

התפתחות החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי בעשור האחרון

צחי חכם*

תקציר

עבודה זו בוחנת את ההתפתחות, ההיקף והרכב של החוב החיצוני הציבורי ברוטו של מדינת ישראל בעשור האחרון, בשנים 2015-2025, על רקע שני אירועים מאקרו-כלכליים מרכזיים: משבר הקורונה (2020-2021) והמלחמה שהחלה באוקטובר 2023. הניתוח כולל בחינה של החוב לפי מכשירי חוב, הרכב מטבעי, טווחי אשראי ויחס חוב תוצר, תוך השוואה בין תקופות שונות, היקפי הגיוסים, והקשר להתנהגות משקיעים תושבי חוץ. מהעבודה עולה כי בתקופת הקורונה חל גידול חד בחוב החיצוני ברוטו, עם התרחבות השקעות זרים הן בחוב שקלי והן בחוב במטבע חוץ, לצד הארכת מח"ם החוב. מנגד, בתקופת המלחמה נצפו מימושים ברכיב השקלי ועלייה מחודשת בחוב החיצוני במט"ח, תוך יציבות יחסית בהחזקות זרות באג"ח גלובליות. חרף העלייה בחוב החיצוני ברוטו, ישראל נותרה משק מלווה נטו, בין היתר בזכות השמירה על רמת רזרבות גבוהה.

*החטיבה למידע וסטטיסטיקה, בנק ישראל

מבוא

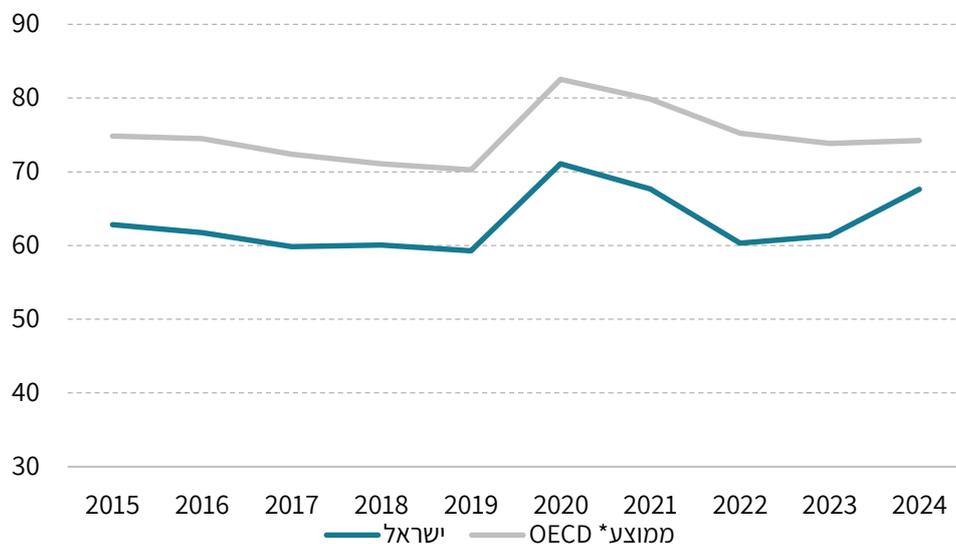
במהלך העשור האחרון, שני אירועים מאקרו כלכליים בולטים הגדילו באופן ניכר את ההוצאה הציבורית ואת הצורך במציאת מקורות מימון חיצוניים: משבר הקורונה בשנים 2020-2021 והמלחמה שפרצה בעקבות אירועי ה-7 באוקטובר 2023. עבודה זו מציגה את ההרכב ואת ההתפתחות של החוב החיצוני **ברוטו** (להלן: "**החוב החיצוני**") של ממשלת ישראל, בנק ישראל¹ והמוסדות הלאומיים (**להלן: "המגזר הציבורי"**) במהלך השנים 2015-2025², עם דגש על תקופת המלחמה והשוואתה, בין היתר, לתקופת הקורונה. בהתאם להגדרות הבינלאומיות, המונח חוב חיצוני מתייחס ליתרות החזקות תושבי חוץ בחוב ולא לסך החוב שהונפק וטרם נפרע³.

העבודה בוחנת את היקפו של החוב; הרכבו לפי מכשירי חוב, ההרכב בחתך מטבעי, טווחי האשראי ומשקלו של החוב ביחס לתמ"ג. מדובר באינדיקטורים חשובים לרמת הנזילות העומדת לרשות המשק ולמידת האיתנות הפיננסית של המשק מול חו"ל. הפרק הראשון עוסק במבט מלמעלה ומציג את יחס החוב הציבורי לתמ"ג בהשוואה בינלאומית, סקירת התפתחות החוב החיצוני הציבורי ברוטו והרכבו המטבעי והתייחסות לחוב החיצוני הציבורי נטו (להלן "החוב נטו: החוב בניכוי הנכסים"). הפרק השני בוחן את הרכב והתפתחות החוב החיצוני ברוטו הנקוב בשקלים של המגזר הציבורי. בסעיף זה חלו הבדלים מהותיים בין תקופת השוואה, אשר נבעו מהתנהלות המשקיעים תושבי החוץ. הפרק השלישי בוחן את הרכב והתפתחות החוב החיצוני ברוטו במט"ח של המגזר הציבורי. בסעיף זה חל גידול מהותי בהיקף החוב ובהרכבו לאורך התקופות, אולם התנהלות המשקיעים תושבי החוץ הייתה עקבית.

1. יחס סך החוב הציבורי ברוטו לתמ"ג, החוב החיצוני הציבורי ברוטו

1.1. השוואה בין-לאומית של סך החוב הציבורי ביחס לתוצר

איור 1: יחס החוב הציבורי לתמ"ג
ממוצע שנתי, אחוזים



המקור: נתוני OECD ועיבודי בנק ישראל.

מההשוואה הבינלאומית עולה כי יחס החוב הציבורי לתמ"ג בישראל היה נמוך באופן עקבי ממוצע OECD. בשנים 2020-2021, בתקופת הקורונה, קפץ היחס בישראל ובעולם. מתחילת המלחמה, באוקטובר 2023, בעוד ממוצע OECD במגמת ירידה והתייצבות, היחס בישראל עלה ומתקרב כעת ליחס חוב ציבורי לתוצר ב-OECD ובסוף שנת 2024 הוא עמד על 67.6.

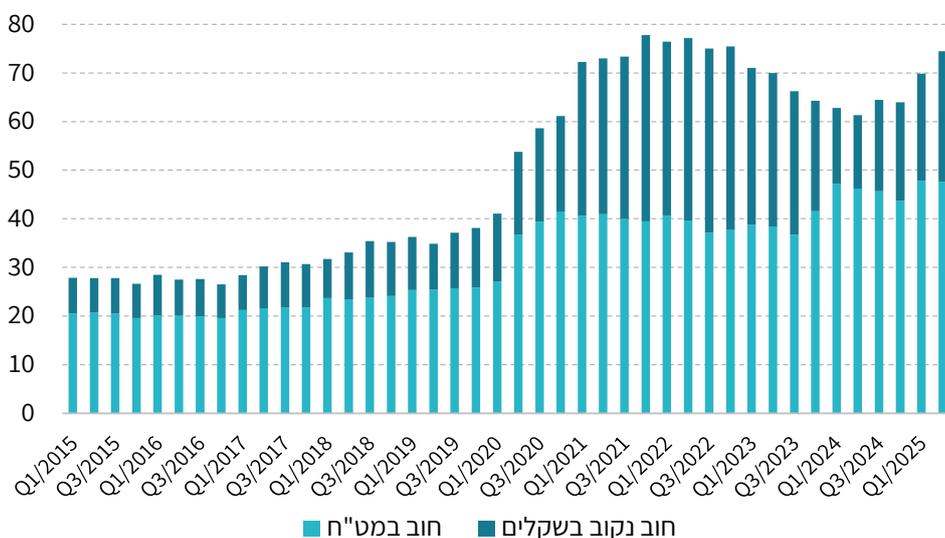
¹ בנק ישראל נכלל בעבודה זו כחלק מן המגזר הציבורי (בהתאם למדריך קרן המטבע (BPM5). ב-BPM6, הבנק המרכזי הוצא מן המגזר הציבורי.

