

התערבות בשוק המט"ח בסביבת ריבית אפס

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים שנערכו במסגרת השולחן העגול, מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. יודגש, כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

הדוברים מובאים כאן לפי סדר הדברים במהלך הדיון.

תאריך המפגש: 28.12.2015

עיקרי הדברים:

- מאז מרץ 2008 החל בנק ישראל לרכוש מט"ח, מתוך מטרה להגדיל את רזרבות המט"ח של מדינת ישראל ולהתמודד עם השלכות המשבר הכלכלי והמדיניות המוניטרית של בנקים מרכזיים אחרים בעולם. במקביל לכך, בשנים האחרונות בישראל ובמדינות רבות אחרות קבעו הבנקים המרכזיים ריבית נמוכה, קרובה לאפס, בניסיון לעודד צריכה והשקעות. כך הגענו ל-"גבול האפס התחתון", Zero Lower Bound¹.
- במסגרת השולחן העגול התקיים דיון מקיף בנוגע לאופן ההתערבות בשוק המט"ח והשלכותיה על המשק במצב של סביבת ריבית אפס.
- השולחן העגול החל בהצגת מחקר של אורן לוינטל ועירית רוזנשטרם, המנסה לבחון את השפעת ההתערבות בשוק המט"ח בסביבת ריבית אפס על ידי שימוש במודל מסוג DSGE. תוצאות המחקר מלמדות על השפעה חזקה יותר במצב שבו המשק נמצא בגבול האפס התחתון, כאשר ההשפעה חזקה יותר ככל שהמשק נמצא "עמוק יותר" מתחת לגבול האפס – כלומר, ככל שהריבית הנומינלית הייתה אמורה להיות שלילית יותר.
- לאחר מכן הציג נתן זוסמן את הסיבות להתערבות מבחינת בנק ישראל, ובראשן דאגה מפער הריביות בין מדינת ישראל למדינות אחרות בעולם בשנים האחרונות. מכיוון שבנק ישראל לא רצה להוריד את הריבית לרמה של מדינות אחרות, כדי להימנע מההשפעות השליליות של ריבית נמוכה על המשק, הוא נאלץ להתערב במסחר במט"ח כדי למנוע ייסוף של השקל שיפגע במשק. ללא התערבות כזו המשק היה עלול להיקלע למיתון. בזכות העלאת הריבית האחרונה בארה"ב יהיה ניתן בעתיד לחזור למדיניות קונבנציונלית יותר.

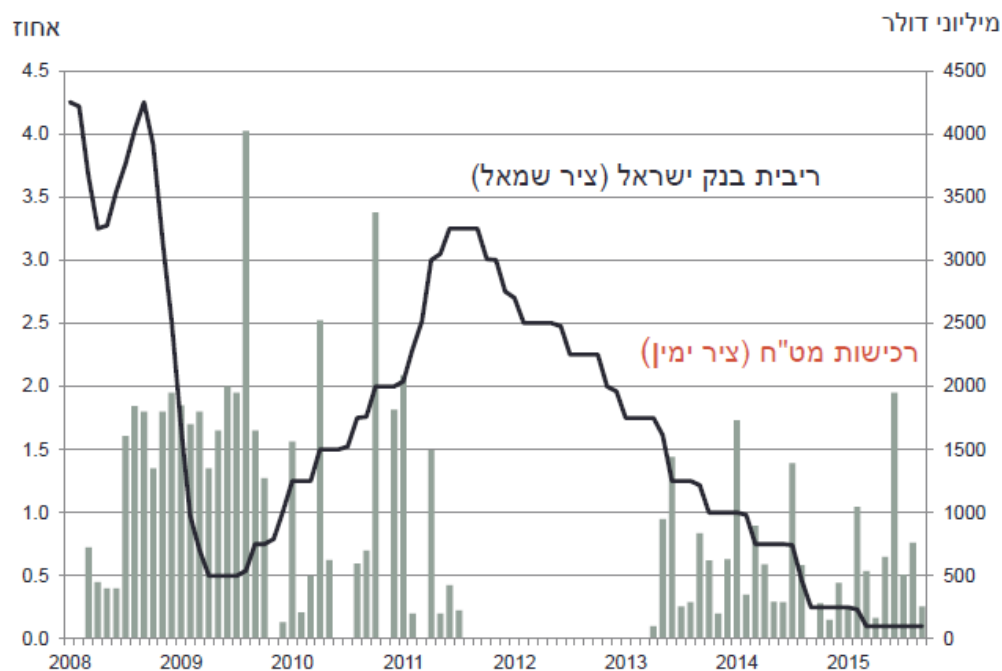
¹ באופן תיאורטי הריבית הנומינלית איננה יכולה להיות שלילית, מכיוון שהציבור יעדיף לאגור מזומנים במקום להפקיד אותם; כאשר הריבית קרובה לגבול האפס ולא ניתן להורידה יותר יכולת ההשפעה של הבנק המרכזי על הכלכלה נפגמת בדרכים שונות.

- במסגרת הדיון דוברים שונים העבירו ביקורת על מדיניות המט"ח של בנק ישראל בשנים האחרונות בנוגע לנקודות הבאות:
 1. מטרת ההתערבות - מדדים מאקרו-כלכליים אינם מעידים על כך שהמשק נמצא במיתון. מגיבים כגון מרטין אייכנבאום ובארי טאף ציינו כי לדעתם המטרה של ההתערבות בשער החליפין היא תמיכה באינפלציה או תמיכה ביצואנים הגדולים.
 2. היעדר שקיפות - רכישות המט"ח החלו מתוך רצון להגדיל את היתרות, ללא מטרה של השפעה על שער החליפין. מגיבים כגון צבי אקשטיין ואחרים ציינו כי לא הייתה שקיפות מספקת בנוגע למטרות כגון השפעה על שער החליפין ועל היצוא, כי אין שקיפות לגבי הערכות הבנק בנוגע לשער החליפין של שיווי משקל, וכי אין שימוש ב-forward guidance כדי לנסות להתאים את ציפיות הציבור למדיניות הבנק.
 3. מחיר ההתערבות – ענת לוין ומגיבים נוספים ציינו כי לרכישות המט"ח ישנו מחיר כבד, המתבטא בהשפעה על ה-basis risk של הסוחרים בשוק המט"ח, בכספים שבנק ישראל מפסיד על המט"ח שרכש, ובעיוות מערכת המחירים במשק שעלול לשלוח איתותים לא נכונים ליזמים אשר ישקיעו כספים באופן לא יעיל.
 4. ההתערבות כמניעת שינוי מבני – כפי שציינו מספר מגיבים, יתכן שהתקיים שינוי מבני בעולם כולו בשנים האחרונות, יתכן שהריביות ישארו נמוכות למשך זמן רב, והמשק הישראלי נדרש לעבור למצב שבו הסקטור המייצא קטן יותר ביחס לסקטורים לא-סחירים. ההתערבות של בנק ישראל מונעת מהשינוי להתרחש ורק דוחה את הבלתי-נמנע, במחיר כבד למשק.
 5. גבול האפס התחתון – ניתוח של מרטין אייכנבאום מעלה כי מדינת ישראל ככל הנראה לא נמצאת "עמוק" מתחת לגבול האפס התחתון, ועל כן לא ברור אם ההתערבות בשוק המט"ח אפקטיבית.
- בתגובה לביקורות אלו ציינו נציגי בנק ישראל בדיון, ביניהם נתן זוסמן ונאדין טרכטנברג, וכן חברים לשעבר בוועדה המוניתרית כגון אלכס צוקרמן, כי פעילותו של בנק ישראל בשוק המט"ח הייתה הכרחית בתגובה להפרשי הריביות בין ישראל לבין מדינות אחרות, וכי איננו יודעים כרגע אם המצב הנוכחי הוא משבר זמני או שינוי קבוע.

מהלך הדיון:

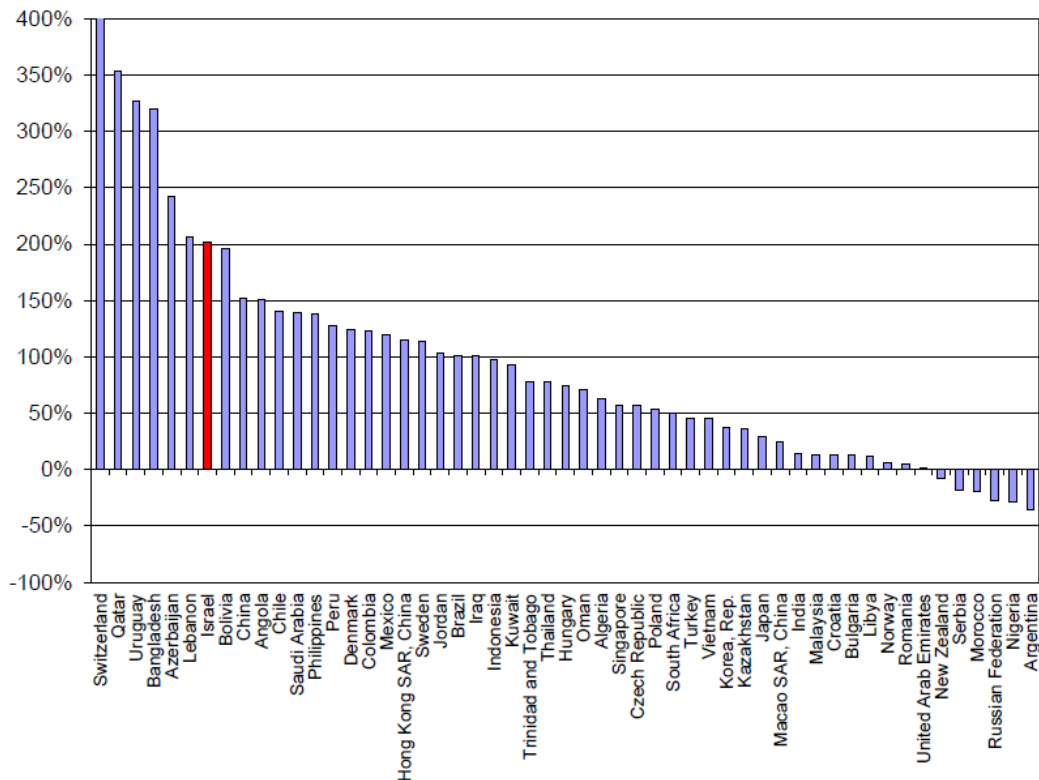
אורן לוינטל

- אני מציג עבודה משותפת עם עיריית רוזנשטרומ מלבנק ישראל, שנעשתה במסגרת מכון אהרן. אנחנו בוחנים את השאלה של מדיניות רכישות מטבע חוץ על ידי הבנק המרכזי, בסביבה של ריבית אפס, המצב שבו המשק הישראלי נמצא בשנים האחרונות.
- במשך כעשור המדיניות הייתה אי התערבות. מצב זה נפסק במרץ 2008, כשבנק ישראל החל לרכוש מט"ח, והודיע על רכישה קבועה של 25 מיליון דולר ליום. לאחר מכן הרכישות הוגדלו. באוגוסט 2009 הוחלט להפסיק רכישות קבועות ולעבור למדיניות של רכישות בהתאם לתנאי השוק, וזו המדיניות שקיימת עד היום. בשנת 2013 נוספו גם רכישות מתוכננות כדי לקזז את האפקט של מאגרי הגז,² אך אנחנו לא מתייחסים לנושא זה בעבודה שלנו.
- בתרשים הבא ניתן לראות את הרכישות, וכן את ריבית בנק ישראל, אשר עלתה בין השנים 2009-2012 ולאחר מכן ירדה בחזרה לסביבת האפס:



