

דולריזציה

סטנלי פישר*
בנק ישראל

לכבוד וגם לעונג הוא לי להשתתף בכנס זה של הבנק המרכזי של טורקיה. בראש ובראשונה, זהו עונג גדול להיות נוכח בכנס של הבנק המרכזי בזמנים שבהם נהיר לכול כי המדיניות המוניטרית של טורקיה נוחלת הצלחה ומרסנת בהדרגה את האינפלציה. האינפלציה נעה כיום סביב שיעור חד-ספרתי, ולאור ניסיון של מדינות אחרות שנאבקו להכניע את האינפלציה – ובהן ישראל – יש לשער שעם מדיניות מוניטרית עקבית, והמשך התמיכה מצד המדיניות הפיסקלית, טורקיה תצטרף למדינות האחרות המיישמות את גישת יעדי האינפלציה ותגיע כמותן לאינפלציה חד-ספרתית נמוכה.

כל זה רחוק כרחוק מזרח ממערב מן המצב ששרר באחד מביקוריי הבלתי נשכחים בארצכם, ב-19 בפברואר 2001, היום שבו התרגש על טורקיה משבר שער החליפין הגדול שהוביל לשינוי במשטר שער החליפין הגמיש ולתחילתה של גישת יעדי האינפלציה במדיניות המוניטרית. המשק הטורקי עשה כברת דרך ארוכה מאז, ואת הקרדיט על כך יש לתת הן לבנק המרכזי והן לממשלות שכיחנו מאז – שרים, ולצדס עובדי מדינה בכירים – שהפגינו את היכולת לשמור על משמעת תקציבית ולהתמיד ברפורמות הממשיכות לחולל שינוי במשק ולקרב אותו אל מימוש הפוטנציאל שלו. גם לקרן המטבע הבינלאומית הייתה כמובן תרומה חשובה להצלחת התהליך, ואני שמח על שניתנה לי ההזדמנות לעבוד בצמידות לרשויות בטורקיה כחבר בקרן ובצוות המקצועי שלה.

במישור אחר, כנגיד בנק ישראל, לכבוד הוא לי ליטול חלק בכנס על נושא חשוב כדולריזציה, נושא שמעניין לא רק את הבנק המרכזי של טורקיה, אלא גם אותנו בבנק ישראל, ובנקים מרכזיים אחרים וכלכלות רבות ברחבי העולם.

אפתח בדיון על הסוגיה של דולריזציה מלאה, משמע החלפת המטבע הלאומי במטבע זר – תהליך שהתבצע בשנים האחרונות באל סלבדור ובאקוודור. בהמשך דבריי, אדון במה שהוא לבטח הנושא העיקרי של כנס זה – דולריזציה חלקית, הן ביחס לנכסים והן ביחס להתחייבויות במשק, וגם כאמצעי החליפין ויחידת המידה בעסקאות מסוימות.

* נגיד בנק ישראל. הרצאה זו הוצגה כנאום מרכזי בכנס לרגל השנה ה-75 לייסוד הבנק המרכזי של הרפובליקה הטורקית, שנערך באיסטנבול בתאריכים 13-15 בדצמבר 2006, בנושא: "דולריזציה: השלכות ודרכי מדיניות אפשריות".

I. דולריזציה מלאה

בשנות ה-90 של המאה העשרים, מדינות רבות היו נתונות במאבק לשלוט באינפלציה או לייצב אותה. רבות מהן השתמשו בהצמדת שער החליפין כדי להוריד את שיעורי האינפלציה מרמות תלת-ספרתיות. באותה תקופה התבררו ממדי כוחו של השילוש הבלתי אפשרי – השילוב בין הצמדת שער חליפין, תנועות הון חופשיות, ומדיניות מוניטרית הממוקדת ביעדים פנימיים – ומשברים פיננסיים פרצו בזה אחר זה. בשעה שהמשברים הכלכליים של אותו עשור הלכו ונפרשו לפנינו, התברר עוד כי הדרך נכונה לתאר את אותו שילוש בלתי אפשרי היא לומר שהדבר שאיננו יכול להתקיים לאורך זמן הוא השילוב בין הצמדת שער החליפין, תנועות הון חופשיות ומדיניות מקרו-כלכלית – ולא רק מדיניות מוניטרית – הממוקדת ביעדים פנימיים.