² הנתונים הינם עד לסוף הרביעי השני של 2025.

³ למידע נוסף – ראו עבודה בתחום המתודולוגיה הסטטיסטית והמידע הכללי ויישומן בבנק ישראל: מדידת החוב החיצוני של המשק מול חו"ל (2017);

1.2 התפתחות סך החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי⁴

איור 2: התפתחות החוב החיצוני הציבורי
מיליארדי דולרים



המקור: משרד האוצר ונתוני ועיבודי בנק ישראל.

טרם הקורונה, בשנים 2018-2019, החוב עלה בקצב מתון עד לרמת חוב של כ- 35-37 מיליארד דולר. בשנות הקורונה, בשנים 2020-2021, החוב החיצוני של המגזר הציבורי הוכפל (בסוף 2021 אף עמד על כ-77.8 מיליארד דולר). במהלך 2022-2023, טרם המלחמה, החוב החל לרדת במקצת במגמה הדרגתית עד ל- 66.2 מיליארד דולר בסוף הרביע השלישי של שנת 2023.

עם תחילת המלחמה, המשיכה מגמת ירידה של סך החוב החיצוני של המגזר הציבורי ל-64 מיליארד דולר בסוף שנת 2023 ול-61 מיליארד דולר ברביע השני של שנת 2024, בעיקר בשל מימוש השקעות בחוב בשקלים ולמרות הגדלת גיוסי החוב באופן ניכר. החל ממחצית 2024 התהפכה המגמה, כאשר התחדשו ההשקעות של תושבי חוץ ויתרת החוב החיצוני ברוטו עלתה ל-74.5 מיליארד דולר, קרוב לרמת השיא.

יובהר כי הניתוח לעיל מתייחס לחוב החיצוני ברוטו. כאשר בוחנים את החוב החיצוני נטו (הנכסים בניכוי ההתחייבויות), הרי שמדינת ישראל, גם בתקופת המלחמה, נשארה משק מלווה (חוב חיצוני שלילי נטו כלומר מדובר בעודף נכסים על התחייבויות במכשירי חוב), כאשר בסוף הרביע השני של 2025 עודף הנכסים על ההתחייבויות במכשירי חוב עמד על כ-312 מיליארד דולר.⁵ מהיקף ניכר מעודף הנכסים משוין לנכסי זרבה של בנק ישראל, שעמדו בסוף הרביע השני של שנת 2025 על 228 מיליארד דולר (בהשוואה ליתרות של 91 מיליארד דולר בלבד בסוף 2015).⁶ יתרה זו משקפת יחס כיסוי⁷ של פי 2.9 מהחוב החיצוני ברוטו של כלל המשק, נכון לסוף הרביע השני של שנת 2025.

⁴ החוב הציבורי בכללותו כולל גם את החוב הציבורי המקומי (החוב המוחזק על ידי תושבי ישראל) ואת החוב הציבורי החיצוני (החוב המוחזק על ידי תושבי חוץ). מרבית החוב הציבורי הינו חוב מקומי. לצרכי ההשוואה הבינלאומית, יחס החוב אינו כולל את הנפקות המק"ם של בנק ישראל.

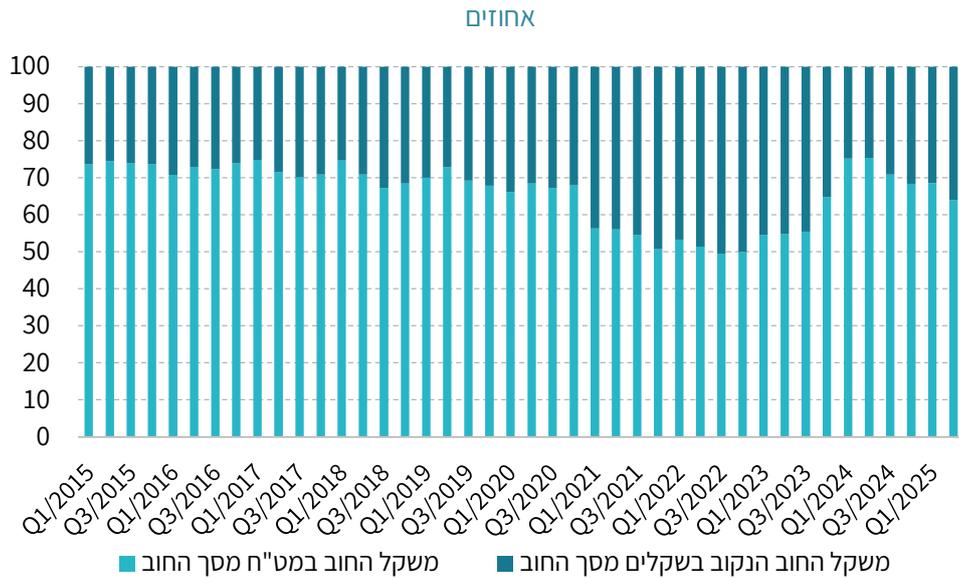
⁵ הודעה לעיתונות של בנק ישראל: "הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל", רביע שני 2025, 16/9/2025. באתר <https://www.boi.org.il>

⁶ המימושים של בנק ישראל בתקופת המלחמה היו נמוכים יחסית בסך של כ-8.8 מיליארד דולר בסה"כ. ראו הודעה לעיתונות של בנק ישראל: "דיווח חודשי בדבר התכניות שבנק ישראל מפעיל לאור המלחמה", 7/9/2025. באתר <https://www.boi.org.il>

⁷ יחס הכיסוי הוא היחס בין סך הנכסים לסך ההתחייבויות של המשק ולבדיקת יכולתו לעמוד בהתחייבויות בינלאומיות.

1.3 התפלגות מטבעית של החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי

איור 3: התפתחות הרכב החוב החיצוני הציבורי לפי מטבעות



המקור: משרד האוצר ונתוני ועיבודי בנק ישראל.

