

מאקרו ב'
הרצאה מס' 12

שערי חליפין

בקיץ 1998 ארע משבר שער חליפין בדרום מזרח אסיה, רוסיה והאיוס בחוסר היציבות הגיע אף לישראל. טבעי שהנושא מעסיק אותנו כאזרחים במדינה קטנה. בהקשר הבינלאומי, היו דיונים נרחבים בעולם על יצירת הסדרים חדשים. מטרתנו בהרצאות האחרונות היא לתת מעט רקע כדי להגביר את ההבנה בקשר לנושא קשה זה של קביעת שערי חליפין.

בתחילת הסמסטר, הזכרנו שלקבוע רמת מחירים זה נושא סבוך. קביעת רמת מחירים ברמת המאקרו אינה דומה למה שקורה ברמה המיקרו כלכלית: שם המחיר שמופיע בציר האנכי של עקומות בקוש והיצע הוא המחיר היחסי של המוצר הנדון. בפרט, עלית מחירי העגבניות משפיעה על הכמות המבוקשת כי עליה זאת אומרת שעגבניות התייקרו יחסית למלפפונים ולפיכך אנשים ירבו להשתמש במלפפונים וימעיטו בעגבניות בהכנת סלט ירקות. במקרה של כסף אין משמעות למושג של מחיר יחסי. עלית רמת המחירים אינה מאפשרת לעשות תחלופה של מוצרים בפיסות נייר. עם זאת ראינו כיצד ניתן לתמחר פיסות נייר במונחי מוצרים אלה ע"י מודל הזורות החופפים.

נושא שערי חליפין עוסק בקביעת מחירים יחסיים של פיסות נייר של מדינות שונות. נשאלת השאלה: כמה פיסות נייר של מדינה I צריך בשביל לקבל פיסת נייר של מדינה J? כדי להמחיש את הבעייתיות בשאלה זו נציג 3 מצבים פשוטים בהרבה, המתיחסים למחיר יחסי של שטרות כסף של מדינות נתונות.

ניקח שני שטרות של דולר אמריקאי. אנו יודעים ששער החליפין בין שתי השטרות הוא 1. הם נראים לכאורה זהים לחלוטין, אך בהתבוננות קרובה אנו רואים שיש עליהם סימונים. למשל, שטר אחד מסומן ב-J ואחד באות L. כל אות מסמלת מחוז אחר של הבנק המרכזי הפדרלי. כל מחוז רשאי להדפיס שטרות. למעשה אפשר לחשוב על כל 2 מחוזות כשתי מדינות שונות, אשר ביניהן נקבע שער חליפין לפיו דולר (של מחוז אחד) מוחלף תמורת דולר (של מחוז שני).

נעבור לדוגמה פחות מוכרת, וניקח שני שטרות של רובלים. על שניהם רשומה הספרה 5000. כל שטר בעל גודל שונה; אחד ירוק ואחד אדום. השטרות נראים שונים. מה קובע מה כח הקניה של השטר האחד, ומה כח הקניה של האחר? מתברר ששטרות אלה היו במחזור בעת ובעונה אחת, ושערכם במונחי מוצרים היה זהה.

עתה ניקח שני שטרות רוסיים שנראים דומים מאד מבחינת גודל, וצבע והתמונה המופיעה בהם. על אחד רשום 50 רובלים ועל השני 50000 רובלים. מהו כח הקניה של כל אחד משטרות אלה? על פי הדוגמה הקודמת, היינו אולי צריכים "לנחש" שכח הקניה הוא ביחס של 1000:1. עם זאת מתברר שגם ביניהם היחס הוא אחד לאחד! אם כן, איזה כוח יכול היה לקבוע את שער חליפין בין שתי השטרות, זהים ולא זהים? כמו הסניפים של הבנק הפדרלי בארה"ב, הבנק המרכזי של רוסיה, שהנפיק את שני השטרות, הוא זה שהכריז על כך שהוא מוכן להמיר את שני השטרות אחד בשני. הוא זה שקבע את שער החליפין בין השטרות האלה, וכך מתנהג השוק.

