

מערכות של שערי חליפין - מעקב וייעוץ

סטנלי פישר*
בנק ישראל

ההחלטה החדשה על מעקב דו-צדדי (Decision on Bilateral Surveillance), שאימצה מועצת המנהלים של קרן המטבע הבין-לאומית ב-15 ביוני השנה, מציבה את מדיניות שער החליפין של המדינות החברות במרכז תהליך המעקב. בתיאור הקרן את ההחלטה החדשה וההבדלים בינה להחלטה של 1977, נאמר כי

- "ההחלטה החדשה מציגה תפיסה של יציבות חיצונית כעיקרון מארגן למעקב דו-צדדי", הכוונה ביציבות חיצונית היא למצב שבו מאזן התשלומים אינו גורם ולא סביר שיגרום, תנועות שיש בהן כדי לחולל זעזועים בשווקים;
- האיסור על עשיית מניפולציות בשערי חליפין בסעיף IV נוגע למדיניות שנועדה להשפיע על רמת שער החליפין "כדי למנוע התאמה של מאזן התשלומים בפועל, או כדי לרכוש יתרון תחרותי בלתי הוגן על פני מדינות חברות אחרות". מדינה תיחשב למי שעשתה מניפולציה בשער החליפין שלה כדי להשיג לעצמה יתרון תחרותי בלתי הוגן, אם קבעה הקרן כי אותה מדינה מנסה להגביר את הייצוא שלה על ידי קידום שער חליפין המוערך בחסר; וכן
- על המדינות החברות "להימנע ממדיניות שער חליפין שתוצאתה חוסר יציבות חיצונית, תהא אשר תהא מטרתה..."

קצת למעלה מחודש קודם לכן, דנה מועצת המנהלים בדוח של משרד ההערכה הבלתי תלוי (IEO), "הייעוץ של ה-IMF בעניין שערי חליפין". הדוח מציג דעה ביקורתית על העצות שהשיאה הקרן בשנים 1999-2005 לגבי משטרי שער חליפין, לרמת שער החליפין, ולפעילות שוקי המט"ח ולהתערבות בהם. על אף תוקפן של טענות הביקורת והלימותן ברבים מן המקרים, הן סובלות מהיעדר קונצנזוס מקצועי בשאלה מה צריכה להיות העצה הנכונה. דוח ההערכה של IEO מתחבט בסוגיה זו, אך אינו פותר אותה במידה מספקת; למשל, כאשר נאמר בו (עמ' 28):

* נגיד בנק ישראל. זוהי גרסה מקדמית להרצאה ע"ש מנדל-פלמינג, שתוצג בכנס הבין-לאומי השמיני למחקר ע"ש ז'אק פולאק בקרן המטבע הבין-לאומית, 14 בנובמבר 2007. אני מודה לתיירי טרסל, ציגדס אקין, מיטל גראם, פרחי מישרה, ואינצי אוטקר-רוב על הסיוע החיוני, ולמארק אלן, ג'ף פרנקל, מוריס גולדסטין, קן רוגוף ושקור שאלן על השיחות המועילות.

"...כמובן, בהעדר קונצנזוס אקדמי בנקודות רבות, בעיית גיבוש וקביעה של הנחיה תפעולית היא אתגר גדול יותר, אך החשיבות של פיקוח ההנהלה והמבנה הפנימי הנכון נעשית אז מכרעת עוד יותר."

באופן דומה, בפרק 5 של הדוח המציע "ממצאים והמלצות", נאמר (עמ' 37):
"68. כדי לשפר את הערכותיה באשר לרמת שער החליפין, על ה-IMF להתייצב בחזית לפיתוח המסגרת האנליטית הדרושה...
הקושי האמיתי בביצוע משימה זו אינו תירוץ להיעדר התקדמות נוספת." (כתב נטוי במקור)

בהרצאה זו, אנסה לקבץ כמה לקחים ושאלות בנוגע למערכות שערי חליפין, ואנסה לציין מה ידוע ומה לא ידוע אודותיהם. אציע גם הערות על בעיות במעקב של ה-IMF. אפתח את חלק 1 בחזרה על סוגיית הדו-קוטביות בשערי חליפין, אנסח שוב את ההשערה ואעדכן אותה לאור אירועי העשור הזה. אעלה את הטענה כי ההשקפה הדו-קוטבית נכונה ביסודה לגבי מדינות מתועשות ושווקים מתעוררים בעלי חשבונות הון פתוחים – מאפיין שזכר אצל Fischer (2001), אך ייתכן כי לא הובלט די צורכו. בחלק 2 אדון במשטרי חליפין ניידים מנוהלים ובהתערבות בשוק המט"ח במדינות בעלות חשבון הון פתוח. חלק 3 יוקדש לבחירת משטר שער חליפין במדינות שחשבון ההון שלהן אינו פתוח; ואסיים בהערות על המעקב ועצותיהם של ה-IMF.

1. ההשערה הדו-קוטבית

ההשערה הדו-קוטבית (bipolar hypothesis) אודות שערי חליפין ספגה ביקורת חריפה. לדוגמה, Jeffrey Frankel (2004) טוען כי אין היגיון אנליטי בטענה בדבר היעלמות משטר הביניים. הנימוק הרגיל הוא השילוש הבלתי אפשרי, אולם לטענת Frankel, מגוון של משטרי שער חליפין נייד מנוהל עולים בקנה אחד לגמרי עם השילוש הבלתי אפשרי – לפיו אפשר שיהיה מצב של יציבות למחצה ועצמאות למחצה.

במאמרי מ-2001 על הגישה הדו-קוטבית לשערי חליפין ניסיתי להבהיר את ההשערה הדו-קוטבית, ועל כן אצטט בהרחבה (Fischer, 2004, עמ' 229):

"...חסידיה של מה שמכונה היום הגישה הדו-קוטבית – ובהם אנוכי – ודאי הגזימו בטענתם, למען האפקט הדרמטי. הקביעה הנכונה היא כי במדינות הפתוחות לתנועות הון בין-לאומיות: (i) שער חליפין קבוע רך אינו בר קיימא לאורך זמן; אבל (ii) מגוון רחב של משטרי שער חליפין גמישים עודנו אפשרי; וכן (iii) יש לצפות כי המדיניות ברוב המדינות לא תהיה אדישה לתנועות בשער החליפין. לתאר זאת באופן גרפי: נעמיד את הסדרי שערי החליפין לאורך ציר שבקוטב האחד שלו משטרי שער חליפין קבוע קשיח, כגון איחודי מטבע, מועצות מטבע, ודולריזציה משמאל ובקוטב הנגדי שער חליפין נייד לחלוטין; כוונת ההשקפה הדו-קוטבית איננה לשלול את כל הטווח למעט שני הקטבים, אלא להטעים כי, קטע מסוים ממנו, מגוון של הסדרי שער חליפין קבוע רך – אינו בר קיימא.

...במדינות הפתוחות לתנועות הון בין-לאומיות, היא [ההשקפה הדו-קוטבית] כוללת כמשטרים בני קיימא הן משטרי שער חליפין קבוע קשיח והן מגוון של הסדרי שער חליפין נייד, לרבות שער חליפין נייד מנוהל. למדינות שעדיין אינן פתוחות לתנועות הון, היא כוללת את מלוא טווח הסדרי שער החליפין.

השאלה העולה עתה היא אפוא, אילו הסדרי שער חליפין ההשקפה הדו-קוטבית שוללת. התשובה היא: במדינות הפתוחות לתנועות הון בין-לאומיות, מערכות שער חליפין שבהן הממשלה נתפסת כמחויבת להגן על ערך מסוים של שער החליפין, או על טווח צר של שערי חליפין, אך לא קבעה את ההתחייבויות המוסדיות שגם מגבילות את המדיניות המוניטרית וגם מאפשרות להקדיש אותה אך ורק למטרה של הגנה על שיווי המשקל.

"...

