

**שוק ההון**  
**רפי מלניק: הבורסה**  
**עולה - זה לא אומר**  
**שהכלכלה מתאוששת**



# "הבורסה עולה? זה לא אומר שהכלכלה מתאוששת"

**פרופ' רפי מלניק חוזה שחורות במועדון הכלכלי של הבינתחומי: "כדור הברזל נשבר, אין לנו שום יכולת לחזות את העתיד. יכולות להיות הפתעות טובות, אבל סביר יותר שתהיה הפתעה לרעה. גם הממשלה הגבירה את האי ודאות ושינתה את כללי המשחק לרעה. מצב הכלכלה עוד יחמיר". הנתון הכי מדאיג: "הירידה הדרמטית ביבוא"**

מאת **רותם שטרקמן**

« לפרופ' רפי מלניק יש מעט מדי מלים טובות על ההנהגה הכלכלית של ישראל והאופן שבו הממשלה העבירה את התקציב. למעשה, הגוף היחיד שזוכה ממנו למחמאה בלי שהי הוא בנק ישראל, שלדבריו נקט פעולות נכונות, אם כי לא תמיד באגרסיביות המתבקשת. בכל מקרה, להערכת מלניק, הוא לא יוכל לשמר את הדולר גבוה לאורך זמן.

בהוצאה במועדון הכלכלי של הבינתחומי נתן מלניק לממשלה את הצינור "נכשל". "התקציב האחד רון שבר את כל המשטר הכלכלי שהיה כאן שנים", אמר מלניק, "עד עכשיו היינו במשטר של כללים פיסקליים מוכרים, מובנים ושיקופיים. זה איפשר למגזר העסקי להיערך ולאוצר להכתיב את המי שמעת באמצעות שליטה על קצב הגירול של ההוצאה הציבורית. האוצר היה מציב בפני הממשלה מגבלות תקציב שבתוכה היה אפשר לקבוע סררי עדיפויות. לא תמיד

היו כולם מרוצים, אבל המגבלה נשמרה וזה נתן תוצאות מצוינות". "אבל הכל השתנה אצל הממשלה החדשה. זה לא שאין לה זכות לקבוע, אבל המשחק שהם שיחקו אינו תקין - כי הם לא שיי מרו את הכלל ולא המשיכו במדיניות שקופה וברורה ובהקטנת האי ודאות. הממשלה רוקא הגדילה את האי ודאות. לכן אנחנו נמצאים בתקופה מאוד קשה. קצב הגירול בהוצאה הציבורית שונה, ולא מתוך דיון מעמיק, אלא כתוצאה של משחק פוליטי בתוך הממשלה בשיתוף של גופים חוץ ממשלתיים, ובתהליך לא נכון בין בעלי התפקידים. זה מה שהביא גם להתפטרות ראש שונה אי פעם של הממונה על התקציבים באוצר, רם בלינקוב.

"אחד ההישגים האדירים שלנו זה הקטנת משקל החוב יחסית לתוצר. התוצאות הטובות של ישראל היו כשהממשלה שמרה על משמעת. אם מישוה שואל את עצמו איך כלכלת ישראל הכל כך פגיעה ורגישה לזעזועים חיצוניים עוברת את המשבר הנוכחי יחסית בסדר - זה חלק גדול מהתשובה. עכשיו אנחנו מתחילים לנגוס בהישג הזה. מהר אנחנו יכולים להגיע לממדי המשבר של 2000-2003.

"כנ"ל לגבי הגירעון. אנחנו אמנם נתקופה שבה אי אפשר לשמור על הגירעון כמו ששמרנו ב-2006-2007, אבל כאן הגרלנו את הגירעון מלמעלה ומלמטה. איש לא יודע מה יהיה. זו סיטואציה של אי ודאות מחלטת. מדברים כיום על 6%, אבל זה יכול לגדול או לקטון".

הוצאתו של מלניק היתה בפדום למנכ"לים ויר"ד דירקטוריונים של היחידה להכשרת מנהלים במרכז הבינתחומי הרציה בחסות משרד ר"ח ליאון אורליצקי. מלניק, דוקטור כלכלי לה מאוניברסיטת ברקלי, לשעבר בכיר בבנק ישראל, הוא המשנה לנשיא המרכז הבינתחומי.

