

# שער

תמר בן־יוסף

# החליפין של השקל - הכול מותר?

למדיניות מטבע החוץ של בנק ישראל, המתאמצת לשמור את השקל נמוך מול הדולר במאמץ עצום וביעילות נמוכה, יש היסטוריה ארוכה. איך נפטרה המדינה מרוב הכלים שאפשרו לה שליטה אמיתית בשער המטבע

שער השקל לעומת הדולר. נקודת השבירה שלו גם היא ידועה: הוא נלחץ כל אימת שהשער יורד אל מתחת לקו ה-3.5 שקלים. מעמדו הממלכתי מאלץ אותו לפעול לבד, בעוד שהספקולנטים המהמרים נגדו לעתים קרובות מתאגדים בקריצת עין. התאגדותם מאפשרת להם לשים בשוק סכומים גדולים בבת־אחת, בעוד שהוא אינו יכול להרשות לעצמו לסכן את כספי הציבור. לכן בנק ישראל פועל לעתים קרובות בסופי שבוע, ימים בהם נפח המסחר קטן יחסית. כמה עצוב, גם בזה הוא אינו מפתיע את יריביו. <<<

שנת 2014 נפתחה בעוד התערבות בוטה של בנק ישראל בשוק המטבע. הבנק, כך דווח בדהמארקר מה-5 בינואר 2014, רכש מטבע חוץ בערך של 300 מיליון דולר בסוף שבוע אחד, והעלה את שער החליפין אל מעל ל-3.5 שקל לדולר. במהלך ינואר כולו, הסתכמה רכישת מטבע החוץ של הבנק ב-1.7 מיליארד דולר. הידד לבנק של המדינה? לא ממש. יעדיו השקופים מדי עושים אותו לספקולנט כושל מלכתחילה. כיוון ההימור שלו ידוע מראש: הוא שואף להעלות את

תמר בן יוסף היא כלכלנית ועיתונאית, מחברת הספר "ברוכים הבאים לשוק החופשי" /// דוא"ל: tamar\_by@netvision.net.il /// בלוג: <http://tamarbenyosef.com>

<<< ומועל לכול, מגמת העל בסחר המטבע היא של זרימת הון פנימה לתוך המדינה - אם זה כספי יהודים מחו"ל המחפשים בישראל מקלט מעולם רגולציה מנוכר, אם זה תקבולי ייצוא הגז מישראל שעוד יגדלו בעתיד הנראה לעין. ספקולנט שאינו מסוגל להפתיע, אינו ספקולנט מצטיין. כך קורה ששער החליפין של השקל לעומת הדולר נמוך היום בכ-30% משער השיא בראשית שנות ה-2000. כך קורה שסכומי עתק מועברים מידי הציבור הרחב לידי מי שמתפרנס ממשחקי המטבע - המהמרים הישירים, מתווכי העסקות ומנהליהן.

שער החליפין הוא וסת של כל מה שזו בכלכלה. הוא קובע את היקף ההוצאה על הייבוא בשקלים, לאחר שמחירה ננקב במטבע זר. הוא קובע את היקף ההכנסה מהייצוא בשקלים לאחר שכמותו ומחירו הבינלאומי סוכמו קודם. הוא משנה את מחירי המוצרים המיובאים, ובכך מעלה או מוריד את מפלס המחירים הכללי. לכן בנק ישראל נחוש "לעשות משהו" עם השער. הבנק יודע היטב מה צריך לעשות. צריך לאסור על תנועות פנימה והחוצה של הון קצר טווח המופנה לספקולציה. התחלה כלשהי בכיוון הסתמנה בתקופת סטנלי פישר, אך משום מה לא היה לה המשך.

