



בנק ישראל

דין וחשבון 2025

ניסן התשפ"ו - מרץ 2026



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן, בתנאי שיציינו את המקור.

סדר ועיצוב: מדור פרסומים, בנק ישראל
נדפס בישראל
בגרפוס פרינט, ירושלים

ISSN 1565-3250
מס' קטלוגי 103042
www.boi.org.il

לכבוד
הממשלה וועדת הכספים של הכנסת

הריני מתכבד להגיש בזה את הדין וחשבון של בנק ישראל לשנת 2025, לפי סעיף 54 לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010.

בשנת 2025 התנהלה כלכלת ישראל בצל התמשכות המלחמה שפרצה ב-7 באוקטובר 2023, בד־בבד עם ירידה בעצימותה במהלך השנה, בעיקר לקראת סופה. מבצע "עם כלביא" ביוני היה קצר והשפעתו על המשק לא הייתה גדולה בראייה שנתית. חוסנו של המשק ניכר השנה בהתחשב בהתמשכות המלחמה והאתגרים שהיא הציבה בפניו, וחל שיפור בביצועיו בהשוואה לשנה שעברה: הצמיחה האיצה, האינפלציה התמתנה ונכנסה לתחום טווח היעד, שיעור האבטלה נותר נמוך מאוד, פרמיית הסיכון פחתה עד לרמה הקרובה לרמתה ערב המלחמה ונרשמו ביצועים חיוביים במיוחד בשוקי ההון. עם־זאת, השלכותיה של המלחמה, ובהן מגבלות ההיצע של העובדים והעלויות הפיסקליות של המלחמה, המשיכו להכביד על המשק והתבטאו בהפסד תוצר ניכר בהשוואה למגמת הצמיחה ערב המלחמה, פגיעה בהכנסה לנפש ועלייה ניכרת ביחס החוב לתוצר. זאת לצד עלויות השיקום בגין הנזקים הישירים בגוף, בנפש וברכוש, שילוו את המשק בשנים הקרובות.

בסוף פברואר 2026 פרץ מבצע "שאגת הארי". נכון לכתיבת שורות אלה טרם הסתיים מבצע זה ומוקדם להעריך את מלוא השלכותיו על המשק. הדוח הנוכחי עוסק בשנת 2025 ולפיכך אין בו התייחסות למבצע זה. עם־זאת, הוא מחדד לא מעט מן האבחנות והאתגרים הנדונים בדוח בכל הנוגע להתנהלות המשק ולניהול המדיניות הכלכלית בתנאים של אי־ודאות גבוהה ובצל מלחמה מתמשכת, הכרוכה בין היתר בהוצאות תקציביות גבוהות ובשיבושים במשק, ובהם גיוס מילואים נרחב. כל אלה שבים ומחדדים את החשיבות הרבה במיוחד של ניהול מדיניות מקרו־כלכלית התומכת ביציבות המשק, בתפקודו התקין ובהתאוששותו.

הפגיעה המתמשכת של המלחמה מזה והשיפור לעומת 2024 מזה התבטאו בפעילות המשק: בשנת 2025 צמח התוצר ב-2.9 אחוזים - האצה לעומת אחוז אחד בשנה שעברה, ואילו התוצר העסקי, שהתכווץ אשתקד, צמח השנה ב-3.2 אחוזים. עם־זאת, רמת התוצר וקצב הצמיחה עודם נמוכים מהמגמה ארוכת־הטווח. הגורם המרכזי שמנע צמיחה מהירה יותר היה מגבלת ההיצע של העובדים, שנבעה בעיקר משירות המילואים הנרחב ומהיעדרם של העובדים הפלסטינים. אומנם מגבלה זו התמתנה במהלך השנה, בעיקר לקראת סופה, אך נותרה מרכזית, ולצד ביקוש גבוה לעובדים, שנבע בין היתר מההוצאה הפיסקלית הגבוהה, היא התבטאה בשוק עבודה הדוק, בשיעור אבטלה נמוך ובעלייה מהירה של השכר במגזר העסקי. מגבלת ההיצע של המשק הביאה גם לגידול ניכר של הייבוא. ההשקעה בבנייה למגורים גדלה במהירות ומספר התחלות הבנייה היה גבוה במיוחד. עם־זאת, הפעילות בענף טרם שבה לרמתה ערב המלחמה ואף כי הגידול במספר העובדים הישראליים והזרים פיצה במידה רבה על ירידת מספר העובדים הפלסטינים, עדיין שרר מחסור מסוים בעובדים בענף על רקע הגידול בפעילותו. לאחר שהתכווץ אשתקד גדל השנה הייצוא, אך עדיין לא ברור אם מדובר בהתאוששות רוחבית, בפרט בייצוא הסחורות.

ההתפתחויות במערכת הפיננסית ובשוקי ההון שיקפו את השיפור במצב המשק ותמכו בהמשך התאוששותו. מחירי המניות עלו מאד, האשראי למגזר העסקי, הבנקאי והחוץ־בנקאי התרחב בשיעור ניכר, בין היתר באמצעות הנפקת אג"ח חברות בהיקפים גדולים. התרחבות האשראי הצרכני תרמה אף־היא להתאוששות במשק. בפרט בלט הגידול באשראי הצרכני החוץ־בנקאי, המשקף, בין היתר, את התגברות התחרות בתחום זה בזכות רפורמות שיושמו בשנים האחרונות ובהן הקמת מאגר נתוני האשראי. התרחבות האשראי התרחשה תוך־כדי שמירה על היקף נמוך של הפיגורים בהחזרי האשראי.

האינפלציה הסתכמה השנה ב-2.6 אחוזים - בתוך תחום יעד האינפלציה ומתחת לשיעורה אשתקד. תהליך התמתנות האינפלציה במהלך השנה היה תנודתי ובחלק ניכר מהשנה היא הייתה מעל הגבול העליון של היעד. להתמתנות האינפלציה תרמו המדיניות המוניטרית וייסוף השקל מול הדולר, שנתמך במידה רבה בירידת פרמיית הסיכון של ישראל - בעיקר בשל ההתפתחויות הביטחוניות וצעדי הריסון הפיסקלי - וכן בהיחלשות הדולר בעולם. מנגד פעל שוק העבודה ההדוק לעליית האינפלציה.

על רקע אינפלציה גבוהה מהגבול העליון של היעד בחלק ניכר מהשנה, מגבלות היצע ואי־ודאות גיאופוליטית ניכרת, שמרה הוועדה המוניטרית במרבית השנה על הריבית ללא שינוי - ברמה של 4.5 אחוזים. השמירה על רמה זו, במקביל לירידה בציפיות לאינפלציה, התבטאה בעליית התשואות הריאליות ובכך תרמה לריסון הביקוש המצרפי ולהתמתנות האינפלציה. בהינתן מגבלות ההיצע הייתה הפחתת ריבית מהירה יותר צפויה לתרום רק מעט, אם בכלל, לצמיחה אך להעלות את האינפלציה באופן ניכר. בנובמבר, בעקבות התמתנות האינפלציה והציפיות לה ועל רקע הסכם הפסקת־האש, הפחיתה הוועדה את הריבית ל-4.25 אחוזים. ייסוף השקל, המשך הרגיעה הביטחונית וסימנים להקלה בהדיקות שוק העבודה הובילו להפחתה נוספת של הריבית בינואר 2026 ל-4.0 אחוזים.

אף שהוצאות הביטחון השנה היו דומות לאלה שב-2024 היה הגירעון התקציבי ב-2025 נמוך מאשר אשתקד ועמד על 4.7 אחוזי תוצר. לירידת הגירעון תרמו צעדי המיסוי שהממשלה נקטה בתקציב 2025 בהיקף של 1.5 אחוזי תוצר וכן צעדים להפחתת ההוצאות, בעיקר הקפאה זמנית של השכר במגזר הציבורי. צעדים אלה, שהיו הכרחיים לנוכח גידול החוב והוצאות הביטחון, תרמו לחיזוק אמון השווקים בכלכלת ישראל וכן ביכולתה ובמחויבותה של הממשלה להתמודד עם השלכות הזעזועים הביטחוניים, בייחוד לאור העובדה שהצעדים ננקטו בעיצומה של תקופת אי־ודאות. במהלך השנה הוגדלה מסגרת ההוצאה של התקציב בשל גידול לא צפוי בהוצאות הביטחון אולם הגירעון בפועל לא חרג מהמתוכנן בזכות הפתעה חיובית בהכנסות. יחס החוב הציבורי לתוצר עלה השנה מעט, לכדי 68.5 אחוזים, לאחר עלייה חדה אשתקד והוא גבוה במידה ניכרת מרמתו ערב המלחמה. הגירעון המבני גבוה מהנדרש על־מנת להפחית יחס זה. החלטת הממשלה להגדיל את תקציב הביטחון בעקבות מבצע "שאגת הארי", בתוספת התאמות פיסקליות מועטות בלבד, תביא קרוב לוודאי לעלייה נוספת בחוב גם ב-2026, זו השנה הרביעית ברציפות.

לעמידותו של המשק לנוכח האתגרים שעמם הוא מתמודד מאז פרוץ המלחמה לפני יותר משנתיים תרמו נכסים מקור־כלכליים אשר נבנו בשנים קודמות ובהם יחס נמוך של החוב הציבורי לתוצר לפני המלחמה, מדיניות מוניטרית אמינה, יתרות מט"ח גבוהות, עודף מתמשך בחשבון השוטף ומערכת פיננסית איתנה. המשך השמירה על נכסים אלה חיוני להבטחת חוסנו של המשק ואולם בהסתכלות קדימה אין די בכך לנוכח האתגרים הניצבים

בפני המשק. השלכות המלחמה לשנים הבאות - ובהן הרמה הגבוהה של הוצאות הביטחון, שצפויה להימשך לאורך זמן, ועליית נטל השירות הצבאי - מתווספות לאתגרי היסוד של המשק. אתגרי היסוד נוגעים בין היתר לפריון עבודה נמוך ומחייבים השקעה ניכרת בשיפור ההון האנושי והתשתיות הפיזיות. לצד זאת נדרשים צעדים להעלאת שיעורי ההשתתפות של נשים ערביות וגברים חרדים בשוק העבודה. במקביל יש לשפר את מיקודה של ההשקעה הציבורית בהון אנושי במוסדות המקפידים על הקניית המיומנויות הרלוונטיות לשוק העבודה. שילוב אוכלוסיות נוספות בשירות הצבאי ימתן את הנטל המשקי של שירות זה. התפתחותה המהירה של הבינה המלאכותית מחייבת אף־היא היערכות מתאימה, העשויה לדרוש, בין היתר, השקעה ניכרת בפיתוח תשתיות פיזיות ובהתאמת ההון האנושי לצורך מיצוי האפשרויות הגלומות בה ולשמירה על כושר התחרות של ישראל בשווקים העולמיים.

ההתמודדות עם מכלול האתגרים האמורים תחייב הגדלה של הרכיבים המתאימים בהוצאה הציבורית. הצורך להפחית את יחס החוב הציבורי לתוצר; לשמור על רמה זהירה שלו לאורך זמן; וליצור מרווח פיסקלי להתמודדות עם זעזועים עתידיים, לצד רמתן הנמוכה יחסית של ההוצאות האזרחיות - מצביע על האתגר שבמציאת המקורות להוצאות האמורות ועל האפשרות שתידרש גם הגדלה של הכנסות המדינה לשם קידום יעדים אלה. חשוב שהממשלה תגבש תוכנית אסטרטגית להתמודדות עם האתגרים האמורים. אבני בסיס לתוכנית כזאת כבר הוצגו בדוחות מיוחדים שהבנק פרסם עם כניסתן של ממשלות קודמות לתפקידן ודוח זה כולל עדכון של המלצות אלה. הצורך המתחדד בהקצאה מיטבית של המשאבים התקציביים, לצד האפשרות שהזעזועים החריגים שהיכו במשק יפחתו, מדגישים את ההכרח להשיב על־כנם את תהליכי העבודה הסדורים על התקציב, לשפר מן היסוד את השקיפות בתהליך הכנתו ולהגדיר יעדים פיסקליים המלווים בצעדים אמינים להשגתם.

פרופ' אמיר ירון


נגיד בנק ישראל

בכתיבת הדו"ח השתתפו: אליעזר בורנשטיין, אלעד דה-מלאך, דארין וייסמן, נעם זונטג, יובל מזר, גיא סגל, שי צור, יהודה פורת, נמרוד שגב, ענבר אבני, חגי אטקס, יהונתן בן-שימול, הלל הרוני, מאיה הרן-רוזן, אסנת זהר, יוסי יכין, איתמר כספי, טניה סוחוי, גל עמדי, תמר רמות-ניסקה, לוטם שלו וקובי ברוידא.

ערכו את הדו"ח: עדי ברנדר, איל ארגוב, איתמר כספי ויוסי סעדון.

תודות לכלכלנים בחטיבת המחקר על הסיוע ביצירת התשתית המחקרית ובניתוחים הכלכליים ועל התרומה בדיונים; לסטודנטים בחטיבת המחקר על התמיכה המחקרית האיכותית; לנגיד הבנק וצוותו ולצוות הדוברות על מעורבותם בדיוק הדו"ח ותקשורו; לכלכלנים בחטיבה למידע וסטטיסטיקה על התמיכה בתשתית הנתונים והכנת הנספח הסטטיסטי; ולכלכלנים בחטיבות השווקים והפיקוח על הבנקים על תרומתם בתהליך הכנת הדו"ח.

תודות לרביד פרחי וסימה ניסים על העיצוב והעימוד; לדורון שפר על עריכת הלשון; ליהודה פאש ומאיר דוביצקי על התרגום; לעמירם ברקת ודנה אורפייג על הובלת תכני הרשתות החברתיות; לסיגל צור, יובל הרשקוביץ והצוות האדמיניסטרטיבי של חטיבת המחקר על תכנון ותיאום מערך העבודה.

תוכן עניינים

פרק א | המשק והמדיניות הכלכלית בשנת 2025

1. עיקרי הדברים ותנאי הרקע של המשק.....2

2. הסביבה המקרו־כלכלית.....5

תיבה א-1: מאזן ההגירה.....8

סוגיה מורחבת: האתגרים של המדיניות המקרו־כלכלית לאחר שנתיים של מלחמה מתמשכת.....15

20. תיבה א-2: תשתית בינה מלאכותית (AI) לאומית סוגיה לאסטרטגיה הכלכלית.....20

פרק ב | הצמיחה והפעילות המצרפית

1. ההתפתחויות העיקריות.....32

2. הפעילות המצרפית.....33

תיבה ב-1: הדחף הפיסקלי בתקופת המלחמה.....37

תיבה ב-2: הייצוא הישראלי לאיחוד האירופי כמקרה בוחן להשפעה כלכלית של ביקורת מדינית על המשק הישראלי.....42

3. הרכב המקורות: התוצר, הייבוא והמלאי.....47

4. החיסכון, ההשקעה והחשבון השוטף.....49

52. תיבה ב-3: השפעות מבצע "עם כלביא" על המשק.....52

פרק ג | האינפלציה והמדיניות המוניטרית

1. מבוא.....54

2. האינפלציה.....54

תיבה ג-1: הרכיב המקומי של שער החליפין - עד כמה חרג השקל מהתנאים הגלובליים.....60

3. המדיניות המוניטרית.....67

4. בסיס הכסף ומצרפי הכסף.....75

פרק ד | התפתחויות במקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי

1. מבוא וההתפתחויות העיקריות.....80

תיבה ד-1: מחזורים באשראי לדיור - סיבות, מגמות ומאפייני לוויים.....90

2. התפתחויות באשראי החוץ־בנקאי למגזר העסקי.....97

3. השימוש של משקי בית צעירים באשראי לדיור.....102

תיבה ד-2: מדד תחרות בבנקים בישראל בהשוואה למדינות ה-OECD.....106

פרקה | שוק העבודה

112.....	1. עיקרי ההתפתחויות
115.....	2. היצע העבודה
120.....	3. הביקוש לעבודה
123.....	4. אבטלה ותעסוקה
125.....	5. השכר ועלות העבודה

פרקו | המגזר הציבורי ומימונו

130.....	1. עיקרי הדברים
135.....	2. המצרפים הפיסקליים והמדיניות: ניתוח שוטף
141.....	תיבה ו-1: התפלגות נטל המס שנבע משינויי חקיקה בתקופת המלחמה בין חמישוני הכנסה
145.....	3. המצרפים הפיסקליים מנקודת מבט מבנית
148.....	תיבה ו-2: התפלגות נטל המס בהשוואה בין־לאומית
152.....	4. החוב הציבורי והמדיניות הדרושה להפחתתו
157.....	תיבה ו-3: האתגר בהפחתת החוב כאשר סביבת הריבית גבוהה

פרקז | סוגיות ברווחה: מערכת בריאות הנפש

162.....	1. מבוא
163.....	2. התפתחויות עיקריות במערך בריאות הנפש בעשור שקדם למלחמה
164.....	3. השפעת המלחמה על תחום בריאות הנפש
168.....	4. התפתחות תקציב המדינה בתחום בריאות הנפש 2015–2025
169.....	5. כוח־האדם הטיפולי בתחום בריאות הנפש
174.....	6. סיכום

פרקה | שוק הדיור

178.....	1. תנאי הרקע וההתפתחויות העיקריות
180.....	2. ההיצע
187.....	3. שוק שרותי הדיור
189.....	4. העסקאות
192.....	5. מחירי הדירות
194.....	תיבה ח-1: הפרמיה לממ"ד לאחר מבצע "עם כלביא"

פרק א'

המשק והמדיניות הכלכלית בשנת 2025

- « במהלך 2025 פחתה עצימות המלחמה בהשוואה לשנת 2024¹.
- « התוצר המקומי הגולמי צמח השנה ב-2.9 אחוזים - עלייה לעומת צמיחה של 1.0 אחוז ב-2024. הגורם העיקרי שמנע צמיחה מהירה יותר היה מגבלת ההיצע של העובדים, הגם שזו התמתנה במהלך השנה, בפרט לאחר הפסקת האש בעזה.
- « מגבלת היצע העובדים, ששיקפה במידה רבה את השיעור הגבוה של משרתים במילואים ואת היעדרות העובדים הפלסטינים, התבטאה בשוק עבודה הדוק שאופיין ברמת אבטלה נמוכה במיוחד ובשיעור גבוה של משרות פנויות. כתוצאה מכך עלה השכר במגזר העסקי בקצב גבוה ושיעור התמורה לעבודה בתוצר גדל.
- « בשנת 2025 התמתן קצב האינפלציה ל-2.6 אחוזים - בתוך טווח יעד האינפלציה ונמוך מאשתקד. להתמתנות האינפלציה תרמו המדיניות המוניטרית וייסוף השקל מול הדולר, שנתמך במידה רבה בירידת פרמיית הסיכון של ישראל - בעיקר בשל ההתפתחויות הביטחוניות וצעדי הריסון הפיסקלי - וכן בהיחלשות הדולר בעולם.
- « היותה של האינפלציה מעל ליעדה במרבית השנה לצד מגבלות ההיצע במשק ואי־הוודאות הגבוהה סביב התפתחות המלחמה תמכו בהותרת ריבית בנק ישראל ברמתה עד נובמבר.
- « בנובמבר, בעקבות התמתנות האינפלציה והציפיות לה ועל רקע הסכם הפסקת האש, הפחיתה הוועדה את הריבית ל-4.25 אחוזים. ייסוף השקל, המשך הרגיעה הביטחונית וסימנים ראשוניים להקלה בהדיקות שוק העבודה הובילו להפחתה נוספת של הריבית בינואר 2026 ל-4.0 אחוזים.
- « הירידה בעצימות הלחימה לוותה בביצועי יתר של שוק המניות הישראלי בהשוואה לעולם, בעלייה של גיוסי הון סיכון במגזר ההייטק, בצמצום מרווחי האג"ח הקונצרני ובהתרחבות האשראי.
- « הגירעון בתקציב המדינה הצטמצם השנה אך נותר ברמה גבוהה. דבר זה התבטא בהמשך העלייה של יחס החוב לתוצר עד לרמה של 68.5 אחוזים. ירידת הגירעון התאפשרה בשל העלאת מיסים והפתעה חיובית בהכנסות מהמיסים הישירים.
- « שוק הדיור התאפיין בגידול ההיצע לצד ירידה בביקוש. קצב התחלות הבנייה ושיווקי הקרקעות היה גבוה. מספר העסקאות ירד ובמרבית חודשי השנה ירדו מחירי הדירות אך חזרו לעלות לקראת סופה.
- « לאור הציפיה שתימשך השפעת המלחמה על המשק גם לאחר שתסתיים, חשוב שהממשלה תגבש מדיניות רב־שנתית שתאפשר להפחית את יחס החוב-תוצר תוך־כדי מתן מענה הולם לצרכים הביטחוניים והאזרחיים הגוברים ותתמוך בצמיחה בת־קיימה.

¹ לאחר תקופת הדוח, בחודש פברואר 2026 שבה עצימות המלחמה לעלות עם תחילת מבצע "שאגת האר".



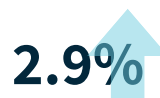
האינפלציה ירדה
השנה ל-2.6%,
בתוך טווח היעד



השכר הנומינלי עלה
ב-4.2% לאור ההידוק
שנותר בשוק העבודה



הפגיעה בהכנסה
לנפש כתוצאה
משנתיים מלחמה



התוצר צמח השנה
על רקע הירידה
בעצימות המלחמה



על המדיניות לשלב
הפחתת יחס החוב עם
מתן מענה לגידול שחל
בצרכים האזרחיים
והביטחוניים



רמת הריבית נשמרה
במרבית השנה, ולאחר
הפסקת האש הופחתה



פרמיית הסיכון
ירדה במהלך השנה
תוך כדי ייסוף השקל



יחס החוב לתוצר
עלה זו שנה שלישית
ברציפות

1. עיקרי הדברים ותנאי הרקע של המשק

א. עיקרי ההתפתחויות המקומיות

שנת 2025 הייתה השנה השנייה למלחמה שהחלה ב-7 באוקטובר 2023. במהלך השנה התמתנה עצימות הלחימה בהשוואה לקודמתה. לאחר מבצע "עם כלביא" ביוני, ובפרט לאחר הפסקת האש בעזה שנכנסה לתוקף באוקטובר, ירדה פרמיית הסיכון של ישראל בשווקים הפיננסיים אל מעט מעל לרמתה טרום המלחמה. כמו־כן התמתנה הירידה בהיצע העובדים, שנבעה במידה רבה מגיוס מילואים נרחב ומהחלפה חלקית והדרגתית של העובדים הפלסטינים בעובדים זרים. התפתחויות אלה התבטאו בהאצה של צמיחת התוצר, ובפרט התוצר העסקי, ובהתמתנות האינפלציה. בסיכום שנתי צמח התוצר ב-2.9 אחוזים, לעומת 1.0 אחוז אשתקד, והאינפלציה השנתית התמתנה ל-2.6 אחוזים בדצמבר, בתוך תחום היעד, לפני שירדה לסביבת מרכז תחום היעד בינואר 2026. בשל הגידול המתון בלבד בהיצע העובדים, גם שנת 2025 התאפיינה בשוק עבודה הדוק, שהתבטא באבטלה נמוכה, בשיעור גבוה של משרות פנויות ובעליית שכר מהירה במגזר העסקי במשך רוב השנה. עמידות המשק התבטאה גם בפרמטרים נוספים ובהם גידול הייצוא – במיוחד ייצוא שירותי ההייטק – שצמח בשיעור גבוה ושמר על עודף בחשבון הסחורות והשירותים למרות גידול ניכר גם בייבוא; השקל התחזק באופן ניכר והבורסה הישראלית בלטה בביצועיה בהשוואה

בשל הגידול האיטי בהיצע העובדים התאפיינה גם שנת 2025 בשוק עבודה הדוק.

לעולם. גם בשוק האשראי ניכרה התרחבות של האשראי, הן למשקי הבית הן למגזר העסקי, תוך כדי שמירה על מרווחים נמוכים בהנפקות האג"ח ושיעור נמוך של אשראי פגום.

לצד העמידות הותירה המלחמה את אותותיה על הכלכלה כאשר התוצר בכלל, והתוצר העסקי בפרט, נותרו נמוכים ממגמתם ארוכת הטווח (2014-2019). במהלך המחצית השנייה של 2025 צומצם מעט הפער מהמגמה. גירעון הממשלה גדל בתקופת המלחמה, וגידול זה התבטא בעליה ניכרת של יחס החוב לתוצר. המלחמה גם הותירה, מעבר לפגיעות בגוף ובנפש, נזקים באזורי הגבול בצפון ובעוטף, שעלויות שיקומם ילוו את המשק בשנים הקרובות.²

נקודות המוצא החזקות של המשק - ביניהן יחס חוב ציבורי לתוצר מתון של 60 אחוזים בתחילת המלחמה, תעסוקה מלאה, יתרות מטבע חוץ גבוהות, קצב אינפלציה שהיה בתהליך התכנסות ליעד עם ציפיות אינפלציה מעוגנות וחוסן פיננסי - אפשרו למשק להתמודד עם האתגר הכלכלי-ביטחוני המתמשך. אומנם, יחס החוב לתוצר עלה ביותר מ-8 נקודות אחוז במהלך המלחמה והגירעון התקציבי נסק - דבר שתורם לירידה בדירוג האשראי במהלך 2024, ולצד מגבלות ההיצע בשוק העבודה גם לעיכוב בחזרת האינפלציה אל היעד. אולם חרף אלו, ובזכות נקודות המוצא החזקות של המשק, חוסנו של המשק לצד עמידות המגזר העסקי, הפעולות שעשה בנק ישראל מתחילת המלחמה וצעדי הממשלה לריסון הגירעון בתקציב 2025 - בזכות כל אלה נשמר אמון השווקים הפיננסיים במשק הישראלי, בפרט עם התמתנות הלחימה במהלך שנת 2025.

ב. מחיר המלחמה מנקודת ראות של התוצר והרווחה

את מחיר המלחמה במונחי תוצר ורווחה אפשר לאמוד באמצעות בחינת סטיית התוצר ממסלול מגמה שאפיין את המשק בשנים שקדמו לקורונה ולמלחמה: 2014 עד 2019. בשנים אלו לא היה משבר מקרו-כלכלי רב-עוצמה כמו מגפת הקורונה או מלחמה גדולה, וניכר כי לאחר הזעזוע בזמן מגפת הקורונה התכנס המשק לתוואי זה בסופה.³

בממוצע שנת 2025 עמדה הסטייה של סך התוצר מקו המגמה שלו על 3.7 אחוזים ואילו הסטייה המצטברת מתחילת המלחמה מסתכמת להפסד של 8.6 אחוזי תוצר שנתי (175 מיליארד שקלים). לעומת זאת, הסטייה של התוצר העסקי (שאינו כולל פעילות ציבורית, ובפרט ביטחוני) מקו המגמה שלו הייתה השנה 4.5 אחוזים, והסטייה המצטברת מתחילת המלחמה - 11.1 אחוזים של התוצר (העסקי) השנתי (ראו איור ב-1 בפרק ב' של דוח זה).

בעוד האומדנים לעיל התייחסו לפגיעה מבחינת הייצור במשק (המבוסס בתוצר המקומי הגולמי), אפשר גם לאפיין את הפגיעה הכלכלית של המלחמה מנקודת המבט של רווחת האזרחים. לשם כך נדרשים מספר מעברים ביחס לתוצר.

כדי לקבל קירוב של הפגיעה ברווחת האזרחים אנו משתמשים במקום בתוצר המקומי הגולמי בהכנסה הלאומית הגולמית שאינה כוללת תשלומים נטו לגורמי ייצור זרים. תשלומים אלו גדלו בתקופה הנבחנת בקצב מהיר יותר מהתוצר.⁴

² ראו לדוגמה דיון על הגידול בצורכי הבריאות לנפש בעקבות המלחמה בפרק ז' של דוח זה ודיון על הוצאות השיקום בפרק ו'.

³ בין השנים 2014 ל-2019 צמחו התוצר הגולמי, התוצר העסקי והתוצר לנפש בקצב שנתי ממוצע של: 3.8%, 4.2% ו-1.8% בהתאמה.

⁴ בניגוד לתוצר המקומי הגולמי, ההכנסה הלאומית הגולמית מנטרלת רווחים של חברות רב-לאומיות הפועלות בישראל וכן תשלומים לעובדים לא-ישראלים. לאורך זמן לא היו פערים גדולים בין שני המדדים הללו, אולם בשנתיים האחרונות גדלה מאוד רמת פעילות של חברות רב-לאומיות בישראל.

נקודות המוצא החזקות של המשק אפשרו לו להתמודד עם האתגר הכלכלי-ביטחוני המתמשך.

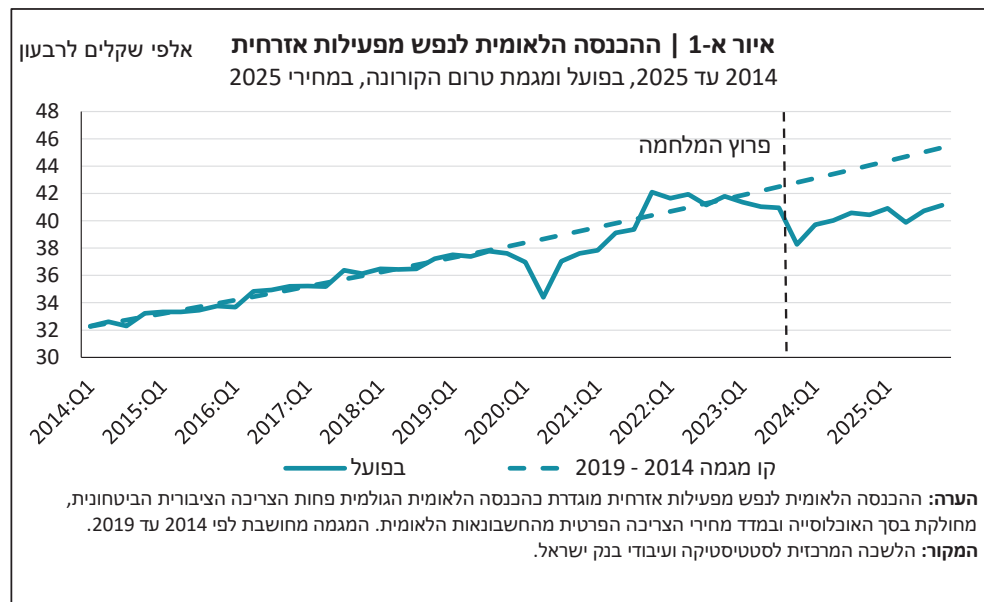
הסטייה המצטברת של התוצר ממגמתו מסתכמת להפסד של 8.6 אחוזי תוצר מתחילת המלחמה.

שנית, אנו מפחיתים מההכנסה הלאומית את הצריכה הציבורית הביטחונית, שגדלה מאוד בתקופת המלחמה. אומנם זו נכללת בתוצר ובהכנסה, אך השינוי ברווחה ממנה נובע מהמלחמה עצמה.

שתי התאמות אלה מגדילות את הפגיעה הנמדדת ביחס לזו שמשתקפת בתוצר, מכ-175 ל-375 מיליארד שקלים על-פני תשעת הרבעים של המלחמה⁵.

לבסוף, על-מנת להתמקד ברווחת האזרח, ובשל ההאטה בגידול האוכלוסייה מול תקופת הבסיס (2014-2019), נעבור למונחים לנפש: להלן "ההכנסה מפעילות אזרחית לנפש" (איור 1-א). לפי הפער של אינדיקטור זה ממגמתו היה הפסד ההכנסה המבטא פגיעה ברווחה לנפש על-פני תשעת הרבעים של המלחמה (עד סוף 2025) כ-35 אלף שקלים (כ-3.9 אלפים לרביע במוצא). ראוי לחדד שאין הכוונה שכל פרט באוכלוסייה שילם מכיסו סכום זה. את חלקו הרב שילמה הממשלה (בין היתר כתשלומי מילואים) באמצעות הגדלת החוב הציבורי שאותו יצטרך הציבור להחזיר בעתיד בתוספת ריבית.

סך אובדן הרווחה כתוצאה מהמלחמה מסתכם בכ-35 אלף שקלים לנפש על-פני 9 רבעים.



ג. ההתפתחויות העולמיות העיקריות

הכלכלה הגלובלית שמרה השנה על יציבות יחסית; התוצר העולמי צמח בקצב דומה לאשתקד והסחר העולמי אף האיצ את קצב צמיחתו (לוח א-1)⁶. זאת על-אף העלאות המכסים הניכרות שהובילה ארה"ב במהלך השנה, שגרמו לתנודתיות בסחר העולמי. במקביל, סביבת האינפלציה העולמית התמתנה ומרבית הבנקים המרכזיים הפחיתו את שערי הריביות. נוסף על כך, שוקי המניות בעולם התאפיינו גם השנה בעלויות שערים ניכרות, בהמשך למגמה בשנתיים הקודמות, וחלה מגמת החלשות בדולר בעולם.

התוצר העולמי צמח בקצב דומה לאשתקד, למרות צעדי מדיניות להגנה על הייצור המקומי.

⁵ לצורך הניתוח עברנו בהכנסה הלאומית למונחים ריאליים באמצעות חלוקה במדד מחירי הצריכה הפרטית (מהחשבונאות הלאומית).

⁶ רכיב חשוב בהתרחבות הסחר העולמי השנה הוא הגידול בהשקעות בהייטק ובשבבים – שקשור ככל הנראה ל-AI – אולם הוא אינו הרכיב העיקרי.

לוח א-1 | אינדיקטורים בין-לאומיים בהשוואה לישראל, 2019 עד 2025

אחוזים							
2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	
עולמי							
3.3	3.3	3.5	3.8	6.6	-2.7	3.0	התוצר העולמי (שיעור שינוי שנתי)
4.9	3.3	1.5	-2.8	7.0	1.1	0.5	הסחר העולמי (שיעור שינוי שנתי)
20.6	15.7	20.1	-19.8	16.8	14.3	24.0	מדד מניות MSCI ACWI
ארה"ב							
1.6	1.8	2.0	1.9	5.9	-2.6	2.1	תוצר מקומי גולמי לנפש
4.2	4.0	3.6	3.6	5.4	8.1	3.7	שיעור אבטלה ממוצע שנתי
2.7	2.9	3.4	6.5	7.0	1.4	2.3	אינפלציה דצמבר
3.8	4.5	5.5	4.5	0.3	0.3	1.8	ריבית הבנק המרכזי בדצמבר
16.4	23.3	24.2	-19.4	26.9	16.3	28.9	מדד מניות S&P 500
גוש הירח							
1.3	0.5	0.0	3.4	6.4	-6.2	1.4	תוצר מקומי גולמי לנפש
6.4	6.4	6.6	6.8	7.8	8.0	7.6	שיעור אבטלה ממוצע שנתי
2.0	2.4	2.9	9.2	5.0	-0.3	1.3	אינפלציה דצמבר
2.0	3.0	4.0	2.0	-0.5	-0.5	-0.5	ריבית הבנק המרכזי בדצמבר
16.3	5.8	12.7	-11.9	22.4	-5.4	22.2	מדד מניות MSCI EUROPE
ישראל							
1.7	-0.3	0.1	4.4	7.6	-3.4	1.7	תוצר מקומי גולמי לנפש
3.0	3.0	3.4	3.8	5.0	4.4	3.8	שיעור אבטלה ממוצע שנתי
2.6	3.2	3.0	5.3	2.8	-0.7	0.6	אינפלציה דצמבר
4.3	4.5	4.8	3.3	0.1	0.1	0.3	ריבית הבנק המרכזי בדצמבר
51.0	28.6	4.1	-11.8	31.1	-3.0	21.3	מדד מניות ת"א 125

המקור: בלומברג, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

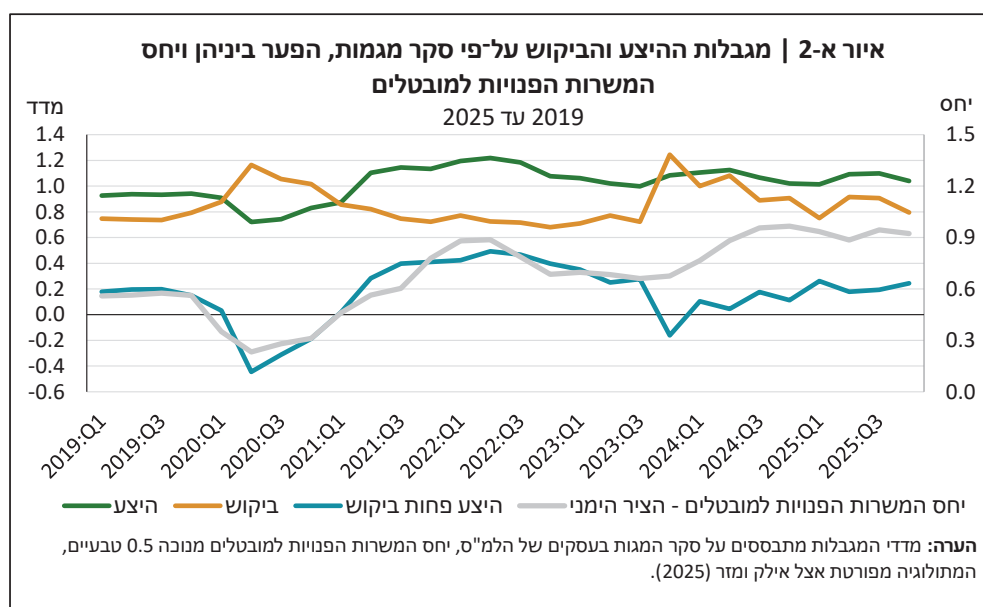
2. הסביבה המקרו-כלכלית

א. הפעילות המקרו-כלכלית לאורך השנה

התוצר המקומי הגולמי צמח השנה ב-2.9 אחוזים והתוצר העסקי צמח בקצב גבוה מעט יותר - 3.2 אחוזים. בהמשך לאשתקד, גם השנה התאפיין המשק הישראלי בפעילות נמוכה ביחס למגמות העבר (ראו איור ב-1 בפרק ב'), בעיקר בשל מגבלות היצע של עובדים, בעוד מגבלת הביקושים הייתה נמוכה בהשוואה לאשתקד (איור א-2, הקו הכתום) - דבר שהתבטא גם באינדיקטורים נוספים כמו שוק העבודה ההדוק.

השימושים המקומיים צמחו השנה בקצב שנתי של 3.7 אחוזים ובשל מגבלת ההיצע מצאו מענה בגידול הניכר שחל בייבוא. גידול זה בייבוא התבטא בירידה בעודף במאזן הסחורות והשירותים ובחשבון השוטף של מאזן התשלומים. שוק העבודה נותר הדוק, עם שיעור אבטלה נמוך ורמת משרות פנויות גבוהה. אלו הביאו ליחס גבוה במיוחד של משרות פנויות למובטלים (איור א-2, הקו האפור). כתוצאה מכך עלה השכר במגזר העסקי בקצב מהיר ושיעור התמורה לעבודה עלה (ראו איור ה-13 בפרק ה').

למרות גידול ניכר בייבוא צמח הייצוא בשיעור גבוה ושמר על עודף בחשבון הסחורות והשירותים.



12 ימי מבצע "עם כלביא" הביאו לסגירה נרחבת של המשק, אולם הוא התאושש במהרה.

12 ימי מבצע "עם כלביא" במהלך 2025 הביאו לסגירה נרחבת של המשק והתבטאו בקצב צמיחה שלילי ברביע השני. אולם המשק התאושש במהרה וצמח מהר ברביע השלישי. בסך-הכול גרעו ימי לחימה אלו כ-0.3 נקודות אחוז מקצב הצמיחה השנתי (לפירוט ראו תיבה ב-3 בפרק ב' של דוח זה).

אומנם סך הצריכה הפרטית גדלה מעט פחות מהתוצר (לוח א-2), אך הצריכה השוטפת גדלה בדומה לתוצר. הצריכה הפרטית הושפעה לחיוב מהעלייה החדה בערך תיק הנכסים הפיננסיים ומהתרחבות היצע האשראי, ולשלילה מהירידה בהכנסה הפנויה בשל העלאת שיעורי המס וכן מהגידול בריבית הריאלית במהלך השנה.

ייצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים והזנק) צמח השנה ב-5.9 אחוזים (לוח א-2). ייבוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים וביטחוני) גדל השנה בקצב מהיר של כ-8.8 אחוזים וסיפק את המקורות לביקושים הגדלים שהתקשו למצוא מענה מקומי עקב מגבלות היצע. לאחר שנתיים של ירידות גדלה השנה **ההשקעה בנכסים קבועים** (ללא אוניות ומטוסים) בקצב מהיר של כ-8.4 אחוזים (לוח א-2), אך ההשקעה בענפי המשק ללא השקעות הממשלה הרחבה (הכוללות, בין היתר, ייבוא ציוד ביטחוני) גדלה בקצב מתון יותר של 3.8 אחוזים בלבד. למרות הגידול בהשקעה השנה, בסוף שנת 2025 היא הייתה נמוכה מאשר רמתה טרום-המלחמה, בעיקר בשל רמת השקעה נמוכה בבנייה.

לוח א-2 | ההתפתחויות העיקריות

2015 עד 2025

2025	2024	2023	2022	2021	2020	ממוצע עד 2015 2019	
10.1	10.0	9.8	9.6	9.4	9.2		האוכלוסייה (ממוצע שנתי, במיליונים)
2108.3	2006.3	1882.8	1764.3	1581.9	1414.5		התוצר הנומינלי (במיליארדי ש"ח, במחירים שוטפים)
208.6	201.2	191.2	182.7	166.9	151.7		התוצר לנפש (באלפי ש"ח, במחירים שוטפים)
2.9	1.0	2.1	6.4	9.3	-1.8	3.7	התוצר המקומי הגולמי (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים)
1.6	-0.3	0.1	4.4	7.6	-3.4	1.9	התוצר לנפש (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים)
2.6	3.9	-0.6	7.3	11.1	-7.3	4.2	הצריכה הפרטית (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים)
8.4	-5.5	-2.1	11.1	13.6	-2.5	5.2	השקעה בנכסים קבועים (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים)
2.0	9.4	7.5	1.1	4.9	2.2	3.7	הצריכה הציבורית (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים) ¹
5.9	-3.7	0.0	10.2	12.2	-0.6	3.6	ייצוא הסחורות והשירותים (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים) ²
8.8	-2.2	-6.9	12.4	18.0	-5.2	5.5	ייבוא הסחורות והשירותים (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים) ³
8.9	15.8	16.1	14.4	15.1	15.6		החשבון השוטף של מאזן התשלומים (העודף, במיליארדי דולרים)
6.5	9.0	7.1	1.9	5.2	11.4	3.0	הגירעון הכולל של הממשלה הרחבה (כאחוז מהתוצר) ⁴
68.5	67.6	61.3	60.5	67.8	71.1	61.5	החוב הציבורי (כאחוז מהתוצר)
-0.8	1.2	3.3	5.8	1.1	-1.3	2.4	המועסקים הישראלים, גילאי 15+ (ממוצע שנתי, שיעור השינוי, באחוזים)
3.1	5.7	6.2	2.8	2.5	6.5	2.6	השכר הנומינלי למשרת שכיר (ממוצע שנתי, שיעור השינוי, באחוזים)
3.0	3.0	3.4	3.8	5.0	4.4	4.7	שיעור האבטלה, גילאי 15+ (ממוצע שנתי, באחוזים)
4.5	4.4	3.8	4.8	4.5	2.4	3.4	שיעור המשרות הפנויות (ממוצע שנתי, באחוזים)
2.6	3.2	3.0	5.3	2.8	-0.7	0.1	האינפלציה (דצמבר לעומת דצמבר אשתקד, באחוזים)
4.5	4.5	4.5	1.2	0.1	0.1	0.2	ריבית בנק ישראל (ממוצע שנתי, באחוזים)
4.3	4.5	4.8	3.3	0.1	0.1	0.2	ריבית בנק ישראל (נתון שנתי אחרון, באחוזים)
2.3	1.3	1.6	-1.4	-1.9	0.1	-0.5	הריבית הריאלית לשנה (ממוצע שנתי, באחוזים)
2.3	2.0	1.1	1.0	-2.5	-0.5	-0.3	הריבית הריאלית לשנה (נתון שנתי אחרון, באחוזים)
4.3	4.7	3.9	2.6	1.2	0.8	2.0	התשואה הנומינלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (ממוצע שנתי, באחוזים)
2.0	2.0	1.2	0.1	-0.8	-0.5	0.5	התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (ממוצע שנתי, באחוזים)
-5.6	-0.5	9.2	0.1	-4.9	-3.6		שער החליפין הריאלי האפקטיבי (ממוצע שנתי, שיעור השינוי, באחוזים) ⁵
3.5	3.7	3.7	3.4	3.2	3.4		שער החליפין של השקל מול הדולר (ממוצע שנתי)
51.0	28.6	4.1	-11.8	31.1	-3.0	5.0	מדד ת"א 125 ⁶
4.1	3.6	1.0	5.8	10.8	-8.3	3.2	הסחר העולמי (שיעור השינוי, באחוזים)

1 ללא ייבוא ביטחוני.

2 ללא יהלומים וחברות הזנק.

3 ללא ייבוא ביטחוני, אוניות, מטוסים ויהלומים.

4 הממשלה הרחבה מורכבת מהממשלה עצמה, מהמוסד לביטוח לאומי ומוסדות לאומיים, הרשויות המקומיות, המלכ"רים שעיקר הכנסתם מהממשלה. פעילותה נמדדת בהתאם להגדרות החשבונאות הלאומית, שהן שונות מאלו המשמשות את הממשלה המרכזית.

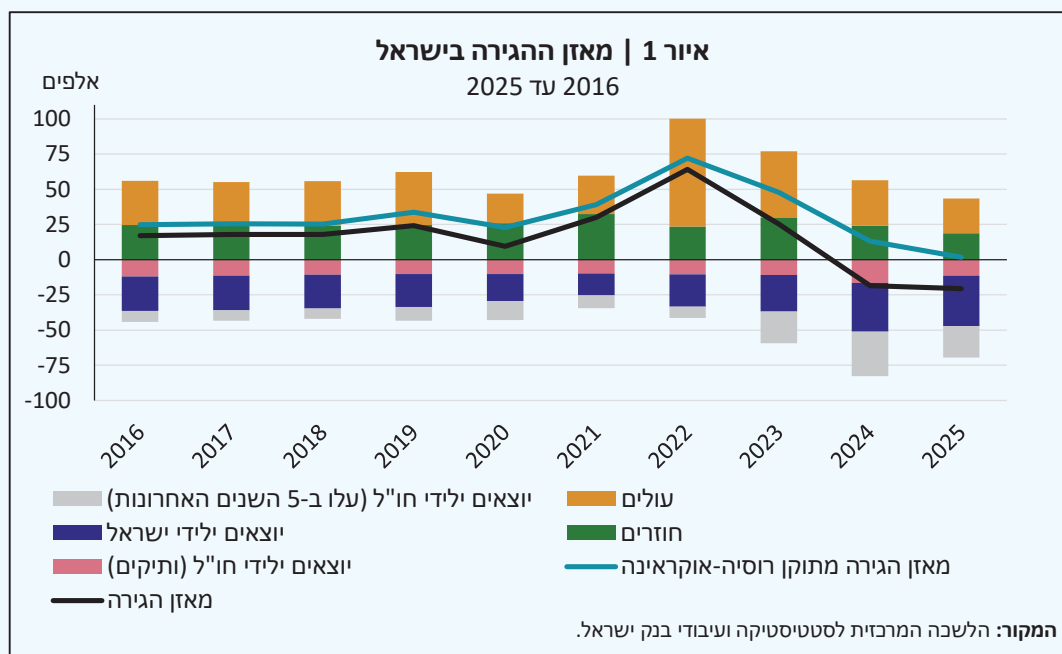
5 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, (-) משמעותו פחות.

6 שיעור השינוי הנומינלי - היום האחרון בדצמבר לעומת היום האחרון בדצמבר אשתקד.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, קרן המטבע הבין-לאומית ועיבודי בנק ישראל.

תיבה א-1: מאזן ההגירה

במהלך השנים 2024-2025 עלה באופן ניכר מספר הישראלים שעזבו¹ את הארץ ומאזן ההגירה הבין-לאומי הפך לשלילי ועמד בממוצע על כ-20 אלף לשנה, לעומת מאזן הגירה חיובי של כ-20 אלף בממוצע השנים 2016-2019. הפרש של כ-40 אלף נפשות (איור 1).



חלק ניכר מהגידול במספר הישראלים העוזבים את הארץ נבע מעזיבה בתוך זמן קצר של עולים שעלו לארץ בעקבות מלחמת רוסיה-אוקראינה כמקלט זמני. בניכוי ההגירה מישראל של עולים לטווח קצר, ההפרש בין ממוצע 2019-2016 לממוצע השנתיים האחרונות מצטמצם לכ-20 אלף: הגירה חיובית של כ-27 אלפים בממוצע בשנים 2019-2016 לעומת 7.5 אלפים בממוצע בשנתיים האחרונות. קיטון זה משקף גידול של כרבעה במספר היורדים לידי ישראל וקיטון של כ-7 אלפים מקרב העולים והחוזרים. מוקדם להסיק אם השינוי השלילי במאזן ההגירה הוא גורם זמני שנבע מהמלחמה או משקף גורמים מתמשכים יותר.

במונחי שוק העבודה: התמקדות במהגרים הבוגרים בניכוי עולים (14 אלפים) והכפלה בשיעור התעסוקה הכללי בגילים 15+ (61.1 אחוזים) מביאות לאומדן של כ-9 אלפים עובדים שעזבו את הארץ בממוצע בכל אחת מהשנתיים האחרונות, מעבר למאזן הממוצע ב-2019-2016 (להרחבה ראו פרק ה'). מאזן ההגירה השלילי מיתן גם את הביקוש לדיור כאשר בערך רבבת משקי בית (נטו) יותר עזבו את ישראל בממוצע בשנתיים האחרונות בהשוואה ל-2019-2016 (להרחבה ראו פרק ח').

¹ על-פי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, תושב 'עוזב' מוגדר כך אם מתקיימים שני תנאים: א. שהה ברציפות לפחות 3 חודשים בחו"ל מייד עם היציאה מהארץ; ב. אם שהה בחו"ל לפחות 275 ימים בתוך שנה אחת ממועד היציאה הקובעת. תהליך קביעת הגירה אורך שנה מיום היציאה/הכניסה הראשונה והתאריך המצוין הוא תאריך קביעת ההגירה (ולא תאריך היציאה הראשונה). לדוגמה, מספרי 2025 מתייחסים למהגרים או יורדים שהיגרו בפועל ב-2024.

ב. שוק העבודה

מגבלות ההיצע שמקורן
במלחמה התבטאו
בירידה בשיעורי
ההשתתפות, במספר
גבוה של משרתים
במילואים ובמספר נמוך
של עובדים לא־ישראלים.

בשנת 2025, כתוצאה מעלייה בביקוש לעובדים וממגבלות היצע מתמשכות שמקורן במלחמה, המשיך שוק העבודה להיות הדוק. מגבלות אלו התבטאו בשיעורי השתתפות נמוכים בהשוואה לטרם-המלחמה (שחלקה משקפת השפעות ישירות של המלחמה⁷) ומחסור בעובדים הלא־ישראלים (לוחות א-2 ו-א-3). שני אלו מסבירים יחדיו כ-70 אחוזים מסך הירידה הכוללת בתעסוקה. היעדרות מעבודה אזרחית של משרתי המילואים מעניקה הסבר לכ-20 אחוזים נוספים, וכ-10 אחוזים מיוחסים להגירה השלילית⁸.

לוח א-3 | שיעור ההשתתפות, האבטלה והתעסוקה

2019 עד 2025

2025	2025	2024	2023	2023	2022	2021	2020	2019	
(רבעון אחרון)			(רבעון אחרון)	(ממוצע לפני המלחמה)					
גילי +15									
62.9	62.7	62.7	62.6	63.8	63.3	61.8	61.8	63.5	שיעור ההשתתפות בשוק העבודה
3.1	2.9	3.0	3.2	3.8	3.8	5.0	4.4	3.8	שיעור האבטלה הצרה
61.0	60.9	60.8	60.6	61.4	60.9	58.7	59.1	61.1	שיעור התעסוקה
גילי 25-64									
81.3	81.0	80.7	80.6	81.6	81.2	79.4	79.2	80.4	שיעור ההשתתפות בשוק העבודה
2.8	2.7	2.8	2.7	3.1	3.3	4.6	3.8	3.4	שיעור האבטלה הצרה
79.0	78.8	78.4	78.4	79.1	78.6	75.7	76.2	77.7	שיעור התעסוקה

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (סקר כוח־אדם) ועיבודי בנק ישראל.

השכר במגזר העסקי
עלה במהלך השנה
בכ־4.6 אחוזים.

השכר הריאלי במגזר
הציבורי נשאר באותה
רמה של שנת 2019 בעוד
שהשכר במגזר העסקי
עלה מאז ב-18 אחוזים.

ההדיקות הנמשכות בשוק העבודה הביאה להמשך עליית השכר של עובדים ישראלים במגזר העסקי ב-2025, וברביע האחרון של 2025 הוא היה גבוה בכ־4.6 אחוזים נומינלית וב־2.0 אחוזים ריאליית לעומת הרביע המקביל אשתקד. עליית השכר הקיפה את כלל הענפים במגזר העסקי ובאופן ניכר יותר בענפים שבהם התעסוקה מרוכזת יותר אצל מעסיקים גדולים (ראו איור ה-14 בפרק ה') ואפיינה במיוחד את מגזר ההייטק. לאחר מגמת ירידה והתייצבות ב-2024 עלה השנה שיעור התמורה לעבודה (חלק העובדים בתוצר) במגזר העסקי. בעוד שבמגזר העסקי עלה השכר הריאלי באופן מצטבר מאז 2019 (בכ־18 אחוזים), במגזר הציבורי נשאר השכר הריאלי באותה רמה של שנת 2019 (לדין בהתרחבות פער השכר בין המגזר העסקי למגזר הציבורי ראו בהמשך הפרק בסעיף הסוגיה וכן בפרקים ה' ו-ו').

כדי לבחון את התפתחות התעסוקה מאז תחילת המלחמה נחלק את המועסקים לארבעה חיתוכים: סך המועסקים, סך המועסקים במגזר העסקי, סך המועסקים הישראלים וסך המועסקים הישראלים והלא־ישראלים במגזר העסקי. בחינה של התפתחות קבוצות אלו בהשוואה לקווי מגמה 2014–2019 מעלה שבשנת 2025 היה עיקר המחסור בעובדים במגזר העסקי (לוח א-4).

⁷ על־פי הפירוט בפרק ה': חלק מהצעירים שהמשיכו ישירות מסירות סדיר למילואים, בנות־ובני־זוג של מגויסים, נפגעי מלחמה ואוכלוסיית המפונים – כולם הורידו את היצע העבודה שלהם בעקבות המלחמה.

⁸ לפירוט ראו לוח ה-2 בפרק ה' של דוח זה.

לוח א-4 | הגידול והמחסור בתעסוקה ב-2025

אחוזים

ממוצע 2025 בהשוואה לרמה ערב המלחמה (במונחים שנתיים) ¹	ממוצע קצב הגידול השנתי 2019-2014	ממוצע 2025 בהשוואה לקו המגמה
מועסקים סה"כ	0.9	2.1
מזה: מועסקים ישראלים	1.4	2.1
מועסקים סה"כ במגזר העסקי ²	-0.1	1.9
מזה: מועסקים ישראלים במגזר העסקי ²	0.7	2.1
מזה: מועסקים לא ישראלים במגזר העסקי	-7.1	0.5
		-3.2
		-1.3
		-5.2
		-4.0
		-15.4

¹ ממוצע רביע אחרון 2022 עד רביע שלישי 2023.

² בנתונים אלו משרתי המילואים מהמגזר העסקי רשומים גם כן כמועסקים במגזר העסקי.

המקור: נתוני החשבונאות הלאומית, סקר כוח־אדם ועיבודי בנק ישראל.

בהשוואה להתפתחות התוצר העסקי המחסור במועסקים ניכר יותר. זאת משום שהעובדים הלא־ישראלים, שמספרם פחת בשיעור ניכר, הם בממוצע בעלי פריון עבודה נמוך יותר משל העובדים הישראלים. במבט קדימה, חלק מהחוסר צפוי להישאר גם בשנים הקרובות, בעיקר בשל רמות גיוס מילואים - שצפויות להישאר גבוהות ביחס לתקופה של טרום־המלחמה - ובשל פגיעה בכוח העבודה של הנפגעים הרבים.

ג. המדיניות הפיסקלית

בשל המשך המלחמה והוצאות הביטחון הגבוהות⁹ הוסיף הגירעון הממשלתי להיות גבוה ויחס החוב לתוצר עלה, זו השנה השלישית ברציפות. משקל ההוצאות הציבוריות בתוצר (של הממשלה הרחבה) נשאר דומה למשקלן ב-2024 והיה גבוה בכ-5 נקודות אחוז בהשוואה למשקלן הממוצע מהתוצר בשנים 2015-2019. גם משקל ההוצאה הביטחונית בתוצר נשאר דומה לזה של אשתקד, למרות הירידה בעצימות המלחמה.

הגירעון התקציבי בשנת 2025 הסתכם בכ-4.7 אחוזי תוצר - נמוך בשני אחוזי תוצר מהגירעון ב-2024. הגירעון התקציבי היה דומה לתחזית המקורית על אף חריגה בהוצאות, כיוון שזו קוזזה באמצעות הפתעה חיובית בהכנסות. למרות ירידת הגירעון יחסית ל-2024 עלה בשנת 2025 יחס החוב לתוצר ל-68.5 אחוזים.

ישראל נכנסה למלחמה ביחס חוב של 60 אחוזי תוצר - כרית פיסקלית שאפשרה למשק להתמודד עם שנתיים של מלחמה מבלי לאבד את אמון השווקים. העלייה החדה של יחס החוב במשך המלחמה ממחישה את חשיבותו של קיום מרווח פיסקלי למקרי חירום. בהשוואה לשנת 2024, המקור העיקרי לירידה בגירעון השנה היה ההכנסות ממיסים, שמשקלן בתוצר עלה בשל שינויי חקיקה והעלאת שיעורי המס, שנועדו לסייע במימון המלחמה (הוערך טרם החקיקה ב-1.5 אחוזי תוצר¹⁰), וכן בשל גידול נוסף ולא־צפוי של כאחוז תוצר בתקבולי המיסים

הגירעון הממשלתי הוסיף להיות גבוה ויחס החוב לתוצר עלה.

הגירעון התקציבי היה דומה לתחזית המקורית, על־אף חריגה בהוצאות.

⁹ הוצאות הממשלה הנוספות בעקבות המלחמה, על־פי הנתונים הידועים עד סוף 2025, צפויות להסתכם בכ-350 מיליארד ש"ח בשנים 2023-2026 (להרחבה ראו לוח ו-2).

¹⁰ להרחבה על התפלגות נטל ההעלאה הסטטוטורית בשיעורי המס מבחינת התפלגות ההכנסה של משקי הבית ראו תיבה ו-2 בפרק ו' בדוח זה.

הישירים - חלק ניכר מהם מהמגזר הפיננסי. למרות רמתו הגבוהה של הגירעון, תרמו ההתאמות שביצעה הממשלה תוך־כדי ניהול המלחמה להפחתתו של הגירעון בהשוואה לאשתקד ולשימור אומן השווקים, ותמכו גם בירידה בפרמיית הסיכון לאורך השנה ובצמצום פערי תשואות האג"ח מול ארה"ב (איור א-4). זאת מפני שגודל העלאת המיסים הפרמנטית היה בהלימה לגידול הצפוי בהוצאות הממשלה בשנים הקרובות, לאחר תום המלחמה.

אומנם, הגירעון בתקציב ירד יחסית לאשתקד, ובכך מדיניות הממשלה השנה הייתה מצמצמת לעומת השנה שקדמה לה (להרחבה על התפתחות הדחף הפיסקלי ותורמתו לצמיחה ראו תיבה ב-1), ואולם הגירעון עדיין היה גבוה מהגירעון המבני המייצב את יחס החוב לתוצר (3.2 אחוזים) ומהגירעון טרום המלחמה. מבחינה זו, הוצאות המלחמה המשיכו לתרום לעלייה בביקושים במשק.

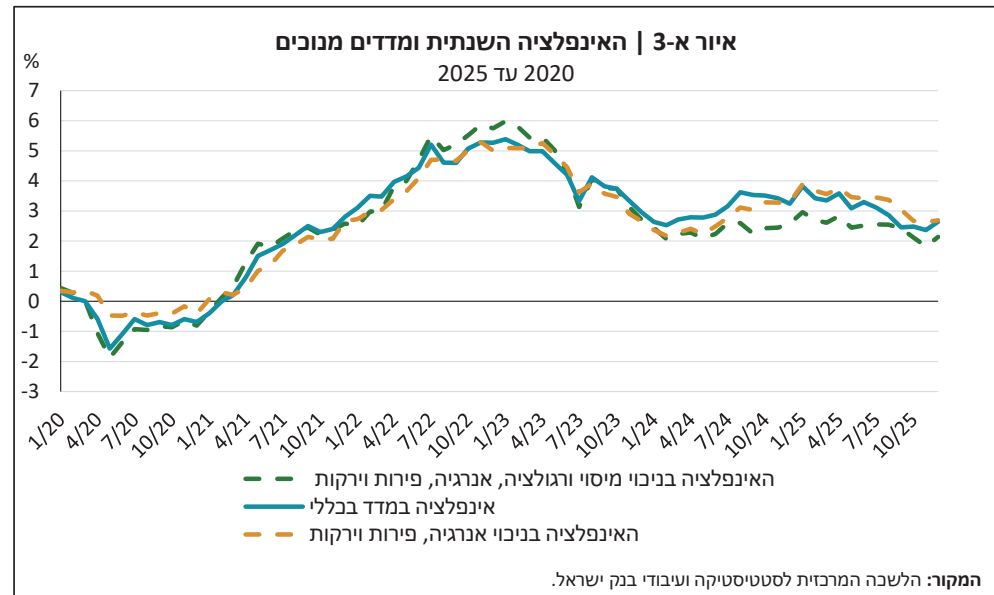
ד. האינפלציה ושער החליפין

בשנת 2025 עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.6 אחוזים (איור א-3), לעומת 3.2 אחוזים בשנת 2024. התמתנות נרשמה גם במדד בניכוי השפעות מיסוי ואסדרה, שעיקרן העלאת שיעור המע"מ בנקודת אחוז בראשית השנה, ובמדד בניכוי אנרגיה, פירות וירקות (אפ"י). במהלך השנה התמתן בהדרגה שיעור האינפלציה תוך־כדי תנודתיות, ובמדד אוגוסט, שהתפרסם באמצע ספטמבר, נכנסה האינפלציה לתוך טווח היעד. זאת על רקע התמתנות עצימות הלחימה והייסוף הניכר של השקל ובסיוע מדיניות מוניטרית מרסנת, שתמכה בעיגון הציפיות ובמיתון הביקושים.

הייסוף החד של השקל - 11 אחוזים מול הדולר ו-8 אחוזים מול שער החליפין הנומינלי-אפקטיבי (ממוצע דצמבר 2024 מול דצמבר 2025) - התרחש במקביל לירידה בפרמיית הסיכון של המשק - שהתבססה ואף הואצה לאחר מבצע "עם כלביא" (איור א-4) - והיה גורם חשוב בהתמתנות האינפלציה השנה. אומנם, בסוף 2025 נותרה פרמיית הסיכון גבוהה מעט מרמתה ערב 7 באוקטובר 2023, אך היא ירדה בשיעור ניכר מהשיא שלה. בהתאם, קצב עליית הרכיב הסחיר

במהלך השנה התמתן בהדרגה שיעור האינפלציה ובאוגוסט היא נכנסה לתוך טווח היעד.

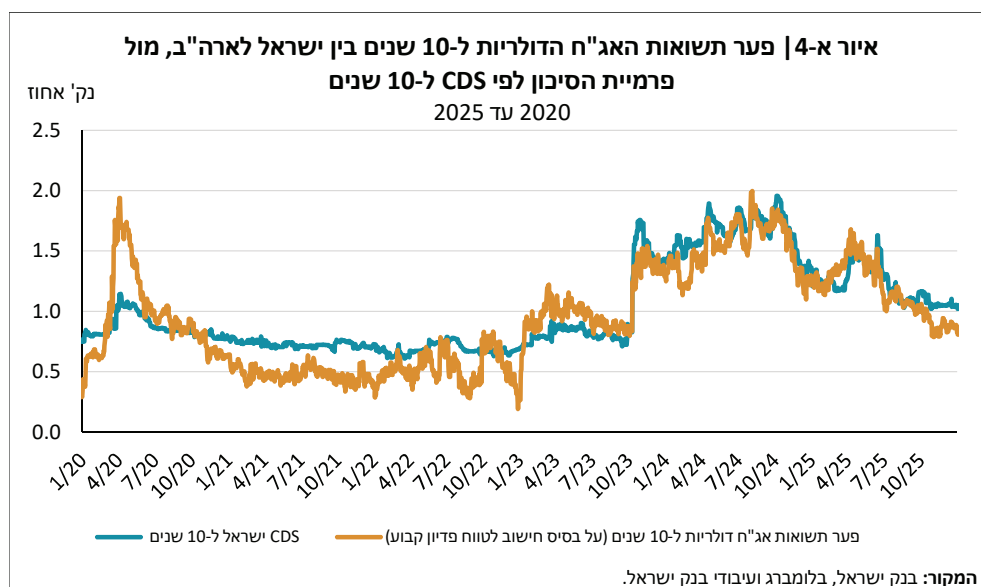
הייסוף החד של השקל היה גורם מרכזי בהתמתנות האינפלציה השנה.



במדד המחירים לצרכן התמתן ל-1.4 אחוזים, לעומת 2.9 אחוזים ב-2024, והוביל את התמתנות האינפלציה (להרחבה ראו פרק ג').

ניתוח שנעשה בחטיבת המחקר מוצא שהייסוף נבע במידה רבה מהרכיב המקומי של שער החליפין (המשקף גורמים ייחודיים לישראל כגון פרמיית הסיכון) וביטא את השפעות התפתחות המלחמה: מראשית המלחמה ועד מבצע "חצי צפון" בגזרה הלבנונית בסוף 2024 פעל הרכיב המקומי לפיחות ולאחר מכן לייסוף. במרבית השנה פעל הרכיב הגלובלי – היחלשות הדולר בעולם – אף הוא לייסוף השקל וביתר שאת מאז הוכרזה מדיניות המכסים של הממשל האמריקאי באפריל 2025 (להרחבה ראו תיבה ג-1 בדוח זה).

ב-2025 התמתנה האינפלציה בישראל בקצב מהיר יותר מהתמתנות האינפלציה העולמית. התפתחות זו הייתה הפוכה מההתפתחות אשתקד, אז הייתה האינפלציה המקומית גבוהה יותר מהאינפלציה בעולם בשל השפעת מגבלות ההיצע בשוק העבודה, וכן השפעה בפיגור של הפיחות החד בשקל שנוצר בראשית המלחמה (ראו פרקים א' ו-ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2024).



במקביל להתמתנות האינפלציה הכוללת נמשכו לחצי מחירים מקומיים: הירידה בעצמות הלחימה, הגידול בייצוא – בפרט ייצוא השירותים – והדחף הפיסקלי תמכו בביקושים, בעוד שהיצע העבודה המוגבל עקב הימשכות המלחמה המשיך להגביל את יכולת הייצור. כתוצאה מכך עלה השנה הרכיב הבלתי־סחיר, שמשקלו כשני שלישים במדד המחירים לצרכן, ב-3.4 אחוזים, בדומה לעלייה של 3.5 אחוזים אשתקד (ראו איור ג-1 בפרק ג' של דוח זה).

התמתנות האינפלציה במהלך 2025 לוותה גם בירידה ניכרת של הציפיות לאינפלציה בכל הטווחים. הציפיות ל-12 החודשים הבאים, ששהו לאורך 2024 בסמוך לגבול העליון של יעד האינפלציה, התמתנו בהדרגה אל סביבת מרכז התחום, ולקראת סוף השנה ירדו אל מעט מתחת למרכז היעד. תהליך זה נתמך ככל הנראה בציפיות לרגיעה בסביבה הגיאופוליטית ובמדיניות המוניטרית וסייע להתמתנות האינפלציה בפועל באמצעות השפעת הציפיות על קביעת מחירים ועל השכר. גם בציפיות לטווחים הארוכים נרשמה ירידה ניכרת: לאחר רמות גבוהות ב-2024 של

כ-2.9 אחוזים, במהלך 2025 ירדו הציפיות לרמה של כ-2.5 אחוזים – קרוב לממוצע ארוך-הטווח. עם הירידה של סביבת האינפלציה והחתימה על הסכם הפסקת-האש עלתה ההסתברות שייחסו השווקים להפחתת ריבית, כפי שהתבטא בציפיות לתוואי הריבית.

ה. המדיניות המוניטרית

הפחתת ריבית מוקדמת הייתה עלולה להגביר לחצים אינפלציוניים תוך-כדי תרומה מוגבלת, אם בכלל, לפעילות.

לאחר הפסקת-האש בעזה והתכנסות סביבת האינפלציה ליעד הבשיל התנאים הכלכליים להפחתת הריבית.

במרבית השנה הייתה האינפלציה גבוהה מהיעד, תנודתית, והריבית נותרה ללא שינוי. כיוון שבמהלך השנה התאפיין המשק במגבלות על היצע העבודה הייתה הפחתת ריבית פועלת לעליית הביקושים ולהגברת לחצים אינפלציוניים תוך-כדי תרומה מוגבלת, אם בכלל, לפעילות הריאלית. לכן, ולנוכח אי-הוודאות הגבוהה ועל רקע הסיכונים הגיאופוליטיים, נותרה הריבית במרבית השנה ללא שינוי. לקראת סוף השנה הבשילו התנאים להפחתת הריבית המוניטרית. זאת בשל הירידה הנוספת בסביבת האינפלציה: האינפלציה הוסיפה להתמתן בפועל והציפיות לאינפלציה לשנה ממקורות שונים ירדו לסביבת מרכז היעד. התפתחויות אלו נתמכו בהפסקת-האש בעזה, שתרמה לירידה בפרמיית הסיכון ולהתעצמות הייסוף. לנוכח זאת הופחתה הריבית המוניטרית בנובמבר 2025 ב-0.25 נקודות אחוז. בהחלטת ריבית בינואר 2026 ירדה הריבית בשנית לרמה של 4 אחוזים - הפחתה שנתמכה גם בסימנים ראשוניים להקלה במגבלות היצע העבודה: שיעור ההשתתפות בשוק העבודה בחודש נובמבר עלה, שיעור הנעדרים בשל שירות מילואים ירד וקצב עליית השכר במגזר העסקי התמתן מעט.

על רקע הימשכות המלחמה ואי-הוודאות הגבוהה אופיינה המדיניות המוניטרית בשנת 2025 בזהירות ובניהול סיכונים. החלטת הוועדה המוניטרית להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.5% עד חודש נובמבר לא שיקפה הימנעות מפעולה, אלא עמדה עקבית שנועדה לעגן את הציפיות לאינפלציה בתקופה של מגבלות היצע ואי-וודאות גיאופוליטית חריגה. בתנאים אלו הייתה הפחתת ריבית צפויה לתרום תרומה מוגבלת, אם בכלל, לפעילות ולתעסוקה אך במקביל להגביר את הלחצים האינפלציוניים, בין היתר באמצעות תמיכה בביקוש המקומי והיחלשות אפשרית של שער החליפין.

בפועל, שמירה על ריבית נומינלית יציבה תרמה למדיניות מרסנת לנוכח הירידה בציפיות לאינפלציה, שהתבטאה בעלייה בריבית הריאלית. עלייה זו בריבית הריאלית פעלה להתמתנות קצב עליית הצריכה הפרטית ולהסטת מקורות מצריכה לחיסכון. לצד זאת התרחב האשראי בקצב מהיר ותמך, בלוויית הדחף הפיסקלי, בצמיחת התוצר. העובדה שאות הצמיחה השנה הוביל בעיקר המגזר היצרני מתיישבת עם הערכה שהמדיניות כוילה ליכולת ההיצע המוגבלת של המשק בעת מלחמה, תוך-כדי שמירה על יציבות מחירים.

השפעת המדיניות המוניטרית באה לידי ביטוי גם בהרכב האינפלציה ובקצב ההתכנסות שלה ליעד:

1. הרכיב הבלתי-סחיר במדד נותר גבוה ועמד על 3.4 אחוזים בשנת 2025, בדומה לאשתקד (3.5 אחוזים). זאת על רקע שוק עבודה הדוק ולחצי ביקוש מקומיים, שנבעו ממגבלות היצע בתקופת המלחמה. דינמיקה זו, שנוטה להיות מתמשכת יותר מאשר ברכיב הסחיר של המחירים ומספקת אינדיקציה ללחצי מחירים ושכר מקומיים, תמכה בשמירה על ריבית מרסנת לאורך מרבית השנה כדי לצמצם את הסיכון להתבססות ואף להאצת האינפלציה אל מעל היעד.

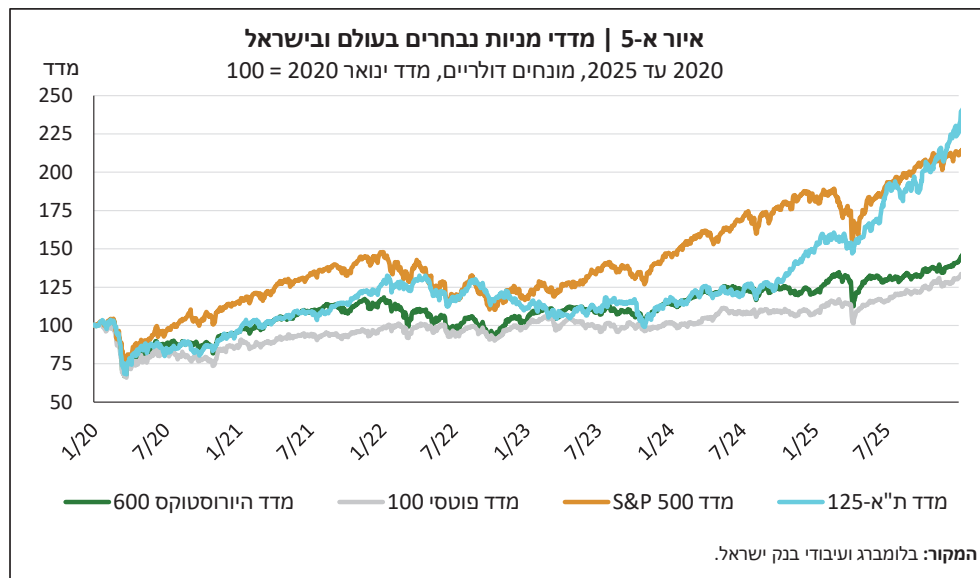
2. התמתנות האינפלציה נבעה בעיקר מהתמתנות הרכיב הסחיר, שעלה ב־1.4 אחוזים בשנת 2025 לעומת 2.9 אחוזים ב־2024, וב־0.6 אחוזים בלבד בניכוי רכיב הטיסות התנודתי. גורם מרכזי לכך היה הייסוף הניכר של השקל, שנבע במידה רבה מירידת פרמיית הסיכון ונתמך גם בהיחלשות כללית של הדולר בעולם. המדיניות המוניתרית תרמה לכך באמצעות הותרת הריבית ברמתה לאורך מרבית השנה.

1. השווקים הפיננסיים

עדות לחוסנו של המשק ולאמון בו הגיעה השנה משוק ההון. למרות המשך המלחמה זו השנה השנייה, בשנת 2025 נמשכה ואף התעצמה ההתאוששות הבולטת בשווקים הפיננסיים המקומיים בשל השיפור הביטחוני.

בשל השיפור בסביבה הגיאופוליטית התעצמה ההתאוששות בשווקים הפיננסיים המקומיים.

מדד ת"א-125 זינק השנה בכ־50 אחוזים - עלייה חריגה בהשוואה למגמות הגלובליות, שבהן נרשמו עליות מתונות יותר במדדי המניות המרכזיים (16-23 אחוזים) (איור א-5). לאחר מבצע "חיצו צפון" בלבנון באוקטובר 2024, וביתר שאת לאחר מבצע "עם כלביא" והפסקת־האש, עלתה מאוד גם הצבירה נטו בקרנות הנאמנות, ובפרט בקרנות המתמחות במניות, במקביל לעלייה הניכרת במחיריהן.



מגמות אלו שיקפו שילוב של התאוששות כלכלית מקומית יחסית והמשך מגמות חיוביות בשוקי ההון בעולם. בנובמבר, עם השיפור במצב הביטחוני, העלתה חברת דירוג האשראי S&P את אופק דירוג האשראי של ישראל משלילי ליציב, ובסוף ינואר 2026 עשתה כן גם חברת הדירוג מודי'ס. שנת 2025 התאפיינה גם בפעילות גבוהה בשוק האג"ח הקונצרניות; יתרת אג"ח החברות הגיעה לכ־330 מיליארד ש"ח - עלייה של כ־9 אחוזים ביחס לאשתקד. לאחר עלייה זמנית עם פרוץ הלחימה לוותה מגמה זו בירידה מתמשכת במרווחי התשואה לרמות נמוכות היסטורית, בדומה למגמה העולמית, וזו תרמה להרחבת היצע האשראי. ההנפקות עלו במיוחד בענף השירותים הפיננסיים ובענף הבינוי והנדל"ן. צורכי המימון בענף הבינוי והנדל"ן עלו בשל הגידול בהתחלות

הבנייה, התמשכות הבנייה והתייקרות תשומות הבנייה עקב הפסקת העסקת הפועלים הפלסטינים מתחילת המלחמה והירידה בהיקף העסקאות במהלך המלחמה (להרחבה ראו פרק ח').

ז. שוק הדיור

התמתנות הביקוש לדיורות, לצד התרחבות של היצע, יצרו סביבה שתמכה בירידת מחיריהן.

על רקע התמשכות המלחמה התמתן במרבית השנה הביקוש לדיורות, לצד התרחבות של היצע הדיורות, ונוצרה סביבה שתמכה בירידת מחירים. לאחר הפסקת האש באוקטובר החלה התעוררות מסוימת והמחירים עלו.

גידול בולט נרשם השנה בהתחלות הבנייה - לכ-80 אלף יחידות דיור. באמצעות גידול של מספר העובדים הישראלים והזרים הצטמצם במהלך השנה המחסור בעובדים בענף הבינוי שנוצר עם תחילת המלחמה (להרחבה ראו פרקים ה' ו-ח'). אולם לנוכח ההיקף הנרחב של הבנייה והשיפוצים עדיין ישנו מחסור של עובדים בענף, שמתבטא גם בדיווחים של החברות בענף לגבי עלייה בקושי בגיוס עובדים. הגידול בהתחלות הבנייה התאפשר הודות להסטת משאבים מבנייה שאינה למגורים לבנייה למגורים, כמו גם מהמשך הרחבת היתרי הבנייה ושיווקי הקרקעות בעבר (להרחבה ראו פרק ח').

מספר גורמים פעלו למיתון הביקוש: סביבת ריבית גבוהה ביחס לעבר (אף שהריביות על המשכנתאות החלו לרדת בהדרגה במחצית השנייה של השנה - ראו פרק ד', שוק המשכנתאות); מגבלות בנק ישראל על מבצעי מימון בדיורות חדשות; קצב גידול אוכלוסייה מתון יותר; וההתפתחויות הגיאופוליטיות לצד אי-ודאות גבוהה¹¹. כל אלה הביאו לירידה במספר העסקאות בדיורות חדשות ויציבות בדיורות יד שנייה.

פינוי היישובים בצפון ובדרום השפיע על שוק השכירות.

ב-2025 הושפע שוק השכירות משילוב של זעזועים בצד ההיצע: הפחתה זמנית במלאי האפקטיבי של הדיורות עקב פינוי הצפון והדרום ומלחמת "עם כלביא", לצד ירידה בביקוש - בין היתר על רקע מאזן הגירה שלילי. במהלך השנה חזרו חלק מהמפונים לבתיהם - דבר שמיתן את הלחצים בשוק. על רקע התפתחויות אלו נרשמה עלייה של 3.2 אחוזים במחירי השכירות - קצב נמוך במעט יחסית ל-2024 (4.0 אחוזים; להרחבה ראו פרק ח').

סוגיה מורחבת: האתגרים של המדיניות המקרו-כלכלית לאחר שנתיים של מלחמה מתמשכת

א. הקדמה

המלחמה הארוכה מציבה את המדיניות המקרו כלכלית של ישראל בפני אתגרים כבדי-משקל חדשים.

עוד טרם פרצה המלחמה התמודדה ישראל עם אתגרים מקרו-כלכליים כחלק מהשאיפה להעלות את רמת החיים תוך-כדי התכנסות לרמות התוצר לנפש במדינות המתקדמות בעולם. לצורך זאת היה נדרש לקדם צמיחה ארוכת-טווח דרך העלאת פרויקט העבודה; התמודדות עם תהליכים דמוגרפיים ובהם הצורך להכליל אוכלוסיות נוספות במעגל הכלכלה ולקדם; ואתגרי ניהול כלכלה

¹¹ לפי סקר אומן הצרכנים (ספטמבר 2025), כ-95 אחוזים ממשקי הבית העריכו שלא ירכשו דירה בשנת 2026 - גבוה בהרבה מהממוצע ההיסטורי של 89 אחוזים בתקופת 2011-2019 (להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית לשנת 2025).

בסביבה ביטחונית לא יציבה. אתגרים אלה השתקפו גם בפערי התשתיות וההון האנושי בהשוואה למדינות המתקדמות.

המלחמה הארוכה מציבה את המדיניות המקרו־כלכלית של ישראל בפני אתגרים כבדי־משקל חדשים. זאת לנוכח הגידול הצפוי של צורכי הביטחון בשנים הקרובות והעלייה החדה ביחס החוב לתוצר, לצד התמודדות עם הצורך בסיוע לנפגעי המלחמה - בגוף, בנפש ומבחינה כלכלית¹². נוסף על התמורות שחלו בעקבות המלחמה, בשנים האחרונות חלו גם התפתחויות גלובליות בולטות, המשנות את תנאי הצמיחה ארוכי־הטווח: פריצת תחום הבינה המלאכותית ופרגמנטציה במערכת הכלכלית העולמית המתבטאת, בין היתר, בצעדי הגנה על תוצר מקומי (ובראשם מדיניות המכסים בארה"ב) ובמגבלות על העברת טכנולוגיות בין מדינות.

אתגרים ותמורות אלו יוצרים בפני הממשלה אתגר רב־ממדי הכולל השלכות בין־דוריות: הצורך להפחית את יחס החוב לתוצר במקביל להגדלת תקציב הביטחון; מתן מענה לצורכי הפיתוח של המשק; ושמירה על רמת החיים השוטפת של הציבור ואיכות השירותים הציבוריים.

מתוך אתגר רב־ממדי זה עולות השאלות: האם נכון להוריד את רמת החיים בטווח הקצר כדי להשיג את היעדים ארוכי־הטווח שצוינו לעיל? ואם כן, באיזו מידה יש לפעול - באמצעות העלאת שיעורי המיסים או הקטנת היקף ההוצאה הציבורית? האם אפשר לקדם רפורמות שיכולות להאיץ את הצמיחה ועמה את פוטנציאל המס ואם כן, כיצד להתמודד עם השפעות המדיניות על קבוצות שונות באוכלוסייה? כיצד לאזן בין ההוצאה הביטחונית להוצאה האזרחית, כך שיינתן מענה נאות הן לצורכי הביטחון הן להשקעות הנדרשות בתשתיות הפיזיות של המשק ובהון האנושי? כיצד להבטיח שהמענה לצרכים אלה יינתן תוך־כדי בנייה מחדש של המרווח הפיסקלי שיאפשר לממשלה לתמוך בצורכי המשק גם בעת זעזועים שונים שעלולים להגיע בעתיד?

אתגרים אלה ניצבים לפתחה של הממשלה וחשוב על כן לגבש מתווה אסטרטגי רב־שנתי שיגדיר את היעדים לעתיד ויקבע את מסלולי המדיניות להשגתם. בכך תייצר הממשלה גם מפת דרכים שתאפשר למגזר העסקי לתכנן את פעילותו.

מטרת הסוגייה המובאת בסעיף זה לשקף תמונת מצב של המשק הישראלי, על יתרונותיו וחולשותיו, ומתוך אלו לפרט מספר כיווני מדיניות שרצוי לאמץ לטווח הבינוני. חלק מהמלצות אלו כבר קיבלו ביטוי בתוכניות אסטרטגיות שהגיש בנק ישראל לממשלות בסמוך לכניסתן, האחרונה שבהן בינואר 2023¹³.

ב. מרכיבי האתגר הרב־ממדי העומד בפני הממשלה:

(1) הפחתת יחס החוב לתוצר

אומנם יחס החוב לתוצר בישראל, שעלה בשלוש השנים האחרונות מכ-60 אחוזים עד ל-68.5 אחוזים, איננו חריג אך הוא גבוה כיום מהחציון של כלל מדינות ה-OECD, וכן של אלה המוגדרות כמתקדמות¹⁴ (איור א-6 וכן איור ו-1 ואיור ו-10 בפרק ו' בדוח זה)¹⁵. יתר על כן, ברוב המדינות

יחס החוב לתוצר בישראל – 68.5 אחוזים – גבוה מהחציון של כלל מדינות ה-OECD.

¹² ראו לדוגמה דיון על הגידול בצורכי הבריאות לנפש בעקבות המלחמה בפרק ז' של דוח זה וצורכי השיקום של המשק בפרק ז' בדוח בנק ישראל לשנת 2023.

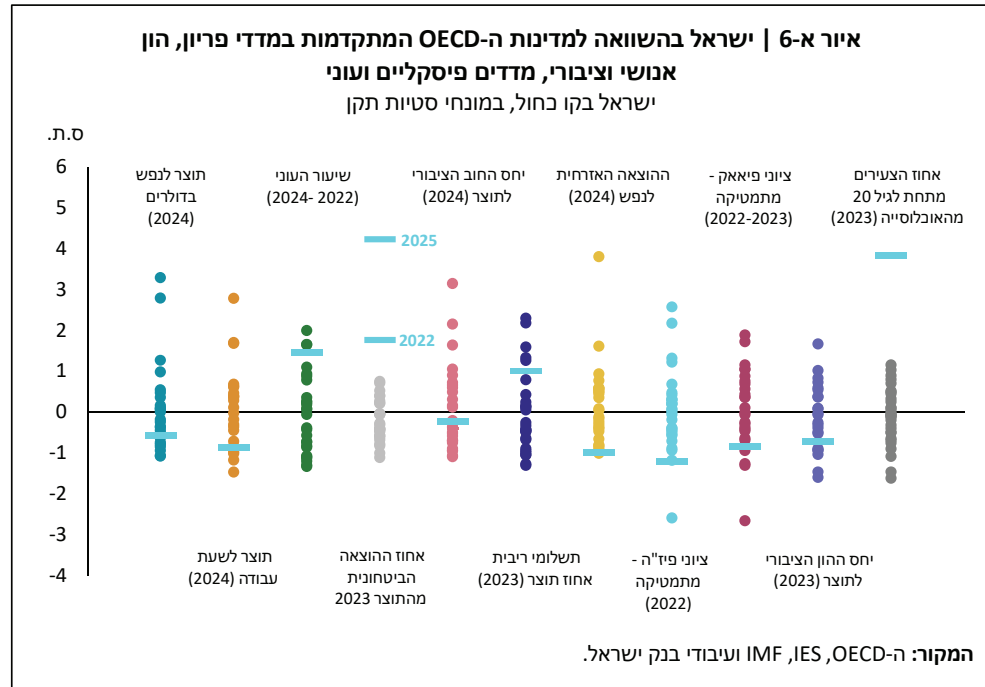
¹³ ראו: "צירי פעולה אסטרטגיים מומלצים לממשלה", בנק ישראל (2023).

¹⁴ 31 מתוך 38 מדינות OECD המוגדרות בקרן המטבע הבין־לאומית כ-Advanced Economies.

¹⁵ מבין המדינות ב-OECD המופיעות באיור א-6, ל-14 מדינות יחס חוב-תוצר גבוה מישראל ול-17 מדינות יחס חוב-תוצר נמוך יותר.

ישראל נושאת נטל גבוה של תשלומי ריבית על החוב הציבורי: 3.1 אחוזי תוצר.

המתקדמות ב-OECD שיחס החוב לתוצר בהן היה דומה לזה של ישראל לפני המלחמה, נותר יחס החוב לתוצר יציב או אף ירד בשנים האחרונות. לצד זאת, ישראל נושאת גם בנטל גבוה של תשלומי ריבית על החוב הציבורי: 3.1 אחוזי תוצר, בהשוואה ל-1.9 אחוזי תוצר בממוצע שמשלמות המדינות המתקדמות ב-OECD ולשיעור דומה שישראל הייתה משלמת אילו היה שיעור הריבית על החוב דומה למדינות בעלות יחס חוב דומה¹⁶. זאת, בין היתר, בשל פרמיית סיכון גבוהה יותר המיוחסת לישראל על רקע אי-הוודאות הגיאופוליטית.



חיוני שישראל תפחית את יחס החוב לתוצר בשנים הקרובות.

בהינתן הסיכונים הגיאופוליטיים, ובפרט בהסתמך על ניסיון העבר, חיוני שישראל תפחית את יחס החוב הציבורי לתוצר בשנים הקרובות. קיימים לכך מספר נימוקים מרכזיים:

1. חוב גבוה יותר גורם לריבית ארוכת-טווח גבוהה יותר (עם גמישות מוערכת של 0.1¹⁷) וזו דוחקת את ההשקעה במשק, מביאה ליחס הון לעובד נמוך יותר בשיווי-משקל ומקטינה את קצב הצמיחה הפוטנציאלי. ניתוח של ברנד וכץ (2026)¹⁸ מצא כי הפגיעה המוערכת של העלייה בפועל ביחס החוב לתוצר צפויה לגרום - דרך תמסורת זו בלבד - לירידה ניכרת בקצב הצמיחה של המשק ולהביא בטווח הרחוק לתוצר פוטנציאלי נמוך יותר בכ-2 עד 3 אחוזים. זאת ועוד, עליית יחס החוב לתוצר טומנת בחובה סיכון לעלייה חדה בעלויות המימון, שאינן גדלות באופן יחסי, החל מרף מסוים שקשה לאמוד את ערכו מראש.

¹⁶ מבוסס על גרסיה ליניארית בקרב מדינות ה-OECD המוגדרות מתקדמות (למעט יפן) בין משקל החוב של המדינה בתוצר לגובה תשלומי הריבית שלה באחוזי תוצר. לגרסיה יש כושר הסבר של 0.55.

¹⁷ ע' ברנדר וס' ריבון (2015), "השפעתן של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית בישראל ושל הכלכלה הגלובלית על התשואות הריאליות של איגרות החוב הממשלתיות בישראל: בחינה מחודשת לאחר עשור". סקר בנק ישראל 88.

¹⁸ ג' ברנד וג' כץ (2026), "ההשלכות של התייצבות על יחס חוב לתוצר גבוה יותר אל מול הפחתתו". הכלכלן הראשי במשרד האוצר.

2. תשלומי הריבית על החוב דוחקים שימושים אחרים, שכן הם מגבילים את האפשרות להגדיל הוצאות אזרחיות ולהפחית מיסים ואף עלולים לחייב בעתיד העלאות מיסים כדי לממן. הסיכון לעימות ביטחוני נוסף באזורנו גבוה מאשר במדינות אחרות (כפי שאכן התממש ב"שאגת הארי"). לכן נדרשות כריות ביטחון גדולות כדי להתמודד עם אירועים כאלה. הניסיון בתקופת הקורונה ובמלחמה לימד עד כמה חשובות כריות כאלה. לא במקרה האירגונים הכלכליים הבין-לאומיים וסוכנויות דירוג האשראי בוחנים את יחס החוב לתוצר כפרמטר מרכזי המשקף את יכולתן של מדינות להתמודד עם האתגרים הכלכליים והפיסקליים.
4. העולם מצוי בתקופה של ריבית גבוהה יותר ולכן כיום יקר יותר לממן את הגידול בחוב בהשוואה למשברים קודמים.

הגירעון המבני התקציבי מוערך כיום ב-3.7 אחוזי תוצר, וזאת אף לאחר עלייה מבנית של כ-1.5 אחוזי תוצר בנטל המס שבוצעה בשנה החולפת (להרחבה ראו פרק ו' בדוח זה). כדי להבטיח תוואי יציב של יחס חוב-תוצר יש להקטין את רמת הגירעון המבני בלפחות חצי אחוז תוצר, וכדי להביא לתוואי של הפחתת יחס החוב לתוצר אף נדרשת הפחתה גדולה יותר בגירעון המבני.

כדי לייצב את יחס חוב-תוצר יש להקטין את רמת הגירעון המבני בלפחות חצי אחוז תוצר.

(2) הגדלת תקציב הביטחון

משקל ההוצאה הביטחונית בתוצר היה גבוה בהרבה מהמוצע במדינות ה-OECD המתקדמות ערב המלחמה (איור א-6), זינק במהלך המלחמה וצפוי להישאר גבוה ביחס לרמתו טרום-המלחמה גם בשנים הבאות. הממשלה מינתה את "הוועדה לבחינת תקציב מערכת הביטחון ובניין הכוח" (ועדת נגל) וזו המליצה על מסגרת תקציבית רב-שנתית מתחילת 2025, אך הממשלה לא אימצה את ההמלצות. בנובמבר 2025 הנחה ראש-הממשלה להגדיל את תקציב הביטחון ב-250 עד 350 מיליארד ש"ח בעשור הקרוב – סכום גבוה מהמלצת הוועדה, אך גם הנחיה זו לא קיבלה תוקף של החלטת ממשלה (להרחבה ראו סעיף 3א' בפרק ו' בדוח זה). עם זאת, תהליכים אלה מצביעים על ההערכה כי תקציב הביטחון יוסיף לגדול בשיעור ניכר בשנים הבאות בהשוואה לרמתו ערב המלחמה.

בעת המלחמה עלה משקל ההוצאה הביטחונית בתוצר והוא צפוי להישאר גבוה.

מנגד, מאז שנת 1995 ועד ערב המלחמה ירד משקל ההוצאה הביטחונית בקצב של כנקודת אחוז תוצר כל חמש שנים¹⁹. הירידה העקבית במשקל ההוצאה הביטחונית בתוצר תמכה אז בהפחתת יחס החוב לתוצר ובהורדת משקל המס בתוצר, בעוד שמשקל ההוצאה האזרחית (ללא ריבית) בתוצר כמעט שלא השתנה²⁰.

(3) השקעה בצמיחה בת-קיימה של המשק

ביחס למדינות ה-OECD המוגדרות מתקדמות, ישראל ממוקמת בקצה העליון של השליש התחתון מבחינת התוצר לנפש (אינדיקטור לרמת החיים) והתוצר לשעת עבודה (אינדיקטור לפריון) (איור א-6). התוצר לנפש בישראל גם נמוך באופן ניכר ממדינות הסמן²¹ (כשני-שלישים מהתוצר לנפש

התוצר לשעת עבודה בישראל נמוך ביחס לרוב מדינות ה-OECD המתקדמות.

¹⁹ להרחבה נוספת על התפתחות הוצאות הביטחון בעבר וחלופות לעתיד ראו תיבה ו-1 בדוח בנק ישראל 2023.

²⁰ משקל ההוצאה האזרחית בתוצר ירד מעט בתחילת המילניום ועלה מעט לקראת סוף העשור הקודם.

²¹ מדינות לא גדולות ב-OECD בעלות פריון עבודה גבוה יחסית: אוסטרליה, אירלנד, בלגיה, דנמרק, הולנד, פינלנד ושבדיה.

הממוצע של מדינות הסמן). יתר על כן, שיעור העוני בישראל הוא כמעט כפול מהממוצע בקרב יתר המדינות - תופעה המצביעה על כך שחלק ניכר מהאוכלוסייה בישראל מצוי ברמת הכנסה נמוכה במיוחד ביחס למדינות המפותחות האחרות. בשלושת המדדים הללו לא חל שיפור ניכר במיקום היחסי של ישראל בדירוג המדינות בעשר השנים האחרונות.

ניתוחים שונים הצביעו על שני גורמי צמיחה מרכזיים הנדרשים לקידום פריון העבודה: איכות ההון האנושי והשלכותיו על שוק העבודה ומדדי רווחה, ורמת ההון הפיזי.²²

רמת ההון הפיזי בישראל, ובפרט מלאי ההון הציבורי²³ ואיכות התשתיות הציבוריות, מצויה בפיגור חריף לעומת הרמות המקובלות במדינות הסמן (איור א-6). לדוגמה, הפער בתשתיות התחבורה בא לידי ביטוי בקישוריות נמוכה בין ובתוך יישובים ובעומסים חריגים בכבישים. דבר זה מתבטא בפגיעה באיכות החיים ובצריכת הפנאי ומוביל לבזבז ניכר של משאבים ובעיקר של זמן. תופעות אלו פוגעות במישרין בצמיחת המשק וברמת החיים.

לאתגר המחסור בתשתיות מתווסף קצב הגידול המהיר של אוכלוסיית ישראל, המייצר ביקוש גבוה יותר להרחבת תשתיות ציבוריות ביחס למדינות ה-OECD המוגדרות מתקדמות. רק כדי לשמר את מצבה היחסי של ישראל מבחינת יחס הון פיזי לתוצר בהשוואה למדינות עם גידול אוכלוסייה מתון יותר נדרשת השקעה בתשתיות הגדולה בכ-40 אחוזים לשנה מעבר למקובל במדינות אלו²⁴. דבר שבנק ישראל הצביע עליו בפרסומיו בעבר²⁵. דוגמה עדכנית לתועלת הפוטנציאלית מהשקעה בתשתיות ציבוריות היא בתחום הבינה המלאכותית, שעליה מורחב בתיבה א-2.

מלאי ההון הציבורי ואיכות התשתיות הציבוריות נמוכים מהרמות המקובלות.

קצב הגידול המהיר של אוכלוסיית ישראל מייצר ביקוש גבוה יותר להרחבת תשתיות ציבוריות.

²² להרחבה נוספת ראו: "דוח מיוחד של חטיבת המחקר: העלאת רמת החיים בישראל באמצעות הגדלת פריון העבודה", בנק ישראל (2019), וכן: "צירי פעולה אסטרטגיים מומלצים לממשלה", בנק ישראל (2023).

²³ מלאי ההון הציבורי הוא סך הנכסים הפיזיים והמשאבים שבבעלות המדינה או הרשויות המקומיות, המשמשים לתמיכה בפעילות הכלכלית והחברתית של הציבור. נכסים אלו כוללים תשתיות – כבישים, גשרים, נמלים, שדות תעופה, מערכות מים וביוב, בתי ספר, בתי חולים, מתקני ספורט ותרבות ועוד. מלאי הון ציבורי הוא גורלי לפיתוח כלכלי ולרווחת הציבור, שכן הוא מספק את הבסיס לשירותים חיוניים ולפעילות עסקית. השקעה במלאי ההון הציבורי יכולה לעודד השקעה פרטית במגזר העסקי, לשפר את איכות החיים, להגביר את הפריון ולהוביל לצמיחה כלכלית ארוכת טווח.

²⁴ פיתוח פשוט יחסית של משוואות צבר הון במצב עמיד נותן כי: $\frac{K}{GDP} = \frac{I}{GDP} \cdot \frac{1+g}{g+\delta}$; כאשר g היא קצב צמיחת

התוצר במדינה ו- δ היא הבלאי על ההון. הצבה של g – שיעור הצמיחה של המשק: 1.1% בקרב מדינות ה-OECD ו-3% בישראל – קצב גידול התוצר בממוצע בין 1999 ל-2019. לגבי הפחת – אפשר להניח 3%. כלומר, אם מדינות משקיעות בתשתיות X אחוזי תוצר, ישראל צריכה להשקיע 1.4X. ישראל משקיעה כ-4.2 אחוזי תוצר בתשתיות בשנה, כלומר רק כדי לשמור על גודל הפער ביחס הון לתוצר דומה לממוצע ה-OECD היא צריכה להשקיע בתשתיות עוד כאחוז וחצי תוצר לערך.

