

פרק א'

המשק והמדיניות הכלכלית

בשנת משבר חברתי ומלחמה

- ההתפתחויות הכלכליות בישראל הושפעו השנה באופן ניכר משני אירועים מקומיים משמעותיים: תהליכי החקיקה שהובילה הממשלה לגבי מערכת המשפט, אשר הביאו למחאות ציבוריות, ומלחמת "חרבות ברזל", שפרצה בשבעה באוקטובר.
- בשנת 2023 הסביבה העולמית הייתה יציבה יחסית, והתאפיינה בירידה בשיעור האינפלציה, צמיחה מתונה, התייצבות של שערי הריבית ועלייה חדה במחירי המניות.
- התוצר צמח ב-2023 כולה ב-2.0%, צמיחה אפסית לנפש, תוך ירידה בקצב הגידול של מרבית השימושים. עד פרוץ המלחמה פער התוצר החיובי הלך והצטמצם, תוך צמיחה נמוכה מהקצב ארוך-הטווח של המשק, מצב שמכונה "נחיתה רכה". ברבעון האחרון ירד התוצר ב-5.6%, בהשפעת המלחמה.
- עד פרוץ המלחמה שוק העבודה המשיך והתאפיין בתעסוקה מלאה וקצב מואץ של עליית השכר הנומינלי, רמת אבטלה נמוכה ושיעור גבוה של משרות פנויות, שהתמתן במהלך השנה.
- קצב האינפלציה השנתי התמתן במהלך 2023, בהשפעת המדיניות המוניטרית המרסנת, מ-5.4% בתחילת השנה ל-3% בסופה, בגבול העליון של יעד האינפלציה. תהליך העלאתה של ריבית בנק ישראל, שהחל באפריל 2022, נמשך במחצית הראשונה של 2023, ובמהלכה היא הועלתה ב-1.5 נקודות אחוז, לרמה של 4.75%, תוך עלייה בריבית הריאלית.
- עליית הריבית לפני המלחמה פעלה לייקור עלויות המימון, והביאה לריסון של הביקושים ולגידול החיסכון הפרטי. קצב הגידול של האשראי העסקי התמתן תוך ירידה באשראי לעסקים הזעירים, והאשראי הצרכני ירד.
- נמשכה ההאטה בשוק הדיירות, תוך ירידה במחיריהן. עליית שכר הדירה הואצה עד אמצע השנה, ואז החלה להתמתן. מפרוץ המלחמה סבלו חברות בנייה רבות ממחסור בכוח אדם, עקב איסור העסקת עובדים פלסטינים, והענף פעל בתפוקה חלקית.
- עד המלחמה המדיניות הפיסקלית הייתה שמרנית, ובגירעון השנתי המצטבר נרשמה עלייה מדודה, בעיקר בשל דעיכת ההכנסות החריגות שנרשמו בשנים הקודמות. בתקציב הדו-שנתי המקורי לשנים 2023 ו-2024, שאושר בסוף מאי, לא נכללו כמעט רפורמות חשובות לתמיכה בצמיחה בת-קיימא של המשק.
- התוספת התקציבית שנדרשה בגין המלחמה בשנים 2023–2024 כבר הגיעה ל-100 מיליארדי ש"ח. עם פרוץ המלחמה עלתה פרמיית הסיכון של ישראל עלייה חדה, וזו התמתנה מעט לאחר מכן. השקל פוחד בחדות בתחילת המלחמה, אך בהמשך יוסף ביחס לרמתו ערב המלחמה.
- מיד עם פרוץ המלחמה הכריז בנק ישראל על תוכניות למכירה של מט"ח בהיקף של עד 30 מיליארד דולרים, על עסקות החלף בהיקף של עד 15 מיליארד דולרים, וכן על תוכניות ריפו כדי לספק נזילות לשוק המקומי. הממשלה ובנק ישראל נקטו מספר צעדי מדיניות בתחום האשראי, הממוקדים בעסקים הקטנים ובמשקי הבית שנפגעו מהמלחמה.
- השלכותיה של המלחמה צפויות להימשך גם בטווח הבינוני. בשל אופיין ארוך הטווח של עלויות ההתעצמות והשיקום חשוב ללוות אותן בהתאמות תקציביות בסדר גודל דומה – כדי למנוע עלייה של יחס החוב לתוצר לאורך זמן ואת הנזקים הכרוכים בה.

המלחמה שפרצה בשבעה באוקטובר חילקה את השנה לשתי תקופות – עד פרוץ המלחמה ותקופת המלחמה – השונות זו מזו מהותית גם מבחינת ההתפתחויות הכלכליות. לפיכך פרק זה דן בהתפתחויות בכל תקופה בנפרד.

החלק הראשון של הפרק מתאר את תנאי הרקע של המשק; החלק השני סוקר את ההתפתחויות הכלכליות העיקריות ב-2023 עד המלחמה, כולל אפיון המדיניות המוניטרית והפיסקלית; החלק השלישי דן בהשפעותיה הכלכליות של המלחמה, והחלק הרביעי עוסק באתגרים שהמשק צפוי להתמודד איתם בטווח הבינוני בעקבות המלחמה.

1. תנאי הרקע של המשק

א. תמונת המצב של המשק ערב 2023

בשנת 2023 ישראל חוותה שני אירועים משמעותיים – החקיקה שהובילה הממשלה מתחילת השנה לגבי מערכת המשפט, אשר לוותה במחאה המונית ומשבר חברתי עמוק, ומלחמת "חרבות ברזל", שפרצה בשבעה באוקטובר באירוע הטרור הקשה ביותר בהיסטוריה של המדינה. תנאי הרקע של המשק, שהיה יציב ואיתן ערב השנה, היוו "כריות ביטחון" חשובות, שתמכו בהתמודדות של המשק עם אירועים אלה.

ערב שנת 2023 שררו במשק הישראלי תעסוקה מלאה, אינפלציה גבוהה מהיעד, רמת תוצר גבוהה מהמגמה ארוכת הטווח, יחס חוב-תוצר שירד לרמתו לפני הקורונה, עם צפי לתוואי יורד, ועודף בתקציב הממשלה (לוח א'-1). העודף בחשבון השוטף התייצב על כ-3.5 אחוזי תוצר, ויתרות המט"ח עמדו על כ-40 אחוזי תוצר. השקל היה מיוסף בפרספקטיבה ארוכת טווח, אף שהוא נחלש מעט בשנת 2022. איתנותו וחוסנו של המשק באו לידי ביטוי גם ביציבות של המערכת הפיננסית כולה, ובפרט של המערכת הבנקאית. חוסן זה אפשר לבנק ישראל לרכך את פגיעתה הפיננסית של המלחמה באזרחים.

תמונה זו של המשק הייתה תוצאה של התאוששות מהירה ממשבר הקורונה: קצב הצמיחה בשנים 2021 ו-2022 היה מהיר הרבה יותר מהקצב ארוך הטווח של המשק, כולל גידול מהיר של פריון העבודה, וכך פער התוצר (הפער בין התוצר למגמתו ארוכת הטווח, שהיא אומד לתוצר הפוטנציאלי) הפך חיובי, אחרי שהיה שלילי מאוד בעת מגיפת הקורונה.

התפתחות זו לוותה בהתאוששות מהירה של הביקושים, לצד מגבלות היצע כהפרעות בשרשראות האספקה בעולם, ובהמשך גם בגלל מלחמת רוסיה-אוקראינה. מגבלות אלו, על רקע המדיניות המוניטרית והפיסקלית המרחיבות מאוד, שננקטו בזמן הקורונה בארץ ובעולם, הובילו לעלייה חדה של שיעורי האינפלציה אל מעל ליעד האינפלציה. במהלך 2022 החלו בנקים מרכזיים וממשלות, גם בישראל, לנקוט מדיניות פחות מרחיבה, מחשש לאינפלציה גבוהה ודביקה.

בפתח שנת 2023 תנאי המשק הישראלי היו טובים: רמת הפעילות הייתה גבוהה, שוק העבודה היה הדוק, האינפלציה הייתה אמנם גבוהה מהיעד, אך נמוכה בהשוואה בין-לאומית, והמערכת הפיננסית איתנה.

ב. ההתפתחויות הגלובליות העיקריות ב-2023

לאחר חשש להתמתנות משמעותית בפעילות ותקופה ממושכת של הפחתות בתחזיות הצמיחה, הועלו בתחילת 2023 תחזיות הצמיחה בעולם. זאת לנוכח ירידה בחשש ממשבר אנרגיה באירופה, פתיחה מחודשת של סין לאחר הסרת מגבלות הקורונה ונתוני פעילות טובים מהצפוי בארה"ב. סביבת האינפלציה נותרה גבוהה, אך במדינות רבות נרשמה בה מגמת התמתנות; זאת בהשפעת

המדיניות המוניטרית, שהפכה ליותר מרסנת, וגם בהשפעת הקלה בשרשראות האספקה וירידה של מחירי התובלה בעולם. עם זאת, במדדי הליבה המגמה הייתה מעורבת. התפתחויות אלו הציבו אתגר בפני קובעי המדיניות המוניטרית לגבי תהליך בלימת האינפלציה ב"נחיתה רכה" – האטה הדרגתית של קצב הצמיחה לכיוון מגמתו, שחרור מדוד של שוק העבודה ההדוק והתמתנות של קצב האינפלציה הגבוה לכיוון היעד. בפועל במרבית המשקים קצב הצמיחה הוסיף להיות מתון, והעלאות הריבית נמשכו, אך הקצב שלהן התמתן. ככל שהחודשים חלפו סביבת האינפלציה המשיכה להתמתן, אף שבמרבית המשקים היא נותרה גבוהה מיעדי האינפלציה, בפרט במדדי הליבה; הצמיחה התמתנה ביחס לשנה הקודמת בעיקר בשל הריסון המוניטרי, וההסתברות ל"נחיתה רכה" הלכה וגדלה. לקראת סוף 2023 גברו ההערכות שהעלאות הריבית קרובות למיצוי. חלק מהבנקים המרכזיים אף הדגישו באמצעות הכוונה-לעתיד (forward guidance) כי הריבית צפויה להישאר ברמה גבוהה לאורך זמן, והנגידים של ה-Fed וה-ECB ציינו שייתכן הידוק נוסף במידת הצורך. למרות המדיניות הזהירה תמחרו השווקים בסוף השנה מספר הפחתות ריבית לשנת 2024.

שנת 2023 אופיינה בעולם ב"נחיתה רכה": סביבת האינפלציה התמתנה במקביל לצמיחה מתונה, אך טובה מהצפוי.

2. עיקרי ההתפתחויות הכלכליות עד המלחמה

א. הליכי החקיקה

בתחילת שנת 2023 הציגה הממשלה החדשה תוכנית מקיפה של שינויי חקיקה לגבי מערכת המשפט. תהליך זה הצית מחאה ציבורית רחבת היקף ומתמשכת. התקדמות תוכנית השינויים בחקיקה הביאה למספר נקודות רתיחה במהלך השנה, אשר לוו בתגובות של השווקים הפיננסיים במועדי התרחשותן.

הספרות הכלכלית מצביעה על סיכונים בטווחים הבינוני והארוך כתוצאה משינויים מבניים הנתפסים כפוגעים באיכות המוסדות, בעצמאותם, ובהישענותם על שלטון החוק.¹ שינויים כאלה עלולים להתרועע משקיעים מקומיים וזרים ולייקר את החוב. הפנמת ההשפעות הצפויות של שינויים אלו בשווקים מעלה את הסיכונים גם בטווח הקצר.

גופים בין-לאומיים, בהם קרן המטבע הבין-לאומית² וה-OECD, הזהירו מההשלכות הפוטנציאליות השליליות של תוכנית השינויי החקיקה. בתחילת 2023 חברות דירוג האשראי הגדולות הביעו חשש מפגיעה במשק בשל תהליכים אלה והצביעו על עלייה בסיכון להורדת דירוג האשראי, אם השינויים המתוכננים במערכת המשפט יפגעו בבלמים ובאיזונים הקיימים.³ באפריל חברת Moody's אף הורידה את תחזית דירוג האשראי של מדינת ישראל מ"חיובית"

2023 נפתחה בשינויי חקיקה שיזמה הממשלה לגבי המערכת המשפטית, שלוו במשבר חברתי עמוק.

חברת הדירוג מודייס הורידה באפריל 2023 את תחזית דירוג האשראי של ישראל בשל חשש מפגיעה במוסדות השלטוניים ובאיכותם, שתלווה בירידה של ההשקעות הזרות ובהתייסקות החוב, ועל רקע סיכונים גאו-פוליטיים.

¹ Beazer and Blake (2018)., "The conditional nature of political risk: How home institutions influence the location of foreign direct investment", AJPS; Carlin et al., (2009).) "Public trust, the law, and financial investment", JFE; L. Guiso (2010)., "A trust-driven financial crisis. Implications for the future of financial markets", EIEF; C. Agustin , (2023).) "The Value of Trust"; Stix (2013)., "Why do people save in cash? Distrust, memories of banking crises, weak institutions, and dollarization", JoBF; M. Del Angel and G. Richardson (2022)., "Independent Regulators and Financial Stability", NBER, WP29938; OECD Economic Surveys: Israel 2023.

ראו גם "נייר עמדה של אגף הכלכלנית הראשית אודות ההשלכות של הרפורמה המשפטית", אפריל 2023.

² <https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/05/10/israel-staff-concluding-statement-of-the-2023-article-iv-mission>

³ <https://www.reuters.com/business/finance/sp-sees-israeli-judicial-reforms-downside-risk-credit-rating-2023-01-12>

ל"יציבה". לצד זאת הדגישו חברות הדירוג השונות וגופים בין-לאומיים את כושר העמידות הגבוה של המשק ואת איתנות המערכת הפיננסית המקומית (ראו תנאי הרקע לעיל), ואכן המרווחים, היקף קווי האשראי והיקף החובות הבעייתיים לא השתנו מהותית. נוסף על כך, כריות הביטחון שאגרו משקי הבית והתאגידים בעקבות מענקי התמיכה בתקופת הקורונה הגבירו את עמידותם בפני זעזועים פוטנציאליים.