הטרילמה שנוצרה הצביעה על שלושה כיוונים אפשריים: האחד היה לנסות ולשלוט בזרימות ההון הבינלאומיות, פתרון שנדחה על ידי רוב המדינות מסיבות טובות¹; השני היה לעבור לשער חליפין גמיש יותר – אם כי לא בהכרח לכוון שהוא נייד לחלוטין; והשלישי היה לחזק את הצמדת שער החליפין באחת משתי דרכים: הנהגת מועצת מטבע, או היפטרות משער החליפין כליל, כלומר אימוץ מטבע זר, או במילים אחרות, דולריזציה מלאה.

יתרוננו העיקרי של הפתרון השלישי, כפי שסברו בזמנו – וכפי שהדגיש במיוחד מייקל דפלר, עמית דאז בקרן המטבע הבינלאומית – היה שמדינה אשר תנהיג פתרון זה תיהנה במהירות מפירות האמינות המשופרת של המדיניות המוניטרית שלה, שהייתה מתבטאת בשיעורי ריבית נמוכים יותר. כאשר חושבים, לדוגמה, על המקרה של טורקיה, שבה שיעורי הריבית הראליים הגבוהים בסוף שנות התשעים בתקופה שהובילה למשבר יצרו בעיה פיסקלית מסיבית², אין ספק שהיו יתרונות ברורים להורדת שיעורי הריבית. יתרונות אלה באו לידי ביטוי במקרה של בולגריה, כאשר זו הנהיגה מועצת מטבע, צעד אחד מדולריזציה מלאה, וכן בדולריזציה המלאה שהתבצעה באל סלבדור ובאקוודור בתחילת העשור הנוכחי. ראינו את אותם יתרונות גם במקרים של מדינות שהצטרפו, או שהתעתדו להצטרף, לאיחוד המוניטרי האירופי (EMU).

הייתה ציפייה שהאמינות המיידית תתבטא גם בירידה מהירה של שיעור האינפלציה. יתרון זה לא מומש באופן מיידי במדינות שסבלו מאינפלציה גבוהה, ובמקרה של אווקדור, לדוגמה, המחירים המשיכו להאמיר בשיעורים דו-ספרתיים למשך כשלוש שנים, וזאת כתוצאה מפיחות ריאלי קיצוני של המטבע בתקופת המשבר שקדמה לדולריזציה. אין ספק כי השפעות בלאסה-סמואלסון ממשיכות לפעול – ואף בעוצמה רבה – אפילו במדינה שמאמצת את המטבע של מדינה אחרת, והשפעות אלו נראו גם במדינות הבאלטיות במקרים שבהם הונהגה מועצת מטבע.

¹ עמך נמנית הסיבה שבקורות על ההון נוטות: לנתק את התפתחות המגזר הפיננסי של המדינה מהכלכלה הגלובלית; לנתק את המשק מיתרונות הסחר הבינלאומי בנכסים; והן פעמים רבות בלתי יעילות ומהוות מקור לשחיתות. ועם זאת, מדינות שמפעילות בקורות על ההון והן בעלות מסגרת מקרו-כלכלית חלשה ומערכת פיננסית פגיעה, חייבות לחזק את המערכת המקרו-כלכלית ואת המערכת הפיננסית טרם הליברליזציה או תוך כדי התהליך.

² הדגש בתכנית של קרן המטבע העולמית על העודף הראשונה של התקציב – כלומר, העודף ללא ריבית – הסיט במידה מסוימת את תשומת הלב מעומק הבעיה הפיסקלית של טורקיה באותה תקופה.

ברמה הכללית יותר, הייתה ציפייה שאימוץ מועצת מטבע או דולריזציה מלאה יחזקו את המשמעת המקרו-כלכלית הכוללת, מתוך האמונה שלממשלה המחויבת למדיניות כזאת לא תהיה ברירה אלא לשמור על משמעת פיסקלית. חלק מן הסיבה לאמונה זו הייתה שהרשויות מבינות כי השפעותיה המקרו-כלכליות של אי שמירה על הצמדת שער החליפין – כזאת אשר בה תלוי כלל המבנה הפיננסי של המשק – תהיינה הרות אסון.

