

## חלקם של כסף ואשראי בניתוח מקרו-כלכלי

בנימין מ' פרידמן\*

כבוד הנגיד, ד"ר מנדלבוס, ידידי בכנך ישראל וידידים אחרים שאני שמח לראות כאן הערב, גבירותי ורבותי,

עונג רב הוא לי, וגם כבוד יוצא מן הכלל, לקבל את הפרס הראשון על שם דוד הורוביץ. אסיר תודה אני עד מאוד לבנק ישראל על ההכרה שהעניק לעבודתי בזכותו אותה בפרס זה. לפחות שני היבטים בקריירה הארוכה והמרשימה של דוד הורוביץ גורמים לכך, שאשמח במיוחד, על ששופטי פרס הורוביץ בחרו לכבד בדרך זו את המחקר שערכתי לאחרונה. ההיבט האחד הוא, כפי שידוע היטב ליושבים כאן, התעניינותו רבת-השנים של הורוביץ במדיניות מוניטרית, ושירותו המצויין כנגיד בנק ישראל בכלל זה. מחקרי התמקד בשוק האשראי, ובמיוחד בהשפעתם של צעדים בתחום כמות האשראי על ההתנהגות הכלכלית. אני סבור, כי למחקר זה יש משמעויות מעניינות ואף שימושיות-בכוח לגבי ניהול מדיניות מוניטרית.

ההיבט השני: דוד הורוביץ מוכר בישראל בראש ובראשונה הודות לחלקו בייסוד המדינה ולכהונתו כנגיד הבנק המרכזי, בעוד שבארצות הברית – וכן בקהילייה הפיננסית הרחבה יותר – אנו זוכרים אותו בעיקר כמחבר של "תכנית הורוביץ", הצעה שהעלה בשנות השישים לעידוד מימון ההשקעה בארצות מתפתחות בעולם כולו. מודעותו של הורוביץ לחשיבות של היווי ההון, ובמיוחד דאגתו להיבטים הפיננסיים שלו, נוגעות גם הן למחקרי; זאת משום שלעבודה זו נודעת משמעות לגבי מימון של היווי ההון, ובמיוחד לגבי חשיבותה של מדיניות פיסקלית באותו הקשר.

את דברי הערב אייחד לשני היבטים אלה של המחקר שערכתי לאחרונה, הקשורים לתחומים שהעסיקו את דוד הורוביץ במרוצת שנות עבודתו. בעשתי כן, אנסה בעיקר להצביע על הקשר שבין התפיסות התיאורטיות שבעבודתי לבין הבעיות של המדיניות הנוכחית. לשם כך אעסוק בראש ובראשונה במצב העכשווי בארצות הברית – במדה רבה מפני שזה המשק שאני מכיר. אף-על-פי-כן אני מקווה, כי מה שיש לי לומר אודות בעיותיו של המשק האמריקני יהיה בעל עניין רחב יותר – לא רק משום שאני סבור שלמחקר זה נודעת השלכה כללית, אלא גם משום שלבעיות המדיניות הניצבות כיום בפנינו בארצות הברית שותפות ארצות רבות ברחבי העולם.

אפתח במשמעותיותו של מחקר זה לגבי שאלות של מדיניות פיסקלית ומימון של היווי ההון. בארצות רבות שוררת כיום דאגה גוברת בדבר הגירעונות בתקציב הממשלה. ממשלות רבות ניצבות עתה בפני גירעונות תקציביים גדולים וגדלים לעומת העבר. זהו אתגר רציני אפוא למקצוע הכלכלה – לקבוע כיצד לאמוד את המשמעות הכלכלית של גירעונות ממשלתיים בגדלים שונים. עצם מדידת גודלו המוחלט של גירעון היא פשוטה למדי, לפחות ברמה המושגית, אולם הקביעה מתי גירעון גדול יתר על המדה, ושמה אינו גדול די הצורך – כלכלנים מתחבטים בה זה שנים רבות, בלי להגיע למסקנה חד-משמעית.

