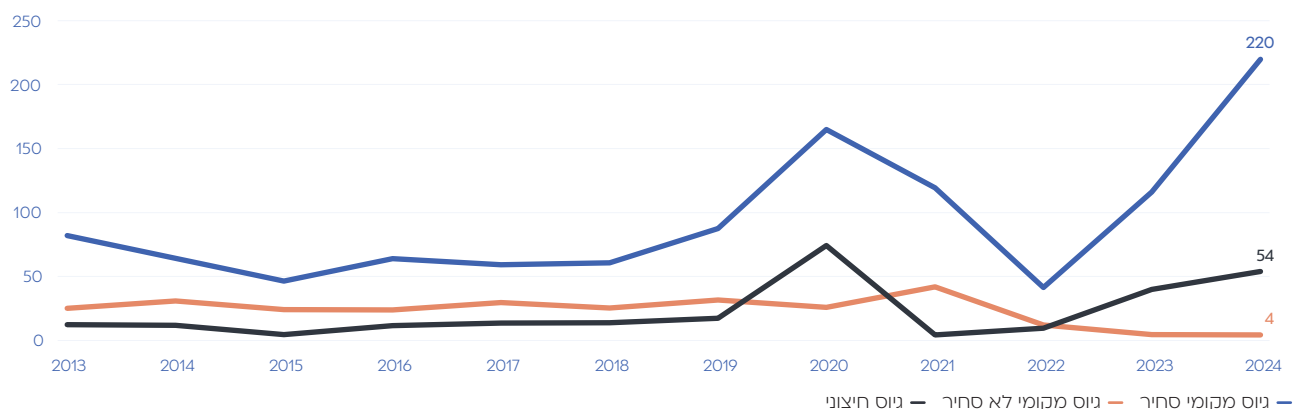
תרשים 27: הוצאות הריבית של הממשלה 2015-2024 (מיליארדי ש"ח)



הוצאות הריבית בגין החוב הממשלתי כוללות את תשלומי הריבית והוצאות המימון בגין החוב הממשלתי (החוב המקומי הסחיר, החוב המקומי הלא סחיר והחוב החיצוני). השינוי בהוצאות הריבית מושפע בראשונה מגיוס נטו של החוב הממשלתי אשר נובע מצרכי המימון של הממשלה. השפעות שוק כמו ריבית, אינפלציה ושע"ח הינן גורם מסביר משני לשינוי בהוצאות הריבית.

בשנים 2023-2024 יתרת החוב הממשלתי גדלה במצטבר בסך כ-290 מיליארד ש"ח, על רקע הגרעון הממשלתי הגבוה בשנים אלו. הגרעון כשיעור מהתוצר בשנים 2023-2024 עמד על 4.1%-ו 6.8% בהתאמה, וזאת לעומת ממוצע של כ-3% בעשור שקדם לכך.

תרשים 28: גיוס החוב הממשלתי לפי אפיקי גיוס (מיליארדי ש"ח)



בגרף לעיל ניתן לראות את הגידול בגיוס החוב הממשלתי באפיק הסחיר והחיצוני לאור צרכי המימון הגבוהים של הממשלה בשנת הקורונה ומפרוץ המלחמה. במקביל, ישנו קיטון ניכר בהיקפי הגיוס בחוב הלא סחיר בעקבות הרפורמה באגרות החוב המיועדות והמעבר למנגנון מובטח תשואה החל מאוקטובר 2022.

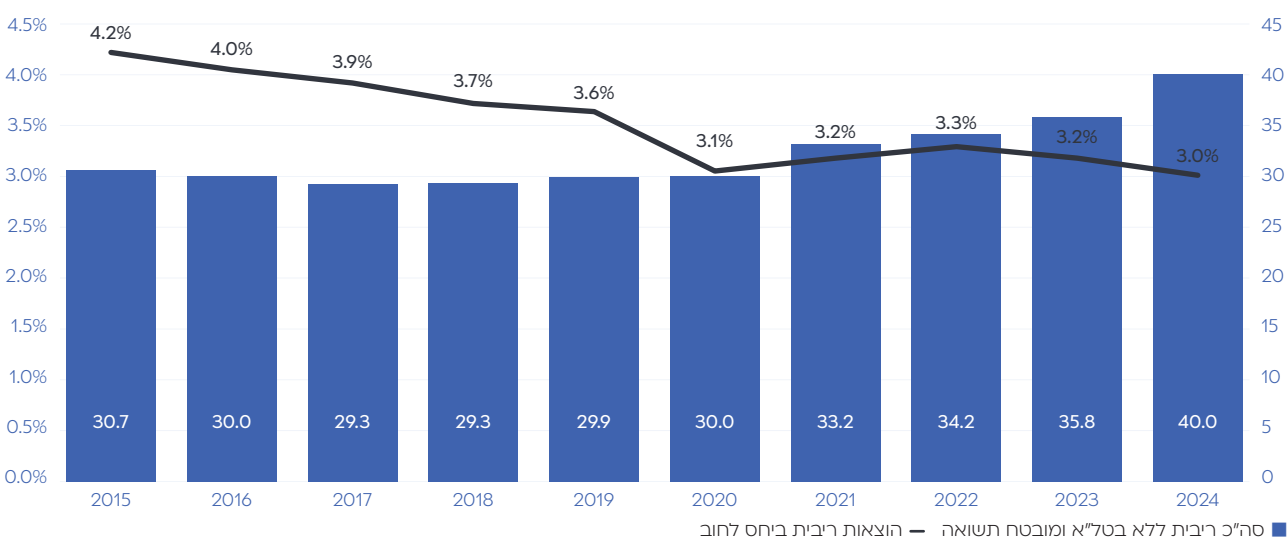
אפיק מקומי סחיר: הוצאות הריבית עלו בכ-1.7 מיליארדי ש"ח מרמה של 12.6 מיליארד ש"ח לרמה של 14.4 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור אפיק זה, מסך מלאי החוב הסחיר, ירד מרמה של 2.2% לרמה של 2.0%.

אפיק מקומי לא סחיר: הוצאות הריבית עלו בכ-0.2 מיליארדי ש"ח מרמה של 16.4 מיליארד ש"ח לרמה של 16.6 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור האפיק זה, מסך מלאי החוב הלא סחיר, עומד על רמה של 4.8%, ללא שינוי לעומת אשתקד.

אפיק חיצוני: הוצאות הריבית עלו בכ-2.2 מיליארדי ש"ח מרמה של 6.9 מיליארד ש"ח לרמה של 9.1 מיליארד ש"ח. שיעור הוצאות הריבית עבור אפיק זה, מסך מלאי החוב החיצוני, עלה מרמה של 4.1% לרמה של 4.3%.

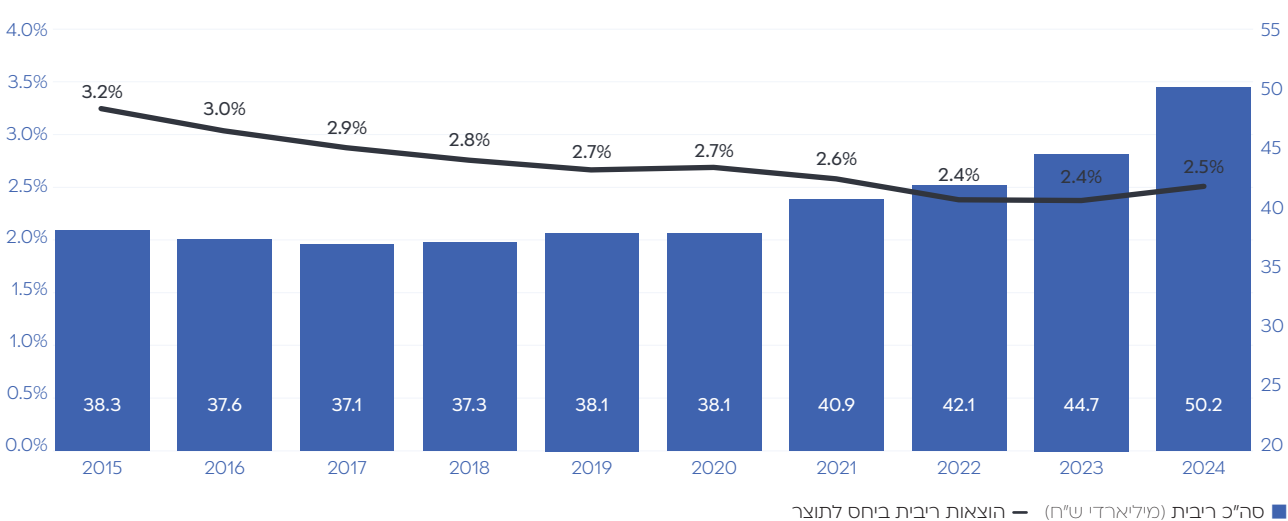
כאשר אנו מודדים את הוצאות הריבית בגין החוב הממשלתי ביחס לסך החוב הממשלתי אנו נמצאים במגמת ירידה בעשור האחרון אשר החל בשיעור של כ-4.2% בשנת 2015 לשיעור של כ-3.0% בשנת 2024, בשל אחוז עליה גבוה יותר בחוב הממשלתי למול אחוז העלייה בהוצאות הריבית.

תרשים 29: הוצאות הריבית בגין החוב הממשלתי ביחס למלאי החוב הממשלתי בשנים 2015-2024



כאשר אנו מודדים את הוצאות הריבית של הממשלה ביחס לתוצר אנו נמצאים במגמת ירידה בעשור האחרון אשר החל בשיעור של כ-3.2% בשנת 2015 לשיעור של כ-2.5% בשנת 2024. נתוני הצמיחה הנמוכים ביחס לשנים האחרונות לצד גידול בהוצאות הריבית בשנת 2024 הובילו לגידול קל בשיעור זה ביחס לשנת 2023.

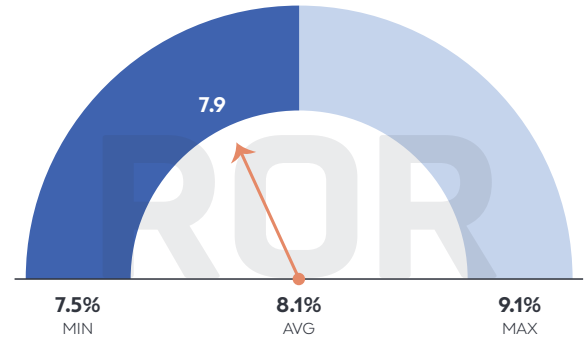
תרשים 30: הוצאות הריבית של הממשלה ביחס לתוצר בשנים 2015-2024



ניהול סיכוני החוב הממשלתי

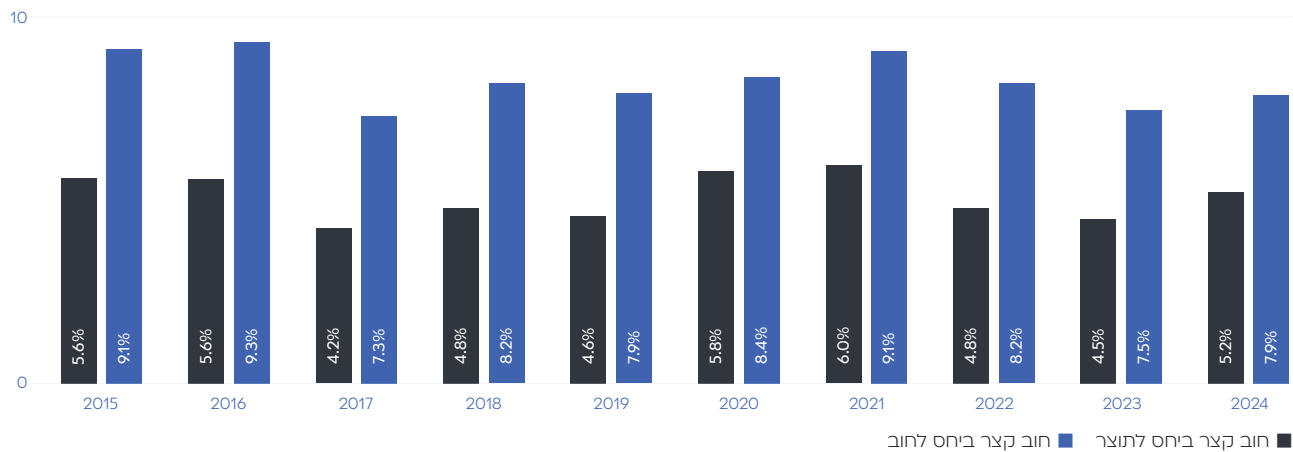
1. סיכון מחזור (Refinancing Risk) - הסיכון שהמדינה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה לשלם את חובות העבר או שתאלץ למחזר את החוב בעלויות גבוהות.

← **מדד ה-ROR**



גיוס החוב בשנה האחרונה התאפיין ב-ATM קצר יותר לעומת אשתקד וכן מדד ה-ROR עלה לרמה של 7.9% לעומת 7.5% בהמשך לאמור, החוב הקצר ביחס לתוצר עלה לשנת 2023 ועמד על כ-5.3% בשנת 2024 לעומת כ-4.5% בשנת 2023.

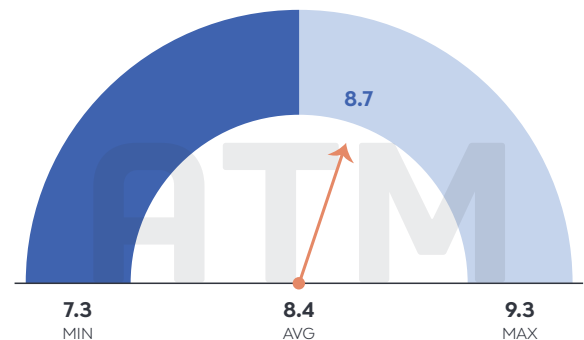
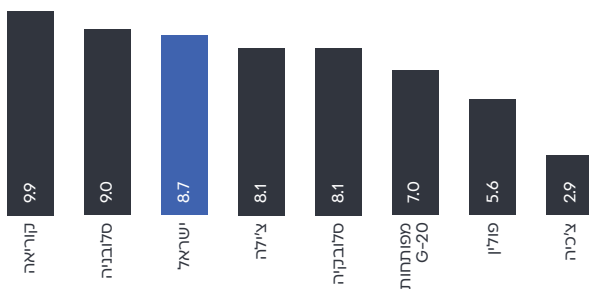
תרשים 31: החוב הממשלתי הקצר ביחס לסך החוב וביחס לתוצר בשנים 2015-2024 (באחוזים)



← **הטווח הממוצע לפדיון (ATM)**

נכון לסוף שנת 2024 מדד זה עמד על כ-8.7 לעומת כ-8.9 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 מונחים).

תרשים 32: השוואה עולמית למדד ATM

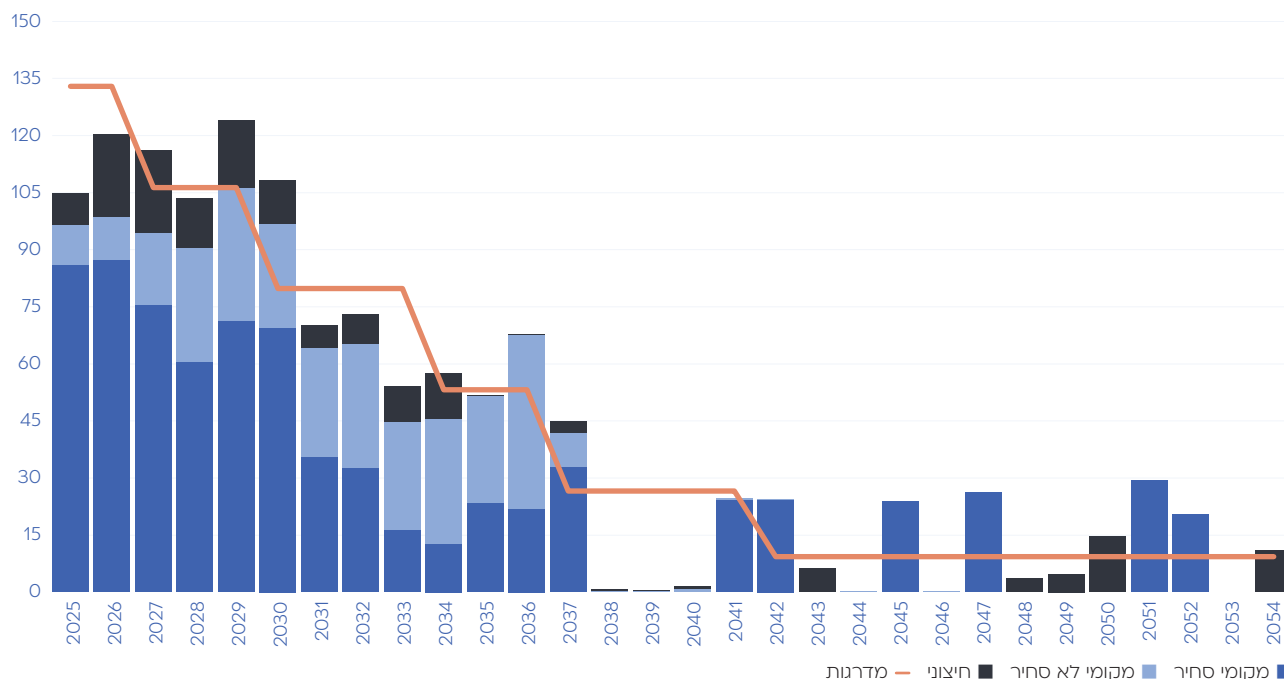


בניתוח השוואתי מול מדינות רלוונטיות מדד ה-ATM של תיק החוב ממוקם בין מדינות הייחוס, וגבוה בהשוואה למדינות המפותחות¹.

¹מקור: משרד האוצר ובנק ישראל, יתר המדינות IMF Fiscal Monitor, October 2024.

על מנת לנהל את סיכון המחזור נעשה שימוש במספר מודלים:

א. מודל ההנפקות (המדרגות) - יחידת החוב מתכננת לטווח ארוך את גיוסי החוב הסחיר בשוק המקומי ובחו"ל באמצעות מודל המדרגות. תרשים 33 להלן:



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

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

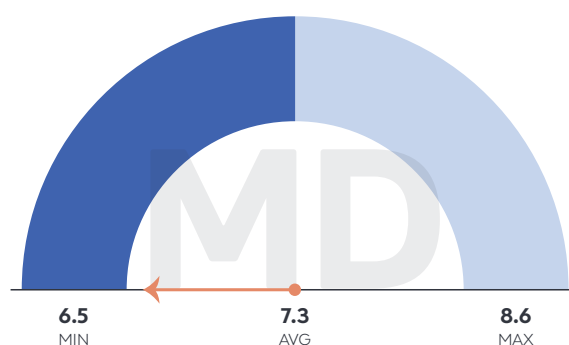
3. סיכונים שוק (Market Risk) - סיכון לשינויים בהיקף החוב הממשלתי ותקציב הריבית כתוצאה משינויים בגורמי שוק (מדד, ריביות וש"ח).

← שינויים במדד המחירים לצרכן - אפיק החוב הצמוד מהווה כ-47% ממלאי החוב לסוף שנת 2024 ומכאן שעיקר הרגישות של תיק החוב היא למדד המחירים לצרכן. שינוי של כ-1% במדד המחירים מביא לשינוי של כ-6.3 מיליארדי ש"ח בתיק החוב בערך מוחלט.

← שינויים בשער חליפין - אפיק החוב צמוד המט"ח מהווה כ-15% ממלאי החוב לסוף שנת 2024, המשמעות היא לשינויים בשער חליפין יש השפעה על מלאי החוב וכן על תשלומי הריבית השוטפים. כדי להקטין את הסיכון הנובע משינוי בשער חליפין היחידה לניהול החוב הממשלתי מבצעת עסקאות גידור.

← 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-6.5, מרמה של כ-6.9 אשתקד.



← רגישות החוב הממשלתי

שינוי בחוב הממשלתי (במיליוני ש"ח)	שינוי יחס חוב תוצר ממשלתי (אחוזי תוצר)	
6,297	0.32%	עלייה מצטברת במדד המחירים לצרכן ביחידת אחוז
1,403.7	0.07%	עלייה בשע"ח דולר-שקל ביחידת אחוז
477.1	0.02%	עלייה בשע"ח אירו-שקל ביחידת אחוז

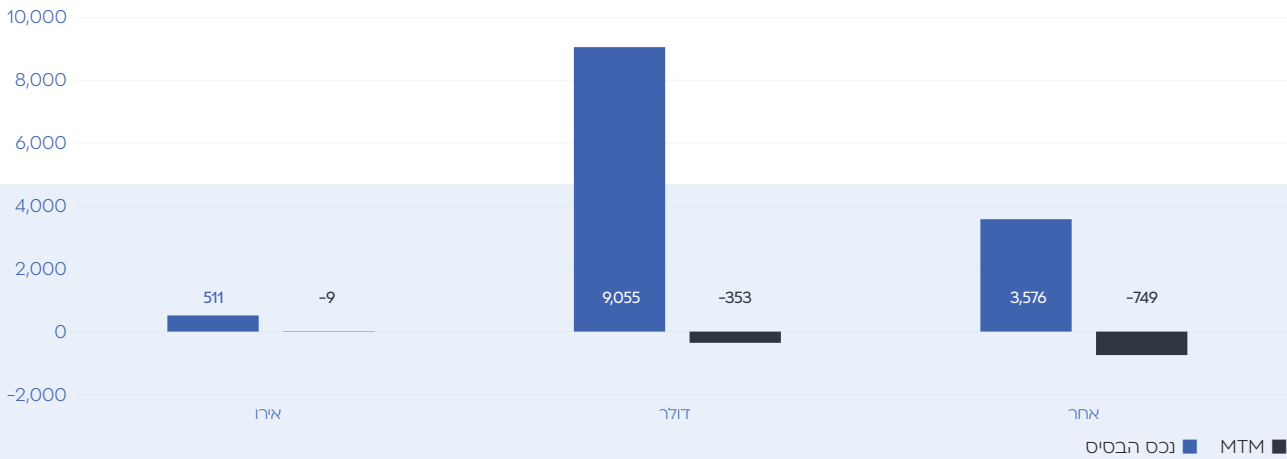
4. סיכוני אשראי (Credit Risk) - פעילות המדינה בעסקאות גידור חושפת את הממשלה לסיכון אשראי במקרה של חדלות פירעון של הצד שכנגד בעסקה. המטרה העיקרית של תוכנית הגידורים הינה הקטנת החשיפה של תקציב הריבית לשינויים בשע"ח וזאת כחלק מתהליך ניהול סיכוני השוק. עסקאות הגידור מחולקות לטווח ארוך באמצעות CCS ולטווח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

בשנת 2024 ביצעה יחידת החוב עסקאות גידור לתשלומי קרן וריבית בהיקף של כ-5.3 מיליארד דולר וכ-0.9 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 31.12.2024, הסתכם מלאי עסקאות הגידור של הממשלה בכ-13.1 מיליארדי דולרים (הסכום המגודר). השווי ההוגן (Mark to Market) של כלל הפוזיציות ליום 31.12.2024 עמד על כ-1.1 מיליארד דולר לטובת הצד שכנגד.

