

פרק ט"ז

התפתחויות העיקריות בשוקי הכספים וההון

הגורמים הבולטים בהתרחשויות בתחום המוניטרי בשנת 1975 היו הזרמת נזילות רבת היקף מחד גיסא, וספיגתה דרך מאזן התשלומים — הן בשל הגירעון המבני הגלום בו והן בשל ציפיות לשינוי שער החליפין — מאידך גיסא. עליית אמצעי התשלום היתה אטית מקצב האינפלציה, ולפיכך נרשמה ירידה ביתרות הריאליות, בדומה לשנה הקודמת.

הזרמת הנזילות מצד הסקטור הציבורי — המשקפת עודף תשלומים על תקבולים מקומיים — הגיעה לכ-5.5 מיליארד ל"י, והזרמת בנק ישראל, שמקורה בעיקר בקרנות האשראי המכוון, הסתכמה בכ-1.5 מיליארד ל"י. להמחשת משמעותה של הזרמה רבת היקף זו נציין, שבסיס הכסף הצר (דהיינו סך הנכסים הנזילים בידי הבנקים, בתוספת המזומנים בידי הציבור) הסתכם בראשית השנה ב-6.9 מיליארד ל"י, כלומר, שווה בגודלו להיקף ההזרמה שנעשתה במרוצת השנה. הזרמה בהיקף כזה בהשוואה לבסיס הכסף היתה בבחינת פוטנציאל של התרחבות מוניטרית אדירה. בדיעבד, היתה ההרחבה המדודה בבסיס הכסף מתונה ביותר (כ-500 מיליון ל"י) בשל ספיגה מסיבית של נזילות דרך מאזן התשלומים: הגירעון במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי, אשר פירושו המוניטרי הוא רכישת מטבע חוץ בידי סקטור זה תמורת ל"י, הביא לספיגה של כ-6.5 מיליארד ל"י.

בניגוד לשנים 1970–1973, בהן עלה יבוא ההון של הסקטור הפרטי על הגירעון שלו בחשבון השוטף (דהיינו, עודף יבוא הסחורות והשירותים על יצוא סחורות ושירותים) — התהפכו היוצרות בשנתיים האחרונות, ויבוא ההון של הסקטור הפרטי לא הדביק את העלייה התלולה שחלה בגירעון בחשבון השוטף. כתוצאה מכך, הפך הסקטור הפרטי ממוכר לרוכש, נטו, של מטבע חוץ מבנק ישראל. הגירעון במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי, בחלקו הינו מבני, פועל יוצא של ההתפתחויות במשק הישראלי ובעולם (הכנסות, מחירים יחסיים, תנאי סחר, העברות עולים וכד'); אולם בחלקו משקף הגירעון, ככל הנראה, את נטייתם של פירמות ומשקי בית להגדלת ההחזקה של נכסים במטבע חוץ, פיננסיים וריאליים, לנוכח ציפיות לפיחותים ריאליים (דהיינו, שינוי בשער החליפין של הל"י בשיעור העולה על קצב האינפלציה). למצב זה השלכות שחשיבותן רבה על ההתפתחויות המוניטריות במשק, שעוד יפורטו להלן.

האשראי הבנקאי לציבור, במטבע ישראלי ובמטבע חוץ¹, היה בממוצע שנתי גבוה בכ-53

¹ האשראי במטבע חוץ משוערך בהתאם לשערי החליפין ששררו על פני השנה. נקטנו שיטה זו משום שגם כלל השימושים, אליהם משווים את האשראי, נמדדים במחירים שוטפים. נכון הוא, שאת שיעורך האשראי רצוי לעשות בצורה "מעודנת" יותר, כדי שזרמי האשראי יתאימו מבחינת התלכדותם על פני זמן לזרמי היצוא. על אף מגבלה זו, עדיף לאמוד את גידול האשראי בצורה המובאת כאן, מאשר בערכו במונחי דולרים.