במהלך שנות התשעים של המאה הקודמת, דומה היה כי מערכות שער חליפין הפכו לדו-קוטביות במובן המוגדר לעיל, כפי שניכר מהשוואת נתוני המדינות המפותחות והשווקים

המתעוררים¹ בין הנתונים לשנים 1991 ו-1999 בתרשים 1. תרשים 1 גם מראה מה קרה מאז בקבוצת המדינות המפותחות ובשווקים המתעוררים. בקיצור, התנועה לעבר דו-קוטביות, שניכרה בנתונים של 1991-1999 נמשכת, אף כי בקצב מואט. התמורות הגדולות בהתפלגות בין 1991 ל-1999 נבעו מהנהגת האירו ומן המשברים הפיננסיים בשווקים המתעוררים באותו עשור. בעשור הנוכחי לא אירע דבר בקנה מידה דומה, אף על פי שמספר המדינות באיחוד המוניטרי האירופי (EMU) מוסיף לגדול, אומנם בקצב איטי.

לתזכורת, הסיווג של מערכות שער החליפין שעלו מבוססים תרשים 1 ומאמרי הקודם הוא הסיווג שהפיק הצוות המקצועי של ה-IMF, המבוסס על הערכותיו בדבר הסדרי שער החליפין ששררו דה פקטו באותו הזמן.³ טבלה 1 מראה את הקטגוריות של משטרי שער חליפין, עם קבוצות הביניים, המורכבות מסוגים של משטרי שער חליפין קבוע אך לא קשיח ביותר, לרבות פחות זוחל ורצועות ניווד. הקטגוריה של שער חליפין נייוד מורכבת משער "נייד מנוהל" ומשער פחות מנוהל - "נייד עצמאי".

תרשים 2 מחלק את הקבוצה "מדינות מתקדמות ושווקים מתעוררים" לשני חלקים – מדינות מתקדמות (תרשים א2) ושווקים מתעוררים (תרשים ב2). בקרב 25 המדינות המתקדמות הדו-קוטביות כמעט מלאה, ורק דנמרק, ההולכת בעקבות המדיניות המוניטרית של EMU, נמצאת בקטגוריית הביניים. מקרב 39 השווקים המתעוררים, מספר ניכר נותר עדיין בקטגוריית הביניים. טבלאות א2 ו-ב2 מציגות את המדינות המתקדמות והשווקים המתעוררים לצד משטרי שער החליפין שלהם. שימו לב שקטגוריית הביניים לשווקים המתעוררים כוללת חמש מדינות המצויות בתהליך של הצטרפות ל-EMU, כך שיש לשער כי המעבר של מדינות בסיווג זה לדו-קוטביות ימשך בשנים הקרובות.

דומה אפוא כי ההשקפה הדו-קוטבית תואמת ברמה הכללית את ההתפתחויות האחרונות במשטרי שער החליפין בקבוצת המדינות המתקדמות ובשווקים המתעוררים. אולם עליו להדגיש שתי הסתייגויות: ראשית, השערת הדו-קוטביות נוגעת למדינות הפתוחות לתנועות הון בין-לאומיות, ומשום כך הנתונים בתרשימים 1 ו-2 מתייחסים לקבוצת המדינות המתקדמות ולשווקים המתעוררים – אף שיש להניח כי חלק מן המדינות הנמנות כ"שווקים מתעוררים"

¹ אני משתמש בקטגוריה "מדינות מפותחות ושווקים מתעוררים" כקטגוריה מקורבת עבור מדינות שחשבו הון שלהן פתוח, אם כי למעשה הדבר אינו נכון לכל המדינות המוגדרות כשווקים מתעוררים (ראה טבלה 2), בהן סין.

² הנתונים במאמר זה שונים במידה מסוימת מאלו המופיעים ב-Fischer (2001), מפני שבמאמר הקודם, משטרי שער החליפין לכל שנה התייחסו למדינות שהיו חברות בקרן באותה שנה ספציפית, ואילו במאמר הנוכחי, נתונה של כל שנה הם עבור מדינות שהיו חברות בקרן בשנת 2006.

³ הגישה תוארה על ידי Bubula and Otker-Robe (2002). ראה גם IMF (2003). בזמן כתיבת מאמר זה, הצוות המקצועי של IMF מכין סיווג חדש של משטרי שער חליפין שיעשו שימוש רב יותר במידע כמותי על התנהגויות שערי חליפין ורזרבות מט"ח, במקום המידע האיכותני שעלו התבסס הסיווג הנוכחי של משטרי שער החליפין דה פקטו. הסיווג החדש ישנה את הטיפול באיחודי מטבע, וכך לדוגמה, מדינות EMU יסווגו כבעלות משטר שער חליפין "נייד עצמאי". בנוסף, תתווסף קטגוריה חדשה של שער חליפין "נייד המנוהל באופן הדוק". הסיווג דה פקטו החדש, עם זאת, לא יהיה רטרואקטיבי, כך שיהיה שינוי בסדרה ב-2007. ברור כי עבור מדינה החברה ב-EMU, שער החליפין של המטבע שבו היא משתמשת הנו נייוד עצמאי. אולם ברור עוד, כי עבור כל החברות ב-EMU או כמעט כולן, שער החליפין של המטבע שבהן הם משתמשים קבוע לחלוטין כנגד מטבעות המדינות המספקות את החלק הארי של המסחר עמן. מרומזת כאן אפוא מילת אזהרה אודות הסיווג המחודש של משטרי המטבע במדינות אלה.

מקיימות בקרות הון משמעותיות. שנית, קבוצת שער החליפין ה"נייד" אינה מורכבת רק ממשטרי שער חליפין נייד לחלוטין או כמעט לחלוטין; היא כוללת גם משטרים של שער חליפין נייד מנוהל: בשווקים המתעוררים וגם בקטגוריה "אחר", בקרב מדינות המקיימות משטר של שער חליפין נייד, אלו משטר שער החליפין שלהן "מנוהל" רבות מאלה שמשטרן "עצמאי". יתר על כן, אפילו בקרב השווקים המתעוררים בעלי שער חליפין נייד "עצמאי" ישנן כמה מדינות הנוהגות להתערב בשוק המט"ח בתדירות גבוהה ובאופן משמעותי.

הקושי המוכר היטב בסיווג מערכות שער חליפין הוביל לכתיבת ספרות נרחבת, בין השאר מאמרים של Frankel, (2004) Reinhart and Rogoff, (2000) Levy-Yeyati and Sturzenegger, (2004) Eichengreen and Razo-Garcia⁴, (2006) Tavlas, Dellas and Stockman, (2006) Reinhart and Rogoff⁵, כיצד לסווג מדינות שמדיניותן נראית שונה מזו שעליה הן (או מישהו אחר) מצהירות. לדוגמה, כיצד יש לסווג מדינות המצהירות כי הן בעלות שער חליפין קבוע, אך בפועל הן משנות את שער החליפין הקבוע לעתים תכופות? או, במקרה של הקטגוריה המכונה "נפילה חופשית" בפי Reinhart and Rogoff, כיצד ניתן לסווג שערי חליפין גמישים, שהסיבה היחידה לגמישותם היא שהאינפלציה הגבוהה מאוד אינה מותירה להם ברירה אלא להיות גמישים? והחשוב ביותר מנקודת המבט של מאמר זה: כיצד ניתן לסווג משטרים של שער חליפין המנוהל במידה ניכרת, שהם גמישים בעיקרם, אך הרשויות מתערבות בהם באופן תדיר ובולט?⁵

למרות חשיבותו של דיון זה, סבורני כי השאלה העיקרית היא האם הרשויות מחויבות להגן על שער חליפין ספציפי או על טווח צר של שערי חליפין, מפני שמשטרים הנוהגים כך הם חסרי יציבות, שכן חשבון ההון בהם פתוח. בנוסף, אף שיש מדינות ששער החליפין של מטבעותיהן מתנייד בחופשיות, כפי שצוין בציטוט ממאמרי מ-2001 לעיל, אינני רואה בהתערבות כשלעצמה דבר שאינו עולה בקנה אחד עם שער חליפין המוגדר כגמיש.