בעיה נוספת, הקשורה בקודמת, מעסיקה אף היא ממשלות ארצות רבות: העדר היווי ההון קבוע שיספיק לשיפור הצידוד במפעלים, במדה שתאפשר להגביר את פריון הייצור של העובדים – ובדרך זו להביא לעלייה כללית ברמת החיים. כמעט ככל מדינה בעולם המערבי הואטה עליית פריון הייצור האטה חריפה במרוצת העשור האחרון. כלכלנים סבורים, כי בארצות רבות יש לתלות

\* הרצאה שנשא פרופ' פרידמן מאוניברסיטת הרווארד בבנק ישראל, ב-21 באוקטובר 1982 – בטקס קבלת פרס דוד הורוביץ לשנת 1982.

לפחות חלק מהאטה זו בירידת קצב היווי ההון. יתירה מזו, אפילו באותן ארצות שבהן הירידה בהיווי הון לא היתה הגורם היחיד — ואולי אף לא הראשון במעלה — להאטת פרוץ הייצור עשוי גידול עתידי בהיווי ההון לסייע בהפיכת מגמה זו ובהחזרת קצב גידולו של פרוץ הייצור (ובכך גם העלייה ברמת החיים) לשיעור קרוב יותר למה שהיה מקובל בזמנים עברו.

מוקד חשוב במחקר שערכתי על שוקי אשראי הוא היחס, הקיים במרוצת הזמן הארוך — לא חודשים או רביעים, אלא שנים ואפילו עשורים — בין סך כל כמות האשראי במשק לבין רמת הפעילות הכלכלית הלא-פיננסית בו, כפי שהיא נמדדת, למשל, בתוצר הלאומי הגולמי. בארצות הברית בולטת קביעותו של יחס זה: סך כל האשראי הפרטי והציבורי במשק, בניכוי התיווך הפיננסי — דהיינו סך האשראי נטו, המשמש את הלווים למטרות סופיות לא-פיננסיות — עומד במשך שנים רבות על יחס של כ-1.45 דולר אשראי כנגד כל דולר של תל"ג. יחס קבוע זה מתועד בעבודתי עד כה מן התקופה של סיום מלחמת העולם הראשונה ואילך, אולם הנתונים המוגבלים הקיימים לגבי תקופות מוקדמות יותר מרמזים, כי הוא קיים זמן רב יותר.

חשוב להדגיש, מיד בתחילה, שאין שום סיבה מובנת מאליה לקביעות זו. נכונותו המיצרפית של משק ללוות כנגד קצב פעילותו המתמשך — דהיינו היקף המנוף הפיננסי שלו — תלוי עקרונות בגורמים רבים, ובכללם מדת הסיכון הכלכלי שאנשים מוכנים ליטול, קצב האינפלציה של המחירים במשק, שיעורי המס השולי והחוקים החלים על פשיטות רגל. כל אלה השתנו בארצות הברית במדה דרמטית במרוצת המאה העשרים. והנה, חרף התמורות העצומות שחלו בהם, נותר המנוף הפיננסי של המשק קבוע (כאמור, ברמה של כ-1.45 דולר של חוב כנגד כל דולר של תל"ג).

זאת ועוד, קביעות זו של שיעור האשראי המיצרפי אינה משקפת את קביעותם של רכיביו. החוב של הממשלה הפדרלית בתום מלחמת העולם הראשונה היה 0.27 דולר בלבד לכל דולר של תל"ג. בסוף מלחמת העולם השנייה כבר עמד יחס זה על אחד לאחד, וכיום הוא שב אל מתחת ל-0.30 דולר של חוב לדולר של תל"ג. תנודות ענקיות אלו בחובה של הממשלה יחסית לתל"ג משקפות, כמו בראי, מגמה הפוכה כמעט-בדיוק בתנודות שחלו בחוב הפרטי יחסית לתל"ג: האחרון היה גבוה מאוד מיד לאחר מלחמת העולם הראשונה, הלך וירד עד תום מלחמת העולם השנייה וחזר וקפץ באורח דרמטי בשנים האחרונות. נוסף על כך נטו אפילו השינויים המחזוריים ברכיבים המתאימים של סך-כל שיעור האשראי במשק לקוז את עצמם אלו כנגד אלו: הלוואות של עסקים, של משקי הבית ושל הממשלה נעו בכיוונים מקוזים — לא רק בטווח הארוך, אלא אפילו בתקופות כה קצרות כמחזור עסקים טיפוסי. לסיכום, יהיו אשר יהיו חוקי ההתנהגות הכלכלית הכופים את קביעות כלל רמת האשראי ביחס לפעילות הכלכלית הלא-פיננסית — מתברר שהם פועלים כשטח מזה זמן רב, בטווחי זמן ארוכים וקצרים גם יחד.

