

מבט על, גיליון 505, 5 בינואר 2014

ישראל ו"מלחמת המטבעות"

שמואל אבן

מטבע חזק מאפיין כלכלה חזקה, אך מטבע חזק מאוד מחליש את הכלכלה. זהו המצב כיום בישראל. מסיבה זו פועלות מדינות לא מעטות בעולם להחליש את המטבע המקומי ביחס למטבעות אחרים, כדי ליצור יתרון תחרותי במשק הגלובלי על פני מדינות אחרות. תופעה זו זכתה לכינוי "מלחמת מטבעות". ישראל משתתפת אף היא במלחמת המטבעות הגלובלית, אך ידה על התחתונה. המשך מגמת התחזקות השקל יוביל להפסד במלחמת המטבעות והוא עלול לסכן את הצמיחה בישראל ולפגוע קשה בשוק העבודה.

בשנתיים אחרונות (2012 - 2013) התחזק המטבע הישראלי מ-3.82 שקל לדולר ל-3.47 שקל לדולר, כלומר הדולר פוחד ביותר מ-9% ביחס לשקל. האירו פוחד מול השקל בכ-4%, היין היפני בכ-33% והרנד של דרום אפריקה בכ-30%. בעשור האחרון (2003 - 2013) פוחד ערכו של הדולר מול השקל ב-21%. ההתחזקות השקל ביחס לדולר משמעותית מאוד ביחס לשולי הרווח של מפעלים וחברות רבות במשק. הסובלים העיקריים מכך הם מפעלים מייצאים, שהכנסותיהם במט"ח בעוד שהוצאותיהם נקובות בשקלים. מדובר במפעלים בתחומי אלקטרוניקה, תרופות, כימיה, מתכות, מזון ועוד. ישראל גם מתייקרת לתיירים. ייצוא סחורות ושירותים מהווה כ-38% מהתוצר של ישראל, ועל כן פגיעה בייצוא בולמת את הצמיחה במשק. לפי נתונים ראשונים של למ"ס לשנת 2013, סך ייצוא הסחורות והשירותים, ללא חברות הזנק ויהלומים, ירד ב-1.1%, לעומת עלייה של 4.1% בשנת 2012. הבעיה אינה של היצואנים בלבד. הייצור הישראלי לשוק המקומי נפגע אף הוא משום שהייסוף מגדיל את הקושי להתחרות ביבוא. בנוסף לקושי הנובע מכוח עבודה זול במדינות שונות. גם ההשקעות הריאליות עלולות להיפגע, שכן משקיעים מקבלים כיום פחות נכסים ריאליים בתמורה לאותם דולרים וגדל הסיכון לפיחות חד בעתיד בערך השקל, ועמו סיכון ההשקעה הנמדדת במט"ח. המרוויחים מהשקל החזק הם יבואנים וסוחרים, שלהם אפשרות ליהנות מהביקוש למוצרים וחומרי גלם מיובאים. הצרכנים נהנים אף הם ממוצרים זולים יותר בתנאי שהיבואנים מוזילים מוצרים בהתאם. יתרון זה לא יתקיים בטווח הארוך אם הייבוא יגבר על התעשיות המקומיות. לפי התיאוריה הכלכלית, בשוק חופשי ומשוקלל המצב יתאזן בסופו של דבר: מספר מפעלים בישראל יסגרו, הייצוא ירד, התיירות תפחת, האבטלה תעלה, השקל ייחלש ויגיע לשיווי משקל חדש. יש שיטענו שזהו תהליך טבעי, שאל למדינה להתערב בו, וכי על התעשייה הישראלית להתאים עצמה למציאות החדשה. הבעיה שלתהליך זה מחיר כלכלי וחברתי כבד ויעילותו מוגבלת לתנאים מסוימים בלבד, שאינם תואמים את המציאות הישראלית הנוכחית בכלל ואת מלחמת המטבעות הגלובלית בפרט.

אמנם חוזקו של השקל נובע בחלקו מאיתנות המשק, אך יצינו כמה מקורות מט"ח שלהם תרומה מיוחדת לעודף ההיצע במט"ח. למשל, סקטור האנרגיה תורם לעודפי מט"ח הודות לגילויי הגז בישראל (חוסכים ייבוא) והלוואות שנוטלת חברת החשמל במט"ח בחו"ל (בשנת 2013 הונפק אג"ח בסך 1.1 מיליארד דולר בריבית גבוהה). בתחום הביטחון - הסיוע הצבאי האמריקאי, שערכו כ-3 מיליארד דולר, חוסך ייבוא ואילו ההכנסות מיצוא נשק מישראל הגיעו ל-7 מיליארד דולר (בשנת 2012). בסקטור ההיי-טק - בשנת 2013 בוצעו אקזיטים בסך 7.6 מיליארד דולר (נתוני PWC). תרומתם של המקורות הללו לישראל היא כמובן מבורכת, אך לכולם יחד יש תופעת לוואי - חיוק השקל הרבה מעבר למידותיו של השוק הישראלי. התופעה גוזרת מעיין "מס ייסוף המטבע" על חלק מהתעשיות מקומיות, ממנו נפגעות בעיקר החלשות ועתירות העבודה שבהן.