²⁵ "צירי פעולה אסטרטגיים מומלצים לממשלה", בנק ישראל (2023).

תיבה א-2: תשתית בינה מלאכותית (AI) לאומית סוגיה לאסטרטגיה הכלכלית

- « תחום ה-AI מתפתח במהירות והשלכותיו הכלכליות כבר ניכרות בהשקעות בתחום. פוטנציאל ההשפעה הכלכלית של ה-AI נרחב ובפרט עשוי להתבטא בשינויים מהותיים בתעסוקה של קבוצות עובדים שונות ובגידול בפריין העבודה.
- « באקוסיסטם של ההייטק הישראלי פועלים מרכזי פיתוח רבים של חברות רב־לאומיות בתחומי הבינה המלאכותית. למרכזים אלה תרומה לעידוד היזמות ולהקמת תשתיות בתחום. נוסף על כך, ישראל מדורגת במיקום גבוה בהשוואה בין־לאומית במספר החברות החדשות שהוקמו ואשר עוסקות בתחומי הבינה המלאכותית ובאיכות המחקר בתחום.
- « חשוב לגבש מדיניות לקידום תשתית AI לאומית וליישמה כך שהמשק הישראלי בכלל, ותעשיית הטכנולוגיה העילית הישראלית בפרט, ישתלבו היטב בשרשרת הערך העולמית של תשתיות הבינה המלאכותית. יישום מדיניות כזאת יתרום לפוטנציאל הצמיחה של המשק.
- « בסוף 2025 הוקם במשרד ראש־הממשלה המטה הלאומי לבינה מלאכותית כדי לתכלל את פעילות הממשלה בכל הנוגע להשפעות ה-AI על המשק. בפברואר 2026 אישרה הממשלה החלטה לקידום הקמת חוות שרתים והגדרתן כתשתיות לאומיות.

תחום ה-AI¹ מתפתח באופן מואץ והשלכותיו הכלכליות כבר ניכרות, בין השאר, בזינוק עולמי בביקושים לשבבים ולכוח מחשוב, בהשקעות גדולות בחוות שרתים ובפיתוח מודלים ובדיווחי חברות על הטמעת AI בביצוע משימות בעבודה. על־פי הערכות שונות, פוטנציאל ההשפעה הכלכלית של הבינה המלאכותית נרחב ועשוי להתעצם בעתיד. בפרט היא עשויה להשפיע באופן ניכר על שיעור הצמיחה, התחלקות ההכנסות, פריין העבודה ומבנה היתרונות היחסיים של המשק². תחזיות שונות מעריכות כי הטמעת AI עשויה להוסיף בין 0.1 ל-1.5 נקודות האחוז לשיעור הצמיחה השנתי של הפריין במדינות מפותחות בעשור הקרוב. זהו טווח רחב שיש לגביו חוסר־ודאות והוא תלוי בקצב החדירה, בהיקפי השימוש ובהנחות נוספות של המודלים³. בזכות המבנה הענפי שלה הכלכלה הישראלית משתייכת לקבוצת מדינות בעלות פוטנציאל גבוה לאימוץ AI. מימוש הפוטנציאל צפוי להשפיע חיובית על תוואי הצמיחה בערוצים כלכליים שונים, למשל דרך מסחר בין־לאומי (Filippucci et al., 2026).

בהשוואה בין־לאומית בשנת 2024 דורג מגזר ההייטק הישראלי במקום העשירי בהיקף ההשקעות הפרטיות בתחום ה-AI ובמקום ה-11 במספר חברות ה-AI החדשות שהוקמו במדינה - דירוג גבוה, בפרט בהתחשב בגודלה של הכלכלה⁴. חוקרים עם שיוך אקדמי ישראלי נמצאים בעשירייה הפותחת מבחינת דירוג המחקרים המצוטטים ביותר בתחומי ה-AI

¹ המונחים "AI" ו"בינה מלאכותית" משמשים במסמך זה לסירוגין.

² תיבה ה-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2024 עסקה בהשלכות הצפויות על העובדים במשק ("ההשפעה הצפויה של 'בינה מלאכותית יוצרת' על העובדים: השלכות על מדיניות בשוק העבודה").

³ במסמך של כלכלנים מה-OECD מצוטטות הערכות למנעד האפשרויות לצמיחה על המשק האמריקאי ויתר מדינות G7 (דרך צמיחת פריין העבודה וה-TFP). מנעד זה רחב ונע בין הערכות נמוכות מאוד של עלייה שנתיית ב-0.1 נקודות אחוז (Acemoglu, 2025), דרך עלייה שנתיית של כ-1 נקודת אחוז (Aghion and Bunel, 2024) ועד להערכות אופטימיות מאוד המגיעות ל-1.5 נקודות אחוז (Goldman Sachs, 2023). ממצאים אלה וחישוב עבור מדינות ה-G7 מופיעים אצל: Chaar et al. (2025).

⁴ במספר החברות המצטבר שהוקמו בשנים 2013 עד 2024 ישראל מדורגת במקום הרביעי.

(ב-2023)⁵. זאת ועוד, באקו־סיסטם של ההייטק הישראלי פועלים מרכזי פיתוח רבים של חברות רב־לאומיות בתחומי הבינה המלאכותית שבהם מפותחות טכנולוגיות בינה מלאכותית; למרכזים אלה גם תרומה לעידוד היזמות בתחום. אולם לאור ההתפתחויות המדעיות והטכנולוגיות המהירות והתחרות העולמית על תשתיות פיזיות והון אנושי, כדי לממש את פוטנציאל הצמיחה של המשק הישראלי ולשמור על יתרונותיו היחסיים נדרשת מדיניות לקידום תשתיות ה-AI. מדיניות זו צריכה לכלול הנגשת תשתיות מחשוב ונתונים נרחבת יותר לאקדמיה ולמגזר העסקי, הכשרה ופיתוח של הון אנושי, הטמעת טכנולוגיות במגזר הציבורי וקביעת אסדרה מתאימה.

הבינה המלאכותית כתשתית טכנולוגית ומחשובית כלל־משקית צפויה לשפר תהליכים – החל מהתעשייה והשירותים ועד למגזר הציבורי וגופי המחקר. מיצוי ההזדמנויות הטמונות בטכנולוגיה זו מחייב היקפי השקעה גדולים להעמדת תשתיות מחשוב בעלות כוח חישוב גבוה, הזמינות ונגישות לכלל המגזרים. זיהוי צורך זה באקדמיה ובתעשיית ההייטק הוביל בשנת 2021 להשקת "התוכנית הלאומית לתשתיות מו"פ לבינה מלאכותית", בהשקעה תקציבית של מיליארד ש"ח בשנים 2021–2026⁶.

אחד מהישגי התוכנית הבולטים הוא הקמת מחשב־העל הלאומי הראשון, שהחל בפעילות לאימון מודלים גדולים בתחילת 2026, במימון משותף עם חברת Nebius. מחשב־על זה נועד לשמש חברות הייטק וחוקרים מהאקדמיה הישראלית שנגישותם לתשתיות כאלה נמוכה. כוח המחשוב, בהיקף של GPU 1,000, מוקצה במחיר מסובסד ודרש השקעה ממשלתית של 160 מיליון ש"ח והשקעה פרטית הגדולה פי שלושה לצורך הוספת 3,000 יחידות GPU הנמכרות בשוק החופשי⁷. בעקבות הערכות צוות משותף למשרד האוצר וגופי האקדמיה כי בראייה עתידית, כבר בחומש הקרוב כוח מחשוב זה אינו מספק לצורכי המחקר, נכללה בהצעת התקציב לשנת 2026 תוכנית לאספקת שירותי מחשב־על נוספים בהיקף של עד GPU 5,000 לשימוש האקדמיה על־פי קריטריונים תחרותיים, בתקציב של 1.3 מיליארד ש"ח על־פני 5 שנים. בצד ההשקעה הממשלתית קיימות במשק הישראלי גם השקעות פרטיות בתחום ובשנים הקרובות יוקמו בזכות יחידות חישוב נוספות לשימוש חוקרים וחברות ישראליות.

מעבר להקמת מחשב־העל קידמה התוכנית הלאומית לתשתיות מו"פ לבינה מלאכותית את הטיפול בסוגיות תשתיות נוספות, ובהן תשתיות פיזיות (כמו הקמת מעבדות טכנולוגיות לחישובי־על ובינה מלאכותית), הון אנושי (למשל הענקת מלגות לתארים מתקדמים ותוכנית להבאת אנשי סגל בולטים בתחומי הבינה המלאכותית מהאקדמיה בחו"ל), תשתיות מידע, אסדרה והטמעת טכנולוגיות בינה מלאכותית⁸. לקראת סיומה של התוכנית הלאומית לתשתיות מו"פ לבינה מלאכותית, חשוב שיופקו תובנות ולקחים מתוך פעילותה עד כה וזאת במיוחד בנוגע לגורמים שהשפיעו על קצב הביצוע של צעדי התוכנית ביחס למתוכנן, הטמעתם של השירותים שהיא הציעה בתעשייה ובאקדמיה ושיתופי פעולה נדרשים לקידום תשתיות הבינה המלאכותית במשק הישראלי.

בתוך־כך התכנסה "ועדת נגל" לבחינת תחום הבינה המלאכותית ובאוגוסט 2025 הגישה את מסקנותיה⁹. הוועדה הדגישה כי צורכי תשתיות ה-AI של ישראל גדולים בהרבה מהקיים, גם לאחר הקמתו של מחשב־העל הלאומי הראשון,

⁵ איורים 4.3.8 ו-4.3.12 ו-1.1.11 ב-Artificial Intelligence Index Report 2025, Stanford University.

⁶ תוכנית זו היא פרי יוזמה של פורום תל"מ (תשתיות לאומיות למחקר ופיתוח), מסגרת פעולה התנדבותית לתיאום ואיגום משאבים בין הגופים הלאומיים שתשתית מחקרית גדולה יכולה לשמש אותם. בפורום זה חברים הו"ת, משרד הביטחון (מפא"ת), משרד החדשנות, המדע והטכנולוגיה, משרד האוצר ורשות החדשנות. התוכנית נסמכה על מנהלה מרכזית (ברשות החדשנות).

⁷ ערב הקמת מחשב־העל הלאומי הראשון פעלה על אדמת ישראל תשתית חישובית ייעודית פרטית לשימושי בינה מלאכותית, אולם זו לא הייתה בזמינות גבוהה לחלק מן החברות ולחוקרים הישראלים.

⁸ לפירוט על־אודות פעילותה ראו: "התוכנית הלאומית לבינה מלאכותית – תמונת מצב 2025" <https://innovationisrael.org.il/document/ai-national-program-2025>.

⁹ "דין וחשבון של הוועדה הלאומית להצעת תחום הבינה המלאכותית" בראשות פרופ' יעקב נגל (הוגש באוגוסט 2025).

שבעת פעילות הוועדה עדיין היה בשלבי תכנון. מסקנות הוועדה מדגישות את הצורך הדחוף לפעול לניצול יתרונותיה המובהקים של ישראל, ובהם הון אנושי איכותי, אקו-סיסטם מגוון של חברות-הזנק בתחומי ה-AI ונוכחות ניכרת של מרכזי פיתוח רב-לאומיים – כל זאת אגב השקעה לאומית נרחבת ביכולות מחשוב עתירות-עיבוד, במערכי נתונים מאובטחים, במסגרת מאסדרת מאפשרת ובהכשרה רחבה של הון אנושי. התוכנית שהגישה ועדת נגל מתווה מיזם עתיר-תקציב של כ-25 מיליארד ש"ח לחומש, המלווה בהבטחה מצד אחד, אך עם-זאת גם באיזודאות גדולה מצד שני. זו נובעת מהקושי לצפות את עומק חדירת הטכנולוגיה ומידת השימוש בה בפועל לאורך זמן, וכן את מידת המעורבות הנדרשת של המגזר הציבורי¹⁰.

התוויית המדיניות הלאומית לישראל מחייבת בחינת תועלת מול עלות על-פני רצף של אפשרויות: מחד-גיסא, הקמת תשתית לאומית מלאה המבטיחה עצמאות אסטרטגית וביטחון נתונים ("ריבונות מחשוב"); מאידך-גיסא, שימוש "רזה" יותר בתשתית לאומית לצרכים רגישים בלבד, תוך-כדי הישענות על תשתיות פרטיות (לרבות בין-לאומיות) לצרכים שאינם רגישים, וניצול יעיל יותר של כספי הציבור המופנים לטובת הנושא.

לבחירה בתשתית לאומית רחבה יתרונות אסטרטגיים, ובהם מיצוב ישראל בחזית המרוץ העולמי בתחומי תשתיות ה-AI, אך מנגד היא דורשת תקציב לא-מבוטל - לא רק בהקמה עצמה אלא גם בתחזוקה שוטפת לאור הטכנולוגיה המתחדשת במהירות. נוסף על כך, אין כל ביטחון שלגוף לאומי יש יתרון יחסי בהקמה ותפעול של מיזם שכזה בהשוואה לחלופה של "מיקור חוץ" על-גבי תשתיות פרטיות, לרבות בין-לאומיות, וסבסוד השימוש בתשתיות אלו בהתאם לתיעדוף הלאומי. תשתית המחשוב צורכת אנרגיה רבה העשויה להציב אתגר למערכת החשמל הלאומית בטווח הבינוני-רחוק. תצרוכת זו תידרש במיוחד כאשר יגדלו השימושים ב-AI בשוק הפרטי עם התפתחות הטכנולוגיה¹¹. על-כן יש לסנכרן בין ההחלטות על היקף תשתיות המחשוב לבין היערכות משק האנרגיה – הרחבת מקורות האנרגיה והתאמת תשתית החשמל. מתוך מטרה לחזק את תשתיות הבינה המלאכותית, ב-22 בפברואר 2026 אישרה הממשלה את החלטה מס' 3907 לקידום הקמת חוות שרתים מתקדמות, הכוללת הסרת חסמי תכנון ובנייה, מגבלות בתחום השימוש באנרגיה ומנגנון ממשלתי שידון בתיאום נושא האנרגיה והיבטים נוספים, כמו השלכות סביבתיות. אולם החלטה זו אינה משקפת כוונה להגדלת יכולת הייצור של כלל מערכת החשמל.

במקביל, פורסם דוח ביניים של צוות בין-משרדי בנושא "אנרגיה לחוות שרתים"¹². הצוות נועד לאפשר את התפתחות חוות השרתים תוך-כדי שמירה על יציבות ואמינות משק החשמל הלאומי. כדי להתמודד עם עליית הביקוש לחשמל בטווח הקצר המליץ הצוות להקים את חוות השרתים החדשות מחוץ לאזורי העומס של רשת החשמל, בדגש על אזורים שבהם יש פוטנציאל רב יותר לשימוש באנרגיות מתחדשות. לטווח הארוך המליץ הצוות על בחינה מעמיקה של הצורך להגדיל את יכולת הייצור של משק החשמל הישראלי, לרבות באמצעות פיתוח מקורות אנרגיה חלופיים, כדי שלא תהיה פגיעה בהבטחת צריכת החשמל של יתר הצרכנים במשק הישראלי.

בתוך רצף האפשרויות למימוש תשתית AI לאומית, מטרת המדיניות המרכזית היא שהמשק הישראלי בכלל, ותעשיית הטכנולוגיה הישראלית בפרט, ישתלבו היטב בשרשרת הערך העולמית של תשתיות הבינה המלאכותית. השתלבות זו נועדה להבטיח את חשיבותה של ישראל בתעשייה העולמית ולשמר את מעמדה בחזית הטכנולוגיה העולמית. בהקשר

¹⁰ תקציב זה גבוה בהרבה מתקציב התוכנית הקודמת לבינה מלאכותית שהוקמה ברשות החדשנות. הפילוח התקציבי המוצע כולל 18 מיליארד ש"ח עבור תשתיות מחשוב, אנרגיה ותפעול וכ-3 מיליארד ש"ח עבור תוכניות אקדמיות והכשרות, ויתרת התקציב תופנה לתוכניות לאומיות לקידום אתגרים רוחביים (Moonshots) ולהקמת מכון לאומי לבינה מלאכותית.

¹¹ על-פי הערכות רשות החשמל שהוצגו בכנסת בדיון ועדת המשנה של ועדת המדע והטכנולוגיה לנושא בינה מלאכותית וטכנולוגיות מתקדמות (ב-25 בנובמבר 2025), ב-2024 עמדה צריכת חוות השרתים על כ-0.5 אחוזים בלבד מהצריכה המשקית, אך צפויה לעלות ל-5-7 אחוזים מסך הצריכה עד 2030 – קפיצה ניכרת בתוך פחות מחמש שנים.

¹² צוות זה כלל נציגים ממשד האוצר, המטה הלאומי לבינה מלאכותית, משרד האנרגיה, רשות החשמל, רשות החדשנות, המשרד להגנת הסביבה ומנהל התכנון. פרסום מסקנות הביניים מופיע בקישור: https://www.gov.il/he/pages/press_190226.

זה, צירופה של ישראל ליוזמת "Pax Silica"¹³ שנוסדה בדצמבר 2025 מהווה איתות אסטרטגי חשוב להיותה שחקנית מפתח בברית הטכנולוגית העולמית.

לצד ההתפתחויות המהירות בתעשייה הטכנולוגית חשוב להיערך להשפעות ה-AI על הפעילות הממשלתית והעסקית במשק. השפעת ה-AI על התעסוקה, מערכות החינוך, הבריאות ותחומים נוספים עשויה להיות נרחבת ועל המדיניות הממשלתית להיערך לכך על-מנת לנצל את ההזדמנויות הטמונות בכך ולמתן את הסיכונים. כמו-כן חשוב לקדם את האסדרה הנדרשת כדי להימנע מעיכוב ההטמעה של יישומי ה-AI לצד מתן מענה למורכבויות פוטנציאליות הטמונות בהם. לסיכום, מיצוי פוטנציאל הצמיחה הטמון בבינה המלאכותית מחייב סנכרון בין השקעה בתשתיות פיזיות (מחשוב ואנרגיה) לבין פיתוח הון אנושי, אסדרה מאפשרת ושמירה על מעמדה הבין-לאומי של ישראל. בספטמבר 2025 הוקם במשרד רה"מ המטה הלאומי לבינה מלאכותית והוגדר הצורך בתקציבי חומש, אך טרם נקבע גובהם¹⁴. הצורך להשתתף במרוץ העולמי המואץ בתחום זה לטובת קידום צמיחת המשק מחייב כי ההיערכות בתחום זה תהיה רכיב מרכזי במדיניות הכלכלית בשנים הקרובות.

מקורות:

- Acemoglu, D. (2024), "The simple macroeconomics of AI", *Economic Policy*, vol 40(121), pages 13-58.
- Aghion, P. and S. Bunel (2024), "AI and Growth: where do we stand", Unpublished policy note.
- Chaar, T., F. Filippucci, C. Jona-Lasinio, and G. Nicoletti (2025), "AI and the Global Productivity Divide: Fuel for the Fast or a Lift for the Laggards?", *OECD Artificial Intelligence Papers*, No. 51.
- Filippucci, F. P. Gal K. Laengle, M. Schief and M.A. Yildirim (2026), "AI Meets Trade: Global Linkages and the Cross-Country Distribution of the Gains from AI", *OECD Artificial Intelligence Papers* No. 57.
- Goldman Sachs (2023), "Upgrading Our Longer-Run Global Growth Forecasts to Reflect the Impact of Generative AI". <https://www.gspublishing.com/content/research/en/reports/2023/10/30/2d567ebf-0e7d-4769-8f01-7c62e894a779.html>.
- The AI Index 2025 Annual Report," AI Index Steering Committee, Institute for Human-Centered AI," Stanford University, Stanford, CA, April 2025. <https://doi.org/10.48550/arXiv.2504.07139>.
- "דין וחשבון של הוועדה הלאומית להאצת תחום הבינה המלאכותית", בראשות פרופ' יעקב נגל (הוגש באוגוסט 2025).
- "התוכנית הלאומית לבינה מלאכותית – תמונת מצב 2025"
- <https://innovationisrael.org.il/document/ai-national-program-2025>

¹³ מהלך אסטרטגי בהובלת ארה"ב ליצירת ברית בין מעצמות טכנולוגיות מערביות כדי להבטיח עמידות שרשראות אספקת טכנולוגיה מתקדמת, בין היתר בתחומי ה-AI והמוליכים למחצה.

¹⁴ החלטת ממשלה 3375 מספטמבר 2025.

הישגי התלמידים בישראל נמוכים בהשוואה בין-לאומית (איור א-6) - ממצא המצביע על איכות בלתי-מספקת של שירותי החינוך. פערים אלה משתקפים בהמשך בשוק העבודה: מיומנויות העובדים בישראל נמוכות יחסית ובעלות שונות גבוהה במיוחד בהשוואה למדינות אחרות (איור א-6)²⁶. רמת מיומנויות נמוכה תורמת לפריון העבודה הנמוך בישראל²⁷ (איור א-6), המהווה את הגורם המרכזי הפוגע ברמת החיים בישראל ומעלה בה את יוקר המחיה.

צורכי החינוך בישראל גבוהים במיוחד, שכן לישראל שיעור גבוה של תלמידים ביחס לאוכלוסייה²⁸. יתר על כן, בישראל השתרשה היסטוריה מדיניות הנותנת מענה למגוון האתגורי-תרבותי של האוכלוסייה באמצעות ריבוי זרמי-חינוך. כך, לצד זרם החינוך הממלכתי פועלות מערכות נפרדות של זרמי חינוך חרדיים, שהיקפם גדול כבר עתה והוא הולך וגדל. בזרמים אלה קיימת גם הפרדה בין בנים לבנות, ורבים ממסודותיהם אינם מלמדים את תלמידיהם - בעיקר הבנים - כישורים הנדרשים לשוק העבודה (לימודי "ליבה"). גם בחברה הערבית קיים זרם חינוך (ממלכתי) נפרד והישגי תלמידיו במבחנים משווים, מקומיים ובין-לאומיים נמוכים במיוחד. זאת ועוד, גם במערכת החינוך הממלכתית קיימת הפרדה בין חינוך ממלכתי לחינוך ממלכתי-דתי, שגם בו קיימת הפרדה מגדרית הכופה הקטנה של גודל הכיתות. מציאות זו של ריבוי זרמי-חינוך מגדילה מאוד את עלויות המערכת והופכת כל שינוי ושיפור של המערכת למאתגרים במיוחד. עם זאת, שיפור וייעול מערכת החינוך נושאים בחובם תשואה גבוהה, גם אם תוצאותיהם אינן ניכרות בטווח הקצר²⁹. שיפורה של מערכת החינוך חשוב במיוחד נוכח השינויים הטכנולוגיים הצפויים בשנים הקרובות, שכן ללא רכישת מיומנויות בסיסיות לא יידעו תלמידים אלה, בבואם לשוק העבודה, לנצל את השינויים הטכנולוגיים לטובת העלאת פריון העבודה. לצד זאת, השינויים הטכנולוגיים מציעים גם אפשרויות לשיפור מערכת החינוך עצמה, ובעלויות נמוכות.

רמת המיומנויות הנמוכה יחסית של הבגירים בישראל באה לידי ביטוי באופן בולט במיוחד בשוק העבודה: מעבר לפריון העבודה הנמוך כאמור לעיל, בישראל שיעור העובדים בעלי שכר נמוך³⁰ הוא גבוה במיוחד (מקום שני) בהשוואה למדינות ה-OECD המתקדמות - כמעט רבע מהעובדים לעומת ממוצע של 15 אחוזים בקרב המדינות האחרות. קיים גם מתאם גבוה בין רמת המיומנויות והשכר הנמוך לבין קבוצות האוכלוסייה שאליהן משתייכים העובדים, ובפרט לאוכלוסייה החרדית והערבית. הדבר מתבטא גם בייצוגם הנמוך של העובדים ממגזרים אלה בענפי הכלכלה המתקדמים ובראשם ההייטק (ראו דיון בסעיף הבא). מכאן גם הפוטנציאל הגדול הטמון בשדרוג הישגי האוכלוסיות האלה במערכת החינוך - הן להגדלת התוצר הפוטנציאלי הן להקטנת שיעור העוני בטווח הרחוק יותר³¹.

הישגי התלמידים ומיומנויות העובדים בישראל נמוכים בהשוואה בין-לאומית.

צורכי החינוך בישראל גבוהים במיוחד, שכן לישראל שיעור גבוה של תלמידים ביחס לאוכלוסייה.

שיפור וייעול מערכת החינוך נושאים בחובם תשואה גבוהה בטווח הארוך.

רמת המיומנויות הנמוכה יחסית של הבגירים בישראל באה לידי ביטוי בשוק העבודה.

²⁶ להרחבה על הישגי הבגירים בגל השני של סקר המיומנויות PIAAC ובהשוואה לגל הראשון ראו: ספי בכר ואלעד דה-מלאך (2024). "מיומנויות האוכלוסייה בישראל בהשוואה בין-לאומית: ממצאים ראשוניים מסקר PIAAC לשנים 2022-2023", סדרת ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, בנק ישראל, חטיבת המחקר.

²⁷ ראו לדוגמה דוח בנק ישראל פרק ה' בשנת 2018 המלמד כי עלייה ברמת המיומנויות הממוצעת של העובדים בישראל לרמה הממוצעת של מדינות ה-OECD עשויה להביא לגידול של כמעט 3 אחוזים בפריון העבודה.

²⁸ פריון הילודה בישראל עמד על 2.9 לידות לאישה, לעומת ממוצע של 1.5 בקרב מדינות ה-OECD, והוא הגבוה מבין כל המדינות המתקדמות ב-OECD.

²⁹ הערכת התשואה הגבוהה להשקעה נוספת בחינוך מתבססת בעיקר על מודל הצמיחה ארוך-הטווח של בנק ישראל, לצד ספרות בין-לאומית ענפה. ראו דיון בנושא בדוח מיוחד של חטיבת המחקר: "העלאת רמת-החיים בישראל באמצעות הגדלת פריון העבודה", בנק ישראל (2019).

³⁰ פחות משני שלישים מהשכר החציוני מתוקן לחלקיות משרה.

³¹ כך, לדוגמה, הגדלת היצע העבודה של נשים חרדיות בעשרים השנים האחרונות הביאה לכך שמשקי בית חרדים הם אלו שבממוצע הגדילו את הכנסתם הכלכלית בשיעור הרב ביותר בהשוואה למשקי בית יהודים לא-חרדים ולמשקי בית ערבים.

שיעורי התעסוקה של גברים חרדים ושל נשים ערביות נמוכים מאוד בהשוואה לשאר האוכלוסייה.

במגזר ההייטק קיים תת-ייצוג בולט לאוכלוסייה הערבית והחרדית.

מרכיב נוסף המקטין את התוצר לנפש בישראל בשל ניצול חלקי של ההון האנושי נוגע לשיעורי התעסוקה הנמוכים של שתי קבוצות אוכלוסייה: בשנת 2025 שיעורי התעסוקה של גברים חרדים (53 אחוזים) ושל נשים ערביות (49 אחוזים) הם נמוכים מאוד בהשוואה לשאר האוכלוסייה. יתר על כן, בעוד שבנוגע לנשים מהחברה הערבית קיימת מגמה ברורה של עלייה לאורך זמן (אפקט קוהורטה חיובי), המשקפת בעיקר את העלייה ברמת ההשכלה שלהן, הרי שבקרב הגברים החרדים השיפור איטי מאוד ובשנים האחרונות אף נעצר (להרחבה בסוגיה זו ראו פרק ז' בדוח בנק ישראל 2022). מגזר ההייטק בישראל הוא מוביל בכלכלה העולמית ושואב אליו את העובדים המיומנים ביותר. שיעור התעסוקה בו בישראל (11% מהמועסקים)³² גבוה בשיעור ניכר לעומת שאר מדינות ה-OECD המוגדרות מתקדמות והוא אחראי על למעלה מ-40 אחוזים מהצמיחה של התוצר העסקי בישראל בשנים האחרונות. פערי המיומנויות בין עובדי ההייטק לשאר העובדים במשק גבוהים במיוחד בהשוואה בין-לאומית ופערים אלה באים לידי ביטוי בפערי שכר בין עובדי ההייטק ליתר העובדים במשק. פערים אלה התרחבו עוד יותר בעשור האחרון והם מהגבוהים בקרב מדינות ה-OECD.³³ במגזר ההייטק קיים תת-ייצוג של פלחים מסוימים באוכלוסייה, הבא לידי ביטוי בשימור פערים חברתיים, ואולי גם באי-מציוי פוטנציאל הצמיחה של הענף. בשנים האחרונות לא חלה עלייה בחלקם של עובדים מהחברה הערבית בקרב המועסקים במגזר ההייטק, למרות עלייה ניכרת שנרשמה בעשור האחרון בשיעור הערבים מקרב בוגרי לימודי מקצועות ההייטק. שיעורם של הגברים החרדים הצעירים מכלל המועסקים במגזר ההייטק נותר נמוך מאוד לאורך העשור, למרות פתיחת מסלולים ייעודיים במכירות קדם-אקדמיות וקמפוסים ייעודיים. מנגד, שיעור הנשים החרדיות המועסקות במגזר ההייטק עלה בעשור האחרון ואף מתקרב לחלקן היחסי באוכלוסייה. זאת על-רקע פתיחת מסלולי הנדסאות תוכנה לא-אקדמיים בפיקוח המכון הממשלתי להכשרה טכנולוגית (מה"ט) בסמינרים של רשת 'בית יעקב', שסייעו להשתלבות נשים חרדיות צעירות בתעסוקה בהייטק. שכרן, עם-זאת, עודנו נמוך יחסית לשכר יתר העובדים במשלח-יד טכנולוגיים במגזר ההייטק בשל העובדה שייצוגן בתפקידי הליבה בהייטק נמצא בחסר - מצב המשקף ככל הנראה איכות נמוכה יותר של מסגרות ההוראה שבהן הן לומדות לרוב בהשוואה לאוניברסיטאות.³⁴ בהשוואה למגזר ההייטק, ענפי משק אחרים, כמו בינוי³⁵, מסחר וענפי-משנה בתעשייה, סובלים מפריון עבודה נמוך, רמת מיומנויות עובדים נמוכה ונטייה נמוכה לחדשנות.

מתן מענה הולם לצורכי הפיתוח של המשק, ובכלל זה צמצום פערים בפריון העבודה המשקי מול מדינות מתקדמות, דורשים הן רפורמות מבניות הן משאבים ציבוריים ניכרים. בדו"ח המיוחד של חטיבת המחקר להעלאת רמת החיים (2019) הוערך היקף ההשקעה הנדרש בכ-3 אחוזי תוצר לשנה. לצד זאת חשוב לזכור שהקצאת משאבים כשלעצמה אינה מספקת. כך למשל, למרות גידול ניכר בהוצאה הריאלית לתלמיד של כ-40 אחוזים ב-10 השנים האחרונות, הראו הישגי מערכת החינוך שיפור מוגבל, אם בכלל, כפי שמתבטא, למשל, במבחנים הבין-לאומיים. גם הקצאת

למרות גידול בהוצאה הריאלית לתלמיד הראו הישגי מערכת החינוך שיפור מוגבל במבחנים הבין-לאומיים.

³² להשוואות בין-לאומיות של מגזר ההייטק בישראל ראו לדוגמה: ג' ברנד, א' דה-מלאך ו' פטרפרינד (2025), "הרכב ההון האנושי ופרמיית השכר במגזר ההייטק בישראל", סדרת ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, בנק ישראל, חטיבת המחקר. וכן מצגת נגיד בנק ישראל בכנס "50 שנה לרשות החברות הממשלתיות: מובילים את כלכלת המחר".

³³ ג' ברנד, א' דה-מלאך ו' פטרפרינד (2025), "הרכב ההון האנושי ופרמיית השכר במגזר ההייטק בישראל", סדרת ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, בנק ישראל, חטיבת המחקר.

³⁴ א' דה-מלאך ו' שדה (2025), "השתלבות האוכלוסייה הערבית והחרדית במגזר ההייטק בישראל", סדרת ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, בנק ישראל, חטיבת המחקר.

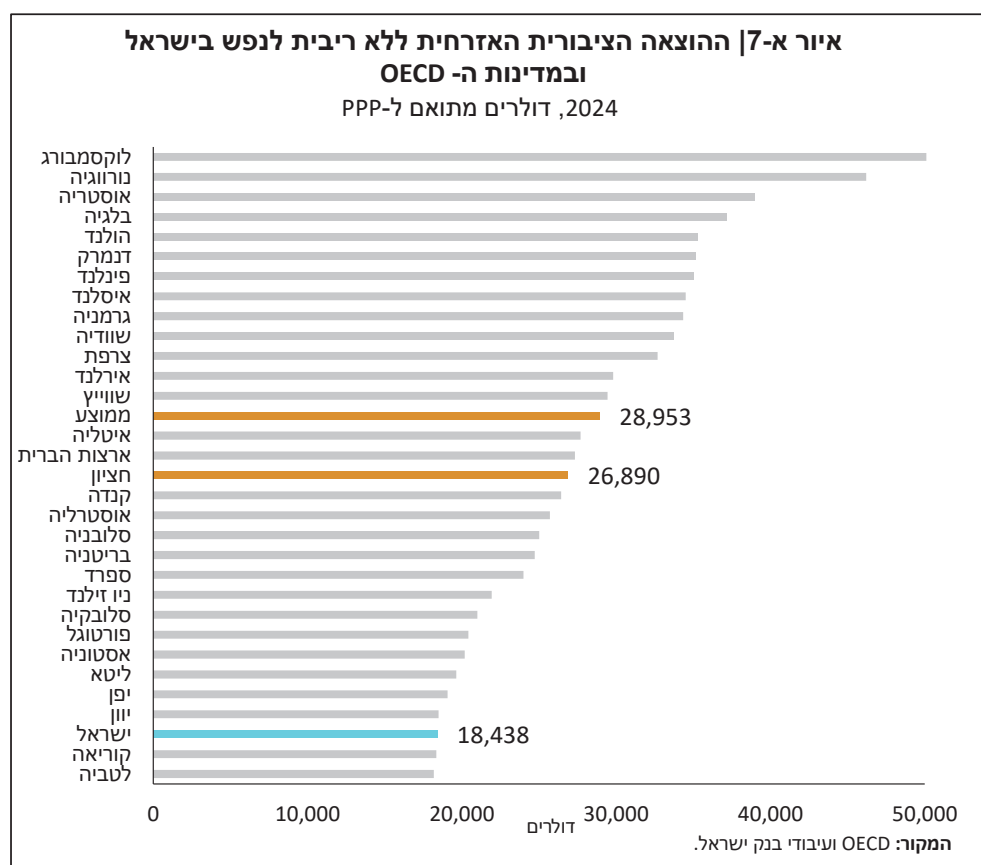
³⁵ בענף הבינוי ישנו פער ניכר בפריון העבודה בהשוואה למדינות הסמן. שיפור מיומנויות העובדים והרחבת השימוש בטכנולוגיות מתקדמות בענף הבינוי צפויים לסייע בסגירת הפער בפריון העבודה.

משאבים לפיתוח תשתיות חשוב שתתמקד בהשקעות שבהן התשואה למשק היא הגבוהה ביותר. חשוב אפוא שהקצאת משאבים תלווה בתוכניות לשיפור אפקטיביות המערכות והתאמת תהליכי העבודה.

(4) שמירה על רמת החיים השוטפת של הציבור ואיכות השירותים הציבוריים

הדיון באתגרי המדיניות שהוצג בסעיפים הקודמים מצביע על התועלות הגדולות שהמשק יכול להפיק מהגדלת ההשקעות בתשתיות ובהון אנושי ומבניית כריות ביטחון פיסקליות שיבססו את עמידות המשק לקראת משברים עתידיים. לצד הגידול המסתמן בעלויות הביטחון בטווח הנראה לעין, על-פי ההחלטות המקודמות בקרב מקבלי ההחלטות, נראה כי נדרש בעת הנוכחית ויתור על מקורות המשמשים לצרכים אחרים במשק, תוך כדי פגיעה ברמת החיים השוטפת, כדי לממן הוצאות אלה. הבחירה של הרכב ההתאמה תלויה בצרכים ובהעדפות של כל מדינה, אך על טווח האפשרויות אפשר ללמוד מהשוואה בין לאומית של רמת ההוצאה הציבורית האזרחית לנפש (איורים א-6 ו-א-7) ושל נטל המס הנמוך יחסית (ראו בדוח זה בפרק ו, איור ו-1). בשנת 2024 הייתה ההוצאה הציבורית ללא ריבית לנפש בישראל רק שני שלישים מהממוצע של מדינות ה-OECD המוגדרות מתקדמות (איור א-7), כאשר התוצר לנפש בישראל היה 78 אחוזים מהממוצע במדינות אלה.

ההוצאה הציבורית האזרחית ללא ריבית לנפש מהווה רק שני שלישים מהממוצע של מדינות ה-OECD המתקדמות.



שחיקת השכר במגזר
הציבורי באה לידי ביטוי
גם בשחיקה ניכרת
במיומנויות העובדים
במגזר הציבורי.

השוואה בין־לאומית
הצביעה על כך שהמיסים
בישראל, ובפרט הישירים,
נמוכים ביחס למדינות
ה-OECD המתקדמות.

אחד הרכיבים החשובים של ההוצאה הציבורית האזרחית הנמוכה בישראל וייצובה ברמות הנמוכות בשנים האחרונות הוא השכר הנמוך במגזר הציבורי. השחיקה המתמשכת בשכר במגזר הציבורי נמשכה גם השנה בעוד במגזר העסקי המשיך השכר לעלות בקצב מהיר יותר בהשוואה לשכר במגזר הציבורי (איור 5-ו בפרק ו' של דוח זה). על־פי גרסיית שכר, המתחשבת במאפייני העובדים ובכישורים המדידים שלהם, שיעור השחיקה היחסי חצה כבר את רף 10 האחוזים. שחיקה זו באה לידי ביטוי גם בשחיקה ניכרת במיומנויות העובדים במגזר הציבורי, ובפרט בקרב גברים צעירים, הן בהשוואה בין־לאומית הן ביחס לעובדים במגזר העסקי³⁶, עם השלכות שליליות פוטנציאליות על איכות השירות הציבורי, לרבות בתחומים בעלי חשיבות רבה לצמיחת המשק. מכאן עולה כי המשך שחיקת השכר היחסי במגזר הציבורי שולל, כנראה, יכולת לסמוך על גורם זה כעל מקור בעל ערך לצמצום עתידי של ההוצאה הציבורית. יתר על כן, צמצום פערי השכר במגזר הציבורי מחייב הוצאה בסדרי גודל מקרו־כלכליים: כל אחוז עלייה בשכר במגזר הציבורי כרוך בעלות תקציבית נטו של כמיליארד ש"ח לשנה³⁷. לאור זאת חשוב לבחון במסגרת הסכמי השכר הבאים במגזר הציבורי הן דרכים לייעל את עבודת המגזר - למשל באמצעים טכנולוגיים - הן חלופות להגדלת אטרקטיביות המגזר בדרכים שנושאות בחובן עלות שוטפת נמוכה יחסית. רמת ההוצאה האזרחית הנמוכה בישראל מייצרת קושי אמיתי לצמצמה ככלי להתמודדות עם מימון הצרכים הביטחוניים, ההשקעות והפחתת החוב. אינדיקציה לקושי זה התקבלה בשנתיים האחרונות שבהן, למרות הגידול החריג בהוצאות הבטחון וההכרח לממן אותו, לא פחתו הוצאות אזרחיות אחרות, וזאת על אף הקפאת השכר במגזר הציבורי (ראו איור 4-ו בפרק ו' בדוח זה). הקושי להפחית הוצאות מחדד את החשיבות של החלופה של העלאת מקורות ההכנסה לשם מימון הצרכים הביטחוניים, ההשקעות והפחתת החוב. אומנם, המשמעות של העלאת המיסים וביטול פטורים ממס היא פגיעה ברמת החיים בטווח הקצר, אך ההשוואה הבין־לאומית הצביעה על כך שהמיסים בישראל, ובפרט המיסים הישירים, נמוכים ביחס למדינות ה-OECD המתקדמות (להשוואה בין נטל המס של ישראל למדינות OECD מתקדמות ראו איור 1-ו וכן תיבה 2-ו בפרק ו' בדוח זה, המלמדת כי משקל סך המס בהכנסה בהשוואה בין־לאומית נמוך במיוחד במרכז התפלגות ההכנסות של משקי הבית).

ג. המלצות מדיניות להתמודדות עם האתגרים המקרו־כלכליים

הניתוח לעיל מצביע על כך שפערי התשתיות וההון האנושי בהשוואה למדינות מתקדמות פוגעים בצמיחה ארוכת־טווח בישראל. בהינתן ההוצאות הגדולות הצפויות על ביטחון יתקשה המשק, ללא הגדלה ניכרת של ההכנסות ממיסים, להחזיר את החוב לתוואי יורד ולהתמיד בקצב צמיחה בר־קיימה תוך־כדי צמצום הפערים ברמת החיים בינינו לבין מדינות הסמן ב-OECD. ההתמודדות עם אתגרים אלה דורשת מדיניות רב־ממדית, המשלבת צעדים פיסקליים ממוקדים עם רפורמות מבניות ארוכות־טווח. חשוב שבמסגרת תקציבי 2027-2028 תגובש תוכנית אסטרטגית המתמודדת עם האתגרים שהוצגו לעיל. ההמלצות להלן נועדו לתת מענה משולב שיניח תשתית לצמיחה בת־קיימה.

³⁶ י' מזר (2025), "איכות ההון האנושי של העובדים הצעירים במגזר הציבורי", סדרת ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, בנק ישראל, חטיבת המחקר.

³⁷ לאחר ההחזר של מס הכנסה עליו.

1. מימוש תוואי פיסקלי להקטנת הגירעון יחס החוב לתוצר

ראשית חשוב שהממשלה תשיב על כנם את סדרי העבודה התקציביים ותגדיר מחדש יעדים פיסקליים רב־שנתיים אמינים (לפירוט ראו סעיף 1 בפרק ו' של דוח זה)³⁸. לצורך זה יש לגבש תוואי הוצאות והכנסות שיבטיח הפחתה הדרגתית של הגירעון המבני ואת החזרת יחס החוב לתוצר לתוואי יורד החל משנת 2027. צעד זה חיוני לנוכח הזינוק ביחס החוב לתוצר בעקבות המלחמה, הריבית הגבוהה שישראל משלמת על החוב בהשוואה לרוב המדינות המפותחות והצורך לצבור מחדש כריות פיסקליות.

לאור העלייה הצפויה בשיעור ההוצאה הביטחונית בתוצר בהשוואה למה שהיה צפוי ללא המלחמה, מתעצם האתגר של הממשלה לאתר מקורות שיאפשרו את הפחתת יחס החוב לתוצר, לצד ההשקעות הדרושות לתמיכה בצמיחת המשק באופן מתמשך. פערי התשתיות וההון האנושי בהשוואה למדינות מתקדמות פוגעים בצמיחה ארוכת־הטווח בישראל. על־כן תוואי זה ידרוש שילוב של הגדלת הכנסות, דרך העלאת שיעורי המס והרחבת בסיס המס (ביטול פטורים ממס). נכון להתחיל במיסים המטפלים בהשלכות של השפעות חיצוניות שליליות על איכות החיים והסביבה, כגון אגרות גודש, מס פחמן, מס נסועה ומס על כלים חד־פעמיים, וכן מיסים על התנהגויות "שליליות", המובילות להגדלת העלות הציבורית, כמו המס על משקאות ממותקים. כמו־כן רצוי לבחון באופן מקיף את מבנה מערכת המס כולה, למשל באמצעות ועדה ציבורית, דבר שגם זכה להמלצה של קרן המטבע הבין־לאומית³⁹, ובסקירה של ארגון ה-OECD על ישראל⁴⁰.

חשוב גם לפעול לשינוי הרכב ההוצאות לטובת הוצאות תומכות־צמיחה. להעלאת קצב הצמיחה הפוטנציאלי תתרום מדיניות שתביא לכניסתם לשוק העבודה של נשים ערביות נוספות ובעיקר של גברים חרדים נוספים. חלק ניכר ממדיניות כזאת ראוי לממן באמצעות הסטת תקציבים קיימים שיוצרים כיום תמריצים שליליים לתעסוקה. הגדלת התוצר בעזרת השקעות ותמריצים כגון אלו להעלאת הפריון והגדלת היצע העבודה תביא בטווח הבינוני גם להפחתה ביחס החוב לתוצר. עם־זאת, דרכי הביצוע של רכיבי המדיניות שמתבססים על הגדלת ההשקעות בטווח הקצר יצטרכו להתחשב בשינוי במאזן הסיכונים עקב הצטמצמות הכריות הפיסקליות בשנים האחרונות.

2. תוכנית רב־שנתית להוצאה ביטחונית בת־קיימה

יש לאמץ תוואי ברור ואמין של הוצאה ביטחונית, המספק מצד אחד את צורכי הביטחון ומצד שני מותיר מקום להשקעה נוספת בתשתיות אזרחיות. נדרשת הכרעה ממשלתית ברורה על היקף תקציב הביטחון הקבוע לטווח הבינוני, כוללת בהערכת הסיכונים הגיאופוליטיים. הכרעה זו תשמש בסיס מוסכם לתכנון התקציבי הרב־שנתי. זאת, בין היתר, תוך־כדי הבאה בחשבון של השלכות כלכליות וחברתיות של דחיקת תקציביים אזרחיים או העלאת מיסים ואת אי־הוודאות לגבי היקף הסיוע הביטחוני האמריקני בשנים הקרובות.

יש לגבש תוואי הוצאות והכנסות שיבטיח את החזרת יחס החוב לתוצר לתוואי יורד החל משנת 2027.

כיוון שההוצאה האזרחית נמוכה בישראל קשה לצמצמה ככלי להתמודדות עם מימון הצרכים הביטחוניים.

יש לאמץ תוואי ברור ואמין של הוצאה ביטחונית.

³⁸ בעוד שבתקופת מלחמה התרת הכללים הפיסקליים מתקבלת בשווקים בהבנה יחסית, הרי שחזרה לתקופת שגרה מחייבת משמעת פיסקלית.

³⁹ דוח ראשוני של קרן המטבע (פברואר, 2026).

⁴⁰ OECD Economic Surveys: Israel 2025 (2025).

3. השקעה רחבת-היקף בתשתיות ציבוריות

הפיגור בהיקף ואיכות התשתיות דורש קפיצת מדרגה בהשקעה בתשתיות ציבוריות - בתחבורת הסעת-המונים כמו רכבות, אוטובוסים ומטרו; בתשתיות תקשורת, בינה מלאכותית ואנרגיה - כדי להביא לצמצום הפערים מול מדינות הסמן ולהתמודד עם קצב הגידול המהיר של האוכלוסייה בישראל. חלק מהשקעות אלה דורשות הקצאה תקציבית ניכרת וחלקן מבוצעות באמצעות המגזר העסקי אך דורשות תמיכה אסדרתית ותכנונית מצד המגזר הציבורי. השקעות אלו ישפרו את פריון העבודה, יפחיתו עומסים ויגדילו את קצב הצמיחה הפוטנציאלי. מומלץ שחלק מהמימון ייעשה באמצעות שילוב של תקציבים ציבוריים ומעורבות המגזר העסקי, במיוחד במיזמים יקרים שהתועלת שלהם מכוונת לציבור מסוים, כמו למשל מיזם המטרו.

4. מערכת החינוך

יש להתנות בלימודי ליבה מימון ציבורי למערכות החינוך השונות ולאכוף תנאי זה.

האוכלוסייה בישראל גדלה בקצב מהיר והשיעור הגבוה והחריג של הצעירים (איור א-6) בה, בצד האתגרים, טומן בחובו פוטנציאל רב לצמיחה מבוססת-חדשנות⁴¹. עם-זאת, בשל הגידול הצפוי בשיעורם באוכלוסייה של גברים חרדים בגילי העבודה (אשר עתיד להכפיל את עצמו עד שנת 2047), וללא שינוי בתוואי התעסוקה שלהם ובכוח ההשתכרות שלהם, שתלוי ברכישת השכלה מתאימה לשוק העבודה - בראש ובראשונה לימודי מתמטיקה, אנגלית ומדעים ברמה נאותה - עלולה הזדמנות זו להתפספס ולהפוך במקום-זאת למכשול. תרחיש כזה צפוי לפגוע בפוטנציאל הצמיחה ולהותיר את המשק הישראלי מאחור⁴². על-כן, יש להתנות מימון ציבורי למערכות החינוך השונות בראש ובראשונה בלימודי ליבה, ובעיקר מתמטיקה, אנגלית ומדעים, המאפשרים השתלבות בכלכלה בת-זמננו. זאת יש לעשות תוך-כדי אכיפה יעילה של מימוש תנאי זה וברמה נאותה. זהו צעד חיוני לניצול הפוטנציאל הדמוגרפי ולהבטחת צמיחה בת-קיימה. זיהוי עדכני של החסמים העיקריים במערכת החינוך - בין אם באופן ההטמעה של טכנולוגיות חדשות ובין אם בריבוי תלמידים בכיתה, איכות מורים נחותה או הסכמים קיבוציים שמקשים על ישום רפורמות חשובות - זיהוי זה הוא הכרחי למציאת פתרון לשיפור הישגי התלמידים, להעלאת מיומנויות העובדים בעתיד ולהתמודדות עם השינויים הטכנולוגיים הצפויים.

⁴¹ כל גידול של סטיית תקן בגיל האוכלוסייה החציוני מפחית את הסיכוי ליזמות ב-2.5 נקודות אחוז, כ-40 אחוזים משיעור היזמות הממוצע. ראו:

James Liang, Hui Wang, and Edward P. Lazear (2018). "Demographics and Entrepreneurship." Journal of Political Economy 126, pp 140-176

ישראל מאופיינת בשיעור יזמות גבוה בהשוואה למדינות המתקדמות ב-OECD וכן בהשוואה למדינות הסמן <https://www.gemconsortium.org>). שיעור זה מוסבר במאמר בגיל הצעיר החציוני הנמוך יותר בישראל וכן במשך השירות הצבאי הממושך. זאת ועוד, על-פי סקר המיומנויות PIAAC, לצעירים ישנה נטייה/גישה טכנולוגית טובה יותר ומסוגלות רבה יותר ללמוד בהשוואה למבוגרים. לפי נתוני סקר כוח-אדם, זמן חיפוש העבודה של צעירים נמוך יותר, הם משכילים יותר והסיכוי שהם יעבדו במגזר ההייטק הוא גבוה יותר.

⁴² אובדן התוצר לנפש כתוצאה מאי-התכנסות של תעסוקת הגברים החרדים והשכלתם לרמות של האוכלוסייה היהודית הלא-חרדית צפוי להגיע ב-2065 לכ-6 אחוזים. ראו: מצגת נגיד בנק ישראל לרגל פרסום דוח בנק ישראל לשנת 2023.

5. קידום תוכנית חומש חדשה לחברה הערבית

תוכניות החומש לחברה הערבית (תוכנית 922 בשנים 2016–2021 ותוכנית 550 לשנים 2022–2026) היוו כלי מרכזי ומוכח לצמצום פערים בין החברה הערבית לחברה היהודית הלא־חרדית בתחומים רבים כגון חינוך, השכלה גבוהה, תעסוקה, תשתיות, תחבורה, דיור ועוד⁴³. לצד התקדמות זו קיימים עדיין פערים ניכרים בין יהודים לערבים בתחומים רבים⁴⁴. תוכנית החומש הנוכחית (550), שבשנה הבאה יפוג תוקפה, נועדה לשמר ולהרחיב את הישגי תוכנית החומש הקודמת. נוכח תרומתן של תוכניות אלה לצמצום פערים וקידום ההון האנושי בחברה הערבית וממצאי מחקרים המלמדים כי השקעות מסוג זה צפויות להחזיר את עצמן בתרומתן לצמיחה ואף יותר מכך - מומלץ לגבש תוכנית חומש חדשה שכיווניה דומים.

מומלץ לגבש תוכנית חומש חדשה לחברה הערבית שכיווניה דומים לתוכניות החומש הקודמות.

6. הרחבת מעגל המשרתים בצבא

לאור הצפי לגידול בצורכי כוח־האדם של צה"ל בטווח הבינוני כחלק מהשפעות המלחמה, גדלה החשיבות המקרו־כלכלית של הרחבת מעגל המשרתים בצה"ל, אשר תפחית עיוותים בשוק העבודה בשל צורך מופחת בגיוס מילואים. העלות הכלכלית המשקית של חודש גיוס של איש מילואים (כבן 30) היא כ-38 אלף ש"ח והיא גבוהה בהרבה מעלותו המשקית של חייל בשירות סדיר. הרחבת הגיוס בשיעור ניכר של גברים חרדים יכולה להפחית במידה רבה את הנטל הכלכלי המשקי והאישי הנובע מהשימוש הנרחב של הצבא באנשי מילואים. הגדלת מחזורי הגיוס השנתיים בכ-7,500 גברים חרדים למשל (שתבטא בהוספת כ-20,000 חיילי חובה לאחר הבשלת התהליך), אשר תאפשר חיסכון ניכר בהיקף המילואים, תקטין את העלות המשקית השנתית ב-9 מיליארדי ש"ח לפחות (0.4 אחוזי תוצר). זוהי דוגמה אחת לצעדי מדיניות שמקדמים צמיחה ופיתוח משקי, אינם משיתים עלות תקציבית (או אף מפחיתים אותה) ותורמים למיצוי היכולת להגדיל משאבים לצרכים ביטחוניים. חשוב שכל הסדרה עתידית באמצעות חקיקה בנושא גיוסם של צעירים חרדים לצה"ל תיעשה באופן שיענה על צורכי הצבא תוך־כדי קביעת תמריצים חיוביים ושליליים אפקטיביים⁴⁵.

הרחבת מעגל המשרתים בצה"ל תפחית עלויות משקיות.

⁴³ בכר, דה־מלאך ומיעארי (2024) מצאו כי במהלך יישום תוכנית החומש הקודמת לחברה הערבית (922) נרשמה התקדמות ניכרת בתחומים מרכזיים: שיפור בהישגים לימודיים (מיצ"ב וזכאויות לבגרות) ובהשכלה אקדמית, עלייה ניכרת בתעסוקת נשים הנמשכת עד היום, התקדמות ניכרת בתכנון עירוני ובקידום תוכניות מתאר, הרחבת תשתיות התחבורה וצמצום פערי התקצוב בחינוך. ראו: ס' בכר, א' דה־מלאך וס' מיעארי (2024), "ניתוח יישום תוכנית החומש לפיתוח כלכלי של האוכלוסייה הערבית במסגרת החלטה 922: תקציבים, הישגים וחסימים", בנק ישראל, ניירות תקופתיים.

⁴⁴ בשנת 2024 היה קיים יתרון בולט ליהודים בהשוואה לערבים במרבית מדדי ההשוואה של איכות החיים בישראל, לרבות איכות התעסוקה, רמת חיים חומרית וביטחון אישי. ראו: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הודעה לתקשורת, 2026), "פערים בין יהודים לערבים במדדי איכות חיים בישראל".

⁴⁵ להרחבה נוספת והתייחסות לנוסח הצעת תיקון חוק שירות הביטחון ("חוק הגיוס") שנידונה השנה בועדת חוץ וביטחון של הכנסת ראו: בנק ישראל (2026), "התייחסות לחוק הגיוס והעלות המשקית מאיגיוס חרדים לצה"ל".

פרק ב'

הצמיחה והפעילות המצרפית

- « המלחמה המשיכה להעיב על הפעילות הכלכלית במשק השנה, בעיקר עקב פגיעה בהיצע העבודה. התוצר צמח ב-2.9 אחוזים – נמוך ממגמת הצמיחה ארוכת הטווח – וכך גם התוצר העסקי. הפסד התוצר המצטבר מתחילת המלחמה ועד סוף 2025 הוא 8.6 אחוזי תוצר שנתי (שהם כ-177 מיליארד ש"ח).
- « שוק העבודה ב-2025 נותר הדוק; האבטלה הייתה נמוכה והיצע העבודה נותר מוגבל בשל שירות מילואים, ירידה במספר העובדים הלא־ישראלים וירידת שיעור ההשתתפות בשוק העבודה. הביקוש לעובדים נשאר גבוה.
- « ההשקעה גדלה בקצב מהיר, אך בסוף 2025 עדיין הייתה רמתה נמוכה ב-1.7 אחוזים ביחס לטרום־המלחמה – במיוחד בשל ההשקעה בבנייה. הגידול המהיר בהשקעה במכונות ובציוד נבע בעיקר מהשקעה ביטחונית ולכן תרומתו להרחבת יכולת הייצור העסקית מוגבלת.
- « הצריכה הציבורית – הביטחונית והאזרחית – נותרה גבוהה.
- « הדחף הפיסקלי התמתן השנה בשל עליית המיסוי, אך נותר גבוה מאשר טרום־המלחמה. הדחף נבע בעיקר מתשלומי השכר למשרתי מילואים ומהרכש הביטחוני המקומי. ניכרים סימני דחיקה של פעילות אזרחית עסקית.
- « ב-2025 גדלו הן ייצוא הסחורות הן ייצוא השירותים בקצב מהיר. גידול זה התרכז בעיקר בסוף השנה, כאשר עד אז גדל הייצוא במתינות. בחינת הייצוא הישראלי לאיחוד האירופי מצביעה על ירידה יחסית בייצוא למדינות ביקורתיות כלפי ישראל.
- « לאורך השנה גדל הייבוא בשיעור גבוה וסיפק מקורות לביקושים – זאת על רקע מגבלת ההיצע המקומית.
- « הפגיעה בצמיחה השנתית כתוצאה ממבצע "עם כלביא" הייתה כ-0.3 אחוז תוצר, כולל הפיצוי ברביעים הבאים. כלומר, גם בניכוי פגיעת מבצע "עם כלביא" עדיין הייתה הצמיחה השנתית ב-2025 מעט מתחת למגמת הצמיחה הקודמת של המשק.



ההשקעה התרחבה,
אך נותרה **נמוכה**
מטרם-המלחמה



אובדן התוצר
במהלך
המלחמה



היבוא צמח בקצב
מהיר כדי לענות על
מגבלת ההיצע



צמיחת התוצר הייתה
נמוכה מהמגמה
טרם-הקורונה

1. ההתפתחויות העיקריות

בשנת 2025 צמח התוצר ב-2.9% ורמתו נותרה נמוכה ביחס למגמת הצמיחה ארוכת-הטווח שאפיינה את המשק טרום משברי הקורונה והמלחמה. האירועים העיקריים שהשפיעו במהלך השנה על הפעילות במשק היו ביטחוניים: המשך המלחמה בעצמות משתנה לאורך השנה, מבצע "עם כלביא" ביוני והסכם הפסקת-האש באוקטובר. אירועים אלו הגבילו את היצע העבודה למגזר העסקי. התוצר העסקי גדל בשיעור גבוה מעט מזה של התוצר הכללי, אך שיעור זה היה נמוך מהמגמה שאפיינה את המגזר העסקי טרום המלחמה.

בשנת 2025 כולה היה שוק העבודה הדוק. בממוצע נעדרו כ-30 אלף עובדים מעבודתם בשל שירות מילואים. ירידה נרשמה בשיעור ההשתתפות כאשר חלקה נבע מהשפעות המלחמה, כגון חיילי מילואים שאינם בשוק העבודה ונפגעי מלחמה. נוסף על כך, אומנם מספר העובדים הלא-ישראלים גדל בהדרגה אך נותר נמוך ביחס לתקופת טרום-המלחמה. כל אלו הגבילו את היצע העבודה כך ששיעור האבטלה היה נמוך. הביקוש לעובדים היה גבוה יותר, כפי שאפשר לראות ברמה הגבוהה של המשרות הפנויות ובעליית השכר במגזר העסקי. מצב זה מלמד כי הגבלת הפעילות במשק בשנת 2025 היא בעיקר פועל יוצא של מגבלות-ההיצע (לפירוט בנושא שוק העבודה ראו פרק ה' בדוח זה).

במהלך המלחמה גדלה תרומתו של המגזר הציבורי לביקושים. הוצאות השכר הביטחוני גדלו מאוד כדי לממן שכר ומענקים לחיילי המילואים הרבים שגויסו. במקביל גדלו הקניות הביטחוניות של ציוד, שירותים לוגיסטיים ואספקה מיצרנים מקומיים ומייבוא. התרחבות הפעילות הממשלתית הביטחונית דחקה ביקוש אזרחי לאותם עובדים וגורמי-ייצור. הדבר התבטא, למשל, בצריכה הפרטית, שגדלה ב-2025 ולאורך המלחמה בקצב מתון מבעבר.

ב-2025 גדלה ההשקעה בנכסים קבועים בקצב מהיר אך עדיין נותרה נמוכה מרמתה טרום-המלחמה. זאת עקב הירידה בהשקעה בבנייה, שנבעה מאיסור על כניסת פועלים פלסטינים לישראל מראשית המלחמה ועד עתה. האיסור ממשיך להגביל את הפעילות בענף גם עתה, למרות מילוי חלק מהמחסור בעזרת עובדים זרים וגידול בתעסוקת עובדים ישראלים בענף. עם-זאת, מספר התחלות הבנייה למגורים גדל השנה בקצב מהיר, גם בשל הסטת גורמי ייצור מתחום הבנייה שאינה-למגורים (לפירוט ראו פרק ח' בדוח זה).

ב-2025 צמח התוצר ב-2.9 אחוזים. שיעור הצמיחה ורמת התוצר נותרו נמוכים ממגמת טרום-הקורונה.

במהלך המלחמה גדלו הביקושים הממשלתיים ודחקו ביקוש אזרחי.

בעקבות מגבלות היצע אלה וכמענה לגידול בביקושים פנה המשק לייבוא. לאחר הפגיעה בייבוא ובייצוא בתחילת המלחמה, מאמצע 2024 בעקבות עלייה מהירה בייבוא החל לקטון עודף הייצוא. בסוף 2025 גדל עודף הייצוא עקב זינוק בייצוא ברביע זה.

2. הפעילות המצרפית

א. התוצר

הפסד התוצר המצטבר לאורך המלחמה הוא 8.6 אחוזי תוצר שנתי.

ב-2025 גדל התוצר ב-2.9 אחוזים - נמוך מקצב הצמיחה הממוצע בעבר (לוח ב-1). גם בניכוי השפעות מבצע "עם כלביא" גדל התוצר ב-3.2 אחוזים בלבד (ראו תיבה ב-3 בפרק זה). לאור זאת נפער לאורך המלחמה פער בין התוצר בפועל לבין המגמה שאפינה את השנים שקדמו למגפת הקורונה ולמלחמה¹. סטייה זו מן המגמה מבטאת פגיעה בכושר הייצור של המשק, ובפרט צמצום בהיצע העבודה עקב גיוס נרחב למילואים והיעדרויות ממושכות, לצד שיבושים בפעילות בענפים שונים. כדי להעריך את הפסד התוצר כתוצאה מהמלחמה השווינו את התוצר בפועל בתקופת המלחמה למגמה (איור ב-1)². לפי הערכה זו, הפסד התוצר המצטבר מהרביע הרביעי של שנת 2023 עד הרביע הרביעי של שנת 2025 היה 8.6 אחוזי תוצר (שנתי) והפסד התוצר העסקי היה כ-11 אחוזי תוצר עסקי³. חזרת התוצר למגמתו תסמן את סיום פגיעת המלחמה אך לא תפצה על ההפסד שהצטבר. פיצוי כזה יקרה רק אם התוצר יעלה מעל המגמה לתקופה ממושכת - דבר שאינו צפוי בתחזיות המקובלות נכון לעת הזו.

לוח ב-1 | מדדים נבחרים לפעילות המשק, 2009 עד 2025

שיעורי השינוי השנתיים באחוזים						
שינוי במהלך המלחמה ²	2025	2024	2023	2022	עד 2009 1 2022	
	1.7	2.9	1.0	2.1	6.4	4.1 התוצר המקומי הגולמי
	0.4	1.6	-0.3	0.1	4.4	2.2 התוצר לנפש
	1.2	3.2	-0.4	1.1	7.6	4.7 התוצר העסקי
	2.1	5.9	-3.7	0.0	10.2	5.5 הייצוא (ללא יהלומים והזנק)
	2.5	3.7	2.8	0.7	6.7	4.1 השימושים המקומיים (ללא שימוש במלאי)
	0.1	2.8	2.8	3.0	3.3	4.9 שיעור האבטלה (בני 25-64, רמה ממוצעת)
	2.1	0.1	2.5	2.0	-1.5	1.8 השכר הריאלי למשרת שכיר
	-0.5	1.5	2.9	3.1	2.7	2.7 העודף בחשבון השוטף (באחוזי תוצר)
	-5.0	-5.6	-0.5	9.2	0.1	-1.7 שער החליפין הריאלי האפקטיבי ³

¹ שיעור שינוי שנתי ממוצע או רמה שנתי ממוצעת, לפי הנתון.

² שיעור שינוי שנתי ממוצע בין הרביעי השלישי של 2023 לנתון הרבעוני האחרון או הפרש הרמות בין הנתון הרבעוני האחרון לבין הרביעי השלישי של 2023, לפי הנתון.

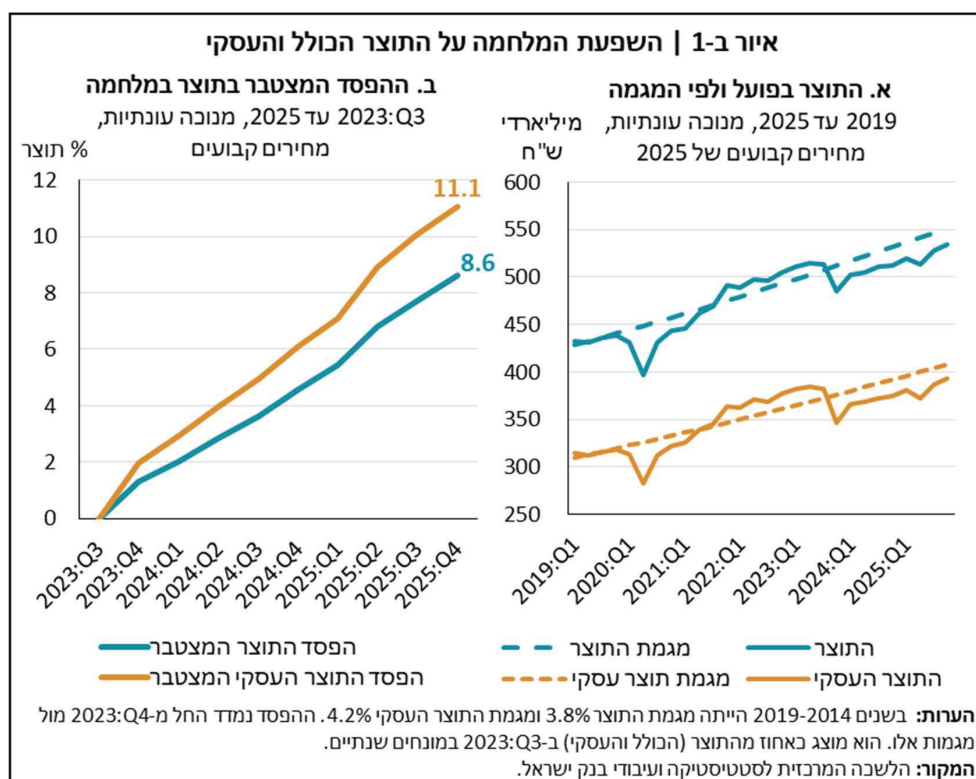
³ עלייה פירושה פחות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

¹ כושר הייצור של המשק בנסיבות "רגילות" מיוצג באמצעות מגמת צמיחת התוצר. מגמה זו מחושבת על-סמך התוצר בשנים 2014-2019, שנים שבהן הצמיחה הממוצעת עמדה על כ-3.8 אחוזים.

² הפסד התוצר מבטא אומדן לערך (במחירי 2025) הייצור המקומי (של סחורות ושירותים) שלא נעשה בתקופת המלחמה. הוא ממוקד בניצול כושר הייצור ולא ברווחה לאזרחי ישראל (כפי שמבטא באומדן בפרק א') או בחלק שהמגזר הציבורי מימן (כפי שמבטא בפרק ו').

³ התוצר העסקי הוא התוצר של כלל המשק, למעט התוצר של המגזר הממשלתי, התוצר של מוסדות ללא כוונת רווח שמשרתים משקי בית והתוצר של ענף שירותי דיור בבעלות הדיירים. הפסד התוצר העסקי באחוזים גדול יותר כיוון שתוצר כלל המשק כולל את תוצר המגזר הממשלתי, שגדל במהלך המלחמה עם הגדלת הוצאות הביטחון וכך מיתן חלקית את הפסד התוצר הכולל.



לוח ב-2 | התפתחות המקורות והשימושים, 2009 עד 2025

שיעורי השינוי השנתיים באחוזים

שינוי במהלך המלחמה ²	2025	2024	2023	2022	2009 עד 2022 ¹	
1.7	2.9	1.0	2.1	6.4	4.1	התוצר המקומי הגולמי
3.4	8.8	-2.2	-6.9	12.4	6.1	הייבוא (ללא אוניות, מטוסים, יהלומים והייבוא הביטחוני)
2.5	3.7	2.8	0.7	6.7	4.1	השימושים המקומיים (ללא שימוש במלאי)
2.6	2.6	3.9	-0.6	7.3	3.8	מזה: הצריכה הפרטית
-1.4	8.5	-5.5	-2.6	11.5	5.6	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
						ההשקעה במלאי (ללא יהלומים והזנק) (אחוזי תוצר)
	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	
7.4	2.0	9.4	7.5	1.1	3.2	הצריכה הציבורית (ללא הייבוא הביטחוני)
-24.2	-0.1	-48.1	-23.3	22.3	12.2	התוצר של חברות ההזנק
2.1	5.9	-3.7	0.0	10.2	5.5	הייצוא (ללא יהלומים והזנק)

¹ שיעור שינוי שנתי ממוצע או רמה שנתי ממוצעת, לפי הנתון.

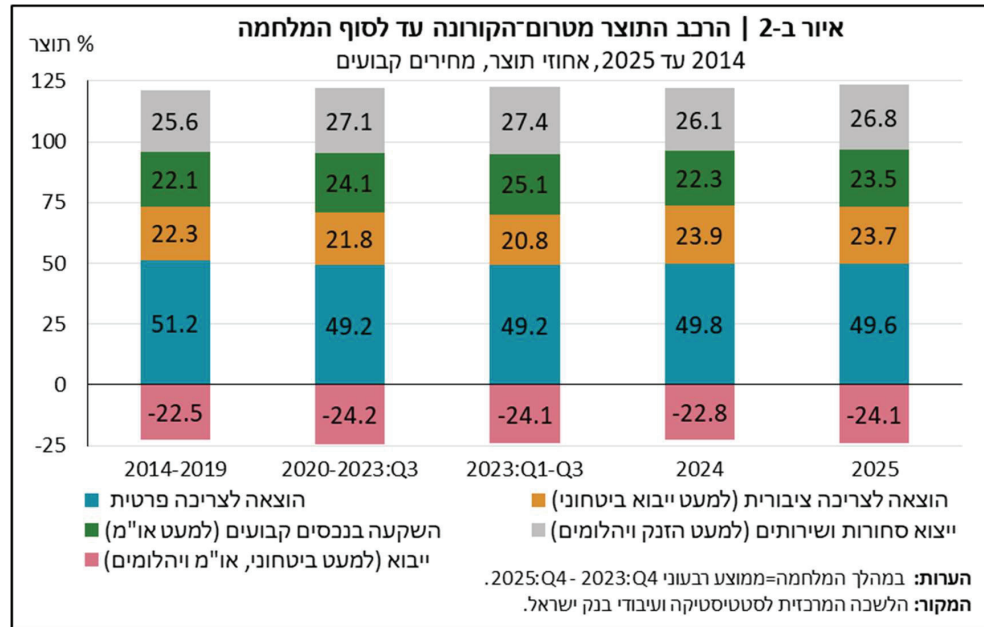
² שיעור שינוי שנתי ממוצע בין הרביע השלישי של 2023 לנתון הרבעוני האחרון או הפרש הרמות בין הנתון הרבעוני האחרון לבין הרביע השלישי של 2023, לפי הנתון.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ב. השימושים

גידול השימושים
המקומיים השנה בקצב
מהיר מהתוצר ביטא
מגבלות היצע.

ב-2025 גדלו השימושים המקומיים (ללא מלאי) בקצב מהיר מהתוצר - ביטוי למגבלת כושר הייצור של המשק (לוח ב-2). כל הרכיבים העיקריים גדלו⁴. איור ב-2 מציג את השינויים בהרכב התוצר מטרומ-הקורונה עד ל-2025. בתחילת העשור גדלו הייצוא וההשקעה מהר יותר מהצריכה הפרטית והציבורית וחלקם בשימושים עלה. מתחילת המלחמה היה היפוך חלקי של תופעה זו בעקבות זינוק הצריכה הציבורית, ירידת הפעילות בענף הבנייה (השקעה) ועמידות, יחסית, של הצריכה הפרטית.



ג. הצריכה הפרטית

סך הצריכה הפרטית
גדלה בקצב מתון, אך
הצריכה ללא בני-קיימה
גדלה מהר מהתוצר.

בשנת 2025 גדלה הצריכה הפרטית בקצב מתון בשל ירידה ברכישת בני-הקיימה התנודתיים, ואילו הצריכה ללא בני-קיימה עלתה בשיעור מעט גבוה מהתוצר (לוח ב-3). בתקופת המלחמה במצטבר גדלה הצריכה הפרטית בקצב מתון יחסית לעבר, אך עדיין מהיר מהתוצר ולכן חלקה בתוצר עלה (איור ב-2). הגידול בצריכה הפרטית נתמך בעלייה החדה בערך תיק הנכסים הפיננסיים נטו של משקי הבית ובהתרחבות האשראי הצרכני⁵. אומנם ההכנסה הפרטית הפנויה ירדה, אך הירידה הושפעה ככל הנראה מירידת הרווח התפעולי של המגזר העסקי, בזמן שהשכר נטו עלה ותמך בהגדלת הצריכה⁶. עליית הריביות הראליות מיתנה את הצריכה הפרטית (לוח ב-3).

בתחילת המלחמה ירדה התיירות היוצאת, בין השאר בשל מגבלות היצע הטיסות מצד חברות תעופה זרות, אך בתוך זמן קצר היא חזרה לעלות והתגברה לאחר הפסקת-האש בצפון ב-2024. בסוף 2025 הגיע מספר הישראלים היוצאים לחו"ל לשיא חדש וצריכת הישראלים בחו"ל עברה את רמתה טרום-המלחמה (איור ב-3). זוהי עדות לביקושים קיימים להוצאה פרטית בקרב משקי הבית.

⁴ תוצר ההזנק נותר כ-0.8 אחוזי תוצר, ברמה דומה ל-2024, כמחצית מגודלו טרום-המלחמה.

⁵ לדיון על הגורמים המשפיעים על צמיחת הצריכה הפרטית בישראל ראו: ארנון ברק (2017), פונקציית הצריכה הפרטית בישראל, נייר לדיון, 04.2017, בנק ישראל. לפי מודל זה, העלייה החדה בערך תיק הנכסים נטו של הציבור ב-2025 הגדילה את הצריכה הפרטית ב-1.7 נקודות אחוז.

⁶ לדיון בהכנסה הפנויה והצריכה ראו סעיף החיסכון בהמשך פרק זה.

לוח ב-3 | הביקוש המקומי: תנאי הרקע ומדדים עיקריים להתפתחותו, 2009 עד 2025

שיעורי השינוי השנתיים באחוזים

שינוי במהלך המלחמה ²	2025	2024	2023	2022	עד 2009 עד 2022 ¹	
2.6	2.6	3.9	-0.6	7.3	3.8	הצריכה הפרטית
3.3	3.6	3.4	0.2	7.1	3.4	מזה: הצריכה למעט בני־קיימה
-0.5	-8.6	9.3	-9.1	8.9	7.1	צריכת בני־קיימה
1.6	-1.5	2.1	4.8	3.9	4.3	ההכנסה הפרטית הגולמית הפנויה מכל המקורות
	2.2	4.5	3.1	4.1	4.4	השכר נטו +תשלומי ההעברה ³
	-0.8	1.0	4.4	3.4	5.3	העודף התפעולי של המגזר העסקי ⁴
5.8	7.0	3.9	5.5	14.9	7.2	האשראי למשקי הבית
3.7	4.9	0.4	0.8	12.1	5.3	מזה: האשראי למשקי הבית שלא לדויר
						הריבית הריאלית לשנה (אג"ח ממשלתיות, רמה ממוצעת)
0.4	2.3	1.3	1.6	-1.4	-0.4	
12.8	13.4	10.8	2.8	5.4	7.0	ערך תיק הנכסים של הציבור
-1.4	8.5	-5.5	-2.6	11.5	5.6	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
7.0	8.3	4.7	8.9	14.6	4.0	האשראי למגזר העסקי
						הריבית הריאלית ל-10 שנים (אג"ח ממשלתיות, רמה ממוצעת)
0.6	2.0	2.0	1.2	0.1	0.9	
7.4	2.0	9.4	7.5	1.1	3.2	הצריכה הציבורית (ללא הייבוא הביטחוני)
19.4	-0.6	27.2	20.9	-2.0	1.7	הצריכה הביטחונית (ללא הייבוא הביטחוני)
	32.9	30.4	29.4	32.6	29.1	סך המיסים (באחוזי תוצר)
	6.4	9.0	7.1	1.9	4.3	הגירעון הכולל בתקציב הממשלה הרחבה ⁵

¹ שיעור שינוי שנתי ממוצע או רמה שנתי ממוצעת, לפי הנתון.

² שיעור שינוי שנתי ממוצע בין הרביע השלישי של 2023 לנתון הרבעוני האחרון או הפרש הרמות בין הנתון הרבעוני האחרון לבין הרביע השלישי של 2023, לפי הנתון.

³ התמורה לעבודה במשק (כולל זקיפת התמורה לעצמאים) בתוספת תשלומי ההעברה השוטפים מהממשלה לציבור פחות תשלומי מס הכנסה, ביטוח לאומי ומס בריאות.

⁴ סך חוחי החברות במגזר העסקי אחרי תשלום הוצאות שוטפות ולפני הוצאות ריבית ותשלומי מס.

⁵ באחוזי תוצר.

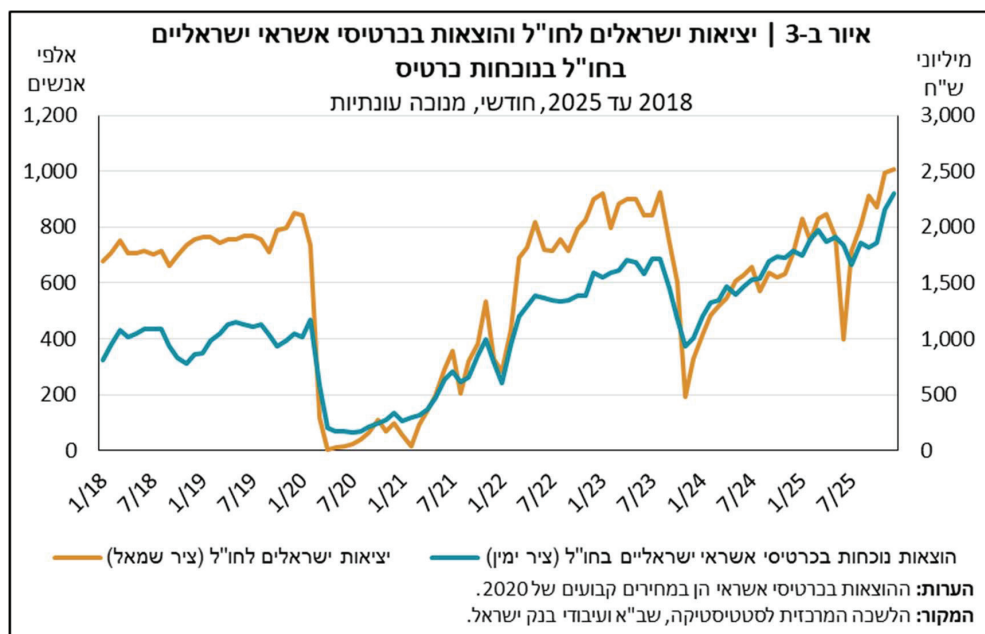
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ד. הצריכה הציבורית

במלחמה גדל מאוד חלק הממשלה בתוצר. ההוצאה לצריכה ציבורית (ללא ייבוא ביטחוני) גדלה מ-21.8 אחוזי תוצר ב-2023 לפני המלחמה ל-26 אחוזי תוצר עם פרוץ המלחמה ברביע הרביעי של 2023. בהמשך המלחמה פחת חלק ההוצאה הציבורית, אך נותר גבוה ביחס לטרומ־המלחמה (לוח ב-3)⁷. גידול הצריכה הביטחונית (ללא ייבוא ביטחוני) ב-50% הוא הסיבה העיקרית לעליית רמה זו. הגדלת פעילות ממשלתית זו הפעילה דחף פיסקלי חיובי על המשק, קרי הגדילה את הביקושים במשק (ראו תיבה ב-1 בפרק זה). בתחילת המלחמה הגדיל דחף זה את סך השימושים. עם התמשכותה של המלחמה דחקו ככל הנראה הביקושים הממשלתיים הגבוהים פעילות עסקית.

במלחמה גדל מאוד חלק הממשלה בתוצר עקב גידול בצריכה הביטחונית.

⁷ הצריכה הציבורית אינה כוללת את תשלומי ההעברה והפיצויים כיוון שאלו משמשים את מקבליהם לצריכה פרטית. תשלומים אלו כן נכנסים להוצאות הממשלה (ראו פרק ו' בדוח זה).



אפשר לראות זאת בשיעור המשרות הפנויות הגבוהות בתקופת המלחמה, עת שבה גויסו עשרות אלפי חיילי מילואים (דוגמה נוספת לכך בסעיף ההשקעות בפרק זה). במהלך המלחמה הביא גיוס המילואים הנרחב לגידול ממוצע של 52% בהוצאות השכר הביטחוניות (1.0 אחוזי תוצר) והביקוש לציוד צבאי ולוגיסטי הביא לגידול הרכישות הביטחוניות המקומיות ב-90% (0.8 אחוז תוצר). זאת מעבר לגידול החד עוד יותר בייבוא הביטחוני באותה התקופה. בתקופה זו גדלה גם הצריכה הציבורית האזרחית בכ-6%, בין היתר בשל הוצאות שנבעו מהמלחמה.

תיבה ב-1: הדחף הפיסקלי בתקופת המלחמה

- « עם פרוץ המלחמה הביאה העלייה החדה בצריכה הביטחונית המקומית לגידול ניכר בדחף הפיסקלי, המבטא השפעה חיובית של המדיניות הפיסקלית על הביקוש המצרפי.
- « בשנת 2025 הצטמצם הדחף בהשוואה לרמתו בתחילת המלחמה, בעיקר בשל העלאת המיסים שעליה החליטה הממשלה, אך הדחף נותר חיובי ביחס לרמתו ערב המלחמה.

א. רקע

המושג "דחף פיסקלי" (Fiscal Stance) משקף את הכיוון והעוצמה של השפעת המדיניות הפיסקלית על הביקוש המצרפי. בתיבה נעשה שימוש במדד ה-FIM (Fiscal Impact Measure) של מכון ברוקינגס (Sheiner et al., 2021), המאפשר להעריך כיצד שינויים בצריכה הציבורית, בתשלומי ההעברה, בהשקעות ממשלתיות ובמיסים משפיעים על השינוי בביקוש המצרפי. בניתוח נתרכז בעיתות המשברים האחרונים – הקורונה והמלחמה שהחלה ב-7 באוקטובר – אשר בהם נקטה הממשלה התאמות פיסקליות בהתאם לנסיבות הגאופוליטיות והמקרו-כלכליות הייחודיות.

ב. מתודולוגיה

המדד מחשב את התרומה של המדיניות הפיסקלית לביקוש המצרפי ביחס למדיניות "ניטרלית": מצב שבו ההוצאות והמיסים משתנים בשיעור זהה לצמיחת התוצר הפוטנציאלי. כל הגדלת הוצאות מעבר לתוואי הניטרלי או הפחתת מיסים מייצגות הרחבה פיסקלית, ואילו כל צמצום בהוצאות או העלאת מיסים נחשבים לריסון פיסקלי. המדד מתמקד רק בהשפעה הראשונית של הצעדים הפיסקליים על הביקוש המצרפי ואינו מביא בחשבון מכפילים פיסקליים או השפעות עקיפות נוספות. כמו כן, המדד לא משקף רק מדיניות אקטיבית של הממשלה, אלא גם את פעולת "המייצבים האוטומטיים" כשהתוצר צומח מתחת או מעל לפוטנציאל. המדד הכולל מחושב כסכום התרומות של הצריכה הציבורית, תשלומי ההעברה, המיסים וההשקעה הממשלתית.

במקרה של הצריכה הציבורית המדד משווה בין רמת הצריכה הציבורית הריאלית בפועל לבין הרמה שהייתה מתקבלת אילו הייתה הצריכה הציבורית גדלה בקצב צמיחת התוצר הפוטנציאלי. פער חיובי מייצג הרחבה פיסקלית ואילו פער שלילי מייצג ריסון. נבטא את הפער כאחוז מהתוצר ברבעון הקודם¹. רכיב ההשקעה הציבורית מחושב באופן דומה.

בדומה לכך, במיסים ובתשלומי ההעברה המדד מעריך כיצד שינויים שחלים בהם משפיעים על הביקוש הפרטי. לכל רכיב מוגדרת רמה ההכנסות הניטרלית – כלומר הרמה שהייתה מתקבלת אילו הוא היה משתנה בהתאם לקצב צמיחת התוצר הפוטנציאלי. לאחר מכן הפער בין הרמה בפועל לרמה הניטרלית נמדד, תוך כדי התחשבות בכך שכל רכיב משפיע על הצריכה הפרטית לאורך מספר רבעונים בהתאם לנטייה השולית לצרוך האופיינית לו². מיסים נמוכים או תשלומי העברה גבוהים מהערך הניטרלי מגדילים את הביקוש ויוצרים הרחבה, ולהיפך. התרומה הכוללת של המיסים ותשלומי ההעברה מובאת לידי ביטוי כאחוז מהתוצר של הרבעון הקודם, בדומה לחישוב הצריכה הציבורית³. חיבור כל התרומות יחדיו מניב את מדד ה-FIM הכולל, המציג באופן מקיף את ההשפעה של כלל הצעדים הפיסקליים על הביקוש המצרפי ביחס למדיניות ניטרלית⁴.

¹ משוואת רכיב הצריכה הציבורית: $FIM_t^G = \frac{G_t - (1+\mu) \times G_{t-1}}{Y_{t-1}}$. כאשר: G_t - צריכה ציבורית ריאלית ללא ייבוא ביטחוני בניכוי עונתיות, ברבעון t . μ - קצב צמיחת התוצר הפוטנציאלי הריאלי. Y_t - תוצר מקומי גולמי בניכוי עונתיות, ברבעון t . עבור כל תקופה נלקח בחשבון קצב צמיחה שונה: בתקופה 2023:Q3-2020:Q1 קצב צמיחה שנתי של 3.9%, ובתקופה 2025:Q4-2023:Q4 קצב צמיחה שנתי של 3.5%, בהתאם להערכות חטיבת המחקר בבנק ישראל.

² אנחנו משתמשים במכפיל ובנש"צים שמופיעים במסמך של מכון ברוקינגס: 0.9 בתשלומי העברה והשפעה מלאה תוך שנה, -0.6 במס הכנסה (ללא מס חברות) ובמיסים עקיפים והשפעה מלאה תוך שנתיים, -0.4 במס חברות והשפעה מלאה תוך 3 שנים. עבור הצריכה הציבורית וההשקעה אנחנו לוקחים בחשבון מכפיל 1. בספרות קיים טווח רחב של מכפילים ונש"צים ואנו מביאים בחשבון מכפילים ונש"צים שנמצאים בטווח. נציין כי מדובר בהנחה והתוצאות יכולות להשתנות כתלות במכפילים השונים. עם זאת, בדיקות רגישות מראות שאומנם הערכים עצמם משתנים, אך הדינמיקה בין התקופות נשארת דומה.

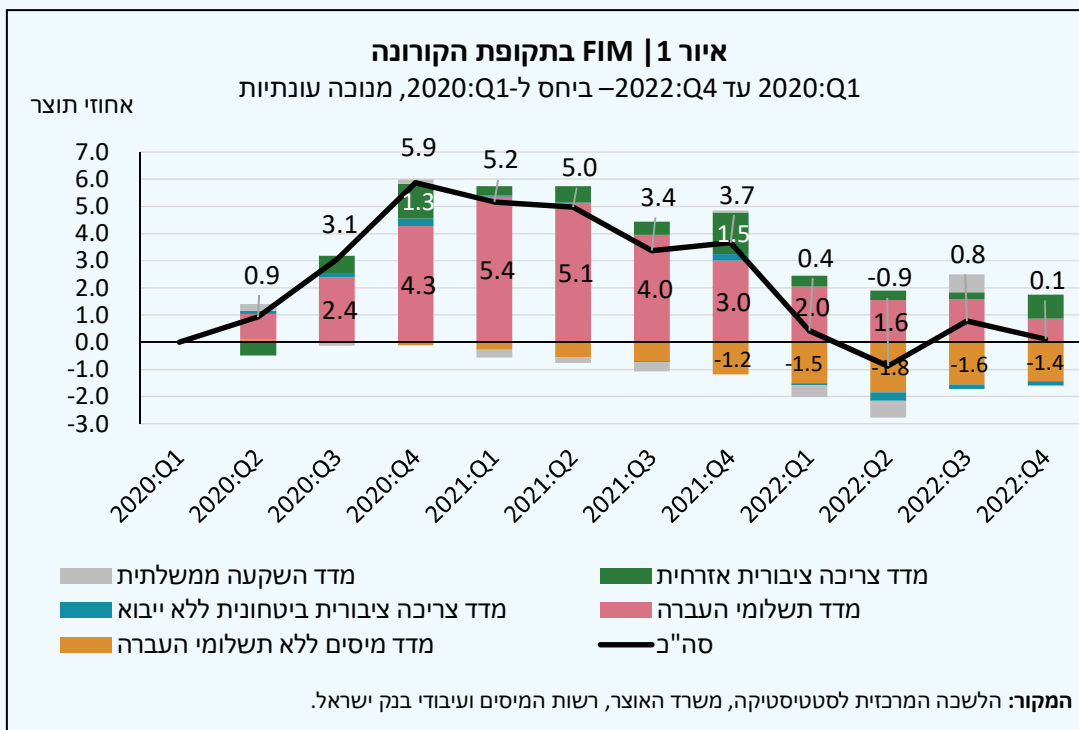
³ משוואות רכיב המיסים ותשלומי ההעברה: הרמה הניטרלית: $\tilde{T}_{j,t} = T_{j,t-1}(1 + \mu)$. כלל ההשפעה של המיסים ותשלומי ההעברה: $FIM_t^T = \frac{T_t^C}{Y_{t-1}}$. כאשר: $T_t^C = \sum_{j=1}^3 \sum_{i=0}^n MPC_{j,t-i} * (T_{j,t-i} - \tilde{T}_{j,t-i})$. תרומת המיסים ותשלומי העברה ביחס לתוצר של הרבעון הקודם: $FIM_t^T = \frac{T_t^C}{Y_{t-1}}$. כאשר: j - סוג מס/תשלום העברה. המיסים מחולקים באופן הבא: 1. מס הכנסה בניכוי מס חברות ועוד מיסים עקיפים. 2. מס חברות. 3. תשלומי העברה, הכוללים גם העברות של הביטוח הלאומי וסובסידיות לייצור המקומי. הנתונים במונחים ריאליים ובניכוי עונתיות. i - מספר רבעונים אחורה. $MPC_{j,t-i}$ - נטייה שולית לצרוך, שהיא ספציפית לרכיב j ולזמן $t - i$.

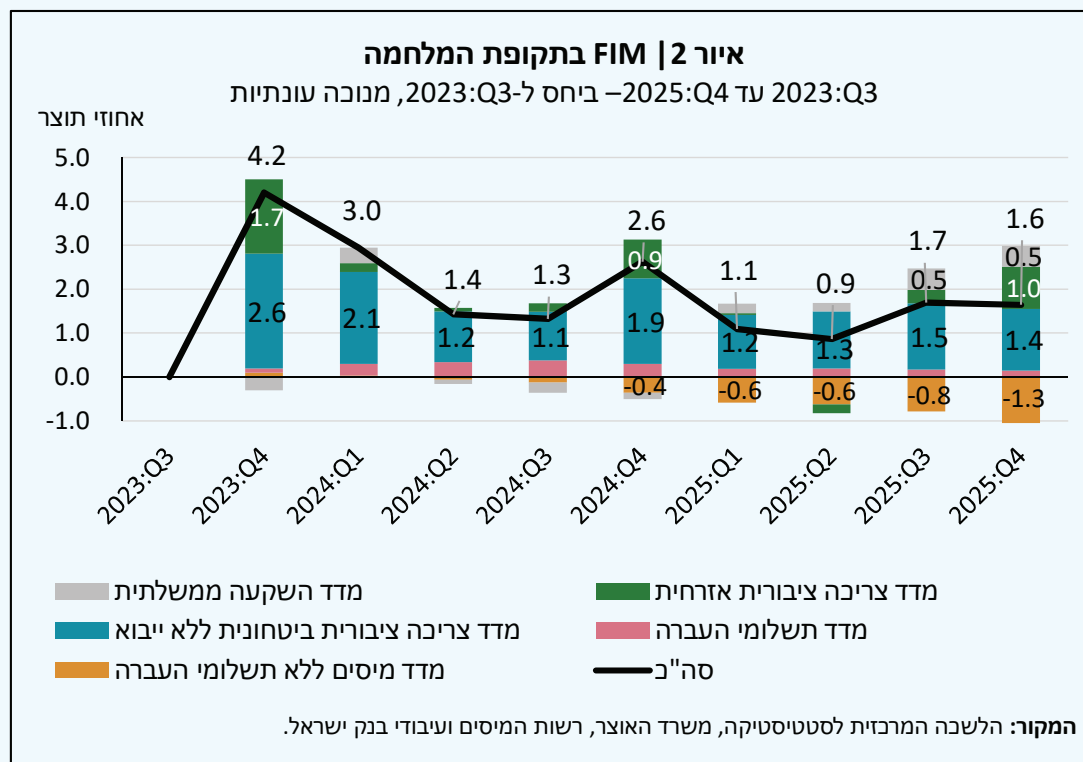
⁴ משוואת המדד הכולל: $FIM_t = FIM_t^G + FIM_t^T + FIM_t^E$

ג. תוצאות

באיור 1 מוצגת רמת הדחף הפיסקלי ביחס לערב מגפת הקורונה, ובאיור 2 רמת הדחף הפיסקלי ביחס לערב המלחמה. בשנים אלו נרשמה הרחבה פיסקלית גבוהה ביחס לשנים קודמות יותר. זו התאפשרה, בין היתר, הודות ל"כריות פיסקליות" שנצברו ערב המשברים והעניקו לממשלה מרחב תמרון (International Monetary Fund [IMF], 2026). בעוד שבמגפת הקורונה (איור 1) הונע הדחף בעיקר באמצעות תשלומי העברה והוא דעך במהירות עם הפסקת חבילות הסיוע, הרי שבתקופת המלחמה (איור 2) הוא נשען על צריכה ציבורית, בעיקר ביטחונית, המתאפיינת במכפיל גבוה אך גם בתנודתיות רבה. בשנת 2025 הדחף הפיסקלי התמתן בעיקר עקב הפעלת צעדי התאמה בצד ההכנסות, בפרט העלאות מיסים. ייתכן כי הדחף הפיסקלי הגבוה בשנים האחרונות סייע להקטין את הפער בין התוצר בפועל לקו המגמה, אם כי עוצמת ההשפעה אינה חד־משמעית ותלויה במידה ניכרת במצב המחזורי של המשק. ככל שהמשק מצוי בסביבת תעסוקה מלאה או תחת מגבלות היצע – מצב שאפיין את תקופת המלחמה – הדחף הפיסקלי עשוי להתבטא בשינויי תמהיל של הביקושים, עליות מחירים או גידול בייבוא.

יתרה מכך, חלק גדול מהדחף בתקופת המלחמה נבע מהוצאות בגין שירות מילואים. רכיב זה דומה להוצאות ממשלתיות אחרות בהיבט של יצירת ביקושים, אך נבדל מהן באופן יצירת הביקוש שאינו נשען על מנגנוני שוק (גיוס עובדים באמצעות הצעת שכר) אלא על צו מחייב. מקום העבודה של איש המילואים מחויב לשמור על משרתו, דבר המגביר את הנטייה לדחיקת פעילות עסקית אחרת ולצמצום ההיצע במגזר העסקי.





מקורות

International Monetary Fund. (2026). Israel: Staff concluding statement of the 2026 Article IV mission. IMF <https://www.imf.org/en/News/Articles/2026/02/05/mcs-02052026-israel-staff-concluding-statement-of-the-2026-article-iv-mission>

Sheiner, L., Belz, S., Campbell, S., & Alcalá Kovalski, M. (2021, December 23). The Hutchins Center's Fiscal Impact Measure: Methodology. Brookings Institution <https://www.brookings.edu/articles/the-hutchins-centers-fiscal-impact-measure>

ה. ההשקעה

בשנת 2025 גדלה ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים) ב-8.5 אחוזים, אך בשל ירידתה בשנים הקודמות הייתה רמתה בסוף 2025 נמוכה מאשר ב-2023 טרום המלחמה. אפשר לחלק את רכיבי ההשקעה לשתי קבוצות שהתפתחו בצורות שונות: ההשקעה בבנייה וההשקעה במכונות וציוד (איור ב-4).

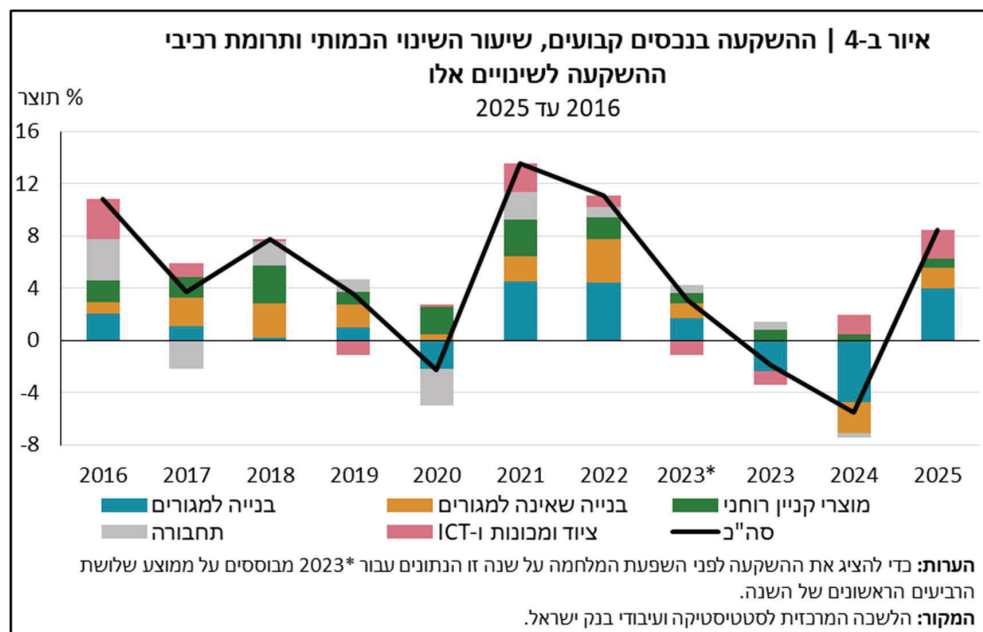
ההשקעה בבנייה (הן למגורים הן שלא למגורים) גדלה ב-2025 ב-11.6%, אך זאת לאחר שנתיים של ירידות חדות, ובסוף 2025 עדיין נותרה נמוכה ב-13.8% מטרם המלחמה. ההפסד המצטבר בהשקעה בבנייה בתקופת המלחמה עמד על כ-141 מיליארד ש"ח (במחירי 2025)⁸ – חלק ניכר

ההשקעה גדלה ב-2025 בקצב מהיר, אך רמתה עדיין נמוכה מטרם המלחמה.