התפתחויות אלו השפיעו גם על ההרכב המטבעי של החוב החיצוני ברוטו: בשנים 2015-2019, משקל החוב במט"ח מסך החוב החיצוני של המגזר הציבורי נע בטווח מצומצם של 68%-74%. בשנות הקורונה 2020-2021 הגדילו תושבי חוץ את החשיפה למטבע ישראלי במידה ניכרת, כמעט מדי רבעון, באמצעות השקעה במכשירי חוב בשקלים, כך שבסוף שנת 2021 משקל החוב במט"ח מסך החוב החיצוני של המגזר הציבורי ירד לכ-50%. בשנים 2022-2023, טרם המלחמה, משקל החוב במט"ח מסך החוב החיצוני של המגזר הציבורי שמר יחסית על רמתו מסוף הקורונה ונע בטווח של 50%-55%. מתחילת המלחמה, בשל מימושים ניכרים של תושבי חוץ במכשירי החוב בשקלים, משקל החוב במט"ח מסך החוב החיצוני של המגזר הציבורי עלה משמעותית. עלייה זו הגיעה לשיא במחצית הראשונה של 2024, כאשר היחס הגיע לרמות של כ-75%. בהמשך המלחמה, תושבי חוץ חזרו להשקיע במכשירי חוב הנקובים בשקלים ולכן המשקל ירד במקצת עד לכ-64% ברביע השני של 2025.

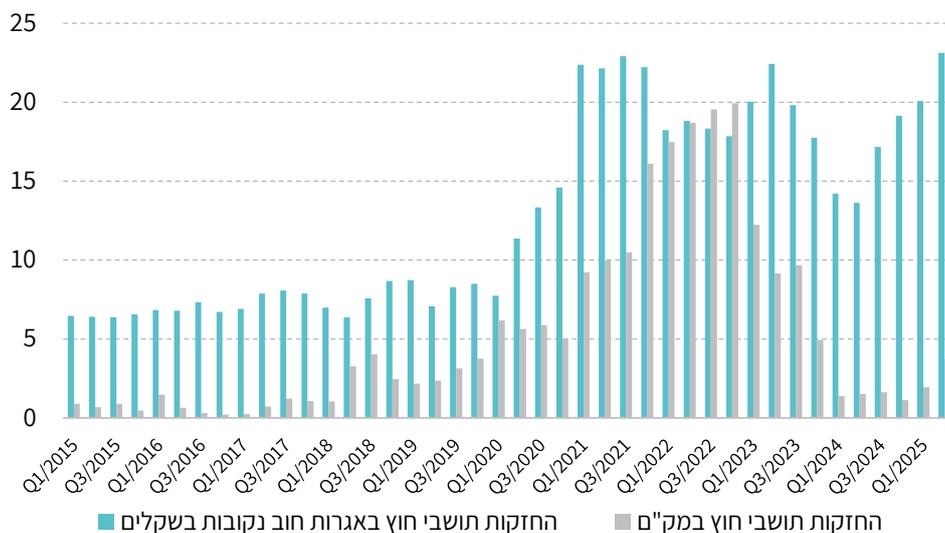
2. החוב החיצוני ברוטו בשקלים של המגזר הציבורי

בחלק זה נתמקד בחוב החיצוני ברוטו בשקלים בלבד, ללא החוב במט"ח. מכשירי החוב הנכללים בחוב החיצוני ברוטו בשקלים הם החזקות תושבי חוץ באגרות חוב ממשלתיות ("אג"ח ממשלתיות") הנקובות בשקלים והחזקות תושבי חוץ במלווה קצר מועד ("מק"ם").⁸

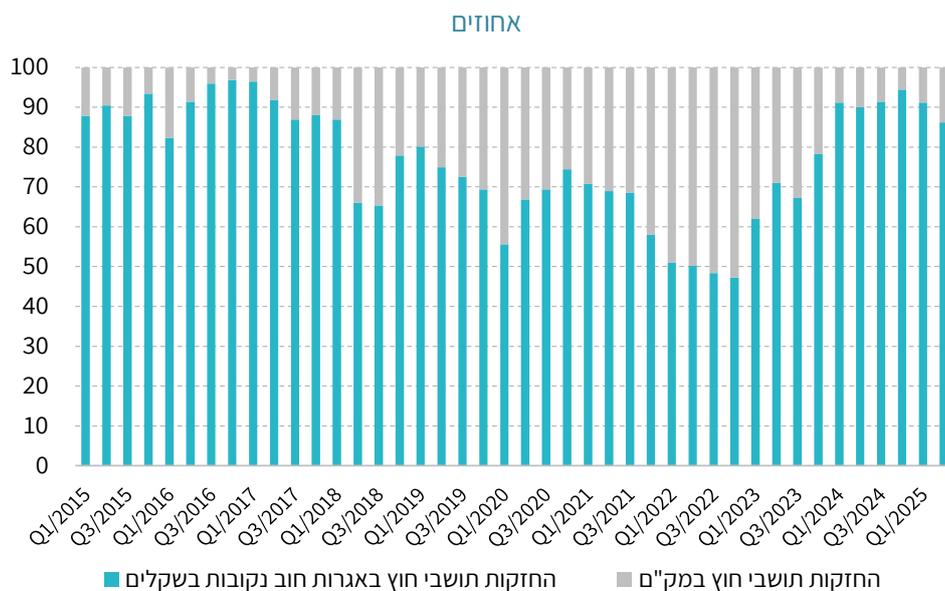
⁸ להרחבה על מכשירי החוב הנכללים בחוב החיצוני, ראו נספח.

2.1. הרכב החוב החיצוני ברוטו בשקלים של המגזר הציבורי לפי מכשירי חוב

איור 4: התפתחות החוב החיצוני ברוטו הנקוב בשקלים של המגזר הציבורי לפי מכשירי חוב מיליארדי דולרים



איור 5: הרכב החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי הנקוב בשקלים לפי מכשירי חוב, אחוזים



המקור: נתוני ועיבודי בנק ישראל.

2.2. החזקות תושבי חוץ במלווה קצר מועד (מק"ם)

טרום הקורונה, בלטה מגמה הגדלת משקל החזקות תושבי חוץ במק"ם, אשר הייתה יותר משמעותית מהגידול ביתרת ההשקעה של תושבי חוץ באג"ח ממשלתיות. בתקופה זו משקל המק"ם בחוב החיצוני במטבע ישראלי של המגזר הציבורי עלה מ- 12% בתחילת 2015 ל- 31% בסוף שנת 2019. יחד עם זאת, החוב החיצוני ברוטו בשקלים בתקופה זו היה עדיין נמוך, ובהתאם יתרות ההחזקה של תושבי חוץ במק"ם היו עדיין נמוכות יחסית (כ- 3.5 מיליארד דולר בסוף 2019).

בשנים 2020-2022, הגדילו תושבי חוץ את החזקתם במק"ם (במקביל לעלייה מתונה יותר באג"ח ממשלתי שקלי) באופן ניכר עד לרמה כ- 20 מיליארד דולר בסוף שנת 2022. הגידול בהחזקות תושבי חוץ היה גבוה משמעותית ביחס להיקפי גיוס מק"ם באותם שנים. כך שבשנות הקורונה הגדילו תושבי חוץ את השקעתם ואת חלקם בגיוסי המק"ם ובשוק המשני.

בשנת 2023 בעיקר טרם המלחמה ובתקופת המלחמה, מימשו תושבי חוץ באופן ניכר את החזקתם במק"ם. בסוף שנת 2024 יתרת החזקתם עמדה על כ-1.1 מיליארד דולר בלבד ומשקלו של המק"ם בסך החזקות תושבי חוץ בשקלים ירד לשפל של 6%. מימוש החזקות של תושבי חוץ נעשה במקביל לעלייה משמעותית בהיקף הגיוסים של בנק ישראל במק"ם, בפרט בשנת 2025⁹. התנועות במסחר ובעיקר המימושים במק"ם היו חדות יחסית. הדבר נובע בין היתר משינויים בפערי הריבית בין השקל לבין הדולר, שהשפיעו גם על היקף החזקות בנגזרי הריבית.¹⁰

בשנת 2025 לא חלו שינויים מהותיים, כאשר בסוף הרביע השני של שנת 2025, יתרת החזקתם עמדה על 3.7 מיליארד דולר, בדומה לרמת ההשקעה במק"ם טרם משבר הקורונה.