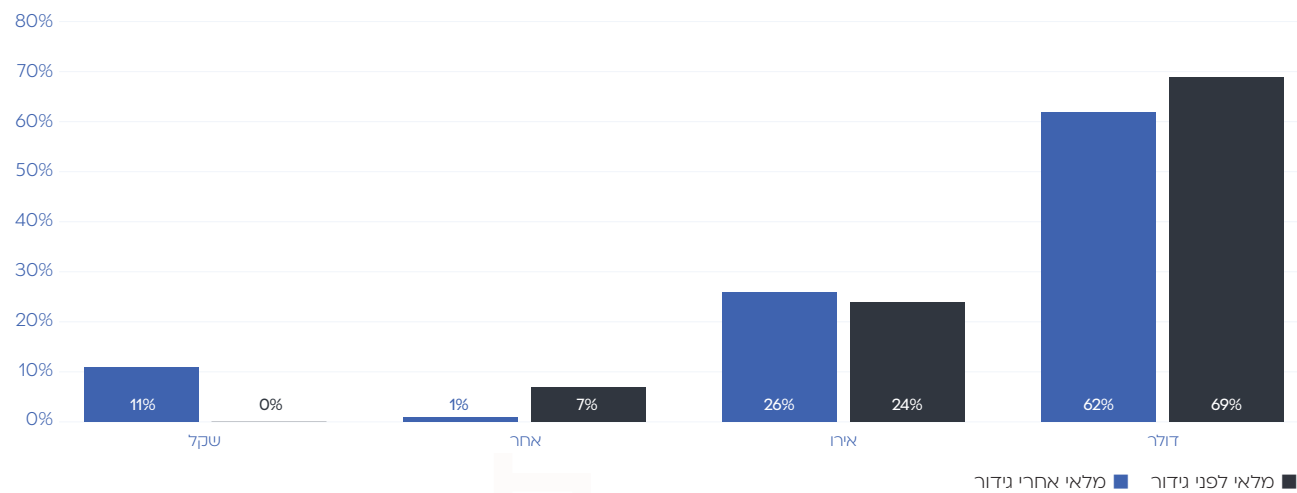
תרשים 34: היקף עסקאות הגידור והשווי ההוגן



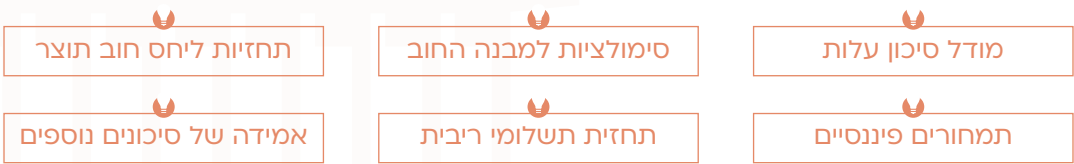
נכון לסוף שנת 2024, לפני עסקאות גידור, כ-69% ממלאי החוב החיצוני נקוב בדולר, כ-24% ממלאי החוב נקוב באירו וכ-7% הנותר נקוב במטבעות אחרים. לאחר שקלול עסקאות גידור שבוצעו, חשיפת מלאי החוב החיצוני לדולר, אירו ומטבעות אחרים עומדת על רמה של 62%, 26% ו-1%, בהתאמה.

משמעות הדבר היא שכתוצאה מעסקאות הגידור כ-11% ממלאי החוב החיצוני הופך להיות שקלי במהותו.

תרשים 35: מלאי לפני ואחרי גידור



מודלים נוספים לניהול סיכוני החוב הממשלתי



גודל סדרה ממוצע ומספר סדרות

בהתאם למדיניות ניהול החוב באגף החשב הכללי אנו פועלים לצמצום מספרן של סדרות איגרות החוב הממשלתיות והגדלת נפחן.

במהלך שנת 2024 הונפקו חמש סדרות חדשות בשוק המקומי הסחיר:

- 1. ממש"ק 0335 בנצ'מרק ל-10 שנים שקלי.
- 2. ממש"ק 0927 בנצ'מרק ל-3 שנים שקלי.
- 3. ממש"ק 0829 בנצ'מרק ל-5 שנים שקלי.
- 4. ממצ"מ 1033 בנצ'מרק ל-10 שנים צמוד.
- 5. מממ"ש 1134 בנצ'מרק ל-10 שנים משתנה.

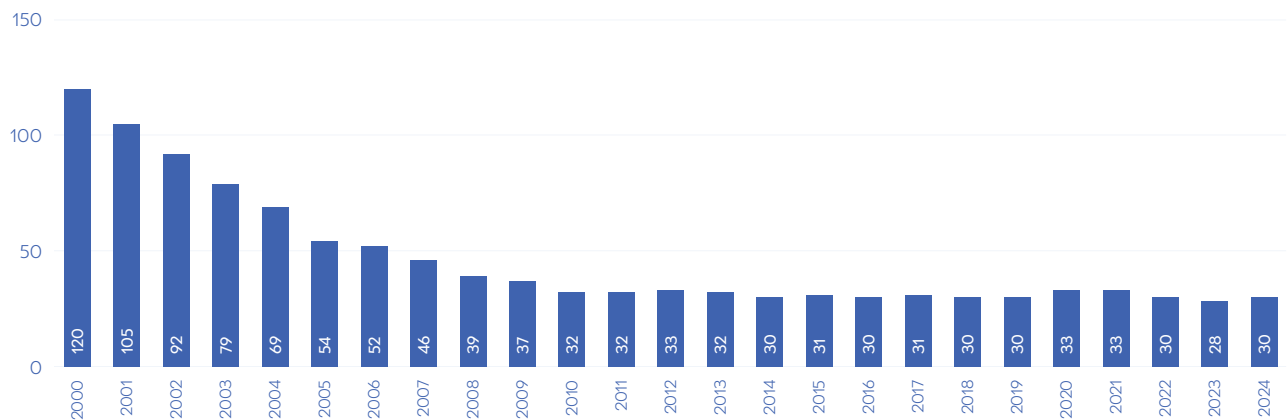
כמו כן, במהלך השנה הונפקו איגרות חוב קצרות 0825, 0525, 0225, 1124.

בנוסף לכך, במהלך שנת 2024 הסתיים השימוש במתודולוגיית החלפה של איגרות on-the-run באיגרות off-the-run (כך שהאחרונות הופכות להיות איגרות on-the-run), וזאת לאחר החלפתה של ממש"ק 0537 בממש"ק 0142, כבנצ'מרק ל-20 שנים שקלי.

במהלך השנה הגיעו לפדיון 3 סדרות ונפתחו 5 סדרות חדשות. לפיכך סך הסדרות הסחירות התרחב לעומת אשתקד ועומד על 30 סדרות.

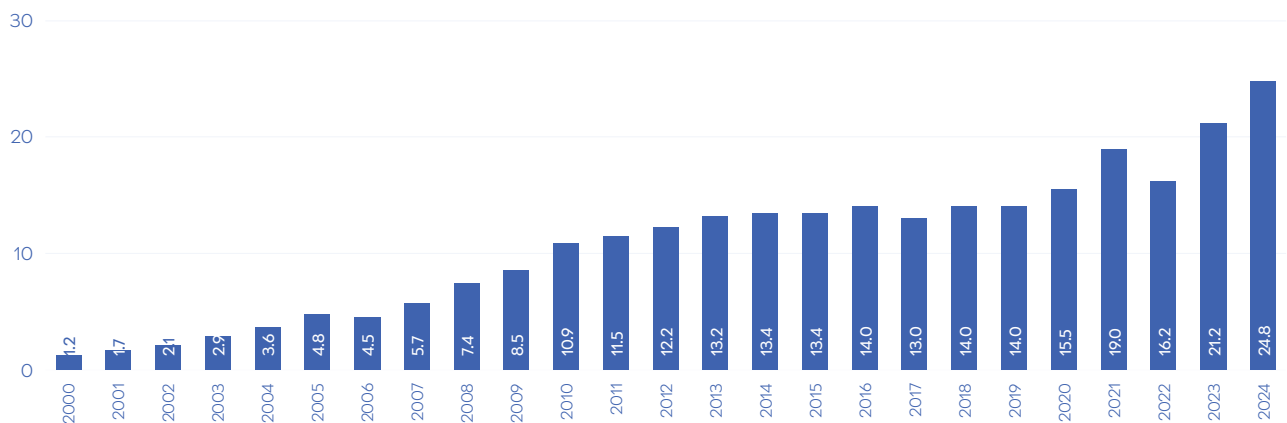
כפי שניתן לראות בגרפים לעיל, לאורך השנים מספר הסדרות הסחירות ירד משמעותית, בעוד שגודל הסדרות הממוצע עולה. מדיניות זו מובילה לשיפור הסחירות והנזילות של איגרות החוב ולייעול בתכנון עקום פירעונות החוב הממשלתי.

תרשים 36: מספר הסדרות הסחירות 2000-2024



התרשים מציג את מספר הסדרות הסחירות לאורך התקופה. ניתן לראות בירידה הדרגתית במספר הסדרות לאורך השנים, ולאחר מכן בהתייבבות - בהתאם למדיניות השואפת להגדלת הסחירות בכל סדרה.

תרשים 37: גודל סדרה ממוצעת 2000-2024 (במיליארדי ש"ח)



התרשים מציג את גודל הסדרה הממוצעת לאורך השנים. ניתן לראות כי קיימת מגמת עלייה עקבית בגודל הסדרה הממוצעת המשקפת מדיניות מכוונת לריכוז היקפי הגיוס בכל סדרה, במטרה לשפר את רמת הסחירות והנזילות.

38-39

החוב הלא סחיר



חוב מקומי לא סחיר

בשנת 2024 הסתכם הגיוס המקומי הלא-סחיר בכ-4.4 מיליארד ש"ח, ובוצע באמצעות המכשירים הבאים:

- 1

איגרות חוב מיועדות לקרנות פנסיה מסוג "ערד" - לא בוצעו הנפקות באפיק זה בשנת 2024 לאור הרפורמה באיגרות החוב מיועדות¹, אך נפרעו איגרות חוב בהיקף של כ-5.4 מיליארד ש"ח.
- 2

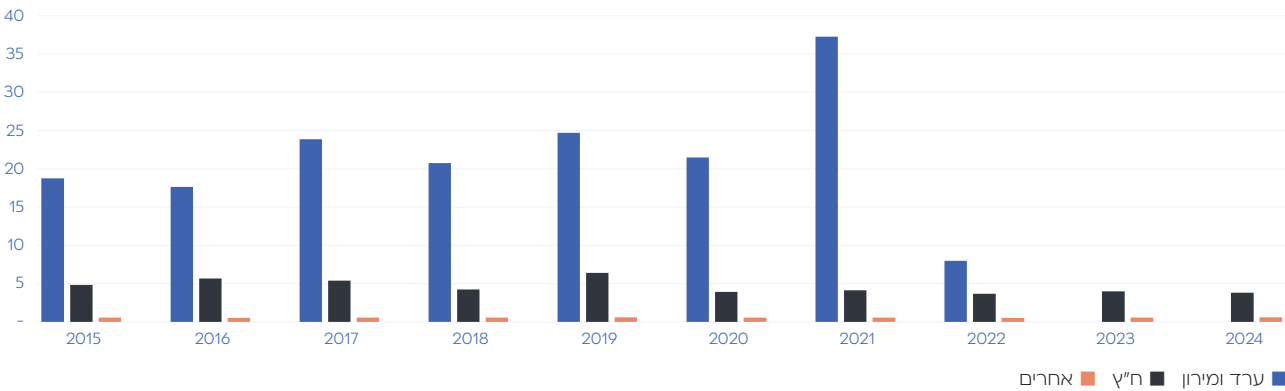
איגרות חוב מיועדות לחברות הביטוח - משנת 1965 ועד לשנת 1990 הונפקו איגרות חוב לא סחירות עבור ביטוחי חיים בשם ח"ץ (חיים-צמוד). איגרות אלו הונפקו עבור פוליסות בעלות תשואה מובטחת ונשאו ריבית קבועה, צמודה למדד, בשיעור של בין 4.0%-6.2%. בתחילת שנות ה-90 בוטלה אפשרות ההצטרפות למסלול זה, על כן, כל האיגרות המונפקות הן בגין פוליסות קיימות. בשנת 2024 היקף ההנפקות באפיק זה עמד על כ-3.8 מיליארד ש"ח, והיווה ירידה של כ-4.0% לעומת שנת 2023, בה היקף ההנפקות הסתכם בכ-4.0 מיליארד ש"ח. בשנת 2024 הגיוס נטו באפיק זה היה שלילי והסתכם בכ-0.8 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 2024 הגיוס באמצעות אמיסיות הסתכם בכ-0.6 מיליארד ש"ח בדומה לגיוס בשנת 2023, והגיוס נטו היה שלילי והסתכם בכ-0.1 מיליארד ש"ח.

נתוני גיוס ופדיונות קרן לשנת 2024 (מיליוני ש"ח)

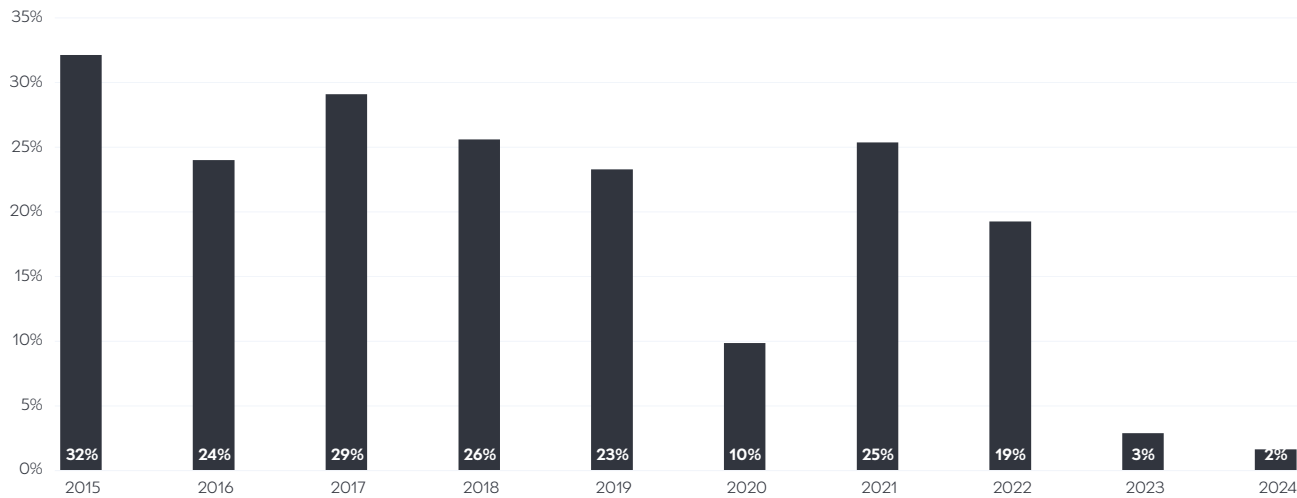
אפיק גיוס	גיוס קרן	פדיונות קרן	גיוס נטו
פנסיה ("ערד")	-	5,422	(5,422)
"חץ"	3,819	4,647	(829)
אחרים	600	725	(125)
סה"כ	4,419	10,794	(6,375)

תרשים 38: היקף הגיוס הלא סחיר בשנים 2015-2024 (מיליארדי ש"ח)



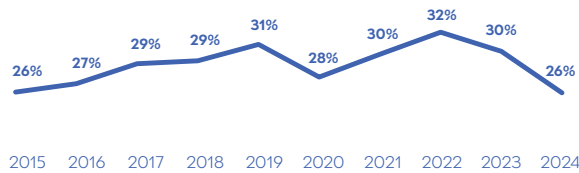
¹ המועד האחרון שבו הונפקו איגרות חוב מסוג "ערד" היה ה-1.9.22 והחל מיום ה-1.10.22 מעניקה יחידת החוב הממשלתי לקרנות הפנסיה הבטחת תשואה בהתאם למנגנון חלופי המשמר תשואה מובטחת על חלק מתיק הפנסיה בדומה למנגנון הישן.

תרשים 39: שיעור הגיוס הלא סחיר מסך הגיוס בשנים 2015-2024 (אחוזים)



כמתואר בגרף לעיל, החל משנת 2015 שיעור ההנפקה הממוצע הסתכם לשיעורים גבוהים, למעט בשנת 2020 לאור השפעות משבר הקורונה, ובשנת 2022 כתוצאה מכניסת הרפורמה וסיום הנפקת איגרות חוב מיועדות החל מחודש אוקטובר.

תרשים 40: מלאי החוב המקומי הלא סחיר מסך החוב בשנים 2015-2024 (אחוזים)

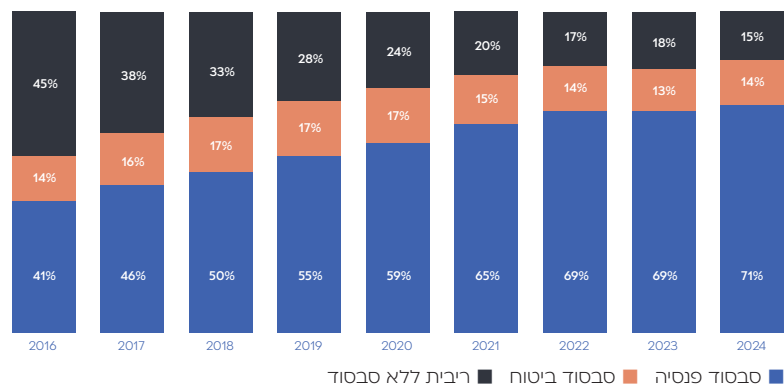


בסוף שנת 2024 מלאי החוב המקומי הלא-סחיר, הסתכם בכ-346.3 מיליארד ש"ח לעומת 340.9 מיליארד ש"ח אשתקד והיווה כ-26.1% מסך מלאי החוב.

עלות סבסוד החוב הלא סחיר

להלן תרשים 41 בו מוצגים תשלומי הריבית על מלאי החוב הלא סחיר, תוך התייחסות לריבית הנובעת מסבסוד. הסבסוד משקף את הפער בין הריבית שמשלמות איגרות החוב בהתאם לחוק או בהתאם להסכמים, לבין ריבית השוק בתקופה בה הונפקו האיגרות החוב.

סך הוצאות הריבית על החוב הלא סחיר עמדו על כ-16.6 מיליארד ש"ח בשנת 2024. בשנה זו, הריבית ללא סבסוד עמדה על 15% מסך הוצאות הריבית בנין החוב הלא סחיר, שהם כ-2.5 מיליארד ש"ח. המשמעות היא, בהתאם לאומדן הסבסוד שביצענו, שאילו אגרות החוב הלא סחירות (לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח) היו מונפקות ללא ריבית מובטחת כקבוע בחוק או בהסכמים, סך הוצאות הריבית נאמדות על סכום זה.



■ ריבית ללא סבסוד ■ סבסוד ביטוח ■ סבסוד פנסיה

חילון מונחים

פעילות יחידת החוב ענפה וחולשת על תחומים רבים מעולמות המימון, ניהול סיכונים ומאקרו-כלכלה. לשם כך, נוצר מסמך זה המפרט חלק ממושגי היסוד הנדרשים על מנת להנגיש את פעילות יחידת החוב לציבור הרחב. מסמך זה נועד לנוחות הקוראים והמונחים המופיעים בו מהווים הגדרות חופשיות לצרכי הבהרה בלבד.

1. הנפקות

אג"ח סחיר

אג"ח שניתן לסחור בו בשוק המשני לאחר רכישתו. להרחבה ניתן לעיין בתקנות אג"ח סחיר [באתר החשב הכללי](#).

אג"ח לא סחיר

אג"ח שלא ניתן לסחור בו בשוק המשני לאחר רכישתו. להרחבה ניתן לעיין בתקנות אג"ח לא סחיר [באתר החשב הכללי](#).

מכרזי החלף

במסגרת מכרזים אלו מוחלפות איגרות חוב סחירות בעלות טווח קצר לפדיון (מתחת לשנה) באיגרות חוב סחירות אחרות בעלות טווח ארוך יותר לפדיון. מכרזים אלו מאפשרים להחליף 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, בדרך כלל, 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.

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; הקטנת סיכון מחזור החוב; חיסכון בהוצאות הריבית; החלפת פירעונות וגיוסים.

איגרות חוב קצרות

הנפקת איגרות חוב קצרות (זמן לפדיון קצר משנה) מבוצעת כחלק מניהול תזרים המזומנים. הממשלה מפיקה 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.

יחס הכיסוי

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

להלן הגורמים העיקריים המשפיעים על יחסי הכיסוי: מצב השווקים בארץ ובעולם; צרכי המשקיעים; גורמים עונתיים; היקף ותמהיל הגיוס.

אג"ח בריבית קבועה

איגרת חוב שההחזרים בגינה (סכום הקרן ותשלומי הריבית) אינם צמודים לשיעור השינוי של מדד, מטבע או נכס אחר כלשהו.

אג"ח בריבית משתנה

איגרת חוב ממשלתית לא צמודה, הנושאת ריבית משתנה שנקבעת על פי ממוצע תשואות המק"מ (מלווה קצר מועד המונפק ע"י בנק ישראל) לתקופה של 12 חודשים. האג"ח מונפקת לטווח של שנתיים ומעלה.

אג"ח צמודות מדד

איגרת חוב שההחזרים בגינה (סכום הקרן ותשלומי הריבית) צמודים לאורך חיי האג"ח, לשיעור השינוי במדד המחירים לצרכן. מדד זה מתפרסם באופן חודשי על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

2. חוב חיצוני

הנפקות במט"ח

הנפקת חוב במט"ח בשווקים הבינלאומיים נועדה לשרת שלוש מטרות אסטרטגיות: גיוון מקורות המימון בזמני שגרה ויכולת מימון מוגברת בעתות חירום, הרחבת בסיס המשקיעים באג"ח ממשלתיות וחשיפת המשק הישראלי למשקיעים זרים.

אג"ח ירוקה

לצורך הנפקת איגרת 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. ← הרחבה בנושא זה ניתן למצוא בפרק 'חוב חיצוני' בדו"ח היחידה לשנת 2023.

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 ביצוע מתקבלת לאחר בחינה מעמיקה של צרכי המימון, תנאי השוק, מחיר ואיכות המשקיעים. ההנפקות הפרטיות מתבצעות גם כהרחבה (Tapping) של סדרות אג"ח קיימות שהונפקו בשווקים הגלובליים.

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 וכן עוזר בשימור הקשר בין המדינה 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.

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 נהנות איגרות אלו מדירוג אשראי דומה לדירוג האשראי של ארצות הברית והתשוואה שבה הן נמכרות גבוהה רק במעט מהתשוואה על איגרות החוב של ממשלת ארצות הברית. התוכנית הוארכה מספר פעמים על ידי הממשל האמריקני, לאחרונה בדצמבר 2022, עד שנת 2028.

דירוג אשראי

דירוג האשראי הוא אומדן לרמת הסיכון הגלומה בהשקעה ביחס למנפיקים אחרים. חברות הדירוג מבצעות ניתוח של מרכיבים כמותיים ואיכותניים (בין היתר, סיכון פוליטי, יציבות פיסקאלית, גמישות פיסקאלית, יציבות מוניטרית ויציבות חיצונית), לצורך הערכה צופה פני עתיד של היכולת והנכונות של המנפיק (מדינה) לכבד את התחייבויות החוב לנושים במלואן ובזמן. דירוג האשראי של מדינה משפיע על יכולתה בגיוס חוב ואת הריבית שעליה לשלם. כל פרמטר נמדד באופן השוואתי למדינות בעלות דירוג דומה - "קבוצת הייחוס". תחזית הדירוג (הנקראת גם "אופק") מהווה אינדיקציה לשינוי הדירוג בעתיד. תחזית "שלילית" מעידה שבהינתן המצב הקיים, צפויה המדינה להורדת דירוג בעתיד הקרוב. תחזית "יציבה" מעידה כי לא צפוי שינוי דירוג בעתיד הקרוב, ותחזית "חיובית" מעידה כי קיימת אפשרות להעלאת דירוג בעתיד הקרוב.

3. שוק משני

עשיית שוק באיגרות חוב ממשלתיות

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: שריון השתתפות בהנפקות, הקצאות יתר, מאגר השאלות, חתמים בהנפקות המדינה במט"ח וזכאות להשתתף כצד שני בעסקאות גידור. בשנת 2024 נמנו 12 עושי שוק ראשיים באג"ח ממשלתיות, שבעה מתוכם בנקים בינלאומיים.