ההשקעה בבנייה היא סעיף השימושים שפגיעתו מהמלחמה הייתה הגדולה ביותר.

⁸ הפסד זה נמדד ביחס לתרחיש שבו ההשקעה בענף הייתה צומחת מהרביע הרביעי של שנת 2023 לפי מגמתה בשנים 2014-2019 (5.6% לשנה). זהו הפסד ברמה המקרו-כלכלית כיוון שאינו נובע ממעבר עובדים לענפים אחרים אלא מצמצום כוח העבודה בישראל. לו עברו לענפים אחרים – רווחיים או מתאימים להם יותר – היה מעבר זה בא לידי ביטוי בגידול בפעילות בענפים אלו, המקזז את הירידה בהשקעה בבנייה.

של הפסד התוצר שתואר לעיל. ההשקעה בבנייה היא השימוש המשקי שפגיעתו מהמלחמה הייתה הגבוהה ביותר. זאת כיוון שערב המלחמה היו כ-30% מכוח העבודה בענף הבנייה עובדים פלסטינים ומתחילת המלחמה נאסר על כמעט כל עובדים אלו לעבוד בישראל. בעקבות זאת, בשנת 2024 היה מספר המועסקים בענף כ-82% בלבד במוצק ממספרם טרום המלחמה. מאז גדלה התעסוקה בענף ובסוף 2025 היא שבה, בקירוב, למספרה טרום המלחמה⁹. עם זאת, העלייה בהתחלות הבנייה למגורים מצביעה על התאוששות גדולה יותר בתחום זה, חלקה על חשבון בנייה שלא למגורים, אך המחסור בעובדים הביא להתארכות משך הבנייה (ראו פרק ח' בדוח זה).

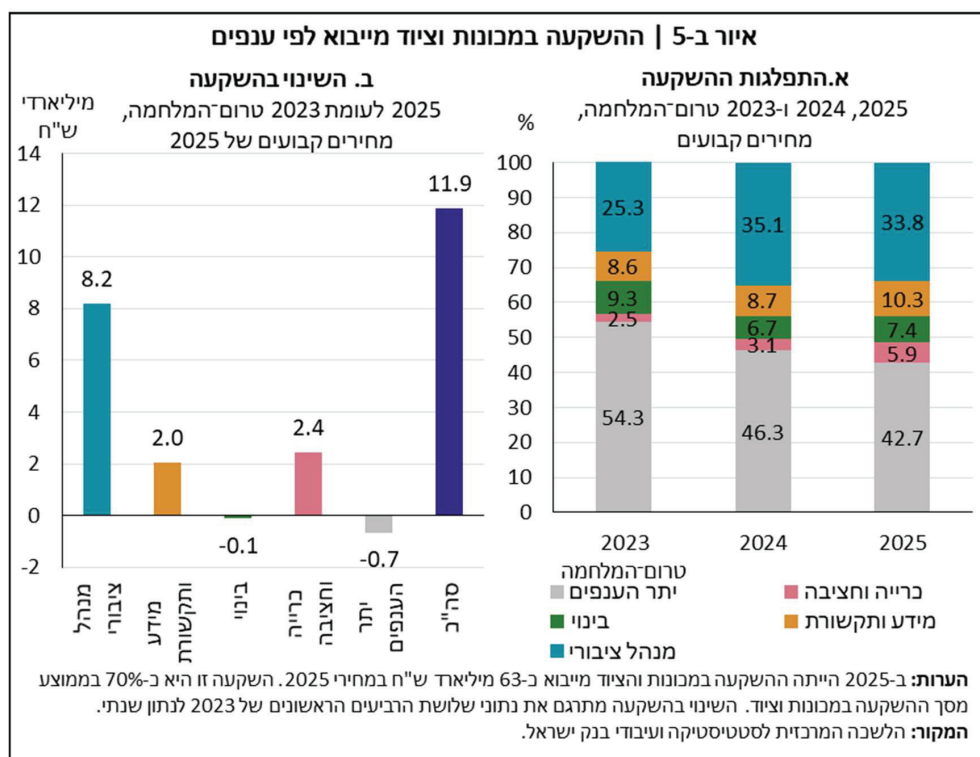


הגידול בהשקעות במכונות וציוד היה בעיקר ביטחוני ולא נבע מהגדלת השקעות של המגזר העסקי.

לעומת הבנייה, ההשקעה במכונות וציוד המשיכה לגדול לאורך המלחמה. השקעות אלו נחלקות לייבוא (70%) וייצור מקומי (30%), שגדלו בשיעורים דומים. בשנים 2024-2025 נבע רוב רובו של הגידול בהשקעה במכונות וציוד מייבוא מענף מנהל מקומי וציבורי, הכולל את כוחות הביטחון (איור ב-5). ההשקעה של ענף מידע ותקשורת גדלה גם היא אבל השקעת יתר הענפים לא השתנתה. נוסף על כך, מ-2023 טרום המלחמה ועד ל-2025 חל גידול של 50% בייבוא מוצרי השקעה ביטחוניים (ללא פירוט סוג ההשקעה). שילוב מידע זה מלמד כי הגידול בהשקעות במכונות וציוד במשק היה בעיקר ביטחוני כתוצאה מהמלחמה ורובו אינו נובע מהגדלת השקעות של המגזר העסקי. בעקבות זאת אין תמיכה בטענה שהגידול בהשקעה במכונות וציוד מייבוא שימש את המגזר העסקי להחלפת עובדים חסרים.

בשנים 2024-2025 ירדה השקעת ענף הבינוי במכונות וציוד מייבוא (איור ב-5). מכאן נובע כי אפילו בענף זה, שחוזה ירידה גדולה בכוח האדם, לא גדלה ההשקעה במכונות וציוד.

⁹ ישנם פערים בין נתוני תעסוקה בענף הבנייה לפי סקר כוח אדם למול הנתונים על פי דיווחי משרות השכיר לביטוח הלאומי, המצביעים על התאוששות חלקית יותר (ראו פרק ה' בדוח זה לדיון על פער זה). בתקופת המלחמה עברה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מהערכת ההשקעה בבנייה לפי התחלות הבנייה להערכה המשלבת בין נתוני התעסוקה בענף לבין נתוני משרות השכיר בענף.



תיבה ב-2: הייצוא הישראלי לאיחוד האירופי כמקרה בוחן להשפעה כלכלית של ביקורת מדינית על המשק הישראלי

« בשנים 2024-2025, התרחבו הלחצים המדיניים והציבוריים בחלק ממדינות האיחוד האירופי לצמצם את קשרי הסחר עם ישראל, על רקע התמשכות המלחמה בעזה.

« הייצוא למדינות המתונות באיחוד האירופי – שהוא רוב הייצוא לאיחוד – גדל במהלך המלחמה בעוד הייצוא למדינות ביקורתיות ירד במתינות. דפוס זה עשוי להצביע על השפעה של העמדות המדיניות על היקף הייצוא למדינות אלה.

בשנת 2025 עלה קלות ייצוא הסחורות האזרחיות מישראל לאיחוד האירופי (ללא יהלומים ושבבים)¹ ביחס ל-2024 ועמד על כ-14 מיליארד דולר. בתקופה זו גדלה המתיחות המדינית בין ישראל לבין חלק מחברות האיחוד האירופי. הקשר בין הייצוא לבין המתיחות המדינית משתקף בסקר ולפיו כ-84 אחוזים מהתעשיינים בישראל דווחו על ביטול עסקאות עם חברות באיחוד האירופי, לרוב עקב "סיבות פוליטיות" (התאחדות התעשיינים, 2025).

¹ ייצוא השבבים של ישראל לאיחוד האירופי ירד בחדות ב-2025, בעיקר עקב הסטה של ייצוא שבבים לארה"ב דרך אירלנד לייצוא ישיר לארה"ב. זאת על רקע שינויים בשוק השבבים העולמי שאינם קשורים למעמדה המדיני של ישראל. משום כך הניתוח בתיבה זו בוחן את הייצוא לאיחוד האירופי ללא שבבים ויהלומים. הניתוח מבוסס על נתוני סחר חוץ המשקפים סחורות שעברו במכס, ולא על נתוני החשבונאות הלאומית העוברים התאמות להגדרות מאזן התשלומים.

עם התגברות המתיחות המדינית פעלו מדינות ומוסדות באיחוד האירופי להשעות את הסכם הסחר החופשי עם ישראל, אך פעולה זו הוקפאה לאחר הפסקת האש (אוקטובר 2025). באופן רשמי רק טורקיה וקולומביה, שאינן חברות באיחוד האירופי, הטילו אמברגו על סחר אזרחי עם ישראל (בנק ישראל, 2025).²

הניתוח בתיבה זו בוחן את הקשר שבין עמדות מדיניות של חברות באיחוד האירופי כלפי ישראל לבין היקף הייצוא הישראלי האזרחי של סחורות למדינות האיחוד, המהווה כ-29 אחוזים מסך יצוא הסחורות.³ הייצוא למדינות האיחוד מהווה מקרה מבחן נוח לבדיקת הקשר שבין עמדות מדיניות לבין סחר חוץ. זאת בשל ההבדלים בעמדות המדיניות של החברות השונות באיחוד לצד האחידות בהסכמי הסחר של האיחוד האירופי ולאור העובדה שרוב חברות האיחוד משתמשות במטבע האירו.

לצורך הניתוח סיווגנו את המדינות האירופיות על-פי הביקורתיות כלפי ישראל על-בסיס ההכרה הרשמית ב"מדינת פלסטין" בשנים האחרונות: הקבוצה הביקורתית כוללת 8 מדינות אירופיות, בכללן אירלנד, בלגיה, ספרד וצרפת, שהכירו ב"פלסטין" בשנים 2024-2025, ואת שוודיה, שהכירה ב"פלסטין" ב-2014. הקבוצה המתונה כוללת מדינות שלא הכירו ב"מדינת פלסטין", לרבות יעדי ייצוא חשובים כגרמניה, הולנד ואיטליה. נוסף על כך, הקבוצה המתונה כוללת מדינות במזרח ובדרום אירופה שהכירו ב"פלסטין" בשנות השמונים והתשעים אך רובן שינו את עמדתן הביקורתית כלפי ישראל בעשורים האחרונים, לרבות הונגריה, יוון, פולין וקפריסין, והן מקיימות קשרים קרובים עם ישראל.⁴ ההבדל בעמדות המדיניות בין שתי קבוצות המדינות באיחוד עולה במידה מסוימת גם מההצבעות בעצרת הכללית באו"ם (לוח 1 – פאנל א').

לוח 1 | עמדות מדיניות של מדינות האיחוד האירופי וייצוא ישראלי לאיחוד האירופי, 2025-2021

2025	2024	2023	2022	2021	
					א. תמיכה בהחלטות או"ם ביקורתיות כלפי ישראל² (%)
80	73	66	69	73	מדינות ביקורתיות כלפי ישראל ¹
71	64	66	65	68	מדינות מתונות ביחס לישראל
9	10	0	5	5	הפרש
					ב. ייצוא סחורות לאיחוד האירופי, ללא יהלומים וללא שבבים, מיליארדי דולרים ואחוזים
14.0	13.6	13.0	14.1	11.8	סה"כ ייצוא
4.2	4.4	4.7	5.4	4.5	מזה: ייצוא למדינות ביקורתיות
9.8	9.2	8.3	8.7	7.3	ייצוא למדינות מתונות
30	32	36	38	38	שיעור הייצוא למדינות ביקורתיות (%)
70	68	64	62	62	שיעור הייצוא למדינות מתונות (%)
21	17	16	13	15	מזה: שיעור הייצוא לגרמניה (%)
49	51	49	49	47	שיעור הייצוא לשאר המדינות המתונות (%)

1. מדינות ביקורתיות כלפי ישראל הן מדינות שהכירו ב"מדינת פלסטין" בשנים 2024-2025 ושוודיה, שהכירה במדינה ב-2014.

2. תמיכה בהחלטות העצרת הכללית של האו"ם ביקורתיות כלפי ישראל מוגדרת כהצבעה בדומה לאיראן ובשונה מארה"ב על החלטות הקשורות לישראל. ההצבעות של כל מדינה קיבלו משקל לפי היקף הייצוא הישראלי אליה ב-2023.

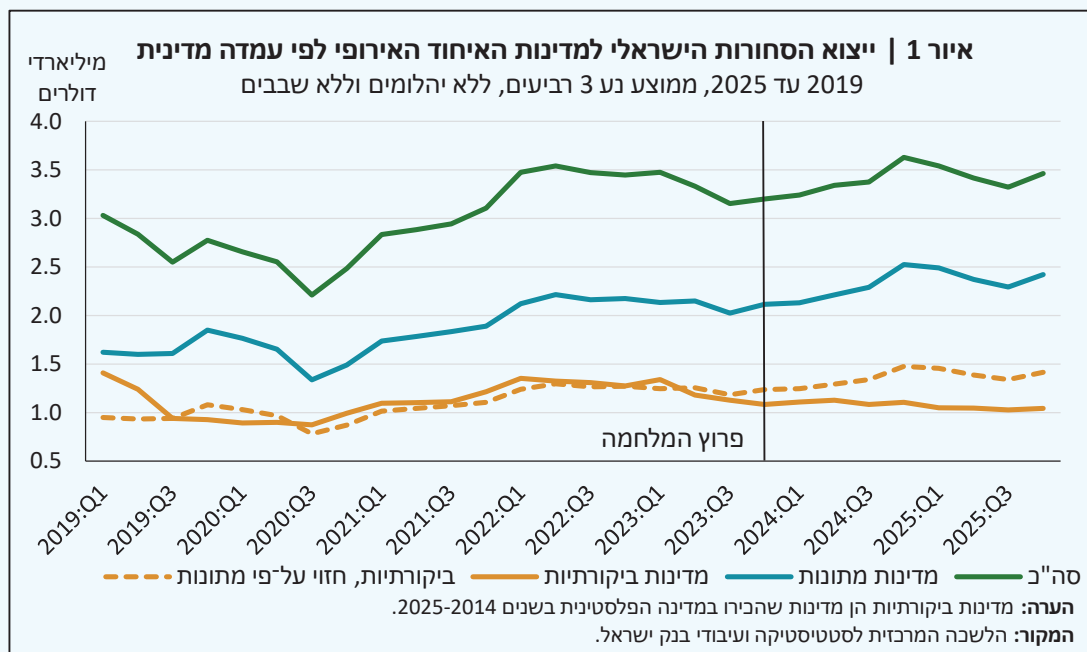
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, האו"ם ועיבודי בנק ישראל.

² כמה מדינות הטילו איסור על סחר עם ישראל בסחורות ביטחוניות ובמוצרים דו-שימושיים.

³ הייצוא האזרחי (ללא יהלומים) לאיחוד האירופי גדול מהייצוא המקביל לארה"ב, שהיווה כ-26 אחוזים מסך הייצוא (ללא יהלומים) ב-2025.

⁴ המדינות הביקורתיות הן: אירלנד, בלגיה, לוקסמבורג, מלטה, סלובניה, ספרד, פורטוגל, צרפת ושוודיה; המדינות המתונות בהקשר זה הן: אוסטריה, איטליה, אסטוניה, בולגריה, גרמניה, דנמרק, הולנד, הונגריה, יוון, לטביה, ליטא, סלובקיה, צ'כיה, פינלנד, קרואטיה, קפריסין, ורומניה.

בשנים שלפני המלחמה (בין 2021 לשלהי 2023) גדל הייצוא של ישראל (ראו הערה 1) למדינות הביקורתיות ולמדינות המתונות בקצב דומה, כך שהייצוא למדינות הביקורתיות שמר על חלקו - כ-38 אחוזים - בסך הייצוא לאיחוד. אולם, במהלך המלחמה (בין שלהי 2023 ל-2025) ירד במתינות הייצוא למדינות הביקורתיות, בעוד הייצוא למדינות המתונות המשיך לגדול. כך גדל בהדרגה חלקן של המדינות המתונות בייצוא לאיחוד - מכ-62 אחוזים בשנים 2021-2022 לכ-70 אחוזים ב-2025. זאת בעיקר עקב גידול בייצוא לגרמניה, בעוד שהייצוא לשאר המדינות המתונות שמר על חלקו בסך הייצוא לאיחוד האירופי (לוח 1 פאנל ב' ואיור 1).



סך ההפרש שבין הייצוא ללא יהלומים ושבבים למדינות הביקורתיות לבין הייצוא החזוי אליהן על-פי הייצוא למדינות המתונות עמד על כמיליארד דולר בשנת 2024 וכמיליארד וחצי דולר בשנת 2025, שהיוו כ-2.7 אחוזים מיצוא הסחורות ללא יהלומים בשנת 2025. אומדן זה אינו מביא בחשבון השפעה אפשרית של ההרעה במעמדה המדיני של ישראל על הייצוא למדינות המתונות או למדינות מחוץ לאיחוד, ובכך הוא עלול להיות אומדן חסר לפגיעה בייצוא. מצד שני, ככל שהוסט נפח הייצוא מהמדינות הביקורתיות באיחוד האירופי לעבר מדינות מתונות באיחוד או למדינות אחרות מחוץ לאיחוד, הרי שהפגיעה בפועל בייצוא הישראלי קטנה יותר מכפי שמשקף באומדן זה.

ביבליוגרפיה

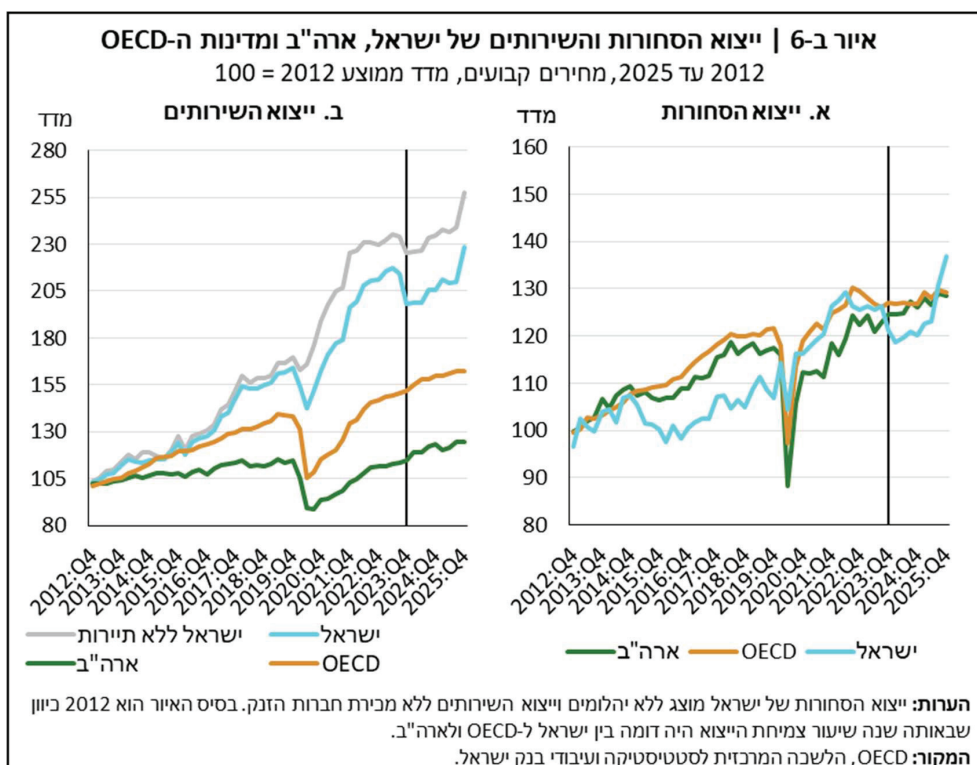
בנק ישראל (2025). "השפעת האמברגו הטורקי על כלכלת ישראל", דו"ח בנק ישראל 2024. ע"ע: 47-50.
התאחדות התעשיינים (ספטמבר 2025) "ממצאי ביניים של סקר בנושא השפעת המלחמה על הסחר הבין-לאומי".

ו. הייצוא

ייצוא הסחורות
והשירותים גדל בקצב
מהיר, במיוחד במחצית
השנייה של השנה, בזכות
זינוק בתחום ההייטק.

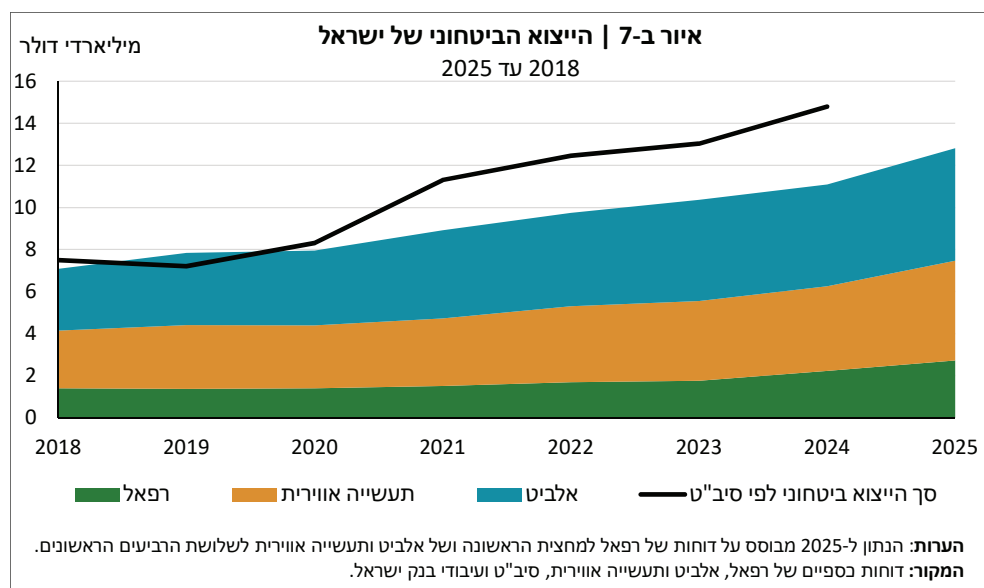
בשנת 2025 עלה ייצוא הסחורות והשירותים בקצב מהיר, במיוחד במחצית השנייה של השנה, בזכות זינוק בתחום ההייטק (איור ב-6). חוזקת הייצוא בסוף 2025 הייתה, ככל הנראה, ריכוזית וברכיב הסחורות נבעה במידה רבה מייצור של חברות ישראליות בחו"ל. העלייה בייצוא הגיעה לאחר ירידה ב-2024, כך שבמהלך מרבית המלחמה ניכרה חולשה בייצוא. הצמיחה האיטית בייצוא במרבית תקופת המלחמה (עד המחצית השנייה של 2025) שונה מאוד מהתפתחותה בקורונה, אז צמח הייצוא הישראלי, ובמיוחד ייצוא שירותי ההייטק, בקצב מהיר.

כמה גורמים עשויים להסביר את ההבדל במהלך המלחמה: ראשית, מגבלת היצע העבודה שנוצרה בעקבות גיוסי המילואים הנרחבים צמצמה את כוח-האדם הזמין. שנית, בתקופת הקורונה הייתה קפיצה בביקוש העולמי לשירותי ההייטק בעקבות הרצון להמעיט בפעילות פיזית בקרבת אנשים אחרים. בה-בעת, עובדים בשירותי ההייטק יכלו לעבוד מרחוק במידה רבה יותר ממרבית הענפים במשק. שני הגורמים הללו הם בעלי רלוונטיות נמוכה יותר במלחמה. שלישית, ייתכן שסנטימנט שלילי כלפי ישראל שנוצר בעקבות המלחמה בחלק משוקי הייצוא שלה השפיע לרעה על הביקוש למוצרים ושירותים ישראליים. תיבה ב-2 בפרק זה מציגה עדות לתופעה זו בייצוא הסחורות של ישראל לאירופה - עובדה המעלה את האפשרות לנטייה דומה גם בשוקי ייצוא אחרים.



בין השנים 2019 ו-2024
הוכפל הייצוא הביטחוני
של ישראל והמשיך לגדול
בקצב מהיר גם השנה.

בשנים 2019-2024 הוכפל הייצוא הביטחוני של ישראל מ-7.2 מיליארד דולר ל-14.8 מיליארד דולר¹⁰, המהווים כ-10 אחוזים מייצוא הסחורות והשירותים בישראל. בנתונים פומביים נמצא שסך הייצוא של שלוש יצואניות המוצרים והשירותים הביטחוניים הגדולות בישראל גדל באותן שנים ב-41% (איור ב-7), וב-2025 הוא גדל ב-15.6% נוספים - מהר בהרבה מכל רכיב אחר ברכיבי הייצוא. הגידול בייצוא הביטחוני שיקף לאורך שנים אלו את הגידול העולמי ברכש ביטחוני על רקע מלחמת רוסיה-אוקראינה, ואפשר שהוא גם ניזון מהצלחת הציד הביטחוני הישראלי במלחמה כאן.



באפריל 2025 הכריז הממשל בארה"ב על הטלת מכס רוחבי בשיעור של 10 אחוזים על ייבוא סחורות לארה"ב וכן על הטלת מכסים גבוהים יותר על ייבוא ממדינות שמולן יש לארה"ב גירעון סחר בסחורות, לרבות ישראל. עם זאת, רשימת חריגים ענפית רחבה נקבעה תוך כדי ציון אפשרות לבחינה מחודשת של החרגות אלו בעתיד. בהכרזה הראשונית נקבע שמכס בשיעור של 17% יוטל על ייבוא מישראל, אך לאחר משא ומתן בין המדינות, בשבעה באוגוסט 2025 הוטל על ישראל מכס בשיעור של 15%.

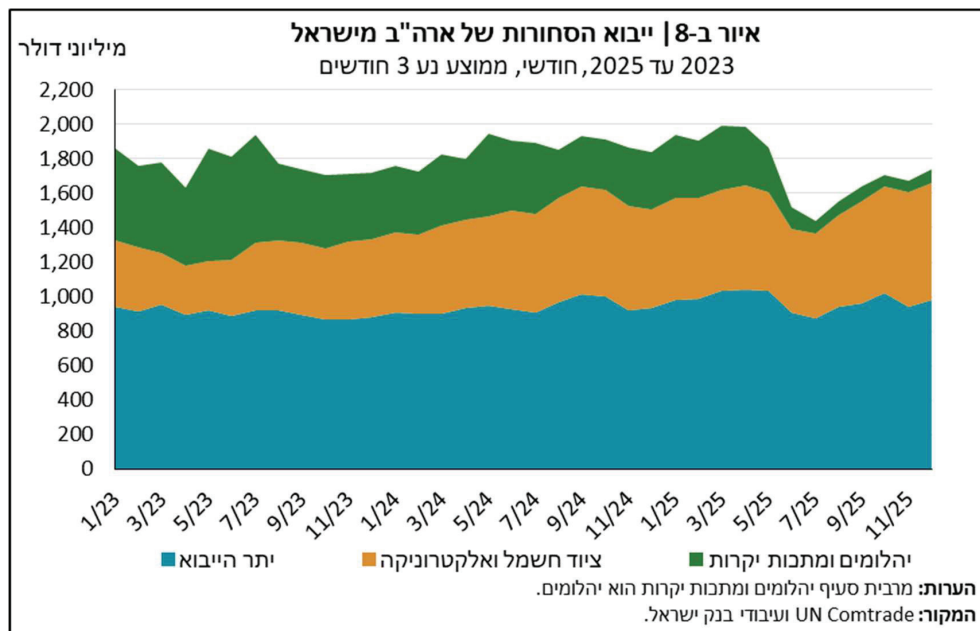
עד כה נראה כי ההשפעה הישירה של המכסים על הייצוא הישראלי נמוכה, בעיקר בשל משקלן של החרגות (איור ב-8). רשימת החריגים כוללת רכיבי אלקטרוניקה ותרופות, שהם בין מוצרי הייצוא העיקריים של ישראל לארה"ב. ענף הייצוא העיקרי שנפגע הוא ענף היהלומים, שאינו נכלל ברשימת החרגות. במאי החל ייצוא היהלומים לרדת בחדות, כך שבמחצית השנייה של 2025 הוא עמד על 30% בלבד מגודלו במחצית הראשונה של השנה. השפעת ירידת ייצוא זה על התוצר נמוכה כיוון ששיעור הערך המוסף המקומי של ענף היהלומים בישראל נמוך מאוד (כ-4.5 אחוזים בממוצע בשנים 2021-2025 על פי נתוני חשבונאות לאומית).

ההשפעות הישירות והעקיפות של הטלת המכסים של ארה"ב על ישראל טרם הובררו לעומקן. ההשפעות הישירות נובעות מהתייקרות הקנייה מישראל עבור יבואן אמריקני הנדרש לשלם את

נראה כי ההשפעה
הישירה של מדיניות
המכסים של ארה"ב על
הייצוא הישראלי נמוכה
בשלב זה.

¹⁰ הודעות לעיתונות של האגף לסיוע בייצוא ביטחוני במשרד הביטחון (סיב"ט).

המכס. ההשפעות העקיפות יכולות לנבוע מירידה כללית בסחר העולמי, כפי שהעריכו גופים שונים שיקרה לאור עליית המכסים. להערכתם, עלייה זו תפגע בביקוש לייצוא ישראלי ללא קשר ישיר ליעד הסחר. נוסף על כך, ממשלת ארה"ב בוחנת את רשימת החריגים ושינויים בה עלולים לפגוע בענפי ייצוא מרכזיים אחרים של ישראל.



3. הרכב המקורות: התוצר, הייבוא והמלאי

א. התוצר

מגבלות ההיצע בשוק העבודה היו גורם המפתח בהתפתחות התוצר השנה ולאורך המלחמה.

מגבלות ההיצע בשוק העבודה היו גורם המפתח בהתפתחות התוצר בשנת 2025 ולאורך המלחמה. הן נבעו ממקורות רבים: גיוסי מילואים העבירו אנשים רבים מהאזרחות לשירות הצבאי והביאו ככל הנראה לדחיית כניסתם של צעירים לשוק העבודה; איסור כניסת עובדים פלסטינים לישראל הוריד מאוד את מספר העובדים, בעיקר בענף הבנייה, וגידול מספר העובדים הזרים במקומם היה הדרגתי; פינוי יישובים בדרום ובצפון בתחילת המלחמה הרחיק אנשים ממקומות מגוריהם ועבודתם; ריבוי נפגעי המלחמה בגוף ובנפש ומגבלות יכולתם לחזור לשוק העבודה; הגידול בהגירה מישראל. נושאים אלה נידונים בהרחבה בפרק ה' בדוח זה.

הפקת תוצר דורשת שילוב של עבודה, הון ופריון (טכנולוגיה). מגבלות על היצע העבודה מגדילות את התשואה להון תחליפי לעובדים בעודן מורידות את התשואה להון משלים לעובדים ומעודדות חיפושים אחר שיפורים טכנולוגיים המעלים פריון. ב-2025 המשיך מלאי ההון לגדול, אך בקצב שמתמתן זו השנה השנייה ברציפות (לוח ב-4). במהלך המלחמה גדלה ההשקעה במכונות וציוד בקצב מהיר, אך רוב רובו של גידול זה היה ככל הנראה ייבוא ביטחוני שאינו תורם באופן ישיר לייצור במגזר העסקי (ראו סעיף השקעות בפרק זה).

לפני המלחמה הייתה סטיית התוצר מהמגמה חיובית (איור ב-1). עם תחילת המלחמה נסגר פער חיובי זה ואף הפך לשלילי עקב מגבלות היצע העבודה שהוזכרו לעיל. אותו מחסור בעובדים הביא גם לירידה בנצילות ההון, כפי שעולה למשל מדיווחי חברות התעשייה בסקר המגמות בעסקים. יש לראות בירידה בכוח העבודה הזמין גם ירידה בתוצר תוך-כדי עודף ביקוש ושוק עבודה הייצור המיידי של המשק. על כן נוצר מצב של ירידה בתוצר תוך-כדי עודף ביקוש ושוק עבודה הדוק, ומצב זה בא לידי ביטוי בשיעור אבטלה נמוך ורמה גבוהה של משרות פנויות, אשר האטו את התכנסות האינפלציה ליעד.

לוח ב-4 | היצע התוצר הכולל והעסקי, 2009 עד 2025

שיעורי השינוי השנתיים באחוזים

2025	2024	2023	2022	עד 2009 עד 2022 ¹	
2.9	1.0	2.1	6.4	4.1	התוצר המקומי הגולמי
3.2	-0.4	1.1	7.6	4.7	מזה: התוצר במגזר העסקי
1.2	6.6	6.2	3.1	2.4	התוצר בשירותים הציבוריים
3.3	4.0	4.6	4.2	3.6	מלאי ההון הפיזי סה"כ
4.0	5.1	5.8	5.5	4.3	מזה: מלאי ההון הפיזי במגזר העסקי
-0.7	0.7	2.9	4.5	2.0	כוח העבודה ²
2.4	0.5	2.4	7.1	2.2	סך שעות העבודה
3.4	-2.6	-0.3	9.1	2.1	סך שעות העבודה במגזר העסקי
0.9	0.7	-1.0	-0.8	-0.2	שיעור התמורה לעבודה סה"כ
2.2	-0.6	-2.1	-1.3	-0.2	שיעור התמורה לעבודה במגזר העסקי
54.6	52.7	52.3	52.8	54.5	שיעור התמורה לעבודה סה"כ (רמה) ³
56.0	54.8	55.1	56.3	58.6	שיעור התמורה לעבודה במגזר העסקי (רמה) ⁴

¹ שיעור שינוי שנתי ממוצע או רמה שנתי ממוצעת, לפי הנתון.

² מספר המשתתפים בשוק העבודה לפי סכ"א.

³ סך התמורה לעבודה במשק (כולל זקיפת התמורה לעצמאים) כאחוז תוצר.

⁴ סך התמורה לעבודה במגזר העסקי (כולל זקיפת התמורה לעצמאים) כאחוז תוצר.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

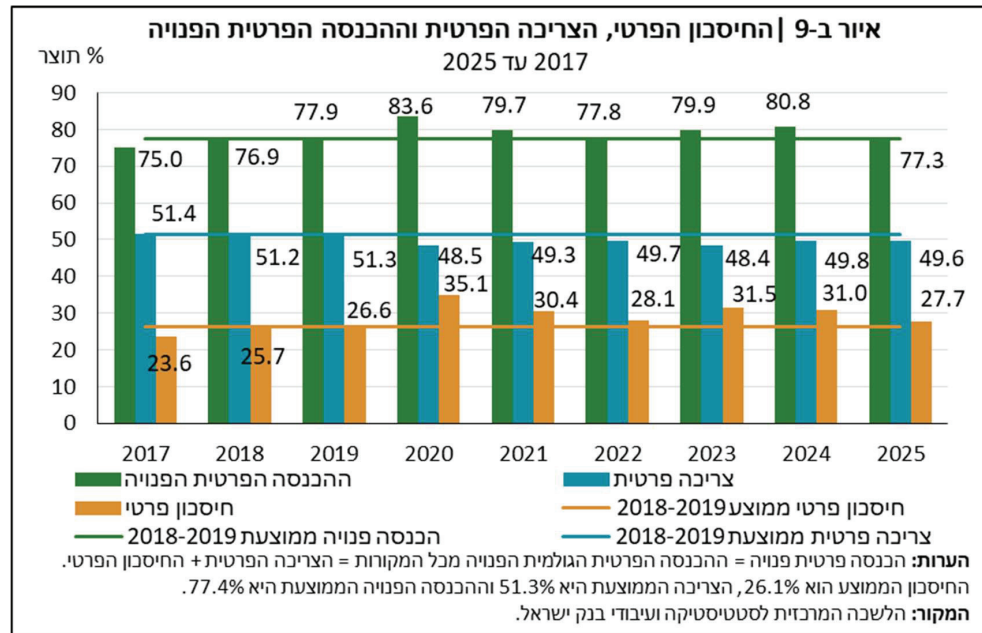
ב. הייבוא

בשנת 2025 גדל ייבוא הסחורות והשירותים (ללא או"מ וביטחוני) בקצב מהיר של 8.8 אחוזים. זאת לאחר ירידה בשנת 2024 עקב פגיעת המלחמה בביקושים במשק. במהלך המלחמה גדל הייבוא בקצב של 3.4 אחוזים לשנה – כפול מקצב גידול התוצר – וחלקו במקורות המשק גדל. גידול זה סיפק את המקורות לביקושים הגדלים ב-2025, שהתקשו לקבל מענה בישראל עקב מגבלות היצע. הגידול הקיף את כל רכיבי ייבוא הסחורות: מוצרי ההשקעה, מוצרי הצריכה וחומרי הגלם כאחד. עם זאת, חלק ניכר מהגידול בייבוא מוצרי ההשקעה היה ככל הנראה ייבוא ביטחוני, בעוד שייבוא מוצרי ההשקעה למגזר העסקי גדל פחות (ראו סעיף ההשקעה לעיל). ב-2025 גדל ייבוא השירותים (גם ללא ייבוא שירותי התיירות¹¹) בשיעור חד, לאחר ירידה ב-2024. סביר להניח שהייסוף החד של השקל ב-2025 תרם לביקוש לייבוא. לפי ברק וברנד (2022), ההשפעה השלילית של ייסוף

הגידול המהיר בייבוא ב-2025 סיפק את המקורות לביקושים הגדלים עקב מגבלות ההיצע.

¹¹ לדיון ביבוא תיירות, קרי צריכת ישראלים בחו"ל, ראו סעיף צריכה פרטית.

על מכירות מקומיות של התעשייה (החשופה לייבוא מתחרה) היא מיידית, בעוד שבייצוא השפעת שע"ח נמוכה יותר ומתרחשת בפיגור של כשנתיים¹².



4. החיסכון, ההשקעה והחשבון השוטף

ב-2025 ירד שיעור החיסכון הפרטי ב-3.3 נקודות אחוז, לצד ירידה בשיעור ההכנסה הפנויה.

ב-2025 עמד שיעור החיסכון הפרטי על 27.7 אחוזי תוצר (לוח ב-6). שיעור זה נמוך בכ-3.3 אחוזי תוצר מהחיסכון ב-2024 (איור ב-9). ירידה זו לוותה בירידה בשיעור ההכנסה הפנויה, בעוד ששיעור הצריכה הפרטית ירד רק מעט. לאור הנטייה להחלקת צריכה, החיסכון הפרטי – עודף ההכנסה השוטפת על הצריכה השוטפת – נוטה להיות רגיש לזעזועים בהכנסה, ולכן נצפו בשנים האחרונות תנודות חדות בשיעורו.

לוח ב-5 מציג את מקדמי המתאם בין השימושים של ההכנסה הפנויה – חיסכון וצריכה – לבין המקורות העיקריים של הכנסה זו – שכר נטו ותשלומי העברה והרווח התפעולי של הפירמות¹³. הנתונים מצביעים על כך שהצריכה הפרטית מתואמת חיובית עם שינויים בהכנסה השוטפת של משקי הבית (משכר נטו ותשלומי העברה), אך מעט, או בכלל לא, לסך ההכנסה הפנויה או רווחי המגזר העסקי. החיסכון הפרטי, לעומת זאת, נע בדרך כלל עם השינויים בהכנסה הפנויה ובעודף התפעולי של המגזר העסקי. בהתבסס על מתאמים אלו אפשר להסביר את הירידה החדה בחיסכון לצד ירידה קלה בלבד בצריכה בשנה החולפת בעזרת הירידות בעודף התפעולי של המגזר העסקי ובהכנסה הפנויה והעלייה באותה העת של השכר נטו (ראו לוח ב-3).

¹² ארנון ברק וגלעד ברנד (2022), ההשפעה ההטרוגנית של שער החליפין על החברות בענפי התעשייה בישראל, נייר לדיון, 2022.12, בנק ישראל.

¹³ ישראל אינה מחשבת חשבונות צד נפרדים למשקי הבית ולפירמות ולכן אי אפשר לפרק את ההכנסה הפנויה לגורמיה באופן מלא. עם זאת, סך השכר בניכוי מס ההכנסה, ביטוח לאומי ובריאות, תשלומי ההעברה השוטפים של הממשלה לציבור והרווח התפעולי של המגזר העסקי הם רכיביה העיקריים ויחד הם מהווים 90-95 אחוזים מההכנסה הפרטית הפנויה. בין הרכיבים האחרים נכללים העברות נטו מחו"ל וריבית על החוב הממשלתי המקומי והכנסות מהון.

לוח ב-5 | מתאמים בין השינויים בחיסכון הפרטי, הצריכה הפרטית ומצרפי

הכנסה בטווח הקצר ובינוני

מקדמי מתאם בין 1 ל-1-

בשנים 2020 עד 2025	העודף התפעולי של המגזר העסקי ³	השכר נטו +תשלומי ההעברה ²	הצריכה הפרטית	החיסכון הפרטי	ההכנסה הפנויה ¹
ההכנסה הפרטית הפנויה ¹	0.72	0.12	-0.19	0.65	1.00
החיסכון הפרטי	0.49	-0.42	-0.86	1.00	
הצריכה הפרטית	-0.11	0.58	1.00		
השכר נטו +תשלומי ההעברה ²	-0.32	1.00			
העודף התפעולי של המגזר העסקי ³	1.00				
בשנים 2005 עד 2025	העודף התפעולי של המגזר העסקי ³	השכר נטו +תשלומי ההעברה ²	הצריכה הפרטית	החיסכון הפרטי	ההכנסה הפנויה ¹
ההכנסה הפרטית הפנויה	0.50	0.19	0.01	0.65	1.00
החיסכון הפרטי	0.48	-0.28	-0.75	1.00	
הצריכה הפרטית	-0.12	0.44	1.00		
השכר נטו +תשלומי ההעברה ²	-0.28	1.00			
העודף התפעולי של המגזר העסקי ³	1.00				

¹ ההכנסה הפרטית הגולמית הפנויה מכל המקורות = הצריכה הפרטית + החיסכון הפרטי.

² התמורה לעבודה במשק (כולל זקיפת התמורה לעצמאים) בתוספת תשלומי ההעברה השוטפים מהממשלה לציבור פחות תשלומי מס הכנסה, ביטוח לאומי ומס בריאות.

³ סך רווחי החברות במגזר העסקי אחרי תשלום הוצאות שוטפות ולפני הוצאות ריבית ותשלומי מס.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

א. החשבון השוטף

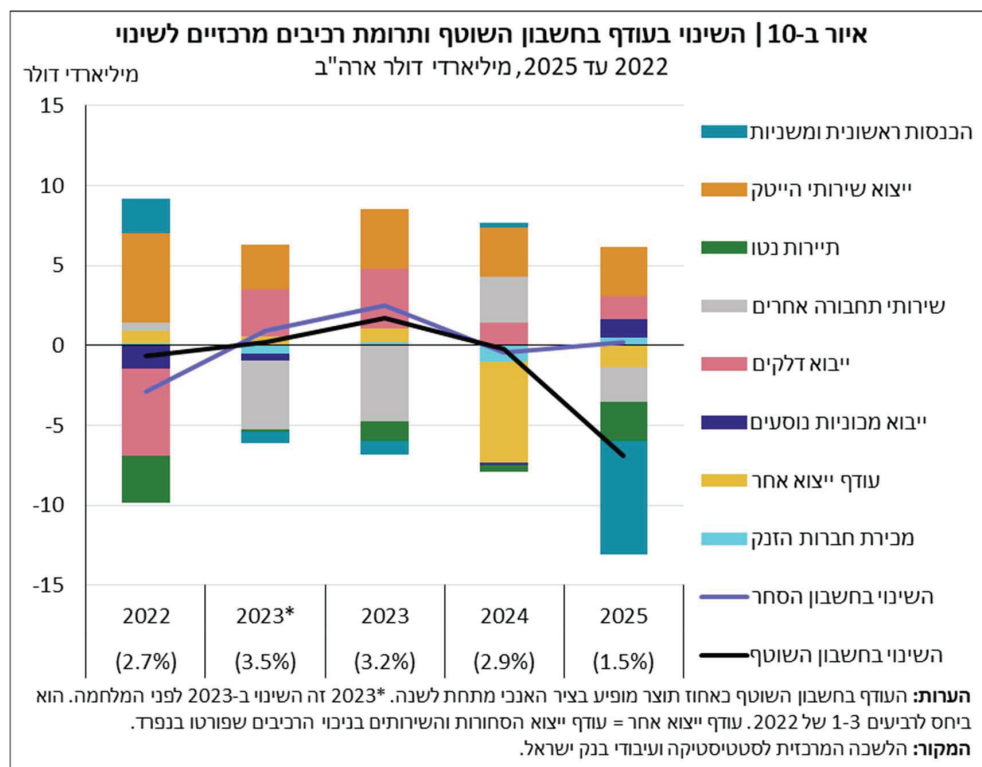
בשנת 2025 היה העודף בחשבון השוטף 1.5 אחוזים מההכנסה הלאומית - ירידה של 1.4 נקודות אחוז, שהן כ-7 מיליארדי דולר לעומת 2024 (לוח ב-6 ואיור ב-10). הסיבה העיקרית לירידה זו היא כי חלק ניכר מגידול הייצוא ב-2025 הוא של חברות ישראליות בבעלות זרה (חו"ל). רווחיהן של חברות אלה נרשמים כהכנסה ראשונית של תושבי חו"ל ולכן מחוסרים מההכנסות של המשק ומהעודף בחשבון השוטף. במקביל, ככל שבעלי החברות אינם מושכים בפועל את הרווחים הללו - הם נרשמים כהשקעה ישירה בישראל בחשבון הפיננסי¹⁴. השנה ירדו ההכנסות הראשוניות של המשק נטו ב-5.4 מיליארד דולר (0.9 אחוז מההכנסה הלאומית)¹⁵.

העודף בחשבון הסחורות והשירותים לא השתנה במונחים דולריים לעומת 2024¹⁶. הגורמים העיקריים שתרמו לכך היו ייצוא שירותי ההיטק (ללא הזנק), שגדל ב-3.1 מיליארד דולר, וייצוא התיירות נטו, שירד ב-2.5 מיליארד דולר בעקבות הגידול בתיירות היוצאת.

¹⁴ השנה גדלה ההשקעה הישירה בישראל נטו ב-6.9 מיליארד דולרים.

¹⁵ השנה גדלו ההכנסות של תושבי ישראל מהשקעות בחו"ל ב-6.5 מיליארד דולר וההכנסות של תושבי חו"ל מהשקעות בישראל גדלו ב-11.8 מיליארד דולר (5.4=11.8-6.5 בעיגול לספרה אחת).

¹⁶ עודף זה ירד ב-0.3 נקודות אחוז מההכנסה הלאומית בעקבות גידול ההכנסה הלאומית והייסוף בשקל.



לוח ב-6 | החיסכון, ההשקעה והחשבון השוטף, 2009 עד 2025

באחוזים מההכנסה הלאומית

2025	2024	2023	2022	עד 2009 1 2022	
26.0	26.6	29.4	30.2	26.0	החיסכון הלאומי הגולמי
-1.3	-3.5	-1.9	2.5	0.0	מזה: הציבורי
27.3	30.1	31.3	27.7	26.0	הפרטי
24.5	23.7	26.3	27.5	23.4	ההשקעה הגולמית
17.8	17.6	18.0	17.8	16.1	מזה: בענפי המשק
3.3	3.0	3.0	2.8	2.8	מזה: השקעות הממשלה הרחבה ²
6.2	5.4	6.5	7.3	6.4	בדיור
0.5	0.7	1.7	2.4	0.8	במלאי
1.5	2.9	3.2	2.7	2.7	החשבון השוטף נטו
2.1	2.4	2.7	2.1	1.5	מזה: מאזן הסחורות והשירותים
-1.4	-0.5	-0.5	-0.1	-0.2	חשבון ההכנסות הראשיות נטו
0.7	1.1	1.0	0.8	1.4	ההעברות השוטפות נטו
1.5	3.9	-4.1	-1.4	0.7	תנאי הסחר ³
-5.6	-0.5	9.2	0.1	-1.7	שער החליפין הריאלי האפקטיבי ^{4,3}

¹ שיעור שינוי שנתי ממוצע או רמה שנתיית ממוצעת, לפי הנתון.

² כולל מענקי השקעה.

³ שיעור השינוי השנתי באחוזים.

⁴ עלייה פירושה פיחות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

תיבה ב-3: השפעות מבצע "עם כלביא" על המשק

ב-13 ביוני 2025 החל מבצע "עם כלביא". המבצע ארך 12 ימים עד ההגעה להפסקת־אש. במהלך המבצע שיגרה איראן מאות טילים לעבר ישראל שחלקם פגעו בערים ויישובים, הרסו בניינים, הסבו נזק לרכוש וגבו קורבנות. בימי המבצע הורה פיקוד העורף לציבור להישאר בקרבת מקלטים ומרחבים מוגנים ולהימנע מנסיעות ומוסדות החינוך נותרו סגורים. הנחיות אלו הובילו לצמצום ניכר בפעילות הכלכלית במשק. עסקים רבים היו סגורים או פעלו במתכונת מצומצמת. הפעילות האווירית בנתב"ג הוקפאה למרבית המערכה ובכך נעצר אפקטיבית סחר־החוץ האווירי של ישראל, אשר בצד הייצוא מרביתו מוצרי טכנולוגיה־עילית שערכם גבוה יחסית. כ-25% מהייצוא ו-21% מהייבוא של ישראל (סחורות ושירותים, לפי שווי) הם דרך האוויר. עובדים רבים נעדרו ממקום עבודתם, כאשר מנגנון חל"ת הופעל בדיעבד בתנאים מקלים. בעקבות זאת קפץ שיעור האבטלה הרחבה ל-9.2 אחוזים בחודש יוני ושיעורי ההשתתפות והתעסוקה ירדו מעט. מייד בסיום המבצע התחילה הפעילות במשק להתאושש. עסקים חזרו לפעול כסדרם והפעילות במרחב הציבורי חזרה למצבה טרום־המבצע. בחודש יולי כבר שבו שיעורי האבטלה, התעסוקה וההשתתפות למצבם בחודש מאי. ההוצאות בכרטיסי אשראי, שירדו בחדות במשך המבצע, עלו במהירות ובתוך פחות מחודש עברו את רמתם לפני המבצע. דיווחי עסקים בסקר המגמות בעסקים של הלמ"ס הראו שהפעילות העסקית חזרה במהירות לסדרה ושהמבצע לא גרם לירידה בהזמנות לייצוא.

הירידה החדה בפעילות למשך קרוב לשבועיים גרמה ברביע השני של 2025 לירידה חדה בתוצר ובכל השימושים ומיתנה את צמיחת הייבוא באותה תקופה. מנגד, נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השלישי של 2025 הראו עלייה חדה מאוד בתוצר ושימושים ברביע זה. בסופו של דבר עמדה הצמיחה בין הרביע הראשון לשלישי של 2025 על 3.8% (במונחים שנתיים) – מעט גבוה מהצמיחה הממוצעת מתחילת 2024. גם הרכישות בכרטיסי אשראי שהו בחודשים שאחרי המבצע מעט מעל המגמה שקדמה לו. אלו עדויות לכך שהיה פיצוי מסוים בפעילות אחרי המבצע (ברביע השלישי של 2025). על סמך מודל צמיחה והערכות לנזקי אירועים קודמים אנו מעריכים כי הפגיעה בצמיחה השנתית כתוצאה ממבצע "עם כלביא" הייתה כ-0.3 אחוזי תוצר¹, בכלל־זאת הפיצוי ברביעים הבאים, המוערך ב-0.1 אחוז תוצר. כלומר, בניכוי 12 הימים של מבצע "עם כלביא" הייתה הצמיחה השנתית ב-2025 כ-3.4 אחוזים - עדיין מעט מתחת למגמת הצמיחה הקודמת של המשק. לסיכום, ההשפעות המקרו־כלכליות של המבצע היו נמוכות וקצרות־טווח מעבר להשפעה הזמנית במהלך המערכה.

¹ אומדן חלופי, המניח שכל התנודות בתוצר בין הרביעים הראשון לשלישי שיקפו את השפעות המבצע, מגיע לאומדן גבוה מעט יותר - של 0.45 אחוזים.

פרק ג'

האינפלציה והמדיניות המוניטרית

- « מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2025 ב-2.6 אחוזים – בתוך תחום יעד האינפלציה. זאת לאחר שב-2024 עמדה האינפלציה על 3.2 אחוזים - מעל הגבול העליון של היעד. בניכוי סעיפים תנודתיים והשפעות חד-פעמיות הייתה ההתמתנות חדה יותר. תהליך ההתמתנות היה תנודתי וברוב השנה שהתה האינפלציה מעל הגבול העליון של היעד.
- « על רקע אינפלציה גבוהה מהגבול העליון של היעד בחלק ניכר מהשנה, מגבלות היצע ואיזדאות גיאופוליטיות ניכרת, שמרה הוועדה המוניטרית במרבית השנה על הריבית ללא שינוי – ברמה של 4.5 אחוזים. בהינתן מגבלות ההיצע, הייתה הפחתת ריבית מהירה יותר צפויה לתרום רק מעט, אם בכלל, לצמיחה אך להעלות את האינפלציה באופן ניכר.
- « יציבות הריבית במהלך רוב השנה, במקביל לירידה בציפיות לאינפלציה, התבטאה בעליית התשואות הריאליות ובכך תרמה לריסון הביקוש המצרפי ולהתמתנות האינפלציה. בנובמבר, בעקבות התמתנות האינפלציה והציפיות לה ועל רקע הסכם הפסקת האש, הפחיתה הוועדה את הריבית ל-4.25 אחוזים. ייסוף השקל, המשך הרגיעה הביטחונית וסימנים להקלה בהדיקות שוק העבודה הובילו להפחתה נוספת של הריבית בינואר 2026 ל-4.0 אחוזים.
- « להתמתנות האינפלציה תרם במידה רבה הייסוף של השקל, שהושפע מהירידה בפרמיית הסיכון של ישראל בעקבות ההתפתחויות הגיאופוליטיות וצעדי הריסון הפיסקלי שקיזזו חלק מעלויות המלחמה, ומהקצב המתון של הפחתת הריבית. חלק מהייסוף מיוחס גם להיחלשות הדולר בעולם.
- « הציפיות לאינפלציה התכנסו במהלך השנה למרכז תחום היעד ותמכו במיתון האינפלציה בפועל.
- « מגבלות ההיצע בשוק העבודה, לצד הדחף הפיסקלי שנבע בעיקר מהוצאות הביטחון הגבוהות, המשיכו לפעול לעליית האינפלציה ולקזז חלק מהשפעת הגורמים הממתנים. למרות אינדיקציות ראשוניות להקלה מסוימת לקראת סוף השנה, בסופה עדיין הצביעו האינדיקטורים השונים על שוק עבודה הדוק.

4.5%

רמת הריבית נשמרה
במרבית השנה, ולאחר
הפסקת האש הופחתה



שוק העבודה
ההדוק האט את
ירידת האינפלציה



התחזקות השקל
סייעה להתמתנות
האינפלציה



האינפלציה ירדה
השנה ל- 2.6%
בתוך טווח היעד

1. מבוא

בשנת 2025 חזרה האינפלציה לתוך תחום יעד יציבות המחירים – 2.6 אחוזים, לעומת 3.2 אחוזים ב-2024. גורם מרכזי להתמתנות היה הייסוף הניכר של השקל, שנבע במידה רבה מהירידה בפרמיית הסיכון בעקבות ההתפתחויות הגיאופוליטיות וצעדי הריסון הפיסקלי, ומהיחלשות הדולר בעולם. אל מול הייסוף המשיכו לפעול כוחות אינפלציוניים כבדי משקל ובפרט עודף ביקוש על רקע מגבלות ההיצע שיצרה המלחמה, במיוחד בשוק העבודה שנותר הדוק, והדחף הפיסקלי מהוצאות הביטחון. בסביבה כזו, שבה היצע גורמי הייצור מוגבל, הייתה הפחתת ריבית מהירה צפויה לתרום רק מעט לצמיחה, אם בכלל, אך להעלות את האינפלציה באופן ניכר. הוועדה המוניתרית שמרה אפוא על הריבית ברמה מרסנת של 4.5 אחוזים במרבית השנה. הותרת הריבית באותה רמה, במקביל לירידה בציפיות האינפלציה, הביאה לעליית התשואות הריאליות ובכך תרמה לריסון עודפי הביקוש, תמכה בייסוף ומנעה את התממשותם של לחצי הביקוש המקומיים לכדי אינפלציה גבוהה יותר. רק לאחר שהתבססה האינפלציה בתוך תחום היעד, פרמיית הסיכון ירדה והסכם הפסקת האש סימן הקלה אפשרית במגבלות ההיצע החלה הוועדה להפחית את הריבית בהדרגה. פרק זה פותח בסקירת התפתחות האינפלציה ומכמת את תרומת הכוחות השונים שהשפיעו עליה: שער החליפין, עודף הביקוש, הדיקות שוק העבודה והציפיות לאינפלציה. לאחר מכן דן הפרק במדיניות המוניתרית: בשיקולים שהנחו את הוועדה להותיר את הריבית ללא שינוי במרבית השנה, באופן שבו העלייה בתשואות הריאליות תרמה לריסון הביקושים ולמיתון האינפלציה, ובנסיבות שהובילו להפחתת הריבית לקראת סוף השנה ותחילת 2026. הפרק מסתיים בסקירת ההתפתחויות בבסיס הכסף ובמצרפי הכסף.

2. האינפלציה

א. רקע

בשנת 2025 המשיכה האינפלציה להיות מושפעת במידה רבה מהמלחמה שפרצה באוקטובר 2023. גם השנה נמשכה הפגיעה בהיצע העבודה, בעיקר בשל גיוס המילואים שנותר גבוה עד חתימת הפסקת האש ברצועת עזה (אוקטובר 2025) ובשל המשך העצירה של כניסת פועלים

האינפלציה המשיכה להיות מושפעת במידה רבה מהמלחמה שפרצה באוקטובר 2023.

פלטטינים, שהחלפתם בעובדים זרים הייתה חלקית והדרגתית. השפעת המלחמה על הביקוש המצרפי הייתה ברורה פחות, שכן הוא נפגע ככל הנראה בגלל פרמיית הסיכון הגבוהה אך מנגד גדלו מאוד הוצאות הביטחון, לרבות העברות ממשלתיות נרחבות לאנשי המילואים וקניות מקומיות של הממשלה, שהגדילו את הביקוש המצרפי (ראו תיבה ב-1 בפרק ב'). נוסף על כך, העלייה החדה בשוק המניות תרמה לביקוש דרך השפעתה על רכוש הציבור ("אפקט העושר")¹.

שוק העבודה נותר הדוק והמשק התאפיין בעודף ביקוש מצרפי.

בעקבות הפגיעה החדה יותר בצד ההיצע היה שוק העבודה הדוק והמשק אופייני בעודף ביקוש מצרפי. במהלך השנה התמתנה פרמיית הסיכון של המשק, עד לרמה הקרובה לרמתה ערב המלחמה. עובדה זו תרמה לייסוף חד של השקל, שנתמך גם בהיחלשות כללית של הדולר בעולם. לוח ג-1 מרכז את האינדיקטורים העיקריים הקשורים לאינפלציה ולמדיניות המוניטרית, בדגש על שנת 2025.

ב. סקירת התפתחות האינפלציה

האינפלציה ירדה ל-2.6 אחוזים ובכך חזרה לתחום היעד.

בשנת 2025 הסתכמה האינפלציה ב-2.6 אחוזים - בתוך תחום יעד האינפלציה (אזור ג-1). זאת לאחר שבשנת 2024 הסתכמה האינפלציה ב-3.2 אחוזים. התמתנות האינפלציה נבעה בעיקר מהתמתנות הרכיב הסחיר, שמושפע במיוחד משער החליפין וממחיר הנפט ועלה השנה ב-1.4 אחוזים בלבד, בהשוואה ל-2.8 אחוזים ב-2024. לעומתו, הרכיב הבלתי־סחיר עלה בשיעור דומה ל-2024 - 3.4 אחוזים ב-2025 בהשוואה ל-3.5 אחוזים ב-2024.

התפתחות האינפלציה השנתית הושפעה גם מצעדי מיסוי ואסדרה (רגולציה) של הממשלה, ובפרט מעליית המע"מ בנקודת אחוז בינואר 2025. עלייה זו הובילה בינואר להאצה זמנית של האינפלציה השנתית (לרמה של 3.8 אחוזים)², אך מאז ועד לסוף השנה התמתנה האינפלציה בהדרגה. בניכוי מיסוי ואסדרה הסתכמה האינפלציה השנה ב-2.2 אחוזים, בהשוואה ל-2.8 אחוזים ב-2024 (אזור ג-2)³. ההתמתנות ניכרה גם במדדים המנכים את הרכיבים התנודתיים: האנרגיה, הפירות והירקות והטיסות (רכיב שהיה תנודתי במיוחד במהלך השנה על רקע מגבלות על היצע חברות התעופה והשפיע על התנודתיות במדד כולו).

התמתנות האינפלציה ניכרה כמעט בכל סעיפי מדד המחירים לצרכן. אזור ג-3 מציג את השינוי השנתי באינפלציה השנתית ואת תרומות סעיפי המדד הראשיים לשינוי זה. מהאזור ניכרת השפעתו של הייסוף, הפועל להוזלת הייבוא, על האינפלציה השנה: התרומות העיקריות להתמתנות הקצב השנתי של האינפלציה במהלך 2025 הגיעו מסעיפים המאופיינים בחלק סחיר ניכר: הלבשה והנעלה, מזון, שונות וריהוט וציוד לבית. בין הרכיבים הבלתי־סחירים בלט סעיף הדיור - הרכיב הגדול ביותר במדד - שתורם להתמתנות האינפלציה על רקע הגידול שחל ביחס שבין היצע הדירות לאוכלוסייה (להרחבה על הכוחות שהביאו להתמתנות קצב עליית שכר הדירה ראו פרק ח' - שוק הדיור)⁴.

¹ לעדויות באשר להשפעת שינויים בשווי הנכסים הפיננסיים של הציבור על הצריכה הפרטית ראו: ארנון ברק (2017), פונקציית הצריכה הפרטית בישראל, סדרת מאמרים לדיון 2017.04, בנק ישראל.

² להערכתנו, עליית המע"מ בינואר תרמה כ-0.4 נקודות אחוז לאינפלציה השנתית.

³ מעקב אחר מדד המחירים בניכוי צעדי מיסוי ואסדרה מאפשר להבחין בין השפעות אסדרתיות זמניות על האינפלציה לבין תהליכים אינפלציוניים בסיסיים במשק. להרחבה ראו תיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל 2024.

⁴ אומנם, במהלך חודשים רבים אופיין סעיף הירקות והפירות בקצבי עלייה מתונים בהשוואה לחודשים המקבילים ב-2024, אך בהסתכלות קלנדרית הוא לא תרם להתמתנות האינפלציה שכן שיעור העלייה שלו במהלך 2025 כולה היה גבוה מעט יותר משיעור עלייתו במהלך 2024 (כפי שבא לידי ביטוי בעמודה המתארת את דצמבר 2025).

לוח ג-1 | האינדיקטורים העיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2021 עד 2025

2025								
Q4	Q3	Q2	Q1	2025	2024	2023	2022	2021
האינפלציה (אחוזים)								
1.9	1.6	2.8	4.4	2.6	3.2	3.0	5.3	2.8
-0.4	2.4	4.8	4.0	2.7	3.3	2.7	5.0	2.7
1.6	1.7	1.8	2.0	1.8	2.9	2.8	3.1	1.9
2.5	2.6	2.5	2.6	2.5	2.9	3.0	2.3	2.0
2.0	2.3	2.4	2.6	2.3	2.9	2.8	2.8	1.2
שיעורי התשואה (אחוזים)								
4.41	4.50	4.50	4.50	4.48	4.50	4.50	1.25	0.10
2.3	2.4	2.3	2.1	2.3	1.3	1.6	-1.4	-1.9
4.0	4.2	4.4	4.4	4.3	4.7	3.9	2.6	1.2
1.8	2.0	2.2	2.0	2.0	2.0	1.2	0.1	-0.8
שיעור השינוי בשער החליפין (אחוזים)								
-4.1	-3.9	-2.0	2.2	-7.7	-5.1	4.3	3.9	-8.4
-3.8	-4.0	-4.7	1.0	-11.1	-1.5	6.4	10.2	-3.6
-4.0	-2.3	1.6	4.2	-0.7	-5.4	9.6	3.2	-10.4
מחירי הנכסים (אחוזים)								
12.4	6.5	22.9	-0.2	47.0	30.7	4.9	-15.5	30.9
1.3	-1.5	-0.9	0.2	-0.9	7.7	-1.0	14.7	13.1
נתוני רקע נוספים (אחוזים, הנתונים הרבעוניים מנוכחי עונתיות)								
2.8	2.9	2.6	2.6	2.7	2.8	3.0	3.3	4.6
4.2	12.1	-4.5	5.8	2.9	1.0	2.1	6.4	9.3
נתוני רקע נוספים (אחוזים)								
6.1	1.5	1.8	4.8	16.7	7.6	-7.3	1.3	22.5
-7.5	2.2	-11.0	1.3	-15.7	-5.4	-4.9	8.9	48.7

¹ מדד המחירים לצרכן במשך התקופה. האינפלציה הרבעונית בניכוי עונתיות - במונחים שנתיים, כפי שמחושב בלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. בשל השינויים המתודולוגיים שביצעה הלמ"ס בשנים האחרונות במדידת מחירי הטיסות, קצבי האינפלציה הרבעוניים עשויים שלא לשקף במלואם את דפוסי העונתיות העדכניים.

² על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.

³ נתונים שנתיים - ממוצע דצמבר מול דצמבר בשנה הקודמת. נתונים רבעוניים - ממוצע חודש אחרון ברבעון מול ממוצע חודש אחרון ברבעון הקודם.

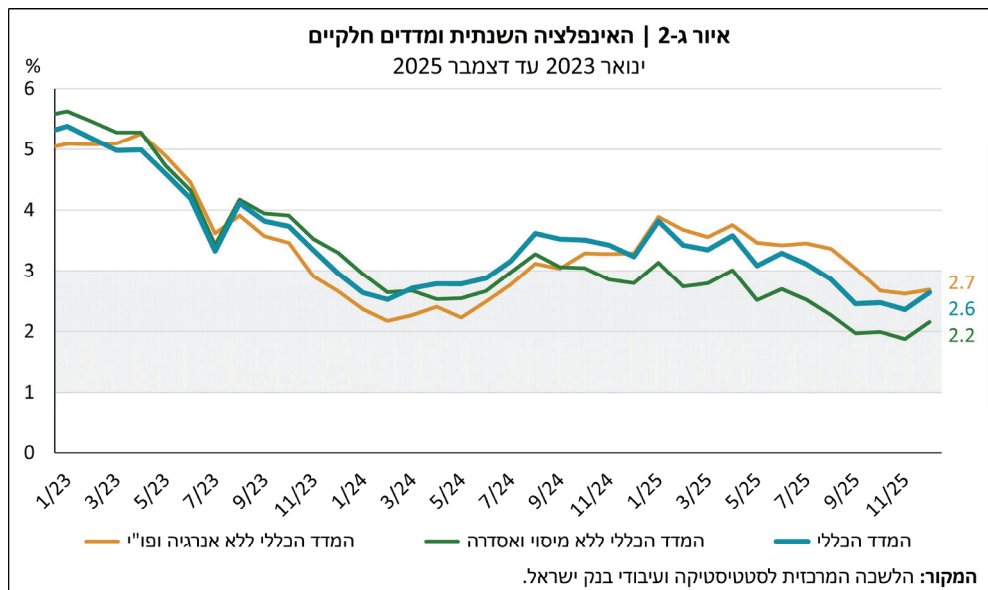
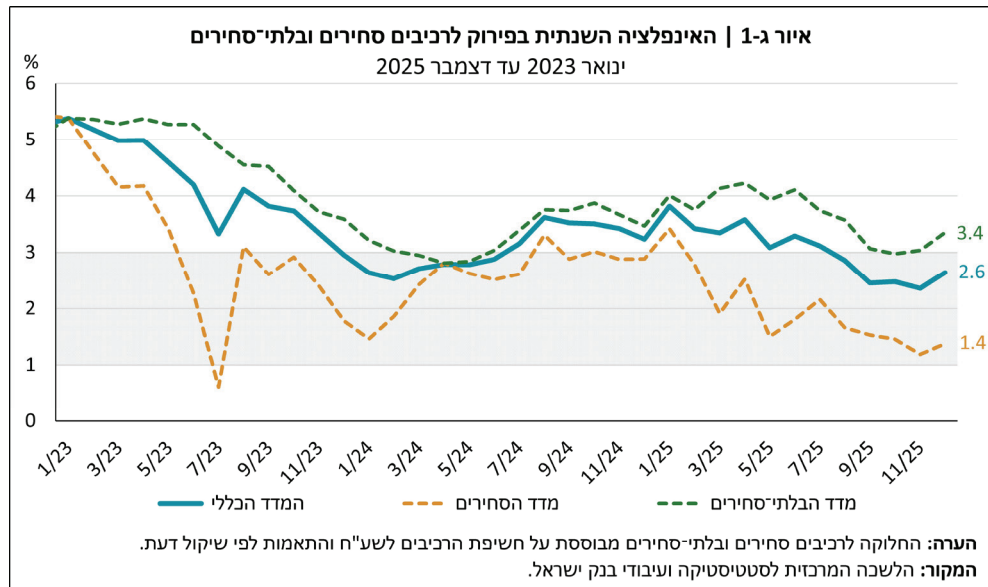
⁴ נתונים שנתיים - יום אחרון בשנה מול יום אחרון בשנה בתקופה הקודמת. נתונים רבעוניים - יום אחרון ברבעון מול יום אחרון ברבעון הקודם.

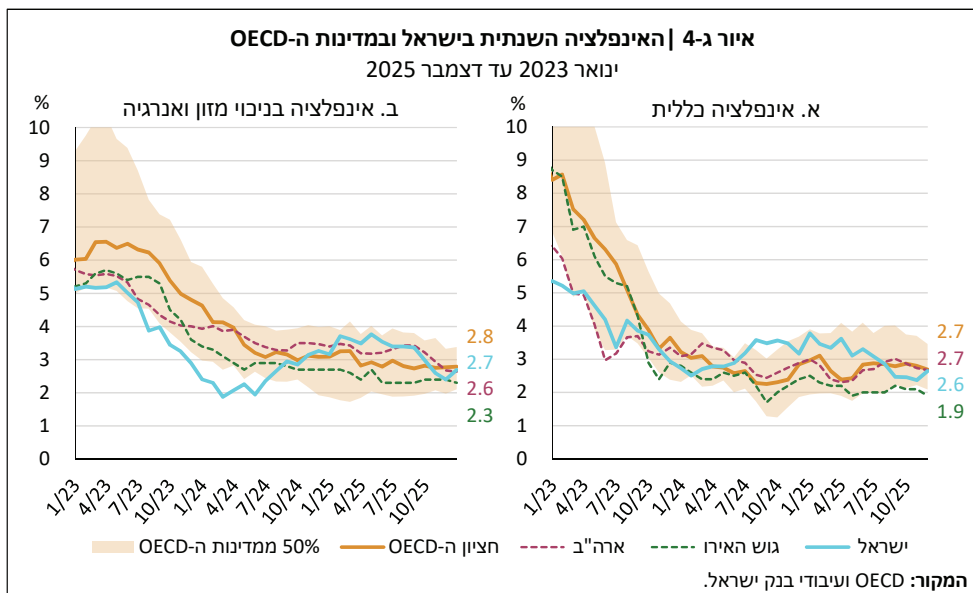
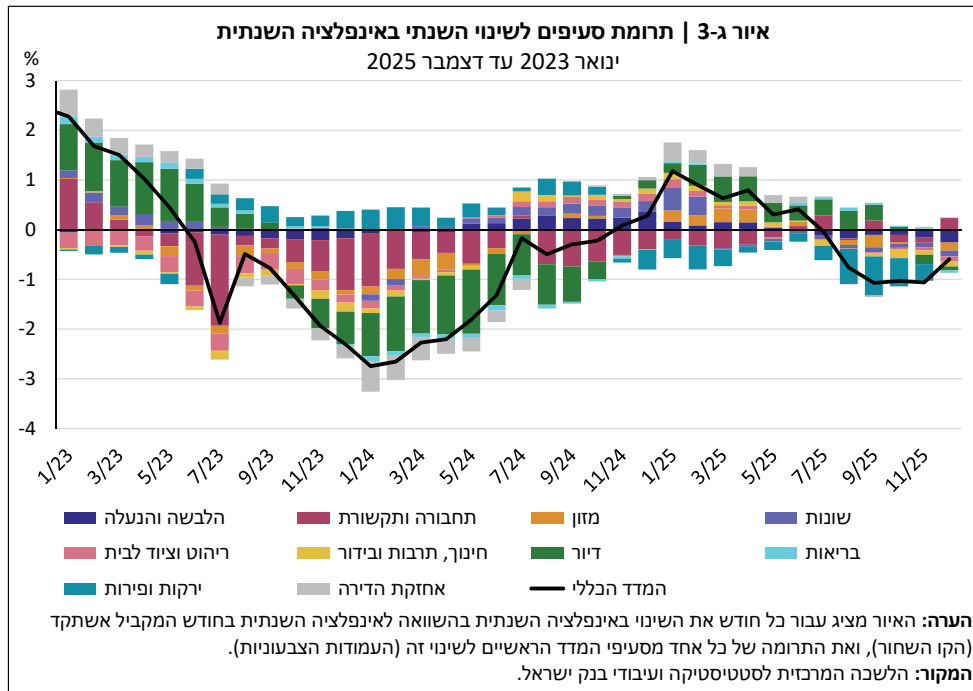
⁵ הממוצע בתקופה מול הממוצע בתקופה הקודמת, במונחים שנתיים.

⁶ נתונים שנתיים - ממוצע דצמבר מול דצמבר בשנה הקודמת. נתונים רבעוניים - ממוצע רבעוני מול רבעון קודם.

המקור: בנק ישראל, משרד האוצר, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, בלומברג.

התמתנות האינפלציה השנה הביאה לכך שבסיכום השנה דמתה האינפלציה בישראל לחציון ה-OECD, ואף הייתה נמוכה מעט יותר. זאת לאחר שמעט אחרי תחילת המלחמה היא עלתה לרמה גבוהה יותר מה-OECD (איור ג-א'). תמונה דומה עולה גם בניכוי סעיפי המזון והאנרגיה התנודתיים (איור ג-ב').





ג. הכוחות שהשפיעו על האינפלציה

התמתנות האינפלציה
משקפת דעיכה
בהשפעות המלחמה, אך
חלקן עדיין ניכרות.

המלחמה הביאה לעליית האינפלציה בשנת 2024 דרך שלושה ערוצים עיקריים: עליית פרמיית הסיכון של המשק; יצירת מגבלות היצע בשל הירידה במספר העובדים הזמינים, בעיקר בשל גיוס המילואים המסיבי ובשל האיסור על כניסת עובדים פלסטינים לישראל; וכן דחף ביקוש דרך גידול חד בהוצאות הביטחון המקומיות והמלחמה. התמתנות האינפלציה ב-2025 מבטאת התמתנות של ההשפעות האינפלציוניות של המלחמה, אך נראה שחלקן טרם חלפו לגמרי. בפרט, אף שפרמיית הסיכון ירדה לרמה קרובה לרמתה ערב המלחמה והדחף הפיסקלי קוזז חלקית באמצעות העלאות מיסים, נותר שוק העבודה הדוק.

נסקור כעת בפירוט את הגורמים העיקריים שהשפיעו השנה על האינפלציה:

(1) שער החליפין

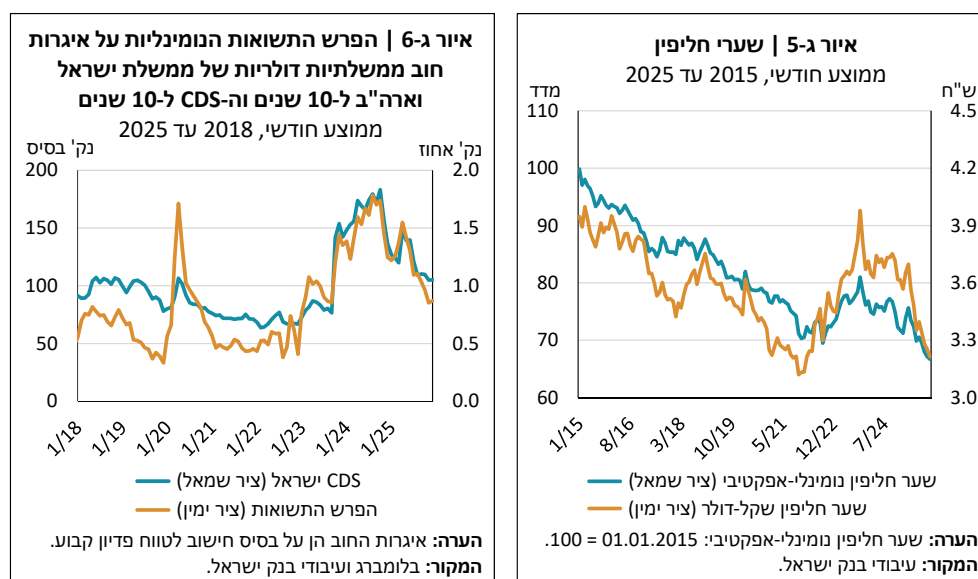
השקל התחזק בכ-8 אחוזים במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי.

שער החליפין משפיע באופן ישיר על העלות השקלית של המוצרים המיובאים למשק, ולכן יש לשינויים בו השפעה ישירה על האינפלציה – בעיקר על מחירי המוצרים הסחירים (ייבוא ותחליפי ייבוא), אך גם על הרכיב הבלתי־סחיר – דרך עלויות התשומות המיובאות, כגון נפט. השנה יוסף השקל (ממוצע דצמבר 2025 מול ממוצע דצמבר 2024) בשיעור ניכר של כ-8 אחוזים במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי; מול הדולר יוסף השקל בשיעור של כ-11 אחוזים (איור ג-5) ומול האירו בכ-1 אחוז.

מסגרת מקובלת לניתוח התפתחויות בשער החליפין היא משוואת שקילות הריבית "הבלתי־מכוסה" (Uncovered Interest Rate Parity – "UIP"). משוואה זו מסבירה את התפתחות שער החליפין באמצעות שינויים בפערי הריביות בין המטבעות ובאמצעות שינויים בתפיסת סיכון המטבעות. בעוד שבטווח הבינוני־ארוך התפתחות שער החליפין מושפעת בעיקר מגורמים ריאליים, בטווח הקצר־בינוני (שנים בודדות) התפתחותו מושפעת בעיקרה מגורמים כגון: מידת הריסון המוניטרי שהבנקים המרכזיים השונים בוחרים לנקוט כיום וצפויים לנקוט בעתיד; שינויים קצרי־טווח בתפיסת הסיכון; ולחצים פיננסיים שנגזרים מצורכי גידור של משקיעים.

התחזקות השקל נבעה במידה רבה מירידת פרמיית הסיכון של המשק.

תיבה ג-1 בוחנת בצורה אמפירית את התפתחות הגורמים הנוגעים לשער החליפין של השקל מול הדולר בטווח הקצר ואת תרומתם להתפתחותו בשלוש השנים האחרונות. הייסוף השנה היה גדול מזה שנגזר מהמגמה ההיסטורית של שער החליפין. מגמה זו משקפת גורמים ריאליים, כגון עודף מתמשך בחשבון השוטף ושיפור יחסי בפריון של המשק הישראלי. התיבה מראה כי חלק מהייסוף השנה מיוחס לגורמים עולמיים (היחלשות הדולר בעולם ועליית מחירי המניות בבורסה האמריקאית) וחלק מיוחס לגורמים מקומיים. בין הגורמים המקומיים אפשר למנות את הירידה בפרמיית הסיכון של המשק, כפי שנמדדת בעזרת חוזי CDS ובעזרת מרווח התשואות הדולריות בין ישראל לארה"ב (איור ג-6). רמתה הנוכחית של פרמיית הסיכון קרובה לרמתה ערב המלחמה. לייסוף השקל תרמה גם המדיניות המוניטרית: למרות הירידה הניכרת בפרמיית הסיכון שהתבטאה בייסוף, במרבית השנה נותרה ריבית בנק ישראל ללא שינוי וירדה במתינות רק בסופה, ובכך הגדילה את פער הריביות מנוכה־הסיכון מול ה-Fed ומול ה-ECB (ראו פירוט בחלק 2, המדיניות המוניטרית).



תיבה ג-1: הרכיב המקומי של שער החליפין - עד כמה חרג השקל מהתנאים הגלובליים

- « תיבה זו בוחנת עד כמה התנודות בשער החליפין שקל-דולר בשנים האחרונות נובעות מגורמים גלובליים ועד כמה הן משקפות גורמים מקומיים ייחודיים.
- « מתחילת 2023 ובמהלך השנה הראשונה של המלחמה פחת השקל מעבר לצפוי לפי התפתחויות גלובליות. ממצא זה עקבי עם הרעה בסנטימנט כלפי ישראל על רקע המתיחות הפוליטית-חברתית בשנת 2023 והמלחמה שפרצה לקראת סופה.
- « מאז מבצע "חצי הצפון" בסוף 2024 תרם הרכיב המקומי לייסוף השקל, ושער החליפין התכנס בהדרגה לרמה קרובה לזו הנגזרת מן הגורמים הגלובליים.
- « האומדן לרכיב המקומי של שער החליפין מתואם עם סיכון האשראי של ממשלת ישראל, כפי שמשתקף ב-CDS, וכן עם הריבית הנומינלית הארוכה בישראל, אך מספק תמונה רחבה יותר של סנטימנט המשקיעים כלפי ישראל.

הקדמה

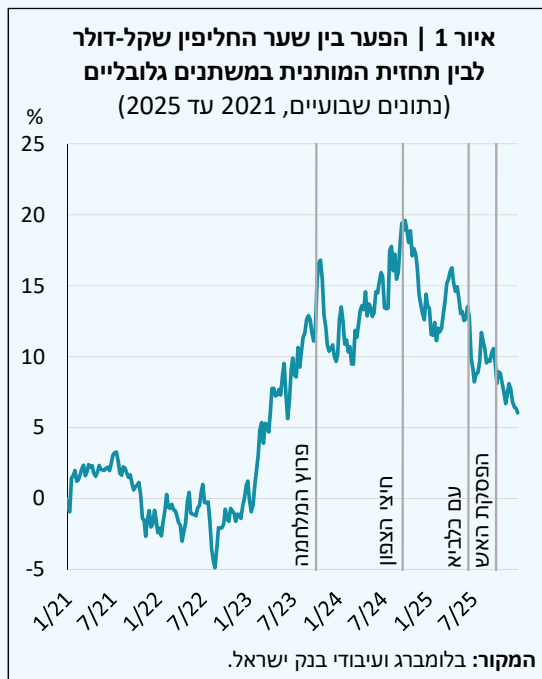
בשנים האחרונות נרשמו תנודות ניכרות בשער החליפין של השקל מול הדולר. מתחילת 2023 החל פיחות של השקל ועם פרוץ המלחמה הגיע השער לשיא של יותר מ-4 שקלים לדולר. מסוף 2024 החל ייסוף של השקל, כך שבסוף 2025 עמד השער על כ-3.2 שקלים לדולר. בתקופה זו התרחשו שינויים בזירה המקומית (מהלכי חקיקה בנוגע למערכת המשפט, מלחמה ומבצעים בתוכה) ובזירה הגלובלית (שינויים בריבית ובמדיניות הסחר האמריקאית). תיבה זו מתמקדת ברכיב המקומי בתמחור השקל, ובפרט בשינויים קצרי-הטווח בשער החליפין שגורמים גלובליים אינם יכולים להסבירם. אף שהשיטה אינה מאפשרת לייחס את הסטייה מההתפתחויות הגלובליות לגורם סיבתי מסוים, היא מספקת מדד פשוט ויישומי לרכיב המקומי בתמחור השקל, שיכול ללמד על סנטימנט המשקיעים כלפי ישראל.

אומדן לרכיב המקומי של שער החליפין שקל-דולר

כדי לבחון את ההשפעות של הגורמים הגלובליים על שער החליפין נאמדה הרגרסיה הבאה:

$$(1) \quad \Delta ILS = \beta_0 + \beta_1 \Delta SP500 + \beta_2 \Delta EUR + \beta_3 \Delta TB10 + \beta_4 VIX + \varepsilon$$

כאשר ΔILS היא שיעור השינוי בשער החליפין שקל-דולר. המשתנים המסבירים ברגרסיה מייצגים את הגורמים הגלובליים המרכזיים המשפיעים על שער החליפין. $\Delta SP500$ היא התשואה על מדד S&P500, המשמשת כמדד לזרמי הון קצרי-טווח, בין היתר כי היא מובילה להתאמות בתיק הנכסים של משקיעים מוסדיים ואחרים (Hau and Rey, 2004); ΔEUR היא שיעור השינוי בשער האירו-דולר המייצג את מעמדו של הדולר כנכס בטוח, כאשר התחזקות של הדולר מול האירו מלווה לרוב בלחץ לפיחות של השקל מול הדולר. $\Delta TB10$ היא השינוי בריבית ארה"ב לעשר שנים. ריבית זו משקפת את הציפיות לריבית חסרת-הסיכון במשק האמריקאי המהוות בסיס לתמחור שער החליפין, ומשקפת גם את תנאי הנזילות הגלובליים המשפיעים על זרמי ההון. VIX היא סטיית-התקן הגלומה באופציות על מדד S&P500, המהווה אומדן לתנודתיות ולתפיסת הסיכון בשווקים המשפיעות גם-הן על זרמי ההון (Rey, 2013). המודל נאמד על שינויים שבועיים ולכן אינו תופס מגמות משותפות ארוכות-טווח של המשתנים אלא תנועה משותפת בטווח הקצר¹.



על-סמך משוואה (1) נבנתה תחזית מותנית במשתנים הגלובליים לשער החליפין: תחזית המבוססת על המקדמים שנאמדו במדגם שבועי בין השנים 2016–2020, לצד הערכים בפועל של המשתנים המסבירים בשנים 2021–2025². איור 1 מציג את הסטייה באחוזים בין שער החליפין בפועל לתחזית מותנית זו. ניכר כי עד סוף 2022 עקב שער החליפין מקרוב אחר התנאים הגלובליים שכן הפער מהתחזית המותנית קטן ונע סביב אפס. אולם בין השנים 2023 ו-2025 היה השקל מפוחת ביחס לרמתו החזויה על-פי הגורמים הגלובליים.

ההתרחקות מהגורמים הגלובליים לא הייתה אחידה לאורך התקופה. מתחילת 2023 ועד פרוץ המלחמה, תקופה שהתאפיינה במתחים חברתיים ופוליטיים סביב שינויי החקיקה הנוגעים למערכת המשפט, נרשמה התרחקות גוברת של שער החליפין מהגורמים הגלובליים. לאחר פרוץ המלחמה העמיקה הסטייה והגיעה לשיאה ערב מבצע "חצי הצפון" – אז היה השקל מפוחת בכ-20 אחוזים ביחס לתנאים הגלובליים. אולם מאז המבצע התמתנה הסטייה מהתנאים הגלובליים. ממצאים אלו עקביים עם הטענה שעד מבצע "חצי הצפון"

¹ האומדן לרכיב המקומי מותנה ביציבות הקשר שבין שער החליפין למשתנים המסבירים. ואכן, בבדיקות רגישות על מדגמים הכוללים את תקופת התחזית נמצאה יציבות במקדמים הנאמדים.

² האומדן מאיור 1 נותר דומה אם כוללים במשוואה (1) פיגור של השינוי בשער החליפין והמשתנים המסבירים, וכמו-כן אם מתחילים את התחזית בנקודות מוצא שונות.

פגעו ההתפתחויות המקומיות בסנטימנט המשקיעים כלפי השקל ותרמו לפיחותו, ואילו החל מהמבצע דעכה השפעתם של גורמים אלה בהדרגה.

הסברים להתפתחות הרכיב המקומי של שער החליפין

חלק זה בוחן הסברים אפשריים לסטיית שער החליפין מהגורמים הגלובליים, ובפרט את מידת ההתאמה בין סטייה זו לבין התפתחות סיכון האשראי הממשלתי והריבית המקומית. לצורך כך נאמדה הרגרסיה הבאה על מדגם של השנים 2016–2025:

$$(2) \quad \Delta IL S = \alpha_0 + \beta \cdot \overrightarrow{Global} + \alpha_1 \Delta CDS + \alpha_2 \Delta IL 10Y + u$$

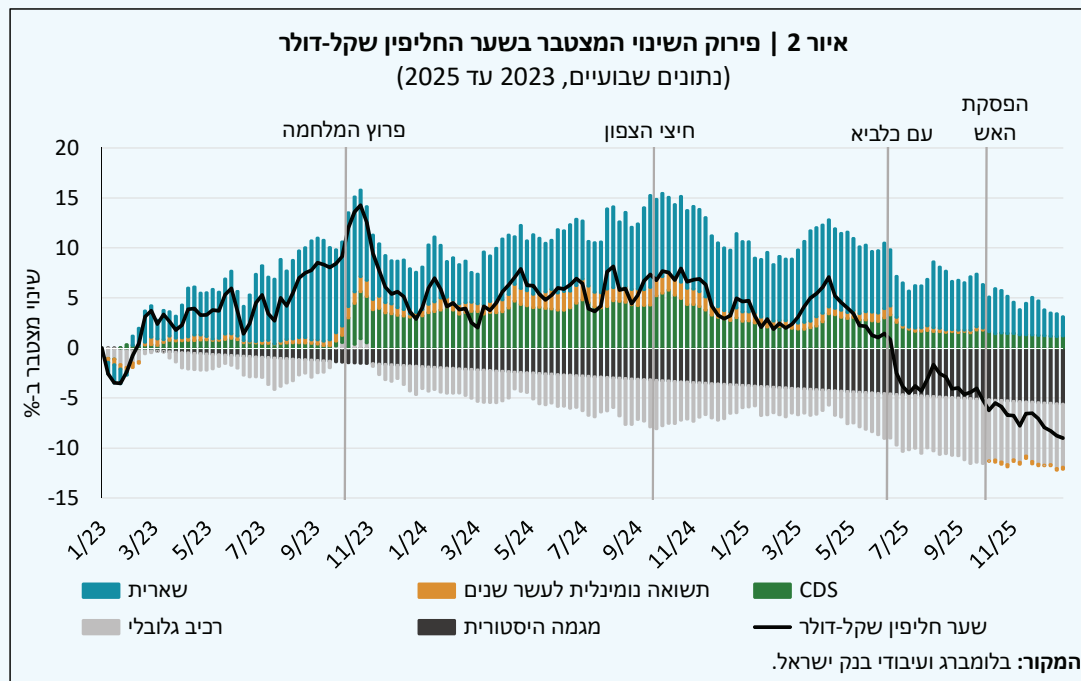
כאשר $\overrightarrow{Global}$ כולל את המשתנים המסבירים ממשוואה (1), ΔCDS היא השינוי ב-CDS לחמש שנים, המשמש כאומדן לסיכון האשראי על אג"ח ממשלת ישראל, ו- $\Delta IL 10Y$ היא השינוי בריבית על אג"ח ממשלת ישראל לעשר שנים, אשר מושפעת גם היא מסיכון האשראי הממשלתי אך גם מהריבית הקצרה וההצפיפות אליה. על סמך אמידה זו, איור 2 מציג פירוק של השינוי המצטבר בשער החליפין שקל-דולר מתחילת שנת 2023, כאשר סכום העמודות הצבעוניות (ה-CDS, הריבית הנומינלית לעשר שנים והאשראי) מהווה קירוב לשינויים קצרי-הטווח ברכיב המקומי בשער החליפין³. הקבוע ברגרסיה מייצג מגמה היסטורית בהתפתחות שער החליפין⁴, שעשויה להיות קשורה לשינויים בפריון היחסי של המשק או לעודף המתמשך בחשבון השוטף (פריש, 2016; Eckstein and Friedman, 2011)⁵.

איור 2 מלמד כי לאורך מרבית התקופה תמכו הגורמים הגלובליים בייסוף השקל. לעומת זאת, תרומתם של הגורמים המקומיים השתנתה לאורך התקופה. עד פרוץ המלחמה התרחש פיחות שמקורו מקומי, אך הוא אינו מתואם עם ה-CDS או הריבית הנומינלית הארוכה אלא נתפס כשארית. ככל הנראה פגעו המתחים הפנימיים באותה תקופה בסנטימנט כלפי ישראל והחלישו את השקל, אך ההשלכות הפיסקליות הצפויות שלהן היו מתונות ולכן ה-CDS והריבית הנומינלית הארוכה לא עלו רבות. לעומת זאת, עם פרוץ המלחמה גדלו הוצאות הממשלה בשיעור ניכר, ומאז חלק מרכזי מן הרכיב המקומי של שער החליפין מוסבר באמצעות ה-CDS והריבית הארוכה. מאז מבצע "עם כלביא", וביתר שאת מאז חתימת הסכם הפסקת האש בעזה, יוסף השקל בשיעור ניכר המוסבר חלקית באמצעות ירידה של ה-CDS והריבית הנומינלית הארוכה. ההתפתחויות בתקופה זו נתפסו בשוק כמפחיתות את סיכון האשראי הממשלתי ולכן תמכו בהתמתנות ה-CDS והריבית הארוכה ובייסוף השקל. הייסוף באותה תקופה נתמך גם באמצעות גורמים גלובליים, אך חלקו נותר לא-מוסבר והושפע כנראה משיפור כללי בסנטימנט כלפי ישראל.

³ מדובר בקירוב בלבד לרכיב המקומי שכן ממשוואה (2) כוללת שני משתנים מסבירים נוספים אשר מתואמים עם הגורמים הגלובליים ולכן משנים את כוח ההסבר שלהם בהשוואה למשוואה (1).

⁴ מכל המשתנים המסבירים במשוואה (2) נוכה הממוצע שלהם במדגם, כך שהחותך ברגרסיה תופס מגמה ארוכת-טווח וליניארית בשער החליפין שקל-דולר, אך לא מושפע ממגמות ארוכות של המשתנים המסבירים.

⁵ משנת 2016 ועד פרוץ המלחמה צמח התוצר לנפש בישראל בכ-4 אחוזים ביחס לארה"ב והחשבון השוטף היה בממוצע בעודף של כ-3 אחוזי תוצר. מגמות אלה תומכות בייסוף ריאלי של השקל.



סיכום

הניתוח מראה שמתחילת 2023 נחלש השקל מול הדולר בשל גורמים מקומיים, ואילו סיכון האשראי של הממשלה עלה רק מפרוץ המלחמה בסוף השנה. מאז מבצע "חיצו הצפון", בסוף 2024, התחזק השקל מול הדולר בתמיכת גורמים מקומיים, ובהם שיפור בסיכון האשראי הממשלתי.

הפניות

פריש, רוני (2016). "שער החליפין הריאלי בטווח הארוך והבינוני", סדרת מאמרים לדיון, בנק ישראל, 2016.03.

Ben Zeev, N., & D. Nathan (2024). Shorting the dollar when global stock markets roar: The equity hedging channel of exchange rate determination. *The Review of Asset Pricing Studies*, 14(4), 640-666.

Eckstein, Z., & A. Friedman (2011). The equilibrium real exchange rate for Israel. *BIS Background Papers*, 201: 57, 201-213.

Hau, H. & H. Rey (2004). "Can portfolio rebalancing explain the dynamics of equity returns, equity flows, and exchange rates?" *American Economic Review*, 94(2), 126-133.

Rey, H. (2013). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*.

השפעת הייסוף על האינפלציה

לייסוף הייתה השפעה ממתנת ניכרת על האינפלציה במהלך השנה. אומדני חטיבת המחקר לתמסורת משער החליפין לאינפלציה משתנים כתלות במודל המשמש לבדיקה ולתקופת המדגם, אך הם נעים ברובם בטווח שבין 0.13 ל-0.25⁵. בהתאם לטווח מקדמים זה ולשינוי בשער החליפין (תוך-כדי התחשבות במטבע ובתזמון המתאימים לכל מודל) עולה כי הייסוף תרם 1.6–2.5 נקודות אחוז לירידת האינפלציה בהשוואה לתרחיש שבו שער החליפין היה נותר ללא שינוי⁶. אומדן זה מבטא את ההשפעה המוערכת של כלל הגורמים שהשפיעו השנה על המשק דרך ערוץ שער החליפין, בין אם השפעתם היחידה על האינפלציה עוברת דרך שער החליפין - כגון שינויים בביקוש לשקל - ובין אם יש להם השפעות נוספות על האינפלציה גם באמצעות השפעתה על עודף הביקוש (ראו דיון בסעיף המדיניות). כדי לכמת את תרומת הייסוף להתמתנות האינפלציה בהשוואה לשנת 2024, שגם בה היה ייסוף, הפעלנו חישוב דומה לזה שביצענו על הייסוף שהתרחש אז. הפער בין תרומת הייסוף המוערכת לאינפלציה השנה לתרומה המוערכת ב-2024 מבטא את האומדן לתרומת הייסוף להתמתנות האינפלציה. על-בסיס חישוב זה מתקבל שייסוף השקל תרם השנה כ-1.3 נקודות אחוז להתמתנות קצב האינפלציה בהשוואה ל-2024⁷.

הירידה המאוחרת יותר של הרכיב הבלתי-סחיר בהשוואה לסחיר תואמת להשפעות הנאמדות שצוטטו למעלה: ההשפעה של שינויים בשע"ח על הרכיב הסחיר מתמצית בתוך כשלושה חודשים, בעוד שלהשפעה על הרכיב הבלתי-סחיר נדרשת כחצי שנה להגיע לכדי מיצוי. כמותית, ברגרסיות אלה מתקבלת תמסורת של כ-0.1 לרכיב הבלתי-סחיר (מול כ-0.2 לרכיב הסחיר), והיא מניבה תרומה מוערכת של כ-0.5 נקודות אחוז להתמתנות באינפלציית הבלתי-סחירים ביחס לשנה שעברה. כנגד גורם ממתן זה תרמה הדיקות שוק העבודה להאצת הרכיב הבלתי-סחיר (ראו הרחבה בסעיף הבא) ובכך קיזזה את מרבית ההשפעה הממתנת של הייסוף על רכיב זה.

(2) עודף הביקוש

בשל השפעתה של המלחמה על ירידת היצע העבודה, לצד הגדלת הביקוש לצריכה ציבורית ביטחונית, התבטאה המלחמה ביצירת עודף ביקוש. עודף ביקוש פועל לעליית האינפלציה בשני ערוצים: ראשית, הוא עשוי לאפשר ליצרנים לגבות מרווח מחירים גבוה יותר ביחס לעלויות הייצור,

המלחמה צמצמה את היצע העובדים והגדילה את הצריכה הביטחונית ותרמה בכך ליצירת עודף ביקוש.

⁵ הניתוח בסעיף זה מבוסס על שני סוגי בדיקות: מודל מבני (DSGE) ורגרסיות אמפיריות. תוצאות המודל המבני מבוססות על עדכון של ניתוח שהוצג בדוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2019 ("כיצד תלוי הקשר שבין שער החליפין לאינפלציה במקור השינוי בשער"), ולפיו ייסוף של אחוז אחד מול סל המטבעות למשך ארבעה רבעונים מוריד את האינפלציה באותה תקופה ב-0.25 נקודות אחוז. הרגרסיות האמפיריות מבוססות על עדכון של ניתוח שפורסם במסגרת לקט ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, דצמבר 2023 ("התמסורת משער החליפין למחירים"), ולפיו בהסתכלות על העשור האחרון, ייסוף של 1 אחוז מול הדולר מביא בחודשים שלאחר-מכן לירידת אינפלציה של כ-0.13 נקודות אחוז. ברגרסיות האמפיריות ישנה אינדיקציה מסוימת לתמסורת חלשה יותר במקרים של ייסוף בהשוואה למקרים של פחות (כאן נעשה שימוש בערך המתאים לייסוף). במודל ה-DSGE התמסורת משע"ח סימטרית בהגדרה.

⁶ הייסוף הרלוונטי למודל ה-DSGE (ממוצע שע"ח אפקטיבי רבעון רביעי של 2025 מול ממוצע רבעון רביעי 2024) היה כ-10 אחוזים. תחת הנחת תמסורת של 0.25 מתקבלת תרומה של 2.5- נקודות אחוז לאינפלציה ב-2025. הייסוף הרלוונטי לרגרסיות האמפיריות (ממוצע שע"ח מול הדולר בנובמבר '25 מול נובמבר '24) היה כ-12 אחוזים. תחת הנחת תמסורת של 0.13 מתקבלת תרומה של 1.6- נקודות אחוז לאינפלציה ב-2025.

