

## דמונטזציה של הזהב ושימוש אפשרי בו כמייצב המערכת המוניטרית הבינלאומית המתוקנת

1. מתוך המגמות המסתמנות כיום, כמעט וודאי להניח שהרפורמה במערכת המוניטרית הבינלאומית תהיה מבוססת על מסגרת שערי חליפין קבועים, תוך הנהגת "מירווח" גמיש ורחב יותר לתנודות בהם. כמה ממרכיבי המערכת המתוקנת עוברים עתה תהליך עיצוב. אחד המרכיבים האלה הוא קביעת "זכויות המשיכה המיוחדות" כנכס רוברבה גלובלי ראשון במעלה, תוך צמצום הדרגתי של משקל מטבע החוץ והזהב במנגנון התשלומים העולמי.
  2. מסגרת זו של הרפורמה עונה על הבעיה היסודית של טיפול במצבים המתהווים כתוצאה מהעדר איזון במאזני התשלומים, ושל הצבר או ירידה ברזרבות הלאומיות הנובעים ממצבים כאלה. אך אין מסגרת זו עונה על הבעיה של תנועות הון ספקולטיביות בשוקי מטבע החוץ. הגורמות אף הן לחוסר איזון בין הרזרבות הלאומיות, ושמבחינת הטווח הקצר השפעתן על המערכת המוניטרית אף דראסטית יותר ומערערת יותר.
  3. כדי להביא לצמצום היקף הלחצים הנובעים מתנועות הון ספקולטיביות, הכרחי לענות על שתי בעיות יסודיות:  
א. יצירת מערכת מוסדית מוסכמת, לטיפול בתנועות הון המסכנות את יציבות המערכת המוניטרית ואת המצב בשוקי ההון הבינלאומיים, אשר תאפשר בעת הצורך התערבות ישירה בשוקי מטבע החוץ;  
ב. הפשרת נכסי הרזרבה הבינלאומיים — זהב וכן "זכויות משיכה מיוחדות" — שלרגל מחירים הרשמי הנמוך מוקפאים במאזני הבנקים המרכזיים, ואינם ממלאים כל תפקיד בביצוע תשלומים בין מדינה למדינה. הכרחי, איפוא, למצוא שיטה לדמונטזציה הדרגתית של זהב, ולהפיכת "זכויות המשיכה המיוחדות" לנכס נזיל ושישיש בצורה מלאה ככל האפשר במערכת התשלומים הבינלאומית.
  4. הצעה זו, המכוונת לפתור בעיות אלה, מבוססת על חמש נקודות יסודיות:  
א. נקיבת ערכיהם של המטבעות השונים במונחי "זכויות משיכה מיוחדות" בלבד, והפיכת ה"זכויות" ל"נומרייר" של המערכת;  
ב. ביטול הקשר בין "זכויות המשיכה המיוחדות" לזהב;  
ג. מכירת זהב מוניטרי, על-ידי המדינות המחזיקות בו כרזרבה, לקרן המטבע הבינלאומית. לפי "הזמנת" הקרן, תמורת "זכויות משיכה מיוחדות", בכמויות ובמחיר שייקבע על-ידי הקרן לכל "הזמנה" כזו;  
ד. איסור מכירת זהב מוניטרי, מחוץ למסגרת זו ופרט להעברות בין רשויות מוניטריות;  
ה. ניצול מלאי הזהב שצטבר בקרן המטבע הבינלאומית כמכשיר לייצוב מוניטרי, על-ידי מכירות זהב בשוק החופשי.
- להלן פירוט נקודות אלה.
5. הפיכת "זכויות המשיכה המיוחדות" לנכס הרזרבה הבינלאומי העיקרי. מחייבת, בראש וראשית,

שונה. ניתוקן מזהב וקביעת שערי חליפין לכל המטבעות בעולם בערכים של "זכויות", במקום בערכי זהב. פירוש הדבר ש"זכויות המשיכה המיוחדות", במקום זהב, ייהפכו ל"נומרייר" העצמאי והבלעדי של המערכת המוניטרית הבינלאומית; כך ייווצר הבסיס לדימונטיזציה של הזהב.

