

# THE LANDAU REPORT

גיליון מס. 130

## החוליה החסרה: תעלומת השקל החזק – ומה אפשר, וצריך, לעשות בעניין זה?

### חלק 3: החשודים הרגילים

**קפיטן רנו מ. יור שטראסר נורהל. כדו את החשודים הרגילים.  
קזבלנקה**

הסיפור עד כה: חלקה הקודם של סקירה זו (דו"ח 129) הביא אותנו לסיור מורחב ב"מגזר החיצוני" של המשק הישראלי. מונח זה מתייחס לטווח פעילויות נרחב – החל מסחר במוצרים ובשירותים, דרך הכנסה שמובאת מחו"ל מאת עובדים ישראלים ומהון המוצב שם או זו של זרים בישראל, וכן דרך העברות חד-צדדיות מאת ישויות זרות (גון הדוד ס.ס), וכלה בזרמי הון אל תוך ישראל וממנה החוצה.

במהלך סיור זה, גילינו כי חלה הצטמקות הדרגתית בגירעון-הסחר הכרוני של ישראל (כאשר זה נמדד כשיעור באחוזים מן הייצוא); כי הסחר בשירותים מייצר כעת עודף גדול; וכן כי מאז 2003 – כתוצאה מהתפתחויות אלה – החשבון השוטף מצוי בעודף. אלה הינם שינויים חשובים, אשר שינו דרמטית את פני המשק הישראלי; ואחד השינויים הגדולים ביותר הוא שהמחסור הכרוני במט"ח, אשר אפיין את 50 שנותיה הראשונות של ישראל, התהפך לחלוטין בעשור שחלף. העודף בחשבון השוטף, משמעותו היא שמט"ח כבר אינו מצוי במחסור – להיפך, יש ממנו אספקה עודפת. אין פלא, אם כן, כי השקל נטה להתחזק – ואף במידה מוגזמת – בשנים האחרונות. זה חייב להיות ההסבר לתופעת "סופר-שקל", אשר אותה ניסינו להבין. הבעיה פתורה. מה הדיון הבא?...

לא כל-כך מהר. המגזר החיצוני מקיף יותר מאשר מה שכלול בחשבון השוטף לבדו. ספציפית, קיים גם חשבון ההון, או החשבון הפיננסי. במהלך כל אותן שנים אשר בהן היו גירעונות כרוניים בחשבון השוטף, היה על ישראל ללוות מחו"ל – כדי לממן את הגירעון בחשבון השוטף; וזרם ההון פנימה, משמעותו הייתה שחשבון ההון היה בעודף. כעת, כאשר החשבון השוטף עבר להיות בעודף מתמיד – התהפך המצב בחשבון ההון: העודף הוא חייב להיות מושקע בחו"ל, או מלווה לגורמים זרים; זה יוצר זרם הון כלפי חוץ, ומעמיד את חשבון ההון בגירעון.

בתיאוריה, הגירעון בחשבון השוטף והעודף בחשבון ההון (או להיפך) אמורים לקזז זה את זה; זה האופן שבו "מאזן התשלומים" מגיע לאיזון. בחיים המעשיים, זה אף פעם לא מסתדר בדיוק; אבל במקרה הישראלי, הגירעון בחשבון ההון הוא **הרבה** יותר גדול מאשר העודף בחשבון השוטף. משמעות הדבר: ישראל מסיטה אל חו"ל כסף בכמויות גדולות יותר ממה שהיא מקבלת מכל מקורות ההכנסה הזרים שלה.

אבל אם יש זרם הון גדול המיוצא לחו"ל – נובע מכך שמספר קוני מטבע-החוץ גדול ממספר המוכרים. בנסיבות אלה, מחיר השקל (במונחי דולר, יורו, וכו') חייב לרדת – לא לעלות. ובכל-זאת, השקל עלה – וממשיך לעלות – למרות הגירעון הגדול בחשבון השוטף.

במלים אחרות: לא זו בלבד שהסיור שלנו בתחומי הניתוח המקרו-כלכלי היה ארוך – ולאחדים מן הקוראים, מן-הסתם גם מייגע – אלא שנראה כי הוא יצר תוצאה הפוכה מזו שציפינו לקבל. אחרי שסקרנו את התיאוריה, מצאנו כי אין היא מסבירה את מה שמתרחש ממשית בעולם האמיתי וכי היא מותירה אותנו מבולבלים יותר מכפי שהיינו קודם-לכן.

## האם אתה מוכר או קונה?

אין ברירה, על-כן, אלא לעזוב את מגדל-השן של המקרו-כלכלה – ולשוב אל המציאות המלוכלכת של שוק המט"ח. זה המקום אשר בו, באורח ממש, קונים ומוכרים שקלים (ואת כל המטבעות האחרים); ובכן, אולי התשובות יהיו יותר קלות למציאה שם. ככלות-הכול, אנו מחפשים תשובה על שאלה פשוטה למדי: מדוע מציג השקל נטייה חזקה לעלות בערכו?