² גילוי משאבי טבע מתכלים, אשר מיועדים בחלקם לייצוא, עלול להשפיע על שער החליפין של מדינה, וכך לפגוע בתעשיות מייצאות אחרות שיתקשו להשתקם לאחר שמשאבי הטבע יגמרו ("המחלה ההולנדית"). בנק ישראל מנסה לקזז את האפקט הצפוי הזה, שמספר דוברים בדיון התייחסו אליו, על ידי השפעה על שער החליפין בכיוון ההפוך.

- מדינות רבות רכשו מט"ח מאז המשבר, אך אנחנו היינו בין המובילים בעולם ברכישת מט"ח. הרזרבות שלנו גדלו ב-200%, והמדינה המפותחת היחידה שעקפה אותנו הייתה שווייץ:



- יש כאן אירוע מדיניות בסדר גודל משמעותי, גם בהשוואה לעולם וגם בהשוואה להיסטוריה של המדיניות המוניטארית בישראל. השאלה היא האם המדיניות הזו אופטימאלית.
- על מנת לענות על השאלה, ראשית כל פנינו לספרות התיאורטית. הרושם העולה ממנה הוא שמדובר בנושא פתוח, שנוי במחלוקת, שאין לגביו קונצנזוס - זאת למשל בשונה ממדיניות ריבית, שם יש קונצנזוס רחב יחסית בנוגע לצורך במדיניות ריבית אנטי-מחזורית.³
- נושא חשוב נוסף שנדרש להזכיר הוא הטריילמה של מנדל ופלמינג, לפיה במשק פתוח עם תנועות הון חופשיות ומדיניות מוניטארית עצמאית לא ניתן להשפיע על שער החליפין.⁴ במציאות תנאי הטריילמה לא מתקיימים באופן מלא, תנועות ההון לא חופשיות לגמרי. לפיכך, לבנק המרכזי יש מרחב מסוים שבתוכו הוא יכול להשפיע גם על שער החליפין. השאלה היא האם התערבות מעין זו היא רצויה. המסר הכללי העולה מהספרות הוא שאין תשובה ברורה לשאלה זו.

³ מדיניות אנטי-מחזורית היא מדיניות המנסה לפעול בכיוון הפוך לכיוון שבו נע התוצר. הכוונה כאן היא להעלאת ריבית כאשר התוצר "גבוה מדי" (פעור תוצר חיובי), במטרה "לקרר את המשק", והורדת ריבית כאשר התוצר "נמוך מדי" (פעור תוצר שלילי), הכל בהשוואה למגמות ארוכות הטווח של התפתחות התוצר.

⁴ הטריילמה הבלתי אפשרית היא תוצאה מוכרת מהספרות הכלכלית, שלפיה משק קטן ופתוח למסחר בינלאומי לא יכול להשיג בו זמנית שלוש מטרות יחדיו: שער חליפין יציב, מדיניות מוניטארית עצמאית ותנועות הון חופשיות. המדינה חייבת לוותר על אחת המטרות על מנת להשיג את השתיים האחרות.

- מה שאנחנו עושים בעבודה הוא לקחת מודל מאקרו כלכלי ניאוקיינסיאני ולנסות לשאול במסגרת המודל מה עושה התערבות מט"ח. מדובר במודל DSGE סטנדרטי שמשמש את בנק ישראל ובנקים מרכזיים אחרים. זהו מודל שכולל מספר שחקנים עיקריים: ממשלה, פירמות, צרכנים ובנק מרכזי, כל אחד מקבל החלטות אופטימאליות עבורו וכך מתקבל שיווי משקל כללי.⁵
- אנחנו מנסים לבחון מהי התוצאה של ההתערבות במסגרת שיווי משקל כללי.
- פתרון המודל מייצר 4 משוואות:
 1. משוואת IS – הביקושים
 2. כלל טיילור – קביעת הריבית על ידי הבנק המרכזי⁶
 3. משוואת פיליפס
 4. תנאי ארביטראז', משוואת UIP
- לקחנו את המודל הבסיסי והוספנו לו שני מרכיבים כדי לנסות לתאר רכישות מט"ח בסביבת ריבית אפס: 1. חיכוכים שנועדו להתגבר על הטרילמה הבלתי אפשרית ולייצר השפעה לרכישות המט"ח, מכיוון שבמודל הסטנדרטי לא תהיה להן השפעה; 2. מגבלת אפס על הריבית. שינויים אלו העלו צורך בפתרון המודל בשיטות לא ליניאריות.
- התוצאה המרכזית של המחקר: רכישות מט"ח משפיעות חזק יותר על המשק כאשר אנחנו נמצאים בסביבת ריבית אפס, גם על התוצר וגם על האינפלציה.
- הסיבה לתוצאה הזו היא crowding out.⁷ כאשר הריבית חיובית רכישות המט"ח גורמות לדחיקה החוצה של ההשקעות והצריכה, אבל כאשר הריבית בסביבת אפס אין דחיקה של ההשקעות והצריכה ולכן ההשפעה יותר חזקה. תוצאה זו עקבית עם תוצאות אחרות בספרות לגבי מצב של ריבית אפס.
- בעזרת המודל ביצענו סימולציה שתוביל אותנו לגבול האפס, ומהרגע שמגיעים לשם אנו מתחילים את הניתוח שלנו. הניתוח הוא בהשוואה בין עולם בגבול האפס לעולם שאינו נמצא קרוב לגבול. ללא מגבלת ריבית האפס התוצר היה יורד פחות, ישנה עלות שנובעת מהמגבלה המתבטאת בהפסד תוצר.
- רכישות המט"ח מובילות לפיחות שמעלה את התוצר במצב גבול האפס. ללא גבול האפס התוצר היה עולה פחות בעקבות רכישות מט"ח.

⁵ להרחבה בנוגע למודלי DSGE ודוגמה עבור משק סגור [ראו כאן](#).

⁶ כלל טיילור, אשר מוזכר גם בהמשך על ידי דוברים נוספים, מתאר את קביעת הריבית הנומינלית על ידי בנק מרכזי שמדיניותו סובבת סביב יעד אינפלציה מסוים. מדובר במשוואה מתמטית פשוטה, המתארת כיצד שער הריבית הנומינלית שיקבע הבנק המרכזי תלוי בפער התוצר, באינפלציה, ביעד האינפלציה ובריבית הריאלית.

⁷ המשמעות של "דחיקה החוצה", crowding out, היא שפעולה של גורם אחד גורמת לפעולה בכיוון ההפוך של גורם אחר. לרוב הכוונה היא למצב שבו הממשלה מגדילה את הוצאותיה, ודרך מנגנונים מאקרו-כלכליים הדבר גורם לציבור להקטין את ההשקעות והצריכה שלו. המנגנון מוסבר בפירוט בהמשך הדיון על ידי מרטין אייכנבאום.

- שאלה נוספת היא עד כמה עמוק אנחנו בגבול האפס: אם הריבית האופטימאלית היא מינוס חמש אז אנחנו עמוק יותר בהשוואה למצב שבו הריבית האופטימאלית היא מינוס אחד, ואם אנחנו נמצאים במקום עמוק יותר ההשפעה של רכישות המט"ח תהיה חזקה יותר.