הנתונים שהוצגו עד כה מתקשרים לטענה שלפיה ככל שמדינות מתקדמות יותר ופחות יותר את חשבון ההון שלהן, הן נוטות גם לעזוב את דרך הביניים של שער חליפין קבוע רך, ולנוע לכיוון של משטר שער חליפין קבוע קשיח או נייד (לרבות נייד מנוהל).⁶ דרך נוספת לבחון טענה זו היא להתמקד בקשרים האמפיריים בין בחירת משטר שער חליפין על ידי מדינות ובין היקף בקרות ההון שלהן. ה-IMF בנתה מדד של בקרות הון, שהשנה האחרונה בו היא 2005.⁷ מדד זה זמין עבור 90 בלבד מבין 186 המדינות שנתוני שער החליפין שלהן עומדים לרשותנו.

⁴ Frankel (2004) מציין כי: "שיבוץ מדינות אמיתיות לתוך... קטגוריות קשה הרבה יותר משעושי להעלות על דעתו מי שלא ניסה זאת מעולם".

⁵ מנקודת המבט של מאמר זה, עליי להוסיף כי קיבוץ מדינות לקטגוריות "מתקדמות", "שווקים מתעוררים" ו"אחר" גם הוא אינו מובן מאליו מלכתחילה.

⁶ אף שזוהי אמירה עובדתית, אני גם מאמין – מסיבות שאותן אסביר בהמשך – שמדינות צריכות להתרחק מהמרכז הרך כאשר הן מסלקות את בקרות ההון.

⁷ נתוני בקרות ההון לקוחים ממסד הנתונים AREAER.

חושבה רגרסיית probit של משטר שער החליפין (קוד 1 למשטר ביניים, 0 לכל היתר) על היקף בקרות ההון, מדד הנע בין אפס לאחת (לדוגמה, יפן ואנגליה הן אפס, ארה"ב היא 0.2, והודו 0.95). הקשר הנאמד היה חיובי אך חלש,⁸ ורמת המובהקות עמדה על 15% בלבד. בבדיקה נוספת של הנתונים, דומה כי עלול להיווצר הטיה כלפי המדינות שנתוני בקרות ההון שלהן מצויים. מקרב המדינות המתקדמות מדד בקרות ההון זמין עבור 23 מתוך 25 מדינות; מקרב השווקים המתעוררים, משתנה בקרות ההון זמין לגבי 32 מתוך 39 מדינות; ובקטגוריה "אחר" (שנתונה מוצגים בטבלה 3 להלן) נתוני בקרות ההון זמינים לגבי 35 בלבד מתוך 118 מדינות. סביר בהחלט כי היקפן של בקרות ההון בקרב המדינות בקבוצה "אחר", שלגביהן מדד בקרות ההון אינו זמין, גדול במובהק מאשר בקבוצות המדינות המתקדמות ובשווקים המתעוררים. גם שכיחותם של משטרי ביניים גבוהה יותר בקבוצה "אחר" (47.5% לעומת 4% במדינות מתקדמות ו-35.9% בשווקים מתעוררים).

בשלב זה ברצוני להעיר שתי הערות על "השילוש הבלתי אפשרי", בהקשר לטענתו של Jeff Frankel לפיה קיימת אפשרות שהמדיניות המוניטרית תהיה יציבה למחצה ועצמאית למחצה. בראש ובראשונה, אף שהשילוש הבלתי אפשרי מבוטא על פי רוב במונחים של מדיניות מוניטרית עצמאית, מוטב לבטאו ביתר דיוק במונחים של מדיניות מקרו-כלכלית עצמאית, מפני שכאשר מופעלים על מטבע לחצים רציניים, בדרך כלל, כדי לשמר את שער החליפין יש להתאים הן את המדיניות המוניטרית והן את הפיסקלית. ראינו זאת, לדוגמה, בעת התמוטטות שער החליפין הקבוע של המטבע הארגנטינאי.

שנית, מדיניות מוניטרית "עצמאית", בהקשר זה, היא כזאת המכוונת ליעד שאיננו שער החליפין. במדינות רבות שוויתרו על הצמדת שער החליפין, המדיניות המוניטרית משתנה לכיוון של משטר יעדי אינפלציה, והלכה למעשה, מדובר בדרך כלל ביעדי אינפלציה גמישים. במדינות אחרות, המדיניות המוניטרית מכוונת אל טווח של יעדים, בהם אינפלציה וצמיחה, ולעתים גם שער החליפין הריאלי, עם תחלופות ביניהם הנקבעות על ידי מעצבי המדיניות. מרגע שהוגדרו מטרתיה, המדיניות המוניטרית, כבר אינה בלתי תלויה בגורמים המניעים את המשתנים הכלכליים שאת יעדיהם היא קובעת. לדוגמה, בעת קביעת ריבית הבנק המרכזי, צריך בנק ישראל, הפועל להשגת יעד אינפלציה, להתחשב בשינויים בשיעורי הריבית הבין-לאומיים, המשפיעים על שער החליפין ובאמצעותו - על שיעור האינפלציה.

על כן, בפועל, על ידי ויתור על הצמדת שער החליפין ומעבר למשטר של יעדי אינפלציה, בנק מרכזי אינו מרוויח עצמאות מוניטרית במובן זה שהמדיניות המוניטרית איננה תלויה עוד במדיניותן המוניטרית של מדינות אחרות – ובאופן כללי יותר, בהתפתחויות הכלכליות בהן. אלא, הוא עובר מקביעת יעד עבור משתנה כלכלי אחד – שער החליפין – לאחר, הוא שיעור האינפלציה, ושניהם תלויים, בדרגות שונות, בהתפתחויות הכלכליות מחוץ ומבית. המשמעות היא, שמדינה

⁸ המקדם על משתנה בקרות ההון הוא 0.20, ומכאן שגידול של נקודה אחת במשתנה בקרות ההון – הנע בין אפס לאחד – מעלה את ההסתברות שמשטר שער החליפין יהיה משטר ביניים ב-20 אחוז בלבד.

אכן יכולה להיות בעלת יציבות-למחצה ועצמאות-למחצה במדיניותה המוניטרית [של שער החליפין].

מדוע אפוא ההמלצה הכללית למדינות היא שלא לקבע את שער החליפין בטווח צר, אם הן פתוחות לתנועות הון? הסיבה העיקרית היא, שמשטרים כאלה מועדים למשברים, בין השאר משום שהדינמיקה של מדיניותם חסרת יציבות: מוכרת לנו התסמונת שבה כאשר מופעלים לחצים על שער החליפין, המדינה אינה רואה צורך בשינוי, ואילו כשאין מופעלים עליו לחצים, המדינה מסתייגת משינוי כי לא ברור מהי מידת השינוי הנדרש כדי להצמידו מחדש, או לאיזו רמה הוא יגיע אם יאפשרו לו למצוא את רמתו בעצמו. יתרה מזאת, כפי שצינו Rogoff *et al.* (2003), במדינות מתקדמות "משטר של שער חליפין נייד לחלוטין מביא לצמיחה מהירה יותר מאשר משטרים אחרים, בלי להביא לאינפלציה גבוהה".

2. שער חליפין נייד מנוהל

בקבוצת שער החליפין הנייד שבשווקים המתעוררים ובמדינות "אחרות", המדינות בעלות שער חליפין נייד רבות כאמור, מבעלות שער חליפין נייד עצמאי. מעטות הן אפוא המדינות (אם יש כאלה), האדישות להתנהגות שער החליפין. עבור מדינה בעלת משטר של יעדי אינפלציה קשיחים, התנהגות שער החליפין חשובה, אולם רק במידת השפעתה על האינפלציה. במדינות אחרות שער החליפין הנומינלי עשוי להיות חשוב, מפני ששינויים בריבית הנומינלית מובילים גם לשינויים (חלקיים או מלאים זמנית) בשער החליפין הריאלי, ודרכו - לשינויים ביצוא נטו, שניהם יעדי מדיניות.