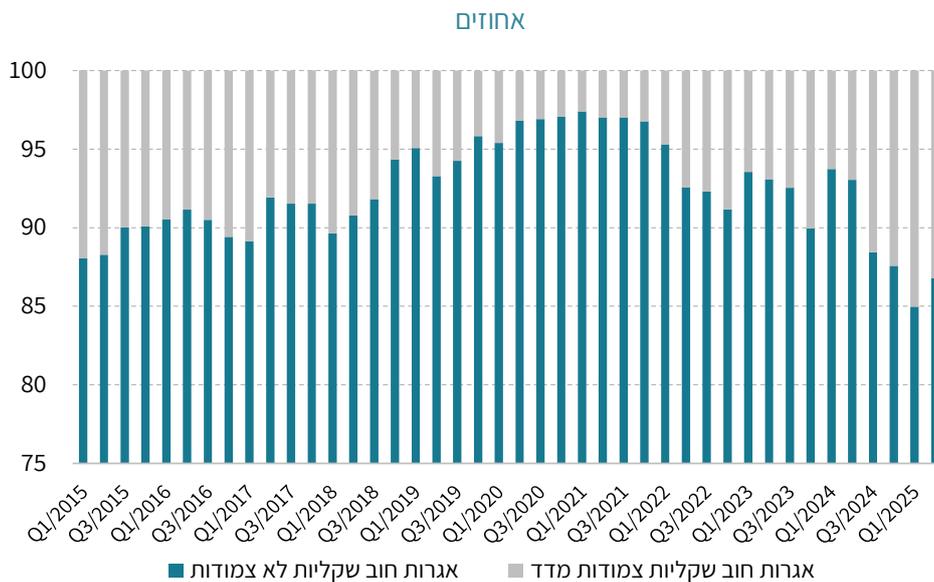
2.3. החזקות תושבי חוץ באגרות חוב ממשלתיות נקובות בשקלים (אג"ח נקובות בשקלים)

בשנים 2015-2019, נרשמה עלייה מתונה בהחזקות תושבי חוץ באג"ח ממשלתיות נקובות בשקלים מ-6.5 מיליארד דולר ל-8.5 מיליארד דולר (30% גידול).

החל משנת 2020, תושבי חוץ הגדילו באופן משמעותי את החזקתם ליתרה של כ-20 מיליארד דולר בסוף הרביע השלישי של שנת 2023. הגידול בהחזקות תושבי חוץ היה גבוה משמעותית ביחס להיקפי גיוס מק"ם באותם שנים, כך שבשנות הקורונה הגדילו תושבי חוץ את השקעתם ואת חלקם בגיוסי האג"ח הנקובות בשקלים ובשוק המשני.

בתחילת המלחמה נרשמה מגמת מימושים באג"ח הממשלתיות והחזקות של תושבי חוץ ירדו לרמה של 13.6 מיליארד דולר ברביע השני של 2024 (כאשר שנת 2024 הייתה שנת שיא בגיוסי הממשלה, עם היקפי גיוס של 478 מיליארד ש"ח). עם זאת, מגמת ההשקעות חודשה בשנת 2025 ותושבי חוץ הגדילו את החזקתם לכ-23 מיליארד דולר ברביע השני של 2025, יתרה הגבוהה מאשר בתקופת הקורונה. עם זאת, הגידול בהחזקות תושבי חוץ באג"ח הנקובות בשקלים היה מצומצם ביחס להרחבת קצב גיוסי הממשלה, כך שבשנות המלחמה הקטינו תושבי חוץ את חלקם בגיוסי האג"ח הממשלתיות הנקובות בשקלים.

איור 6: התפתחות הרכב החזקות תושבי חוץ באגרות חוב ממשלתיות נקובות בשקלים לפי סוגי הצמדה



המקור: נתוני ועיבודי בנק ישראל.

בתקופת הקורונה תושבי חוץ רכשו בעיקר אגרות חוב לא צמודות. בתקופה זו משקלם עלה מכ-91% לכ-97% בסוף שנת 2021. לאחר הקורונה, הקטינו תושבי חוץ במקצת את משקל אגרות החוב הלא צמודות ל-93% בממוצע, במקביל לעליית האינפלציה מאז אמצע 2022. בתקופת המלחמה, תושבי חוץ המשיכו להקטין את החזקתם באגרות החוב הלא צמודות לשיעור של 89%

⁹ הנתונים הינם עד לסוף הרביע השני של 2025.

¹⁰ לפרטים ראו "זרקור א'- היקף ההשקעות של משקיעים זרים בנכסים פיננסיים נקובים בשקלים" בדוח יציבות פיננסית של בנק ישראל למחצית ראשונה 2024. באתר <https://www.boi.org.il>

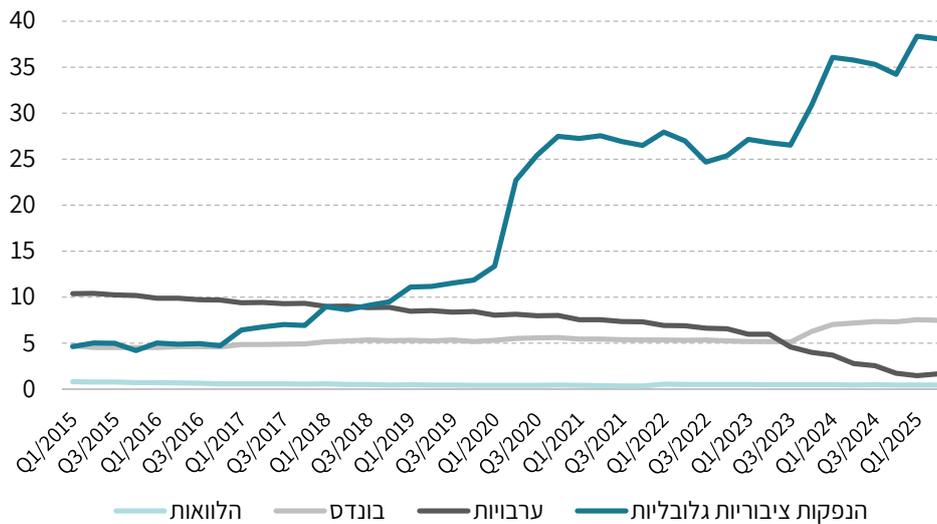
בממוצע, השיעור הנמוך ביותר בתקופת המדידה. זאת, כאשר לאורך כל התקופה משקל גיוסי הממשלה באפיק השקלי הלא צמוד נע בטווח של 53%-68% (כלומר, לתושבי חוץ יש העדפה גורפת לאפיק השקלי הלא צמוד).