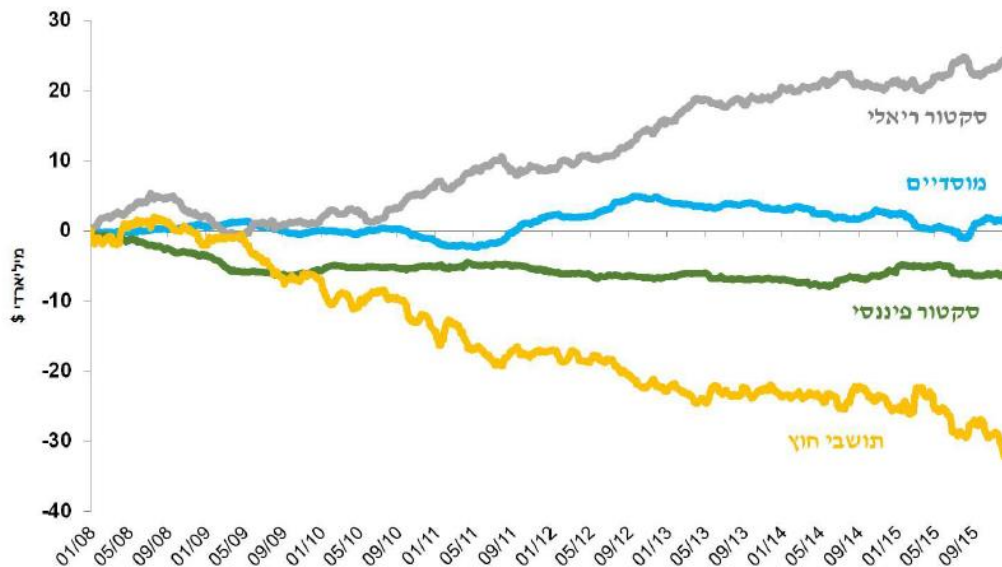
נתן זוסמן

- המצגת שקיבלנו מאוד מעניינת, אני חושב שהאינטואיציה של המודל היא סבירה. אני אנסה כאן בקצרה לתאר את האינטואיציה שמובילה להתערבות שלנו מלכתחילה. הסיבה לכך שאנחנו לא חיים בעולם ניאוקלאסי, וישנם שיקולים של החלקת תצרוכת ונושאים נוספים.
- מודל יותר בסיסי ממודל ה-DSGE הוא מודל IS-LM, שבו אין כלל טיילור ומדיניות ריבית, אבל יש מדיניות מוניטארית שקולה פחות או יותר, וניתן להשתמש בו כדי להציג את האינטואיציה.⁸
- כאשר הריבית מאד נמוכה אנחנו מגיעים לאיזור שנקרא "מלכודת הנזילות", כאשר אנשים מעוניינים להחזיק כמויות גדולות של כסף.⁹ במצב הנורמלי יש לנו עקומת IS ועקומת LM עולה משמאל לימין, אם רוכשים מט"ח בכמות נתונה אז מקבלים פיחות בשער החליפין הריבית עולה והתוצר גדל. כאשר אנחנו בגבול האפס ואנחנו עושים את אותה ההרחבה מקבלים אפקט הרבה יותר גדול על התוצר מכיוון שהריבית לא עולה ואין דחיקה של השקעות.
- נניח שישנו גבול אפס בכל העולם, כל הריביות קרובות לאפס. במצב הזה המשק הגדול, כגון הפד או הבנק האירופאי, עושים הרחבה כמותית ובעצם מורידים את הריבית האפקטיבית בעולם. נניח שבישראל מכל מיני סיבות מחליטים לא להוריד את הריבית לרמה השלילית שבאירופה. מה קורה אם אנחנו לא עושים כלום? הריבית בישראל תהיה גבוהה מהריבית העולמית, יהיו תנועות הון למשק ישראלי, יהיה ייסוף של השקל ונקבל ירידה בתוצר. על מנת להגן על ישראל מהמצב הזה עלינו להתערב.
- לעיתים שואלים אותנו מדוע ההתערבות דווקא בשוק המט"ח, שאמור להיות בשיווי משקל? אבל אם לא נעשה כלום ונגיד שהכל יסתדר בשיווי משקל, נקבל ירידה בתוצר ומיתון. על כן מה שאנחנו יכולים לעשות זה להתערב בשוק המט"ח ומעט לקזז את ההשפעה הזו. זו האינטואיציה לגבי האופן שבו אנחנו נאלצים לבצע את הפיחות.
- דוגמה נוספת: נניח שמתפתחות ציפיות לכך שיהיה ייסוף בישראל. במצב הזה הריבית במשק גבוהה מהריבית שהייתה צפויה להיות. זה נראה כמו הרחבה במשק חיצוני, והטיעון דומה לזה שלעיל: אם לא נתערב בשוק המט"ח יתרחש ייסוף תהיה ירידה בתוצר.

⁸ לתיאור רחב יותר של מודל IS-LM [ראו כאן](#).

⁹ מלכודת הנזילות מתרחשת כאשר הבנק המרכזי מוריד את שערי הריבית לרמה הקרובה לאפס בתקופת מיתון, ומגיע לנקודה שבה הורדת הריבית איננה משפיעה יותר על שוקי האשראי. בנקודה זו הציבור מעוניין לצבור מזומנים והמדיניות המוניטארית איננה אפקטיבית בעידוד המשק.

- להלן תרשים של רכישות מט"ח עבור סקטורים עיקריים:



- לאורך תקופת ייסוף שער החליפין אנחנו רואים את הפעולה של המשקיעים הזרים (הקו הצהוב), שמוכרים מט"ח וקונים שקלים בהיקפים גדולים מאוד לאורך זמן. זו התופעה שתוארה לפני כן שמדאיגה אותנו, היא שקולה למצב שבו מתפתחות ציפיות לייסוף, ואנחנו מגנים על המשק הישראלי בפניה.
- בנוגע לריבית, בנק ישראל שמנהל את המדיניות המוניטארית מסתכל על מספר רב של מדדים, וכן גם על שיקולים של יציבות. למשל, זה לא סוד שלריבית יש השפעה על מחירי הנכסים והדירור. הבנק משתמש במגוון של כלים כדי לנהל את המדיניות לאורך זמן, על מנת לא למצות את השימוש בכלי מסויים.¹⁰ אם היינו יודעים שהמשבר עומד להסתיים במהירות אזי אולי היה ניתן לבצע פעילות מהירה ולצאת מזה.
- מכיוון שזה לא המצב כיום, והמשבר נמשך כבר זמן רב, המדיניות של הבנק היא גיוון, שילוב של כלים שונים שנועדו לקזז את האפקט של הריביות בעולם. בזכות שילוב הכלים הצלחנו עד כה לשמור את המשק הישראלי במצב טוב יחסית למשקים אחרים בעולם.
- כיום עם עליית הריבית בארצות הברית אני מאמין שהלחץ על שער החליפין ירד, ונוכל לחזור למצב עניינים נורמלי יותר.

¹⁰ כוונתו של זוסמן כאן היא למצב שבו הבנק המרכזי מיצה את כלי הריבית, הפחית אותה עד כמה שניתן, והוא לא יכול להשתמש יותר בכלי הזה על מנת לעודד את המשק בזמן משבר. על כן רצוי לגוון את הכלים ולהשתמש גם בכלים אחרים, כדי שבעת הצורך יהיה ניתן להשתמש גם בריבית.

מרטין אייכנבאום

- התוצאה העיקרית של המחקר החדש היא שבתנאים של גבול האפס התערבות בשערי מטבע משפיעה באופן משמעותי על הכלכלה, בעוד שבזמנים "נורמאליים" יותר השפעתה נמוכה. תוצאה זו עקבית עם הספרות, המוצאת שככל שגבול האפס יותר מגביל כך כל סוג של מדיניות המעודדת את הביקוש המצרפי משפיעה יותר, גם מדיניות פיסקאלית.
- אני רוצה לדבר כאן על הסיבות לכך, לנסות לבחון עד כמה גבול האפס באמת היה מגביל בישראל בעבר, האם הוא מגביל כיום, ולהדגיש מעט את לקחי המדיניות מהניתוח.
- נתחיל מתיאור פשוט של כלל טיילור, המתאר כיצד הבנק המרכזי קובע את הריבית בהתאם ליעד האינפלציה ולריבית הריאלית, הנקבעת על ידי גורמים יסודיים במשק.
- נניח שהמשק אינו נמצא בתעסוקה מלאה, והממשלה מגדילה את הוצאותיה, מה שמוביל לגידול בביקוש המצרפי. התעסוקה והתוצר יעלו, ויובילו לגידול גם במשכורות ובעלויות הייצור. הפירמות יגיבו לעליית העלויות השוליות בהעלאת מחירים, מה שיגדיל את האינפלציה. הבנק המרכזי יגיב לאינפלציה בהעלאת הריבית. הצריכה וההשקעות יפלו, כך שהגידול בביקוש המצרפי יהיה קטן יותר מהגידול בהוצאות הממשלה. כך בעצם הוצאות הממשלה דחקו החוצה את הצריכה וההשקעות, כך שהמכפיל יהיה חיובי אבל קטן מאחד.¹¹
- מה עם התערבות בשערי מט"ח? המצב דומה מאוד. המטרה תהיה לדחוף למטה את ערך השקל על ידי מכירת שקלים או רכישת דולרים. התוצאה תהיה ירידה במחיר היחסי של מוצרים ישראלים, מה שיגדיל את היצוא ויפחית את היבוא. כמו גידול בהוצאות הממשלה, המדיניות הזו מגדילה את הביקוש המצרפי למוצרים ישראלים. שקל חלש יותר יגרום לאינפלציה, ועל כן הבנק המרכזי יתערב ויעלה את שערי הריבית במטרה לאזן.
- גבול האפס התחתון מגביל את כלל טיילור: הריבית הנומינלית איננה יכולה להיות שלילית. אם אנחנו בגבול האפס, כך שהריבית הנומינלית לא יכולה להשתנות, כל דבר שיגרום לציפיות אינפלציה גבוהות יגרום גם לריבית הריאלית לרדת למטה. ירידה זו תגרום לצריכה ולהשקעות לגדול.
- הגדלה של הוצאות הממשלה במצב זה תגרום לעלייה בתוצר, בעלויות השוליות של הפירמות ובאינפלציה הצפויה. הריבית הנומינלית תקועה בגבול ולא יכולה להשתנות, ולכן הריבית הריאלית תרד, והצריכה תגדל. הגידול בצריכה יוביל לגידול נוסף בתוצר. כך, במקום שתהיה דחיקה החוצה של הצריכה וההשקעות, ישנה "דחיקה פנימה" - בדיוק ההפך מהמצב הרגיל. האפקט על התוצר גדול יותר, וכך ניתן לקבל מכפיל גדול.

¹¹ התיאור לקוח ממודל קיינסיאני סטנדרטי של משק שאינו בתעסוקה מלאה. במילה "מכפיל" הכוונה היא למידה שבה הוצאות הממשלה משפיעות על התוצר. למשל, אם המכפיל שווה לאחד אז עלייה מסוימת בהוצאות הממשלה תוביל לעלייה זהה בתוצר, ואם המכפיל קטן מאחד אז העלייה בתוצר תהיה קטנה יותר מהעלייה בהוצאות הממשלה.