אחוזים בהשוואה לשנת 1974. זהו שיעור גידול העולה בהרבה על זה של השימושים במחירים שוטפים שהגיע לכ-39 אחוזים בלבד. כך, ששיעור האשראי ביחס לכלל השימושים עלה. התמונה דומה גם באשראי לזמן ארוך ובינוני, שהוענק על ידי המוסדות הכספיים בעיקר לצרכי השקעות: נרשמה בו עלייה בכ-44 אחוזים, שעה שההשקעה במשק, במחירים שוטפים, עלתה בשיעור של כ-36 אחוזים בלבד. זאת ועוד, עצם זמינותו של האשראי לזמן ארוך ובינוני, שמוענק בשערי רבית גמורים וגלומה בו סובסידיה גדולה, היתה מן הגורמים שדחפו לעלייה הרבה בהשקעות, על אף קיומו של עודף כושר ייצור ניכר וקפאון בפעילות הכלכלית הכוללת במשק.

הגידול הרב באשראי הבנקאי לציבור, לא לווה בגידול מקביל בנכסים הנזילים, והתוצאה היתה חריגה גדלה והולכת מהוראות הנזילות של בנק ישראל, כלומר, היווצרותם של גירעונות נזילות כבדים במערכת הבנקאית. מבחינת השפעתם על ההרחבה המוניטרית, שקולה הגדלת גירעונות הנזילות כנגד הזרמה; מאידך גיסא, הרחבת אשראי בדרך של יצירת גירעונות נזילות, גורמת לעלייה ב"עלות ייצור" האשראי מנקודת ראות הבנקים, בשל קיומם של קנסות על חריגות מדרישות הנזילות, ובכך נוצר לחץ להעלאת שער הריבית. במובן זה ניתן לראות בקיומם של הגירעונות ומערכת הקנסות עליהם מעין נכיון משנה, הנעשה ביוזמתם ובהחלטתם הבלעדית של הבנקים, בשערי נכיון גבוהים מאלה הרגילים.

הריבית על האשראי שניתן מאמצעיהם החופשיים של הבנקים הועלתה השנה מספר פעמים, בשיעור כולל של למעלה מ-5 אחוזים; לקראת סוף השנה, היתה שכיתה ריבית של 30 אחוזים ומעלה על קווי אשראי (במסגרת חח"ד) ושל כ-40 אחוזים על חריגות ממכסות האשראי, דהיינו, על אשראי שולי, אף בקרב לוויים טובים. העלייה בשער הריבית היתה תוצאה הן של גורמים מצד עלות האשראי לבנקים, כאמור, והן של גורמים מצד הביקוש: קיומם של פיתוחים תכופים וודאיים, במסגרת מדיניות הפיחות הנוחל, בשיעור שנתי של 25 אחוזים ומעלה (מאז חודש יוני 1975 ועד חודש מאי 1976, נעשו פיתוחים בשיעור מצטבר של 30 אחוזים) העלתה את הריבית האפקטיבית על האשראי במטבע חוץ, מנקודת הראות של מקבלי, ל-30 עד 35 אחוזים. סביר לשער, שמקבלי אשראי במטבע חוץ (או צמוד אליו) יהיו מוכנים להמירו באשראי בל"י, בשער ריבית שאינו עולה על רמה זו. מכאן, שהפיחות הנוחל והציפיות לפיתוחים ריאליים בעתיד קובעים מעין "רצפה" לשער הריבית על האשראי החופשי. אין לראות, איפוא, ברמה הנוכחית של שער הריבית תוצאה של דחקות מוניטרית במובן הקונבנציונלי שלמושג זה, וניתן לצפות לכן שריבית בשיעורים אלה תהיה בבחינת תופעת קבע, לפחות כל עוד תקף תהליך הפיחות הנוחל בקצבו הנוכחי. זאת ועוד: יש לראות בעלייה זו בשער הריבית התפתחות מוניטרית חיובית, בכך שהיא מונעת דלדול מהיר של יתרות מטבע החוץ, בהקטינה את הכדאיות של קבלת אשראי למטרות ספקולציה במטבע חוץ.