כעת, משהשתחררנו מכל האברא-קדאברא של הכלכלנים, אפשר לראות את הבעיה באור שונה לחלוטין. מנקודת-הראות של הסוחר/ת במט"ח, העלייה במחיר השקל הינו תופעת שוק טהורה. היא/הוא תאמר/יאמר, על-כן – ובוודאות – כי עלייה זו נגרמת עקב העובדה שיש יותר קונים מאשר מוכרים. לגבי נקודה זו, לא יכול להיות ספק וגם לא ויכוח. שום כלכלניסעם ש. גרת "מצד אחד ... ומצד שני ... שלהם; שום חשבונאים, עם מחרוזת החשבונות השונים שלהם אשר הם חייבים לאזן איכשהו. כל מה שנוותר לעשות, כדי לפתור את ה"תעלומה" הגדולה הזו, הוא למצוא מי קונה ומי מוכר, ומדוע הראשונים הם רבים מן האחרים.

זה אמור להיות עניין נטול-סיבוכים, שהרי הנתונים בדבר עסקאות המט"ח נצברים בשקידה על-ידי בנק ישראל. יתר-על-כן: אצל המשתתפים בשוק – כולל אנשי חדר-העסקאות של בנק ישראל – יש בדרך-כלל מושג טוב למדי בדבר זהות השחקנים שקונים ומוכרים באגרסיביות. על-כן, סביר כי יהיה אפשרי לדעת (בכל נקודת-זמן, ובאורח מתמשך) אלו הם השחקנים – או, לפחות, אלו הן קבוצות השחקנים – אשר מניעות את השוק. חמושות בידע זה, זרועות הממשלה הרלוונטיות – בעיקר בנק ישראל, אולי עם תמיכה מאת משרד האוצר ו/או רגולטורים אחרים – יכולות, בוודאי, לאמץ צעדים המיועדים לכוון את השוק אל הכיוון שהן רואות אותו כרצוי.

זו היא תמונת השוק בעיני הציבור הכללי, אמצעי-התקשורת, ואנשי-עסקים ותעשיינים רבים. אף כי גישה זו נשמעת פשטנית – היא נשענת על מכלול גדול של ראיות, המרמזות כי השקל החזק הוא אכן תופעה אשר השוק הוא המניע אותה. אנו נבדוק עתה את הראיות הללו; נעשה זאת תוך כדי שאנו מקפידים לזכור כי מנקודת-ראות פשטנית, לבעיה פשוטה חייב להימצא פתרון פשוט – ואחרי שפתרון זה ייושם, הכול יהיה טוב.

## כמה כסף?

הנקודה הקריטית ביותר שיש להבין בקשר לשוק המט"ח, היא גודלו המוחלט: הן במישור הגלובלי והן במישור המקומי – הוא הגדול ביותר בין כל השווקים הפיננסיים, במונחי כמות הכסף שמחליפה בו ידיום; וכל השווקים האחרים מצויים הרחק מאחוריו. במהלך שמונת החודשים הראשונים של 2009, שוק המט"ח בישראל התאפיין בנפח מסחר ממוצע של 1.5–2.0 מיליארדי דולר בכל יום (הסכום היה יותר גבוה לפני המפולת שאירעה בספטמבר 2008); וכל זה היה רק בשוק ה"ספוט" – עסקאות במזומן. אם עסקאות "סוואפ" ייכללו בבסיס-הנתונים, הסכום מוכפל; ועסקאות-אופציה מוסיפות ומגדילות את הסך-הכול – עוד משהו כמו 1.0–1.5 מיליארד דולר בימים מסוימים. ב-5 באוגוסט 2009 – יום דרמטי בשוק, יום שבו בנק ישראל הודיע על השינוי במדיניותו וביצע התערבות נרחבת מאוד – סך-כול המחזור בשוק המט"ח הישראלי היה כמעט 9.0 מיליארדי דולר. להשוואה: בחודש יולי 2009 כולל, סך-כול יבוא וייצוא הטובין גם יחד היה פחות מ-8.0 מיליארדי דולר.

אם נביט בנתוני מאזן-התשלומים, נראה כי סך-כול התקבולים והתשלומים שנכללו בחשבון השוטף של הרבעון הראשון בשנת 2009 (ויש להודות כי הייתה זו תקופה חלשה) היה פחות מ-36 מיליארדי דולר. סך-כול נפח העסקאות בשוק המט"ח הישראלי, בחודש מארס לבדו (גם הוא תקופה חלשה), היה בערך 76 מיליארדי דולר – יותר מאשר כ־7 סך-כול מאזן התשלומים הרבעוני. בקיצור: סדר-הגודל של העסקאות שמנוהלות בשוק הפרוקס מניע את סדר-הגודל של העסקאות הממשיות שמנוהלות בשוק המט"ח בעולם המוחשי של המשק הריאלי. השוק הפיננסי הוא הרבה יותר גדול – והוא גדל כל הזמן.