לדאבונו, לארגנטינה לא עמדה התיאוריה הזאת בבוא המשבר. נכון, התמוטטות הצמדת המטבע – הליך ממוסד וממושך יחסית שרבים האמינו בו – הייתה יקרה ביותר עבור ארגנטינה. אולם לא היה ברור אם יש דרך טובה יותר לצאת מן המשבר שבה מצאה את עצמה המדינה בסוף 2001. ברמה הכללית יותר, אם משתמשים בתורת המשחקים כדי להעריך את ההשפעות החיוביות של הטלת מחיר גבוה על קובעי המדיניות בגין הפרת התחייבות – כפי שהיה במקרה של ארגנטינה בשנות ה-90 – חייבים להביא בחשבון את המחיר הצפוי של הפרת ההתחייבות אם נוצרו נסיבות שבהן קובעי המדיניות מחליטים בכל זאת שמהלך זה הנו מחויב המציאות.

המחיר הנלווה למדיניות של דולריזציה מלאה, אפילו כשהיא אמינה לחלוטין, ברור גם הוא: וזאת, ששער החליפין אינו עומד עוד לרשות הממשלה כמנגנון התאמה. וכך, התאמות שניתן היה לבצע על ידי התרת שינויים בשער החליפין – וזהו מנגנון ההתאמה הטבעי ביותר לזעזועים מקרו-כלכליים, מבחוץ ומבית – צריך אז לבצע דרך רמות המחירים והשכר. והמשמעות על פי רוב היא שההתאמה תהיה מכאיבה יותר וממושכת יותר.

מכאן עולה השאלה: אילו עלויות ואילו יתרונות יכולה להציע החברות באיחוד מוניטרי, סוגיה שתהיה לה חשיבות גדולה מאוד בעתיד לטורקיה, ואליה אשוב בסוף הרצאתי.

II. דולריזציה חלקית

במצבים של דולריזציה חלקית משתמשים בשני מטבעות לפחות, בדרגות שונות, כדי למלא את תפקידיו השונים של הכסף – כיחידת מידה (unit of account), כאמצעי חליפין (medium of exchange), וכמשמר ערך (store of value).³ לדוגמה, הכסף המקומי משמש כרגיל כהילך חוקי, אך מטבע זר כלשהו יכול לשמש כיחידת מידה בעסקאות מסוימות, וכמשמר ערך – באופן ישיר, או דרך הסדרי הצמדה שונים. ישנן מדינות שבהן יכולים להיות שניים או שלושה מטבעות במחזור המשמשים כאמצעי חליפין לעסקאות מסוגים שונים – המטבע המקומי לעסקאות בקנה מידה קטן, ומטבע זר לעסקאות גדולות, כמו למשל נדל"ן. המונח "דולריזציה" מתייחס בדרך כלל לנכסים והתחייבויות המשמשים בתוך המשק, ולא לאלה שהולוו מחו"ל או מוחזקים בחו"ל, אם כי השפעתם של שינויים בשער החליפין על המשק המקומי עשויה להיות דומה למדי בשני המקרים.

³ פרק זה מסתמך על מאמרים מתוך הספר *Financial Dollarization: The Policy Agenda*, בעריכת אדריאנו ארמס (Adriano Armas), אלאן איז (Alain Ize) ואדוארדו לוי ייאטי (Eduardo Levy Yeyati) ובהוצאת קרן המטבע הבינלאומית, 2006.

דולריזציה חלקית היא על פי רוב תוצאה של תקופת אי יציבות כלכלית, בדרך כלל תקופה של אינפלציה גבוהה. בנסיבות כאלה, הסוכנים הכלכלים ירצו להחזיק נכסים בטוחים יותר⁴, והמערכות הכלכליות והפוליטיות ייצרו אותם. הדרך לבצע זאת היא לאפשר למערכת הבנקאות להציע חשבונות במטבע זר או חשבונות צמודים למטבע זר; ומנגד, מערכת הבנקאות תרצה להלוות באותה הצורה. הדולריזציה מטיבה מאריכה ימים, ולרוב ממשיכה לשרוד לאחר שנסתיימה תקופת חוסר היציבות שהולידה את התופעה מלכתחילה.

יש מקום להבדיל בין ארבעה סוגי דולריזציה: (i) דולריזציה של נכסים; (ii) דולריזציה של התחייבויות; (iii) דולריזציה של אמצעי החליפין, שבה המטבע הזר משמש לעסקאות מסוימות; וכן (iv) דולריזציה של יחידת המידה, שבה תשלומים עתידיים מוצמדים לשער החליפין. זו האחרונה נקראת לעתים דולריזציה "ריאלית".