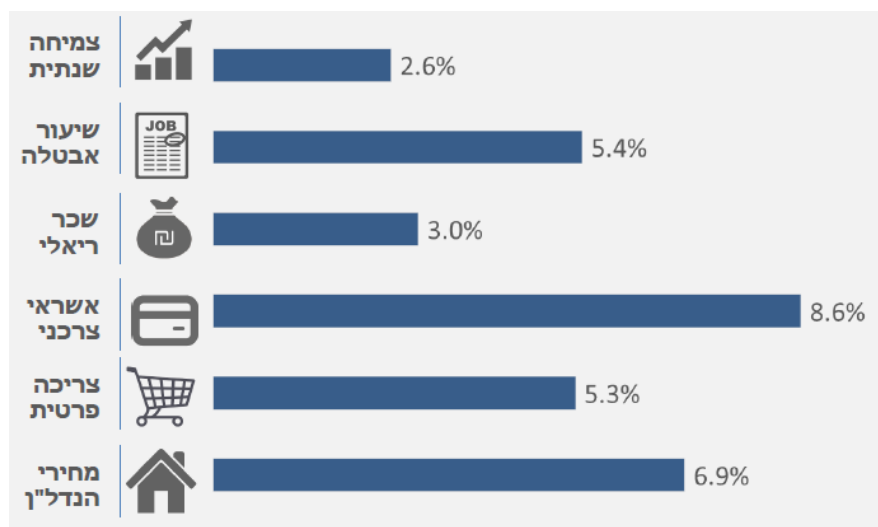
- התערבות בשערי מט"ח במצב של גבול האפס היא דומה מאוד. מאותן הסיבות, גם כאן הריבית הריאלית תרד, והמכפיל יהיה גדול יותר. עד כמה גדול? תלוי במספר רב של גורמים, אבל ככל שגבול האפס יהיה מגביל יותר, כך הוא יהיה גדול יותר.
- גודל המכפיל הוא בקורלציה גבוהה עם פער התוצר. מה גודל פער התוצר בישראל?
- ניסיתי לבחון את פער התוצר והאבטלה, ואני חייב להודות שאינני מבין מה קורה בישראל. מהרבה סיבות, אבל גם לפי הנתונים האלו. ישנן שנים שבהן האבטלה נמוכה, אך פער התוצר הוא שלילי, כך שהמדדים האלו מתנתקים אחד מהשני.
- הרצתי רגרסיה של כלל טיילור עבור ישראל, במטרה לנסות להבין מהי הריבית הנומינלית הרצויה. המסקנה היא שהריבית קרובה לאפס. כלומר, גבול האפס אולי מגביל, אבל הוא לא מאוד מגביל בישראל.
- הסיבה לתוצאה הזו לגבי הריבית הנומינלית הרצויה בישראל היא לא פער תוצר שלילי או אבטלה גבוהה. הסיבה העיקרית לכך היא האינפלציה הנמוכה. אז בהנחה שפער התוצר הוא לא הרבה יותר גדול ממה שראיתי, מטרת ההתערבות כאן היא להגדיל את האינפלציה, ולא למנוע מיתון.
- זה לא נשמע כל כך חיובי. רצון להגדיל את האינפלציה נשמע כמו סיבה מוזרה להתערבות בשערי מט"ח.
- זה נכון שהיצוא הישראלי נמוך יחסית, אבל זה בגלל ההאטה בעולם, זה לא בהכרח אומר משהו על פער התוצר.
- ישנה גם אפשרות אחרת: שהריבית הריאלית של הטווח הארוך השתנתה, והיא כיום מתחת ל-2%, בהמשך לטענותיו של לארי סאמרס בנוגע ל-"Secular stagnation", לכך שהימים הטובים של הצמיחה הגבוהה נגמרו בכל העולם, ושיעורי ריבית נמוכים יהיו מעכשיו תופעה קבועה.¹²
- בעולם כזה למדיניות מוניטארית תהיה השפעה בעייתית. יש לנו בעיה של ביקושים, לא של היצע. התוצר הפוטנציאלי בעולם נמצא במגמת ירידה. הריביות הריאליות נמוכות יותר כיום מכפי שהן היו בעבר, והציפיות לאינפלציה נמוכות גם הן. בכל מקום. אם מחברים את הכל ביחד, מה כל זה אומר לנו? שריביות ריאליות נמוכות הולכות להיות בעיה שתישאר איתנו לטווח הארוך. זה לא עניין זמני.
- בעולם כזה לא סביר שמדיניות מוניטארית קונבנציונלית תהיה מאוד חזקה. כמו כן, לא סביר שלהתערבות שנועדה להשפיע באופן זמני על שערי מט"ח תהיה השפעה משמעותית על בעיה שהיא, ביסודה, קבועה.
- המסקנה שלי מהעניין הזה היא שלמרות הטענות בצורך בהתערבות זמנית על מנת להגן על המשק הישראלי מזעזועים, ההתמקדות של מדינת ישראל צריכה להיות במדיניות פיסקלית

¹² להרחבה בנוגע לדבריו של לארי סאמרס [ראו כאן](#).

ולא במדיניות מוניטארית, וברפורמות מבניות שנועדו להגביר את התחרותיות של המשק. בעולם שהולך ונעשה קשוח, זה מה שיכול לאפשר לנו לפתור את הבעיה.

אורי גרינפלד

- נתחיל משאלה פשוטה: האם הסביבה הריאלית בישראל מתאימה לריבית?
- אם מחר נוחת פה חייזר ומסתכל על המשק, הוא יתהה מדוע הריבית כל כך נמוכה. ישנו גידול בשכר הריאלי, צמיחה בשלל מדדים, האבטלה נמוכה:



- משתנים אלו לא יכולים להסביר את הריבית הנמוכה, ולכן המשתנים היחידים שכן מסבירים אותה הם האינפלציה הנמוכה והיסוף של השקל.
- אבל האינפלציה נמוכה לא מצד הביקוש אלא מצד ההיצע. אלו הגורמים המרכזיים לאינפלציה הנמוכה בישראל:
 1. ירידה במחירי הסחורות
 2. שינויים בהרגלי הצריכה של הציבור
 3. רפורמות ממשלתיות להפחתת יוקר המחיה
 4. התגברות התחרות מבית ומחוץ
- מכיוון שהאינפלציה הנמוכה מגיעה מצד ההיצע, היא בהגדרה מוגבלת בזמן, וכשמנהלים מדיניות המסתכלת קדימה זה משהו שנדרש לקחת בחשבון.
- הנקודה השנייה היא תיסוף השקל והכניסה של משקיעים זרים. הטיעון הזה היה תקף בעבר, למשל ב-2011, אך זהו לא המצב היום, ובגלל העלאת הריבית בארה"ב זה לא יהיה המצב בעתיד. תיסוף השקל נובע מכוחות כלכליים בסיסיים, אין מתקפות ספקולטיביות על השקל וההתערבות בשע"ח יוצרת אפליה.

- הגענו לריבית נמוכה מסיבות שונות, חלקן היו מוצדקות בעבר אבל לא ברור אם הן מוצדקות כיום וישארו מוצדקות בעתיד. אך לריבית נמוכה יש גם עלויות:
 1. פגיעה ביציבות הפיננסית. ישנה אי וודאות גבוהה יחסית בישראל בנוגע לריבית, בעוד שבארצות הברית הפנימו שהיא הולכת לעלות.
 2. פגיעה בתשואות הפנסיה. אנחנו בעצם מגדלים פה דור שיצא לפנסיה במצב פחות אופטימאלי, אם הריבית תישאר נמוכה.
 3. הקטנת התמריץ להשקעות. זה אולי מנוגד להיגיון הרגיל, מכיוון שריבית נמוכה אמורה לתמרץ השקעות. אך כשהיא ממש נמוכה פירמות מעדיפות לעשות השקעות פיננסיות ולא השקעות ריאליות. כשמחלקים כסף בחינם כדאיות ההשקעה הריאלית קטנה.
- העלאת הריבית בארה"ב משנה את תמונת המשחק. אני חושב שאפשר להתחיל לשנות את ההסתכלות כאן בארץ, ושהסיכון להתחזקות של השקל נמוך מבעבר. על כן אני חושב שאנחנו צריכים לצפות להעלאת ריבית בישראל בעתיד הקרוב.

ענת לזין

- אני אנסה לחבר את הדברים שנאמרו כאן על ידי קודמי. בשביל מה קובעי המדיניות מנסים להשפיע על שער הריבית?
- אומר נתן: "כדי שהמשק לא יגלוש למיתון". לעומת זאת, מרטין אומר שאנחנו נמצאים בעולם אחר ושהכלי הזה לא יעזור בכלל לכלכלה הריאלית.
- קראתי קצת את הספרות בנושא הזה. מצאתי למשל מחקר של בנק ישראל, לפיו ההודעות של בנק ישראל אינן משפיעות על משתנים ריאליים, אלא באופן מוגבל על שער החליפין קצר הטווח. לאחר מכן מצאתי מחקר של קרן המטבע על שוויץ, שגם לפיו ההשפעה על שער החליפין לא מחלחלת לעולם הריאלי. ישנו גם מחקר מפורסם על יפן שמטיל ספק בהשפעות האלו. בספרות העולמית אין קונצנזוס לגבי התרומה לכלכלה של הצעדים האלו.
- בואו נסתכל על מה שקרה בשוויץ לא מזמן, כאשר ניסו למעשה לקבע את שער המטבע. הגיעו עד משאל עם, כיוון שלא ניתן להניח שההשפעה מתבצעת בעולם ניטרלי מהשפעת משתנים אחרים אשר חלקם בינלאומיים.
- התחזיות על תנועת הריבית של הבנק המרכזי בארה"ב מחטיאות את המציאות בשנים האחרונות, כלומר גם השוק אינו חוזה את הדברים נכון. אבל אם באמת נניח שהריבית בארה"ב תעלה יותר מאשר בישראל בשנה הקרובה אז אולי לא צריך להתערב בכלל בישראל? כלומר שוב, יש לשקול את כלל המשתנים המשפיעים
- אני רוצה לדבר על המחיר הכלכלי השלילי. אף אחד פה לא הראה שהיתה השפעה חיובית להתערבות, אבל בהחלט ישנה השפעה שלילית.

- אני לא יודעת עד כמה הנוכחים בדיון כאן מכירים את נושא ה-basis risk.¹³ אנחנו יודעים טוב מאוד שבמדינה קטנה כמו ישראל כאשר קונים דולרים סיכון הבסיס בין המטבעות עולה.
- ברמה הכלל עולמית שער החליפין הוא משחק סכום אפס בין כלכלות. סיכון הבסיס הוא הסיכון שלא נוכל להביא את הדולר עצמו כדי לשלם את הפורוורד. זה לא רק פערי הריביות בין מדינות אלא מעבר לכך. סיכון נוסף מעבר לפערי הריבית, שאנחנו משלמים אותו.
- היום סיכון הבסיס בין השקל לדולר הוא קרוב לאחוז בשנה. כלומר, נוסף לפערי הריבית אנחנו משלמים עוד קרוב לאחוז לשנה. זו פגיעה כלכלית משמעותית. אנחנו המוסדיים חייבים לגדר את רוב ההשקעות שלנו כי אנחנו חייבים לשלם פנסיה שקלית ובנוסף איננו יכולים, לקחת סיכון גבוה מדי בנוגע לתנודתיות המטבע.
- הפגיעה הכלכלית של סיכון הבסיס לפנסיות היא קרוב לשני מיליארד שקלים בשנה, כתוצאה מהמדיניות של בנק ישראל, מניהול שער החליפין שאנחנו לא בטוחים שהוא תורם לכלכלה הריאלית. התערבות חייבת להתחשב במה שקורה לסיכון הבסיס.
- ואני עוד לא מדברת על הסיכון למשק: נדרש לנהל את יתרות המט"ח האלו, וזה מעלה את הסיכון המשקי להשקיע את יתרות המט"ח העודפות בנכסים מסוכנים יותר בחו"ל כמו שאנו למדים מהודעות ב"י על פתיחת האפשרות להשקעת היתרות באג"ח HY ומניות. האם זה מה שאנחנו רוצים עבור הכלכלה?