ההתפתחות המרכזית שברצוני להעמיד במוקד דברי היא היחס, שבין הגירעון בתקציב הממשלתי — ומכאן גם החוב הממשלתי — לבין התל"ג. בארצות הברית ירד סך החוב הממשלתי בהשוואה לפעילות הכלכלית ירידה יתירה, מאז תום מלחמת העולם השנייה. עם זאת חשוב להבדיל בין 25 השנים הראשונות של תקופה זו לבין השנים שמאז 1970: הירידה בשיעור החוב הממשלתי ביחס לתל"ג התחוללה כולה במרוצת 25 השנים הראשונות שלאחר המלחמה, ואילו מאז 1970 היה הגירעון בתקציב המדינה גדול במדה הדרושה כדי להשאיר שיעור זה קבוע — אם גם היו בו עליות בכמה שנים, שקווצו בירידות שחלו בשנים אחרות. לנוכח קביעותו של היחס שבין כלל האשראי במשק לבין הפעילות הכלכלית, נסתיימה עם תחילת שנות ה-70 התקופה האחרונה, שבה ניתן לסקטור הפרטי להרחיב את האשראי שלו ביחס לתל"ג.

יתכן, שפירוט ספציפי יותר של האירועים הכלכליים יקל על הבנת הדברים. במרוצת שנות ה-50 ממשלת ארצות הברית כמעט איזנה, בממוצע, את תקציביה. היה זה העשור שבו ירד החוב הממשלתי בהשוואה לפעילות הכלכלית בקצב המהיר ביותר. במרוצת שנות השישים החלה הממשלה ליצור גירעונות, שהיו קבועים — אך כמעט תמיד נמוכים מאחוז אחד מתוך התל"ג, ובממוצע הגיעו רק ל-0.5 אחוז מן התל"ג. גם בעשור זה המשך היחס בין החוב הממשלתי לתל"ג

לרדת, אף כי ירידתו הואטה, אך מאז 1970 יוצרת הממשלה האמריקנית בתקציביה גירעונות בני 2 אחוזים, בממוצע, מן התל"ג. גירעונות אלו הם המחזיקים את היחס הכמעט קבוע, כמונחים יחסיים, של 0.27 דולר חוב ממשלתי לכל דולר של תל"ג.

איזה עניין יש בסיכום היסטורי זה היום? השנים שבהן הפסיק החוב הממשלתי לרדת ביחס לפעילות הכלכלית — משום שחוב הסקטור הפרטי חדל לעלות ביחס לפעילות הכלכלית — חופפות בקירוב לתקופה שחלה בה ירידה בהיווי ההון הקבוע של המשק האמריקני. קצב ההשקעות של ארצות הברית בציוד ובמפעלים חדשים כעת עולה רק בקושי על מחצית מהקצב ששרר במרוצת שנות ה־60. משום כך אין תימה, כי גם פריון הייצור של המשק נפגע. ארצות רבות אחרות סבלו אף הן מאותה תופעה.

מה עשוי המחקר שתיארתו ללמד על סיכויי תקציב המדינה של ארצות הברית ועל תפקוד המשק האמריקני בטווח הבינוני, נאמר, בחמש השנים הבאות? המדיניות הפיסקלית השוטפת מבוססת על הרצון לשנות את מגמת הירידה בהיווי ההון ובפריון הייצור, ולהגיע, במקום זאת, לעידוד החיסכון וההשקעות. הסיבות לכך מובנות מאליהן, וברור, שמטרה זו זוכה לתמיכה ציבורית נרחבת; ואף על פי כן גדל הגירעון בתקציב והוא עדיין מוסיף לתפוח. בשנת הכספים שהסתיימה זה עתה היווה הגירעון כ־4 אחוזים מן התל"ג — כמעט כפליים מאשר בשנתיים שקדמו לה. כיום מצביעות אפילו התחזיות האופטימיות על גירעון של 5 אחוזים מן התל"ג בשנה הנוכחית. יתירה מזו, תחזית לחמש שנים אינה מגלה שום סיבה להצטמקות במשקלו היחסי של הגירעון — אפילו יחזור המשק לתעסוקה מלאה. ואם אכן תימשך הרמה הנמוכה בניצול המקורות העומדים לרשות המשק, יש לצפות כי הגירעון אף יגדל.

