

שוק ההון ומערכת שערי הריבית

קטעים מהרצאתו של נגיד בנק ישראל, מר משה זנבר, ביום ג' בתמוז תשל"ב (15 ביוני 1972) במכון פורדר באוניברסיטת תל-אביב, בערב ההתייחסות לזכרו של הד"ר פורדר ז"ל.

דומה, שנושא הרצאתי מתאים לאישיותו של ד"ר פורדר, שכן הוא, הד"ר פורדר, היה פעיל ומעורה בשוק ההון על שני תחומיו: שוק ההון לזמן קצר — בהיותו יו"ר מועצת המנהלים של בנק לאומי לישראל, המוסד הכספי הגדול ביותר, ושוק ההון לזמן ארוך — בהיותו יו"ר מועצת המנהלים של הבנק לפיתוח התעשייה.

שוק ההון כולל תחום רחב של פעולות פיננסיות; בשוק זה קשורות כל פעולות גיוס המקורות בארץ ובחוץ-לארץ והפנייתם של המקורות הללו למשקיעים. גוהגים לומר, שהון ההשקעות הוא הגורם, הבונה את גוף המשק, ואילו האשראי להון חוזר דומה לדם המפעיל את הגוף. רק בעזרתו ובאמצעותו יכול הגוף לפעול.

מחקרים הוכיחו קיום מיתאם גבוה ביותר בין רמת ההתפתחות של שוק ההון לבין ההתפתחות הכלכלית ורמת הפעילות באותו המשק. למעשה, שום משק אינו יכול להתפתח, אם אין שוק ההון שלו מתפתח במקביל. בישראל, כמדינה קטנה, השואפת לשמש בעתיד כמרכז פיננסי בינלאומי, ייתכן שהתפתחות שוק ההון צריכה להקדים את ההתפתחות הכלכלית. בינתיים, ניתן לומר, שמאז קום המדינה התפתח שוק ההון בקצב מהיר מאוד, ובמקביל להתפתחות ענפי המשק הריאליים. באמצעות שוק ההון ניתן כיום לבצע השקעות בקנה מידה גדול ולממן פעילות כלכלית, כמו הפקת תוצר לאומי גולמי בהיקף של 20—21 מיליארד ל"י. ב-1971 הושקעו בענפי המשק השונים 5.7 מיליארד ל"י. סכום זה מומן בעיקרו בחיסכון פיננסי של הציבור — כמיליארד וחצי ל"י (לרבות, כמובן, צבירה בקופות הגמל, צבירה בחברות ביטוח חיים באמצעות תכניות חיסכון, רכישת איגרות חוב במקור וכו'), על ידי הממשלה באמצעות תקציבי הפיתוח — כ-1.4 מיליארד ל"י, ומחור"ל, שם גויסו 1.1 מיליארד ל"י. השאר נבע ממקורות עצמיים של החברות עצמן (מרווחים שלא חולקו, מהפרשות לפחת), וגורמים נוספים.

מלבד זה העמידה מערכת הבנקאות לרשות המשק עוד מיליארד ל"י אשראי לזמן קצר. ב-31 בדצמבר 1971 היה סך האשראי לציבור 15 מיליארד ל"י, וזוהו אשראי לזמן קצר במסגרת הקרנות לאשראים מכוונים 2.1 מיליארד ל"י.

גורם מימון נוסף היתה הבורסה לניירות ערך. בסוף 1971 היתה יתרת ניירות הערך בבורסה 7.5 מיליארד ל"י, מזה 6 מיליארד ל"י איגרות חוב ו-1.5 מיליארד ל"י מניות. ההנפקות החדשות ברוטו באותה שנה הגיעו ל-2.8 מיליארד ל"י, מזה 1.2 מיליארד ל"י מילווה ביטחון ומילווה חיסכון.

לשוק ההון נודעת חשיבות איכותית רבה. אם אין משתמשים במכשיר זה כיאות עלולה הפעילות המשקית, ובעיקר ההשקעות, לסטות לכיוון לא רצוי; ולהיפך — שימוש נכון בשוק זה, הקצאת מקורות יעילה, יש בה כדי לקדם את המשק בכיוון ובקצב הרצויים ביותר.

