

הצמדת נזירות ערך בישראל

הציבור יקטין את יתרונות המזומנים שהוא מחזיק בצורה של כסף רשמי, מהירות המחזור של הכסף תלך והגדל והסכנה האינפלציונית תגבר כיוון שכל הוצאה של כסף חדש תביא ליצירת לחץ אינפלציוני גדול פי כמה.

אין להתעלם גם מן הבעיות החשבונאיות המתעוררות בעת הכנת המאזנים ע"י הכנסת יחידת חישוב חדשה הצמודה לכוח קנייה. בעיות אלה קשורות קשר הדוק גם בדרכי החישוב של הבלאי.

סוגי הצמדה.

בקביעת יחידת חישוב יציבת-ערך לצרכי הצמדת מילות קיימות שלוש אפשרויות:—

א. הצמדה למחיר תוצרת הלווה;

ב. הצמדה למדד מחירים כללי;

ג. הצמדה למחיר הזהב או לשער מטבע-חוץ.

מטרת הצמדה היא, כאמור, למנוע מהלווה והמלווה כאחד את הסיכון הכרוך בשינויים העלולים לחול ברמת המחירים, וע"י כך בכוח הקנייה של הכסף. לכן, אין ספק שהדרך הטובה יותר לביטול הסיכון היא הצמדתם של המילות למדד מחירים המשקף את רמת המחירים הממוצעת במשק. ככל שמדד המחירים הוא כללי יותר, הרי הוא משקף בצורה יעילה יותר את התנודות ברמת המחירים הממשית והוא נתון פחות להשפעות הכוונה מלאכותיות. אולם, למרות עדיפותו של מדד המחירים הכללי, מקובל לא פחות להצמיד מלוות למחירים של מוצרים מסוימים: מחיר תוצרת הלווה, מחיר הזהב או שער מטבע חוץ.

הצמדה למחיר תוצרת הלווה מייצבת את ערך ההלוואות עבור הלווה, מכיוון שיחידת הערך נעה במקרה זה עם הכנסותיו. הסיכון לגבי שינויים במחירה של תוצרת זו, יחסית לרמת המחירים הכללית, מוטל כולו על המלווה — אשר אינו בקי בדרך כלל, בענף אשר על השינויים במחיריו הוא למעשה מהמר.

השיטה המקובלת השנייה, הצמדת מילות לשער מטבע חוץ סובלת משתי מגרעות: — שער החליפין של המטבע רגיש במיוחד לנטיות אינפלציוניות, ובמדינות אשר בהן נקבע שער המטבע באופן חפשי תהינה לכן התנודות בשער החליפין חזקות יחסית לתנודות של רמת המחירים הממוצעת. במדינות אשר שער החליפין שלהן קבוע אין בו תנודות כלל, אלא קפיצות הדר-

הצמדת מילות ליהדות חישוב יציבת-ערך נהוגה לעיתים במדינות שיש בהן נטייה מתמדת לעליית מחירים או ציפיה לכך. במשקים כאלה בדרך כלל יד-רוש המלווה שער ריבית גבוה במידה שיספיק לתת לו מלבד שער ריבית ממשי, גם פיצוי עבור היהידה הצפויה של ערך הכסף. שער ריבית זה ייראה גבוה מדי בעיני הלווה, אלא אם כן הוא שותף לאותן ציפיות עצמן. הצמדת המלוות באה להבטיח למלווה את החזרת כספו בערכו הממשי מבלי שיוקק לספקולציות לגבי עליות המחירים ולריבית נשך כתוצאה מכך. מצד שני ניתנת ללווה ע"י כך גישה לכספים שלא היו עומדים לרשותו בלעדי ההצמדה.

ההצמדה עלולה להשפיע על התפתחות המשק בכללו בשני כיוונים. בהקטינה את הסיכון של המלווה, עשויה ההצמדה להיות גורם לעידוד החיסכון, ולהחליש ע"י כך את הלחץ האינפלציוני, אם במישורין ע"י הקטנת ההוצאות במשק, ואם בעקיפין ע"י הגדלת ההשקעות שתוצאותן הגברת התפוקה.