ללא התערבות הבנק, קשה לראות איך המוכר היה מקבל שני שטרות לחלוטין שונים במראה. רק נכונות הבנק המרכזי להמיר באופן אוטומטי שטרות אלה בשער חליפין קבוע מאפשר קביעת מחיר יחסי בשוק בין שני השטרות. זאת החלטה אדמיניסטרטיבית. זהו פתרון אחד לקביעת שערי חליפין. אבל, כפי שאנו רואים במציאות, ישנם שערי חליפין ושווקים שאינם מתנהגים באופן אדמיניסטרטיבי.

שקף: Exchange Rate Volatility under Fixed and Floating rates

השקף מראה מחיר של דולר במונחי מטבעות אחרים: המארק, הין, הפאונד על פני הזמן. בהסכמי Bretton Woods בשנת 1944 המדינות המתועשות התכנסו כדי לקבוע את ההסדרים הבינלאומיים ביניהן אחרי מלחמת העולם השנייה. הוחלט אז, באופן אדמיניסטרטיבי, לקבוע את שערי החליפין בין הדולר לבין המטבעות האחרים. על מנת לאפשר הסדר כזה צריך גוף - כמו בנק מרכזי של מדינה מסוימת - שיאפשר את ההמרות האלה באופן שוטף, ולצורך זה הוקמה קרן המטבע הבינלאומית. אך יש להביא בחשבון שמדובר במדינות שונות, ואין גוף אחד על לאומי

שיכול לכפות את סמכותו, ושיקבע שערי חליפין. לכן, רואים בשקף שמדי פעם חלים שינויים בשערי חליפין האלה – הם לא תמיד קבועים (למרות הסכם Bretton Woods). אנו רואים את התיסוף המתמשך של המארק מול הדולר, את הפיחות הלירה סטרלינג, וכן את תיסוף הין מול הדולר לאחר תום המלחמה. כל זה מתרחש בקפיצות – עד אשר באמצע שנות ה-70 עובר העולם למשטר של שערי חליפין ניידים האמורים להיקבע בשוק חפשי לגמרי. משנת 1975 רואים תנודתיות גדולה מאוד בין שערי החליפין של המדינות השונות ביחס לדולר. כשאין סמכות שיכולה לכפות ולקבוע את קיום שערי החליפין, נוצר אי סדר גדול.

כאמור, מודל הדורות החופפים מאפשר תמחור של כסף נייר במונחי מוצרים. אנו נסתייע במודל זה כדי לדון בקביעת שערי חליפין בין כסף של מדינות שונות.

נחשוב על עולם המורכב משתי מדינות: האחת מדינת הבית, השניה מדינה זרה. המדינה הזרה יכולה להיתפס כ"שאר העולם" והיא גדולה מאוד ביחס למדינת הבית. נניח גם כי יש רק מוצר אחד בכל העולם, גם במדינת הבית וגם בשאר העולם. נעשה הנחה מפשטת זאת מכיוון שאנו לא מעוניינים במחירים יחסיים בין מוצרים בשתי מדינות, אלא במחיר המטבע הזר במונחי המטבע המקומי. או לחלופין, מה יהיה מחיר דולר (מטבע מדינת "שאר העולם") במונחי שקל (מטבע מדינת הבית) וההפך.

נסמן את מחיר הכסף הזר – נקרא לו דולר – במונחי המוצר הזר (הזהה למוצר הבית) ב- $V^*(t)$. המחיר הזה יכול להשתנות, עם האינפלציה העולמית. בכל מקרה, תהליך קביעת המחירים בעולם הרחב אינו מושפע על ידי מדינת הבית (הקטנה).

יש לנו כבר מסקנה הנובעת מהיות המוצר אחיד בכל העולם. נניח כי מדינת הבית מתירה מסחר חפשי במוצרים (ללא מכסים, או מגבלות אדמיניסטרציות אחרות). כמו כן אין הוצאות הובלה. תחת התנאים האלה צריך להתקיים: מחיר המוצר בכל העולם צריך להיות בלתי תלוי במטבע בה משלמים עבורו. זאת מפני שאין שום הבדל איפה פרט קונה את המוצר – במדינת הבית או בשאר העולם.