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

מאגר השאלות

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 השאלות נדרש להפקיד ביטחונות כספיים. עסקת השאלה כרוכה בדמי השאלה כמפורט בנוהל השאלות.

מערכת ה-MTS

פלטפורמת מסחר באג"ח ממשלתיות המתנהלת על פי כללי ה-MTS בה רשאים לסחור רק עושי שוק ראשיים. עושי השוק הראשיים נדרשים לצטט מחירי קניה ומכירה בגדלים מינימליים, בכל יום (למעט יום ראשון) ובמספר אג"ח ממשלתיות, ובכך לתרום לנזילות בשוק האג"ח הממשלתי.

4. ניהול תיק החוב

יחס חוב תוצר

יחס החוב לתוצר הינו מדד מרכזי המשמש את חברות דירוג האשראי ומהווה אינדיקציה ליציבותה הפיננסית וגמישותה הפיסקלית של המדינה. יחס החוב לתוצר הינו שיעור החוב הממשלתי או הציבורי ביחס לתוצר הנומינלי של המשק. יחס החוב לתוצר נמדד נכון לסוף שנה קלנדרית לאחר שאומדים את יתרת החוב.

ניהול סיכוני החוב הממשלתי

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

סיכון מיחזור (Refinancing Risk)

הסיכון שהמדינה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה לשלם את חובות העבר או שתאלץ למחזר את החוב בעלויות גבוהות. סיכון זה הינו הסיכון המרכזי עבור ניהול תיק החוב הממשלתי. גיוס עקבי בהיקפים דומים בין שנים ובין חודשים יוצר ודאות הן למקבלי ההחלטות והן לפעילים בשוק ההון ומוביל

לביקושים גבוהים בהנפקות, דבר המאפשר מחזור חוב יעיל כלכלית ומקטין את סיכון המחזור. כמו כן, מגמת הארכת ATM בחוב הממשלתי וכן בקרה על יחס ה-ROR מסייעים בהקטנת סיכון זה. אומדן סיכון המחזור מתבצע על-ידי מספר מדדים:

1. ROR (Roll Over Ratio) - בחינת החוב לטווח קצר, חוב המיועד לפירעון במהלך השנה הקרובה, ביחס לסך מלאי החוב. מדיניות ניהול הסיכונים לטווח יעד של 8%-12%.

2. 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 אגרות החוב שטרם נפרעו. מאחר שמדד זה הינו מדד ממוצע על כלל תיק החוב, אנו בוחנים אותו בשילוב עם ה-ROR לשנה ושלוש שנים קדימה. באמצעות שילוב מדדים אלו מתבצעת אמידה של סיכון המחזור.

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

להלן עקרונות המודל:

- עקום פירעונות מדורג - הימצאות במבנה פירעונות רב שנתי מדורג.
- מדיניות גיוסים קבועה - נקיטת מדיניות גיוסים קבועה שבה מנפיקים כמויות קבועות לטווחים קבועים של 3, 5, 10, 20 ו-30 שנים (Benchmark) תוך תכנון עקום הפירעונות הרב-שנתי.
- שיווי משקל (Steady State) - תכנון ושמירה על מבנה הפירעונות הקיים. יחידת החוב פועלת להחלפת 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.
- 4. מודל קבוע לפתיחת סדרות קצרות - פתיחת אגרות חוב ממשלתיות חדשות תוך שנתיים וחוצות שנה, אשר מסייעות בהחלפת הפירעונות.

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 אגרות חוב קצרות, מכרזי החלף ומכרזים הפוכים.

בנוסף, 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.

סיכונים 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 פורוורד).

המח"מ (משך חיים ממוצע) המתוקנן (Modified Duration) - מדד המסייע בבחינת ההשפעה של שיעור הריבית על שווי השוק של החוב.

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 וזאת כחלק מתהליך ניהול סיכוני השוק. עסקאות הגידור מחולקות לטווח ארוך באמצעות CCS ולטווח קצר באמצעות FX Swap-I Forward.

מודלים נוספים לניהול סיכוני החוב הממשלתי

1. **מודל סיכון עלות** - ניתוח לסיכון והעלות של מדיניות הגיוס לטווח קצר, בינוני וארוך.

2. **סימולציות למבנה החוב** - בניית סימולציות להתפתחות החוב הממשלתי לטווח קצר, בינוני וארוך בהתאם לחשיפות המרכזיות ותחת אסטרטגיות גיוס שונות.

3. **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.

4. **תמחורים פיננסיים** - תמחור איגרות חוב, עסקאות גידור ועוד, באמצעות שימוש במודלים שונים.

5. **תחזית תשלומי ריבית** - התחזית בנויה בשיטת Bottom Up הפורסת את התשלומים הנוכחיים בהתאם לצפי בשינויים בגורמי שוק בארץ ובחו"ל וכן תחזיות לשינויים בלוחות הסילוקין (גיוסים חדשים, מכרזי החלף ומכרזים הפוכים).

6. **אמידה של סיכונים נוספים** לצורך מיפוי ומעקב אחר מפת סיכונים פיננסיים כוללת.

מנגנון מובטח תשואה

מנגנון זה נועד להחליף את איגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה אשר הנפקתן הופסקה החל מאוקטובר 2022. איגרות חוב אלו הן איגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד המחירים לצרכן, לטווח של 15 שנה, עם קופון חצי שנתי של 2.4%, (במקומן, במסגרת מנגנון מובטח תשואה, קרנות הפנסיה משקיעות את נכסיהן בשוק ההון, והמדינה מעניקה להן הבטחת תשואה שנתית ריאלית של 5.15%. על פי המנגנון, בחלוף חלון של 60 חודשים (5 שנים), אם התשואה אותה ישיאו קרנות הפנסיה תהיה נמוכה מתשואת היעד, המדינה תשלם את הפער בין התשואה שקרן הפנסיה השיאה בשוק לבין תשואה זו.

חבנה 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 ארדפרב 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

אריאל קמחי
Ariel Kimhi

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 Turner Head of
the Department

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

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

שיר סער Shir Saar
טל יפת Tal Yefet

עמית שרון
רכזת לשכת חטיבת המימון
Amit Sharon
Executive Assistant

מחלקת הנפקות בשוק המקומי
Domestic Primary Issuances Department

ארז גולן מנהל המחלקה
Erez Golan Head of the Department

ערן לפל Eran Leffel
לידור אלון Lidor Alon
דביר כהן Dvir Cohen

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
יעל גוטמן Yael Gutman

מחלקת חוב חיצוני
& Global Debt
FX Transactions Department

סער אלימלך מנהל המחלקה
Saar Elimelech Head of the Department

דורון הרשקו Doron Hershko
נריה באום Neriya Baum
נטע ויינברג Neta Weinberg
שחר נוימן Shahar Neuman

Credit Risk

Performing hedging transactions by the state exposes the government to credit risk in the event of a counterparty's insolvency. The primary objective of the hedging policy is to reduce the interest expense budget's exposure to exchange rate volatility as a means of market risk management. Hedging transactions are divided between long-term through Cross-Currency Swaps and short-term through Forward and FX Swaps.

Additional Models for Government Debt Risk Management

1. **Risk Cost Model** - Analysis of the risk and cost associated with short, medium, and long-term issuance policies.
 2. **Debt Structure Simulation** - Conducting financial modeling simulations of government bond debt development over the short, medium, and long-term, accounting for central risks and evaluating different issuance strategies.
 3. **Debt-to-GDP Forecast** - The Debt-to-GDP ratio is a key indicator of the State's financial stability. Forecasting scenarios of varying debt-to-GDP developments under diverse market and macro-economic conditions assist in the optimization and management of government debt.
 4. **Financial Pricing Mechanisms** - Pricing of debt, executing hedging transactions, and more, are conducted through the use of various financial models.
 5. **Interest Payment Forecast** - This forecast is projected using the bottom-up approach and spreads present payments in accordance with anticipated market changes in Israel and abroad, including projections from changes in repayment schedules (new issuances, swaps, and reverse offerings).
 6. **Estimating additional risks to outline and monitor financial risks comprehensively.**
-

Guaranteed Return Mechanism

This mechanism replaces the "Arad" non-tradable bonds, which ceased to be issued as of October 2022. These were government bonds linked to the Consumer Price Index (CPI), with a 15-year term, semi-annual coupons of 2.4% (4.86% annual). Instead, under the guaranteed return mechanism, pension funds invest their assets in the capital market, and the government provides them with a safety net ensuring a real annual return of 5.15%. According to this mechanism, if the return achieved by the pension funds is lower than the target return, the government will cover the gap between the return earned by the fund in the market and the target return.

ROR for the next year and for the next three years. This integration between metrics allows for an estimation of refinancing risk.

3. Issuance Framework (Tiers) - The GDMU implements a long-term strategy in domestic and external tradable debt through the stairs model. These are the model's principles:

- Gradual Redemption - Utilizing a multi-year and gradual redemption.
- Fixed Issuance Policy - Enacting a fixed issuance policy such that a fixed quantity of issuances is made at fixed intervals of 3, 5, 10, 20 and 30 years (benchmarks), while planning the multi-year redemption curve.
- Steady State - Planning and maintaining the existing redemption schedule.

In addition, the GDMU spreads out issuances throughout the year, through pre-planned issuances, switch and buyback auctions, and the use of short-term instruments for cash flow management, while ensuring adequate liquidity reserves are maintained annually.

4. Fixed model for short-term bonds - Issuing new bonds with maturities up to one year to smooth the redemption schedule.

Liquidity Risk

The risk that existing financing resources will not sufficiently cover the needs of the State at any given time. This risk is measured and managed through models, scenarios (primary, stress, and extreme scenarios), and simulations conducted and monitored daily.

In addition, the GDMU utilizes different liquidity instruments including short-term bonds, switch and buyback auctions.

The State of Israel maintains liquidity reserves in alignment with the risk management strategy, while addressing the discrepancy between income and expenditures and ensuring that the cash balance exceeds the minimum required to be prepared for different potential scenarios.

Market Risk

The risk of changes in government debt and interest expenditures as a result of market changes (indexes, interest rates, and currency exchange rates).

This risk is measured and managed through the use of models, scenarios, and simulations and through hedging the exposure by way of financial instruments (such as forward transactions).

Modified Duration - A metric that indicates the influence of interest rates on the market value of debt.

MTS Cash

A trading platform for government bonds that is conducted according to the MTS rules in which only Primary Dealers are allowed to trade. The Primary Dealers are required to quote bid and ask prices in minimum sizes, each day (except Sunday) and in a few government bonds, thus contributing to the government bond market liquidity.

4. Debt Portfolio

Debt-to-GDP Ratio

The debt-to-GDP ratio is a key metric used by credit rating agencies and serves as an indicator of the State's financial stability and fiscal flexibility. The debt-to-GDP ratio is representing the proportion of government or public debt relative to the economy's nominal GDP. This ratio is measured at the end of the calendar year after estimating the outstanding debt balance.

Government Debt Risk Management

The primary risks of the government debt portfolio are refinancing risk, liquidity risk, market risk, and credit risk. Risk management is implemented through a structured policy within the framework of strategic long-term goals for bond management, the treasury, and government liquidity. Risk management strategies are implemented based on models, scenarios, and simulations conducted to assist in mitigating economic and budgetary risks.

Primary Financial Risks:

Refinancing Risk - The risk that the State will not be able to meet its obligations to pay past debt or will have to refinance the debt at elevated costs. This is the primary risk associated with managing the government's debt portfolio. Consistent offerings issued at a comparable scope, annually and monthly, create certainty for both decision-makers and capital markets actors and increased market demand, which enables economically efficient debt refinancing and reduces refinancing risk. In addition, extending the ATM for government debt and monitoring the ROR further mitigate this risk.

Refinancing Risk is Estimated Through Several Metrics:

1. **ROR** - Examining short-term debt (debt due for repayment in the next year relative to the total debt ("Rollover Ratio"). The risk management policy targets a range between 8% and 12%.
2. **Average Time to Maturity (ATM)** - This metric reflects the average lifespan of the debt portfolio and is calculated using a weighted average of the maturity dates for all outstanding debt securities. Because this is an average, ATM is only a partial measurement of the risk; therefore, the GDMU examines it in conjunction with the



of the United. The program has been extended several times by the U.S. government, most recently in December 2022, until 2028.

Credit Rating

A credit rating is an estimate of the investment risk relative to other issuers. Rating agencies conduct analysis of both quantitative and qualitative factors (including political risk, fiscal stability, fiscal flexibility, monetary stability, and external stability) to assess the future ability and willingness of the issuer (the country) to meet its debt obligations in full and on time. A country's credit rating affects its ability to raise debt and the interest rate it must pay. Each parameter is measured in comparison to countries with a similar rating, known as the "peer group." The rating outlook (also called the "horizon") indicates potential changes in the rating in the near future. A "negative" outlook suggests that, given the current situation, the country is likely to experience a downgrade in the near future. A "stable" outlook indicates no expected changes in the rating in the near term, while a "positive" outlook indicates a possibility of an upgrade in the near future.

3. Secondary Market

Government Bond Market Making

Government Bond Market Making: The market making reform came into effect in 2006, with goals including: developing a competitive and efficient government bond market, entry of international investors, increasing demand levels, and reducing financing costs. Primary market makers are required to fulfill obligations in both the primary and secondary markets, and in return are entitled to benefits such as: reserved participation in issuances, non-competitive ("Green-Shoe") auction, access to lending pools, a underwriter of global issuances and eligibility to participate as the second party in hedging transactions. In 2024, there were 12 primary market makers for government bonds, seven of which were international banks.

Trading in government bonds takes place simultaneously on several trading platforms: the Tel-Aviv Stock Exchange, MTS (a dedicated trading platform for primary market makers), as well as over-the-counter (OTC) trading.

The Securities Lending Pool

As part of the market making reform, the Ministry of Finance established a securities lending pool in collaboration with the Stock Exchange Clearing House, allowing primary market makers to borrow government bonds. A primary market maker is entitled to borrow bonds up to a level of 1.5 billion NIS per market maker. A primary market maker wishing to borrow from the lending pool is required to deposit cash collateral. A lending transaction involves lending fees as detailed in the lending procedure.

2. Global Debt

Foreign Currency Issuances

The issuance of foreign-currency denominated debt in global markets serves several strategic objectives: Diversifying financial resources for regular, ongoing needs, while enhancing access to capital during times of crisis, expanding the investor base for government securities and increasing exposure of the Israeli market to foreign investors.

Green Bonds

For the issuance of green bonds, the State of Israel was required to publish a Green Framework document outlining the issuer's policy and objectives. This document details the intended use of issuance proceeds to finance green projects that support these goals, their environmental benefits, and provides additional information on managing environmental risks associated with the selected projects. → Further details on this topic can be found in the "Global Debt" chapter of the unit's 2023 report.

Private Placements

An additional funding option available to the GDMU is private placements to strategic investors. These issuances can only be executed following reverse inquiries from investors, with decisions made after an in-depth examination of funding needs, market conditions, price and investor quality. Private placements are also conducted by tapping existing bond series already issued in the global markets.

Issuances via the Bonds Organization

The Israel Bonds organization (Israel Bonds), established in the 1950s, serves as a platform for issuing non-tradable securities denominated in foreign currencies. It assists with the financing needs of the government and helps preserve the relationship between the State of Israel and the Jewish diaspora. Over the years, Israel Bonds has reflected a counter-cyclical dynamic: in years of recession or geopolitical shock, the amount of debt raised by the organization increases. The organization's primary goal is to expand the investor base and diversify Israel's funding sources, mainly through retail customers but also through institutional investors.

Issuances with U.S. Government Guarantee

In April 2003, the United States Congress approved a three-year program to provide up to USD 9 billion par value guarantees for debt issuance by the Israeli government. The United States provides a full guarantee for the principal and interest payments of bonds issued by Israel under this program, therefore these bonds benefit from a credit rating comparable to the credit rating



Buyback Auctions

In buyback auctions, tradable securities, mainly those with short-term maturities, are repurchased, allowing for the partial early repayment of the security while reducing the total government debt. This differs from switch auctions, in which the redeemed securities are exchanged for other securities. Some Factors considered when selecting securities for repurchase include the impact on the security's tradability, savings in interest expenditures, and potential market demand.

The Primary Objectives of Security Repurchases: Efficient cash flow management; Reduce refinancing risk; Reduce budgetary interest payments; Issuance and redemption smoothing.

Short-Term Bonds

Short-term securities (with maturities of less than one year) are issued as a part of the cash flow management policy. The government issues short-term securities according to cash flow needs and market conditions. Different amounts are issued monthly, depending on ongoing financing needs and efficient cash flow management considerations.

Bid-to-Cover Ratio

The coverage ratio is calculated by dividing the quantity of demand for a security (demand) by the amount issued of the same security (supply) in a given auction - reflecting the market demand for the security being examined.

The main factors influencing bid-to-cover ratios include:

Market conditions in Israel and globally; Investor needs; Seasonal factors; Issuance volume and composition.

Fixed-Rate Bonds

A bond whose repayments (principal and interest payments) are not linked to changes in an index, currency, or any other asset.

Floating-Rate Bonds

Bond that bears a variable interest rate, determined based on the average yield of Makam (short-term loan typically issued by the Bank of Israel) over a 12-month period. This bond is issued for a term of two years or more.

Inflation-Linked Bonds

A bond whose repayments (principal and interest payments) are linked throughout its lifespan to changes in the Consumer Price Index (CPI), which is published monthly by the Central Bureau of Statistics.

GLOSSARY

The activities of the Accountant General's Government Debt Management Unit ("GDMU") are extensive and span various fields, including finance, risk management, and macroeconomics. Accordingly, this document has been created to outline some fundamental concepts necessary for making the Debt Unit's operations accessible to the general public. This document is intended for the convenience of readers, and the definition presented herein are provided as general definitions for clarification purposes only.

1. Issuances

Tradable Bond

A bond that can be traded on the secondary market after its purchase. For further details, refer to the Tradable Bond Regulations [on the Accountant General's website](#).

Non-Tradable Bond

A bond that cannot be traded on the secondary market after its purchase. For further details, refer to the Non-Tradable Bond Regulations [on the Accountant General's website](#).

Switch Auctions

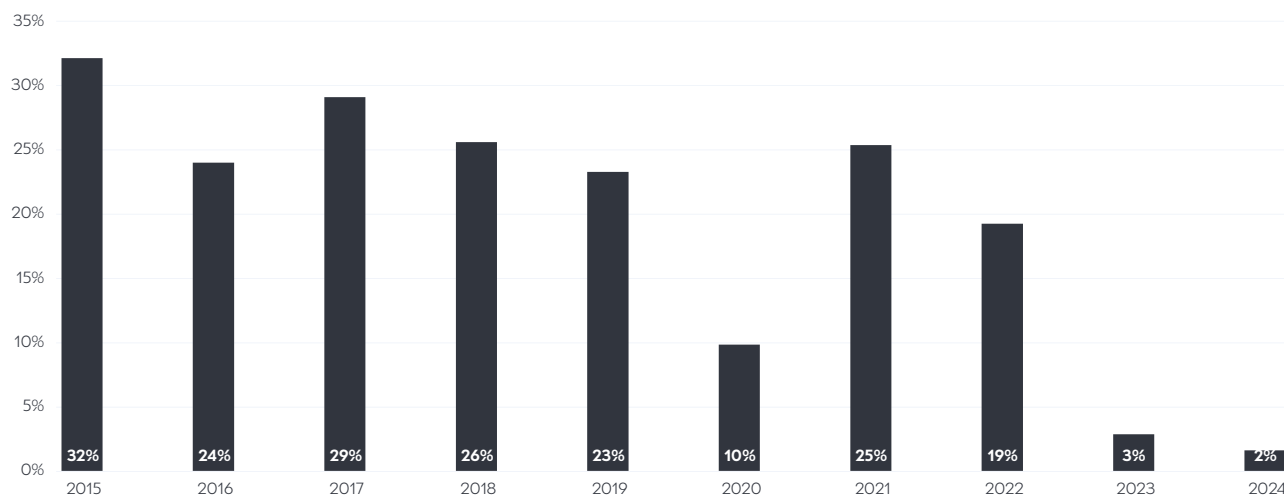
In switch auctions, short-term (less than one year) tradable securities with longer maturities, which are not issued regularly as part of the issuance composition (Off The-Run). These auctions help stabilize the repayment curve, manage cash flows efficiently, minimize refinancing risk, extend the average time to maturity, increase flexibility in debt management, and enable the implementation of tactical adjustments in response to real-time changes in the financial markets.

Factors considered when selecting securities, which are typically Off-the-run, for exchange through this method include addressing market demand, increasing liquidity, supporting smaller series, and correcting anomalies in the secondary market. Additionally, the GDMU utilizes switch auctions to increase the liquidity of new issuances by exchanging Off-the-Run securities for new benchmark On-the-Run securities.

Switch tenders are carried out using the cash-neutral method, in which the nominal value of the issued and purchased bonds is the same. This allows debt refinancing to be carried out without using funds. Switch tenders are also used as a tool for managing the government's cash flow, as they enable early redemptions and allow issuances to be spread out over the course of the fiscal year and between years.



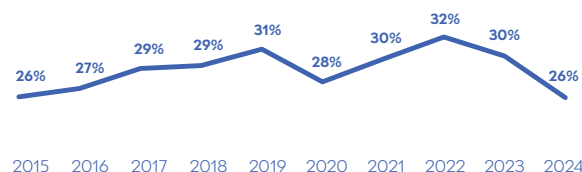
Figure 39: Non-Tradable Funding, Percentage of Total Funding 2015–2024



As illustrated in the graph above, starting from 2015, the average non-tradable domestic funding, as a percent of total funding resulted in high rates. The exception to this was in 2020, due to the market effects of the pandemic, and also in 2022 due to the designated bond reform which was implemented in October of that year.

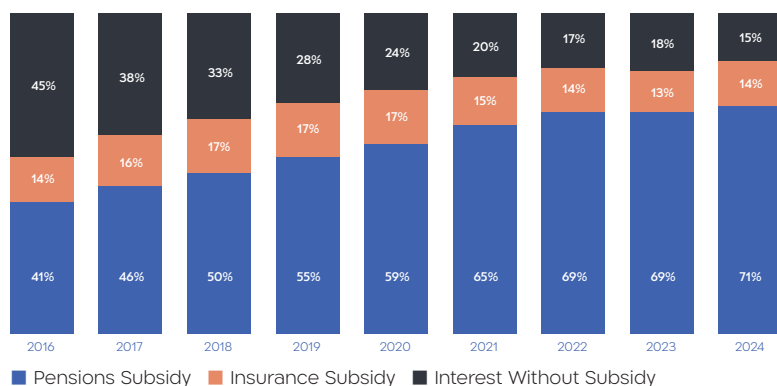
IN 2024, THE STOCK OF NON-TRADABLE DOMESTIC DEBT AMOUNTED TO APPROXIMATELY NIS 346.3 BILLION, COMPARED TO NIS 340.9 BILLION IN 2023, CONSTITUTING NEARLY 26.1% OF TOTAL DEBT STOCK.

Figure 40: Non-Tradable Stock, Percentage of Total Stock 2015–2024



The Subsidy Cost of Non-Tradable Debt

The following chart 41 displays interest payments on the non-tradable debt portfolio, including the subsidized portion of the interest payments. The subsidy reflects the difference between the interest paid on bonds according to the law or the agreements and the market interest rates at the time of the issuances.