כיצד מגיעים להקצאה אופטימלית של המקורות? מערכת שערי הריבית צריך שתהיה אחד האמצעים לכך. לעניין זה יש שתי גישות: האחת גורסת, שהקצאה אופטימלית תושג אם יינתן חופש פעולה לכוחות המשקיים לפעול בשוק ההון, כלומר, כוחות הביקוש וההיצע הם שיקבעו את שערי הריבית ואת היקף המקורות, שיופנה לענפים השונים הן באמצעות השוק לזמן ארוך והן באמצעות השוק לזמן קצר. על פי הגישה השנייה, אין להסתמך על פעילות השוק גרידא, ויש צורך בכוח מרכזי, שיכוון את האשראי וההון בהיקף ובזמן הדרוש ליעדים, שהרשויות המוניטריות והממשלתיות רואות אותם כחשובים.

הנימוקים בעד מתן חופש לכוחות הביקוש וההיצע הם ידועים. חסידי גישה זו — גישת היד הנעלמת של אדם סמית — טוענים, שכוחות אלה הם המביאים להקצאה טובה ביותר. מצד שני, טוענים מצדדי ההכוונה המרכזית, שלעתים אין הזמן מאפשר להמתין לכך, שהיד הנעלמת היא תסדיר את העניינים, ועל כן יש להמריץ את הון ההשקעות ואת האשראי לטווח קצר לאותם יעדים, שהם בעלי העדיפות הראשונה מבחינת המשק. גוסף על כך, יש להביא בחשבון את השיקולים של המדיניות המוניטרית הכללית, שבעקבותיהם צריך לפעמים לשנות שיעורי ריבית ולשנות את נפח האשראי, בהתאם למצב הכלכלי השורר באותו זמן במשק. בישראל איננו סומכים על הכוחות של השוק החופשי אלא רק בקטע מסוים — אם כי לא קטן — של שוק ההון לזמן קצר. בשוק ההון לזמן ארוך אין הדבר כך, והגישה הבסיסית היא לנתק את הקשר בין שערי הריבית הקרדיטורית והדביטורית. הממשלה רוצה, בדרך כלל, להעניק ריבית גבוהה לחסכונות, שכן הלחצים האינפלציוניים ושיקולי מאזן התשלומים מחייבים לקבוע שערי ריבית גבוהים לחסכונות כדי לעודד חיסכון ולצמצם צריכה. מצד שני, הואיל ויש לפתח את המשק במהירות ולקלוט עולים, יש להשקיע ככל האפשר בנושאים מוגדרים מאוד, ולכן נקבעים שערי ריבית שונים לגמרי להשקעות. יוצא, שמשלמים לחוסכים יותר מאשר גובים מהמשקיעים. ברור, שבמצב כזה יש הכרח, שהממשלה תהיה באמצע, המרכז הכל-יכול של שוק ההון. שום גורם אחר אינו יכול ללוות במחיר יקר מזה שבו הוא מלווה.

תפקיד זה של הממשלה מעורר שתי בעיות: האחת, על איזה פער יכולה הממשלה לכסות, מהו פער הריבית הרצוי. ברור, שאת הפער בין הריבית הקרדיטורית והדביטורית של הממשלה יש לכסות מן התקציב — ע"י הטלת מסים נוספים (ואצלנו גירעון תקציבי מתבטא במסים נוספים) או ע"י הקטנת ההוצאות, היינו לספק פחות שירותים לציבור. יש חשיבות ראשונה במעלה לכך, שהציבור — ובוודאי מעצבי המדיניות עצמם — ידעו שיש כאן מתן סובסידיה ברורה, סובסידיה, הניתנת על חשבון דברים אחרים: על חשבון תוספת מסים, או על חשבון קיצוץ צד ההוצאות שבתקציב.