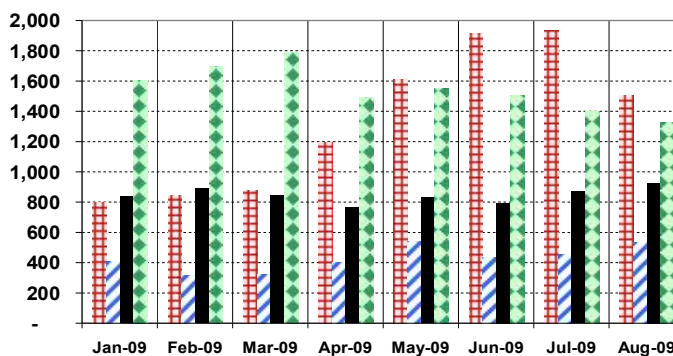
## מי קובע את הטון?

לא זו בלבד שידוע לנו עד כמה גדול השוק – אנו יכולים גם לזהות את קבוצות השחקנים העיקריות בו. מאגר הנתונים הפנימי של בנק ישראל מספק (לרגולטורים) דרגת רזולוציה הרבה יותר גבוהה, במונחי מי הוא מי. לעומת זאת, הנתונים שנמסרים לפרסום מתייחסים לשתי קבוצות עיקריות: "תושבי ישראל" ו"תושבים זרים". שתי אלה מחולקות שוב, כדלקמן: "תושבי ישראל" כולל מוסדות פיננסיים ישראליים, בנק ישראל, ו"תושבים ישראלים אחרים" שמציין את מגזרי משק-הבית והחברות העסקיות. נפח

הפעילות של "אחרים" מקומיים אלה הוא בדרך-כלל הרבה יותר גדול מאשר זה של המוסדות הפיננסיים הישראליים (שהם, בעיקר, הבנקים המקומיים). "אחרים" מקומיים מורכב בעיקר מחברות ישראליות שקונות ומוכרות מט"ח כחלק מניהול עסקיהן הרגילים – ייבוא חומרי-גלם או מוצרים תעשייתיים מוגמרים, וייצוא מוצריהן והשירותים שלהן. "תושבים זרים" הוא מונח הרבה יותר ברור; הוא כולל מוסדות פיננסיים זרים, וגם – בחלקו הזניח – "תושבים זרים אחרים".

טבלה 2 מציגה את נפח הפעילות בשוק, לפי הקבוצות השונות שצוינו לעיל, במהלך שמונה החודשים הראשונים של 2009. [הערה טכנית: הטבלה לקוחה מאתר-האינטרנט של בנק ישראל – אשר קיבל שדרוג ניכר בספטמבר 2009, במיוחד בכל הקשור להצגת הפעילות בשוק הפורקס].

**טבלה 2: הפעילות בשוק הפורקס של השקל, לפי סוג השחקן והעסקה  
ינואר – אוגוסט 2009, מיליוני דולר**



	Jan-09	Feb-09	Mar-09	Apr-09	May-09	Jun-09	Jul-09	Aug-09
תושבי חוץ - עסקות החליף	801	844	882	1,200	1,614	1,920	1,937	1,508
תושבי ישראל - עסקות החליף	409	321	323	406	538	434	460	534
תושבי חוץ - עסקות המרה ואופציות	836	890	845	763	829	795	869	927
תושבי ישראל - עסקות המרה ואופציות	1,604	1,697	1,793	1,493	1,551	1,503	1,398	1,325

מיד רואים בבירור כי תושבים ישראלים מנהלים את רוב פעילותם בשוק הספוט, בעוד תושבים זרים פועלים בעיקר בשוק הסוואפ. זה משתלב עם העובדה, שהקבוצה הפעילה ביותר בקרב הישראלים היא המגזר העסקי – אשר עסוק בעיקר במכירת מטבעות "אמיתיים" בשוק הספוט; בעוד אשר חלק-הארי של פעילות "התושבים הזרים" הינה בעלת צביון פיננסי – והיא מנוהלת על-ידי מוסדות פיננסיים, דרך המכשיר הפיננסי של עסקת סוואפ.

**ספקולנטים! ספקולנטים זרים!!**

- ריקב ליין**: כיצד יכול אתה לסגור את העסק שלי? מה הנימוק?
- קפיטן רנו**: אני מזועזע, פשוט מזועזע, לגלות כי מתנהלים פה הימורים!
- ק [רופ. ?]ה מגיש לנו בוכטה של כסף
- קרופיה**: הנה מה שהרווחת, אדוני.
- קפיטן רנו**: (בחצי-קול) הו, תודה רבה לך. (בקול רם) כולם החוצה, מייד!