תהליך השינויים בחקיקה והאווירה בישראל בעקבותיו התבטאו בתקופה הנדונה בעיקר בשווקים הפיננסיים, אשר הושפעו מהתפתחות תהליך. לאורך השנה, ועל רקע נקודות ציון בתהליך, פחת השקל בשיעור ניכר, ושוק ההון הישראלי, וגם חברות ישראליות הנסחרות בחו"ל, הציגו ביצועי חסר ביחס למדינות אחרות. כמו כן הצביעו נתוני ההשקעות של קרנות ההון-סיכון על ביצועי חסר בגיוסי ההון לחברות ההזנק. כנגד זאת, בתקופות שבהן תהליכי החקיקה לא קודמו עוצמת הזעזועים הפיננסיים פחתה. ניתוח של התפתחות שער החליפין העיד על פחות יתר של השקל בשיעור של כ-10% עד 15%, שפעל לעיכוב התכנסותה של האינפלציה ליעד, מה שהיווה חלק ממכלול השיקולים של המדיניות המוניטרית. (להרחבה ראו פרק ג'). לנוכח תהליכים אלו עלה חשש שהתמשכותם תבוא לידי ביטוי גם בעלייה של פרמיית הסיכון של המדינה, פגיעה ביצוא וירידה של ההשקעות המקומיות ושל הביקוש לצריכה פרטית. טווח הפגיעה האפשרי מהשפעות אלו הוערך בירידה שבין 0.8 ל-2.8 אחוזי תוצר, בממוצע, לכל שנה בשלוש השנים הבאות. (להרחבה ראו תחזית מקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אפריל 2023).

תהליך החקיקה לגבי מערכת המשפט והאווירה בישראל בעקבותיו התבטאו בתקופה הנדונה בעיקר בשווקים הפיננסיים: ערך השקל פחת ושוק ההון הישראלי הציג ביצועי חסר.

ב. ההתפתחויות הריאליות עד המלחמה

קצב צמיחתו של התוצר בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה היה איטי מזה ששרר בשנים האחרונות (הקו הכחול המקווקו באיור א'-1), וכן התמתן קצב ההתרחבות של השימושים: הצריכה הפרטית לנפש ירדה קמעה, היצוא גדל אך במעט, וההשקעה במשק, שבשנים האחרונות צמחה בקצב גבוה במיוחד, הייתה הרכיב היחיד בשימושים שאינם במגזר הציבורי שגדל – הודות להשקעה בבנייה. גם זאת בקצב נמוך מאשר בשנים האחרונות. על ההתמתנות של קצב הצמיחה מעידים גם קצבי הצמיחה הרבעוניים (כל רבעון לעומת קודמו, במונחים שנתיים), שבכל אחד משלושת הרבעונים הראשונים של השנה היו נמוכים מ-3.0% (איור ב'-2 בפרק ב').

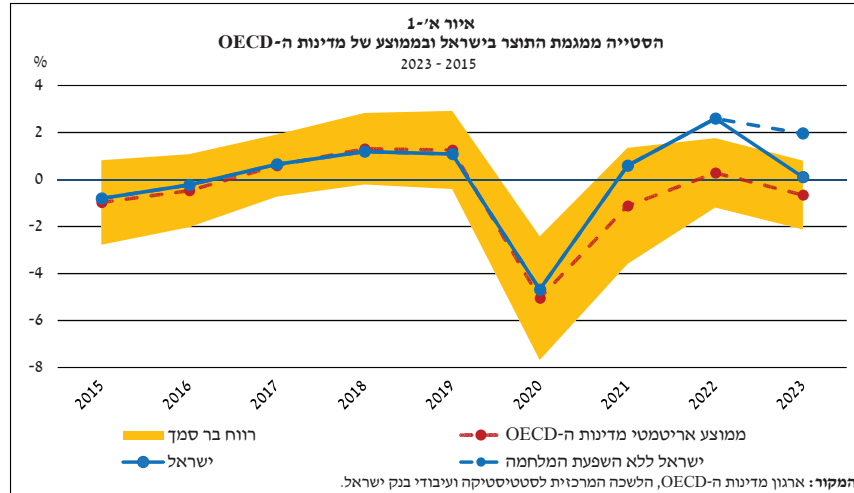
עד המלחמה התוצר צמח לאט יותר מאשר בשנים האחרונות, תוך התמתנות בקצב ההתרחבות של השימושים.

עד המלחמה התעסוקה המלאה הקשתה על הרחבת התוצר בתגובה להתרחבות הביקושים. כתוצאה מכך הורגשו לחצי מחירים ולחצי שכר, שהתבטאו בהאצה של קצב עליית השכר. מגמות אלו התמתנו בהדרגה על רקע המדיניות המוניטרית המרסנת שנקט בנק ישראל: עליות הריבית, שהחלו באפריל 2022, נתנו את אותותיהן בצמצום הביקושים.

שוק העבודה ההדוק וסביבת התעסוקה המלאה הגבילו את התרחבות תשומת העבודה ואת תרומתה לצמיחה.

ההיצע המצרפי במשק המשיך לגדול ב-2023, אך בהרכב שונה מאשר ב-2022. סביבת התעסוקה המלאה הגבילה את התרחבות תשומת העבודה והפחיתה את תרומתה של האחרונה להתרחבות הפעילות. מלאי ההון הפיזי המשיך לגדול, בקצב גבוה אף יותר מאשר בשנים האחרונות – בזכות שיעורי השקעה מסיביים בשנה הקודמת. כהשלכה מכך, פירון העבודה (התוצר הריאלי לשעת עבודה) במגזר העסקי המשיך לגדול בקצב מהיר, יחסית לזה שאפיין אותו בשנים האחרונות, אך קצב הגידול של הפירון הכולל (TFP) הלך והואט.

העודף בחשבון השוטף הסתכם בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה ב-3.6 אחוזי תוצר, בדומה למשקלו בשנה הקודמת, תוצאת יציבות של משקל ההשקעה הגולמית והחיסכון הלאומי בתוצר תוך עליית החיסכון הפרטי וירידה בחיסכון הציבורי. היציבות בחשבון השוטף חרף הפיחות הריאלי העודף ב-2023 שיקפה את הירידה החדה בביקוש ליצוא הישראלי כתוצאה מהתמתנות הביקושים העולמיים ודשדוש בהיקפי הסחר.



ההאטה הבולטת בקצבי הצמיחה של השימושים נתמכה במספר גורמים עיקריים:

1. הירידה בביקושים העולמיים והאטת הפעילות בעולם על רקע ההידוק המוניטרי, שנועד למתן את שיעורי האינפלציה הגבוהים, מיתנו את הביקוש העולמי ליצוא הישראלי. (הקו המקווקו באיור א'-1, שמייצג את הממוצע במדינות ה-OECD).
 2. המדיניות המוניטרית המרסנת בישראל תרמה להתמתנות הצריכה הפרטית ולהאטת הגידול של ההשקעות. עליית הריבית צמצמה באופן ישיר את ההכנסה הפנויה לצריכה פרטית במשקי הבית, ומיתנה את הגידול של האשראי הצרכני. האשראי העסקי גדל ב-5.6%, כמחצית מקצב גידולו בשנים 2021 עד 2022, אך עדיין גבוה היסטורית. (להרחבה ראו פרק ד'). לירידה בצריכה הפרטית לנפש תרם גם שיעור הקטן של העלייה בתיק הנכסים של הציבור (כולל התייצבות ואף ירידה קלה של ערך הדירות), בין היתר בגלל ביצועי חסר של השווקים הפיננסיים בישראל.
 3. פיחות השקל ייקר את היבוא ואת הצריכה של מוצרים בני קיימא.
- מגמת הדעיכה בצריכה הפרטית, בפרט של השירותים, מאז משבר הקורונה אינה ייחודית לישראל; היא אפיינה מדינות מפותחות נוספות, שגם הן הושפעו מהגורמים האמורים.
- כתוצאה מהמשך ההתהדקות בשוק העבודה היה שוק זה הדוק בסוף הרבעון השלישי של 2023 אף יותר מאשר לפני משבר הקורונה, שיעורי ההשתתפות והתעסוקה היו גבוהים מעט יותר, ושיעור האבטלה נמוך יותר מאשר אז. הביקוש לעובדים חדשים, כפי שמתבטא בשיעור המשרות הפנויות, נשאר גבוה ב-2023, אף כי הוא ירד ביחס לרמתו החריגה בשנת 2022, והביקוש שהצטבר נספג בגידול איטי יחסית של מספר משרות השכיר. אינדיקציה נוספת למיצוי פוטנציאל הייצור של המשק הייתה גידול שיעורן של המשרות החלקיות.⁴ כתוצאה מכל אלו, וגם מעליית קצב האינפלציה (הרחבה בפרק ג'), קצב הגידול של השכר הנומינלי למשרת שכיר במגזר העסקי הואץ מסביבה של 4% לשנה בתחילת השנה לסביבה של 6% בסופה, והשכר לשעת עבודה עלה אף יותר. אולם בגלל עליית המחירים, השכר הריאלי גדל במעט פחות מ-2%, קצב התואם את קצב הגידול ארוך הטווח של התוצר לעובד.

⁴ A. Brender & L. Gallo (2009). "The Effect of Changes in Wages, GDP and Workers' Demographic Characteristics on Working Hours", Israel Economic Review, 7(1), 143–176.

לוח א'-1

ההתפתחויות העיקריות, 2019 עד 2023

(הנתונים הרבעוניים בלוח מחושבים על פי השינויים במהלך השנה)

2023 (רבעון 4)	2023 (ממוצע רבעון 1-3)	2023	2022	2021	2020	2019	
-	-	9.6	9.5	9.3	9.2	9.0	האכלוסייה (ממוצע שנתי, במיליונים)
-	-	1,868	1,756	1,578	1,423	1,435	התוצר הנומינלי (במיליארדי ש"ח, במחירים שוטפים)
-	-	191.5	184.7	168.9	153.8	157.4	התוצר לנפש (באלפי ש"ח, במחירים שוטפים)
-5.6	0.6	2.0	6.5	9.3	-1.5	3.8	התוצר המקומי הגולמי (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים) ¹
-6.0	-0.1	-0.3	4.3	7.5	-3.1	1.8	התוצר לנפש (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים) ¹
-7.5	-0.1	-0.7	7.4	11.5	-7.4	4.0	הצריכה הפרטית (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים) ¹
-24.0	0.2	-3.0	9.6	12.2	-2.6	3.6	השקעה בנכסים קבועים (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים) ¹
17.1	1.4	7.6	1.0	4.6	2.5	2.8	הצריכה הציבורית (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים) ^{2,1}
-5.2	0.6	0.0	9.7	12.2	0.6	4.2	יצוא הסחורות והשירותים (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים) ^{3,1}
1.2	2.3	-7.2	12.4	18.7	-7.0	3.5	יבוא הסחורות והשירותים (שיעור השינוי הריאלי, באחוזים) ^{4,1}
1.1	5.0	25.3	19.8	21.4	22.7	15.0	החשבון השוטף של מאזן התשלומים (העודף, במיליארדי דולרים)
4.1	1.5	6.7	1.6	5.2	11.4	4.4	הגירעון הכולל של הממשלה הרחבה (כאחוז מהתוצר) ⁵
61.9	59.3	61.9	60.5	67.8	70.9	59.2	החוב הציבורי ברוטו (כאחוז מהתוצר, סוף שנה)
-0.7	0.9	3.3	5.8	1.1	-1.3	1.6	המועסקים הישראליים, גילאי 15+ (ממוצע שנתי, שיעור השינוי ביחס לתקופה הקודמת)
4.9	1.4	6.2	2.8	2.5	6.5	2.9	השכר הנומינלי למשרת שכיר (ממוצע שנתי, שיעור השינוי, באחוזים)
3.2	3.5	3.4	3.8	5.0	4.4	3.8	שיעור האבטלה, גילאי 15+ (ממוצע שנתי, באחוזים)
3.5	3.9	3.8	4.8	4.5	2.4	3.5	שיעור המשרות הפנויות (ממוצע שנתי, באחוזים)
3.4	4.5	3.0	5.3	2.8	-0.7	0.6	האינפלציה (דצמבר לעומת דצמבר אשתקד, באחוזים)
4.8	4.4	4.25	1.2	0.1	0.1	0.3	ריבית בנק ישראל (ממוצע שנתי, באחוזים)
4.75	4.50	4.75	0.10	0.10	0.25	0.25	ריבית בנק ישראל (נתון לסוף התקופה, באחוזים)
1.1	1.6	1.6	-1.4	-1.9	0.1	-0.8	הריבית הריאלית לשנה (ממוצע שנתי, באחוזים)
1.1	1.6	1.1	1.0	-2.4	-0.2	-0.7	הריבית הריאלית לשנה (נתון שנתי אחרון, באחוזים)
1.1	3.8	3.9	2.6	1.2	0.8	1.6	התשואה הנומינלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (ממוצע שנתי, באחוזים)
1.7	1.1	1.2	0.1	-0.8	-0.5	0.0	התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (ממוצע שנתי, באחוזים)
10.7	8.9	9.6	-0.8	-4.9	-3.6	-2.5	שער החליפין הריאלי האפקטיבי (ממוצע שנתי, שיעור השינוי, באחוזים) ⁶
3.8	3.6	3.7	3.4	3.2	3.4	3.6	שער החליפין של השקל מול הדולר (ממוצע שנתי)
4.1	-1.0	4.1	-11.8	31.1	-3.0	21.3	מדד ת"א 125 ⁷
-	-	0.4	5.2	10.9	-7.8	1.2	הסחר העולמי (שיעור השינוי, באחוזים)

¹ הנתונים הרבעוניים הם ממוצע שיעורי השינוי במונחים רבעוניים.

