

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 כסיבת 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 המשלה ממכירת נכסים (הפרטה) ושיעורן החוב כתוצאה משינויים יחסיים של רכיבי החוב, כגון שע"ח ומחירי תוצר. להרחבה, ראו ברנדר (2020).

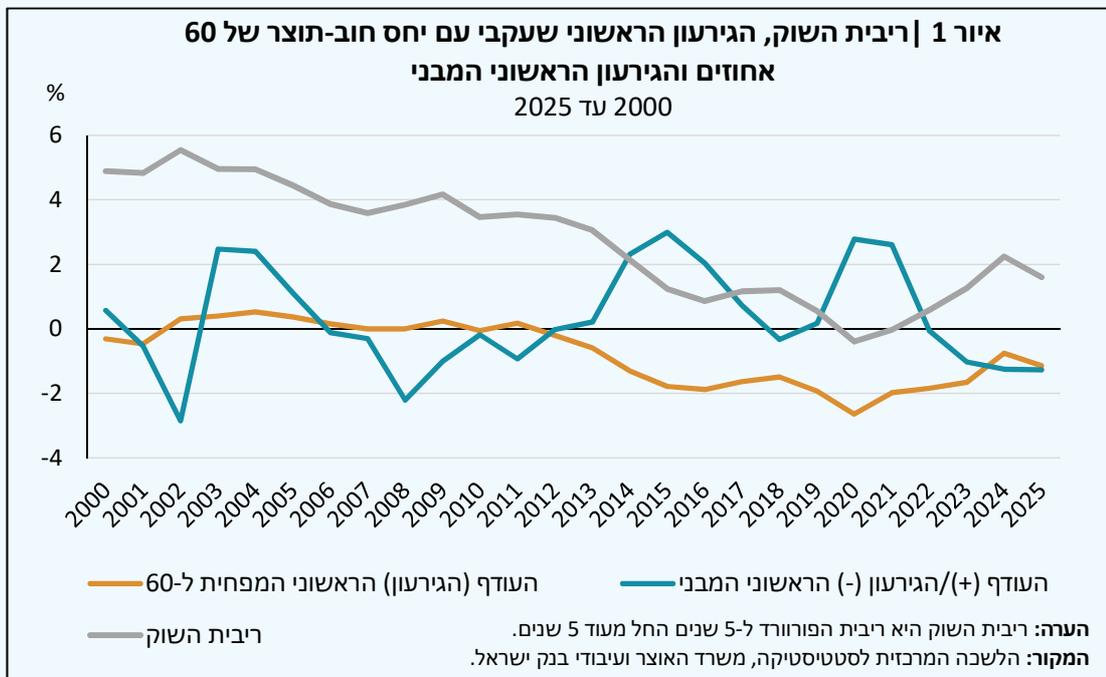
⁴ אם יחס החוב הוא 70% תוצר, עלייה קבועה של 1 נ"א בריבית הריאלית משנה את הגירעון הראשוני הנדרש לייצוב החוב בכ-0.7% תוצר.

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:

$$pd^* = (0.035 - 0.016) \times 0.685 = 1.3\%$$

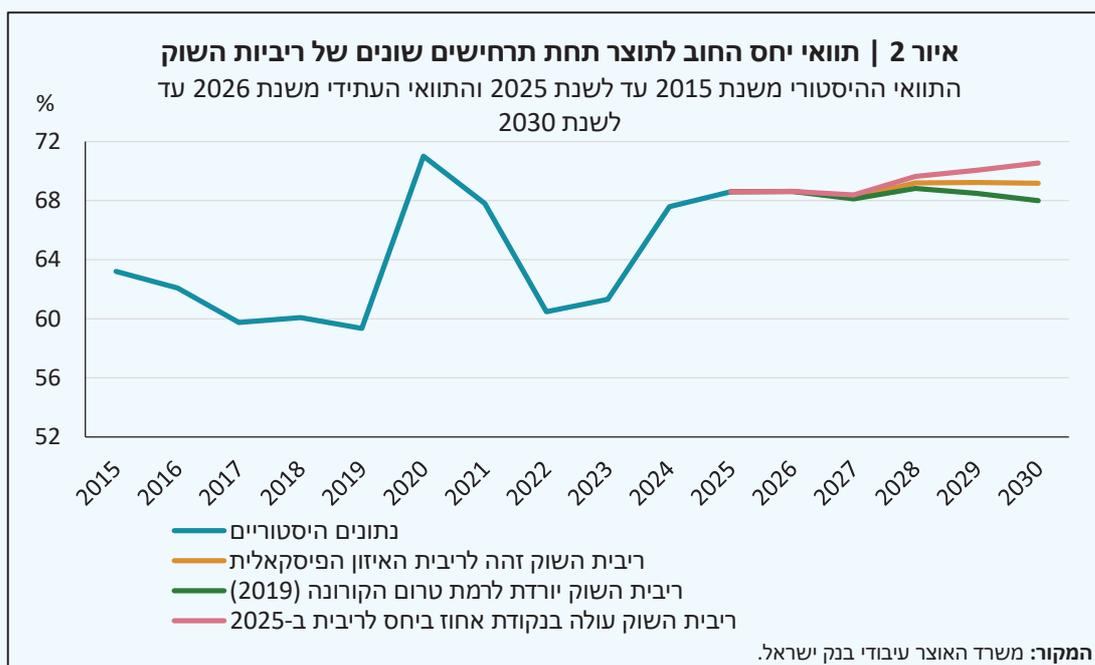
ערך זה דומה לגירעון הראשוני המבני בפועל. המשמעות: המרווח בין הגירעון הראשוני המבני לבין pd^* כמעט אפסי. אם הריבית הריאלית האפקטיבית תתבסס לאורך זמן מעל r_f^* (כ-1.6 אחוזים), יידרש הידוק פיסקלי - הקטנת הגירעון הראשוני - כדי לייצב את יחס החוב. עלייה מתמשכת של נקודת אחוז בריבית מעבר ל- r_f^* משמעה צורך 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 שמספיעה 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 ישונו 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 התשואות 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 והתפתחויות 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.