בזמנים של אינפלציה בדרך-כלל נמצאים הלווים נשכרים, בעוד שהמלווים נפגעים, ולפיכך מפעילים לחץ לריסונה. ע"י ההצמדה נעשים המלווים מוגנים בפני האינפלציה, בעוד שהלווים חדלים להיות מעוניינים בה. כיוון שקבוצת הלווים במשק גדולה בדרך כלל בהרבה מקבוצת המלווים, יכולה להיות עובדה זו גורם לא מבוטל ביצירת הלך רוח כללי נוח יותר לריסון האינפלציה.

לעומת גורמי ריסון אלה יכולה ההצמדה לפעול בכיוון של הגברת הלחץ האינפלציוני מכמה סיבות —

1. בהוצאות הייצור נוסף גורם העולה בד בבד עם עליית המחירים, ולפיכך הוא עלול להגדיל את האינפלציה של הוצאות;
2. קבלת עיקרון ההצמדה ע"י הממשלה, ובעיקר לגבי הלוואות שהיא נוחנת, עלולה ליצור את הרושם כאילו הממשלה עצמה מצפה לעליית מחירים, ומבקשת להתגונן מפניה. הדבר עלול לחזק אותה הרגשה גם בקרב הציבור וליצור אווירה כללית של חששות אינפלציוניים.
3. התפשטותו של המנהג לשטחים רחבים יותר ויותר עשויה להביא להוצרות סוג חדש של אמצעי תשלום, נקוב בערכים של כח הקנייה.

פעמיות במקרה של דוולואציה. במצב זה ודאי שאין לראות את שער החליפין כמשקף את רמת המחירים הממשית לאורך ימים.

ניירות-ערך צמודים

בישראל שבה פעלו מגמות אינפלציוניות כמעט בהתמדה מאז הקמתה השתמשו בצורה זו או אחרת בכל שלוש שיטות ההצמדה כדי לגייס כספים לשוק ניירות-הערך.

ניירות-הערך הראשונים שהיו צמודים למעשה לשער מטבע-חוץ, היו אלה שלפני הקמת המדינה היו רשומים בלונדון וערכם היה נקוב בליש"ט בעת הקמת המדינה. לסוג זה השתייכו מניות רגילות ומניות הבכורה של חברת האשלג. מניות חברת החשמל הא"י ומניות חברת החשמל הירושלמית.

בשנים 54—1948 חלה ירידה בשעריהן של רוב המניות הרגילות ומניות הבכורה הרשומות בישראל, אך בניירות מועטים חלה עלייה של 20—10 אחוז. גם אם ניקה בהשבוך את חלוקתן של מניות הטבה, ספק אם מרבית המניות הוכיחו עצמן כהשקעה כדאית בשנים אלה.

באותה תקופה עלה במידה ניכרת השער של כל המניות הרשומות בלונדון. על בסיס השער הממוצע של מניות אלה בשנת 1947 עלו עד שנת 1954 מחירי השוק של המניות הרגילות של חברת האשלג של חברת החשמל הא"י ושל חברת החשמל הירושלמית פי 2—3; מחירן של מניות הבכורה של חברת האשלג עלה פי 4—5 בעיקר מסיבות ספקולטיביות. עלייה זו באה למרות הפיגור בתשלומי הדיבידנדות ואי-הבטחון הקשור בעובדת היותן של מפעל האשלג בצפון. גם המלח ברשותה של ממלכת ירדן.