⁷ הייסוף הרלוונטי למודל ה-DSGE (ממוצע שע"ח אפקטיבי רבעון רביעי של 2024 מול ממוצע רבעון רביעי 2023) היה כ-5 אחוזים. תחת הנחת תמסורת של 0.25 מתקבלת תרומה של 1.2- נקודות אחוז לאינפלציה ב-2024. הייסוף הרלוונטי לרגרסיות האמפיריות (ממוצע שע"ח מול הדולר בנובמבר '24 מול נובמבר '23) היה כ-2.3 אחוזים. בהנחת תמסורת של 0.13 מתקבלת תרומה של 0.3- נקודות אחוז לאינפלציה ב-2024.

בפרט בענפים שבהם ביקוש הצרכנים קשיח יחסית. שנית, הוא פועל לעליית השכר - רכיב מרכזי בעלויות הייצור של מוצרים ושירותים רבים. התייקרות עלויות הייצור מניעה את היצרנים להעלות את מחירי מוצריהם ככל שהביקוש מאפשר זאת.

מדד מקובל בספרות למידת הדיקות שוק העבודה הוא היחס שבין המשרות הפנויות למובטלים, V/U , כמבטא את היחס שבין הביקוש של חברות לעובדים לבין היצע העובדים הזמינים. מדד זה נמצא גם במספר מחקרים כבעל כושר הסבר ביחס לאינפלציה⁸. למרות התמתנות במהלך השנה ביחס לרמת השיא ב-2024, הוסיף היחס V/U להיות גבוה השנה - סמן לכך ששוק העבודה עודנו הדוק (להרחבה ראו פרק ה' בדוח זה). בדיקה אמפירית על ישראל מעלה כי היחס V/U הוא בעל כושר הסבר ניכר בהתפתחות אינפלציית הרכיב הבלתי־סחיר⁹. נקודה שעולה מהניתוח היא שהשפעת ההדיקות על האינפלציה אינה ליניארית אלא מתגברת כאשר שוק העבודה הדוק מאוד¹⁰. בהתבסס על תוצאות האמידה, ותוך־כדי התחשבות במשקל הרכיב הבלתי־סחיר במדד הכללי, מתקבלת תרומה מוערכת ניכרת לאינפלציה - יותר מ-0.9 נקודות אחוז - במהלך 2025, כתוצאה ממגבלות ההיצע בשוק העבודה. התרומה המוערכת לאינפלציה ב-2024 הייתה קטנה מאשר ב-2025 ועמדה על 0.6 נקודות אחוז, כיוון שבמחצית הראשונה של 2024 טרם הגיע שוק העבודה לרמות ההדיקות הגבוהות שאפיינו אותו בסופה. בסך־הכול, הדיקות שוק העבודה פעלה להאצת האינפלציה השנה בכ-0.3 נקודות אחוז.

בעוד שבשנת 2024 עלתה האינפלציה אף שלא התייקרו עלויות הייצור, בשנת 2025 כבר הסתמן גידול בעלויות. מדד מקובל לעלויות הייצור הוא שיעור התמורה לעבודה, המחושב כיחס שבין סך הוצאות השכר לתוצר הנומינלי (שמהווה בקירוב סכום של השכר והרווחים). לאחר מספר שנים של ירידה בשיעור התמורה לעבודה בסקטור העסקי (סמן מדויק יותר משיעור התמורה בכלל המשק למגבלות ההיצע הרלוונטיות לאינפלציה), השנה החל השיעור לעלות - התפתחות עקבית עם השפעתן של מגבלות היצע בשוק העבודה (להרחבה ראו פרק ה' בדוח זה). כאמור, העלייה באינפלציה החלה כבר ב-2024, עוד לפני עליית עלויות הייצור. התפתחות זו יכולה לנבוע מכך שהשכר קשיח יותר מהמחירים או מהיכולת של יצרנים לגבות מרווחים גבוהים יותר מעל עלויות הייצור בתנאים של עודף ביקוש.

⁸ לעדויות באשר לביצועים העדיפים של היחס V/U על מדדים אחרים למידת ההדיקות ראו:

Régis Barnichon and Adam Hale Shapiro (2024). "Phillips meets beveridge." *Journal of Monetary Economics* 148: 103660.i

לדיון ביתרון של היחס V/U כאומדן למידת ההדיקות על־פני שיעור האבטלה ויישום לארה"ב ראו:

Ben Bernanke and Olivier Blanchard (2025). "What caused the US pandemic-era inflation?." *American Economic Journal: Macroeconomics* 17, no. 3: 1-35.i

⁹ הניתוח מבוסס על אמידת עקומת פיליפס נאו־קיינסיאנית מהצורה הבאה:

$$\pi_t = \alpha + \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 \pi_t^e + \beta_3 VU_{t-1}^{low} + \beta_4 VU_{t-1}^{high} + \beta_5 \Delta E_t$$

כאשר π_t היא האינפלציה הרבעונית במונחים שנתיים של הרכיב הבלתי־סחיר ללא פירות וירקות (מנוכה עונתיות), π_{t-1} האינפלציה בפיגור של רבעון, π_t^e ציפיות האינפלציה משוק ההון לטווח של שנה, VU_{t-1}^{low} היא סטיית היחס V/U ברבעון הקודם מהממוצע שלו כאשר היא שלילית, אפס אחרת. VU_{t-1}^{high} היא סטיית היחס V/U ברבעון הקודם מהממוצע שלו כאשר היא חיובית, אפס אחרת. ΔE_t היא שיעור השינוי של שער החליפין האפקטיבי (ממוצע רבעון מול ממוצע רבעון קודם).

¹⁰ חוסר הליניאריות יכול לנבוע, בין השאר, מכך שככל שמלאי העובדים הזמינים מצטמצם, חברות נאלצות לגייס עובדים מתאימים פחות וכך עלויות הייצור מתייקרות בקצב מואץ. עדות לחוסר ליניאריות של הקשר בין היחס V/U לאינפלציה מופיעה, בין היתר, אצל:

Pierpaolo Benigno and Gauti B. Eggertsson (2024). "Slanted-L Phillips Curve." In *AEA Papers and Proceedings*, vol. 114, pp. 84-89.

הציפיות לאינפלציה (3)

הציפיות לאינפלציה משפיעות על החלטות התמחור של חברות ושל עובדים, המביאים בחשבון את עליית המחירים הצפויה בשכר שהם מבקשים. לכן, חלק חשוב מתפקיד הבנקים המרכזיים הוא לוודא שזעזועים לכלכלה אינם מתגלגלים בצורה חזקה מדי לציפיות לאינפלציה ובכך יוצרים תגובה חזקה יותר וממושכת יותר של האינפלציה בפועל ("השפעות סיבוב שני"). תפקיד זה קיבל משנה חשיבות בתנאים שהמשק ישראלי חווה בעקבות המלחמה: ראשית, מגבלות היצע שיצרו לחצי אינפלציה עד כדי חריגה מהגבול העליון של יעד האינפלציה; שנית, גידול ניכר בצרכי המימון של הממשלה - התפתחות שנוטה לפעול לעליית הציפיות לאינפלציה של הציבור - גם עקב הגידול הצפוי בעודף הביקוש וגם, פוטנציאלית, עקב חשש ליכולת ההחזר של הממשלה או ציפיות להעלאת מיסים עתידית¹¹. כל זאת אחרי חריגה מתמשכת של האינפלציה מהיעד בתקופת היציאה מהקורונה.

עיגון הציפיות לאינפלציה
סייע למתן את תגובת
האינפלציה למלחמה.

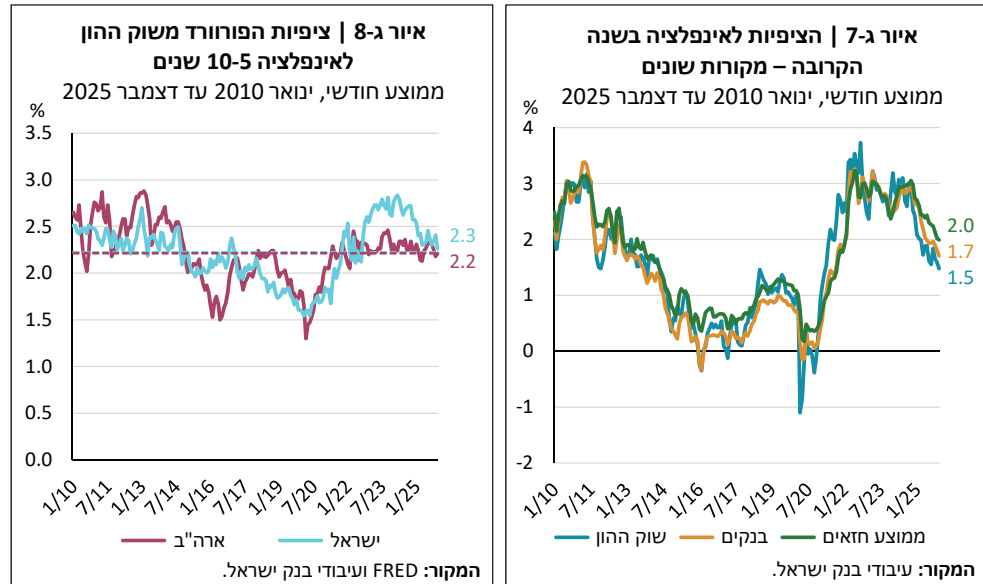
על רקע זה התמתנות הציפיות לכלל הטווחים השנה היא התפתחות חיובית ששיקפה את ירידת עצימות העימות הביטחוני ודעיכת השלכות המלחמה על האינפלציה, לצד המדיניות המוניטרית ששמרה על אמינות יעד האינפלציה. הציפיות לשנה, שנעו ב-2024 סביב הגבול העליון של תחום היעד, התמתנו השנה בצורה ניכרת עד לסביבת מרכז תחום היעד (איור ג-7). כיוון שהחלטות התמחור של יצרנים מושפעות מהציפיות שלהם לאינפלציה, סביר שהעלייה המתונה בציפיות לאינפלציה במהלך המלחמה והירידה המהירה שלהן השנה תרמו למיתון העלייה באינפלציה בפועל ולקיצור הזמן שבו שהתה מעל תחום היעד. ירידת הציפיות לאינפלציה תרמה למיתון האינפלציה גם דרך השפעתה לעליית התשואה הריאלית - גורם הפועל למיתון הביקוש לצריכה ולהשקעה (ראו הרחבה בסעיף המדיניות המוניטרית בהמשך).

גם הציפיות לאינפלציה בטווחים הארוכים (Forward) התמתנו בשיעור ניכר (איור ג-8)¹². מהאיור עולה כי לאחר שבמהלך 2024 עמדו הציפיות על רמה גבוהה בהשוואה היסטורית (בהמשך לעלייה שהחלה כבר בסוף 2022), במהלך 2025 התמתנו אלה עד לרמה של 2.3 אחוזים בסוף 2025 - קרוב לממוצע ארוך הטווח. האיור מציג גם השוואה לציפיות לטווחים מקבילים בארה"ב: כפי שעולה מהאיור, קיים מתאם חיובי בין הציפיות בישראל ובארה"ב (וגם הרמה הממוצעת במדגם דומה מאוד). מתאם זה יכול לנבוע מההשפעה שיש לאינפלציה בארה"ב על האינפלציה בישראל דרך הייבוא משם, וגם מכך שקיימים כוחות כלכליים משותפים בשני המשקים. כך או כך, תקופות שבהן אחת המדינות חוותה כוחות אינפלציוניים שהשנייה לא חוותה מתבטאות בפער בין הסדרות. לאחר הירידה בציפיות בישראל הן עומדות, נכון לסוף 2025, על רמה דומה לזו שבארה"ב. בישראל, באופן היסטורי, הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים מעוגנות היטב¹³. מאפיין זה, המשקף את האמינות שהציבור מייחס למדיניות המוניטרית, הוא נכס שעוזר למתן את תגובת האינפלציה לזעזועים מקרו-כלכליים, כפי שאכן ארע בשנתיים האחרונות.

¹¹ כך, למשל, תיבה ג'-3 בדוח בנק ישראל לשנת 2024 מצאה כי עליית הגרעון בשנת 2024 תרמה לעליית הציפיות לאינפלציה לשנה בין חצי נקודת אחוז לנקודת אחוז.

¹² הציפיות לאינפלציה מחושבות כפער שבין התשואה הנומינלית לריאלית ועשויות לכלול גם פרמיות נזילות וסיכון.

¹³ ראו תיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2021.



ניתוח התמתנות האינפלציה: סיכום תרומות

בשנת 2025 הסתכמה האינפלציה ב-2.6 אחוזים - ירידה של 0.6 נקודות אחוז ביחס לאינפלציה במהלך 2024. מסיכום של אומדני התרומות שהוצגו לעיל עולה כי רכיב עיקרי שתרם להתמתנות האינפלציה הוא הייסוף (ששיקף כאמור במידה רבה את ירידת פרמיית הסיכון של המשק), שהביא לירידה של 1.3 נקודות אחוז. מנגד, הדיקות שוק העבודה תרמה לפי האומדן כ-0.3 נקודות אחוז לעליית האינפלציה¹⁴. כמתואר בסעיף המדיניות המוניטרית שלהלן, חלק מהשפעות אלה הן תוצאה של מדיניות בנק ישראל: לעובדה שריבית בנק ישראל נותרה במרבית השנה ללא שינוי הייתה תרומה להתמתנות האינפלציה, שהשפעתה עברה דרך תרומה לייסוף השקל, עיגון הציפיות לאינפלציה ומיתון הביקושים, ובכך נמנעה עלייה של האינפלציה על רקע הידוק רב יותר של שוק העבודה¹⁵.

3. המדיניות המוניטרית

א. צעדי המדיניות ושיקולי הוועדה המוניטרית

במרבית השנה נותרה הריבית על 4.5 אחוזים, בנובמבר ובינואר היא הופחתה.

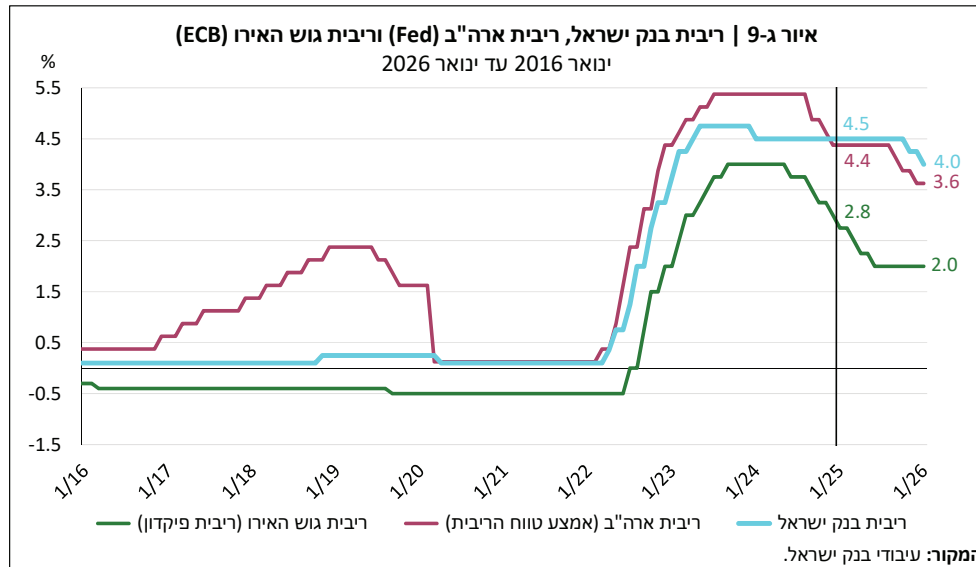
ריבית בנק ישראל נותרה במרבית השנה ללא שינוי - ברמה של 4.5 אחוזים (איור ג-9). בחודש נובמבר, לאחר שסביבת האינפלציה השנתית התייצבה בתוך תחום היעד ולאחר שפרמיית הסיכון בשווקים ירדה על רקע ההתפתחויות הגיאופוליטיות, וביניהן ההגעה להסכם הפסקת האש בעזה

¹⁴ מחיר הנפט ירד השנה בכ-15 אחוזים (לוח ג-1), מול ירידה של כ-5 אחוזים ב-2024. להערכתנו, מדובר בתרומה של כ-0.2 נקודות אחוז להתמתנות האינפלציה. צעדי מיסוי ואסדרה ממשלתית תרמו להאצה של רק כ-0.1 נקודות אחוז, שכן גם ב-2024 הייתה להם תרומה ניכרת (תרומה של כ-0.4 נקודות אחוז שנבעה מהעלאת המס על הסיגריות, ביטול ההנחה על הבלו על הדלק והקטנת סבסוד הצהרונים. לפירוט ראו תיבה ג'1- בדוח בנק ישראל לשנת 2024).

¹⁵ חיבור התרומות הנאמדות מוביל לירידה גדולה יותר של האינפלציה מזו שנצפתה בפועל. בהקשר זה חשוב לציין כי האומדנים כפופים לטווח רחב של אי-ודאות. זאת ועוד, בשנה מסוימת האינפלציה עשויה להיות מושפעת גם מגורמים אידיוסINKרטיים, שאינם מקבלים ביטוי בניתוח אשר כאן.

בחודש אוקטובר, הורידה הוועדה המוניתרית את הריבית ל-4.25 אחוזים – הפחתה ראשונה מאז ינואר 2024. בינואר 2026, על רקע המשך מגמות אלה וסימנים להתמתנות קלה בהדיקות שוק העבודה, הורידה עוד הוועדה את הריבית לרמה של 4.0 אחוזים.

הירידה המתונה בריבית בנק ישראל הגדילה את פער הריביות מול גוש האירו, שהריבית ירדה בו בקצב מהיר יותר מאשר בישראל. הפער מול ה-Fed גדל רק במעט, שכן גם בארה"ב הורדה הריבית בקצב מתון מאוד (איור ג-9).



הותרת הריבית ללא שינוי במשך מרבית השנה נבעה הן מהצורך לשמור על רמת ריבית מרסנת מספיק במטרה להתאים את הביקושים להיצע המוגבל ולמתן בכך את לחצי האינפלציה, הן משיקולי ניהול סיכונים. עד אמצע השנה חרג קצב האינפלציה מהגבול העליון של היעד תוך כדי תנודתיות והפעילות הכלכלית במשך הייתה מתונה בשל מגבלות היצע. כלומר, היא ביטאה עודף ביקוש שמצריך ריסון מוניתרי במטרה להתאים את הביקוש להיצע המוגבל. במצב כזה הייתה הפחתת ריבית צפויה להוביל לעלייה קלה בלבד, אם בכלל, בפעילות אך לעלייה ניכרת באינפלציה. אומנם, כבר בתחילת השנה העריכה חטיבת המחקר כי האינפלציה צפויה להתמתן במהלך השנה אל תוך תחום היעד, אולם הייתה איזודאות רבה סביב צפי זה. זאת בעיקר בשל חוסר יכולת לחזות את התפתחות המלחמה והשלכותיה על פרמיית הסיכון ושער החליפין, שוק העבודה והוצאות הממשלה (ובמידה פחותה גם בשל איזודאות באשר להשפעת העלאת המכסים בארה"ב והשלכותיה).

גם כאשר נכנסה האינפלציה לתוך תחום היעד (במדד אוגוסט, שהתפרסם באמצע ספטמבר) החליטה הוועדה להמתין כדי לוודא שהתמתנות האינפלציה מתבססת ושהמצב הביטחוני אינו מחריף¹⁶. זאת על-מנת להימנע מהפחתה מוקדמת מדי של הריבית, שהייתה עלולה לדרוש בהמשך היפוך כיוון כדי להגיב לעלייה מחודשת באינפלציה. עלייה באינפלציה לאחר שכבר הייתה במגמת התמתנות הייתה עלולה לפגוע גם בעיגון הציפיות. מעבר לכך, היפוכי כיוון תכופים מדי של

הותרת הריבית ללא שינוי במרבית השנה שיקפה צורך בריסון מוניתרי לצד שיקולי ניהול סיכונים.

¹⁶ בזמן החלטת הריבית של תחילת אוקטובר הייתה סבירות גבוהה שמבצע "מרכבות גדעון ב" יורחב, עם השלכות על גיוס המילואים, הוצאות הממשלה, הסנטימנט הבין-לאומי כלפי ישראל וכו'.

הריבית יוצרים תנודתיות מוגזמת בשווקים הפיננסיים, וכמו־כן עלולים להחליש את האפקטיביות של המדיניות המוניטרית בהמשך¹⁷.

הרגיעה הביטחונית, ייסוף השקל וירידת הציפיות לאינפלציה, תמכו בהפחתת הריבית בסוף השנה.

התמתנות ניכרת של סביבת האינפלציה הייתה תנאי חשוב להפחתת הריבית, שכן גם בתרחיש של שיפור ביטחוני היה טמון סיכון להאצה באינפלציה אם הביקוש היה מתאושש מהר מההיצע. השילוב של התמתנות האינפלציה לתוך תחום היעד והשהייה שם, הירידה בפרמיית הסיכון לאחר מבצע "עם כלביא" ועמה ייסוף השקל וירידת ציפיות האינפלציה, וכן הסכם הפסקת־האש באוקטובר והשלכותיו הפוטנציאליות על שוק העבודה הובילו את הוועדה להפחית בנובמבר את הריבית ל-4.25 אחוזים. לקראת ההחלטה בינואר 2026 נוספו לגורמים אלה גם אינדיקציות ראשוניות להקלה במגבלות ההיצע בשוק העבודה, והוועדה הפחיתה שוב את הריבית ל-4.0 אחוזים.

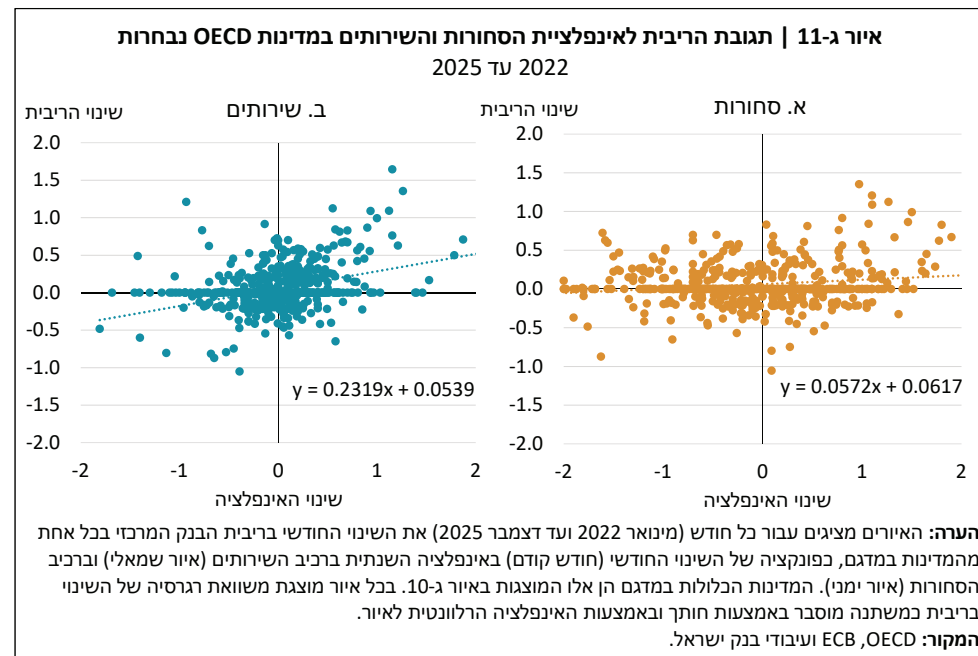
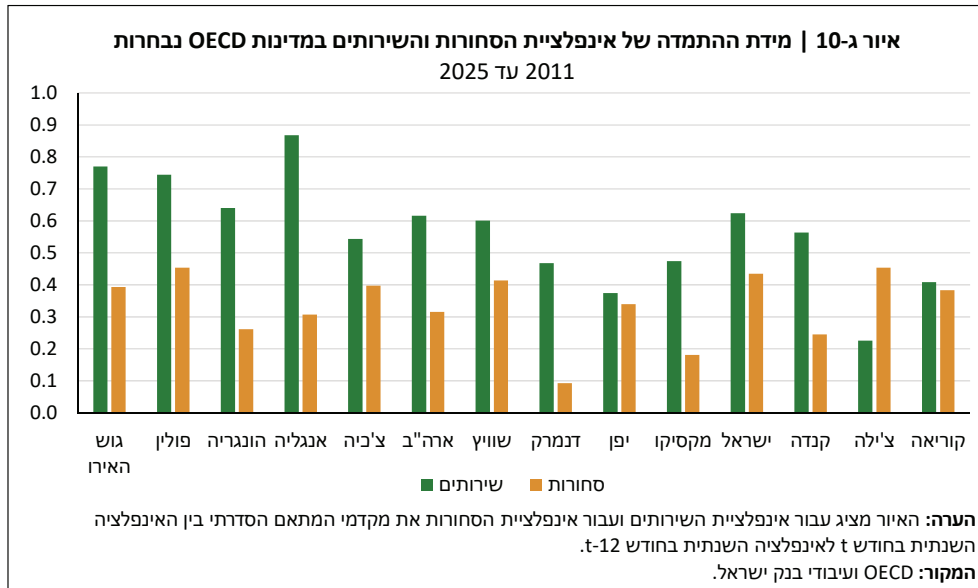
ההערכה שהמשק מאופיין בעודפי ביקוש נתמכה במספר אינדיקטורים ריאליים, וגם בתמונה שעלתה מניתוח הרכב האינפלציה, בעיקר במהלך המחצית הראשונה: התמתנות האינפלציה של הרכיב הסחיר, המושפעת במיוחד מייסוף השקל, בעוד האינפלציה של הרכיב הבלתי־סחיר, המושפעת במידה רבה יותר מעודפי הביקוש המקומיים, המשיכה להיות גבוהה ואף האיצה. העלייה המהירה של מחירי הבלתי־סחירים, הגם ששיקפה בחלקה את השפעת העלאת המע"מ בתחילת השנה, תמכה בהערכה שמגבלות ההיצע בשוק העבודה עודן מתבטאות בעודפי ביקוש שפועלים לעליית המחירים.

קצב העלייה המהיר של הרכיב הבלתי־סחיר היווה שיקול להמתנה עם הפחתת הריבית מסיבה נוספת: רכיב זה נוטה להיות בעל התמדה גבוהה ("דביק") יותר מאשר הרכיב הסחיר. כלומר, עליית אינפלציה ברכיב הבלתי־סחיר נוטה להתמשך זמן ארוך יותר. פער זה עשוי לשקף הבדלים במידת ההתמדה של הכוחות שמניעים כל אחד מהרכיבים (למשל, הרכיב הסחיר מושפע יותר משע"ח, שהוא גורם תנודתי) או לנבוע מהבדלים במאפייני השווקים שבהם נסחרים אותם מוצרים ושירותים. כך או כך, הסיבות המתוארות לעיל – האינדיקציה שהרכיב הבלתי־סחיר מספק באשר לעודף הביקוש במשק וכן וההתמדה הגבוהה יותר שלו – מצדיקות תגובה מרסנת יותר של המדיניות המוניטרית במענה לעליית אינפלציה של הרכיב הבלתי־סחיר, בהשוואה לעליית אינפלציה שמקורה ברכיב הסחיר. באופן עקבי עם הנאמר כאן איור ג-10 מדגים כי בישראל ובמדינות רבות אחרות רכיב האינפלציה במחירי השירותים, המהווים חלק מרכזי מהבלתי־סחירים, הוא בעל התמדה גבוהה יותר מרכיב הסחורות. איור ג-11 מספק עדות כי בנקים מרכזיים אכן נוטים להגיב חזק יותר לשינויים באינפלציית השירותים בהשוואה לשינויים באינפלציית המוצרים¹⁸.

¹⁷ לדיון בערך של תגובת ריבית הדרגתית ראו למשל:

Michael Woodford (2003), Optimal Interest-Rate Smoothing, *The Review of Economic Studies*, Volume 70, Issue 4, Pages 861–886.

¹⁸ האיור מתמקד בתקופה שמ-2022 שכן בעשור שקדם לה נמצאה הריבית במדינות רבות במגבלת האפס. לפיכך, שינויים באינפלציה (בין אם סחורות ובין אם שירותים) לא הובילו לשינוי בריבית – דבר המביא להטיה של שיפועי הרגרסיות. עם זאת, התוצאה האיכותית נשמרת גם כאשר כוללים תקופה זו. כמו־כן, הפער החיובי בין המקדם של תגובת הריבית לאינפלציית השירותים ובין המקדם של התגובה לאינפלציית הסחורות מובהק סטטיסטית.



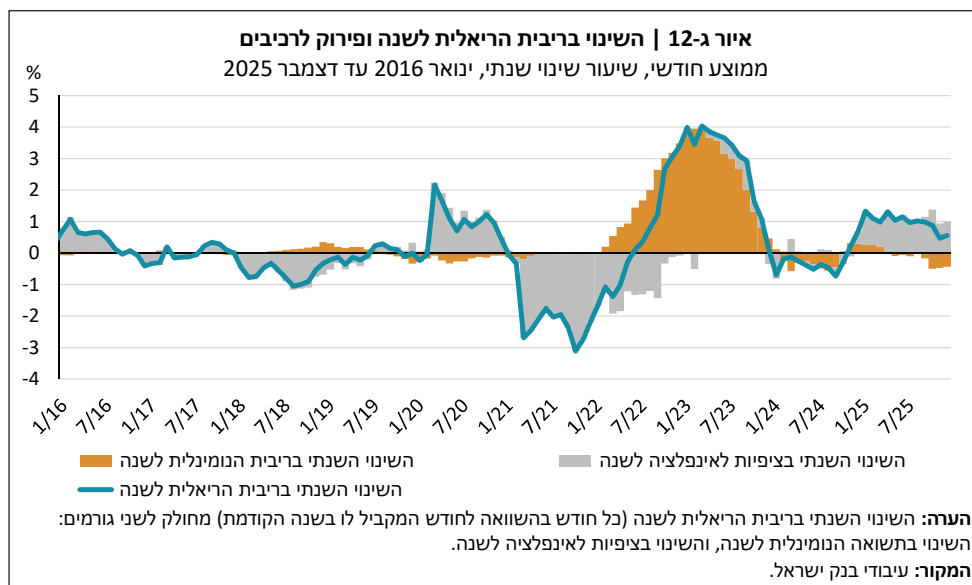
ב. הריביות הריאליות ומידת הריסון המוניטרי

הריבית הריאלית הקצרה

השפעת הריבית המוניטרית על הכלכלה עוברת במידה רבה דרך התשואות הריאליות, המשפיעות על הביקוש המצרפי, ובפרט על הצריכה הפרטית וההשקעות. כדי לבחון את השפעת המדיניות המוניטרית נהוג להסתכל בעיקר על התשואות הריאליות לטווח קצר עד בינוני, כיוון שהן אלה המושפעות בעיקר מהמדיניות המוניטרית: באופן ישיר - דרך התשואות הנומינליות; ובאופן עקיף - דרך הציפיות לאינפלציה של הציבור.

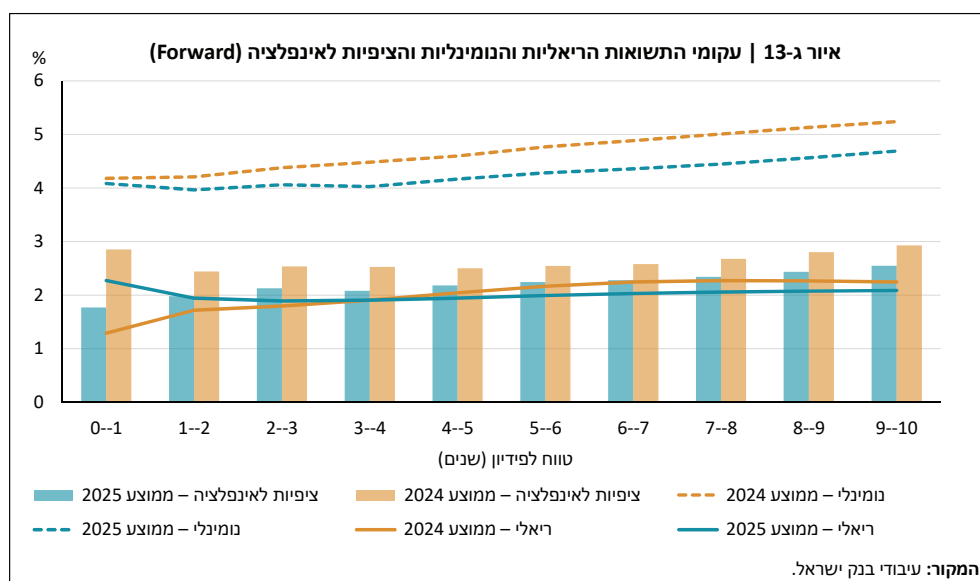
כדי לבחון את השפעת המדיניות על התשואות הריאליות, איור ג-12 מציג פירוק של השינוי השנתי בריבית הריאלית לשנה (כל חודש בהשוואה לחודש המקביל לו בשנה הקודמת) לשני גורמים: השינוי בתשואה הנומינלית לשנה והשינוי בציפיות לאינפלציה לשנה¹⁹. האיור מראה כי בתחילת השנה חלה עלייה ניכרת, של כנקודת אחוז, בתשואה הריאלית לשנה, כך שבמהלך מרבית השנה הייתה הריבית הריאלית גבוהה בהשוואה לחודשים המקבילים בשנת 2024. מהאיור עולה כי הירידה בציפיות לאינפלציה, במקביל לשמירת בנק ישראל על אותה רמת ריבית (עם ההשלכות על התוואי הצפוי שלה), הובילו לעלייה בריבית הריאלית. לקראת סוף השנה הסתמנה ירידה בתשואה הריאלית כתוצאה מהירידה בריבית בנק ישראל. העלייה בתשואה הריאלית התבטאה גם בטווח של שנתיים (איור ג-13) והובילה לעלייה בעקום התשואות הריאלי (Spot) לכל אורכו (לא מוצג כאן). עליית התשואות הריאליות היא גורם הפועל למיתון הביקוש המצרפי - התפתחות שתאמה את הצורך להתאים את הביקוש המצרפי להיצע המוגבל²⁰.

המדיניות המוניטרית
הביאה לעליית הריבית
הריאלית ובכך תרמה
לריסון הנדרש בביקושים.



¹⁹ מבחינה טכנית, הציפיות לאינפלציה לשנה עצמן מחושבות כפער שבין התשואה הנומינלית לשנה לבין התשואה הריאלית לשנה. הפירוק כאן משקף הסתכלות כלכלית שלפיה בטווחים הקצרים את הריבית הנומינלית קובע הבנק המרכזי, הציפיות לאינפלציה נקבעות בהתאם להערכות של הציבור, והתשואה הריאלית נגזרת מאלה.

²⁰ גם כאשר המדיניות המוניטרית מרסנת, תנאי המימון בשוק עשויים להשתנות במקביל עקב גורמים אחרים, כגון פרמיית סיכון ומרווחי אשראי. בשנת 2025 נרשמה הקלה ברכיבים אלה, בעיקר בשוק ההון. להרחבה ראו פרק ד' - התפתחויות במקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי.



הריבית הריאלית הארוכה ומידת הריסון המוניטרי

הדיון לעיל הצביע על העלייה בתשואות הריאליות השנה ככוח שפועל לריסון עודף הביקוש. בחלק זה נראה כי בהינתן מגבלות ההיצע שיצרה המלחמה והצורך לרסן את עודף הביקוש שנגזר מכך, נדרשה ריבית ריאלית גבוהה יחסית. כדי לתאר את המידה שבה המדיניות המוניטרית מרסנת או ממריצה את הביקושים מקובל להתייחס לפער שבין הריבית הריאלית בפועל לבין ריבית ייחוס, המכונה "הריבית הניטרלית"²¹.

בפועל, בשל היותה של הריבית הניטרלית מושג תאורטי שאינו נצפה, קשה להעריך את רמתה. בתנאים ששררו במשק השנה סביר שהריבית הניטרלית הייתה גבוהה יחסית - מצב המצריך שמירה על ריבית ריאלית גבוהה. כדי לראות מדוע, נציג את הריבית הניטרלית כמורכבת משני גורמים: רכיב בסיסי, המבטא כוחות מבניים ארוכי-טווח; ורכיב מחזורי, המושפע בעיקר מהתפתחויות קצרות-טווח (עד כ-5 שנים). באופן פורמלי²²:

$$\underbrace{rn}_{\text{ריבית ניטרלית}} = \underbrace{rn_{long\ run}}_{\text{גורמי טווח ארוך}} + \underbrace{rn_{cyclical}}_{\text{גורמים מחזוריים}} \quad (1)$$

²¹ לפי התאוריה הנאוקיינסיאנית, הריבית הניטרלית היא הריבית הריאלית שהייתה שוררת בעולם שבו המחירים בכלכלה היו גמישים לחלוטין, וכתוצאה מכך הייתה המדיניות המוניטרית ניטרלית בהשפעתה על הכלכלה. העובדה שבפועל המחירים אינם גמישים לחלוטין מאפשרת לבנקים מרכזיים להשפיע על הריביות הריאליות לטווחים קצרים ובינוניים ובכך לדחוף את הכלכלה לכיוון הרצוי - ריסון הביקושים כאשר הם גבוהים מדי, או עידודם כאשר הם נמוכים מדי. לעיתים הריבית הניטרלית נקראת בספרות: "הריבית הטבעית".

²² לפירוק דומה למשוואה 1 ולדיון בדרכים למדידת הריסון המוניטרי ראו:

Olamide Harrison and Vina Nguyen. "How to Measure the Monetary Policy Stance", IMF How To Notes 2025, <https://doi.org/10.5089/9798400298882.061>

באמצעות פירוק זה נתאר את הריבית הריאלית הקצרה שהבנק קובע כמורכבת משלושה גורמים: מידת הריסון שהבנק המרכזי מעוניין להשיג; גורמים מחזוריים קצרי-טווח שמשנים את הריבית הניטרלית; וגורמים מבניים ארוכי-טווח שמשנים אותה. פורמלית:

$$r = \underbrace{r - rn}_{\text{ריסון מוניטרי רצוי}} + \underbrace{rn_{cyclical}}_{\text{גורמים מחזוריים}} + \underbrace{rn_{long run}}_{\text{גורמי טווח ארוך}} \quad (2)$$

שיפוע העקום הריאלי (קצר פחות ארוך)

ממשוואה 2 עולה שאם הבנק המרכזי רוצה לשמור על אותה רמת ריסון מוניטרי או להעצים אותה, עליו לפעול לעליית הריבית הריאלית באופן שיקזז גם כוחות מבניים ארוכי-טווח לעליית הריבית הניטרלית, וגם כוחות מחזוריים קצרי-טווח לעלייתה. בתנאים ששררו במשק הישראלי בשנתיים האחרונות סביר שהגורמים המחזוריים – עודפי הביקוש – פעלו לעלייה של הריבית הניטרלית: עודפי ביקוש מקטינים את החיסכון המצרפי ובכך מפעילים לחץ לעליית רמת הריבית כך שתאזן בין הביקוש לחיסכון להיצע שלו. באשר לגורמי הטווח הארוך, בשנים שלאחר משבר הקורונה עלו הריביות הארוכות במדינות רבות ואפשר למצוא בספרות ובצעדי מדיניות בשנים האחרונות מספר הסברים לכך.²³ עליית הריביות הארוכות מצביעה על קיומם של כוחות כלכליים שמצריכים שמירה על ריבית קצרה גבוהה יותר כדי להשיג את אותה רמת ריסון מוניטרי. לפיכך, גם הגורמים קצרי-טווח וגם הגורמים ארוכי-טווח פעלו ככל הנראה לכך שעל־מנת לשמור על רמת ריסון התואמת את תנאי המשק, נדרשה רמת ריבית ריאלית גבוהה ביחס לזו ששררה בעשור הקודם.

לצורך שמירה על ריסון מוניטרי נדרשה ריבית ריאלית גבוהה יחסית לשנים הקודמות.

איוור ג-14 מראה שאכן כך היה: האיור מציג פירוק של הריבית הקצרה לשני רכיבים: (1) התשוואה הריאלית Forward בין השנה החמישית לשנה העשירית כמייצגת את הגורמים ארוכי-טווח במשוואה 2. תשוואה זו משקפת את ציפיות המשקיעים בשוק לרמת הריבית הריאלית הקצרה שתשרור בעתיד²⁴; (2) הפער בין הריבית הקצרה ל-Forward. בהתאם למשוואה 2, רכיב זה תופס את עוצמת הריסון המוניטרי $r - rn$ לצד גורמים מחזוריים $rn_{cyclical}$ שמשפיעים על הריבית הניטרלית בטווח הקצר²⁵. מהאיור עולה כי בשנה האחרונה הגיעה הריבית הריאלית לשנה לרמה גבוהה בהשוואה לעשור האחרון (למעשה, הרמה הגבוהה מאז 2008), וכי זו משקפת תרומה של שני הגורמים: גם Forward גבוה וגם פער גבוה בין הריבית הקצרה ל-Forward.

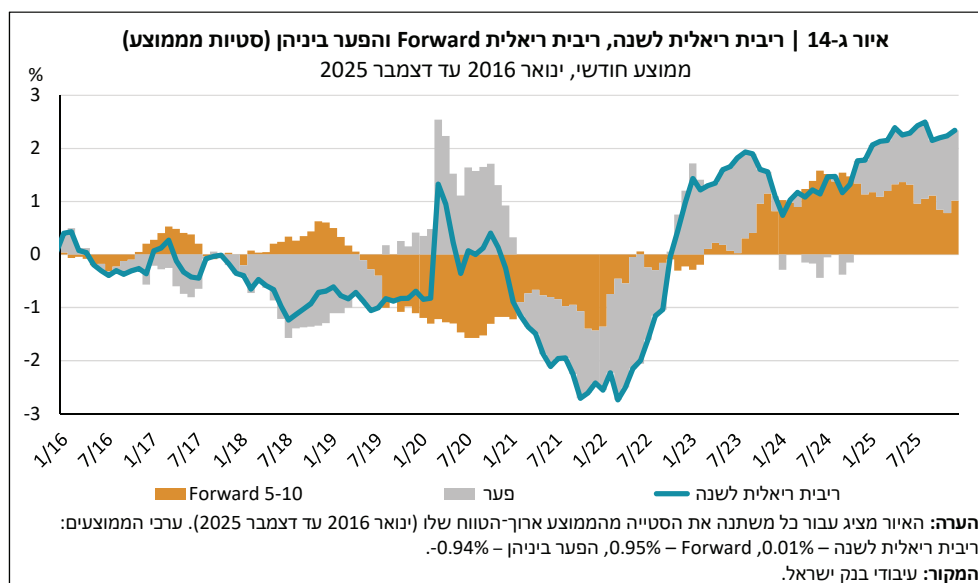
²³ בעשור שקדם למשבר הקורונה רכשו בנקים מרכזיים רבים אג"ח – צעד אשר פעל לירידת התשואות, ואילו היציאה של הבנקים משוקי האג"ח תרמה לעליית התשואות. גורם נוסף הוא הגירעונות, שגדלו במדינות רבות בעקבות משבר הקורונה וצפויים להישאר גבוהים במדינות רבות, בין היתר בשל הגידול הצפוי בהוצאות הביטחון שלהן, על רקע התגברות המתחים הגיאופוליטיים. לסקירה בנושא ראו:

Gianluca Benigno, Boris Hofmann, Galo Nuño, and Damiano Sandri. "Quo vadis, r*? The natural rate of interest after the pandemic." *BIS Quarterly Review* 4 (2024): 17-30

²⁴ תשואות ה-Forward הריאליות הנמדדות כוללות פרמיית טווח (Term premium), אשר עקרונית היא רצוי לנכותה על־מנת לקבל אומדן מדויק יותר לריבית הריאלית הקצרה שהמשקיעים צופים שתשרור בעתיד. ההנחה המובלעת בניתוח כאן היא שפרמיית הטווח יציבה יחסית על־פני זמן.

²⁵ איוור ג-14 מציג כל משתנה במונחי סטיות מהממוצע ההיסטורי שלו. הסתכלות זו נועדה למקד את הניתוח בגורמים שהיו שונים השנה באופן ניכר בהשוואה להיסטוריה, ושהביאו לכך שהריבית הריאלית הייתה גבוהה השנה בהשוואה לעבר.

נדגיש כי מפני ששינויים בריבית הריאלית הקצרה נובעים גם מתגובה להתפתחויות בריבית הנייטרלית ולא רק שינויים במידת ההידוק המוניטרי, אי־אפשר לקבוע על סמך האיור בלבד כיצד השתנתה השנה מידת ההידוק המוניטרי. עם זאת, על רקע העדויות המוצגות בפרק לעודף ביקוש, הדיקות בשוק העבודה ומגבלות היצע, סביר שחלק ניכר מן העלייה בריבית הריאלית, וייתכן שאף עיקר עלייתה, שיקף עלייה ברכיב המחזורי של הריבית הנייטרלית, ולא רק הידוק של המדיניות.



תרומת המדיניות המוניטרית להתמתנות האינפלציה

כפי שתואר לעיל, הוועדה המוניטרית נקטה מדיניות שמטרתה לוודא שהאינפלציה מתמתנת לתוך תחום היעד ומתבססת בתוכו. בדעיכה אכן הייתה האינפלציה בסוף השנה בתחום היעד ובינואר 2026 אף ירדה לסביבת מרכזו. מדיניות זו התבטאה בשמירה על אותה רמת ריבית במהלך רוב השנה על רקע תנודתיות באינפלציה, איזודאות גיאופוליטית, ותנודות בפרמיית הסיכון. כפועל יוצא, ועל רקע הירידה בציפיות לאינפלציה, עלתה הריבית הריאלית – גורם אשר פועל למיתון הביקוש לצריכה ולהשקעה. עליית הריבית הריאלית פועלת גם לייסוף ריאלי, ובשל קשיחות המחירים גם לייסוף נומינלי. כל אלה פועלים לירידת האינפלציה.

את תרומת המדיניות למיתון האינפלציה ננסה להעריך באמצעות שימוש באומדן ממודל ה-DSGE של חטיבת המחקר²⁶: לפי המודל, עלייה של נקודת אחוז בתשואה הריאלית הצפויה לשנה מובילה לירידה של כ-0.6 נקודות אחוז באינפלציה באותה שנה²⁷. כדי לתרגם זאת להערכה באשר להשפעת המדיניות נציג שני חישובים: האחד משווה את התפתחות התשואה הריאלית בפועל

²⁶ נייר העבודה על מודל ה-DSGE זמין באתר האינטרנט של בנק ישראל. כותרתו:

[MOISE: A DSGE Model for the Israeli Economy, Discussion Paper No. 2012.06](#)

²⁷ הנחנו שבתחילת השנה מתרחש זעזוע מוניטרי מרסן שמוביל לעלייה של נקודת אחוז בתשואה הריאלית לשנה. כמחצית מעליית התשואה הריאלית נובעת ישירות מהעלאת הריבית הנומינלית וכמחצית מירידה אנדוגנית בציפיות האינפלציה.

למקרה שבו הוועדה הייתה מורידה את הריבית המוניטרית כך שהריבית הריאלית הייתה נותרת כמו ב-2024; השני משווה את התפתחות התשואה הריאלית להתפתחות שהשוק תמחר ב-2024. לצורך החישוב הראשון נתבסס על איור ג-12, אשר מראה כי הריבית הריאלית לשנה הייתה במרבית השנה גבוהה בכ-1 נקודות אחוז ביחס ל-2024. מכאן אפשר להעריך שאילו היה בנק ישראל מפחית את הריבית כך שהריבית הריאלית הייתה נותרת דומה ל-2024 - הייתה האינפלציה גבוהה בכ-0.6 נקודות אחוז וחורגת בסוף השנה מתחום היעד. לצורך החישוב השני נתבסס על איור ג-13, אשר ממנו עולה כי כבר ב-2024 ציפה השוק שהתשואה הריאלית תעלה ב-2025 בכ-0.4 נקודות אחוז - זאת בשל הערכה שבנק ישראל ישמור על רמת ריבית דומה ל-2024, למרות ירידה חזויה בציפיות האינפלציה (בפועל הציפיות לאינפלציה ירדו עוד יותר)²⁸. כלומר, כמחצית מהעלייה בתשואה הריאלית כבר תומחרה בשוק ב-2024 וייתכן אפוא שהשפיעה על האינפלציה עוד לפני 2025. הפעלת מקדמי התמסורת רק על הרכיב המפתיע של העלייה בתשואה הריאלית מניבה אומדן של כ-0.4 נקודות אחוז לתרומת המדיניות למיתון האינפלציה.

תחת שני החישובים מתקבל שהשארית הריבית ללא שינוי במרבית השנה תרמה במידה ניכרת לכך שהאינפלציה חזרה לתוך תחום היעד. בפועל סביר שהתרומה הייתה גבוהה יותר: האומדן במודל ה-DSGE מבוסס על הקשרים הממוצעים בהיסטוריה, אך השנה חווה המשק מגבלות היצע. בסביבה כזו היכולת להגדיל את כמות גורמי הייצור במטרה להיענות לעליית הביקוש היא מוגבלת. סביר אפוא להעריך שהרחבה מוניטרית הייתה מתבטאת בעלייה חדה יותר של האינפלציה.

4. בסיס הכסף ומצרפי הכסף

הריבית היא מחיר הכסף - העלות החלופית של החזקת נזילות - ולכן שינויים בה, נוסף על שינויים בפעילות, משפיעים על הביקוש לנזילות. כאשר הריבית הנומינלית משמשת כלי מדיניות, הבנק קובע היצע כסף גמיש לחלוטין בריבית שהוא מצהיר עליה, ובסיס הכסף - דהיינו סך השטרות והמעות שבמחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל²⁹ - נקבע על-פי הביקוש שיש לנזילות בריבית של הבנק המרכזי³⁰. כמות הכסף, כפי שנמדדת באמצעות המצרף M1, היא המזומן שבידי הציבור ופיקדונות העו"ש של הציבור בבנקים, וגם היא מושפעת מריבית בנק ישראל. בעשורים האחרונים ירדה החשיבות של מצרפי הכסף לצורכי ניהול המדיניות המוניטרית. בשנות השבעים והשמונים של המאה הקודמת שימשה כמות הכסף עוגן מרכזי לבנקים המרכזיים וגם הייתה הכלי שבאמצעותו הם ניהלו את המדיניות. מאז השתנתה הצורה שבה בנקים מרכזיים מנהלים מדיניות מוניטרית: כלי המדיניות המרכזי היום הוא הריבית המוניטרית, והבחירה של רמתה נעשית לא מתוך הסתכלות על קצב הגידול של כמות הכסף אלא בעיקר מתוך הערכה של הרמה שנדרשת כדי לעמוד ביעדי הבנק. ועדיין, למרות האמור לעיל, ישנם הסבורים כי החשיבות של מצרפי הכסף לא נעלמה כליל וכי בתקופות של התפתחויות חריגות במצרפים אלה, למשל

²⁸ אנו מניחים כאן כי בטווח של שנה עד שנתיים קדימה פרמיית הטווח קטנה יחסית.

²⁹ הבנקים מחויבים להפקיד בפיקדונות עו"ש בבנק ישראל כחלק מחובת הנזילות שלהם.

³⁰ בסיס הכסף מושפע הן מזרמים שאינם בשליטת בנק ישראל - כגון פעולות הממשלה (שכן חשבונות הממשלה מנוהלים בבנק ישראל), הן מזרמים שהם בשליטתו - כגון רכישות המט"ח והאג"ח והנפקות המט"ח. הבנק סופג נזילות או מזרים אותה כדי לספק את הביקוש לבסיס הכסף בהתאם לריבית בנק ישראל. כלומר, הוא מתאים את בסיס הכסף לריבית בהתחשב בסך ההזרמות האחרות, וזאת באמצעות פיקדונות נושאי ריבית שהוא מציע לבנקים במכרז, אשר אינם נכללים בבסיס הכסף, ובאמצעות הנפקת מט"ח.

השארית הריבית
ללא שינוי במרבית
השנה סייעה להשבת
האינפלציה לתחום
היעד.

סביב אירועים שבהם הבנק המרכזי רוכש נכסים, בפרט בסביבת ריבית אפס, עשוי להיות בהם מידע מועיל לקובעי המדיניות. כפי שנראה מיד, השנה לא חלו התפתחויות חריגות במצבים אלה.

ההתפתחויות בשנת 2025 ובשנים הקודמות

במהלך 2025 גדל בסיס הכסף קלות (לוח ג-2, עמודה 0), בדומה ל-2024. ב-2025 עלה המצרף M1 (לוח ג-2, עמודה 3), לאחר קצב עלייה מתון מאוד ב-2024. במונחי תוצר נומינלי, בשנתיים האחרונות ניכרת יציבות יחסית בכמות הכסף, לאחר שבמהלך משבר הקורונה היא גדלה במהירות, וביציאה מהמשבר ירדה במהירות (איור ג-15). איור ג-16 מרמז על הסיבה ליציבות בכמות הכסף השנה: האיור מציג את השינוי השנתי בריבית בנק ישראל (לוג) ואת השינוי השנתי של היחס M1 לתוצר (גם כן בלוג). יחס זה מבטא את הביקוש של הציבור לנזילות. מהאיור עולה, כצפוי, מתאם שלילי חזק בין שיעור השינוי בריבית בנק ישראל לבין שיעור השינוי ביחס שבין M1 לתוצר: בתקופות שבהן הריבית עולה העלות החלופית של החזקת מזומן ועו"ש עולה גם היא ועל כן הביקוש להם יורד. כך, למשל, במהלך משבר הקורונה ירדה הריבית לסביבת האפס והביקוש לכסף עלה מאוד³¹. במהלך היציאה מהמשבר עלתה הריבית עד ל-4.75 אחוזים והביקוש לכסף הצטמצם בהתאם. מאז ועד סוף 2025 ירדה הריבית רק במעט, ולכן נותר הביקוש לכסף יציב למדי. האיור מדגים כי בתדירויות הנוגעות למחזור העסקים, ההתפתחויות בכמות הכסף (במונחי תוצר) משקפות בעיקר את השפעת ריבית בנק ישראל.

במקביל ליציבות ב-M1 נרשמה השנה, כמו בשלוש השנים הקודמות, עלייה מהירה בפיקדונות לזמן קצוב לטווח של עד שלושה חודשים (לוח ג-2, עמודה 4). ייתכן שהתפתחות זו מבטאת את המודעות הגוברת של הציבור לאפשרות לקבל תשואה על פיקדונות נושאי ריבית – בין היתר, באמצעות קרנות כספיות – על רקע הפער בין ריבית בנק ישראל לריבית שפיקדונות עו"ש מניבים³².

³¹ הביקוש לכסף מתאפיין בכך שהעלייה בו מתעצמת באופן לא-ליניארי ככול שהריבית הנומינלית – העלות החלופית להחזקת מזומן – מתקרבת לאפס.

³² לפירוט על המעבר של הציבור מפיקדונות קצרים לקרנות כספיות ועל הנכסים שקרנות אלה משקיעות בהן – ראו פרק ד'.

לוח ג-2 | שיעורי השינוי במצרפי הכסף, 2021 עד 2025

0	1	2	1+2=3	4	5	6	3+4+5+6=7	
בסיס הכסף ¹	המזומן שבידי הציבור	עו"ש	M1 ²	פז"ק ³ עד 3 חודשים שנה	פז"ק ³ עד 3 חודשים שנה	פז"ק ⁴ עד 3 חודשים שנה	M1+פז"ק	פיקדונות עד שנה בשקלים
הממוצע בדצמבר לעומת הממוצע בדצמבר אשתקד								
12.6	6.9	25.2	22.0	-3.6	12.6	23.8	17.5	2021
3.0	6.0	-12.9	-10.0	34.6	85.0	-7.9	4.9	2022
1.6	8.8	-19.8	-14.6	24.9	17.3	-15.5	-3.1	2023
2.4	1.6	0.1	0.4	29.0	-6.3	7.1	6.6	2024
2.3	1.9	6.4	5.4	23.2	4.1	-13.2	6.2	2025

הממוצע הרבעוני לעומת הממוצע ברבעון הקודם

2025								
Q1	-1.7	-1.5	-1.1	-1.2	3.8	-1.3	-2.6	-0.2
Q2	2.4	2.2	0.7	1.0	4.0	0.3	1.0	1.7
Q3	0.5	-0.1	0.6	0.5	9.3	-0.1	0.5	2.8
Q4	0.1	0.1	6.7	5.2	5.7	0.4	-11.5	1.5

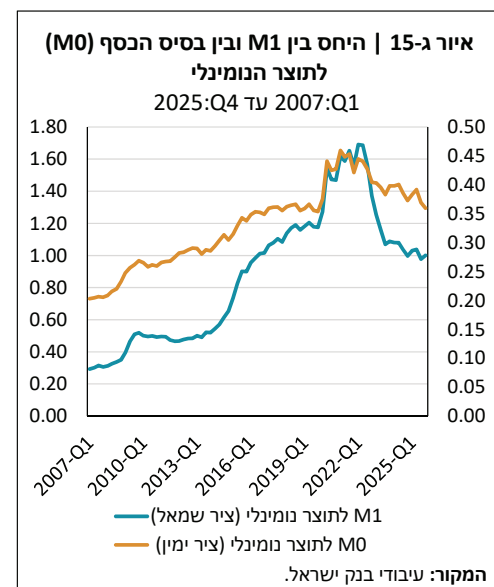
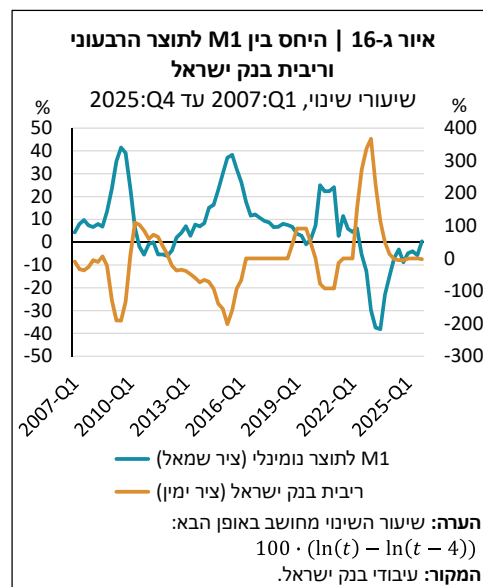
¹ סך השטרות והמעות שבמחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל.

² M1 - המזומן ופיקדונות העו"ש.

³ פיקדון לזמן קצוב.

⁴ פיקדון חוזר קרדיטורי - פיקדון יומי בזיל.

המקור: נתוני בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



פרק ד'

התפתחויות במקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי

« מגמת ההתאוששות במימון המגזר הפרטי, שהחלה בשנת 2024, הוצצה בשנת 2025 והתבטאה בעלייה בחוב ברוב מגזרי הלווים לצד התרחבות של האשראי הבנקאי ושל המימון החוץ-בנקאי.

« האשראי למגזר העסקי התרחב בשיעור ניכר - הן דרך המערכת הבנקאית בכל קבוצות גודל העסקים הן באמצעות פעילות מוגברת בשוק האג"ח חברות. פעילות זו באה לידי ביטוי בהיקפי הנפקות גבוהים ובירידה במרווחי התשואה לרמות נמוכות בקנה-מידה היסטורי, בדומה למגמה בעולם.

« התרחבות המימון החוץ-בנקאי נתמכה בגידול בהיקף חסכונות הציבור המופנים לקרנות כספיות ולקרנות נאמנות במקום פיקדונות בנקאיים. אלה הגדילו את הביקוש למכשירי חוב בשוק ההון ותרמו להתרחבות היצע האשראי לחברות לא-פיננסיות, ובפרט בענף הבינוי והנדל"ן.

« שיעור האשראי הבנקאי בפיגור נותר יציב וברמה נמוכה בשנת 2025 הן במשקי הבית והן באשראי למגזר העסקי.

« בשנת 2025 נשמרה בשוק המשכנתאות רמה גבוהה יחסית של ביצועים, חרף הירידה במספר העסקאות בשוק הדיור. זאת, בין היתר, בשל משקל גבוה של ביצועים בגין עסקאות עבר ובפרט במסגרת מבצעי עידוד שהציעו קבלנים בשנים קודמות.

« במקביל נרשמה רמה גבוהה של מחזורי משכנתאות, שנבעה בעיקר ממימוש אפשרויות לאופטימיזציה של תנאי ההלוואה ולא ממצוקה תזרימית.

« מגמות ארוכות-טווח במאפייני משכנתאות חדשות נמשכו גם השנה, ובהן הארכת תקופות ההחזר, עלייה במינוף וביחס ההחזר להכנסה. כמו-כן חלה עלייה בגילם ובהכנסתם הממוצעת של רוכשי הדירות החדשים.

« בשנת 2025 המשיך להתרחב האשראי הצרכני שלא-לדיור, תוך-כדי עלייה במשקל הגופים החוץ-בנקאיים בכלל וחברות כרטיסי האשראי בפרט. השימוש הגובר במאגר נתוני האשראי בקרב גופים חוץ-בנקאיים מצביע על תרומתו לשיפור יכולות החיתום שלהם, ובכך תמך במגמת העלייה בנפח של אשראי זה מסך האשראי הצרכני שלא-לדיור.



האשראי הצרכני
שלא־לדיוור התאושש,
בהובלת הגידול
באשראי מחברות
כרטיסי האשראי



יציבות בשוק
המשכנתאות
החדשות ועלייה
בהיקף המחזורים

157
מיליארדי ש"ח

סך ההנפקות בשוק
האג"ח חברות –
שנת שיא



התרחבות ניכרת
באשראי העסקי
מהבנקים – גידול
של **18.3%**

1. מבוא והתפתחויות העיקריות

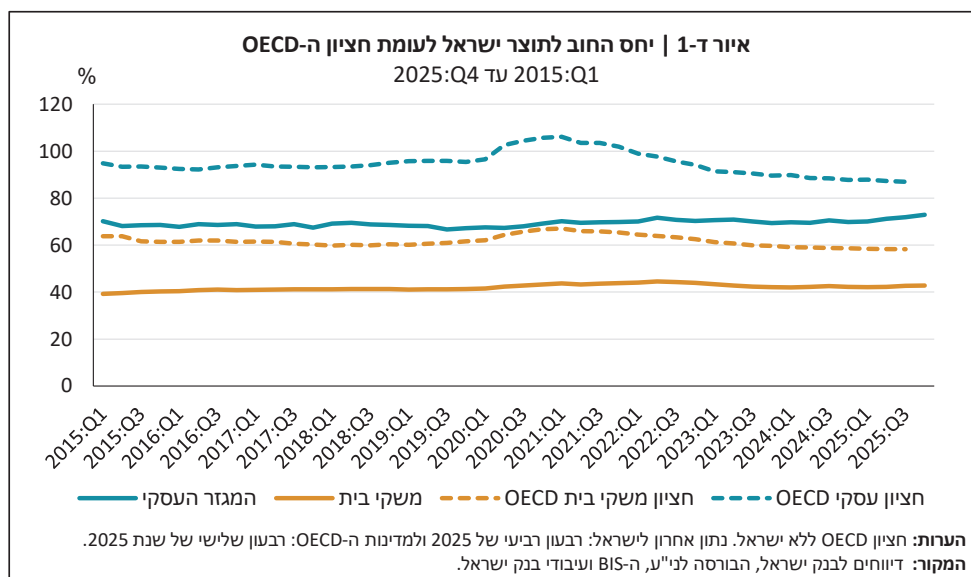
א. רקע

לאחר ירידה חדה בפעילות האשראי בשנת 2023 על רקע פרוץ המלחמה והתאוששות חלקית בשנת 2024, במהלך שנת 2025 נרשם גידול ניכר באשראי העסקי ובאשראי למשקי הבית. גידול האשראי נבע משילוב של שני מקורות מרכזיים: (1) ירידה בעצימות הלחימה ובפרמיית הסיכון לצד רמות גבוהות של ההון העצמי, וגיוסי שיא בשוק האג"ח הקונצרנית של המערכת הבנקאית – אלה תרמו לשיפור תנאי האשראי ולהתרחבות ניכרת של האשראי הבנקאי; (2) התרחבות ניכרת של המימון החוץ־בנקאי למגזר העסקי דרך שוק אג"ח החברות. זאת על־רקע זרימת חסכונות הציבור מהפיקדונות לקרנות כספיות ולקרנות נאמנות – זרימה שהגדילה את היצע המקורות בשוק. מכלול תהליכים זה תמך בהתרחבות הפעילות הכלכלית המצרפית, ובה העלייה בצריכה הפרטית ובהשקעות בענף הבנייה, ובכך סייע להתאוששות המשק, למרות אי־הוודאות המתמשכת. במהלך שנת 2025 גדל החוב הפרטי הלא־פיננסי¹ בכ-9.1 אחוזים – שיעור הגבוה מהעלייה בתוצר באותה תקופה ומהגידול באשראי בשנת 2024, אבל עדיין נמוך משיעורי הגידול שנרשמו בשנים שלפני פרוץ המלחמה (לוח ד-1). הגידול בחוב הפרטי נשען על עלייה בחוב של המגזר העסקי. חוב זה התרחב בכ-11 אחוזים, בעיקר על רקע התרחבות האשראי הבנקאי והגידול בהנפקות אג"ח החברות הסחירות (18.3 אחוזים ו-8.6 בהתאמה). האשראי שמקורו בחו"ל ירד, במידה רבה בשל מגמת הייסוף של השקל לאורך השנה.

החוב של משקי הבית גדל במהלך השנה בכ-7 אחוזים, תוך־כדי שיעורי התרחבות דומים של האשראי לדיוור ושל האשראי שלא־לדיוור. הגידול המהיר של החוב הפרטי הוביל לעלייה ביחס החוב לתוצר בכלל, וביחס החוב העסקי לתוצר בפרט. יחס זה עלה מכ-70 אחוזים בסוף שנת 2024 לכ-73 אחוזים בסוף שנת 2025. אף שיחסים אלו נותרו נמוכים בהשוואה בין־לאומית, בחינה ארוכת־טווח מצביעה על מגמת התקרבות של ישראל לעבר חציון מדינות ה־OECD, בפרט באשראי העסקי, בעיקר בשל ירידה ביחסים אלו בעולם, שהחלה מסוף שנת 2021 (איור ד-1).

החוב הפרטי גדל בשנת 2025 בקצב גבוה מהתוצר.

¹ החוב הפרטי הלא־פיננסי כולל את החוב של משקי הבית והמגזר העסקי ללא בנקים, חברות כרטיסי אשראי וגופים מוסדיים.



לוח ד-1 | התפלגות החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי, 2020 עד 2025

ממוצע 2016 עד											
2025	2024	2023	2022	2021	2020	2025	2024	2023	2022	2021	
שיעור השינוי במהלך התקופה (אחוזים)						יתרה סוף תקופה (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)					
9.1	7.0	4.1	12.2	13.1	4.4	2,450	2,246	2,098	2,015	1,796	החוב של המגזר הפרטי (1+2)
10.5	7.3	5.3	12.3	13.0	3.9	1,548	1,400	1,305	1,240	1,104	1. החוב של המגזר העסקי
18.3	8.1	9.4	14.8	17.5	4.6	921	779	720	658	573	הלוואות מהבנקים
4.2	7.2	4.8	9.9	7.3	5.8	448	430	401	383	348	אשראי חוץ-בנקאי מקומי
8.6	9.6	5.8	11.9	10.8	6.8	331	305	278	263	235	מזה: אג"ח סחירה בישראל
-7.0	4.1	-7.4	8.7	10.9	-0.5	178	192	184	199	183	אשראי מחו"ל
6.7	6.7	2.3	12.0	13.3	5.2	903	846	793	775	692	2. החוב של משקי הבית
7.0	7.5	4.6	13.7	14.5	0.6	653	610	568	543	477	אשראי לדיור
7.1	7.5	4.8	13.5	15.5	6.9	628	587	546	521	459	מזה: אשראי לדיור מהבנקים
6.1	4.7	-3.3	8.3	10.8	2.2	250	236	225	233	215	אשראי שלא לדיור
5.6	5.0	-0.2	5.1	4.8	-0.2	178	169	161	161	153	מזה: אשראי שלא לדיור מהבנקים

המקור: דיווחים לבנק ישראל, הבורסה לני"ע ועיבודי בנק ישראל.

ב. אשראי עסקי מהבנקים

(1) מגמות באשראי העסקי הבנקאי

את הגידול באשראי העסקי בשנת 2025 הוביל האשראי מהמערכת הבנקאית. לוח ד-2 מציג את פילוח הגידול בחוב העסקי לבנקים לפי גודל העסק ולפי ענפי פעילות עיקריים. בניגוד לשנים 2023 ו-2024, שבהן נבע עיקר הגידול באשראי העסקי מהתרחבות האשראי לעסקים גדולים, בשנת 2025 נרשם גידול ניכר גם בקרב העסקים הבינוניים, במקביל להמשך התאוששות האשראי לעסקים קטנים וזעירים. בשנת 2025 צמח האשראי הבנקאי לעסקים גדולים ובינוניים בכ-18 אחוזים, ולעסקים קטנים וזעירים בכ-10 אחוזים.

את ההתרחבות באשראי העסקי הבנקאי בשנת 2025 הובילו ענפי הבינוי והנדל"ן והשירותים הפיננסיים, עם צמיחה של כ-14 וכ-45 אחוזים בהתאמה. בענף הבינוי נבע הגידול בביקוש לאשראי מהגידול בהיקף הפעילות לצד הצורך במימון מלאי הדירות הלא־מכורות ומהארכת משך הבנייה עקב הלחימה; צורכי מימון אלה הוחרפו על רקע ההאטה בביקוש לדירות (להרחבה ראו פרק ח') והשימוש הגובר במבצעי מכירות שיזמו הקבלנים. הגידול החד באשראי לענף השירותים הפיננסיים נתמך בהרחבת האשראי לגופי אשראי חוץ־בנקאיים לצד התרחבות של פעילויות פיננסיות נוספות, כגון אשראי לצורך הבטחת פעילות במכשירים נגזרים לגופים פיננסיים אחרים. כמו־כן, לאחר שנתיים של גידול מתון בלבד נרשמה התאוששות באשראי לענפי המסחר והתעשייה.

המערכת הבנקאית הובילה את הגידול באשראי העסקי.

האשראי לעסקים בינוניים וקטנים התאושש לאחר תקופה של גידול מתון בלבד.

לוח ד-2 | הגידול בחוב העסקי הבנקאי, 2022 עד 2025

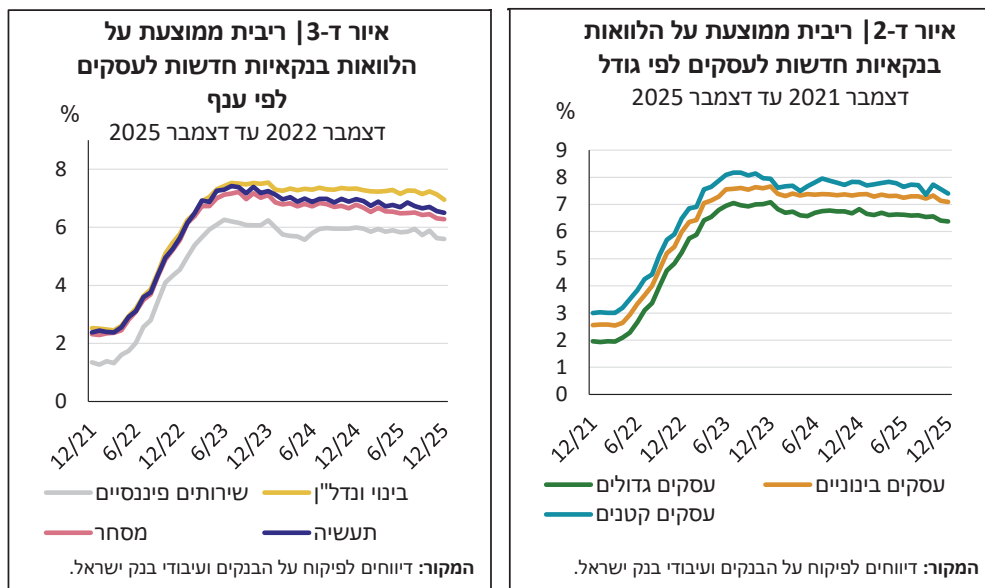
חלוקה לפי גודל עסק וענף, אחוזים

שיעור השינוי (אחוזים)						
2025	מחצית II 2025	מחצית I 2025	2024	2023	2022	משקל מיתרת החוב (סוף 2025)
חלוקה לגודל עסק						
18.1	10.2	7.2	14.4	14.5	30.0	57.6 גדולים
17.6	8.1	8.8	2.9	4.7	11.2	15.4 בינוניים
10.1	7.3	2.6	8.1	-2.6	7.5	27.0 קטנים וזעירים
חלוקה לענפים						
14.2	6.2	7.6	8.8	12.4	18.8	38.3 בינוי ונדל"ן
45.0	20.8	20.1	23.1	12.5	28.7	22.2 שירותים פיננסיים
6.4	2.7	3.6	4.7	5.5	15.0	12.4 מסחר
14.7	6.2	7.9	3.7	3.0	12.9	11.7 תעשייה
8.5	4.2	4.1	2.6	-0.3	7.7	15.4 עסקי אחר

הערות: ענף התעשייה כולל: כרייה וחציבה וענפי אספקת מים, חשמל וגז. עסקי אחר כולל: חקלאות, תחבורה ואחסנה, בתי־מלון, שירותי הארחה ואוכל, מידע ותקשורת ושירותים עסקיים אחרים.
המקור: דיווחים לבנק ישראל, הבורסה לני"ע ועיבודי בנק ישראל.

במהלך שנת 2025 ירדה הריבית על הלוואות לעסקים קטנים וזעירים.

בחינה של הריבית הממוצעת על הלוואות בנקאיות חדשות למגזר העסקי מעלה כי לאורך 2025 נרשמו יציבות ואף ירידה מתונה בחלק מהענפים. ירידה זו בולטת במיוחד בקרב עסקים קטנים וזעירים, שבהם הייתה הריבית הממוצעת ברבעון השלישי של 2025 נמוכה בכ-0.27 נקודות אחוז לעומת התקופה המקבילה ב-2024 (איור ד-2). מבחינה ענפית נרשמו הירידות הגדולות ביותר בענפי המסחר והתעשייה, עם ריבית ממוצעת ברבעון השלישי של 2025 הנמוכה ב-0.31 וב-0.19 נקודות אחוז, בהתאמה, ביחס ל-2024 (איור ד-3). ירידת הריבית נמשכה גם ברבעון הרביעי של שנת 2025 בכל המגזרים והענפים על רקע ירידת ריבית בנק ישראל.



סקר קציני האשראי מצביע על הגמשה בתנאי האשראי העסקי.

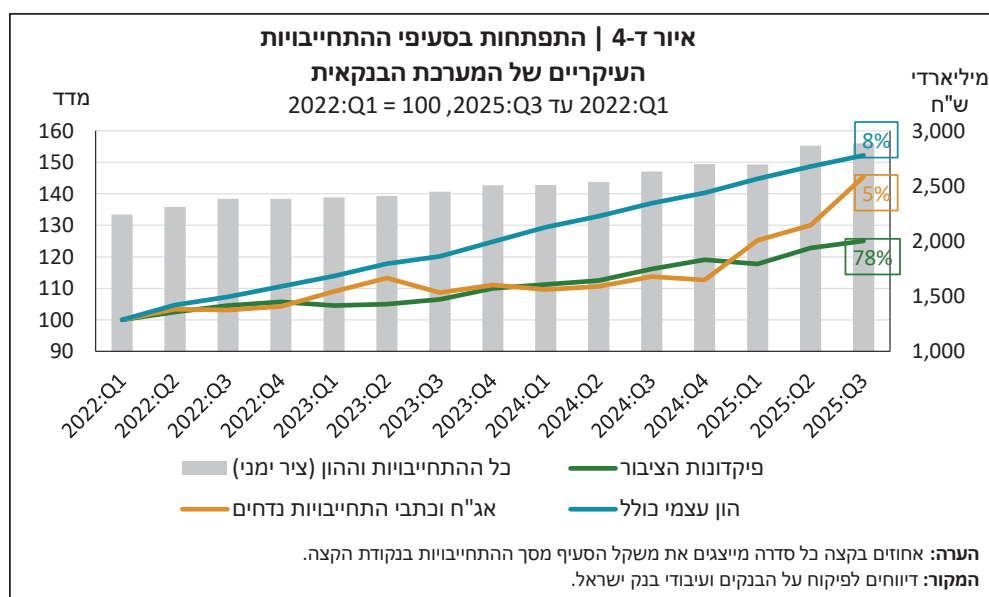
מגמת ההגמשה בתנאי האשראי העסקי הבנקאי בשנת 2025 משתקפת גם בסקר קציני האשראי². לפי המשיבים לסקר, בשנת 2024 היו הגורמים המרכזיים להקשחת תנאי האשראי המצב הכלכלי של המשק וקשיים בפעילות בענפים מסוימים, כאשר עבור עסקים קטנים ובינוניים היה שיעור המשיבים שדיווחו על הקשחה גבוה במיוחד. לעומת זאת, בשנת 2025 נרשמה הגמשה בתנאי האשראי, בעיקר בשל עלייה בתחרות בשוק האשראי - מצד שוק ההון עבור עסקים גדולים ומצד נותני האשראי החוץ-בנקאי עבור עסקים קטנים ובינוניים. נוסף על כך, בסקר הערכת המגמות בעסקים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה נרשמה במהלך שנת 2025 יציבות ברמה נמוכה בשיעור העסקים המדווחים על מגבלות חמורות באשראי הבנקאי.

² בנק ישראל החל לערוך סקר קציני אשראי שנועד לקבל מהתאגידים הבנקאיים בישראל מידע עדכני ואיכותני נוסף על שוק האשראי הבנקאי בישראל. הסקר נערך אחת לרבעון החל מהרבעון השלישי של שנת 2024. להרחבה על ממצאי הסקר המלא ראו: [ממצאים עיקריים מסקר קציני אשראי של בנק ישראל לרביע האחרון של 2025](#).

(2) מקורות המימון של המערכת הבנקאית

התרחבות האשראי העסקי הבנקאי בשנת 2025, לצד הירידה המתונה בריבית וממצאי סקר קציני האשראי, מצביעים על הגמשה בתנאי האשראי והתרחבות בהיצע. מגמה זו התאפשרה בזכות גידול של כ-9.6 אחוזים במקורות המימון של המערכת הבנקאית. פיקדונות הציבור, המהווים כ-78 אחוזים מסך ההתחייבויות של המערכת הבנקאית, גדלו בכ-7.6 אחוזים, לעומת גידול של כ-9 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד. ההון העצמי, המהווה כ-8 אחוזים מהמקורות, גדל בכ-11 אחוזים על רקע הרווחיות הגבוהה של הבנקים, אם כי קצב הצמיחה התמתן לעומת 2024, בין היתר בשל עלייה בחלוקת הרווחים במהלך השנה.

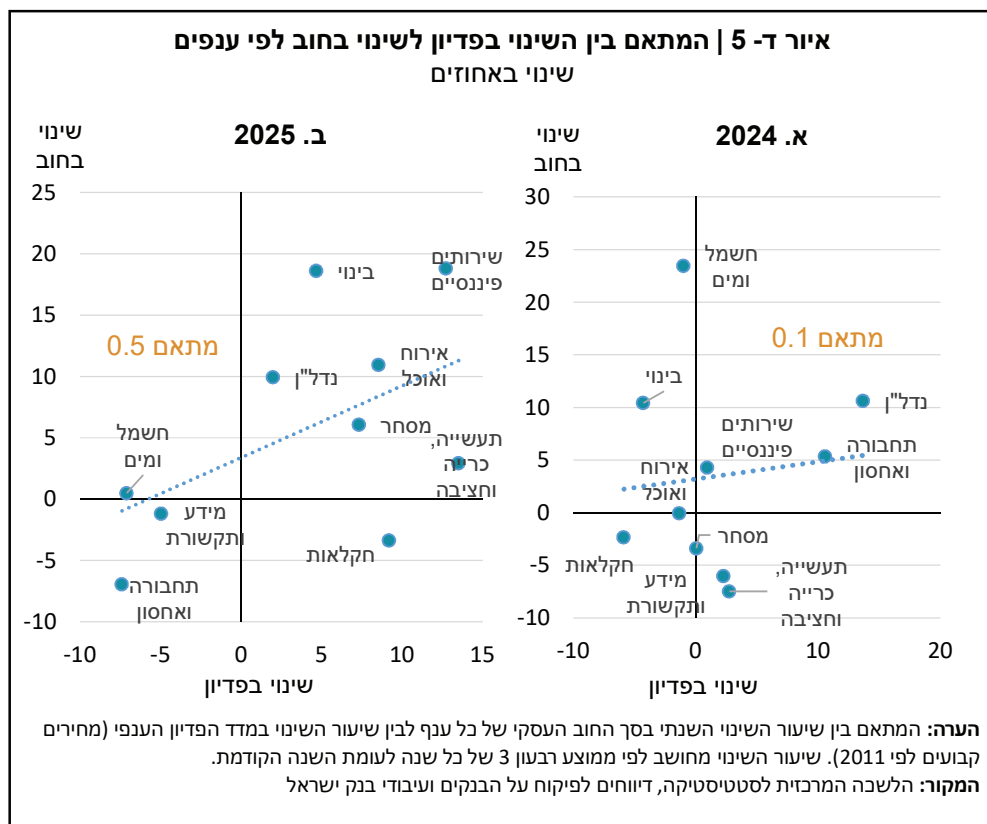
מקור המימון שבלט במיוחד בשנת 2025 היה אג"ח וכתבי-ההתחייבות, שם חל גידול חד של כ-28 אחוזים בין הרבעון השלישי של 2024 לרבעון השלישי של 2025, לעומת 4.6 אחוזים בלבד בתקופה המקבילה אשתקד (איור ד-4). בהמשך הפרק נבחן בהרחבה את הגורמים לעלייה זו.



(3) שימושי האשראי העסקי הבנקאי

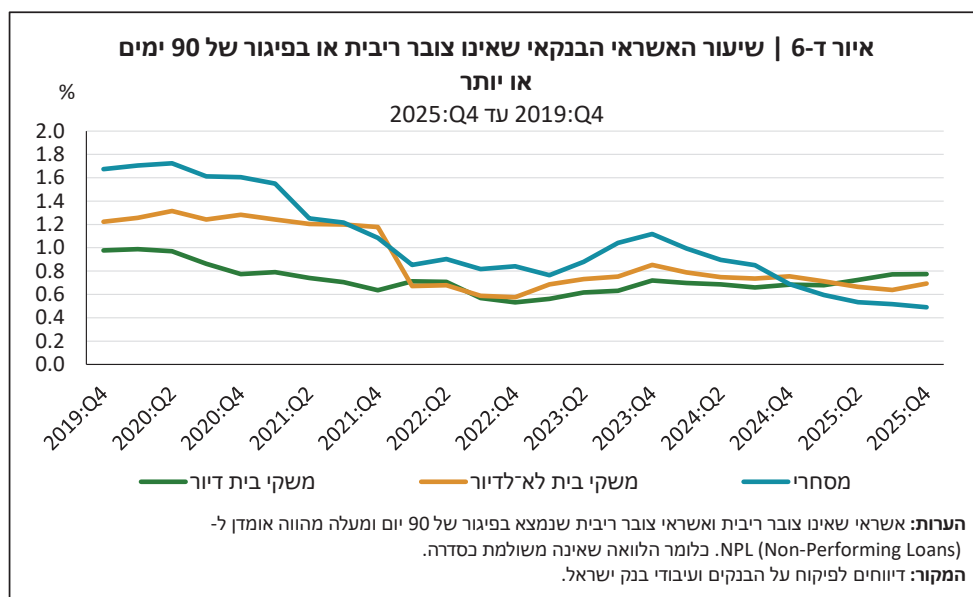
בחינת המתאם בין השינוי במדד הפדיון לבין שיעור הגידול באשראי הענפי מצביעה על כך שהאשראי ניטל בעיקר לצורך הגדלת הפעילות העסקית, ולא בשל פגיעה תזרימית. באופן תאורטי, העלייה באשראי עשויה לשקף התנהלות של עסקים שנדרשו לגשר על פגיעה תזרימית שנוצרה בתקופת ההאטה הכלכלית בעקבות המלחמה, למשל לצורך מחזור חוב, אשראי לקוחות, גידול במלאי וגידול בצורכי ההון החוזר. מנגד, ייתכן שחלק מהעלייה באשראי נבע מהתרחבות בפעילות העסקית על רקע התאוששות הביקושים במשק בשנת 2025, שהובילה לגידול בצורכי המימון של החברות, למשל לצורך רכישת ציוד, שיפוץ מתקנים, הרחבת יכולת ייצור והגברת פעילות שיווקית. כדי לבחון את מקורות הביקוש לאשראי העסקי ניתחנו את הקשר בין השינוי במדד הפדיון לבין שיעור הגידול באשראי של כל ענף: מתאם שלילי בין מדד הפדיון לבין הגידול באשראי עשוי להצביע על שימוש באשראי לגישור על פגיעה בפעילות וצרכים תזרימיים, ואילו מתאם חיובי מצביע על שימוש באשראי לצורך הרחבת פעילות.

המתאם בין הגידול באשראי העסקי לעלייה בפדיון מצביע על מימון פעילות ולא על מצוקה תזרימית.



באיור ד-5 אפשר לראות כי בשנת 2025 התקבל מתאם חיובי חזק בין השינוי בפדיון לבין הגידול באשראי - גבוה בהרבה מזה שנרשם בשנת 2024. תוצאה זו משקפת עלייה משותפת הן בפדיון הן באשראי ברוב הענפים, ומרמזת שהגידול באשראי קשור במידה רבה להתאוששות בפעילות העסקית במהלך השנה. ממצא זה תואם גם את העלייה בהשקעות שנרשמה ב-2025 (להרחבה ראו פרק ב'). נציין כי בין 2017 ל-2025 עמד המתאם הממוצע בין השינוי במדד הפדיון לגידול באשראי הענפי על 0.17, כך שהמתאם שנרשם ב-2025 הוא הגבוה ביותר בתקופה זו.

בחינה של שיעור האשראי הבנקאי שאינו צובר ריבית או שנמצא בפיגור של מעל 90 יום, אשר מהווה אומדן מרכזי לאשראי שאינו נפרע כסדרו, מצביעה על יציבות ברמה נמוכה לאורך שנת 2025 (איור ד-6). שיעור זה נותר דומה הן במשקי הבית הן במגזר העסקי, ואינו מצביע על עלייה בסיכון האשראי ברמה האגרגטיבית. כלומר, בתקופה הנסקרת לא נרשמה החמרה ביכולת ההחזר של הלווים - דבר המהווה אינדיקציה נוספת לכך שהעלייה בסך האשראי במהלך השנה לא נבעה ממצוקה תזרימית שהגבירה את הביקוש להלוואות.



ג. אשראי עסקי חוץ-בנקאי – אג"ח חברות

לצד התרחבות האשראי הבנקאי התאפיינה שנת 2025 גם בפעילות מוגברת בהנפקות אג"ח החברות³. יתרת האג"ח הסחירות של המגזר העסקי גדלה בכ-9 אחוזים במהלך שנת 2025 והגיעה ל-331 מיליארד ש"ח. איור ד-7 מציג את היקף הנפקות אג"ח החברות של המגזר העסקי לפי ענפים, לצד המרווח הממוצע ביחס לאג"ח ממשלתיות. מבחינת היקף ההנפקות הייתה שנת 2025 שנת שיא. בסך-הכול הנפיקו חברות (ללא בנקים וחברות ביטוח) חוב בהיקף של כ-91 מיליארד ש"ח - סכום הגבוה בכ-40 אחוזים מסך ההנפקות בשנת 2024. ענף הבינוי והנדל"ן הוביל עם הנפקות בהיקף של כ-45 מיליארד ש"ח לעומת כ-35 מיליארד בשנת 2024. בשנת 2025 המשיכו מרווחי אג"ח החברות את מגמת הירידה שהחלה לאחר עלייה רגעית עם פרוץ המלחמה. מגמה זו אינה ייחודית לישראל והיא עולה בקנה אחד עם ירידת המרווחים לרמות נמוכות היסטורית גם בשווקים הגלובליים. השילוב בין גידול בהיקפי ההנפקות לבין ירידה במרווחים מצביע על התרחבות היצע האשראי בשוק האג"ח⁴. הגורמים להתרחבות זו נבחנים בהמשך הפרק.

התרחבות האשראי נתמכה בגידול במימון החוץ-בנקאי דרך פעילות ערה בשוק האג"ח.

ד. אשראי לדיור

בשנת 2025 נרשמה יציבות בהיקף ביצועי המשכנתאות החדשות, עם ממוצע חודשי של כ-8.8 מיליארד ש"ח ועלייה מתונה לקראת סוף השנה (איור ד-8). יציבות זו התקיימה למרות הירידה במספר העסקאות בשוק הדיור. עיקר ההסבר לכך נובע מהמשך תרומתם הגבוהה של ביצועים

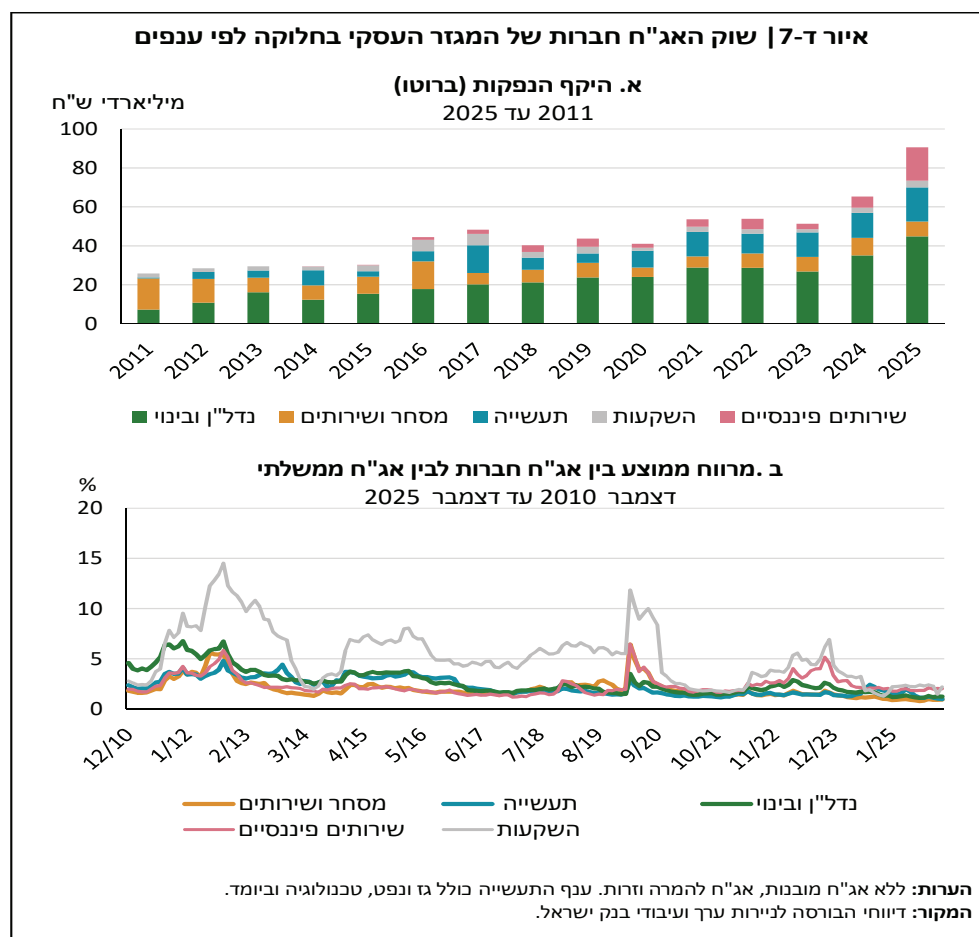
בשנת 2025 נותרו ביצועי המשכנתאות גבוהים יחסית, למרות ירידה בהיקף עסקאות הדיור.

³ שוק אג"ח החברות כולל מגוון סוגי ניירות ערך ובהם אג"ח קונצרניות רגילות, אג"ח להמרה, אג"ח מובנות וניירות ערך מסחריים (נע"מ). לאורך הפרק אנו מתייחסים לשוק אג"ח החברות כמכלול של כלל סוגי אגרות החוב הנסחרות בישראל, וכן מבחינים בין הסוגים השונים במקומות שבהם מדרש ניתוח נפרד.

⁴ נוסף על התרחבות ההנפקות של חברות פעילות בשוק, ביצעו 32 חברות חדשות כ-10 אחוזים מסך ההנפקות בשנת 2025 – זהו המספר הגבוה ביותר בעשור האחרון. נתון זה מצביע על עלייה בנגישות של חברות לשוק האג"ח. להרחבה ראו תיבה ד' בדוח היציבות לשנת 2025.

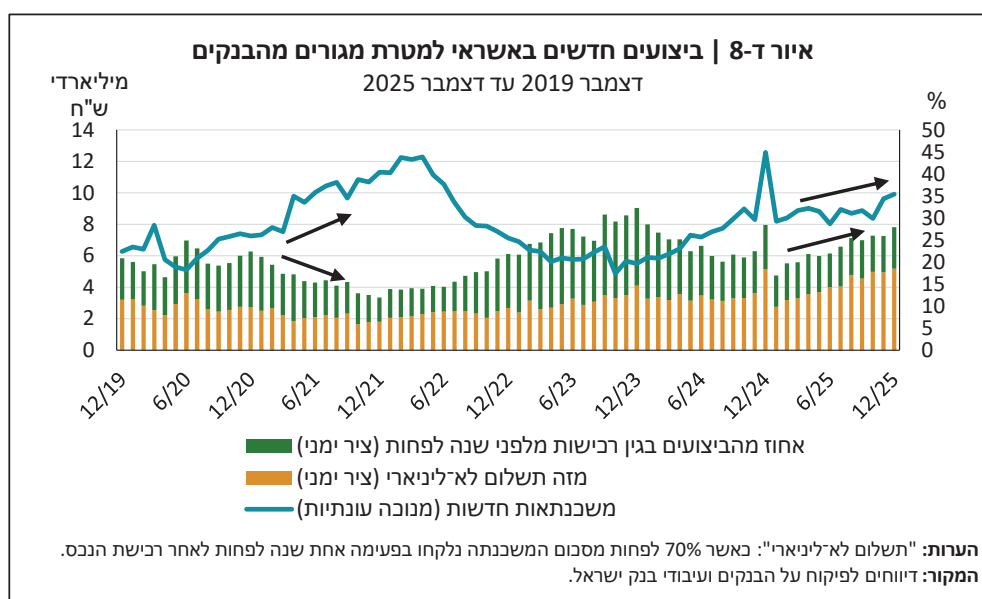
חלק גדול מביצועי המשכנתאות בשנת 2025 מקורו בעסקאות רכישה שנחתמו בעבר.

בגין עסקאות רכישה שנחתמו בשנים קודמות: כ-23 אחוזים מהביצועים החדשיים ב-2025 מקורם בעסקאות ישנות. נתון זה כשלעצמו אינו חריג היסטורית, אולם במבט על העבר, עלייה במשקל הביצועים בגין עסקאות ישנות הופיעה בדרך-כלל דווקא בתקופות של ירידה בסך הביצועים. לעומת זאת, בשנת 2025 היה שיעור הביצועים בגין עסקאות ישנות גבוה ובמגמת עלייה, אף שרמת הביצועים הכוללת נותרה גבוהה יחסית (מסומן בחיצים באיור ד-8). דפוס זה עולה בקנה אחד עם העלייה בשנת 2025 בשיעור התשלומים ה"לא-ליניאריים" בעסקאות ישנות⁵, שהגיעו לקראת סוף השנה לכ-18.5 אחוזים מסך הביצועים. ייתכן כי מגמה זו משקפת את הגידול בביצועי משכנתאות בעבור רכישות שבוצעו במסגרת מבצעי עידוד של קבלנים בשנים 2023-2024, אשר אפשרו לרוכשים לדחות חלק ניכר מתשלום מחיר הדירה עד למועד המסירה⁶.



⁵ בעת רכישת דירה "על הנייר" מקבלן נקבע לוח תשלומים שלפיו הרוכש משלם את מחיר הדירה לאורך תקופת הבנייה. בתשלום ליניארי התשלומים מפוזרים באופן שוטף לאורך תקופת המיזם. לעומת זאת, בתשלום לא-ליניארי הרוכש משלם את חלק הארי של מחיר הדירה בפעמיים אחת. מצב זה יכול לנבוע מיוזמת הלקוח, למשל כדי להימנע מעליית מחיר הדירה הנובעת מהצמדות למדד תשומות הבנייה או מהעלאת מע"מ, או, לחלופין, הקבלן עשוי להציע לרוכשים לדחות חלק ניכר מהתשלום עד למסירת הדירה – זאת במסגרת מבצעי עידוד שמטרתם להגדיל מכירות.

⁶ בשנת 2024 ובמחצית הראשונה של שנת 2025 חלה עלייה ניכרת במבצעים שכללו דחיית תשלומים עד למועד המסירה. לנוכח מגמה זו הוציא הפיקוח על הבנקים באפריל 2025 הוראת שעה אשר הגבילה בפועל את שיעור העסקאות שנעשתה בהן דחיית תשלומים במיזמים שנעשים בליווי בנקאי. להרחבה ראו [תיבה ה'-2 בסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים](#).



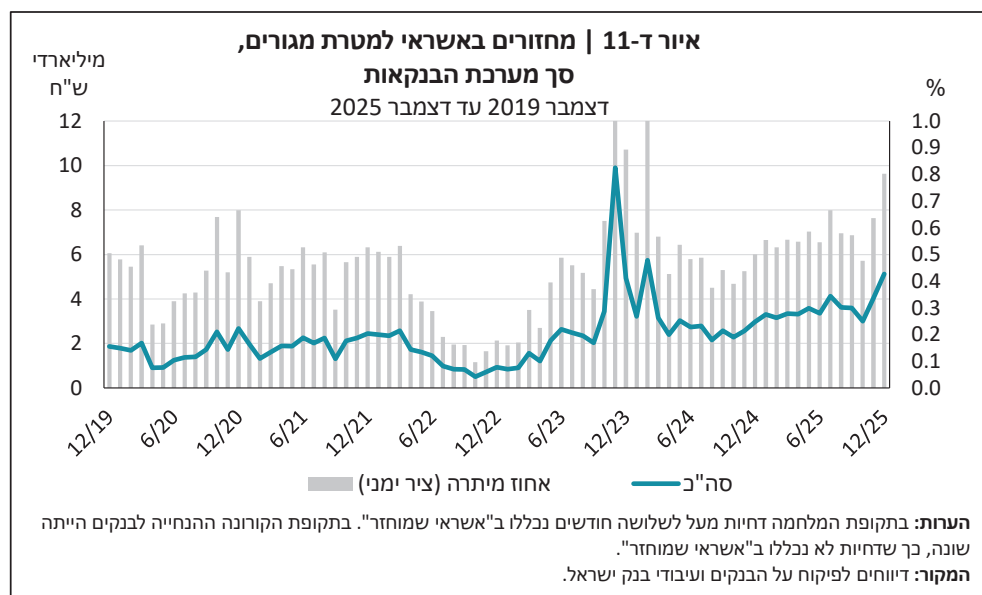
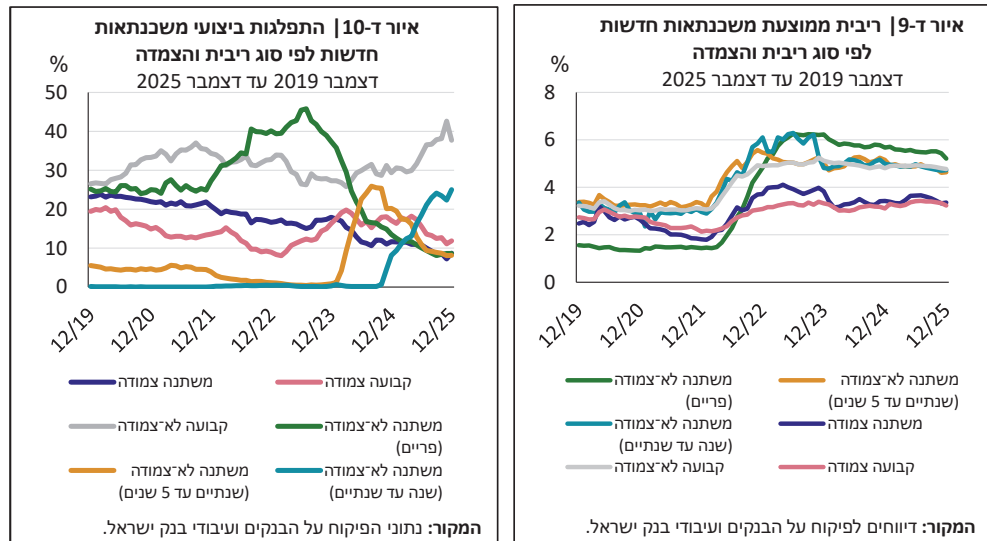
לצד העלייה בביצועים חלה גם עלייה קלה בגודל המשכנתה הממוצעת – זו הגיעה בשנת 2025 לכ-1.03 מיליון ש"ח לעומת כ-993 אלף ש"ח בשנת 2024. העלייה בגודל המשכנתה הממוצעת נרשמה למרות יציבות ואף ירידה במחירי הדיור בחלק ניכר מהשנה והיא מוסברת, בין היתר, בעלייה מתמשכת בשיעור המשכנתאות שנלקחו בשיעורי מימון גבוהים של מעל 60 אחוזים.