ניתן להשתמש בשיעור הריבית ו/או במדיניות הפיסקלית כדי לנסות ולהשפיע על שער החליפין; לדוגמה, בבנק מרכזי שגם קובע יעדים לשער החליפין יכול כלל טיילור לכלול ביטוי נוסף, שבו שיעור הריבית מגיב על סטיות בשער החליפין הריאלי מרמת היעד שלו. סביר שהשפעות המדיניות המוניטרית על שער החליפין הריאלי יהיו זמניות, אולם הן עשויות להימשך די זמן כדי שתהיה להן השפעה חולפת על היצוא והיבוא. ביסוד הדברים, אפשר ליישם שינויים במדיניות הפיסקלית כדי להשפיע על שיעור הריבית הריאלי לתקופה ממושכת יותר: באמצעות הידוק המדיניות הפיסקלית והגדלת החיסכון הלאומי, יכולה הממשלה לצפות להיווצרות פחות ריאלי וכך לגידול של היצוא נטו.

כמובן, ישנה גם האפשרות של התערבות בשוק המט"ח, שאפשר לראות בה מכשיר מדיניות נוסף המשמש לטיפול ביעד מדיניות נוסף.⁹ מדינות מסוימות, כמו ארה"ב, צ'ילה וישראל, ולאחרונה גם יפן – וכן ה-ECB – אינן מתערבות בשוקי המט"ח, או שהתערבותן נדירה ביותר. אפילו בנקים מרכזיים אלה לא ויתרו לחלוטין על התערבות; הם שומרים לעצמם את הזכות להתערב במקרה שנפרע הסדר בתנאי השוק, במצבים קיצוניים או במצבי חירום. אילו התכוונו

⁹ עבודות מוקדמות בנושא של יעדים ומכשירים הצביעו על הצורך להשתמש במספר מכשירים כמספר היעדים. בנסיבות של חוסר ודאות, מכשיר נוסף יכול להצמיח תועלת אף ללא היעד הנוסף.

לא להתערב לעולם, יש לשער כי היו נמנעים מהחזקת עתודות מט"ח.¹⁰ בישראל לא התערבנו מאז 1997, וצ'ילה לא התערבה מאז 1998. ניו-זילנד לא התערבה משנת 1985, אבל עשתה זאת ב-2007.

מדיניות של אי התערבות היא אפוא נדירה בשווקים מתעוררים, אפילו בבעלי שערי חליפין גמישים. מבין המדינות הנזכרות כבעלות שערי חליפין גמישים בטבלה 2, יפן, רוסיה, קוריאה והודו צברו כל אחת עתודות מט"ח של למעלה ממאה מיליארד דולרים מתחילת 2001 (544, 263, 136, 125 מיליארדי דולרים בהתאמה). מובן כי מספרים אלה מחווירים בהשוואה לסכום של למעלה מטריליון דולר שצברה סין במהלך אותה תקופה. מדיניות עשויות להתערב במטרה להגדיל את עתודות המט"ח שלהן, כפי שעשו רבות מהן, אחרי משברי שנות התשעים של המאה העשרים. אולם ברור וידוע כי החלק הארי של צבירת עתודות בשנים האחרונות הוא תוצאה של הרצון למנוע ייסוף בשערי החליפין.

Ishii *et al.* (2006) מזהים ארבע נסיבות שבהן מדינות מתערבות בשוק המט"ח:¹¹ (i) כדי לתקן חוסר התאמה או לייצב את שער החליפין ברמה שנקבעה מראש; במילים אחרות - לנסות לקבוע את שער החליפין ברמה רצויה, למשל רמה המעודדת יצוא; (ii) כדי להרגיע שווקים סוערים; (iii) כדי לצבור עתודות; וכן (iv) כדי לספק מט"ח לשוק – זאת כשממשלה מקבלת סכומי מט"ח גדולים (לדוגמה, באמצעות תשלומי תמלוגים על כריית מינרלים) ונושא זה לא יידון בהמשך.¹²

באשר ל-(ii), ייצוב שווקים סוערים: במצב קיצוני ייתכן שהבנק המרכזי יאלץ להתערב כדי לייצב שוק סוער, אולם הוא יהיה מודע לכך שככל שהתערבותו תכופה יותר ונעשית ביתר קלות, כן הוא יעכב יותר את התפתחותו של שוק עמוק ויצבי, המאפשר לגדר כנגד שינויים בשער החליפין בלי להסתמך על התערבות ממשלתית.¹³ באשר ל-(iii), צבירת עתודות: השאלה היא מהי הדרך הטובה ביותר לעשות זאת. מדינות השתמשו במגוון גישות, ביניהן קניית סכומים מוצהרים מראש של מטבע זר בשיעור קבוע למשך מספר חודשים. בנקים מרכזיים אחרים הוסיפו עתודות על בסיס אופורטוניסטי.

¹⁰ לפני מספר שנים, שקל הבנק המרכזי של ניו-זילנד אם עליו להפסיק להחזיק עתודות. מהלך זה היה שולח מסר חזק שאין בכוונת הבנק להתערב, אם כי המסר לא משכנע לחלוטין שכן אפשר לממן התערבות גם על ידי הלוואות.

¹¹ Ishii *et al.* (2006) מביאים חומר על מנגנון הפעולה של התערבות בשוק המט"ח, שניתן לראות בו מענה חלקי לחששות ה-IEO כי הצוות המקצועי של הקרן אינו כשיר לתת עצה מעשית בנוגע להתערבות ולסוגיות מעשיות אחרות בתחום שערי החליפין, ובכלל זה כיצד יש לפתח את תשתית השוק הדרושה. מכל מקום, כלל אין זה מובן מאליו שאנשי הצוות המקצועי צריכים להיות מומחים בפרטים הקטנים של התערבות בשוקי המט"ח, שאופייה תלוי במידה רבה בכל מדינה ובכל מוסד. קרוב לוודאי כי מוטב שבתחום זה, תסייע הקרן לבנק המרכזי של המדינה להשיג סיוע טכני מבנק מרכזי שנמצא או היה בעבר במצב דומה. גישה זו נוסתה בתכנית האינדונזית ב-1997, אולם שם התברר כי הכוחות המניעים את שער החליפין היו חזקים מכדי שהתערבות לבדה, מתוחכמת ככל שתהיה, תוכל לערערם.

¹² נמנעתי משימוש במונח של Calvo-Reinhart "חשש מניוד", והעדפתי תחת זאת לנסות להסביר מדוע פעמים רבות מדינות מתערבות.

¹³ Ishii *et al.* (2006) מתארים את גישת הרשויות במקסיקו, הכרוכה במכירת אופציות למכירת מט"ח אם שער החליפין יורד לרמה מוגדרת מראש. ייתכן כי גישה זו עודדה את פיתוחם של מכשירי גידור על ידי המגזר הפרטי.

חשיבותו של מקרה (i) היא המשמעותית ביותר מבחינת ההחלטה החדשה למעקב דו-צדדי, משום שמקרה זה קשור למניפולציה בשער החליפין. מדוע התערבות כזאת עשויה להצליח? כאן המחברים מזהים שלושה ערוצים: (i) ערוץ האיתות – שבו האיתות באשר למדיניות המוניטרית העתידית, או באופן כללי יותר באשר להעדפת הרשויות לגבי טווח הערכים הרצוי של שער החליפין; (ii) ערוץ הרכב תיק הנכסים – שבו הבנק המרכזי הוא שחקן גדול דיו בשוק המט"ח כדי להשפיע על שער החליפין; (iii) ערוץ המיקרו-מבנה – שבו יש לבנק המרכזי די מידע על פעולת השוק ועל הכוחות הפעילים בו כדי שיהיה מסוגל להתערב בדרכים ספציפיות או בזמן ספציפי באופן שיאפשר לו להזיז את שער החליפין.