**קזבלנקה**

טבלה 2 מראה כי בתקופה מינואר עד מארס 2009, רמת הפעילות של מוסדות פיננסיים זרים הייתה מוגבלת – אבל היא גדלה במהירות מאפריל והלאה. כבר רשמנו לעצמנו כי המתקפה האחרונה ביותר (עד כה) של עוצמת השקל החלה באפריל 2009 – בעוד שלפני חודש זה, השקל היה חלש. נתון זה והדומים לו מרמזים כי שוק המט"ח יכול להיות מוצג באורח פשוט וברור, ללא תרשימים, טבלאות ושאר האביזרים המקצועיים אשר חביבים על כל הכלכלנים – שלא לדבר על המשוואות המתמטיות, רוויות אותיות יווניות, אשר חביבות על כלכלנים אקדמיים:

**שאלה**: מדוע השקל הינו חזק?  
**תשובה**: מפני שיש יותר קונים מאשר מוכרים.

- ש:** מי הם קונים אלה?  
**ת:** מוסדות פיננסיים זרים – אשר הפעילות שלהם, שמנוהלת בעיקר באמצעות שוק הסוואפ, הגיעה לידי כך שהיא מאפילה על זו של הישראלים.
- ש:** מוסדות פיננסיים זרים אלה, מדוע הם קונים את השקל?  
**ת:** הם עוסקים ב"פעילות פיננסית", למען עצמם ולמען הלקוחות שלהם.
- ש:** מי הם לקוחות אלה?  
**ת:** בעיקר קרנות גידור, ושחקנים פיננסיים אחרים.
- ש:** האם זו לא אך-ורק ספקולציה?  
**ת:** כן.
- ש:** האם הם (הזרים) שמים לב שערכו הגבוה של השקל, שנגרם בגלל הפעילות שלהם, משפיע לרעה על המשק הישראלי?  
**ת:** הם מפיקים ניתוחים כלכליים המראים כי המשק הישראלי הינו חזק ומתחזק, כך שהשקל חייב לעלות בערכו. זה מספק הצדקה מקצועית לפעילות הספקולטיבית שלהם בשוק.
- ש:** אבל, האם הם באמת מאמינים בכך? ככלות-הכול, אנשי-העסקים הישראלים – וגם, ככל הנראה, בנק ישראל – מחזיקים בדעה ההפוכה.  
**ת:** הפרספקטיבה שלהם היא מאוד קצרת-טווח, ומכוונת אל מסחר לצורך רווחי טווח-קצר. אין להם שום פרספקטיבה רבת-שנים, ביחס לנוק המבני שנגרם למשק הישראלי.
- ש:** מה ממשלת ישראל עושה בעניין פעילות שלילית והרת-נוק זו של הספקולנטים הזרים?  
**ת:** בנק ישראל נמצא בשוק, והוא קונה את הדולרים אשר הם מוכרים.
- ש:** האם אין זו דרך גולמנית ויקרה לבצע את הדברים? מדוע שלא, פשוט, נמנע מן הזרים לקלקל את השוק שלנו? לזרוק את הנבלים החוצה! לשלח אותם מכאן, בהתראה קצרה!  
**ת:** בנק ישראל ומשרד האוצר אינם מאמינים ביישום צעד פיקוח מנהליים על שוק המט"ח. זו תהיה סטירת-לחי לכל רפורמות הליברליזציה ולכל שינויי המדיניות לכיוון כלכלת שוק-חופשי, אשר הם הובילו במהלך 20–25 השנים האחרונות.
- ש:** אז מה? הספקולנטים הזרים הללו מחריבים את המשק שלי / גורמים לחברי האיגוד-המקצועי שלי אובדן מקומות-עבודה! אני הולך לדבר עם ח"כים / פקידים בכירים / שרים / ראש הממשלה / שימון פרס!  
**ת:** זה לא יועיל. כמעט כל אלה מאמינים באידיאולוגיה של דה-רגולאציה ושל שווקים פתוחים, או לפחות מקבלים אותה בדיעבד. בהקשר זה, של שוק המט"ח, הדוגמה הספציפית שבפנינו היא "המירות מלאה". כאשר מדינה מגיעה אל רמה זו, הרי – לפי האידיאולוגיה הכלכלית שאנו דנים בה – זהו צירוף של נירוואנה וגן-עדן.
- ש:** אבל ייתכן כי המירות מלאה אינה מתאימה לכל המדינות ולכל הנסיבות. ברור שזה גורם בעיות לישראל. האם אנחנו לא יכולים לעשות משהו בעניין?  
**ת:** עד למשבר הפיננסי, כל אמירת כפירה כזו הייתה גורמת לכך שיורידו את דירוג-האשראי של אותה מדינה אצל חברות הדירוג; עונש כזה נחשב, באותה עת, לגורל מר ממוות. מאז המשבר, דברים רבים השתנו; כולל זה שחברות הדירוג הללו איבדו את ההילה שעטתה אותן. כך שבהחלט עשינו משהו בעניין.
- ש:** מה זה היה?  
**ת:** בנק ישראל גילה מחדש את קיומה של מדיניות שער חליפין; הוא בעצם פתח את הקבר, והחזיר לחיים את זכותו – ואת יכולתו – להתערב בשוק המט"ח.
- ש:** וזה הניב תוצאה טובה?  
**ת:** ערכו של השקל הופחת – או, לפחות, נמנע ממנו לעלות יותר מדי. בקיצור: העסקים שלך לא הלכו פייפן, לא פיטרת את רוב העובדים אצלך, ובעלי-המניות שלך לא החליטו להעביר את הפעילות אל המזרח-הרחוק... בינתיים.
- זה הינו אופן ראיית הדברים אצל התעשיינים והאיגודים-המקצועיים. מן הנתונים, כמו גם מעדויות אנקדוטליות שאפשר ללקט אצל סוחרים ואצל אחרים בשוק, ברור כי מוסדות פיננסיים זרים הם אשר דוחפים את השקל כלפי מעלה. מתוך הכרה כואבת כי מדובר באיום קיומי, הם זיהו את הזרים הללו בתור השדונים אשר ידם-במעל, ואז הלכו אל הרשויות ודרשו פעולה. בחלק הראשון של הסקירה (דו"ח 128), הסברתי כי מנקודת-ראות ממשלתית, איום קיומי לתעשיות הייצוא של ישראל הינו שווה בחומרתו לאיומים ביטחוניים של-ממש. אבל בעוד שאלה האחרונים עלולים להכריח תגובה צבאית – הרי ב־מקרה הזה מדובר בכסף בלבד, וה"אויב" שלנו סתם חבורה של ספקולנטים אשר יש להביסם באמצעות הישגות המבט אל עיניהם או באמצעות הפחדתם בדרך אחרת. אלה, לפחות, הם פני הדברים בעיני הפוליטיקאים.