בשנת 2025 נרשמה ירידה מתונה בריביות על המשכנתאות בכל סוגי המסלולים, בעיקר במחצית השנייה של השנה (איור ד-9). במקביל נמשכה העלייה במשקל המסלול המשתנה הלא-צמוד, שבו הריבית מתעדכנת אחת לשנה עד שנתיים, על חשבון מסלול הפריים והמסלול המשתנה הצמוד. מגמה זו משקפת העדפה של משקי הבית למסלולים בעלי יציבות גבוהה יותר ביחס לפריים, תוך-כדי שמירה על אפשרות ליהנות מירידות ריבית בטווח הקצר. במחצית השנייה של 2025 התרכזו כ-65 אחוזים מהביצועים במסלול המשתנה הלא-צמוד ובמסלול הריבית הקבועה הלא-צמודה (איור ד-10). לשינוי בהרכב מסלולי ההלוואה עשויות להיות השלכות על האפקטיביות של המדיניות המוניטרית, שכן מעבר למשכנתאות בריבית יציבה יותר מפחית את התמסורת המיידית של שינויי ריבית להחזר החודשי ביחס למצב ששרר ערב תחילת ההידוק המוניטרי בשנת 2022⁷. במקביל ליציבות בהיקף ביצועי המשכנתאות התאפיינה שנת 2025 גם ברמה גבוהה יחסית של מחזורי משכנתאות – הן במספר העסקאות הן בהיקפן הכספי. אלה עמדו בממוצע על כ-3.6 מיליארד ש"ח בחודש (איור ד-11). תיבה ד-1 בוחנת לעומק את הגורמים לעלייה בהיקף המחזורים. מן הניתוח עולה כי רובם בוצעו משיקולים כלכליים של אופטימיזציה של תנאי ההלוואה ולא כתוצאה ממצוקת נזילות של הלווים.

משקי הבית העדיפו מסלולי משכנתה בריבית משתנה לא-צמודה לעומת מסלול הפריים.

הרמה הגבוהה של מחזורי משכנתאות נבעה בעיקר משיקולי אופטימיזציה של תנאי ההלוואה.

⁷ להרחבה על ההשפעה של שינויים בריבית בנק ישראל על הצריכה של בעלי משכנתאות במהלך ההידוק המוניטרי בשנת 2022 ו-2023 ראו: כספי איתמר, אשל נדב ושגב נמרוד, (2024), "ערוץ תזרים המזומנים של המשכנתאות: כיצד עליית הריבית משפיעה על צריכת משקי הבית", סדרת מאמרים לדיון, 2024.13, חטיבת המחקר, בנק ישראל.



תיבה ד-1: מחזורים באשראי לדיור – סיבות, מגמות ומאפייני לוויים

« התיבה בוחנת את מגמות מחזורי המשכנתאות בישראל בשנים האחרונות, תוך כדי הבחנה בין מחזורים הנובעים משיקולי התאמת תמהיל ההלוואה לצורך הפחתת העלות לבין מחזורים שמטרתם הקלה תזרימית. «
 « העלייה במחזורים בשנים 2024–2025 נובעת בעיקר משיקולי אופטימיזציה של תנאי המשכנתה (שינוי תמהיל ותמחור).
 « כ-15 אחוזים מהמחזורים בוצעו תוך כדי הארכת תקופת המשכנתה עם עלייה בריבית הכוללת החזויה. צעד זה מעיד על שיקול תזרימי שמטרתו הקטנת ההחזר החודשי, גם במחיר של עלייה בעלות הכוללת של ההלוואה.

א. רקע

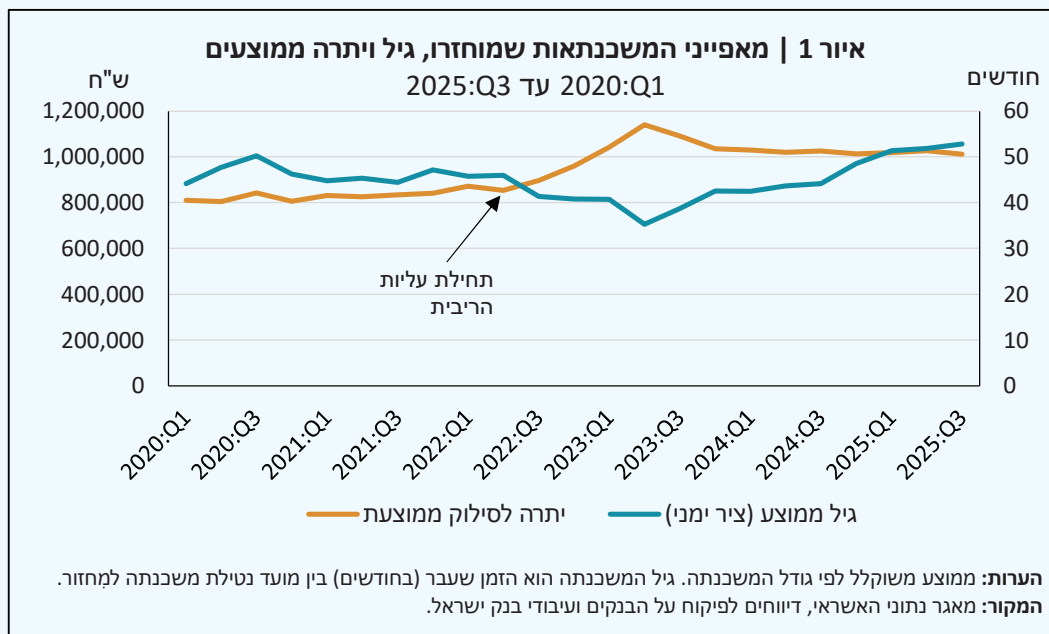
בשנים האחרונות עלה היקף מחזורי האשראי לדיור (איור ד-11 בפרק). בסך-הכול, בשנת 2025 מוחזרו כ-69 אלף משכנתאות בהיקף מצטבר של כ-43.6 מיליארד ש"ח - סכום השווה לכ-7 אחוזים מסך יתרת תיק המשכנתאות של המערכת הבנקאית, לעומת ממוצע של כ-4.5 אחוזים מהיתרה בשנים 2019 עד 2024. מחזור משכנתה לעניין ניתוח זה מוגדר כפעולה שבה הלוואה מחליף משכנתה קיימת או חלק ממנה בהלוואה חדשה בתנאים שונים, לרבות שינוי מסלולים ותקופת ההחזר, בין אם בבנק המקורי ובין אם בבנק אחר.

יכולות להיות סיבות שונות לביצוע מחזור משכנתה. ראשית, מחזור משכנתה יכול להתבצע כדי לשפר את תנאי ההלוואה הקיימת, למשל כאשר הריבית הממוצעת בשוק נמוכה מהריבית המשולמת על המשכנתה הנוכחית. בפרט, מחזור של מסלולים בריבית משתנה בסמוך למועד עדכון העוגן מאפשר להתאים את הריבית לתנאי השוק הנוכחיים ללא עמלות היוון. שנית, מחזור יכול להתבצע לצורך התאמת תמהיל המשכנתה לשינויים במצב המשק, לדוגמה צמצום המשקל של מסלולים צמודים למדד בתקופה של אינפלציה מתגברת. לחלופין, המחזור עשוי לשקף התאמה לשינויים במצבו הפיננסי של הלווה, למשל כאשר מתקבל סכום כסף המאפשר פירעון חלקי וקיצור תקופת ההחזר או כאשר קיימת עלייה בהכנסה החודשית המאפשרת הגדלת ההחזר וקיצור התקופה. נוסף על כך, לקוח המעוניין ליטול הלוואה לכל מטרות בביטחון דירת מגורים או תוספת אחרת למשכנתה, לצורך שיפוצים לדוגמה, עשוי לנצל את ההזדמנות לעשות גם מחזור והתאמות במשכנתה הקיימת. לבסוף, במקרים שבהם קיים קושי לעמוד בהחזר החודשי, מחזור הכולל פריסה מחודשת של התשלומים והארכת תקופת ההחזר עשוי לאפשר את הקטנת ההחזר החודשי. כלומר, העלייה בהיקף המחזורים עשויה לשקף, מצד אחד, שיקולים כלכליים של שיפור תנאי ההלוואה והתאמת תמהיל המשכנתה לשינויים בתנאי השוק ולציפיות לריבית, ומצד שני, חלק מן המחזורים עשוי לשקף ניסיון להקטין את ההחזר החודשי באמצעות הארכת תקופת ההלוואה, גם במחיר של עלייה בעלות הכוללת שלה.

ב. זיהוי הסיבות ומאפייני המחזורים

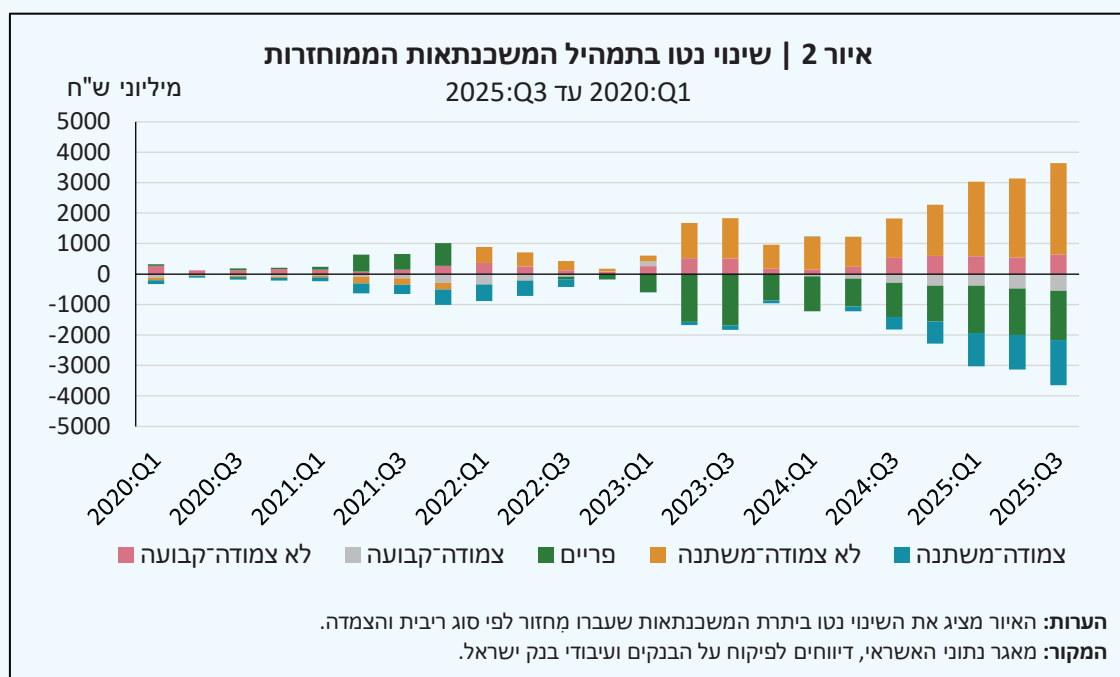
לצורך זיהוי הסיבות לביצוע מחזורי משכנתאות נעשה שימוש בנתוני מאגר נתוני האשראי, המאפשרים מעקב חודשי אחר מסלולי המשכנתה, לרבות פתיחה וסגירה של מסלולים ושינויים בתנאי ההלוואה. איור 1 מציג את גיל המשכנתה הממוצע ואת היתרה לסילוק בעת ביצוע המחזור. אפשר לראות כי מחזור משכנתה נעשה בין ארבעים לחמישים חודשים בממוצע לאחר נטילת המשכנתה - דבר התואם מחזור בסמוך למועד עדכון העוגן בעבור מסלולים בריבית משתנה המתעדכנת כל שנתיים עד חמש שנים. בהקשר זה נציין כי במחצית השנייה של שנת 2020 ושנת 2021, שהייתה תקופת שיא בביצועי המשכנתאות, היו כעשרים אחוזים מהביצועים החדשים במסלול ריבית משתנה צמודה, לרוב עם עדכון עוגן בכל חמש

שנים. כלומר, חלק ממסלולים אלו היו צפויים להגיע למועד עדכון עוגן במהלך שנת 2025 ולקראת שנת 2026 - נתון שיכול לתמוך בעלייה בכמות המחזורים במהלך השנה.



איור 2 מציג את השינוי ביתרות המשכנתאות שעברו מחזור בכל רבעון, בחלוקה לסוגי מסלולים. לצורך כך חושב בכל רבעון סך ההלוואות שנפרעו בכל מסלול אל מול הלוואות חדשות שהועמדו במסגרת מחזור המשכנתה ונבחן השינוי נטו ביתרה של כל סוג מסלול. מן האיור עולה כי עיקר העלייה במחזורים בשנתיים האחרונות נבע ממעברים ממסלול הפריים וממסלולים צמודים למסלול ריבית משתנה לא-צמודה. מגמה זו תואמת את השינויים שנרשמו גם בהתפלגות ביצועי המשכנתאות החדשות, עם ירידה חדה במשקל מסלול הפריים והמסלול בריבית משתנה-צמודה, לצד עלייה חדה במסלול המשתנה הלא-צמודה עם עדכון עוגן בכל שנה עד שנתיים (איור ד-10 בפרק). נוסף על כך, העלייה במחזור של מסלולים בריבית משתנה-צמודה במהלך שנת 2025 תואמת את מועד עדכון העוגן של מסלולים אלה, שנלקחו במהלך שנת 2021. כאמור, מחזור משכנתה יכול להתבצע הן מטעמי תועלת כלכלית, לצורך התאמת תנאי ההלוואה לשינויים בתנאי השוק, הן על רקע שיקול תזרימי, במטרה להקטין את ההחזר החודשי בגלל אילוץ כלכלי. כאשר הסיבה המרכזית למחזור היא רצון להקטין את התשלום החודשי יבקש הלקוח לרוב להקטין את התשלום החודשי באמצעות פריסת ההלוואה לתקופה ארוכה יותר, גם אם הדבר כרוך בעלייה בעלות המשכנתה. כדי לזהות מקרים מסוג זה בחנו איזה שיעור מהמשכנתאות שמוחזרו כלל גם הארכה של תקופת ההחזר וגם עלייה בריבית הכוללת החזויה על ההלוואה¹ - כלומר מקרים שבהם עלות המשכנתה התייקרה לאחר המחזור.

¹ חישוב של שיעור התשואה הפנימי (Internal Rate of Return) של המשכנתה בהתבסס על כלל התשלומים הצפויים במשכנתה. לפירוש אופן החישוב ראו: "תוספת 4 – חישוב הריבית הכוללת החזויה (העלות הממשית של האשראי)", [נהלים למתן הלוואות לדירור \(הוראה 451\)](#) של הפיקוח על הבנקים.



איור 3 מציג את מספר מחזורי המשכנתאות שזוהו בכל רבעון במאגר נתוני האשראי, לצד שיעור המחזורים שבהם הווארכה תקופת המשכנתה וחלה עלייה בעלות המשכנתה בעקבות המחזור. מן האיור עולה כי למעט תקופות של עליות ריבית, שבהן נרשמה ירידה כללית במספר המחזורים, לאורך מרבית התקופה נותר יציב שיעור המחזורים שבוצעו עם הארכת תקופה והתייקרות של הריבית הכוללת החזויה, ועמד על כ-15 אחוזים.

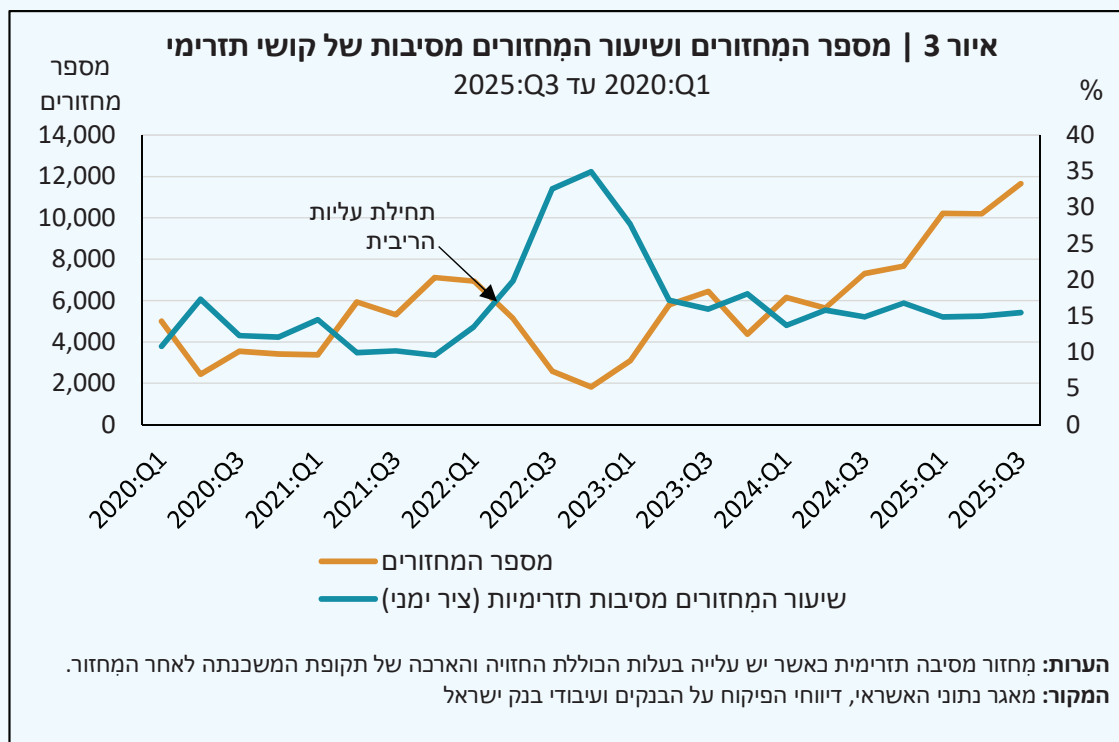
ג. הבדלים במאפייני הלקוחות

עד כה העלה הניתוח כי מחזור משכנתה נעשה ברוב המקרים מסיבות של תועלת כלכלית ולא בשל קושי בעמידה בהחזרים. בחלק זה נבחן גם את מאפייני הלקוחות שביצעו מחזורים מול שתי קבוצות השוואה: בעלי משכנתאות שלא ביצעו מחזור או דחיית תשלומים, ולקוחות שביצעו דחיית תשלומים של שלושה חודשים לפחות². איור 4 בוחן את ההבדלים במאפייני האשראי של שלוש הקבוצות לאורך זמן. מן האיור עולה בבירור כי בעלי משכנתאות שביצעו דחיית תשלומים נוטים להיות בעלי פרופיל סיכון גבוה יותר משתי הקבוצות האחרות. הדבר בא לידי ביטוי בשיעורי פיגורים גבוהים יותר³, בשכיחות גבוהה יותר של משיכת יתר בחשבון העובר-ושב, בהיקף גבוה יותר של הלוואות צרכניות נוספות מעבר למשכנתה ובשימוש בהלוואות על חשבון מסגרת כרטיסי אשראי⁴.

² דחיית תשלומי משכנתה יכולה להתאפשר לעיתים ללא שיקול דעת של הבנק, כחלק ממתווה סיוע ללקוחות בתקופות משבר, כגון בתקופת הקורונה ובתקופת המלחמה. עם זאת, דחיית תשלומים יכולה להתבצע גם באופן שוטף באמצעות הגשת בקשה לבנק, לרוב מסיבות אישיות כגון סיום העסקה, חופשת לידה, מחלה או קושי כלכלי.

³ "שיעור לקוחות עם פיגור" מוגדר כמצב שבו לאחד או יותר מהלקוחות החייבים במשכנתה יש לפחות עסקת אשראי כלשהי במאגר האשראי (לא בהכרח המשכנתה עצמה) שנמצאת בפיגור תשלומים של מעל 30 יום.

⁴ הלוואות על מסגרת כרטיס אשראי כוללות הלוואות קרדיט (פריסת תשלומים נושאי ריבית) וכרטיסי אשראי עם מתגלגל (Revolving).

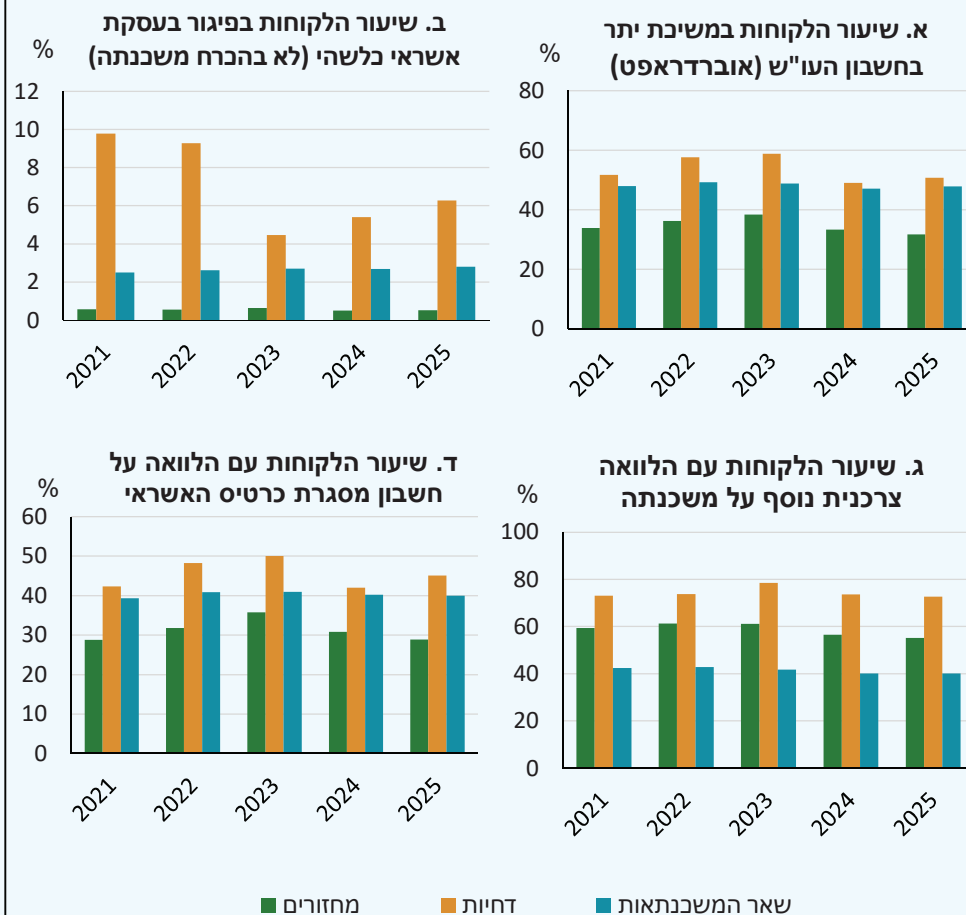


לסיכום, נראה שהעלייה במחזורי המשכנתאות בשנים האחרונות נובעת בעיקר משיקולי תועלת כלכלית, הקשורים למימוש אפשרויות הטמונות בהסכם ההלוואה המקורי ובפרט עדכון תנאי המשכנתה עבור מסלולים בריבית משתנה בהתאם לתנאי השוק. עם זאת, כ-15 אחוזים מן המחזורים נבעו מרצון בהקלה תזרימית. במכלול הממצאים עולה כי העלייה בהיקפי המחזורים של המשכנתה אינה מעידה על עלייה נרחבת במצוקה פיננסית המחייבת מחזור לצורך עמידה בהחזרים.

איור 4 | השוואה של מאפייני לקוחות שביצעו מחזור

לעומת שאר בעלי המשכנתאות

2025 עד 2021



המקור: מאגר נתוני האשראי, דיווחים לפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל

ד. האשראי הצרכני שלא-לדיור

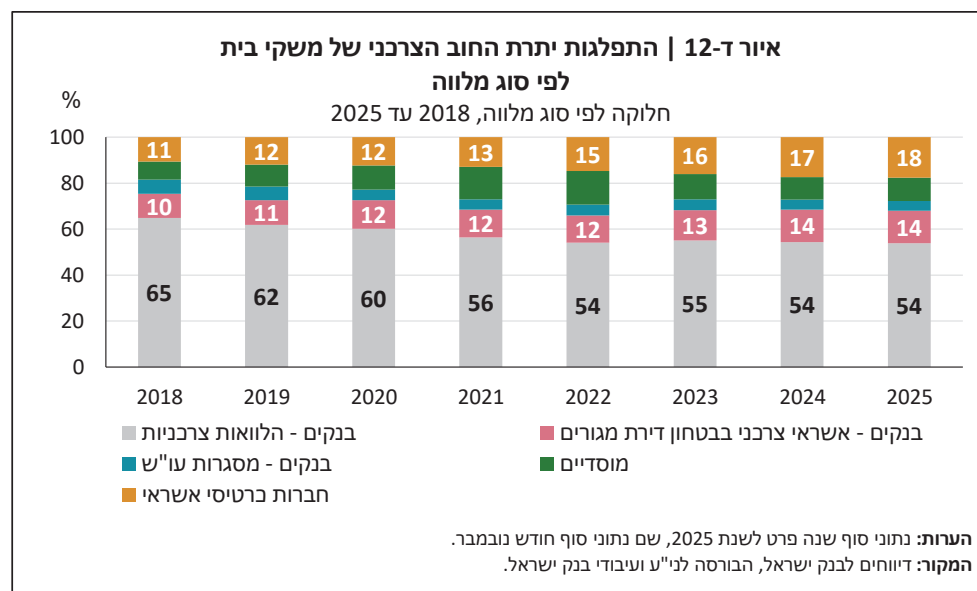
בשנת 2025 המשיך להתאושש האשראי הצרכני שלא-לדיור לאחר ההאטה בתקופת המלחמה.

שנת 2025 סימנה המשך התאוששות של האשראי הצרכני שלא-לדיור, לאחר ההאטה החדה שנרשמה בשנת 2023 על רקע פרוץ המלחמה. נכון לחודש דצמבר 2025 עמד סך האשראי הצרכני שלא-לדיור מכל המקורות על כ-250 מיליארד ש"ח - עלייה של כ-6.1 אחוזים מתחילת השנה, לעומת גידול של 4.7 אחוזים בשנת 2024, צמצום של 3.3 אחוזים ביתרת האשראי בשנת 2023 וממוצע גידול של 2.2 אחוזים בשנה בשנים 2016 עד 2020 (טרום הקורונה).

שלא כמו האשראי לדיור, שמקורו כמעט בלעדית במערכת הבנקאית, שוק האשראי הצרכני מתאפיין במגוון רחב יותר של מקורות מימון. לצד הבנקים, משקי הבית יכולים לקבל אשראי מחברות כרטיסי האשראי, מחברות אשראי חוץ-בנקאיות - בעיקר בתחום מימון רכישת כלי-רכב - ומהגופים המוסדיים באמצעות הלוואות לעמיתים. גם בתוך המערכת הבנקאית עצמה קיימים אפיקים שונים של אשראי צרכני, ובהם ניצול מסגרת העו"ש, הלוואות צרכניות קצובות בזמן והלוואות לכל מטרה, המובטחות בשעבוד דירת מגורים.

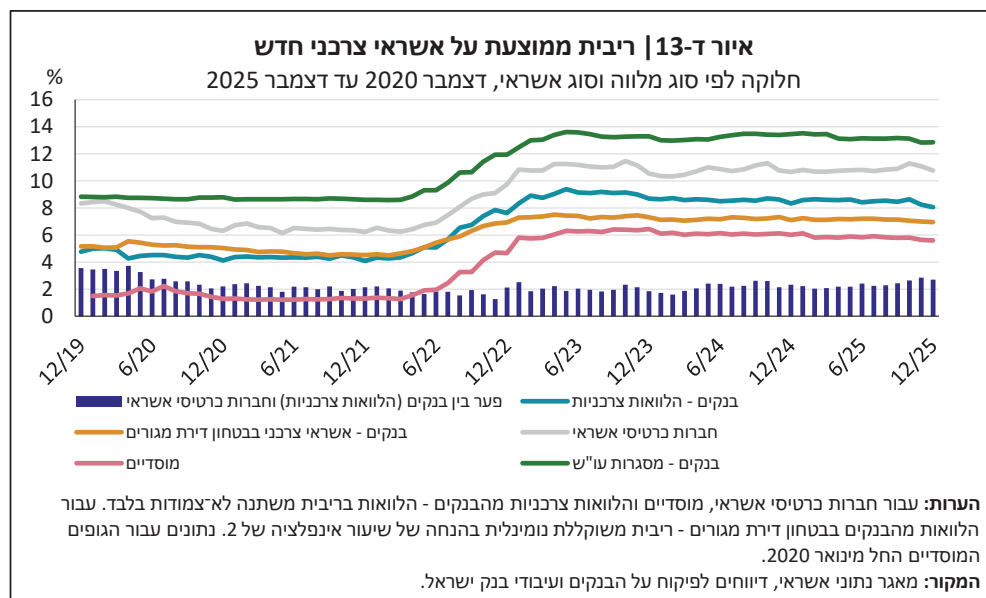
מבחינת שיעורי הגידול של יתרת האשראי הצרכני, בשנת 2025 הובילו חברות כרטיסי האשראי, עם צמיחה של כ-8.1 אחוזים לעומת גידול של כ-5.6 אחוזים באשראי הצרכני מהבנקים. מגמה זו תמכה בהמשך העלייה במשקלן של חברות כרטיסי האשראי מסך האשראי הצרכני - מכ-12 אחוזים בשנת 2019 לכ-18 אחוזים בסוף שנת 2025 (איור ד-12). כמו-כן בולטת העלייה בשיעור האשראי הצרכני בביטחון דירת מגורים מהבנקים, בין היתר על רקע ההקלה במגבלה על מתן אשראי מסוג זה⁸.

חברות כרטיסי האשראי הגדילו את חלקן בשוק האשראי הצרכני בשנים האחרונות.



⁸ בדצמבר 2023, על רקע התמשכות המלחמה, העלה הפיקוח על הבנקים את שיעור המימון המרבי על הלוואה בביטחון דירת מגורים שלא לצורך רכישת זכות במקרקעין מ-50 אחוזים עד לשיעור מימון של 70 אחוזים, ובלבד שסכום ההלוואה שמעל שיעור מימון של 50 אחוזים לא יעלה על 200,000 ש"ח. הקלות אלו הוארכו מספר פעמים והפכו לקבועות בפברואר 2026.

איור ד-13 מציג את הריבית הממוצעת על אשראי צרכני חדש בחלוקה למקורות האשראי השונים. מן האיור עולה כי בשנת 2025 נשמרה יציבות יחסית בריביות על האשראי הצרכני. ריבית ממוצעת גבוהה יותר על הלוואות מחברות כרטיסי האשראי ניכרת לאורך כל התקופה בהשוואה להלוואות מהמערכת הבנקאית. פער זה עשוי לשקף, מצד אחד, עלויות מימון גבוהות יותר של חברות כרטיסי האשראי, ומצד שני הבדלים במאפייני האשראי ובפרופיל הסיכון של הלקוחות הנוטלים הלוואות מחברות כרטיסי האשראי לעומת הבנקים.



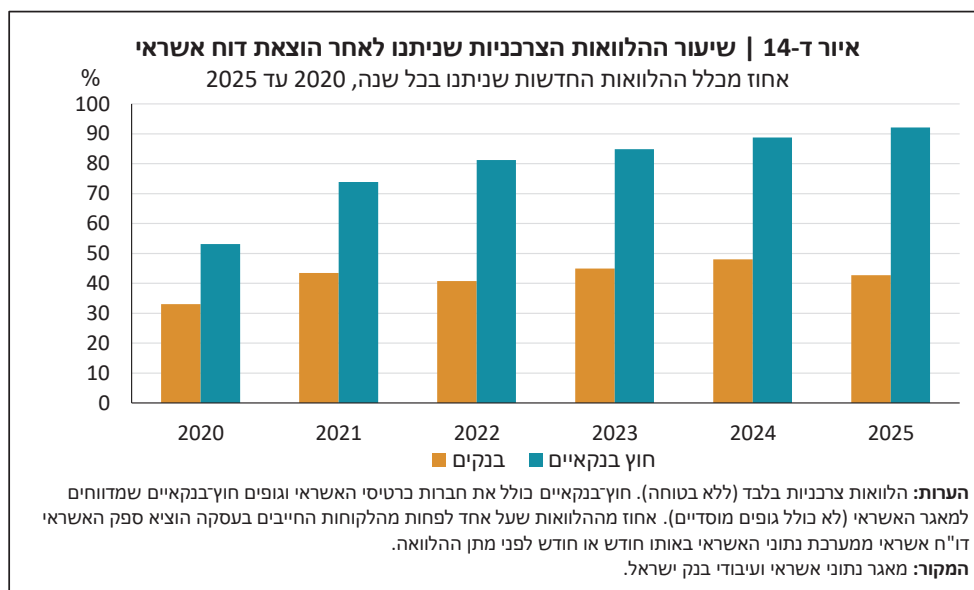
עם זאת, לאורך זמן הצטמצם בהדרגה הפער בין הריביות. בתחילת שנת 2020 עמד הפער בין חברות כרטיסי האשראי לבנקים על כ-3.5 נקודות אחוז – פער דומה לזה שבין הלוואות בנקאיות לבין מסגרות אשראי (אוברדרפט). מאז חלה התפתחות שונה בשני הפערים: בעוד שהפער בין משיכת יתר (אוברדרפט) להלוואות בנקאיות נותר יציב לכל אורך התקופה (כ-3.5 נקודות אחוז), הרי שהפער בין חברות כרטיסי האשראי לבנקים הצטמצם, ובשנת 2025 הוא עמד על כ-2.3 נקודות אחוז בממוצע – זוהי אינדיקציה להתגברות התחרותיות של גופים אלה אל מול הבנקים. בשנים האחרונות חל צמצום במרווחי הריביות לצד עלייה במשקל האשראי הצרכני מחברות כרטיסי האשראי. תופעות אלו משקפות התחזקות של הלחץ התחרותי שמפעילות חברות אלו על הבנקים בשוק האשראי הקמעונאי. להתחזקות התחרות תרמו רפורמות שיושמו בשנים האחרונות ובהן הקמת מאגר נתוני האשראי בשנת 2019. מאגר זה נועד לצמצם פערי מידע ולהרחיב את נגישות משקי הבית לאשראי. שיתוף המידע מאפשר לנותני האשראי לבצע חיתום מדויק יותר – בהסכמת הלקוח הם יכולים להסתמך על דוח ודירוג אשראי המשקפים את היסטוריית ההתנהלות הפיננסית שלו. כך הם מציעים תנאי אשראי מותאמים ומנהלים את הסיכון באופן יעיל יותר.

איור ד-14 מציג את שיעור ההלוואות הצרכניות שניתנו תוך כדי שימוש בדוח אשראי ממאגר נתוני האשראי, בחלוקה לבנקים וגופים חוץ-בנקאיים⁹. בקרב הבנקים השימוש במאגר נמוך יחסית ונע בטווח של 30 עד 40 אחוזים לאורך כל התקופה. נתון זה אינו מפתיע לאור המידע הנרחב שכבר

הגופים החוץ-בנקאיים משתמשים במאגר נתוני האשראי בשיעורים גבוהים במיוחד.

⁹ חברות כרטיסי אשראי ונותני אשראי חוץ-בנקאיים מוסדרים אשר מדווחים למאגר. לא כולל גופים מוסדיים.

מצוי בידי הבנקים על לקוחותיהם הקיימים. לעומת זאת, הגופים החוץ-בנקאיים מראים שימוש גבוה ועולה בחדות – מ-53 אחוזים בשנת 2020 לכ-90 אחוזים בשנת 2025. רמת שימוש זו מצביעה על כך שהמאגר אפשר לגופים החוץ-בנקאיים להרחיב את היצע האשראי ותרם להתרחבות משקלם בשוק האשראי הצרכני.



2. התפתחויות באשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי

א. כללי

מעבר חסכוניות הציבור לקרנות נאמנות וקרנות כספיות הגדיל את הביקוש לחוב קונצרני.

שנת 2025 הייתה כאמור שנת שיא בהנפקות בשוק אג"ח החברות, עם היקף של 156.9 מיליארד ש"ח (פיננסי ולא-פיננסי)¹⁰. זוהי עלייה של כ-78 אחוזים לעומת סך ההנפקות בשנת 2024 וכ-100 אחוזים בהשוואה ל-2023. התרחבות זו בולטת במיוחד על רקע סביבת ריבית יציבה למדי והמשך אי-הוודאות הביטחונית לאורך רוב השנה. אחד הגורמים שתרמו לפעילות המוגברת בשוק בשנת 2025 היה שינויים בהרכב החיסכון של הציבור ובפרט המעבר של הציבור לקרנות כספיות ולקרנות נאמנות. בעקבות מעבר זה נוצרו ביקושים בשוק החוב הקונצרני ואלו הניעו תהליכים ששיפרו את נגישותן של חברות לא-פיננסיות למקורות מימון חוץ-בנקאיים.

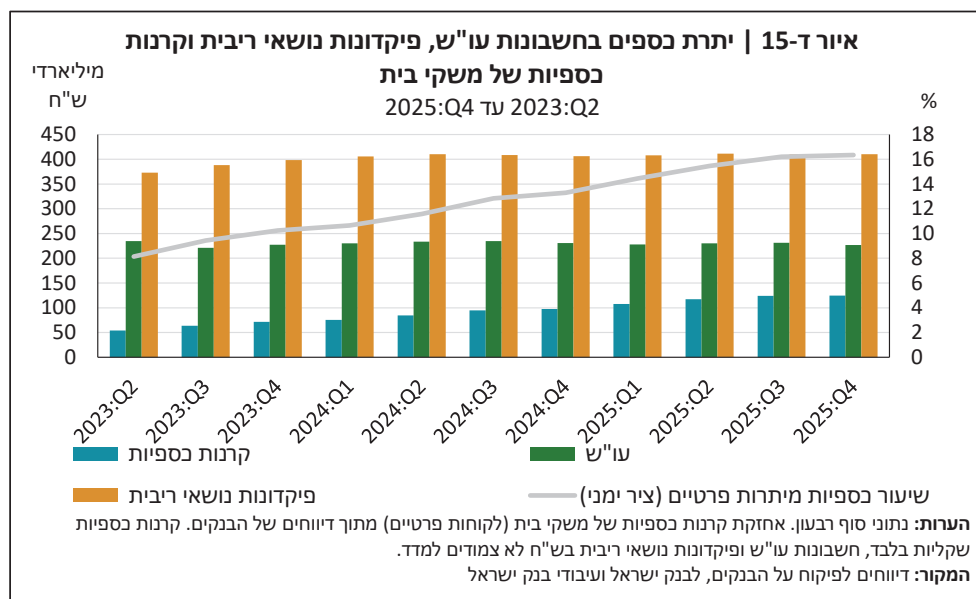
ב. הצבירות בקרנות הנאמנות (הכספיות והלא-כספיות)

מאז 2022 זינקו נכסי הקרנות הכספיות מ-12 מיליארד ל-155 מיליארד ש"ח.

הפער בין ריבית בנק ישראל לבין התשואה על פיקדונות נזילים, אשר גדל מאז 2022 על רקע עליית הריבית, עודד משקי בית לחפש אפיקי חיסכון חלופיים, המשלבים נזילות גבוהה עם תשואה עודפת ביחס לפיקדונות. כתוצאה מכך נרשם גידול חד בנכסים המנוהלים בקרנות הנאמנות הכספיות

¹⁰ כולל אג"ח קונצרניות רגילות וניירות ערך מסחריים (נע"מ) וללא אג"ח מובנות, אג"ח להמרה וזרות.

והלא־הכספיות¹¹. בפרט גדל סך הנכסים המנוהלים באמצעות כלל קרנות הנאמנות (הכספיות והלא־כספיות) מסביבות 330 מיליארד ש"ח בתחילת שנת 2022 למעל 668 מיליארד ש"ח נכון לסוף שנת 2025, כאשר הקרנות הכספיות חוות את שיעור הגידול ביותר עם עלייה מכ-12 מיליארד ש"ח בתחילת שנת 2022 לכ-155 מיליארד ש"ח נכון לסוף שנת 2025. איור ד-15 מציג את יתרת הכספים של משקי בית בחשבונות עו"ש, פיקדונות נושאי ריבית במערכת הבנקאית ובקרנות הכספיות¹². אפשר לראות שלצד העלייה בסך היתרות בשנים האחרונות חלה עלייה יחסית ביתרת הקרנות הכספיות לעומת יתרות הכספים בעו"ש ובפיקדונות של משקי הבית. כלומר, בשנים האחרונות הפכו הקרנות הכספיות לגורם מרכזי יותר בסך הנכסים הנזילים של הציבור.



ג. הרכב הנכסים של הקרנות הכספיות

במקביל לעלייה בצבירות השתנה גם הרכב הנכסים של הקרנות הכספיות. עד שנת 2023 התבססה האחזקה בעיקר על מק"מ ופיקדונות, שהיוו כ-90 אחוזים מנכסיהן. החל מאמצע 2023 התרחב מגוון הנכסים, ובעיקר חלה עלייה מתמשכת במשקל אג"ח פיקדון¹³ ונע"מ (נייר ערך מסחרי), הסחיר והלא־סחיר, אשר הגיע לכ-53 אחוזים מנכסי הקרנות בסוף התקופה לעומת כ-11 אחוזים

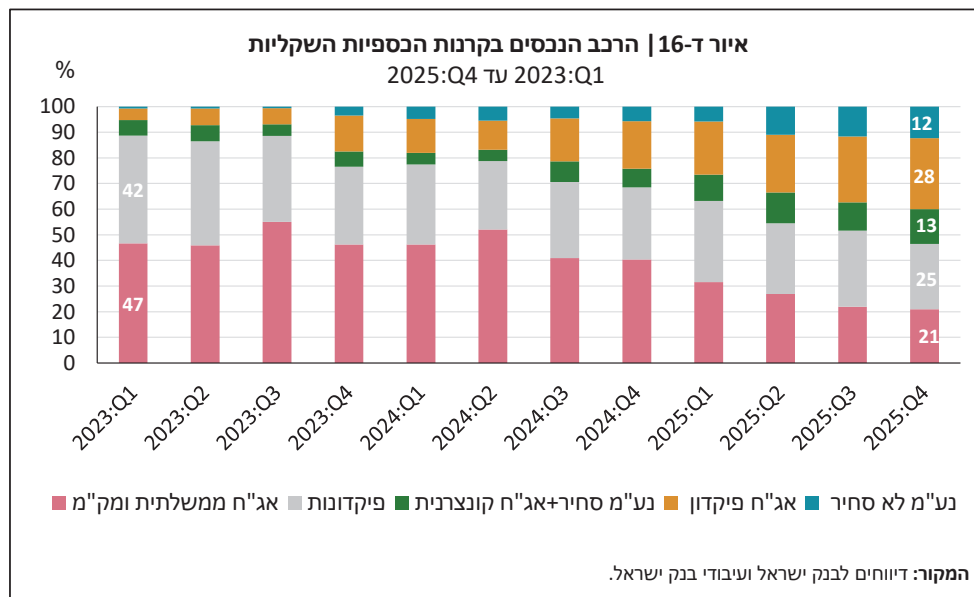
ביקוש גבוה של הקרנות הכספיות לניירות ערך מסחריים הוביל להתרחבות מהירה בהנפקות.

¹¹ קרנות כספיות הן קרנות נאמנות הנחשבות מכשיר השקעה סולידי, שמטרתו העיקרית היא השגת תשואה שנתית הקרובה לריבית בנק ישראל תוך־כדי שמירה על סיכון מזערי ונזילות גבוהה. לצורך כך הקרנות הכספיות משקיעות במספר מצומצם של נכסים סולידיים, ובהם פיקדונות בנקאיים (פיקדונות ג'מבו בתנאים מועדפים), מלווה קצר־מועד (מק"מ) של בנק ישראל, אגרות־חוב ממשלתיות וקוצרניות קצרות־טווח בדירוג גבוה וניירות ערך מסחריים (נע"מ) בדירוג גבוה.

¹² סך הכספים המנוהלים בקרנות הכספיות מייצג הן משקי בית הן חשבונות עסקיים. ההערכה לאחזקות בקרנות כספיות של משקי בית (לקוחות פרטיים) בלבד נעשתה מתוך דיווחים של המערכת הבנקאית.

¹³ אג"ח פיקדון היא איגרת חוב מובנית, המונפקת כנגד שעבוד של פיקדון בנקאי. הרווח של מנפיק האיגרת נובע מהמרווח בין הריבית שהמנפיק מקבל על הפיקדון הבנקאי לבין הריבית שמשולמת למחזיקי האג"ח.

בתחילתה (איור ד-16)¹⁴. נע"מ הוא התחייבות חוב קצרה של תאגיד לטווח של עד שנה. הנע"מ הסחיר מונפק לציבור ונסחר באופן רציף עד הפדיון, בעוד הנע"מ הלא-סחיר הוא הקצאה פרטית הנוצרת במסגרת עסקת התקשרות בין התאגיד המנפיק למשקיעים ומוחזקת עד לפדיון או עד לאירוע יציאה חוזי¹⁵.



בנע"מ הסחיר משקלם של הבנקים בולט והם מהווים כ-70 אחוזים מן הנע"מ הסחיר שבו מחזיקות הקרנות. נוסף על כך, ענף הבינוי והנדל"ן מהווה כ-20 אחוזים מאחזקות הנע"מ הסחיר והלא-סחיר של הקרנות. בשוק הנע"מ הלא-סחיר בולט גם משקלם של ענפי השירותים הפיננסיים, המהווים כ-21 אחוזים מן האחזקות. ענף זה כולל נותני אשראי חוץ-בנקאיים המספקים אשראי עסקי, בין היתר לחברות מענף הבינוי והנדל"ן. נכון לסוף שנת 2025 הקרנות הכספיות מחזיקות בכ-73 אחוזים מניירות הערך המסחריים הסחירים ובסך-הכול מחזיקות כלל קרנות הנאמנות, הכספיות והלא-כספיות, בלמעלה מ-95 אחוזים ממכשירי חוב קצרים אלו¹⁶.

ד. הפעילות של הקרנות בשוק החוב הקונצרני

למגמות שתוארו לעיל עשויות להיות מספר השפעות על נגישותן של חברות לא-פיננסיות לחוב חוץ-בנקאי ועל פעילותן הכלכלית. ראשית, הביקוש הגבוה מצד הקרנות הכספיות למכשירי השקעה סחירים, בעלי מח"מ קצר ודירוג גבוה, לצד הביקוש של תאגידים להנפיק חוב במח"מ קצר בסביבה

¹⁴ הקרנות מחזיקות גם מספר מצומצם של אג"ח קונצרניות רגילות אך בסכומים נמוכים - פחות ממיליארד ש"ח נכון לדצמבר 2025. באיור ד-16 אג"ח קונצרניות רגילות נכללות בנע"מ הסחיר.

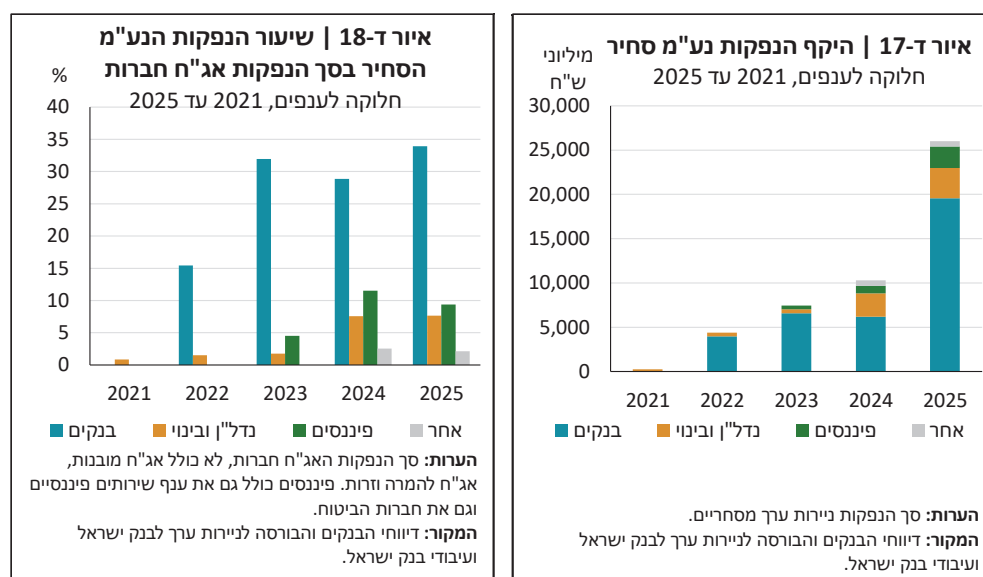
¹⁵ נע"מ לא-סחיר מונפק לרוב לתקופה של שנה (תקופת הנע"מ), בדרך-כלל עם אפשרות להארכה של עד 5 שנים ועם אפשרות של פדיון מוקדם בהתראה של בין 7 ל-60 ימי עסקים.

¹⁶ נוסף על כך, במהלך התקופה גדל מאוד היקף האחזקה של הקרנות הכספיות באג"ח פיקדון.

של ריבית גבוהה¹⁷, הביא להתרחבות ניכרת בהנפקות של ניירות ערך מסחריים (נע"מ). בשנת 2025 צמח היקף ההנפקות לכ-22 מיליארד ש"ח, לעומת כ-10 מיליארד ש"ח בשנת 2024 וכ-7 מיליארד ש"ח בשנת 2023 ורמות אפסיות לפני-כן (איור ד-17). אף שאת עיקר הגידול הובילו בנקים וחברות פיננסיות, הגדילו גם חברות לא-פיננסיות, בעיקר מענף הבינוי והנדל"ן, את היקף ההנפקות באפיק זה. בפרט, בשנים 2024 ו-2025 הגיעו הנפקות הנע"מ של חברות מענף הבינוי והנדל"ן לכ-8 אחוזים מסך הגיוסים של החברות בענף לעומת פחות מאחוז בשנים שקדמו לכך. בשנת 2025 נרשמה מצד המערכת הבנקאית עלייה חדה במיוחד בהנפקות נע"מ - מסביבות 6 מיליארד שקלים בממוצע בשנים 2023 ו-2024 ליותר מ-17 מיליארד שקלים בשנת 2025. הביקושים הגבוהים של המערכת הבנקאית לגיוסי חוב בשנת 2025 נבעו ממספר גורמים: העלייה החדה בתיק האשראי הבנקאי, בד בבד עם גידול מתון בלבד בפיקדונות הציבור ובהון העצמי - בין היתר על רקע הגדלת חלוקת הרווחים - הגדילו את הצורך של הבנקים במימון חיצוני והעלו את משקל גיוסי החוב במבנה ההתחייבויות שלהם. לכך התווסף סיומה של תוכנית ההלוואות המוניטריות - מצב אשר הגביר את הביקוש לגיוסי חוב בשוק ההון.

חלק מהגידול בהיקף הנפקות הנע"מ של המערכת הבנקאית בשנים האחרונות עשוי להיות מוסבר בביקוש של הקרנות הכספיות להפקדות במערכת הבנקאית על רקע המגבלות החלות על היקף הנכסים הבלתי-סחירים שהן רשאיות להחזיק. מצב זה עשוי היה להגביר את התמריץ של הבנקים להגדיל את ההנפקות באפיק זה. עם זאת, הסבר זה אינו נראה מספק בהקשר לעלייה החדה שנרשמה דווקא בשנת 2025, שבה נרשמו צבירות נמוכות יחסית בקרנות הכספיות לעומת השנים 2023 ו-2024. בפועל לוותה העלייה החדה בהנפקות הנע"מ של המערכת הבנקאית בשנת 2025 גם בעלייה ניכרת בהנפקות אג"ח קונצרנית רגילה. כפי שאפשר לראות באיור ד-18, למרות העלייה החדה בהנפקות הנע"מ, בשנת 2025 לא עלה משקלן מסך הנפקות האג"ח של המערכת הבנקאית במידה ניכרת. כלומר, נראה ששנת 2025 התאפיינה בביקושים גבוהים במיוחד של המערכת הבנקאית לגיוס חוב בשוק ההון באופן כללי.

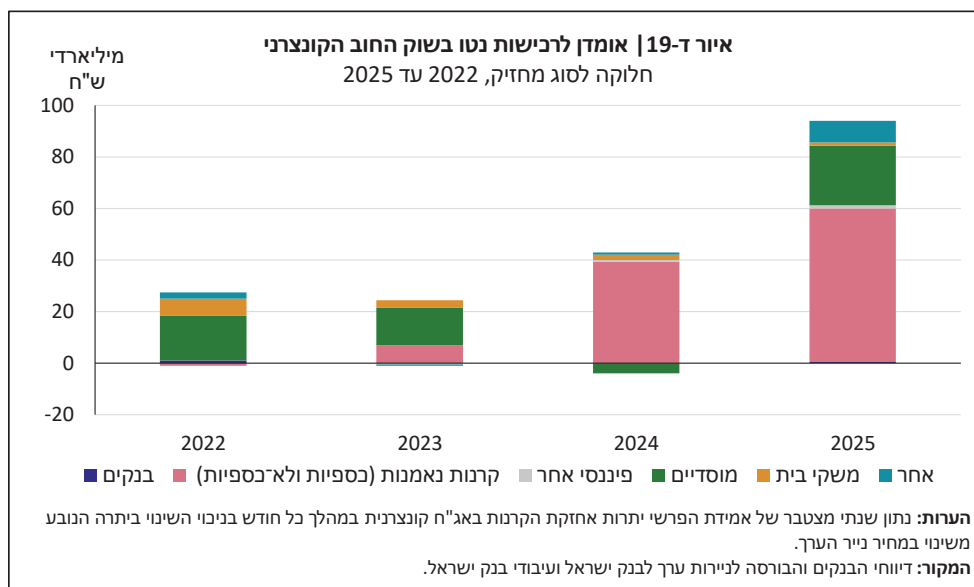
שוק החוב המקומי הצליח לספוג ביקושים גבוהים לגיוסי חוב מצד הבנקים.



¹⁷ בסביבת ריבית עולה/גבוהה יבקשו חברות פעמים רבות לקצר את המח"מ של החוב שלהן במטרה לצמצם את התייקרות עלויות המימון ולאפשר גמישות גבוהה יותר בגלגול החוב, בין היתר על רקע הציפיות לירידת ריבית בעתיד.

הרחבת המימון החוץ-
בנקאי שיפרה את נגישות
האשראי העסקי בכלל
ולטובת חברות בענף
הבינוי בפרט.

באופן כללי נראה שיכולתו של שוק החוב המקומי לספוג את העלייה החדה בביקושים של המערכת הבנקאית, במקביל להמשך התרחבות ההנפקות בענפים נוספים ובראשם הבינוי והנדל"ן, נתמכה במידה רבה בהזרמת ביקושים מצד הקרנות הכספיות וקרנות הנאמנות הלא-כספיות. איור ד-19 מציג אומדן לרכישות נטו בשוק אג"ח החברות. כלומר, השינוי ביתרה במהלך החודש הנובע מקנייה ומכירה בפועל, לרבות רכישות בשוק הראשוני (הנפקות) ובעסקאות מחוץ לבורסה (OTC), בחלוקה למגזרים המרכזיים שפועלים בשוק. אפשר לראות את המשקל הגדול של קרנות הנאמנות (הכספיות והלא-כספיות) ברכישות נטו החיוביות בשנים 2024 ו-2025. כלומר, ממצאים אלו מצביעים על כך שקרנות הנאמנות היו אחד הגורמים המרכזיים להזרמת הביקושים לשוק הקונצרני החל מסוף שנת 2023 בכלל ובשנת 2025 בפרט.



ה. סיכום והשוואה למצב בעולם

לסיכום, נראה כי הצבירות הניכרות בקרנות הנאמנות בכלל ובקרנות הכספיות בפרט היו בין המשתתפים המרכזיים שהניעו את הזרמת הביקושים לשוק האג"ח בשנת 2025. מגמה זו תרמה להרחבת היצע האשראי החוץ-בנקאי ושיפרה את נגישות המימון לחברות לא-פיננסיות. במיוחד הממצאים בחלק זה מצביעים על כך שהתרחבות היצע המימון בשוק האג"ח הייתה בין הגורמים המרכזיים שתמכו בהמשך פעילותן של חברות בענף הבינוי והנדל"ן חרף ההאטה בביקוש בשוק הדיור בשנה האחרונה. נציין שהתרחבות האשראי החוץ-בנקאי באמצעות שוק ההון עשויה להשפיע גם על דפוסי האשראי הבנקאי - נגישות מוגברת של חברות לשוק ההון יוצרת תחרות מול המערכת הבנקאית ועשויה לתמוך בהרחבת היצע האשראי הבנקאי או בשיפור תנאיו עבור קבוצות אלו, ובפרט עבור חברות גדולות ובעלות דירוג גבוה.

חלק ניכר מהמגמות שתוארו בפרק זה נרשמו גם בשווקים הגלובליים. במדינות רבות נצפתה בשנת 2025 מגמת ירידה במרווחי האג"ח הקונצרנית¹⁸ לצד הסטת חסכונות של משקי בית

¹⁸ לדוגמה, בחודש ספטמבר 2025 הגיעו מרווחי האג"ח הקונצרניות בארה"ב לשפל של 27 שנים.

מאפיקים בנקאיים מסורתיים לעבר קרנות כספיות, על רקע סביבת ריבית גבוהה ותמסורת חלשה יחסית לריביות הפיקדונות¹⁹. עם זאת חשוב להדגיש כי המבנה המוסדי האסדרתי והפיננסי של שוקי החוב ומכשירי החיסכון שונה בין מדינות שונות ולכן המנגנונים שתוארו בפרק משקפים בעיקר את תנאי המשק הישראלי ואינם אפשריים להכללה מלאה. אף על פי כן מאפיינים דומים, כגון תמסורת חלקית לריבית הפיקדונות, גידול חד בנכסי הקרנות הכספיות וחיפוש תשואה מצד משקי הבית, מצביעים על כך שהתפתחויות בישראל משתלבות במגמה רחבה יותר המתרחשת גם בשווקים הגלובליים.

3. השימוש של משקי בית צעירים באשראי לדיור

בין השנים 2010 ו-2025 עלו מחירי הדירות בישראל ביותר מ-130 אחוזים וההכנסה הכספית נטו של משקי הבית בישראל עלתה בכ-65 אחוזים בלבד²⁰. חלק זה בוחן כיצד השפיעה העלייה במחירי הדירות ביחס להכנסה על השימוש של משקי בית באשראי לדיור תוך כדי התמקדות במשקי בית צעירים וברוכשי דירה ראשונה, שהם הקבוצה החשופה ביותר להתייקרות מחירי הדיור ולמגבלות המימון²¹. בניגוד לבעלי דירות, שלפחות חלק מהונם צמוד למחירי הדיור, רוכשי דירה ראשונה חשופים יותר לשינויים במחירי הדירות ביחס להכנסתם. במקביל, בעשור הקודם הוטמעו בישראל, בדומה למדינות אחרות, שורה של צעדים מקרו-יציבותיים שנועדו לצמצם סיכונים מערכתיים ולחזק את יכולת המגזר הבנקאי לספוג זעזועים²².

משקי בית שמעוניינים לרכוש דירה יכולים להתמודד עם עלייה במחירי הדיור, בין היתר באמצעות הגדלת שיעור המימון, בפרט בתקופות של ריבית ריאלית נמוכה, כפי שהיה ברוב העשור הקודם. עם זאת, משקי בית ללא הון עצמי מספק עלולים להיות מוגבלים ביכולת שלהם להגדיל את שיעור המימון ובכך עלולים להידחק אל מחוץ לשוק הדיור. סביר כי משקי בית צעירים, שהכנסתם נמוכה בממוצע מזו של משקי בית אחרים והונם העצמי לרוב קטן יותר, יהיו מוגבלים יותר ביכולת להגדיל את שיעור המימון לצורך רכישת דירה. בהתאם, בשנים האחרונות נצפתה מגמת ירידה בשיעור המשפחות הצעירות המתגוררות בדיור בבעלותן באותה תקופה²³.

מחקרים קודמים מצאו כי הקשחת תנאי המימון ועליית מחירים משפיעות לא רק על עצם היכולת ליטול אשראי אלא גם על מבנה ההלוואות - בין היתר באמצעות עלייה ביחס ההחזר להכנסה (בניטה

בעשור וחצי האחרונים עלו מחירי הדירות בישראל מהר יותר מהכנסות משקי הבית.

¹⁹ ראו לדוגמה סקירה של קרן המטבע מיולי 2025 שמצאה שב-9 מדינות מפותחות היו מרווחי התשואה בין הקרנות הכספיות לפיקדונות הבנקאיים משנת 2023 מהגורמים הבולטים לעלייה החדה בצבירות של קרנות אלה: <https://www.imf.org/publications/en/org.imf.www/568763-analysis-global-a-cycles>

²⁰ אומדן לגידול בהכנסה מסקר ההוצאות וההכנסות של משקי הבית של הלמ"ס.

²¹ אשראי לרוכשי דירה ראשונה מהווה את החלק העיקרי באשראי למטרת מגורים שמעמידים הבנקים (כ-60 אחוז מהביצועים בכל חודש בממוצע בשנים האחרונות).

²² בפרט, בשנים 2012 ו-2013 נכנסו לתוקף שורה של מגבלות, לרבות: מגבלה על יחס המימון (LTV), מגבלת יחס החזר להכנסה (PTI), מגבלה על שיעור המשכנתה בריבית משתנה ומגבלה על התקופה הסופית לפירעון (עד 30 שנה).

²³ בשני העשורים האחרונים ירד שיעור המשפחות הצעירות המתגוררות בדיור בבעלותן והוא נמוך בהשוואה למדינות ה-OECD. זאת אף ששיעור הבעלות הכולל אינו נמוך בהשוואה עולמית. להרחבה ראו פרק ז' בדוח בנק ישראל לשנת 2024 וברנדר עדי ומישל סטרבצ'ינסקי (2014), "מדיניות הממשלה ביחס להורים צעירים", סדרת מאמרים לדיון, 2014.01, בנק ישראל.

ונאור, 2013²⁴), הארכה של תקופת ההחזר (פרידמן וריבון, 2014²⁵) ורכישה באזורי ביקוש נמוך (צור אילן, 2017²⁶). נשאלת השאלה אם השפעות אלו נצפו גם בעשור האחרון ואם הן באו לידי ביטוי באופן בולט יותר בקרב זוגות צעירים מבין אלה שכן נטלו משכנתה.

משקי בית צעירים נוטלים משכנתאות במינוף גבוה ולתקופות החזר ארוכות יותר.

איור ד-20 מציג את מאפייני האשראי של משכנתאות לרכישת דירה ראשונה בקרב משקי בית צעירים²⁷ לעומת משקי בית מבוגרים בשנים 2015 עד 2025. באופן כללי, משקי בית צעירים נוטלים בממוצע משכנתאות במינוף ויחס החזר להכנסה גבוהים יותר ותקופה לפירעון ארוכה יותר. בשתי הקבוצות ניכרת מגמת עלייה לאורך התקופה בשיעור המימון וביחס ההחזר להכנסה. בתקופה לפירעון חלה עלייה בשנים 2015 עד 2023 עם שינוי מגמה בשנת 2023. נוסף על כך בולטת העלייה בשיעור המשכנתאות החדשות שנלקחו עם יחס החזר להכנסה העולה על 30 אחוזים ויחס מינוף העולה על 60 אחוזים. אומנם בשתי הקבוצות נרשמה מגמת עלייה, בעיקר החל מסוף 2019, אך נראה שהעלייה חדה יותר בקרב משקי הבית הצעירים. ממצא זה מצביע על כך שחלק הולך וגדל מהצעירים נדרש לשלב בין תקופות החזר ארוכות לבין מינוף ויחסי החזר גבוהים כדי לרכוש דירה ראשונה. זאת ועוד, בשתי הקבוצות נרשמה עלייה ברורה בסכום ההלוואה, בהתאם לעליית מחירי הדירות ולעלייה במינוף.

העלייה במחירי הדירות עשויה להתבטא גם בהיבט חלוקתי, באמצעות שינוי בהרכב ההכנסות של משקי הבית שרוכשים דירה (רובשסקי, 2018²⁸). איור ד-20 מציג גם את שיעור האשראי שניתן למשקי הבית, בכל אחת מהקבוצות, שהכנסתם נטו נמצאת בשני החמישונים העליונים של התפלגות ההכנסות בישראל. באופן טבעי משקי בית צעירים מיוצגים יותר בחמישונים הנמוכים, שכן הכנסתם בראשית חייהם הכלכליים נמוכה יחסית. אף-על-פי-כן, בשתי הקבוצות ניכרת עלייה בשיעור נוטלי המשכנתאות המשתייכים לשני החמישונים העליונים²⁹, ומגמה זו בולטת במיוחד בקרב הצעירים - מ-43 אחוזים בשנת 2015 לכ-66 אחוזים בשנת 2025. התפתחות זו מצביעה על שני תהליכים משלימים: מצד אחד, משקי בית אמידים, שבעבר יכלו לרכוש דירה תוך הסתמכות על מימון נמוך יחסית, הגדילו את היקף האשראי שנטלו. מצד שני, חלקם של משקי בית צעירים בעלי הכנסה נמוכה בשוק הרוכשים הצטמצם.

העלייה החדה יותר בשיעור משקי הבית הצעירים בעלי הכנסה גבוהה מקרב נוטלי המשכנתאות, יחסית לשאר האוכלוסייה, עשויה לשקף גם עלייה יחסית בהכנסות הצעירים במהלך התקופה (לדוגמה צעירים אשר עובדים בתחום ההייטק). כלומר, ייתכן שחלה עלייה במספר הצעירים המשתייכים לשני חמישונים ההכנסה העליונים, ומכאן גם גידול במשקלם בקרב נוטלי המשכנתאות לעומת משקי בית מבוגרים יותר.

²⁴ בניטה, גולן וזיו נאור, (2013), "סיכון הלווים בשוק המשכנתאות: התפתחות ההיסטורית והערכתו במספר

תרחישים", ניירות תקופתיים, 2013.8, חטיבת המחקר, בנק ישראל.

²⁵ פרידמן, יואב וסיגל ריבון (2014), "מאיפה הכסף? - רכישת דירות ומימון: ניתוח באמצעות נתוני סקר הוצאות

משקי הבית, 2004 עד 2011", ניירות תקופתיים, 2014.05, חטיבת המחקר, בנק ישראל.

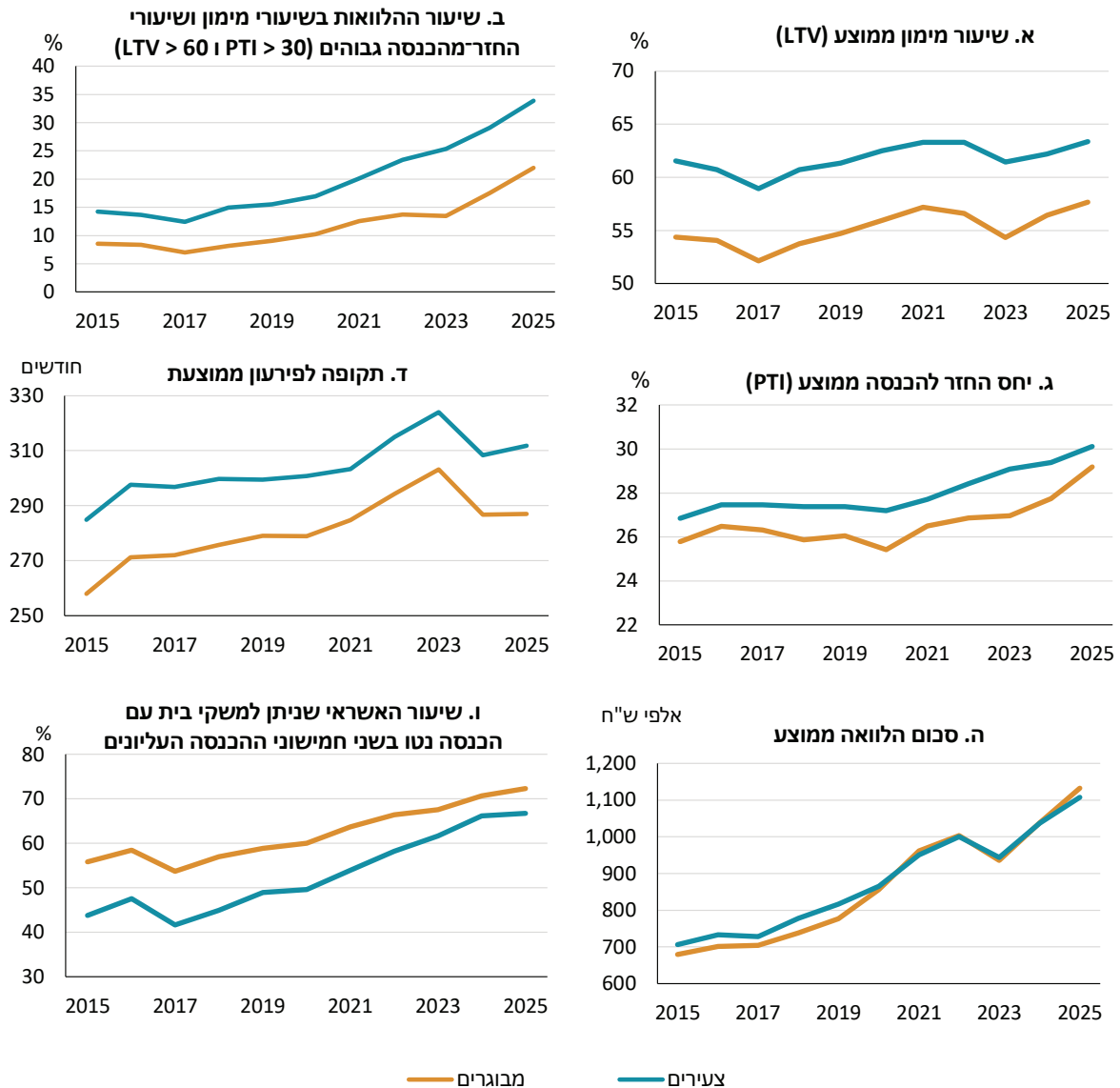
²⁶ צור אילן, ניצן (2017), "השפעת מגבלות אשראי על בחירות הלווים בשוק הדיו: המקרה של המגבלה על שיעור המימון", סדרת מאמרים לדיון, 2017.03, בנק ישראל.

²⁷ משקי בית שבהם שני בני-הזוג בני פחות מ-40.

²⁸ רובשסקי-בנית, ויקי (2018), "השינויים בשיעור רכישת דירה ראשונה בקרב צעירים על-פי רמת ההכנסה", לקט ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, בנק ישראל.

²⁹ נתון זה תואם למגמה הכללית של עלייה בשיעור ההלוואות לדור שנטלו משקי בית עם הכנסה גבוהה יחסית. ראו לדוגמה [תיבה ה'-2 בסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים לשנת 2022](#).

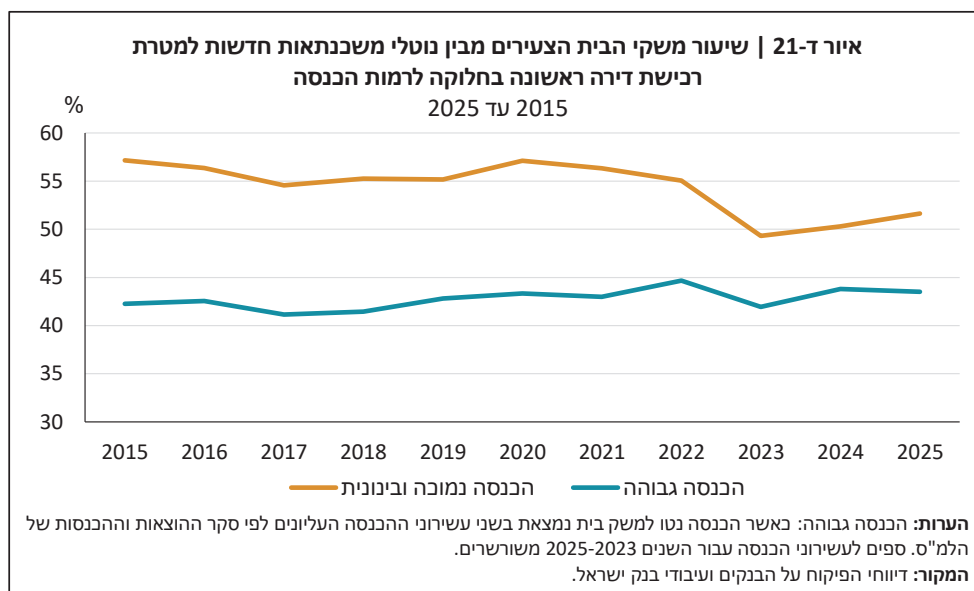
איור ד-20 | מאפייני משכנתאות חדשות לרכישת דירה ראשונה
משקי בית צעירים בהשוואה לשאר נוטלי המשכנתאות
 נתונים שנתיים, 2015 עד 2025



הערות: במשקי בית צעירים שני בני הזוג עד גיל 39. ממוצעים משוקללים לפי גודל ההלוואה. הספים לקביעת עשירוני ההכנסה מבוססים על סקר ההוצאות וההכנסות של משקי הבית של הלמ"ס כאשר הספים עבור השנים 2023-2025 נקבעו לפי שרשרת של הספים לפי שיעור הגידול השנתי הממוצע בין השנים 2015-2022. **המקור:** דיווחי הפיקוח על הבנקים ועיבודי בנק ישראל.

בשנים האחרונות ירד משקל הזוגות הצעירים בעלי הכנסה נמוכה ובינונית מבין כללי נוטלי המשכנתאות.

כדי לבחון השערה זו, איור ד-21 מציג את שיעור הצעירים מבין כלל נוטלי המשכנתאות, בחלוקה לבעלי הכנסה גבוהה (שני החמישונים העליונים) לעומת בעלי הכנסה נמוכה ובינונית (שלושת החמישונים התחתונים). מן האיור עולה כי בשנים האחרונות נותר יציב משקל הצעירים בקרב נוטלי המשכנתאות בעלי הכנסה גבוהה, אך במקביל נרשמה ירידה במשקלם בקרב בעלי הכנסה נמוכה ובינונית. כלומר, לא נראה שהעלייה החדה יותר בשיעור האשראי שניתן למשקי בית צעירים בעלי הכנסה גבוהה נובעת מגידול במשקל הצעירים בקבוצת ההכנסה הגבוהה, אלא מצמצום משקלם של משקי בית צעירים בקבוצות רוכשי הדירות עם הכנסה נמוכה ובינונית. תופעה זו מחזקת את ההשערה כי במהלך התקופה תהליך רכישת דירה הפך מורכב יותר עבור משקי בית צעירים בעלי הכנסה נמוכה ובינונית.



לסיכום, נראה שבעשור האחרון, על רקע עליית מחירי הדיור, התרחשו מספר תהליכים מקבילים: ראשית, שיעור הזוגות הצעירים מקרב נוטלי משכנתאות לדיור למטרת רכישת דירה ראשונה ירד. ממצא זה תואם את מגמת הירידה של שיעור המשפחות הצעירות המתגוררות בדיור בבעלותן. שנית, בקרב כל קבוצות נוטלי המשכנתאות למטרת רכישת דירה ראשונה עלו שיעורי המינוף, יחס ההחזר להכנסה ותקופת ההלוואה, עם רמות גבוהות יותר עבור זוגות צעירים לעומת זוגות מבוגרים. לבסוף, ניכרת מגמה שלפיה יכולת רכישת דירה נעשתה מאתגרת יותר עבור משקי בית בעלי הכנסה נמוכה, ובמיוחד עבור זוגות צעירים.

תיבה ד-2: מדד תחרות בבנקים בישראל בהשוואה למדינות ה-OECD

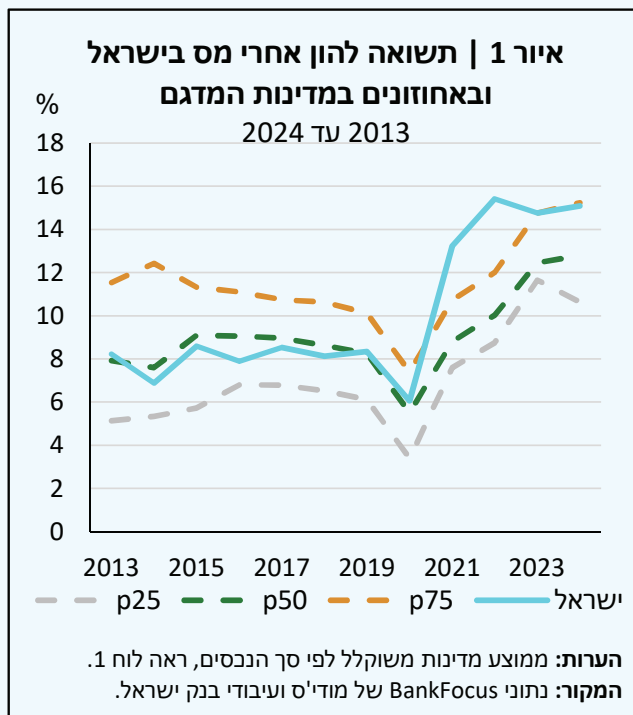
« התשואה להון של הבנקים בישראל מצויה ברמה גבוהה מאז 2020 ועלתה ביחס לעולם. העלייה אינה מוסברת בעלייה בריכוזיות, וחופפת ירידה זמנית במדדי תחרות, ששבו מאז לרמת החציון.

« אף שמספר הבנקים בישראל נמוך ביחס למדינות ה-OECD, רמות הריכוזיות והתחרות בענף הבנקאות אינן חריגות בהשוואה בין-לאומית וברוב התקופה מצויות סביב חציון מדינות ההשוואה.

« מהניתוח עולה כי הגברת התחרות אינה חייבת להיות מלווה בירידה בתשואה על ההון בטווח הקצר.

« בטווח הארוך קיים מתאם חיובי בין ריכוזיות לרמת תחרות נמוכה ולתשואה על ההון.

הקדמה



בשנים האחרונות הבנקים בישראל מציגים רווחיות גבוהה, המתבטאת בתשואה גבוהה על ההון. היסטורית, התשואה להון של הבנקים בישראל הייתה קרובה לחציון מדינות ה-OECD אך החל משנת 2021 נרשמה עלייה חדה בתשואה שהובילה את ישראל לרמות שבסביבת האחוזון ה-75 של מדינות ההשוואה, שגם בהן עלתה התשואה בחדות (איור 1). תיבה זו בוחנת אם מגמה זו משקפת עלייה במדדי ריכוזיות וירידה בתחרות בענף הבנקאות.

מדדי ריכוזיות ומדדי תחרות אינם שקולים: ריכוזיות מתארת את מבנה השוק (מספר וגודל השחקנים), בעוד התחרות משקפת את עוצמת הלחץ התחרותי בפועל.

עלימנא לבחון את השפעתם של משתנים אלו על רווחיות הבנקים אמדנו בשלב ראשון רגרסיית פאנל, שממצאה מצביעים על כך שבשוק ריכוזי יותר ותחרותי פחות התשואה על ההון גבוהה יותר¹. ממצאים אלו עקביים בכל מפרטי הרגרסיה, גם תחת בקורות למשתני מקרו (כגון צמיחה, ריבית ריאלית וגודל האוכלוסייה), כאשר מדד לרנר נמצא כבעל ההשפעה המובהקת והחזקה ביותר מבין המדדים. הבדיקה מצאה גם קשר חיובי בין ריכוזיות לבין מדדי תחרות.

¹ מדדי ריכוזיות: HHI ו-CR3. מדדי תחרות: לרנר ובון. פירוט על המדדים בהמשך. הרגרסיות בפאנל נאמדו עבור כל מדד בנפרד ועבור כל המדדים יחדיו.

נתונים

לוח 1 | מספר בנקים למדינה ולמיליון תושבים

מדינה	בנקים במדגם	מספר בנקים למיליון תושבים
ישראל	6	0.6
יוון	9	0.9
דרום קוריאה	47	0.9
ליטא	3	1.0
הולנד	18	1.0
צ'כיה	14	1.3
סלובקיה	8	1.5
בלגיה	20	1.7
ספרד	91	1.9
אוסטרליה	56	2.1
אירלנד	11	2.0
ניו זילנד	21	3.9
סלובניה	7	3.3
לטביה	9	4.8
אסטוניה	7	5.1
שוודיה	74	7.0
דנמרק	43	7.2
פורטוגל	85	7.9
איסלנד	6	15.6
נורבגיה	93	16.7
פינלנד	102	18.6
שווייץ	282	31.2
אוסטריה	362	39.4
לוקסמבורג	30	45.7

הערות: המדגם כולל בנקים מסחריים, קואופרטיביים ובנקי חיסכון ברמת דיווח מאוחדת (ובנתונים לא־מאוחדים כאשר אין דיווח מאוחד). לא נכללו בנקים זרים עם סניף מקומי, בנקים בבעלות ממשלתית או ציבורית, בנקים הנשלטים בידי בנק מקומי אחר, חברות אחזקה, בנקים עם פחות משבע תצפיות או שהתצפית האחרונה לגביהם קדמה ל-2020, וכן תצפיות ללא נתונים על סך הנכסים או הפיקדונות.

המקור: נתוני BankFocus של מודי'ס ועיבודי בנק ישראל.

ההשוואה הבין־לאומית מתבצעת מול מדינות בעלות כלכלות מפותחות לפי הגדרות ה-IMF וה-OECD תוך־כדי החרגת מדינות ה-G7². הנתונים מבוססים על מאגר BankFocus (מודי'ס) עבור השנים 2013–2024 וכוללים בנקים מסחריים, בנקים קואופרטיביים ובנקי חיסכון. הנתונים נאספו בהתאם לאופן הדיווח של הבנקים בישראל.

לוח 1 מציג את מספר הבנקים בכל מדינה בשנת 2024 ומראה כי בישראל מספר הבנקים למיליון תושבים הוא הנמוך ביותר.

כדי לבחון אם מספר הבנקים הנמוך בישראל מתבטא בריכוזיות גבוהה השתמשנו בשני מדדי ריכוזיות מקובלים בספרות: מדד CR3, המודד את נתח השוק של שלושת הבנקים הגדולים בכל מדינה (איור 2), ומדד HHI (איור 3), המחושב כסכום ריבועי נתחי השוק של כלל הבנקים בענף ונע בין 0 (תחרות מלאה) ל-1 (ריכוזיות מוחלטת). המדדים מראים כי הריכוזיות בישראל דומה לחציון במדינות ה-OECD ושהתה ברמה זו בכל העשור האחרון.

מכאן עולה כי למרות מספר הבנקים המצומצם ישראל אינה חריגה ברמת הריכוזיות שלה, ועל־כן מדד זה אינו מסביר את העלייה החדה שנרשמה בתשואה להון בשנים האחרונות. יצוין כי השוואות בין־לאומיות של מספר הבנקים עשויות לשקף הבדלים מבניים בין מערכות בנקאיות, אשר משפיעים בעיקר על פרשנות מדדי הריכוזיות³.

מדד תחרות – מדד לרנר

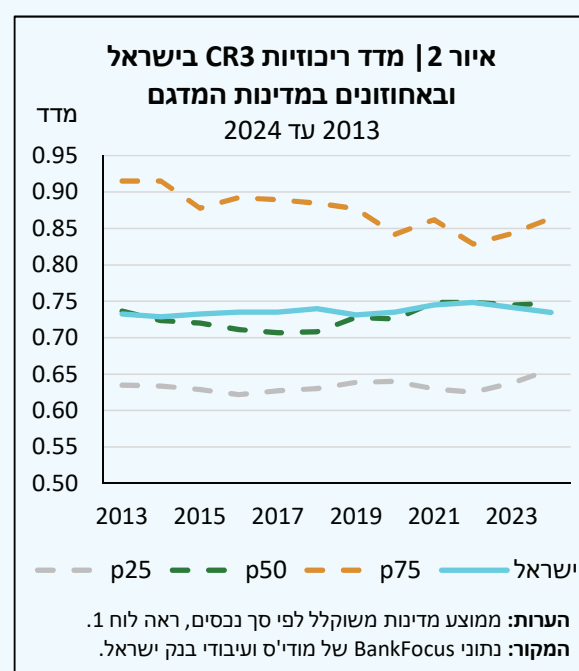
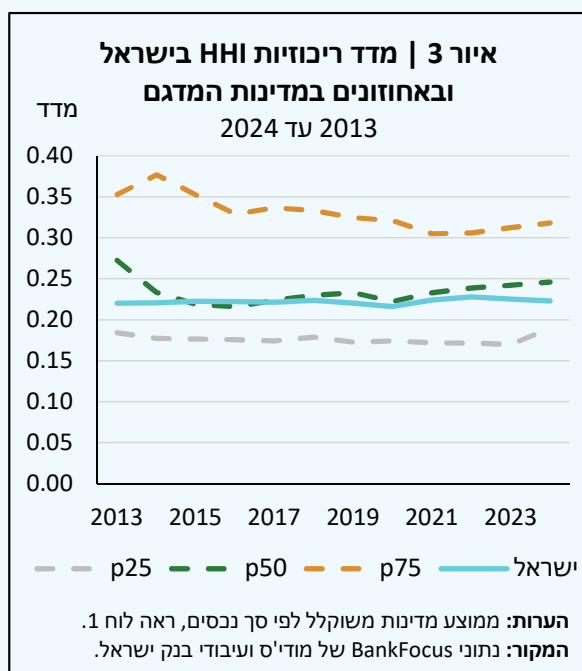
כיוון שמדדי הריכוזיות מתמקדים במבנה המערכת בלבד ויכולים לסבול מהטיות, נדרש מדד נוסף שיבחן את רמת התחרות בפועל. לצורך כך מקובל בספרות הכלכלית להשתמש במדד לרנר (Lerner)⁴. המדד אומד את יכולתו של בנק לקבוע מחיר הגבוה מהעלות השולית, ובכך הוא משקף את עוצמת הלחץ התחרותי. המדד מחושב עבור בנק i בזמן t בהתאם למשוואה:

$$Lerner_{i,t} = (P_{i,t} - MC_{i,t})/P_{i,t}$$

² בספרות קיימת ביקורת על כך שהמדד עלול להיות מוטה בבנקים בעלי פעילות חוץ־מאזנית או השקעתית ענפה (Weelock and Wilson 2018, Shaffer and Spierdijk 2020). לכן החרגנו מהמדגם את מדינות ה-G7 שבהן הפעילות החוץ־מאזנית נכבדת.

³ מדדי ריכוזיות עשויים להיות מוטים בשל הבדלים מבניים בין מערכות בנקאיות, לרבות היעדר בנקים ציבוריים וסניפים של בנקים זרים (שלוש מדינות כל אחד) וריבוי בנקים קואופרטיביים הקשורים זה לזה (שש מדינות). לעומת זאת, הבדלים אלה אינם משנים באופן מהותי את התוצאות הנצפות עבור מדדי לרנר ותשואה להון בקרב הבנקים שבמדגם.

⁴ לסקירה נרחבת של יתרונות השימוש במדד זה ראו: דוח הוועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי (ועדת שטרם, 2021). בשנים האחרונות הוצגו בספרות מספר ניסיונות לשפר את המדד אך מרבית התוספות אינן משנות את התוצאות המרכזיות. (Spierdijk, L., & Zaouras, M., 2018), Igan et al. (2021), Weelock and Wilson (2018), Carbo et al. (2009), Shaffer and Spierdijk (2020).



על־מנת לחשב את המדד אנו אומדים את שני רכיבי המשוואה באופן הבא: המחיר (P) נאמד באמצעות ההכנסה הממוצעת של הבנק (הכנסות מריבית ומפעולות אחרות חלקי סך הנכסים). העלות השולית (MC) מוערכת באמצעות פונקציית עלות המבוססת על מחירי התשומות השונות של הבנק, ובהן הריבית על הפיקדונות, הוצאות השכר והוצאות תפעוליות אחרות. ערך המדד המתקבל נע בין 0 ל-1; ככל שהערך גבוה יותר, הדבר מעיד על כוח שוק רב יותר של הבנק ועל יכולתו לגבות מחיר גבוה בשיעור ניכר מעלות הייצור השולית שלו. נוסף על כך תיקפנו את הממצאים באמצעות מדד בון (Boone), הבוחן את מידת התגמול ליעילות תפעולית⁵.

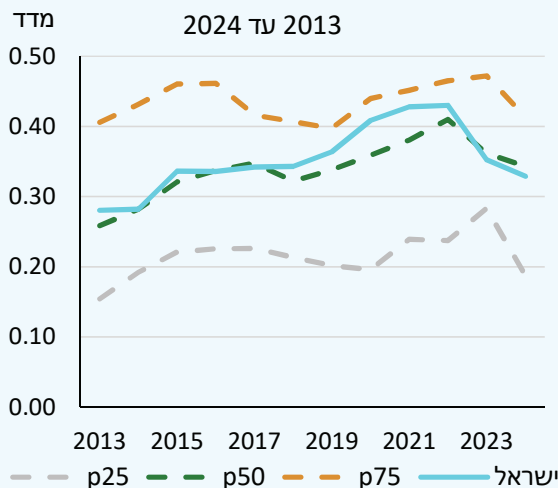
תוצאות והשוואה בין־לאומית⁶

מדד לרנר של הבנקים בישראל עלה בין השנים 2013–2022 ולאחר מכן ירד (איור 4). הקו המלא באיור 4 מציג ממוצע משוקלל לפי חלקו של כל בנק בסך נכסי המערכת הבנקאית. בהשוואה בין־לאומית עולה כי מגמות אלו אינן ייחודיות לישראל; עלייה הדרגתית במדד עד 2022 והיפוך מגמה לאחר מכן נצפים גם במדינות ההשוואה (איור 4).

⁵ ערכי מדד בון בישראל נמוכים וניצבים מתחת לאחוזן ה-25 של מדינות ההשוואה לאורך כל התקופה. נתון זה מעיד על רמת תחרות גבוהה בשוק. הפער בין ממצאי מדד לרנר לממצאי מדד בון נובע מכך שהמדדים מודדים היבטים שונים של תחרות: מדד לרנר מתמקד ברמת התמחור ביחס לעלות, בעוד מדד בון בוחן את מידת התגמול ליעילות תפעולית. ברגרסיית הפאנל הראשונית שבחנה את הקשר בין מדדי תחרות וריכוזיות לבין התשואה על ההון לא נמצא קשר מובהק עם מדד בון לאחר הבקרה על המשתנים הנוספים.

⁶ התוצאות נותרות עמידות תחת הגדרות חלופיות, בשימוש בנתוני FITCH, ובהשוואה למדד לרנר של הבנק העולמי.

איור 4 | מדד תחרותיות לרנר בישראל ובאחוזונים במדינות המדגם



הערות: ממוצע מדינות משוקלל לפי סך נכסים, ראה לוח 1.
המקור: נתוני BankFocus של מודיס ועיבודי בנק ישראל.

ממצאים אלו מחזקים את הטענה כי שינויים אסדרתיים, תנאים מקרו-כלכליים ותהליכים טכנולוגיים גלובליים משפיעים על מדד לרנר באופן דומה בכל העולם. עם זאת, נראה כי מ-2018 ועד 2022 עלה מדד לרנר בישראל בקצב גבוה יותר מאשר במדינות ההשוואה בצורה שתואמת באופן חלקי את העלייה בתשואה להון משנת 2021⁷. לעומת זאת, הירידה במדד לרנר (העליה ברמת התחרות) משנת 2023 אינה באה לידי ביטוי ישיר בתשואה להון וזו נשארה ברמה גבוהה.

סיכום

בניתוח הנוכחי נמצא כי הגידול הניכר ברווחיות הבנקים בישראל לרמה גבוהה ביחס למדינות מפותחות, לא לווה בעלייה בריכוזיות, אך כן לווה בירידה זמנית במידת התחרות כפי שהיא נמדדת במדד לרנר. בשנים האחרונות ניכרת חזרה של רמת התחרות לרמותיה ההיסטוריות, כך שמיקומה של ישראל בהתפלגות הבין לאומית חזר לסביבת החציון, בעוד שהתשואה על ההון

נותרה גבוהה. בין השנים 2014–2023 עלתה יעילות הבנקים בישראל (ראו סקירות הפיקוח על הבנקים), בין היתר על רקע המעבר לתפעול דיגיטלי - תהליך שיכול להסביר עלייה מקבילה בתשואה להון ועלייה זמנית במדדי התחרות⁸. על רקע ההתייעלות, בעשור האחרון נרשמה בישראל גם התרחבות בפעילות האשראי, כפי שמשתקף בעלייה בשיעור החוב לתוצר, בניגוד למגמה במדינות רבות בעולם (איור ד'-1). להתרחבות זו יכולה להיות תרומה נוספת לתשואה להון דרך הגידול בנפח הפעילות. לבסוף, התשואה להון מושפעת גם מרמת המינוף, שנמצאת בעלייה מאז 2022 (לפי סקירות הפיקוח על הבנקים), בעוד שמדד לרנר עשוי דווקא לרדת כתוצאה מכך⁹.

רשימת מקורות

Carbó-Valverde, S., Humphrey, D., Maudos, J., & Molyneux, P. (2009). Cross-country comparisons of competition and pricing power in European banking. *Journal of International Money and Finance*, 28(1), 115–134.

Igan, D., Pería, M.S.M, Pierri N., & Presbitero A. F., (2021). When they go low, we go high? Measuring bank market power in a low-for-long environment. *IMF Working Papers* 2021, 149 (2021).

⁷ בבחינת מרכיבי המדד עולה כי הן רכיב המחיר (P) הן רכיב העלות השולית (MC) עלו בישראל בקצב מהיר יחסית. עם זאת, החל משנת 2023 ניכרת מגמת התייצבות בשני הרכיבים, כאשר ההתייצבות ברכיב המחיר (P) בולטת יותר. התפתחות זו מובילה לירידה במדד לרנר.

⁸ במדד לרנר עלייה ביעילות והקטנת הוצאות עשויות להתבטא בטווח הקצר כירידה ברמת התחרות גם בשוק תחרותי (עלויות נמוכות מקטינות את MC ומביאות לעלייה במדד).

⁹ בחישוב המדד לא נזקפת עלות להון עצמי כך שהגדלת מינוף יכולה להתבטא בעליית MC עבור שיעור הכנסה נתון מהנכסים.

Shaffer, S., & Spierdijk, L. (2020). Measuring multi-product banks' market power using the Lerner index. *Journal of Banking & Finance*, 117, 105859.

Spierdijk, L., & Zaouras, M. (2018). Measuring banks' market power in the presence of economies of scale: A scale-corrected Lerner index. *Journal of Banking & Finance*, 87, 40–48.

Wheelock, D.C., & Wilson, P. W. (2018). The evolution of scale economies in U.S. banking. *Journal of Applied Econometrics*, 33(1), 16–28.

דוח הוועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי (2021). משרד האוצר, בנק ישראל.

פרק ה'

שוק העבודה

- « בשנת 2025 שוק העבודה היה הדוק בעיקר בשל מגבלות ניכרות בהיצע העבודה האזרחי, שנבעו מהתמשכות הלחימה במרבית השנה.
- « שיעור ההשתתפות היה נמוך ביחס לתקופת טרום-המלחמה ומרבית הירידה הייתה בקרב צעירים. גיוס המילואים הנרחב הביא להיעדרות עובדים רבים ממקום עבודתם, אם כי בהיקף נמוך מהשנה שקדמה לה.
- « עם פרוץ המלחמה ירד מספר העובדים הלא-ישראלים עקב הפסקת כניסתם של עובדים פלסטינים. בשנתיים האחרונות נכנסו למשק בהדרגה עובדים זרים, אך עדיין מספר העובדים הלא-ישראלים נמוך בהשוואה למספרם טרום-המלחמה.
- « מגבלות ההיצע התבטאו בכך שמספר המועסקים במגזר העסקי היה השנה נמוך בכ-0.3 אחוזים ביחס לשנה שקדמה למלחמה. ירידה זו, לצד גידול בביקושים, התבטאה ב-2025 בשיעור גבוה של משרות פנויות (4.5 אחוזים), בעיקר בענפים עם שיעור מועסקים גבוה של גברים או של צעירים.
- « שיעור האבטלה היה נמוך ועמד בממוצע על כ-3.0 אחוזים.
- « השכר הריאלי במגזר העסקי עלה במשך השנה במידה ניכרת, אף יותר מצמיחת התוצר לעובד. לעומת זאת, במגזר הציבורי נשחק השכר הריאלי ביחס לרמתו ערב המלחמה.
- « ההגירה השלילית מישראל בשנתיים האחרונות הסבירה חלק קטן מהירידה בהיצע העבודה מאז פרוץ המלחמה.



השכר צמח בקצב שנתי של **4.2%** במגזר העסקי, ו-**1.4%** בשירותים הציבוריים



האבטלה הייתה נמוכה (3.0%) ושיעור **המשרות הפנויות** היה גבוה (4.5%)



המחסור בעובדים נבע מגיוס המילואים ומהיעדרם של עובדים פלסטינים

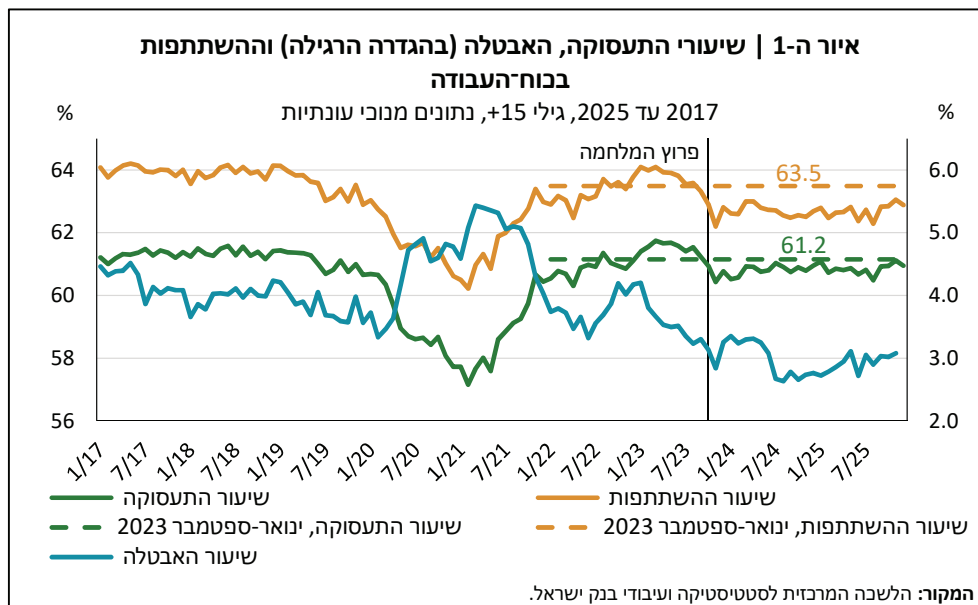


שוק העבודה היה הדוק ופעל תחת מגבלות היצע של עובדים

1. עיקרי ההתפתחויות

בשנת 2025 היה שוק העבודה בישראל הדוק ואופיין במגבלות בהיצע העבודה על רקע התמשכות הלחימה במרבית השנה. עובדים רבים נעדרו עקב שירות מילואים ושיעור המשתתפים בכוח העבודה היה נמוך ביחס לתקופת טרום-המלחמה (איור ה-1 ולוח ה-1). מספר העובדים הלא-ישראלים ירד במידה ניכרת עקב איסור על כניסתם של העובדים הפלסטינים, אם כי במשך השנה האחרונה צומצם גירעון זה חלקית בשל כניסתם של עובדים זרים.