3. החוב החיצוני ברוטו במטבע חוץ של המגזר הציבורי

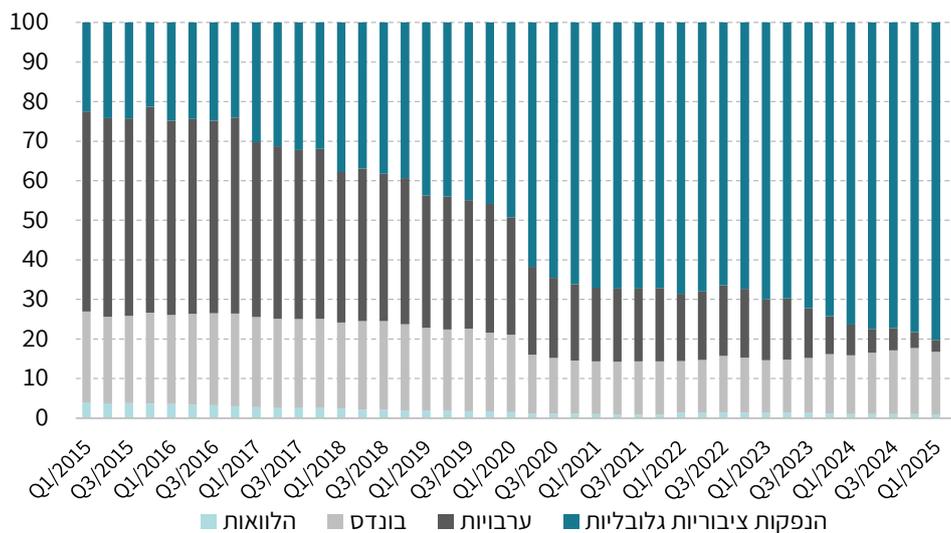
בחלק זה נתמקד בחוב החיצוני הציבורי ברוטו במטבע חוץ בלבד, ללא החוב בשקלים. מכשירי החוב הנכללים בחוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי במטבע חוץ הם: הנפקות ציבוריות גלובליות במט"ח; הנפקות בערבות ממשלת ארה"ב; גיוסים באמצעות ארגון הבונדס; והלוואות ממשלות זרות, מוסדות בינלאומיים ותאגידים פיננסיים זרים.¹¹

3.1 החוב החיצוני ברוטו במט"ח של המגזר הציבורי והתפתחותו לאורך השנים לפי מכשירי החוב

איור 7: התפתחות החוב החיצוני ברוטו במט"ח של המגזר הציבורי לפי מכשירי חוב מיליארדי דולרים



איור 8: התפתחות הרכב החוב החיצוני ברוטו במט"ח של המגזר הציבורי לפי מכשירי חוב אחוזים



המקור: משרד האוצר ונתוני ועיבודי בנק ישראל.

¹¹ להרחבה על מכשירי החוב הנכללים בחוב החיצוני, ראו נספח.

3.2 הרכב החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי במט"ח לפי מכשירי חוב

החוב החיצוני ברוטו במט"ח של המגזר הציבורי בעשור האחרון מורכב בעיקר מן החוב הסחיר: הנפקות ציבוריות גלובליות (החזקות תושבי חוץ בהנפקות חוב של ממשלת ישראל במט"ח בשווקים הבינ"ל) ואגרות חוב בערבות ממשלת ארה"ב (75%-80% מסך החוב במט"ח).

לוח 1: התפתחויות עיקריות במכשירי החוב, בהשוואה בין תקופות עיקריות

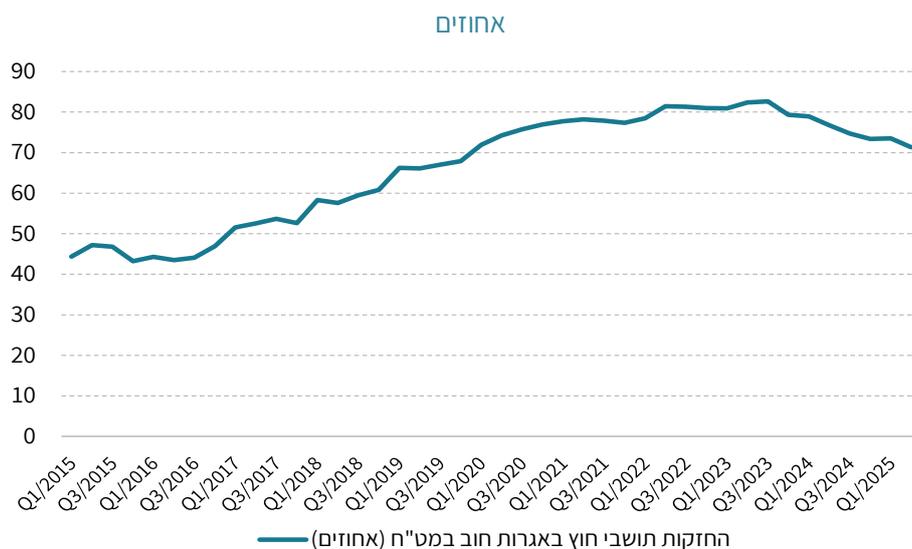
מכשיר פיננסי / תקופה	2015-2017	2018-2019	שנות הקורונה (2020-2021)	טרום המלחמה (2022-אמצע 2023)	תקופת המלחמה (סוף 2023-2025)
אגרות חוב גלובליות (הנפקות ציבוריות במט"ח)	צמיחה מתונה; עדיין לא רכיב הדומיננטי.	עולות והופכות לרכיב המרכזי בסוף 2019	קפיצה: 62%-67% מהחוב החיצוני במט"ח; הרחבת היקף הגיוסים ועלייה בהחזקות תושבי חוץ.	רמה גבוהה ויציבה	המשך גידול לרמת מכלל שיא: כ-80% החוב החיצוני במט"ח ברביע השני של שנת 2025; תושבי חוץ משתתפים באופן עקבי בגיוסים (כולל הנפקות פרטיות).
אג"ח בערבות ממשלת ארה"ב	הרכיב העיקרי בחוב	יורד בהדרגה.	קטון משמעותי בעקבות תכנית רכישה עצמית וירידה בריבית הצבורה; ירידה מ-8 מיליארד דולר ל-4.6 מיליארד דולר.	קטון משמעותי בעקבות תכנית רכישה עצמית וירידה בריבית הצבורה; ירידה מ-8 מיליארד דולר ל-4.6 מיליארד דולר.	המשך ירידה עד כ-4% בלבד מסך החוב החיצוני במט"ח בעקבות פירעונות נוספים בתחילת המלחמה
בונדס (תעודות חוב של מדינת ישראל ליהדות התפוצות)			רמה די קבועה של החוב (5.1-5.3 מיליארד דולר).		עלייה קלה ל-16% מסך החוב החיצוני במט"ח ברביע שני 2025, בעקבות גיוסים אנטי-מחזוריים.
הלוואות מגופים בינ"ל					זניחות לאורך כל התקופה. ללא שימוש כמקור מימון. פירעון של חוב קיים בלבד.

3.3 גיוסי חוב של הממשלה באמצעות הנפקות ציבוריות גלובליות של אגרות חוב במט"ח בחו"ל¹² והתנהגות תושבי חוץ (חלקם של תושבי חוץ בסך אגרות החוב הממשלתיות במט"ח שהונפקו בחו"ל)

מדינת ישראל החלה בהנפקות ציבוריות גלובליות במט"ח בשווקים הבינלאומיים בשנת 1995. בתחילה סך ההנפקות היה זניח ועמד על כ-250 מיליון דולר בלבד, אולם בעשור האחרון זהו מכשיר המימון המרכזי של ממשלת ישראל בחו"ל.