זהו חוק המחיר היחיד – The Law of One Price – הקובע כי מחיר המוצר בארץ ובחו"ל צריך להיות זהה (מדובר במחיר היחסי, לא במחיר הנומינלי \$? ב- ש"ח). במלים אחרות – החוק קובע כי המחיר היחסי של המוצר בארץ במונחי המוצר הזר הוא 1. מכאן נקבל קשר בין מחיר המוצר במונחי כסף (או 1 חלקי מחיר זה) בשני המקומות.

נגדיר שער חליפין בין שתי מטבעות ונקרא לו $e(t)$ ונגדיר אותו ככמות הדולרים הנדרשת כדי לקנות ש"ח אחד.

$$V(t) = e(t)V^*(t)$$

כאשר צד שמאל של המשוואה מייצג את מחיר הכסף המקומי במונחי מוצר (יחידת מוצר לכל 1 ש"ח) וצד ימין של המשוואה מייצג את מחיר הכסף הזר במונחי מוצרים כפול שער החליפין.

אם המחירים יותר זולים בארץ – שער החליפין יצטרך להתאים עצמו על ידי תיסוף של השקל מול הדולר והשוויון יחודש. כל עוד המחירים בארץ נמוכים יותר יהיה עודף ביקוש לשקל, כי מחזיקי דולרים יבחרו להמיר את הדולרים בשקלים כדי לקנות בארץ. כתוצאה יעלה מחירו של השקל בדולרים e (יעלה).

במציאות אנחנו מסתכלים על סל מוצרים ועל מדדי מחירים (שהם 1 חלקי V של המודל). מדד מחירים אומר בעצם מהו מחיר סל המוצרים הרלוונטי במונחי המטבע המקומית. בדרך כלל לא מסתכלים על המספר הזה באופן אבסולוטי, כי סל המוצרים הוא דבר אבסטרקטי. אנחנו יכולים לקבוע שירותית שבשנת 1982 עמד המדד על \$100 ליחידת סל. משנקבע הסל, אנו יכולים למצוא את מחירו בשנה אחרת, נניח 1948, ונראה כי אותו סל עלה אז \$ 24.

מהו סל המוצרים? כדי שיהיה תוקף להשוואה בינלאומית נרצה למצוא סלים עם מוצרים דומים בשתי המדינות. אידיאלית היינו רוצים מדד למוצרים סחירים. במציאות הדברים מסתבכים. לדוגמה, מדד המחירים לצרכן כולל מחירי דירות. אך הדירות אינן ברות השוואה כי הן אינן אותו הדבר בשתי המדינות. לכן הדמיון בין נתוני אמת למודל נחלש.

לצורך עבודה אמפירית, נסתכל על מדד המחירים בישראל, שנתון בש"ח ליחידת מוצר ועל מדד המחירים בארה"ב הנתון בדולרים ליחידת מוצר. אם חוק המחיר היחיד מתקיים אז צד ימין צריך להיות אקוויולנטי לשמאל:

$$\frac{\text{shekel}}{\text{unit local product}} = e(t) \frac{\text{dollars}}{\text{unit foreign product}}$$

או:

$$CPI_{IL} = e \cdot CPI^*$$

נסמן ב- CPI_{IL} ו- CPI^* את מדדי המחירים לצרכן בארץ ובחו"ל בהתאמה. הנחת שוויון כוח הקניה – Purchasing Power Parity – מקיימת את השוויון הנ"ל.

האם החיזוי של PPP הוא נכון? עבור המדינות המתועשות למשל, המשוואות הללו אינן מתקיימות במדויק. במיוחד כאשר מתרחשות הפרעות במערכת, השוויון מופר, והחזרה לשיווי המשקל אורכת זמן רב.

