|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **בנק ישראל**  דוברות והסברה כלכלית | לוגו בנק ישראל | ‏ירושלים, י' בסיון, תשפ"ג  30 במאי 2023 |

הודעה לעיתונות:

**הרצאת הנגיד בכנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה לשנת 2023**

שלום לכולם,

אומר היום בדבריי מספר מילים על מצב המשק, הכלכלה הריאלית, האינפלציה והמדיניות המוניטרית. לאחר מכן אתייחס לתקציב המדינה שאושר בכנסת, ולבסוף אומר כמה מילים על תגובת השווקים לשינויים המוצעים במערכת המשפט.

אם הייתי צריך לאפיין את תמונת המצב של המשק במילה אחת, הייתי משתמש במילה "מורכבת".

מצד אחד, רמת הפעילות הכלכלית גבוהה (שקף 4):

* התוצר נמצא בשנה וחצי האחרונות מעל מגמתו ללא ירידה של ממש.
* אם נסתכל על ממוצע שני הרבעונים האחרונים, כדי לנכות את השפעת רכישת כלי הרכב ברבעון הקודם שנבעה משיקולי מס – קצב הצמיחה עומד על 3.7%, בדומה מאד למגמה ארוכת הטווח.
* בהקשר הזה אנחנו נמצאים במקום מעט טוב יותר מזה שצפינו בתחילת השנה. זאת, בעיקר הודות לרכיב ההשקעה ולייצוא השירותים.
* שוק העבודה הדוק. שיעורי ההשתתפות והתעסוקה גבוהים מאד ונמצאים מעל רמתם הממוצעת ב-2019. שיעור האבטלה נמצא ברמות נמוכות מאד.

מאידך, ישנם אינדיקטורים מסויימים המעידים על התמתנות בפעילות (שקף 5):

* למשל, שיעור המשרות הפנויות אמנם גבוה מרמתו ב-2019 אך נמצא במגמת התמתנות בחודשים האחרונים.
* בנוסף, רכיב הצריכה הפרטית בתוצר ירד בנתון האחרון, מה שיתכן ומעיד על תחילת השפעת הריסון המוניטרי על הכלכלה.

ישנם אינדיקטורים נוספים המעידים על התמתנות בפעילות (שקף 6): הפעילות בשוק הנדל"ן - כפי שזו באה לידי ביטוי ברכישת דירות ובהיקף המשכנתאות - נמצאת בירידה, יתרת האשראי הבנקאי לעסקים קטנים מצטמצמת, וקצב גיוסי ההון של חברות הייטק ירד משמעותית ביחס לשנים האחרונות. **לסיכום חלק זה, הפעילות הכלכלית במשק נמצאת ברמות גבוהות, ויחד עם זאת נראה מנתוני הקצה כי חלה התמתנות מסוימת.**

אומר כעת מספר מילים על האינפלציה והמדיניות המוניטרית:

האינפלציה בישראל נמצאת באחוזון ה-25 של ה- OECD(שקף 8). עם זאת, רמת האינפלציה גבוהה, ועומדת על 5%. המדד האחרון הפתיע כלפי מעלה – את שוק ההון, החזאים וגם אותנו – ועלה ב0.8%, בעוד שהצפי היה ל- 0.4%-0.5%. הסטייה מהתחזיות נבעה בעיקר מסעיף הנסיעות לחו"ל. בשורה התחתונה, ניכר כי האינפלציה דביקה.

רבים מדברים על האפקטיביות של המדיניות המוניטרית במדינות שונות (שקף 9).

חשוב לי להבהיר שתי נקודות חשובות: ראשית, כמו בדיאטה: הורדת חמשת הקילוגרמים האחרונים היא לפעמים הקשה ביותר. כלומר יותר קל להוריד את האינפלציה מאזור 9-10% ל-5%, מאשר מ-5% ל-2%.

בנוסף, חשוב להסתכל על תמהיל האינפלציה. כפי שניתן לראות בגרף: הירידה המהירה באינפלציה בארה"ב נובעת בעיקר מירידה חדה בסעיפי הסחורות, האנרגיה והמזון. רכיבים אלו מראש כמעט ולא עלו בישראל בין היתר לאור חוזי הגז ארוכי הטווח. לעומת זאת, אינפלציית השירותים, או הליבה מתנהגת בצורה יותר דביקה גם בישראל וגם בארה"ב.

