

רצועת הניוד של השקל עברה מן העולם

דוד הופמן - מחלקת מטבע חוץ

– למשל לצמצם את הגירעון בתקציב הממשלה ולהפסיק לממן את הגירעון על ידי "הדפסת כסף" – וגם לשכנע את הציבור ששינוי הכיוון שהוכרז עליו הוא אמיתי. המטרה השנייה הושגה בעיקר על ידי קיום שער קבוע לשקל לעומת הדולר. עבור הציבור, שראה בשינויים בשער הדולר מדד לקצב האינפלציה, קיבוע היה איתות ברור שסביבת האינפלציה השתנתה. כדי לקבוע את שער החליפין נאלץ בנק ישראל להתערב בשוק – לקנות או למכור דולרים – כמעט בכל יום.

ישראל סוחרת עם מדינות נוספות, מלבד ארה"ב, ולפיכך קיבוע השער לעומת הדולר חשף את המשק לאפשרות ששינוי גדול של שער הדולר לעומת מטבעות אחרים יגרום לפיחות או לייסוף של השקל לעומת מטבעות אלה, כפי שאכן קרה ב-1985-1986. כדי לנטרל סיכון זה, הוחלף, באוגוסט 1986, השער הקבוע לעומת הדולר בשער קבוע לעומת סל מטבעות, שהרכבו שיקף את הרכב הסחר של ישראל עם המדינות השונות.

קיבוע שער החליפין אמנם היה רכיב חשוב ביותר בתכנית הייצוב, אך הוא הותנה, בתכנית, בהקפאת שכר. במהלך התקופה שלאחר הנהגת התכנית עלה מאוד השכר במשק, עלייה ששחקה את רווחיות היצוא. על רקע זה התפתחו ציפיות לפיחות, שהתבטאו בקניות ספקולטיביות של מטבע חוץ ובלחץ על שער החליפין.

הדרכים להתמודדות עם ביקוש ספקולטיבי למטבע חוץ היו לספק אותו מתוך יתרות מטבע החוץ של המדינה, או להעלות את הריבית כדי לייקר את עלות

ב-9 ביוני 2005 הודיעו ראש הממשלה, שר האוצר ונגיד בנק ישראל על ביטול רצועת הניוד של השקל. בהודעה הודגש שמדובר בצעד טכני בלבד, ואכן, שוק מטבע החוץ כמעט לא הגיב עליו. עם זאת, התאריך הזה יירשם בהיסטוריה הכלכלית של ישראל כציון סופה של דרך ארוכה מאוד שהמשק עבר – מאנדרלמוסיה ליציבות ומשליטה ממשלתית הדוקה לשוק חופשי.

תחילת הדרך הייתה בתכנית הייצוב שהופעלה ביולי 1985. ערב התכנית עמד שיעור האינפלציה על כ-420 אחוזים. במצב זה, לדוגמה, מי שהחזיק 1,000 שקלים במזומן למשך חודש הפסיד משחיקת ערכם כ-150 שקלים. כדי להגן על ערך כספים ניסו רבים להחזיק יתרות מינימליות של מזומן ושל פיקדונות לא-צמודים בשקלים. בין החלופות שמצאו היו הצמדה למדד המחירים ולשער הדולר. גם החזקת דולרים של ארה"ב היה פופולרית ביותר, משום שהשינוי

היומי בשער הדולר נתפס כקירוב לשיעור האינפלציה היומי. כדי למנוע בריחת הון מהארץ, הידקה הממשלה את הפיקוח על מטבע חוץ. כך, למשל, הסכום שישאלי היוצא לטיול בחו"ל היה רשאי לקחת איתו הורד מ-3,000 דולרים ל-2,000 דולרים בתחילת 1984, ול-1,000 דולרים בתחילת 1985. צעדים כאלה, אף אם היו הכרחיים באותה שעה, הקטינו עוד יותר את האמון במטבע הישראלי.

במשך מספר חודשים אחרי

הנהגתה, הורידה מדיניות הייצוב את האינפלציה לרמה של 20 אחוזים לשנה. כדי לחולל שינוי זה היה צורך לתקן גם את העיוותים במדיניות המקרו-כלכלית

ב-9 ביוני 2005 הודיעו ראש הממשלה, שר האוצר ונגיד בנק ישראל על ביטול רצועת הניוד של השקל. בהודעה הודגש שמדובר בצעד טכני בלבד, ואכן, שוק מטבע החוץ כמעט לא הגיב עליו. עם זאת, התאריך הזה יירשם בהיסטוריה הכלכלית של ישראל כציון סופה של דרך ארוכה מאוד שהמשק עבר – מאנדרלמוסיה ליציבות ומשליטה ממשלתית הדוקה לשוק חופשי.

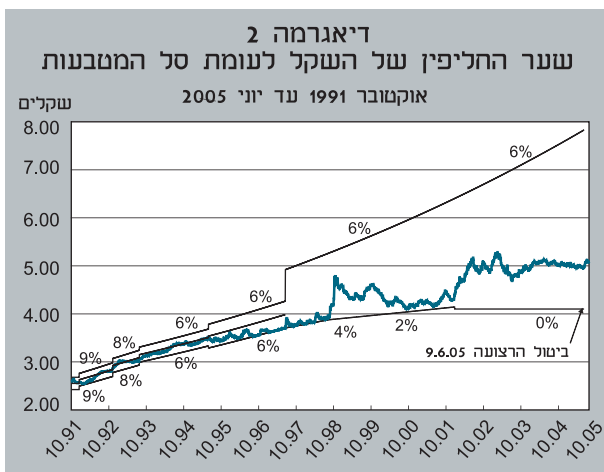
העיסקה של הלוואת שקלים לשם קניית מטבע חוץ – שתי פעולות שלא ניתן להתמיד בהן בממדים גדולים לאורך זמן. לפיכך נאלצו הרשויות לפחת את השקל מספר פעמים, מיולי 1985 עד ינואר 1989, בשיעור מצטבר של 30 אחוזים.