מלניק הוסיף: "מ-2003 עד 2008 הממשלה הכתיבה למשק תהליך של התכנסות לגדול מגזר ציבורי סביר בהשוואה בינלאומית - 43%-44% כמו שמקובל במי

דינות אירופה. זה איפשר לנו לא להיות בריאטה ולייצב את המערכת. ב-2009 נכנסנו לתוואי לא ברור של עלייה בהוצאה הציבורית. אם עכשיו נבטל את ההישג האדיר שכבר שילמנו עליו מחיר קשה, בתוך שנה שנתיים נאבד הכל".

מלניק נשאל על טיב הפתרון של הגדלת הגירעון באופן חד פעמי כדי להתמודד עם הירידה בביקושים. "מקובל עלי שהממשלה תאפשר את הגידול בגירעון בהקשר של ירידה בהכנסות, אבל כלכלת ישראל אינה סובלת מבעיות פנימיות. הבעיה היא הקטנת הביקוש של העולם כתוצאה מיירידה ביבוא. את זה אי אפשר לתקן עם הגדלת ביקושים מקומיים. להפך - זה יגרום להסת גורמי ייצור ויפריע לתהליך ההתאוששות כשהיא תגיע. אסור להעתיק בצורה עיוורת צעדים ממדינות אחרות.

## המודלים לא עובדים

"תיאורטית זו התקופה שצריך להגדיל את הגירעון, אבל אצלנו צריך לעשות זאת פחות מבמדינות אחרות בעולם. אנחנו צריכים להבין שגירעון כיום זה מסיים מחר. לפי התפישה שלי, ההוצאה הציבורית היא העוגן של המדיניות הפיסקלית. כיום יש פחות גביות מסיים וזה מייצב אוטומטי כלכלה במשבר, אבל הגדלת ההוצאה תהיה טעות. אחת כך יהיה בלתי אפשרי להקטין את ההוצאה, במיוחד במשטר קואליציוני כש"לנו. לכן לא תהיה ברירה אלא להעלות את שיעורי המס".

מלניק הראה גרף שמצביע על כך שכמשך שנים חזתה הבורסה את המצב הריאלי במשק, כך שכי שהבורסה היתה עולה גם הכלכלה היתה משתפרת, וכאשר היתה יורדת הכלכלה היתה נחלשת (הגרף המצורף כאן מציג את מדד תל אביב 100 מול מדד מלניק שמודד את המצב הריאלי של כלכלת ישראל). אלא שעכשיו לאחד עלייה כל כך דרמטית במדדים מאז תחילת 2009 הוא אינו יכול לומר שגם הכלכלה בדרך להתאוששות. "המודלים קרסו, ולכן אין לי מרדל שמנבא בצורה טובה מה יקרה במשק", אומר מלניק.

מלניק הציג שלושה הסברים אפשריים לעליות בבורסה. הראשון, שהכלכלה הריאלית אכן מתחזקת; השני, שמדובר במלכודת דובים (עליות ללא בסיס ריאלי שישתיימו במפולת מחדשת); השלישי, שמדובר בתיקון בשל תגובת היתר

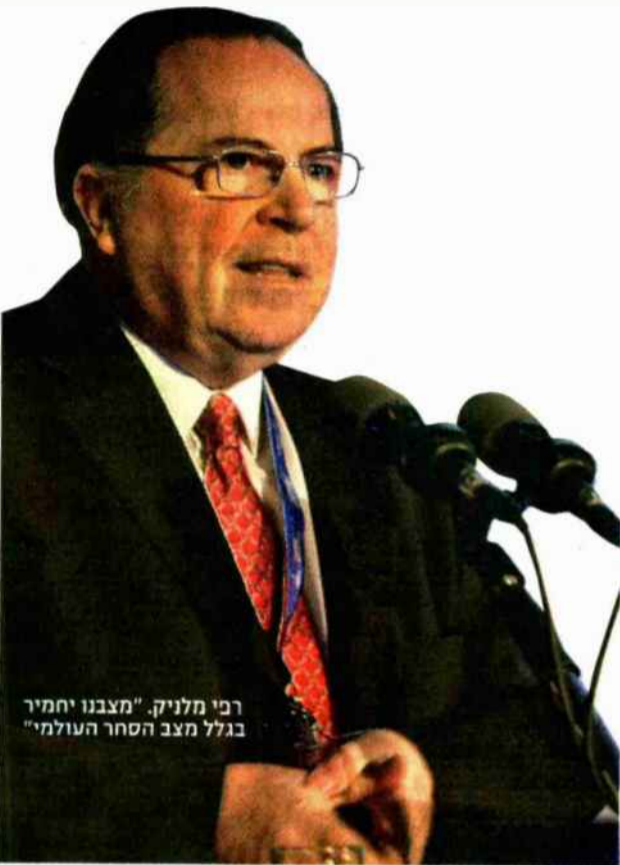
השלילית של חורף 2008-2009 (Negative Overshooting).