נגדיר שער חליפין ריאלי על ידי:

$$\frac{e(t)CPI^*}{CPI_{IL}}$$

במודל שער החליפין הריאלי הוא אחד. והוא יוגדר:

$$\frac{e(t)V^*(t)}{V(t)} = 1$$

שער חליפין ריאלי במציאות

נבדוק את יחידות המדידה של שער החליפין הריאלי:

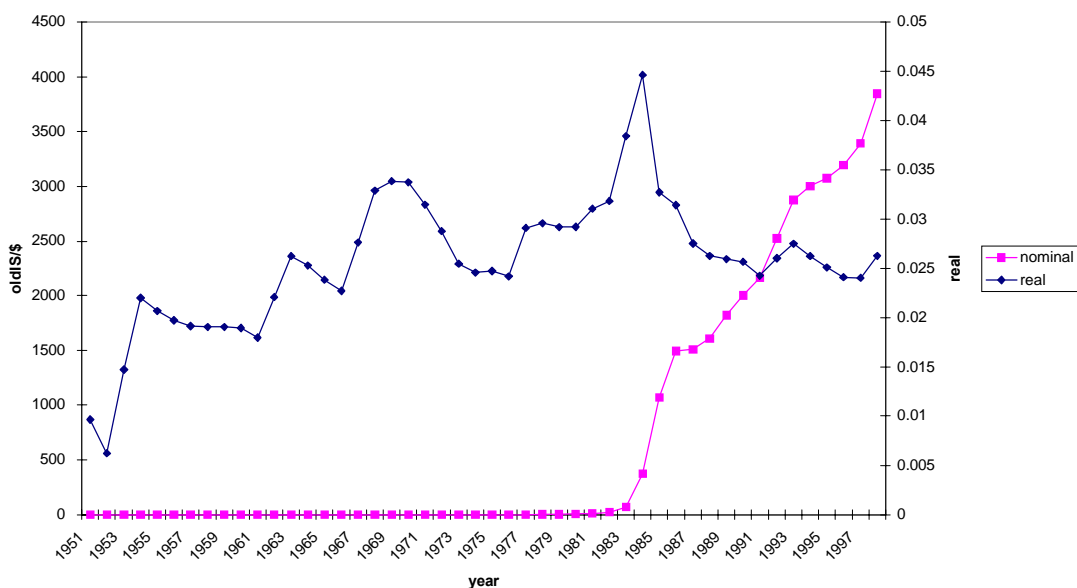
$$\frac{\frac{\text{shekels}}{\text{dollars}} \cdot \frac{\text{dollars}}{\text{unit US product}}}{\frac{\text{shekels}}{\text{unit hom e product}}} = \frac{\text{hom e product}}{\text{US product}}$$

צד ימין מייצג את הויתור הנדרש על יחידת מוצר מקומי כדי לקבל יחידה אחת של המוצר הזר. ככל שהמספר הזה גדל, כך הפיחות הריאלי גדל כי הויתור הנדרש על מוצרים מקומיים כדי לקבל יחידה של מוצרים זרים עלה.

אפשרי וקל (אדמיניסטרטיבית) לבצע שינויים בשער חליפין הנומינלי. אך אם שער החליפין הנומינלי עולה, האם פירושו של דבר שאנו באמת מוזילים את מחירי המוצרים שלנו בחו"ל? האם הפיחות הוא גם ריאלי? בישראל נטען שבדרך כלל אין שינוי מחירים שכזה, כלומר אין שינוי בשער החליפין הריאלי. במקום, נוצרת אינפלציה (שכר עבודה עולה, וכו') כתוצאה מהתנודות הנומינליות הללו.

שקף: Nominal and Real Exchange Rates 1951-1998

Nominal and Real Exchange Rates: 1951-98



אנו רואים בשקף כי עד שנת 1983 שער החליפין הנומינלי קרוב ל-0. הדבר נובע, כמובן, מקנה המידה של הציר האנכי השמאלי. כשהאינפלציה התחילה להאיץ, החלו תזוזות מתאימות גם בשער החליפין.

לגבי שער החליפין הריאלי (ציר אנכי ימני), יש להביא בחשבון שעם קום המדינה היו מגבלות על יבוא ועל הקצאת מט"ח לצורך ביצוע עסקאות. לכן החישוב אינו משקף את המציאות של אותם ימים. במחצית שנות ה-80 האינפלציה הייתה כ-400-500% בשנה. לפי השקף, שער החליפין הריאלי ירד בתקופה זו. היה פיחות ריאלי באותם שנים. אחר כך, בתקופת הייצוב היה ירידה בשער החליפין הריאלי שנמשכת עד עכשיו. הציוור משקף את מלחמתו של פרופי פרנקל באינפלציה על חשבון שער החליפין. כתוצאה יש ירידה בשער החליפין הריאלי בשנים האחרונות, מחירי היצוא שלנו מתייקרים באופן ריאלי. במצב כזה יותר כדאי לייבא ופחות כדאי לייצא.

