

27.23x35.64	1	22	עמוד	כתורת	גלובס -	20/01/2014	40703952-0
84260 צבי אקשטיי - 9799109							

## "המדיניות המוניטארית צריכה להיות שקופה"

פרופ' צבי אקשטיין, לשעבר המשנה לנגיד בנק ישראל, במאמר מיוחד "דעות גלובס", "חדשות", עמ' 22

בנק ישראל / פרופ' צביקה אקשטיין

# דרושה: שקיפות יתרה במדיניות המוניטארית



פלוג. צריך לעשות יותר

(צילום: אוריה תדמור)

קניית מט"ח עדיפה על מדיניות של עיוותים בשוקי הכסף והמט"ח כדי למנוע כניסת הון מחו"ל. עיוותים כהטלת מס על זרימת הון לישראל וממנה, פוגעים ביעילות המערכת הפיננסית, מייקרים את האשראי ופוגעים בהשפעה של מדיניות הריבית

עקב גידול מלאי הרזרבות של בנק ישראל לכ-80 מיליארד דולר, וכן כ-30 מיליארד דולר הצפויים להיכנס ל"קרן העושר" מהמסווי על מכירות הגז בשנים הבאות. עלייה במלאי מט"ח כפי שמוצע כאן, בנוסף לקניות המט"ח של 3.5 מיליארד דולר, שעליהן הכריז בנק ישראל כדי לספוג את השפעת יבוא הגז, יקטינו את החוב נטו של הממשלה לפחות מ-60%, ובכך יקטינו גם את פרמיית הסיכון של ישראל ואת פערי הריבית עם העולם. אלה צעדים שמעוררים צמיחה.

### מסלול כללי במדיניות הריבית

צעד זה של קניית מט"ח עדיף על מדיניות של עיוותים בשוק הכסף ובשוק המט"ח בישראל, כפי שמציעים רבים, כדי למנוע לכאורה זרימת הון מחו"ל. עיוותים כאלה מתבטאים בין היתר בהטלת מס על זרימת הון לישראל וממנה, וגורמים לעלות נוספת למתווכים הפיננסיים. לכן, עיוותים אלו בשוק הכסף פוגעים ביעילות המערכת הפיננסית, מייקרים את האשראי ופוגעים בהשפעה של מדיניות הריבית על השווקים הריאליים. כך נוהגות שווייץ, סינגפור ונורבגיה; והמדיניות הזו שומרת אצלן על יציבות ואיכות מערכות פיננסיות יעילות. יתר שקיפות במדיניות המוניטארית מחזקת את השפעת המדיניות על הפעילות הכלכלית, כי היא מורידה את הסיכונים בדומה לצעדים שנקט הבנק הפדרלי בארה"ב בשנים האחרונות, רצוי שגם בנק ישראל יציג מדי רבעון את ההערכות של הוועדה המוניטארית בנוגע לטווח הארוך ולגבי שלוש השנים הקרובות, בכל הקשור לנתונים הכלכליים במשק כמו הצמיחה, האבטלה, האינפלציה, שער-החליפין והריבית. יתר שקיפות והצגת מסלול כללי במדיניות הריבית ושער-החליפין קדימה (Forward guidance) יגבירו את האפקטיביות של המדיניות בתנאים של שערי ריבית נמוכים. צעדים אלו נמצאו משמעותיים בכל המדינות הנוקטות מדיניות של יעד אינפלציה. ●