דולריזציה של נכסים והתחייבויות. השאלות העיקריות באשר לכך הן: האם סוגים שונים של דולריזציה חלקית תורמים לפגיעות ולחוסר יציבות פיננסית, האם ובאילו נסיבות מוטב לצמצם את היקף הדולריזציה, ואם כן, כיצד ניתן להשיג זאת? נתחיל בדולריזציה של נכסים והתחייבויות.

הבה נחשוב תחילה על השאלה כיצד מושפעת מערכת הבנקאות מן הפעולה בשני מטבעות, משני צדי המאזן. במשברים הפיננסיים של שנות התשעים התברר לא אחת כי בנקים אשר סברו כי גידרו את התחייבויות המט"ח שלהם (או את ההתחייבויות הנקובות במט"ח) על ידי מתן הלוואות בדולרים, לא היו מגודרים בפועל, מכיוון שהלווים שאינם יצואנים לא הצליחו להחזיר את ההלוואות הנקובות בדולרים שלקחו. ואמנם, גם כאשר הבנקים סברו שיש להם פוזיציות נטו ביתר בנכסים הנקובים במט"ח, הם גילו לא פעם שהפיחות החרף זרע הרס במאזניהם. וכך, למעט במקרים שבהם המלווים מקפידים הקפדה יתרה על הערכת כושר ההחזר של הלווים, דולריזציה חלקית עלולה להחמיר באופן ניכר את פגיעותן של המערכות הבנקאיות והפיננסיות לשינויים בשער החליפין. אותם שינויים בשער החליפין עשויים לבוא מהתפתחויות בעולם, אך בפועל גרמו להם דווקא זעזועים פנימיים שנבעו ברוב המקרים מבעיות פיסקליות.

כלומר: הדולריזציה של נכסים והתחייבויות מגבירה את פגיעותה של המערכת הפיננסית, ואי לכך, את פגיעותו של המשק כולו, לזעזועים בשער החליפין.

הספרות המחקרית מציעה מספר דיונים בשאלה אם הדולריזציה מסייעת ליצור עומק פיננסי. ככל הנראה, התשובה האמפירית איננה חד-משמעית. אולם, בהתחשב בעובדה שהסוכנים הכלכליים יחפשו נכסים בטוחים יותר במקומות שבהם יוכלו למצוא אותם, ושהבקורות על ההון לעולם אינן אטומות הרמטית, התשובה חייבת להיות שהדולריזציה עוזרת לשמר מערכת פיננסית

⁴ הספרות משתמשת במושג של תיק בעל שונות מזערית (minimum variance portfolio) עבור המשק, הכולל נתח ניכר של מט"ח או נכסים נקובים במט"ח.

פנימית גדולה יותר מאשר הייתה קיימת לולא כן. מפני שלולא הדולריזציה, חלק גדול מן המערכת הפיננסית היה עובר לחו"ל.

האם המדיניות המוניטרית יכולה להיות יעילה במשק עם דולריזציה משמעותית? כאשר כותבים את משוואת החליפין, $MV = PY$, דומה כי המדיניות המוניטרית יכולה להשיג מינוף על המחירים באמצעות המנגנונים הרגילים של התורה הכמותית של הכסף. אך ראוי לציין שתי הסתייגויות לתשובה זו. ראשית, לא ברור מהו ה-M הרלוונטי, ואם הבנק המרכזי יכול לשלוט ב-M הזה לחלוטין. אם המטבע המקומי והמטבע הזר הם תחליפים קרובים במונחי הגורמים החשובים במשוואת החליפין, כי אז ייתכן שהבנק המרכזי אינו שולט בפועל על M. שנית, במשקים עם דולריזציה משמעותית, יש לשער שהמדיניות הפיסקלית בעייתית, מצב המקשה על המדיניות המוניטרית להימנע מן ההשלכות של דומיננטיות פיסקלית. שלישית, עולה השאלה מה קובע את שיעורי הריבית במשק שיש בו דולריזציה משמעותית. אם חשבון ההון פתוח, סביר ששיעורי התשואה על הנכסים וההתחייבויות הנקובים בדולרים במשק יושפעו במידה ניכרת משיעורי הריבית בחו"ל, ובכך יפחיתו את ההשפעה של המדיניות המוניטרית על הביקוש המצרפי. במידה ששער החליפין גמיש, עשוי להיות מרחב תמרון מסוים בין שיעורי הריבית המקומיים לזרים, שייתן למדיניות המוניטרית מינוף מסוים.