Total interest expenses on the non-tradable debt stood at about NIS 16.6 billion in 2024. In that year, interest without subsidy accounted for 15% of the total interest expenses on the non-tradable debt, amounting to about NIS 2.5 billion. This means, based on our subsidy estimate, that if the non-tradable bonds (issued for pension funds and insurance companies) had been issued without the guaranteed interest rate as stipulated by law or agreements, the total interest expenses would be estimated at this amount.

NON-TRADABLE DEBT

In 2024, the total non-tradable domestic debt was roughly NIS 4.4 billion. This debt was raised using the following instruments:

- 1

Designated bonds for pension funds ("Arad") - Due to the designated bond reform¹, no issuances were made through this instrument in 2024; however, the redemption of these bonds totaled NIS 5.4 billion.
- 2

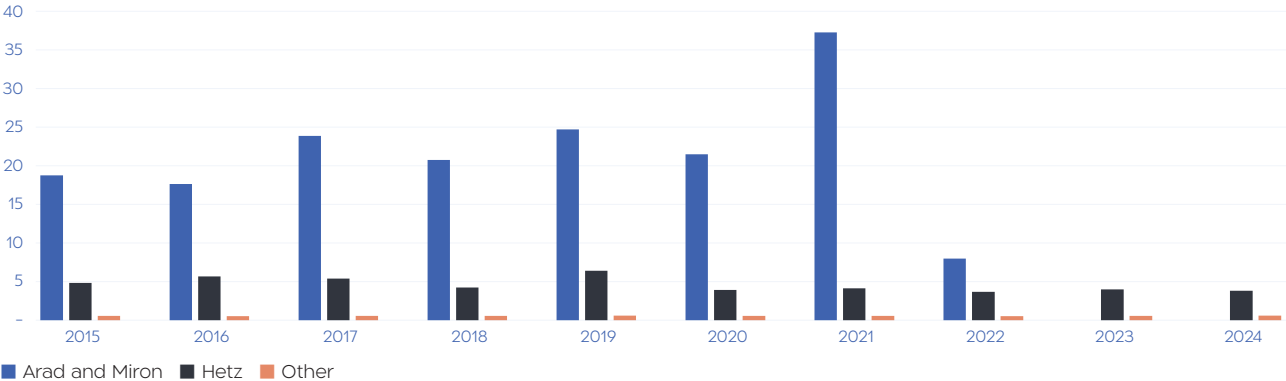
Designated bonds for life insurance companies ("Hetz") - From 1965 to 1990, non-tradable bonds for life insurance companies called "Hetz" (life-linked) were issued and featured a guaranteed yield. They had a fixed interest rate linked to an index, yielding between 4.0% and 6.2%. In the early 1990s, new entrants were excluded from receiving these bonds. In 2024, the volume of "Hetz" bond issuances was roughly NIS 3.8 billion, a decrease of nearly 4% compared to NIS 4.0 billion in 2023. This resulted in a negative net raise of approximately NIS 0.8 billion.
- 3

Various Deposits - These loans are CPI-linked with fixed interest rates of 4.95% to 5.95%. In 2024, nearly NIS 0.6 billion was raised in this instrument, similar to in 2023. The net raise was approximately negative NIS 0.1 billion.

Principal Funding and Redemptions in 2024 (NIS, millions)

Funding Instrument	Principal Funding	Principal Redemptions	Net Funding
Pension ("Arad")	-	5,422	(5,422)
Life insurance ("Hetz")	3,819	4,647	(829)
Other	600	725	(125)
Total	4,419	10,794	(6,375)

Figure 38: Domestic Funding by Non-Tradable Debt 2015-2024 (NIS billions)



¹ The final issuance of the "Arad" bonds was on September 1, 2022. As of October 1, 2022, the GDMU has granted pension funds yield guarantees in accordance with an alternative mechanism, ensuring yields on a portion of the pension portfolio similar to the previous mechanism.



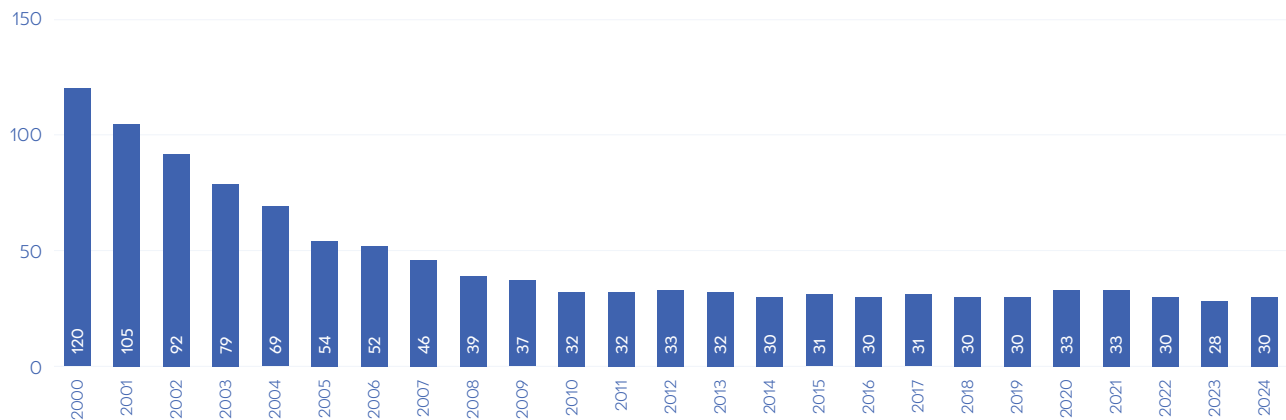
NON- TRADABLE DOMESTIC DEBT

06

In 2024, three bond series reached maturity, while five new bond series were issued. Accordingly, the total number of tradable bond series outstanding expanded compared to 2023, to include 30 bond series and the average issuance amount is 24.8.

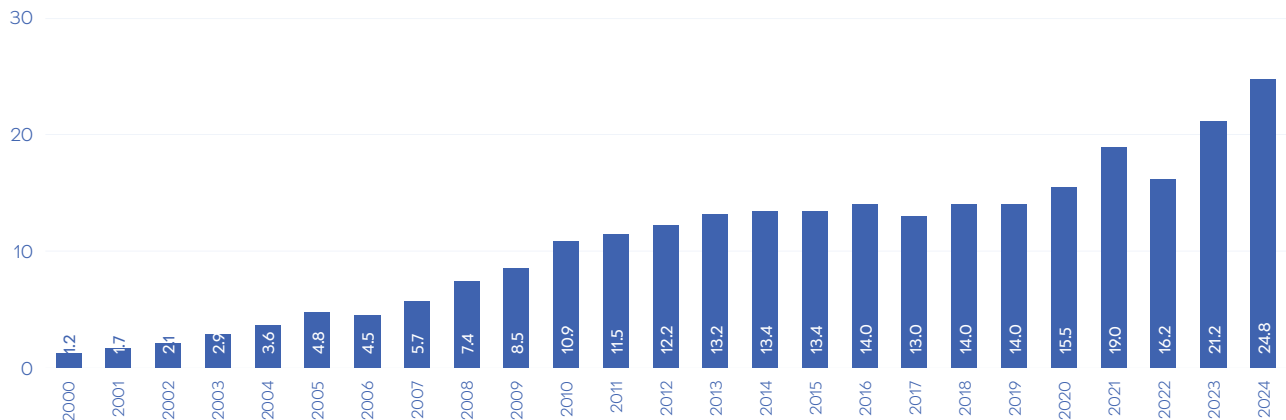
As can be seen in the graphs below, over the years, the number of tradable bond series has substantially declined, while the average size of each series has increased. This policy improves the tradability and liquidity of the bonds and contributes to efficient planning of the redemption curve for government debt.

Figure 36: Number of Tradable Series in 1998-2024



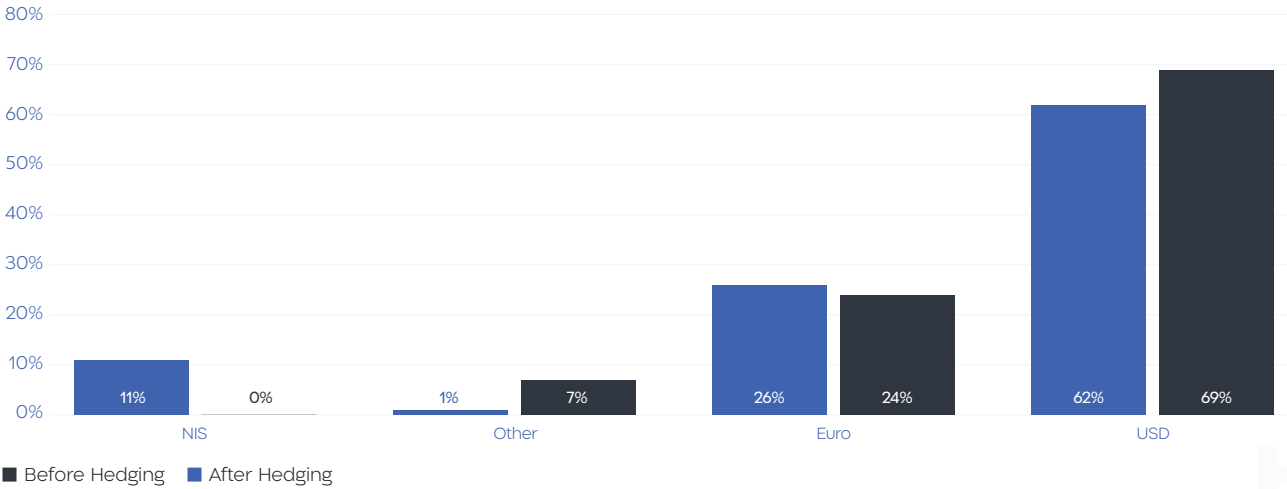
The figure shows the number of tradable series over the period. A gradual decline in the number of series can be observed over the years, followed by stabilization - in line with the policy aimed at increasing tradability within each series.

Figure 37: Average Series Size in 1998-2024 (NIS Billion)



The figure presents the average series size over the years. The data indicates a consistent upward trend in the average series size, reflecting a deliberate policy to concentrate issuance volumes in each series, with the goal of improving market tradability and liquidity.

Figure 35: External Debt Portfolio Before and After Hedging



Additional Models for Government Debt Risk Management



Average Issuance Amount and Number of Issuances

In accordance with the Accountant General's debt management policy, measures are taken to reduce the number of government bond series while increasing their volume.

During 2024, five new bonds series were issued in the tradable domestic market:

- 1. ILGOV 0335 with maturity in 2035 as a 10-year shekel benchmark.
- 2. ILGOV 0927 with maturity in 2027 as a 3-year shekel benchmark.
- 3. ILGOV 0829 with maturity in 2029 as a 5-year shekel benchmark.
- 4. ILCPI 1033 (CPI-linked) with maturity in 2033 as a 10-year CPI-linked benchmark.
- 5. ILFRN 1134 (floating rate) with maturity in 2034 as a 10-year variable rate benchmark.

In addition, in 2024, the short-term debenture series 1124, 0225, 0525, 0825 were issued.

Additionally, in 2024, the GDMU concluded exchanging on-the-run bonds with off-the-run bonds (such that the latter, in effect, becomes on-the-run), after exchanging ILGOV 0537 for ILGOV 0142 as a 20-year shekel benchmark.

→ Sensitivity of the Government Debt

	Change in Government Debt (NIS million)	Change in Debt-to-GDP Ratio for Government Debt (% GDP)
1% Increase in the Consumer Price Index	6,297	0.32%
1% Increase in the USD-NIS Exchange Rate	1,403.7	0.07%
1% Increase in the EUR-NIS Exchange Rate	477.1	0.02%

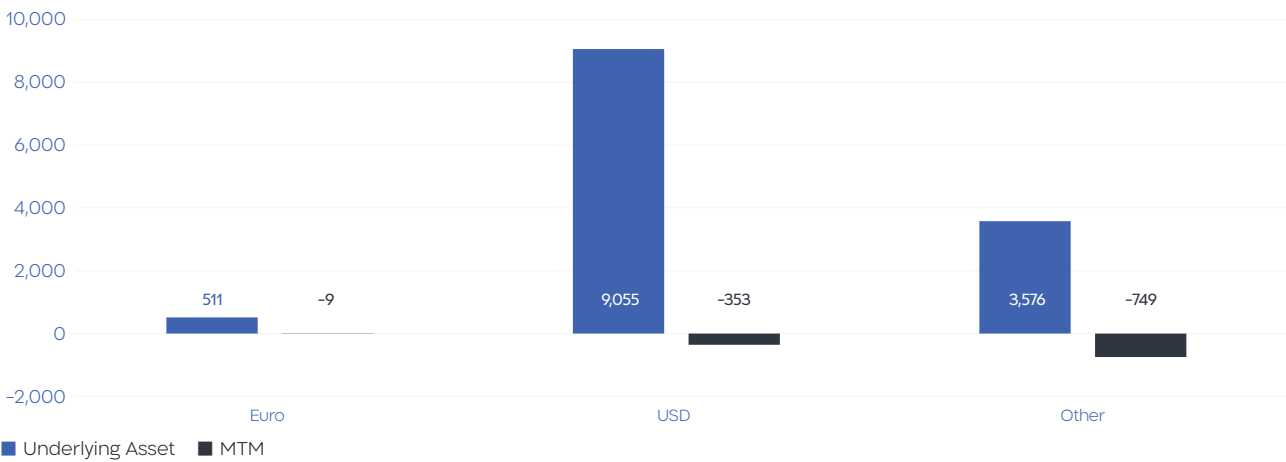
4. Credit Risk – The State conducts hedging transactions that expose the government to credit risk in the event of a counterparty's insolvency. The primary objective of the hedging policy is to reduce the interest expense budget's exposure to exchange rate volatility as a means of market risk management. Hedging transactions are divided between the long-term through Cross-Currency Swaps and the short-term through Forward and FX Swaps.

In 2024, the GDMU conducted hedging transactions against principal and interest payments totaling an estimated USD 5.3 billion and EUR 0.9 billion.

To minimize the impact of credit risk, the State only conducts hedging transactions with primary market dealers under a signed CSA agreement and ISDA contract. This agreement stipulates a weekly calculation for the transfer of securities based on the fair market value of the trades. This transfer of securities assists in reducing exposure to the insolvency risk of the counterparty.

As of December 31, 2024, the government's hedging portfolio totaled roughly USD 13.1 billion (the hedged amount). The mark-to-market value of all the positions as of December 31, 2024, reflects a financial advantage to the counterparty benefit of roughly USD 1.1 billion.

Figure 34: Hedging Transactions and Fair Market Value (NIS Millions)

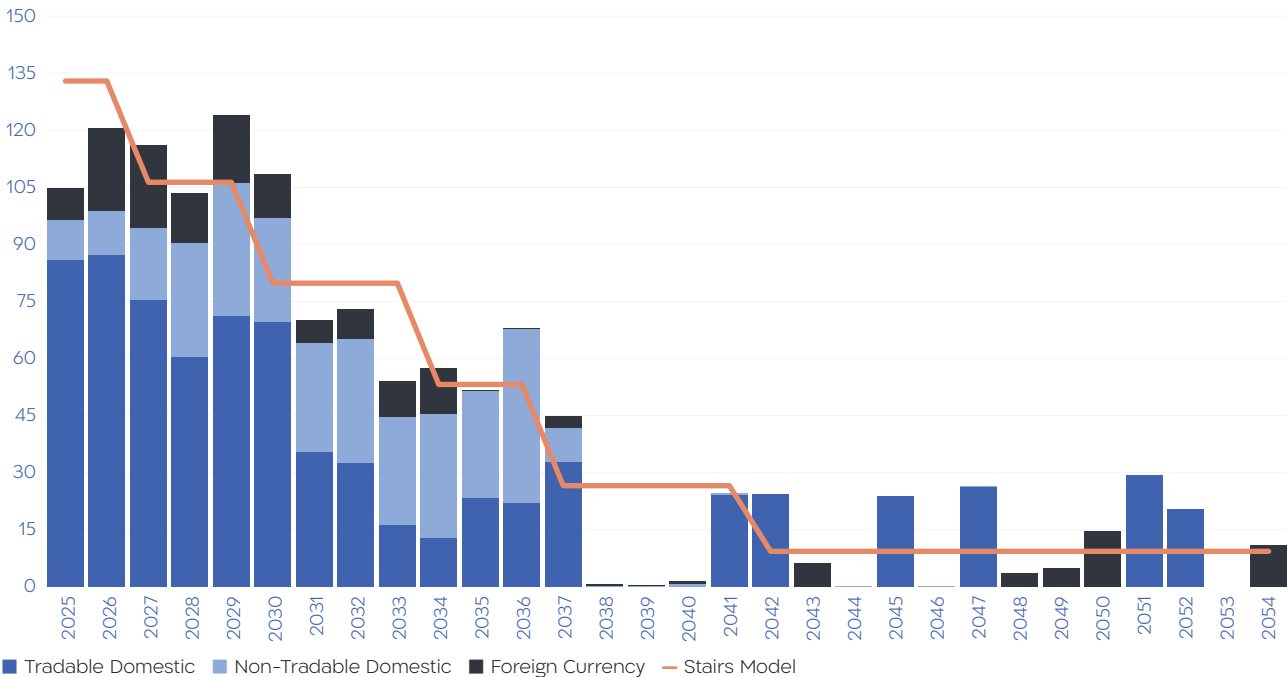


As of the end of 2024, before accounting for hedging, roughly 69% of the external debt portfolio was US Dollar-denominated, roughly 24% of the portfolio was Euro-denominated, and the remaining 7% was denominated in other currencies. After accounting for executed hedging transactions, the exposure of external debt to US Dollar, Euro, and other currencies falls to levels of 62%, 26%, and 1%, respectively. The hedging transactions illustrate that roughly 11% of the external debt portfolio is, in effect, tied to the Shekel.

Several models are used to manage refinancing risk:

a. Issuance Framework (Stairs) - GDMU implements a long-term strategy in domestic and external tradable debt through the stairs model.

Figure 33: NIS Billions



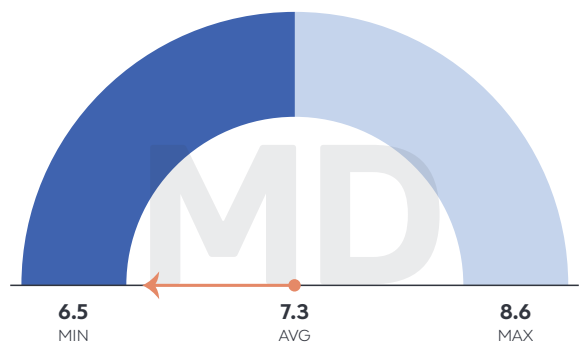
b. Fixed model for short-term bonds - Issuing new bonds with maturities up to one year to smooth the redemption schedule.

2. **Liquidity Risk** - The risk that existing financing resources will not sufficiently cover the needs of the State at any given time.

3. **Market Risk** - The risk of changes in government debt and interest expenditures as a result of market changes (indexes, interest rates, and currency exchange rates).

→ **Modified Duration**

A metric that indicates the influence of interest rates on the market value of debt. The modified duration of government debt decreased to about 6.5 for 2024 from roughly 6.9 in 2023.



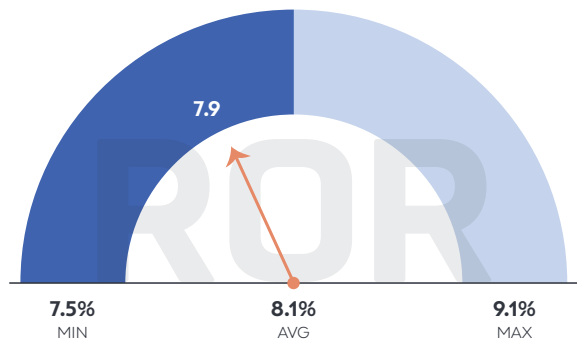
→ **Sensitivity to Consumer Price Index (CPI)** - CPI-linked debt constituted around 47% of the portfolio at the end of 2024, thus the main sensitivity of the debt portfolio is its exposure to changes in the CPI. A change of 1% in the CPI results in an estimated adjustment of NIS 6.3 billion to the debt portfolio's absolute value.

→ **Sensitivity to Currency Exchange Rates** - debt denominated in foreign currencies constituted around 15% of the portfolio as of the end of 2024, exposing that debt to exchange rate fluctuations, which impact both the debt portfolio and ongoing interest payments. In order to minimize possible exchange rate risk, the GDMU conducts hedging transactions.

Government Debt Risk Management

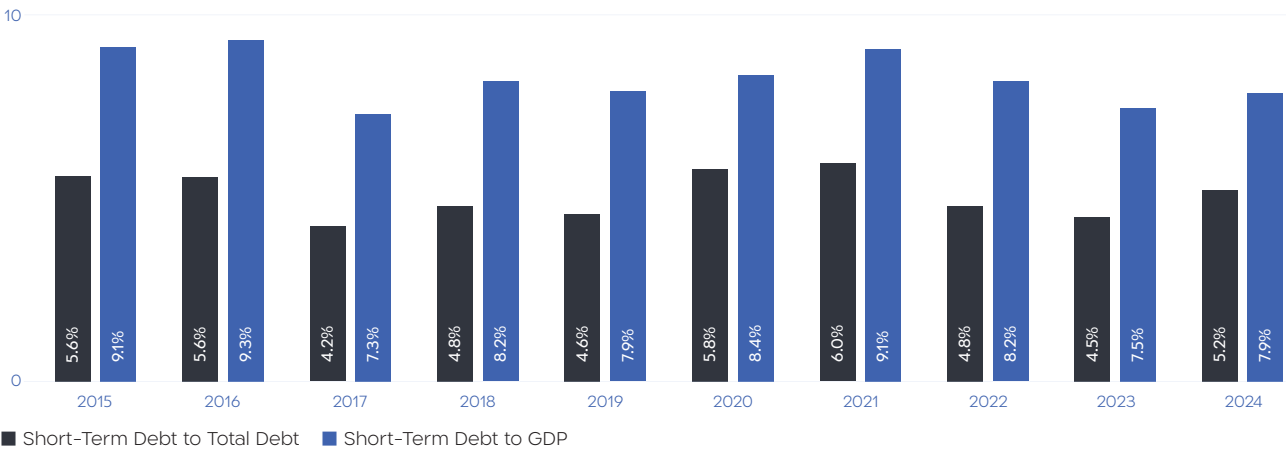
1. **Refinancing Risk** – The risk that the State will not be able to meet its obligations to pay past debt or will have to refinance the debt at elevated costs.

→ **Rollover Ratio (ROR)**



Debt raised in 2024 was characterized by a shorter ATM compared to the previous year, and the ROR rose to a level of roughly 7.9%, compared to about 7.5% in 2023. Furthermore, the ratio of short-term debt-to-GDP was higher than 2023, amounting to about 5.3% in 2024 compared to about 4.5% in 2023.

Figure 31: Ratio of Short-Term Government Debt to Total Debt and to GDP for 2015-2024 (%)



→ **Average Time to Maturity (ATM)**

As of the end of 2024, the ATM decreased to 8.7 years from 8.9 years at the end of 2023. The debt issuance strategy in recent years sought to gradually extend the ATM and government debt maturities to around 9 years, as well as maintain the targeted ROR range (as explained in the definitions document).