הכותב, דיקן ביה"ס לכלכלה במרכז הבינתחומי, כיהן כמשנה לנגיד בנק ישראל

בתנאים אלה, התחזקות יתרה של השקל גורמת להאטה משמעותית בצמיחה. לכן, התערבות בנק ישראל להסימת התחזקות זו היא מדיניות תומכת צמיחה, כפי שקובע יעד המדיניות המוניטארית כאשר האינפלציה במשק נמוכה מ-2%. איך ניתן לעשות זאת? בנק ישראל יכול לשמור על שער מינימלי בעזרת קניית מט"ח. מלאי הון זה (הון המט"ח שבנק ישראל קנה), יצטבר בקרן שתיועד בהמשך ל"קרן העושר", שעליה החליטה הממשלה ונמצאת בתהליך חקיקה. רצוי שצער זה ילווה ביתר שקיפות על הערכות בנק ישראל על שער-החליפין ארוך הטווח במשק. בנוסף, האוצר יכול להגביר את פעולתו להמרת החוב במט"ח בחוב שקלי, ובכך להחליש את השקל. המחיר העיקרי לצבירת מט"ח בבנק ישראל הוא פערי הריבית בין המק"מ שמוכר הבנק כדי לספוג את הדפסת המזומנים בקניית מט"ח, לבין הריבית המתקבלת בהשקעות המט"ח. כדי למזער את עלות הפעולה לחיזוק השקל, יש להשקיע באיגרות חוב של מדינות עם רמת סיכון דומה לישראל, לטווחים יותר ארוכים, וכן בנכסים אחרים עם רמת סיכון מעט גבוהה, כפי שעושים הנורבגים וקרנות עושר אחרות. כך, עלות מניעת ייסוף השקל תהיה אפסית וגם תועיל להורדת החוב נטו של המשק. הפרשי הריבית בין ישראל לעולם הצטמצמו בשנים האחרונות עקב ירידת סיכונים של ישראל. ירידה זאת נבעה, בין היתר, מירידת היחס חוב ברוטו לתוצר לכ-68%. בנוסף, החוב נטו בערך נוכחי ירד

**שקיפות במדיניות המוניטארית תניע את הכלכלה כי היא מורידה סיכונים. כך נהג הפד בארה"ב וכך רצוי שינהג בנק ישראל ויחשוף את הערכותיו לטווחים הקצר והארוך לגבי כל הנתונים הכלכליים במשק: צמיחה, אבטלה, אינפלציה, שער-חליפין וריבית**

1.4-1.2 דולרים ליורו). מדוע? לפי מרבית המודלים הכלכליים ערכו הריאלי של השקל בטווח ארוך, ללא השפעות הגז, הוא 4.0-3.6 שקלים לדולר. ענפי היצוא הם תחרותיים, יעילים וצומחים בפריזם ובמכירות, אך המשק המקומי אינו צומח במידה וזה וגם לא בהשוואה לעולם. לכן, הגענו לאיזון במאזן התשלומים. השקל התחזק לאחרונה גם מזרימת הגז ומהתקבולים שיבואו בעתיד הקרוב, וכן מציפיות לייסוף השקל ומהריבית הנמוכה בעולם. דברים אשר מזרימים הון למשק, אך לא השקעות שמייצרות תעסוקה ("מחלה הולנדית").

בנק ישראל ומרבית החוזאים הכלכליים צופים כי הצמיחה השנה (ללא השפעת הגז הטבעי) תהיה נמוכה יחסית, 2.5%-2.9% בלבד וכי גם היצוא יצמח במידה דומה. האבטלה נמצאת היום בשפל היסטורי, 6%, אך היא צפויה להתייצב או לעלות השנה. קצב הצמיחה הנמוך במשק נובע בעיקר מהירידה בצמיחת היצוא. הסיבות לכך הן שילוב של ירידה בצמיחה העולמית, התחזקות השקל וירידה משמעותית בהשקעות במשק. שיעור האינפלציה נמצא קצת מתחת למרכז היעד (2%), כאשר הריבית במשק היא 1% בלבד. זאת, בשל מדיניות מרחיבה שכוללת קניית מט"ח ותמיכה בשער שקל מפוחת. הממשלה ובנק ישראל נוקטים מדיניות תקציבית ומוניטארית מרחיבה, שבלעדיה היינו באבטלה גבוהה יותר ובצמיחה נמוכה יותר. ועם זאת, ניתן ורצוי לעשות יותר! מאמר זה מתמקד במדיניות המוניטארית..



### קביעת שער-חליפין

יצירת ודאות על שער שקל-דולר מינימלי - תיתן לענפי היצוא יכולת טובה יותר להתמודד עם הירידה בכיקושים ועם התחזקות השקל. מדיניות כזו נוקטת בהצלחה שווייץ, שעוברת את המשבר הכלכלי באופן טוב יחסית למדינות האזור; ולאחרונה גם צ'כיה נוקטת מדיניות דומה. בנק ישראל ומשרד האוצר צריכים לנקוט מדיניות משולבת, כך ששער-החליפין לא ירד מרמה מסוימת (להערכתנו 3.3-3.4 שקלים לדולר, כאשר יחס הירודולר הוא