אמצעי התשלום היו גבוהים, בממוצע שנתי, בכ-31 אחוזים בהשוואה לשנת 1974, ובכך נמשכה הירידה ביתרות הריאליות שאיפיינה גם את השנה הקודמת. התפתחות זו, שביטויה האחר הינו עלייה במהירות המחזור של הכסף, הינה תולדה של ההתנהגות הכלכלית של הציבור, ומשקפת את התאמת תיק נכסיו לקצבי האינפלציה הצפויים ולתשואה על החזקת נכסים במטבע חוץ, ואין לראות בה תוצאה של אמצעי מדיניות אקסוגני שכוון לצמצום מוניטרי במשק.

התמונה המתקבלת, איפוא, הן מנתוני ההזרמה והן מנתוני האשראי, חרף העלייה בשערי הריבית, היא של התרחבות מוניטרית מהווה פוטנציאל לגידול פעילות ריאלי ניכר. בדיעבד, ההתרחבות המוניטרית הפוטנציאלית לא הביאה לידי הרחבה בביקושים המקומיים: לראשונה מאז שנות המיתון של 1966 ו-1967, לא נרשמה השנה צמיחה כלכלית כלשהי, וההתרחבות המוניטרית אפשרה בעת ובעונה אחת רכישות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי בהיקף העולה על זה שהתחייב מרמת הפעילות הכלכלית. כן אפשרה ההתרחבות המוניטרית את גלגול הגידול בהוצאות, שנבע מאמצעי המדיניות ומעליית השכר על המחירים, בלי שיחול גידול באבטלה.

כמצויין לעיל, היו ממדי ההזרמה ב־1975, ובעצם מאז המלחמה, גדולים ועצומים בהשוואה לבסיס הכסף. מאליה נשאלת השאלה, באיזו מדה היה מחובתו של בנק ישראל, כרשות מוניטרית מרכזית במשק, לנקוט אמצעים נמרצים לקיווה, המלא או החלקי, של הזרמה זו.

יש להדגיש, שההזרמה הגדולה של הסקטור הציבורי אינה אלא ביטוי מוניטרי לעודף הביקוש העצום של סקטור זה, ולפעולות אשראי, הדומות בחלקן, מבחינת השפעתן, לעודף ביקוש (בין השנים 1972 ל־1974 גדל עודף ביקוש זה, במונחים ריאליים, כמעט פי שלושה, וברמה גבוהה זו התייצב ב־1975. ראה פרק י': "פעולות הסקטור הציבורי"). ממדיו של עודף הביקוש הם משורשי בעיית מאזן התשלומים של המשק, וצמצומו הינו תנאי הכרחי לירידה משמעותית, ובקצב הדרוש, בגירעון בחשבון השוטף. אין לצפות, ואף לא רצוי מבחינת התוצאות הצפויות, להטיל על האמצעים המוניטריים את עיקר מעמסת הקיזוז של ההזרמה הגלומה בעודפי הביקוש של הסקטור הציבורי.

כאמור, הזרמת הסקטור הציבורי הינה, מעיקרה, הביטוי המונטרי לעודפי הביקוש של סקטור זה. מכאן, צמצום בהזרמה המוניטרית של הממשלה היה גורם הן להקטנת רכישות מטבע חוץ בידי הסקטור הפרטי, והן לצמצום ישיר של הביקושים הריאליים במשק, — תוצאות רצויות מנקודת ראות מאזן התשלומים ושינוי מבנה המשק. על רקע זה יש להעריך גם את המדיניות המוניטרית של בנק ישראל בשנת 1975. כמובהר, לא ניתן ואף לא היה רצוי, להטיל עליה את עיקר תפקיד הספיגה המוניטרית; אולם סביר לשער, שמדיניות אפקטיבית יותר של אכיפת דרישות הנזילות על הבנקים, ומניעת היווצרותם של גירעונות כה גדולים — שהיתה מאיטה את קצב התרחבות האשראי — היתה פועלת באותם כיוונים רצויים כהקטנת ההזרמה מצד הסקטור הציבורי, דהיינו לצמצום הפעילות הריאלית ורכישות מטבע החוץ. זאת ועוד: כיוון שלענפי היצוא מובטח אשראי מועדף בלאו הכי, הרי עיקר הפגיעה של צמצום האשראי היתה בענפים המייצרים לשוק המקומי, — דבר העולה בקנה אחד עם מטרות המדיניות הכלכלית.