## שלושים שנה, ומה השתנה?

הבנק אמנם עוד לא מצא את הדרך היעילה לניהול השער, אבל במהלך שלושים השנה האחרונות, חל בכל זאת שינוי בתפישתו ובמדיניותו המוצהרת. התערבותו הגלויה בשוק המטבע, מאז ראשית 2008, אומרת ללא מילים: שער המטבע חשוב לכלכלת המדינה. התערבות זו אמנם נומקה בתחילתה באופן עקיף - הכורח להגדיל את יתרות המטבע הזר - אך בראשית 2014, כשהיקף היתרות כפול מזה שהיה ב-2008, ועומד על יותר מ-80 מיליארד שקל, הבנק מצהיר בגלוי שייסוף השקל טורד את מנוחתו. אמירה כזו ניתן למצוא למשל בסקירת נגידת הבנק, קרנית פלוג, בוועדת הכספים

## בנק ישראל נחוש "לעשות משהו" עם השער. הבנק יודע היטב מה צריך לעשות. צריך לאסור על תנועות פנימה והחוצה של הון קצר טווח המופנה לספקולציה

של הכנסת ב-6 בינואר 2014: "כמו כן, התערב בנק ישראל באופן ישיר בשוק המט"ח [...] נקודת החולשה במשק הישראלי הייתה בשנתיים האחרונות הייצוא, המדשדש תוך תנודתיות רבה, ומושפע קודם כל מהביקוש העולמי הממותן, אך גם מהייסוף בשער החליפין [...] שער החליפין משפיע גם על כושר התחרות של תעשיות המתחרות ביבוא [...] במשק קטן ופתוח יש לשער החליפין תפקיד חשוב, כפי שציניתי קודם, גם על התעסוקה. ולכן כפי שאפשר להבין מהמדיניות שנקטנו גם לאחרונה, אנחנו לא אדישים להתפתחויות בשער החליפין".

בנק ישראל מעולם לא היה אדיש לשער החליפין, אבל בתקופת ההיפר אינפלציה של שנות השמונים, ובעיקר בשנים הראשונות שלאחר תכנית ייצוב המשק של 1985, הוא הקפיא את שער החליפין של השקל לתקופות ארוכות. זאת, על סמך הבחנה בין שער חליפין נומינלי לשער חליפין ריאלי. "מה ייצא לנו מפינתור השקל?" היו דוברי הבנק שואלים, "כבר למחרת הפיחות יעלו המחירים בשקלים ואחריהם השכר, ואז אותו פער שרצינו לסגור ייפתח שוב". ובמילים אחרות, הם אמרו: גם אם נשנה את שער השקל מ-3 שקלים לדולר ל-3.3 שקלים לדולר, מהר מאד ניווכח שלא קרה משהו מהותי. המחירים והשכר בישראל יעלו גם הם ב-10%, ויחס המחירים בין סל מוצרים בישראל לסל מוצרים בחו"ל - שהוא "שער החליפין הריאלי" הקובע את כדאיות הייצוא והייבוא - ישוב למקומו הקודם. הטיעון הזה תפש באותה תקופה, למרות שהוא לקוי ביותר מהיבט אחד. ראשית, עליית המחירים והשכר אינה מתרחשת מהיום למחר, והייצוא ותחליפי הייבוא נהנים מהזולה דולרית של התוצרת המקומית לעומת התוצרת הזרה עד שההתאמה ההדרגתית מתבצעת. שנית, אין כל סיבה שמחירי המוצרים במשק יעלו במלוא שיעורו של הפיחות. חלק הייבוא בסך התמ"ג בישראל נע כל השנים סביב ה-40%, וזה שיעור ההעברה המרבי של הפיחות למחירים. מה גם שהיצרנים

והמתווכים השונים לעתים סופגים חלק מההתייקרות הנגזרת מהפיחות. טיעון לקוי, אבל בשנות השמונים והתשעים היה בנק ישראל נואש לעצור את ספירת האינפלציה מחירים ש"כר" פיחות וחוזר חלילה. תכנית ייצוב המשק אמנם הצליחה ישר מההתחלה, שיעור השינוי במדד המחירים לצרכן צנח מיד מ-27.5% בחודש יולי ל-3.9% באוגוסט, ונשאר שם באזור החד-ספרתי הנמוך. אבל בנק ישראל חשש שכל זעזוע משמעותי, כגון פיחות, יפר מחדש את השקט שהושג. הוא גם שאף לקצב אינפלציה שנתי חד-ספרתי, ולא רק קצב חודשי חד-ספרתי. שאיפתו זו הוגשמה בסוף שנות התשעים.