בהקשר הזה, אני מבקש להציג את הגרף הבא (שקף 10), שהוא מעט מורכב:

בציר ה-X אתם רואים את מספר החודשים שעברו מאז חצתה האינפלציה את יעד הבנק המרכזי, ובציר ה-Y את ההפרש בין ריבית הבנק המרכזי, והאינפלציה. מדובר במעין מדד "הדיקות" שמראה כמה נחרצת ומהירה הייתה תגובת הבנק המרכזי לאינפלציה.

כפי שאתם יכולים לראות תגובת המדיניות המוניטרית בישראל הייתה יחסית מהירה: התחלנו בהעלאות הריבית בשלב מוקדם ביחס לעליית האינפלציה – ולמעשה עוד טרם זאת באמצעות צמצום רכישות האג"ח שהפעלנו בקורונה – כבר במהלך 2021. לאורך הדרך בלטנו לחיוב במדד ה"הדיקות" הזה וחשוב לנו לשמר את רמת ההדיקות הזו, מתוך מחויבותנו העמוקה ליציבות מחירים.

במבט קדימה, אתם יכולים לראות את תחזיות החזאים של הגופים הפיננסיים בישראל לרמת האינפלציה בשנה הקרובה כפי שאלה נרשמו לאחר הודעת הריבית (שקף 11). בחודש הקרוב אנחנו צפויים לראות מדד שאינו נמוך, ולהישאר בסביבת ה-5%. אולם, במהלך השנה האינפלציה צפויה לרדת, ולהתכנס לתחום היעד במהלך הרבעון הראשון של השנה הבאה. זאת, הודות למדיניות המוניטרית המרסנת. אני אתייחס בהמשך בהרחבה לסוגיית שער החליפין והשפעתו על האינפלציה. כעת אזכיר כי בהחלטת הריבית האחרונה ציינה הועדה המוניטרית כי הריבית נמצאת בסביבה מרסנת, כזו ההולמת את התמתנות האינפלציה במהלך השנה הקרובה. זאת, כל עוד לא יהיו שינויים מהותיים בפעילות ובסביבת האינפלציה. מאז חווינו פיחות נוסף של כשניים עד שלושה אחוזים. ככל שמגמה זו תימשך, ייתכן ותידרש מדיניות מוניטרית מרסנת עוד יותר.

אסיים חלק זה בשלוש תובנות בנושא האינפלציה והמדיניות המוניטרית (שקף 12):

1. הערך בשמירה על יציבות מחירים.
2. הפגיעה שיש לאינפלציה בשכבות החלשות.
3. הקשר בין האינפלציה, העלאות הריבית והתייקרות המשכנתאות.

אני חושב שישנם שני סוגי אנשים בישראל: אלו הצריכים הסבר מדוע שמירה על יציבות מחירים היא יעד כה חשוב, ואלו שחיו פה בשנות ה-80.

באופן כללי, יציבות מחירים היא תנאי הכרחי ליציבות כלכלית. דיברתי על כך פעמים רבות. יציבות מחירים היא תנאי בסיסי לצמיחה כלכלית והגנה על כוח הקנייה של משקי הבית ועסקים. סביבת מחירים יציבה תורמת לוודאות ובכך מעודדת השקעות ויצירת מקומות עבודה, ומאפשרת לעסקים ומשקי בית לקבל החלטות מושכלות ולתכנן את העתיד.

מעבר לכך, חשוב להבין כי אינפלציה גבוהה פוגעת בראש ובראשונה בשכבות החלשות (שקף 13):

* בקרב השכבות החלשות שיעור ההוצאה על צריכה הפרטית מסך ההכנסה גדול יותר, ולכן החשיפה לעליית מחירים גדולה יותר. כפי שאתם יכולים לראות בגרף, שיעור ההוצאה על צריכה פרטית מתוך ההכנסה הולך ופוחת ככל שרמת ההכנסה עולה.
* בנוסף השכבות החלשות מוציאות באופן יחסי יותר על מוצרים שהיכולת לוותר או להחליף אותם נמוכה – יותר קל לוותר על טיסה נוספת לחו"ל מאשר על כיכר לחם.

כעת אני רוצה להבהיר נקודה חשובה בנוגע לקשר בין העלאות הריבית להתייקרות המשכנתאות (שקף 14).