"פעם ראשונה אחרי שנים שלא ברור שלעליות החדות בבורסה יש היגיון כלכלי. אופי המשבר הנוכחי שונה ממשבר של מחזור עסקים רגיל, ואין לנו את היכולת לדעת כמה זמן זה יימשך ולאילו כיוונים זה הולך", אמר מלניק.

בנוגע לתפקוד בנק ישראל, אמר מלניק, כי בתחילה הבנק המרכזי היה מהוסס כשעזב את הדירגמה שלו והחליט להיכנס לשוק מטבע החוץ, אבל בסופו של דבר הוא הבין שצריך להיות אגרסיבי יותר טוב. "זאת גם היתה הסיבה לתיקון בשער הדולר כלפי מעלה. אני שואל את עצמי מה ששאלו ב-TheMarker מה היה קורה אילו בנק ישראל לא היה קונה את האלו בנק ישראל לא היה קונה את האלו הסכומים האלו. חלק מהחוסן של כלכלת ישראל טמון בהתנהגות של בנק ישראל".

אלא שהערכת מלניק ההצלחה הזו לא תימשך לצנח: "כיום אנחנו ברדודוה חסרת תקדים של 44 מיליארד דולר. ברור שבנק ישראל לא יוכל לשמר על פני זמן את היחלשות של הדולר. הדולר צריך להיחלש בגלל הגירעון העצום של ארה"ב. זו התוצאה של הגירעון. נגד הכוח העולמי הבנק לא יוכל לעמוד ואנחנו צריכים להיות מוכנים ולראות איך הכלכלה כאן מתמודדת עם הבעיה הקשה הזאת שהגיעה אלינו מהעולם".

בנוגע לפעולות אחרות של בנק ישראל, אמר מלניק, כי ההורדה הדרמטית של הריבית וההתערבות בשוק העבודה, צריך לחדוד לצמיחה. לפי התמונה האופטימית ביותר האבטלה בכלכלת המפותחת תהיה יותר מ-10%.



רפי מלניק. "מצבנו יחמיר בגלל מצב הסחר העולמי"

תצלום: דודו בכר

של הבנק, אמר מלניק. עם זאת, מלניק מתח ביקורת חריפה על קרן המטבע הבינלאומית ועל הבנתה את המשבר. "לפני שבועיים הציג הכלכלן הראשי של קרן המטבע את האופן שבו רואים בקרן את המשבר: לפי הקרן אנחנו בנקודה התחתונה, ומכאן והלאה מטפסים מעלה. עדיין הצמיחה תהיה שלילית ברבעונים הבאים, אבל הממוצע הוא חיובי. בצד הריאלי בכלכלת המתפתחת המשבר מאחורינו. ואחרי כל זה, אני טוען שהקרן היא גוף לא רלוונטי ושאינו לא מאמין לתחזיות שלהם". לדבריו, "אף שבנק עובדים מאות כלכלנים מהטובים בעולם, אין להם תיאוריה נכונה. אפשר לבדוק את התחזיות שלהם ל-2009 בנקודות זמן משתנות ולראות שהן היו טובות בהרבה ממה שקרה בפועל, והן גם השתנו כל הזמן (ראו גרף). בקיץ לפני שנה הם ראו את העולם מתאושש. אחד כך הם גילו שטעו ותיקנו את התחזיות כלפי מטה, אבל חרש אחרי זה הם שוב תיקנו כלפי מעלה". מלניק מציין: "להערכתנו, מצבנו עוד יחמיר בגלל מצב הסחר העולמי. כדור הברזל נשבר, אין לנו כל יכולת לחזות את העתיד. אין יותר ודאות. יכולות להיות הפתעות טובות, אבל יותר סביר שתהיה הפתעה לרעה. איני רואה התאוששות עולמית. גם אם התחזית שלהם נכונה, אני מעריך ששוק העבודה דע ביותר עדיין לפנינו. כדי שהיצאה מהמשבר תתבטא בשוק העבודה, צריך לחדוד לצמיחה. לפי התמונה האופטימית ביותר האבטלה בכלכלת המפותחת תהיה יותר מ-10%".