שנת 2025 התאפיינה בשוק עבודה הדוק בשל מחסור בעובדים בצל התמשכות הלחימה.



לוח ה-1 | אינדיקטורים עיקריים לשוק העבודה

רמה ¹	שיעור השינוי השנתי (%) ²						מול 2024	מול טרום המלחמה ³
2025	2016-2019	2020-2022	2023-I-III	2023-IV	2024	2025	2025	2025
10,121	2.0	1.8	3.2	2.8	1.4	1.3	1.4	האוכלוסייה
7,300	2.0	1.9	2.5	2.4	2.0	1.5	1.8	האוכלוסייה בגיל העבודה
4,577	1.8	1.8	3.6	1.0	0.7	1.5	1.1	כוח העבודה
62.7	63.9	62.3	63.8	62.6	62.7	62.7	62.7	שיעור ההשתתפות בכוח העבודה, 15+ (רמה, %)
4,700	2.0	1.8	3.7	-1.4	-0.3	2.5	0.9	המועסקים ^{4,5}
4,442	2.1	1.9	3.7	2.1	1.2	1.5	1.4	ישראלים
2,956	2.4	1.8	1.0	4.8	1.2	3.4	2.5	המועסקים במשרות מלאות
1,144	1.4	3.9	12.1	-26.9	5.2	-2.7	-2.4	המועסקים במשרות חלקיות
343	2.8	14.5	-0.5	113.2	-10.7	0.3	5.9	הנעדרים זמנית מעבודתם
37	14	175	14	217	35	37	37	מסיבות כלכליות (רמה חודשית, באלפים) ⁵
27	2	2	2	147	52	27	27	בשל מילואים (רמה חודשית, באלפים) ⁵
1,680	2.4	2.3	3.7	4.3	3.7	1.5	2.7	המועסקים בענפי השירותים הציבוריים
3,019	1.8	1.5	3.7	-4.3	-2.4	3.2	-0.1	המועסקים בענפי המגזר העסקי ^{4,5}
2,762	2.0	1.6	3.6	0.9	-0.3	1.6	0.7	ישראלים
209	-2.0	-5.8	6.9	-4.8	11.9	23.2	14.7	זרים ⁴
48	5.0	9.7	2.1	-93.5	-68.3	26.1	-40.8	פלסטינים ⁴
125,439	2.0	2.0	2.7	-9.6	-2.6	3.4	-0.7	תשומת העבודה השבועית במגזר העסקי ^{4,5}
100,063	2.1	1.9	2.4	-5.9	-1.3	2.1	-0.3	ישראלים
9,742	-2.8	-5.4	6.5	-5.8	12.9	23.0	15.0	זרים ⁴
2,018	5.9	9.4	1.5	-92.9	-67.7	26.1	-39.9	פלסטינים ⁴
36.2	0.1	0.2	-1.1	-6.7	-1.0	0.6	-0.9	שעות העבודה בשבוע למועסק ישראלי במגזר העסקי
4.5	3.7	3.9	3.9	3.4	4.4	4.5	4.5	שיעור המשרות הפניות במגזר העסקי (רמה, %)
13,918	3.0	4.0	5.7	8.3	4.6	3.4	4.4	השכר הנומינלי למשרת שכיר ⁵
13,074	2.7	2.3	1.1	4.8	1.5	0.3	1.3	השכר הריאלי למשרת שכיר (במחירי ממוצע 2023) ⁶
12,480	1.3	-0.1	3.3	5.5	0.1	-1.5	0.0	במגזר הממשלתי ⁶
15,244	3.1	3.1	0.0	3.7	2.2	0.8	1.7	במגזר הפרטי ⁶
5,974	3.5	-1.7	-1.1	1.7	2.3	3.0	2.5	שכר המינימום הריאלי (במחירי ממוצע 2023)
0.9	-2.2	-2.1	-2.5	-0.2	1.8	0.4	0.4	שיעור התמורה לעבודה במגזר העסקי ⁴
1.2	0.5	1.4	3.0	5.1	3.8	4.3	4.3	עלות העבודה ליחידת תוצר ריאלי במגזר העסקי ⁴
3.0	4.2	4.4	3.5	3.2	3.0	3.0	3.0	שיעור האבטלה הצרה (רמה, %) ⁷
3.8	4.2	8.6	3.8	8.1	3.8	3.8	3.8	שיעור האבטלה הרחבה (רמה, %) ^{7,8}

¹ ממוצע 2025, נקוב באלפים, באחוזים או בש"ח.

² ביחס לשנה קודמת. טווח של שנים משקף את ממוצע שיעור הצמיחה בכל אחת מהשנים. ב-2023, כל אחד מחלקי השנה מושווה לתקופה המקבילה אשתקד, ב-2022.

³ מנורמל למונחים שנתיים. תקופת השוואה היא השנה שקדמה למלחמה: רביע אחרון של 2022 עד רביע שלישי של 2023.

⁴ נתוני החשבונאות הלאומית.

⁵ כולל עובדים זרים ופלסטינים.

⁶ ישראליים בלבד.

⁷ נעדרים כל השבוע. הנתון ל-2016-2018 הוא עבור שנת 2018 בלבד.

⁸ האבטלה "הצרה" (ההגדרה הפורמלית לאבטלה) כוללת את הבלתי מועסקים שחיפשו עבודה באופן פעיל והיו זמינים לעבודה. האבטלה הרחבה כוללת נוסף על אלו גם את הנעדרים זמנית מסיבות כלכליות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

המחסור בעובדים הושפע בעיקר מהיעדרם של העובדים הלא־ישראלים, גיוס המילואים וירידה בשיעורי ההשתתפות בכוח־העבודה.

לוח ה-2 מסכם את הרכיבים העיקריים שמסבירים את ירידת היצע העבודה בעקבות המלחמה, בשנים 2024 ו-2025. בסה"כ, הפגיעה בהיצע העבודה בשנת 2025 כתוצאה מהמלחמה עמדה על כ-3.6 אחוזים מכח העבודה. כ-55 אחוזים מירידה זו מוסברים על ידי ירידה בשיעורי ההשתתפות בכח העבודה, ועל ידי היעדרות מעבודה אזרחית של משרתי המילואים ובנות זוגם. 35 אחוזים נוספים מהירידה מוסברים על ידי היעדרם של עובדים לא־ישראלים. יתר הירידה מוסבר על ידי גידול בהיקף התושבים שהיגרו מישראל בשנתיים האחרונות.

לוח ה-2 | אומדן לירידת מספר המועסקים בפועל ב-2024 ו-2025 כתוצאה מהמלחמה

סיבה	2024			2025		
	מספר עובדים בפועל (אלפים)	אחוז מכוח־העבודה	אחוז מסך הירידה בעובדים	מספר עובדים בפועל (אלפים)	אחוז מכוח־העבודה	אחוז מסך הירידה בעובדים
נעדרים עקב שירות מילואים ¹	59	1.2	25	33	0.7	19
ירידה במספר העובדים הלא־ישראלים ²	111	2.3	46	59	1.2	35
ירידה בשיעורי ההשתתפות ³	58	1.2	24	58	1.2	34
מזה: נפגעי מלחמה ⁴	11	0.2	4	13	0.3	7
מזה: תושבי היישובים המפונים ⁵	6	0.1	2	5	0.1	3
היעדרות בנות־זוג של משרתי מילואים ⁶	3	0.1	1	3	0.1	2
הגירה נטו ⁷	9	0.2	4	18	0.4	11
סה"כ	239	5.0	100	171	3.6	100

¹ ממוצע מספר הנעדרים מעבודה לחודש עקב מילואים.

² ההפרש במספר העובדים הלא־ישראלים בין שלושת הרבעונים הראשונים של השנה לבין מספר העובדים הלא־ישראלים בשלושת הרבעונים הראשונים של 2023.

³ ההפרש בין מספר העובדים בפועל בשנה למספר העובדים החזוי אם שיעורי ההשתתפות היו דומים לממוצע ינואר 2022-ספטמבר 2023.

⁴ הכפלת המספר הכולל של נכי צה"ל ונפגעי האיבה כתוצאה מהמלחמה בפער בשיעור התעסוקה בין נכי צה"ל לבין יתר האוכלוסייה היהודית הלא־חרדית המחושב בעיבוד מיוחד של הלמ"ס שפורסם באלמסי ושוורץ (2025). ההנחה היא שלא נוספו נפגעי איבה חדשים ב-2025, וששליש מהנפגעים בצה"ל נוספו ב-2025, בהתאם לירידה בעצימות הלחימה בשנה זו.

⁵ ההפרש בין מספר המועסקים בשנה למספר המועסקים הצפוי אם שיעורי ההשתתפות ביישובים המפונים היו נותרים זהים לשיעורם בשנה שקדמה למלחמה.

⁶ ההפרש בין מספר בנות־הזוג של משרתי מילואים שנעדרו מעבודה או עבדו פחות מהרגיל, לבין מספר בנות־הזוג של כל יתר העובדים שנעדרו מעבודה או עבדו פחות מהרגיל.

⁷ ההפרש בין מאזן ההגירה נטו ב-2023 וב-2024 לבין מאזן ההגירה נטו ב-2016-2019, מוכפל בשיעור התעסוקה בגילי 15+, בניכוי חזרה של עולים מאוקראינה שהגיעו לישראל באופן זמני. לפירוט ראו פרק א' בדו"ח.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

מגבלת היצע העובדים בשוק העבודה האזרחי התבטאה בשיעור גבוה של משרות פנויות (4.5) ושיעור אבטלה נמוך, של כ-3.0 אחוזים בממוצע שנתי. מגבלה זו בלטה במיוחד בענפים במגזר העסקי, שמאופיינים בשיעור גבוה של מועסקים גברים וצעירים. לעומת־זאת, במגזר השירותים הציבוריים האזרחיים, שבהם ייצוג הנשים גבוה יחסית, היה מחסור נמוך יותר בעובדים והתעסוקה בהם אף התרחבה מאז המלחמה.

שוק העבודה ההדוק הביא השנה לעליית השכר בכלל ענפי המגזר העסקי. לעומת זאת, בענפי השירותים הציבוריים ירד השכר הריאלי, בין השאר בשל הפחתות שכר במסגרת הסכמים בין המדינה להסתדרות לשנים 2025 ו-2026.

ביוני 2025 הביאה הלחיצה העצימה עם איראן במסגרת מבצע "עם כלביא" לזעזוע זמני בשוק העבודה ולעלייה חדה בהיעדרויות עובדים ממקומות העבודה עקב הנחיות פיקוד העורף. כתוצאה מהשיבושים בשבועיים אלו הייתה הפגיעה בתוצר השנתי בסדר גודל של כ-0.3 אחוזים (להרחבה ראו פרק ב' בדוח זה). עם תום המבצע התאוששה במהירות התעסוקה במלואה.

בחודש אוקטובר 2025 נכנסה לתוקף הפסקת האש בעזה ושיעורי התעסוקה וההשתתפות ברבעון האחרון עלו אך לא שבו לרמתם טרום-המלחמה. גם היקף גיוסי המילואים בסוף השנה עדיין היה גבוה ביחס לתקופת טרום-המלחמה ומספר העובדים הלא-ישראלים (זרים ופלסטינים) לא שב לקדמותו.

2. היצע העבודה

היצע העבודה ב-2025 היה נמוך בשיעור ניכר מתקופת טרום-המלחמה. שיעור ההשתתפות של ישראלים בשוק העבודה ב-2025 עמד על 62.6 אחוזים לעומת 63.5 אחוזים טרום-המלחמה (ינואר 2022 - ספטמבר 2023), במוצע חודשי. איור ה-2 מציג את הירידה היחסית בשיעורי ההשתתפות לפי קבוצות אוכלוסייה שונות. חלק ניכר מהירידה נבע מקבוצת הצעירים בגילי 18-24, ככל הנראה בשל דחיית כניסתם לשוק העבודה עקב גיוס המילואים הנרחב. שירות מילואים תדיר עלול גם להוריד את המוטיבציה והיכולת של הצעירים לחפש עבודה לטווח ארוך, גם בזמנים שבהם הם אינם מגויסים בפועל. הירידה בהשתתפות ניכרת בעיקר בקרב יהודים לא-חרדים, ובפרט בקרב גברים. קבוצת האוכלוסייה הבולטת ביותר שבה נראית בשנים האחרונות עלייה בהשתתפות בכוח-העבודה היא קבוצת הנשים הערביות. אלה הגדילו את שיעורי תעסוקתן תוך 5 שנים מכ-30 לכ-40 אחוזים (מ-37 ל-50 אחוזים בגילי עבודה עיקריים). זוהי התפתחות ארוכת-טווח חיובית לאור האתגרים הניצבים בפני המשק (להרחבה ראו פרק א' בדוח זה).

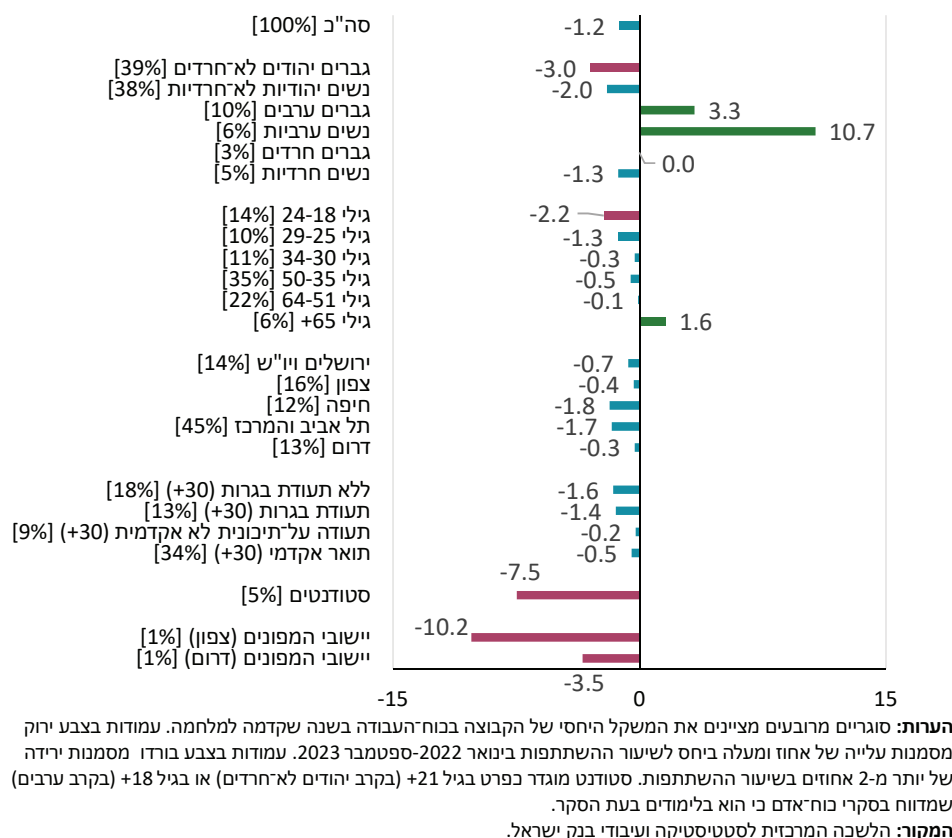
ניכר שגם בקבוצת המתגוררים ביישובים המפונים, ובפרט ביישובי הצפון, שיעורי ההשתתפות נמוכים (בכ-10 אחוזים) ביחס לתקופת טרום-המלחמה. בעוד שמרבית תושבי הדרום שבו ליישוביהם עוד במהלך שנת 2024, מרבית תושבי הצפון שבו לבתיהם רק במהלך 2025. נכון לספטמבר 2025, כ-87 אחוזים מהם כבר שבו ליישובי מגוריהם (מרכז המידע והידע, 2025), אולם גם לאחר החזרה ליישובים החזרה לתעסוקה מלאה אינה מיידית. כיוון שחלקם של תושבים אלו באוכלוסייה הכללית נמוך יחסית, ועל-סמך הירידה בשיעורי ההשתתפות בקרבם, מספר העובדים החסרים בקרבם ביחס לתקופת טרום-המלחמה עומד על כ-6 אלפים עובדים בלבד, או 0.1 אחוזים מכוח-העבודה.

קבוצת אוכלוסייה נוספת ששיעורי ההשתתפות שלה ירדו הם נפגעי המלחמה. מאז פרוץ המלחמה נוספו בישראל כ-22,000 פצועים בצה"ל המטופלים באגף השיקום וכ-24,000 אזרחים שנפגעו מפעולת האיבה. ירידת התעסוקה המדויקת בקרבם אינה ידועה. בהנחה שהיא דומה לפער התעסוקה הקיים בין נכי צה"ל לבין יתר האוכלוסייה היהודית הלא-חרדית, הפגיעה היא בסדר גודל של כ-0.3 אחוזים מכוח-העבודה.

הירידה בשיעורי ההשתתפות בלטה בקרב אוכלוסיות היהודים הלא-חרדים והצעירים.

שיעור ההשתתפות בכוח-העבודה ירד בקרב תושבי היישובים המפונים בצפון ונפגעי המלחמה.

**איור ה-2 | שינוי (באחוזים) בשיעור ההשתתפות בכוח־העבודה בשנת 2025
ביחס לשיעור ההשתתפות בינואר 2022-ספטמבר 2023**
לפי קבוצות אוכלוסייה, נתונים מקוריים, גילי 15+

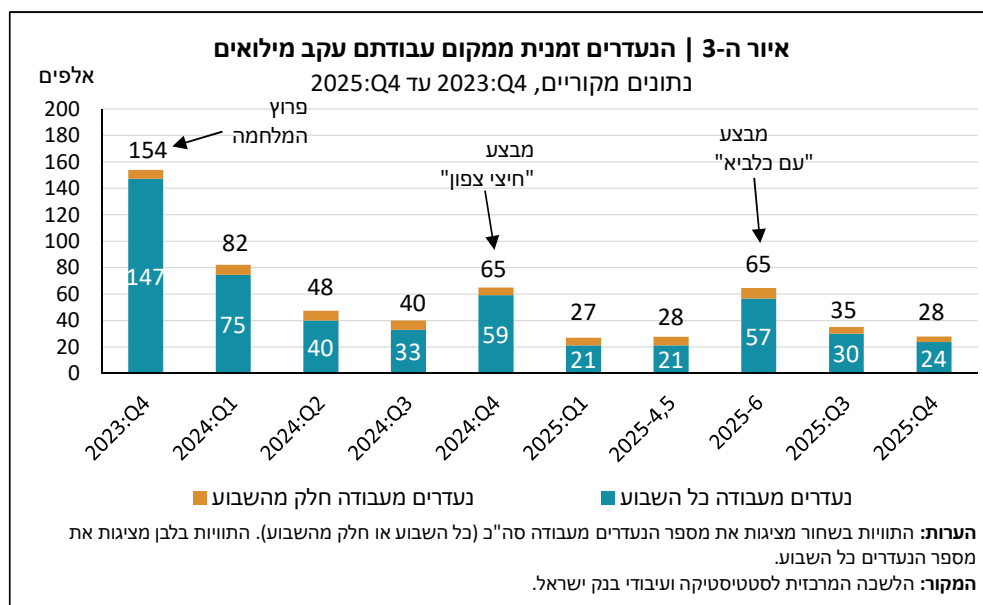


בשל גיוסים למילואים עקב הימשכות המלחמה נעדרו ממקום עבודתם כ-30 אלף עובדים בממוצע (לא כולל חודשי יוני בעת מבצע "עם כלביא", איור ה-3). זוהי ירידה ניכרת ביחס למספרם ב-2024, שעמד על 60 אלף עובדים בממוצע, אך גם נתון זה עדיין מהווה שיעור לא־מבוטל של כ-0.6 אחוזים מכוח־העבודה. עובדים אלו אומנם נכללים בסטטיסטיקה הרשמית כמשתתפים בכוח־העבודה, אך בפועל הם אינם זמינים לעבודה למעסיק האזרחי שלהם.

איור ה-4 בוחן את פרופיל העובדים שנעדרו לצורך מילואים. מאיור ה-4 א' אפשר ללמוד שבקרב העובדים הצעירים, בגילים 20-34, ניכרת היעדרות רבה עקב מילואים. יתרה מכך, נתונים אלו אינם מביאים בחשבון נתח נוסף של פרטים, בפרט צעירים, הנמצאים במילואים ואינם עובדים. עוד אפשר להבחין כי שכרם החודשי של מגויסי המילואים בתקופת טרום־המלחמה (2022) היה גבוה בממוצע מהשכר הכללי במשק, ושהרכב הנעדרים מעבודה בשל מילואים השתנה לאורך זמן מבעלי שכר גבוה לבעלי שכר נמוך יותר, אם־כי עדיין גבוה מהשכר הממוצע של העובדים במשק (איור ה-4 ב')¹. ייתכן שתופעה זו נובעת חלקית מצמצום חלקם של מגויסי המילואים

גיוס המילואים המשיך להשפיע על המחסור בעובדים בשוק העבודה האזרחי.

¹ נתוני שכר ממוצע מרשות המיסים ב-2022 של כלל הפרטים המועסקים שנדגמו בסכ"א בשנים 2023-2025. נתונים אלו מייצגים את סך השכר של הפרט מכל המשרות שבהן הוא הועסק.



מענף המידע והתקשורת, שרוב עובדיו הם ממגזר ההייטק (איור ה-4 ג'). תופעה זו מעידה על כך שהפגיעה בפריזון המשקי עקב גיוס המילואים הייתה נמוכה יותר השנה בהשוואה לשנה הקודמת. תופעה נוספת שרואים באיור זה היא ששיעור מגויסי המילואים נמוך הרבה יותר בענפי השירותים הציבוריים (חינוך, בריאות ומנהל ציבורי) מאשר בענפים השייכים למגזר העסקי - זאת כתוצאה משיעור נמוך יחסית של גברים בענפים אלו, כפי שיפורט בהמשך. בקרב אנשים בגילים 25-40 שנעדרו מהעבודה ב-2024 או ברבעון האחרון של 2023 עקב מילואים נמצא כי בשנה העוקבת² 10 אחוזים מהם לא עבדו (לעומת 7 אחוזים בקרב אלו שלא שירתו), וכן שיעור לא קטן מאנשים אלו (16 אחוזים) נעדרו שוב מעבודתם עקב מילואים. בקרב עובדים שגויסו למילואים בגיל צעיר במיוחד (21-24) ניכרת איתעסוקה אזרחית בולטת במיוחד בשנה העוקבת (45 אחוזים לעומת 27 אחוזים בקרב יתר העובדים).

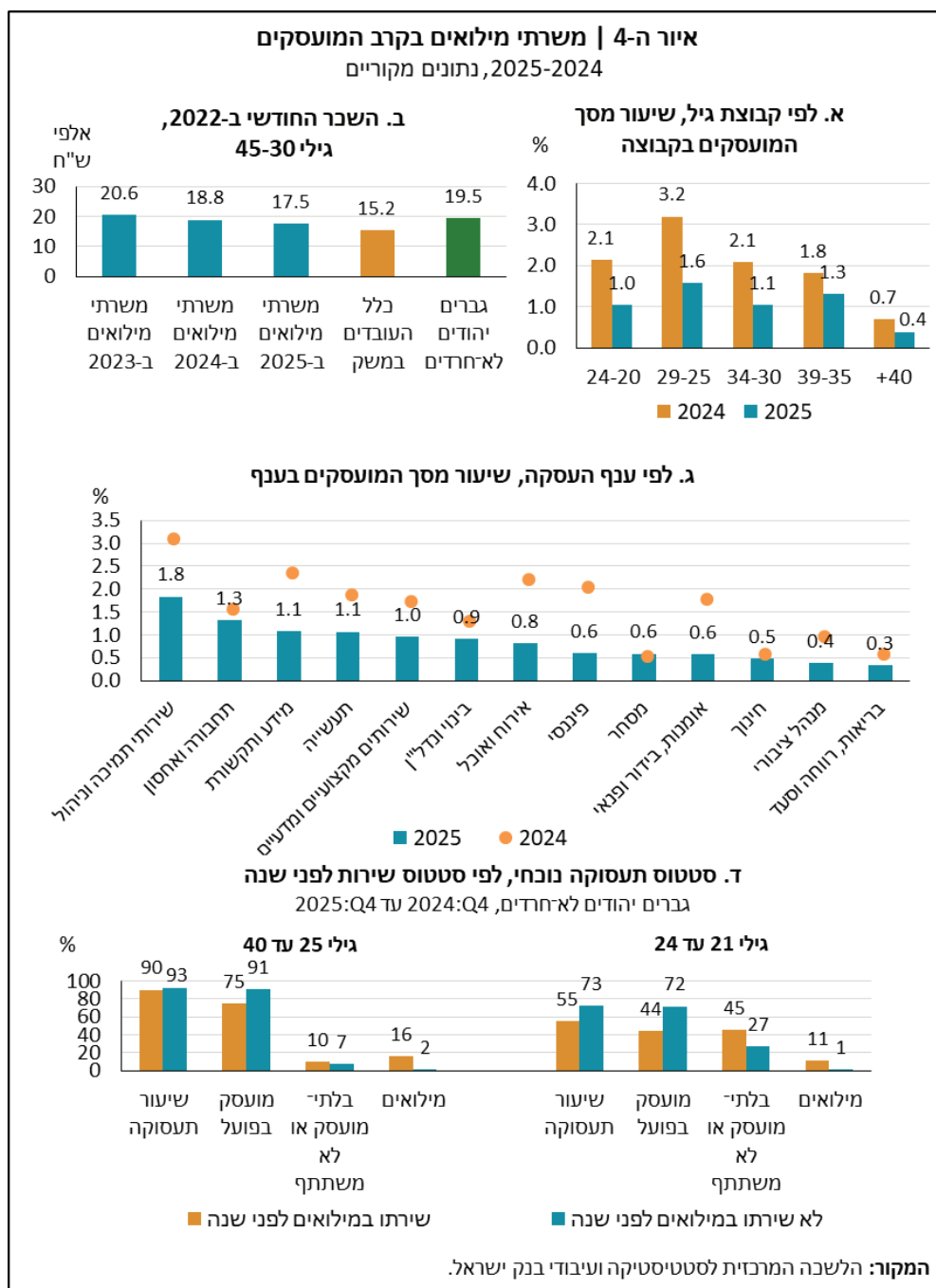
גם חלק מבנות־הזוג של משרתי המילואים הפחיתו את תעסוקתן: כ-20 אחוזים מהן (לעומת 10 אחוזים בקרב שאר נשות המועסקים) עבדו במהלך 2025 פחות מהרגיל, וכ-13 אחוזים במוצע נעדרו זמנית ממקום עבודתן לעומת כ-8 אחוזים בקרב יתר נשות המועסקים. ירידת התעסוקה העודפת בקרב נשות המילואים בהשוואה ליתר נשות המועסקים מאפיינת בסה"כ כ-0.1 אחוז מכוח־העבודה.

גורם נוסף למחסור בעובדים הוא הירידה במספרם של העובדים הלא־ישראלים. ירידה זו נוצרה מייד עם פרוץ המלחמה עם עצירת כניסתם של מרבית העובדים הפלסטינים, אז ירד מספרם מיידית בכ-110 אלף בהשוואה לרבעון השלישי של 2023 (איור ה-5). ירידה זו קוזזה חלקית ובהדרגה בשנתיים האחרונות באמצעות עלייה של כ-70 אלף במספר העובדים הזרים. חלק ניכר מהעובדים הזרים שהגיעו הועסקו בענף הבינוי, שבו התרכז המחסור המיידני, אך במקביל הוחלט גם להגדיל

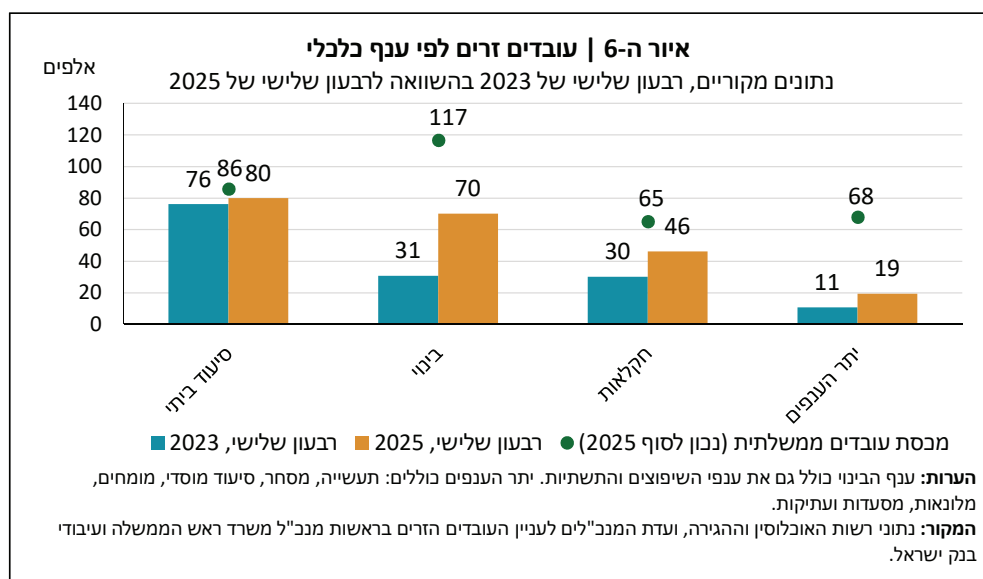
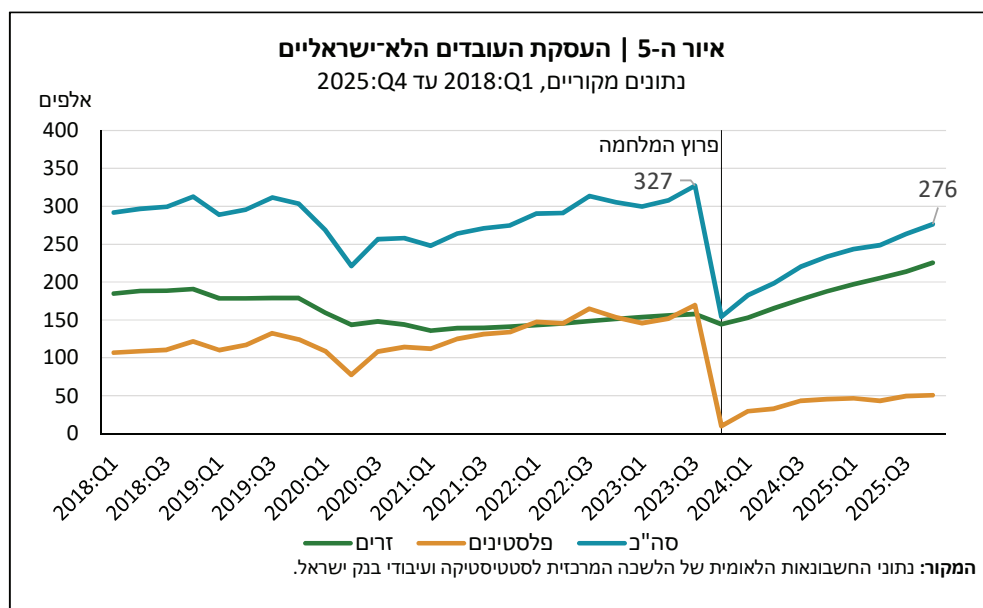
מספר העובדים הזרים עלה, אך הוא עדיין אינו מפצה על הירידה במספר העובדים הפלסטינים עקב המלחמה.

² 2025 או הרבעון האחרון של 2024.

מכסות והיתרים בענפים שבעבר כמעט שלא העסיקו זרים, כמו ענפי השירותים והקמעונאות³. סה"כ מספר העובדים בענפים שאינם בינוי סיעוד או חקלאות גדל השנה בכ-8 אלפים (איור ה-6).



³ לדוגמה, בהחלטת ועדת המנכ"לים לעניין עובדים זרים מיולי 2024 הוקצתה לענפי המסחר והשירותים מכסה של עד 6,400 עובדים זרים, בדומה למספר העובדים הפלסטינים בענף זה לפני המלחמה. אך מאוחר יותר, בפברואר 2025, הורחבה מכסה זו ל-12,800 עובדים זרים ובאוגוסט 2025 ל-25,000.



בהנחה שמספר העובדים הזרים ימשיך לגדול בקצב דומה לקצב הגידול של השנתיים האחרונות, במהלך שנת 2027 מספר העובדים הלא-ישראליים צפוי לחזור לרמתו טרום-המלחמה. יתרה מכך, אם ימולאו כלל המכסות של העובדים הזרים שקיימות לעת-עתה, יהיה מספרם של העובדים הלא-ישראליים בטווח הארוך גדול בכ-20 אחוזים ביחס למספרם ערב המלחמה.

גידול זה במכסות של העובדים הזרים מבטא תפנית במדיניות התעסוקה, שהעדיפה בעבר דווקא לשמור על מספר נמוך של עובדים זרים. להגדלת המכסות יש יתרון ברור בהפגת המחסור המיידי בעובדים ובהפחתת הרגישות של המשק הישראלי לזעזועים ביטחוניים הפוגעים בהיצע העבודה הפלסטיני, ובפרט בענף הבינוי. נוסף על כך, בשונה מהתקופה הקודמת שבה הכניסה ישראל מספר רב של עובדים זרים, בתחילת שנות האלפיים (בנק ישראל, 2024) - תקופה

הרחבת המכסות
לעובדים זרים מסמנת
תפנית במדיניות.

שהתאפיינה באבטלה גבוהה ובחשש לתחרות מול עובדים ישראלים, בעיקר משכילים פחות - בשנים האחרונות שוק העבודה הוא הדוק ושיעור האבטלה בו נמוך, ולכן היבט זה הוא כיום מרכזי פחות. לצד זאת, להגדלת מספר העובדים הזרים יש גם מחירים. למשל, כניסת עובדים זרים מקהה את מנגנון ההתאמה המקובל של שוק העבודה בעת מחסור - עליית שכר של העובדים הישראלים. לכן מדיניות זו עלולה להפחית תמריצים להתייעלות, לאימוץ טכנולוגיות ולשיפור פריון והיא צפויה גם להקטין את כוח-המשיכה של ענפי התעסוקה שלהם בקרב ישראלים. מחירים אלו בולטים במיוחד כאשר הרחבת מספר העובדים הזרים נעשית בענפים שלא נשענו בעבר באופן נרחב על עבודה פלסטינית, כגון ענפי המסחר והשירותים, שבהם הכנסת עובדים זרים עלולה "לקבע" מודל עסקי עתיר-עבודה ושכר נמוך, דווקא לאחר עליית הפריון שהושגה בסוף העשור הקודם בענפים אלו (בנק ישראל, 2023). מדיניות של ייקור עלות העובדים הזרים (למשל, באמצעות העלאת האגרה) יכולה לתרום לכך שהשיקול העיקרי להבאת עובדים אלו יהיה מחסור קשה לגישור, לצד ערך מוסף גבוה של העובדים, ולא פתרון לעבודה זולה שמעכב שיפור בפריון הטכנולוגי. מחיר פוטנציאלי נוסף של כניסת עובדים זרים אשר, בניגוד לפלסטינים, מתגוררים בשטחי ישראל, הוא הגברת הביקוש לשירותי דיור מקומיים וכתוצאה מכך גם לחץ לעליית שכר הדירה.

הרחבת מכסות העובדים הזרים מקלה על המחסור, אך עלולים להיות לה מחירים עתידיים.

מגבלה נוספת להיצע העבודה (נטו) התבטאה בשנה האחרונה בהאטה בגידול האוכלוסייה בגיל העבודה עקב הגירה שלילית מישראל. חלק מהגירה שלילית זו נובע מכניסה בהיקף חריג של עולים ב-2022 ו-2023, בעקבות מלחמת רוסיה-אוקראינה, ויציאה מהארץ של חלק מהעולים לארצות המקור או למדינות אחרות לאחר-מכן. ואולם, גם בניכוי העולים הללו נרשמה בשנתיים האחרונות הגירה עודפת מישראל (ביחס לממוצע 2016-2019), המוערכת בכ-18,000 מועסקים, שהם כ-0.4 אחוזים מכוח-העבודה (ראו דיון מורחב בפרק א')⁴. מוקדם להעריך אם התופעה מסמלת שינוי מתמשך שיגביל את היצע העבודה של המשק לאורך זמן.

הגירה שלילית בשנתיים האחרונות יצרה מגבלה נוספת על היצע העבודה.

3. הביקוש לעבודה

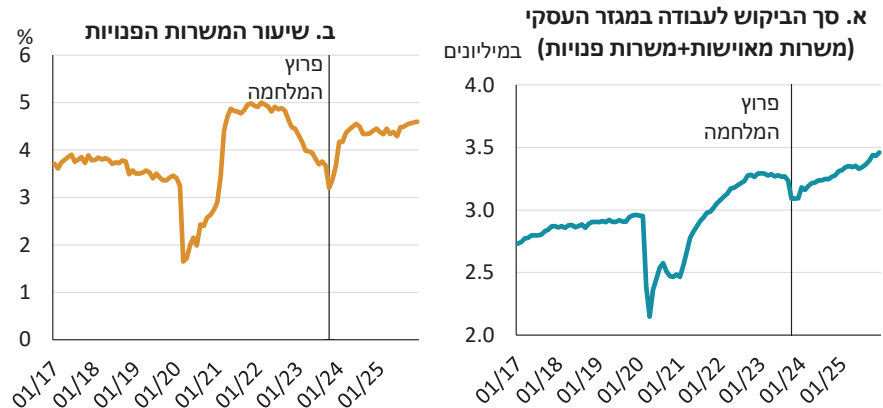
הביקוש לעבודה במגזר העסקי, שמוגדר כסך המשרות המאווישות והפנויות, הוסיף לעלות במהלך 2025. ברבעון האחרון של השנה היו הביקושים גבוהים ב-5 אחוזים בהשוואה לערב המלחמה (איור ה-7 א'). עם-זאת, מספר המועסקים במגזר העסקי עדיין נמוך בכאחוז בהשוואה לטרומ-המלחמה. פער זה, בין הביקוש לעבודה לבין מגבלות ההיצע שתוארו בסעיף הקודם, התבטא בשיעור גבוה מבחינה היסטורית של משרות פנויות במגזר העסקי, כ-4.5 אחוזים (איור ה-7 ב'), לצד שיעור אבטלה נמוך. מסיבה זו, ברבעון האחרון של 2025 ירדה באופן מתון בלבד ההדיקות בשוק העבודה, כפי שמתבטאת ביחס המשרות הפנויות למובטלים, ביחס לרבעון המקביל אשתקד (1.07 לעומת 1.13) ונותרה על רמה גבוהה מבחינה היסטורית. זאת כיוון שעליית הביקוש לעבודה השנה פעלה ככוח מנוגד לעלייה בהיצע העבודה של עובדים זרים שהגיעו לארץ ושל חיילי מילואים שהשתחררו, כפי שנידון לעיל.

הביקוש לעובדים גדל השנה.

⁴ אם מכלילים גם את העולים שהגיעו לישראל ב-2022-2023 ויצאו ממנה בשנתיים האחרונות, ומניחים שיעור תעסוקה דומה בקרבם לכלל האוכלוסייה, אזי ההגירה השלילית העודפת מוכפלת בהיקפה ונאמדת בכ-34 אלף מועסקים. זהו חסם עליון להיקף הירידה בתעסוקה, כיוון שעולים אלו, ששהו בישראל לזמן קצר, עבדו כנראה פחות מיתר הישראלים.

איור ה-7 | הביקוש לעבודה במגזר העסקי ושיעור המשרות הפנויות

נתונים מנוכי עונתיות, ינואר 2017 עד דצמבר 2025



הערות: סך הביקוש לעבודה מוגדר כסכום המשרות הפנויות והמשרות המאוישות בסקר המשרות הפנויות של הלמ"ס.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

מרבית הגידול במשרות הפנויות הייתה בענפים עם שיעור גבוה של גברים או של צעירים.

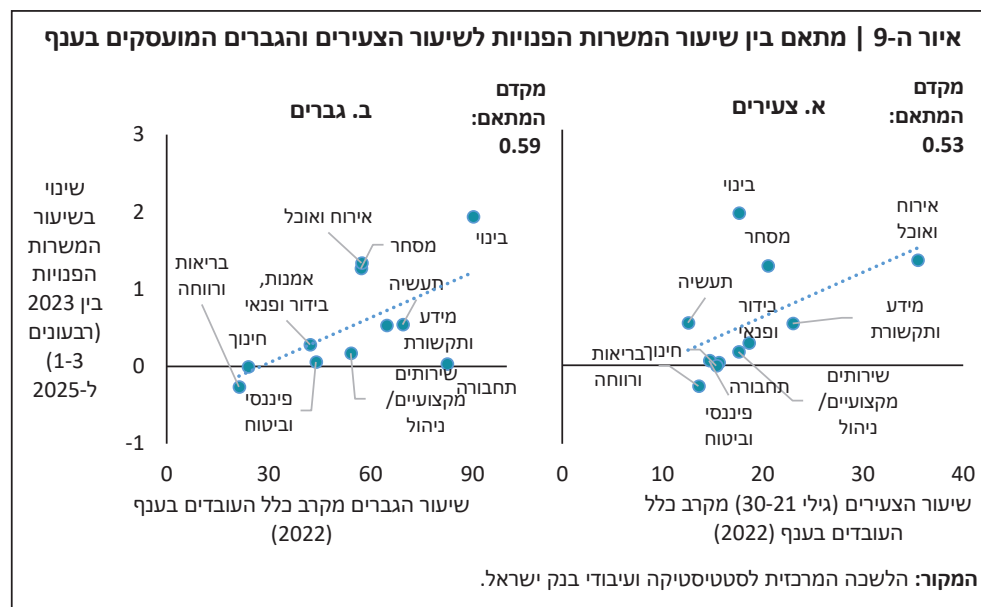
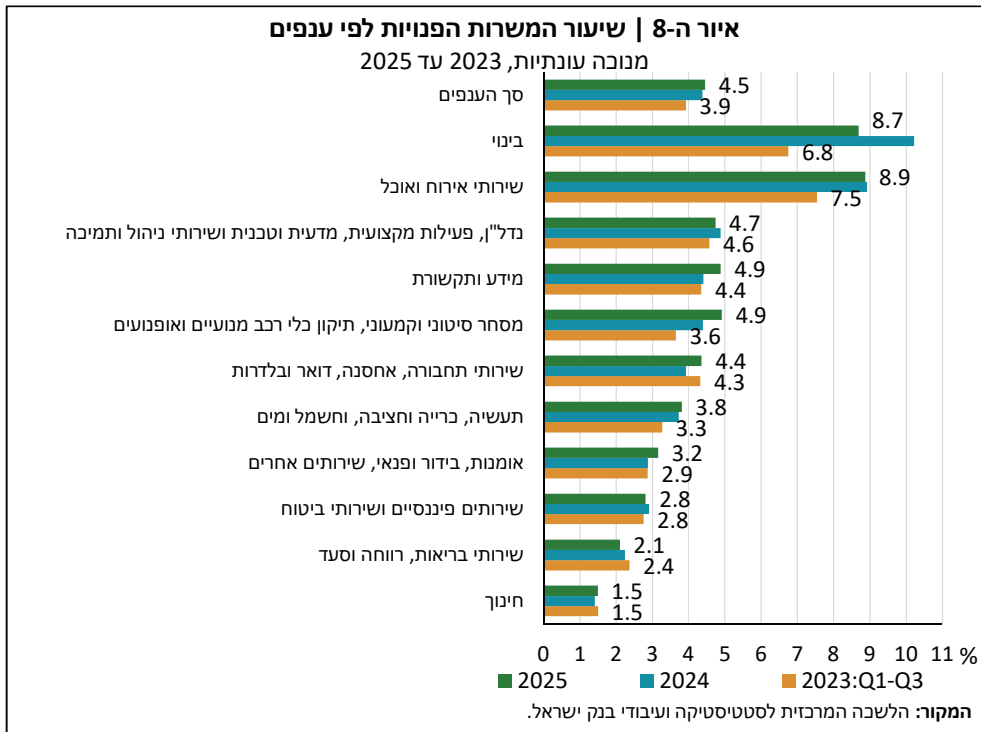
התעסוקה והמשרות הפנויות בהייטק צמחו השנה ואין אינדיקציה לכך שבינה מלאכותית הביאה לצמצום מספר העובדים בהייטק.

הגידול החד ביותר במשרות הפנויות עם פרוץ המלחמה היה בענף הבנייה. עם זאת, ב-2025 ירד שיעור המשרות הפנויות בענף עקב איוש חלקי של עובדים ישראלים וזרים. נוסף על כך, בענפי המסחר, האירוח והאוכל נרשמה בשנתיים האחרונות עלייה ניכרת במשרות הפנויות בהשוואה לתקופת טרום-המלחמה (איור ה-8). ענפים אלו מאופיינים בשיעור גבוה של עובדים צעירים וגברים, שהמחסור בהם ניכר במיוחד על רקע גיוס המילואים הנרחב. איור ה-9 מציג את המתאמים החיוביים (שעומדים על כ-0.5) בין מאפיינים אלו לבין הגידול במספר המשרות הפנויות מאז פרוץ המלחמה.⁵ הביקוש לעובדים במגזר ההייטק התאושש, ולאחר שנתיים של ירידה מתמשכת עלה בו השנה שיעור המשרות הפנויות. התעסוקה בהייטק עלתה בשיעור מתון של כאחוז אחד - שינוי מהקיפאון במספר העובדים שחל מסוף שנת 2022 על רקע ירידת הביקושים העולמיים לטכנולוגיה. לעת-עתה אין אינדיקציות אמפיריות מובהקות לכך שחלק מהקיפאון הושפע גם מצמצום משרות בשל עליית השימוש בבינה מלאכותית. ראשית, מגמת הקיפאון בתעסוקה בהייטק ניכרת בנתוני משרות-שכיר עוד מספטמבר 2022, כשלושה חודשים לפני ההשקה הפומבית של מודלי הבינה המלאכותית הגדולים. שנית, בשני סקרים ייעודיים למגזר ההייטק שקיימו בנפרד הלמ"ס ורשות החדשנות דיווחו פחות מ-10 אחוזים מחברות ההייטק על צמצום תעסוקה בעקבות הטמעת כלי בינה מלאכותית.⁶ לפי שעה עדיין אין אינדיקציות מובהקות להשפעת בינה מלאכותית על היקף התעסוקה בהייטק. עם זאת, מחקרים בעולם מצאו שהיא משנה את אופי המשימות בהייטק לכאלה המצריכות פחות תכנות בסיסי ויותר פיקוח ובקרה על כתיבת קוד באמצעות תוכנות וסוכנים. לכן, אפוא, היא דורשת מעובדי ההייטק להסתגל למציאות המשתנה ולהתאים מחדש את כישוריהם למשימות החדשות

⁵ מתאמים אלו משקפים גם את הייצוג של צעירים וגברים בקרב עובדי המילואים וגם בקרב העובדים הזרים. לצורך ניכוי השפעת העובדים הזרים השמטת ענף הבינוי גורמת למתאם להיות 0.3 בקרב גברים ו-0.7 בקרב צעירים.

⁶ בסקר הערכת המגמות בעסקים של הלמ"ס (יוני 2025) דיווחו 91 אחוזים מחברות ההייטק שאימוץ בינה מלאכותית לא הביא עד כה לירידה במספר העובדים, וזאת אף שמרבית החברות במגזר זה דיווחו על שימוש גובר בבינה מלאכותית לצורך משימות שגרתיות. בסקר נוסף של רשות החדשנות (2026) בשיתוף חברת "צברן" דיווחו רק 5 אחוזים מהחברות על צמצום או סגירת מחלקות בגלל הטמעת AI, ורק 3 אחוזים מהחברות דיווחו על כך שגייסו פחות עובדים בשל שילוב כלי AI בתהליכי העבודה.

(Humlum and Vestergaard, 2025; Ranganathan and Ye, 2026) הערכות כי הבינה המלאכותית צפויה להשפיע בעתיד על התעסוקה במשק בענפים שונים, ובפרט בקרב משלחייד שבהם שיעור גבוה של משימות שאותן היא יכולה להחליף, כגון שירות לקוחות, פקידות ומכירות, כפי שנסקר בתיבה ה-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2024 (בנק ישראל, 2025).



הבינה המלאכותית צפויה גם להשפיע בשנים הקרובות לחיוב על פריון העבודה ועל הצמיחה במשק, ובפרט אם יושקעו משאבים ממשלתיים הולמים בתשתיות מתאימות וביצירת מסגרות רגולציה מתאימות, כפי שנידון בתיבה א-2 בפרק א של דוח זה.

4. אבטלה ותעסוקה

שיעור האבטלה השנה
היה נמוך בהשוואה
היסטורית ועמד על כ-3
אחוזים.

בעוד שמגזר השירותים
הציבוריים התרחב,
התעסוקה במגזר העסקי
לא שבה לרמתה שלפני
פרוץ המלחמה.

עודף הביקוש לעובדים ביחס למגבלות ההיצע התבטא בשיעור אבטלה נמוך מבחינה היסטורית, של כ-3.0 אחוזים (איור ה-10). האבטלה בהגדרה הרחבה, הכוללת גם נעדרים מסיבות כלכליות (יציאה לחל"ת), עמדה השנה על 3.3 אחוזים, מלבד עלייה זמנית ל-9.2 אחוזים ביוני 2025 עקב יציאת עובדים לחל"ת בתקופת מבצע "עם כלביא".

מספר המועסקים הכולל גדל השנה בכ-3.0 אחוזים ומספר משרות השכיר גדל בכ-2.6 אחוזים (ממוצע שנתי). בפרספקטיבה של שנתיים, מאז פרוץ המלחמה התעסוקה הכוללת (במונחי משרות שכיר) גבוהה בכחצי אחוז בהשוואה לטרומ־המלחמה, עם שוני גדול בין המגזר העסקי, שבו מספר המשרות נמוך באחוז בהשוואה לטרומ־המלחמה, לבין מגזר השירותים הציבוריים, שהתעסוקה בו גדלה בשנתיים האחרונות (איור ה-11 א'). הגידול בתעסוקה התבטא בכל ענפי השירותים הציבוריים: מנהל ציבורי, בריאות וחינוך (איור ה-11 ב').

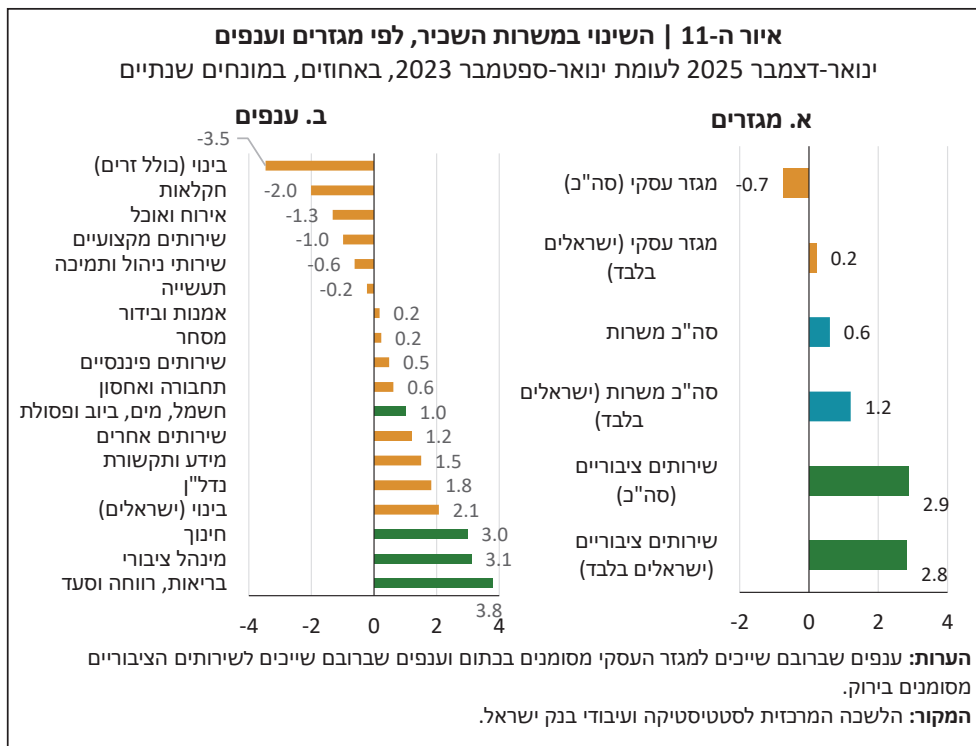
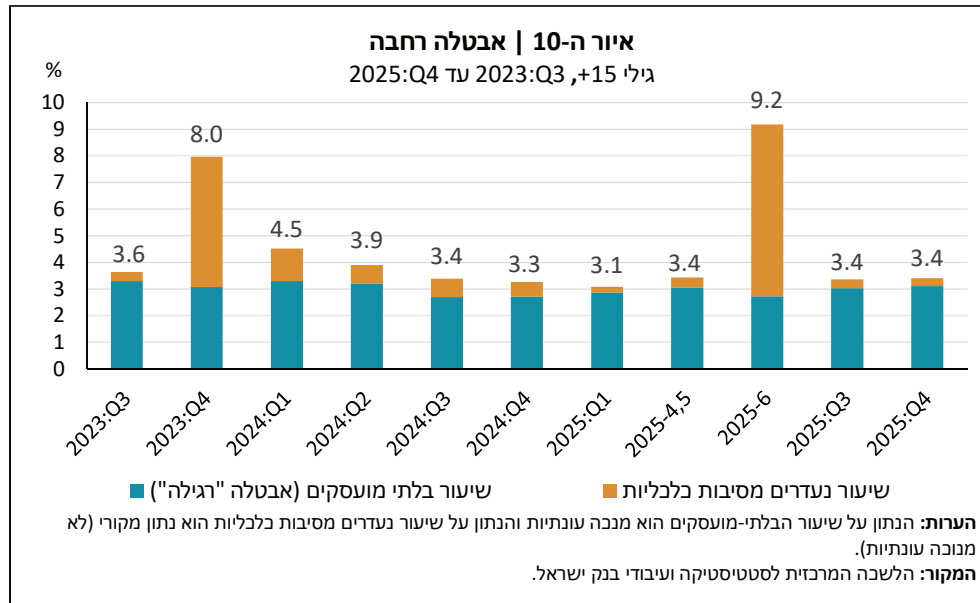
שוני זה בין המגזר העסקי לציבורי קשור לשני היבטים מרכזיים: ראשית, קיים קושי באיוש משרות במגזר העסקי כתוצאה מגיוס המילואים הנרחב, שכן שיעור משרתי המילואים בענפי המגזר העסקי גבוה בהרבה משיעורו בענפי השירותים הציבוריים (ראה איור ה-3 לעיל). שנית, המחסור של המשק ב-60 אלף עובדים לא־ישראלים קיים במגזר העסקי, ובפרט בענפי הבינוי והחקלאות, ואינו מאפיין את ענפי השירותים הציבוריים.

הענפים במגזר העסקי שבהם ישנו הפיגור הרב ביותר במספר המשרות ביחס לטרומ־המלחמה הם ענפי הבינוי (עקב המחסור בעובדים פלסטינים), החקלאות והאירוח והאוכל. עם זאת בענפי המידע והתקשורת גדלה התעסוקה בכ-1.3 אחוזים ביחס לתקופת טרומ־המלחמה בשל התאוששות הביקושים במגזר ההייטק.

נוסף על כך חל גידול ניכר בתעסוקת ישראלים העובדים בענף הבינוי. עם זאת, האומדנים הכמותיים לגידול במספר השכירים הישראלים בבינוי מאז 2023 נעים בטווח רחב של בין 10 אלפים (לפי נתונים מנהליים של משרות שכיר, גם באמצע השנה וגם בסוף השנה) לבין כ-30 אלף בממוצע שנתי ו-60 אלף בסוף השנה (לפי נתוני שכירים בסקר כוח־אדם)⁷. לגידול זה היבטים חיוביים, שכן הוא נתן מענה למחסור בעובדים שנוצר בענף עקב המלחמה, וכן הוא מעיד על דינמיות ויכולת הסתגלות והתאמה של שוק העבודה.

בשנתיים האחרונות
גדלה תעסוקת ישראלים
בענף הבינוי.

⁷ ייתכן שחלק מסוים מפער זה נובע מהגדלת היקף המשרות בקרב עובדים שעבדו בענף הבינוי טרומ־המלחמה אך לא הייתה זו משרתם העיקרית, ולכן לא אופיינו בעבר בסקר כוח־אדם כעובדי בינוי. עם זאת, הנחה זו אינה יכולה לספק הסבר ממצה, מבחינת סדרי גודל, לעלייה של 60 אלף עובדים שכירים בתקופה כה קצרה, שכן לפי נתוני ביטוח לאומי היו בישראל באותה עת כ-125 אלף גברים בעלי יותר ממשרה אחת. הסבר אחר יכול דווקא לגרוס כי חל צמצום משרות שכיר בקרב עובדים שעבדו בעבר בריבוי משרות וצמצום זה מיסך את העלייה במספר השכירים בבינוי. ואולם, בפועל נרשמה בישראל כ-1 ירידה של ששת אלפים גברים בלבד שעבדו בריבוי משרות בין 2023 ל-2025. הסבר אפשרי נוסף הוא שחלק מהגידול נובע מעובדים לא־חוקיים, שדיווחו על עצמם כמועסקים בסקר כוח־אדם אך אין להם תלוש שכר.



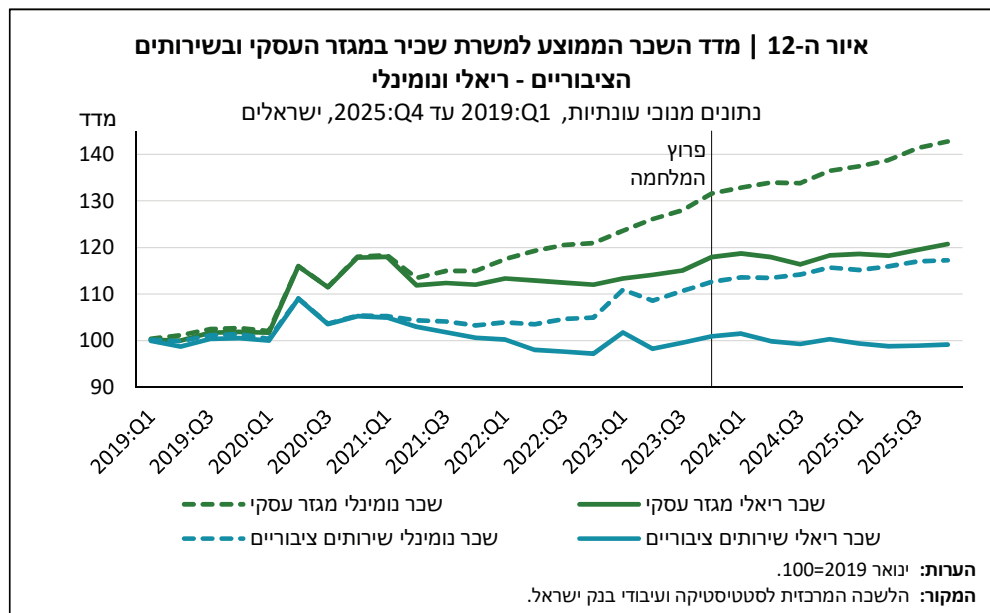
5. השכר ועלות העבודה

הדיקות שוק העבודה
התבטאה בעליית השכר
הריאלי ושיעור התמורה
לעבודה במגזר העסקי.

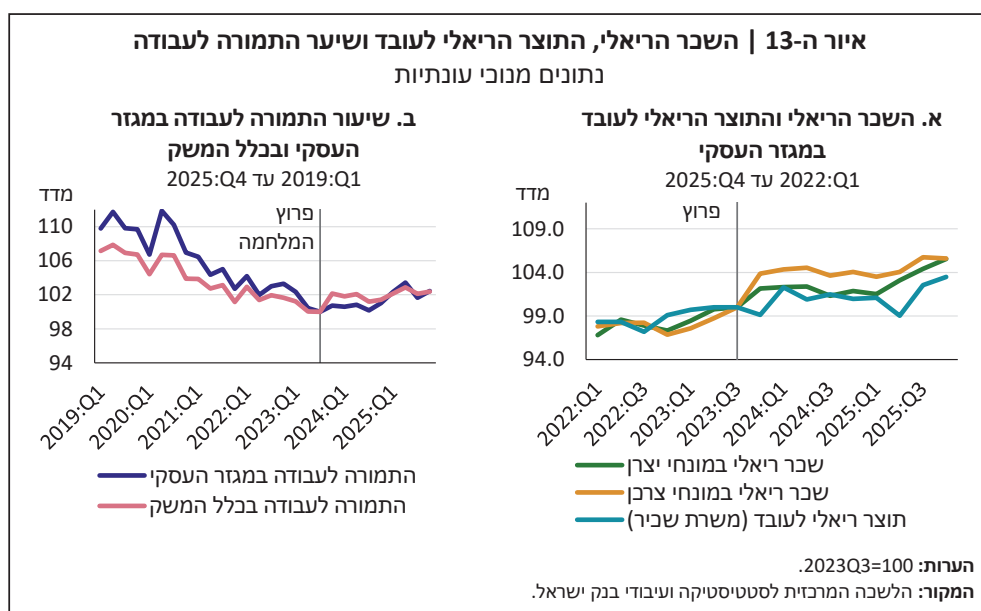
מגבלות ההיצע בשוק העבודה לצד הביקוש הגובר לעובדים הביאו לעלייה בשכר במשק ולגידול בחלקם של העובדים בתוצר. התפתחות השכר במגזר העסקי ובמגזר השירותים הציבוריים מוצגת באיור ה-12. ברביע האחרון של השנה היה השכר הנומינלי גבוה בכ-3.3 אחוזים ביחס לרביע המקביל אשתקד, ובמגזר העסקי גידול זה עמד על 4.2 אחוזים.⁸ מנקודת מבטם של עובדי המגזר העסקי – בהשוואה למדד המחירים לצרכן – זוהי עליית שכר ריאלית של כ-1.7 אחוזים. לעומת זאת מצד המעסיקים הייתה זו עליית שכר ריאלית גבוהה אף יותר, בשיעור של 3.9 אחוזים, כיוון שמדד מחירי התוצר העסקי עלה השנה ב-0.3 אחוזים בלבד. מגמה זו הביאה לעלייה בשיעור התמורה לעבודה בתוצר (חלקם של העובדים בתוצר). איור ה-13 מציג את התפתחות השכר ושיעור התמורה לעבודה בשנים האחרונות. מהאיור ניכר שמאז פרוץ המלחמה נעצרה מגמת הירידה בשיעור התמורה לעבודה מהתוצר העסקי, שאיפיינה את השנים הקודמות, ובשנה האחרונה השיעור אף עלה, דינמיקה המתאימה לשוק עבודה הדוק.

עליית השכר במגזר
העסקי אפיינה את כלל
הענפים, אך במיוחד
ענפים המאופיינים
בעסקים גדולים.

עליית השכר הקיפה את כלל הענפים במשק. עם זאת, בניגוד לציפייה כי הענפים המאופיינים במחסור החמור ביותר בעובדים יציגו עליות שכר גבוהות יותר, נמצא מתאם דווקא בכיוון ההפוך (שלילי) בין השינוי בשיעור המשרות הפנויות ברמה הענפית לבין גידול בשכר. דווקא בענפי המסחר, הבינוי, האירוח והאוכל, שם נרשם גידול ניכר במשרות הפנויות בזמן המלחמה, עלה השכר בקצב נמוך מהממוצע. עם זאת, גם בענפים שבהם צמיחת השכר הייתה נמוכה מהצמיחה הממוצעת, עדיין ביטאה צמיחה זו גידול נומינלי כולל שנע בין 6 ל-9 אחוזים בטווח זמן של שנתיים – כלומר גידול בשכר הריאלי.



⁸ ברביע השלישי לעומת הרביע השלישי אשתקד, גידול זה היה ניכר עוד יותר ועמד על 4.8 אחוזים.



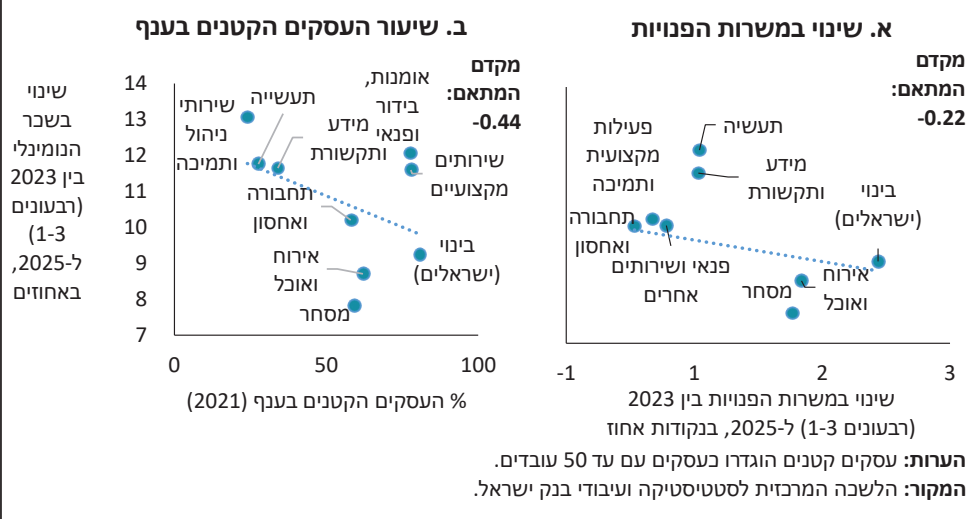
הסבר אפשרי לשונות זו הוא שהשכר גדל באופן ניכר יותר בענפים שבהם התעסוקה מרוכזת יותר אצל מעסיקים גדולים (איור ה-14); למעסיקים אלה יש כריות פיננסיות רחבות יותר או כוח-שוק גדול יותר להגיב למחסור בעובדים באמצעות העלאות שכר. לעומת זאת, בענפים שמאופיינים בריבוי עסקים קטנים (כמו ענפי המסחר, הלינה והאירוח), ייתכן שמגבלות תזרימיות ושולי-רווח נמוכים מצמצמים את היכולת להתמודד עם מחסור בעובדים באמצעות העלאת שכר גבוהה או חדה מדי. ממצאים אלו נתמכים גם בספרות כלכלית, שמצאה שינויים תכופים יותר בשכר בקרב חברות גדולות, לעומת חברות קטנות שבהן השכר נוטה להיות קשיח יותר (Schaefer and Singleton, 2023; Grisby et al., 2021). קשיחויות שכר בחלק מהענפים יכולות להסביר גם את המתאם השלילי בין השינוי במשרות הפנויות לשינוי בשכר, שכן ייתכן שכיוון הסיבתיות הוא הפוך דווקא, כאשר הענפים שמתקשים יותר להעלות את השכר בהתאם לתנאי השוק מתמודדים עם משך זמן ארוך יותר לגיוס עובדים והוא מתבטא בעלייה במשרות הפנויות.

השכר בענפי השירותים הציבוריים נשחק השנה מבחינה ריאלית. זאת בין השאר בשל הפחתת שכר של 3.3 אחוזים בקרב עובדי המגזר הציבורי כפועל יוצא של הסכם בין ההסתדרות לממשלה החל מאפריל 2025. ב-2026 תסתיים הפחתה זו, ובמקומה תחול הפחתה של 1.2 אחוזים. במבט ארוך-טווח, השכר הריאלי במגזר הציבורי זהה כיום לרמתו ב-2019, לעומת עלייה מקבילה של 18 אחוזים שנרשמה במגזר העסקי. תוואי מגמה כה שונה בין המגזר הציבורי לפרטי עלול להביא לאורך זמן לירידה באיכות כוח-האדם בשירות הציבורי וכפועל יוצא גם לפגיעה באיכות השירותים הניתנים לציבור⁹. לפיכך, חשוב שהסכמי השכר העתידיים יביאו בחשבון את הצורך לגייס עובדים מיומנים למגזר זה (להרחבה, ראה דיון בפרק ו' של הדוח).

השכר הריאלי במגזר הציבורי לא עלה ביחס לרמתו מ-2019, בעוד שהשכר במגזר העסקי עלה ב-18 אחוזים.

⁹ מזר (2025) מצא ירידה ברמת מיומנויות היסוד של עובדי המגזר הציבורי בעשור האחרון.

איור ה-14 | מתאם בין עליית השכר בענף לבין השינוי במשרות הפנויות ושיעור העסקים הקטנים



ביבליוגרפיה

- אבירם-ניצן ד. וע. קטושבסקי (2025). סקר: מצבם התעסוקתי והפיננסי של המפונים וכלל תושבי מחוזות הצפון והדרום כשנה וחצי מפרוץ מלחמת "חרבות ברזל". המכון הישראלי לדמוקרטיה.
- אלמסי א. ור. שוורץ (2025). שילוב נכי צבא וכוחות הביטחון בתעסוקה: כלי מדיניות בישראל ובארצות-הברית. מרכז המחקר והמידע של הכנסת.
- בנק ישראל (2023). דוח בנק ישראל לשנת 2022, פרק ה': התפתחות פריון העבודה בישראל בעשור האחרון. חטיבת המחקר - בנק ישראל.
- בנק ישראל (2024). דוח בנק ישראל לשנת 2023, פרק ה', תיבה ה'1: תעסוקת עובדים לא ישראלים לאור מלחמת "חרבות ברזל". חטיבת המחקר - בנק ישראל.
- בנק ישראל (2025). דוח בנק ישראל לשנת 2024, פרק ה', תיבה ה'1: ההשפעה הצפויה של "בינה מלאכותית יוצרת" על העובדים: השלכות על המדיניות בשוק העבודה.
- הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (2025). אימוץ בינה מלאכותית בעסקים: נתונים מתוך הפרק המתחלף בסקר הערכת מגמות בעסקים לחודש יוני 2025. הודעה לתקשורת, מספר פרסום 216/2025.
- מזר י. (2025). איכות ההון האנושי של העובדים הצעירים במגזר הציבורי. סדרת ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות 2025.04. חטיבת המחקר - בנק ישראל.
- מרכז מידע וידע (2025). שנתיים ממתקפת 7 באוקטובר על מדינת ישראל - ריכוז נתוני מידע וידע. מערך הדיגיטל הלאומי.

רשות החדשנות (2026). תמונת מצב: השפעת הבינה המלאכותית על התעסוקה בהייטק. ינואר 2026, בשיתוף חברת "צביר".

Grigsby, J., E. Hurst, & A. Yildirmaz. (2021). Aggregate nominal wage adjustments: New evidence from administrative payroll data. *American Economic Review*, 111(2), 428–471.

Humlum, A. & E. Vestergaard. (2025). Large language models, small labor market effects. NBER Working Paper No. 33777. National Bureau of Economic Research.

Ranganathan, A., & X. M. Ye. (2026). AI doesn't reduce work — it intensifies it. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2026/02/ai-doesnt-reduce-work-it-intensifies-it>.

Schaefer, D. & C. Singleton. (2023). The extent of downward nominal wage rigidity: New evidence from payroll data. *Review of Economic Dynamics*, 51, 60–76.

פרק ו'

המגזר הציבורי ומימונו

- « הגירעון התקציבי של הממשלה המרכזית עמד השנה על 4.7 אחוזי תוצר. גירעון הממשלה הרחבה הסתכם ב-6.5 אחוזי תוצר - ירידה לעומת 9.0 אחוזים אשתקד. החוב עלה מעט מ-67.6 אחוזי תוצר ל-68.5.
- « הגירעון התקציבי היה דומה ליעד המקורי (4.9), כיוון שהחריגה בהוצאות קוזזה באמצעות הפתעה חיובית בהכנסות.
- « היקף הוצאות הביטחון בשנת 2025 היה קטן רק במעט מזה של שנת 2024 למרות עצימות המלחמה הנמוכה יותר במרבית השנה.
- « העלות הפיסקלית של המלחמה שהחלה ב-7 באוקטובר 2023 מוערכת בכ-350 מיליארד ש"ח, בשנים 2023-2026 (הסכום אינו כולל החלטות שהתקבלו מתחילת "שאגת הארי"), כ-116 מיליארד מהם הוצאו בשנת 2025.
- « כמחצית מעלויות המלחמה מומנו באמצעות גיוס חוב. חלק החוב במימון ההוצאות הצטמצם השנה הודות לגידול בתקבולי המיסים ששיקף ברובו צעדי מיסוי בהיקף של כ-1.5 אחוזי תוצר שנכנסו לתוקף ב-2025. הממשלה נקטה גם צעדים להפחתת ההוצאות שכללו בעיקר הקפאה זמנית של השכר במגזר הציבורי.
- « תוכניות ההתאמות שאושרו לצד תקציב 2024 הנוסף ותקציב 2025 המקורי תרמו רבות לחיזוק אמן השווקים ביכולת ובמחויבות של הממשלה להתמודד עם זעזועים ביטחוניים רחבי היקף, בעיקר לנוכח אי-הוודאות ששררה באותה העת.
- « הגירעון המבני, המשקף את החלטות הממשלה לטווח הבינוני והערכות לגבי החלטות צפויות, גבוה מעט מהנדרש לייצוב החוב (כ-3.2 אחוזי תוצר) ובוודאי ממה שנדרש כדי להפחיתו.
- « בעקבות המלחמה עלה יחס החוב לתוצר בהשוואה לזה של קבוצת המדינות הקטנות, פתוחות ומתקדמות שלהן דמתה ישראל ערב משבר הקורונה. היחס בין תשלומי הריבית לבין התוצר – שהיה בשליש העליון של התפלגות מדינות ה-OECD המתקדמות עוד לפני המלחמה – עלה.
- « אירועי השנים האחרונות המחישו את החשיפה של ישראל לזעזועים עולמיים ומקומיים שעלולים להזניק את יחס החוב-תוצר באופן חד; חשוב להשיב על כנם את תהליכי העבודה הסדורים על התקציב ולהגדיר מחדש יעדים פיסקליים מלווים בצעדים אמינים להשגתם, המכוונים לירידה ליחס חוב-תוצר שיעניק לישראל את המרווח הפיסקלי להתמודדות עם זעזועים.



תוואי הגירעון
לשנים הקרובות
גבוה מהנדרש
להפחתת החוב

68.5%

יחס החוב לתוצר
עלה בשל
המלחמה



העלאות מיסים
תרמו השנה
לירידת הגירעון
ל-4.7 אחוזי תוצר

350

מיליארדי ש"ח

אומדן **העלות**
הפיסקלית
של המלחמה

1. עיקרי הדברים

המלחמה שהחלה ב-7 באוקטובר 2023 הטילה על ישראל נטל פיסקלי כבד. העלויות הפיסקליות הביטחוניות והאזרחיות של המלחמה – המוערכות ב-350 מיליארד ש"ח – הובילו לגידול הגירעון. בשל כך, יחס החוב לתוצר, שעמד על 60.5 אחוזים בתחילת 2023, עלה בחדות ל-68.5 אחוזים בסוף שנת 2025, והוא גבוה מחציון מדינות ה-OECD (כ-57 אחוזים). לצד הוצאות המלחמה שהיו, מסתמן כי יידרשו גם תוספת קבועה ניכרת לתקציב הביטחון שגודלה טרם הוכרע, הוצאות שיקום אזרחיות וגידול בתשלומי הריבית לנוכח הגידול בחוב.

ב-2025 היו הוצאות הביטחון דומות להוצאות ב-2024, על אף עצימות הלחימה הנמוכה יותר במרבית השנה, וגם ההוצאה האזרחית שמרה על רמתה לאחר העלייה אשתקד. הן העלייה בהוצאה הביטחונית הן העלייה בהוצאה האזרחית כללו רכיב זמני, לנוכח המלחמה, ורכיב מבני שקשור להשלכותיה ארוכות-הטווח של המלחמה ולגורמים מבניים אחרים. לפיכך, הגירעון עדיין היה גבוה מהנדרש על-מנת להפחית את יחס החוב לתוצר, הגם שגירעון הממשלה הרחבה ירד מ-9.0 אחוזי תוצר אשתקד ל-6.5 אחוזים ב-2025. לירידת הגירעון תרמה החלטת הממשלה במסגרת תקציב 2025 על צעדי מיסוי בשווי של כ-1.5 אחוזי תוצר. הן צעדים אלה הן תכניות ההתאמות שאושרו כחלק מתקציב 2024 תרמו רבות לחיזוק אמון השווקים ביכולת ובמחויבות של הממשלה להתמודד עם זעזועים ביטחוניים רחבי-היקף, בעיקר לנוכח אי-הוודאות ששררה באותה העת.

שנת 2025 התאפיינה באיזודאות ביטחונית וכלכלית גבוהה, שנבעה מתנודתיות בציפיות לגבי משך הלחימה, עוצמתה והשלכותיה, והקשתה במיוחד על ניהול המדיניות הפיסקלית והערכת היקף ההוצאות הנדרש. התממשות הסיכון להחמרה ביטחונית הצריכה לנצל את הרזרבה שיועדה לשנת 2025 ולעדכן בספטמבר 2025 את מסגרת ההוצאה ותקרת הגירעון. השימוש ברזרבה (10 מיליארד ש"ח) העלה את מסגרת ההוצאה ל-619 מיליארד ש"ח, ובהמשך הוגדלה המסגרת ל-650 מיליארד ש"ח (תוספת של כ-1.5 אחוזי תוצר), בשל מבצע "עם כלביא" והתמשכות הלחימה בעזה. זו הייתה ההגדלה החמישית של מסגרת של תקציב מאושר מאז פרוץ המלחמה, והיא משקפת את הקושי לתכנן הוצאות בתנאי אי-ודאות ביטחונית מתמשכת. ובכל-זאת, הגירעון ב-2025 היה

עלות המלחמה מאז
אוקטובר 2023 נאמדת
בכ-350 מיליארד ש"ח.

הגירעון ירד והיה קרוב
ליעד המקורי, אך הוא
נותר גבוה מהנדרש
להפחתת יחס החוב
לתוצר.

אי-הוודאות הביטחונית
הקשתה על תכנון
ההוצאות.

למרות החריגה בהוצאות
נשאר הגירעון קרוב
לתכנון בזכות הכנסות
מפתיעות.

נדרשת חזרה לסדרי
עבודה תקציביים סדורים
וליעדים פיסקליים
אמינים.

דומה למתוכנן בעת אישור התקציב בכנסת (מרץ 2025) כיוון שגם ההכנסות היו גבוהות מהצפוי בזכות הפתעה בהיקף הגבייה של המיסים הישירים.

מעבר לתוספות התקציביות עצמן התאפיינה שנת 2025 בהתנהלות תקציבית שונה מהנהוג בעבר (טרם-המלחמה והקורונה). זאת ועוד, התשלום עבור ימי מילואים ללא שירות בפועל כמנגנון לעידוד התמדה התרחב, לנוכח נטל המילואים הכבד על המשרתים. תהליך תקציב 2026 התעכב ונוהל בשקיפות מוגבלת: הצעת התקציב אושרה בממשלה רק בתחילת דצמבר, במקום בסוף אוגוסט בתהליך מיטבי, הצעת המחליטים, לרבות תקרת הגרעון, נשלחה לשרים רק בסמיכות לישיבת הממשלה ומלבד המסגרת הכוללת היא לא הבהירה מהו הרכב התקציב – שהיה תלוי במידה רבה בגודל תקציב הביטחון¹. נוסף על כך, התקציב אושר בקריאה ראשונה בכנסת רק בסוף ינואר 2026 – מצב המכתיב פעילות בכפוף לתקציב המשכי, מוגבל בהיקפו, בחודשים הראשונים של השנה. באותה העת פרצה מלחמת "שאגת הארי" מול איראן, והממשלה נדרשה להגדיל את מסגרת תקציב 2026 לפני אישורו הסופי בכנסת.

ההגדלות החוזרות והנשנות של מסגרת התקציב מאז משבר הקורונה והמלחמה התקבלו בשווקים בהבנה, כפי שהשתקף לקראת סוף השנה בירידת פרמיית הסיכון לרמות הקרובות לאלו שקדמו למלחמה. זאת, בין היתר מפני שלוו בצעדי התאמה פרמננטיים שקיזזו חלק ניכר מהתוספות הפרמננטיות להוצאות. ואולם, חשוב להיערך לזעזועים אפשריים בעתיד. כדי לתמוך בכך, חשוב לשוב לסדרי עבודה מוסדיים והליכי אישור תקציב מיטביים שיגדירו מחדש את היעדים הפיסקליים לטווח הבינוני ויהוו בסיס לתכנון רב-שנתי אמין של מתווה שיוביל להפחתה הדרגתית של יחס החוב לתוצר.

סדרי אישור וניהול התקציב

תהליך הכנת התקציב בישראל נועד לאפשר קבלת החלטות מושכלת, תכנון תקציבי עקבי ובקרה פרלמנטרית. התהליך מבוסס על חוק יסוד: משק המדינה (1975), על כללים שגובשו בעקבות תוכנית הייצוב של 1985 ועל חוק הפחתת הגירעון (1992), שקבע לראשונה יעדי גירעון רב-שנתיים ומסגרות פיסקליות כבסיס מחייב להכנת התקציב.

ואולם, מזה כמה שנים, החל מרצף התקציבים הדו-שנתיים והבחירות התכופות בסוף העשור הקודם, דרך מגפת הקורונה ועד לשנות המלחמה שהחלה ב-7 באוקטובר 2023, לא נוהל בישראל הליך תקציבי סדור ובמועדו. התהליך הסדור, שמתואר בתרשים מטה, נפתח בדיון על תחזית המקרו, ולאחריו מתקיים דיון על מסגרות התקציב, ובהן יעד הגירעון ומסגרת ההוצאה, המשמשות עוגן לתכנון התקציב. לאחר-מכן הצעת תקציב מפורטת מגובשת בשיתוף משרדי הממשלה, והיא מובאת לאישור הממשלה. אחר-כך ההצעה מונחת על שולחן הכנסת לצורך דיון במליאה ובוועדות ואישור במסגרת הליך חקיקה. התקציב המאושר מחייב את הממשלה במהלך כל השנה, ללא תוספות אד-הוק, למעט במקרים חריגים (כפי שאכן נדרש בשנים האחרונות).

¹ תקציב הביטחון שהופיע בהצעה עמד על 91 מיליארדי ש"ח לעומת 112 שאושרו על-ידי הממשלה.



הספרות הכלכלית שהתפתחה בשנות ה־90' (למשל: Von Hagen and Harden, 1995) הדגישה כי קביעת מסגרות פיסקליות מחייבות בראשית תהליך אישור התקציב היא תנאי מרכזי לריסון הוצאות עודפות ולשיפור הביצועים הפיסקליים. היא הופכת את מגבלת המשאבים לאילוץ קשיח שמחייב את המשרדים להתאים את דרישותיהם למסגרת נתונה שמצמצמת את "האשליה הפיסקלית", כלומר הנטייה של שרים להעריך ביתר את התועלת מפעילות משרדם. תובנה זו עולה בקנה אחד עם המלצות עדכניות יותר, ובהן מדריך השקיפות הפיסקלית של קרן המטבע הבין־לאומית (IMF, Fiscal Transparency 2018 Handbook), המדגיש את הצורך בהבחנה ברורה בין קביעת המסגרת הפיסקלית לבין הקצאת משאבים פרטנית. הדוח מדגיש גם את חשיבות העמידה בלוחות הזמנים של התקציב כיוון שבלעדיהם המשאבים מוקצים על־פי כללים שלא נידונו ובשקיפות מוגבלת. הן המחקר האמפירי הן ההמלצות הבין־לאומיות מצביעים אפוא על כך שמסגרת מוקדמת וברורה אינה רק רכיב שבנוהל (פרוצדורלי), אלא מנגנון מוסדי חיוני לחיזוק המשמעת התקציבית, להגברת השקיפות ולשיפור אמינות המדיניות הפיסקלית ויעילות השימוש במשאבי התקציב.

לוח ו-1 | הרכיבים העיקריים בהכנסות הממשלה ובהוצאותיה, 2015 עד 2025
אחוזי תמ"ג

2025	2024	2023	2022	2021	2020	-2015 2019	
הממשלה המרכזית בהגדרות תקציב							
26.2	24.2	23.3	26.6	26.1	22.5	25.4	סך ההכנסות הציבוריות
30.9	30.9	27.4	26.0	30.5	33.9	28	סך ההוצאות הציבוריות
7.8	8.4	5.2	4.2	4.7	5.0	5.3	מזה: ההוצאה הביטחונית
20.7	20.5	20.3	19.8	23.7	26.7	20.3	ההוצאה האזרחית
2.4	4.7	2.2	-2.5	2.3	9.3	0.3	הגירעון הראשוני
2.3	2.0	1.9	1.9	2.1	2.1	2.3	הוצאות הריבית
4.7	6.7	4.1	-0.6	4.4	11.4	2.6	הגירעון הכולל
הממשלה הרחבה בהגדרות החשבונאות הלאומית							
38.5	35.8	34.5	37.4	36.9	34.6	36.5	סך ההכנסות הציבוריות
0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	מזה: ההכנסות מרכוש
32.9	30.4	29.4	32.6	32.2	29.6	30.9	סך המיסים
11.7	11.1	10.5	12.2	12.5	11.5	12.3	המיסים העקיפים על הייצור המקומי
2.4	2.6	2.5	2.8	2.8	2.7	2.8	המיסים העקיפים על הייבוא האזרחי
13.5	11.8	11.3	12.6	11.9	10.2	10.6	המיסים הישירים ותשלומי החובה
5.3	4.9	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2	הכנסות המוסד לביטוח לאומי
1.4	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0	1.3	מענקים
3.3	3.2	3.2	3.2	3.3	3.6	3.8	אחר ¹
45.0	44.8	41.6	39.2	42.1	45.8	39.6	סך ההוצאות הציבוריות²
41.3	41.0	37.9	36.2	39.3	42.5	36.8	ההוצאות השוטפות
19.6	19.4	19.1	18.7	19.5	20.7	19.5	ההוצאה האזרחית לתפוקת שירותים והעברות בעין
6.5	6.8	5.0	3.9	4.1	4.4	4.6	הצריכה הביטחונית המקומית
0.7	0.8	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	הייבוא הביטחוני
1.1	1.1	1.1	1.0	3.0	4.0	0.8	התמיכות הישירות
9.7	9.7	9.4	9.0	9.5	11.2	9.5	תשלומי ההעברה השוטפים
3.6	3.1	2.9	3.4	2.8	2.0	2.2	תשלומי הריבית ³
1.0	1.4	1.3	0.8	0.6	0.5	0.6	תשלומי ההעברה בחשבון ההון ⁴
2.8	2.5	2.5	2.2	2.2	2.8	2.2	ההשקעה הנקייה של הממשלה הרחבה כולל מענקי השקעה ⁵
1.7	1.5	2.1	1.9	2.0	2.6	1.9	מזה: ההשקעה האזרחית הנקיה
33.1	33.1	33.0	31.4	34.6	39.0	32.4	ההוצאה האזרחית ללא ריבית²
6.5	9.0	7.1	1.8	5.1	11.3	3.1	הגירעון הכולל של הממשלה הרחבה^{5,2}
4.3	6.5	4.7	0.7	4.3	9.4	1.7	הגירעון השוטף של הממשלה הרחבה
5.2	7.8	7.1	2.8	5.1	8.5	3.1	הגירעון מנוכח המחזור הכולל לפי ההגדרה הבין-לאומית ²
66.4	64.9	59.2	58.3	64.1	67.0	58.0	החוב הציבורי (נטו) ^{7,6}
68.5	67.6	61.3	60.5	67.8	71.1	60.8	החוב הציבורי (ברוטו) ⁶

¹ כולל תשלומי ההעברה השוטפים מהציבור ותשלומי ההעברה בחשבון ההון, זקיפת פנסיה, מכירות אזוריות, העברות הון מחו"ל והעברות למוסדות הלאומיים ולמלכ"ר מחו"ל.

² ללא הפחתת ההכנסות ממכירת קרקעות המדינה. החל מדו"ח 2022 רישום ההשקעה הביטחונית הועבר מהצריכה והייבוא הביטחוני להשקעות הממשלה. הבילוי של נכסים קבועים ביטחוניים נרשם בצריכה הביטחונית המקומית.

³ ב-2018 עדכנה הלמ"ס את חישוב הוצאות הריבית החל מ-1995, והן מחושבות על-בסיס צבירה נומינלית בתוספת הפרשי הצמדה על החוב הציבורי.

⁴ כולל סבסוד משכנתאות, הנחות על קרקעות מדינה והעברות בחשבון ההון למלכ"ר ולעסקים, לרבות פיצויים על חשבון קרן מס רכוש.

⁵ גירעון הממשלה הרחבה מחושב בהתאם להגדרות החשבונאות הלאומית, שהן שונות מאלו המשמשות לחישוב הגירעון התקציבי של הממשלה המרכזית.

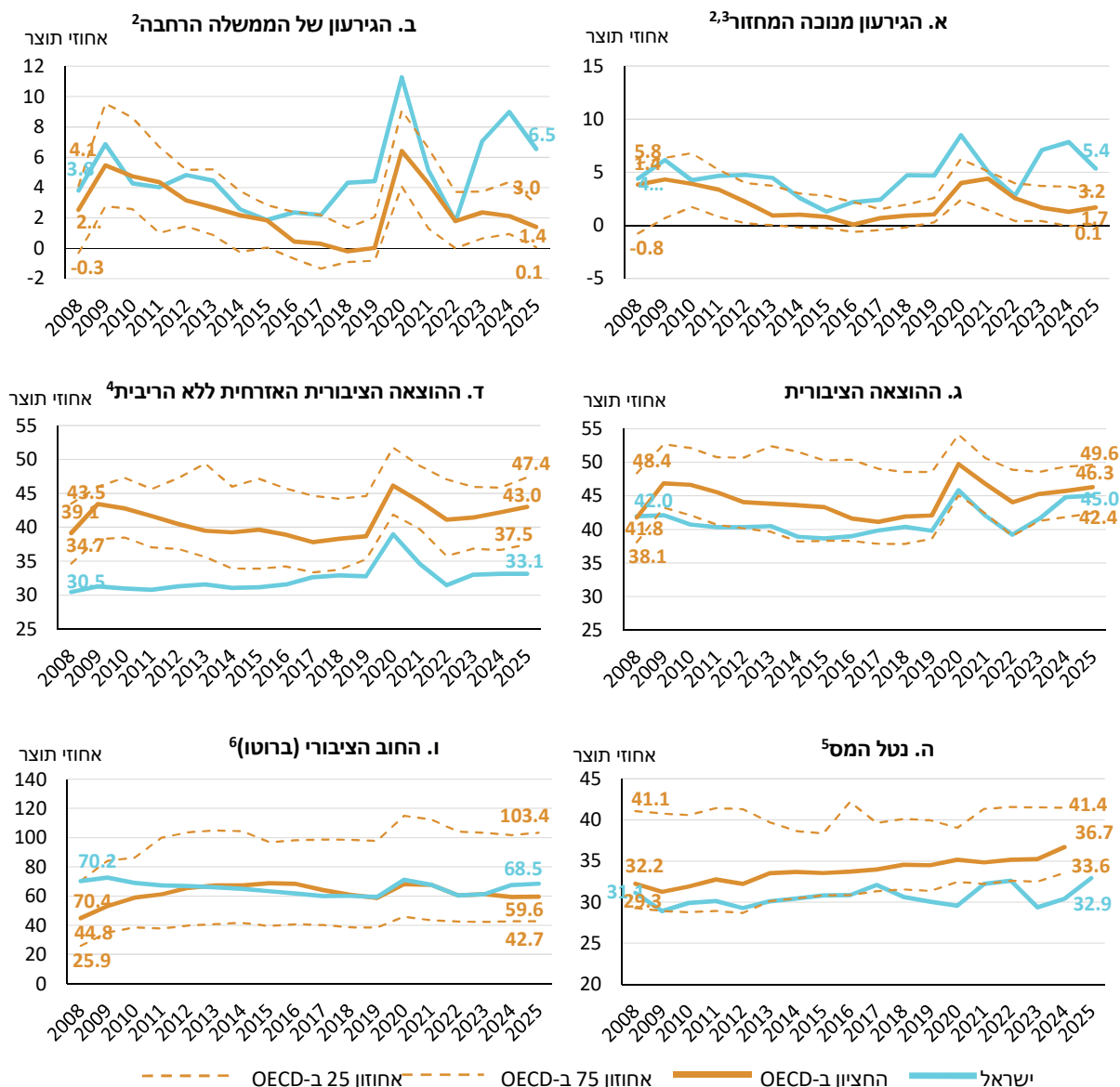
⁶ בניכוי חוב של הרשויות המקומיות לממשלה.

⁷ החוב הציבורי נטו שווה לחוב הציבורי ברוטו פחות ההלוואות הפעילות פחות פיקדונות הממשלה בבנק ישראל.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

איור 1-ו | המצרים הפיסקליים בישראל בהשוואה למדינות ה-OECD¹

2025 עד 2008



הערות:

- הנתונים על מדינות ה-OECD הם החציון של כל המדינות שלגביהן יש נתונים.
 - הגירעון לפי הגדרות בין-לאומיות. מהנתון הופחתו ההכנסות ממכירה של קרקעות המדינה.
 - נתוני ה-OECD נכונים לחודש פברואר 2026.
 - עקב היעדר נתונים עדכניים ההוצאה הביטחונית בשנת 2025 שווה להוצאה הביטחונית ב-2023 עבור רוב המדינות למעט ישראל.
 - התרשימים מוצגים עד לשנה האחרונה שלגביה קיימים נתונים במערכת ה-OECD (2024) מלבד ישראל, שלגביה קיימים נתונים עבור 2025.
 - הנתונים המתאימים להגדרות קרן המטבע הבין-לאומית ולקוחים ממאגריה.
- המקור:** הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, ה-OECD (Economic Outlook 118 December 2025, Revenue Statistics 2025) וקרן המטבע הבין-לאומית ועיבודי בנק ישראל.

2. המצרפים הפיסקליים והמדיניות: ניתוח שוטף

א. ההוצאה הציבורית

הוצאות הממשלה הרחבה (על-פי ההגדרה הבין-לאומית של החשבונות הלאומיים²) הסתכמו ב-45 אחוזי תוצר - בדומה לאשתקד (לוח ו-1). בשנת 2025 הסתכמו הוצאות הממשלה המרכזית (נטו), בהגדרות התקציב³ ב-650 מיליארד ש"ח, שהם 31 אחוזי תוצר. שיעור זה דומה לשיעור מהתוצר אשתקד, והוא גבוה ב-3 נקודות אחוז בהשוואה לשיעור הממוצע מהתוצר בשנים 2015-2019, בעיקר בשל השלכות המלחמה על הוצאות הביטחון ועל סעיפים אחרים שונים.

(1) הוצאות הביטחון

עלות המלחמה ומימונה

בשנת 2025 ירדו הוצאות הביטחון רק במעט בהשוואה לאלו של שנת 2024 (איור ו-2). זאת לאחר תוספת של 31 מיליארדי ש"ח לתקציב 2025, שאותה אישרה הכנסת בספטמבר. התוספת מימנה את מבצע "עם כלביא" ואת המשך הלחימה בעזה מעבר לצפוי בעת אישור התקציב המקורי. הוצאות הביטחון הגבוהות שיקפו, בין השאר, עליה של הקניות הביטחוניות המקומיות של הממשלה ב-6 אחוזים (במחירים שוטפים) וכן כאחוז מהתוצר. הן העלייה בקניות המקומיות של הממשלה הן התשלומים המוגדלים לחיילי המילואים מבטאות תרומה ניכרת של פעילות הממשלה לביקושים במשך (להרחבה ראו תיבה ב-1 בדוח זה).

הוצאות הממשלה הנוספות בעקבות המלחמה צפויות להסתכם בכ-350 מיליארד ש"ח לשנים 2023-2026 (לוח ו-2); הסכום אינו כולל את ההוצאות הנוספות שהממשלה אישרה לאחר פרוץ מלחמת "שאגת הארי" ולא את הנזקים הישירים והעקיפים כתוצאה ממנה. סכום זה גבוה בהרבה מההערכות בשלבים מוקדמים של המלחמה, שהתבטאו למשל בתוספות הראשוניות לתקציבי 2023 ו-2024 של כ-40 וכ-70 מיליארד ש"ח בהתאמה. האמרת העלות נובעת מהתארכות המלחמה מעבר לצפוי, מהתפתחות חזיתות נוספות ומהערכה מחודשת של האתגרים הביטחוניים ועימם הצורך בהתעצמות מתמשכת. תוספת ההוצאות הייתה הדרגתית ובאה לידי ביטוי בארבע תוספות למסגרות התקציב בשנים 2023 ו-2024 ובתוספת לתקציב 2025. חלק ניכר מהנטל (כ-250 מיליארד ש"ח) התבטא בתקציב מערכת הביטחון, שגדל מעבר לתכנון המקורי בכל אחת משנות המלחמה (איור ו-2). הגידול המוצג בהוצאות הביטחון כולל גם את עלויות ההתעצמות הביטחונית וחלק ניכר מהן יעמיס על תקציב המדינה גם בשנים הבאות. גם חלק מהוצאות השיקום האזרחיות צפוי להתמיד בטווח הבינוני.

באשר לאופן מימון הוצאות המלחמה: בעוד שבשנים 2023 ו-2024 מומנה מרבית ההוצאה באמצעות גיוס חוב, הרי שבשנת 2025 ירד בשיעור ניכר חלקו של גיוס החוב במימון ההוצאות, בעיקר הודות להעלאת מיסים והפתעות לטובה בהכנסות.

² הממשלה הרחבה מורכבת מהממשלה המרכזית, מהמוסד לביטוח לאומי, הרשויות המקומיות, המלכ"רים (קופות החולים, האוניברסיטאות, הישיבות וכו') שיעקר הכנסתם מהממשלה ומהמוסדות הלאומיים (הסוכנות היהודית, הקרן הקיימת וההסתדרות הציונית העולמית). פעילותה נמדדת בהתאם להגדרות החשבונות הלאומית, שהן שונות מאלו המשמשות בתקציב המדינה.

³ הוצאות הממשלה המרכזית (נטו) אינן כוללות הוצאות המותנות בהכנסות, כגון הסיוע הביטחוני מארה"ב. הגדרת הממשלה הרחבה כוללת, נוסף על הממשלה המרכזית, גם את המוסד לביטוח לאומי, את הרשויות המקומיות וגופים ציבוריים נוספים, והיא המשמשת, בין היתר, למטרות השוואה בין-לאומית.

לוח ו-2 | הוצאות הממשלה בעקבות המלחמה שהחלה ב-7 באוקטובר 2023 ומימון

מיליארדי ש"ח

2023	2024	2025	2026	סה"כ
34	133	116	69	352
עלויות				
תוספת הוצאות ברוטו				
מזה:				
17	99	84	49	249
הוצאות מערכת הביטחון ברוטו ¹				
10	28	29	67	134
מזה: תוספת קבועה לתקציב הביטחון ²				
5	14	11	3	33
קרן מס רכוש: פיצויים על נזקים ישירים + עקיפים				
12	19	15	11	57
הוצאות אזרחיות אחרות ³				
1	6	6	6	13
גידול תשלומי הריבית על החוב הממשלתי				
דרכי המימון				
4	30	30	64	128
העלאות מיסים				
32	10	10	72	124
מיסים חריגים				
10	10	10	20	50
קיצוץ הוצאות				
13	6	6	25	50
מענק אמריקאי מיוחד				
49	76	56	181	462
סך-הכול תוספת הכנסות ברוטו וקיצוץ הוצאות				
34	84	40	13	171
חוב ואחר (שארית) ⁴				

¹ הגידול בהוצאות הביטחון כולל את כל תוספת התקציב למערכת הביטחון מעבר לסיכום הרב-שנתי שהיה ערב המלחמה, ללא יכולת להפריד בין תקצוב שוטף לתקצוב התעצמות. הגידול אינו כולל את ההוצאות הנוספות שהממשלה אישרה לאחר פרוץ מלחמת "שאגת הארי" ולא את הנזקים הישירים והעקיפים כתוצאה ממנה.