¹² הסעיף מתייחס לסך החוב שהונפק ומוחזק הן על ידי תושבי ישראל והן על ידי תושבי חוץ. מתבסס על הדוח החוב השנתי של משרד האוצר לשנת 2024.

איור 9: חלקם של תושבי חוץ באגרות החוב בסך יתרות אג"ח מט"ח שהונפקו בחו"ל



המקור: משרד האוצר ונתוני ועיבודי בנק ישראל.

לוח 2: התפתחויות עיקריות בגיוסי החוב של הממשלה בחו"ל ובהתנהגות המשקיעים, בהשוואה בין תקופות עיקריות

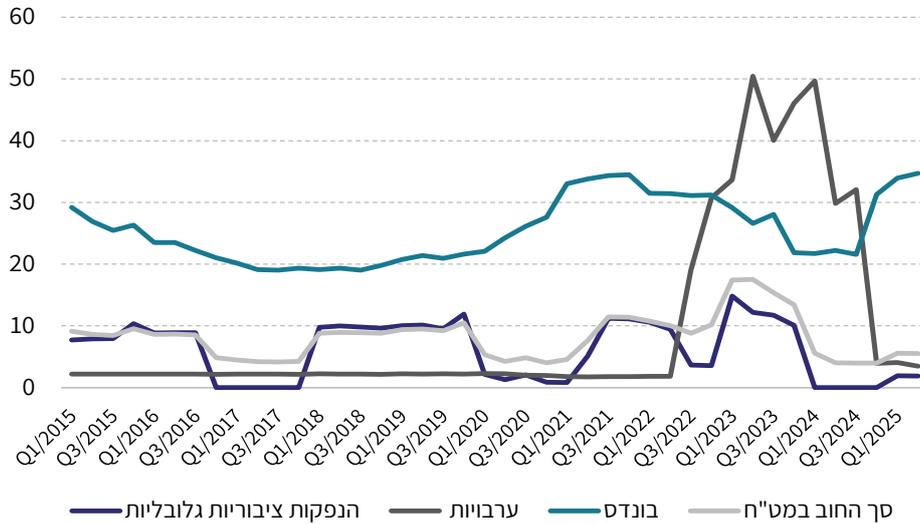
תקופת המלחמה (סוף 2023-אמצע 2025)	טרם המלחמה (2022-אמצע 2023)	שנות הקורונה (2020-2021)	2018-2019	2015-2017	
גיוסים נרחבים מאוד של אג"ח גלובליות ברביע האחרון של 2023 וברביע הראשון של 2024, בדגש על אג"ח גלובליות. המשך מגמת ההרחבה גם ברביע הראשון של 2025 ¹³	רמה יציבה. מחזור של החוב המונפק.	עלייה חדה בגיוסים במט"ח. גידול ביתרה ביחס לתקופה קודמת של כ- 17 מיליארד דולר. סך היתרה לסוף שנת 2021 כ- 34 מיליארד דולר.	הרחבת מגמת הגיוסים. סך היתרה לסוף שנת 2019 כ- 17.5 מיליארד דולר.	סך היתרה (לתושבי ישראל ותושבי חוץ) לסוף שנת 2014 כ- 11 מיליארד דולר.	מגמת גיוסי חוב של הממשלה באמצעות הנפקות ציבוריות גלובליות
הנפקות גלובליות כמכשיר מימון מרכזי; מגמת עלייה בגודלן של הסדרות המונפקות, משיקולים של הנפקות סדרות להשוואה וכן בשל עלייה בצרכי המימון.					
שמירה על חלקם בחוב המונפק, הודות להנפקות פרטיות ולהרחבת סדרות קיימות. ירידה מתונה בחלקם בהחזקות לשיעור של 71% בתום הרביע השני של 2025.	יציבות. הגדלה מתונה בהחזקות ל- 83% בתום הרביע השלישי 2023.	עלייה בהחזקות באג"ח גלובליות במט"ח. חלקם עלה בחדות לשיעור של 78% בסוף 2021.	התחזקות ההעדפה למכשיר זה	עלייה מתונה בהחזקות בהנפקות גלובליות	מגמת התנהגות תושבי חוץ (חלקם בסך יתרות אג"ח ממשלתיות גלובליות שהונפקו בחו"ל).

¹³ הנפקת שתי אגרות חוב לטווחים של 5 שנים ו- 10 שנים בהיקף כולל של 5 מיליארד דולר.

3.4 הרכב סך החוב (לתושבי ישראל ותושבי חוץ) ברוטו של המגזר הציבורי במט"ח והתפתחותו לפי טווחי אשראי בפועל ומח"ם החוב

3.4.1 יחס סך החוב ברוטו לטווח קצר מסך החוב במט"ח¹⁴

איור 10: התפתחות יחס סך החוב שהונפק לטווח קצר מסך החוב שהונפק במט"ח אחוזים



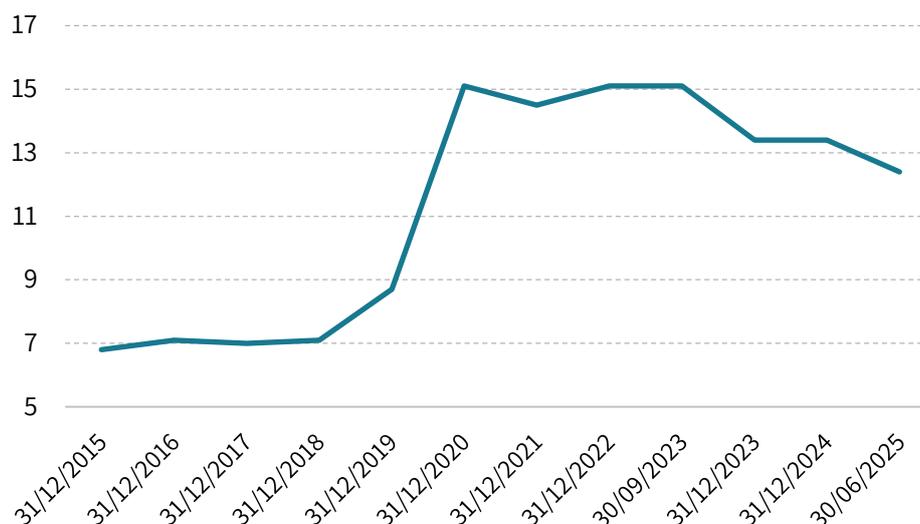
המקור: משרד האוצר ועיבודי בנק ישראל.

במרבית השנים, התפתחות סך החוב במט"ח תאמה להתפתחות יתרת אגרות החוב בהנפקות ציבוריות גלובליות בשווקים הבינלאומיים.

הזינוק במשקל החוב הקצר בין הרביע הראשון של 2023 לרביע השלישי של 2024, מוסבר בעיקר בפירעונות של אגרות חוב בערבות ממשלת ארה"ב, כחלק מתכנית רכישה עצמית. בתקופת המלחמה, לא הועמד חוב לפירעון, אלמנט שהאריך את טווח האשראי.