עצם החרפתה של בעיית מאזן התשלומים — שביטויה המובהק עד לפיחות נובמבר 1974 היה ירידה מהירה ביתרות מטבע החוץ, ועלייה גדולה בהתחייבות המשק במטבע חוץ, לזמן קצר — הגבירה בקרב הציבור את המודעות לבעיה, ובעקבות זאת את הציפיות לפיחות ריאלי בהיקף משמעותי. קיומן של ציפיות אלה מתאשר בעובדה, שעל אף ביצוע סידרת פיחותים זוחלים מאז יוני 1975 ופיחות של 10 אחוזים בחדש ספטמבר, עלה הפער היחסי בין שער "הדולר השחור" ושער הנת"ד לבין השער הרשמי בהתמדה מאז אמצע השנה, וכן עלו בתלילות מחירי ניירות ערך הצמודים לשערי החליפין.

התפתחות זו גרמה לתהליך שה התאמה "בתיק הנכסים" של הציבור, בכיוון של הגדלת חלקם של הנכסים הצמודים למטבע חוץ. אין לאל ידינו למדוד ישירות את ממדיו של התהליך, אך נוכל למנות מספר מאבחנים המצביעים על כיוונו: (א) עלייה מהירה ביותר בשעריהם של ניירות הערך הצמודים או הנקובים במטבע חוץ (ראה פרק י"ט: "השוק לניירות ערך"); (ב) יבוא בפועל של תשומות לייצור מעבר למתחייב מרמת הפעילות השוטפת, דהיינו, צבירה של מלאי חומרי גלם מיובאים (ראה פרק ד'); (ג) עלייה בקצב מהיר יותר ביבוא נכסי השקעה מן העלייה בהיקף ההשקעה עצמה (ראה פרק ח': ההשקעה והבנייה במשק); (ד) הקדמת תשלומים שונים במטבע חוץ; וכן ירידה בסעיפים אחדים של יבוא ההון, כמו העברות פרטים, השקעות וכד'.

בסופו של דבר, מצא תהליך זה את ביטויו המרכזי בהגדלת הגירעון במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי, ובמקביל בספיגה מוניטרית של מירב ההזרמה מצד הסקטור הציבורי ובנק ישראל.

חלק ניכר מכלל הזרמת הנזילות למשק (כ־1.5 מיליארד ל"י) נעשה בידי בנק ישראל, ובעיקר דרך קרנות האשראי המכוון. מטרתן המקורית של קרנות אלה היתה לדאוג לזמינות אשראי לשימו-

שים מועדפים ובעיקר ליצוא, כשהפער בין הריבית ששולמה על האשראי המועדף לריבית על אשראי חופשי היה קטן, באופן יחסי. אולם עם גבור קצב האינפלציה בשנים האחרונות, בעיקר מאז המלחמה — הפכו הקרנות הלא צמודות למקור סובסידיות למקבליהן, בשל הפער שהלך והתרחב בין הריבית המשולמת על האשראי המכוון, מחד גיסא, לבין קצב עליית המחירים והריבית המשולמת על האשראי החופשי, מאידך גיסא. תמיכה ביצוא, כשלעצמה, הינה רצויה לאור חומרת בעיות המשק הישראלי בתחום מאזן התשלומים; ברם, הענקתה דרך קרנות אשראי הינה בעלת השלכות שליליות, משני טעמים: (א) היא גוררת הזרמה מוניטרית גדולה בהרבה מזו שהיתה מתחייבת אילו ניתנה התמיכה במישרין, דרך התקציב, ולכך השפעה שלילית על מאזן התשלומים עצמו; (ב) בשל השיטה לפיה מוענק האשראי במסגרת קרן היצוא לשם יצוא (המבוססת על חישובי מחזוריות ייצור של הפעלים), מפלה התמיכה בין היצואנים לפי קריטריונים בלתי־רלבנטיים לעידוד היצוא. כך, על אותו ערך מוסף במטבע חוץ, עשויים שני מפעלים להנות מתמיכה שונה ביותר, אם מחזוריות הייצור שלהם שונה. הצמדת האשראי הניתן במסגרת קרנות היצוא לשער החליפין היתה מביאה לשימוש חסכוני יותר באשראי בלי לפגוע בצורכי המימון הממשיים, ובכך היתה תורמת להקטנת ההזרמה המוניטרית — על התוצאות השליליות המתלוות אליה.