² התוספת הקבועה לתקציב הביטחון משקפת אומדן המבוסס על הסיכום התקציבי במסגרת עדכון התקציב לשנים 2023 ו-2024 לתוספת רב-שנתית של 82 מיליארד עד 2031, את התוספת הנדרשת לשיוקום נכים בעקבות המלחמה (3 ו-4 מיליארד בשנים 2025 ו-2026 בהתאמה), וכן הנחה שהממשלה תאמץ את המלצות ועדת נגל.

³ ההוצאות האזרחיות האחרות כוללות מימון פינוי תושבים, תגבור זמני של ביטחון הפנים, הוצאות הקשורות למבצע "עם כלביא" וכן רכיבי גידול קבועים בעקבות המלחמה הכוללים ביטחון פנים, בריאות הנפש, תוכניות שיוקום והתחדשות בדרום ובצפון, והרחבת הוצאות הביטחון הלאומי לנפגעי פעולות איבה.

⁴ סעיף חוב ואחר הוא סעיף שאריתי הכולל את העלייה בחוב, שחיקה של החוב הנומינלי, הסטה של הוצאות משנה המקור: משרד האוצר ועיבודי בנק ישראל.

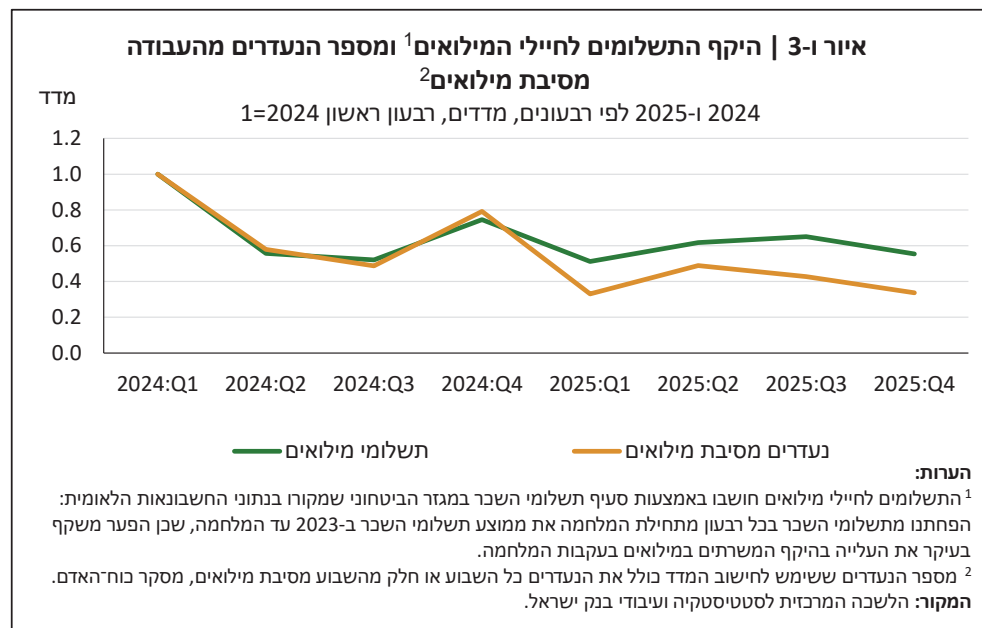
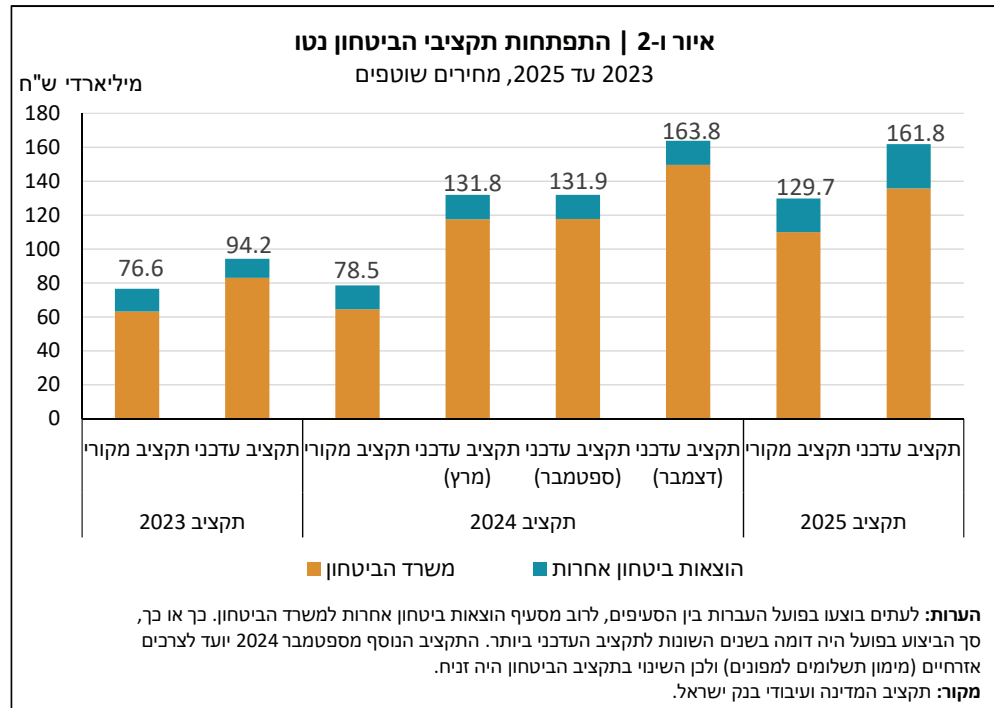
התפתחות התשלומים למשרתים במילואים

בשנת 2025 שולמו, על-פי נתוני הביטוח הלאומי, תגמולי מילואים בסך של 21 מיליארד ש"ח, בהשוואה ל-26 מיליארד ששולמו בשנת 2024. הירידה בהיקף התשלומים משקפת את הירידה בעצמות הלחימה.

ואולם, נראה כי הירידה במהלך 2025 בהיקף התשלומים למשרתי מילואים הייתה מתונה יותר מהירידה במספר ימי המילואים בפועל, שאותו אפשר להעריך באמצעות שיעור הנעדרים מעבודה מסיבת מילואים, על-פי סקר כוח-אדם (איור ו-3)⁴. אף שנתוני סקר כוח-האדם לגבי מספר המשרתים במילואים אינם מקיפים את כלל האוכלוסייה המשרתת, סביר להניח שהם משקפים באופן מהימן דיו את מגמת השינוי במספר זה. לכן אפשר להסיק ממכלול הנתונים על התרחבות השימוש בתשלומים למשרתי מילואים גם בתקופות שאין כוללות שירות בפועל.

תגמולי המילואים ירדו, אך פחות מהירידה בהיקף השירות בפועל.

⁴ אי-אפשר לזהות את כל משרתי המילואים בסקר כוח-אדם של הלמ"ס. מעבר לנעדרים מעבודה מסיבת מילואים, ישנם משרתי מילואים שלא היו מועסקים קודם לכן וממילא אינם מדווחים על היעדרות מהעבודה, ובהם גם משרתי סדיר שהמשיכו ישירות לשירות מילואים או קבע בשל המלחמה.



במקביל לתשלומים השוטפים אישרה הממשלה גם מענקים והטבות ייעודיות שנועדו להקל על הנטל הכלכלי שנוצר עקב שירות ממושך. במסגרת הארכת "תוכנית המילואים" לשנת 2025, שאושרה בדצמבר 2024, הוקצה תקציב כולל של כ-6 מיליארד ש"ח למימון מענקים חודשיים, תמיכה במשפחות, הרחבת המענה הנפשי והטבות נוספות. צעדים אלה משקפים הכרה בנטל החריג המוטל על משרתי המילואים ואת הקושי הגובר להסתמך על היצע מוגבל של כוח-אדם

במצב של צורך מתמשך בכוחות מילואים. בהיעדר החלטה להגדיל את התגמול היומי ניתן חלק מהמענה באמצעות תשלום בגין ימים ללא שירות בפועל – מנגנון שאינו שקוף ומקשה על תכנון תקציבי אמין ועל הבקרה. בטווח הבינוני, הפחתת הנטל החריג על משרתי המילואים הקיימים והצורך במענים חריגים כדי לפצות אותם מחייבת הרחבה של הצבא הסדיר, לצד הסדרה שקופה של מנגנוני הפיצוי למשרתי המילואים.

(2) ההוצאה האזרחית

בשנת 2025 עמדה ההוצאה האזרחית ללא ריבית של הממשלה הרחבה על כ-33 אחוזי תוצר, בדומה לשנת 2024, והיא גדלה ב-0.6 אחוז תוצר בהשוואה לממוצע בשנים 2015-2019. איור ו-4 מעמיק בסעיפים ומצרפים מרכזיים של ההוצאה הממשלתית; אומנם, עיקר העלייה בסך הוצאות הממשלה לעומת ההוצאות טרום-מגפת הקורונה נבע מהעלייה החדה בהוצאות הביטחון, אך גם ההוצאות האזרחיות גדלו כשיעור מהתוצר בתקופה זו. העלייה משקפת את הוצאות המלחמה האזרחיות, הכוללות בעיקר את הוצאות "מנהלת תקומה" שתימשכנה בשנים הקרובות. בניכוי הוצאות המלחמה נותרו ההוצאות האזרחיות (באחוזי תוצר) ללא שינוי, תוך-כדי עלייה בהוצאות לביטוח סוציאלי וסעד וירידה בהוצאות החינוך.

היציבות בגודלה של ההוצאה האזרחית ביחס לתוצר (והעלייה לעומת שנות טרום-מגפת הקורונה) התרחשה על-אף ריסון השכר במגזר הציבורי: במסגרת צעדי ההתכנסות בעקבות המלחמה סיכמה הממשלה עם ההסתדרות על צעדים שהקפואו הלכה למעשה את ההעלאות הרוחביות של השכר במגזר זה. צעד זה שיקף חוסן של המשק, לאור שיתוף הפעולה בין הממשלה וההסתדרות בהתמודדות עם האתגרים התקציביים. ואולם, הצעד העמיק את הפער בשכר בין עובדי המגזר הציבורי לעובדי המגזר העסקי, שבו המשיך השכר לעלות בקצב מהיר (איור ו-5). פער זה עלול להקשות על הממשלה לגייס לשורותיה עובדים איכותיים. מעבר לכך, הקושי להפחית את ההוצאה האזרחית ביחס לתוצר גם כאשר יש צורך לפנות מקורות למטרות דחופות משקף את העובדה שההוצאה האזרחית כבר נמוכה מאוד בהשוואה בין-לאומית.

למרות העלייה בהוצאה האזרחית יחסית לשנות טרום הקורונה, בשנים האחרונות ניכרת ירידה בהשקעה האזרחית של הממשלה כשיעור מהתוצר (לוח ו-1). מגמה זו מתרחשת למרות הגידול באוכלוסייה והצרכים המבניים של המשק, ועל-אף החשיבות הרבה של השקעה ציבורית כתשתית לצמיחה כלכלית ארוכת-טווח. לאורך השנים עמדו דוחות בנק ישראל על תרומתה של השקעה ציבורית להגדלת פוטנציאל הצמיחה וכמו-כן על קשיים מתמשכים במימוש תוכניות השקעה. בנק ישראל המליץ לבחון החרגה של השקעות במיזמי תשתית מרכזיים מתקרת ההוצאה השנתית, לצד הפרשה רב-שנתית של תקציב להשקעות אלה, שתאפשר תכנון וביצוע רציפים של מיזמים⁵. שחיקת השכר במגזר הציבורי וגודלה של ההוצאה הציבורית האזרחית (ובפרט היקף ההשקעה של הממשלה) הם חלק מהאתגרים המבניים של הממשלה, שעליהם נרחיב בהמשך.

מאז תחילת המלחמה ועד סוף 2025 שולמו מקרן מס רכוש פיצויים בהיקף של כ-30 מיליארד ש"ח לנפגעי נזקי המלחמה הישירים והעקיפים. חלק ניכר מהתשלומים הללו יועד בשנת 2025

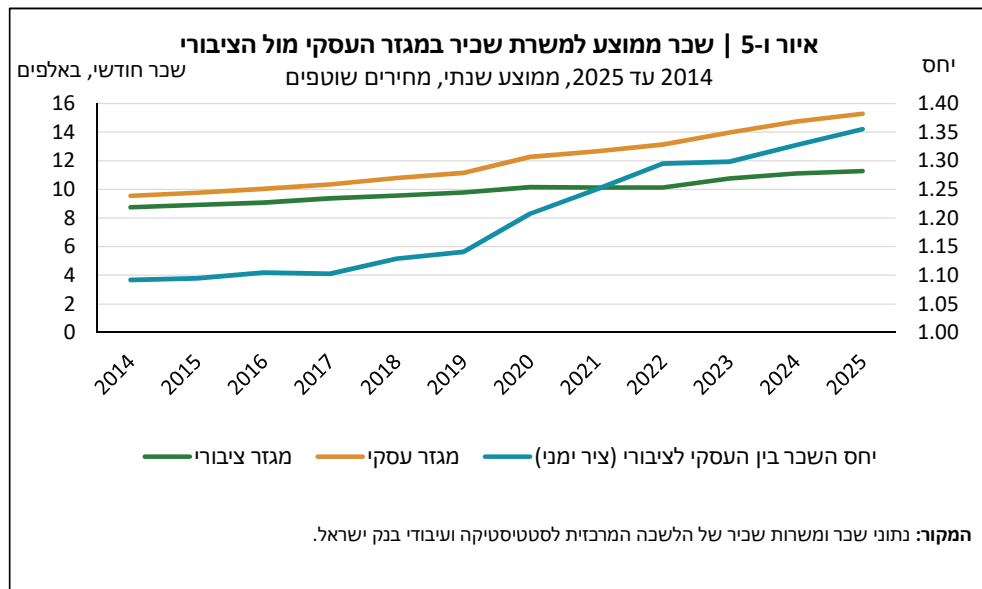
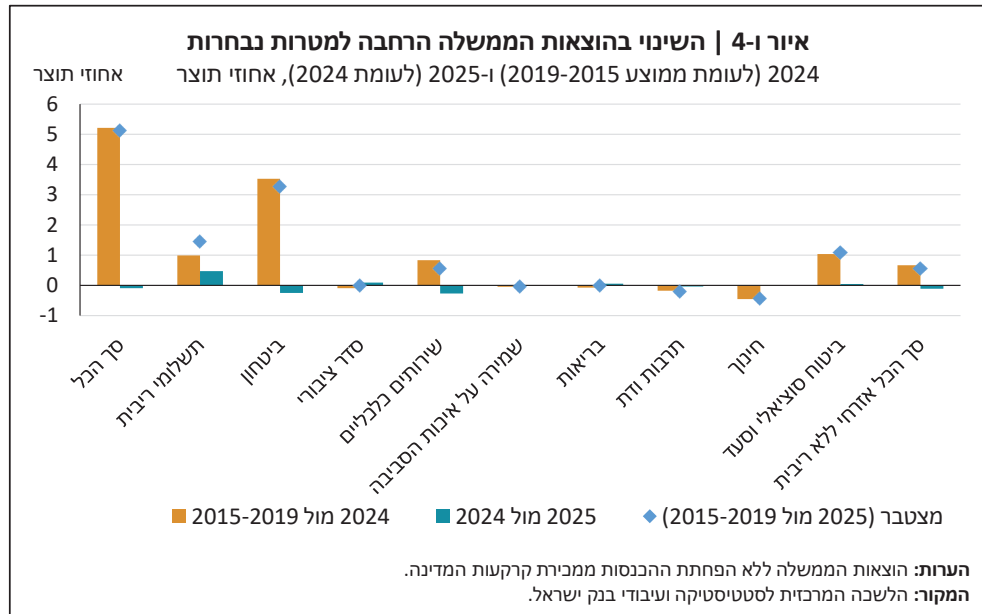
ההוצאה האזרחית נותרה גבוהה ביחס לשנים שלפני הקורונה והמלחמה.

הקושי לקצץ בהוצאה האזרחית משקף את רמתה הנמוכה בהשוואה בין-לאומית.

ההשקעה האזרחית של הממשלה נשחקה למרות צורכי הפיתוח והגידול באוכלוסייה.

⁵ ראו דיון נרחב בסוגיה החל מעמוד 194 בדוח בנק ישראל לשנת 2021.

לפיצויים בגין נזקי מבצע "עם כלביא", שנאמדו בכ-4 מיליארד ש"ח⁶. התשלומים מקרן מס רכוש משתקפים בסעיף השירותים הכלכליים באיור ו-4. הם מגדילים את הגירעון של הממשלה הרחבה ותורמים לעלייה ביחס החוב הציבורי לתוצר.



⁶ חלק מהתביעות בעקבות המבצע צפוי להיות משולם רק בשנת 2026 כך שהסכום הכולל צפוי להגיע לכ-6 מיליארד ש"ח. חלק נוסף מנזקי מבצע "עם כלביא" מומן כחלק מההגדלה של מיליארד וחצי ש"ח בתקציב משרדי הממשלה האזרחיים בשנת 2025 לנוכח מבצע "עם כלביא".

ב. ההכנסות

הכנסות הממשלה הרחבה גדלו השנה הן בהשוואה ל-2024 (ב-2.7 אחוזי תוצר) הן בהשוואה לשנים 2015-2019 (טרם התנודות החדות לנוכח מגפת הקורונה, ההתאוששות ממנה והמלחמה לאחר מכן; לוח ו-1). זאת במידה רבה בשל העלאות המיסים שנכנסו לתוקף בתחילת השנה בשיעור של כאחוז וחצי מהתוצר.

הכנסות הממשלה עלו לעומת השנה הקודמת.

(1) צעדים בצד ההכנסה שנכנסו לתוקף בשנת 2025

השנה נכנסו לתוקף צעדי התכנסות בצד ההכנסה בהיקף מוערך של כ-30 מיליארד ש"ח (לוח ו-3). הצעדים המרכזיים היו: העלאת המע"מ, שנכנסה לתוקף בינואר 2025, בנקודת אחוז ל-18 אחוזים; הטלת מס על רווחים לא־מחולקים; הקפאת מדרגות מס ההכנסה; והעלאת שיעור גביית דמי ביטוח לאומי⁷. תיבה ו-1 דנה בהשלכות של צעדים אלה על התפלגות ההכנסות.

העלאות המס שנכנסו לתוקף מסבירות חלק ניכר מהגידול בהכנסות.

לוח ו-3 | צעדים בצד ההכנסה שנכנסו לתוקף בשנת 2025
מיליוני ש"ח במונחים שנתיים

הבשלה מלאה ¹	2025	
צעדים במיסים העקיפים		
7,000	7,000	העלאת מע"מ בנקודת אחוז ל-18%
צעדים במיסים הישירים		
4,300	9,200	הטלת מס על רווחים לא מחולקים בחברות ארנק
-	4,200	העלאת שיעור גביית דמי ביטוח לאומי
3,200	1,800	הקפאת תקרת השיעור המופחת בתשלום ביטוח לאומי
7,300	2,600	הקפאת מדרגות מס הכנסה ונקודות זיכוי
-	2,000	דיבידנדים מחברות ממשלתיות
1,500	1,000	מס יסף 2% על הכנסות מהון מעל 700,000 ₪
3,800	2,600	אחר
27,100	30,400	סה"כ

¹ הבשלה מלאה - התקבולים הצפויים במצב הקבוע החדש, לאחר כניסה לתוקף של כל רכיבי החקיקה.
מקור: חוברת עיקרי התקציב לשנת הכספים 2025 של משרד האוצר, ועיבודי בנק ישראל.

⁷ להרחבה בנושא מיסוי הרווחים הלא־מחולקים ראו עמוד 148 (פרק ו') בדוח בנק ישראל לשנת 2024.

תיבה ו-1 התפלגות נטל המס שנבע משינויי חקיקה בתקופת המלחמה בין חמישוני הכנסה

« במהלך המלחמה נקבעו מספר שינויי חקיקה בתחום המס כדי לסייע במימונה. יותר ממחצית מהנטל הנוסף הוטלה על החמישון העליון – גבוה ביחס לחלקו בהכנסה.

« שיעור נטל המס הנוסף על שני החמישונים העליונים נמוך במקצת מחלקם בסך תשלומי המס ערב המלחמה.

במהלך המלחמה הוחלט ליישם מספר שינויי חקיקה בתחום המס על-מנת לסייע במימון עלויות המלחמה. חבילה זו כללה צעדים מגוונים שהביאו לעלייה במיסים על צריכה, עבודה ורווחי-הון. עלייה זו הסתכמה בכאחוז וחצי תוצר. בתיבה זו אנו מנתחים את התפלגותו של נטל המס הנוסף הנובע מכלל שינויי החקיקה שנכנסו לתוקף בתחילת 2025 בין חמישוני הכנסה המוגדרים על-בסיס סך ההכנסות ברוטו לנפש סטנדרטית במשק הבית.

לוח 1 מתאר כ-85 אחוזים מסך תוספת המס הקשורה בחקיקה זו ושבעבורם אנו יכולים לבצע חלוקה לחמישוניים. על הצעדים המהווים את היתרה לא קיים מידע המאפשר חלוקה זו באופן אמין, ולכן נדון בהם באופן איכותני בלבד, לצד דיון ברגישות האומדנים. בניתוח זה אנו מתבססים על תחזיות הגבייה כתוצאה מכל צעד, כפי שהעריך אותן משרד האוצר בנומרטור שפורסם ביוני 2025. בחרנו להתבסס על הגבייה החזויה ולא הגבייה בפועל – הן כדי לשקף טוב יותר את כוונות קובעי המדיניות הן מתוך קושי לייחס באופן אמין גבייה עודפת לחלק מהסעיפים בהתבסס על הנתונים בפועל. יתרה מכך, הימנעות של משק בית מתשלום מס נוסף דרך שינוי התנהגות, כמו הפחתת צריכה, אין פירושה שלא חל נטל נוסף על משק בית זה. להלן הצעדים המרכזיים שניתחנו.¹

העלאת המע"מ ל-18 אחוזים – הגבייה הנוספת מהעלאת המע"מ בנקודת אחוז מוערכת בכ-7 מיליארד ש"ח². אנו מניחים כי נטל העלאת המע"מ התחלק בין החמישוניים בהתאם לחלקו של כל חמישון בסך הצריכה המחויבת במע"מ, שאותה חישובנו על-פי סקר הוצאות המשפחה של הלמ"ס לשנת 2022. בחישוב זה אנו מניחים, בהתאם לנמצא בספרות המחקרית, שהעלייה בנטל המע"מ נופלת ברובה הגדול על הצרכנים ולא על היצרנים והסוחרים (Benedek et al., 2015; Benzarti et al., 2020; Buettner & Madzharova, 2011). ככל שחלק מהנטל כן נופל על היצרנים והסוחרים – הדבר צפוי להעלות את הנטל על החמישוניים הגבוהים.

מיסוי רווחים לא-מחולקים ("רווחים כלואים") – שינוי חקיקה זה מטיל מס שנתי בשיעור של 2 אחוזים על "רווחים כלואים" – רווחים צבורים של חברות הבוחרות שלא לחלקם כדידינד על-מנת לדחות את תשלום המס, ואינם משמשים להשקעות ריאליות לשם צמיחתו של העסק³. בניגוד ל"מבצעי דיבידנד" שננקטו בעבר ושהניבו תקבולי מס חד-פעמיים, על חשבון התקבולים העתידיים, שינוי חקיקה זה מייצר מקור הכנסה קבוע לתקציב המדינה. להרחבה בנושא זה ראה פרק ו' בדוח בנק ישראל 2024.

סך תוספת הגבייה מצעד זה מוערכת בכ-9 מיליארד ש"ח בשנת 2025 – 5 מיליארד מתוכם באופן קבוע והיתרה באופן חד-פעמי כתוצאה מהקדמת תשלומי מס, שאלמלא השינוי היו מתקבלים מספר שנים מאוחר יותר. אנו מוסיפים כרבע מסכום ההקדמה לתוספת הקבועה, כך שבניתוח אנו מייחסים תוספת של 6 מיליארד ש"ח לנטל המס בשנת 2025.

¹ הממצאים המדווחים כאן אינם משתנים באופן ניכר גם כאשר משתמשים בהערכות לגבייה בפועל כפי שפורסמו בספר התקציב לשנת 2026.

² חלק מהמע"מ משולם על ידי הממשלה. אין ברשותנו נתונים מהימנים בנוגע לשיעור זה, אך אנו אומדים אותו בכ-1.3 מיליארד ש"ח, שהם כ-18% מסך תוספת תשלומי המע"מ בהתבסס על נתוני חשבונאות לאומית משנת 2025 על קניות ציבוריות וצריכה פרטית. אנו משמיטים סכום זה מהניתוח, אך הנחה אלטרנטיבית, שבה מחלקים את תשלומי המע"מ של הממשלה בין החמישוניים על-פי התפלגות תשלומי המס ערב המלחמה, אינה משנה את התוצאות באופן ניכר.

³ במקרים רבים רווחים אלה משמשים להפקת רווחים לבעלי השליטה באמצעות השקעות פסיביות בנדל"ן או בשוק ההון.

תופעת דחיית התשלום נפוצה בעיקר בקרב חברות החזקה המהוות ישות משפטית המחזיקה בבעלות על חברות אחרות ללא פעילות ריאלית נוספת משל עצמן, ועל חברות משלח־יד שהן חברות שרווחיהן נובעים משירות מקצועי שנותן בעל השליטה. הבעלות על חברות אלה ריכוזית מאוד בידי השכבות האמידות, והן משתמשות במבנים אלו ככלי לחיסכון ודחיית מס. בהתאם, אנו מייחסים את כלל נטל המס הנובע מחקיקה זו לחמישון העליון.

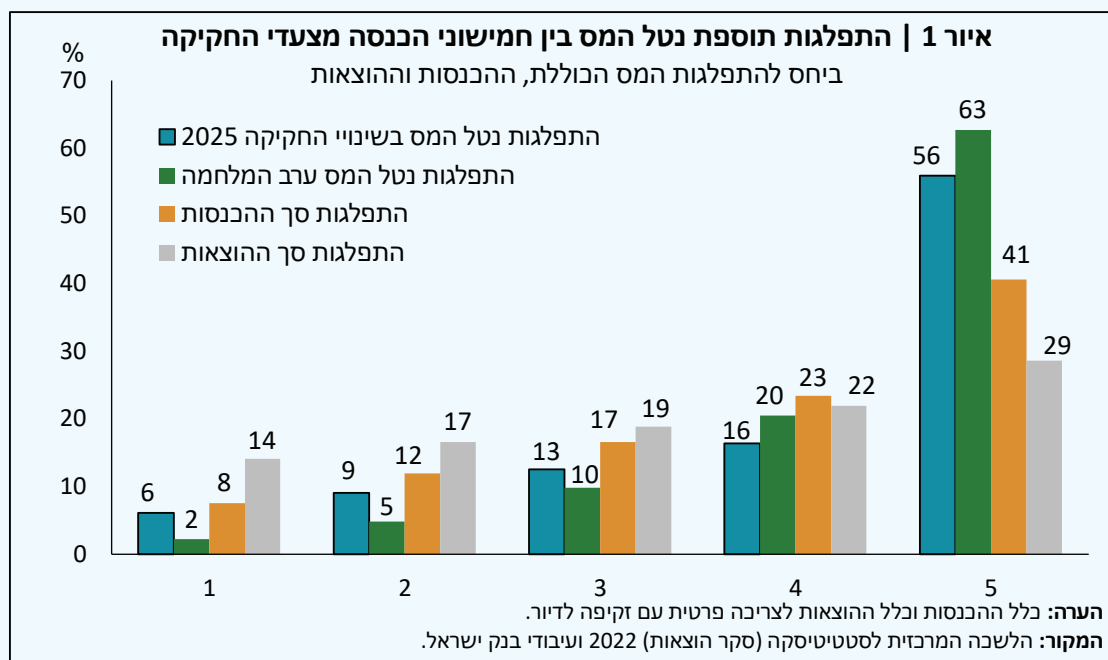
דמי ביטוח לאומי ומס בריאות – מדרגות ההכנסה שעל־פיהן שיעורי מיסים אלה מחושבים מוצמדות לשכר הממוצע במשק. במסגרת שינויי החקיקה הוחלט על הקפאתו, וכן על העלאה של מס בריאות ב-0.17 אחוזים. הסכום הכולל של ההכנסות ממיסים הצפויות בגין שינויים אלה ב-2025 עומד על 5.3 מיליארד ש"ח. חלוקת נטל המס בין החמישונים לצורך שינוי זה חושבה בהתאם להכנסות מעבודה שדווחו בסקר ההוצאות 2022. כיוון שמיסים אלה משולמים עד שכר מרבי בגובה של כ-50 אלף ש"ח, כאשר השכר שמעל סף זה פטור ממיסים אלה, ההתפלגות בין החמישונים בנושא זה פרוגרסיבית פחות ביחס למיסי ההכנסה האחרים.

הקפאת שווי נקודות הזיכוי ומדרגות מס הכנסה – באופן דומה, גם מדרגות מס ההכנסה המוצמדות למדד המחירים לצרכן הוקפאו בשנה זו. ההשפעה של הקפאה זו נאמדת בכ-2.5 מיליארד ש"ח, ואנו אומדים את חלוקתה בין החמישונים באופן דומה על־בסיס ההכנסות מעבודה שדווחו בסקר ההוצאות 2022.

העלאת מס יסף – מס יסף על רווח־הון, שהגבייה הצפויה ממנו הייתה 1.5 מיליארד ש"ח, הוא בהגדרתו מס שמושת על מי שנמצא בחלקים העליונים ביותר של התפלגות ההכנסה ולכן אפשר לשייך אותו במלואו לחמישון העליון.

הפחתת תשלומי דמי־הבראה – במסגרת הסכם שנחתם בין ההסתדרות למדינה, ובדומה לשנת 2024, הוסכם שעבור כל עובד שזכאי לימי הבראה ישלם המעסיק ערך יום הבראה אחד כמס במקום לשלמו לעובד. כמו־כן הוקפא ערך יום הבראה. צעד זה היה צפוי להביא לעלייה בגבייה בגובה של 1.1 מיליארד ש"ח. אנו מחלקים עלות זו בין החמישונים בהתאם לשיעור מסך המועסקים של כל חמישון בסקר, במקביל להתאמה לשווי השונה של יום הבראה במגזר הציבורי והפרטי. התפלגות נטל המס הנוסף על סמך סך הצעדים הנדונים כאן מוצגת בלוח 1 ומושוית להתפלגות סך ההכנסות, סך ההוצאות וסך תשלומי המס ערב המלחמה באיור 1. עיקר נטל המס הנוסף הוטל על החמישונים העליונים. בפרט, חלקו של החמישון העליון בסך הנטל הנוסף גבוה בשיעור ניכר מחלקו בסך ההכנסות או בסך ההוצאות לצריכה פרטית במשק, בעוד שחלקם של שאר החמישונים בנטל זה נמוך מחלקם בסך ההכנסה וההוצאה. השיעור על שני החמישונים העליונים דומה, ונמוך רק במקצת מחלקם בסך תשלומי המס ערב המלחמה. בהשוואה בין־לאומית, נטל המס בישראל נמוך בעיקר בחמישונים 3-4 וגבוה בחמישון העליון (תיבה ו-2 בדוח זה). שינויי החקיקה שאושרו השנה לא מצמצמים פערים אלה. צעדים אחרים, שלא נדונו כאן, הם בעיקר צעדים שונים בתחום מיסי הרכב, הקשורים ברובם לביטול הטבות לכלי־רכב חשמליים ולצמצום הסדר הסולר בתחבורה (1.5 מיליארד ש"ח). אין באפשרותנו לחלק צעדים אלה באופן מדויק.⁴

⁴ המיסוי על הבנקים, שגם לגביו קשה לקבוע כיצד התחלק בין החמישונים, יושם כבר ב-2024 בעוד הניתוח כאן מתמקד בשינויי החקיקה שיושמו בשנת 2025.



לוח 1 | התפלגות תוספת נטל המס בין חמישוני הכנסה כתוצאה מצעדי חקיקה בתקופת המלחמה באחוזים

סך הכל	דמי הבראה	מס יסף	הקפאת נקודות זיכוי ומדרגות מס הכנסה	ביטוח לאומי ומס בריאות	העלאת מע"מ	רווחים כלואים	התפלגות בין חמישוניים
6	10	0	0	9	14	0	1
9	16	0	4	15	16	0	2
13	22	0	13	22	19	0	3
16	25	0	26	27	22	0	4
56	27	100	57	28	29	100	5
22.1	1.1	1.5	2.5	5.3	5.7	6.0	סכום במיליארדי ש"ח

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (סקר הוצאות) 2022, נומרטור משרד האוצר ועיבודי בנק ישראל

רשימת מקורות

Benedek, D., De Mooij, R. A., Keen, M., & Wingender, P. (2020). "Varieties of VAT pass through", *International Tax and Public Finance*, 27(4), 890–930.

Benzarti, Y., Carloni, D., Harju, J., & Kosonen, T. (2020). "What goes up may not come down: Asymmetric incidence of value-added taxes", *Journal of Political Economy*, 128(12), 4438–4474.

Buettner, T., & Madzharova, B. (2021). "unit sales and price effects of preannounced consumption tax reforms: micro-level evidence from European VAT", *American Economic Journal: Economic Policy*, 13(3), 103–134.

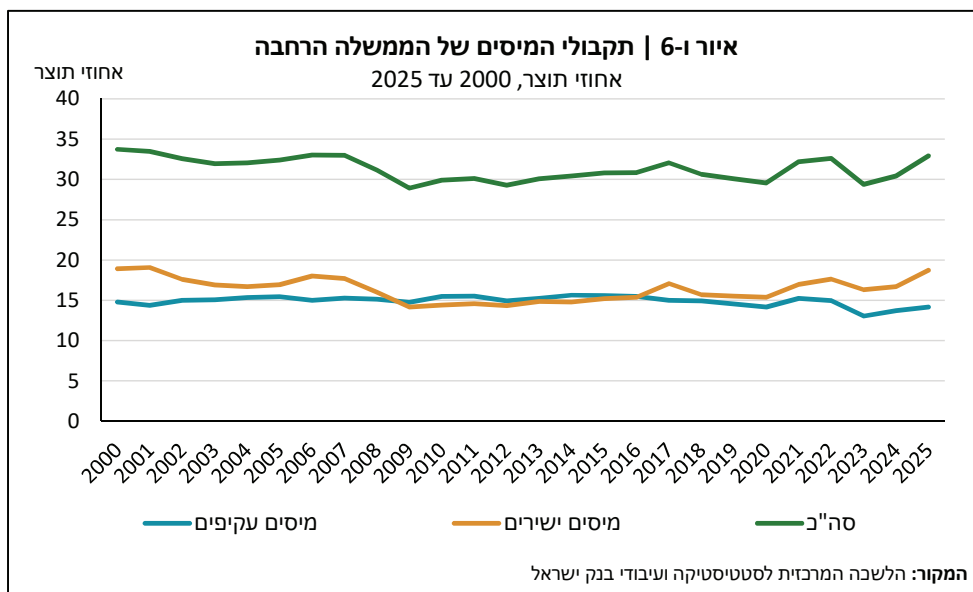
2) ניתוח תקבולי המס והפתעות ביחס לתחזית השנתית בעת הגשת התקציב

תקבולי המיסים הפתיעו לטובה משתי נקודות מבט: ראשית, הם היו גבוהים בחצי אחוז תוצר בהשוואה לתוצאת חישוב שמתבסס על התקבולים בעבר: תקבולי המיסים של הממשלה הרחבה היו גבוהים ב-2 אחוזי תוצר מהממוצע בשנים 2015-2019 - תקופה המהווה, כמוסבר בפתח סעיף ההכנסות, נקודת ייחוס נוחה. 1.5 נקודות אחוז מתוך הפער של 2 אחוזי התוצר משקפים את הגידול הצפוי בתקבולי המיסים כתוצאה משינויי החקיקה והיתר משקף הפתעה לטובה.

מאיו 6-ו אפשר לראות שהעלייה בשנת 2025 בנטל המס משקפת בעיקר עלייה בהכנסות ממיסים ישירים, בעקבות צעדי הממשלה. ניתוח של סעיפי ההכנסות ממיסים ישירים מלמד שהעלייה המפתיעה בתקבולי המיסים הישירים משקפת עלייה בתקבולים ממס חברות, בעיקר בענפי הפיננסים והביטוח ובענפי המידע והתקשורת. תקבולי המיסים העקיפים עלו השנה ב-0.6 אחוזי תוצר, ככל הנראה בעיקר הודות להעלאת שיעור המע"מ בנקודת אחוז, אשר הייתה צפויה להניב כ-0.4 אחוז תוצר, וכן לאור ההעלאה ההדרגתית של המס על כלי-רכב חשמליים.

תקבולי המס הפתיעו לטובה מעבר להשפעת שינויי החקיקה.

ההפתעה בהכנסות הגיעה בעיקר ממיסים ישירים ובפרט ממס החברות.



נקודת המבט השנייה היא ההפתעה ביחס להערכות בעת הכנת התקציב - ההכנסות היו גדולות מהערכות אלה ב-30 מיליארד ש"ח, המהווים כ-1.5 אחוזי תוצר. ניתוח בעזרת מודל המס של בנק ישראל (Brender and Navon, 2010) מלמד שכשני-שלישים מההפתעה ביחס לתחזית זו (ינואר 2025) נובעים מביצועים טובים יותר של המשק בהשוואה לתחזית בעת הכנת התקציב - התוצר הנומינלי היה גבוה מעט יותר מהצפוי - אך במיוחד בזכות עלייה חדה בהרבה מעבר לחזוי במדד המניות הכללי בבורסה של תל-אביב. במודל המס של חטיבת המחקר משתנה זה משקף הן את השפעת שוק ההון על רווחי ההון של החברות ומשקי הבית הן את הסנטימנט העסקי והצרכני במשק, בין השאר בשל השפעת העושר של גאות בשוק ההון על הצריכה הפרטית. יתר ההפתעה (כשליש ממנה) משקף שארית לא מוסברת, שעשויה להיות קשורה לשינוי התנהגות בשל מיסוי רווחים לא-מחולקים או גורמים אחרים, כגון העלייה ברווחים של גופים פיננסיים ששיעור המס האפקטיבי עליהם גבוה ביחס לשאר המגזר העסקי.

בעקבות חוק ההתייעלות הכלכלית (המכונה "חוק ההסדרים") לשנים 2023-2024 הוטמע החל משנת 2024 מודל "חשבוניות ישראל", שנועד לצמצם את תופעת החשבוניות הפיקטיביות. במסגרת המודל, המחייב החל מינואר 2024, רשות המיסים מנפיקה מספרי הקצאה לחשבוניות מס במערכת מקוונת, ומספרים אלה נדרשים כתנאי לניכוי מס תשומות בעסקאות מעל סף מוגדר. הסף הורד מ-20,000 ש"ח בשנת 2025 ל-10,000 ש"ח בינואר 2026, ויורד ל-5,000 ש"ח ביוני 2026. צעדים אלו תורמים להוגנות ולגביית המיסים, אך לעת עתה אנו לא מזהים עלייה יוצאת דופן בהיקף התקבולים ממע"מ, שכן מידת עלייתם עקבית עם העלאת שיעור המע"מ והגידול הנומינלי של הפעילות במשק.

ג. הגירעון

הגירעון הכולל של הממשלה הרחבה ירד מ-9.0 אחוזי תוצר בשנת 2024 ל-6.5 אחוזים בשנת 2025 והגירעון התקציבי ירד מ-6.7 ל-4.7 אחוזים בין השנים הללו⁸. הגירעון התקציבי משקף גירעון ראשוני (הגירעון הכולל ללא ריבית) של כ-2.5 אחוזי תוצר והוצאות ריבית של כ-2.2 אחוזי תוצר. הירידה בגירעון התרחשה בזכות שלושה גורמים מרכזיים: התפוגגות הוצאות חד-פעמיות הקשורות למלחמה; תרומתם של צעדי ההתכנסות הפיסקליים שנכנסו לתוקף בתחילת 2025, במיוחד בצד ההכנסות; ושיפור ביטחוני וכלכלי שתורם לגידול מהיר יותר בהכנסות ממיסים. למרות הירידה היה הגירעון התקציבי השנה גבוה מהרמה הדרושה לייצוב יחס החוב לתוצר (כ-3.2 אחוזים בטווח הבינוני. לתיאור החישוב ראו סעיף 3.3 בהמשך הפרק). כך שעל-אף הצמצום הפיסקלי ביחס לאשתקד, שאותו ירידת הגירעון משקפת, עדיין הסיטה הממשלה משאבים מהמגזר הפרטי למגזר הציבורי, בהשוואה למצב בו הפעילות של הממשלה לא מגדילה את החוב, ומימנה חלק מהסטה זו באמצעות גיוס חוב.

למרות הירידה בגירעון, הוא עדיין גבוה מהרמה שמייצבת את יחס החוב.

3. המצריים הפיסקליים מנקודת מבט מבנית

א. ההוצאה הביטחונית המבנית - השגרה החדשה וחוסר-הוודאות

נראה כי ההוצאה הביטחונית תישאר גבוהה באופן ניכר בטווח הבינוני לעומת תקופת טרום-המלחמה, גם אם עדיין לא ברור לחלוטין באיזה שיעור. במהלך 2024 מונתה "הוועדה לבחינת תקציב מערכת הביטחון ובניין הכוח" (ועדת נגל) על-מנת לקבוע את הצורך הביטחוני של מדינת

⁸ על-פי נתוני הלמ"ס הסתכם גירעון הממשלה הרחבה בהגדרות החשבוניות הלאומית ב-5.2 אחוזי תוצר. אנו מתייחסים בגוף הפרק לגירעון התקציבי של הממשלה המרכזית (4.7 אחוזים) ולגירעון הממשלה הרחבה בהגדרות החשבוניות הלאומית, תוך-כדי התאמת החישוב (6.5 אחוזים). הסיבה לפער בין הנתון שהלמ"ס מציגה לנתון שאנו מציגים היא שהלמ"ס מפחיתה מההשקעה הציבורית את ההכנסות ממכירת קרקעות (למטרות שיוון), שכן הפרשנות לכללי החשבוניות הלאומיים גורסת כי מכירת קרקעות היא השקעה שלילית של הממשלה. כאשר בוחנים את הנתונים ממדינות ה-OECD לשנים האחרונות מוצאים כי במרביתן ההכנסות הנדונות נמוכות מאוד (כ-0.05 אחוז תוצר בממוצע), וכי ההפחתה בהשקעה משקפת פעילויות כגון מכירת קרקע חקלאית שהושבחה או רכישה ושיפוץ של דירות בדיוור הציבורי ומכירתן לזכאים. לעומת-זאת, בישראל מדובר בהכנסות ממכירת קרקעות של מדינה יש עליהן בעלות היסטורית, כלומר במימוש נכסים, ובשנת 2025 הן הסתכמו ב-1.3 אחוזי תוצר. כיוון שמיושם נכסים הוא במהותו פעולה מימונית, אנו מציגים את ההוצאה הציבורית ללא אותה הפחתה, ואת מכירת הקרקעות כסעיף מימוני שמרסן את גידול החוב.

⁹ הירידה החדה יותר בגירעון הממשלה הרחבה (כ-0.5 נקודות אחוז יותר) משקפת בעיקר הבדלי הגדרות, בפרט באשר לעיתוי הרישום של פעולות שונות.

ישראל לטווח הבינוני ולהמליץ על מסגרת תקציבית רב-שנתית. בתחילת 2025 הגישה הוועדה את המלצותיה, אולם הממשלה לא דנה בהמלצות אלה ולא אימצה תוואי רב-שנתי ברור לתקציב הביטחון. במקביל, בנובמבר 2025 הנחה ראש-הממשלה להגדיל את תקציב הביטחון ב-250 עד 350 מיליארד ש"ח בעשור הקרוב (מעבר להחלטות קודמות שכבר התקבלו) - הנחייה שלא קיבלה תוקף בהחלטת ממשלה. נדרשת הכרעה ממשלתית ברורה על היקף תקציב הביטחון הקבוע לטווח הבינוני, שתשמש בסיס מוסכם לתכנון התקציבי הרב-שנתי. בהקשר זה יש להביא בחשבון, בין היתר, את ההשלכות הכלכליות והחברתיות של דחיקת תקציבים אזוריים או העלאת מיסים ואת אי-הוודאות לגבי היקף הסיוע הביטחוני האמריקני בשנים הקרובות.

העלייה בסך ההוצאה, המוצגת באיור ו-7 שבסעיף 3.3 בהמשך, משקפת את ההנחה של תוספות לתקציב הביטחון, שכבר אושרו במסגרת תקציבי 2024 ו-2025, יתווספו גם הוצאות ביטחון בהתאם להמלצות ועדת נגל (כ-13.5 מיליארד ש"ח לשנה). תחת הנחה זו תעמוד ההוצאה הביטחונית בשנים 2026-2030 על כ-5.5 אחוזי תוצר - 1.5 נקודות אחוז יותר מהערכת טרום-המלחמה לשנים אלו. ההוצאה הביטחונית אף עלולה להיות גבוהה יותר אם תאמץ הממשלה, למשל, את מתווה ראש-הממשלה להגדלה נוספת של תקציב הביטחון.

ב. מגמות ארוכות-טווח של ההוצאה האזרחית והשלכות אפשריות של שחיקה בה

ההוצאה האזרחית המבנית של הממשלה צפויה לגדול בשנים הקרובות משתי סיבות עיקריות: ראשית, מימון צורכי שיקום של אזורי הדרום והצפון שנפגעו במלחמה, שתוקצבו ב-30 מיליארדי ש"ח עד סוף שנת 2029, וכן פיצוי של נפגעי המלחמה האזרחיים. שנית, סיוע סוציאלי שגידולו הואץ: ההוצאה על גמלת-סיעוד של הביטוח הלאומי גדלה בשיעור חד מקצב הגידול של האוכלוסייה המבוגרת כתוצאה מהרחבת הזכאות לגמלה לאור שינוי באופן יישום הכללים לקבלת הגמלה, כפי שהורחב בדוח בנק ישראל לשנת 2024 (פרק ז').

הוצאות השיקום האזרחי צפויות להוסיף ללחוץ על התקציב בטווח הבינוני.

כאשר תקציב הביטחון, צורכי שיקום וצורכי הסיעוד גדלים, ללא התאמה מלאה בצד ההכנסות - החוב צפוי לעלות. בנסיבות הנוכחיות נראה כי אכן הדבר נכון למרות צעדי ההתכנסות בצד ההכנסה שנקטה הממשלה וההפתעה החיובית בהכנסות. מכאן שהממשלה ניצבת בפני שתי חלופות לא רצויות: האחת, להמשיך להגדיל את יחס החוב הציבורי לתוצר. צעד זה יוביל להגדלת תשלומי הריבית, ואלה באים בתורם על חשבון סעיפי הוצאה אחרים (או מייצרים גידול נוסף בחוב וחוזר חלילה)¹⁰. תשלומי הריבית בשנים 2026-2030 צפויים להסתכם בכ-2.5 אחוזי תוצר במוצא - עלייה של 0.5 נקודות אחוז בהשוואה ל-2023 - הן בשל הגידול במלאי החוב הן בשל העלייה בשיעור הריבית על החוב - בעיקר בשל העלייה בסביבת הריביות בעולם בשנים האחרונות, אך גם בשל העלייה בפרמיית הסיכון של ישראל, לפחות לזמן מה. תיבה ו-3 בהמשך דנה באתגר של הפחתת יחס החוב לתוצר בסביבת הריבית הנוכחית.

החלופה השנייה היא הפחתת ההוצאות האזרחיות. ישראל כבר מאופיינת בהוצאה אזרחית נמוכה ביחס לתוצר יחסית לממוצע במדינות מפותחות אחרות, לרבות בסעיפים מחוללי-צמיחה כגון חינוך, תשתיות ומחקר ופיתוח¹¹. זאת אף שמלאי ההון הציבורי בישראל נמוך בהשוואה למדינות

¹⁰ הכלכלן הראשי במשרד האוצר עמד על השלכות כגון אלה של העלייה בחוב. ראו גלעד ברנד וגל כץ (2026). ההשלכות של התייצבות על יחס חוב-תוצר גבוה יותר, אל מול הפחתתו. אגף הכלכלן הראשי, משרד האוצר, פברואר 2026.

¹¹ לפירוט ראו תיבה ו-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2024.

אלה וקצב גידול האוכלוסייה גדול יותר. ההחלטה להקפיא את שכר עובדי המגזר הציבורי בשנים 2025-2026 על-מנת לממן חלק מעלות המלחמה היא דוגמה למחיר אפשרי של ריסון יתר בהוצאה האזרחית. במקביל לתופעת שחיקת השכר במגזר הציבורי בעשור האחרון (איור ו-5), חלה ירידה באיכות ההון האנושי של העובדים הצעירים במגזר הציבורי (מזר, 2025). ריסון ממושך בשכר עלול להעמיק את הקושי למשוך ולשמר אנשי ונשות מקצוע כגון מורים, רופאים, מהנדסים, מדענים, כלכלנים ומשפטנים איכותיים במגזר הציבורי, ולכך תהיינה השלכות על איכות השירותים בתחומי מפתח כמו חינוך, בריאות, תכנון, אסדרה ואכיפה.

פרק א' בדוח זה מרחיב על הדילמה הרב-מימדית שעומדת בפני הממשלה: הצורך להפחית את יחס החוב לתוצר במקביל להגדלת תקציב הביטחון, מתן מענה לצורכי הפיתוח של המשק ושמירה על רמת החיים השוטפת של הציבור ואיכות השירותים הציבוריים.

ג. מדיניות המיסוי לנוכח האתגר המבני

ההפתעה החיובית השנה במיסים אינה תחליף לפתרון פיסקלי מבני.

ההפתעה החיובית שנרשמה השנה בתקבולי המיסים התרכזת בתקבולים ממס חברות בענפים מסוימים. הפתעות נקודתיות שכאלה היו גם בעבר, אך לאורך זמן שיעור תקבולי המיסים מהתוצר הוא יציב בהיעדר שינוי בשיעורי המיסוי ובכלליו. כך, למשל, בשנים 2021 ו-2022 גדלו תקבולי המיסים בשל התרחבות ניכרת בפעילות מגזר ההייטק, גאות בשוק ההון וגאות בשוק הדיור. אך בשנת 2023 (עוד לפני המלחמה) כבר ירדו תקבולי המיסים וחזרו לרמה שאפיינה אותם בשנים 2015-2019 (כ-22.5 אחוזי תוצר)¹².

צעדי ההתכנסות שאושרו, בצד ההכנסות, מעלים את ההכנסות ממיסים ב-1.5 אחוזי תוצר בטווח הבינוני, אך אין בעלייה זו די כדי לקזז את העלייה המבנית בהוצאות. יתר על כן, העלאת תקרת הפטור מיבוא אישי ל-130 דולר וההחלטה על ריווח מדרגות המס – שצפויות להקטין את הכנסות המדינה בכ-5 מיליארד ש"ח לשנה – דווקא כשנדרשות התאמות נוספות על-מנת להקטין את הגירעון המבני – אינן עולות בקנה אחד עם המאמץ לבנות מחדש את כריות הביטחון הפיסקליות שנשחקו במהלך המלחמה.

מחקר של ברנדר ופוליצר (2018) מראה כי מפני ששינויי מס משפיעים על הפעילות הכלכלית בטווח הקצר, העלאת המיסוי מניבה בטווח זה כ-70 אחוזים מההכנסה שהייתה צפויה על-פי חישוב סטטי שאינו מתחשב בשינויים בפעילות הכלכלית לנוכח שינוי שיעור המס. לעומת זאת, ההשפעה בטווח הארוך יותר (3 שנים ומעלה) דומה בקירוב לחישוב הסטטי. במבט רחב יותר, הספרות המחקרית על מכפילים פיסקליים של שינויי מיסוי – שיעור ירידה של התוצר לנוכח העלאת נטל המס בנקודת אחוז תוצר – מציגה טווח רחב של אומדנים, בין 0 ל-1 אחוז תוצר במחקרים עם מודלים מבניים (למשל, Blanchard & Perotti, 2002) ועד כ-3 אחוזים לאחר שנים בודדות במחקרים הבוחנים שינויי מס אקסוגניים בסיטואציות מסוימות (למשל, Romer & Romer, 2010). ואולם, מחקר סוקר מקיף של Alinaghi and Reed (2021) מצא השפעה מתונה בהרבה אשר עקבית עם ממצאיהם של ברנדר ופוליצר: העלאת נטל המס בנקודת אחוז גורעת כעשירית נקודת האחוז משיעור הצמיחה השנתי של התוצר.

¹² ראו דיון בכך בעמוד 149 בדוח בנק ישראל לשנת 2023.

תיבה ו-2: התפלגות נטל המס בהשוואה בין-לאומית

« נטל המס העקיף – קרי, תשלום המס ביחס להכנסת משק הבית – בישראל גבוה בהשוואה בין-לאומית בכל עשירוני ההכנסה. נוסף על כך הוא הולך ופוחת עם העלייה בהכנסה, ובאופן חד יותר בישראל ביחס למדינות ההשוואה.

« נטל המס, הכולל מיסים ישירים ועקיפים גם יחד, נמוך בישראל בהשוואה בין-לאומית בעשירונים 5-8 אך דומה או גבוה יותר בשאר העשירונים.

במהלך 2024-2025 חוקקו העלאות מיסים שכל אחת מהן משפיעה באופן שונה על עשירוני ההכנסה השונים ולפיכך על התחלקות ההכנסות. כתשתית לבחינת צעדים אלו נדרשת תמונת מצב של התפלגות נטל המס¹ בישראל לפני המלחמה, ובפרט כיצד זו עומדת ביחס למדינות מפותחות אחרות. בתיבה ו-2 של דוח בנק ישראל 2024 הראינו כי **נטל המס הישיר** שעשירוני ההכנסה 5 עד 8 שילמו לפני המלחמה היה נמוך ממקביליהם במרבית המדינות המפותחות². לעומת זאת, בשאר קבוצות ההכנסה בישראל היה נטל המס הישיר דומה או גבוה יותר³. עוד מצאנו כי המס השולי בעשירון העליון גבוה מאוד ביחס לזה שבמדינות ההשוואה. תיבה זו מרחיבה את הממצאים על אודות **נטל המס הכולל**.

מרכיבי המס הכולל בישראל נבדלים ברמתם באופן ניכר. בעוד שב-2019 הייתה גביית המיסים הישירים במונחי תוצר בישראל נמוכה ביותר מ-3 נקודות האחוז מזו הממוצעת ב-OECD (15.8% לעומת 19.2%, בהתאמה). הייתה גביית המיסים העקיפים במונחי תוצר דווקא גבוהה יותר בישראל בחצי נקודת האחוז (10.2% לעומת 9.7%, בהתאמה). כדי לאמוד את התפלגות תשלומי המיסים העקיפים – מס על צריכה (מע"מ), מס קנייה (אלכוהול וטבק), מס בלו ומיסי ייבוא ומכס – אנו בוחנים תחילה לגבי כל קטגוריית צריכה את התפלגות הצריכה שלה בין עשירוני ההכנסה⁴. התפלגות זו תשמש אומדן להתפלגות המיסוי הנגבה על קטגוריה זו בכל מדינת ההשוואה⁵. נתונים מפורטים על הצריכה ותקבולי המיסים העקיפים עבור מדינות ההשוואה היו זמינים רק לשנת 2019, אולם שנה זו נמצאה דומה ל-2023 מבחינת שיעורי המיסוי והיקפי הגבייה והצריכה המצרפיים, הן לישראל הן למדינות ההשוואה⁷.

באופן פורמלי, מתודולוגיית חישוב ההתפלגות מתוארת במשוואה (1): עבור כל מדינה חישבנו את סך ההוצאה השנתית על תצרוכת (C) של עשירון i על מוצרים ושירותים מסוג j, וחילקנו סכום זה בסך הצריכה של סוג זה במשק (סכום של כלל

¹ תשלום המס בעשירון ביחס להכנסה.

² לשם ההשוואה בחרנו במדינות אירופה וצפון-אמריקה הנמנות עם ה-OECD ובאוסטרליה. מדינות אלו בנות השוואה לטעמנו בבחינת מדיניות הרווחה ואי-השוויון מחד-גיסא וצמיחה כלכלית מאידך-גיסא. כמו-כן, מדינות אלו מייצגות את כלל ה-OECD מבחינת ערכי מקרר לוונטיים, כגון גביית המיסים הישירים והעקיפים במונחי תוצר, מדדי אי-שוויון במיסוי וצריכה פרטית לנפש.

³ הניתוח התבסס על נתוני ה-Luxembourg Income Study (LIS) לשנת 2019. בחינת נתונים עדכניים לערב המלחמה הראתה שממצאי התיבה מאשקד עומדים בעינם.

⁴ העשירונים מדורגים לפי הכנסה לנפש סטנדרטית. בפרט נעשה דירוג העשירונים לפי סולם השקילות של ה-OECD המתחשב הן במספר הן בגילי הילדים במשק הבית.

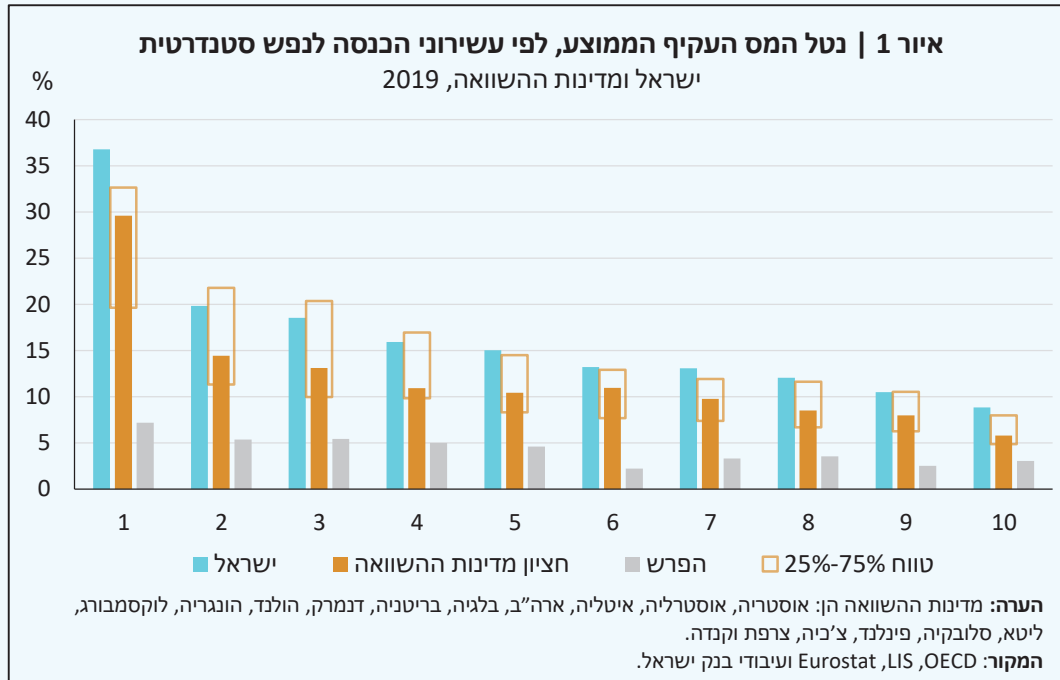
⁵ השתמשנו בנתוני צריכה והכנסה של משקי בית ממספר מקורות: LIS, Eurostat וגופים לאומיים לסטטיסטיקה נוספים. עבור תקבולי המיסים העקיפים עשינו שימוש במאגרי ה-SUT וה-Revenue Statistics של ה-OECD, שכוללים מיסים נטו לפי מוצר וכן גביית מיסים לפי סוג מס, בהתאמה. סיווג הצריכה הוא לפי ייעודי הצריכה COICOP.

⁶ מאגר ה-SUT אינו כולל את ישראל. לפיכך השתמשנו בנתוני הגבייה מה-Revenue Statistics (RS) ובחלק המחושב של משקי הבית בהם כדי לפלג את תשלומי המיסים בישראל.

⁷ גביית המיסים העקיפים במונחי תוצר ירדה בין 2019 ל-2023 במדינות ההשוואה בממוצע בכחצי נקודת האחוז (SD=0.63) ובישראל בנקודת אחוז אחת בלבד. נראה שהתפלגות המיסים העקיפים גם היא לא השתנתה באופן ניכר, לאור הממצאים הבאים: הצריכה לנפש הממוצעת (של משקי בית) יחסית לממוצע ה-OECD נשארה זהה בין 2019 ל-2021; התפלגות הצריכה לייעודים השונים ככלל יציבה לאורך זמן (נתוני Euro-stat לשנים 2005-2020); וכן שיעורי המע"מ הסטטוטורי הסטנדרטיים נשארו יציבים בין 2019 ל-2023, הן בישראל הן בממוצע ה-OECD.

העשירונים 1-10). בהמשך הכפלנו את היחס שקיבלנו בסוגריים של משוואה (1) בסך תקבולי המיסים נטו (T) ממשקי בית במשק זה עבור הצריכה מסוג j . כך, מבטא את סך תשלומי המיסים של עשירון עבור צריכה מסוג j . לאחר-מכן, משוואה (2) סוכמת לכל עשירון i את תשלומי המיסים שלו על צריכה מכל הסוגים ($j=1,...,12$), ומחלקת סכום זה בסך ההכנסה הכלכלית השנתית (ההכנסה מהון ומעבודה ועוד ההכנסות מהעברות פרטיות) של העשירון (Y).

$$(1) T_{ij} = \left(\frac{c_{ij}}{\sum_{i=1}^{10} c_{ij}} \right) T_j \quad (2) Tax Burden_i = \frac{\sum_{j=1}^{12} T_{ij}}{Y_i}$$

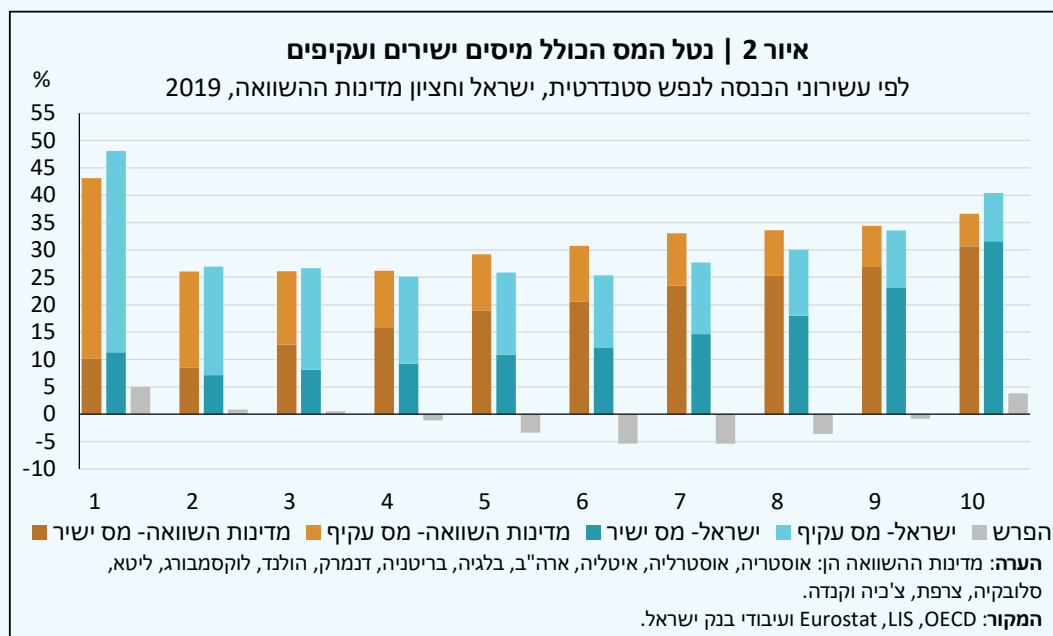


ממצאי ניתוח זה מוצגים באיור 1: נטל המס העקיף יורד עם העלייה בהכנסה – הן בישראל הן במדינות ההשוואה⁸. נטל המס העקיף בישראל גבוה ביחס למדינות ההשוואה בכל עשירוני ההכנסה, אולם הפער (באפור) גדול יותר בעשירונים הנמוכים. ממצא זה כשלעצמו מרמז שיש להביא בחשבון את הנטל הניכר הנוסף המוטל על העשירונים הנמוכים בישראל בעת העלאת שיעור המע"מ. מעבר לכך, הניתוח לעיל משמש אותנו בניתוח של התפלגות נטל המס הכולל. מאחר שהשונויות בין העשירונים בנטל המיסים העקיפים קטנה יותר מזו של נטל המס הישיר, התפלגות נטל המס שכולל מיסים ישירים ועקיפים גם יחד (איור 2) דומה לזו שנמצאה לגבי המיסים הישירים בלבד: בישראל עשירונים 5-8 משלמים (יחסית להכנסתם) פחות מהחציון של עשירונים אלו במדינות ההשוואה, כאשר הפער מגיע לשיא שלילי של יותר מ-5 נקודות האחוז (מתחת לאפס) בעשירונים 6 ו-7⁹. לעומת זאת, נטל המס הכולל בישראל בשאר העשירונים

⁸ בניתוח זה הנחנו כי נטל המס העקיף מושגת במלואו על הצרכן. עם זאת, בחירת הנחת גלגול חלקי לצרכן, למשל על-פי האומדנים שקיבלו Benedek et al (2020), מניבה תמונה השוואתית כמעט זהה.

⁹ עבור מדינות ההשוואה כל עמודה מייצגת את נטל המס הכולל החציוני בעשירון הכנסה מסוים. חשוב לציין כי ערך זה אינו שווה בהכרח לחציון של נטל המס הישיר ועוד החציון של נטל המס העקיף. לפיכך, לכל עשירון i בכל מדינה K , חישוב ראשית את היחס בין המיסים הישירים לבין המיסים העקיפים שהוא משלם. שנית חישוב את החציון של יחס זה בעשירון i על-פני כל המדינות ($k=1...14$). כך שלבסוף ערך זה שווה ליחס שלפיו פילגנו באיור את המיסים הישירים ואת המיסים העקיפים בעמודה המייצגת את עשירון i .

דומה או גבוה יותר ממדינות ההשוואה. ממצאים אלו נשמרים בעיקרם גם כאשר מביאים בחשבון קצבאות בתור מס שלילי: ככלל, נטל המס היחסי בישראל (כלומר ההפרש) עולה בכלל העשירונים - בייחוד בעשירונים הנמוכים - אולם נשאר שלילי בעשירונים 6-8 (כאשר המינימום הוא בעשירון 7).



לאחרונה פורסמו אומדני הכנסות של רשות המיסים על בסיס נתונים מנהליים, שהציגו נתונים שונים במידה מסוימת מאלו של הלמ"ס (רשות המיסים, 2025). עם זאת, עיקר הפערים בנתונים מתייחסים לערכי הקיצון בעשירון העליון ואינם משנים את המסקנה העיקרית בנוגע לפערים בעשירונים הביניים – ואף מחדדים אותה¹⁰. כך או כך, סקר בין-לאומי תורם רבות בהקשר הזה בכך שהוא שומר על עקביות בהגדרות ובאופן הדיווח בין המדינות, ולפיכך מביא לניתוח השוואתי אמין.

רשימת מקורות

Benedek, D., De Mooij, R.A., Keen, M., Wingender, P. (2020). Varieties of VAT pass through. Int Tax Public Finance 27, 890–930 <https://doi.org/10.1007/s10797-019-09566-5>

Congressional Budget Office. (2021). Revisiting the extent to which payroll taxes are passed through to workers (Working Paper No. 2021-06). Congressional Budget Office.

OECD (2024), Consumption tax trends 2024: VAT/GST and Excise, core design features and trends, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/dcd4dd36-en>.

גרייזס, א', רז-דרור, ע', בן טובים, נ', וגרופל, א' (2025, נובמבר). הכנסות תושבי ישראל. רשות המיסים, החטיבה לתכנון וכלכלה.

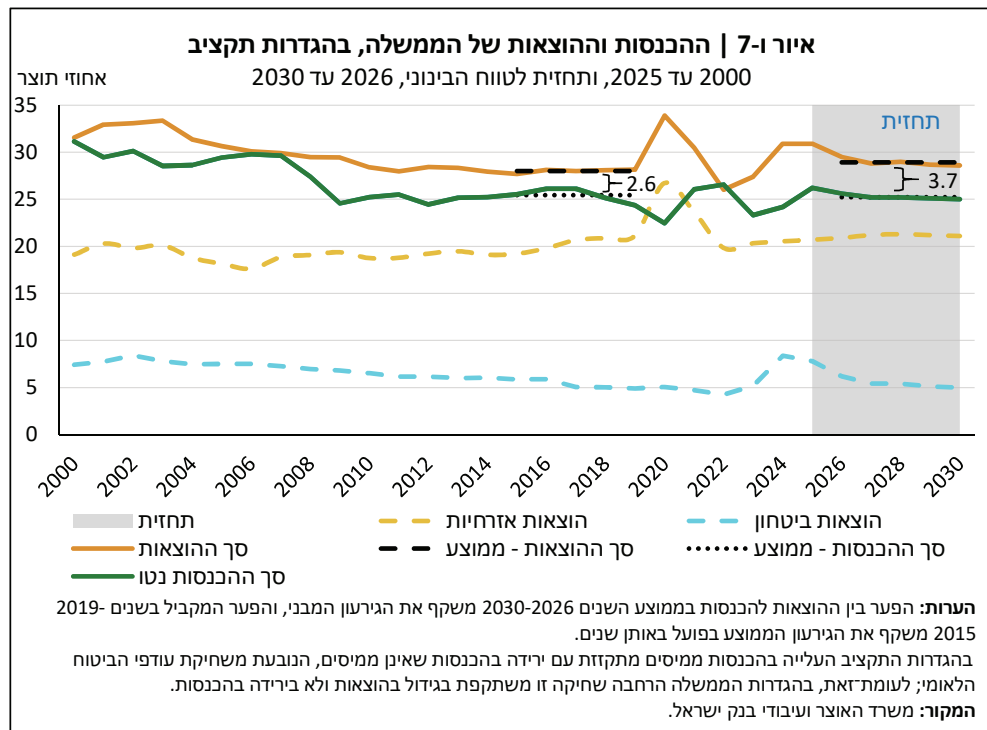
¹⁰ בדקנו כיצד נתונים אלו (הכוללים מיסים ישירים) משפיעים על ההתפלגות הנבחנת. ככלל, נטל המס בכל החציון העליון יורד ואילו בחציון התחתון עולה – בעיקר בגלל השוני בהתפלגות ההכנסות לפי רשות המיסים (שהיא שוויונית הרבה פחות), אשר משפיעה על צד המכנה. אולם שינויים אלו מעמיקים בעיקר את פערי נטל המס בעשירונים 6-8 ומגיעים לשיא שלילי של מעל 9 נקודות האחוז מתחת לאפס בעשירון 7.

ד. הגירעון המבני

הגירעון המבני הוא הגירעון שמשקף את הפער בין ההוצאות וההכנסות הצפויות לשנים הבאות על-פי החלטות הממשלה וגורמים נוספים שמשפיעים על ההוצאות, ההכנסות והצמיחה, כגון הגידול הטבעי והרכב האוכלוסייה. הגירעון (המבני) בתקציב הממשלה המרכזית הצפוי לטווח הבינוני (2030-2026) עומד על כ-3.7 אחוזי תוצר. הגירעון הראשוני המבני מוערך בכ-1.3 אחוזי תוצר והיתרה מורכבת מהוצאות ריבית.

העלאות המס שאושרו אינן מספיקות כדי לקזז את העלייה המבנית בהוצאות.

הפער המוצג באיור ו-7 בין הוצאות להכנסות בטווח הבינוני (2030-2026) משקף את הגירעון המבני. העלייה בגירעון הצפוי בטווח הבינוני נובעת בראש ובראשונה מעלייה בסך ההוצאה הציבורית ביחס לממוצע השנים 2019-2015, זאת בשל עלייה של 0.5 אחוזי תוצר בתקציב הביטחון. חשוב לציין כי תקציב הביטחון לפני המלחמה היה במגמת ירידה יחסית, כך שהעלייה הצפויה בשנים 2030-2026 ביחס לתחזיות ערב המלחמה גדולה אף יותר, מה גם שההגדלה של הוצאות הביטחון עלולה אף להיות חדה יותר¹³. נוסף על כך, גם ההוצאות האזרחיות צפויות לגדול בשנים הקרובות, בעיקר לנוכח הוצאות השיקום האזרחי מהמלחמה, וכן לנוכח הזדקנות האוכלוסייה וההקלה בכללי הזכאות לקבלת גמלת הסיעוד של הביטוח הלאומי¹⁴. העלייה בגירעון המבני לנוכח הגידול בהוצאות ממותנת במידת-מה בשל העלאות המס, שמרביתן נכנסו לתוקף בשנת 2025.



¹³ הוצאות הביטחון בשנים 2030-2026 צפויות להיות גבוהות ב-1.5 אחוזים יותר מאשר הצפוי ערב המלחמה.

¹⁴ להרחבה, ראו פרק ז' בדוח בנק ישראל לשנת 2024.

בהיעדר קונסולידציה פיסקלית נוספת, הגירעון המבני גבוה מהגירעון שמייצב את יחס החוב לתוצר בטווח הבינוני (2026-2030): בתרחיש שבו הצמיחה הריאלית עומדת בממוצע על 3.5 אחוזים והאינפלציה על 2 אחוזים והממשלה מתנהלת באיזון תקציבי, חוב של כ-68 אחוזי תוצר צפוי להישחק ב-2.9 אחוזי תוצר בכל שנה (החוב הצמוד למדד המחירים לצרכן נשחק רק ביחס לצמיחה הריאלית בעוד החוב השקלי נשחק גם ביחס למחירי התוצר). זאת ועוד, לממשלה תקבולים שנתיים של כ-0.3 אחוזי תוצר בממוצע מעודפי ההכנסות של רשות מקרקעי ישראל (שאינם נכללים בחישוב הגירעון אבל משמשים תחליף לגיוס חוב). משמעות הדבר היא שהממשלה יכולה לממן גירעון של 3.2 אחוזי תוצר בכל שנה בלי להגדיל את יחס החוב לתוצר, ושכדי להפחית את החוב באופן מתמשך נדרש גירעון נמוך יותר.

4. החוב הציבורי והמדיניות הדרושה להפחתתו

א. התפתחות החוב בשנת 2025

בשנת 2025, בשל הגירעון הגבוה (4.7 אחוזי תוצר - כ-99 מיליארד ש"ח) עלה מעט יחס החוב הציבורי לתוצר ועמד בסוף השנה על 68.5 אחוזי תוצר. זוהי השנה השלישית ברציפות שבה נרשמת עלייה ביחס החוב, כך שבסך־הכול הוא עלה בשנים אלה בכשמונה אחוזי תוצר (לוח ו-4). עלות מימון הגירעון ירדה בהשוואה לשיא שאליו הגיעה במהלך 2024, וכך גם המרווח מול האג"ח של ממשלות ארה"ב וגרמניה (איור ו-8). בלטה במיוחד הירידה בעלות המימון לאחר מבצע "עם כלביא". כ-64 מיליארד ש"ח מהגירעון מומנו באמצעות גיוס חוב מקומי (נטו, כלומר בניכוי פירעונות קרן) וכ-15 מיליארד באמצעות גיוס נטו של חוב בחו"ל. כלומר, שיעור הגיוס מחו"ל מתוך סך הגיוס החדש היווה 18.5 אחוזים - גבוה במעט משיעור זה אשתקד ומהשיעור של מקורות חו"ל מתוך מלאי החוב (שניהם כ-15 אחוזים). חלק מהגירעון מומן באמצעות הפרטה (כ-13 מיליארד ש"ח ממכירת קרקעות) והיתר, כ-7 מיליארדי ש"ח, באמצעות שימוש בפיקדונות הממשלה בבנק ישראל. השימוש בפיקדונות צמצם את הפער בין החוב ברוטו לחוב נטו (החוב בניכוי הלוואות שהממשלה העניקה ובניכוי פיקדונות הממשלה בבנק ישראל). הרחבת הפיקדונות בשנת 2024 הייתה עקבית עם הצורך לשמור כרית מזומנים גדולה יותר על־מנת לאפשר מתן מענה מיידי להוצאות בלתי־צפויות בתנאי אי־הוודאות הביטחונית והפיסקלית שאפיינו את תקופת המלחמה. במהלך 2025 מימנה הממשלה את הוצאותיה בעזרת כרית זו, כך שהפיקדונות ירדו בחזרה, בעיקר לאחר מבצע "עם כלביא" והפסקת־האש עם חמאס (שהפחיתו את פרמיית הסיכון בשווקים).

יחס החוב לתוצר עלה זו השנה השלישית ברציפות.

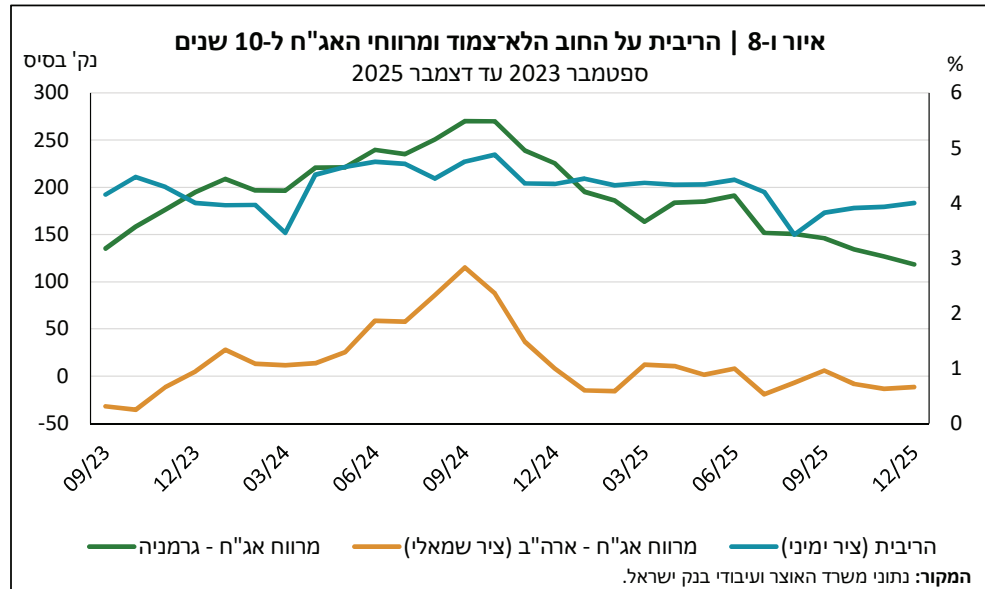
עיקר מימון הגירעון נעשה באמצעות גיוס חוב בשוק המקומי.

הממשלה השתמשה גם בפיקדונות ובמכירת קרקעות למימון הגירעון.

ב. שיקולים בקביעת הרמה והדינמיקה הרצויה לחוב הציבורי

הגידול המהיר בחוב בשנים האחרונות בשל הצורך לממן את המלחמה מעלה שתי סוגיות מרכזיות: רמת יחס החוב הרצויה לישראל והדינמיקה שלו לאורך זמן. אין בנמצא כלל חד־משמעי שקובע מהי רמת החוב המדויקת הרצויה או רמת החוב שבה תתערער היציבות הפיסקלית. מחקר עדכני של Berk and van Binsbergen (2026) אף מדגים שמדדים שונים להתחייבות ממשלתית מציגים תמונות שונות לחלוטין של רמת החוב ושל הדינמיקה שלו: בעוד שבמדינות רבות הגיע יחס החוב

לתוצר (מלאי לזרם, בהתאמה) לשיאים היסטוריים, הרי שמדדים אחרים, כמו יחס תשלומי הריבית לתוצר (זרם לזרם), מצביעים, לפחות לעת עתה, על תמונה מתונה בהרבה, ובמדינות מסוימות אף נמצאים מתחת לממוצע ההיסטורי.



לוח ו-4 | רכיבי הגידול ביחס החוב הציבורי (ברוטו) לתוצר, 2020 עד 2025

אחוזי תוצר

2025	2024	2023	2022	2021	2020	
67.6	61.3	60.5	67.8	71.1	59.3	החוב בסוף השנה הקודמת
-3.3	-3.8	-3.8	-7.0	-7.5	0.4	הגידול בתוצר (נומינלי)
3.7	8.3	2.9	-2.7	3.8	12.8	גיוסי הון נטו
4.7	6.7	4.1	-0.6	4.4	11.4	גירעון הממשלה (ללא אשראי) על-בסיס מזומן
-0.03	-0.04	-0.02	-0.04	-0.04	-0.04	פירעון אשראי נטו ע"י הציבור ¹
-0.6	-0.2	-0.6	-0.9	-0.9	0.0	תקבולי הפרטה
-0.3	1.7	-0.6	-1.2	0.4	1.6	גיוס מעבר לגירעון למימון ²
0.8	0.9	0.8	1.5	0.8	-0.2	שיערוך החוב הצמוד הנקוב בש"ח ³
-1.0	0.0	0.3	1.0	-0.4	-0.4	שיערוך החוב הנקוב במט"ח
0.1	0.5	0.4	0.1	-0.2	-0.4	התאמה לעלויות הנפקה
0.5	0.4	0.2	-0.3	0.2	-0.5	שארית ⁴
68.5	67.6	61.3	60.5	67.8	71.1	החוב לסוף התקופה

¹ כולל מתן אשראי וגביית קרן.

² עודף הגיוסים.

³ השפעת העלייה שחלה במשך השנה במדד המחירים לצרכן על החוב הצמוד.

⁴ השארית נותרת כתוצאה מעיגול נתונים.

המקור: משרד האוצר, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

באשר לרמת החוב, יחס החוב לתוצר בישראל אינו חריג במבט בין-לאומי, אף שהוא גבוה בהשוואה לחציון המדינות המתקדמות שחברות ב-OECD (איור ו-1 ואיור ו-9א). ואולם בחינת נטל תשלומי הריבית מציגה תמונה נוחה פחות: תשלומי הריבית כאחוז מהתוצר בישראל מצויים בחלק העליון של התפלגות מדינות ההשוואה (איור ו-9ב). הפער נובע בראש ובראשונה מפרמיית הסיכון הגבוהה יחסית של ישראל, שהייתה כך עוד לפני המלחמה וגדלה במהלכה. על-אף הירידה לאחר מבצע "עם כלביא" והפסקת האש בעזה, פרמיית הסיכון של ישראל עדיין גבוהה בהשוואה לרמתה בתחילת 2023. זאת ועוד, בשנתיים האחרונות תרם לעלייה בתשלומי הריבית גם הרכב החוב הישראלי: חלק ניכר מהחוב צמוד למדד המחירים לצרכן, ותשלומי הריבית בהגדרות הבין-לאומיות כוללים את השיערוך של קרן החוב הצמוד בשל האינפלציה. אומנם, בהגדרות התקציב הישראליות שיערוך זה אינו נכלל בתשלומי הריבית, אך בפועל מדובר בעלות שיש להביאה בחשבון: הרכיב הצמוד של החוב גדל עם שיעור האינפלציה, בעוד שבמדינות שבהן רק מעט מהחוב צמוד - האינפלציה שוחקת את הערך הריאלי של החוב. ממד זה הפך חשוב בשנים האחרונות, בשונה מאשר בסוף העשור הקודם, שבו הייתה האינפלציה אפסית.

תשלומי הריבית הגדלים באים על חשבון הוצאות ממשלתיות אחרות (או גוזרים העלאת מיסים או הגדלה נוספת של החוב). מעבר לכך, מימון חלק ניכר מעלויות המלחמה באמצעות חוב משמעו גלגול הנטל הכלכלי על הדורות הבאים - הן דרך תשלומי הריבית השוטפים הן דרך הצורך לשלם את החוב בסופו של דבר. מדובר אפוא גם בשאלה של חלוקה בין-דורית: באילו מקרים ראוי שהדור הנוכחי יממן צריכה עכשווית על חשבון הדורות הבאים, בשונה ממימון בניית תשתיות שיתרמו לצמיחה ויועילו לדורות הבאים.

בשנים 2015-2019, ערב משבר הקורונה, התכנס יחס החוב בישראל לכ-60 אחוזי תוצר. עשר המדינות שיחס החוב לתוצר שלהן היה הקרוב ביותר לישראל בתקופה זו (המדינות המסומנות בכתום באיורים ו-9, ו-10) כללו בעיקר מדינות קטנות (ומתקדמות) - כגון מרבית מדינות סקנדינביה, סלובקיה והולנד. ככלל, מדינות קטנות ופתוחות פגיעות יותר מול זעזועים חיצוניים. בחירתה של ישראל באותן שנים להימצא בסביבה זו אומנם קשורה היסטורית לאמנת האיחוד האירופי (אמנת "מאסטריכט"), שהגבילה את יחס החוב של חברותיו ל-60 אחוזי תוצר, אך היא עקבית עם היותה מדינה קטנה ופתוחה, כמו יתר המדינות בקבוצה.

לישראל, נוסף על חשיפה לזעזועים כלכליים חיצוניים, קיימים גם סיכונים ביטחוניים ייחודיים כבדי-משקל, כפי שהמחשה המלחמה, ואין לרשותה גיבוי פיסקלי-מוניטרי שממנו נהנות המדינות שהזכרנו, בהיותן חברות באיחוד האירופי. עלייה נוספת ביחס החוב של ישראל כבר תקרב אותו לרמות החוב של מדינות גדולות יותר (כמו בריטניה) או כאלה שחוו משברי חוב (כמו ספרד). זאת ועוד, נטל תשלומי הריבית בשנת 2024 של חלק מהמדינות הללו הוא נמוך יותר (למשל צרפת ובריטניה, לא-כל-שכן יפן - איור ו-9ב), כי הן נהנות מתנאי מימון טובים יותר, ולכן יכולות להשלים עם רמות חוב גבוהות יותר בהשוואה לתוצר.

הסוגיה השנייה, ואולי החשובה אף יותר, היא דינמיקת החוב. בעוד שהחוב הממוצע בקבוצת המדינות הקטנות והמתקדמות שאליה השתייכה ישראל בשנים 2015-2019 ירדה עד שנת 2025 מתחת ל-60 אחוזים לאחר זעזועי מגפת הקורונה והמלחמה באוקראינה (איורים ו-10א ו-ב), הרי שישראל זינקה ממדרגה זו בעקבות המלחמה. איור ו-10ב מדגים כי השינוי המצטבר ביחס החוב לתוצר בישראל מאז 2022 היה הגבוה ביותר בקרב מדינות ה-OECD המתקדמות, למעט פינלנד וקנדה. הסברה הרווחת כי יחס החוב לתוצר נמצא במגמת עלייה כללית בעולם אינה מדויקת:

רמת החוב של ישראל אינה נמוכה בהשוואה בין-לאומית אך גם אינה חריגה.

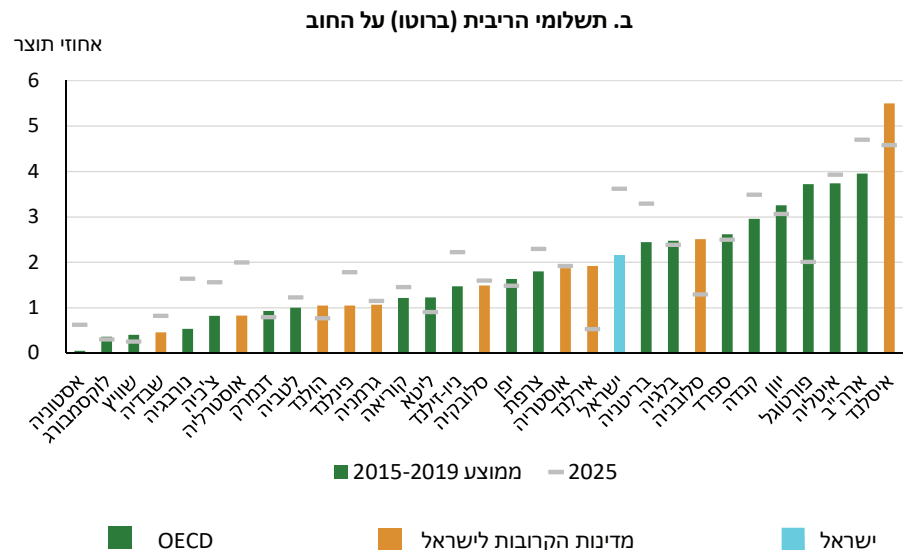
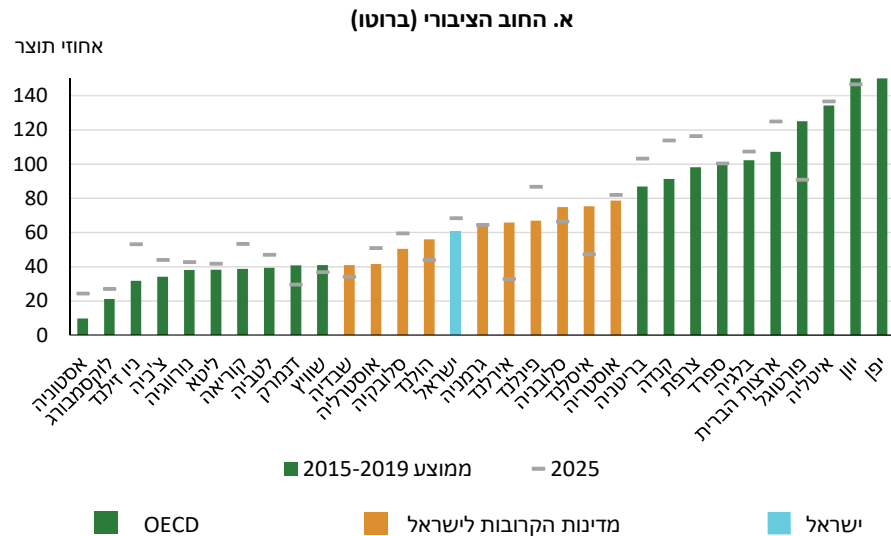
נטל הריבית על החוב הציבורי גבוה יחסית למדינות דומות.

ערב המלחמה דמה יחס החוב לתוצר בישראל לקבוצת מדינות קטנות, פתוחות ומתקדמות.

בשל עליית יחס החוב בתקופת המלחמה התרחקה ישראל מקבוצת ההשוואה מבחינת יחס החוב לתוצר.

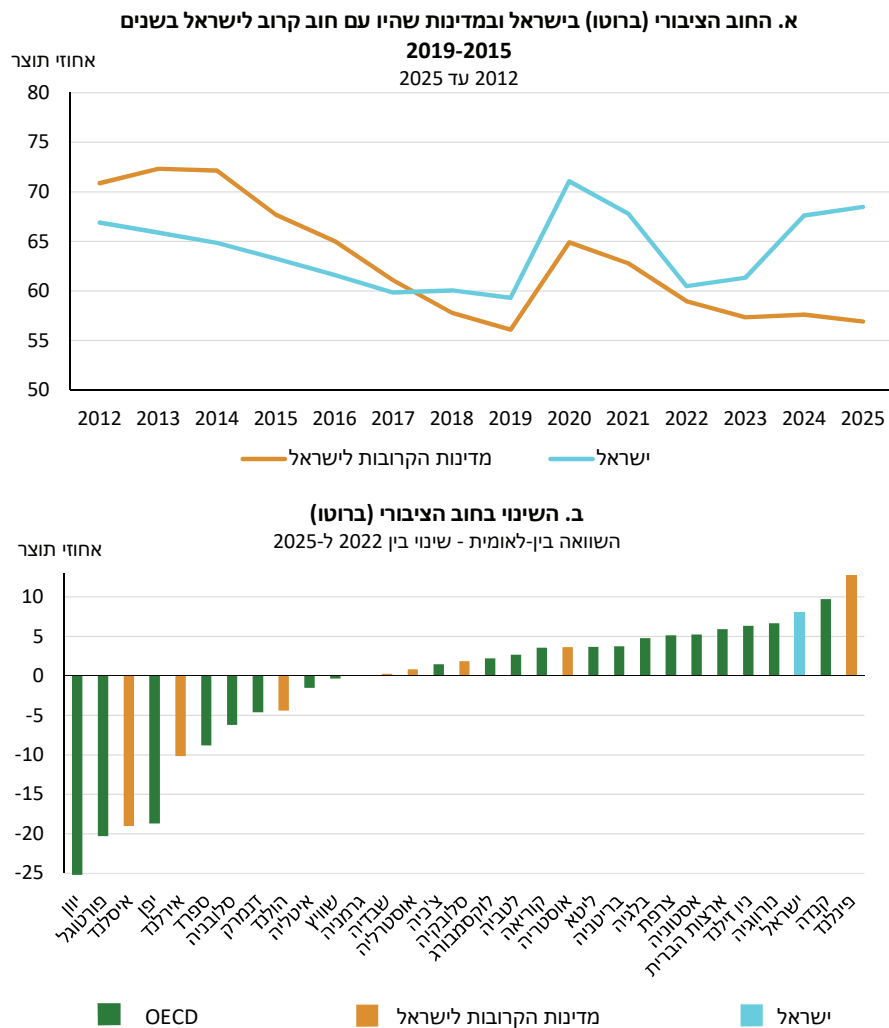
אומנם במדינות הגדולות, התופסות נתח גדול מהחוב ומהתוצר העולמיים, נרשמה עלייה, אך ברוב המדינות המתקדמות – ובכלל זה בקבוצת המדינות שאליה השתייכה ישראל – נותר יחס החוב לתוצר יציב או אף ירד בשנים האחרונות.

איור 9-1 | יחס החוב-תוצר ותשלומי הריבית בישראל בהשוואה למדינות ה-OECD
2019-2015 ו-2025 ממוצע



הערות: נתוני הריבית הם בהגדרות החשבונאות הלאומית; תשלומי הריבית בהגדרה זו כוללים שערך של החוב הצמוד. מדינות ההשוואה (הקרובות לישראל) הן עשר המדינות שיחס החוב-תוצר שלהן היה בממוצע השנים 2015 - 2019 הקרוב ביותר לישראל. נתוני המדינות האחרות על החוב והריבית הם תחזית קרן המטבע מאוקטובר 2025 ותחזית ה-OECD מדצמבר 2025, בהתאמה. **המקור:** הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, ה-OECD (Economic Outlook 118 December 2025, Revenue Statistics 2025), קרן המטבע הבין-לאומית ועיבודי בנק ישראל.

איור 10- | דינמיקת יחס החוב לתוצר בישראל ובמדינות OECD



הערות: מדינות ההשוואה (הקרובות לישראל) הן עשר המדינות שיש להן יחס החוב-תוצר שלהן היה בממוצע השנים 2015 - 2019 הקרוב ביותר לישראל (כמוצג באיור 9). נתוני המדינות האחרות לשנת 2025 הם תחזית קרן המטבע מאוקטובר 2025.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, קרן המטבע הבין-לאומית ועיבודי בנק ישראל.

חשוב אפוא לבלום את דינמיקת העלייה של יחס החוב בישראל ולשאוף לחזרה לרמות נמוכות יותר. מה שהיה נכון לפני המלחמה – רמת חוב של כ-60 אחוזי תוצר בדומה למדינות קטנות ומתקדמות אחרות – נכון ביתר-שאת לאחר המלחמה. אירועי השנתיים האחרונות הדגימו בבירור שסיכונים ביטחוניים גדולים עלולים להתממש ולהזניק את יחס החוב באופן חד. בעוד שהעלייה של יחס החוב בשנים האחרונות לא הובילה לעלייה גדולה מדי של פרמיית הסיכון ואיתה להתבדרות

יעד נמוך של יחס חוב לתוצר חשוב במיוחד לאחר המלחמה.

החזרת יחס החוב
למסלול ירידה
חיונית לשיקום מרווח
הביטחון הפיסקלי.

של החוב, אי־אפשר להעריך כיצד יגיבו השווקים לעלייה נוספת לשיעורי חוב שישראל לא חוותה זה שנים רבות. על ישראל לחזור למסלול של יחס חוב יציב ברמה נמוכה יותר מהנוכחית, ובכך להפחית את נטל תשלומי הריבית ולאפשר גמישות פיסקלית בהתמודדות עם זעזועים ביטחוניים ואחרים.

תיבה ו-3: האתגר בהפחתת החוב סביבת הריבית גבוהה

תיבה זו מגדירה שני כלים אבחוניים משלימים לבחינת עקביות המדיניות הפיסקלית עם ייצוב יחס החוב לתוצר: (א) הגירעון הראשוני (הגירעון ללא ריבית) המייצב – הגירעון הראשוני המרבי שעדיין עקבי עם ייצוב יחס החוב לתוצר, בשיעורי ריבית וצמיחה נתונים; (ב) ריבית האיזון הפיסקלי – הריבית הריאלית האפקטיבית שמתיישבת עם ייצוב יחס החוב בהינתן הגירעון הראשוני הנוכחי ושיעור הצמיחה (Bolhuis et al., 2024). נקודת המוצא היא משוואת הדינמיקה של יחס החוב לתוצר. פורמלית, אפשר לכתוב את השינוי ביחס החוב לתוצר כך¹:

$$\Delta d_t \approx (r_t - g_t)d_{t-1} + pd_t$$

כאשר Δd_t היא השינוי ביחס חוב-תוצר בזמן t , g_t קצב צמיחת התוצר הריאלי, הריבית הריאלית, r_t הריבית הריאלית, d_{t-1} יחס החוב-תוצר בתקופה הקודמת ו- pd_t הגירעון התקציבי הראשוני באחוזי תוצר (הוצאות בניכוי תשלומי ריבית על החוב פחות הכנסות)^{2,3}.

בהינתן ערכי שיווי־משקל לצמיחה g , יעד יחס חוב לתוצר d וריבית r אפשר לחשב את הגירעון הראשוני שמייצב את יחס החוב לתוצר (מצב בו $\Delta d_t = 0$):

$$pd^* = (\bar{g} - \bar{r})\bar{d}$$

מכאן עולה כלל־אצבע שימושי: עלייה של 1 נקודת אחוז בריבית הריאלית של שיווי־משקל מקטינה את הגירעון הראשוני הנדרש לייצוב החוב ב- d נקודות תוצר⁴. אפשר גם לבטא את אותו תנאי דרך "ריבית האיזון הפיסקלי", שאותה נסמן ב- r_f^* , שהיא הריבית הריאלית שמתיישבת עם ייצוב החוב בהינתן הגירעון הנוכחי:

$$r_f^* = \bar{g} - \frac{pd}{\bar{d}}$$

הפרשנות ישירה: אם הריבית הריאלית האפקטיבית על מלאי החוב גבוהה מ- r_f^* , יחס החוב לתוצר נוטה לעלות ביחס ליעד. אם היא נמוכה מ- r_f^* - יחס החוב נוטה לרדת ביחס ליעד.

¹ משוואה זו מהווה קירוב לינארי תחת ההנחה ששיעור הריבית וקצב הצמיחה קטנים יחסית.

² כאן r_t היא הריבית הריאלית האפקטיבית על מלאי החוב, כלומר ממוצע משוקלל של עלויות המימון הריאליות לפי סוגי מכשירי חוב. כאשר חלק מהחוב צמוד למדד, אינפלציה אינה שוחקת את הקרן בחלק הצמוד, לכן ההצמדה אינה משנה את נוסחת הייצוב, אך היא משנה את האופן שבו מחשבים אותה מתוך נתונים נומינליים.

³ שני גורמים נוספים שלא מופיעים במשוואת החוב הם תקבולי ההון נטו של הממשלה ממכירת נכסים (הפרטה) ושיעורן החוב כתוצאה משינויים יחסיים של רכיבי החוב, כגון שע"ח ומחירי תוצר. להרחבה, ראו ברנדר (2020).