² ללא יבוא בטחוני.

³ ללא יהלומים וחברות הזנק.

⁴ ללא יבוא ביטחוני, אוניות, מטוסים ויהלומים.

⁵ 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.

בשונה מהנתון השנתי, הנתונים הרבעוניים הם עבור הממשלה המרכזית. הם נתונים מצטברים, רבעון 1-3 מייצג את אוקטובר 22 עד ספטמבר 23 ורבעון 4 מתייחס לשנה בכללותה.

⁶ ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, (-) משמעותו פחות.

⁷ שיעור השינוי הנומינלי - היום האחרון בדצמבר לעומת היום האחרון בדצמבר אשתקד.

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

היצוא גדל בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה בקצב איטי, אף שיצוא שירותי ההיי-טק (ללא חברות הזנק) גדל במהירות. יצוא הסחורות ירד, בעיקר בשל הירידה בביקוש העולמי. מגזר ההיי-טק הוביל בשנים האחרונות את גידול התוצר והתעסוקה, והתרומה העיקרית לצמיחה הגיעה מענף השירותים ולא מהתעשייה.⁵ בין השנים 2017 ו-2022 מגזר זה היה אחראי ל-32% מהצמיחה של התוצר המשקי, משקלו בתוצר עלה מ-14% ל-17% ומספר המועסקים בענף שירותי ההיי-טק גדל מ-200 אלף לכמעט 300 אלף. צמיחה מהירה זו התבטאה גם בהתעצמות המחסור בעובדים המתאימים למקצועות הטכנולוגיים במגזר, שבאה לידי ביטוי בשיעור גבוה של משרות פנויות ובעליית שכר חדה בשנת 2022.

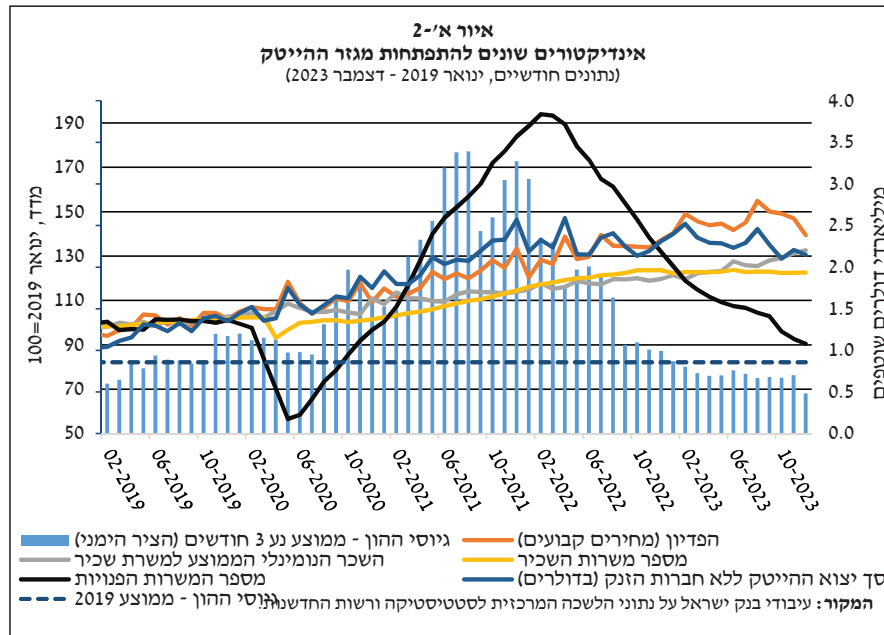
בשנת 2023, עוד טרם המלחמה, הואט קצב הצמיחה המהיר שאפיין את מגזר ההיי-טק בשנים האחרונות בכל העולם וביתר שאת בישראל. בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה מספר המועסקים, מספר השכירים וסך תשומות העבודה במגזר לא גדלו, ושיעור המשרות הפנויות מסך המועסקים בענף ירד אל מתחת לשיעורן ערב הקורונה. סך היצוא של ההיי-טק (סחורות ושירותים) שמר על הרמה הגבוהה שאליה הגיע בשנים האחרונות, אך לא המשיך לגדול, והפדיון (במחירים קבועים) בענף נע עד המלחמה סביב רמתו בסוף 2022, ואז ירד. לצד זאת, השכר הנומינלי למשרת שכיר במגזר עלה כמעט ב-7%, קצב מואץ בהשוואה לשנה הקודמת ואינדיקציה שלפיה ההתפתחות במגזר ההיי-טק השנה מעידה גם על מחסור בעובדים מתאימים, ולא רק על משבר בביקושים. (לריכוז ההתפתחויות בענף ראו איור א'-2.)

להתמתנות קצב התרחבותו של מגזר ההיי-טק בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה מספר סיבות: העיקרית שבהן היא בלימת הגידול המהיר במיוחד של הביקוש העולמי לשירותים ולחידושים טכנולוגיים, שנבע מהרחבת השימוש בדיגיטציה בעת מגיפת הקורונה; נוסף על כך, ההידוק המוניטרי בעולם לווה בירידה עולמית של ההשקעה בחברות הזנק ובירידה של מדד הנאסד"ק. התפתחויות אלו תרמו לירידה עולמית בפעילות ובגיוס של ענף ההיי-טק, אך בישראל הגיוסים ירדו בשיעור חד יותר, וכך הגיוס של ישראל בסך הגיוסים הגלובליים חזר למשקל שאפיין אותו לפני הקורונה, כ-1.2%. זאת לאחר מגמת עלייה מתמשכת, שהתחילה עוד לפני שנת 2019 והגיעה לשיא של 1.7% בשנת 2022. עליית הסיכון המיוחס לסביבה העסקית בישראל השפיעה גם היא על החששות בקרב משקיעים בהיי-טק, ובכך תרמה לירידה חדה בשיעור הגיוס של חברות ההזנק דרך האפיק של קרנות הון-סיכון. (ראו איור ב'-7 בפרק ב').

תוצר חברות ההזנק ירד בשיעור ניכר עוד לפני המלחמה, והיקף הגיוסים של חברות ההיי-טק מקרנות הון-סיכון בישראל ובעולם ירד בכ-70% ביחס להיקפם בשנת 2022, וזאת לרמה הדומה לרמותיו לפני למעלה מחמש שנים. תת-הביצוע של הענף ב-2023 בלט גם בשווקים: מחירי המניות של החברות הישראליות במדד הנאסד"ק, שרובן חברות היי-טק, עלו ב-2023 רק ב-0.5%, לעומת עלייה של כלל המדד ב-43%. זאת לאחר שבשנתיים הקודמות ביצועיהן של מניות החברות הישראליות היו טובים יותר.

תוצר חברות ההזנק
והיקף הגיוסים של
חברות ההיי-טק ירדו
ב-2023 בשיעור ניכר.

⁵ להרחבה נוספת על התפתחות מגזר ההיי-טק בשנים האחרונות ראו דוח בנק ישראל לשנת 2021 פרק א'.



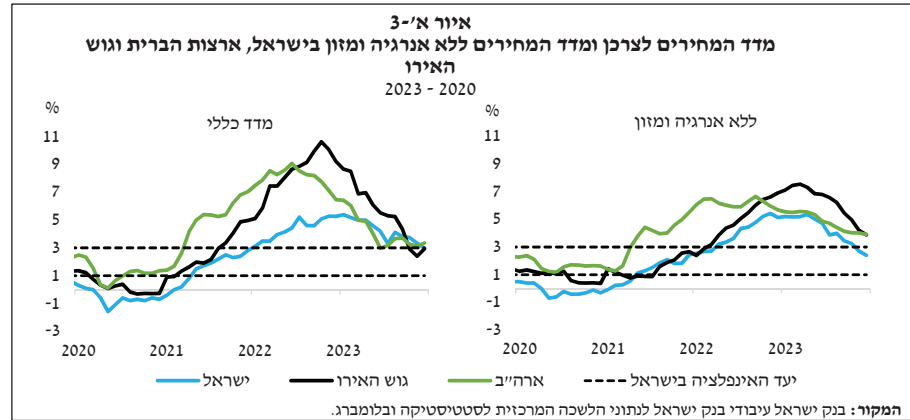
ג. האינפלציה

בשנת 2023 התמתן שיעור האינפלציה בישראל בהשפעת המדיניות המוניטרית המרסנת והמדיניות הפיסקלית הא-מחזורית, שצמצמו את עודפי הביקוש, ובשל האטת הפעילות והאינפלציה בעולם. האינפלציה השנתית ירדה מ-5.4% בינואר – השיעור הגבוה ביותר זה כעשור וחצי – ל-3.8% בספטמבר ול-3% בדצמבר (איור א'-3), בגבול העליון של יעד האינפלציה (שהוא בין 1% ל-3%). הרמה הגבוהה של האינפלציה בתחילת 2023 הייתה המשך לעלייתה מאז 2021 – חלק מתופעה כלל-עולמית. (להרחבה ראו סעיף 1 בפרק זה.) עם זאת, האינפלציה בישראל הייתה נמוכה מאשר בעולם, במידה רבה בזכות העצמאות האנרגטית של ישראל שייצבה באופן יחסי את מחירי האנרגיה המקומיים. (להרחבה ראו דוח בנק ישראל פרק א' לשנת 2022.) ההשפעה הנמוכה של מחירי האנרגיה על המחירים בישראל גם מסבירה מדוע האינפלציה בישראל ירדה בשנת 2023 בקצב איטי ביחס לאינפלציה בעולם, כאשר מחירי האנרגיה ירדו בחדות (איור א'-3).

האינפלציה הגבוהה מהיעד במהלך השנה נשארה רוחבית, והקיפה מנעד רחב של סעיפים מהמדד: משקל סעיפי המדד שעלו בקצב גבוה מ-3% עמד על כ-70% בממוצע, על אף התמתנות האינפלציה במהלך השנה. (להרחבה ראו פרק ג').

שיעור הגבוה של האינפלציה ורוחביותה היוו שיקולים חשובים בקביעת המדיניות, בעיקר כדי למנוע התבססות של סביבת אינפלציה גבוהה ואיבוד העיגון של הציפיות. עליית האינפלציה גם הגבירה את הקשב הציבורי לה (תיבה ג'-1 בדוח זה, ותיבה א'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2022), ואחד הביטויים לכך הוא התבססות מתאם בין התפתחויות המחירים בפועל לציפיות משקי הבית לגבי האינפלציה לשנה.

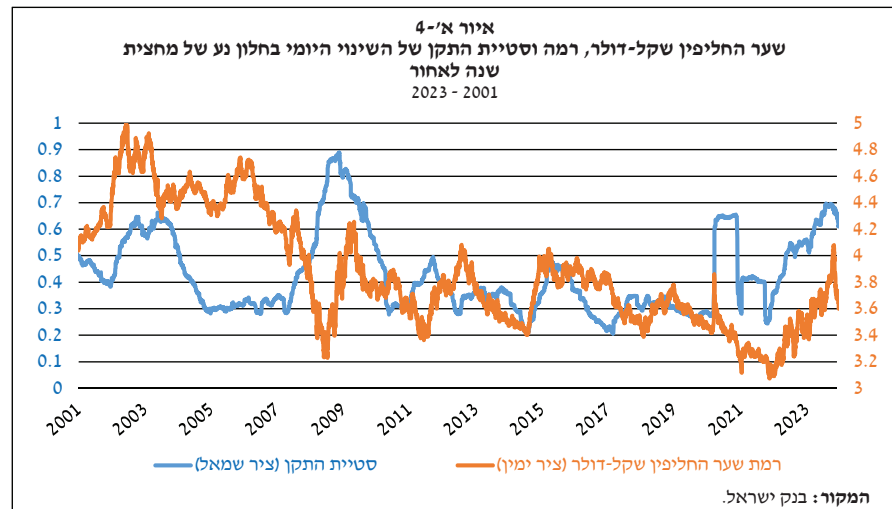
שיעור האינפלציה השנתית בישראל ירד מ-5.4% בתחילת 2023 ל-3% בסופה, בהשפעת המדיניות המוניטרית המרסנת, המדיניות הפיסקלית השמרנית, והתמתנות האינפלציה בעולם.



ד. שער החליפין עד המלחמה

בתשעת החודשים הראשונים של 2023 נמשכה מגמת פיחות השקל, שהחלה ב-2022 לאחר שנים רבות של מגמת ייסוף, תוך עלייה בתנודתיות שער החליפין (איור א'-4). הפיחות בשנתיים האחרונות עיכב את התמתנות האינפלציה ואת התכנסותה ליעד, ומודלים שונים חיזקו את ההערכה בדבר פיחות עודף בתחילת המחצית השנייה של 2023. ניתוח שער החליפין מלמד שהחל מסוף 2022, סביב מועד הבחירות, ובמהלך 2023 הפיחות נבע ברובו מהשפעה גוברת של גורמים מקומיים. זאת לעומת הפיחות לאורך מרבית 2022, שנבע בעיקר מהתחזקותו של הדולר בעולם. (להרחבה ראו פרק ג'). הדינמיקה של שער החליפין לא הייתה אחידה במהלך 2023, ושינויים משמעותיים התרחשו סביב מועדי ההתקדמות בתוכניתה של הממשלה בדבר שינויי חקיקה לגבי מערכת המשפט והתגובות עליה.

הפיחות מול הדולר
ב-2023 נבע ברובו
מגורמים מקומיים,
בניגוד להשפעה
הדומיננטית של
התחזקות הדולר בעולם
ב-2022.