חיים שני

- רק לחזק אותך – בשעתו ביצענו במסגרת משרד האוצר, בשיתוף עם בנק ישראל, ניסיון לבדוק את הנושא הזה ולחשב את הסיכון.

צבי אקשטיין

- הנושאים שמטרידים אותי הם עניין השקיפות, ולמעשה – מהי המדיניות של בנק ישראל?
- למעשה המדיניות שקיימת היום היא משפט שכתבנו במסגרת הועדה המוניתרית של בנק ישראל בעשירי לאוגוסט 2009: "בנק ישראל ימשיך להתערב בשוק מטח במקרה של תנודות חריגות של שער החליפין אשר אינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים, או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כראוי".

¹³ סיכון בסיס, basis risk, הוא סיכון הנובע ממתאם שאינו מושלם בשינויים של שיעורי הריבית בשווקים פיננסיים שונים או במכשירים שונים הדומים במאפייני התמחור מחדש. הסיכון מתרחש כאשר משקיעים מנסים לגדר את השקעותיהם על ידי שימוש במכשירים פיננסיים בעלי תקופות לפירעון או תדירויות תמחור מחדש דומות.

- המשפט הזה חזר בכל ההודעות על ההתערבות שהשתנו מאז 2009. מלבד זאת יש את סכומי הקיזוז שנועדו להילחם במחלה ההולנדית בנוגע לגז הטבעי. זו מדיניות ההתערבות מבחינת הודעות בנק ישראל לציבור. ישנן גם ההודעות על הרכישות שבוצעו כדי להילחם במחלה ההולנדית – ולא ברור לי למה כבר היום המשק הישראלי חולה במחלה ההולנדית – וזו כל המדיניות. אנחנו לא יודעים כיום איך כל זה קשור למדיניות המוניטרית של הבנק ולמטרות ארוכות טווח.
- היו עבודות שפורסמו שלפיהן ההשפעה של ההתערבות היא רק זמנית, למשל העבודה של אביחי ועבודה נוספת של סיגל.
- האם המדיניות הזו אפקטיבית? מהם היעדים? בנק ישראל השאיר את אלו בערפל.
- העבודה של עירית ואורן חשובה מכיוון שהיא לראשונה מגדירה את ההתערבות בתוך מודל. אני אבהיר כאן את המסקנות שהם לא רצו להגיד: האפקט של ההתערבות לא משמעותי אם אנחנו לא נמצאים בגבול האפס, והוא חיובי רק אם אנחנו נמצאים עמוק מתחתיו, כלומר במצב שבו הריבית הנובעת מכלל טיילור אמורה להיות מינוס שלוש או מינוס ארבע.
- כמו שמרטין אמר, לא ברור בכלל שאנחנו נמצאים עמוק כל כך.
- בשנים האחרונות למדנו על האפקטיביות של השקיפות והוודאות לגבי המדיניות המוניטרית. תראו את מה שעושה הפד בשנים האחרונות, את מה שעושה ג'נט ילן. אם ההתערבות היא חלק מהמדיניות המוניטארית, מדוע היא לא נכללת בהודעות של הבנק המרכזי? בפרוטוקולים? כפי שנעשה בבנקים מרכזיים אחרים?
- אחת הסיבות המרכזיות המקוריות לקניית היתרות מלכתחילה הייתה מחסור ביתרות מט"ח. בהתחלה היינו בטוחים שההתערבות שלנו תקפיץ את שער המטבע לשמיים.
- אני רוצה להגיד מילה על הנושא של ה-path through¹⁴. כל הנושא הזה השתנה דרמטית מאז 2008. הכל מתנהג אחרת, הפסיקו להצמיד לדולר. אני לא משוכנע שכיום אנחנו יודעים באמת איך ה-path through עובד. זו בעיה מרכזית.
- בשנים 2009-2011 התחלנו להעלות את הריבית באופן דרמטי ולהתערב באופן דרמטי, בהתאם לגרפים שאורי הראה כאן קודם. בעצם יצרנו את הבעיה בעצמנו במידה רבה.
- למעשה עשינו מה שעשו השבדים. לאחרונה עזב המשנה לנגיד הבנק המרכזי בשבדיה את תפקידו, ובן ברננקי כתב בבלוג שלו שלדעתו השבדים עשו שגיאה גסה. אני חושב שישנה הסכמה כיום על כך שזו הייתה טעות. במקביל לכך גם "לכלכנו" את שער המטבע, על מנת שההתערבות לא תוביל לחיזוק יתר של השקל. אני חושב שגם זו הייתה טעות.
- יש לבסס מדיניות מוניטארית על מודל מסודר וחשיבה מסודרת. להלן מספר עקרונות נכונים לדעתי להתערבות נכונה:

¹⁴ משמעות הביטוי "path through" היא ההשפעה של שער המטבע על האינפלציה.

1. אני חושב שנדרש להתערב רק כאשר שער החליפין סוטה משמעותית בצד ההתחזקות של השקל. כדי לעשות זאת נדרש לדעת מהו שער החליפין של שיווי משקל.
 2. כאשר מדיניות הריבית לא אפקטיבית, בגבול האפס, אז יש מקום לשימוש בכלים נוספים. הריבית היא כלי מאוד אפקטיבי להתערבות בשוק מט"ח כל עוד אנחנו לא בגבול האפס.
 3. שקיפות ו- forward guidance הם נושאים חשובים, אשר הוכיחו את עצמם בשנים האחרונות.¹⁵ אולי נדרש לפרסם טווחים של הערכות לגבי שער החליפין של שיווי משקל.
 4. בנוגע לאינפלציה, אני חושב שצריך לקחת יותר ברצינות את הנושא של core inflation.¹⁶ צריך להגדיר אילו מחירים נכנסים לתוך ה- core inflation בישראל, במיוחד בהתייחס למחירי האנרגיה. כאשר העלנו את הריבית במהלך המשבר, בדיעבד ניתן לראות שזה היה בעיקר בתגובה למחירי האנרגיה, ואני מאמין שזו הייתה שגיאה.
- רכישת מט"ח היא הקלה כמותית. יתכן שיש לה מקום היום, לא בטוח שהיה לה מקום בעבר. ריבית אפסית היום היא בעיקר כתוצאה מאינפלציה נמוכה, ויתכן שיש היגיון במדיניות הנוכחית. עיקר הביקורת שלי על בנק ישראל נוגעת לשקיפות ולנושא של forward guidance, שהם כלים מרכזיים וחשובים.

רפי מלניק

- אני אספר לכם אפיזודה רלוונטית למה שצביקה אמר. כשהנושא של forward guidance תפס עוצמה והתחילו לפרסם את הנקודות בפדרל ריזרב עשינו תרגיל בוועדה המוניטארית וניסינו לראות אם כל אחד יכול לחזות את הריבית בעוד שנה. השונות הייתה כזאת שהגענו למסקנה שאנחנו בעצמנו לא מסוגלים לכוון ולהגיד מה תהיה הריבית בעוד שנה. זו הסיבה שהנושא ירד, חוסר הוודאות היה כזה שלא היה לנו הרבה מה להגיד.
- אני רוצה להתייחס לעובדה בסיסית שעומדת ברקע של העניין הזה. החשבון השוטף של ישראל נמצא בעודף בשנים האחרונות. בנוסף לכך היצוא גדול מהיבוא, וגם מצאנו גז בשנים האחרונות. כל העובדות האלו מובילות לכך ששער החליפין צריך להיות מיוסף.

¹⁵ הביטוי "forward guidance" מתייחס למצב שבו בנק מרכזי מפרסם את תחזיותיו בנוגע למשתנים מוניטריים שונים בעתיד באופן שקוף, מתוך מטרה להשפיע על ציפיות הפרטים במשק.

¹⁶ "core inflation" הוא מדד לאינפלציה אשר אינו מתחשב במחיריהן של סחורות תנודתיות במיוחד, כגון מחירי האנרגיה. ישנם כלכלנים הטוענים שהמדיניות המוניטארית של בנקים מרכזיים צריכה להיות תלויה ב-core inflation ולא באינפלציה הנמדדת בשיטות הרגילות וכוללת את הסחורות התנודתיות.

- במודל תיאורטי אולי היסוף היה מתרחש בבת אחת, בחיים האמיתיים זה לא בדיוק ככה ויש איזו מגמה.
- השאלה היא מה לעשות עם המגמה הזו. ברור לנו שהתערבות בשוק המט"ח לא יכולה לשנות את גורמי היסוד לכך. אם נותנים לשער החליפין להגיע לשער החדש אז היצוא צריך לקטון, היבוא צריך לגדול, ומבנה המשק ישתנה למבנה שבו הסקטור הלא-סחיר גדול יותר.¹⁷
- זה מעורר שאלה חשובה: האם כלכלת ישראל יכולה לנצל את פוטנציאל הצמיחה שלה עם הסקטור הלא-סחיר. אני חושב שהתשובה היא לא, ולכן אנחנו נמצאים במלכוד. אני לא יודע איך לפתור אותו.
- בינתיים הוועדה המוניתרית מנסה להקטין את התיסוף, למתן את העסק, לא בהצלחה גדולה.

ירום אריאב

- אני חושב שההתערבות הייתה נכונה לזמנה והשיגה תוצאות. הבעיה היא ההתמכרות להתערבות.
- מספר הערות היסטוריות: מרץ 2008, חודשיים לפני המשבר בארה"ב, סטנלי פישר החל לדבר איתי על הנושא של קניית מט"ח, לא כדי להשפיע על השער אלא כי היתרות היו נמוכות בצורה קיצונית. הרעיון היה פשוט להכפיל את יתרות המטבע. באותה תקופה חשבו שלא רצוי להשפיע כך על שער החליפין, בהמשך לסחרור שהתרחש כאן בשנות השמונים.
- אבל אז מצאו קונץ-פטנט: לכאורה זה חסר עלות, ניתן להגדיל את היתרות ולהשפיע על השער. אבל יש לכך מחיר. אנחנו מפסידים כסף על היתרות האלו. בסופו של דבר בנק ישראל אמור להעביר כסף לאוצר, והוא לא יוכל.
- לגבי המודל שהוצג פה: אני חושב שהוא מאיר עיניים ומסדר את האינטואיציה. אני חושב שישנה קצת התעלמות מציפיות. הציפיות של הציבור היא שאי אפשר להמשיך את זה לנצח. כשחושבים על ההשפעה של השער על הקמה של מפעלי הייצור, אני חושב שזה לא מחזיק מים. הציפיות מבינות שזה לא ימשך.
- נקודה אחרונה: הכלכלה של ריבית אפס. בסביבה הזו החוקים הקלאסיים לא בהכרח עובדים כפי שאנחנו מכירים. המודלים הקלאסיים של ISLM לא כל כך תקפים.