אשר לציבור הרחב – במשך זמן ארוך, הייתה אצלו סלידה כמעט-אינסטינקטיבית כלפי מוסדות פיננסיים. הוא משוכנע כי בנקים מקומיים הינם ארגונים חסרי-חמלה שעסוקים בעיקר בגניבה רמאית של כספים השייכים למשקי-בית ולעסקים קטנים. כעת, לאחר שקראו ושמעו את התיאורים של אמצעי-התקשורת לגבי התנהגותם עטורת-הקלון של בנקים זרים ושאר חברות פיננסיות כלפי לקוחותיהם בארצות אחרות – בהקשר זה אפשר לזכור את Countrywide, את Lehman Brothers, את Bear Stearns ואחרים – אין הם זקוקים לשכנוע נוסף כדי להאמין כי ישויות פיננסיות זרות הן מסוכנות עוד יותר מן הזן המקומי; וכי יש למנוע מהם להשתולל כתקופי אמוק בארצנו.

יתר-על-כן: לאחר שראתה כי החסכונות-לפנסייה גולחו בשיעור 15%–25% במהלך המפולת הפיננסית של 2008, כאשר היו מופקדים בקרנות-פנסיה ובקופות-גמל האמורות להיות סולידיות – דעת-הקהל הגיעה לידי חשד עמוק כלפי כל מה שקשור בשווקים פיננסיים. בכלל, שווקים – בעיני הציבור הרחב – הם מלה נרדפת לספקולציה; וזו – כפי שיודע כל אחד – היא פעילות נבזית ואנטי-חברתית, שמבצעים העשירים והמתוחכמים על-חשבון העניים והנזקקים. ובכן, אם שואלים את האיש-ברחוב, כאשר חבורת בנקאים זרים מבצעת ספקולציה על המטבע שלנו ובכך גורמים נזק למשק שלנו – אז לא צריך לאמץ את המוח: מוכרחים למנוע מהם לעשות זאת; וכאשר גופים פיננסיים ישראליים מסייעים להם ועוזרים בכך, יש להעניש אותם בלי שום רחמנות.

### לְסֵהָר (שוק-חופשי) מול התערבות ממשלתית

ככל-הנראה, אנו רושמים התקדמות ניכרת במאמצנו להבין את הסיבות לתופעת השקל החזק – הבנה, אשר באמצעותה נוכל למצוא פתרון לבעיה. ידוע לנו כעת כי קיים שוק מט"ח גדול ודינמי אשר בו נקבע מחירו של השקל לעומת מטבעות אחרים. שוק זה פתוח לכל אחד, מי-שלא-יהיה, בעולם; ואכן, מוסדות פיננסיים זרים סוחרים בו במרץ. כאשר ישויות אלה, כקבוצה, מוצאות כי השקל הינו סחורה אטרקטיבית – ולא משנה, אם הסיבה לכך היא תקפה או מפוברקת – הם קונים, בתנופה שקדנית. סדר-הגודל של פעילות זו מצוי ברמה שמספיקה כדי להטביע כליל את הסחר ה"נורמלי", ה"רגיל", המוכוון-לעסקים, שמתבצע לגבי השקל; וכך, פעילותם של הזרים הופכת להיות הגורם המכריע לגבי כיוון השתנותו של שער-החליפין ולגבי מחירו של השקל בכל רגע נתון.