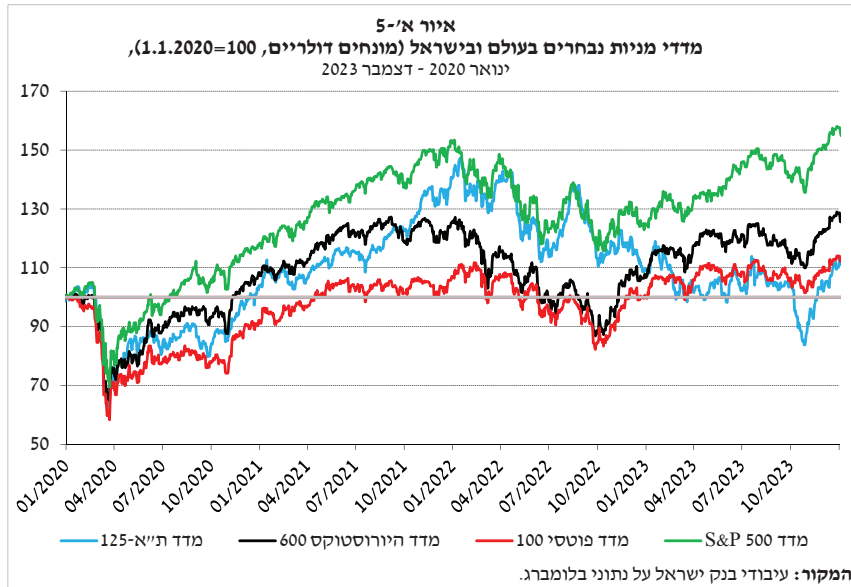


פיחות השקל התרחש במקביל לרכישות מט"ח נטו של תושבי ישראל ולהמשך רכישות המט"ח של המשקיעים המוסדיים. בניגוד לעבר, המשקיעים המוסדיים גם הקטינו את היקף הגידור המטבעי של השקעותיהם בחו"ל – ככל הנראה על סמך הערכה שמגמת הפיחות תימשך.

ה. השווקים הפיננסיים

לעומת עליות ניכרות של מדדי המניות בעולם מחירי המניות בישראל עלו רק במעט בשנת 2023 (איור א'-5). במקביל ירד משמעותית היקף הנפקתן של המניות, ורק חברה אחת הנפיקה את מניותיה לציבור. (להרחבה ראו פרק ד'). ביצועי החסר של שוקי המניות ב-2023 בלטו לאחר הירידה הדומה של מחירי המניות בישראל בהשוואה לעולם בשנת 2022.

ביצועי החסר של המניות בישראל בתחילת 2023 בלטו לאחר שירידת מחיריהן ב-2022 דמתה לזו בעולם.



בדומה להתפתחות שער החליפין, הדינמיקה של התפתחות המניות במהלך השנה לא הייתה אחידה; בארבעת החודשים הראשונים של השנה מחירי המניות בישראל ירדו על רקע חוסר הוודאות סביב ההשלכות של שינויי החקיקה והתגובות עליהם, בעוד שבעולם הם עלו. ירידתם של מחירי המניות לוותה בעלייה של פרמיית הסיכון הנדרשת.⁶ מסוף אפריל עד פרוץ מלחמת "חברות ברזל" עלו מחירי המניות בשיעור דומה לזה של מרבית מדדי המניות בעולם, אך הפער שנפתח בראשית השנה נשמר.

ו. שוק הדיור

ההתקררות בשוק הדיור, שהחלה בתחילת 2022, נמשכה ב-2023. (להרחבה ראו פרקים ד' ו-ח'). העלייה של מחירי הדירות לאחר משבר הקורונה ועד תחילת 2023 הביאה להסטה של ביקושים לשכירת דירה, ועליית שכר הדירה הואצה עד יוני. מספר עסקות הרכישה ירד בשנת 2023 בכשליש, בעיקר בתל אביב ובמרכז, ומחירי הדירות ירדו ב-0.6% בסיכום שנתי, לצד ירידה של היקף המשכנתאות בכרבע. למרות הירידה בביקוש, היצע הדירות המשיך לגדול, עקב הבשלתן לבנייה של קרקעות ששווקו בשנתיים הקודמות ומפני שעליית הריבית במשק יקרה את אחזקת הקרקע לאורך הזמן ללא פיתוח.

⁶ פרמיה זו נאמדת באמצעות היחס בין סך הרווח הנקי בשנה האחרונה לשווי השוק של המניות, בניכוי תשואת אג"ח ממשלתית צמודה לעשר שנים. (להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023.)

ז. המדיניות הפיסקלית לפני המלחמה

בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה המדיניות הפיסקלית הייתה א-מחזורית, כך שהגירעון המבני נותר בעינו: לא היו שינויים משמעותיים במסים הסטטוטוריים, ואלמלא המלחמה הגירעון היה צפוי להסתכם בכשני אחוזי תוצר, ויחס החוב לתוצר היה צפוי לרדת אל מתחת ל-60%. לאחר גאות בהכנסות המדינה ממסים עם היציאה המהירה ממשבר הקורונה, הערוץ המרכזי שהביא לגידול הגירעון השנה היה ירידה של הכנסות המדינה ממסים, ששיקפה בעיקר דעיכה של ההכנסות החריגות ממסי נדל"ן וממסים על פעילות מגזר ההיי-טק, כך שהגירעון המבני נשאר דומה לזה של 2022. (להרחבה ראו פרק ו'). מדיניות ניטרלית זו סייעה לייצב את האינפלציה. רכיב חשוב במדיניות הזהירה של הממשלה הוא הסכם השכר שנחתם במגזר הציבורי בשנת 2023 לאחר שבע שנים⁷ - "הסכם המסגרת". למרות השחיקה החדה של השכר במגזר הציבורי ביחס למגזר הפרטי, ההסכם כולל עליית שכר נומינלית בהיקף של 16% ועד 3% צבועים לקבוצות ייחודיות במגזר הציבורי, הנפרסת לאורך 5 שנים: קצב שנתי נומינלי של 3% בשנה, שהוא נמוך מהגידול הצפוי של השכר במגזר העסקי. נוסף על כך, שליש מהתוספת מיוחס להפחתת שעות העבודה – ערוץ שמגדיל את ההוצאה הציבורית פחות ביחס להעלאת השכר החודשי. מבנה זה של הסכמי השכר אמנם תורם לצמצום הלחצים האינפלציוניים הנובעים מהצד הפיסקלי, וכן מצמצם את אי-השוויון בשכר, אך לאורך זמן הוא פוגע בכושר התחרות של המגזר הציבורי מול המגזר הפרטי על ההון האנושי, כלומר ביכולת לגייס כוח אדם מובחר למגזר הציבורי. נקודה נוספת בהקשר זה שייכת לתמהיל השכר: אחוז גבוה מהתוספות המתוכננות בהסכם הן שקליות; לכן הן מבטאות תוספת אחוזית קטנה יותר לעובדים בעלי השכר הגבוה.⁸ אמנם התקציב המקורי לשנים 2023 ו-2024 תרם, כאמור, לייצוב המשק, אך לעומת זאת, ובניגוד להמלצת הבנק, הוא לא כלל רפורמות מקרו-כלכליות הנדרשות לטווח הבינוני והארוך – עידוד לימודי ליבה, קידום התכנון והתקצוב של תשתיות כגון המטרו, ייעול המגזר הציבורי, קידום חלופה למיסוי דלק, מיסוי השפעות חיצוניות שליליות (לדוגמה, החזרת מס הסוכר) ועוד.

ח. המדיניות המוניטרית לפני המלחמה

בשנתיים האחרונות האתגר המשמעותי של הבנקים המרכזיים בעולם, ובהם בנק ישראל, היה לרסן את האינפלציה בלי למתן יתר על המידה את הפעילות – חתירה ל"נחיתה רכה". בהתאם לכך הם שינו כיוון ועברו ממדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד, שננקטה בתקופת הקורונה, למדיניות פחות מרחיבה, ובהמשך – למדיניות מרסנת.

בנק ישראל נקט מדיניות מוניטרית נחושה גם בהשוואה בין-לאומית. העלאות הריבית החדות והמתמשכות של בנק ישראל מ-0.1% במרץ 2022 ל-4.75% בסוף מאי 2023 ריסנו את הביקושים דרך ייקור עלויות מימון של הצריכה והפעילות העסקית. (להרחבה ראו פרק ב'). העלאת הריבית גם מצמצמת את הלחצים לפיחות, דרך משיכת תנועות הון למשק, ובכך ממתנת את עליית מחיריהם של המוצרים הסחירים.

⁷ הסכם המסגרת הקודם נחתם בשנת 2016 עבור השנים 2013–2017. משא ומתן על הסכם נוסף הוקפא בזמן הקורונה.

⁸ י" מזר, "בחינת מבנה השכר במגזר הציבורי והפרטי והמיון העצמי של העובדים שעברו ביניהם בשנים 1995 עד 2005", סדרת מאמרים לדיון בנק ישראל (2009). י" מזר, "ההבדלים בין המגזר הציבורי והפרטי במימוניות העובדים המשכילים והתשואה שהמיומנויות משיאות לשכר והקשר בין המשתנים: עדויות מסקר PIAAC", סדרת מאמרים לדיון בנק ישראל (2018).

עד המלחמה המדיניות הפיסקלית הייתה שמרנית, והגירעון בתקציב גדל בשל דעיכת תקבולי המסים החריגים שנגבו בעת היציאה מהקורונה. אלמלא המלחמה הגירעון היה צפוי להסתכם בכשני אחוזי תוצר ויחס החוב לתוצר היה צפוי לרדת אל מתחת ל-60%.

התקציב המקורי לשנים 2023 ו-2024 כמעט לא כלל רפורמות מקרו-כלכליות נדרשות, תומכות צמיחה.

העלאות הריבית החדות והמתמשכות של בנק ישראל מ-0.1% במרץ 2022 ל-4.75% בסוף מאי 2023 ריסנו את הביקושים דרך ייקור העלויות של מימון הצריכה והפעילות העסקית.

סביבת הריבית שעלתה הגדילה את נטל החוב של העסקים ושל משקי הבית. האשראי העסקי אומנם גדל ב-5.6%, קצב גבוה היסטורית, אך כמחצית מקצב הגידול בשנים 2021-2022, תוך ירידה של האשראי לעסקים הזעירים. האשראי הצרכני אף הוא ירד (להרחבה ראו פרק ד'). ניתוח שנערך בחטיבת המחקר הצביע על גידול של נטל החוב והרעה יחסית בקרב לווים ביישובים במעמד חברתי-כלכלי נמוך לעומת לווים ביישובים במעמד חברתי-כלכלי גבוה בשנת 2023. בעלי היכולת ביצעו התאמות והפחיתו הלוואות צמודות לריבית הפריים. (להרחבה ראו תיבה ד'-2). ניתוח אחר העלה, כי עבור משקי בית בעלי משכנתה כל עלייה של נק' אחוז במשקל מסלול הפריים לוותה בירידה של כ-3 נקודות בסיס בצריכה הפרטית. נמצא שעבור משקי בית המשלמים משכנתה, כל עלייה של שקל בהחזר החודשי בעקבות עליות הריבית גרמה לצמצום הצריכה בכ-45 אגורות בחודש.

כדי לבחון את תגובת ריבית בנק ישראל להתפתחויות השונות נתייחס לתוואי ריבית תאורטי שנגזר ממאפייני המשק. איור א'-6 מציג את ריבית בנק ישראל ואת טווח הריביות שנגזרות מכללי טיילור פשוטים למשק הישראלי⁹, "כללי טיילור" הם אינדיקטור המצביע על תוואי הריבית התואם את התנהגות הבנק המרכזי בעבר, ועשוי להראות אם התוואי תואם את המצב הכלכלי. הואיל והמדיניות המוניטרית, ובפרט הריבית, משפיעה בפיגור על הביקושים, ודרכם על האינפלציה, חלק מהעלייה באינפלציה, שהגיעה בתחילת 2023 לשיעור השיא של העשור ומחצית העשור האחרונים, מיוחס לעיתוי השינוי במדיניות.

לפי איור א'-6 תהליך העלאת ריבית בנק ישראל בתגובה על עליית האינפלציה החל מאוחר מעט ביחס לתגובות המדיניות המוניטרית בעבר, וביחס לעולה מ"כללי טיילור", אבל לאחר מכן תאם ואף הקדים את הנגזר מהכללים האמורים. במחצית השנייה של 2023 רמת הריבית בפועל תאמה את טווח הריבית הנגזרת מהכללים. בסיכום התהליך, המדיניות שנקטה תרמה לתהליך ההתכנסות של האינפלציה ליעדה במהלך 2023 ללא פגיעה חדה בפעילות, כלומר סייעה ל"נחיתה הרכה". השוואה בין-לאומית של תוצאות העלאות הריבית בידי הבנקים המרכזיים, כפי שהן מתבטאות בריביות בניכוי שיעורי האינפלציה בפועל, מראה כי הריבית בישראל הגיבה לעליית האינפלציה מהר יחסית לעולם (איור א'-7).

העלאות הריבית
השנה תאמו את אפיון
המדיניות המוניטרית
בעבר, ואף הקדימו
במידת מה ביחס אליה.

⁹ הכללים המתוארים הם כללי טיילור, שבהם ריבית הבנק המרכזי מגיבה לפער האינפלציה – הפער בין סביבת האינפלציה למרכז היעד, לפער התוצר, ולריבית הטבעית. בחלק מהכללים הריבית הצפויה מגיבה גם לפער שער החליפין הריאלי. בכל הכללים הריבית מגיבה בהדרגה, כך שהכללים כוללים גורם החלקת ריבית. להרחבה ראו:

D. Elkayam and G. Segal (2018). Estimated Natural Rate of Interest in an Open Economy: The Case of Israel. Discussion Paper 2018.05, Bank of Israel.

A. Ilek and G. Segal (2022). A simple theory-based estimate of the real natural rate of interest in open economies. Discussion Paper 2022.06, Bank of Israel.