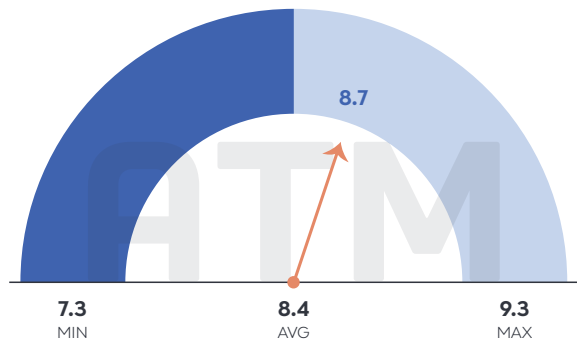
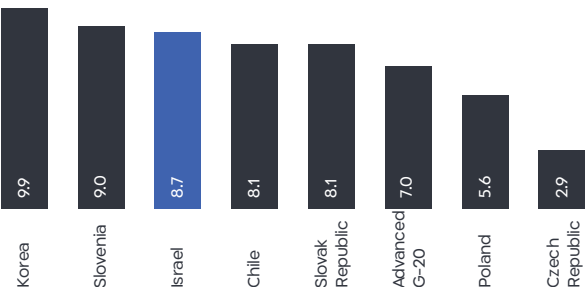


Figure 32: International Comparisons of ATM



In a comparative analysis among relevant countries, the debt portfolio's ATM is situated between peer countries and is high relative to developed economies.

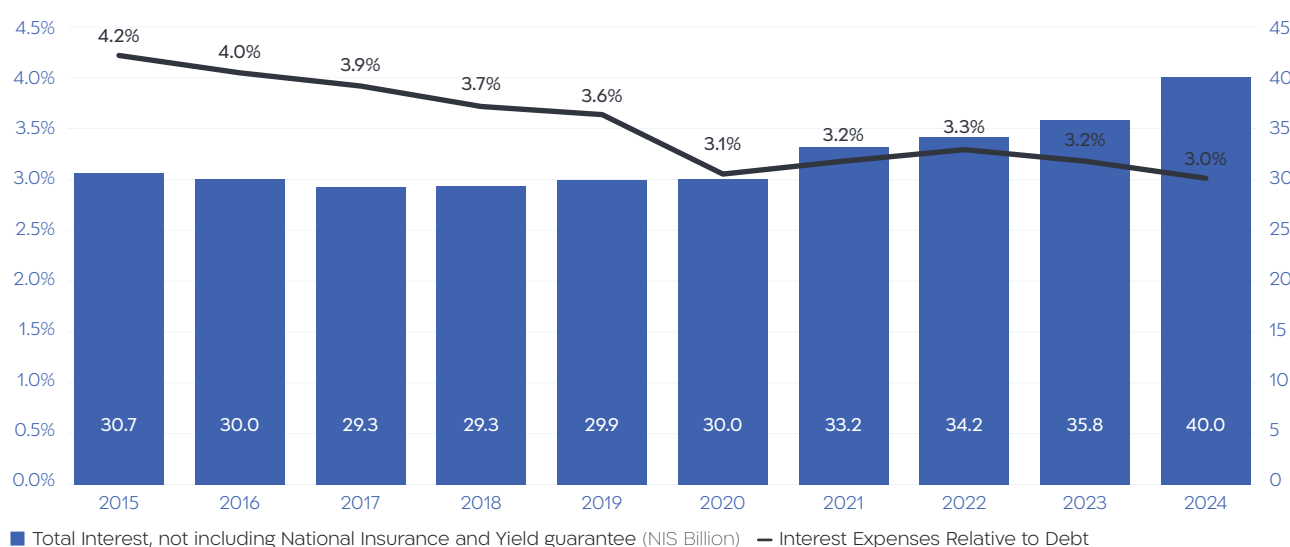
Tradable Domestic Channel: Interest expenses increased by roughly NIS 1.7 billion, in 2024, from NIS 12.6 billion to NIS 14.4 billion. The interest expense rate as a percentage of the total tradable domestic debt decreased from 2.2% to 2.0%.

Non-Tradable domestic Channel: Interest expenses increased by roughly NIS 0.2 billion, in 2024, from NIS 16.4 billion to NIS 16.6 billion. The interest expense rate as a percentage of total non-tradable domestic debt stands at 4.8% the same as in 2023.

External Channel: Interest expenses increased by roughly NIS 2.2 billion, from NIS 6.9 billion in 2023 to NIS 9.1 billion in 2024. The interest expense rate as a percentage of the total external debt increased from 4.1% in 2023 to 4.3% in 2024.

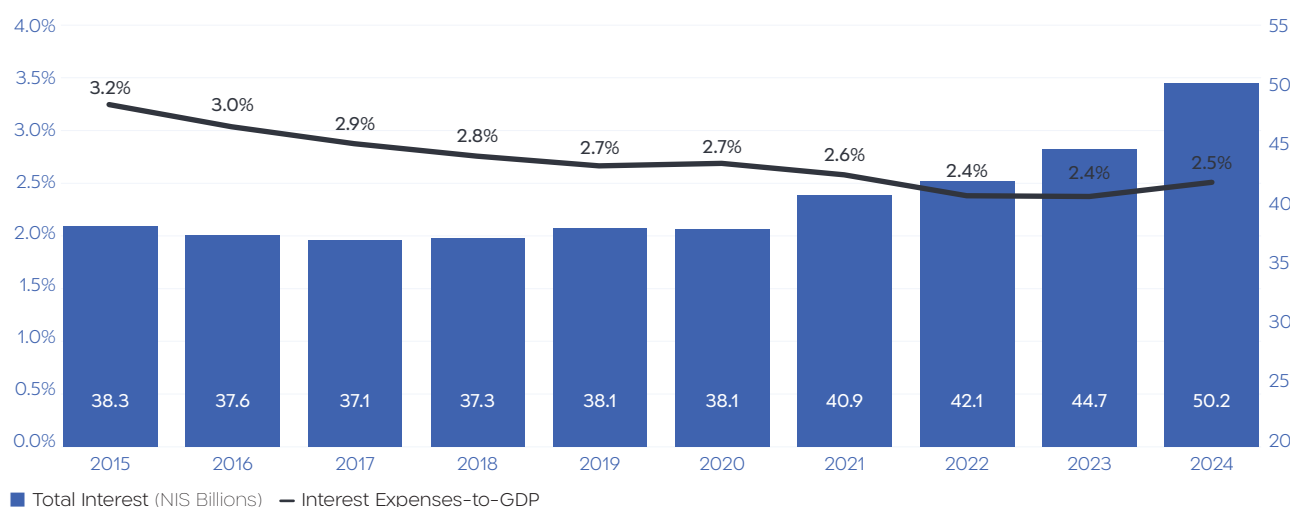
When the GDMU measures the interest expenses of government debt as a percent of the government debt portfolio, the results reflect a downward trajectory over the past decade. It fell from 4.2% in 2015 to roughly 3.0% in 2024 due to the larger increase in government debt rather than the increase in interest expenses.

Figure 29: Interest Expenses on Government Debt Relative to the Government Debt Portfolio in 2015-2024



When the GDMU measures the interest expenses of government debt as a percent of GDP, the results reflect a downward trajectory over the past decade. It fell from 3.2% in 2015 to roughly 2.5% in 2024. In 2024, a low growth rate relative to recent years as well as an increase in interest expenses caused a slight uptick relative to 2023.

Figure 30: Government Interest Expenses-to-GDP in 2015-2024

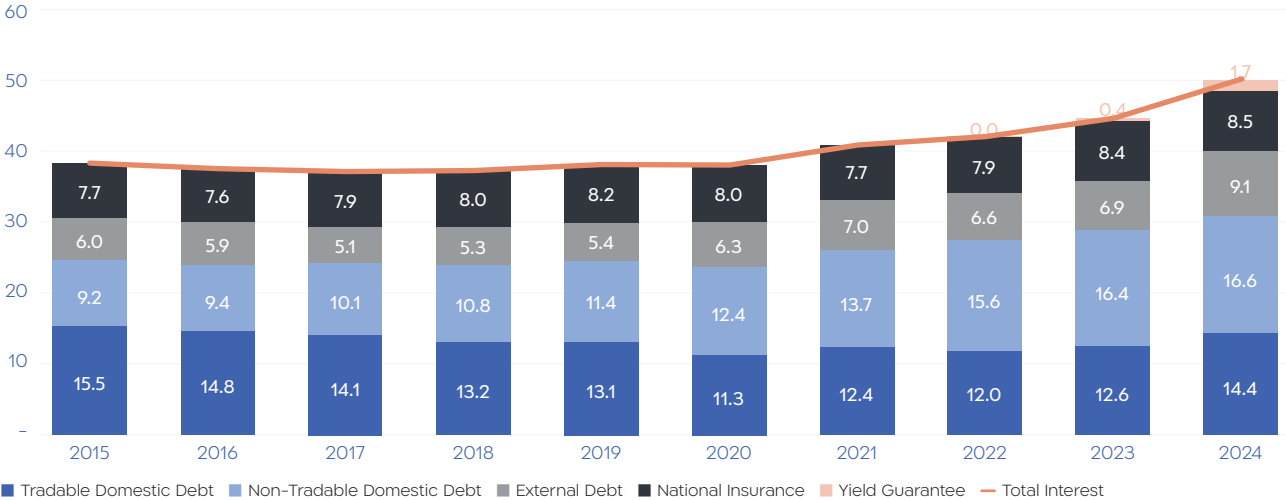


Interest Expenses on the Government Debt

The interest expenses of the government are comprised of the interest payments and the finance expenses for the government debt, the budgetary provision for the guarantee of yields from pension funds and interest payments for the National Insurance debt. These expenses are recorded in the State budget under a designated article.

Interest expenses in 2024 amounted to roughly NIS 50.2 billion, compared to roughly NIS 44.7 billion in 2023. Government expenses in 2024 amounted to approximately NIS 621 billion, compared to about NIS 516 billion in 2023. Despite the nominal increase in interest expenses, the proportion of interest expenses decreased to 8.1% of total government expenditures, compared to roughly 8.7% in 2023.

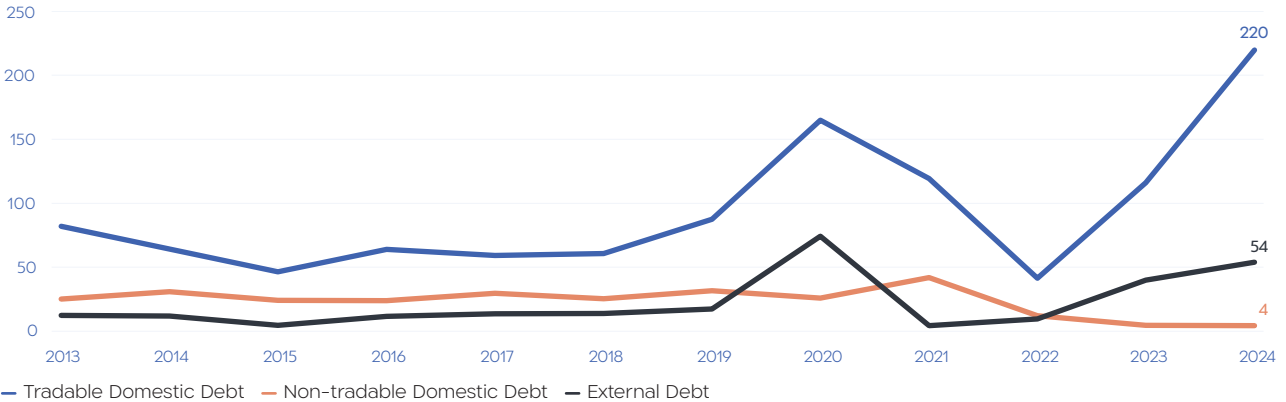
Figure 27: Government interest expenses in 2015-2024 (NIS Billions)



The interest expenses for the government debt include the interest payments and the finance expenses for the government debt (Tradeable domestic debt, non-Tradeable domestic debt and external debt). The change in interest expenses is primarily influenced by net issuance of government debt, which stems from the financing needs of the government. Market effects, such as interest rates, inflation and exchange rates, are a secondary explanatory factor for the change in interest expenses.

In the years 2023-2024 the outstanding government debt increased by about NIS 290 billion, in line with the high government deficit during these years. The deficit as a ratio to GDP during 2023-2024, was 4.1% and 6.8% respectively, compared to an average of around 3% for the previous decade.

Figure 28: Government Debt Issuance by Channel (NIS Billions)



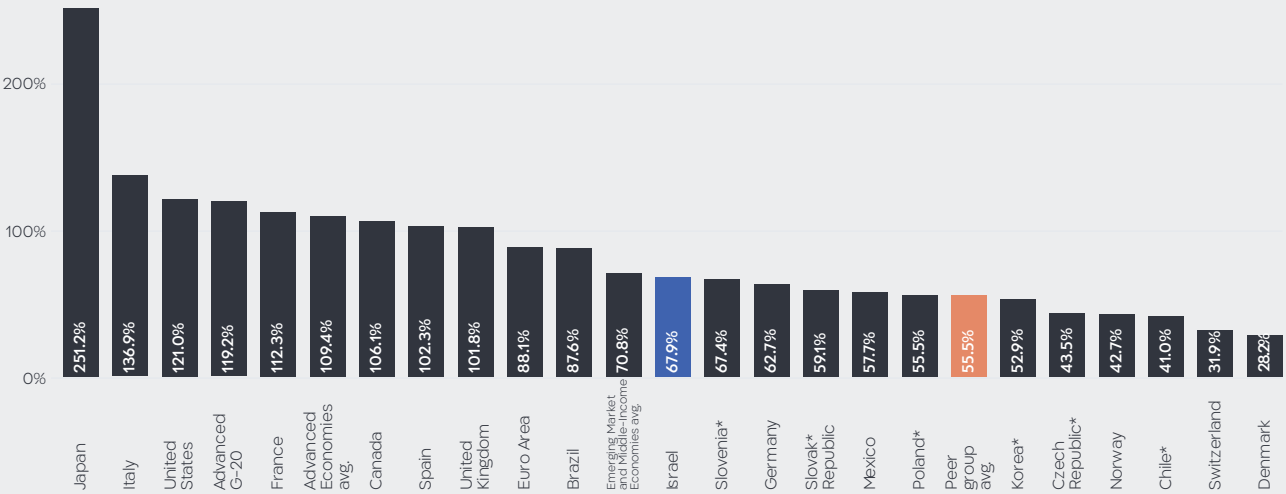
The graph above illustrates the increase in government debt issuance in the tradable domestic and external channels, in light of the elevated government financing needs in the year of Covid-19, and since the outbreak of the war. In parallel, there is a substantial decrease in the issuance of non-tradable domestic debt, following the designated bonds reform and shift to a yield guarantee mechanism starting in October 2022.

Debt-to-GDP Ratio

In the decade leading up to the COVID-19 pandemic, the debt-to-GDP ratio was on a downward trend due to responsible fiscal policy and efficient debt management, among other factors. In 2024, the increase in the financial needs of the government following the continuation of the "Iron Swords" war, led to an increase in the government debt-to-GDP. In 2024, the government debt-to-GDP ratio increased by roughly 6.5% compared to 2023, amounting to roughly 66.5%.

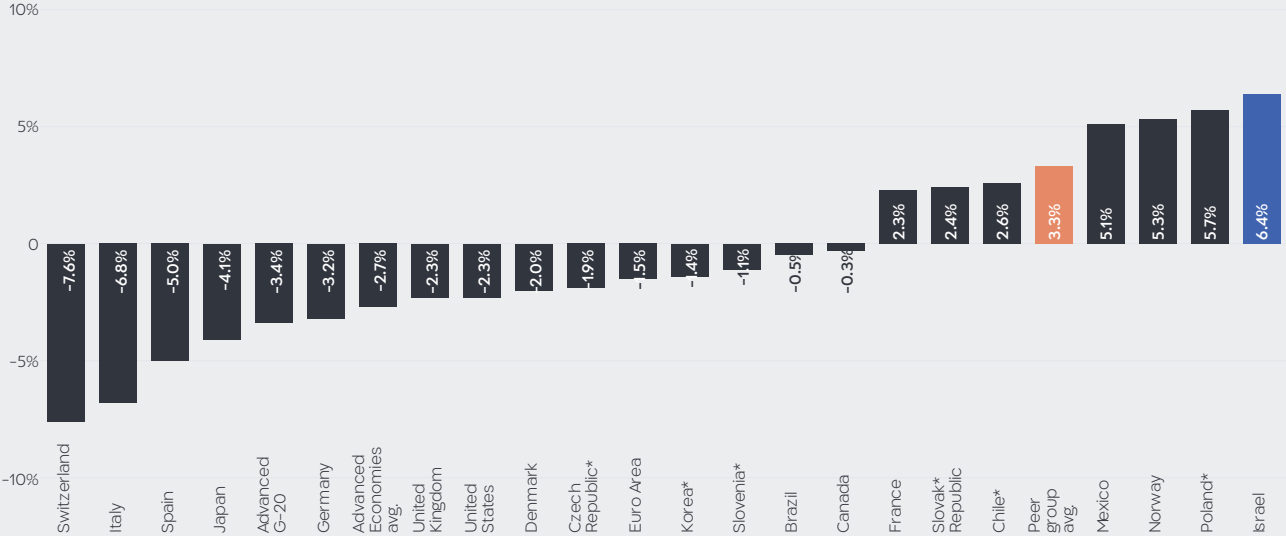
The public debt-to-GDP ratio increased by approximately 6.4%, reaching roughly 67.9%.

Figure 25: Public Debt-to-GDP Ratio, 2024



Source: Ministry of Finance and Bank of Israel, other countries: IMF Fiscal Monitor, October 2024

Figure 26: Change in Public Debt-to-GDP Ratio, 2023-2024



Source: Ministry of Finance and Bank of Israel, other countries: IMF Fiscal Monitor, October 2024

The graphs above indicate the debt-to-GDP ratio of public debt for 2024 rose by approximately 6.4%, in contrast to the average increase of roughly 3.3% in the debt-to-GDP ratios of the peer countries. While the public debt-to-GDP ratio level of 67.9% is above the peer group average, it remains low in comparison to the advanced economies average level and to the Euro Area average level.

*Peer countries

DEBT PORTFOLIO

Government Debt

At the end of 2024, the government debt portfolio amounted to roughly NIS 1,329 billion, compared to roughly NIS 1,127 billion at the end of 2023, marking an estimated 17.9% increase in the debt portfolio.

In 2024 there was a continued increase in financing needs, due to the 'Iron Swords' war. As a result, the amount of capital raised in government debt offerings stood at roughly NIS 278 billion in 2024, compared to roughly NIS 160 billion in 2023. The capital raised in 2024 included roughly NIS 220 billion in tradable domestic debt, roughly NIS 54 billion in external debt, and roughly NIS 4 billion in non-tradable domestic debt.

Issuances in the tradable domestic market during 2024 constituted roughly 79% of the annual capital raised, compared to roughly 72% in 2023. As of the end of 2024, the tradable domestic debt outstanding comprises roughly 59% of the government's debt portfolio.

Issuances in external markets during 2024 constituted about 19% of the annual capital raised, compared to about 25% in 2023. Out of about NIS 54 billion raised in this channel during 2024, roughly NIS 44.8 billion were raised in public and private debt offerings. In March 2024, benchmark offerings of US dollar-denominated bonds with 5, 10 and 30-year maturities were issued, and during the year, eight private debt offerings denominated in Euros and Brazilian Real were issued. In addition, capital raising via the Israel Bonds Organization amounted to roughly NIS 9.3 billion. At the close of 2024, external debt outstanding accounted for roughly 15% of the total government debt.

Offerings of CPI-linked debt are issued through tradable and non-tradable domestic instruments. During 2024, following the reform ending designated bond issuances, non-tradable domestic issuances, all of which are CPI-linked, constituted just 2% of total government debt issuance, a decrease from 3% during 2023. This channel of capital raising amounted to roughly NIS 4.4 billion.

Issuances of CPI-linked tradable domestic debt amounted to roughly NIS 59 billion and constituted around 21% of the total government debt issuance in 2024, compared to roughly 20% in 2023.

In 2024, the rate of CPI-linked debt stock decreased to around 47%, as opposed to 50% in 2023, despite a 3.2% annual rate of inflation. This decline is attributable to the net positive increase in issuing of non-CPI-linked debt compared to CPI-linked debt.

Figure 23:
Total Government Issuances and Distribution Across Channels, 2015-2024 (NIS Billion)

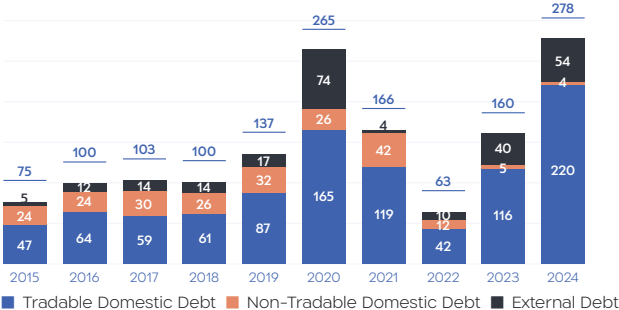
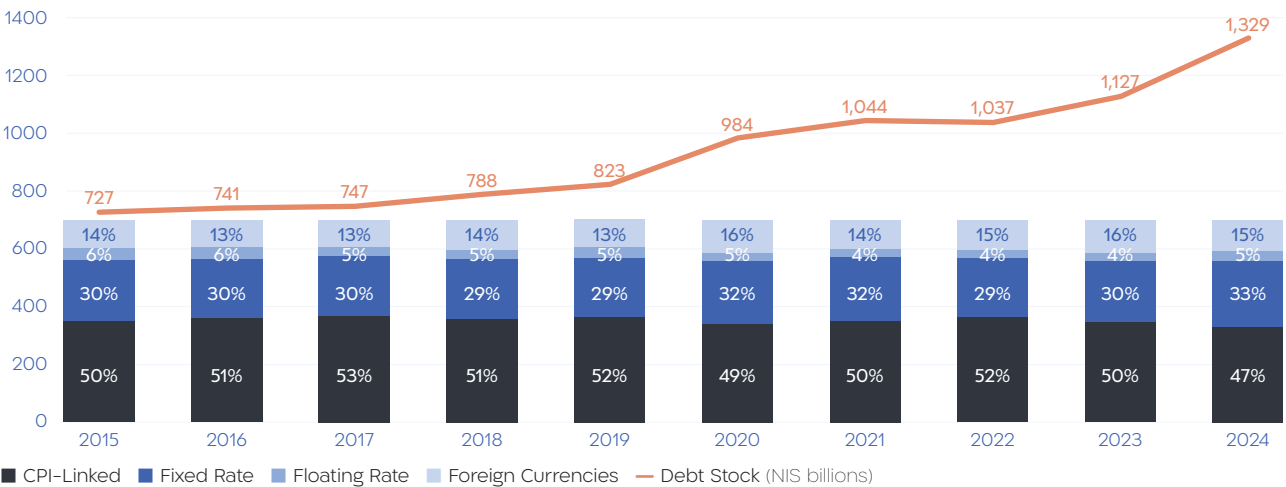


Figure 24: Government Debt Portfolio and Distribution by linkage, 2015-2024



28-36

DEBT PORTFOLIO

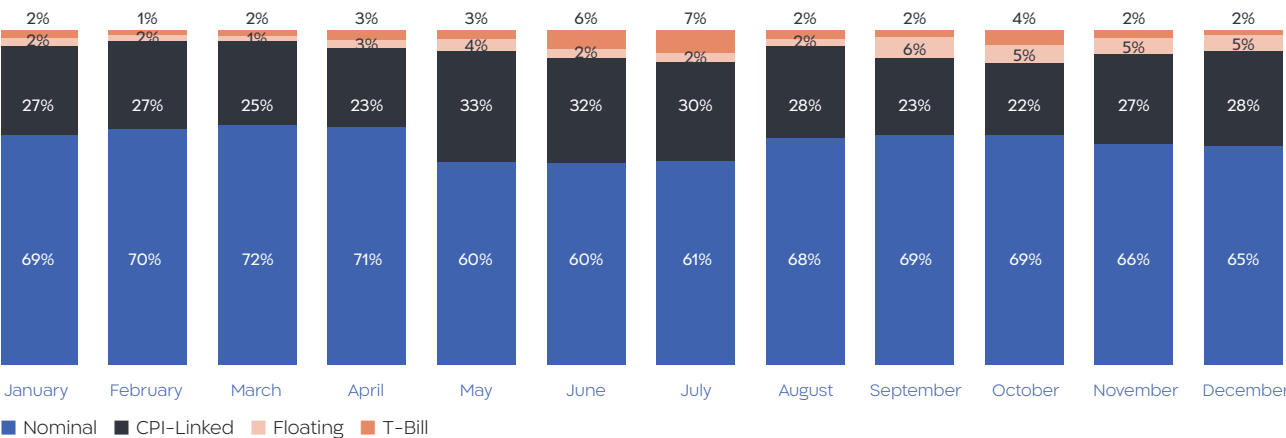
05

Distribution of Trading in the Various Channels

As in previous years, trading in government bonds in 2024 was concentrated on the non-indexed Nominal segment. The relationship between the various segments in all trading arenas in 2024:

Nominal: 66.6% of trading (2023 – 65.9%); **CPI-Linked:** 27.0% (2023 – 30.3%); **Variable Interest Rate:** 3.4% (2023 – 3.4%); **Short Term Bond:** 3.0% (2023 – 0.3%)

Figure 21: Breakdown of Trading Turnover in Different Segments



Lending Facility

In 2024, the Lending Facility balance, the market value of the borrowed bonds, ranged between NIS 2.5 billion and NIS 5.3 billion.