אם אין השוק קובע את שערי הריבית, על פי אילו עקרונות יש לקבוע את הריבית לחוסכים ולמשקיעים? קנה המידה צריך להיות רמת ההשקעות, שאליה שואפים להגיע. שער הריבית הרצוי הוא זה, שיוביל אותנו לרמה הרצויה של השקעות. קריטריון זה, כמובן, אינו שנוי במחלוקת. אולם הוויכוח אינו נסב על כך, כי אם על הרצון של בעלי האינטרסים לשלם פחות: 9 אחוזים במקום 11 אחוזים. אין בדעתי להסביר כאן, מדוע לא ייפגעו השקעות טובות מהעלאת השער, ומדוע העלאה זו רצויה. אולם אסב את תשומת הלב לדרך הטיעון בוויכוח זה. כאשר בוטלה ההצמדה באוקטובר 1967 היתה הדעה ש-9 אחוזי ריבית במקום 4—5 אחוזים בהצמדה הם מתקבלים על הדעת, שכן עליית מחירים בשיעור 4—5 אחוזים היתה סבירה אז. הואיל ושער הריבית החופשי היה כ-13 אחוזים, ניתנה ללווים סובסידיה של 4 אחוזים. אז היתה שביעות רצון מן הצעד הזה כי היתה בו הקלה. כיום, לעומת זאת, שער הריבית הוא 17 אחוזים. לפי זה, אילו הפחתנו אותם 4 אחוזי סובסידיה היה מתקבל שער של 13 אחוזים, ואילו אנו דורשים 9 אחוזים ואולי 11 אחוזים. קשה לראות את ההיגיון שבטענה נגד ההעלאה. זה אחד הפגמים של המערכת הנוכחית שלנו, שאין בידינו קנה מידה מדויק כיצד לקבוע את שערי הריבית, לא לחיסכון ולא להשקעות.

שליטת הממשלה בשוק ההון יוצרת קשיים פוליטיים — ציבוריים. כיוון שאת הפער בין הריבית הדביטורית והקרדיטורית מממנת הממשלה, וכיוון שהגדלת הפער כרוכה בהגדלת מסים או הקטנת הוצאות אחרות, הרי שינויים בשערי הריבית הופכים להיות לא רק החלטה כלכלית או משקית, אלא הם גם החלטה פוליטית. זו הסיבה, שמערכת שערי הריבית בישראל הנה קשותה יותר מזו שבמקומות אחרים בעולם. אינני מדבר, כמובן, על מקומות שבהם קיים שוק חופשי, והריבית נתונה לשינויים מדי יום, כי אם על שערי ריבית, שקובעים בנקים מרכזיים במדינות שונות. בדרך כלל, הם רשאים לשנות את שערי הריבית פעמיים או שלוש בחודש אחד, ואכן הדבר נעשה

כעת, ואיש אינו רואה בזה צעד פוליטי. אצלנו, כדי לשנות שערי ריבית צריך לזמן את הממשלה, יש לקיים דיונים בכל מיני פורומים ציבוריים, ורק אחר כך נעשה שינוי חלקי. בכל אופן, זה היה הניסיון האחרון.

למרות זה, גם כאן הושגה התקדמות רבה בשנים האחרונות. השינוי הגדול ביותר היה ביטול תקרת הריבית שנקבעה בחוק. השינוי הזה שנעשה באפריל 1970 היה צעד פוליטי חשוב. תוקפים את הכלכלנים, שציידו בביטול תקרת הריבית. טוענים נגדם, שטעו בהערכתם ואפילו הטעו. כלכלנים אלה מותקפים על תחזיתם, שלפיה ביטול תקרת הריבית היה צריך להביא להתייצבות הריבית החופשית ברמה של 15 אחוזים בערך, ואילו בפועל כיום גבוהה הריבית יותר. אולם אלה, הטוענים כך, מתעלמים מהעובדה, שביטול התקרה בוצע בשעה שהריבית נטו הממוצעת במשך היתה 13—15 אחוזים. אם נפחית משיעור זה את עליית המחירים, נגיע לריבית ריאלית של 8—10 אחוזים. היום ב-1972, אם מפחיתים מהריבית את עליית המחירים, מגיעה הריבית הריאלית ל-4—5 אחוזים. יוצא, שחלה הוזלה ריאלית של הריבית ולא עליית שער. כתוצאה מביטול חוק הריבית הושגה הגמשה של מערכת שערי הריבית, ובתחום גדול יותר ניתן חופש להיצע ולביקוש בשוק הכספים. לפחות בתחום זה זורם, לדעת, הכסף למקומות הנכונים יותר.