המלווה הראשון שהוצמד למטבע-חוץ לאחר קום המדינה היה המלווה הלאומי 3% של הסוכנות היהודית, אשר הוצא במאי 1948 בסכום של 45,000,000 ל"י, ואשר תשלומי הקרן והריבית שלו הוצמדו לשער הרשמי של הדולר. המלווה נקלט מיד בקלות. למרות הריפיון אשר שרר אותה שעה בשוק אגרות-החוב הרגילות. מחירן של אגרות-חוב אלו היה קרוב לערכן הנקוב עד לספטמבר 1949. באוקטובר 1949 פוחת ערך הל"י ביחס לדולר, מ-1,000 ל"י = 3.00 \$ ל-1,000 ל"י = 2.80 \$, וערכם של אגרות החוב בשוק עלה מיד בד בבד עם ערך הדולר והגיע ל-107 אחוז מהערך הנקוב. שער אגרות-החוב המשיך לעלות בהתמדה ככל שגבר

הפיחות של המטבע הישראלי והגיע לשיא של יותר מ-300 בשנת 1953 כאשר צו בית המשפט העליון חייב את הממשלה לשלם את הקרן והריבית של מלווה זה לפי השער הרשמי הגבוה ביותר של הדולר, — שער של 1,000 ל"י = 1.00 \$, במקום לפי השער הנמוך ביותר של 1,000 ל"י = 2.80 \$.

למרות ההצלחה של מלווה הסוכנות, לא הוציאה הממשלה מילווה צמודי-ערך עד לחודש מארס 1951. במארס 1951 אישרה הכנסת הוצאתם של טבי הדולר בסכום של 25 מיליון דולר. טבי הדולר נושאים ריבית של 3½ אחוז לשנה; הקרן והריבית צמודים לשער הרשמי של הדולר. הם נמכרו תמורת ניירות-ערך זרים, זהב ומטבע חוץ אשר נרכשו ע"י הממשלה מאת תר-שבים ישראליים. עד סוף 1952 הופצו טבי-דולר בסכום של 14.6 מיליון דולר. הביקוש להם בשוק החפשי לא היה גדול כל זמן שהממשלה ביצעה את תשלומי הריבית לפי הנמוך שבשערי החליפין הרשמיים. במאי 1953, משהוצא צו בית המשפט העליון כפי שנוכר למעלה, ההלה הממשלה לבצע את התשלומים לפי שער של 1,000 ל"י = 1.00 \$. החל מהמחצית השנייה של שנת 1952 ולפי שער של 1,800 ל"י = 1.00 \$ מתחילת 1954 ואילך, שער טבי הדולר בשוק עלה מיד וסכום ההפצה הגיע ל-22.7 מיליון דולר בסוף שנת 1953 ול-24.9 מיליון דולר בסוף שנת 1954.

המלווה השלישי שהוצמד לשער מטבע חוץ הוצא ע"י הממשלה באפריל 1951, בצורה של שטריי-היסכון שמיים צמודי דולר. שטריי החסכון נמכרו תמורת מטבע ישראלי ב-83¼% מהערך הנקוב; לממשלה ניתנת הברירה לפדותן ביוני 1959 בהתאם לשער הרשמי הגבוה ביותר של הדולר באותה שעה, או להחליפן באגרות מילווה שתנאיהן דומים לתנאים של טבי דולר. שטריי החיסכון אינם ניתנים להעברה אולם אפשר לדרוש בכל עת את פדיון הקרן ואת תשלומי הריבית, לאחר מתן הודעה מוקדמת של 30 יום. במקרה זה אין הפודה נהנה מהצמדו; ערך האגרת לשער החליפין של הדולר. הביקוש לשטריי-ההיסכון — כמו לטבי הדולר — לא היה גדול, ועד סוף יוני 1952 הופצו 4.9 מיליון ל"י מתוך 10 מיליון הל"י שהוצאו, וההפצה הופסקה. הפצתם של שטריי החיסכון הופסקה, איפוא לפני הגאות שחלה בביקוש לטבי-דולר, ולפני שנוצרה בקרב הציבור ההרגשה שניירות-ערך צמוד דולר יכול לשמש אמצעי הגנה יעיל בפני אינפלציה — הרגשה שנוצרה בעקב החלטת בית-המשפט העליון בדבר שער החליפין האפקטיבי לתשלומי הקרן והריבית על המלווה הלאומי.