נחזור למודל. מתוך משוואת החיזוי של ה-PPP :

$$e(t) = \frac{V(t)}{V^*(t)}$$

$$\frac{e(t+1)}{e(t)} = \frac{V(t+1)}{V(t)} \frac{V^*(t)}{V^*(t+1)} = \frac{1 + \Pi^*}{1 + \Pi}$$

כאשר

Π מוגדר כשעור האינפלציה בארץ
 Π^* מוגדר כשעור האינפלציה בחו"ל

בצד שמאל המנה שווה לאחד חלקי אחד ועוד שיעור הפיחות של השקל ביחס לדולר.

שער הפיחות מוגדר בכמה עולה מחיר השקל ביחס לדולר מתקופה לתקופה. נניח כי Π, Π^* הם באחוזים קטנים. ניקח לוגריתם משני הצדדים :

$$\ln(1 + \Pi) = \ln(1 + \Pi) - \ln(1 + \Pi^*)$$

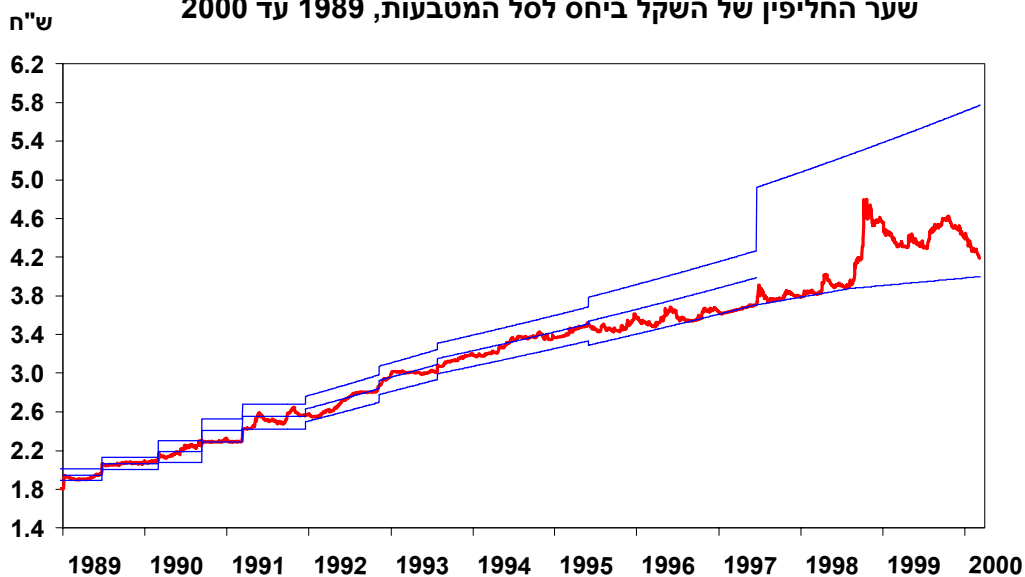
נשתמש בנוסחת הקרוב $\ln(1+x) \approx x$ כאשר X "קטן" בערכו המוחלט.

לכן הפיחות יהיה שווה, בקירוב, לאינפלציה בארץ פחות האינפלציה בחו"ל. זהו הבסיס ל"שיטת האלכסון" שבה השתמש פרופ' פרנקל כנגיד בנק ישראל. בשנות ה-90 המוקדמות, הייתה אינפלציה בישראל של כ-12%. בעולם הייתה אינפלציה של כ-3%. אם כך, הפיחות לפי שיטת האלכסון היה צריך להיות 9% בשנה.