לפיכך, השאלה הספציפית שהייתי מבקש לה תשובה במחקר זה היא: מהן המשמעויות העולולות להיות לגירעון בתקציב המדינה, בהנחה שגירעון זה יישאר בחמש השנים הבאות ברמה של 5 אחוזים מן התל"ג? גירעון בגודל כזה יגרום עלייה תלולה בחוב הממשלתי ביחס לפעילות הכלכלית. ליתר דיוק, בהנחה אופטימית ביותר, שלפיה יזנק המשק לפתע, בחמש השנים הבאות, לקצב גידול שנתי ממוצע בן 12 אחוזים (נומינלית) — יעלה החוב הממשלתי בעטיו של גירעון בגודל דלעיל מ־0.29 דולר לכל דולר של תל"ג ל־0.37 דולר ב־1987. אם, לעומת זאת, יצמח המשק רק בשיעור שנתי ממוצע של 8 אחוזים (נומינלית), אזי יגיע החוב הממשלתי לרמה של 0.42 דולר לכל דולר של תל"ג. איזו חשיבות יש לגידול כזה? כל זמן שסך האשראי קבוע ביחס לפעילות הכלכלית, הרי עלייה בחלקה של הממשלה מלווה בירידת חלקו של הסקטור הפרטי. לראשונה מאז מלחמת העולם השנייה, נכנס המשק האמריקני לתקופה של גידול בחוב הממשלתי וצמצום בחוב הסקטור הפרטי יחסית לתל"ג. באווירה פיננסית, שבה מילוות הממשלה הולכים ומצמצמים את אפשרויותיהם של העסקים והפרטים ללוות — אין מקום לתקווה, כי המשק יצליח להגביר את היווי ההון. אדרבא, בתנאים כאלה עלולה רמת היווי ההון להוסיף ולרדת, ולנפץ את התקווה לעלייה כלשהי בפריון, ובעקבותיו ברמת החיים הכללית.

המסקנה המעציבה שאני מסיק מניתוח קצר זה (המבוסס על מחקר שערכתי לאחרונה) היא, כי המדיניות הפיסקלית המופעלת כיום בארצות הברית — וגם בארצות רבות אחרות — פועלת אפילו בניגוד למטרה המוצהרת שלה עצמה, בדבר עידוד החיסכון וההשקעה. אם מדיניות זו תימשך, הרי, בניגוד לכוונתה, היווי ההון לא יגדל — אלא יפחת. לפיכך לא תואץ עליית הפריון, אלא דווקא תואט, ובעקבותיה תחמתן גם העלייה ברמת החיים.

אפנה עתה בקצרה למשמעויות בכוח של מחקרי לגבי מדיניות מוניטרית. שוב, הנושא המרכזי של המחקר הוא חלקו של שוק האשראי — ובמיוחד של מדדי פעילות כמותיים בשוק האשראי — בהשפעה על הפעילות הכלכלית הלא־פיננסית. נוסף על הקביעות שתוארה לעיל, הקיימת בטווחי זמן ארוכים, וחשובה לגבי נושאים כהיווי הון — מתגלים דפוסים קבועים ביחס שבין האשראי לכלל הפעילות הכלכלית גם בטווחי הזמן הקצרים יותר, שהם רלכנטיים לגבי כמה נושאי מפתח בניהול מדיניות מוניטרית. כך, לדוגמה, בארצות הברית, כמו בארצות רבות אחרות, הקשר שבין סך כמות האשראי שחייבים כל הלווים (להוציא את זה הניתן למוסדות התייון

הפיננסיים) לבין הפעילות הכלכלית הלא-פיננסית – אינו נופל בעוצמתו מהקשר שבין מיצרפים מוניטריים מוכרים יותר לפעילות הכלכלית.