ערך: חברת "מהדרין" בע"מ הוציאה 250,000 ל"י אגרות-חוב 8% הניתנות להמרה בשנת 1958 במניות רגילות או בפרדסים; חברת "ישרם" ישראל-רסקו חברה להשקעות בע"מ הוציאה 220,000 ל"י אגרות-חוב הניתנות להמרה במניות רגילות או מזכות את בעליהן בשנים 1957/58 בכישת דירות מגורים במחירים קבועים מראש. שתי האמיסיות נקלטו בקלות בין המשקיעים, אולם לא נרשמו בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב.

האמיסיה של אג"ח צמודות-ערך שעוררה את ההד הרב ביותר בקרב הציבור בארץ היתה האמיסיה בסכום של 10,000,000 ל"י אג"ח 6½% שהוציאה חברת החשמל הא"י באוגוסט 1955. הקרן והריבית של אג"ח צמודות לשער הרשמי של הדולר או למדד המחירים לצרכן, לפי בחירת בעל האגרת. סעיף ההצמדה, נוסף ליתרו-נות האחרים של אג"ח אלו (מכסימום של 25% מס הכנסה וערכות ממשלתית), עשה אג"ח אלו למושכות ביותר ותוך יומיים הופצה כל האמיסיה. נמכרו 5.4 מיליון ל"י אגרות על-שם שהועברו לידי מוסדות משקיעים ו-4.6 מיליון ל"י אגרות למוכ"ז אשר נמכרו לציבור הרחב ונרשמו בבורסה. מהאגרות על-שם הוצ"מ 11 אחוז לשער הדולר ו-89 אחוז למדד המחירים לצרכן. מהאגרות למוכ"ז הוצמדו 30 אחוז לשער הדולר ו-70 אחוז למדד המחירים לצרכן. מחירי אגרות-החוב בשוק עלה מיד והגיע למכסימום של 108½%. לאור הצלחה זו החליטה חברת החשמל להוציא בפברואר 1956 אמיסיה נוספת. לפי אותם התנאים בסכום של 6,000,000 ל"י. ההתערורות שחלה באג"ח חברת החשמל מיד עם הוצאתן נמשכה עד חודש דצמבר. בראשית דצמבר בוצעה למעשה ההצמדה של אגרות-החוב. בחלקן לשער הדולר ובחלקן למדד המחירים לצרכן. כבר ביום הראשון בו נרשמו שני הסוגים של אגרות החוב בבורסה בנפרד היה שער האגרות צמודות דולר גבוה יותר — 108½% נקודות לעומת 105½% שעליו עמד שער אגרות החוב צמודות-מדד. אולם מחיריהם של שני סוגי האגרות חזרו וירדו, כאשר נודע על החלטת החברה להוציא אמיסיה שנייה. ועל כוונתן של חברות ומוסדות אחרים, כגון הסוכנות וההסתדרות, להוציא אג"ח בתנאים דומים. מהאמיסיה השנייה של חברת החשמל שהוצאה בפברואר 1956, היו 2,000,000 אג"ח על-שם ו-4,000,000 אג"ח למוכ"ז. גם כאן בחרו רוב האנשים בהצמדה למדד; בסה"כ הוצמדו כ-10 אחוז מהוצאה זו לשער הדולר ואילו 90 אחוז הוצמדו למדד. לאחר הוצאת האמיסיה השנייה ועם העלייה שחלה

המילוה הממשלתי האחרון אשר הוצמד לשער מטבע החוץ קשור ברכישו של חברת החשמל הא"י ע"י הממשלה. תמורת המניות הרשומות בלונדון יכלו בעליהן לקבל תשלום במזומנים או אג"ח סטוק א' צמודות לליש"ט. מבין 1,683,000 המניות נמכרו כ-992,000 (כ-60%) תמורת מזומנים וכ-690,000 (כ-40%) הומרו נגד אג"ח סטוק א'. התשלום במזומנים בוצע במטבע מקומי לפי שער החליפין הרשמי בשיעור של 21/6 שילינג תמורת מניה של 1 ליש"ט. אגרות-החוב ניתנו בשיעור של 29/6 שילינג תמורת מניה של 1 ליש"ט. אג"ח אלה נושאות ריבית של 4% והן נפרדות בשנים 1954/61. מחירן של אג"ח אלה בבורסה נע בשנים 1955/56 בין 91 לבין 96 אחוז מערכן הנקוב.