על רקע תנועות הון משמעותיות, לא סביר שערוצים אלה יוכלו להשפיע על שער החליפין למשך זמן רב ללא תמיכתה של מדיניות מקרו-כלכלית תואמת. משום כך כה קשה לגלות, במדינות מתועשות גדולות, מה הן השפעותיה העיקריות של ההתערבות כשלעצמה על שערי החליפין. אולם, במקום שתנועות ההון מבוקרות או שהמדינה לא השתלבה עדיין לעומק בשוקי ההון הגלובליים, וכל עוד קובעי המדיניות מוכנים להתערב בקנה מידה גדול דיו, עשוי ערוץ הרכב תיק הנכסים לפעול ולאפשר למדינה להשפיע השפעה מתמשכת על שער החליפין, כפי שהומחש במקרה הסיני ובמקרה הרוסי.

התערבויות אינן נטולות מחיר. אם אין מעקרים אותן, סביר שתהיה להן השפעה אינפלציונית, וככל שהן גדולות יותר כך קשה לעקור. אם שיעורי הריבית המקומית גבוהים משיעורי הריבית הבין-לאומיים, עיקור מוניטרי יהיה יקר מבחינת הבנק המרכזי; ואם בכל מקרה שער החליפין יפוחת בסופו של דבר כנגד המטבע שבו מוחזקות העתודות, קיימת האפשרות שייגרמו הפסדי הון גדולים על העתודות באותו חשבון. עם זאת, אין ספק שיש מדינות אשר לדין הצמיחה, יחד עם השפעותיהן של פעולות כאלה לעידוד היצוא – שוות את המחיר, שכן בעיות המחיר מובנות היטב לאותן מדינות הצוברות עתודות בקנה מידה מסיבי.

במקרים שבהם ההכנסות מיצוא נצברות לטובת הממשלה, ניתן לעקר אותן על ידי השקעתן מעבר לים באמצעות קרן עיקור. אפשר גם לעקר אותן באמצעות עודף פיסקלי גדול, וצבירת קרן ייצוב, שגם היא יכולה להשקיע מחוץ למדינה. רוסיה משתמשת בהתערבות בשוק המט"ח ובמדיניות פיסקלית בדרך של צבירת קרן ייצוב, אך למרות זאת משלמת מחיר על העיקור במונחים של אינפלציה גבוהה מהרמה הרצויה.

מדוע, אף על פי שלבנקים מרכזיים מסוימים יש סיבות כה רבות להתערב בשוקי המט"ח, בנקים מרכזיים אחרים משתדלים בכל מאודם להימנע מהתערבות? במקרה של ישראל, שבה אין בקרות הון במהות, מדיניות אי ההתערבות מבוססת על ההשקפה כי אין זה סביר שהשפעת ההתערבות על שער החליפין תימשך לאורך זמן, וכי החלטות המדיניות המוניטריות חשובות יותר. יתרה מזאת, אנו מאמינים כי שוק המט"ח פועל בצורה טובה יותר כאשר המשתתפים בו אינם

מצפים מהבנק המרכזי להתערב אלא בנסיבות קיצוניות, כך שבהחלטותיהם עליהם להתמקד בכוחות הבסיסיים הקובעים את שער החליפין.

התמסורת משער החליפין למחירים בישראל היא גדולה ומהירה – קרוב ל-0.3 במהלך רביע – ותנועות בשער החליפין מובאות אפוא בחשבון בעת חיזוי האינפלציה וחיזוי השפעת החלטות ריבית על המחירים. עם זאת, הקשר הזה לא הניע אותנו לרצות להתערב בשוק המט"ח, החלטה שאנו מאמינים - בלשון ה-IMF – כי שירתה את המשק היטב.

3. מדינות אחרות

נפנה כעת למדינות שאינן מוגדרות כמדינות מפותחות או כשווקים מתעוררים. תרשים 3 מראה כי התפתחות משטרי שע"ח בין 1991 ל-1999 עלתה בקנה אחד עם ההשערה הדו-קוטבית, ולא כן מאז 1999. כללו של דבר, ראינו מעבר ממשטר שער חליפין נייד למשטרי ביניים.

תמורות משמעותיות התחוללו במשטרי שער החליפין המוצגים בתרשים 3. חמש-עשרה מדינות עברו ממשטר נייד למשטר ביניים ושש עברו ממשטר ביניים לנייד. אל סלבדור עברה ממשטר ביניים לדולריזציה. טבלה 3 מציגה את המדינות בקבוצה זו לצד משטרי שער החליפין שלהן; כוכבית מצביעה על שינוי במשטר שער החליפין (כולל שינויים בין תת-קטגוריות בתוך שלוש הקטגוריות הראשיות) משנת 1999 ל-2006, והמספרים שלצד מופיעה כוכבית בסוגריים מציינים את מספר המדינות בכל אחת משבע הקטגוריות בטבלה, שלא היו בקטגוריה זו בשנת 1999.

הספרות הכלכלית עדיין לא גיבשה עמדה ברורה בשאלה מהי מערכת שער החליפין שמדינות מתפתחות צריכות לאמץ לעצמן. Frankel (1999 ו-2004) ו- *Mussa et al.* (2000) מדגישים כי "אין משטר מטבע יחיד המתאים לכל המדינות או לכל התקופות". ובכל זאת, *Rogoff et al.* (2003) מסכמים את סקירת העדויות להשפעת משטר שער החליפין על ביצועיהן הכלכליים של מדינות מתפתחות במילים אלה: "דומה כי משטרים קשיחים יחסית – שער חליפין קבוע והסדרי ביניים גמישים – שיפרו את אמינותה של המדיניות, ובדרך זו סייעו להשיג אינפלציה נמוכה יותר בעלות נמוכה יותר בעליל במונחים של אובדן צמיחה, תנודתיות גבוהה יותר בצמיחה, או משברים תכופים יותר".

Mussa et al. (2000) מספקים רשימת גורמים שבגינם על מדינה להעדיף שער חליפין קבוע: (i) ניידות הון נמוכה; (ii) היקף מסחר גדול עם המדינה שאליה היא מצמידה את שער החליפין שלה; (iii) הזעזועים שבפניהם היא ניצבת דומים לזעזועים המשפיעים על המדינה שאליה היא מצמידה את המטבע שלה; (iv) היא כבר נסמכת במידה ניכרת על המטבע של

שותפתה למסחר ; (v) מדיניותה הפיסקלית גמישה ובת קיימא ; (vi) שוקי העבודה גמישים ; (vii) יש לה עתודות מט"ח גבוהות.

במילים אחרות: כדי לשמור על שער חליפין קבוע, על כלכלה מתפתחת להציג ביצועים טובים וגמישות ולשמור על אינפלציה נמוכה. אחרת מומלץ לאמץ משטר של שער חליפין נייד, ובדרך זו לאפשר לשער החליפין לפעול כבולם זעזועים נוסף. מובן כי הדרישות שמונים *Mussa et al.* הן גם אלה אשר, יחד עם מערכת פיננסית חזקה, עשויות לאפשר למדינה לשמור בהצלחה על מערכת שער חליפין גמישה. *Mussa et al.* מציינים עוד כי ככל שמדינות מתפתחות רוכשות יותר תחום פיננסי ומשתלבות יותר בשווקים הגלובליים, עליהן לשקול משטרי שער חליפין גמישים יותר.

מכאן ועד למדריך מפורט או לנוסחה המורה לכל מדינה איזה שער חליפין עליה להנהיג, המרחק רב. אין להתפלא על כך, שכן אין דרך להגדיר מהי מערכת שער החליפין המתאימה למדינה ללא ניתוח מדוקדק של נסיבותיה – ואין ספק שבין נסיבותיה נכללת ההיסטוריה שלה. "אם אין זה שבור, אל תתקן זאת" – אלא אם כן סביר שיישבר בקרוב או מוחזק יחד רק בעזרת אמצעים מעוותים-כלכלית או יקרים - היא עצה טובה גם בתחום הזה.

ההנחה הכללית היא אפוא, שככל שמדינות נעשות מפותחות יותר, עליהן לנוע לעבר גמישות רבה יותר בשער החליפין – אלא אם כן יש להן סיבות טובות להקשיח את השער.