3.4.2 מח"ם החוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי במט"ח

איור 11: טווח ממוצע לפדיון של סך החוב המונפק במט"ח של המגזר הציבורי, שנים



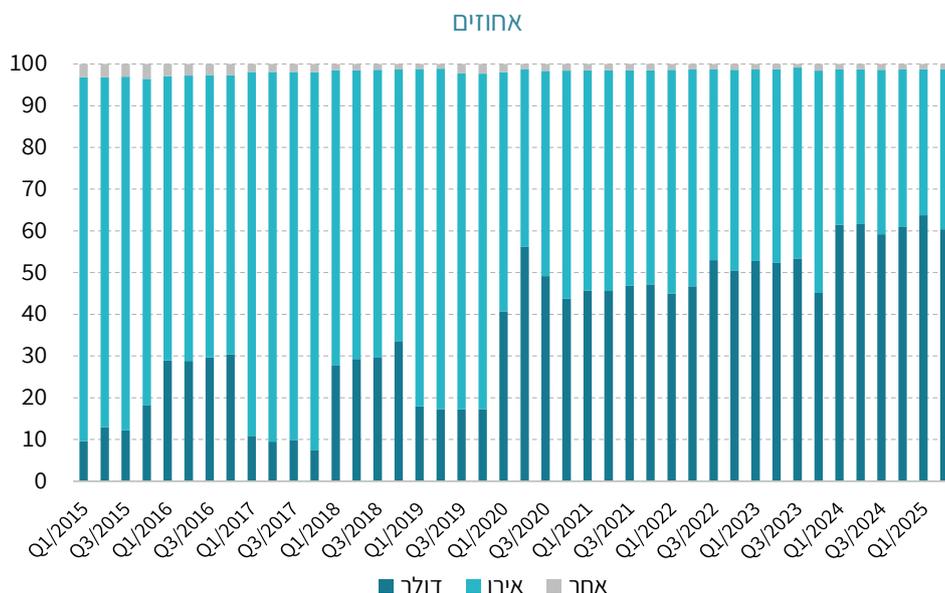
המקור: משרד האוצר ועיבודי בנק ישראל.

¹⁴ החוב לטווח קצר הינו חוב שאמור להיפרע בתוך שנה והוא כולל חוב שהונפק לשנה או פחות וחלויות שוטפות של חוב לטווח ארוך. הניתוח נעשה על סך החוב שהונפק (לתושבי ישראל ותושבי חוץ).

מח"ם החוב במט"ח ברוטו של מדינת ישראל התארך באופן ניכר בשנות הקורונה (ממוצע של 14.8 שנים) והוסיף להתארך אחריה (ממוצע של 15.1 שנים טרם המלחמה), ביחס למח"ם החוב הממוצע בשנים 2015-2019 (ממוצע של 7.4 שנים בלבד), זאת בין היתר, על רקע הנפקת אגרות חוב ארוכות במיוחד. בתקופת המלחמה התקצר המח"ם במקצת, על רקע הרחבות סדרות קיימות וגיוסים פרטיים, לרמה של 12.4 שנים בממוצע, עדיין גבוה משמעותית ביחס למח"ם טרם הקורונה.

3.5 הרכב החוב החיצוני ברוטו במט"ח של המגזר הציבורי והתפתחותו לפי מטבעות

איור 12: הרכב החוב החיצוני ברוטו והתפתחותו לפי מטבעות - רכיב הנפקות ציבוריות גלובליות



המקור: משרד האוצר ועיבודי בנק ישראל.

ניתוח הרכב המטבעות של רכיב הנפקות הציבוריות הגלובליות¹⁵ בחוב החיצוני ברוטו במט"ח מראה כי מאז פרוץ הקורונה חל שינוי בהרכב המטבעות של החוב, תוך העדפה להגדלת משקל אגרות החוב הדולריות על חשבון אגרות חוב במטבע אירו. בשנות המלחמה (החל מהרביע האחרון של שנת 2023), מגמת השינוי בהרכב המטבעות התחזקה ועיקר ההחזקות של תושבי חוץ בהנפקות ציבוריות גלובליות היא בדולר (60% בתום הרביע השני של שנת 2025). לאורך כל התקופה, ההנפקות בלירה שטרלינג וביין יפני ("אחר") היו זניחות (משקלן המצטבר כ-1%-2% מסך החזקות תושבי חוץ בהנפקות הציבוריות הגלובליות במט"ח).

4. סיכום

במהלך העשור האחרון, שני אירועים מאקרו כלכליים בולטים הגדילו באופן ניכר את ההוצאה הציבורית ואת הצורך במציאת מקורות מימון חיצוניים: משבר הקורונה בשנים 2020-2021 והמלחמה שפרצה בעקבות אירועי ה-7 באוקטובר 2023.

במהלך תקופת הקורונה נרשמה עלייה חדה ביחס החוב הציבורי לתוצר ובחוב החיצוני ברוטו של מדינת ישראל. הממשלה נאלצה להגדיל את הוצאותיה כדי להתמודד עם המשבר הבריאותי והכלכלי, לספק רשת ביטחון לעסקים ולעובדים, ולתמוך בצמיחה. כתוצאה מכך, החוב החיצוני הציבורי עלה משמעותית, אך במקביל המשקיעים המשיכו להאמין ביכולת המשק להתאושש. תושבי חוץ המשיכו להשקיע במכשירי החוב של מדינת ישראל הן ברכיב השקלי והן ברכיב מטבע חוץ ונרשמה עלייה בהחזקתם באג"ח של המגזר הציבורי ובמק"ם.

¹⁵ הניתוח נעשה עבור הרכיב העיקרי של החוב במט"ח בו היו השינויים העיקריים - הנפקות ציבוריות גלובליות במט"ח.

לעומת זאת, תקופת המלחמה שהחלה בסוף 2023 הביאה עמה אתגרים אחרים. ההוצאות הביטחוניות והאזרחיות הגבוהות הובילו להמשך עלייה ביחס החוב הציבורי לתוצר, עד כדי התקרבות לממוצע של מדינות ה־OECD בזמן שבמדינות אלו ניכרה דווקא מגמת ירידה או התייצבות.

בתחילת המלחמה נרשמה ירידה זמנית בחוב החיצוני ברוטו, אך בשנת 2025 חל שינוי מגמה והחוב החיצוני ברוטו עלה שוב, לרמות הקרובות לשיא ההיסטורי.

התנהגות תושבי החוץ בתקופה זו הייתה מורכבת. בזמן שבאג"ח הממשלתיות הגלובליות שהונפקו במט"ח הם המשיכו להחזיק ולהשתתף בגיוסים באופן יציב, ברכיב השקלי נרשמו מימושים משמעותיים בתחילת המלחמה. עם זאת, בשנת 2025 ניכרה חזרה הדרגתית של משקיעים זרים לשוק השקלי, אם כי בהיקפים מתונים יותר. ההחזקות באג"ח ממשלתיות שקליות נותרו יציבות יחסית, ואילו ההחזקות במק"ם נותרו ברמות שלפני הקורונה.

הרכב החוב החיצוני במט"ח השתנה אף הוא בתקופת הקורונה ובתקופת המלחמה. חל גידול באג"ח גלובליות במט"ח בהשוואה לירידה באג"ח בערבות ממשלת ארה"ב. מדובר בשינוי מהותי בהרכב ביחס ל-2015. הקורונה והמלחמה האיצו את המגמה כאשר אג"ח גלובליות היו כלי הגיוס המרכזי.