אג"ח של גופים לא ממשלתיים הוצמדו עד לספטמבר 1955 אך ורק למחיר של מצרך מסויים.

ראשונה להוציא אג"ח צמודות-ערך היתה חברת הכשרת הישוב, שהוציאה בחודש מאי 1951 אג"ח על-שם בסכום של 350,000 ל"י, נושאות ריבית של 5% וניתנות להמרה במניות רגילות או בחלקות קרקע. למעשה הוצמדו אפוא אג"ח אלו למחירן של מניות החברה או למחיר הקרקע. ההוצאה נקלטה בשוק בקלות וב-1952 הוצאו אגרות-חוב דומות בסכום נוסף של 50,000 ל"י.

במשך השנים 55—1952 הוציאו 4 חברות אחרות מיליונות בסכום כולל של יותר מ-2 מיליון ל"י. בצורה של אג"ח הניתנות להמרה במניות רגילות, במחיר הנמוך ממחיר השוק.

הראשונים אשר הוציאו אגרות-חוב שבהן הוצמדו תשלומי הקרן והריבית כאחד במפורש למחירו של מצרך מסויים היו מפעלי מלט פורטלנד א"י "נשר" בע"מ. ביולי 1952 הוציאה חברה זו אג"ח בסכום של 1,000,000 ל"י, נושאות ריבית של 6% — בשתי סדרות: סדרה א' 700,000 אגרות 1955/64 אשר בהן צמודים הקרן והריבית למחיר הרשמי של המלט; סדרה ב' 300,000 אגרות 1953/58 אשר בהן מוזכים התלושים של תשלומי הקרן את בעליהם ברכישת מלט מחוץ לפיקוח ובמחיר של 25 ל"י לטון. מחיר המלט עלה במידה ניכרת עד 1952, ונשאר יציב באופן יחסי לאחר מכן. בהתאם לכך נקלטו אג"ח אלו בשוק בעת הפצתן, אך הביקוש להן ירד לאחר שהתייצב מחיר המלט.

ב-1955 הוצאו ע"י שתי חברות אג"ח הניתנות להמרה בנכסים ממשיים ולכן כמוהן כאג"ח צמודות-

במדד המחירים לצרכן חל שיפור במחירי אג"ח חברת החשמל, בעיקר באלו הצמודות למדד המחירים. בראשית יוני 1956 הגיע מחיר אג"ח מן הוצאה הראשונה הצמודות לשער הדולר ל-105 אחוז ואג"ח הצמודות למדד המחירים ל-111 אחוז מערכם הנקוב.

הצמדתם של סוגים שונים של תשלומים דחויים

מלבד אג"ח צמודות ערך הוכנסו סעיפי ההצמדה בסוגים שונים של הלוואות ובעיסקות אחרות. בעיקר נעשו פעולות מסוג זה משנת 1954 ואילך.

באפריל 1954 הוקם המוסד לביטוח לאומי. תשלומי הגימלאות של המוסד צמודים למדד המחירים לצרכן. כמו כן צמודים למדד המחירים לצרכן כספי המוסד הניתנים בהלוואה לאוצר.