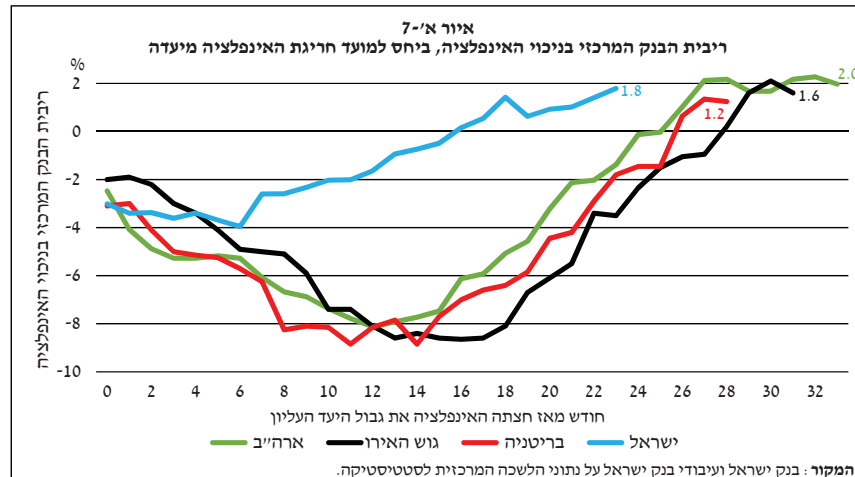
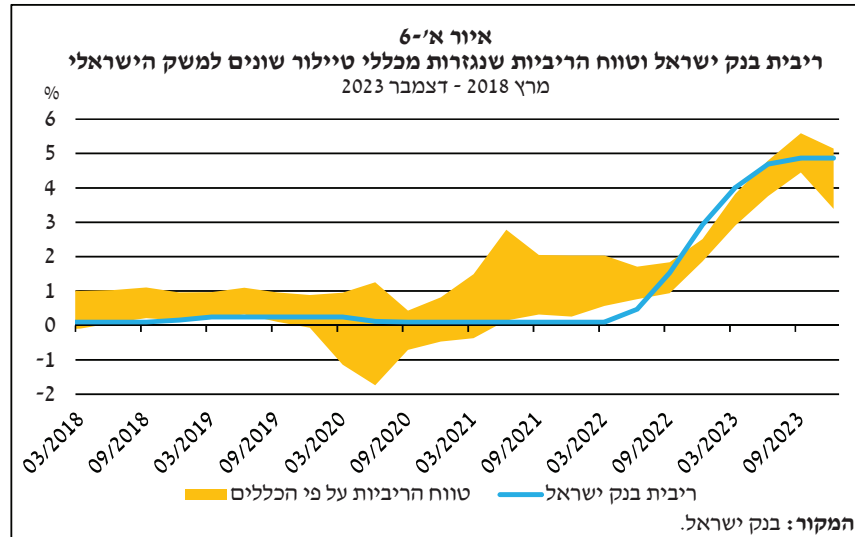
¹⁰ איור דומה מופיע תדיר בדוחות המדיניות המוניטרית של Fed, ראו:

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/publications/mpr_default.htm

תיבה: Monetary Policy Rules in the Current Environment

לניתוח דומה ראו:

<https://www.stlouisfed.org/from-the-president/speeches-and-presentations/2022/getting-into-the-zone-louisville>



אינדיקטור מקובל למידת ההרחבה או הריסון של המדיניות המוניטרית בהשפעתה על הפעילות ועל המחירים במשק (monetary stance) הוא הפער בין הריבית הריאלית (בפועל) לריבית הטבעית.¹¹ (להרחבה ראו פרק א' בדוח בנק ישראל לשנת 2019). הואיל והריבית הטבעית אינה נצפית, יש לאמוד אותה.

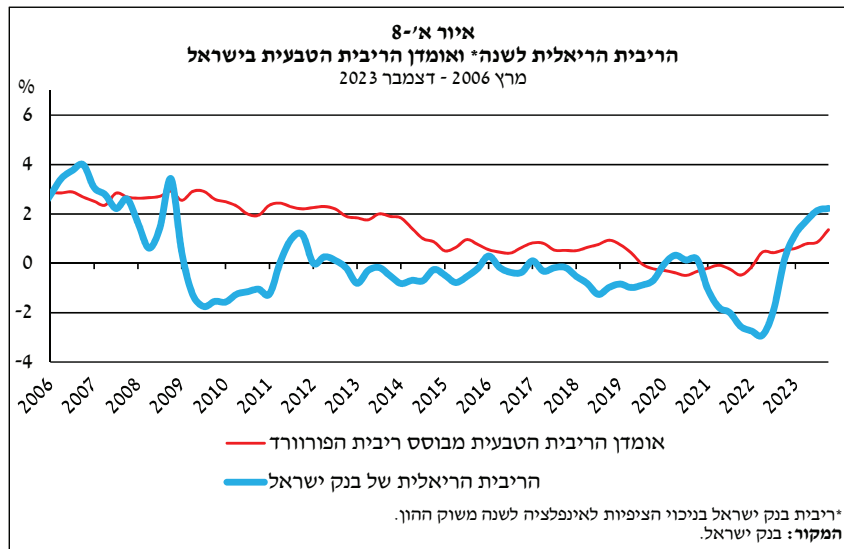
¹¹ ראו לדוגמה:

K. Holston, T. Laubach and J. C. Williams (2017). "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", Journal of International Economics, 108, Supplement 1, S59–S75.

הריבית הטבעית

הריבית (הריאלית) הטבעית היא ריבית תיאורטית (לא נצפית) המתיישרת עם שיווי משקל של יציבות מחירים ופעילות ברמה הפוטנציאלית של התוצר במשק.¹ אף שהריבית הטבעית אינה נצפית, היא משמשת אינדיקטור חשוב לקובעי המדיניות המוניטרית: כשהריבית המוניטרית הריאלית (ריבית הבנק המרכזי בניכוי הציפיות לאינפלציה) נמוכה מהריבית הטבעית משמע שהמדיניות תומכת בביקושים ופועלת להרחבת הפעילות (פער התוצר) ולעליית האינפלציה, ולהפך. משום כך, כאשר הריבית הטבעית עולה, נדרשת גם ריבית מוניטרית גבוהה יותר כדי למנוע האצה באינפלציה, ולהפך.

¹ במשק פתוח תנאי נוסף לשיווי משקל כזה הוא ששער החליפין הריאלי יהיה ברמה התואמת את הגורמים הבסיסיים (פונדמנטליים) להתפתחותו.



הריסון המוניטרי
שנקט תרם ל"ניחיתת
רכה" ולהתכנסות של
האינפלציה ליעדה
במהלך 2023.

איור א'-8 מציג את הריבית הריאלית של בנק ישראל (ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה) ואומדן לריבית הטבעית בישראל.¹² פער הריביות מראה שתהליך ההעלאה המואץ של הריבית המוניטרית, שהחל באפריל 2022 (איור א'-6), אחרי צמצום תוכניות ההרחבה שנקטו במשבר הקורונה, ביטא מפנה במדיניות המוניטרית – הפיכתה בהדרגה למרסנת כבר בתחילת 2023. זאת לצד מגמת עלייה של הריבית הטבעית כפי שהיא נאמדת על בסיס ריבית הפורוורד.

¹² אומדן הריבית הטבעית מבוסס על ריבית הפורוורד הריאלית הממוצעת בין 3 ל-10 שנים, ראו לדוגמה: M. Beenstock and A. Ilek (2010) ו-Clarida (2009). בפרט, ריבית הפורוורד מוכפלת במקדם נאמד קטן מ-1, קירוב להפחתת פרמייה ממוצעת בהתאם ל-Elkayam and Segal (2018). אומדנים נוספים לריבית הטבעית מעידים אף הם על המעבר ההדרגתי ממדיניות מרחיבה ביציאה ממשבר הקורונה למדיניות מרסנת ב-2023.

M. Beenstock and A. Ilek (2010). "Wicksell's Classical Dichotomy: Is the Natural Rate of Interest Independent of the Money Rate of Interest", Journal of Macroeconomics 32(1), 366–377; R.H. Clarida (2009). "Reflections on Monetary Policy in the Open Economy" In: NBER International Seminar on Macroeconomics 2008, J. Frankel and C. Pissarides (eds.), National Bureau of Economic Research, pp. 121–141; D. Elkayam and G. Segal (2018). "Estimated Natural Rate of Interest in an Open Economy: The Case of Israel", Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper 2018.05.

3. השפעותיה הכלכליות של המלחמה

א. הסביבה המקרו-כלכלית

מלחמת "חרבות ברזל" נפתחה בשבעה באוקטובר במתקפת פתע רצחנית על יישובים ובסיסים בנגב המערבי. בעקבותיה יצא צה"ל למלחמה הכוללת תמרון צבאי נרחב ברצועת עזה. בגבול לבנון החלה למחרת לחימה בעצימות נמוכה יותר. יישובי קווי הגבול בדרום ובצפון פונו. (להרחבה על פינוי האוכלוסיות בדרום ובצפון ואפיון ראו פרק ז').

המלחמה פגעה הן בהיצע העבודה והן בביקושים. הפגיעה בהיצע התבטאה בהיעדרות עובדים בשל גיוס נרחב, השבתה של מערכת החינוך בשבועות הראשונים, שהקשתה על הגעה פיזית לעבודה, פינוי תושבים בקווי העימות, היעדרות עובדים בשל הנחיות פיקוד העורף וצמצום כוח העבודה הלא-ישראלי. חלק מהפגיעה מוגבל לטווח הבינוני/קצר, וצפוי לדעוך במהירה עם סיום המלחמה; אולם חלק עלול להימשך גם לאחר המלחמה בהתאם להתפתחותה: השפעות על תפיסת הביטחון ויכולת ההרתעה של המדינה, חשש לחזור להתגורר באזורי הגבול, סבירות גבוהה להגדלת תקציב הביטחון, פגיעה בהיצע העובדים הלא-ישראליים, פגיעה מתמשכת בענף התיירות, השלכות על פרמיית הסיכון ועל דירוג האשראי של ישראל, השלכות חברתיות, חלוקת הנטל, ועוד.

חלק זה סוקר את ההתפתחויות ואת ההשלכות הכלכליות קצרות הטווח של המלחמה, והחלק הבא דן בהשלכות לטווח הבינוני-ארוך ומציג חלק מהאתגרים העומדים בפני המשק לטווח זה. אירועים ביטחוניים קודמים מהשנים האחרונות הסתכמו בפגיעה מקרו-כלכלית מוגבלת של עד כחצי נק' אחוז תוצר, וההתאוששות מהם הייתה מהירה. אולם המלחמה הנוכחית קשה וארוכה יותר. ברבעון הרביעי של 2023, כשהמלחמה בעיצומה, התכווץ התוצר ב-5.6% (במונחים רבעוניים), בהובלת התכווצות חדה של ההשקעה – שירדה בשיעור חסר תקדים – והצריכה הפרטית. כנגד זאת, בנקודת הכניסה למלחמה המשק היה חסון יותר מאשר בעת האירועים הביטחוניים הקודמים: יחס החוב לתוצר היה נמוך יחסית בהשוואה בין-לאומית, ובתוואי יורד; הגירעון הציבורי היה נמוך, אף כי חלק מתקבולי המסים היה בעל אופי זמני; שיעור החיסכון הלאומי היה גבוה; שיעור האבטלה היה נמוך, והמשק היה בתעסוקה מלאה; מלאי יתרות המט"ח של ישראל היה בשיא של 40 אחוזי תוצר, והעודף בחשבון השוטף היה גבוה ויציב. שלא כמו במלחמת יום כיפור, אירוע ביטחוני בר-השוואה, המשק הישראלי נמצא היום במקום אחר מכל הבחינות – משק מודרני, מפותח ופתוח. התמ"ג הריאלי כמעט הוכפל לעומת רמתו בזמן מלחמת לבנון השנייה, וגם התוצר לנפש צמח מאוד. מאפיינים אלו מעניקים למשק כריות ביטחון להתמודדות ארוכה ויקרה יותר (לוח א'-2).

השפעת מלחמת "חרבות ברזל" על שוק העבודה ועל שוק הדיור היא חריפה, בניגוד להשפעה החלשה וקצרת המועד של האירועים הביטחוניים בעבר הקרוב (הרחבה בפרקים ה' ו-ח'), בעיקר באזורי העימות. זאת בגלל רמת האינטנסיביות שלה ובפרט בחודש הראשון, התמשכותה ופינוי התושבים בקווי העימות. הפגיעה החדה ביותר הייתה במחוזות הדרום והצפון, אך הורגשה, במידה פחותה, בכל הארץ.

המלחמה הקשה
והארוכה פגעה הן בהיצע
העבודה והן בביקושים,
והתוצר התכווץ ב-5.6%
ברבעון הרביעי של 2023,
תוך ירידה חדה בהשקעה
ובצריכה הפרטית.

לוח א'-2 האיזונים הבטחוניים המרכזיים בישראל												
התקופה לפני ואחרי המלחמה	שנה נבדקת	יחס החוב לנטר	הגירעון של הממשלה הרחבה (%)	הגירעון בשטח השטח בנטר (%)	משקל הצרכים הבטחוניים בנטר	משקל הצרכים החברתיים בנטר	משקל הצרכים החברתיים בנטר	שיעור האבטלה (%)	קצב הצמיחה של התוצר (%)	שיעור האוניברסליות (%)	רמת הריבית קצרת הטווח	רמת הריבית קצרת הטווח
"מלחמת יום הכיפורים"	1972	~90	-	-12.9	16	27	76	3	2.4	40	-	-
	1974	~140	-	-22.6	27	76	76	3	2.4	40	-	-
"מלחמת לבנון הראשונה"	1981	-	16	-4.3	23	20	64	4.5	1.3	191	-	-
	1983	260	5.9	-5.9	20	64	64	4.5	1.3	191	-	-
"האינתיפאדה השנייה"	2000	77	1.2	-1.3	6.7	7.3	46	8.8	5.7	0	9.3	9.3
	2003	90	5.2	0.6	7.3	7.3	46	10.7	-0.4	-1.9	7.4	7.4
"מלחמת לבנון השנייה"	2005	85	3.0	3.1	6.6	6.6	43	9.0	2.3	2.5	3.7	3.7
	2007	71	0.7	2.9	6.1	6.1	41	7.3	4.1	3.4	3.9	3.9
"חברות ברוך"	2022	60	1.8	3.9	4.3	4.3	39	3.8	4.4	5.3	1.2	1.2
	2024*	67	8	-	-	-	-	5.3	2	2.4	3.7-5.4	3.7-5.4

*מבוסס על החזויות המקוריות-כלכליות של חטיבת המחקר מחדש ינואר 2024, נמכר נמוך והגירעון הרחוב שדוכנים למעמד ביסוסים החדים. המקור: דוחות סטטיסטיים ועבודות בנק ישראל.