יש הטוענים, שמחירו הוזל של האשראי, ובעיקר האשראי לפיתוח, גורם לכך, שלעתים מבקשים לוויי אשראי גם כשאינם זקוקים לו. במידה מסוימת יש אמת בדבר. אבל דוקא בענין זה חלה התקדמות. חלקו של ההון העצמי בהשקעות עלה בעת האחרונה. לפי נתוני משרד המסחר והתעשייה ל-1971, ממומנים 35 אחוזים מתכניות ההשקעה התעשייתיות (לרבות הון חוזר) מתוך הון עצמי — אחוז גדול בהשוואה לעבר. הלוואות הפיתוח נוטלות 37 אחוזים, אשראים מכוונים לפיתוח — 45 אחוזים ומענקים — 6 אחוזים בלבד. צעדים שונים ננקטו על מנת להמריץ משקיעים להגדיל את ההון העצמי: נחקק חוק התעשייה, המעניק יתרון ניכר במס הכנסה לאלה שהשקיעו מחדש את רווחיהם בתעשייה; הוחמרו דרישות הבנק לפיתוח התעשייה ביחס להון עצמי; מרכז ההשקעות התנה לאחרונה, שמענק אינו יכול לשמש בסיס לביטחונות וערבויות.

הכיוון שבו אנו הולכים הוא נכון. יש לחתור ליתר גמישות, ליותר הון עצמי, להזדקקות פחותה לכספים מסובסדים. יש לנצל יותר את הבורסה. האחרונה היא אחד הגורמים, שיש לעשות יותר כדי להגדיל את חשיבותו. יש למצוא דרכים כיצד להמריץ משקיעים להיזקק לבורסה. ידועים לי הקשיים, מבחינת מגייס הכסף, הקשורים בכך, אך סבורני, שמשק שהגיע לממדים כאלה של המשק שלנו — 21 מיליארד לירות תוצר לאומי, 3 מיליארד דולר יבוא, 1.8 מיליארד דולר יצוא — משק כזה איננו יכול להסתגר עוד במסגרות משפחתיות, ומשקיעים צריכים לפנות לבורסה. כדי לעודד זאת יש לשנות את מערכת שערי הריבית.

נראה לי, שבעתיד יהיה חלקה של הממשלה הן בשוק ההון לטווח קצר והן בשוק ההון לטווח ארוך — קטן מאשר היום. היא תוכל או לתת אשראי זול יותר, אך בהיקף קטן יותר, היא תוכל לשלם לחוסכים פחות מאשר היא משלמת היום, מפני שאלה יוכלו לקבל ריבית גבוהה יותר בשוק, אם הם נוטים להסתכן. השוק הבטוח של מילונות ממשלתיים ייועד רק לחוסכים, שישתפקו בריבית נמוכה, והסובסידיה שחתן הממשלה בפועל לחוסכים תהיה קטנה יותר. למצב כזה אין מגיעים ביום אחד. זה תהליך ממושך, שבצעם, כבר התחיל. ביטול חוק הריבית והעלאת האשראי המכוון מהווים עדות לכך. משנשיג את המטרה הזאת ימצא שביל הזהב בין שני העקרונות: חופש מלא לביקוש והיצע, והכוונה מרכזית. תהליך זה הוא הכרחי להתקדמות. המצב היום הוא, שכל הישג והתקדמות תלויים בשוק העולמי. משק, המייבא ב-3 מיליארד דולר ומייצא ב-1.8 מיליארד דולר, יכול להגביר את השתלבותו על ידי התאמה של שוק ההון שלו לצרכים החדשים, והכיוון, כאמור, הוא יתר הגמשה של מערכת שערי הריבית.