כידוע, העלאת הריבית היא כלי כואב אך הכרחי בכדי למגר את האינפלציה, והתייקרות המשכנתאות היא חלק בלתי נמנע מהכאב הזה – כאב שאנחנו בוחנים ומתכללים כל עת. זוהי אמרה נכונה, אך אני רוצה להתייחס להיבט נוסף: הטרייד-אוף בין הטווח הארוך לקצר. אבהיר נקודה זו בסימולציה הבאה:

בגרף הבא, אתם רואים את ההתפתחות של החזר חודשי של משכנתא בגובה מיליון ש"ח שנלקחה בינואר 2022, בתמהיל של 40% פריים, 30% קבועה לא צמודה ו-30% קבועה צמודה, ל-25 שנים. בריביות הממוצעות שנרשמו אז בכל מסלול.

בקו הירוק, אתם רואים כיצד היה נראה ההחזר החודשי אילו תנאי השוק שהיו מגולמים בתחזיות, כלומר בעקומי התשואות כפי שהיו בזמן לקיחת ההלוואה – היו מתממשים בפועל.

כעת, בקו הכחול, אתם רואים מה היה קורה במציאות הדומה לזו שלנו (שקף 15): האינפלציה עולה ל-5%, הריבית עולה בהדרגה ל-4.75%, ונותרת ברמתה הזו כשנה. לאחר מכן האינפלציה מתמתנת בהדרגה לקצב שנתי של 3% למשך שנתיים ואז יורדת לכ-2%, וריבית בנק ישראל יורדת בהדרגה לסביבה של 2.5%. חשוב לי מאד לחדד כי אין בכך הבעת ציפייה או הערכה למשך הזמן שריבית בנק ישראל תישאר בסביבתה הנוכחית אלא סימולציה בלבד להמחשת הרעיון הכללי.

כפי שאתם רואים, ההחזר החודשי מתייקר בכ-1000 שקלים, כפי שרבים מהציבור הישראלי כיום מרגישים, ולאחר מכן מתמתן חזרה לכיוון מתווה ההחזר המקורי.

עכשיו אני רוצה להראות לכם מה היה קורה בתרחיש בו בנק ישראל לא מגיב, והאינפלציה הייתה עולה ל-10% על פני זמן ונשארת ברמה הזו (שקף 16) *.*

כפי שאתם רואים, עליית ההחזר החודשי כמעט ואינה מורגשת בהתחלה – בעיקר בגלל מבנה לוח הסילוקין של המשכנתא – אך עולה בצורה אקספוננציאלית בהמשך, ובסימולציה זו, מתייקר ההחזר החודשי בצורה ניכרת.

כמובן יש לשים לב כי מדובר בתשלום החודשי הנומינלי, והסימולציה לא לוקחת בחשבון עדכון של השכר. מהצד השני, חשוב להזכיר כי אינפלציה קבועה בגובה של 10%, תוך אי העלאת הריבית אינה באמת בת קיימא: ההיסטוריה מלמדת כי כאשר האינפלציה מגיעה לסביבות גבוהות כאלה וללא מדיניות מוניטרית מרסנת – היא נוטה להמשיך ולעלות ומהר ולכן בתרחיש שכזה הפגיעה תהיה גדולה הרבה יותר.

המסר מהסימולציה הזו, עם כל ההסתייגויות לגביה ובהינתן שהתרחיש המוצג בקו האדום מהווה מעין איש קש, הינו: לצד השיח הער בנוגע לכאב הנלווה לעליות הריבית על המשכנתא חשוב להבין כי באם האינפלציה לא תרוסן – הפגיעה בנוטלי המשכנתאות תהיה קשה וכואבת אף הרבה יותר.

מכיוון שנגעתי בנושא הקשור למערכת הבנקאית, אבקש להתייחס לדיון הציבורי הער בנושא הבנקים המתקיים בימים אלו (שקף 17). למערכת הבנקאות תפקיד מרכזי בתמסורת של המדיניות המוניטארית ובכך היא מהווה חוליה חשובה ביותר בעיצוב הסביבה המאקרו כלכלית. אין ספק כי העלייה בסביבת האינפלציה והריבית בתקופה האחרונה הובילו לרווחיות גבוהה של המערכת הבנקאית. זו תופעה שאינה מפתיעה: הקשר בין עליית ריבית לעלייה במרווחים, הינו ידוע ומתועד היטב בספרות הכלכלית. בישראל מתווסף לכך גם רכיב ההצמדה של יתרות האשראי לאינפלציה. בהקשר זה, חשוב לי לומר את שאמרתי מספר פעמים: אני מצפה מהמערכת הבנקאית לגלגל לציבור את עליית הריבית לא רק דרך ייקור האשראי אלא גם דרך עליית הריבית על הפיקדונות.