4. מעקב ועצות לגבי שער החליפין

נשוב עתה להחלטה החדשה בדבר מעקב דו-צדדי. הציטוטים בפתח מאמר זה מעלים שתי שאלות. ראשית, דומה כי יש מתח בין ההתמקדות במצב מאזן תשלומים שאינו בר קיימא ובין מניפולציות בשער החליפין, מתח המתקשר להערכת חסר של שער החליפין. מבחינת השאלה אילו סוגי מצבים יכולים לגרום לתנועות משבשות של שער החליפין, מטבע המצוי בהערכת יתר, או גירעון במאזן תשלומים בגודל שאינו בר קיימא, יכולים לגרום לתנועות מהירות בשער החליפין. אחת הדוגמאות היא הגירעון בחשבון השוטף של ארצות הברית בשנים האחרונות. לא נעשתה מניפולציה בשער החליפין, ועם זאת על פי רוב המדדים, הייתה הערכת יתר של המטבע. ייתכן שהיה ניתן לקזז את הערכת היתר – אף כי לא במלואה - כל עוד מדינות אחרות ממשיכות להצמיד את מטבעותיהן לדולר, באמצעות מדיניות פיסקלית, ובדרך זו להפחית את האיום הבסיסי על יציבות מערכת שער החליפין הגלובלית. זה מביא אותנו לשאלה הבאה: מדוע ההחלטה קשורה ל"מדיניות שער חליפין שתוצאתה חוסר יציבות חיצונית, תהא אשר תהא מטרתה..." (הקו התחתי לא במקור) במקום ל"מדיניות שתוצאתה חוסר יציבות חיצונית, תהא אשר תהא מטרתה"?

ההימנעות משימוש במדיניות פיסקלית כדי להתמודד עם גירעון במאזן השוטף שלא ניתן לקיימו לאורך זמן ראויה לביקורת של הצוות המקצועי ומועצת המנהלים; לאותה ביקורת ראויה מדיניות – כגון התערבות מתמשכת – שמטרתה מניפולציה בשער החליפין כדי להגדיל את היצוא נטו. מותר לשער כי הדגש על מדיניות שער חליפין בא להתמודד עם הקושי, הנובע מהצמדת מטבעותיהן של מדינות אחרות לדולר, דבר המנטרל חלק ניכר ממנגנון ההתאמה הרגיל, שכן – החלטת ההצמדה איננה של ארה"ב. אפשר להבין זאת, אך הדבר לא היה צריך להוביל למה שנראה כהתמקדות צרה מדי במדיניות שער חליפין במקום במדיניות כלכלית כוללת.

כאיש הבנק המרכזי במשק קטן, מוטרד אני גם מכך שהחלטה החדשה מתמקדת, אולי באופן צר מדי, ביציבות חיצונית. עבור מדינות רבות, דוח סעיף IV הוא ההערכה היסודית והמקצועית ביותר של כלכלת מדינה ושל מדיניותה הכלכלית. לפיכך, הוא מספק שירות רב-ערך לחברות הקטנות יותר בקרן. אני מקווה שהחלטה החדשה לא תצמצם במידה משמעותית את הנושאים ואת העומק של דוחות סעיף IV עבור אותן מדינות.

ביקורת רבה נמתחה על הקרן על שלא גינתה ביתר חריפות את הרשויות בסין על מדיניות שער החליפין שלהן ועל העודף האדיר והמתעצם בחשבונן השוטף. יש כאן שתי שאלות המחייבות מענה. ראשית, מדוע הסינים נוקטים קווי מדיניות אלה? התשובה היא, שהערכת חסר של המטבע ואסטרטגיה של קידום היצוא הוכיחה את עצמה כאסטרטגיית צמיחה מוצלחת מאוד, לא רק בסין אלא גם במדינות אחרות. המדיניות הזאת עובדת, ובאופן מרשים ביותר, במקרה של סין.

שנית, מדוע להפצרות וללחצים של העולם – דו-צדדיים מארה"ב, בפגישות אירופה-סין, ודרך המעקב של הקרן – לייסף את המטבע הסיני, לא הייתה השפעה משמעותית על המדיניות הסינית? יש לשער כי מאותה הסיבה שהמדיניות הנוכחית עובדת באופן מרשים, עבור סין.

הניתוח המקובל של העלויות והסכנות לסין ולכלכלה העולמית עקב שיעור צבירת העתודות המסיבי הוא נכון. אם כך, מה צריכה הקרן – שהצטיידה זה עתה בהחלטה חדשה למעקב – לעשות בניתוח שלה? Mussa (2007) טוען כי הנהלת הקרן הייתה צריכה לנקוט עמדה קשוחה יותר, ומזכיר את "האפשרות של גינוי רשמי למדיניותה של מדינה על ידי מועצת המנהלים, כמוצא אחרון לאותם מקרים נדירים ומצערם שכל המאמצים הנמרצים אך הפחות קיצוניים לשכנוע – כשלו".

אין ספק שעל הצוות המקצועי של הקרן להכריז על חוות דעתו המקצועית בצורה ברורה שאינה משתמעת לשתי פנים בכל דוחות המעקב. אין גם ספק שבקשרים עם רשויות מדינה, על הצוות להסביר את שיפוטיו המקצועיים ולתת את עצותיו אפילו בכנות רבה יותר משניתן לעשות בדוחות כתובים. אני בטוח שכיום, כמו בעבר, מתנהלים דיונים כנים מאוד אך חסויים, בכל הדרגים, עם הרשויות של מדינות שונות אודות שינויי מדיניות מסוגים שונים. אני גם מאמין

שלדיונים אלה יש השפעה. אך, כמובן, יכולתה של הקרן להשפיע על מדיניותה של מדינה חברה רבה יותר בהקשר של תוכנית מאשר בהקשר של התייעצויות.

אחד היועצים שלי שאל אותי: "למי אתה מקשיב, לידידיך או לאויביך?" התשובה היא שקל יותר לקבל עצה מידידים שאתה מאמין כי הם תומכים במטרותיך. אך חובתך גם להאזין לאויביך – לפעמים הם צודקים. לפיכך, על הקרן לעבוד קשה מאוד כדי לרכוש את אמונן של המדינות החברות בה – דבר שארגון שיתופי צריך לעשות בכל מקרה; עליה להצהיר על עמדותיה במפורש כל הזמן, לתבוע שינויי מדיניות החשובים בעיניה דרך כל ערוץ אפקטיבי, ואילו את ההחלטה לפתוח בעימות גלוי עם מדינה חברה, יש לשמור למקרים נדירים מאוד.

עוד מילה אחרונה – או למעשה שני סיפורים אחרונים – אודות עצות. התרשמתי מאוד מן הדגש ששמה ה-IEO על תגובותיה של מדינה לשאלות על איכות הייעוץ שהן מקבלות מהקרן. אותו יועץ שהזכרתי כאשר התבקש לתת את עצתו, נהג תמיד להשיב: "אמור לי איזו עצה היית רוצה שאתן לך". ואני נזכר בחיבה בדודה שלי, שחיה בעיירה קטנה בזמביה, שפעמיים בשנה נהגה לבקר את הוריי בעיר הגדולה בזימבבואה, שבה התגוררנו. הייתה לה בעיית משקל חמורה. לפני כל ביקור היא נהגה לבקש מהוריי לארגן לה תור לרופא. הם היו שואלים אם היא רוצה לראות את אותו רופא מהפעם הקודמת. תשובתה הייתה תמיד זהה: "לא, אני צריכה רופא אחר, הרופא ההוא לא טוב, הוא אמר לי לאכול פחות."