תופעת המטבע החזק, היא אחד מהגורמים למשברים הכלכליים הפוקדים מדינות בעולם, כגון מדינות דרום אירפה החברות בגוש היורו. המטבע שמתאים לכלכלת גרמניה החזקה פוגע בכושר התחרות של מדינות כמו יוון, איטליה, ספרד ופורטוגל. למשל, בשנת 2013 הגיע רמת האבטלה בספרד

ל-27% מכוח העבודה, לעומת 7% בגרמניה. החלשת המטבע המקומי לפיכך היא אינטרס ברור. במשק של האיחוד האירופאי, ארה"ב ויפן נחלש המטבע כתוצאה מהורדת שער הריבית ורכישות אג"ח ארוכות טווח על ידי הבנקים המרכזיים ("הרחבה כמותית") - מהלכים שנועדו להמריץ את הפעילות הכלכלית. במלחמת המטבעות משתתפות בדרכים שונות גם מדינות כמו סין (שער החליפין קשיח), דרום קוריא, הודו, ברזיל, שווייץ, צ'כיה ועוד. ככל שמלחמת המטבעות מתרחבת, כך פוחתת האפקטיביות שלה וגדלים הסיכונים הנובעים ממנה (אינפלציה, פגיעה בחסכוניות סולידיים ועוד). ברם, נראה שמדינה שאינה משתתפת במשחק - תינזק הרבה יותר.

עד היום פעלה ישראל למניעת מגמת ייסוף השקל בעיקר באמצעות רכישות מט"ח בשוק המקומי והורדת שער הריבית בידי בנק ישראל, מהלכים אלה נעשו בדרך כלל בפיגור אחרי מגמות השוק. אחד הבלמים על מהירות התגובה הישראלית בעבר היה חשש מהשפעות הורדת הריבית על עליית מחירים בשוק הדיור. השפעה זו צומצמת באמצעות מגבלות שהטיל בנק ישראל על נוטלי המשכנתאות, והיא אמורה להגיע לפתרונה רק באמצעות בניית יותר דירות חדשות. בלם נוסף הן עלויות אחזקת יתרות מט"ח בבנק ישראל (יותר מ-80 מיליארד דולר בסוף 2013). הפרש בין הריבית שבנק ישראל מקבל על היתרות במט"ח לבין הריבית שהוא משלם על ההלוואות השקליות שהוא לוקח כדי לממן את רכישת הדולרים. הורדת ריבית וניהול נכון של השקעת יתרות המט"ח עשויים להוריד את עלות אחזקתן ולאפשר מדיניות רכישות נחושה יותר.

קיימת הסכמה רחבה, כי שקל חזק הוא אחד הסיכונים המשמעותיים לצמיחה מהירה של כלכלת ישראל בשנה הקרובה. המאבק בכוחות השוק נראה כ"שחייה נגד הזרם", אולם מחירה של אי-עשייה עלול להיות גבוה יותר, ומוטב לפעול ככל הניתן עד שיחולו שינויים מעבר-לים, שיקלו על המגמה, כמו עליית ריבית בארה"ב ובאירופה.

מוטב לישראל לפעול בחזית אחידה (האוצר ובנק ישראל), בכמה מאמצים ותוך הפגנת

נחישות רבה מאשר בעבר (לפסיכולוגיה ולציפיות משמעות רבה בשוק הפיננסי). להן צעדים אפשריים:

- הגדלה משמעותית של רכישות מט"ח בשוק המקומי בשנת 2014, וניהול יעיל יותר של היתרות, כך שעלותם תפחת. כאמור, בניהול טוב אין גבול לכמות המט"ח שיכול בנק ישראל לרכוש.
- רכישות מט"ח בארץ לשם צמצום ההלוואות של הסקטור הממשלתי בחו"ל ונטילת הלוואות בשקלים במקומן.
- הורדה נוספת של הריבית בישראל, בכפוף למצב במשקי המערב והאינפלציה.
- בחינת ביטול פטור ממס על רווחים בהשקעות באגרות חוב, שניתן למשקיעים זרים (כהצעת הצעת בנק ישראל).
- הכנת תכנית מגירה, שבה יקבע גבול תחתון קשיח לשער החליפין של הדולר.
- ניהול סיכונים, כגון הסיכון לירידת רכישות של אגרות חוב ממשלתיות ישראליות, בחינת עלות תועלת של כול אחד מהצעדים לתוצאה הכוללת וכו'.