כפי שניתן לראות בשקף המוצג, אין ספק כי ישנו שיפור מסוים בתמסורת בין ריבית בנק ישראל לבין ריבית הפיקדונות ובהשוואה בין לאומית היא אף בולטת לחיוב.

נכון להיום, פיקדונות הציבור השיקליים במערכת הבנקאית עומדים על 1.4 טריליון שקלים, מתוכם למעלה מ-500 מיליארד נמצאים בחשבונות העו"ש. יתרות אלו לא מניבות בדרך כלל ריבית למפקידים אך מניבות הכנסות ריבית לבנק.

גם בנושא זה אני אומר בצורה ברורה לבנקים: עליכם לנהוג בהוגנות, ובחשיבה אסטרטגית ארוכת טווח, ולהאיר את עיני הלקוחות לכך שהם יכולים לשים את הכסף בפיקדונות נושאי ריבית, ולתת להם את האפשרות ליהנות גם מהיתרונות הנלווים לסביבת הריבית הגבוהה.

ככל שהמערכת הבנקאית לא תבצע זאת בעצמה, אנו בבנק ישראל לא נהסס לפעול בכלים הרגולטוריים העומדים לרשותנו, ולדאוג כי הבנקים יחוייבו לפנות ללקוחות בצורה יזומה ולהציע להם מסלולי חיסכון אטרקטיביים יותר מחשבונות העו"ש.

נושא העו"ש מהווה רק רכיב אחד במערכת היחסים בין הבנקים ללקוחותיהם; מערכת יחסים בה האיזון בין טובת הלקוח לרווחי הבנק חייב להישמר. הצעדים שנקטו חלק מהבנקים לאחרונה בצורת מציאת פתרונות יצירתיים עבור הלקוחות להתמודדות עם השפעת עליית הריבית על ההחזר החודשי מהווים דוגמא נאה ליכולתם של הבנקים לסייע ללקוחות ולבוא לקראת אלו הזקוקים לכך.

על המערכת הבנקאית להמשיך בצעדים מהסוג הזה, להרחיבם לנושאים נוספים ולפעול ברגישות הנדרשת בימים אלה של עליות מחירים וריבית, אל מול הצרכן הפיננסי.

כעת אבקש לומר מספר מילים על תקציב המדינה שאושר בשבוע שעבר בכנסת (שקף 18).

ראשית, כפי שאמרתי מספר פעמים בעבר –מסגרת התקציב אינה מרחיבה יתר על המידה, ובהקשר הזה מדובר על מסגרת תקציב אחראית, בדומה להסכמי השכר שנחתמו לפני מספר חודשים. שניהם מתכתבים עם יעדי המדיניות המוניטרית להשיב את האינפלציה ליעד. בהקשר הזה אני חושב שלבנק ישראל תרומה לא מבוטלת – יחד עם נחישותו של שר האוצר – להשארת מסגרת התקציב על כנה, למרות הלחצים הרבים שהופעלו. עם זאת, בהסתכלות על תמהיל התקציב, אני סבור כי נעדרים ממנו מחוללי צמיחה חיוניים למשק, ובמקומות מסויימים אפילו ישנה תרומה שלילית לכך.

אני מתכוון בעיקר לשני הצירים המרכזיים החיוניים להאצת הצמיחה בישראל (שקף 19): ההון הפיזי וההון האנושי.