עד כה לא עשינו הבחנה בין דולריזציה ובין הצמדת שער החליפין לגבי נכסים והתחייבויות, אולם יש כאן הבדל שעשויה להיות לו חשיבות. כל עוד הנכסים וההתחייבויות צמודים לשער החליפין, וניתן לשלם אך ורק במטבע מקומי, עדיין, טכנית יוכל הבנק המרכזי לשמש מלווה של מוצא אחרון במטבע מקומי, אפילו מבלי להחזיק עתודות מסיביות. אולם, המשמעות במקרה זה היא שהשפעתו של משבר פיננסי רציני על שער החליפין תהיה גדולה מאוד במשק עם דולריזציה נרחבת.

לפי העבודה האמפירית בנושא, נטיית המדיניות המוניטרית במשקים עם דולריזציה נרחבת היא לפעול להחלקת שער החליפין. אין זה מפתיע לאור העובדה שהסוכנים הכלכליים במשק כזה פגיעים מאוד לשינויים בשער החליפין, ושגם קובעי המדיניות יהיו מודאגים בדרך כלל לגבי יציבות המערכת הפיננסית. לעניין זה נטען פעמים רבות, ובצדק, כי הדרישות להחזקת עתודות הון כנגד התחייבויות במט"ח צריכות להיות גדולות מאלה החלות על התחייבויות במטבע מקומי, וכי יש לנהוג זהירות יתרה כאשר מעריכים את הסיכונים המתקשרים לנכסי מט"ח. עם זאת, נכון גם לומר שככל שיקשה להחזיק נכסי מט"ח במערכת הבנקאות הפנימית, כן סביר שנכסים אלו יוחזקו מחוץ למערכת הבנקאות, ובמיוחד בחו"ל – במילים אחרות, פעולות שתכליתן להגביל את היקף הדולריזציה עשויות בסופו של דבר לתרום לבריחת הון.

מדוע לא פשוט לקבע את שער החליפין? כבר עסקנו בסוגיה זו תחת הכותרת של דולריזציה מלאה. אכן ניתן לעשות זאת, במשקים קטנים, ובכאלה – כמו המועמדים להצטרפות ל-EMU – שיודעים כיצד יצאו בסופו של דבר מן ההסדר של שער חליפין קבוע. אך זוהי גם דרך פעולה מסוכנת לאותן מדינות שיצטרכו יום אחד לשנות את שער החליפין.

ישנן ראיות לכך שהאפשרות להחזיק נכסים פיננסיים צמודים למדד המחירים תוכל לעזור לצמצם את היקף הדולריזציה. יש בכך הגיון לא מבוטל, שכן הבעיה הבסיסית עבור מחזיקי הנכסים היא כיצד לשפר את ביטחון תיקי הנכסים שלהם. בדרך כלל, מדינות שסובלות מאינפלציה גבוהה, ואמפירית המשמעות היא שהאינפלציה גם בלתי יציבה, מספקות מגוון של נכסים, ובהם נכסים צמודים למדד המחירים וגם נכסים צמודים לשער החליפין. אולם, הצמדה נרחבת לרמת המחירים, כמו דולריזציה או הצמדת שער החליפין, עלולה גם לסבך את תגובת המשק לזעזועים.

דולריזציה של אמצעי החליפין. לא אפרט בסוגיה זו, למעט ההערה כי השימוש במט"ח לתשלומים גדולים עשוי להיות קשור יותר למיסוי מאשר לאמצעי החליפין.

הצמדה "ריאלית" – דולריזציה של יחידת המידה. זמן רב לאחר שהושבה יציבות המחירים, ואפילו לאחר היעלמות הדולריזציה של כל הנכסים וההתחייבויות כמעט, מדינה עשויה בכל זאת לגלות שחלק ממחיריה הפנימיים נקובים בדולרים. זהו המצב השורר בישראל כיום. במשך רוב העשור הנוכחי, עמד שיעור האינפלציה הממוצע על כשני אחוזים. ואף על פי כן, מחירי הדיור והשכירות ומחיריהם של שירותים מסוימים, כולל שכר טרחה של עורכי-דין ורואי-חשבון, נקובים בדולרים. כל אלה הם במהותם מוצרים בלתי סחירים.