גם באשראי לטווח בינוני וארוך, המוענק באמצעות המוסדות הכספיים, אך בהכוונה ממשלתית כמעט מלאה, גלומה סובסידיה, שהלכה וגדלה בשנים האחרונות בשל התרחבות הפער בין שער הריבית לבין קצב עליית המחירים. תהליך זה, של גידול הסובסידיות להשקעות, הינו בעל השפעה שלילית על הקצאת המקורות במשק, בשל העיוות שהוא מכניס במחיר היחסי של ההון. אין ספק, שבכך טמון חלק מן ההסבר לגידול עודף כושר הייצור במשק בשנתיים האחרונות, על המשמעות השלילית שנודעת לכך מבחינת מאזן התשלומים. השפעה חשובה נוספת הינה בתחום חלוקת ההכנסות במשק, ובכוון שלא עולה בהכרח בקנה אחד עם מטרות המדיניות בתחום זה.

היבט נוסף, הראוי לציון, הוא שבמצב הנוכחי ניתנות סובסידיות בהיקף גדול לסקטורים שונים במשק מבלי שתתקבל על כך החלטה בדרך המקובלת. חישוב זהיר מורה, שאילו ניתנה במישרין הסובסידיה בגין יתרת האשראי לזמן ארוך ובינוני, היה על הממשלה לתקצב השנה בלבד סכום העולה על 3 מיליארד ל"י (ראה פרק י"ח). מן האמור לעיל ברור, שרצוי להחזיר לשער הריבית ולאשראי את תפקידיהם הכלכליים — במקום השימוש בהם כמכשיר למתן סובסידיות.

כאמור, שיעור העלייה ביתרה הממוצעת של אמצעי התשלום ב־1975 היתה נמוכה מעליית המחירים, (אף כי על פני השנה, היתה העלייה דומה בקירוב לקצב עליית המחירים). בנכסים הכספיים הלא־צמודים האחרים — פיקדונות לזמן קצוב ומילווה קצר מועד — התמונה חריפה יותר: הרמה הנומינלית נשארה בלא שינוי במרוצת כל השנה, כך, שבערכם הריאלי חלה ירידה במלוא שיעור עליית המחירים. התפתחויות אלה בנכסים הלא צמודים עולות בקנה אחד, לפחות מבחינת כיוון, עם הצפוי לנוכח עליות המחירים.

ראוי להדגיש מספר דברים אשר להתפתחות הנכסים הצמודים שבידי הציבור:

(א) בהמשך למגמות שנסתמנו כבר ב־1974, נטה הציבור, ככל הנראה, לצמצם את ההחזקה הישירה של איגרות החוב, אף כי המעבר היה בעיקר לקרנות נאמנות אשר במהותן קרובות להחזקה ישירה. אינדיקציה לכך יש בפירוט מקורות המימון של המערכת המוסדית של שוק ההון, בו ניתן לראות שהציבור מכר נטו למוסדות אלה איגרות חוב בסכום של כ־650 מיליון ל"י (ראה לוח י"ח־3). יש להדגיש, שאין כוונת הנאמר כאן לכך שערכן של איגרות החוב המוחזקות במישרין בידי הציבור ירד; אדרבא, ערכן ככל הנראה עלה, בעקבות העלייה במחירי השוק שחלה במרוצת השנה. מכירת איגרות החוב שבידי הציבור למשקיעים המוסדיים התרחשה, רובה ככולה, במחצית השנייה של השנה.