שקף: בנק ישראל, דין וחשבון 1999

דיאגרמה ז'-4

שער החליפין של השקל ביחס לסל המטבעות, 1989 עד 2000



ראינו בשקף הקודם שהיה תיסוף ריאלי בשנות כהונתו של פרנקל. מתקופת פרנקל ואילך, הנוסחה של שיטת האלכסון שולטת ככלי מדיניות. עקבו אחרי הפרשי אינפלציה בארץ לעומת שאר העולם, כאשר הפרשים האלו הולכים ומתמתנים. כפי שרואים בפועל, יש קו מסולסל בין הרצועות הצמוד בחלק מהזמן לחלק התחתון של הרצועה, כלומר שער החליפין מפוחת בקצב מאוד איטי. זה מתאים לתיסוף הריאלי בארץ שראינו בשקף הקודם. הפיחות קטן יותר מההפרש בין האינפלציה בארץ לבין חו"ל, מה שהיה צריך להישמר, אם אנו רוצים לשמור על ה-PPP דלעיל.

הרצועה בתוכה נע שער החליפין נובעת מהמתח בין שערי חליפין קבועים וניידים. ראינו שיש בעיה אם השוק צריך לקבוע את שער החליפין. אם מקבעים את שער החליפין זה נותן אינפורמציה לציבור. מצד שני, אם יש שער חליפין נייד אזי יש לפרטים חופש לפעול בשוק כאוות נפשם. ככל שהרצועות קרובות יותר – שער החליפין הוא יותר קבוע. ככל שהרצועות מתרחקות, כך שער החליפין מתנייד יותר. שער החליפין התקרב מאוד לרצועה התחתונה. משמעות הרצועות – הבטחת בנק ישראל לא לרדת מתחת או מעל לרצועות. אנו רואים כי לא היתה חריגה מהגבול העליון. אך שער הריבית הגבוה במשק, שגרם לעודף גדול של דולרים, לחץ את שער החליפין של ישראל לעומת הדולר כלפי מטה.

יש לשים לב שרעיון ה-PPP דחף את מדיניות הבנק בעשור האחרון.

משטרי שערי חליפין

א. שער חליפין נייד עם מגבלות על החזקת נכסים זרים

נחזור למודל הדורות שממנו התחלנו, בו אנשים רשאים לקנות מוצר מהיכן שהם רוצים.

מה קובע את שער החליפין?

אפשר לחשוב שקיים ה- V המקומי (1 חלקי רמת המחירים) וה- V^* הזר. שער החליפין מתאים עצמו לקיום PPP. לחילופין, אפשר לחשוב שקיים $V^* - 1 - e$, ורמת המחירים המקומית V היא שמתאימה עצמה. מה, אם כן, הסדר הנכון?

התשובה לשאלה זו תלויה במגבלה על החזקת נכסים זרים.

נניח שבמדינת הבית המאוכלסת על ידי דורות חופפים יש אינפלציה המונעת על ידי מענקים קצובים המועברים לאוכלוסייה בקצב $(z-1)$ לתקופה. יש אפשרות לסחור במוצרים עם חו"ל אבל אין אפשרות להחזיק דולרים. זאת אומרת, יש שני נכסים במערכת – כסף מקומי וכסף זר. אי אפשר להחזיק בנכס השני. לכן, בעיית ההחלטה של הפרט תינתן על ידי:

$$c_1(t) + V(t)m(t) = w_1$$

$$c_2(t+1) = w_2 + V(t+1)m(t) + V(t+1)h(t+1)$$

הפרטים חושבים שהם מקבלים מענק של $h(t+1)$ ש"ח בתקופה. אין אפשרות לקנות דולרים בהיות הפרט צעיר. לפיכך, אין זכר למדינה הזרה ולמטבעה במגבלות התקציב. נזכור כי C הוא אותו מוצר שקיים בשתי המדינות, ללא הבדל. המקום בו הפרט קונה את מוצר התצרוכת לא משנה.