Figure 22: Borrowing on the Lending Facility (NIS, millions)



Distribution of Holdings of Tradable Government Bonds

Notable Figures:

34.9%

The share of holdings by pension funds and provident funds was about 34.9% at the end of 2024, compared to 33.4% at the end of 2023.

9.6%

The share of holdings by foreign investors was about 9.6% at the end of 2024, compared to 11.2% at the end of 2023.

9.1%

The Bank of Israel's holding in declined to about 9.1% percent, compared with about 11.8% percent in 2023.

Trading Volumes

In 2024, the government bond market was characterized by high trading volumes across all segments compared to 2023. This was driven by a persistently high inflation environment, which led to continued high interest rates.

Additionally, Donald Trump's victory in the U.S. presidential election raised renewed concerns about the potential impact of his planned policy changes on price levels. As a result, inflation expectations in the U.S. surged sharply, accompanied by a strengthening of the U.S. dollar globally.

Additionally, the "Iron Swords" war, which began after the events of October 7, 2023, has contributed to an increase in the risk premium in Israel as well as a dramatic rise in financing needs. All of these led to the rise in the volatility of government bond prices and an increase in trading volumes.

The average daily trading volume of government bonds on TASE was NIS 3.5 billion, compared to an average of NIS 3.1 billion in 2023, and the total trading volume on TASE amounted to NIS 671 billion in 2024 compared to NIS 605 billion in 2023.

In MTS, the trading volume in 2024 declined compared to 2023 and reached a level of about NIS 39 billion, compared to a level of about NIS 43 billion. OTC trading increased to NIS 144 billion, compared to NIS 116 billion in 2024.

The following is the distribution of trading volumes between the various trading platforms in 2024:

78.5%

(79.0% - 2023)

TASE

4.6%

(5.7% - 2023)

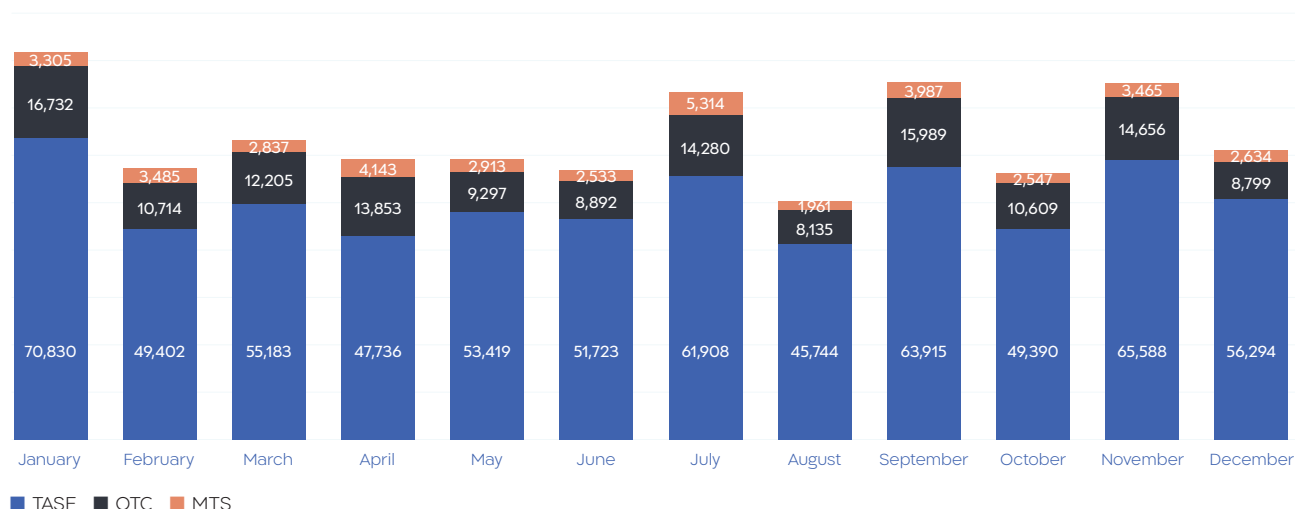
MTS

16.9%

(15.2% - 2023)

OTC

Figure 20: Trading Volumes of Government Bonds in 2024 (NIS millions)



SECONDARY MARKET

Primary Market Rankings

The ranking of the Primary Dealers in the primary market is based on the volume of purchases in the tenders. The ranking is calculated quarterly and annually.

Secondary Market Rankings for 2024

The secondary market rankings are based on trading data and quotes on MTS, both on the CPI-indexed and Nominal bonds. The rankings are calculated for weekly, monthly, quarterly, and yearly periods. Based on the weekly rankings, the rates of Green-Shoe to which primary dealers are entitled are determined.

	Yearly Primary Market Ranking Volume of purchases in issuance auctions, in NIS	Yearly Secondary Market Ranking - Nominal Activity in the MTS trading platform	Yearly Secondary Market Ranking - CPI-linked Activity in the MTS trading platform
1	Leumi	Leumi	Leumi
2	Hapoalim	Hapoalim	Hapoalim
3	Discount	Mizrahi Tefahot	Mizrahi Tefahot
4	Barclays	Discount	Discount
5	Goldman Sachs	Deutsche Bank	Goldman Sachs
6	Merrill Lynch	Goldman Sachs	Deutsche Bank
7	Citibank	Barclays	Merrill Lynch
8	Deutsche Bank	JP Morgan	Barclays
9	Mizrahi Tefahot	Merrill Lynch	JP Morgan
10	Fibi	Citibank	Citibank
11	BNP Paribas	Fibi	Fibi
12	JP Morgan	BNP Paribas	BNP Paribas

SECONDARY MARKET

24-26

Yields on Foreign Currency Denominated Bonds Issued by the Israeli Government

The graphs below illustrates bond yields in dollars and euros with maturities of 5, 10, and 30-years. The yields on these securities constitute the consolidation curve for domestic market risk.

Figure 18: The yield of treasury bonds in USD

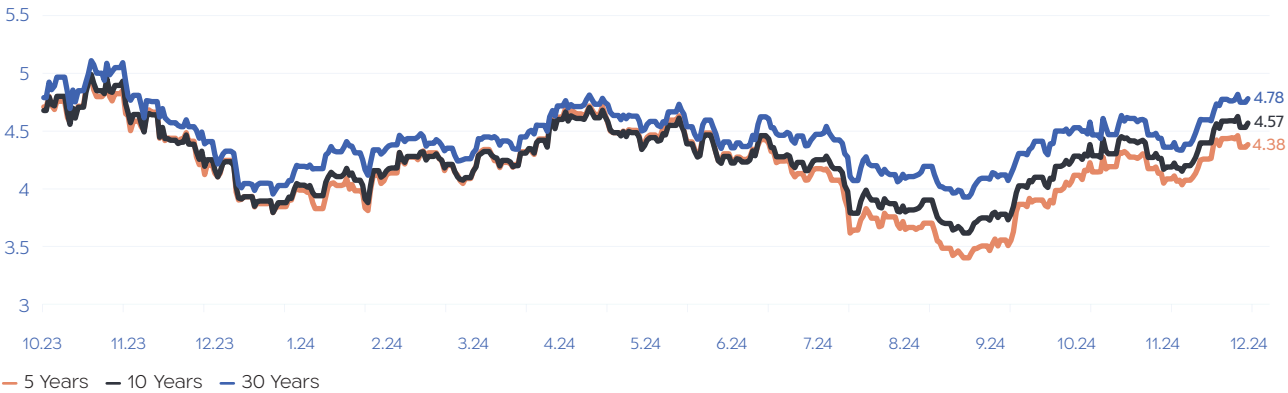
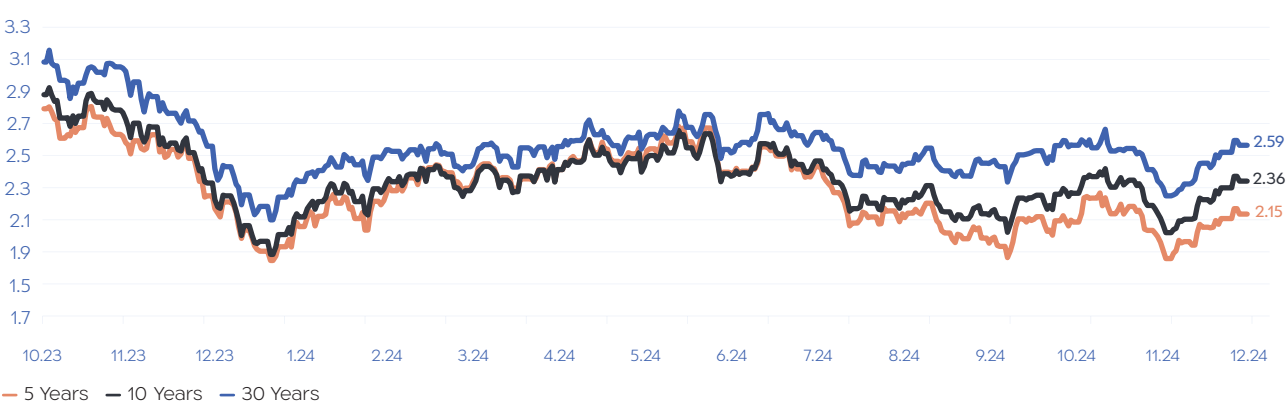


Figure 19: The yield of treasury bonds in EUR



Israel's rating to "A" with a "negative" outlook. Ceasefire agreements made by Israel (in November 2024 with Hezbollah and in January 2025 with Hamas) prompted each rating agency to issue statements confirming that these ceasefires would strengthen the country's financial capabilities, provided that the agreements prove sustainable.

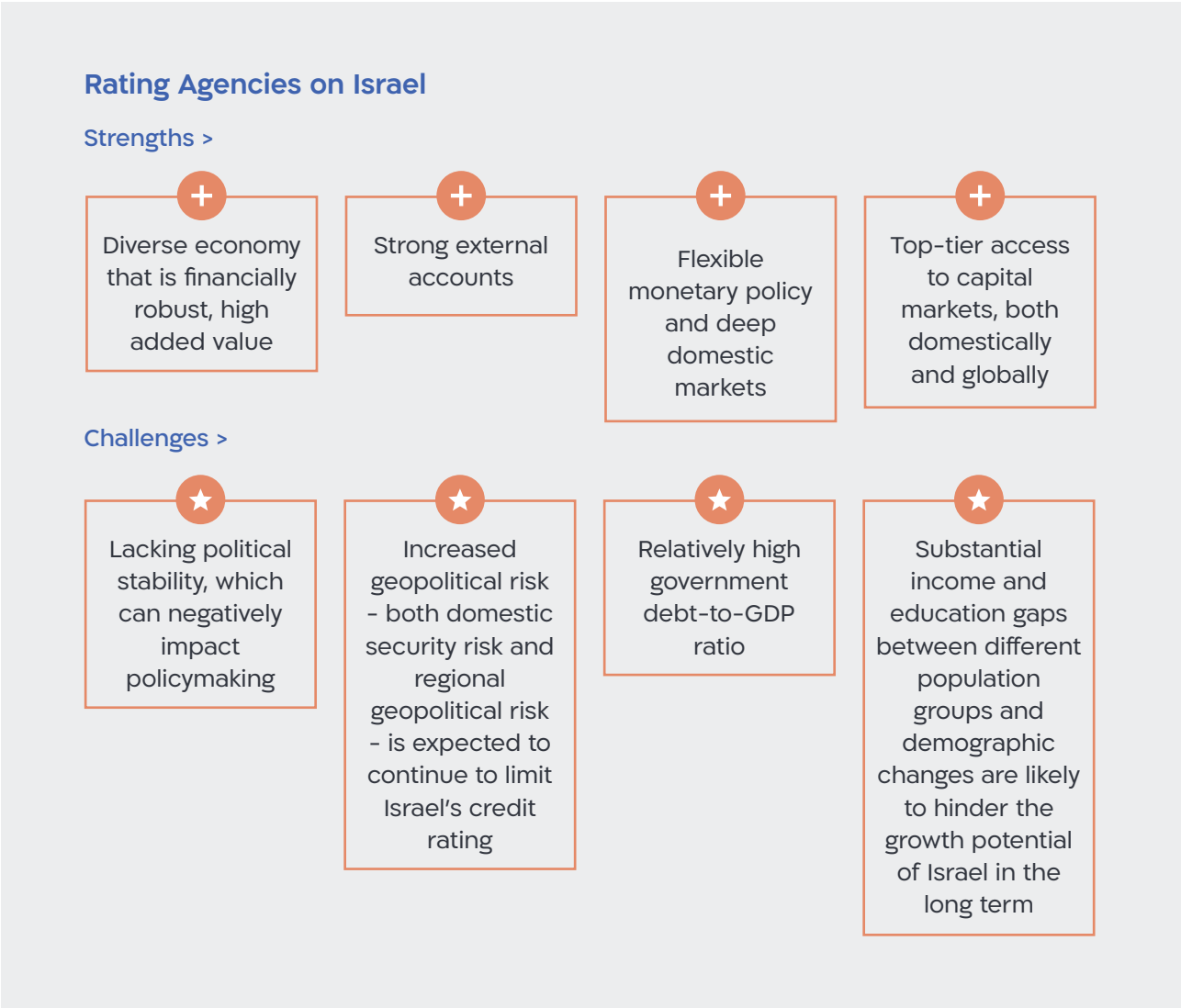
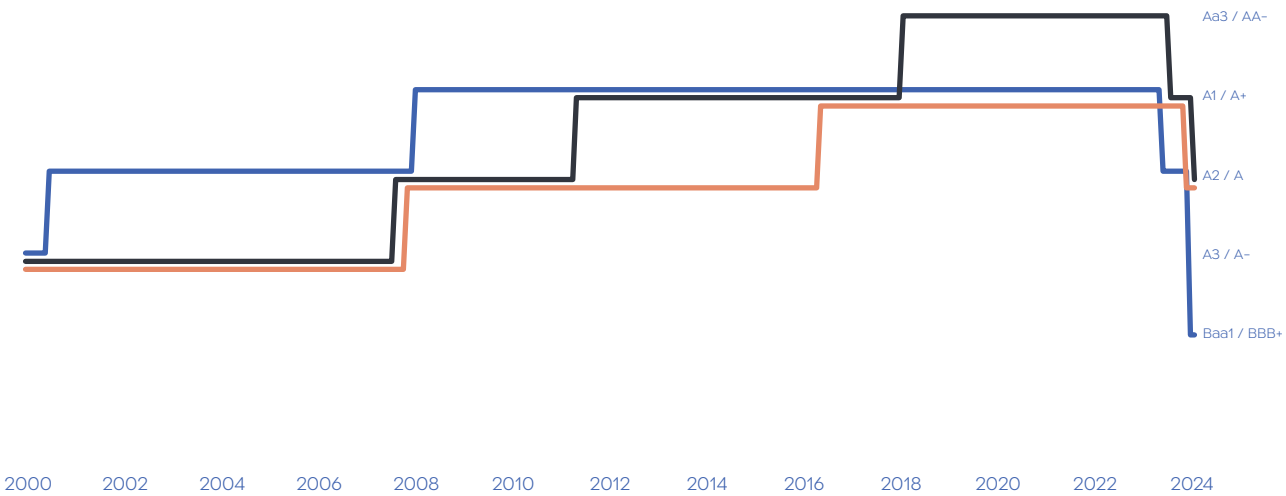


Figure 17: Development of Israel's Credit Rating



Loans from Foreign Governments and Other Loans

There is a balance of nontradable foreign currency debt consisting of bonds to foreign governments, international institutions, foreign banks, and bi-national funds. As of the end of 2024, this balance amounted to roughly NIS 1.24 billion, compared to NIS 1.5 billion at the end of 2023. It constitutes about 1% of the total foreign currency debt.

Figure 15: Debt Portfolio by Currency (%)

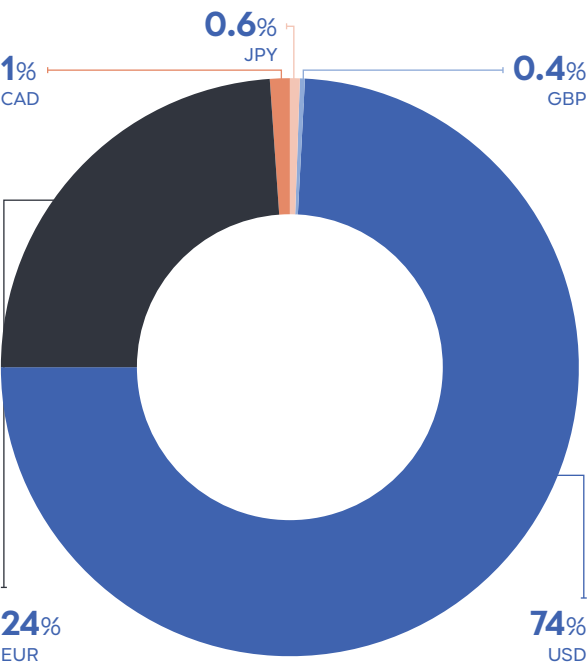
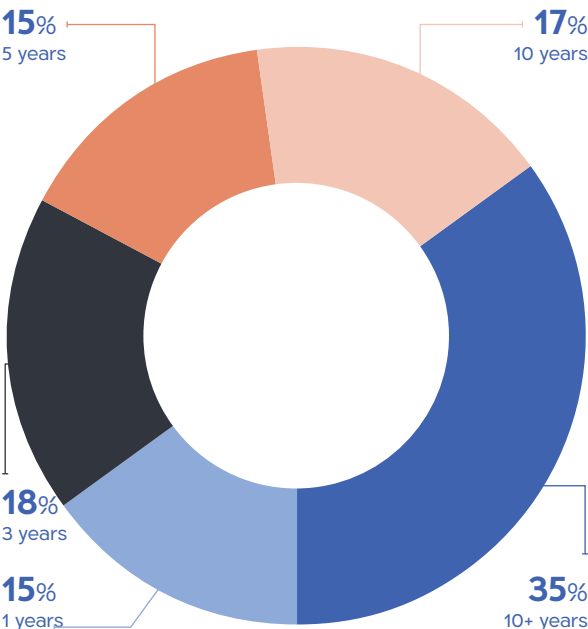


Figure 16: External Market Debt Portfolio by Maturity - Principal Only (%)



The State of Israel's Credit Rating

In October 2023, with the start of the "Iron Swords" war, the rating agency S&P reaffirmed Israel's credit rating at "AA-" while downgrading its outlook to "negative." Similarly, in October 2023, the rating agency Fitch reaffirmed Israel's credit rating at "A+" but placed Israel on a "Rating Watch Negative". The rating agency Moody's also placed Israel on a "Rating Under Review" (RUR) in October 2023. In February 2024, Moody's downgraded Israel's credit rating for the first time since it began rating the country to "A2" with a "negative" outlook.

	Moody's	S&P	Fitch
Rating	Baa1	A	A
Outlook	Negative	Negative	Negative

Amid the regional escalation in April 2024 and Iran's rocket attack on Israel, S&P downgraded Israel's rating to "A+" with a "negative" outlook. In the same month, Fitch removed Israel from "Rating Under Review" (RUR) and maintained its rating at "A+", but downgraded the outlook from "stable" to "negative" due to concerns over a broader regional escalation. In May 2024, Moody's reaffirmed Israel's rating at "A2" with a "negative" outlook.

In August 2024, due to the ongoing war and regional tensions, Fitch downgraded Israel's rating to "A" with a "negative" outlook, citing concerns that these factors would burden public spending in both the short and long term. The agency also positively noted Israel's strong external accounts. In September 2024, Moody's downgraded Israel's rating by two notches to "Baa1" with a "negative" outlook, primarily due to the significant increase in geopolitical risk and its implications for Israel's creditworthiness. Following continued fighting with Hezbollah and the limited ground operation in Lebanon, in October 2024, S&P downgraded

Global Public Offerings - February 2025

In February 2025, the State of Israel issued dollar-denominated bonds through a public offering in international markets. The bonds were issued with 5 and 10 year maturities, totaling USD 5 billion. The spreads above the yields of the relevant benchmark U.S. Treasury rates were 120 and 135 basis points, respectively. High demand for these offerings reached a level of at approximately USD 23 billion - 4.6 times more than the amount issued following the 2024 public issuance, which recorded the highest demand ever in a public issuance by the State of Israel.

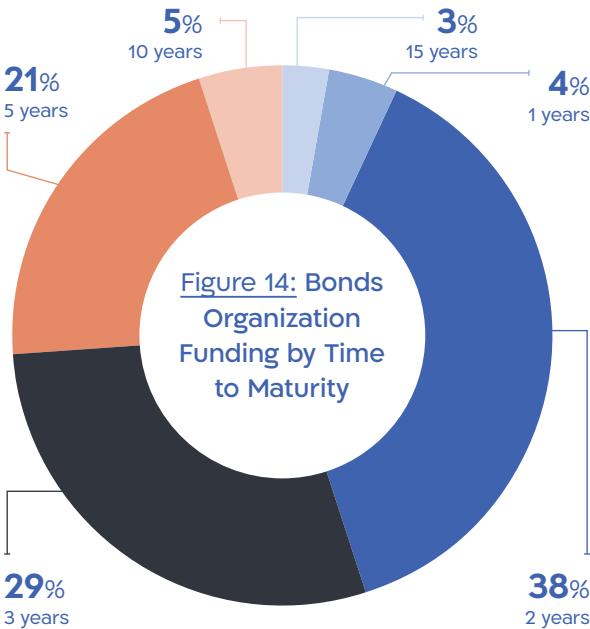
Private Placements

Due to the increased financing needs resulting from the Iron swords war, 8 private placements were executed in 2024, denominated in euro and brazilian real, raising roughly a net amount of NIS 16 billion. This follows the trend of 2023, when approximately a net amount of NIS 23 billion was issued.

Issuances through the Israel Bonds Organization

In 2024, Israel Bonds raised roughly USD 2.5 billion, following a peak of approximately USD 2.7 billion in 2023.

As of the end of 2024, the total stock of debt raised through Israel Bonds is approximately NIS 26.7 billion, compared to NIS 23.2 billion at the end of 2023.



United States Government Guarantees

Under the guarantee program, in the years 2003- 2004, the State of Israel issued bonds with a par value of USD 4.1 billion. The Israeli government has not utilized the guarantee program since November 2004. As of the end of 2024, the balance available for use under the program is USD 3.8 billion.