בתחילת המלחמה הצטמצם משמעותית היצע העובדים, בעיקר בשל סגירת מערכת החינוך בשבועות הראשונים של הלחימה.¹³ אי התעסוקה התרחבה משמעותית בשל גיוס מילואים נרחב ופינוי תושבי הנגב המערבי (עד 7 ק"מ מרצועת עזה) ויישובים במרחק של עד 3.5 ק"מ מגבול לבנון. למעלה ממחצית העלות המשקית הישירה כתוצאה מהיעדרות העובדים בחודש הראשון ללחימה נבעה מסגירה של מערכת החינוך: העלות נובעת מהיעדרות הורים, ובמידה פחותה גם מעבודה מהבית תוך כדי השגחה על הילדים, ביעילות מופחתת. העלות היומית הגבוהה מאוד של השבתת מערכת החינוך מחייבת היערכות להפעלתה במהירות בזמן משברים עתידיים, כולל העדפה של מיגון מבני החינוך במסגרת מאמץ המיגון של הממשלה.

בנק ישראל הגיב מייד עם פרוץ המלחמה, ובתמיכת פעולותיו התמתן הפיחות של השקל, והשווקים התייצבו, אך התנודתיות בשוקי המט"ח נותרה גבוהה.

עם פרוץ המלחמה פוחת השקל משמעותית, כתוצאה ממכירת שקלים על ידי משקיעים זרים ותושבי חוץ. (להרחבה ראו פרק ג' ודוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2023). ביום שני, התשעה באוקטובר, כבר לפני פתיחת יום המסחר הראשון שלאחר פרוץ המלחמה, הכריז בנק ישראל על תוכנית למכירת מט"ח בהיקף של עד 30 מיליארדי דולרים כדי למתן את התנודות בשער החליפין, ועל תוכנית SWAP בהיקף של עד 15 מיליארד דולר. במסגרת התוכנית מכר הבנק מט"ח בהיקף של 8.2 מיליארדי דולרים באוקטובר, ובהיקף של כ-340 מיליוני דולרים בנובמבר. הבנק הכריז גם על תוכנית של הלוואות ריפו לגופים מוסדיים וקרנות נאמנות כנגד אג"ח ממשלתיות וקונצרניות כדי לספק נזילות שקלית ולמתן את התנודות בשווקים. היקף ההלוואות שנלקחו בפועל היה מצומצם ועמד באוקטובר על כ-100 מיליוני דולרים. בעקבות פעולות אלו התמתן הפיחות של השקל, והשווקים התייצבו, אך התנודתיות בשוקי המט"ח נותרה גבוהה (איור א'-4). פרמיית הסיכון של ישראל, הנמדדת על ידי המרווחים של החוב הדולרי ו/או הביטוח עליו נותרה ברמה גבוהה מאוד יחסית לעבר. בסוף 2023 השקל היה מיוסף ביחס לרמתו ערב המלחמה.

עם פרוץ המלחמה נרשמו ירידות חדות במחירי הנכסים הפיננסיים – מניות, אג"ח תאגידיות ואג"ח ממשלתיות – וירידה בנזילות הנכסים. השקל פוחת משמעותית, ופרמיית הסיכון של המשק עלתה בחדות.

בימים הראשונים של המלחמה נרשמו ירידות חדות של מחירי הנכסים הפיננסיים – מניות, אג"ח תאגידיות ואג"ח ממשלתיות – וירידה בנזילות בשוקי הנכסים. בנק ישראל פעל מייד להבטחת המשכיות השירות הבנקאי, רציפות מערכות התשלומים ויציבות. (להרחבה ראו תיבה 1 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2023). במהלך שלושת השבועות הראשונים של המלחמה ירד מדד ת"א 125 בחדות (ב-13.5%), אולם מסוף אוקטובר, עם התקדמות המלחמה, ולאחר שירדו ההערכות כי תתנהל מלחמה במקביל גם בצפון, שינו מדדי המניות כיוון, ואף הגיעו לרמה גבוהה מרמתם ערב המלחמה (איור א'-5), זאת כאשר בעולם עלו מחירי המניות בשיעור ניכר. בסיכום שנת 2023 עלו מחירי המניות בישראל בשיעור מתון של כ-4% (לוח א'-1), נמוך בהרבה ממדדי המניות במרבית המדינות המפותחות. מגמת המחירים בשוק איגרות החוב הייתה דומה. בענף הנדל"ן קטעה המלחמה את ההתאוששות הקלה שהחלה ברבעון השלישי, ומספר העסקאות ירד לרמה נמוכה ביותר, בדומה לרמתן בסגר הראשון של משבר הקורונה. (להרחבה על התפתחות ענף הנדל"ן השנה ראו פרק ח'). בעקבות המלחמה נמנעה כניסתם של כ-100 אלף עובדים פלסטינים בענף הבנייה, שהם כשליש מכוח העבודה בענף. דומה שחלק מהבעיות במגבלת ההיצע של העובדים בשל החלטות הממשלה לא תיפתרנה בקרוב ומצריכות מחשבה-מחדש על המדיניות ארוכת הטווח של העסקת העובדים הפלסטינים. בשבועות הראשונים למלחמה נסגרו אתרי הבנייה בעקבות ההנחיות של פיקוד העורף ושל הרשויות המקומיות, ולקראת סוף 2023 כ-28% מאתרי הבנייה למגורים (משוקלל במספר יחידות הדירור בכל אתר) עדיין היו סגורים. הוצאות המימון הגבוהות לצד הירידה בהכנסותיהן של חברות הבנייה העלו את הסיכון בענף. (להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2023).

¹³ ניתוח מיוחד של חטיבת המחקר: העלות הכלכלית של היעדרות מעבודה במהלך מלחמת "חברות ברזל", 9.11.2023.

האבטלה הרחבה בקרב ערביי ישראל נסקה בחודש אוקטובר אל מעל 15%, ושיעור התעסוקה בפועל בקרב הגברים הערבים נפגע משמעותית בהשוואה לגברים היהודים.

לצד הזעזוע הגדול בהיצע העבודה השפיעה המלחמה גם על הביקושים. ירידת הביקושים התבטאה בירידה חדה מאוד של הצריכה הפרטית – כפי שהשתקף באומדן השימוש בכרטיסי אשראי – ובעלייה חדה של שיעור האבטלה הרחבה,¹⁴ שהגיעה בחודש אוקטובר לכמעט 10%. פגיעה ייחודית נוספת של המלחמה הייתה בערביי ישראל (תיבה ה'-2). האבטלה הרחבה בקרב נסקה בחודש אוקטובר למעל 15%, ושיעור התעסוקה האפקטיבי (המועסקים בפועל לא כולל הנעדרים) בקרב הגברים הערבים נפגע הרבה יותר מאשר בקרב הגברים היהודים. זאת לא רק משום שערבים רבים מועסקים בענף הבנייה, אלא גם בשל ירידה בביקוש לתוצר ענפי השירותים – ענפים שבהם ייצוג הערבים גבוה יחסית. לפי אינדיקציות המובאות בתיבה האמורה הפגיעה בתעסוקה מוסברת גם בחשש מאינטראקציה בין יהודים לערבים. עם זאת, פערי התעסוקה בין העובדים מהחברה הערבית ליהודים הצטמצמו מהר, וחזרו כמעט לקדמותם לקראת סוף השנה. גידול האבטלה הרחבה ביטא את מגבלת הביקוש, שחלחלה במהירות למשק, בעיקר לענפי הפנאי, והתבטא באבטלה של עובדים שנשלחו לחל"ת ויכלו לקבל דמי אבטלה, תוצאה של הגמשת התנאים לכך בדומה למדיניות שהונהגה במשבר הקורונה.¹⁵

התיירות, ובפרט תיירות החוץ, נפגעה משמעותית: מרבית חברות התעופה הבין-לאומיות הפסיקו את טיסותיהן לארץ וממנה למשך מספר חודשים, בשל עלייה חדה של עלויות הביטוח בגלל המלחמה ובשל ירידה חדה בביקושים לטיסות לארץ וגם ממנה. חלק מהפגיעה בענף המלונות קווצה על ידי הלנת תושבים מפונים במלונות תיירות במימון המדינה, אך אלו לא צורכים שירותי תיירות כמו תיירים. הענף צפוי להמשיך ולהיפגע משמעותית ולאורך זמן כשהתושבים יחזרו למקומות מגוריהם, שכן ניסיון העבר מלמד על התאוששות איטית של התיירות בשוק משברים ביטחוניים, ומה עוד שהמלחמה הנוכחית חמורה מהאירועים הביטחוניים בעבר. ענף החקלאות, שחלק גדול ממנו מרוכז באזורי העימות, ספג מהלומת היצע ניכרת גם בגלל עזיבה זמנית של מעל רבבת עובדים זרים – יותר משליש העובדים הזרים בחקלאות. (להרחבה ראו תיבה ה'-1). ענף התעשייה התמודד עם סגירת מפעלים בשל מחסור בידיים עובדות ובשל סיכון ביטחוני באזורי העימות.

משקי הבית והעסקים הקטנים הושפעו מהמלחמה כלכלית במידה הרבה ביותר. האשראי של משקי הבית, שירד בקצב מתון עוד לפני המלחמה (-0.9%), ירד ביתר שאת באוקטובר לאחר שפרצה, וקפא עד סוף השנה. בגלל הפגיעה בהכנסות של העסקים הקטנים ושל חלק ממשקי הבית יזם הפיקוח על הבנקים בתחילת המלחמה מתווה, שאומץ על ידי המערכת הבנקאית, לדחיית הלוואות ל-3 חודשים ללא ריבית ועמלות לתושבים המתגוררים במרחק של עד 30 ק"מ מרצועת עזה, למפונים, למשפחות ההרוגים ולמשפחות המילואים. דחייה דומה, תוך תשלום ריבית בשיעור המקורי של ההלוואה, אך ללא עמלות, ניתנה להלוואות של שאר התושבים המעוניינים בכך. מתווה זה הוארך בסוף השנה בשלושה חודשים נוספים. עד סוף 2023 נדחו תשלומים של יותר מ-300 אלף הלוואות, כ-30% מהן במסגרת המתווה לנפגעים הישירים. (להרחבה ראו דוח הציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2023).

על רקע הפגיעה הקשה בפעילות הכלכלית והעלייה החדה של הוצאות הממשלה עלו מדדי סיכון שונים, בהם פער התשואות בין אג"ח ממשלתית ישראלית לאג"ח ממשלתית של ארה"ב ומחיר ה-CDS (איור א'-9). שתיים מחברות הדירוג המובילות הכניסו את דירוג האשראי של ישראל ל"מעקב שלילי", וחברת הדירוג S&P הורידה את תחזית הדירוג שלה. לנוכח אי-הוודאות הגוברת לגבי התמשכות המלחמה – המועד והאופן של סיומה והסיכון להתרחבותה – הורידה

¹⁴ מובטלים ומועסקים שנעדרו ממקום עבודתם מסיבות כלכליות.

¹⁵ להרחבת הדיון בשוק העבודה ראו פרק ה' וכן סקירות שפרסמו משרד העבודה והמוסד לביטוח הלאומי.

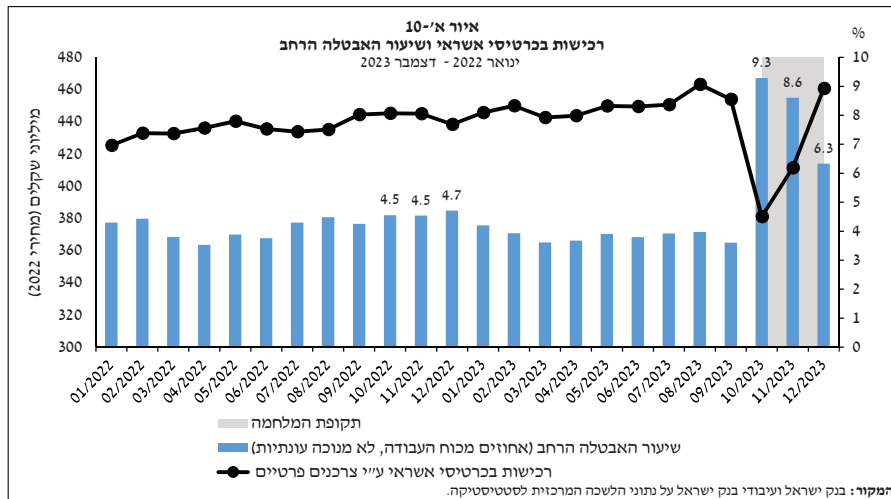
בתחילת 2024 הורידה
חברת מודייס את דירוג
האשראי של ישראל.

חברת הדירוג מודייס בפברואר 2024 את דירוג האשראי של ישראל ואת תחזית הדירוג. זאת גם בשל השפעת המלחמה על פניות הממשלה והכנסת לעסוק בסוגיות ליבה כלכליות וחברתיות, והשינוי במצב הפיסקלי. כנגד זאת הדגישה מודייס בהודעתה כי מסגרת המדיניות המקרו-כלכלית והמוניטרית של ישראל איתנה.