בנוגע להון הפיזי, אפתח ואומר כי בסך הכל בתקציב הנוכחי משרד האוצר מיצה את תקצוב ההשקעה בתשתיות אל מול המלאי התכנוני הקיים. אין זה סוד כי היקף ההון הפיזי בישראל נמוך בהשוואה בין לאומית – כפי שניתן לראות בגרף הימני. פער משמעותי – בעיקר לאור הצמיחה הדמוגרפית הגבוהה בישראל. אחד הגורמים המרכזיים לפער בהון הפיזי הוא השקעת חסר בתשתיות לאומיות. כגון תחבורה ציבורית, כבישים, פרויקט המטרו, וכו'. המחיר של זה ידוע לכולנו – ישראל בולטת לרעה במדדי הגודש הבין לאומיים. עם זאת, כפי שהצבענו פעמים רבות, השקעת החסר, כלומר היעדר התקצוב הנדרש להאצת מלאי התשתיות נובעת לא מעט מהיעדר מלאי תכנוני ארוך טווח ודאות תקציבית לגביו. דרך אחת לייצר ודאות שכזו, אשר גם עליה המלצתי בכנס זה ובמקומות אחרים בעבר, הינה באמצעות קרן חוץ תקציבית לתשתיות תחבורה, אליה יופרש סכום מהתקציב בכל שנה, והיא תהווה מקור מימון להשקעות, כאשר אלו יבשילו – זו הדרך המיטבית לייצר ודאות תכנונית ותקציבית. "ודאות תקציבית ותכנונית", אשר אינה תלויה במחזורי העסקים תמנע מצב בו ישנן תקופות בהן יש תקציב אך אין תוכניות – ותקופות בהן יש תוכניות אך אין תקציב. חשוב להדגיש, שההפרשות אלו יהיו חלק מתקציב המדינה וחלק מהסכום שנכלל בחישוב יעד הגירעון. בכדי לדאוג לכך שהקרן אכן תשמש לייעודה – הגברת היקף ההשקעה הנדרשת בתשתיות ומניעת זליגת הכסף בקרן להוצאות שוטפות - מומלץ להקים מועצה פיסקלית, שתבחן את מדיניות ההשקעה ותוודא שהפרויקטים הממומנים מהקרן אכן איכותיים ומוכוונים לעידוד צמיחה, כפי שהמליצה קרן המטבע. אני יודע שחלקכם כבר שמעתם אותי ואחרים בבנק מדברים על זה לא פעם. אבל כמו שעברו שמונה שנים רצופות מאז שבנק ישראל החל לשכנע את הממשלה לקיים מס הכנסה שלילי – צעד שזוכה היום לשבחים רבים – כך גם בנוגע להקמת קרן ההשקעה בתשתיות: פשוט נמשיך לומר זאת.

הנושא השני הינו ההון האנושי:

בנק ישראל טוען כבר שנים רבות כי אחד האתגרים האסטרטגיים-הכלכליים של ישראל נעוץ בהעלאת פריון העבודה, בעיקר באמצעות הגברת ההון האנושי. דוגמאות לכך ניתן למצוא למכביר: בכל אחד מדוחות בנק ישראל בעשור האחרון, בדו"ח הפריון שפרסם הבנק בשנת 2019, ובמסמכים האסטרטגיים שהוגשו לשולחנן של שתי הממשלות האחרונות.

שיפור איכות ההון האנושי מחייבת את שיפור איכות מערכת החינוך, בכדי שתקנה את המיומנויות הנדרשות לשוק העבודה בטח בעוד זה ההולך ומשתנה בצורה מהירה לנגד עינינו. בנקודה זו יש מקום לשיפור בכל חלקי האוכלוסייה (שקף 20). אתגר מרכזי בתחום ההון האנושי נעוץ בשני ציבורים: גברים חרדים ונשים ערביות. בקרב שתי קבוצות אוכלוסייה אלו שיעור התעסוקה נמוך ורמת המיומנות טעונה שיפור משמעותי. מבחינה דמוגרפית, משקלה של האוכלוסיה החרדית בסך האוכלוסיה צפוי לגדול בצורה ניכרת.

כבר ב-2019, נשאתי נאום שנקרא "החברה החרדית כחלק מהמחר הכלכלי של ישראל", ושקפים ממנו מוצגים כאן שוב (שקף 21).

הניתוח מראה כי תחת מודל צמיחה בסיסי יחד עם תחזיות דמוגרפיות, ככל ששיעור תעסוקת הגברים החרדים ישאר בסביבה הדומה לזו של היום – התוצר לנפש בשנת 2065 יהיה נמוך בכ-13,000 ₪ לעומת תרחיש בו שיעור תעסוקת גברים חרדים מתכנס לזה של שאר המשק. במצב כזה, בכדי לשמור על היקף תקבולי מס דומה לזה של 2018 – יהיה צורך להעלות את המיסים הישירים בשנת 2065 בכ-16%, מספר ששב ועלה לכותרות לאחרונה בשיח סביב אישור התקציב. אלו כמובן רק סדרי גודל שמבהירים את חשיבות הסוגיה.