מעגל הפיחותים איים לערער את אמינותם של משטר שער החליפין הקבוע ושל מדיניות הייצוב כולה. כדי להתמודד עם התופעה של תנועות הון שמקורן בציפיות לפיחות, נקבע בינואר 1989 משטר רצועת הניוד האופקית. לפיו שער השקל לעומת הסל היה יכול לנוע בתחום של 3 אחוזים מעל ומתחת לשער אמצע, תחום שהורחב ל-5 אחוזים ב-1990. לפיכך, ספקולנט שניסה להרוויח בטווח הקצר משינוי שער החליפין כלפי מעלה היה צריך להביא בחשבון את האפשרות שהשער יירד והוא יספוג הפסדים.

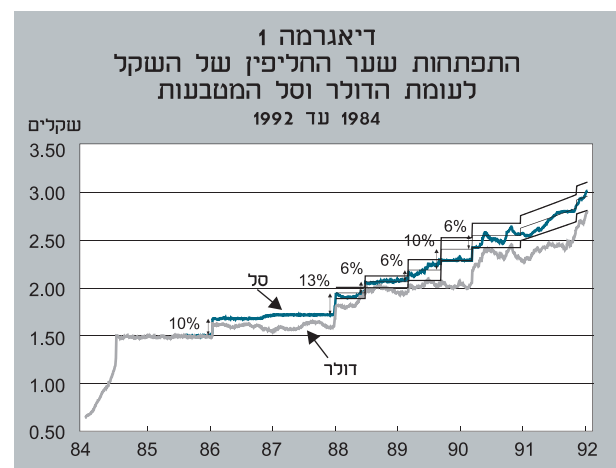
הגמישות הנוספת שרצועת הניוד האופקית הקנתה למסחר במטבע חוץ לא הספיקה כדי להרתיע את הספקולנטים; במהלך שלוש השנים 1989 עד 1991 נאלצו הרשויות לפחת את שער האמצע ארבע פעמים, בשיעור מצטבר של כ-31 אחוזים (דיאגרמה 1). לכן הונהגה בדצמבר 1991 רצועת האלכסון: לפיה, במקום שער אמצע "קבוע" כביכול, הזז כלפי מעלה אחת לכמה חודשים, נקבע שער האמצע וגבולות הרצועה עולים בכל יום בשיעור קבוע וקטן.

מלבד פתרון הבעיה של התקפות הספקולנטים על שער החליפין הקבוע והרצועה האופקית, היה לרצועת

האלכסון יתרון נוסף: השיפוע שלה שיקף את הפער הצפוי בין שיעור האינפלציה בישראל לבין שיעורה בחו"ל. כיוון שהאינפלציה בחו"ל הייתה ידועה בקירוב, קביעת שיפוע הרצועה הציבה, בעקיפין, יעד אינפלציה למדינת ישראל. כך הרצועה האלכסונית סללה את הדרך למעבר משימוש בשער החליפין כעוגן לרמת המחירים אל מדיניות של יעד אינפלציה מוצהר, הנהוגה כיום. מסוף 1991 עד אמצע 1997 הורד שיפוע האלכסון מ-9 אחוזים בשנה ל-6 אחוזים. במהלך תקופה זו גם הורחבה הרצועה ל-7± אחוזים. זאת כדי לתת משקל גדול יותר לביקוש ולהיצע של מטבע חוץ בקביעת השער ולא לפי את הקונים והמוכרים להפנים את הסיכון הכרוך בשינויים בשער החליפין (דיאגרמה 2).



עם המעבר למדיניות יעד אינפלציה, שבה הכלי העיקרי הוא הריבית ולא שער החליפין, פחתה חשיבותה של רצועת הניוד. יתר על כן, התהליך ההדרגתי של הסרת הפיקוח על מטבע חוץ ופתיחת המשק לתנועות הון חופשיות, שהיה חלק בלתי נפרד של הרפורמות בשוק ההון, חייב משטר שער חליפין גמיש הרבה יותר. לכן הוחלט, ביוני 1997, על הרחבה משמעותית של הרצועה, ובד בבד, על הנהגת שיפועים שונים לגבולותיה - העליון והתחתון. בתוך זמן קצר החל שער החליפין להתנהל באופן כמעט חופשי.



בשנים מאז ראשית 1998 לא התערב בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, ובמשך הזמן התרחבה הרצועה עד 60 אחוזים ויותר. בד בבד נמשכו הרפורמות הכלכליות בתחומים אחרים: יציבות מחירים נקבעה כיעד האינפלציה, הושלם הביטול ההדרגתי של הפיקוח על מטבע חוץ, התקדם פיתוח שוק ההון, מעורבות הממשלה במגזר הפרטי צומצמה, וישראל השתלבה במשק העולמי. לנוכח כל אלה איבדה הרצועה את

משמעותה ואת תרומתה למדיניות כלכלית נבונה. בביטולה אפשר לראות רק ניקוי שריד של מדיניות מימים עברו – אולם במבט לאחור, השוואה של ההכרזה על תכנית הייצוב ב"תקיעה בשופר הגדול" לביטול רצועת הניוד ב"קול דממה דקה" מעידה על כבדת הדרך הארוכה שעברה מדינת ישראל בעשרים השנים האחרונות.