6. קרן המטבע הבינלאומית "תזמין", מפעם לפעם, את המדינות החברות בה למכור לה את הזהב המוניטרי שלהן, ב"נתחים" שייקבעו לגבי כל "הזמנה". גודל ה"נתח" של כל "הזמנה" ומחיר הזהב באותו נתח ייקבעו על-ידי מועצת מנהלי קרן המטבע, בהתאם לביקוש הצפוי לזהב כמייצב, ולהשפעת כל רכישה על מאזן התחייבויות הקרן וכן על מחיר הזהב. הכוונה היא להגיע לגמישות מירבית הן בקביעת "נתחי" ההזמנה שהקרן תבקש למכור לה, והן לגבי צורת חלוקת כל "נתח" בין המדינות השונות.

7. שיטת ה"נתחים" היא חיונית, ואת משתי סיבות: (א) כדי למנוע גידול רב בהיקף הנזילות הבינלאומית על-ידי הזרמה רבה מדי של "זכויות" לידי הבנקים המרכזיים, דבר שהיה מרחיב את היקף היתרות בממדים ניכרים ללא צורך; (ב) כדי למנוע נטל כבד מדי על קרן המטבע הבינלאומית, שכן תמורת הזהב תשלם הקרן ב"זכויות משיכה מיוחדות", הנשאות ריבית.

8. מועצת מנהלי קרן המטבע תקבע, לגבי כל "נתח" כזה, את עיתוי ההזמנה, את גודל ה"נתח" ואת חלוקתו בין המדינות השונות. פרט אחרון זה הינו בעל חשיבות ניכרת, שכן הוא מהווה כשלעצמו מכשיר יעיל לביצוע מדיניות: הוא מאפשר, למשל, מתן העדפה למדינות הסובלות מקשיים ארעיים במאזני התשלומים שלהן, או למדינות מתפתחות, בהתאם לצורך. לכל החלטה תהיה, כמובן, השפעה שונה.

9. תמורת הזהב שיימכר לה, תשלם קרן המטבע הבינלאומית ב"זכויות מיוחדות". מחיר הזהב במונחי "זכויות" ייקבע, כאמור, לגבי כל "נתח" של הזמנה, על-ידי מועצת מנהלי הקרן, בהתחשב בכמות הזהב אותה תרצה הקרן לגייס באותה "הזמנה". ניתן להניח כי מחיר ריי-אליסטי זה, שבעיקרו יהיה פונקציה של הכמות המבוקשת, ינוע בסביבות מחיר הזהב בשוק החופשי (למעט תנודות ארעיות חדות בו) ויעמוד כנראה על 90% ממחיר זה. למדינות המוכרות זהב לא ייגרם הפסד על-ידי קביעה כזאת של המחיר, שהרי מכל מקום בשוק החופשי אין כל אפשרות למכור כמויות גדולות של זהב מבלי שתיגרם ירידה משמעותית במחירו. המחיר שיקבע על-ידי הקרן יהיה המחיר האפקטיבי לזהב, הן בשוק הרשמי, שיצטמצם בהדרגה, והן בשוק החופשי.

10. "הזמנה" מטעם הקרן תהווה, למעשה, הצעה לרכישת זהב. היא לא תחייב מדינות חברות בקרן למכור לה זהב, אולם תחייב את הקרן לרכוש כל כמות זהב שתוצע לה במסגרת אותה "הזמנה".

11. הרשויות המוניטריות לא תוכלנה למכור זהב, אלא לקרן המטבע הבינלאומית, במסגרת "הזמנות" שתבואנה מטעמה, אם כי הן תוכלנה להעביר זהב בין לבין עצמן במסגרות רגילות, תוך הודעה לקרן על כוונתן זו. הודעה כזו תאפשר לקרן לעצב את מדיניות ה"הזמנות" שלה לרכישת זהב, וכן לקבוע את חלוקתם של "נתחי" ההזמנות על-פי הרכב רזרבות הזהב הבינלאומיות והתחלקותן בין המדינות השונות.