חשוב לי להדגיש כי מעבר לטיעון היעילות הכלכלית שציינתי, ישנו גם אלמנט נורמטיבי: עלינו כחברה לדאוג כי יש שוויון הזדמנויות לכל חלקי האוכלוסיה ברמת המיומנויות הבסיסיות הנדרשות בשוק העבודה – בעיקר מתמטיקה ואנגלית – בכדי שבעתיד כל ילד או ילדה, מכל מגזר בישראל יוכלו לבחור לצאת לעבוד ולהשתכר בשכר נאה.

המועצה הפיסקלית אותה הזכרתי קודם לכן, תוכל גם לבחון את התקציב כולו, בראייה מתכללת ובפרספקטיבה ארוכת טווח ותאפשר העלאה לדיון ציבורי נושאים טעונים כבר בזמן אמת - כלומר בשלב מוקדם של הרכבת הממשלה וגיבוש התקציב. זאת, בטרם התקציב יאושר בוועדות השונות, בשלב בו עדיין ניתן יהיה לבצע שינויים, ולא בדקה ה-90.

לצערי, דומה כי בנושא ההון האנושי והמוכנות לשוק העבודה, אין בשורה של ממש בתקציב הנוכחי, וקיים החשש שאולי אפילו להפך.

כעת, אבקש לומר מספר מילים על תגובת השווקים לאירועים המקומיים בנושא השינויים המוצעים בנוגע למערכת המשפט (שקף 22).

בשנים האחרונות, מדד הנאסד"ק, והיקף גיוסי ההון בסקטור הייטק היו מתואמים. בחודשים האחרונים נראה כי הקשר הזה דועך מעט: למרות עלייה במדד הנאסד"ק בחודשים האחרונים, היקף גיוסי ההון נותר נמוך (שקף 23).

נכון שמדובר בירידה עולמית בגיוסי ההייטק (שקף 24): עם זאת, חלקה של ישראל מתוך כלל גיוסי ההון לסקטור ההייטק בעולם חווה ירידה משמעותית בחודשים האחרונים. כלומר הירידה בהיקף גיוסי ההון של ישראל חדה יותר מאשר בשאר העולם. בפרט, כפי שניתן לראות באיור הימני, היקף גיוסי ההון בישראל ביחס לארה"ב ירד גם הוא בצורה משמעותית, והוא חוזר לרמות של לפני 2019.

בנוסף, אומדן שפורסם לא מזמן על ידי רשות החדשנות מעריך כי כ-50%-80% מחברות ההייטק שנוסדו בחודש מרץ השנה בחרו להתאגד באמצעות חברה זרה. ככל שמגמה זו תתמיד, עלולה להיות לכך השפעה שלילית על המשק לטווח הארוך.

לא אתעכב על זה יותר מדי אך כפי שאתם יכולים לראות מתחילת השנה לשוק ההון המקומי ביצועי חסר ביחס לעולם, ומרווח ה-CDS – מחירה של פרמיית הסיכון על אג"ח ממשלתי – עלה בקצה (שקף 25).

קשר נוסף אשר הלך והתרופף בחודשים האחרונים הוא הקשר בין מדדי המניות בחו"ל, לבין שער החליפין. שוק המט"ח הוא הנזיל ביותר, והוא מהווה מדד חשוב לסנטימנט ביחס לכלכלה הישראלית (שקף 26).

בגרף מוצג ניתוח, של מודל רגרסיה לינארית של לוג שער החליפין שקל-דולר, על לוג מדד הנאסד"ק בנתונים יומיים על תקופה יחסית קצרה בה משתנים מאקרו כלכליים פחות משפיעים. ניתן לראות בירוק את מדד הנאסד"ק, בכחול את שער החליפין שקל-דולר בפועל, ובכתום את שער החליפין הנאמד ממודל הרגרסיה. כפי שניתן לראות, במהלך השנים 2018-2022, מעבר לאירועי קיצון, הקו הכתום והכחול מתנהגים בצורה דומה. כלומר, שוק המניות בארה"ב "מסביר" בצורה די טובה את שער החליפין. מסוף שנת 2022, הקו הכחול והכתום נפרדים; כלומר, יכולת ההסבר של שוק המניות בארה"ב לשער החליפין נחלשה משמעותית. בקצה האיור ניתן לראות כי שער החליפין ה"חזוי" מהרגרסיה עומד על כ-3.3 שקלים לדולר, בעוד ששער החליפין בפועל נע סביב 3.7. במילים פשוטות, ניתן לכנות תוצאה זו כ"פיחות עודף". כלומר כזה שאינו נגזר מהקשר שנאמד בין שער החליפין לשוק המניות בארה"ב כמו שהיה עד לסוף 2022. התוצאות הללו עמידות לתקופות שונות ולמשתנים נוספים. כדי להיות שמרנים, ולהסתכל על כלל התקופה האחרונה ולא רק על נתוני הקצה, ניתן לכמת את הפיחות העודף בכ-10%.