מה שייכותו של קשר זה למדיניות מוניטרית? אשוב ואנסה אפוא להדגים את משמעויות מחקר לגבי המדיניות, אגב התייחסות למצב הנוכחי בארצות הברית. רק בסתו החולף זנח הבנק המרכזי למעשה את המדיניות שנקט במשך השנים האחרונות, לפיה התרכזו מאמציו במיצרף המוניטרי הצר (M1), דהיינו המזומנים במחזור וחשבונות עובר ושכ בבנקים. מאז ראשית שנות ה-70 משמשים מיצרפים מוניטריים את הבנק המרכזי כיעדי ביניים בעיצוב המדיניות המוניטרית ובהפעלתה. בייחוד בשלוש השנים האחרונות – ממש עד עתה – חידש הבנק את פעילותו באמצעות מיצרפים אלה ובפרט באמצעות הכסף בהגדרתו הצרה.

ברם, לנוכח הקצב המהיר המאפיין לאחרונה את השינויים הפיננסיים, אין זה מפתיע, שמדידה ספציפית כלשהי של יתרות הכסף בהגדרתו הצרה עשויה ליהפך, מן הסתם, ללא-ריאלית במרוצת הזמן. במקרה שלפנינו נבעו השינויים, שגרמו לבנק המרכזי לנטוש את מיצרף הכסף בהגדרתו הצרה כיעד המרכזי של מדיניותו, הן מחידושים בסקטור הפרטי והן משינויים בפיקוח הממשלתי. שינויים מעין אלו כבר חלו בעבר, וקרוב לוודאי שיחולו שוב בעתיד. אין שום סיבה לחשוב, כי נקיטת אמצעי כלשהו לגבי כסף בהגדרתו הצרה תשמש אי-פעם ערובה למניעת הישנותן של בעיות מסוג זה.

נטישת היעד של פעולה על הכסף בהגדרתו הצרה יצרה חלל ריק בתהליך קביעת המדיניות בארצות הברית. הבנק המרכזי הבהיר, שכמות הכסף בהגדרתו הצרה לא תהיה לו יעד מוניטרי, אך לא ציין מה יעשה במקום זאת. השאלה המרכזית עכשיו היא אפוא, כיצד לנהל את המדיניות המוניטרית בעתיד.

להערכת, על סמך גישה כלכלית טהורה, אל להם לבנקים מרכזיים להשתמש ביעדים פיננסיים כמותיים. יעדים כאלה עלולים להגביל את יכולתם לנהל מדיניות מוניטרית שתהא הטובה ביותר למשק בכל עת נתונה. אולם הטיעון הכלכלי הטהור נגד יעדי מדיניות מוניטרית איננו מעשי ביותר, בעיקר מטעמים פוליטיים. בנקים מרכזיים אינם ממשלות לעצמם; בכל רפובליקה דמוקרטית חשוב, שהרשות המדינית תוכל להטיל על הבנק המרכזי את האחריות למדיניות המוניטרית. בצורך זה נעוצה, לדעתי, הסיבה העיקרית לכך, שלרוב הבנקים המרכזיים כיום יש, ומן הדין שיהיו, יעדים פיננסיים כמותיים כמדיניותם המוניטרית. יעדים כאלה מפקידים בידי הנבחרים – וכן בידי הציבור הרחב שבחר בהם בדרך דמוקרטית – מכשירי פיקוח, המאפשרים להם לבדוק אם הבנק מועיל, או מה הוא מעולל, למשק שלהם.

תועלת נוספת העשויה לצמוח למדיניות המוניטרית מיעדים כמותיים ספציפיים טמונה בצורך של הבנק המרכזי במשק מודרני לקיים קשרים יעילים עם רכיבים שונים – ונוגדים – של דרג קבלת ההחלטות. חיוני הוא, שמקבלי החלטות עסקיות, כמו-גם העובדים והצרכנים, ידעו מה בדעתם של קברניטי הבנק המרכזי שלהם לעשות – ויוכלו לבחון את המדיניות המוניטרית בכל עת. ביעדים פיננסיים כמותיים יש כדי לחזק תקשורת זו של הבנק המרכזי עם הסקטור הפרטי של המשק, ממש כפי שיש בהם כדי לשמש בידי הדרג המדיני מכשיר לפיקוח על הבנק.

