

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 והחץ־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 החץ־בנקאי, המשקף, בין היתר, את התגברות התחרות בתחום זה בזכות רפורמות שישמו 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 היצע 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 מקרו־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 והשתיות 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