(ב) ההשקעה בתכניות החיסכון (נטו ממשיכות) גדלה ב-1975 בכ-28 אחוזים בהשוואה ל-1974, אולם כל הגידול חל במחצית הראשונה של השנה; במחצית השנייה נרשמה ירידה לרמה שנתית מוחלטת דומה לזו של שנת 1974.

(ג) גידול רב נרשם בהשקעות הציבור בקרנות נאמנות — מ-1 מיליארד ל"י ב-1974 לכ-1.9 מיליארד ל"י ב-1975. זאת ועוד, עיקר הגידול חל במחצית השנייה של השנה (וככל הנראה בחודשים האחרונים), שבה היתה הרמה כפולה מזו שבמחצית הראשונה.

את נטיית הציבור לצמצם את ההחזקה הישירה של איגרות חוב ניתן לראות כתוצאה משולבת של חששותיו מפני צעדים ממשלתיים שיפגעו בהפרש ההצמדה — לעומת חסינות יחסית של חסכוניות מוסדיים — ושל השונות הגדולה יותר של התנודות בשערים ובתשואות בין איגרות החוב השונות, דבר המחייב מומחיות רבה יותר לביצוע השקעה פיננסית יעילה.

האמור לעיל מתייחס להרכב הפנימי של חיסכון הציבור בנכסים פיננסיים. באשר לסך החיסכון הפיננסי, יש להדגיש את העובדה, שבמחצית השנייה של השנה נרשמה בו ירידה, במונחים נומינליים, בכ-15 אחוזים.

אינדיקטורים מתחום החשבונאות הלאומית מורים על כך, שבמחצית השנייה של השנה חלה התאוששות בפעילות הכלכלית, שהתבטאה הן בגידול התוצר והן בגידול בצריכה. אין בידינו נתונים על חיסכון הסקטור הפרטי, כהגדרתו בחשבונות הלאומיים, על פני השנה, אך לאור האמור לעיל ניתן היה לצפת לכך שיחול בו גידול. מכל מקום, קרוב לוודאי שההכנסה הפנויה, במונחים נומינליים, עלתה במחצית השנייה של השנה. העובדה שבחיסכון הפיננסי המקומי נרשמה ירידה מוחלטת, מצביעה על כך שהציבור העדיף להגדיל את הצריכה ואת הרכישה של אותם נכסים הנקובים במטבע חוץ.

"ברייחת" הציבור מפני השקעה בנכסים פיננסיים מקומיים משקפת, כפי הנראה, את חששותיו מפני פגיעה בחסכוניות הצמודים, ולא פחות את ציפיותיו לעלייה מהירה, יחסית, במחירי מוצרים שמקורם ביבוא ושל נכסים הנקובים במטבע חוץ.

המסקנה היא, כי למרות שהזרמות הנוזלות למשק היו מעבר למה שהתחייב מצורכי מימון הגירעון המבני במאזן התשלומים, לא נתקיימו במשק התנאים הנאותים להפניית עודפי הנוזלות לאפיקי חיסכון פיננסי מקומי, ובמקום זאת הוחרפה בעיית מאזן התשלומים.

מכיוון שבעיית ההזרמה העודפת אינה נחלת העבר בלבד, יש לייחס חשיבות יתירה ליצירתם של תנאים, אשר ימנעו השפעה הרסנית של עודפי הנוזלות על מאזן התשלומים.

השינויים, שהונהגו בחודש דצמבר בשוק ההון (ראה פרק י"ט: השוק לניירות ערך) השפיעו דווקא בכיוון של צמצום משמעותי בכושר ההנפקה של איגרות חוב לציבור ולמשקיעים מוסדיים — ובכך יש בהם כדי להכביד על ההתמודדות עם עודפי הנוזלות הגלומים בתקציב הנוכחי של הממשלה.