המשמעות היא שכאשר שער החליפין משתנה בישראל, לא רק מחירי היבוא משתנים, ומחלחלים בהדרגה אל רמת המחירים, כפי שקורה בכל המשקים, אלא גם מחירי המטבע המקומי של חלק ניכר מהמוצרים במדד המחירים מגיבים באופן מיידי. הדיור מהווה למעלה מ-20 אחוז ממדד המחירים לצרכן. אומדנים אמפיריים מראים כי שינוי בשער החליפין מחלחל אל רמת המחירים הפנימיים בתוך חודשים ספורים, כאשר מקדם התמסורת הוא כשליש אחד.

היות ששער החליפין תנודתי יחסית למחירי הסחורות, האינפלציה מחודש לחודש בישראל גם היא תנודתית יחסית. הדבר מסבך את המדיניות המוניטרית. אנו נוקטים בגישה של יעדי אינפלציה, והיעד שקבענו עומד על טווח של 1 עד 3 אחוזים. אולם אנו מתקשים להישאר בטווח הזה בשל תנודתיות מחירי הנפט ושער החליפין. רק בחודשיים האחרונים, כתוצאה מירידה במחיר הנפט ומהיחלשות הדולר, ירדה רמת המחירים שלנו ב-1.5 נקודות האחוז. בשל כך אין ספק שנימצא במקום נמוך בהרבה מטווח האינפלציה שקבענו כיעד לשנה הנוכחית, וסביר שהאינפלציה תתקרב לאפס בסוף השנה. אין מדובר בבעיה חריפה, הודות לצמיחתו המהירה של המשק, אולם מובן שהיינו מעדיפים לשמור על טווח היעד.

על כל פנים, גישתנו ליעדי אינפלציה היא גישה גמישה, ושמנו לנו למטרה לשוב לטווח היעד בתוך אופק זמן של שנה לערך. דומה כי גישה זו קנתה לה מוניטין של אמינות. מעבר לכך, ההשפעה המהירה של שער החליפין על האינפלציה מקלה לעתים על המדיניות המוניטרית – שכן כאשר אנו משנים את שיעור הריבית ושער החליפין מגיב במהירות, מנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית פועל במהירות רבה. כך שהזיקה ההדוקה בין שער החליפין לאינפלציה היא לא רק

בעיה, אלא לעתים יתרון. אולם שלא בממוצע, שיעור האינפלציה שלנו מגיב במהירות לכל זעזוע חיצוני שמזיז את שער החליפין. היינו מעדיפים חלחול איטי יותר של שער החליפין אל המחירים, כדי שהאינפלציה תהיה יציבה יותר.

והעובדה היא שהמשק ממשיך לשלם מחיר, במונחי תנודתיות האינפלציה, על תקופת האינפלציה הגבוהה שממנה סבלנו לפני עשרים שנה: האינפלציה והשלכותיה, ובהן הדולריזציה, ממשיכות אפוא להשפיע לזמן ממושך ביותר.

III. מה עושים?

לאור העובדה שהדולריזציה מסבכת את ניהול המשק ותורמת לחוסר הוודאות שמבטיח את המשכה, טבעי שנרצה להיפטר מן התופעה הזאת. זוהי בהחלט מטרה ראויה כאשר הדולריזציה נפוצה מאוד. בה בעת, במשק יציב ביסודו, אין הרבה סיבות טובות למנוע מאנשים להחזיק את הנכסים שבהם הם רוצים ולכרות את החוזים שהם רוצים.

הדבר הראשון שיש לעשות כדי לצמצם את רמת הדולריזציה הוא להכניס את המקרו-כלכלה לכושר. משמעות הדבר, בפרט, היא שיש להעלות את המדיניות הפיסקלית על מסלול בר-קיימא. בנוסף לכך צריך לפתח מסגרת של מדיניות מוניטרית. עבור רוב המשקים הפתוחים, מסגרת כזאת צריכה להיות מסגרת של יעדי אינפלציה עם גמישות שער החליפין. עם התייצבותו ההדרגתית של המצב המקרו-כלכלי, כפי שקורה בטורקיה, יש לצפות לכך שהיקף הדולריזציה – ובפרט הדולריזציה של נכסים והתחייבויות – יתחיל לקטון.