לכן, מגבלות התקציב זהות לאלו של משק סגור (בו אין אפשרות לסחור עם מדינה זרה). בשיווי משקל מתקבל:

$$N(t)q(w_1, w_2 + V(t+1)h(t+1), \frac{V(t+1)}{V(t)}) = M(t)V(t)$$

$$h(t+1) = (z-1) \frac{M(t)}{N}$$

הגודל $M(t)V(t)$ זהו היצע הכסף המקומי. שווי משקל המתקבל זהה במקרה זה לשווי המשקל במשק סגור. מכאן, שבשווי משקל:

$$\frac{V(t+1)}{V(t)} = \frac{1}{z}$$

כמו שראינו בעבר, ואין הבדל בין משק פתוח למשק סגור במקרה זה. במילים אחרות, אפשר לקבוע את רמת המחירים במשק שלנו, כפי שעשינו בעבר. מתוך המחירים שיקבעו אפשר יהיה לקבוע שער חליפין.

המסקנה: שער חליפין נקבע על ידי יחסי רמות המחירים בשני המשקים. לכן קודם נקבע את $V(t)$ ומתוכו נגזור:

$$e(t) = \frac{V(t)}{V^*(t)}$$

האם הם יקנו יחידות מוצר בחו"ל? לא ברור. המוצרים זהים בשני המקומות, ואין כל חשיבות לשאלה היכן הם נרכשים.

עם זאת, המערכת הזו נמצאת בשווי משקל במובן שסך התצרוכת שווה לסך התוצר. בעולם כזה:

$$c_1(t) + c_2(t) = w_1 + w_2$$

מכאן שאין עודף או גרעון בחשבון השוטף. העובדה שהשימושים (במקרה שלנו תצרוכת בלבד, כי אין ממשלה או השקעות) שווים למקורות (המענקים) פרושה שהיצוא שווה ליבוא ואין עודף/גרעון בחשבון השוטף.

המודל מייצג מצב במציאות בו הדבר היחיד שמותר לעשות זה לסחור עם חו"ל. אסור לפרטים להחזיק במט"ח ואסור לקחת הלוואות בחו"ל או לתת הלוואות לחו"ל. איזה עסקאות הם יכולים לקיים? כל עסקה עם חו"ל צריכה להיות ממומנת ע"י מסחר בשוה ערך. למעשה, אין דרך אחרת לקיים סחר אלא על ידי חליפין. לפיכך, המאזן המסחרי יהיה מאוזן על פי הגדרה. אין שום דרך לממן עודף יצוא או יבוא.

במודל, אם המוצר בארץ ובחו"ל זהה לחלוטין, אין חשיבות איפה המוצר נקנה וגם לא יודעים איפה הוא נקנה. אפשר שיש החלפה בין תפוז בארה"ב ותפוז בארץ. אם ישראלי קנה תפוז בחו"ל זה בהכרח אומר שאמריקאי קנה תפוז בארץ. אין דרך אחרת בה הם הגיעו למצב זה. זה נובע מחיזוי ה-PPP, לפיו יחס החליפין חייב להיות אחד לאחד. תוצאת הסחר מאוזנת.

ב. שער חליפין קבוע

המשטר הזה הוא מעין זה שנקבע ב Bretton Woods. כיום יש נטיה לחזור לשערי חליפין קבועים, למשל הסכמי מאסטריכט של האיחוד המונטרי באירופה. הסכמים אלה דומים למצב בין המדינות בתוך ארה"ב שהחליטו להשתמש באותה מטבע – כלומר, בשער חליפין קבוע.

נתחיל במצב בו אין ברית בין שתי מדינות ריבוניות, והן מקבעות את שערי חליפין שלהן. לדוגמה, ישראל קבעה בין השנים 1952-61 את שער חליפין של 1.80 בין הלירה לדולר. השער הזה נקבע על ידי ישראל יחסית לשאר העולם.