על כן, מחמת התרכזות ביציבות המחירים, ובהתבסס על תזה לא-הכיר מוצקה, בנק ישראל הפנה את הנשק שלו לעבר היצרנים. תתייעלו, הוא אמר להם, שפרו את מערך הייצור שלכם. אל תיכנעו לדרישות השכר של העובדים. מאליו מובן ששתי הדרישות היו לא-מציאותיות. כמה אפשר להתייעל בשנה אחת, וכמה אפשר להקפיא את שכר העובדים באינפלציה של 20% לשנה?

## ההיסטוריה זוכרת

תיעוד מרתק של הרקע למדיניות שער החליפין הנוכחית נמצא בספרו של מיכאל ברוננו: Crisis, Stabilization and Economic Reform, העוסק בתכנית ייצוב המשק של 1985. ברוננו השתייך לגרעין המצומצם של הוגי התכנית, ולאחר מכן היה אחד ממבצעי הראשיים בתפקיד נגיד בנק ישראל מיולי 1986 עד לאוגוסט 1991. התלבטויותיו סביב אופן ניהול שער החליפין מתוארות בספרו שיצא לאור ב-1993. בהתחלה, כך ברוננו מעיד, הוא סבר שיש להקריב את הסחר הבינלאומי לזמן מה לטובת הייצוב: "אמונתו בצורך הדוחק להסיט את הדגש מהחשבון השוטף (בעיקר הייצוא והייבוא. ת.ב.י.) לאינפלציה העמיקה ככל ששיעור האינפלציה הואץ לכ-50% לשנה ב-1978". אמונה זו, שהיו שותפים לה

### פיחות וייסוף:

פיחות הוא ירידת ערכו של מטבע אחד מול מטבע אחר. למשל, אם שער השקל לדולר עולה מ-3 שקלים לדולר ל-3.3 שקלים לדולר הרי שערכו של השקל ביחס לדולר ירד וכל בו פיחות. ייסוף הוא התהליך ההפוך (עליית ערך מטבע ביחס למטבע אחר).

צילום: Seth Anderson



כך או כך, ביולי 1986 מונה מיכאל ברונו לנגיד בנק ישראל. האינפלציה אז ישבה על קצב של כ-20% לשנה - הצלחה יפה אך לא מלאה של תכנית הייצוב. באוגוסט 1986 הכריז בנק ישראל על הקפאת שער החליפין של השקל כלפי סל המטבעות. בגלל היחלשות הדולר לעומת המטבעות האחרים, יצא שהשקל יוסף לעומתו.

באפריל 1988, פרסמתי מאמר ב"מעריב עסקים" ובו קראתי להמיר את ההצמדה לסל בהצמדה לדולר. הצעתי הסתמכה על עובדת היותו של הדולר המטבע הקובע ברוב עסקות הייצוא של ישראל (80% ויותר על פי הבדיקה שערכתי אז). על כן, טענתי באותו מאמר, הדולר הוא שצריך להיות מטבע העוגן. בעקבות אותו מאמר פנה אליי לבריור נוסף מי שהיה סגן שר האוצר, עדי אמוראי, עדות נוספת למאבק שהתרחש מאחורי הקלעים.

&lt;&lt;&lt;

סובסידיות לייצוא, מסיבות פוליטיות שאותן אינו מפרט.

מעניין להשוות את גרסתו של ברונו לגרסתו של אהרון פוגל בספרו "התנור והחמאה", שיצא לאור ב-2013. פוגל, שהיה הממונה על התקציבים באוצר מראשית 1984 עד לסוף 1987, מספר על ויכוח שניטש ערב התכנית בין ברונו ועמנואל שרון לבין פוגל ואיתן ברגלס. ברונו ושרון דרשו להקפיא את שער החליפין של השקל למחרת התכנית. פוגל וברגלס היו בעד התאמתו לאינפלציה ולשכר מעת לעת. בסופו של דבר, הוחלט על התאמת השער לסל מטבעות בתיאום שוטף בין בנק ישראל לאוצר. בגלל היחלשות הדולר כלפי שאר המטבעות, יצא ששער החליפין של השקל לעומת הדולר קפא באותה תקופה, וזה מה שנחרת בזיכרונו.