במשך זמן רב דומה היה שהיקף הדולריזציה של נכסים והתחייבויות אינו מושפע משיפורים בביצועי המשק. זהו בהחלט הרושם שניתן היה לקבל מן ההתפתחויות באמריקה הלטינית. בוליביה, לדוגמה, הצליחה לייצב את כלכלתה ממצב של היפר-אינפלציה כבר באמצע שנות השמונים, בשעה שמערכת הבנקאות המשיכה וממשיכה עוד במאה הנוכחית בדולריזציה של למעלה מ-80 אחוז מפעילותה. מנגד, יש לנו כיום כמה דוגמאות של מדינות שהצליחו לצאת מהדולריזציה בצד הנכסים והתחייבויות, ובכללן ישראל, פולין, מקסיקו, מצרים וטורקיה. ישנם סימנים לירידה בדולריזציה גם במדינות אמריקה הלטינית, שהיה נדמה כי היפוך התהליך בהן לא יתאפשר כלל.

האם הגבלות חוקיות על דולריזציה יכולות להאיץ את תהליך הפסקת הדולריזציה? אם מיישמים אותן ביעילות, כן. אך לא מומלץ לנסות דרך זו אלא לאחר שנתקיימו התנאים המוקדמים ליציבות מקרו-כלכלית. כמו כן, יש לשער שיהיה קשה לאכוף הגבלות כאלה. במיוחד נכון הדבר בנוגע לדולריזציה של יחידת המידה, שכן סביר שאנשים ימצאו דרכים לערוך חוזים לפי היחידות המועדפות אליהם למרות החוק.

בטווח הרחוק יותר, מרגע שהושבו התנאים הרגילים, צריך שתהיה אפשרות להתיר חופש רב יותר לאזרחים ולמוסדות לפעול בנכסים ובהתחייבויות המועדפים עליהם. ממש כמו במקרה של הצמדה למדד המחירים, כאשר הסביבה המקרו-כלכלית מתייצבת, ניתן לספק מכשירים צמודים ומכשירי מט"ח מבלי לערער את היציבות המקרו-כלכלית.

IV. אירוציה ו-EMU

אם ניתן להימנע מדולריזציה, לרבות דולריזציה מלאה, מדוע להצטרף ל-EMU? זאת שאלה שטורקיה תצטרך לשאול את עצמה במוקדם, יש לקוות, או במאוחר. התשובה היא שהצטרפות ל-EMU היא צעד מרחיק לכת עוד יותר מהנהגת מועצת מטבע, או אפילו מן ההחלטה להשתמש במטבע זר. שכן החברות ב-EMU כרוכה בהתחייבות לשורה של מגבלות על מדיניות, ולא רק על המדיניות הפיסקלית, שתכליתן למנוע את סוגי המשבר שהופכים את הדולריזציה המלאה לבעייתית בפרטנציה.

יתרה מזאת, החברות באיחוד האירופי מקלה על כמה ממנגנוני ההתאמה – לרבות סחר חופשי לחלוטין, ניידות הון מלאה, וניידות עובדים ניכרת⁵ – הנעדרים פעמים רבות כאשר מדינה עוברת דולריזציה באופן חד-צדדי.

עדיין נותרת בעינה העובדה הבסיסית שמדינה המצטרפת ל-EMU מוותרת על שער החליפין כמנגנון התאמה. מדינות עם גמישות רבה יותר של רמות השכר והמחירים יסתגלו בצורה טובה יותר מאלה שגמישותן פחותה, ולפי ביצועיה הנוכחיים של טורקיה סביר שיהיה לה יתרון במובן זה.

כדי להכניס בעיות אלה לפרספקטיבה נכונה, נזכור שמדינות ארצות הברית ויתרו גם הן על שער החליפין כמנגנון התאמה, וכי הן מצליחות להסתגל לזעזועים בצורה טובה למדי.

אולם בנקודה זו אנו גולשים לנושא הכנס הבא של הבנק המרכזי בטורקיה – כיצד להפיק את מרב התועלת מההצטרפות ל-EU ול-EMU. הייתי רוצה לסיים בדברי תודה למארחינו על ההזמנה ועל האירוח החם, ולאחל לטורקיה הצלחה בהמשך דרכה הכלכלית המרשימה.

תודה רבה

⁵ מידת ניידות העובדים תהפוך לסוגיה מרכזית כאשר טורקיה תצטרף לאיחוד האירופי, כפי שקורה כיום עם בולגריה ורומניה.