בתקופת הקורונה, הייתה העדפה לחוב במטבע דולר על חשבון מטבע אירו. המלחמה חיזקה את ההעדפה לאג"ח הדולריות. בתקופת הקורונה, חלה הארכה משמעותית של מח"ם החוב בעקבות גיוסים לטווחים בינוני/ארוך. בתקופת המלחמה, המח"ם אומנם התקצר אך נותר ארוך בהרבה לעומת 2015-2019.

נספח – מאפייני מכשירי חוב בחוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי

החוב החיצוני ברוטו של המשק כלפי חו"ל (External Debt) מוגדר כסך התחייבויותיו (המגזרים הציבורי, הפרטי והבנקאי) לתושבי חוץ באמצעות מכשירי חוב בשקלים ובמטבע חוץ. להלן המאפיינים המרכזיים של מכשירי החוב בחוב החיצוני ברוטו של המגזר הציבורי.¹⁶

• החוב החיצוני ברוטו בשקלים המגזר הציבורי

החזקות תושבי חוץ בחוב בשקלים של המגזר הציבורי מהווה חלק מן החוב החיצוני ברוטו ומתייחס להחזקתם באגרות חוב ממשלתיות הנקובות בשקלים ובמק"ם (מלווה קצר מועד).

הגיוס המקומי הסחיר הינו אפיק הגיוס המרכזי של ממשלת ישראל. הגיוס הממשלתי (אגרות חוב ממשלתיות שהונפקו בבורסה לניירות ערך בתל אביב) נשען על שלושה אפיקים מרכזיים: אפיק שקלי; אפיק צמוד מדד ואפיק בריבית משתנה. הגיוס הממשלתי בחוב המקומי מוטה לאפיק השקלי.

נוסף לאגרות החוב של ממשלת ישראל, החוב כולל גם מק"ם (מלווה קצר מועד). הנפקת מק"ם על ידי בנק ישראל היא ללא ריבית (אפס קופון). המק"ם נסחר אף הוא בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

אגרות החוב הממשלתיות מונפקות לטווחי אשראי ארוכים יחסית של כ-5 שנים ומעלה, כאשר המק"ם של בנק ישראל מונפק לטווח אשראי של שנה או פחות.

בשנת 2010 MSCI (Morgan Stanley Capital International), שינתה את הסיווג של ישראל ל"שוק מפותח (Developed Market)" במדד MSCI. שינוי זה נכנס לתוקף ביוני 2010. בעקבות שינוי זה גופים מוסדיים בינלאומיים החלו לקנות מכשירי חוב של מדינת ישראל כחלק מתיק ההשקעות במדד.

החל מינואר 2003, אין הגבלות על פעילות תושבי חוץ בהשקעות בישראל. בשנת 2011 ושוב בשנת 2017 החל בנק ישראל, לצורך השגת היעדים במדיניות המוניטרית ובמדיניות מטבע חוץ להגביר את דרישות הדיווח בעסקאות החלפת מטבע ונגזרי מטבע. החוב החיצוני ברוטו בשקלים אמור לכלול, לפי ההגדרות הבינלאומיות, גם החזקות של תושבי חוץ במכשירי חוב של הממשלה הרחבה (לרבות רשויות מקומיות ומוסדות לאומיים), אולם חוב זה מאופס בפועל.

• הנפקות ציבוריות גלובליות במט"ח

החוב החיצוני ברוטו במכשירי חוב זה הינו החזקות תושבי חוץ בהנפקות חוב ציבוריות של ממשלת ישראל במט"ח בשווקים הבינלאומיים.

הנפקות החוב הציבוריות הגלובליות נועדו 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. בשנים 1995-2025 ביצעה מדינת ישראל 28 הנפקות ציבוריות בשווקים הגלובליים- בארה"ב, באירופה, בטאיוואן וביפן. מדינת ישראל גם מבצעת הנפקות פרטיות למשקיעים אסטרטגיים, בעקבות ביקוש מצד המשקיעים. ההנפקות הפרטיות מתבצעות גם כהרחבה (Tapping) של סדרות אג"ח קיימות שהונפקו בשווקים הבינלאומיים. החוב בגין הנפקות ציבוריות גלובליות במט"ח של מדינת ישראל מורכב מהמטבעות הבאים¹⁷: דולר, אירו, לירה שטרלינג ויין יפני.

• הנפקות בערבות ממשלת ארצות הברית

באפריל 2003 אישר הקונגרס בארצות הברית תכנית בת שלוש שנים למתן ערבויות לממשלת ישראל לטובת גיוס חב בהיקף של עד 9 מיליארד דולר בערך נקוב. ארצות הברית מעניקה ערבות מלאה על תשלומי הקרן והריבית של האגרות שישאל מנפיקה באמצעות תכנית זו ולכן הן נהנות מדירוג אשראי דומה לדירוג האשראי של ארצות הברית. התכנית הוארכה מספר פעמים ע"י הממשל האמריקני, לאחרונה בדצמבר 2022, עד שנת 2028.

במסגרת תכנית הערבויות הנפיקה מדינת ישראל בשנים 2003-2004 אגרות חוב בערך נקוב של 4.1 מיליארד דולר. ממשלת ישראל לא השתמשה בתכנית הערבויות מאז נובמבר 2004.

אגרות חוב בערבות ממשלת ארה"ב הינן בדולר בלבד.

מכשיר זה הינו מכשיר חוב סחיר, אולם ההנחה היא כי החוב מוחזק במלואו ע"י תושבי חוץ.

¹⁶ למידע נוסף – ראו עבודה בתחום המתודולוגיה הסטטיסטית והמידע הכללי ויישומן בבנק ישראל: מדידת החוב החיצוני של המשק מול חו"ל (2017) ואת דוח החוב השנתי של משרד האוצר לשנת 2024.

¹⁷ החוב שמדינת ישראל הנפיקה בריאל ברזילאי צמוד דולר נחשב כחלק מן החוב הדולרי.

• גיוסים באמצעות ארגון הבונדס

ארגון הבונדס (State of Israel Bonds) מהווה פלטפורמה לגיוס חוב לא סחיר במט"ח מיהדות התפוצות. הגיוס באמצעות הבונדס מאפשר להרחיב את בסיס המשקיעים ולגוון את מקורות הגיוס של ממשלת ישראל. החוב במט"ח של ארגון הבונדס מורכב מהמטבעות הבאים: דולר ארה"ב, אירו, לירה שטרלינג ודולר קנדי. מכשיר זה הינו מכשיר חוב לא סחיר ולכן מלוא החוב גויס ממלווים תושבי חוץ.

• הלוואות ממשלות זרות, מוסדות בינלאומיים ותאגידים פיננסיים זרים

קיימת יתרה נוספת של חוב לא סחיר במטבע חוץ המורכבת מהלוואות ממשלות זרות; מוסדות בינלאומיים, בנקים בחו"ל וקרנות דו לאומיות.¹⁸ ההלוואות נלקחו במטבע דולר או באירו ומלוא החוב גויס ממלווים תושבי חוץ.

¹⁸ בעבודה זו הוחלט שלא להתייחס בנייתוח החזקות תושבי חוץ בחוב החיצוני ברכיב "הקצאת זכויות מיוחדות SDR" כרכיב התחייבותי, היות ורכיב זה מגובה במקביל מול נכסי רזרבה של בנק ישראל ומהווה מרכיב אקסוגני לחוב.