¹⁷ הסקטור הלא-סחיר כולל חברות שיצוא ויבוא פחות רלוונטי עבורן, למשל שירותים, שוק הנדל"ן ועוד.

עדי פוזנר

- כל הזמן מדברים פה על ההתערבות שיש עכשיו כשקונים דולרים, אבל יום אחד יצטרכו לבצע את הפעולה בכיוון ההפוך, כדי להחזיר את הרזרבות לרמה הרצויה. נדרש לשקול גם את ההשפעות של הפעולה ההפוכה, שתייסף את השקל.
- יש שני סוגים של התערבות שאני יכול להבין. יש התערבות ריאלית, למשל לחסוך כסף שהתקבל כתוצאה מהגז הטבעי בקרן כלשהי. אבל כאן יש התערבות פיננסית, שרק משנה את מאזן התשלומים. בהמשך נצטרך לבצע את הפעולה ההפוכה.
- הטבלה של המדינות שהראיתם כאן מתעלמת מהבדלים בין מדינות. למשל קטאר צוברת הרבה מט"ח פשוט מכיוון שהיא מוכרת נפט, וזאת לעומת מדינות אחרות שבהן מדובר בהתערבות פיננסית של הבנק המרכזי.
- ההערכה לגבי מידת ההשפעה של ההתערבות תלויה בסיבות להתערבות. אם למשל באים לתקן שער חליפין מוטעה שאינו נמצא בשיווי המשקל, אז ניתן להרוויח מהתערבות כזו. אבל כפי שנאמר כאן לפני, זה לא המקרה כיום. המטרה של ההתערבות כיום היא להסיט את השער משיווי המשקל שלו ולהגיע לשער חליפי.
- הרעיון הזה של להחליק מחירים הוא בעייתי, בניגוד להחלקת תצרוכת או תעסוקה. אי אפשר להחליק מחירים. הם מגיבים באופן מיידי. אם השער של הדולר צריך לרדת מ-4 ל-3, ואנחנו מחליטים להחליק מחירים ולכפות ירידה הדרגתית במקום מיידי, אז ישנן שתי אפשרויות:
 1. אם השוק מאמין שהשער צריך להיות 4 ומשאירים אותו באופן מלאכותי על 4 אז אנשים עלולים לעשות השקעות לא כדאיות, שירדו לטמיון כשהשער בסופו של דבר ישתנה. למשל, אני אפתח חברה יצוא שאין לה זכות קיום, והיא תיסגר בעוד שלוש שנים כשאגלה שעבדתם עלי והשער צריך להיות 3.
 2. אם השוק לא מאמין אז לא יקימו תעשיות מיותרות, אבל אז יהיו ספקולנטים שינצלו את הפעולה הזו וירוויחו כסף.
- מילה אחרונה על המחלה ההולנדית. הגז יגמר בעוד 30 שנה, והטיעון הוא שבגללו עלולות להיסגר תעשיות היום ובעוד 30 שנה נתקשה לפתוח אותן מחדש.
- אבל זה קצת בעייתי לטעון את זה, האם 30 שנה זהו טווח זמן הגיוני? האם נכון להחזיק תעשייה קיימת ולא משתלמת במשך 30 שנים כדי שהיא לא תהיה חסרה בעתיד? אולי עדיף לסגור אותה היום ולפתוח אותה מחדש בעתיד? אם נניח שסגירת התעשייה יכולה להוביל לאבדן ידע קבוע, האם נכון להניח שהשוק לא יודע לתמחר את הדברים האלו ולשמר את הידע ללא צורך במעורבות ממשלתית?
- המחלה ההולנדית לא בהכרח מצדיקה הנשמה מלאכותית של מפעלים לאורך 30 שנים.

בארי טאף

- לגבי המודל – התוצאה מאוד מעניינת. אנשים העוסקים בבנקאות מרכזית לרוב חושבים שהכלי הנכון להתערבות הוא הריבית, והתערבות בשוק המט"ח היא רק למקרי קיצון ולרוב לא משפיעה. אם כן הייתה השפעה, היא הייתה מהכיוון של signaling – המתערב מאותת לשוק שהוא יהיה מוכן לנקוט בכל הצעדים האפשריים על מנת להשיג את המטרה.
- כאשר ההתערבות מתבצעת בתנאי ריבית אפס, האפקט הזה לא קיים. הבנק מתערב בשוק המט"ח מכיוון שאין לו כלים אחרים, והשחקנים יודעים זאת. זו בעיה.
- דבר נוסף, בהמשך לדברים שנאמרו פה קודם - נשים לרגע את נושא האינפלציה בצד. ההתערבות במדיניות שער החליפין היא למעשה לא מדיניות מוניטארית, אלא מדיניות תעשייתית: רוצים לעזור לסקטור אחד, ליצוא, למפעלים שמיצאים ויש בהם מקומות עבודה. למעשה מנסים לעזור לסקטור בתוך הסקטור. זה נאמר בפה מלא. אך יש לכך עלויות.
- אולי ישנן אלטרנטיבות יותר טובות להתקדמות לעבר אותו שינוי מבני שרפי דיבר עליו במשק, לא בהכרח בכלים של בנק ישראל.

דפנה אבירם ניצן

- אני רוצה להתייחס לזווית הראייה של התעשיינים.
- ענת לוויין הזכירה מספר מחקרים מהעולם שלא הצליחו להוכיח את התועלת של ההתערבות בשוק המט"ח לתוצר. גם אני ניסיתי מספר פעמים בעבר לבצע מחקר שכזה, וזה אכן מאוד בעייתי. המודלים מתקשים לזהות את התועלת, ואם הם מצליחים אז התועלת שנמצאה הייתה זניחה, אבל תוצאה זו של המודלים נובעת מהקשר הדו-צדדי שבין שער החליפין ליצוא ולתוצר: ברגע שהיצוא עולה, הדבר יוצר כוחות לתיסוף וכך בטווח הקצר מתקבל קשר חיובי בין יצוא לתיסוף, כאשר ההשפעה השלילית של התיסוף על היצוא מגיעה בפיגור ו"הולכת לאיבוד" בתוך המודלים שמושפעים מהקשר, בדומה למצב של מולטיקולינאריות - מקדמי הרגרסיה במצב זה מאבדים מאמינותם.
- כדי להתגבר על מיגבלות המודלים הסטטיסטיים המקובלים, ביצעתי בהיותי מנהלת המחקר של התאחדות התעשיינים סקרים בשטח מדי שנה. בסקרים נשאלו מנהלי החברות באשר להשפעת התיסוף על פעילותם הריאלית בהתייחס ליצוא, תוצר ותעסוקה. התוצאות הציגו אובדן עסקאות פוטנציאלי בסדר גודל של כ- 3 מיליארד דולר יצוא בשנה ועוד כמיליארד דולר אובדן פוטנציאל מכירות של התעשייה בשוק המקומי, בשל התחרות מול היבוא.
- הסקרים המחישו את המחיר הכלכלי הריאלי, במונחי יצוא, תוצר ומועסקים של מגמת התיסוף.

מיכאל שראל

- מה קרה בין 2001 לבין 2006? אז הרווחתם עשרות מיליארדים...

דפנה אבירם ניצן

- נכון, בתקופה הזו היה פיחות, התחלנו לבצע את הסקרים רק כשהתחילה הבעיה. בסופו של דבר אתה מגיש דוח לבעלי המניות בסוף כל רבעון, ואתה כמנהל חברה צריך להראות רווחיות בסוף השנה, ואם אתה לא מצליח אז בהנהלה שוקלים אם להעביר את היצור לחו"ל. יש כאן עלות למשק.
- לסיכום, ישנה תועלת משקית גבוהה להתערבות בשוק מט"ח שמרסנת את מגמת התיסוף. נכון שיש גם עלויות למהלך, אני לא מתעלמת מהן. אך, לפי הבדיקה שלנו התועלת ברמת התוצר עולה על העלות.
- גם בהתייחס לעלות הפיננסית, בריביות של היום ובתמהיל ההשקעות הנוכחי של יתרות המט"ח מצאתי שהתועלת עולה על העלות.
- אני רוצה להתייחס לדברי רפי מלניק לגבי ה"מלכוד" שבמדיניות הזו. אני מסכימה שההתערבות חייבת להיות תרופה זמנית, ושהפתרון ארוך הטווח הוא במדיניות פיסקאלית, כפי שטען פרופ' מרטין. הבעיה היא שאין מי שייתן את הפתרון הפיסקלי, הריאלי, ולכן המדיניות הזמנית הפכה לקבועה. הגיע הזמן שגם המדיניות הפיסקלית תיכנס לתמונה ותפעל לשיפור כושר התחרות של הסקטור הסחיר.
- בכל מקרה, בשורה התחתונה אני סבורה שהתועלת המשקית הריאלית של ההתערבות בשוק המט"ח הינה גבוהה ומצדיקה את המהלך.

עמית פרידמן

- ההתערבות במודל משפיעה על נושא הדחיקה של תצרוכת והשקעות, זו השערה מעניינת שכדאי לבדוק באופן אמפירי.
- שני מושגים שחשובים בנושא של התערבות: ראשית כל אני חושב שקשה לחשוב על מדיניות התערבות ללא תפיסה של רזרבות אופטימאליות. קשה לנתח את המדיניות ללא זה, כי כמו שצביקה הציג לפחות עד שלב מסוים זה היה אלמנט מוביל.
- דבר נוסף: אי אפשר להבין את המדיניות ואת מה שקרה לאחרונה ללא הקונטקסט הבינלאומי. הגענו למקום שבו אנו נמצאים בגלל ההתנהגות בעולם. ההסבר למגמות בהתערבות של בנק ישראל הוא בהתנהגות של הפרדל ריזרב והאירופאים.

- זה לא איזה שהוא שער שיווי משקל, כוח יסודי שימשך לאורך זמן. זו מדיניות זמנית בסופו של דבר.
- דבר אחרון, בחינת עלות תועלת למשק היא קשה, אבל אנחנו לא קונים ממה שאין לנו. הרכישות בשנים האחרונות הן קטנות בהשוואה לחשבון השוטף. יש שנים שבהן מאוד קשה לצבור יתרות. בשנים 2005-2006 קיבלנו הערות מקרן המטבע שחסרות לנו יתרות וזה פוגע ביציבות. צריך לקנות ולצבור מתי שניתן, וזה מה שנעשה.