לאחר שהנחנו את תשתית העובדות – סוף-סוף – יכולים אנו, כעת, לנוע הלאה: אל אופציות בתחום המדיניות, ואל מרשמים-לפעולה. עם זאת, הדבר דורש מאיתנו לסגת מן הטיעונים הפופוליסטיים והפשטניים שהוצגו לעיל – אל עבר שיקול שמקפיד על הימנעות-משלהוב, וגם (יש לקוות) על יותר מקצועיות, אשר המשימה הינה להחליט ב. דבר מה שיש לעשות וב. דבר זהותם של המבצעים זאת.

במונחי התיאוריה הכלכלית, הטיעון מצטמצם לשאלה אחת: האם עוצמתו הכרונית של השקל מייצגת מקרה של "שוק"? העמדה שיש לך בשאלה זו תתאים, במידה רבה, לזהותה של אסכולת המדיניות הכלכלית אשר אתה/תומך/תומכת בה: הגישה הניאו-ליברלית אשר ש. מה בצרפתית (Laissez-Faire) קובע כי על הממשלה להניח את גורמי השוק להמשיך במעשיהם – או הגישה שתומכת בהתערבות, ואשר בעיקרה קשורה בתפישתו ובהמלצותיו של קיינס.

**מחנה תומכי השוק-החופשי** (ביחס לשקל) הוא זה אשר המובילים אותו (אם לשפוט על-פי קולנויותם, לא על-פי חשיבותם הממשית) הם שחקני שוק – זרים ומקומיים, והראשונים הם הבולטים במיוחד. לישויות אלה יש זיקה אינטרסנטית לכך שהשווקים החופשיים ימשיכו להתקיים ויצמחו – ועל-כן, לכך שתמשיך להתקיים ותשגשג האידיאולוגיה אשר תומכת בהם – מכיוון שבאופן זה הם מרוויחים כסף. שיטת השווקים החופשיים היא לא רק רעיון מופשט שבו הם מאמינים, אלא היא מקור-פרנסה בעבורם.

הגישה הבסיסית אשר אותה מאמצים מוסדות אלה, על גודדי האנליסטים והכלכלנים והמשווקים (וכו') שלהם, אומרת ככלל, כי יש להניח לשווקים לקבוע את מחירם של הטובין (וכו') אשר נסחרים בהם. אמירה זו נכונה במיוחד לגבי שווקים פיננסיים; ומבחינה זו אין אח ורע לשוק המט"ח – אשר (כפי שצוין לעיל) הוא, כמעט תמיד, הגדול ביותר בכל מדינה וזה אשר מאופיין ברמת הנזילות הרבה ביותר. מכך נובע כי ערכו של השקל חייב להיקבע בידי שוק המט"ח הישראלי; ושכל מחיר שיתגלה בעקבות פעילותו של שוק זה, יש לראותו בתור "המחיר הנכון". הוא בוודאי נעלה על המחיר שמושג בעקבות התערבות-בשוק של גורמים ממשלתיים, שמנסים לממש יעדים כלכליים או חברתיים מופשטים. (נ.ב.: לתפישת ההימנעות-מהתערבות יש אך-זרק חריגה אחת שכולם מקבלים באהדה, והיא מתייחסת להטלת איסור על מכירה בחסר של מניותיהם של מוסדות פיננסיים גדולים בעיצומו של שוק-דובים.)

**מחנה המצדדים-בהתערבות מורכב מתעשיינים ויצואנים, ומהכלכלנים והדוברים שלהם למיניהם – כולל פוליטיקאים, אשר ציבור-הבוחרים שלהם קשור בחברות ובמגזרים אלה. גם להם יש זיקה אינטרסנטית ל"אידיאולוגיה" שלהם – והיא, בדרך-כלל, חזקה הרבה יותר מזו של הבנקים והברוקרים. ככלות-הכול, לאלה-האחרונים יש שווקים רבים לשחק בהם. אפילו בשוק הפורקס, יש להם הרבה מטבעות; אם השקל ייהפך בלתי-זמין בעבורם, בגלל סיבה כלשהי – הם ינועו אל הקורונה הציכית או הזלוטי הפולני או הוון של דרום-קוריאה, או אל מטבע אחר כלשהו אשר ייראה מתאים להם כדי ליצור רווחי מסחר קצרי-טווח. ואילו לרוב היזמים – שלא לדבר על המנהלים והעובדים בחברות היצואניות, אשר עתידם מצוי על כף-המאזניים – אין שום חלופה זמינה.**

ההבדל היסודי הזה לגבי גודל הנתח של כל אחד מהצדדים במאבק שבפנינו, ניתן לזיהוי בקלות – הוא מקביל להבדל בין מחויבות לבין מעורבות בתחום ההיי-טק; זה מתחוויר באמצעות דוגמא מעולה, והיא עמדותיהן של החזירה והתרנגולת לגבי צלחת של חביתת-נקניק – שהרי לחזירה יש מחויבות חזקה, ואילו מהתרנגולת נדרשת סתם מעורבות.