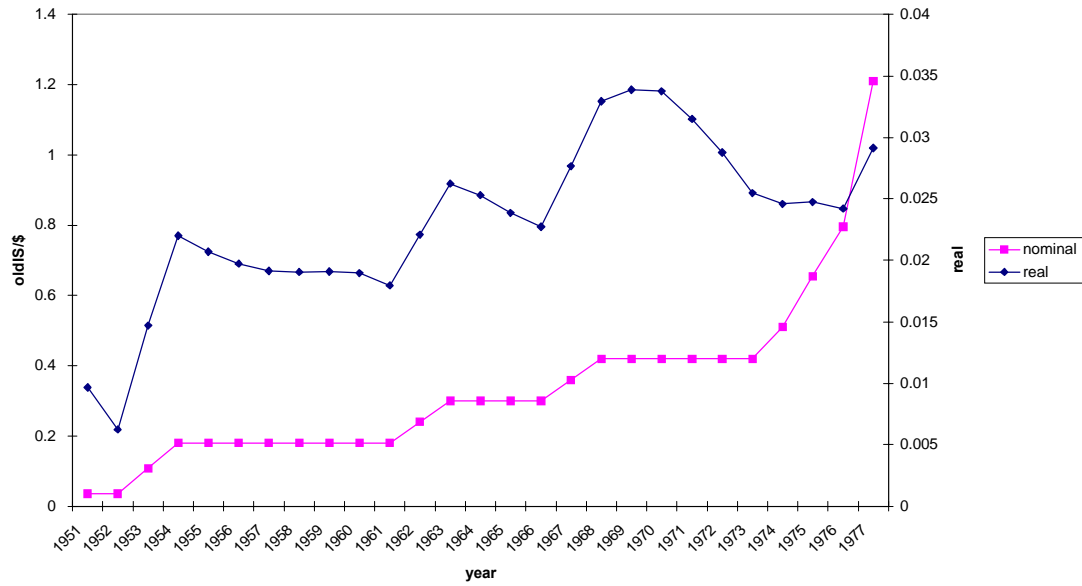
נסתכל על שער החליפין הריאלי, בהנחה ששער החליפין הנומינלי (מטבעות) נשאר קבוע. מסתכלים בעצם על הגודל

$$\frac{\bar{e}V^*(t)}{V(t)}$$

כאשר \bar{e} קבוע. נניח שבארץ האינפלציה גבוהה מזאת בחו"ל. פירושו של דבר שהמנה הנ"ל עולה. שער החליפין הריאלי יעלה, יש תיסוף ריאלי. פירושו של דבר שהמוצרים בחו"ל מוזלים יחסית למוצרים בארץ.

נחזור לשקף: Nominal and Real Exchange Rates 1951-1977.

Nominal and Real Exchange Rates: 1951-77



רוב הזמן אנו נמצאים במשטר שנקבע ב-Bretton Woods, כלומר מדינת ישראל מקבעת את שער החליפין בין הלירה לדולר. אנו רואים כי עד שנת 1963 היה שער החליפין בין ישראל לארה"ב 1.80 לירה לדולר. בשנת 1964 עלה שער החליפין ל-3 לירות לדולר. בשנת 1970 קפץ 4.20 לירות לדולר. אלה הם התנודות בשער החליפין הנומינלי. לעומת זאת נרצה לבחון את שער החליפין הריאלי בתקופה זו. האינפלציה בארץ גבוהה מהאינפלציה בארה"ב ולכן שער החליפין הריאלי יורד כל עוד הנומינלי נשאר קבוע. בשנות ה-70 האינפלציה מגיעה ל-30-50% בשנה ואז קצב התיסוף הריאלי עולה. התוצאה במצב כזה: מגדילים יבוא כי מוצרי היבוא זולים יחסית למוצרים מקומיים. עקב כך, הביקוש לדולרים גדל. נוצרת ספקולציה נגד המטבע המקומי. הביקוש לדולרים גובר והיצע המט"ח לא היה מספיק. כדי להמשיך ולתמוך בשער החליפין במצב כזה, הבנק המרכזי בארץ צריך להחזיק מלאי של דולרים שיספק את הביקוש. אך מדינת ישראל אינה רשאית להדפיס דולרים. התוצאה הבלתי נמנעת: מבצעים פיחות. ברור כי עצם הציפייה לפיחות מעודדת את הספקולציה. מנקודת מבטו של הפרט, כדאי מאוד לאגור מטבע זר, כי מחר יהיה פיחות. עם התממשות הפיחות מוכרים בחזרה את הדולרים (שעלו, ננית, 1.80 לירות לדולר) תמורת 3 לירות. זה מאיץ את קצו של המשטר של שער החליפין הקבוע. כמעט אין אפיזודה בעולם בה הבנק המרכזי שניסה להגן על שער חליפין קבוע למטבע המקומי הצליח בכך.