לפיחות העודף השפעה ניכרת על הכלכלה (שקף 27). מודל שנאמד בבנק ישראל מראה כי התמסורת משער החליפין לאינפלציה נאמדת בכ-20% על פני 6 חודשים. או בשפה פשוטה: על כל אחוז פיחות, צפוי המדד השנתי לעלות בכחמישית אחוז. גם אם האומדנים שהצגתי זה עתה אינם מדוייקים לחלוטין – כמו כל מודל כלכלי שאינו מושלם – אין ספק כי לפיחות שחווינו השפעה מהותית על האינפלציה. שילוב של שתי הטענות הללו: פיחות עודף, והתמסורת משער החליפין לאינפלציה מביאות למסקנה כי בלקיחת מקדמי שמרנות, יש לנו אינפלציה עודפת של לפחות כאחוז.

כפי שאתם יכולים לראות, לא ניתן לסתור טענה זו באמצעות הקביעה כי "הדולר התחזק בכל העולם" (שקף 28): היחלשות השקל בולטת בכך שרוב המטבעות דווקא התחזקו מול הדולר בחצי השנה האחרונה.

כדי לאבחן עוד יותר את השפעת הגורמים המקומיים על שער החליפין, באיור הנוכחי, רואים בכל יום את השינוי היומי בשער החליפין, בפיצול לגורמים הגלובליים והגורמים המקומיים (שקף 29).

הפירוק מתבצע באופן הבא: לוקחים את שערי החליפין של 12 המטבעות הכי סחירים מול הדולר המהווים כ- 98% מסך הסחר מול הדולר, מבצעים ממוצע משוקלל של השינויים במטבעות מול הדולר וזוהי ההשפעה הגלובלית. ההפרש בין השער היציג לבין ההשפעה הגלובלית נותן את השינוי הנובע מהשפעה מקומית. שינויים כלפי מעלה מייצגים פיחות, בצבע הכחול מיוצגת ההשפעה המקומית, ובצבע האפור – הגלובלית.

כפי שרואים הרבה מהתזוזות בתקופה האחרונה משויכות לגורמים מקומיים, ואת חלקן אפשר לקשר לאירועים ספציפיים.

**לסיכום, הכלכלה הישראלית דינאמית ועמידה כפי שהראתה לאורך המשברים בשנים האחרונות. כרגע, המשק הישראלי מצביע על פעילות ערה עם התמתנות מסוימת בנתוני הקצה ואינפלציה שעודנה דביקה.**

**אין ספק כי הכלכלה הישראליות חווה זעזוע מקומי משמעותי בחודשים האחרונים. הדבר אינו מפתיע: כלכלה אוהבת וודאות ויציבות. בחודשים האחרונים, בעקבות השינויים שהוצעו בנוגע למערכת המשפט והאירועים שנלוו אליהם, חלה ירידה בוודאות הכלכלית של ישראל כפי שזו נתפסת על ידי השווקים.**

**ברגע שהוודאות במשק מתערערת, אזי גם וודאות עשיית העסקים מתערערת.**

**זה לא אומר שביום אחד העולם יפסיק לסחור עם ישראל; זה גם לא אומר שלא נראה השקעות משמעותיות במשק הישראלי – וחשוב לי לברך על כל השקעה שכזו, דוגמת הבחירה של אנבידיה להקים את מחשב העל בישראל.**

**אבל זה כן אומר שלהמשך אי הוודאות ישנם מחירים כלכליים לא מבוטלים. לכן, על מקבלי ההחלטות להשיב את היציבות והוודאות לכלכלה הישראלית. כפי שאמרתי בעבר: ככל ששינויים חוקתיים יבוצעו הם חייבים לשמור על חוזקם ועצמאותם של המוסדות, וזאת, תוך שיח של כל בעלי העניין ובהסכמה רחבה.**

**תודה רבה,**