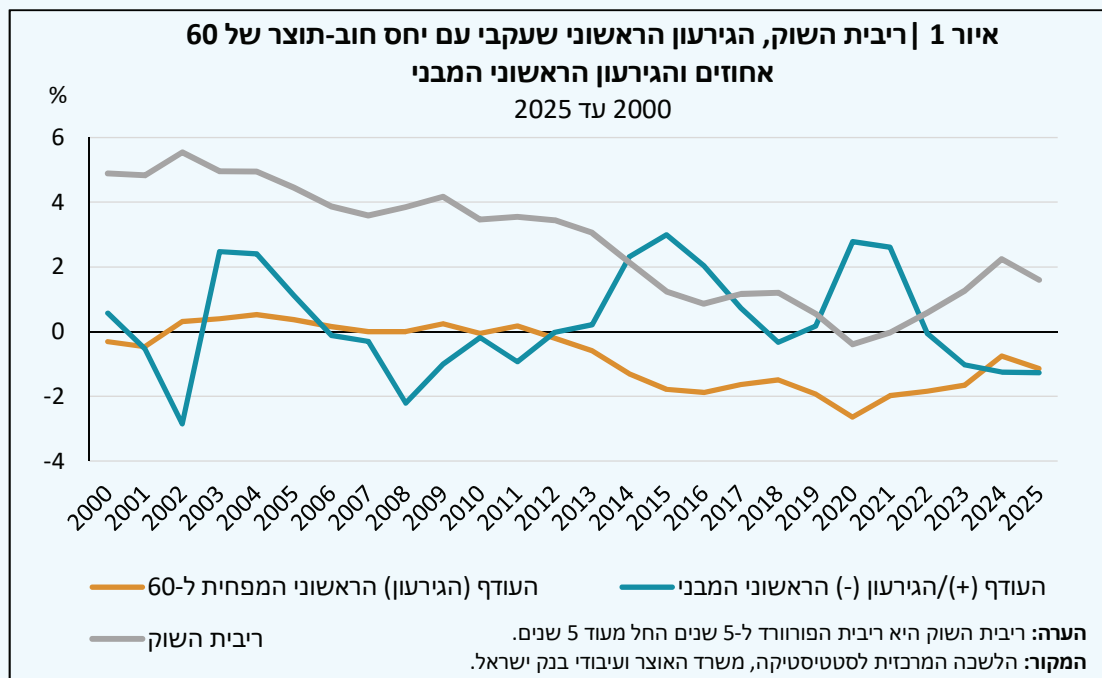
⁴ אם יחס החוב הוא 70% תוצר, עלייה קבועה של 1 נ"א בריבית הריאלית משנה את הגירעון הראשוני הנדרש לייצוב החוב בכ-0.7% תוצר.

כדי לחשב את ריבית האיזון הפיסקלי או את הגירעון שמייצב את החוב נדרשת הנחה לגבי ערכי שיווי משקל של הצמיחה. לצורך המחשה לשנת 2025 נניח צמיחה ריאלית בטווח הארוך של 3.5 אחוזים לשנה וגירעון ראשוני מבני של 1.3 אחוזים. תחת הנחות אלו, ולצורך שמירה על יחס החוב לתוצר הנוכחי (68.5 אחוזים), מתקבלת ריבית איזון פיסקלי ריאלית של כ-1.6 אחוזים, בדומה לריבית השוק בפועל (לטווח של 5-10 שנים). באופן דומה, תחת אותה הנחת צמיחה, ובהנחה שריבית השוק נתונה כפי שהייתה בדצמבר 2025 (1.6 אחוזים) - הגירעון הראשוני המייצב הוא:

$$pd^* = (0.035 - 0.016) \times 0.685 = 1.3\%$$

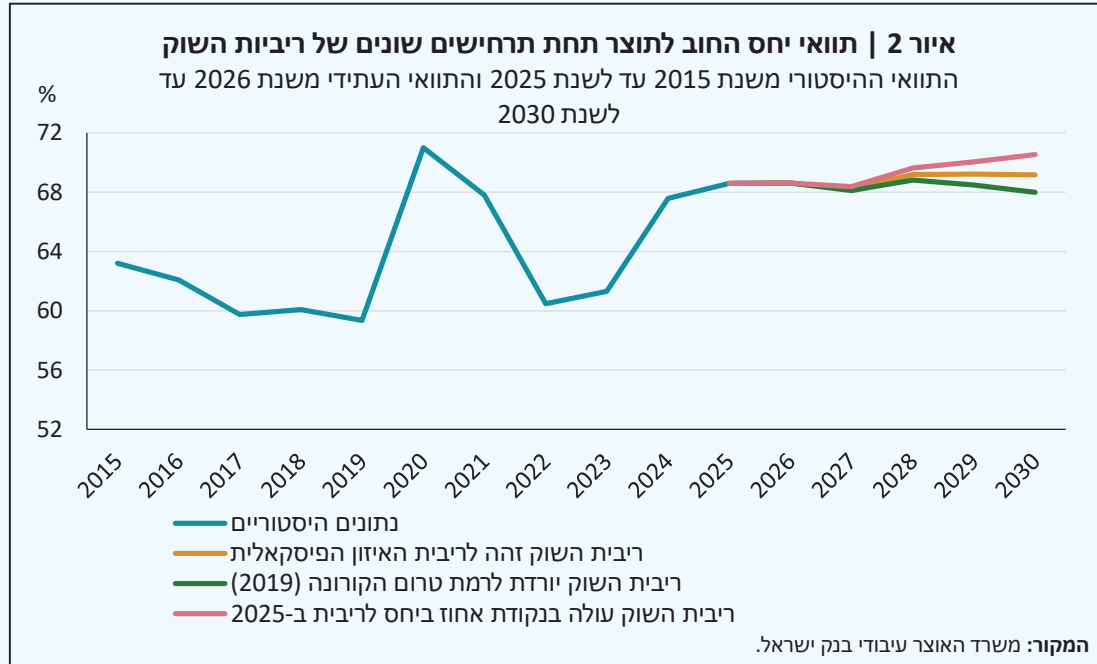
ערך זה דומה לגירעון הראשוני המבני בפועל. המשמעות: המרווח בין הגירעון הראשוני המבני לבין pd^* כמעט אפסי. אם הריבית הריאלית האפקטיבית תתבסס לאורך זמן מעל r_f^* (כ-1.6 אחוזים), יידרש הידוק פיסקלי - הקטנת הגירעון הראשוני - כדי לייצב את יחס החוב. עלייה מתמשכת של נקודת אחוז בריבית מעבר ל- r_f^* משמעה צורך בהידוק של כ-0.7 אחוזי תוצר.

כפי שתואר בסעיף ו-4.ב, בעשורים האחרונים חתרה ממשלת ישראל ליחס חוב-תוצר של 60 אחוזים ואף למטה מכך. לפיכך, נציג בפרספקטיבה היסטורית את הגירעון הראשוני שנדרש לחתירה או שמירה של יחס חוב זה, וכן אומדן לגירעון המבני הראשוני ואת ריביות השוק ששררו. ירידת התשואות הריאליות בעולם ובישראל בעשור הקודם הובילו לעליית הגירעון הראשוני שעקבי עם יחס חוב של 60 אחוזים (כפי שמדגיש Blanchard, 2019), כך שגם גירעון ראשוני של 2 אחוזים (כ-4 אחוזים גירעון כולל) איפשר שמירה על יחס החוב לתוצר על 60 אחוזים. ואולם, העלייה בסביבת הריביות בעולם, לצד עלייה בפרמיית הסיכון של ישראל, הובילו לכך שהגירעון הראשוני שמאפשר זאת כעת הוא כאחוז. במקביל עלה הגירעון הראשוני המבני בפועל (כלומר העודף ירד), כך שכעת הוא 1.3 אחוזים, גבוה מעט יותר מהנדרש על מנת להפחית את יחס החוב לתוצר ולהביאו ל-60 אחוזים.



מח"מ החוב, תרחישי ריבית ותובנה למדיניות פיסקלית תחת אי ודאות

ריבית האיזון הפיסקלי היא עוגן ארוך-טווח, אך בפועל החוב הממשלתי אינו מתגלגל במלואו בכל תקופה בריבית השוק העדכנית. הריבית שמשפיעה על דינמיקת החוב בטווח הביניים היא הריבית האפקטיבית על מלאי החוב - הריבית הממוצעת על-פני אג"ח קיימות והנפקות חדשות⁵. בשל מח"מ החוב הארוך יחסית בישראל, כ-9 שנים, ההתכנסות של הריבית האפקטיבית לריבית על הנפקות חדשות היא הדרגתית מאוד – כתשיעית מהמלאי מגיע לפירעון ומתחדש בכל שנה⁶. זו גם הסיבה שבגינה הגירעון הראשוני המייצב המחושב כאן שונה במעט מהגירעון המייצב בפועל שנידון בגוף הפרק.



איור 2 מציג שלושה תרחישים לריבית על הנפקות חדשות והשלכתם על יחס החוב לתוצר תחת אותו גירעון ראשוני. בתרחיש הבסיס הריבית על הנפקות חדשות נמצאת סביב ריבית האיזון הפיסקלי, ולכן ככל שהריבית האפקטיבית על המלאי מתכנסת אליה - יחס החוב נוטה להתייצב. בתרחיש אופטימי ירידת ריביות או פרמיית סיכון מאפשרת ירידה הדרגתית בחוב (אם-כי היא עלולה לשקף ציפיות לצמיחה נמוכה שבתורה דווקא תורמת לעלייה ביחס החוב לתוצר). אלו היו התנאים, למשל, במשך שנים רבות עד לתהליך העלאות הריבית ברחבי העולם בשנת 2022, בין היתר בהשפעת רכישות האג"ח של הבנקים המרכזיים בעולם, ולא נראה סביר שתנאים אלה ישובו בטווח הזמן הנראה לעין. בתרחיש פסימי, עלייה מתמשכת בריבית על הנפקות חדשות יוצרת לחץ לעלייה בחוב ככל שהריבית האפקטיבית מתכנסת כלפי מעלה. כיום ריבית הפורוורד הריאלית ל-5 שנים בעוד 5 שנים קרובה לריבית האיזון, ולכן בהינתן יציבות בצמיחה ושמירה על גירעון ראשוני ברמה הנוכחית, גם יחס החוב צפוי להישאר בטווח הבינוני סביב רמתו הנוכחית. הפחתת יחס החוב כדי להחזיר למשק הישראלי את כריות הביטחון

⁵ בפועל, הריבית על הנפקות חדשות אינה אקסוגנית: בישראל נמצאה השפעה חיובית, מובהקת וכלכלית-משמעותית של יחס החוב הציבורי לתוצר על התשוואות הריאליות של אג"ח ממשלתיות, כאשר ההשפעה חזקה יותר ככל שאופק האיגרת ארוך יותר (Brender & Ribon, 2015). הערוץ הוא כפול: יחס חוב גבוה מגדיל את היצע האג"ח (לוחץ את המחיר מטה ומעלה תשואה) וגם מעלה את פרמיית הסיכון הנתפסת של המשקיעים.

⁶ אפשר לתאר זאת בקירוב באמצעות "משוואת מעבר" פשוטה: הריבית האפקטיבית השנה היא שילוב של הריבית האפקטיבית בשנה הקודמת ושל הריבית על הנפקות חדשות, כאשר המשקל של הנפקות החדשות נקבע בקירוב לפי חלק החוב שמתגלגל בכל שנה. בישראל, עם מח"מ ממוצע של כ-9 שנים, מדובר בסדר גודל של כעשירית מן המלאי בשנה.

הפיסקליות תחייב בתנאים אלה הפחתה של הגירעון הראשוני. עם זאת, מרווח הביטחון קטן, והרעה מתונה עלולה להסיט את הדינמיקה למסלול עולה. הרעה שכזו עלולה להתרחש גם כתוצאה מהעלייה ביחס החוב העולמי לתוצר, שתורמת לעליית הריביות.

רשימת מקורות:

ברנדר, ע. (2020). המדיניות הפיסקלית: המסע להקטנת יחס החוב הציבורי לתוצר וגודל הממשלה. בתוך א. בן-בסט, ר. גרונאו, וא. זוסמן (עורכים), אורות וצללים בכלכלת השוק: המשק הישראלי 1995–2017 (חלק ראשון: מדיניות הממשלה וההתפתחויות המקרו-כלכליות). תל אביב: עם עובד.

Blanchard, O. (2019). Public debt and low interest rates. *American Economic Review*, 109(4), 1197–1229.

Bolhuis, M., Koosakul, J., & Sshenai, N. (2024). Fiscal R-Star: Fiscal-Monetary Tensions and Implications for Policy.

Brender, A., & Ribon, S. (2015, January). The effect of fiscal and monetary policies and the global economy on real yields of Israel government bonds (Discussion Paper No. 2015.02). Research Department, Bank of Israel.

רשימת מקורות:

ברנד, גלעד, וכץ, גל (2026). ההשלכות של התייצבות על יחס חוב-לתוצר גבוה יותר, אל מול הפחתתו. אגף הכלכלן הראשי, משרד האוצר, פברואר 2026.

ברנדר, עדי וערן פוליצר (2018). "ההשפעה של שינויים בשיעורי המס על גביית המיסים בישראל", הרבעון לכלכלה, 62(1–2), 85–126.

Alinaghi, N. and W. R. Reed (2020). "Taxes and Economic Growth in OECD Countries: A Meta-analysis", *Public Finance Review*, 49(4), 109114212096177.

Berk, J. B. and J. H. van Binsbergen (2026). "Why Care about Debt-to-GDP?", NBER Working Paper Series, No. 34629.

Blanchard, Olivier, and Roberto Perotti (2002). "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output." *Quarterly Journal of Economics*, 117(4), 1329–1368.

Brender, Adi, and Guy Navon (2010). Predicting Government Tax Revenues and Analyzing Forecast Uncertainty. *Israel Economic Review*, 7(2), 81–111.

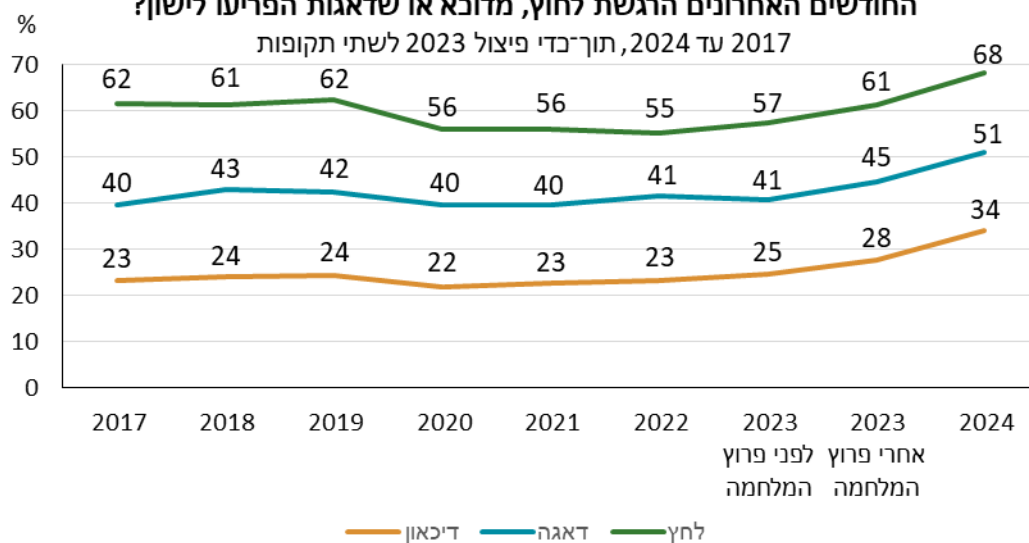
International Monetary Fund (2018). *Fiscal Transparency Handbook*. International Monetary Fund, Washington, DC.

Romer, Christina D., and David H. Romer (2010). "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks." *American Economic Review*, 100(3), 763–801.

Von Hagen, J., & Harden, I. J. (1995). Budget processes and commitment to fiscal discipline. *European Economic Review*, 39(3–4), 771–779.

איור ז-1 | שיעור העונים "תמיד" או "לפעמים" לשאלה: האם ב-12 החודשים האחרונים הרגשת לחוץ, מדוכא או שדאגות הפריעו לישון?

2017 עד 2024, תוך-כדי פיצול לשתי תקופות



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הסקר החברתי) ועיבודי בנק ישראל.

פרק ח'

שוק הדיור

- « במהלך שנת 2025 ירד מספר העסקאות הכולל לרכישת דירות ונרשמה ירידה מתונה במחיריהן. למול זה היה היקף התחלות הבנייה גבוה וכך גם רכישת הקרקעות במכרזי רמ"י בקרב היזמים.
- « מספר המועסקים בענף הבינוי חזר לרמתו ערב המלחמה בזכות גידול ניכר במספר העובדים הזרים וכניסת ישראלים לענף. אולם עדיין קיים מחסור בעובדים לאור הגידול הניכר שחל השנה בהיקף הפעילות בענף. גידול זה בא לידי ביטוי בכ-80 אלף התחלות בנייה וצורכי שיקום.
- « הירידה במספר העסקאות בדירות חדשות ויד שנייה ביחס לשנה הקודמת התרחשה על רקע סביבת הריבית, שעודנה גבוהה ביחס לשנים שקדמו להתפרצות האינפלציה בעולם ובישראל, ואטרקטיביות התשואות שהציע שוק ההון ביחס לשוק הדיור. הירידה בעסקאות בדירות חדשות התרחשה גם לאור צעדים להגבלת מבצעי קבלן וכן בשל הקדמת רכישות לסוף 2024 כדי להקדים את עליית המע"מ.
- « לאור הגידול בהיקף הבנייה והירידה בעסקאות לרכישת דירות חדשות גדל השנה מלאי הדירות החדשות הלא-מכורות והגיע לרמה גבוהה ביחס לעבר.
- « בשנת 2025 אישרו מוסדות התכנון 223,000 יחידות דיור - עלייה של כ-10 אחוזים ביחס לשנת 2024; מספר יחידות הדיור ששווקה רמ"י, במכרזים עם זוכה וללא מכרז, הסתכם בכ-60,000 יחידות דיור, בדומה לשנת 2024.
- « באוקטובר 2025 נותרו מחוץ למלאי הדירות האפקטיבי כ-7,400 יחידות דיור בצפון, בעוטף ובמרכז בשל פגיעות במלחמה. מנגד, מאזן הגירה שלילי מיתן את הביקוש לשירותי הדיור. מחירי השכירות עלו ב-3.2 אחוזים במהלך 2025.
- « לאחר עליית מחירי הדירות שהחלה בנובמבר 2023 ונמשכה עד ינואר 2025, לאורך מרבית השנה (פברואר-אוקטובר 2025) ירדו מחירי הדירות. בחודשים אוקטובר-נובמבר חלה עלייה מחודשת במחירי הדירות, לצד ירידה קלה במלאי הדירות החדשות הלא-מכורות. בסיכום שנתי ירדו מחירי הדירות ב-0.9 אחוזים.



מחירי הדירות ירדו
השנה, בהובלת
הדירות החדשות



ירידה בעסקאות
הובילה לשיא
במלאי הדירות
החדשות למכירה



עדיין קיים
מחסור בעובדים
בענף הבניה



היקפי הבניה,
ובמיוחד **התחלות**
הבניה, עלו השנה

1. תנאי הרקע וההתפתחויות העיקריות

במהלך שנת 2025 הושפע שוק הדיור מהשלכותיה המתמשכות של המלחמה שפרצה ב-7 באוקטובר 2023 ומסביבת ריבית גבוהה ביחס לשנים שקדמו להתפרצות האינפלציה בעולם ובישראל. למרות האתגרים היה היקף הבניה גבוה, אך היקף העסקאות, במיוחד רכישת דירות חדשות, הצטמצם בהשוואה ל-2024.

מגבלת ההיצע של ענף הבניה, שנבעה מזמינות נמוכה של עובדים, התמתנה ביחס לשנת 2024 אך עודנה משפיעה לנוכח היקף הפעילות בענף והצורך בעבודות שיקום. עד לסוף 2025 פיצה הגידול במספר העובדים הזרים והישראלים רק על כ-90 אחוזים מהירידה במספר העובדים הפלסטינים בהשוואה לערב המלחמה¹.

במהלך שנת 2025 נרשם גידול ניכר בהתחלות הבניה והן הסתכמו בכ-80,000 יחידות דיור. הגידול בהיקף הבניה השנה חל בהמשך למספר הגבוה של היתרי הבניה בשנת 2024 ומספר זה התאפשר בזכות מספר גדול של יחידות דיור בשיווקי רמ"י בשנים 2021-2022. ככל הנראה, חלק מהמיזמים שהיה אפשר להתחיל בבנייתם מוקדם יותר נדחה לשנת 2025 בשל המחסור החמור בעובדים שיצרה המלחמה. היכולת לקיים היקף גבוה של בניה למגורים בתנאי מחסור בעובדים התאפשרה הודות להסטת גורמי ייצור מבניה שאינה למגורים אל עבר מיזמים למגורים, ובכלל זאת משך הבניה התארך כתוצאה מהמחסור.

בעוד ההיצע המשיך להתרחב נרכשו השנה רק כ-34,000 דירות חדשות - ירידה ניכרת ביחס לשנת 2024. בשל פער זה המשיך לגדול מלאי הדירות החדשות הלא-מכורות ובסוף דצמבר 2025 הגיע לרמה של כ-83,000 יחידות בניכוי עונתיות.

¹ מרבית העובדים הפלסטינים בענף הועסקו בעבודות "רטובות" (משלחיד 71) - "בנאים ובעלי מקצועות דומים" וכך גם העובדים הזרים. הפיצוי על היעדרות הפלסטינים מחושב כגידול במספר העובדים הזרים בענף הבינוי ועוד הגידול במספר הישראלים שעובדים במשלחיד 71.

לוח ח-1 | שוק הדיור: נתונים נבחרים, 2006 עד 2025

2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	ממוצע 2006 עד	
גורמי הביקוש									
1.1	1.1	2.1	2.0	1.7	1.8	1.9	1.9		האוכלוסייה הכללית (שיעור השינוי) ^{2,1}
1.4	1.4	1.9	2.2	1.8	1.9	2.0	2.1		האוכלוסייה בגיל 25+ (שיעור השינוי) ^{2,1}
0.3	1.5	1.9	-1.7	4.9	3.1	2.1	1.1		השכר הריאלי הממוצע למשרת שכיר ישראלי (שיעור השינוי) ^{1,4}
2.7	3.0	3.0	3.3	9.6	14.6	3.4	5.9		שיעור האבטלה ⁴ בקרב בני 25-64 (ממוצע שנתי)
3.0	3.1	3.4	1.7	0.8	1.1	1.5	2.1		הריבית הריאלית המשוקללת על המשכנתאות החדשות (ממוצע שנתי) ⁶
1.7	-0.3	0.1	4.4	7.6	-3.2	1.9	2.2		התוצר הריאלי לנפש (שיעור השינוי)
3.6	3.9	3.6	5.6	7.4	6.4	8.0			שיעור המתכננים לרכוש דירה ב-12 החודשים הבאים ⁵ (ממוצע שנתי)
גורמי ההיצע									
80.0	69.8	65.2	69.4	64.6	56.7	56.5	44.5		התחלות הבנייה (באלפי יח"ד)
23.8	21.0	22.1	24.4	19.2	16.4	20.6	18.0		מתוכן, דירות שלא-למכירה שהחלה בנייתן (באלפי יח"ד)
3.8	2.6	2.3	3.1	2.5	2.5	2.9			מתוכן, דירות להשכרה (באלפי יח"ד)
59.7	54.4	61.0	53.3	47.1	50.2	53.3	39.3		סיומי הבנייה (באלפי יח"ד)
37.8	34.3	32.7	33.1	31.0	31.2	29.2	26.7		משך בנייה בבניינים שבנייתם הסתיימה (בחודשים)
207.2	186.8	171.5	167.5	150.4	133.0	127.0	87.6		מלאי הדירות בבנייה פעילה (סוף שנה, באלפי יח"ד)
81.2	79.5	73.6	77.8	73.0	53.8	56.9	44.8		היתרי בנייה (באלפי יח"ד)
16.0	-17.4	-8.1	16.1	16.8	-7.8	3.4	4.6		ההשקעה הריאלית בבנייה למגורים (שיעור השינוי)
223.0	204.0	168.4	158.4	108.1	95.3	140.6	66.4		יחידות דיור שאושרו בוועדות המחוזיות ובוותמ"ל (באלפי יח"ד) ³
60.0	58.4	55.0	81.0	63.0	26.0	39.0			שיווק קרקעות במרכזי רמ"י (באלפי יח"ד)
נתונים תוצאתיים									
90.7	102.9	71.5	107.4	150.1	101.5	101.1	90.4		העסקאות בדירות מגורים ⁷ (באלפים)
34.0	45.7	27.4	41.1	57.0	40.6	40.4	23.1		מתוכן, עסקאות בדירות חדשות ⁷ (באלפים)
10.2	9.6	6.9	7.8	12.0	4.0	16.7			מהן: בתמיכה ממשלתית (באלפים)
-0.9	7.7	-1.0	14.7	13.1	4.0	4.2	6.3		מחירי הדירות - נומינלי (שיעור השינוי במשך השנה)
-3.0	4.5	-3.7	9.3	10.4	4.8	4.1	5.3		מחירי הדירות - ריאלי ⁸ (שיעור השינוי במשך השנה)
3.2	4.0	3.1	6.3	3.3	0.2	2.8	3.4		שכר הדירה - נומינלי ⁹ (שיעור השינוי במשך השנה)
1.1	0.8	0.3	1.3	0.8	1.0	2.7	2.4		שכר הדירה - ריאלי ^{8,9} (שיעור השינוי במשך השנה)
12.2	12.8	13.8	14.3	18.0	14.2	12.8			שיעור הרכישות של משקיעים מסך הרכישות (ממוצע שנתי)

¹ שיעורי השינוי מוצגים כממוצע השנה השוטפת לעומת ממוצע השנה הקודמת.

² ממוצע 2006-2018 לא כולל את שנת 2009 בשל שבר בסדרה.

³ הממוצע הרב-שנתי הוא לשנים 2007-2015

⁴ תיקון בגין משבר הקורונה בשנים 2020 ו-2021: השכר הריאלי מתוקן להרכב המועסקים ושיעור האבטלה הרחבה.

⁵ מדד אמון הצרכנים, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. שיעור המשיבים שלהערכתם די סביר או סביר מאוד שירכשו דירה במהלך 12 החודשים הבאים.

⁶ בהנחה של שיעור אינפלציה שנתי של 2%.

⁷ עסקאות שוק. לא כולל העברות ללא תמורה, בין קרובים וכו'.

⁸ בניכוי מדד המחירים לצרכן ללא דיור.

⁹ שכר הדירה בחוזים חדשים ומתחדשים (סעיף שירותי דיור בבעלות הדיירים במדד המחירים לצרכן).

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, משרד השיכון והבינוי, רשות המיסים, בנק ישראל ורשות מקרקעי ישראל.

בעקבות ההאטה במספר העסקאות בדירות חדשות ועלייה מואצת במלאי הדירות הלא-מכורות, חלה בפברואר 2025 תפנית ומחירי הדירות החלו לרדת. עד חודש ספטמבר הצטברה ירידה של 2.8 אחוזים, כאשר בפלח הדירות החדשות הירידה ניכרת אף יותר (5.4 אחוזים). אולם בחודשים אוקטובר-נובמבר, על רקע הפסקת האש בעזה וירידת הריביות במשק, חזרו מחירי הדירות לעלות, לצד ירידה קלה שחלה במלאי הדירות החדשות. בסיכום שנתי ירדו מחירי הדירות ב-0.9 אחוזים. מספר העסקאות הכולל הסתכם בכ-91,000 וזוהי ירידה של כ-11 אחוזים לעומת שנת 2024². ירידה זו אירעה, בין היתר, על רקע האטרקטיביות של התשואות שמציע שוק ההון ביחס לשוק הדיור. בתחילת 2025 היו 15,000 דירות לפחות מחוץ למלאי האפקטיבי של שירותי הדיור - בעיקר בצפון. במהלך החודשים ינואר-ספטמבר 2025 חזרו מרבית המפונים ליישוביהם ובאוקטובר 2025 נותרו מחוץ למלאי הדירות האפקטיבי כ-7,400 יחידות דיור בצפון, בעוטף ובמרכז הארץ. תנאי הרקע שתוארו לעיל הגדילו את עודף ההיצע, בעיקר בשוק הדירות לרכישה, כיוון שמרבית הדירות נמכרות טרם סיום בנייתן אך מתחילות לשמש למגורים רק לאחר השלמת הבנייה. השוק לשירותי דיור הושפע מהירידה במלאי הדירות האפקטיבי - ירידה שהצטמצמה במהלך השנה - ומרמתו הנמוכה יחסית לעבר של שיעור גידול האוכלוסיה בגילים 25 ומעלה. אלו פעלו להתמתנות עליית מחירי השכירות (מדד שירותי דיור בבעלות הדיירים) ל-3.2 אחוזים. נראה שהמאמץ להגדיל את היצע הדיור החל משלב התכנון ועד לשלב הביצוע, שבו החלה הממשלה לפני כעשור, תמך בגידול בהיקף הבנייה ובהתמתנות המחירים, שירדו ריאלי ב-2.5% מינואר 2023. כך, בשנים האחרונות מספר התחלות הבנייה תואם את הצורך הדמוגרפי השנתי בדירות, ובשנים הקרובות הדבר צפוי לבוא לידי ביטוי גם בגידול בסיומי הבנייה ובמלאי הדירות הזמינות למגורים.

2. ההיצע

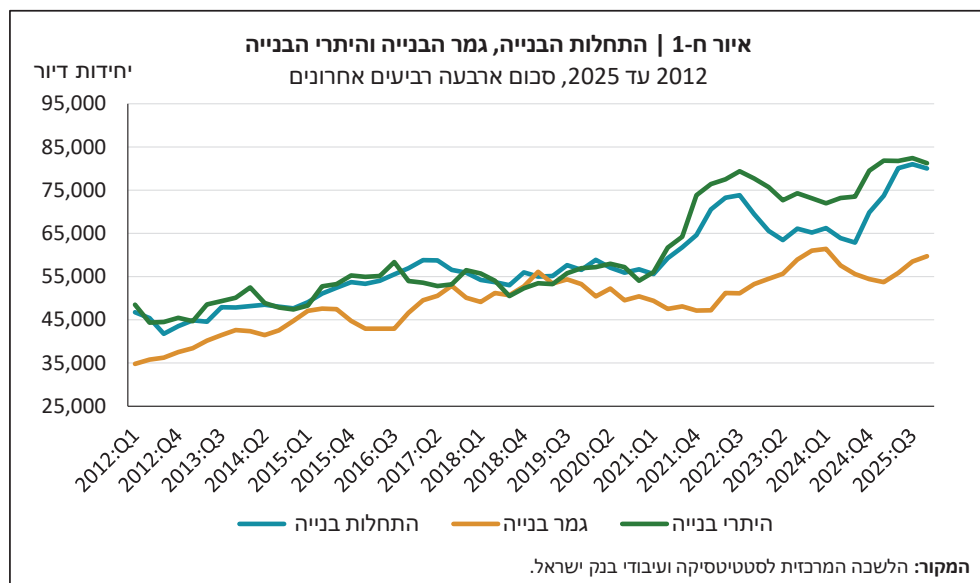
א. פעילות ענף הבנייה למגורים

בשנת 2025 גדל היקף התחלות הבנייה למגורים: השנה החלו להבנות כ-80,000 יח"ד - עלייה של כ-15 אחוזים בהשוואה לשנת 2024 ועלייה של כ-20 אחוזים בהשוואה לאוקטובר 2022 - ספטמבר 2023 (איור ח-1). הגידול בהתחלות הבנייה חל על רקע רמה גבוהה של היתרי הבנייה שהונפקו בשנים הקודמות. הגידול במספר הדירות שהונפקו להן היתרים התאפשר בהמשך לעלייה מתמשכת במספר מיזמי ההתחדשות העירונית ורמה גבוהה של שיווקי קרקע לבנייה למגורים באמצעות רמ"י בשנים 2021-2022. רכישת קרקע במרכזי רמ"י כוללת התניה לסיים את הבנייה בתוך פרק זמן מוגדר וזאת, לצד רמה גבוהה של הריבית המייקרת את החזקת מלאי הקרקעות, מהווה תמריץ להתחיל בבניית המיזמים למרות הירידה בביקוש לדירות חדשות³. נוסף על כך, בעקבות פרוץ המלחמה והמחסור החמור שנוצר בעובדים התעכבה ככל הנראה התחלת הבנייה של חלק מהמיזמים שהיו קרובים לקבלת היתר. אולם עם הירידה בעוצמת הלחימה במהלך 2025 ועם העלייה במספר המועסקים חל גידול ניכר במספר התחלות הבנייה למגורים.

השנה גדל מספר התחלות הבנייה והסתכם ב-80 אלף.

² בניכוי ההשפעה של הקדמת העסקאות משנת 2025 לדצמבר 2024 ודחיית העסקאות מסוף 2023 לתחילת 2024 - מדובר בירידה של כ-6 אחוזים.

³ להרחבה ראו פרק ח' בדוח בנק ישראל 2023.



הגידול במספר העובדים הזרים והישראלים פיצה על מרבית הירידה שחלה במספר המועסקים הפלסטינים שעבדו ב"עבודות רטובות".

במהלך שנת 2025 המשיך לגדול מספר המועסקים בענף הבינוי. השנה הסתכם מספר העובדים הזרים שהועסקו בבינוי⁴ ב-75,200 - גידול של כ-44,500 עובדים יחסית לערב המלחמה. על-פי נתוני החשבונאות הלאומית, במהלך 2025 הואץ קצב הגידול במספר המועסקים הישראלים בענף הבינוי ומספרם⁵ הסתכם בכ-267,000 - גידול של כ-19 אחוזים ביחס לטרומ המלחמה⁶. הגידול במספר העובדים הישראלים במשלח-יד שמהם נגרעו העובדים הפלסטינים פיצה על כ-25 אחוזים מהירידה במספר הפלסטינים (איור ח-3)⁷, והגידול במספר העובדים הזרים - על כ-65 אחוזים נוספים.

בשנת 2025 הסתכם מספר המועסקים בענף הבינוי בכ-361,000⁸ - דומה למספרם ערב המלחמה. עם זאת, נוכח הגידול הניכר בהיקף הפעילות בענף והצורך בעבודות לשיקום נזקי המלחמה, עדיין קיים מחסור בעובדים. ברביע האחרון של 2025 הסתכם מספר המשרות הפנויות בכ-20,000. שיעור המשרות הפנויות - 8.8 אחוזים - גבוה ביחס לשיעור ערב המלחמה (6.8 אחוזים) (להרחבה ראו פרק ה'). על-פי סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס, שיעור החברות שדיווחו על מגבלה (חמורה או מתונה) בגיוס עובדים עלה בשנת 2024 והתמתן בשנת 2025 אך נותר גבוה יחסית לרמתו ערב המלחמה (איור ח-4).

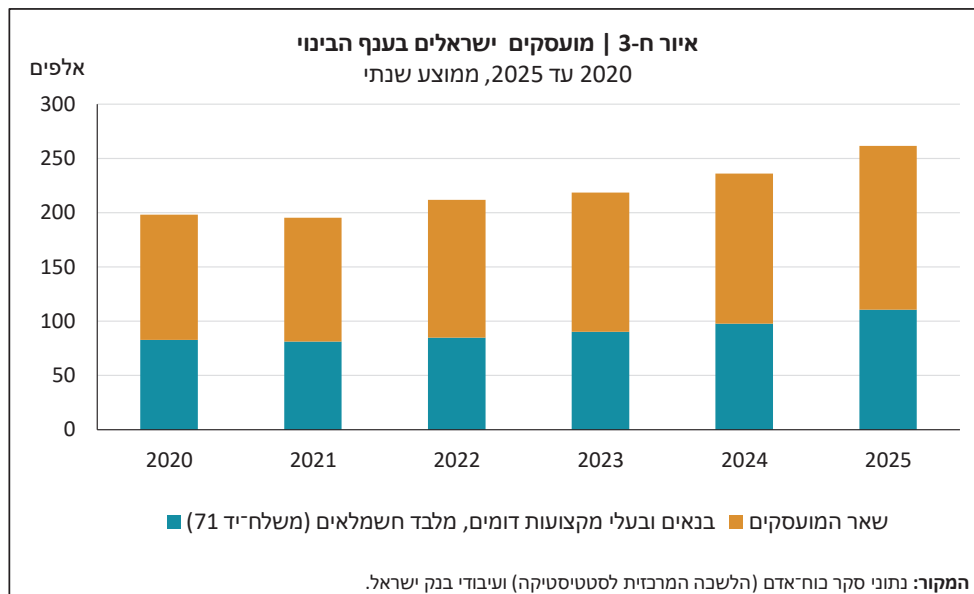
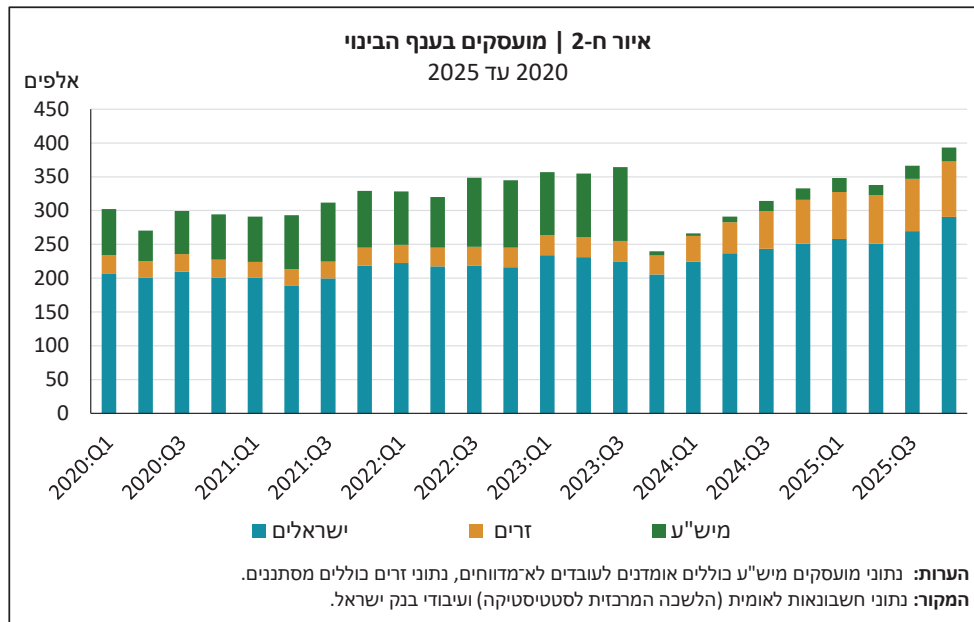
⁴ ממוצע 2025.

⁵ ממוצע 2025.

⁶ קיימים פערים ניכרים בין האומדנים הכמותיים לגידול במספר הישראלים המועסקים בבינוי מאז פרוץ המלחמה. הנתונים המנהליים של משרות שכיר מצביעים על גידול צנוע יותר של מספר הישראלים בענף הבנייה בהשוואה לנתוני החשבונאות הלאומית המצוטטים כאן ומבוססים על סקר כוח-אדם (להרחבה ראו פרק ה' בדוח זה).

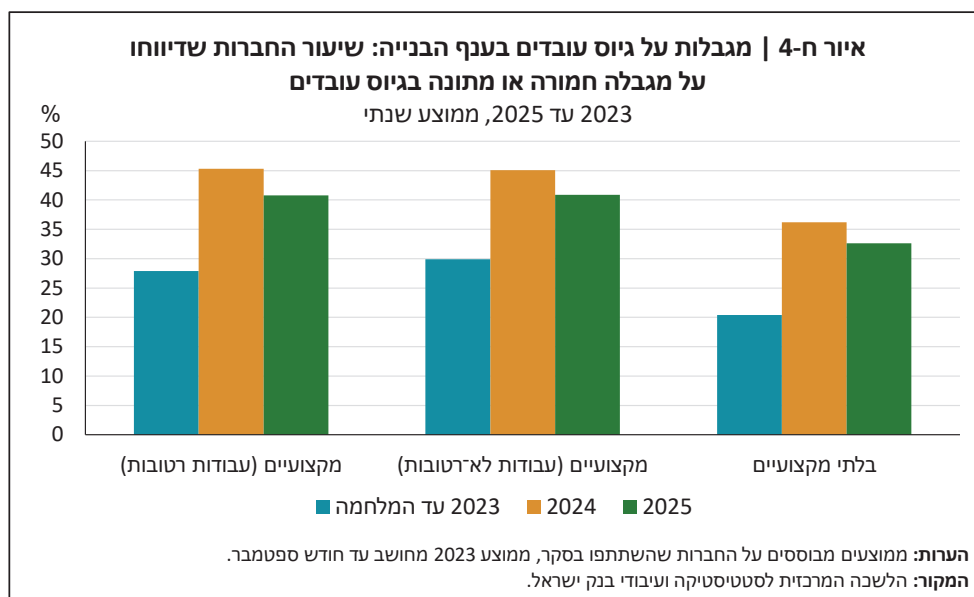
⁷ מרבית העובדים הפלסטינים בענף הועסקו בעבודות "רטובות" (משלח-יד 71) - "בנאים ובעלי מקצועות דומים".

⁸ על-פי נתוני החשבונאות הלאומית, ממוצע שנתי.



נתוני המשרות הפנויות וממצאי סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס מאששים את ההערכה שלמרות סגירת הפער במספר המועסקים יחסית לערב המלחמה קיים מחסור בעובדים על רקע גידול בהיקף הפעילות בענף. הפער בין יחס היקף הבנייה הפעילה למספר המועסקים בענף הבינוי השנה לבין יחס זה ערב המלחמה משקף מחסור של כ-30,000 עובדים נכון לרביע האחרון של 2025. מאז פרוץ המלחמה באוקטובר 2023 עלה מדד תשומות־הבנייה למגורים ב-9 אחוזים. את ההובלה נטל מרכיב השכר, שעלה בכ-13.8 אחוזים. העלייה בשכר בענף הבינוי נבעה גם מהשינוי בהרכב העובדים: החלפת הפלסטינים בעובדים זרים וישראלים, שעלות העסקתם גבוהה מזאת של הפלסטינים.

למרות הגידול במספר המועסקים השנה, עדיין קיים מחסור בעובדים בענף.



למרות המחסור בעובדים ביחס לערב המלחמה עלה השכר הריאלי למשרת שכיר של עובדים ישראלים בענף הבינוי בשיעור נמוך מהשכר במגזר העסקי⁹, אולם במחצית השניה של 2025 עלה השכר היחסי בענף הבינוי.

הפער בין ההיקף הגבוה של הבנייה למגורים לבין המחסור בעובדים מתאפשר ככל הנראה בשל הצמצום בהיקף הבנייה שלא־למגורים והסטת גורמי ייצור מהתחלת מיזמים חדשים בבנייה שלא־למגורים אל מיזמים למגורים. לצד ההאצה בהתחלות הבנייה למגורים, התאוששות הבנייה שאינה למגורים היא איטית: בשנת 2025 היו התחלות וסיומי הבנייה שלא־למגורים נמוכים בכ-16 אחוזים ובכ-28 אחוזים בהתאמה ביחס לשנת 2023¹⁰. גורם נוסף שעשוי לאפשר הגדלה בהיקף הבנייה ללא גידול במספר העובדים הוא הגדלת השימוש בצידוד, בטכנולוגיות ובשיטות ייצור מתקדמות, שמהווים חלופה חלקית לעובדים (להרחבה ראו תיבה ח-2 בדוח בנק ישראל 2023). אולם, נכון להיום, נתוני ההשקעה במכונות וצידוד בענף הבינוי בשנים 2024-2025 אינם מצביעים על גידול (להרחבה ראו פרק ב בדוח זה). מעבר לכך אין מידע מוצק על־אודות התפתחות הטכנולוגיות בענף הבינוי.

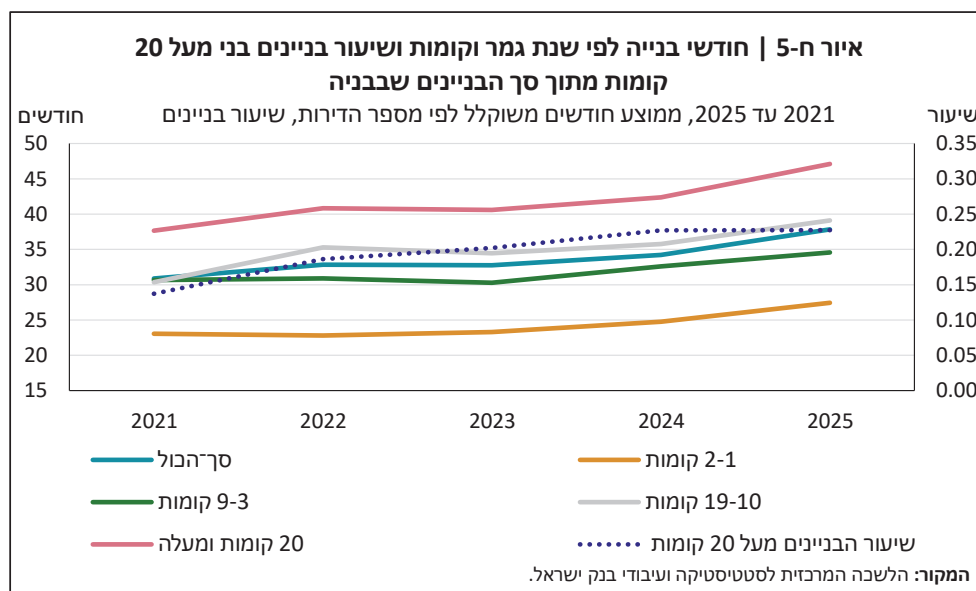
מספר סיומי הבנייה בשנת 2025 הסתכם ב-59,700 יחידות דיור - עלייה של כ-10 אחוזים ביחס לשנת 2024. משך זמן הבנייה (משוקלל לפי מספר הדירות) עמד השנה על כ-38 חודשים לדירה - עלייה של כ-3.5 חודשים ביחס לשנת 2024. התארכות משך הבנייה נובעת, קרוב לוודאי, מהמחסור בעובדים, ומשתקפת בפער בין התחלות הבנייה לגמר הבנייה. לצד זאת נראה ששינוי מתמשך בהרכב הבנייה תורם אף־הוא להתארכות הבנייה: גידול בשיעור הבניינים בני למעלה מ-20 קומות, שמשך בנייתם הוא הארוך ביותר מתוך סך הבניינים הנמצאים בבנייה פעילה (איור ח-5).

⁹ השכר הריאלי למשרת שכיר ישראלי במגזר העסקי עלה בכ-5 אחוזים החל מאוקטובר 2023, ובענף הבינוי בכ-3.8 אחוזים.

¹⁰ לא קיימת החלוקה של המועסקים בענף לפי הבנייה למגורים ולא־למגורים, אך ההערכה היא שכשני שלישים מהעובדים בענף מועסקים בבנייה למגורים וכשליש בבנייה לא־למגורים. לפיכך ירידה של בין 16 אחוזים ל-28 אחוזים במספר המועסקים בבנייה לא־למגורים פירושה העברה של בין 19,000 ל-33,000 עובדים למיזמי הבנייה למגורים.

הסטת גורמי ייצור מהבנייה שלא־למגורים אל המיזמים למגורים תמכה בגידול הבנייה למגורים.

מספר סיומי הבנייה גדל השנה, תוך־כדי התארכות משך זמן הבנייה.



ב. היצע הדיור במחיר מופחת

כ-11,400 דירות הוגרלו בשנת 2025 בתוכנית "דירה בהנחה" - ירידה לעומת כ-16,400 דירות ב-2024. בספטמבר 2025 הוחלט להגביל (החל מנובמבר 2025) את מכרזי המקרקעין במסגרת "דירה בהנחה" ליישובים שבהם המחיר למ"ר הוא עד 20,000 שקלים כולל מע"מ - מה שצפוי להגביל את התוכנית לאזורי הפריפריה בלבד. שינוי זה לא השפיע על השוק בשנת 2025, שכן המכרזים שנסגרו בשנת 2025 פורסמו לפני נובמבר 2025. אך החל משנת 2026 כמות הדירות המסובסדות המוצעת באזורי הביקוש צפויה לרדת בהדרגה. במהלך השנה חלו שינויים בהקצאת הדירות וניתנה העדפה לחיילי מילואים פעילים, אך ככל הנראה הדירות שתוגרלנה במסגרת ההטבה לא תהיינה באזורי הביקוש.

ג. שלבים מוקדמים של ייצור הדירות

(1) אישורי תוכניות של הוועדות המחוזיות והותמ"ל:

היקף הדירות המאושרות במוסדות התכנון הוסיף להתרחב ואף לעמוד מעבר ליעדים הממשלתיים. בשנת 2025 הסתכמו האישורים בכ-223,000 (איור ח-6) - 80 אחוזים מעבר ליעד. עליית מלאי האישורים בשנים האחרונות הגיעה אחרי תקופה ממושכת של מחסור תכנוני. היקף גבוה של תוכניות מאושרות תורם להגדלת הוודאות התכנונית וליצירת מלאי תכנוני ניכר, שיכול לתמוך בגמישות ובהגדלת ההיצע העתידי של יחידות דיור. ואולם המגבלה האפקטיבית להגדלת היקף הבנייה נעוצה בשלבים מתקדמים יותר: חלק ניכר מהתוכניות מאושרות תוך-כדי התניות שונות ואם התניות אלה אינן מתקיימות אי-אפשר לבנות מכוח התוכנית. לכן תוכניות אלו טרם יצאו אל הפועל בשל היעדר תשתיות תומכות דיור (טיהור שפכים, תחבורה, תשתיות חשמל, הולכת מים). בשנים אחרונות הפך היעדר תשתיות טיהור השפכים לאחד הגורמים המרכזיים לעיכובים במימוש תוכניות הדיור (חוק

מספר הדירות המאושרות במוסדות התכנון הוסיף להתרחב מעבר ליעדים הממשלתיים, אך רבות מהן אושרו עם התניות כבדות-משקל.

ההסדרים 2025, עמ' 143). החלטת הממשלה שהתקבלה בסוף 2025¹¹ מקדמת הסרת חסמים בהקמת מט"שים (מתקני טיהור שפכים). ההחלטה מסמיכה את חברת "מקורות" (באמצעות חברת־הבת "מקורות יזום") לבנות ולתחזק מט"שים, בעיקר ברשויות המתקשות לעשות זאת. נוסף על כך, על־מנת להגביר את קצב מימוש התוכניות, בינואר 2026 החליטה המועצה הארצית לתכנון ובנייה לקדם תוכנית מתאר ארצית חדשה למוקדי תשתית – תמ"א 55 – שמטרתה לבצע שילוב מערכות תשתית לאומיות במתחמים ייעודיים בפריסה ארצית. התוכנית מבקשת לטפל בפער הגדל בין קצב תכנון הדירות לבין קצב הקמת התשתיות. אלו צעדים חשובים, שלאחר הטמעתם צפויים להגביר את קצב המימוש של תוכניות הדיור המאושרות. בכך גם יצמצם הסיכון של חוסר רלוונטיות: ככל שמתארך משך הזמן בין התכנון למימוש, חלק מהתוכניות עשויות שלא להתאים עוד לצורכי השוק או למדיניות התשתיות בעת מימושן בפועל. מצב זה עלול להביא לבזבוז משאבים תכנוניים ולפער בין היקף התוכניות המאושרות לבין ההיצע הממשי של קרקעות זמינות לבנייה.

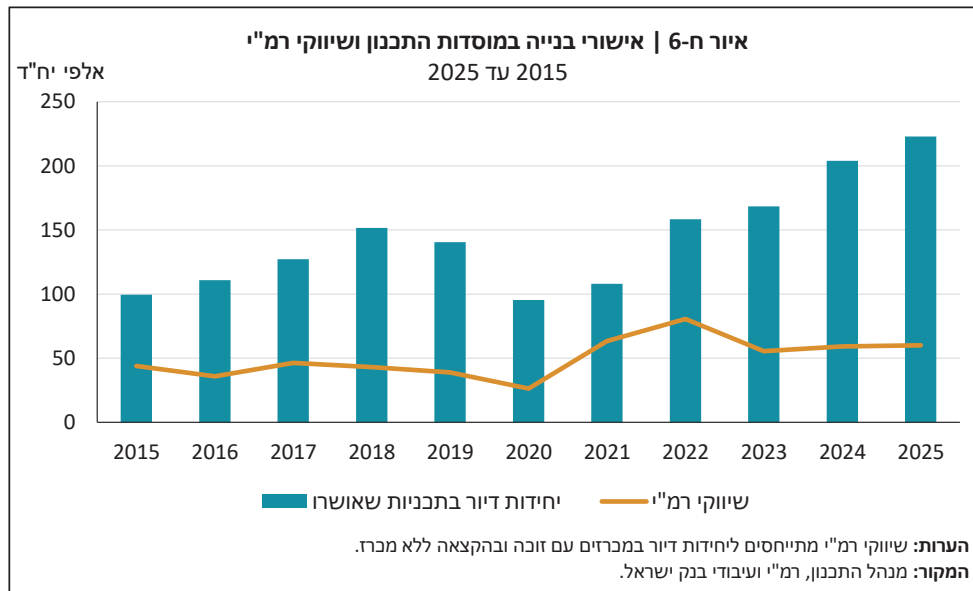
(2) שיווקי קרקעות:

היציבות במכירות קרקע
באמצעות רמ"י משקפת
סנטימנט חיובי מצד
היזמים.

ההיקפים הגדלים של התוכניות שאושרו בשנים האחרונות ומאמצים לקדם הקמת תשתיות תומכות אפשרו להגדיל את מספר יחידות הדיור שמוצעות במכרזים של רמ"י. בשנת 2025 נמכרו קרקעות לכ-60,000 יחידות דיור, מתוכן כ-43,000 במכרזים והשאר ללא מכרז - עלייה קלה בהשוואה לשנים 2023–2024. היציבות במכירות רמ"י משקפת סנטימנט חיובי מצד היזמים והיא תוצאה של הצעדים שנקטה רמ"י לעידוד השיווקים, ובהם הפחתת מחירי המינימום וסבסוד עלויות פיתוח בחלק מהמכרזים. צעדים אלו מאפשרים למחירי הקרקע להגיב לשינויים בסביבה המקרו־כלכלית ובפרט לשינויים בשוק הדיור. כך, למשל, בהינתן העלייה של כ-5.1 אחוזים במחירי התשומות לבנייה למגורים בשנת 2025 וירידה קלה במחירי הדירות, ייתכן שלא עדכון כלפי מטה של מחירי המינימום וללא סבסוד של עלויות הפיתוח במכרזים מסוימים, היו אותם המכרזים נסגרים ללא זוכה ושיווקי הקרקע היו יורדים. הדבר היה מאט את תגובת השוק לו שבו הביקושים לעלות. הרווחיות במיזמים הנבנים על הקרקעות שנרכשו בשנים 2021–2022 ירדה בשל שחיקה במחירי הדירות במונחים ריאליים¹², שהצטברה לכ-2.5 אחוזים בשנים 2023–2025, ובשל התייקרות התשומות בענף הבינוי. עם־זאת, העלות מצד היזמים שקועה, שכן הקרקע כבר נרכשה, ודחיית הוצאת היתר הבנייה עלולה להוביל לעלויות נוספות. לכן, גם כאשר הרווחיות הצפויה נמוכה, יזמים רבים בוחרים להמשיך בקידום הבנייה, בין היתר כדי לשמור על תזרים מזומנים ולצמצם הפסדים פוטנציאליים.

¹¹ החלטה מספר 3587 של הממשלה מיום 4 בדצמבר 2025.

¹² מדד מחירי הדירות בניכוי מדד המחירים לצרכן ללא דיור.



(3) התחדשות עירונית:

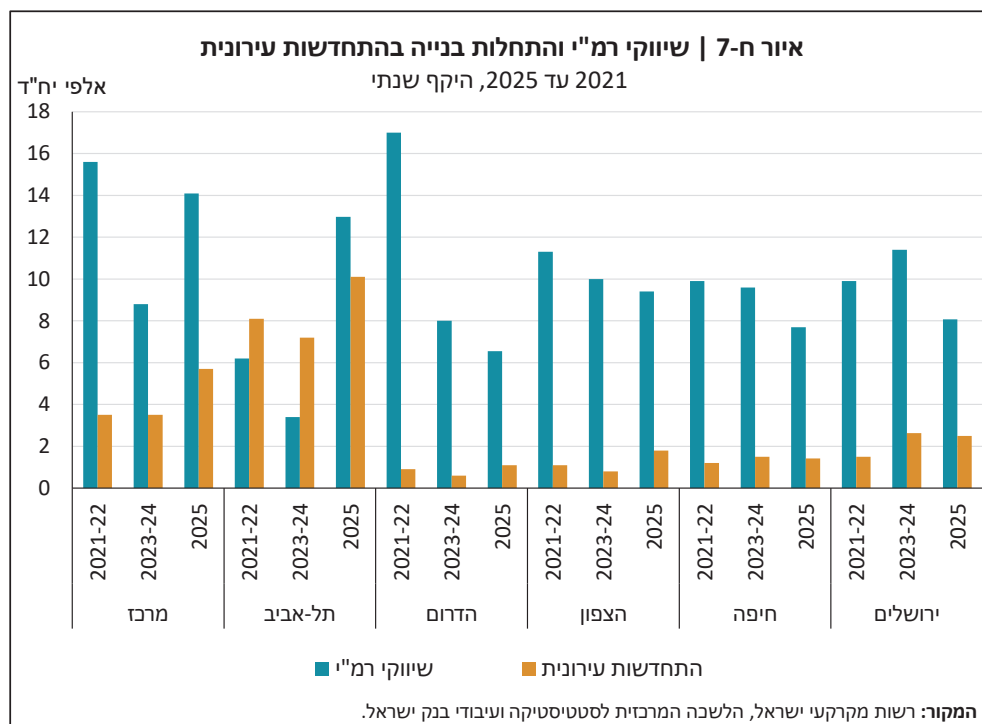
לצד שיווק קרקעות לבנייה למגורים, בנייה במסגרת התחדשות עירונית מהווה מקור נוסף להגדלת היצע הדירות העתידי - תוספת יחידות דיור על קרקעות קיימות תוך-כדי הריסה ובנייה-מחדש או הוספת קומות למבנים קיימים. בשנת 2025 החלו להבנות 22,600 יחידות דיור במסגרת התחדשות עירונית - כ-28 אחוזים מכלל התחלות הבנייה¹³ - כמחצית מהן במחוז תל-אביב. זאת תוך-כדי הריסה של כ-5,700 יחידות דיור קיימות. בשנת 2025 נותר היקף הבנייה במסלול זה יציב ביחס לשנים קודמות. אולם, על רקע הירידה בעסקאות בדירות חדשות; הריביות הגבוהות מהציפיות בעת ההתקשרות למיזמים; התייקרות עלויות הבנייה; והתמורות שהבטיחו היזמים לדיירים¹⁴ - קיים חשש שחלק מהמיזמים שנמצאים בשלבי תכנון מתקדמים יהפכו ללא-כדאיים. נתוני סיכום שנת 2025 שפרסמה הרשות להתחדשות עירונית מצביעים על ירידה במספר ההיתרים בהתחדשות עירונית שהונפקו ב-2025 ביחס לשנת 2024.

השנה נותר היקף הבנייה במסגרת התחדשות עירונית יציב ברמה גבוהה.

קיים חשש שחלק ממיזמי ההתחדשות שנמצאים בשלבי תכנון מתקדמים יהפכו ללא-כדאיים בשל השינויים בתנאי השוק.

¹³ מתוכן כ-16,800 יחידות דיור במסגרת תמ"א 38 ופינוי-בינוי.

¹⁴ ההטבות והזכויות הניתנות לבעלי הדירות במיזם "התחדשות עירונית" - כגון הגדלת שטח הדירה, תוספת חנייה או מרפסת ושיפוי עלויות מעבר - הניתנות בתמורה להסכמתם להריסת הבניין הקיים ולבניית חדש במקומו.



3. שוק שרותי הדיור

מאזן ההגירה השלילי
לישראל תמך בהתמתנות
הביקוש לשירותי הדיור.

הביקוש לשירותי הדיור בטווח הארוך נגזר בעיקר מהצרכים הדמוגרפיים. להערכתנו, הביקוש השנתי לדיירות עלה בהדרגה מכ-45,000 בממוצע בשנים 2003–2009 לכ-60,000 בשנים 2016–2023 - בעיקר עקב תהליכים דמוגרפיים (ילודה גבוהה בעבר¹⁵, התארכות תוחלת החיים), המביאים לגידול מספר משקי הבית. על-פי ההערכה "תוכנית האסטרטגית לדיור"¹⁶, הצורך הדמוגרפי בתוספת של יחידות דיור בשנים 2026–2035 מסתכם בכ-65,500 יח"ד בשנה. עם זאת, בשנים 2024–2025 התמתן שיעור גידול האוכלוסיה בגילי 25+, בחלקו בשל שינוי במאזן ההגירה לישראל. מאזן ההגירה לישראל היה שלילי השנה בהפרש של 38,800 נפשות ביחס לשנים 2016–2019¹⁷. על-פי גודלו של משק בית ממוצע – 3.25 נפשות – מדובר בפער שנתי של 11,900 משקי בית בשנים 2024–2025 בהשוואה לשנים 2016–2019. יתר על כן, מקרב המהגרים מישראל היה שיעור גבוה של בני 30–44 (כ-29 אחוזים, בזמן ששיעורם באוכלוסיה עומד על כ-18 אחוזים). בגילים אלו השכיחות של רכישת דירה היא הגבוהה ביותר¹⁸. אם תמשכנה מגמות אלו יקטין הדבר את הצורך

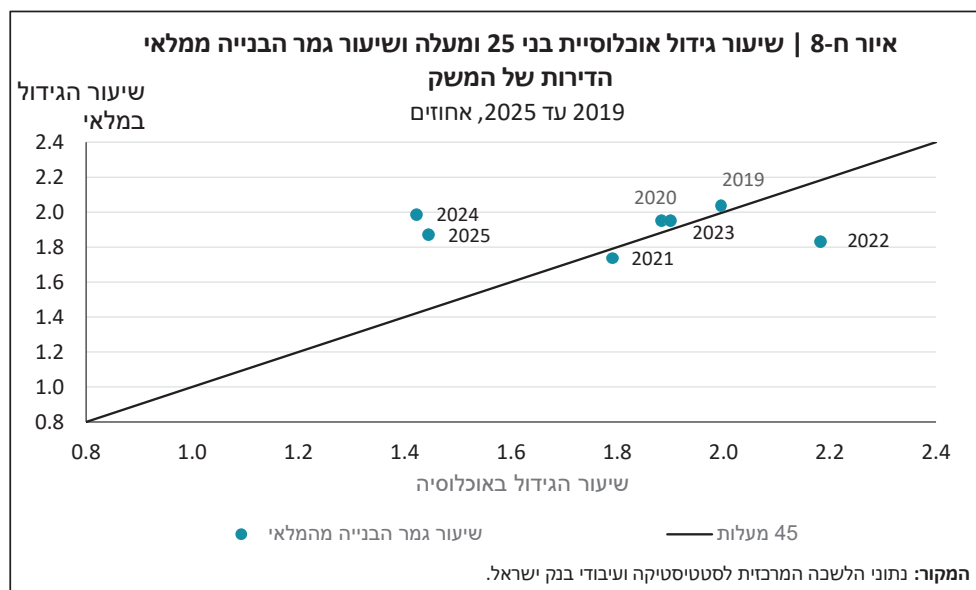
¹⁵ הביקוש לשירותי הדיור, אשר נמדד באמצעות מספר יחידות הדיור, נקבע בעיקר על-פי האוכלוסייה בגילים 25+.

¹⁶ ד' בדל, ר' חילו וע' בוזגלו (2025). התוכנית האסטרטגית לדיור 2050, המועצה הלאומית לכלכלה.

¹⁷ חלק ניכר מהגידול במספר הישראלים העוזבים את הארץ (כ-19,000) נבע מעזיבה בתוך זמן קצר של עולים שעלו לארץ בעקבות מלחמת רוסיה-אוקראינה כמקלט זמני ולכן יתכן שאינו מהווה אינדיקציה להמשך הירידה בשנים הבאות.

¹⁸ על-פי הפרסום של הלמ"ס: "בעלות על דירה, 2013–2023", שיעור המתגוררים בדירה בבעלותם הוא 42 אחוזים בקרב בני פחות מ-34 ו-62 אחוזים בקרב בני 35–44. בגילים מבוגרים יותר העלייה בשיעור הבעלות מתמתנת מאוד.

הדמוגרפי בדירות. מנגד, הגידול המואץ במספר העובדים הזרים¹⁹ יוצר ביקוש נוסף לשירותי הדיור. על-פי הערכתנו ובהסתמך על מחקרים בנושא²⁰, מדובר בתוספת שנתית של כ-2,000 יחידות דיור לביקוש לשירותי הדיור בשנים 2024-2025.



באיור ח-8 אפשר לראות את שיעור השינוי במלאי הדירות של המשק (השווה לגמר הבנייה חלקי מלאי הדירות של המשק) לעומת שיעור גידול האוכלוסייה בגילי 25+. על-פי הנתונים, היקפי הבנייה הנוכחיים מספקים מענה לצרכים הדמוגרפיים. עם זאת, החל מאוקטובר 2023 השאירו פינוי התושבים וירי הטילים אלפי דירות מחוץ למלאי הדירות האפקטיבי ודבר זה מיתן את הגידול במלאי הדירות. בהמשך לזעזוע החריג שחוללה המלחמה בשנת 2024, בתחילת 2025 עדיין נותרו לפחות 15,000 דירות מחוץ למלאי האפקטיבי של שירותי הדיור²¹. במהלך החודשים ינואר-ספטמבר 2025 חזרו ליישוביהם מרבית מפוני הצפון ובמקביל פחת מספר מפוני הדרום מכ-7,000 בתחילת 2025 לפחות מ-25,000. על-פי הערכות המבוססות על גודלו של משק בית ממוצע, החל מאוקטובר

בשנת 2025 הצטמצמה הירידה במלאי הדירות האפקטיבי בגין פינוי דירות באזורי הגבול ובמרכז הארץ.

¹⁹ מדובר בעובדים המועסקים בענפי הבנייה, תעשייה, אירוח ואוכל. לא נכללו עובדים זרים המועסקים בסיעוד ומתגוררים בבית המטופל. עובדים זרים המועסקים בחקלאות מתגוררים לרוב במבנים יבילים, שאינם נכללים בהיצע של דירות.

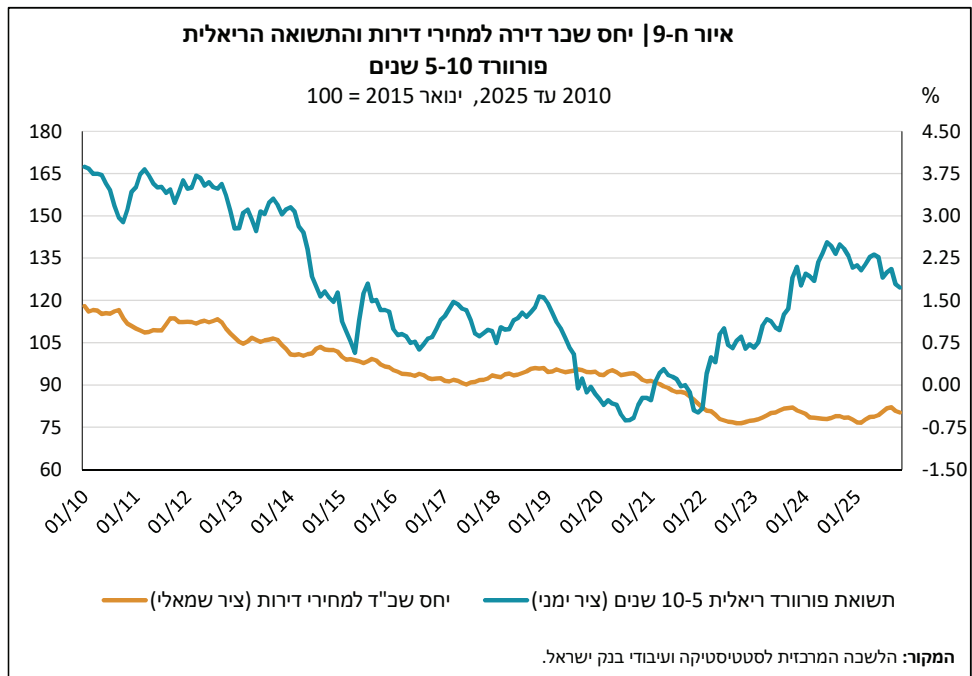
²⁰ ראו:

R. Rajman and N. Kushnirovich (2019). The Effectiveness of the Bilateral Agreements: Recruitment, realization of social rights, and living & employment conditions of migrant workers in the agriculture, construction and caregiving sectors in Israel, 2011-2018. Emek Hefer: Ruppin Academic Center and Center for International Migration and Integration.

²¹ יתכן שמדובר בהערכת חסר כי היא מתבססת על הנתונים של המפונים מתוקף החלטת הממשלה בלבד בתחילת 2025: כ-68,500 מפונים מהצפון וכ-7,000 מהדרום – כ-20,000 משקי בית, מתוכם כ-17,500 שוהים ביישוב המפונה ולכן ההנחה היא שהדירות שלהם חזרו למלאי הדירות האפקטיבי. אין נתונים על החזרה של המתפנים עצמאית ליישוביהם, אך אפשר להעריך שבשל היעדר תמיכה ממשלתית למימון הסדר מגורים חלופי, וכיוון שהיישובים אשר לא פונו בטוחים יותר מאלה שפוננו, היו שיעורי חזרתם גבוהים מאלה של המפונים מתוקף החלטת הממשלה, אך גם ככל הנראה חלק מהם טרם חזרו לבתיהם בתחילת 2025.

²² על-פי הפרסום של מרכז המידע וידע מ-11 בספטמבר 2025, לפחות 55,500 ממפוני הצפון חזרו ליישוביהם. נכון לסוף מאי 2025 נותרו כ-5,000 מפונים מיישובי הדרום וחלקם חזרו ליישוביהם עד סוף 2025.

2025 נותרו מחוץ למלאי הדירות האפקטיבי כ-7,400 יחידות דיור: כ-4,000 בצפון, כ-1,000 בעוטף ו-2,400 דירות נוספות בעקבות המבצע "עם כלביא"²³ - רובן במרכז הארץ. במהלך 12 החודשים האחרונים עלו מחירי השכירות (מדד שירותי הדיור בבעלות הדיירים) ב-3.2 אחוזים - האטה מסוימת בהשוואה לשנת 2024, שבה נרשמה עלייה של 4 אחוזים.



4. העסקאות

א. הביקוש לרכישת דירות

המגבלות שהטיל בנק ישראל על מבצעי המימון פעלו להתמתנות הביקוש לדירות חדשות.

במהלך שנת 2025 נרשמה מגמת ירידה מתונה בריביות על המשכנתאות בכל סוגי המסלולים, בעיקר במחצית השנייה של השנה. עם זאת, סביבת הריבית נותרה גבוהה יחסית לממוצע של 2014-2021, טרום עליות הריבית שהחלו ב-2022. בשוק המשכנתאות נשמרה יציבות יחסית בהיקף הביצועים, למרות הירידה במספר העסקאות בדירות. יציבות זו שיקפה עלייה בגודל המשכנתה הממוצעת, שלוותה בעלייה בשיעור הביצועים בגין עסקאות שנעשו בעבר (לפירוט ראו פרק ד'). בסוף מרץ 2025 קבע בנק ישראל מגבלה על שיעור הביצועים בהלוואות "בולט" או "בלון" בסבסוד קבלן, כך שאלו לא יעלו על 10 אחוזים מסך הביצועים החודשיים בגין הלוואות למטרת מגורים. דחיית תשלומים למועד האכלוס מהווה הוזלה אפקטיבית של הדירות ביחס למחיר הנקוב ומעודדת הקדמה של רכישת דירות. לכן, למגבלות אלה הייתה ככל הנראה השפעה ממתנת על הכמות המבוקשת של הדירות החדשות החל מחודש אפריל 2025, מפני שהקבלנים העדיפו למזער ככל האפשר את הורדת מחירי הדירות עצמם. בחודשים נובמבר-דצמבר 2025 החלו מספר יזמים להציע מבצעי מימון ניכרים, אך השפעתם על הביקוש לרכישת דירות טרם באה לידי ביטוי בנתונים.

²³ מבצע "עם כלביא" הביא לגריעה מיידית של כ-6,400 יחידות דיור במהלך חודש יוני וחזרתן של כ-4,000 יחידות דיור לשמש למגורים עד חודש ספטמבר.

מהשוואת תשואות פורורד ריאלית ל-5-10 שנים ליחס שבין שכר דירה למחירי הדירות (איור ח-9) עולה כי תשואות שוק ההון חזרו לרמתן לפני כעשור, אבל יחס שכר דירה למחיר הדירה נמוך כעת בשיעור ניכר מרמתו אז. לכן אגרות החוב מציעות כעת תשואה עדיפה על שוק הדיור ביחס לשנים שלפני מגיפת הקורונה ודבר זה מממן, ככל הנראה, את הביקוש לרכישת הדירות (להרחבה ראו תיבה א' בדוח היציבות הפיננסית לשנת 2025). לכך מצטרפים גם הביצועים הטובים של שוק המניות בישראל, ובשנים האחרונות גם בעולם.

גם לאי-הוודאות הכלכלית והביטחונית במהלך שנת 2025 הייתה, ככל הנראה, השפעה ממתנת על הביקוש. מנגד, שוק העבודה מוסיף להיות הדוק והשכר הריאלי עלה במהלך 2025 (ראו פרק ה') - דבר שתמך בביקוש.

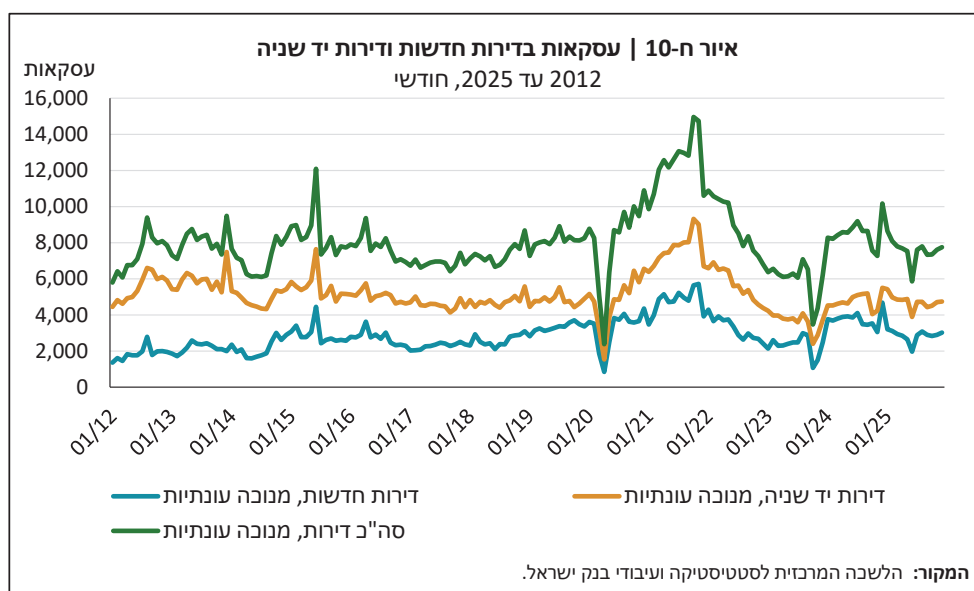
התשואות העודפות שהציעו השווקים הפיננסיים ביחס לשוק הדיור פעלו למיתון הביקוש לדירות.

ב. כלל העסקאות

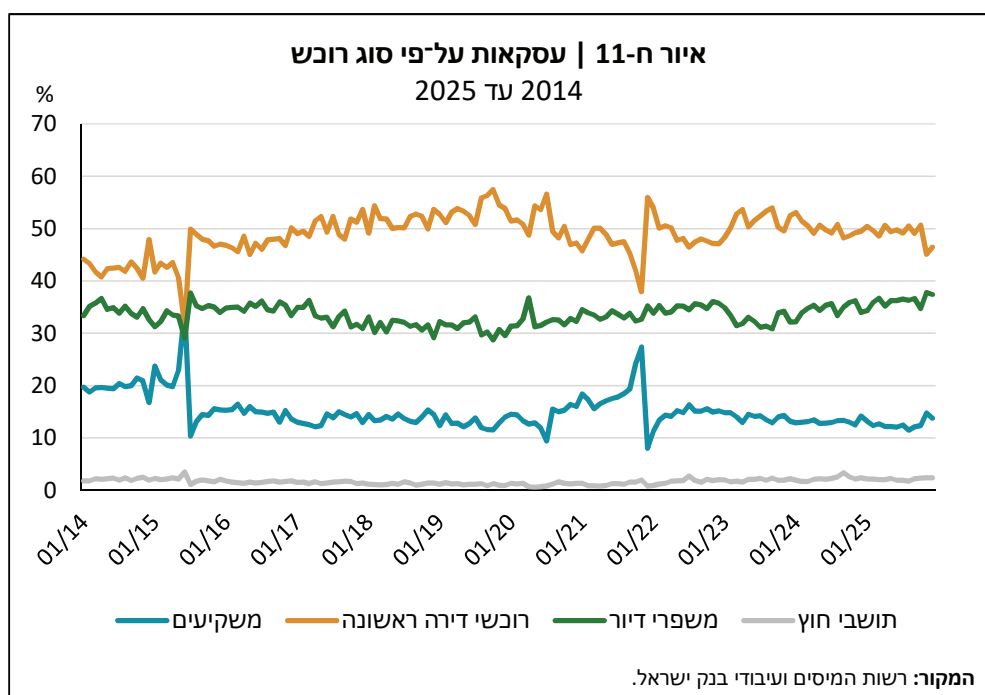
מספר העסקאות הכולל הסתכם השנה בכ-91,000 וזוהי ירידה של כ-11 אחוזים לעומת שנת 2024. הירידה חלה בעסקאות בדירות חדשות, בעוד שמספר העסקאות בדירות יד שנייה נותר יציב (איור ח-10). הירידה דווקא בדירות החדשות נבעה מהקדמת הרכישות משנת 2025 לדצמבר 2024 בשל העלאת המע"מ ודחיית העסקאות מסוף 2023 לתחילת 2024 על רקע פרוץ המלחמה²⁴; מהמגבלות שהטיל בנק ישראל בסוף מרץ 2025 על שיעור הביצועים בהלוואות בסבסוד קבלן; וגם מחוסר-הוודאות לגבי מועד האכלוס הסופי של דירות חדשות על רקע התארכות משך הבנייה. הירידה במספר העסקאות בהשוואה לשנת 2024 התמקדה ברוכשי דירה ראשונה ובמשקיעים, בהשוואה למשפרי הדיור, כאשר בנתון הקצה ניכרת עליה מסויימת בקרב המשקיעים וירידה בקרב רוכשי דירה ראשונה (איור ח-11).

השנה ירד מספר העסקאות בדירות חדשות, בעוד שמספר העסקאות בדירות יד שנייה נותר יציב.

הירידה במספר העסקאות השנה התמקדה ברוכשי דירה ראשונה ובמשקיעים.



²⁴ בניכוי הקדמת הרכישות משנת 2025 לדצמבר 2024 ודחיית העסקאות מסוף 2023 לתחילת 2024 מדובר בירידה של כ-15 אחוזים בדירות חדשות וירידה של כ-6 אחוזים במספר העסקאות הכולל.



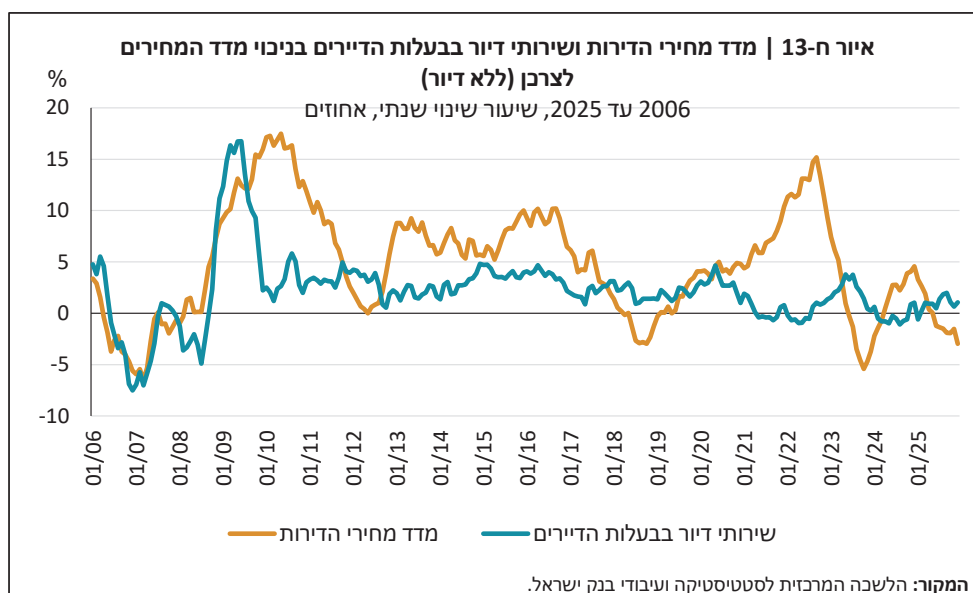
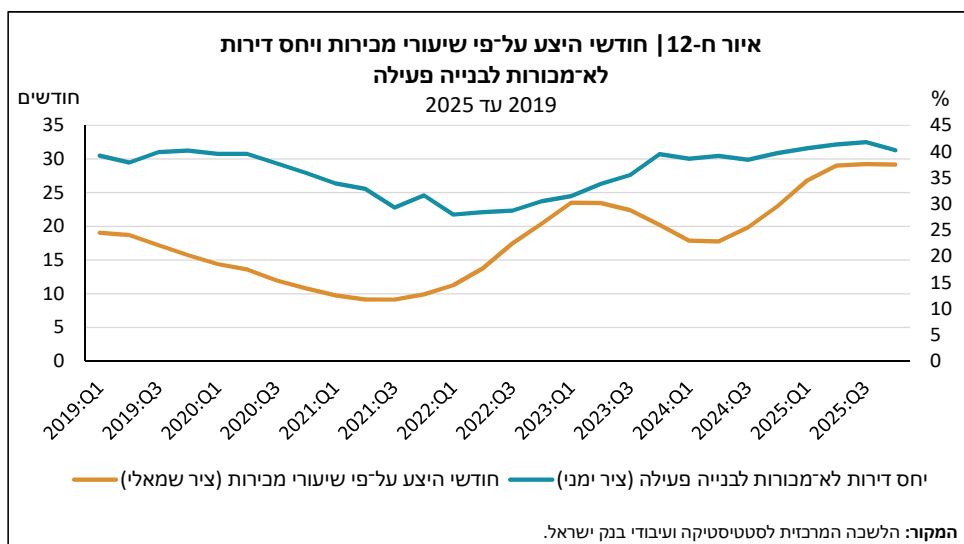
ג. דירות חדשות שנותרו למכירה (מלאי דירות לא־מכורות)

מלאי הדירות החדשות
הלא־מכורות המשיך
לגדול השנה והגיע לרמה
גבוהה של כ-83,000
דירות.

מלאי הדירות החדשות הלא־מכורות²⁵ המשיך לגדול השנה ובסוף דצמבר 2025 הגיע לרמה גבוהה של כ-83,000 דירות – עלייה של כ-13 אחוזים ביחס לסוף דצמבר 2024²⁶. הגידול במלאי הדירות החדשות למכירה חל ברוב המחוזות. נתון "חודשי היצע" מציג את משך הזמן המשווער למכירת מלאי הדירות הלא־מכורות אם יימשך קצב המכירות של 12 החודשים האחרונים. זה עלה מכ-24 חודשים בסוף 2024 לכ-30 חודשים באוגוסט 2025 ונותר יציב מאז (איור ח-12). מלאי הדירות הלא־מכורות גדל גם מעבר לגידול של פעילות הבנייה השנה: החל מאמצע 2024 עלה היחס בין מלאי הדירות החדשות למכירה לבין סה"כ הדירות בבנייה פעילה והתייצב במחצית השניה של שנת 2025 (איור ח-12). קיומו של עודף במלאי דירות לא־מכורות תומך בירידת מחירי הדירות החדשות בטווח הקצר.

²⁵ על-פי ההגדרה של הלמ"ס, מלאי הדירות הלא־מכורות בסוף התקופה שווה למלאי הדירות הלא־מכורות בתחילת התקופה בתוספת מספר ההיתרים לבניית דירות למכירה שהונפקו במהלך התקופה ובניכוי הדירות החדשות שנמכרו במהלך התקופה.

²⁶ רמה גבוהה יחסית לשנים 2019–2024, נתוני דירות חדשות למכירה בהגדרתם הנוכחית קיימים רק החל מ-2019.



5. מחירי הדירות

א. התפתחויות שוטפות

אחרי שנת 2024, שבה עלו מחירי הדירות ב-7.7 אחוזים, בחודשים פברואר-ספטמבר 2025 נרשמה ירידה רציפה במחירי הדירות והיא הצטברה ל-2.8 אחוזים, ואילו מחירי הדירות החדשות ירדו בתקופה זאת בכ-5.4 אחוזים.²⁷

²⁷ מדד זה חושב באופן נפרד ובלתי־תלוי מהמדד הכללי של מחירי דירות. עקב הטבות המימון שניתנו לרוכשים ייתכן שמחיריהן המדווחים של הדירות החדשות מוטעים כלפי מעלה.

השנה ירדו מחירי הדירות
ב-0.9 אחוזים.

אולם בחודשים אוקטובר-נובמבר 2025, על רקע הפסקת־האש בעזה וירידת הריביות במשק, נרשמה עלייה מצטברת של כ-1.4 אחוזים במחירי הדירות ושל 1.7 אחוזים במחירי דירות חדשות. העלייה במחירי הדירות בנתון הקצה מתרחשת לצד ירידה קלה במלאי הדירות החדשות הלא־מכורות בחודשים נובמבר-דצמבר 2025. בדצמבר מחירי הדירות ירדו ב-0.1 אחוזים ובסיכום שנתי ירדו ב-0.9 אחוזים. בניכוי מדד המחירים לצרכן ללא דיור ירדו מחירי הדירות השנה ב-3 אחוזים (איור ח-13).

ב. התפתחות מחירי הדירות בהיבט היסטורי:

בין השנים 2008 ל-2022 עלו מחירי הדירות כמעט בהתמדה²⁸, אולם העלייה החלה אחרי תקופה ארוכה של שחיקת מחירי הדירות הריאליים. התקופה שבין 1996 ל-2007 התאפיינה במעבר חד מפעילות שיא - שנבעה מקליטת גל העלייה הגדול של ראשית שנות התשעים - לתהליך ממושך של התאמת מלאי הדירות של המשק, האטה בפעילות ושחיקת מחירים. לאחר דעיכת גל העלייה רשם היקף הבנייה למגורים ירידה מתמשכת כחלק מתהליך התאמת מלאי הדירות לצרכים הדמוגרפיים המשתנים. מחירי הדירות עברו תהליך של ירידה ריאלית רציפה (בניכוי מדד המחירים לצרכן) לאורך כל התקופה האמורה. עם התאוששות הביקוש בשנים 2004-2005 החלו המחירים לעלות - תחילה באזורי הביקוש בלבד ובהמשך גם באזורי הפריפריה. אך היכולת להתאים את היקפי הבנייה לרמת הביקושים הייתה מוגבלת בגלל קשיחות ההיצע, שנבעה, בין היתר, מהמחסור במלאי תכנוני ומיעוט הקרקעות לבנייה באזורי הביקוש. על רקע עודף הביקוש החלו מחירי הדירות לעלות בקצב מהיר. בינואר 2023 נעצרה העלייה במחירי הדירות ובין מרץ 2023 לאוקטובר 2023, על רקע צמצום בהיקף העסקאות, הייתה ירידה רציפה במחירי הדירות שהצטברה ל-2.5 אחוזים. בניכוי העלייה של 2.4 אחוזים במדד המחירים לצרכן ללא דיור בתקופה הנסקרת מדובר בירידה ריאלית של 4.9 אחוזים. עם פרוץ המלחמה באוקטובר 2023, על רקע אי־ודאות וחששות לירידה בהיצע בגלל המחסור בעובדים, החלו מחירי הדירות לעלות ובמקביל עלה היקף העסקאות בכלל ובדירות חדשות בפרט. עליית המחירים נמשכה עד לינואר 2025. בתקופה שבין ינואר 2023 ועד דצמבר 2025 עלו מחירי הדירות ב-5.6 אחוזים ומדד המחירים לצרכן (ללא דיור) עלה בכ-8.1 אחוזים (איור ח-13). נראה שהמאמץ להגדיל את היצע הדיור שבו החלה הממשלה לפני כעשור תמך בגידול בהיקף הבנייה, כך שבשנים האחרונות מספר התחלות הבנייה תואם את הצורך הדמוגרפי השנתי בדירות והדבר צפוי לבוא לידי ביטוי בשנים הקרובות גם בגידול בסיומי הבנייה (תוספת למלאי הדירות המספקות שירותי דיור בפועל). זאת ועוד, המנגנון של התאמת מחירי המינימום במרכזי רמ"י מאפשר למחירי קרקע למגורים לרדת אם מחירי הדירות יורדים. בעבר נעשתה ההתאמה רק דרך הירידה בשיווקי קרקע וירידה זו הייתה פועלת לירידה בהיקף הבנייה מספר שנים לאחר־מכן.

בשנים האחרונות מספר
התחלות הבנייה תואם
את הגידול בצורך
הדמוגרפי השנתי
בדירות.

²⁸ בין אוקטובר 2017 לינואר 2019, על רקע עלייה בהיקף העסקאות המסובסדות (מחיר למשתכן), ירדו מחירי הדירות. ירידת המחירים המצטברת בתקופה זו הסתכמה בכ-2.9 אחוזים.

תיבה ח-1: הפרמיה לממ"ד לאחר מבצע "עם כלביא"

« מחירן של דירות שיש בהן ממ"ד גבוה ממחירן של דירות דומות ללא ממ"ד; בהתאם, גם שכר הדירה שלהן גבוה יותר.

« מבצע "עם כלביא" לא הביא לשינוי בפרמיה לממ"ד בשכר הדירה המבוקש במודעות להשכרה.

« עבור הפרמיה במחירי הדירות התקבלו תוצאות מעורבות. בעוד שהפרמיה הנאמדת מנתוני המודעות למכירה עלתה מעט, מחירי הדירות בפועל מצביעים על ירידה קלה בפרמיה. ההבדל בתוצאות מרמז שהמוכרים העריכו את הממ"ד בדירות שברשותם ביותר משוויו בשוק.

1. פתיחה

המלחמה שהחלה ב-7 באוקטובר 2023 והאיום הרקטי שליווה אותה הגדילו את הביקוש לממ"דים. יכין וטלמון (2025) אמדו את הפרמיה לממ"ד במחירי הדירות ובשכר הדירה, קרי את הפער במחיר ובשכר הדירה של דירות דומות הנבדלות זו מזו רק בקיומו של ממ"ד¹. הם מצאו שהמלחמה הביאה לעלייה בפרמיה בשכר הדירה, ואילו במחירי הדירות הפרמיה אומנם עלתה עם פרוץ המלחמה, אך ירדה זמן קצר לאחר מכן לרמתה ערב המלחמה. הכותבים סברו שכיוון שמחיר דירה משקף את ערך שירותי הדיוור שהיא צפויה להניב לכל אורך חייה, האיום הביטחוני בתקופה ספציפית משפיע בצורה מועטה על הפרמיה לממ"ד הגלומה במחירה. מנגד, שכר הדירה משקף את ערך שירותי הדיוור בתקופת השכירות בלבד, ומכיוון שבתקופה זו האיום הביטחוני גבר עלתה הפרמיה בשכר הדירה ביתר שאת.

בתיבה זו אנו אומדים את השפעתו של מבצע "עם כלביא" (13-24 ביוני 2025) על הפרמיה לממ"ד במחירי הדירות ובשכר הדירה. הניתוח מתייחס לנתונים המסתיימים בסוף 2025.

על רקע העימות המחודש עם איראן במבצע "שאגת הארי" (החל מה-28 בפברואר 2026), יהיה מעניין לבחון, בחלוף הזמן, אם תגובת השוק לאחר המבצע האחרון שונה מזו שהייתה אחרי "עם כלביא".

2. מתודולוגיה

הפרמיה לממ"ד נאמדת באמצעות רגרסיה הדונית המעריכה את מחיר הדירה, או שכר הדירה, כפונקציה של מאפייניה השונים (שטח, מיקום, קומה וכו'), ובפרט היא מעריכה את תרומת קיומו של ממ"ד בדירה למחיר ולשכר הדירה. תרומה זו היא הפרמיה המיוחסת לממ"ד.

לצורך הניתוח אנו משתמשים במחירי העסקאות בדירות² ובמחירים המבוקשים במודעות למכירה ובמודעות להשכרת דירות בלוחות המקוונים. בנתוני המודעות אנו משתמשים בשתי גרסאות של המחיר: המחיר המבוקש בפרסום הראשון של המודעה, והמחיר המבוקש בעדכון האחרון הנצפה של המודעה.

האינדיקציה לקיומו של ממ"ד בדירה נסמכת על שנת בנייתה בנתוני העסקאות ועל הדיווח במודעה בנתוני המודעות. לפרטים נוספים על מתודולוגית האמידה ראו יכין וטלמון (2025).

¹ יוסי יכין ואיה טלמון (2025). "הפרמיה לממ"ד במחירי הדירות ובשכר הדירה". סדרת ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות 2025.03.

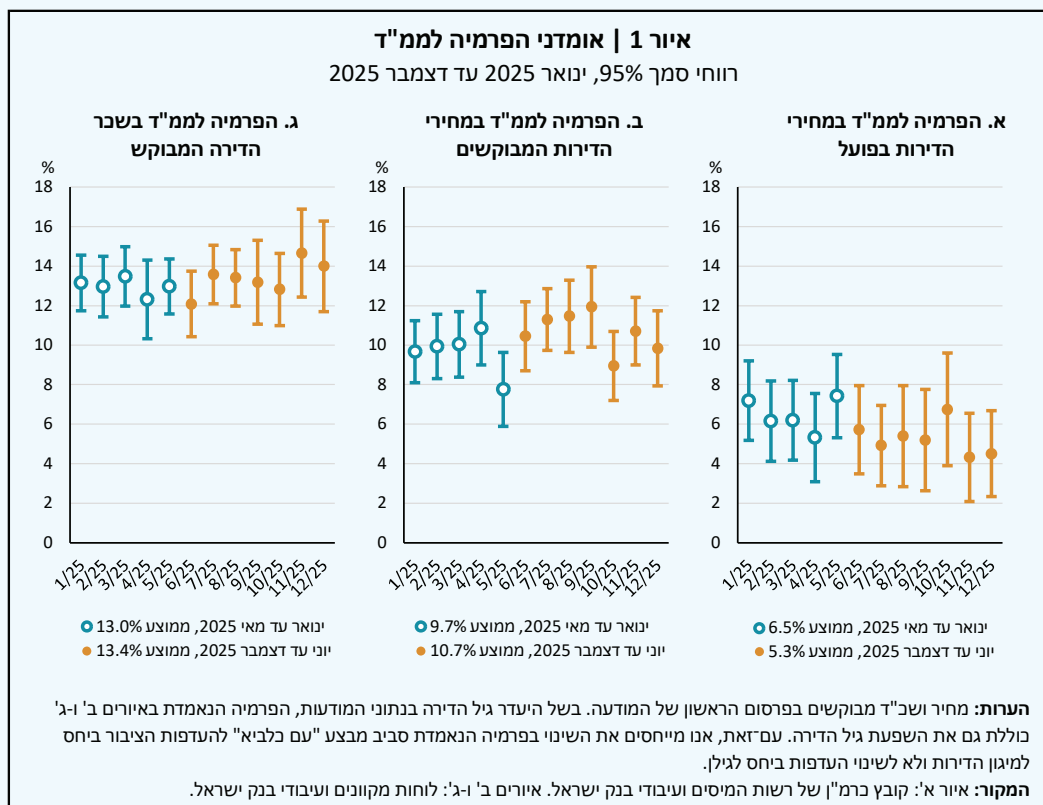
² קובץ כרמ"ן (כרטסת מחירי נדל"ן) של רשות המיסים.

תוצאות

איור 1 מציג את התפתחות אומדני הפרמיה לממ"ד על-פני זמן, ולוח 1 בוחן אם השינוי בפרמיה לאחר מבצע "עם כלביא" מובהק סטטיסטית באמידות השונות.

הפרמיה במחירי הדירות. התוצאות עבור הפרמיה במחירי הדירות מעורבות. הפרמיה במחירים בפועל ירדה מעט לאחר המבצע (איור 1-א ושורה ראשונה בפאנל A בלוח 1). מנגד, נתוני המודעות מצביעים דווקא על עלייה קלה של עד 1.3 נקודות אחוז (איור 1-ב ופאנל B בלוח 1), אם-כי יתכן שהתוצאה נובעת מהתצפית החריגה בחודש מאי (איור 1-ב). ההבדל בתוצאות מרמז שהמוכרים העריכו את הממ"ד בדירות שברשותם ביותר משוויו בשוק.

אמידת רגרסיה הדונית מניחה כי הפיקוח על המאפיינים הנצפים של הדירות מספק, כך שהפרמיה הנאמדת משווה דירות בעלות מאפיינים דומים, למעט קיומו של ממ"ד בדירה. מובן כי הרגרסיה אינה מפקחת על כל מאפייני הדירות, שכן חלקם אינם נצפים, וגם עבור המאפיינים הנצפים הפיקוח אינו מושלם. כדי לתת מענה, ולו חלקי, לבעיה זו, בחנו שוב את התוצאות עבור מדגמים מצומצמים יותר, שבהם הדירות מלכתחילה הומוגניות יותר. עשינו זאת באמצעות מדגם לדירות יד שנייה בלבד, ובאמצעות מדגם מצומצם עוד יותר עבור דירות שנבנו סביב הוצאת התקנה לבניית ממ"דים – בין 1985 לשנת 2000. התוצאות מוצגות בשורות השנייה והשלישית של פאנל A.



עבור דירות יד שניה נשארה התוצאה ללא שינוי, קרי ירידה קלה בפרמיה. עבור דירות שנבנו בין 1985 לשנת 2000 הירידה קטנה יותר ואינה מובהקת סטטיסטית. לסיכום, נראה כי טווח האומדנים לשינוי בפרמיה קטן יחסית, ולאחר למעלה משנה וחצי של איום רקטי הייתה למבצע "עם כלביא" השפעה מוגבלת על הפרמיה לממ"ד במחירי הדירות.

הפרמיה בשכר הדירה. בשכר הדירה המבוקש במודעות לא חל שינוי בעל משקל במהלך השנה (איור ג-1 ופאנל C בלוח 1). נראה שחלה עלייה קלה בפרמיה לקראת סוף השנה (איור ג-1), יתכן שבהשפעת האיום המחודש מאיראן, אולם, ככלל, השינוי בה במחצית השנה שלאחר מבצע "עם כלביא" אינו מובהק סטטיסטית (פאנל C בלוח 1). לבסוף נציין שרמת הפרמיה המתקבלת דומה לזו שאמדו יכין וטלמון (2025) עבור שנת 2024.

לוח 1 | אומדנים לפרמיה לממ"ד והשינוי בה לאחר מבצע "עם כלביא"

ינואר 2025 עד דצמבר 2025¹

הפרמיה לפני "עם כלביא"	השינוי בפרמיה	הפרמיה לאחר "עם כלביא"	מספר תצפיות	R ²	
פאנל A: עסקאות בדירות					
0.0656***	-0.0142***	0.0514***	51,613	0.8018	כל התצפיות
0.0740***	-0.0151**	0.0589***	33,045	0.7799	דירות יד שנייה
0.0339*	-0.0040	0.0299	5,651	0.7780	דירות שנבנו בין 1985 ל-2000
פאנל B: מודעות למכירת דירות					
0.0984***	0.0076	0.1060***	35,757	0.8085	פרסום ראשון
0.0944***	0.0131**	0.1075***	49,291	0.7425	עדכון אחרון
פאנל C: מודעות להשכרת דירות					
0.1278***	0.0080	0.1358***	85,463	0.6067	פרסום ראשון
0.1323***	-0.0044	0.1280***	85,286	0.5780	עדכון אחרון

¹ *10% מובהקות, **5% מובהקות, ***1% מובהקות