12. הקרן תפעל, באמצעות הזהב שיצטבר ברשותה, כגוף המייצב את תנועות ההון שאינן קשורות במצב מאזני התשלומים ואינן נובעות ממנה, תוך מגמה למנוע, מוקדם ככל האפשר, התפתחותן של תנועות ספקולטיביות העשויות לערער את המערכת. הפעולה הישירה, במקרה של לחץ על מטבע מסוים, תלבש צורה של מכירת זהב על-ידי הקרן, תמורת אותו מטבע, בשווקים השונים. הואיל והקרן תרכוש אותו מטבע תמורת זהב, היא תשפיע על מחירו של מטבע זה

בלבד. כיום, כל התערבות בשוקי מטבע החוץ משפיעה לפחות על מחירם של שני מטבעות. ואף יותר, המעורבים בעיסקה.

13. היחמה לביצוע פעולת תמיכה כזו, תוך שימוש בזהב, יכולה לבוא הן מצד המדינה שהמטבע שלה נתון ללחץ, והן מצד קרן המטבע הבינלאומית. אולם בשום מקרה לא תסטה הקרן מעקרון כיבוד הסוברניות הלאומית. ופעולת התמיכה תבוצע אך ורק בהסכמת הרשויות המוסמכות של אותה מדינה. ההסכם בין המדינה לבין קרן המטבע יקבע את השימוש שתעשה הקרן במטבע אותו תרכוש תמורת הזהב, את משך העיסקה וכן את שער הריבית שתשולם לקרן במשך תקופה זו. ההסכם גם יבטיח את הקרן בפני שינויים בשער החליפין של המטבע הנרכש.

14. במסגרת הצעה ראשונית זו, לא ניכנס ליתר פירוט. אולם מן הראוי להדגיש שבעוד אשר הקרן תשלם ריבית על "זכויות המשיכה המיוחדות", שהיא תנפיק תמורת הזהב שתרכוש במסגרת התכנית, הרי שריבית זו תקוּזו על-ידי התשלומים שהקרן תגבה מהמדינות שבמטבעותיהן היא תחזיק במסגרת פעולות הייצוב שלה. יתכן, על-כן, שהקרן תצבור רווחים מפעולותיה בשוק הזהב. רווחים אלה תוכל הקרן לנצל לכיסוי הגרעון בתקציבה השוטף, אם ייווצר.

15. הצעה זו אינה באה לשמש תחליף להנפקות של "זכויות משיכה מיוחדות" בעתיד, אם כי סביר להניח שהפעלתה תתרום לצמצום הצורך בהנפקות כאלה. למותר לציין כי אין היא סותרת את ההצעות השונות לשימוש ב"זכויות" שיונפקו בעתיד לשם הזרמת משאבים למדינות הפחות מפותחות, לצרכי פיתוח. נהפוך הוא: בעת קביעת "הנתחים" ניתן יהיה להתחשב באינטרסים המיוחדים של מדינות אלה.

16. בסיכום, ההצעה עשויה להביא לתוצאות הבאות:

- א. דמונטיזציה הדרגתית של זהב, תחת פיקוח ובביצועה של קרן המטבע הבינלאומית, תוך בחינת שיקולי היציבות של מערכת המטבע הבינלאומית;
- ב. הפשרת מלאי הזהב המוניטרי שבידי הבנקים המרכזיים; שחרור מיידי של המערכת המוניטרית הבינלאומית מכבלי הזהב והפיכת מלאי הזהב המוניטרי הקיים לנכס בינלאומי שמיש;
- ג. הפיכת "זכויות המשיכה המיוחדות" ל"נומרייר" המוחלט של המערכת המתוקנת, ולנכס בעל דרגת נזילות מלאה בביצוע תשלומים בינלאומיים;
- ד. צמצום תפקידם של המטבעות כנכס רזרבה ותשלומים בינמדינתיים, וכתוצאה, צמצום פגיעותם ללחצים ספקולטיביים, והגברת יציבותם;
- ה. מתן מכשיר יעיל בידי קרן המטבע הבינלאומית להתערבות בשוקי המטבע, לשם בלימת תנועות הון ספקולטיביות לייצוב המערכת כולה, וזאת ללא פגיעה בסוברניות של המדינות השונות.<sup>6</sup>