אלכס צוקרמן

- אני רוצה להתקבל לנקודה שקודמי אמרו: הורדת הריבית של בנק ישראל היא במידה רבה תגובה להורדות הריבית של שותפי הסחר שלנו. אם בנק ישראל לא היה עושה את זה אנחנו היינו סובלים כתוצאה מהמדיניות שלהם.
- נקודה שניה, שקשורה למה שענת ומספר דוברים אחרים אמרו: שער הריבית הבאמת חשוב מבחינת השקעות ותצרוכת הוא שער הריבית של הטווח הארוך. רוב הבנקים המרכזיים קובעים רק את הקצה הקצר. יש כאן איזו הנחה סמויה שהזנב יכול לקשקש בכלב, שהטווח הקצר משפיע על הטווח הארוך בצורה משמעותית, וזה בכלל לא בטוח.
- כאשר אנשי הפדרל ריזרב מדברים על אסטרטגיות יציאה הם לא מדברים על מכירה של נכסים, אלא על העלאת ריבית. ההסבר לכך הוא שמה שהם עשו בזמן ההרחבה הכמותית זה לעשות טוויסט של עקום התשואות, להשטיח אותו, והם הצליחו בכך. הם רוצים להמשיך וליהנות משערי ריבית ארוכי טווח נמוכים, וזה כמובן משפיע על המצב בישראל.
- לגבי הנושא של תחזיות בבנק ישראל. מה שנאמר כאן לא מדויק. הועדה כן מנסה לקבוע מהו שער החליפין הריאלי של שיווי משקל, אבל יש לגבי זה אי וודאות עצומה. גם תיאורטית. אוסוולד וכלכלנים רבים נוספים מראים שבשני העשורים האחרונים שערי החליפין נקבעים במידה רבה יותר על ידי תנועות הון מאשר על ידי החשבון השוטף. אנחנו יודעים שסוכנים בשווקי ההון עושים הרבה טעויות. לאור הדברים האלו יש בהחלט מקום להתערבות לדעת, במטרה להגן על הכלכלה הריאלית.

בכיר בחברת טבע

- רציתי לתאר כיצד הדברים נראים מבחינתנו. מהצד שלנו נראה שלבנק ישראל אין מדיניות שער חליפין ולאוצר אין מדיניות מיסוי.
- אנחנו מאמינים שמדינה צריכה לייצר סביבה עסקית תומכת צמיחה, וישראל לא עושה את זה. אנחנו צריכים להסתדר לבד, ואנחנו עושים את זה כמו שאר החברות בישראל.

- אני חושב שכולנו סביב השולחן מבינים שהיכולות היחסיות של התעשייה הישראלית נשחקות כל הזמן. אנחנו יכולים להשלות אותנו לגבי המאזן המסחרי אבל זו אשליה.
- למשל, עלות מתכנת בישראל זהה למערב אירופה, ורק מעט יותר נמוכה מאשר בעמק הסיליקון. בישראל עלות הייצור של 1000 טבליות היא 14 דולרים, באירופה 12, במזרח אירופה 7 ובהודו 4. זאת בעיה משמעותית.
- לפני 7 שנים טבע החליטה להביא פעילות ייצור משאפים מארץ שהיא "הגביע הקדוש של הטבות המס", אירלנד, והקמנו מפעל בירושלים, שהתבסס על הטבות מס שהיו אז. לא היינו עושים את זה אם היום היינו צריכים לקבל היום את ההחלטה, כי עלות העבודה עלתה פלאים, עלות הייצור בפריפריה עלתה.
- המציאות הזו רלוונטית לא רק לטבע. אנחנו חברה ישראלית, אנחנו נישאר פה, אבל חברות גלובליות לא יגיעו לכאן בגלל זה. אנחנו מאבדים את היתרונות היחסיים שלנו.
- אין לכך פתרון קסם פשוט, ישנן בעיות רבות במדינת ישראל, משטר המס בישראל בעייתי. אם לא נעצור את זה ונעשה סדר אנחנו נאבד את התעשייה.

מיכאל שראל

- הוזכר פה שבמצב של ריבית אפסית מדיניות פסקלית יכולה להיות יותר מועילה, ושנדרשת יותר התערבות פסקלית. אבל כבר יש כיום מדיניות פסקלית מרחיבה. למשל, הגירעון כיום הולך וגדל, והגירעון האמיתי הוא גדול יותר מהגירעון המדווח בגלל נושאים שלא הוכנסו לתקציב, כגון מעבר בסיסי צה"ל לנגב, מחיר למשתכן, ותמ"א 38.
- אולי צריך לחשוב למה לא רואים את ההשפעה של ההרחבה הזו בפועל, אבל בטח שלא צריך להמליץ על הרחבה נוספת.
- בנוגע להערה של צביקה על השקיפות – לא שמעתי אף הערה שהתייחסה ללמה צריך להתערב במט"ח באופן לא שקוף. אפשר אולי בתנאים מסוימים להצדיק התערבות, אבל למה בחוסר שקיפות?

שלמה דברת

- אני רוצה להזכיר שישנה מלחמת מטבעות בעולם, וגם היא צריכה להיכנס למודל. מדינות אחרות מתערבות גם הן, ואי אפשר להגיד שרק אנחנו מתערבים.
- עוד נקודה משמעותית ליצואנים היא מימון היצוא. אנחנו מסתכלים על שער פיננסי, אבל מדינות זרות נותנות כל מני הטבות ובטחונות ליצואנים שלהם, השער האפקטיבי הוא אחר. גם בכך צריך להתחשב.

- אנחנו נמצאים במציאות של שינוי פרמננטי שבו תנאי המשק מצדיקים שער חליפין גבוה שהולך וגדל.
- מיכאל מדבר על מדיניות מרחיבה, אבל אני לא חושב שההרחבה היא במקומות הנכונים. ממשלת ישראל לא מפעילה מדיניות שתומכת בצמיחה. המדיניות צריכה להשתנות, והפתרון לכך הוא לא בהתערבות מוניטארית אלא בנושאים אחרים.

ענת לוי

- אנחנו רואים למעשה שהעולם הוא בעודף כושר יצור, לכן ריבית אפס לא עובדת כרגע בלעודד צמחיה. נדרשים שינויים מבניים. המשק הישראלי בבסיסו הוא ככל הנראה פחות תחרותי ממדינות אחרות מסיבות שונות.
- בגלל מבנה ההתחייבות שלהם הגופים המוסדיים הולכים ונעשים מוכרי מט"ח כבדים. יש לקחת זאת בחשבון.
- הנזק של עליית סיכון הבסיס ליבואנים הוא משמעותי: עסקים קטנים ויבואנים קטנים מתקשים הרבה יותר מאשר יבואנים בעולם בו סיכון הבסיס עולה.
- היבואנים יהיו חייבים להיות יעילים ולחפש יתרונות תחרותיים, בעולם של עודף כושר יצור הם לא יכולים להישען על התערבות ממשלתית בשער החליפין.
- יש לחקור או לתת את הדעת לפגיעה שמתרחשת אצל ענפי היבוא והייצור המקומיים.

עומר מואב

- ברשותכם אני אשאל את הדוברים מספר שאלות/אעיר הערות:
- נתן (זוסמן) – אמרת שחלק מהקושי שלכם בבנק הוא הזרים הרוכשים שקלים. האם עצם ההתחייבות שלכם להתגונן בפני קניית שקלים לא מזמינה את קניית השקלים?
- הריבית הנמוכה היא לא רק החלטה של הפד. יש תשואה נמוכה ריאלית בעולם, אי אפשר להתעלם מכך. אין לי הסבר לזה, מכיוון שיש עדיין בעולם הרבה מאוד אנשים רעבים שיש להם מה לעשות עם התוצר, ובכל זאת אנחנו נמצאים בעולם שבו המציאות היא תשואה ריאלית אפשית להשקעות ריאליות.
- כמובן, אי אפשר בלי הוויכוח המסורתי ביני לבין דפנה, המייצגת את הפוזיציה של היבואנים הגדולים במשק. לכן הטענות תמיד תהיינה שצריך לעזור ליבוא, והיא תמיד נגד היבוא, זו התפיסה שלהם...

דפנה אבירם ניצן

- זה לטובת המשק, ואנחנו לא נגד היבוא

עומר מואב

- לגופו של עניין, סקר שבו את שואלת מנהלי כספים מה היה אילו שער החליפין היה אחרת הוא חסר משמעות, עודף היצוא הוא זה שמשפיע על שער החליפין. מעבר לכך, לחשוב על משהו שלא מייצאים כאובדן תוצר זה לא נכון. אין שום ערך ליצוא מלבד מימון יבוא. שוב אנחנו חוזרים לאותו הוויכוח שהיה פה עוד פעם ועוד פעם... ליצוא יש ערך רק אם הוא מסוגל לממן יבוא, לא מידיית בהכרח אבל בטווח הארוך.

עדי פוזנר

- מה שהבכיר בחברת טבע סיפר על מפעל המשאפים מסביר פה את הבעיה: השאלה היא האם המשק צריך לעבור שינוי מבני?
- מבחינתי הסיפור הזה מדגים את הנזק של בנק ישראל: הוא הטעה אתכם בשער, גרם לכם לחשוב שהשקל נמוך, בזכות זה העברתם לפה מפעל ואתם מעסיקים עובדים שיכלו לעסוק במשהו אחר, העובדים האלו יכלו להיות מורים, אחיות, מסז'יסטים, אבל במקום זה אתם משתמשים בהם בחוסר יעילות כי בנק ישראל הטעה אתכם.
- בנק ישראל צריך להפסיק להטעות אתכם, אתם צריכים להוציא את המפעל הזה כך שהעובדים יוכלו לעבוד במשהו אחר.

בכיר בחברת טבע

- לא, זה לא רציני מה שאמרת עכשיו...
- אם נוציא את כל המפעלים לא יהיה כסף למסזים

נתן זוסמן

- דבר ראשון: צריך להבין ששער החליפין ומטבע חוץ הם גם נכס פיננסי. שער החליפין בין היורו לדולר משתנה באופן משמעותי כל הזמן מבלי שיש שינויים מקבילים בפריון של אירופה או ארצות הברית.

