



16.91x25.08	1	עמוד 22	הארץ - the marker	28/08/2014	44009546-2
84260 צבי אקשטיין - 9179					

## מדיניות מוניטרית צבי אקשטיין

# המשק ממותן - נדרשת מדיניות מרחיבה



קרנית פלוג. לנקוט מדיניות שתבטיח מיד אינפלציה בפועל של 2% צילום: מיכל פתאל

« הורדת הריבית ל-0.25% היא צעד נכון. המודר עלה ב-0.3% ב-12 החודשים האחרונים, ובנטרול מחירי הדיור (שכר דירה) הוא ירד ב-0.5%. למעשה, המדיניות המוניטרית מאפשרת דפלציה בכלל המשק ובוועת דיור בענף הנדל"ן הרוחת. מצב זה הוא נדבך נוסף שמונע מהמשק לצמוח במלוא הפוטנציאל שלו ומהווה סטייה מהמדיניות המוניטרית המאפיינת את המשקים המובילים של ארה"ב, ברי-טניה, יפן וקנדה.

כלל מרכזי במדיניות מוניטרית הוא למנוע דפלציה, שלה השלכות קשות על שער הריבית הריאלית האפקטיבית והיא גורמת לירידה ניכרת באשראי העסקי, כפי שמרווח בנתונים. בפועל, דפלציה גורמת לכך שההשקעות בענפי המשק מצטמצמות, מה שמאט את הפעילות המקומית, בעקבות עלויות גבוהות להשקעות בעסקים קטנים ובינוניים, שאחראים לכ-70% מהפעילות הכלכלית המקומית.

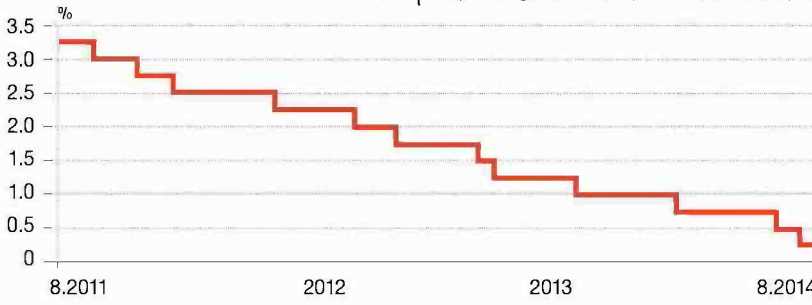
התרחשויות אלה עומדות בניגוד למה שקורה כבר כמה שנים בענף הנדל"ן למי גורים, שבו היצע הדירות אינו גדל עקב מגבלות רגולטוריות - והמחירים עולים בשיעורים גבוהים. הפתרון הוא לנתק את הריבית לביקוש למגורים מזו המשמשת את יתרת המשק. כלומר, יש למנוע נטייתן של משכנתאות בריבית משתנה ולתיקופה של פחות מחמש שנים. יש גם לדרוש צמצום החשיפה של המשכנתאות לריבית המשתנה, ובכך לצמצם את הרתחה בשוק הנדל"ן למגורים. רתיחה זו היא תוצאה של מדיניות ממשלתית שגויה בתחום היצע הקרקעות מזה שנים רבות, ובמיוחד בחמש השנים האחרונות.

מדיניות מוניטרית נכונה לוקחת את מדיניות הממשלה כנתונה. לכן, בנק ישיר ראל צריך לנקוט מדיניות שתבטיח מיד כי האינפלציה בפועל, וזו הצפויה בניי כוי מחירי הדיור, תהיה בסביבה של 2%. הפיחות ששב בשבועיים האחרונים, ונובע בין היתר ממדיניות הורדת הריבית, תורם להחזרת המשק לפעילות מוגברת ואולי אף לרמת אינפלציה במרכז היעד. האם זה מסייפק? להערכתך, לא.

בתנאים אלה של ריבית אפסית, על בנק ישראל לנקוט מדיניות לא שגרתיית שמכוינה Forward Guidance, כפי שנוהגים בנקים מרכזיים רבים בעת האחרונה. משמע, על בנק ישראל לנקוט מדיניות שקופה - לגבי הריבית בעתיד, רמת הפעילות הככלית, כולל האבטלה והתעסוקה, ובמיוחד לגבי שער החליפין.

ראשית, הוועדה המוניטרית צריכה לר-

### שלוש שנים של הורדות ריבית בנק ישראל



וזה מהו טווח שער החליפין שבו היא רואה נורמלי בטווח הבינוני, ושבו הבנק ממזער את ההתערבות בשוק מט"ח. להערכתך, שער חליפין זה הוא טווח של 3.6-4.0 שק"לים לדולר, כאשר שער החליפין דולר-יורו הוא בסביבות 1.3 דולרים ליורו.

שנית, על הוועדה להבהיר את תוואי הריבית הצפוי ומהו טווח שער החליפין שהבנק רואה כנומך מדי למשק בתנאים נוכחיים (טווח לשער ריצפה). שקיפות זו תאפשר לשוק ההון ולסקטור העסקי לתיקוד ביתר נחישות בהחלטות על השקעות ופעילות כלכלית, שהמתנה בשיעור חד

מדי בשנה האחרונה. בתנאים אלה של המשק אין מקום להעלות מסים. יש להקפיד על היקף ההוצאות, אך הכללים הפיסקליים של המשק לפי גישה אינם אלה המעודדים צמיחה. על הממשלה לנקוט מדיניות מעודדת השקיעות ותעסוקה, וכמובן שיש צורך בהתאמת הוצאות הביטחון.

התמקדות ביעדי גירעון יורדים במשק הנמצא על סף מיתון בריבית אפסית אינה המדיניות הנדרשת כיום. במצב הנוכחי אין כל בעיה בגירעון של 3%, ואם תבוצע מדיניות מעודדת צמיחה, יש גם אפשרות להריגה כלפי מעלה. יחס החובות-תוצר ורמת הסיכון של המשק מאפשרים הרחבה שלא ניתן היה לבצע לפני כמה שנים.

הכותרת היא פרופסור, דקאן בית הספר אריסון למינהל עסקים ובית הספר לכלכלה במרכז הבינתחומי הרצליה, ולשעבר המשנה לנגיד בנק ישראל