באפריל 1954 מינה שר האוצר ועדה שתפקידה להציע הצעות בדבר אמצעים שיש לנקוט בהם כדי להבטיח את יציבות הערך של תשלומי סילוקים על-חשבון הלוואות הניתנות מתקציב הפיתוח למטרת השקעות. כן היה מהתפקידה של הוועדה לבחון אם ובאיזו מידה רצוי שיורשה גם למלווים אחרים, לא ממשלתיים, להבטיח את סילוקי הקרן והריבית של הלוואות ארוכות-מועד נגד ירידה בכוח הקנייה של הל"י. לאחר דיון מעיף החליטה הוועדה להמליץ על הנהגת עיקרון ההצמדה לגבי כל המלוות ארוכי-המועד הניתנים ע"י הממשלה מתקציב הפיתוח. מלבד במקרים מיוחדים, שאותם מפרטת הוועדה, הועדה מציעה שאחוז ההלוואה שלגביו מופעלת ההצמדה יעלה בהדרגה ככל שרחוק יותר זמן הפרעון הסופי של ההלוואה ויגיע למכסימום של 70 אחוז לגבי ההלוואות הניתנות ל-8 שנים ומעלה. הוועדה מציעה להצמיד את ערך ההלוואה לשער הדולר או למדד המחירים לצרכן — לפי בחירת הלווה. אולם סעיף ההצמדה ינוסח בצורה כזו שרק תנודות גדולות של ערך המטבע תוכלנה להפעילו.

כד בבד עם הצמדת ההלוואה מתקציב הפיתוח מציעה הוועדה להוציא לשוק אגרות-חוב ממשלתיות הצמודות

למדד המחירים לצרכן. הועדה אינה רואה צורך בהוצאת אגרות-חוב הצמודות לשער הדולר היות ואג"ח כאלה נמצאות כבר בשוק בצורה של טבי דולר, והיא מציעה לאפשר ללווים לפרוע את ההלוואה בטבי-דולר, לפי ערכם הנקוב.

המלצות הועדה לא נתקבלו מיד ע"י הממשלה, אולם מאז סוף 1954 הוכנסו לחוויים של הלוואות מתקציב הפיתוח סעיף המחייב את הלווה להחזיר את ההלוואה בהתאם לעיקרון ההצמדה במקרה שהממשלה תחליט על הצמדת המלווה. ההחלטה על הפעלת סעיף ההצמדה לגבי מלווה אלה בהתאם להמלצות הועדה נתקבלה ע"י הממשלה וע"י ועדת הכספים של הכנסת בראשית יוני 1956. אולם נוסח ההחלטה אינו מאפשר פרעון ההלוואות בטבי-דולר.

ה"אוצר לתעשייה", שהוא חברה בה משתתפים הממשלה, הסוכנות היהודית ובנק לאומי לישראל בע"מ, והמעניקה הלוואות לתעשייה למועד בינוני, הכניס לחוויים בקשר להלוואות מתקציב הפיתוח סעיף ההצמדה מחייב כבר בסוף שנת 1954.

ב-1954 קיבלה הממשלה מלווה של 25 מיליון ל"י מקופות התגמולים וקרנות פנסיה של ההסתדרות. שתשלומי הקרן והריבית שלו הוצמדו למדד המחירים לצרכן.

בשנת 1955 הופעלה תכנית "החיסכון לבניין", בהן הוצמד ערך התשלומים למדד הוצאות הבנייה ותכנית ה"פרדס בחיסכון" בה הוצמדו התשלומים למחירי הפרדס. תשלומים ע"י הלוואות שניתנו לחוסכים לפי תכנית זו הוצמדו לשער החליפין אשר לפיו תמיר הממשלה את ההכנסות משיווק הדירים בחוף-לארץ בעת סילוק התשלומים.

בשנים האחרונות הופיעו סעיפי-הצמדה גם בחוויי הלוואות בין פרטים. לא ידוע כרגע מהו היקפו של נוהג זה. לפי פסק-דין של בית-המשפט העליון-רשאים הצדדים להכניס סעיף על הצמדה לחוזה שהם עורכים ביניהם מבלי שהדבר יהיה בחוקת עבירה על חוק הריבית הקיים.