- לכן אי אפשר לטעון שבכל רגע נתון שער החליפין מייצג את הפריזם היחסי של המשק הישראלי, ואם הוא יורד תעשיות מסוימות צריכות להיסגר. הוא יכול להשתנות בגלל דברים שלא קשורים בכלל לצד הריאלי.
- דבר שני: חלק ממה שקורה הוא תגובה למה שנעשה במדינות אחרות.
- אני חושב שפוטנציאל הצמיחה של ישראל גבוה, הכלכלה הישראלית צעירה ודינמית. אני לא חושב שהגענו פה למצב של אפס צמיחה.
- כל הדיונים האלו על secular stagnation - כמה פעמים כבר קראנו בספרים שונים שהעולם נגמר וזה לא קרה? גם אם סין מאיטה, באפריקה יש מיליארדים שמעוניינים בצמיחה. הפוטנציאל הוא אדיר. סביר יותר שהמשבר הנוכחי הוא משהו זמני, ולכן המדינות מתערבות.
- אם העולם הפסיק לצמוח אז לפנסיונרים יש בעיה גדולה, זה לא משנה מה נעשה בבנק ישראל. אך רוב המדינות לא מאמינות בכך.
- לגבי הספקולנטים, בהמשך לשאלה שלך, עומר: זו שאלה שתמיד מופיעה בספרות, יש כאן חילוקי דעות בספרות בנוגע לשקיפות הנדרשת.

אלכס צוקרמן

- למעלה משלושת רבעי מעסקאות המט"ח בעולם זה על חשבון ההון ולא מוצרים ושירותים. צריך לקחת את זה בחשבון.
- דבר שני, שוויץ, בשנת 2011, למרות שיש לה רזרבות יותר רבות מאיתנו ביחס לתוצר, והיא החליטה להתערב.
- בנוגע לשקיפות אני חושב שיש אלמנטים מסוימים של שקיפות שהם טובים, ויש אלמנטים אחרים שהם גרועים.

צבי אקשטיין

- שוויץ מרויחה על הרזרבות, אנחנו מפסידים עליהן, שוויץ במקום אחר מאיתנו.

אלכס צוקרמן

- לשוויץ יש בעיות, אבל מבחינת התערבות הם קיבעו את השער שלהם ביחס לאירו. הם לא היו זקוקים להתערבות משמעותית. הנושא הזה הוא "חרב דו צדדית".

- לגבי בארי, אני מסכים במאה אחוז שאחת הסיבות שבגללה רוצים לשמור על שער לא מתוסף יותר מדי, היא לא כל כך התעשיות המתוככמות אלא התעשיות הפחות מתוככמות ששם נמצא רוב כוח העבודה. אני רוצה לראות מבחינה פוליטית מה יקרה אם פוליטיקאי כלשהו ייגרום לתיסוף.

נאדין טרכטנברג

- חלק גדול מהדברים ששומעים פה שומעים גם בוועדה המוניתרית. זה לא דברים שהם חדשים עבורנו, וחלק מאיתנו חושב בצורה דומה.
- אני רוצה לחזור לנקודה שבה יש שינוי מבני שצריך לקרות ולכן - תנו לזה לקרות, למה להגן על תעשייה אם היא ממילא צריכה לקרוס? לעצור את שער החליפין לפי טענתך, עדי, זה עוצר שינוי שהוא חיובי למשק.
- אני רוצה לחבר את זה למה שקורה בעולם.
- השאלה כאן היא האם המצב שקורה בעולם הוא מצב נורמאלי בטווח הארוך או לא. אם אתה אומר לי שהריביות יהיו נמוכות ויהיו הרחבות כמותיות בעשרים השנים הבאות, אז קל להחליט מה תהיה המדיניות המוניתרית. לעומת זאת אם במשך שנים רבות אתה חושב שאתה במצב זמני, אבל הזמני הזה חוזר שנה אחרי שנה, אז המדיניות שונה. הדילמה של הזמן היא הדילמה של המדיניות המוניתרית בשנים האחרונות.
- לארי סמרס אומר שיש שינוי מבני, והריביות בעתיד יהיו נמוכות. לעומת זאת ברננקי אומר שזה עדיין תוצאה של המשבר הגדול, שזה עדיין זמני. זה עדיין מצב של טווח קצר שהפך למאוד ארוך.
- לכן השאלה האם להתערב, כמה להתערב, זה לא רק לא מנותק ממה שקורה בעולם, גם לא מנותק מהמרכיב של הזמן. אם היינו בטוחים לגבי טווח הזמן של המשבר הזה היה הרבה יותר קל להחליט אם כן או לא ועד כמה.

עומר מואב

- אני חושב שהדיון כאן היה מעניין מאוד, ושזו הפעם הראשונה בשולחנות העגולים שבה אנחנו נכנסים לתחום המאקרו הכלכלי המורכב.
- זה מזכיר לי מאמר של פול קרוגמן, על כך שכלכלנים לרוב נשאלים שאלות דווקא על התחומים שבהם אנחנו מגששים באפלה. הנושא שעליו דיברנו היום הוא דוגמה לתחום כזה, שבו רב הנסתר מהגלוי.

- זה לא אומר שאנשי השטח יודעים יותר טוב מהכלכלנים, הם בד"כ יודעים פחות טוב, ובכל זאת גם אנחנו הכלכלנים וחוקרי המאקרו עם המודלים המתוחכמים מבינים די מעט, וזאת בסתירה לנושאים אחרים שבהם כלכלנים יודעים מצוין את התשובה. ודווקא בנושאים הללו קרוגמן טוען, לא שואלים את הכלכלנים. למשל, הנושא של השולחן העגול הבא - פיקוח שכר דירה, הוא נושא שאנחנו מבינים מצוין את ההשלכות. התאוריה ברורה והמבחן האמפירי עקבי לחלוטין עם התאוריה.
- בכל אופן, היה דיון מרתק, תודה לכולם.

נוכחים בדיון:

| | |
|--|-----------------------|
| מנהלת האגף למחקר כלכלי, התאחדות התעשיינים | גב' דפנה אבירם ניצן |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | ד"ר יצחק אורון |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | מר רועי אורון |
| Northwestern University | פרופ' מרטין אייכנבאום |
| דיקן בי"ס אריסון למנהל עסקים ובי"ס טיומקין לכלכלה, ראש מכון אהרן למדיניות כלכלית | פרופ' צבי אקשטיין |
| יו"ר לביא קפיטל | מר ירום אריאב |
| אוניברסיטת בן גוריון | ד"ר נדב בן זאב |
| כלכלן ראשי, בנק לאומי | ד"ר גיל בפמן |
| גלובוס | מר עמירם ברקת |
| כלכלן בכיר, פסגות | מר יהודה גיא |
| סמנכ"ל, כלכלן ואסטרטג ראשי, פסגות | מר אורי גרינפלד |
| טבע | בכיר בחברת טבע |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | פרופ' צבי הרקוביץ |
| כלכלן ראשי, מיטב דש | מר אלכס זבז'ינסקי |
| מנהל חטיבת המחקר וחבר הוועדה המוניתרית, בנק ישראל; | פרופ' נתן זוסמן |
| האוניברסיטה העברית בירושלים | מר אריה זיף |
| לשכת המסחר תל-אביב | |
| יועץ כלכלי ופיננסי, דירקטור במיטב דש קופות גמל ופנסיה, לשעבר יועץ בכיר לנגיד וחבר הוועדה המוניתארית של בנק ישראל | מר בארי טאף |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | מר אורי כץ |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | ד"ר נדב לוי |
| משנה למנכ"ל, מנהלת חטיבת השקעות מימון ופיננסים, כלל ביטוח | גב' ענת לוין |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | ד"ר אורן לוינטל |
| אוניברסיטת תל אביב | מר אביחי ליפשיץ |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | ד"ר אסנת ליפשיץ |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | גב' טלי לרום |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | פרופ' עומר מואב |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | פרופ' רפי מליניק |
| אוניברסיטת תל אביב | פרופ' עדי פוזנר |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | פרופ' אלכס צוקרמן |
| המרכז הבינתחומי הרצליה | ד"ר טלי רגב |
| LSE | פרופ' יונה רובינשטיין |
| חטיבת המחקר, בנק ישראל | גב' עירית רוזנשטרם |
| כלכלנית ראשית, בנק דיסקונט | גב' נירה שמיר |
| מייסד ושותף כללי בקרן השקעות IGP | מר חיים שני |
| יו"ר חברת ECI Telecom, חבר דירקטוריון מכון אהרן למדיניות כלכלית | מר שאול שני |
| פורום קהלת | ד"ר מיכאל שרל |
| Brevanhoward | מר יובל חסון |
| בנק ישראל | ד"ר נדן בודו טרכטנברג |
| חבר דירקטוריון מכון אהרן למדיניות כלכלית | מר שלמה דוברת |
| טבע | בכיר בחברת טבע |

| | |
|--------------------|----------------|
| אוניברסיטת תל אביב | פרופ' אסף רזין |
| בנק ישראל | עמית פרידמן |

מכון אהרן ופרויקט השולחנות העגולים:

מכון אהרן למדיניות כלכלית החל את פעילותו בחודש מרץ 2014, וחזונו הוא לתמוך בצמיחה כלכלית ובחוזק חברתי בישראל על ידי עיצוב אסטרטגיה והצעות לתוכניות מפורטות למדיניות כלכלית המבוססות על ידע בין לאומי מעודכן. בראש המכון עומד פרופ' צבי אקשטיין, ועם חברי הדירקטוריון נמנים: פרופ' מרטין אייכנבאום, מר שלמה דוברת (יו"ר), מר ארז ויגודמן, פרופ' אמיר ירון, פרופ' רפי מלניק, פרופ' דני צידון, ד"ר טלי רגב, הגב' עופרה שטראוס, מר חיים שני ומר שאול שני.

המכון יקיים מספר פעמים בשנה "שולחנות עגולים" בנושא ספציפי, אשר יהוו מקום מפגש לחוקרים, מקבלי החלטות, ובכירים במגזר העסקי והציבורי, במטרה לערוך דיונים מקיפים ועמוקים בנושאים אקטואליים. המושב יחל בהצגה קצרה של נייר רקע, ואחריה מספר הרצאות קצרות מאת חלק מהנוכחים. לאחר מכן יחל הדיון, שינוהל על ידי יו"ר השולחנות העגולים פרופ' עומר מואב, במסגרתו כל אחד מהנוכחים יוכל להביע את דעתו בקצרה ולהגיב לדבריהם של האחרים. הדיון יהיה סגור לכלי התקשורת. בסופו של המושב יפורסם לתקשורת נייר סיכום שיכלול את תקציר העמדות של הנוכחים (לאחר אישור הדוברים) והתובנות שעלו במהלך הדיון.