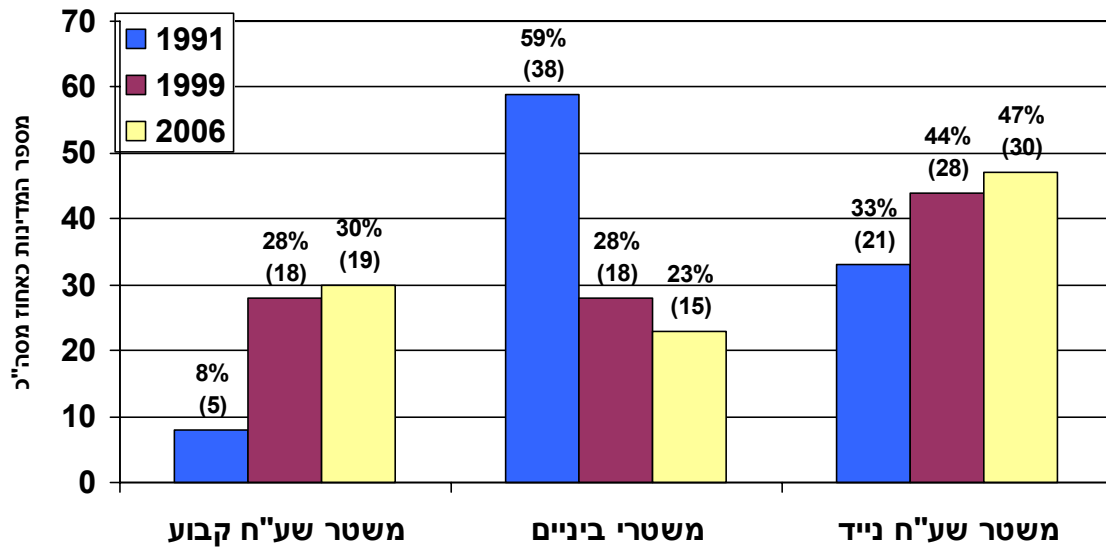
לעתים מעריכים עצה פחות על איכותה ויותר על הנועם שבה היא ניתנת, וזוהי פשוט אחת מעובדות החיים שעמן צריכה הקרן להתמודד.

References

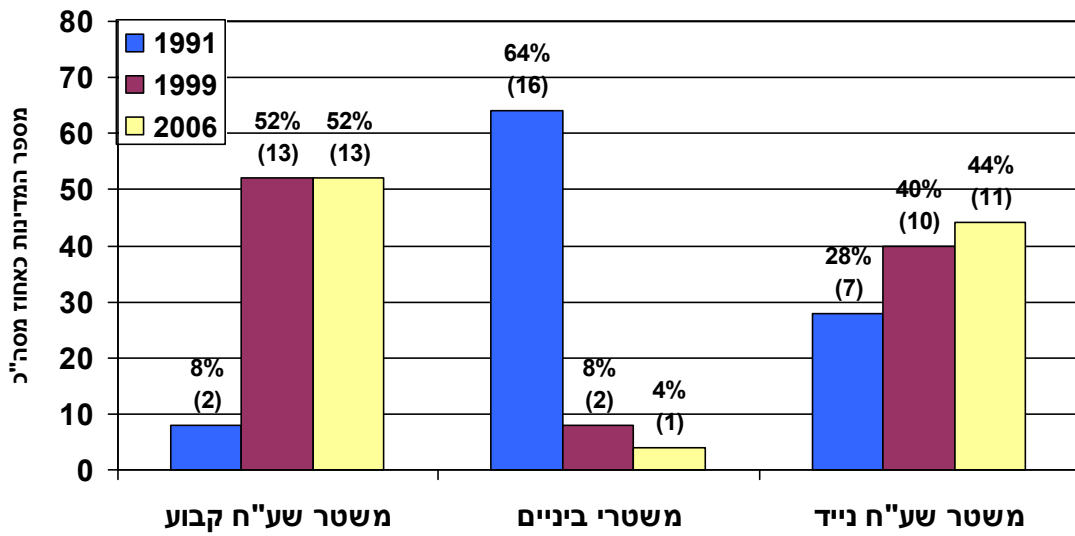
- Bubula, Andrea and Inci Otker-Robe (2002). "The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies", IMF Staff Working Paper, WP/02/155.
- Eichengreen, Barry and Raul Razo-Garcia (2006). "The Evolution of Exchange Rate Regimes", *Economic Policy*, July, 393-442.
- Fischer, Stanley (2001). "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Journal of Economic Perspectives*, 15, 2 (Spring), 3-24. (Reprinted in Stanley Fischer, *IMF Essays from A Time of Crisis*, MIT Press, 2004.)
- Frankel, Jeffrey (1999). "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times". *Princeton Essays in International Finance*, number 215. Princeton: Princeton University.
- (2004). "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", in *Monetary and Financial Integration in East Asia: The Way Ahead*, Vol. 2, edited by Asian Development Bank. New York: Palgrave Macmillan Press, 91-138.
- Independent Evaluation Office of the IMF (2007). *IMF Exchange Rate Policy Advice*. Washington DC: IMF
- International Monetary Fund (2003). "Developments and Issues in Exchange Rate Regimes, in Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets – Developments and Issues", World Economic and Financial Surveys Series, 2003
- Ishii, Shogo, Jorge Canales Kriljenko, Roberto Guimaraes, and Cem Karacadag (2006). *Official Foreign Exchange Intervention*. IMF Occasional Paper 249.
- Mussa, Michael (2007). "IMF Surveillance over China's Exchange Rate Policy", Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- , Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paulo Mauro, and Andrew Berg (2000). *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*. IMF Occasional Paper 193.
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff (2004). "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *Quarterly Journal of Economics*, 119, 1-48.
- Rogoff, Kenneth, Aasim Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes (2003). "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes", IMF Working Paper WP/03/243

Tavlas, George, Harris Dellas and Alan Stockman (2006). "The Classification and Performance of Alternate Exchange-Rate Systems", (March), Bank of Greece.

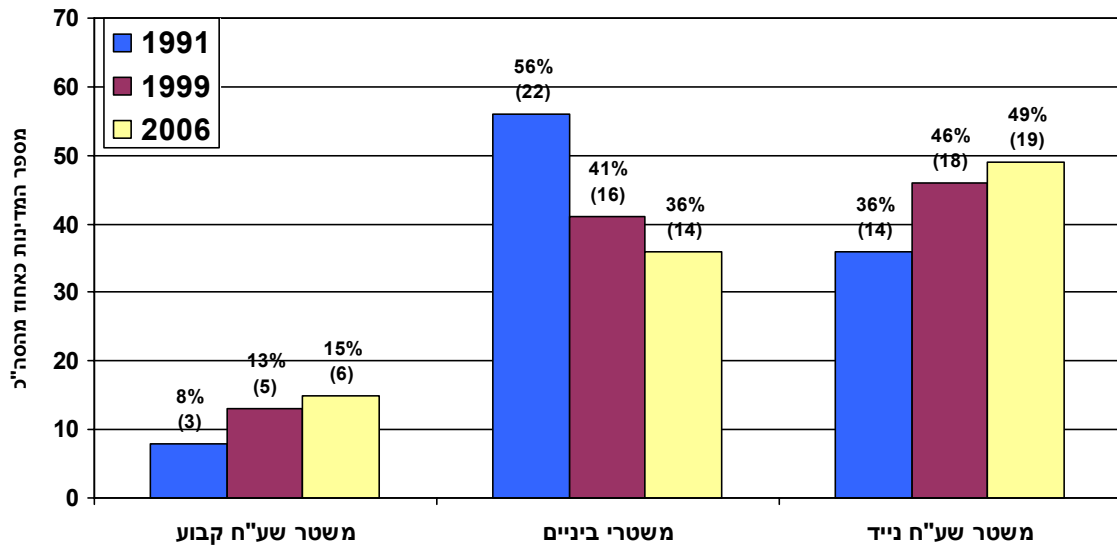
תרשים 1 : משקים מפותחים ומתעוררים :
משטרי שער חליפין, 1991, 1999 ו-2006