הבדל זה הינו אינדיקציה חזקה ביותר, כאשר מנסים לחזות את תוצאת המאבק בין ספקולנטים זרים לבין גורם ממשלתי נחוש-בדעתו: מנקודת-הראות של המשק הלאומי, תעשיות ייצוא הינן הכרחיות – ואילו חברות של סוחרים מט"ח אינן כאלה; מכיוון שכך, אם הממשלה נאלצת לבחור בין השתיים – המצדדים-בהתערבות הם שינצחו.

אין, על-כן, שום הפתעה בכך שהניסיון עד כה מלמד כי המצדדים-בהתערבות הם המנצחים. הם זכו בניצחון ברור במהלך המערכה של 2007/2008 כאשר ההתפתחות המכריעה הייתה מן עברו של בנק ישראל מגישת השוק-החופשי אל מחנה המצדדים-בהתערבות. מרגע שהמהפכה התרחשה, כל השאר היה לא יותר מאשר פרטים: אחרי שהתפוגג רושם השפעתה של תנופת ההתערבות הראשונית (חודש מארס), והשקל החל לעלות מחדש – בנק ישראל הכפיל פי-ארבעה את טווח המחויבות שלו (ביולי) והביס והניס את הספקולנטים.

ב-2009, המערכה פחות ברורה – היא עדיין בעיצומה. הסיבוב הנוכחי החל בחודש מאי, כאשר השקל שב ועלה לרמה של פחות מ-4.00 ש"ח לדולר; והיא התעצמה בסוף יולי, כאשר השקל פרץ באופן מוחלט את מחסום 3.90 ש"ח לדולר. זה הוביל את בנק ישראל, בתחילת אוגוסט, לשפץ את אסטרטגיית ההתערבות ואת הטקטיקה שלו. לאורך תקופה זו (מאי עד ספטמבר)חולשת הדולר בשוקי העולם ה גדילה את הלחץ שדוחף את השקל כלפי מעלה; היא הכריחה את בנק ישראל למקד את תגובתו בייצוב ערכו הכולל של השקל (אל מול סל-מטבעות משוקלל-הסחר של ישראל) – אפילו כאשר ערך זה עלה אל מול הדולר, בעקביות עם המגמה העולמית.

אבל אירועי החודשים האחרונים מוליכים אל מסקנה ברורה: תוצאת השינויים הללו במדיניות לא הייתה התערבות מופחתת, ובוודאי לא הייתה נסיגת בנק ישראל מן השוק – כפי שחסידי השוק-החופשי חזו כי יקרה, וכפי שטענו (בהתחלה) כי כבר קרה. להיפך: הייתה יותר התערבות, לא פחות; הגידול ברזרבות המט"ח של ישראל באוגוסט 2009, יותר מ-4.0 מיליארדי דולר, היה הכי גדול בהשוואה לחודש כלשהו מאז תחילת מדיניות-ההתערבות.

מחנה השוק-החופשי ממשיך לטעון כי בנק ישראל יכריז בסופו-של-דבר על כניעה; ובעצם – כי הוא חייב לעשות זאת, שהרי ההתערבות נדונה לכישלון. כמה מלומדים מקומיים השוו את מאמציה של ישראל לאלה של בריטניה ב-1992, לפני שג'ורג' סורוס "שבר את בנק-אוף-אינגלנד" ועשה (לפי השמועה) רווח בסך 1.0 מיליארד דולר ב"יום רביעי השחור". אלא ש"ניתוח" זה הוא, פשוט, שטויות הנובעות מבורות. יש הבדל בסיסי בין שני המקרים, שהרי מדובר בשני סוגי התערבות שונים לחלוטין: בנק ישראל משתמש במטבע שלו כדי לקנות מט"ח ולמנוע את המטבע שלו מעלייה בערכה – והוא יכול להמשיך ולעשות זאת במשך זמן ארוך ככל שיחפוץ (כל עוד הוא מוודא כי השקלים שהוא מוציא למטרה זו מופקדים בחזרה אצלו "במרתפיו"); בניגוד מוחלט לזאת, בנקים מרכזיים שמעוניינים למנוע את המטבע שלהם מירידה בערכה חייבים למכור מט"ח כדי לרכוש מטבע מקומי – ויכולתם לעשות זאת מוגבלת לגודלן של רזרבות המט"ח שלהם (בתוספת מה שבנקים מרכזיים אחרים יהיו מוכנים להלוות להם).

המשמעות של כל זה היא: לרשויות בישראל יש גם את המניע (הצלחת המגזר המייצא) וגם את האמצעים (הדפסת שקלים ועיקורם) כדי לעצות את עליית השקל; והם צפויים להמשיך ולעשות את מה שנדרש כדי להשיג מטרה זו.