**קברניטי המשק**  
**היו ערים לקשר**  
**בין פתיחת המשק**  
**לתנועות הון**  
**בשנות התשעים**  
**לבין איבוד**  
**שליטתה של**  
**הממשלה בעער**  
**החליפין. מדוע**  
**הם מתעקשים**  
**להתמיד במדיניות**  
**זו?**

כלכלנים נוספים באקדמיה ובממשלה, התבטאה בהקפאת שער החליפין של השקל עוד לפני תכנית הייצוב, ובמיוחד ממנה והלאה. מאוחר יותר, ברונו לא התכחש לתרומת הקפאת שער החליפין למשבר שהחל להתבטא בשלהי 1987. ב-1988 השתתפתי ביישיבה של הנהלת משרד התעשייה והמסחר עם הנהלת בנק ישראל, בראשותו של פרופ' ברונו. הישיבה התקיימה לאחר שהנתונים המקרו-כלכליים הוכיחו שהתעשייה אכן נפגעת מהקפאת שער החליפין. אנחנו, ביחידה המקרו-כלכלית של המשרד, שאותה ניהלתי, התרענו על ההתפתחות הזו במספר דו"חות שפרסמנו כבר יותר משנה קודם לכן. עצם כינוס הישיבה מעיד על מודעותו של ברונו לנוקשנגרם. בספרו, שנים מאוחר יותר, ברונו מנמק את ההתעלמות ממצוקת התעשייה באי-הסכמתה של הממשלה לפיחותים, ולאופני תמיכה אחרים בתעשייה כגון

&lt;&lt;&lt;

אותו מאבק נמשך גם כשפוגל מונה לתפקיד מנכ"ל משרד האוצר ב-1992. על פי הכתוב בספרו הוא שוב עורר את סוגיית שער החליפין לקראת תקציב 1993. בפגישה שהתקיימה בינינו באותה תקופה, אני הייתי אז כבר עיתונאית בגלובס, הוא הראה לי מסמך שהכין התובע את התאמת שער החליפין לשינוי השכר ולא ינפליציה.

המלחמה על שער החליפין הובילה לפתרון המכיר בחשיבות התאמתו הרציפה. מראשית 1989 ועד לסוף 1991, פוחת השקל בתוך **רצועת נייר** אופקית, ולאחר מכן עד לאמצע 1997, הוא פוחת בתוך **רצועה אלכסונית**. משמע, הממשלה ניסתה להוביל את שער החליפין. אבל במהלך שנות התשעים, ובמיוחד מאז כניסתו של נתניהו לתפקיד ראש הממשלה ב-1996, הוגדל מאד חופש תנועות ההון לישראל וממנה. זרימתם המוגברת של הכספים אל המשק הישראלי ובחזרה הגבירה את הספקולציה על המטבע ואילצה את בנק ישראל להרחיב את רצועת הניוד עד לאיבוד משמעותה ולביטולה הרשמי ביוני 2005.

מכל שברי הזיכרונות, שבמכוון לגמרי הבאתי כאן בפירוט רב, ניתן לראות שקברניטי המשק הכירו כל הזמן בהשפעת שער החליפין על התפתחות הכלכלה. הם גם היו ערים לקשר בין פתיחת המשק לתנועות הון בשנות התשעים לבין איבוד שליטתה של הממשלה בשער החליפין. השאלה המעניינת היא איך בידיעת כל אלה המשיכו ממשלות ישראל בכל זאת לחתור לחופש מרבי של תנועות ההון, ומדוע הן מתעקשות לשמור עליו בשלמותו גם בימים אלה.

## עידן "הכול מותר"

נהוג למנות כמה תאריכי מפתח בהיסטוריה המודרנית של כלכלת ישראל. 1973 - קו השבר של מלחמת יום הכיפורים. 1985 - הקו של תכנית ייצוב המשק. ובתוך שלושת העשורים שחלפו מאז, חשוב להדגיש עוד קו אחד שאינו זוכה לתשומת לב - קו "השקל בריהמרה" של 1998.

## מקלט מס הוא

גם, ואולי בעיקר,

## מקלט רגולציה.

## מקלטו של מי

## שאין לו חשק

## לדווח מהיכן

## הכסף הגיע ולאן

## הוא ילך

לקראת יום העצמאות של אותה שנה, נשמעו הכרזות ממשלתיות על הפיכת השקל לברי המרה. כלומר, הפיכתו למטבע סחיר בכל מקום שבו המטבעות המובילים בעולם נסחרים. ברי המרה היה כינוי קצת מרחיק לכת לכמה צעדי שחרור נוספים בהעברת כספים לתוך המדינה וממנה.