משום כך קרוב לוודאי, כי בארצות הברית ובארצות מערביות אחרות – מטעמים מדיניים ואחרים – תימשך ההסתמכות על יעדים פיננסיים כמותיים לשם ביצוע המדיניות המוניטרית. אולם בכל זאת, אם המיצרף המונטרי הצר, ששימש מוקד מרכזי למדיניות המוניטרית זה כמה שנים, שוב אינו מתאים לתכלית זו – באיזה יעד צריך הבנק המרכזי להחליפו?

מה שנותר כעת מתוך סל היעדים שעליהם המליץ, ואותם לעתים אף הדגיש, הבנק המרכזי של ארצות הברית בעבר – הם שני מיצרפים רחבים יותר של נכסים כספיים (M2 ו-M3). אך חוששני, שאף אלה ימצאו בלתי מספקים, ולו מן הסיבה הפשוטה שהם כוללים נכסים רק מתוך מגזר התיווך של המערכת הפיננסית הלאומית. בשלב של מחזור העסקים ושיעורי הריבית שארצות הברית נמצאת בו כיום – כאשר שיעורי הריבית הולכים ויורדים ועסקים פורעים את החובות קצרי-המועד שצברו – נוטה האשראי הבנקאי לגדול בקצב אטי מן הרגיל, וכך גם ההתחייבויות

של מערכת התיווך הפיננסי, הכוללות את המיצרפים המוניטריים הרחבים. אולם הגידול האטי של מיצרפים אלה מגלה רק מעט אודות הכיוון הכולל של המדיניות המוניטרית. הוא פשוט משקף את העדפות המימון של הפרטים הלוויים, במיוחד הסקטור העסקי והחברות. לפיכך אין בהגדרות רחבות יותר של כסף כגון סך הנכסים הנזילים, משום יעד מספיק למדיניות מוניטרית — ומכבידים עליהן אותם קשיים המכבידים על ההגדרות הצרות. השאלה של יעד מתאים למדיניות מוניטרית נשארת אפוא במקומה.

על סמך מחקרי אני מציע, כי בנקים מרכזיים יציבו, לפחות כאחד מיעדי מדיניותם, טיפול בבסיס הרחב של סך האשראי. יתירה מזו, במערכות פיננסיות מן הסוג הנוהג כיום בארצות הברית ובכרוב המדינות המערביות המתועשות האחרות — חשוב, שהיקף האשראי, שהוא יעדו של הבנק המרכזי, יכלול לא רק את האשראי הבנקאי אלא את סך כל האשראי במשק. ההצעה הספציפית שהיגשתי לממשלת ארצות הברית על סמך מחקר זה היא, שהבנק המרכזי הפדרלי ישקוד על ביצוע מדיניות ברורה, ולה שני יעדים: האחד — היקף אשראי רחב, כגון סך כל החוב הלא-פיננסי שתיאיתי כאן; והאחר — הגדרה מוניטרית כלשהי, שתילקח מתוך הרשימה המוכרת של מיצרפי נכסים. אני מאמין, כי מסגרת כפולת-יעד מעין זו, של כסף ואשראי, טומנת בחובה סיכוי למדיניות מוניטרית אמינה יותר מזו המוכרת, החד-יעדית, שבנקים מרכזיים בארצות כה רבות מנסים להפעיל לאחרונה.

אני תקווה, כי שני ניתוחים קצרים אלה — של מדיניות פיסקלית והיווי הון ושל מדיניות מוניטרית ויעדים כמותיים — יש בהם כדי להדגים כמה מן ההשלכות המדיניות של המחקר שערכתי לאחרונה, ובמיוחד להצביע על הקשר שלו לשני היבטים חשובים בעיסוקיו, המקצועיים העיקריים של דוד הורוביץ.

בסיום דברי אני מבקש לחזור ולהודות לכם על הכבוד המיוחד שחלקתם לי, בהעניקכם לעבודתי על נושא זה את פרס הורוביץ הראשון.