הורדת דירוג מאשררת חשש לסיכוני אשראי; מרווחי האשראי ופרמיית הסיכון של ישראל עלו עוד לפני הורדת הדירוג. לאורך זמן, הורדת דירוג האשראי עלולה לפגוע בהשקעות במשק בשל ירידה של החזקת גופים זרים באג"ח של ממשלת ישראל, בשל תקנות רגולטוריות על גופים פיננסיים בין-לאומיים, המגבילות את היקף החזקתם באג"ח של מדינות או חברות המצויות מתחת לרמת דירוג מסוימת. במקרה כזה פער התשואות לפדיון בין האג"ח הממשלתיות המקומיות לאג"ח הזרות צפוי לגדול, גיוס ההון של הממשלה ושל מוסדות וחברות מקומיים צפוי להתייקר, ותיתכן אף הפחתה בהשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק.

ואולם, לאחר הזעזוע הראשוני, אינדיקציה להתייצבות הייתה ייסוף השקל ועלייה של שערי המניות; בדצמבר 2023 השער הנומינלי האפקטיבי היה נמוך ב-1.8% מרמתו בספטמבר, שער החליפין של השקל מול הדולר היה נמוך ב-3.9%, ומחירי המניות היו נמוכים ב-1.1% (מדד ת"א 125) בלבד, לאחר שירדו כבר באוקטובר ב-7.6%, ירידה כמעט כפולה מאלה של מדדים בעולם (איור א'-5). ההוצאה בכרטיסי אשראי, אינדיקטור לצריכה הפרטית, התאוששה, וחזרה למגמה שאפיינה אותה לפני המלחמה (איור א'-10), והתנועה בתחבורה הציבורית חזרה לקדמותה. שוק העבודה גילה איתנות, ושיעור האבטלה הרחבה ירד לסביבה של כ-6.3% (איור א'-10), ללא פגיעה משמעותית בשיעורי ההשתתפות.



ב. המדיניות הפיסקלית וצעדי הממשלה

בעקבות מתקפת הטרור בשבעה באוקטובר החליטה הממשלה על יציאה למלחמה כוללת בעזה, כולל גיוס רחב היקף של מילואים. במקביל, על רקע הלחימה באזורי הגבול בעוטף עזה ובצפון, החליטה הממשלה, לראשונה מאז קום המדינה, לפנות עשרות אלפי תושבים מביתם משיקולים ביטחוניים. פינוי האוכלוסייה והפגיעה החמורה בתושבי העוטף והצפון חייבו את הממשלה לקדם מתווי סיוע, שייתנו מענה לנפגעים ולמפונים. מענים אלו התעכבו בחלקם מסיבות שונות, חלקן אובייקטיביות, בהתחשב באירוע החרג. במקביל התארגנו קבוצות שונות של החברה האזרחית כדי לספק מענה חלופי במגוון תחומים.

לצד הטיפול בנפגעים הישירים ממתקפת הטרור ובמפונים נחשפו אזורים רבים בארץ למתקפות טילים וירי רקטות בשבועות הראשונים של המלחמה. אלו הגבילו את הפעילות האזרחית ואת פתיחת מקומות העבודה, בפרט מקומות שאין בהם מיגון מתאים. כמענה לכל אלה גיבשה הממשלה מתווים של הקלות לאוכלוסיות שנפגעו. ההקלות התייחסו בתחילה לנפגעים הישירים, ובהמשך – גם לעסקים ולאוכלוסיות שנפגעו באופן עקיף מהמלחמה בכל רחבי הארץ. ההחלטות הללו עיצבו בחודשים שלאחר מכן את העלות הכלכלית האזרחית של המלחמה ואת צעדיה של הממשלה.

כריות הביטחון הפיסקליות שנצברו ערב המלחמה תומכות בעמידות הפיסקלית במהלכה, אך המלחמה השפיעה באופן ניכר על תקציב הממשלה, על צורכי המימון שלה ועל תגובת השווקים. (לפירוט על תקציב הממשלה, ראו פרק ו'). הגדלת גיוס החוב ברבעון הראשון ללחימה התבטאה בעלייה מתונה בלבד של התשואות על אג"ח ממשלתיות חדשות בעת ההנפקה של אג"ח בשוק המקומי. עם זאת, התגובה המתונה של התשואות נתמכה במידה רבה בירידת תשואות בשווקים הגלובליים, ופערי התשואות (השיליים) בין אג"ח ממשלתיות של ישראל לאלה של ארה"ב נמחקו עד סוף השנה. לעומת זאת, עלות הגיוס בחו"ל עלתה מאוד. לצד זאת, הגידול הצפוי של הגירעון המבני והאפשרות להתממשות משברים נוספים בהמשך חייבו את הממשלה לבצע התאמות תקציביות כדי לשמר את האחריות והאמינות של המדיניות הפיסקלית בעיני השווקים והציבור, אך אלה בוצעו רק בחלקן.

העלות התקציבית הישירה של המלחמה יכולה להיות ממומנת בשילוב של דרכים שונות – העלאת מסים, הפחתת הוצאות אחרות ו/או הגדלה זמנית של החוב. לכל צורת מימון יש השלכות

בעקבות המלחמה הפכה מדיניות הממשלה למרחיבה מאוד.

הגידול הצפוי של הגירעון המבני והחשש ממשברים נוספים בהמשך חייבו את הממשלה לבצע התאמות תקציביות.

כלכליות: מימון באמצעות מיסוי, ובפרט מיסוי ישיר, יושת במיוחד על האוכלוסייה העובדת, ועלול לפגוע בתמריצים לעבודה; מימון באמצעות הפחתת תשלומי העברה יושת בעיקר על העשירונים הנמוכים של משקי הבית; מימון באמצעות הגדלת הגירעון יעביר את הנטל לציבור בשנים הבאות ויפגע בעמידות המשק; ומימון באמצעות הפחתת הצריכה האזרחית יפגע בשירותי הממשלה, ועלול לצמצם תוכניות שתומכות במחוללי צמיחה עתידיים – כלומר לפגוע בצמיחה וברמת החיים של כלל האזרחים. משום כך נדרשת זהירות בהרחבת ההוצאות – בפרט של אלו המתמשכות – הקצאתן כך שהן יתמכו בצמיחה בת-קיימא, תוך בחירה מושכלת של הצעדים הננקטים למימון תוך איזון בין המקורות השונים.

כדי להתמודד עם תוספת ההוצאות שנדרשה ב-2023 אישרה הממשלה, בתקציב המעודכן לאותה שנה, תוספת תקציבית של כ-26 מיליארד ש"ח מהם כ-12 מיליארד ש"ח למימון ההוצאה האזרחית הנוספת של הממשלה בגין המלחמה.¹⁶ במסגרת זאת הרכיב הגדול ביותר היה כ-3.5 מיליארד ש"ח לנושאים הקשורים בפינוי אוכלוסייה, ביניהם תשלום למלונות שבהם שוכנו המפונים, מתן שירותי בריאות וחינוך במלונות, מענקי אכלוס, וכן הארכת שיפוי שכרם של מפונים לבעלי עסקים. הוצאות משמעותיות נוספות היו סיוע לחברות היי-טק (כ-1.5 מיליארד ש"ח), תוספת לתקציב המשרד לביטחון לאומי, למשל לתגבור המשטרה (כ-1.5 מיליארד ש"ח), ולמשרד הבריאות (כמיליארד ש"ח).

מלבד הגדלת התקציב נקטה הממשלה מספר צעדים נוספים לשם הקלה על המגזר העסקי ועל משקי הבית. במהלך חודש אוקטובר פרסם משרד האוצר צעדי מדיניות שנועדו לסייע לפעילות הכלכלית במשק בכלל ולמגזר העסקי בפרט. המהיר שבהם היה דחיית תשלומי מע"מ, שהביאה לדחיית הכנסות בסך כ-3.5 מיליארד ש"ח לסוף השנה. כן השתמשה הממשלה בקרן מס רכוש כדי לממן סיוע ישיר ועקיף לעסקים בהיקף של כ-5 מיליארד ש"ח עד סוף השנה. מיליארד ש"ח הוצאו מתקציב המוסד לביטוח לאומי עקב גידולם של תשלומי דמי האבטלה.

כחלק מהסיוע יישמה הממשלה מודל פיצויים למעסיקים שהפדיון שלהם ירד ביותר מ-25%, גם בגין תשלומי שכר ששולמו בפועל. ערוץ זה היה אמור להוות תמריץ למעסיקים לשימור העובדים, אך נראה שמבנה המענקים בשילוב עם ההקלות בתנאי הזכאות לדמי אבטלה ביציאה לחל"ת לא היוו תמריץ חזק די הצורך. (הרחבה על מודל החל"ת ראו בפרק ה', ועל מדיניות הממשלה וצעדיה – בפרק ו').

ג. המדיניות המוניטרית וצעדי בנק ישראל

בנק ישראל הפעיל כלים מיוחדים בתגובה למלחמה. לוח א'-3 מפרט את פעולות הבנק בזמן המלחמה ברבעון הרביעי של 2023. על רקע המלחמה והשלכותיה המהירות על השווקים התמקדה הוועדה המוניטרית בשמירת היציבות בשווקים, בדגש על שוק המט"ח, כדי למנוע פגיעה ביציבות הפיננסית, שעלולה להוביל לפגיעה מתמשכת במשק.¹⁷ ערב המלחמה האינפלציה השנתית התמתנה, אך נותרה מעל ליעד, בשיעור של 3.8% אחוזים. על רקע זה ציינו חברי הוועדה המוניטרית בהודעות המדיניות המוניטרית ביולי ובספטמבר, לפני פרוץ המלחמה, כי "... (הוועדה)

¹⁶ לתקציב נוספו כ-29 מיליארדי ש"ח, וכנגד זאת בוצעו הפחתות של כ-3 מיליארדי ש"ח בסעיפים אחרים.

¹⁷ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130510a.htm>

<https://www.brookings.edu/articles/should-monetary-policy-take-into-account-risks-to-financial-stability>

<https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781484325940/ch006.xml>

רואה היתכנות לא מבוטלת להמשך העלאה של הריבית בהחלטותיה הבאות, ככל שסביבת האינפלציה לא תמשיך להתמתן בהתאם למצופה".

עם פרוץ המלחמה (ביום שבת) עלתה פרמיית הסיכון בחדות, ושער החליפין של השקל מול הדולר נסק במסחר המוקדם בחו"ל. צעדי הבנק התמקדו בייצוב של השווקים הפיננסיים, בפרט של שוק המט"ח, ובהפחתת אי-הוודאות, תוך שימוש בכלי מדיניות שונים (לוח א'-3), ותרמו לרגיעה בשווקים, תוך המשך תנודתיות גבוהה בהם. כעבור זמן השקל אף יוסף בהשוואה לרמתו ערב המלחמה.

מפרוץ המלחמה התמקד בנק ישראל בייצוב השווקים הפיננסיים, בפרט שוק המט"ח, ובהפחתת אי-הוודאות, תוך שימוש בכלי מדיניות שונים. לפיכך, ועם הירידה באי-הוודאות סביב התרחבות הלחימה, ניכרה רגיעה בשווקים.

לוח א'-3: ריכוז פעולות בנק ישראל במלחמת "חרבות ברזל"		
מדיניות מוניטרית	בנקאות, אשראי ותשלומים	יעוץ כלכלי לממשלה
• תוכנית מכירת מט"ח עד 30 מיליארד דולר, ומכירה בפועל של 8.5 מיליארד. • עסקאות החלף עד 15 מיליארד דולר. • הפעלת מנגנון עסקות ריפו לגופים מוסדיים וקרנות נאמנות כנגד אג"ח ממשלה. • הפחתת ריבית בנק ישראל ב-0.25 נק' אחוז בינואר 2024.	• מתווה מוסכם לדחיית תשלומים וביטול/דחיית עמלות. • תוכנית להקלת תנאי אשראי לעסקים קטנים בהיקף של עד 10 מיליארד ש"ח. • הקלות בדיווחי אשראי. • הקלות בהגבלה על חשבון בנק. • הנחיה שאפשרה מעבר לשירותי בנקאות מרחוק ומסניפים של בנקים אחרים. • טיפול בשימוש לרעה בכרטיסי אשראי של נפגעי המצב הביטחוני.	• פרסום ועדכון תחזית מקרו-כלכלית לפעילות המשק לנוכח המלחמה. • ניתוחים והערכות כלכליות של הפעילות הכלכלית בענפים שונים במשק. • עבודה רציפה מול משרדי הממשלה הרלוונטיים לקידום תוכניות סיוע והתמודדות עם צורכי המלחמה.

כדי להקל על תנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו מהמלחמה הכריז בנק ישראל בנובמבר על תוכנית מוניטרית בהיקף של 10 מיליארד ש"ח אשר הסתיימה בסוף ינואר 2024. התוכנית הציעה לבנקים הלוואות בריבית מסובסדת בתמורה למתן הלוואות שהריבית הממוצעת עליהן לא תעלה על ריבית הפריים. עד סוף ינואר 2024 ניתנו הלוואות בהיקף של 6.3 מיליארד ש"ח, 45% מהם בדרום ובצפון, ושיעור הירידה הממוצע בפדיון של הלווים היה גבוה במקצת מ-50%.

מפרוץ המלחמה, הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה מהמקורות השונים נותרו ללא שינוי ניכר בהשוואה לרמתן ערב המלחמה, בתוך יעד האינפלציה, בחלקו העליון. במקביל ירד התוואי הצפוי של הריבית. מדד המחירים לאוקטובר אמנם הפתיע מעט כלפי מעלה (0.1 נק' אחוז), אך מדדי נובמבר ודצמבר הפתיעו כלפי מטה (0.4 נק' אחוז במצטבר) ביחס לציפיות ולתחזיות לגביהם. התפתחות זו עולה בקנה אחד עם ממצאים אמפיריים שהתקבלו לגבי המשק הישראלי, אשר

בנק ישראל הציג תוכניות הקלת אשראי למשקי הבית ולעסקים.

סביבת האינפלציה ירדה בתחילת המלחמה.

לאחר התבססות
היציבות בשווקים
הפיננסיים וירידתה
של סביבת האינפלציה
הורידה הוועדה
המוניטרית את ריבית
בנק ישראל ב-1.1.2024
ב-0.25 נק' אחוז,
ל-4.5%.