נתניהו פרנקל-נאמן, הוגי השקל-ברי המרה, התכוונו בעצם להדגיש את תרומתם הייחודית לתהליך שהחל זמן רב לפני כניסתם לתפקידים. פתיחת המשק לתנועות הון החלה כבר בסוף שנות החמישים, ביזמתו של פנחס ספיר. אך בעוד שבמשך עשרות שנים היא שימשה ליעול קשרי החוץ של המגזר העסקי, ובמיוחד של המגזר היצרני שבתוכו, מ-1998 ואילך היא כוונה לחיזוק החופש הפיננסי האישי. או, כפי שנגיד בנק ישראל יעקב פרנקל הדגיש אז בדבריו: "במקום שהכול יהיה אסור חוץ מרשימה מותרת, הכול יהיה מותר חוץ מרשימת איסורים מסוימת".

היה ברור כבר אז, שהגברת החופש האישי תנוצל למשיכת משקי הבית לעסקות אמיתיות ומדומות בחו"ל, כגון רכישת נדל"ן רב פוטנציאל בביצות התנינים של פלורידה. היה ברור שהגדלת הזרימה לחדרי העסקות במטבע זר תערער את מנהיגותה של הממשלה בשער החליפין. דברים ברוח זו כתבתי בגיליון יום העצמאות של גלובס אותה שנה (29 באפריל 1998): "לא היינו נזקקים למשבר אסיה כדי לדעת שפתיחות מוגזמת מדי עלולה להיות לנו לרועץ [...] פתיחתו של המשק שלנו עד עכשיו איננה רק מהלך טכני-פיננסי, אלא גם אמירה חברתית". אירוע אחד שהותיר עליי את רישומו באותה תקופה הוא סיור עיתונאים שבו השתתפתי בכמה מקלטי מס באירופה. "הלקוח שלנו", סיפר אחד מהבנקאים הבכירים שביקרנו, "נוחת בשדה התעופה הסמוך לכאן. הלימוזינה עם החלונות הכהים כבר מחכה לו. הוא מתיישב, מזוודה קטנה בידו. נסיעה קצרה, והנה הוא על שטיחינו הפרסיים. ספירת שטרות, הפקדה

בחשבון, לחיצת יד, מעלית, לימוזינה, מטוס והביתה".

זה היה הרגע שבו הבנתי את משמעותו המלאה של הביטוי מקלט מס. מקלט מס הוא גם, ואולי בעיקר, מקלט רגולציה. מקלטו של מי שאין לו חשק לדווח מהיכן הכסף הגיע ולאן הוא ילך. מיותר לומר שניסיונם של אותם גורמים פיננסיים לעורר את מודעותו של הציבור הישראלי הרחב לקיומם של מקלטים כאלה קשור להתרת הרגולציה הפיננסית של אותם ימים.

ומה שמתחדד אצלי בהסתכלות לאחור, הוא הזיהוי בין התוויית קו השקל-ברי המרה למחיקת קו הבושה הפרטית והציבורית. מאותו ה' באייר, הכול מותר, כפי שפרנקל אמר. מותר לגב' כהן להמר על שער החליפין. מותר למי-שיודע איך לעשות מכה מההימור שלה. מותר למדינה לקנות ולמכור מטבע כמהמרת מהשורה. אבל אסור למדינה לנהל את שער החליפין שלה ואת כלכלתה. ///

### רצועת ניוד

### אופקית/

### אלכסונית:

"רצועת ניוד" היא

תחום שנקבע

שבו יכול לנוע

ערך השקל ביחס

לסל של מטבעות

אחרים בלי

שתידרש התערבות

של בנק ישראל.

אם הוא עולה או

יורד מחוץ לתחום

הרצועה הבנק

מתערב. ברצועה

אופקית התחום

קבוע ומעודכן

מפעם לפעם.

ברצועה אלכסונית

התחום מעודכן

באופן אוטומטי

על בסיס נוסחה

קבועה.