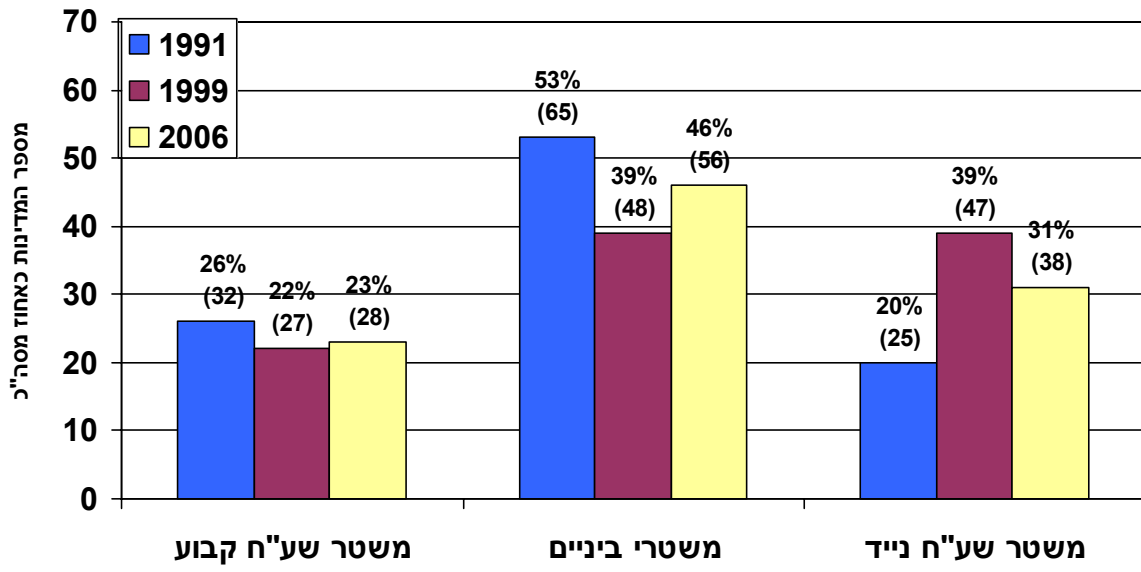
תרשים א2 : מדינות מפותחות:
משטרי שער חליפין, 1991, 1999 ו-2006



תרשים ב2 : משקים מתעוררים:
משטרי שער חליפין, 1991, 1999 ו-2006



תרשים 3 : יתר המדינות: משטרי שער חליפין,
1991, 1999 ו-2006



טבלה 1: סיווג משטרי שער חליפין דה פקטו

| מורכב מ | קטגוריה |
|----------------------------------|----------------|
| אין מטבע רשמי נפרד | משטר שע"ח קבוע |
| מועצת מטבע | |
| סוגים אחרים של קיבוע שער החליפין | משטרי ביניים |
| רצועת ניוד אופקית | |
| פיחות זוחל | |
| רצועת ניוד משתנה | |
| שע"ח נייד מנוהל | משטר שע"ח נייד |
| שע"ח נייד עצמאי | |

טבלה 2א: סיווג מדינות מפותחות לפי משטרי שער חליפין

(נכון ל-31 בדצמבר 2006)

| מדינות | משטר שער חליפין (מספר המדינות) |
|--|-------------------------------------|
| אוסטריה, בלגיה, פינלנד, צרפת, גרמניה, הונג קונג, אירלנד, איטליה, לוקסמבורג, הולנד, פורטוגל, סן מרינו, ספרד | אין מטבע רשמי נפרד / מועצת מטבע(13) |
| | סוגים אחרים של קיבוע שער החליפין |
| דנמרק | רצועת ניוד אופקית (1) |
| | פיחות זוחל |
| | רצועת ניוד משתנה |
| סינגפור | שע"ח נייד מנוהל (1) |
| אוסטרליה, קנדה, איסלנד (*), ניו זילנד, נורווגיה (*), שוודיה, שווייץ, הממלכה המאוחדת, ארצות הברית | שע"ח נייד עצמאי (10) (*2) |

טבלה 2ב: סיווג שווקים מתעוררים לפי משטרי שער חליפין

(נכון ל-31 בדצמבר 2006)

| מדינות | משטר שער חליפין (מספר המדינות) |
|--|---|
| בולגריה, אקוודור (*), אסטוניה, יוון (*), ליטא, פנמה | אין מטבע רשמי נפרד / מועצת מטבע (6) (*2) |
| ארגנטינה (*), מצרים (*), ירדן, לטביה, מרוקו, ניגריה (*), פקיסטן, קטר, סלובניה (*), ונצואלה (*) | סוגים אחרים של קיבוע שער החליפין (10) (5) |
| קפריסין, הונגריה (*), הרפובליקה הסלובקית (*) | רצועת ניוד אופקית (3) (*2) |
| סין (*) | פיחות זוחל (*1) |
| | רצועת ניוד משתנה |
| קולומביה (*), הרפובליקה הצ'כית, הודו, מלזיה (*), פרו (*), פיליפינים, רומניה (*), רוסיה, סרי לנקה (*), תאילנד (*) | שע"ח נייד מנוהל (10) (*6) |
| ברזיל, צ'ילה, אינדונזיה, ישראל (*), קוריאה, מקסיקו, פולין (*), דרום אפריקה, טורקיה (*) | שע"ח נייד עצמאי (9) (*3) |

טבלה 3: סיווג מדינות אחרות לפי משטרי שער חליפין
(נכון ל-31 בדצמבר 2006)

| מדינות | משטר שער חליפין (מספר המדינות) |
|---|---|
| אנטיגואה וברבודה, בנין, בוסניה, ברזיל, דארוסלם, בורקינה פאסו, קמרון, הרפובליקה המרכז אפריקאית, צ'אד, קנדה, חוף השנהב, ג'יבוטי, דומיניקה, אל סלבדור (*), גינאה המשוונית, גבון, גרנדה, גינאה ביסאו, קיריבאטי, מאלדיבי, מאלי, איי מרשל, מיקרונזיה, ניג'ר, פלאו, סנגל, סנט קיטס ונוויס, סנט לוסיה, סנט וינסנט והגרנדינים, טוגו | אין מטבע רשמי נפרד / מועצת מטבע (1*) (28) |
| אפניסטן (*), אנגולה (*), ארובה (*), איי בהאמה, בחריין, ברבדוס, בלארוס (*), בליז, בהוטן, בוליביה (*), קייפ ורדה, קומורוס, קוסטה ריקה (*), אריתריאה (*), אתיופיה (*), פיג'י, גאנה (*), גיאנה (*), הונדורס (*), איראן, כווית, לבנון, לוסטו, לוב, מקדוניה, האיים המלדיביים, מלטה, מאוריטניה (*), מונגוליה (*), נמיביה, נפאל, אנטילים הולנדיים, עמאן, רואנדה (*), סמואה, ערב הסעודית, סיריה, ליאונה (*), איי סולומון (*), סורינם, סוודילנד, סוריה, טרינידד וטובגו, טוניס (*), טורקמניסטן, אוקראינה (*), איחוד האמירויות הערביות, אזרבייג'ן (*), ונאטו (*), הרפובליקה של תימן (*), זימבבואה | סוגים אחרים של קיבוע שער החליפין (51) (20*) |
| טונגה | רצועת ניוז אופקית (1) |
| אזרבייג'ן (*), בוסטואנה (*), עיראק (*), ניקרגואה | פיחות זוחל (4) (3*) |
| | רצועת ניוז משתנה |
| אלג'יריה, ארמניה, בנגלדש (*), בורנדי, קמבודיה, קרואטיה, הרפובליקה הדומיניקנית, גמביה (*), גרזיה, גואטמלה, גינאה, האיטי (*), ג'מייקה, קזחסטן, קניה, הרפובליקה הקירגיזית, הרפובליקה הדמוקרטית של לאוס, ליבריה (*), מדגסקר (*), מלאווי, מאוריציוס, מולדובה (*), מונטינג (*), מיאנמר, פפואה גינאה החדשה (*), פרגוואי, סאו טומה ופרינסיפה, טרביה (*), טינדר (*), סודן (*), טג'יקיסטן, אורוגוואי (*), זמביה (*) | שע"ח נייד מנהל (33) (13*) |
| אלבניה, הרפובליקה הדמוקרטית של קונגו (*), סומליה, טנזניה, אוגנדה | שע"ח נייד עצמאי (5) (1*) |