## שתי השקפות לגבי סוף המשחק

אבל, בכירי המצדדים-בהתערבות אינם באים על סיפוקם נוכח ההצלחה החלקית אשר בנק ישראל השיג (עד היום). שדולת העסקים רוצה כי המערכה תנוהל באורח התקפיב. מקום באורח הגנתי. במלים אחרות, הם רוצים כי הנגיד סטנלי פישר יפסיק לשחק במשחקים וינסה להשיג ניצחון מכריע; למשל, על-ידי כך שיחקה את קפיטן רנו (בסרט "קזבלנקה") – ויסגור את מועדון ההימורים, דבר שיאפשר לו ללכת הביתה עם כל רווחיו בידו. אבל פישר אינו רוצה לסגור את השוק, או אפילו לצמצם את הפעילות בו. הבעיה שלו היא, על-כן, כיצד לנצח בלי שהשוק יוחרב תוך כדי התהליך. היצואנים, ו"מצדדי-התערבות" אחרים, מצהירים בגלוי על ה"אני-מאמין" שלהם: לא אכפת להם מהשוק; אבל הם, לא פחות ממתנגדיהם, מונעים בידי שיקולים קצרי-טווח – בוחרים להתעלם מחשיבותו ומערכו של שוק מט"ח המתפקד כראוי ובאורח פתוח, והמאופיין בנזילות.

לעומתם, אנשי גישת השוק-החופשי נוטלים סיכונים גדולים הרבה יותר מן הסיכונים אשר הם (ככל-הנראה) חושבים כי נטלו. שוק המט"ח הישראלי התפתח והפך להיות משחק פוקר עתיר-סיכון – אשר הספקולציה וההתערבות שבו רדפו זו את זו, אל רמות שנעשות בהתמדה יותר ויותר גבוהות. סיבה כלשהי, המוסדות הפיננסיים הזרים (ומלכיהם, נפה הישראליים שלהם) מאמינים כי יש בידיהם קלפים הרבה יותר טובים. אולי הם חושבים כי פישר עדיין נמצא בעצם במחנה השוק-החופשי וכי מאמציו (עד היום) אינם אלא מראית-עין לצורך הסוואה או הטעיה בכדי לתת לעצמו הגנה כלפי הפוליטיקה.

### קפיטן רנו אנש י, שהבינו את חשיבות המקרה, אוסרים מספר כפול של החשודים הרגילים.

אבל זה יכול להתחוויר בתור חישוב מוטעה עד-מאוד מבחינת הספקולנטים – אם המשחק של "מאסר החשודים הרגילים" יתחוויר כבלתי-מספיק לצורך הבהרת העובדה שיש מישהו המנהל באמת את העניינים. שחקני השוק אוהבים להציג את עצמם כמב צעים פקחים וציניים, בעוד שפקידי הממשלה אשר עומדים מולם נחשבים לפראיירים נאיביים המועדים להיות שעירים-לעזאזל. אם הם באמת מאמינים בדברי-ההתייחות הללו, הסיבה לכך חייבת להיות שהם טועים בת שם כי צביונם המגושם של מהלכים ממשלתיים הינו טיפשות – וזו מחשבה מובנת, אבל שגויה. לרשויות הישראליות נדרש זמן (כמעט שנתיים!) כדי קודם-כול להעריך את רצינותו של האיום, ואחרי-כן כדי להציב את הצעדים (בעלי עוצמת-מהלומה מספקת) בכדי להשיג את מה שנדרש לעשות. אבל "הרשויות" יכולות להיות הרבה יותר ציניות מאשר מקובל (מטעמי נימוס) להאמין; ואנשים שמתעקשים לעמוד בנתיבן, אל להם להיות מופתעים אם בסופו-של-דבר הן דורכות עליהם בצעד-רמיסה דורסני – ואם הם מוצאים את עצמם במצב שאף-אחד אינו מאזין לקובלנותיהם:

### קפיטן רנו: דרך-אגבאמש גילית עניין בסניור אוגארט ה.

#### ויקטור לאזלו: כן.

#### קפיטן רנו: אני מבין שיש לך מסר בשבילי?

#### ויקטור לאזלו: שום דבר חשוב. אבל, האם מותר לי לדבר איתו עכשיו?

#### מיור היינריך שטראסר: אתה תמצא כי השיחה הינה מעט חד-צדדית. סניור אוגארט ה מת.

#### אילזה: הו.

#### קפיטן רנו: אני מכין את הדו"ח עכשיו. אנחנו לא ממש החלטנו, האם הוא התאבד או נהרג בנסותו.

#### להימלט.

#### קזבלנקה

\* המהדורה האנגלית של גיליון זה נשלחה בתאריך 29 בספטמבר 2009.

מהדורה אנגלית זו, The Landau Report, הינה ניוזלטר ייחודי המסקר את המגמות בתחומי הפוליטיקה והגיאוגרפיה-פוליטיקה, הכלכלה, העסקים והשווקים של ישראל. הוא רואה אור מאז 1996, ומופנה בעיקר לגורמים עיסקיים ופיננסיים בינלאומיים הפועלים בישראל.

תגובות ושאלות ניתן למצוא באתר הבלוג של פנחס לנדאו:

<http://www.pinchaslandau.co.il/>ממקרה-הסופר-שקל

Enquiries and subscriptions:  
POB 23152, Jerusalem 91231, ISRAEL  
[landaup@netvision.net.il](mailto:landaup@netvision.net.il)  
Tel: 972-2-586-4893; Cell: 972-54-450-8834