לפיהם עימות צבאי משפיע על המשק השפעה דיפלומטית בטווח הקצר, בגלל ירידה דומיננטית של הביקושים לצד ירידה מובהקת בפעילות בשל פגיעה מצד ההיצע. (להרחבה ראו תיבה ג'-2). על רקע התבססות היציבות בשווקים הפיננסיים, התרבות האינדיקטורים להתמתנות של סביבת האינפלציה לטווח היעד, הפגיעה המשמעותית בפעילות ובתעסוקה והמפנה הצפוי דאז במדיניות הריבית בעולם – בפרט בארה"ב ובגוש האירו, שאותתו על הורדות ריבית צפויות – החליטה הוועדה המוניתרית בהחלטת המדיניות של 1.1.2024 להוריד את ריבית בנק ישראל ל-4.5%. זו הייתה הפחתת הריבית הראשונה מאז תחילתה של מגיפת הקורונה במארס 2020.

4. האתגרים העומדים בפני המשק לאחר המלחמה

בעקבות המלחמה המשק הישראלי ניצב בפני אתגרים משמעותיים ועלויות מתמשכות. מלחמת "חרבות ברזל" היא אירוע בטחוני בסדר גודל שונה מסבבי לחימה קודמים בשני העשורים האחרונים גם בצד הכלכלי. בנוסף, היא שונה מאוד ממשבר מגיפת הקורונה במספר מישורים משמעותיים.

המלחמה בעזה היא משבר ייחודי לישראל, ולכן השווקים הגלובליים פחות סובלניים לעלייה בחוב של ישראל מאשר בתקופת הקורונה, שבה כל המדינות נקטו מדיניות פיסקלית מרחיבה מאוד. הדבר בא לידי ביטוי, למשל, בהתייחסות חברות דירוג האשראי להתפתחויות בישראל. זאת ועוד, ההתאוששות מהקורונה הייתה מהירה מאוד, וכמעט ללא השלכות שליליות לטווח הבינוני-ארוך, בין היתר בזכות גידול חד של הביקוש העולמי לשירותים טכנולוגיים, ענף שבו ישראל נהנית מיתרון יחסי. לעומת זאת למשבר הנוכחי צפויות להיות השלכות מהותיות גם לטווח הבינוני-ארוך, מה שהופך את ההתאוששות למאתגרת יותר, בפרט על רקע השסע החברתי בישראל בתקופה שקדמה למלחמה והשלכותיו על היכולת לנהל מדיניות בראייה ארוכת טווח.

ההשלכות המתמשכות, בעיקר על צד ההיצע, כוללות:

שינוי תפיסת הביטחון
והגדלת תקציב הביטחון
הנדרש עלולים לפגוע
בפוטנציאל הצמיחה של
המשק.

1. שינוי תפיסת הביטחון. זה יביא, ככל הנראה, לגידול משמעותי, פרמננטי, של תקציב הביטחון והתקציבים הנלווים אליו. במסגרת סיכומי התקציב ל-2024 כבר ניתנה למערכת הביטחון הרשאה להתחייב בסדר גודל שנתי של 10 מיליארד ש"ח למשך 8 שנים עבור התעצמות, כצעד ביניים עד אשר ועדה מקצועית תגבש את הגודל הרצוי של תקציב הביטחון בטווח הבינוני.

חשוב לבחון את היקף ההגדלה של תקציב הביטחון באופן קבוע גם מול משמעותיותה האזרחיות והכלכליות – הזמניות והקבועות. תוספת הוצאה ביטחונית תחייב את הגדלת מקורות ההכנסה של הממשלה או פגיעה בהוצאה האזרחית בישראל, שהיא מלכתחילה נמוכה מאוד בהשוואה בין-לאומית. שני הדברים עלולים להעיב על פוטנציאל הצמיחה של המשק. כך, למשל, עצירה של מיזמי תשתיות ציבוריים אזרחיים כרוכה בפגיעה ארוכת טווח בפריון; קיצוץ תוכנית החומש של המגזר הערבי, שמטרתה להגדיל את האינטגרציה של המגזר במשק הישראלי, יפגע בחינוך ובתשתיות ביישובי החברה הערבית, ובכך גם בהגדלת ההכנסה הלאומית לאורך זמן; הארכה של תקופת השירות הסדיר מעכבת את היציאה של המשורחרים לשוק העבודה, והגדלת מספר ימי המילואים פוגעת גם היא בהיצע העבודה במגזר העסקי.¹⁸

¹⁸ בפברואר 2024 הוגש לכנסת חוק מילואים לקריאה ראשונה. החוק מגדיל משמעותית את המכסה השנתית של ימי המילואים למשרתי המילואים, ומעלה את הגיל שממנו ניתן פטור משירות מילואים.

הגידול הצפוי של נטל הביטחון מחייב התאמות ושינויים במדיניות הממשלה.

צמצום העסקת עובדים פלסטינים בענף הבנייה ובענף החקלאות מחייב מציאת פתרון תחליפי הולם.

על אלה נוספת עלייה אפשרית בפרמיית הסיכון של המשק, וכתוצאה מכך – התייקרות המימון של הממשלה והמגזר העסקי, אם גידולן של הוצאות הביטחון לא ילווה בצעדים פיסקליים מקיפים. אלה מהוות סיכון משמעותי נוסף לצמיחה, כי סביר שהן יביאו לירידה בהשקעה העסקית, וכפועל יוצא – להחלשת התוואי של התפתחות פריון העבודה והתוצר. כנגד זאת ההשקעה הגדולה של מערכת הביטחון והתעשיות הביטחוניות בפיתוח שיפורים טכנולוגיים בשדה הקרב עשויה לאפשר הרחבה של היצוא הביטחוני על רקע המתחים הגיאוגרפיים בעולם. השקעה כזאת יכולה, כפי שראינו בעבר, להביא לפיתוח טכנולוגיות שבצדן גם תועלת אזרחית בטווח הבינוני-ארוך.

2. מציאת תחליפים הולמים לעובדים הפלסטינים.¹⁹ אלו מהווים כיום כשליש מהמועסקים בענף הבנייה, הזקוק לפתרון תחליפי הולם. הגדלת מספר העובדים הזרים עשויה לספק למשק גמישות בהיצע העבודה בענפי הבנייה והחקלאות, ולהוות גורם מייצב בתקופות של מתיחות ביטחונית. עם זאת הנוכחות של עובדים זרים מצריכה משאבים מקומיים לפתרונות דיור ובריאות לעובדים הללו, ועלולה ליצור גם קשיים חברתיים. נושא זה צריך להיבחן גם בראייה ביטחונית וגיאוגרפית-פוליטית, שכן לפתרון שייבחר תהיה השלכה משמעותית גם על הכלכלה הפלסטינית.

3. הצורך לאפשר את חזרת התושבים באזורי העימות לבתיהם ולשקם את הבתים והתשתיות שנפגעו, תוך שדרוג השירותים בהתאם למדיניות שקבעה הממשלה. ככל שתהליך זה יוקדם, כך תגדל הפניות של התושבים, וייקל עליהם יותר להשתלב בצורה טובה במקומות העבודה שבהם הועסקו לפני המלחמה.

4. אחת התובנות שהתחדדו בעקבות המלחמה היא העלייה בצורכי כוח האדם של הצבא. עליה זו תכביד מאוד את הנטל שיפול על אלה המשרתים, כפי שמומחש, למשל, על ידי הגידול הניכר במספר ימי המילואים שאנשי המילואים צפויים לשרת מדי שנה ובהצעה להאריך את משך שירות החובה. הארכת השירות הצבאי של הפרט, בין בחובה ובין במילואים, פוגעת בתפוקתו המשקית האזרחית ופגיעה זו מתעצמת במידה גוברת והולכת ככל שמשך השירות שלו מתארך. יתר על כן, שירות מילואים ממושך פוגע גם בתעסוקת בנות-בני הזוג של המשרתים (ראו פרק ה', סעיף 4א). לפיכך, ככל שהגדלת נטל השירות תתחלק על פני מספר משרתים גדול יותר, מבין המיועדים לשירות ביטחון (מלש"בים), כך תפחת הפגיעה הכלכלית בכל אחד מהם וכן הפגיעה המצרפית במשק. הרחבת מעגל המשרתים בצבא, בכלל זה מקרב האוכלוסייה החרדית – במסגרת מתווה מוסכם לגבי אופי התהליך – תאפשר אפוא לענות על צורכי הביטחון הגדלים תוך מיתון הפגיעה במשרתים ובמשק.²⁰

על אלו יש להוסיף את האתגרים והרפורמות שנדרשו במשק עוד לפני המלחמה לשם התמודדות עם בעיות יסוד ארוכות-טווח. אתגרים אלו, התלויים זה בזה, הוצפו בעבר על ידי בנק ישראל, וכן על ידי מוסדות כלכליים אחרים וארגונים בין-לאומיים:

1. פריון עבודה נמוך מהממוצע במדינות המפותחות, בפרט בענפים הלא-סחירים.
2. רמת מיומנויות בסיסיות נמוכה של עובדים ואי-שוויון גבוה בין בעלי המיומנויות השונות.
3. שיעורי תעסוקה נמוכים במיוחד של נשים ערביות וגברים חרדים.

¹⁹ נושא זה מנותח בהרחבה בתיבה ה'-1 בדוח זה.

²⁰ סוגיית הגיוס מעוררת כידוע גם שאלות חברתיות ומשפטיות בדבר השוויון בנטל במדינה של כלל האוכלוסיות, אולם הדיון הנ"ל בפרק זה מתמקד בהיבטים המשקיים-כלכליים בלבד של צרכי הביטחון.

4. מחסור בידע בסיסי הנדרש לשם השתלבות בשוק העבודה בשל העדר לימודי ליבה בבית הספר בקרב גברים חרדים.
5. צורך בשדרוג והרחבה של התשתיות הפיזיות במשק, בייחוד של תשתיות תחבורה להסעת המונים.
6. שיעור עוני כפול מהמוצע במדינות ה-OECD.
7. גידול האוכלוסייה בקצב הגבוה ביותר מבין מדינות ה-OECD (כ-2% לשנה, לעומת 0.6% בממוצע באותן מדינות) מאתגר עוד יותר את המדיניות הפיסקלית. לצד תרומתו לצמיחה העתידית, גידול האוכלוסייה מוליך לצרכים גבוהים במיוחד בתחום החינוך, הבריאות והרווחה, ביקוש רב לדיור, עומס על התשתיות הפיזיות וצפיפות אוכלוסייה גבוהה, שילכו ויגדלו בשנים הקרובות, בפרט באזורי ביקוש.

כמענה לאתגרים אלה הגיש בנק ישראל לממשלת ישראל בשנת 2019 דוח מקיף ומפורט, ובו המלצות קונקרטיות בדבר מהלכים שעל הממשלה לנקוט כדי לשפר את פיריון העבודה ואת רמת החיים בישראל בטווח הארוך.²¹ בעקבותיו הוגשו דוחות נוספים בשנים 2021 ו-2023.²² עלות יישום ההמלצות היא כ-3 אחוזי תוצר בשנה, והתשואה הצפויה של מהלכים אלו במונחי צמיחה היא גבוהה מאוד – מעל 20 אחוזי תוצר בטווח הבינוני-ארוך. הניתוח בדוח מראה שניתן לממן את הצעדים המוצעים רק חלקית באמצעות הגדלת הגירעון המבני בלי שיחס החוב לתוצר יעלה לרמות גבוהות. לכן יישום תוכנית כזאת מחייב החלטות פיסקליות לא פשוטות לגבי צמצום הוצאות אחרות של הממשלה, כאלו שאינן תומכות בצמיחה ארוכת טווח, ו/או העלאת נטל המס כדי לממן את ההשקעה. צעדים אלו יפגעו בהכנסה הפנויה של הציבור בטווח הקצר, אולם יאפשרו צמיחה בת קיימא ורמת חיים גבוהה יותר בשנים הבאות.

דומה שהאתגרים למשק הישראלי לא פחתו מאז פרסום הדוח ב-2019, אלא אף התחדדו. הנטל הביטחוני הכבד, שצפוי להיות מושת על הציבור, ידרוש כנראה משאבים ציבוריים לא מבוטלים, והעלייה בסיכונים הגיאוגרפיים של ישראל, כפי שהם נתפסים בעולם, מגדילה את עלויות המימון.

לנוכח אתגרים אלה על הממשלה לוודא שהתקציבים בשנים הקרובות יהיו מוכוונים לצרכים החשובים ביותר הניצבים בפני המשק. יתר על כן, חשוב לצמצם תקציבים אשר עלולים לפגוע בתמריצים של שילוב אוכלוסיות חדשות בשוק העבודה ובמטרות ארוכות טווח נוספות. ככל שתקציבי הממשלה ישקפו כללים אלו, כך הם יסייעו למשק בטווח הבינוני-ארוך וגם יפנו מקורות לשם מזעור העלייה בנטל המסים, בגירעון ובחוב. יתר על כן, השווקים בארץ ובעולם וגם הגופים הכלכליים והפיננסיים הבין-לאומיים, הבוחנים את ישראל, יגיבו על תקציב אחראי, המותאם ליעדים המקרו-כלכליים, בסובלנות רבה יותר מאשר על תקציב לא יעיל, המכיל סעיפים שאינם תומכי צמיחה. על הממשלה לנצל את התנאים הכלכליים הטובים ששררו עם פרוץ המלחמה כדי לייצב את המשק ולהוביל אותו, בהתאוששות ממנה, לצמיחה רחבה ובת-קיימא.

²¹ "דוח מיוחד של חטיבת המחקר: העלאת רמת החיים באמצעות הגדלת פיריון העבודה" (2019).

²² "תוכנית בנק ישראל להאצת הצמיחה במשק: ארבעה צירי פעולה אסטרטגיים מומלצים לממשלה ומסגרת פיסקלית למימונם" (2021); "צירי פעולה אסטרטגיים מומלצים לממשלה" (2023).