The stock of bonds guaranteed by the U.S. government, as of the end of 2024, stands at roughly NIS 12.5 billion, compared to roughly NIS 21.5 billion at the end of 2022. This decrease is due to repurchases of bonds with this guarantee made in 2022, as well as exchange rate fluctuations.

GLOBAL MARKETS

AS OF THE END OF 2024, THE TOTAL STOCK OF GLOBAL DEBT AMOUNTED TO APPROXIMATELY NIS 203 BILLION, COMPARED TO ROUGHLY NIS 180 BILLION AT THE END OF 2023.

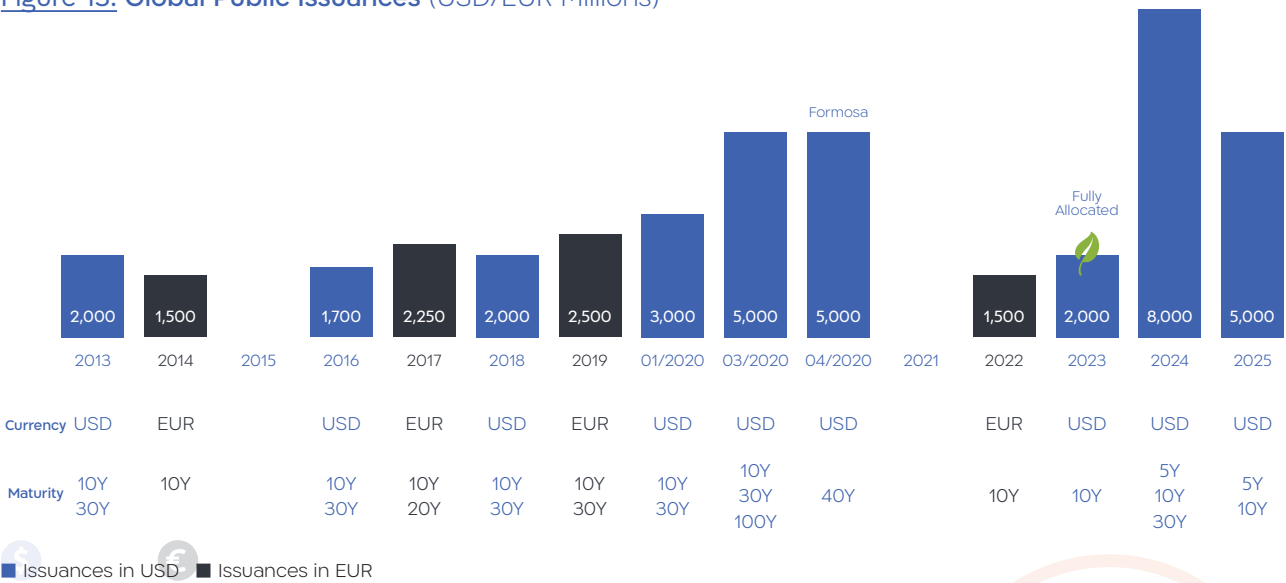
This increase is primarily due to extensive private issuances and changes in the exchange rate. The global debt portfolio is comprised of public bonds, private placements, debt issuances through the Israel Bonds Organization, past offerings guaranteed by the government of the United States, and other loans.

Sovereign Issuances

Between 1995 and 2024, the State of Israel issued 26 sovereign bonds in the global debt capital markets, including in the United States, Europe, Taiwan, and Japan. Over the past decade, the volume of global issaunces has been trending upward, driven by the Accountant General's policy favoring benchmark series due to increased financing needs, among other factors.

AS OF THE END OF 2024, THE STOCK OF SOVEREIGN BONDS ISSUED IN FOREIGN CURRENCIES AMOUNTED TO ROUGHLY NIS 171 BILLION, COMPARED TO ROUGHLY NIS 144 BILLION AT THE END OF 2023.

Figure 13: Global Public Issuances (USD/EUR Millions)

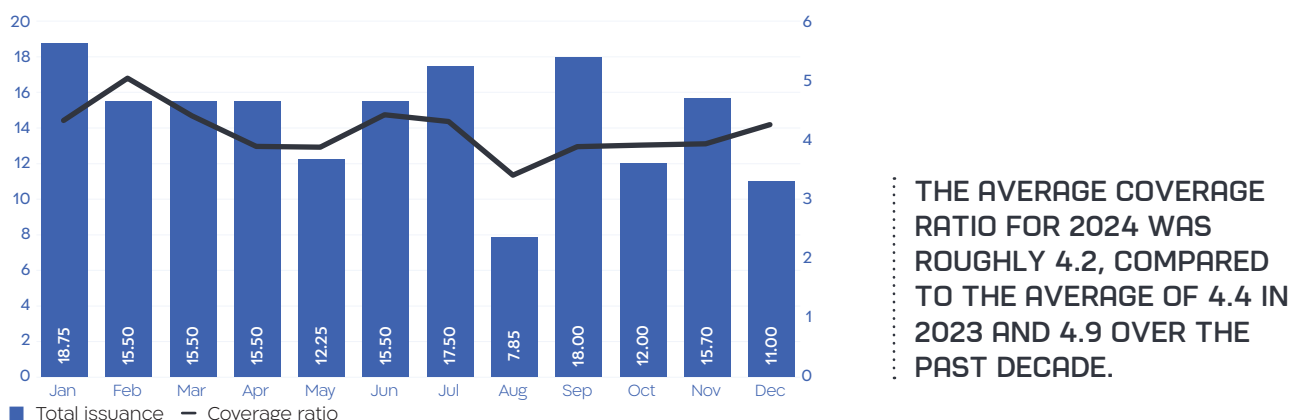


Global Public Offering - March 2024

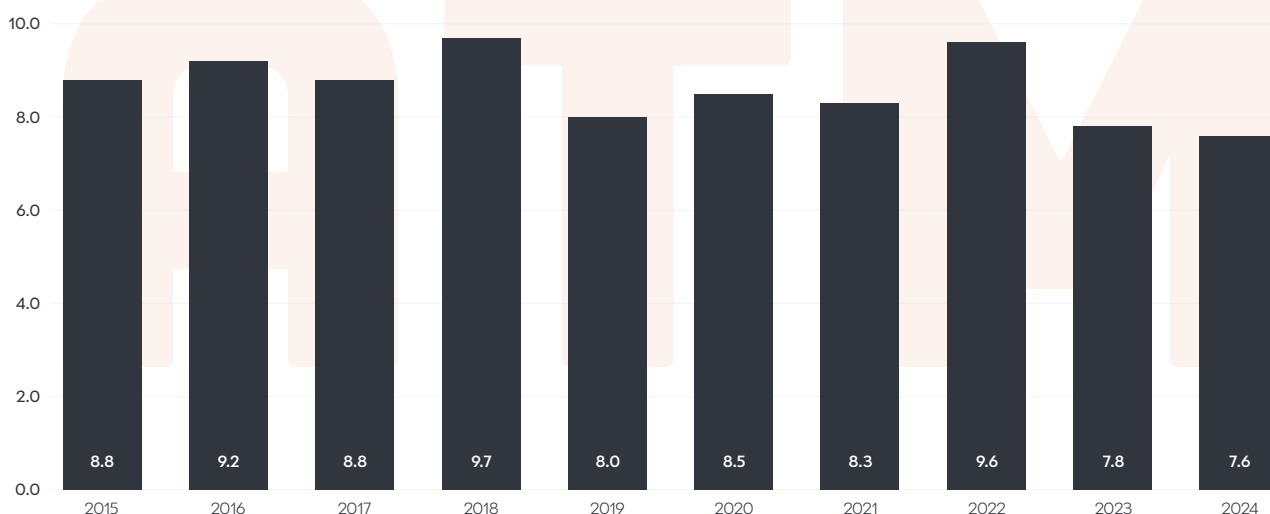
In light of the high financing needs resulting from the "Iron Swords" war, the State of Israel issued dollar-denominated bonds through a public offering in March 2024 of dollar-denominated bonds in international markets totaling USD 8 billion. The offering consisted of three tranches: a 5-year maturity of USD 2 billion, with a yield of 5.498%, reflecting a spread of 135 basis points above the yield of U.S. government bonds of similar maturity; a 10-year tranche of USD 3 billion, with a yield of 5.603%, reflecting a spread of 145 basis points; and a 30-year tranche of USD 3 billion, with a yield of 6.043%, reflecting a spread of 175 basis points. This offering recorded the highest demand in the history of the State of Israel, reaching approximately USD 38 billion.

Figure 11: Coverage Ratio and Auction Amount (in 2024)

Coverage Ratio and Auction Amount in 2024.



The following [graph 12](#) illustrates the Average Time to Maturity (ATM) of the government's funding. The calculation is based on fundraising in Shekel terms and in accordance with the maturity range at the time of issuance. The Average Time to Maturity (ATM) of capital raised in 2024 was 7.6 years.



*As of 2024, the calculation of issued ATM has been updated from using the benchmark maturity date to using the actual time to maturity at issuance. For example, bond 0142 (as of the date of publication) would be calculated with a time to maturity of 16.9 years instead of 20 years. Historical data in this graph has been recalculated according to the new methodology.

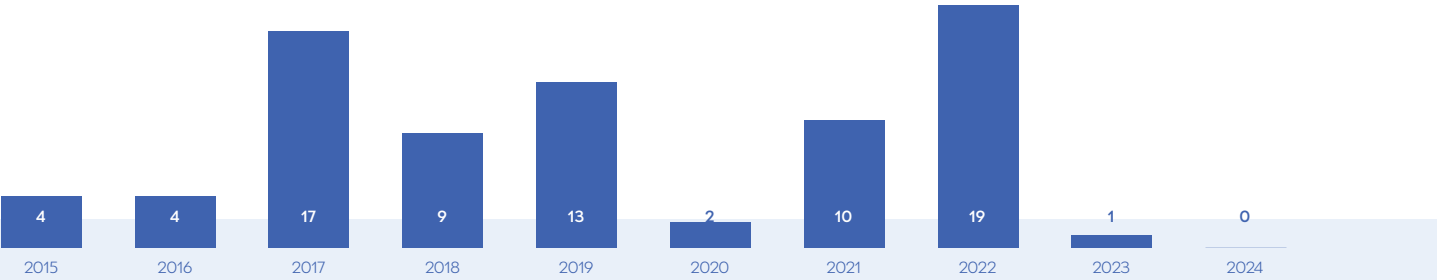
New Series in the Domestic Market

As part of the government's multi-year debt management strategy, the GDMU will issue new On-the-Run securities in 2025.

Many factors, including the registered capital of the exchanged security, actual issuances of tradable instruments on the domestic market, average time to maturity of the exchanged securities, cash flow, and debt management considerations will determine the manner and timing of exchanging existing series. It should be noted that the decision to issue these securities may change over the year. The final notice regarding new securities being issued will be presented within the GDMU's monthly capital raising plans.

→ **Buyback Auctions**

In 2024 no buybacks were executed due to increased financing needs, compared to about NIS 1.1 billion of repurchases in 2023. The [graph 8](#) below illustrates buyback auction sizes over the past decade:



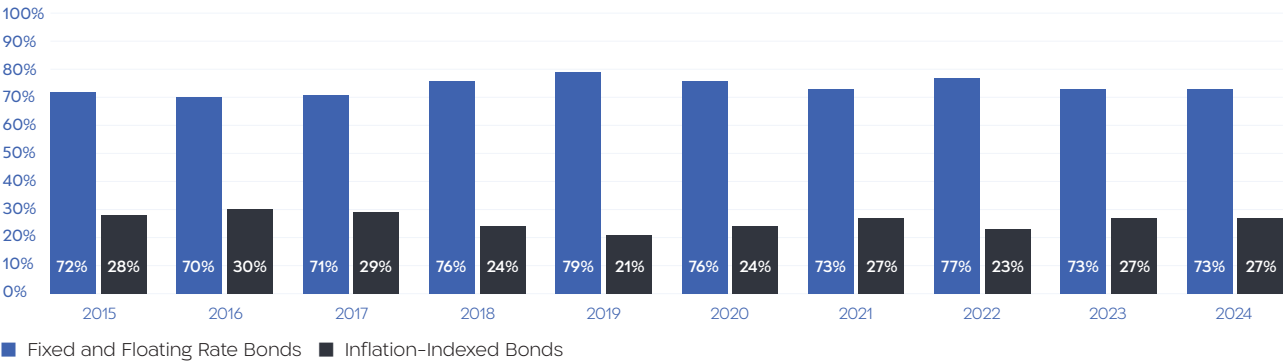
Short-Term Bonds

Short-term securities (with maturities of less than one year) are issued as a part of the cash flow management policy. The government issues short-term securities according to cash flow needs and market conditions. Different amounts are issued monthly, depending on ongoing financing needs and efficient cash flow management considerations.

Tradable Securities Issued on the Domestic Market in 2024

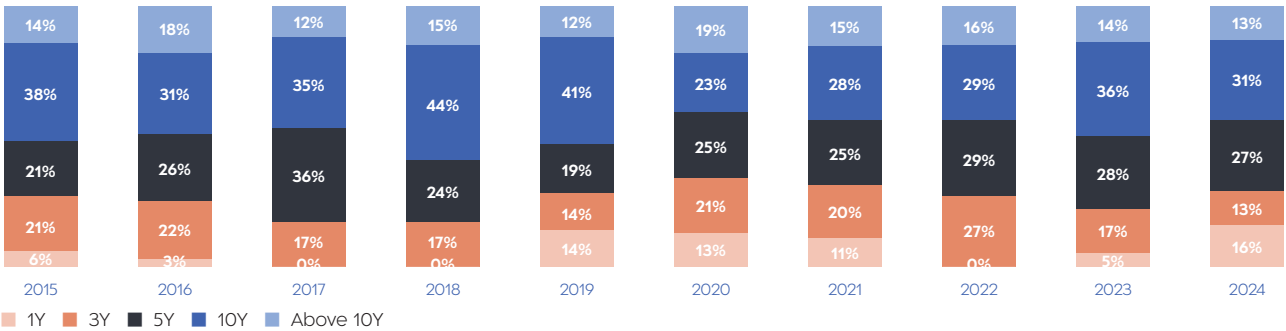
Most issuances in 2024 served to expand existing series (Tapping). In addition to expanding existing series, nine new bonds were issued during the year—three Shekel bonds (3, 5, and 10 years), a CPI-linked bond (10 years), a floating-rate bond, and four short-term bonds.

The following [graph 9](#) illustrates the distribution of issuances by fixed-rate and CPI-linked channels the fixed-rate channel (includes floating rate and short-term bonds). This distribution indicates that the fixed-rate channel constituted the majority of capital raised over the years in accordance with the policy of the Accountant General.



Domestic tradable debt is issued through short-term securities and benchmark maturities of 3, 5, 10, 20, and 30 years.

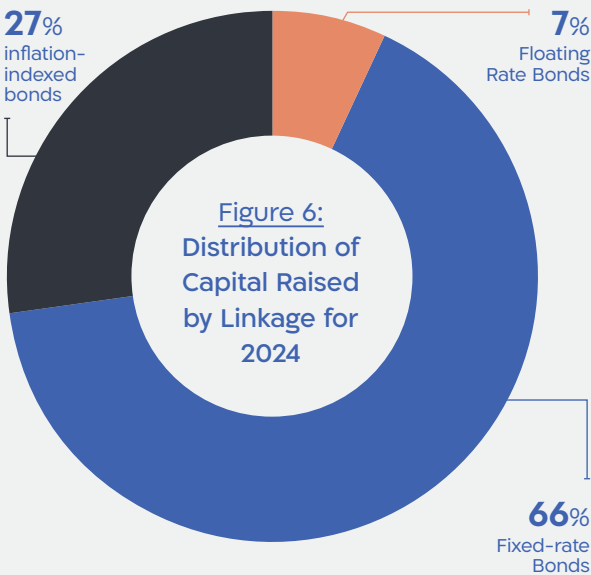
The following [graph 10](#) illustrates the distribution of funding by term to maturity.



Capital raising Policy:

The capital-raising policy for 2024 derived from the long-term strategic plan for public debt management. It utilized different financing channels, with adjustments as needed, aiming to deliver the supply required for the market and address the changing financing needs of the government. Similar to previous years, most capital was raised through issuing tradable bonds on the domestic market, amounting to roughly NIS 219.8 billion, compared to NIS 116.1 billion and NIS 41.5 billion in 2023 and 2022, respectively. Net capital raised on the domestic market totaled roughly NIS 146.9 billion compared to NIS 35.8 billion in 2023.

The timing of issuances and the amounts raised throughout the year are determined based on the monthly deficit and liquidity. Following increased financing needs due to the 'Iron Swords' war, the average duration of the borrowings decreased in 2024 to 7.6 years, compared to the average of 8.6 years for the ten years before 2024.



Issuing Tools

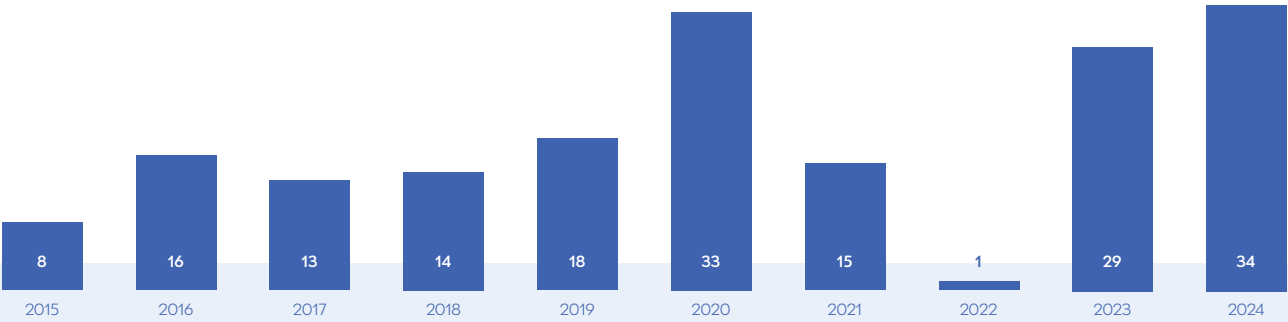
Funding is executed via weekly auctions and other tools to implement the long-term strategy and dynamically manage government liquidity.

Below are the Primary tools Utilized in addition to Weekly Tender Offerings:

→ Switch Auctions¹

Following a significant rise in financing needs in 2024, more capital was raised through switch auctions, amounting to roughly NIS 33.7 billion, compared to about NIS 29.4 billion in 2023.

The graph 7 below illustrates switch auctions sizes over the past decade:



¹Explanation for this term, as well as for the other terms marked in italics and underlined at their first appearance, can be found in the glossary.

ISSUANCES

Tradable Domestic Debt

Tradable domestic issuance is the State's prime funding channel. As an issuer, this channel offers the State convenient and continuous access to the capital market, even under conditions of uncertainty and dynamic financing needs. Additionally, this channel is strategic to the State as a sovereign, as it builds foundation for financial markets, corporate financial instruments, loans, mortgages, derivatives, and more.

The Government Debt Management Unit ("GDMU") domestic tradable debt strategy relies on three primary channels: fixed-rate, CPI-linked, and floating-rate. Most issuances in 2024 were fixed-rate (including short-term bonds with maturities of less than one year). They comprised roughly 66% of the capital raised, compared to 27% through CPI-linked debt and 7% in the floating-rate channel.

Capital was raised in this manner under debt management policy, with the objectives of creating a liquid shekel curve and mitigating the general exposure of public debt and interest payments to changes in the consumer price index.

The balance of domestic tradable debt in 2024 amounted to roughly NIS 779.9 billion, compared to NIS 605.9 billion in 2023.

Primary Channels for Domestic Tradable Capital Financing:

Focus on fixed-rate Issuances - Issuances of domestically tradable instruments are primarily fixed-rate due to the debt portfolio's high exposure to the consumer price index (because of tradable debt instruments and non-tradable bonds "Arad" bonds). At the close of 2024, the CPI-linked tradable debt totaled roughly NIS 283.7 billion, constituting approximately 36% of the public tradable debt.

Support for the Inflation-Linked Curve - The GDMU issues tradable CPI-linked bonds in the domestic market in order to diversify financial resources and meet existing market demand for these instruments, as well as utilize this financing channel as a relatively inexpensive channel throughout years. Since October 2022, CPI-linked Arad bonds have ceased to be offered due to the "Ensuring Yield" reform (further details about this topic can be found in the Non-Tradable Funding chapter of the 2022 Annual Report).

Floating-Rate Bonds - The GDMU issues tradable floating-rate bonds in the domestic market, taking into account financing costs, risk distribution, diversifying financing resources, and increasing flexibility in debt management.

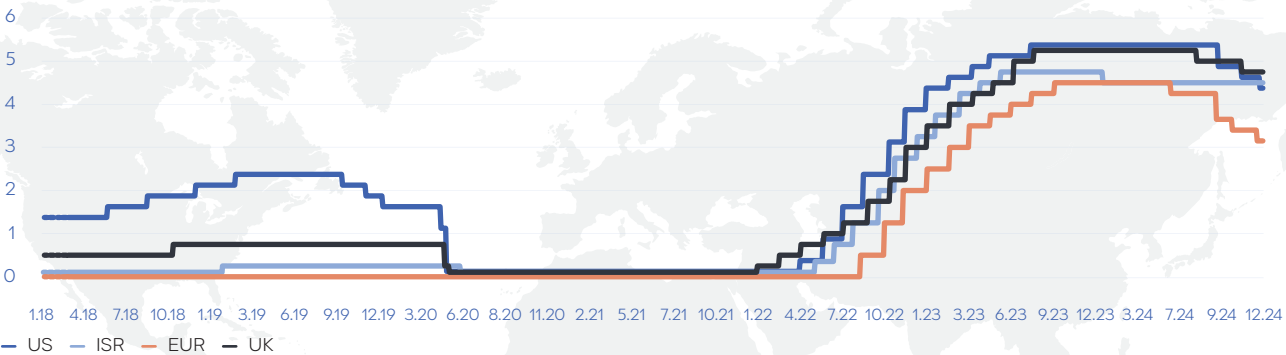
The background is a solid blue color overlaid with a complex pattern of faint, semi-transparent white and light blue lines. These lines represent various financial data series, including line graphs with multiple peaks and valleys, and bar charts of varying heights. Scattered throughout the background are numerous numerical values in a small, light-colored font, some of which are partially obscured by the larger text or other graphical elements. The overall aesthetic is that of a professional financial or economic report.

PRIMARY MARKET

OS

In response to these positive inflation trends, central banks initiated interest rate reduction cycles toward the end of 2024. The US Federal Reserve implemented three rate cuts: a 50-basis-point reduction in September followed by 25-basis-point cuts in both November and December, bringing the federal funds rate to 4.25%-4.5% by the end of 2024. The European Central Bank enacted four rate reductions during 2024, lowering rates from 4.5% to 3.15%, followed by an additional cut to 2.9% in January 2025 and 25 BP cut in March to 2.65%.

Figure 4: The interest rate of central banks



Markets

Global financial markets performed strongly in 2024, with major indices posting significant gains against the backdrop of moderating inflation and the commencement of monetary easing. The S&P 500 appreciated by approximately 24%, while the NASDAQ delivered even more impressive returns of 30.8%. European markets also performed well, with the Euro Stoxx index rising by 8.5% and the German DAX gaining 18.7%.

The Israeli stock market initially underperformed international indices during the first half of 2024. However, this trend reversed dramatically toward year-end as Israel's risk premium declined. By December 2024, the Israeli market had delivered exceptional performance, with main indices averaging approximately 26% returns-outperforming both European markets and the S&P 500.

Government bond yields worldwide, which had risen sharply in 2022-2023, were volatile throughout 2024. The US 10-year Treasury yield started 2024 at 3.9%, declining to 3.62% by September. However, toward the end of 2024, expectations of higher inflation following U.S President Trump's election victory and proposed tariff policies triggered a renewed rise in yields, pushing the 10-year rate to 4.53% by December 2024. German 10-year government bonds followed a similar pattern, beginning 2024 at 2.02% and ending at 2.41% after considerable fluctuation.

In Israel, the yield on 10-year government bonds rose from 3.93% at the beginning of 2024 to a peak of 5.19% in July, driven by the ongoing conflict, elevated risk assessments, and resurgent inflation. Starting in October 2024, yields began declining as risk premiums decreased, reaching 4.48% by December 2024.

Figure 5: 10-years government bonds yields

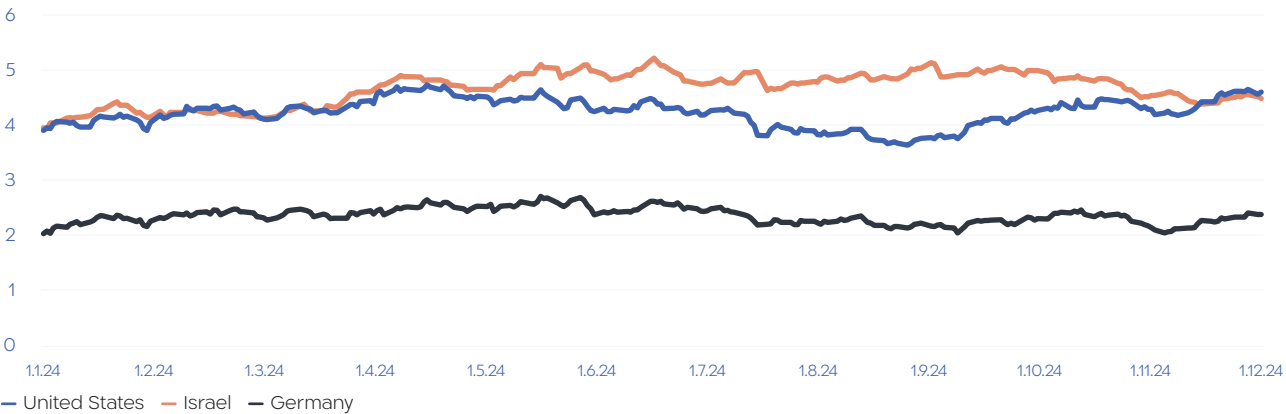
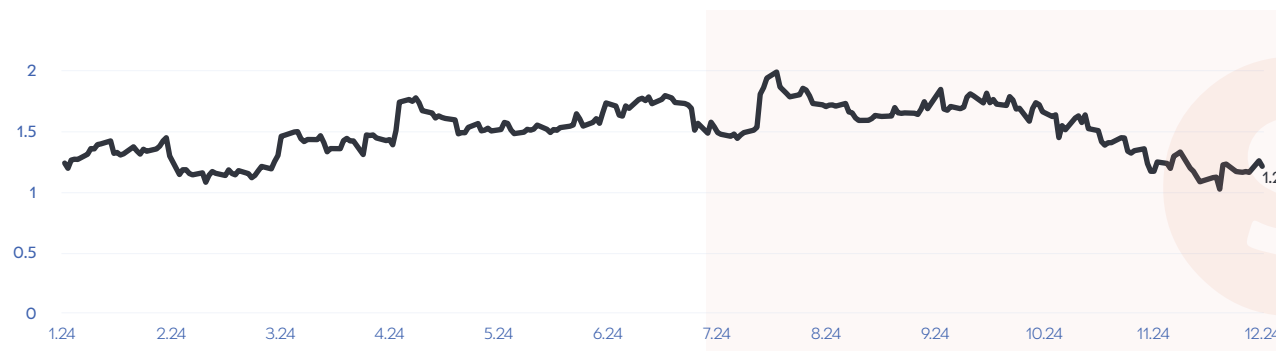


Figure 2: 5-Years CDS



Figure 3: Israel USD 10-years government bond and US 10-years Government bond spread



The sustained conflict and concerns about its implications led all three major credit rating agencies to downgrade Israel's sovereign credit rating for the first time in the country's history, Moody's implemented three downgrades in 2024: first in February from A1 (stable outlook) to A2 (negative outlook), and then in September due to expanded northern fighting and Iranian attack concerns-by two additional notches to Baa1 (negative outlook). S&P downgraded Israel's rating in April 2024 from AA- (negative outlook) to A+ (negative outlook), followed by a further reduction to A (negative outlook) in October. Fitch similarly lowered Israel's rating in August by one notch from A+ to A, maintaining a negative outlook.

Following the Hezbollah ceasefire and implementation of the first phase of the hostage exchange agreement with Hamas, all three agencies issued statements in January 2025 acknowledging that these developments, if fully implemented, could ease Israel's economic and public financial pressures. However, they emphasized that significant geopolitical uncertainty remains.

The shekel-dollar exchange rate exhibited considerable volatility throughout the year, influenced by security developments, US stock market performance, and changes in Israel's risk assessment. Beginning 2024 at 3.62 ILS-USD, the rate fell to at 3.83 in August 2024 amid concerns of an Iranian attack and escalation with Hezbollah. During the fourth quarter of 2024, the shekel strengthened as Israel's risk premium declined, reaching 3.65 shekels per dollar by the end of the year. This strengthening continued in January 2025 following the Gaza ceasefire agreement and U.S President Trump's inauguration, with the exchange rate improving to 3.57 shekels per dollar by late January.

On the fiscal front, Israel recorded a budget deficit of approximately 135.6 billion shekels in 2024, representing about 6.8% of GDP above the desired long-term deficit but lower than the 7.7% deficit target. While the deficit expanded due to continual conflict and increased government expenditures, state revenues demonstrated remarkable resilience, growing by a nominal rate of approximately 10% despite the ongoing war.

The Global Economy

In 2024 there was moderating inflation worldwide, following the implementation of contractionary monetary policies by central banks during 2022-2023. In the United States, annual inflation declined from 3.4% at the end of 2023 to 2.9% by December 2024. Similarly, European inflation moderated from 2.9% to 2.4% during the same period, while UK inflation decreased from 4% to 2.5%.

MACROECONOMIC AND MARKETS SUMMARY

Israel

2024 was a challenging year for the Israeli economy, marked by the continuation of the war that began on October 7th, 2023. Initially focused on the southern front, the conflict expanded to additional fronts, including Israel's entry into Lebanon in October 2024 and conflict with Iran that involved several attacks from both sides. Consequently, 2024 was characterized by high levels of uncertainty and concerns about potential expansion of the conflict into additional arenas and possible infrastructure damage.

Despite the ongoing war and accompanying high uncertainty, the Israeli economy demonstrated remarkable resilience, growing at an annual rate of 0.9% in 2024, exceeding forecasts. While this growth rate represents a slowdown compared to long-term trends, it demonstrates the economy's recovery capacity, surpassing all forecasts that had predicted average annual growth of only 0.5%.

The unemployment rate in Israel remained impressively low at 2.6% in December 2024 despite the prolonged conflict, an improvement from 3.1% at the end of 2023. Furthermore, the number of individuals temporarily absent from work due to war-related factors (economic reasons, military reserve duty) decreased significantly compared to December 2023.

Inflation in Israel, which stood at approximately 3% in December 2023 (within the Bank of Israel's target range), continued to decline in early 2024. However, the persistent conflict led to increased expenditures, triggering a broad rise in prices across both tradable and non-tradable components beginning in March 2024. This caused inflation to climb again, reaching a peak of 3.5% in October 2024 before moderating slightly to 3.2% by December 2024. In January 2024, with inflation still within target range, the

Bank of Israel reduced the interest rate by 25 basis points to 4.5%. As the year progressed, heightened geopolitical uncertainty coupled with rising inflation risks prompted the Monetary Committee to maintain this rate for the remainder of the year.

The war significantly impacted Israel's risk profile, resulting in elevated risk premiums and unprecedented credit rating downgrades by rating agencies. However, towards the end of 2024, following the northern ceasefire agreement and Donald Trump's election to the US presidency, Israel's risk premium decreased substantially as measured by CDS and sovereign bond spreads—a positive trend that continued into early 2025. Still, the risk premium has not yet returned to pre-war levels.

Israel's 5-year CDS, which stood at approximately 60 points before the conflict began, peaked at around 165 points in October (coinciding with the Lebanon incursion and Iranian attacks) before sharply declining to approximately 100 points by December 2024. This downward trajectory continued into 2025, with the 5-year CDS reaching about 88 points by March 2025.

The yield spread between Israel's 10-year dollar-denominated government bonds and equivalent US Treasury bonds widened throughout most of 2024, increasing from approximately 85 basis points pre-war to nearly 200 points by August. Since November, however, this spread has narrowed significantly, standing at approximately 120 basis points as of March.

10-12

MACRO- ECONOMIC AND MARKET REVIEW

Q2

Trading of Government Bonds
on the Secondary Market

Trading in government bonds during 2024 was characterized by high trading volumes across all channels compared to the previous year. This occurred against the backdrop of persistent inflationary pressures, which contributed to a continued environment of high interest rates.

Yield curves exhibited a mixed trend throughout 2024, with the short-to-medium segments experiencing a decline in yields, while the long end of the curve saw an increase. As of the end of 2024, the yield on Israel's 10-year nominal government bond was 4.48%, compared to 4.09% at the end of 2023.

The year 2024 continued to pose significant economic challenges for the State of Israel. This is mainly attributable to the ongoing "Iron Swords" war, which began with the events of October 7 and significantly changed the country's economic priorities. The government's financing needs expanded considerably, leading to increased debt issuance and ongoing adjustments in public debt management, all aimed at ensuring financial stability while efficiently funding government operations.

Despite the challenges and uncertainty, the Government Debt Management Unit successfully maintained and further enhanced Israel's access to both domestic and international financial markets, demonstrating flexibility and adaptation to changing market conditions. In this context, approximately NIS 278 billion was raised throughout the year, balancing three key objectives: efficient treasury management, support for the domestic bond market, and minimizing long-term financing costs while implementing the multi-year public debt management strategy.

A significant milestone was recorded in February 2025 with the successful completion of a USD 5 billion international bond issuance, with maturities of 5 and 10 years. The issuance attracted extraordinary demand of approximately USD 23 billion, reflecting investors' confidence in the State of Israel and its ability to raise debt even in such a challenging period. The state's ability to maintain broad access to financial markets while managing its debt portfolio responsibly and flexibly serves as a testament to Israel's economic resilience and financial stability.

These achievements would not have been possible without the professional and dedicated work of the Government Debt Management team, who operate with a commitment to securing optimal government financing. Therefore, we wish to extend our gratitude to each and every member of the unit for their valuable contributions throughout the year.

Respectfully,

Gil Cohen

Senior Deputy Accountant General
Head of Finance
Debt and Credit Division

David Erdfarb

Head of the Government Debt
Management Unit

Government Debt Interest Expenditures

The rate of interest expenditure to GDP in 2024 was 2.5%, compared to 2.4% in 2023. Total nominal interest expenses increased over the years due to the nominal increase in total debt, the increase in the consumer price index (which impacts CPI-linked bonds) and the higher interest environment in Israel and abroad. Despite the nominal increase in interest expenses, the proportion of interest expenses to total government expenditures decreased to 8.1%, compared to 8.7% in 2023.

Israel's Credit Rating

In October 2023, with the start of the "Iron Swords" war, the credit rating agencies highlighted the challenges facing Israel's economy. They noted that the significant increase in geopolitical and security risks could weigh on the government's public expenditures. Throughout 2024, the agencies pointed to a decline in Israel's economic performance due to the ongoing conflict. In addition, they expressed concern about a broader regional escalation that could economically impact the entire Middle East. However, they also emphasized that Israel's economic structure, which is primarily driven by high-tech services exports, is expected to mitigate the slowdown of the economy. Additionally, the agencies viewed The Bank of Israel's large foreign exchange reserves and the strong state's current account balance as key strengths of the Israeli economy.

The duration and scale of the war across multiple fronts led all three rating agencies to downgrade Israel's credit rating in several stages. As of the writing of this report, Israel's credit rating stands at "Baa1" with a "negative" outlook according to Moody's, and "A" with a "negative" outlook according to S&P and Fitch. However, following the ceasefire agreements in the two main theaters of the conflict, Gaza and Lebanon, the three rating agencies have sent out notices stating that if these agreements prove to be viable, Israel's financial position will strengthen.

Government Debt Average Time to Maturity

In 2024, the average time to maturity ("ATM") of the government debt (tradable domestic, non-tradable domestic, and external) decreased to 8.7 years, compared to 8.9 years in 2023. The slight decline in ATM occurred against the

backdrop of the "Iron Swords" war and the sharp increase in financing needs, in which the net debt raised had a maturity time of under 9 years.

Tradable Domestic Debt

As of the end of 2024, the shekel-denominated tradable debt amounts to roughly 59% of the total debt portfolio. Furthermore, the debt raised in 2024 in the tradable domestic channel alone reached 79%, compared to 72% in 2023, due in part to the reform in designated bonds for pension funds and the transition to the yield guarantee mechanism, which commenced in October 2022. Debt raised in 2024 in the tradable domestic market amounted to roughly NIS 220 billion.

Non-Tradable Domestic Debt

In 2024, non-tradable domestic debt constituted about 26% of the total debt portfolio. Debt raised through the non-tradable domestic channel in 2024 amounted to roughly NIS 4 billion, similar to 2023, making up about 2% of the total debt issuance.

External Debt

In 2024, the share of foreign currency-denominated debt accounted for approximately 15% of the total debt portfolio. During 2024 eight private issuances were carried out in foreign currencies, totaling approximately USD 4.4 billion.

In March 2024, the State of Israel issued dollar-denominated bonds through a public offering totaling USD 8 billion across three series: a 5-year maturity of USD 2 billion, a 10-year maturity of USD 3 billion, and a 30-year maturity of USD 3 billion. This offering recorded the highest demand in the history of the State of Israel, reaching approximately USD 38 billion.

Additionally, in February 2025, the State of Israel completed a public issuance of U.S. dollar-denominated government bonds in the international markets, raising \$5 billion with maturities of 5 and 10 years. The issuance attracted very robust demand, totaling approximately USD 23 billion - 4.6 times the amount issued. The spreads were set at 120 and 135 basis points above U.S. Treasury yields for comparable maturities. All of these reflect investors' strong confidence in Israel's economy.

WE ARE PLEASED TO SUBMIT THE 2024 ANNUAL REPORT ON BEHALF OF THE GOVERNMENT DEBT MANAGEMENT UNIT OF THE ACCOUNTANT GENERAL (THE "GDMU") >

Government Debt Management Objectives

The mission of the GDMU is to finance government activities while serving the long-term strategic objectives of government debt management for the State of Israel (the "State"). This policy addresses the State's considerations as an issuer by balancing the cost of issuing debt with exposure to risk. It also addresses the State's considerations as a sovereign by supporting and developing the Israeli capital market, especially the government bond market.

The volume of debt funding directly impacts the government debt-to-GDP ratio, as well as the debt burden on the state budget, in the form of ongoing interest payments. Pre-planned issuances are based on financing needs derived from the expected deficit and are in line with the cash flow requirements of refinancing existing debt. Funding channels, maturities, and composition of issuances are determined according to the annual and multi-year strategic plan, with necessary adjustments made as needed in response to ongoing financial market developments and the financing needs of the State.

Debt Issuance Strategy

The strategy for raising debt is determined based on a wide range of models, indicators, and simulations aimed at minimizing financing costs within a desired threshold of risk. The issuance strategy is based on qualitative considerations, observable implications from the structure of government bond curves, increasing liquidity, development and deepening of bond markets, broadening the investor base, and more. This issuance strategy is implemented through three main channels of debt issuance:

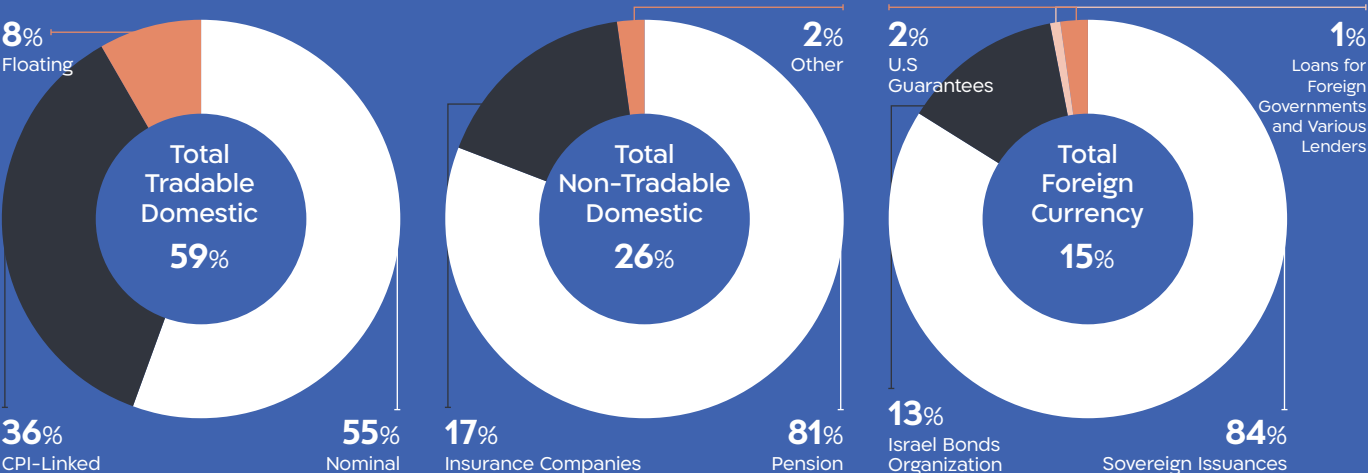


Debt-to-GDP Ratio

Due to the financing and deficit servicing needs, the public debt-to-GDP ratio in 2024 increased by roughly 6.4% compared to 2023, reaching roughly 67.9%. The government debt-to-GDP ratio in 2024 similarly increased by about 6.5% compared to 2023, reaching roughly 66.5%.

Figure 1: Government Debt Portfolio

In 2024, government debt increased by approximately 17.9%, reaching NIS 1,329 billion compared to roughly NIS 1,127 billion in 2023.



6-8

EXECUTIVE SUMMARY





REMARKS OF THE ACCOUNTANT GENERAL

It is an honor to present the 2024 Annual Report of the Government Debt Management Unit of the Accountant General's Department. The Annual Report is a key pillar in promoting transparency in the management of government debt. It includes an analysis of the domestic and external debt profiles, risk and interest rate indicators, the debt issuance strategy, and an assessment of the war's impact on the government debt.

In 2024, the "Iron Swords" war escalated into a high-intensity, multi-front conflict that fully impacted the entire year. This situation led to a sharp increase in the government's financing needs on both the defense and civilian fronts.

Despite the ongoing conflict, Israel's debt profile remained stable. The Average Time to Maturity (ATM) of government debt stood at approximately 8.7 years, and the annual debt rollover ratio was around 8%. As expected, the debt-to-GDP ratio rose to about 68% in 2024 due to increased public expenditure driven by the war and lower real economic growth as compared to recent years. It is of utmost importance to return to a declining debt-to-GDP trend in order to maintain the fiscal flexibility necessary for routine and emergency government operations.

Amid the war and ongoing uncertainty, the Accountant General's Department, faced a highly complex and dynamic environment. This required the Government Debt Management Unit to utilize a broad array of funding tools, at substantial volumes and from diverse financing sources. Debt was raised both in the local tradable market and in global markets, totaling approximately NIS 278 billion in 2024 of which NIS 220 billion was in local tradable debt, NIS 4 billion in non-tradable local debt, and NIS 54 billion in external debt. The average total bid-to-cover ratio in the local tradable market remained stable at about 4.2, reflecting investor confidence in the Israeli economy even during this challenging period.

In October 2023, following the start of the "Iron Swords" war, the credit rating agencies highlighted the economic challenges facing Israel. They noted that the heightened geopolitical and security risks could weigh on government expenditures and impair the country's economic performance. Throughout the year, the rating agencies expressed concern over the potential for regional escalation, which could impact the broader Middle East economy.

In 2024, Israel's credit rating was downgraded by all three major rating agencies. At the end of the year, Israel's ratings stood at "Baa1" with a "Negative" outlook by Moody's, and "A" with a "Negative" outlook by both S&P and Fitch. However, following the ceasefire agreements in Gaza and Lebanon, all three rating agencies noted that if these agreements prove to be stable, Israel's financial capabilities are expected to strengthen. Additionally, Israel's high foreign currency reserves, its reputation as an economy that knows how to quickly recover, and its current account balance were mentioned as significant strengths of the Israeli economy.

In February 2025, Israel successfully completed a global public issuance of dollar-denominated bonds. The offering included two new bonds with maturities of 5 and 10 years, totaling \$5 billion. The issuance attracted very high demand 4.6 times the amount offered—with bids reaching approximately \$23 billion from over 330 high-quality investors worldwide. This followed the large issuance in 2024, in which \$8 billion in new bonds were raised.

In addition, Israel deepened its access to international capital markets in 2024 by securing approximately \$4.3 billion through private placements in various currencies and approximately \$2.5 billion via the Israel Bonds organization. The Government Debt Management Unit's deep global market access enables the State of Israel to secure diversified, ample, and cost-effective sources of funding during times of crisis. Furthermore, global market activity helps to reduce borrowing pressure on the domestic market, Israel's primary funding channel, thus supporting local yield levels while tapping into global liquidity.

The success of the global public issuance and the extensive fundraising across various channels reflect the strong confidence of investors in Israel's economic resilience and its ability to overcome challenges.

Sincerely,
Yali Rothenberg
Accountant General

Interest Expenses on the Government Debt.....	30
Government Debt Risk Management.....	32
Average Issuance Amount and Number of Issuances	35

Non-Tradable Domestic Debt

Non-Tradable Debt.....	38
The Subsidy Cost of Non-Tradable Debt	39

Glossary

Issuances	40
Global Debt.....	42
Secondary Market.....	43
Debt Portfolio.....	44

Organizational Chart

TABLE OF CONTENTS

TABLE OF CONTENTS

Remarks of the Accountant General

Executive Summary

Government Debt Management Objectives.....	6
Debt Issuance Strategy.....	6
Debt-to-GDP Ratio	6
Government Debt Portfolio.....	6
Government Debt Interest Expenditures	7
Israel's Credit Rating.....	7
Government Debt Average Time to Maturity....	7
Tradable Domestic Debt	7
Non-Tradable Domestic Debt	7
External Debt	7
Trading of Government Bonds on the Secondary Market.....	8

Macro-Economic and Market Review

Macroeconomic and Markets Summary.....	10
Israel	10
Global Economy	12

Primary Market

Issuances.....	14
Tradable Domestic Debt	14
Issuing Tools	15
Short-Term Bonds	16
Tradable Securities Issued on the Domestic Market in 2024	16

Coverage Ratio and Auction Amount (2024) ...	17
New Series in the Domestic Market	17

Global Markets 18

Sovereign Issuances.....	18
Global Public Offering - March 2024.....	18
Global Public Offerings - February 2025	19
Private Placements.....	19
Issuances through the Israel Bonds Organization.....	19
United States Government Guarantees	19
Loans from Foreign Governments and Other Loans	20
The State of Israel's Credit Rating	20
Rating Agencies on Israel.....	21
Yields on Foreign Currency Denominated Bonds Issued by the Israeli Government.....	22

Secondary Market

Primary Market Rankings	24
Secondary Market Rankings for 2024	24
Trading Volumes	25
Distribution of Trading in the Various Channels...	26
Lending Facility.....	26
Distribution of Holdings of Tradable Government Bonds	26

Debt Portfolio

Government Debt	28
Debt-to-GDP Ratio	29

THE ANNUAL REPORT

Government Debt Management Unit
Accountant General's Office
Ministry Of Finance