

המרות מכספי הפיצויים האישיים מגרמניה*

1. מבוא

בראשית שנות החמישים החלו תושבי ישראל, נפגעי המשטר הנאצי, מקבלים פיצויים אישיים מאת ממשלת גרמניה. עם הרחבת תחולתם של חוקי הפיצויים מגרמניה על שכבות רחבות יותר, הגיעו הפיצויים האישיים ששולמו לתושבי ישראל למימדים ניכרים. פיצויים אלה, בניגוד לשילומים מגרמניה שהועברו לממשלת ישראל, מועברים ישירות לפרטים, היכולים לעשות בכספים אלה ככלל הכנסה אחרת שלהם. לגבי המשפחות המקבלות פיצויים, מהווים אלה סעיף נכבד מכלל הכנסותיהן. מסקר החיסכון 1963/64 מסתבר שבממוצע, היו הפיצויים החד פעמיים שווים להכנסה השנתית הרגילה של המשפחה. מכאן שיש לצפות להשפעות כבדות משקל של תקבולי פיצויים על התנהגותן הכלכלית של המשפחות. מן הראוי גם לציין שלפיצויים האישיים מגרמניה נודע משקל רב בכלל יבוא ההון של המשק הישראלי.

הפיצויים האישיים משפיעים על הפעילות המשקית בשתי צורות: ראשית, בהיות הפיצויים תוספת לרכושן של המשפחות המקבלות אותן, גורמים הם לגידול בביקוש משפחות אלה למוצרים ושירותים — צריכה והשקעה בדיור¹ (כולל השפעות כפלניות הנובעות מכך). שנית, אם ממירות המשפחות את כספי הפיצויים — במלואם או בחלקם — בל"י, נודעת לדבר זה השפעה מוניטרית, שכן זהו בבחינת עירוי חיצוני חיובי, המזרים תוספת אמצעי תשלום. להשלכה מוניטרית זו עשויה להיות השפעה על הפעילות המשקית שהיא מעבר לגידול הראשוני בביקוש המשפחות שמקורו בגידול רכושן.

ניתן לצפות לכך שקיים קשר מסוים — ואולי חזק למדי — בין התוספות לביקוש המשפחות בעקבות קבלת כספי הפיצויים, לבין השיקולים להפוך את כספי הפיצויים — הנקובים במטבע-חוז' — לל"י. אולם, יש לציין שהקשר אינו זהותי ואינו חייב להיות מלא. למשל, יתכן שמשפחה המקבלת פיצויים בסכום מסוים מגדילה את ביקושה לנכסים ריאליים, אולם היא מממנת תוספת זו בל"י, ואילו החיסכון נעשה במטבע-חוז'. כלומר, בעיות ההמרה מכספי הפיצויים קשורה גם לבעיה של הרכב תיק הנכסים הנזילים של המשפחה.

הדגש בעבודה זו הושם באספקט ההמרה של כספי הפיצויים בל"י. המטרה הינה לנתח ולהסביר את ההמרה לאורך זמן (1957 עד 1967), ועל סמך הממצאים להסיק מסקנות לגבי צעדי מדיניות אפשריים.

תחילה נסקרו ההתפתחויות הכמותיות של זרמי הפיצויים מאז ראשיתם; הוצגו התנאים והאפשרויות השונים שעמדו בפני מקבלי הפיצויים בנוגע לשימוש בכספים אלה, ולאחר מכן נעשה ניסיון לאמוד באופן כמותי פונקציות המרה, כלומר, את הגורמים המשפיעים על היקף ההמרה. מתוך הבדיקות שערכנו על נתוני הסדרה העיתית (על בסיס רבע שנתי), התקבל באופן שיטתי, שההמרה של כספי הפיצויים תלויה בעיקר בפיצויים באותה תקופה, ורק במידה זעומה

* סקירה זו נכתבה בידי פרדי וידר ממחלקת המחקר.

¹ ראה מ' לנדסברגר: השפעת הפיצויים האישיים על הצריכה והחיסכון בישראל, בנק ישראל, ירושלים, נובמבר, 1969.

לוח 1

סך כל הפיצויים האישיים מגרמניה, 1955 עד 1968

(מיליוני דולרים)

1968	1967	1966	1965	1964	1963	1962	1961	1960	1959	1958	1957	1956	1955	
10.9	8.9	11.0	9.1	12.4	9.8	8.7	8.1	6.7	4.9	5.4	3.0	2.0		ינואר
11.4	7.3	10.5	8.2	11.5	10.9	8.7	8.0	7.7	5.7	5.7	2.5	1.6		פברואר
13.0	9.9	10.9	9.0	13.8	11.4	12.2	8.2	8.4	4.9	5.0	3.3	2.1		מארס
13.4	9.9	9.3	9.2	12.4	11.8	11.7	8.2	8.2	4.8	5.4	3.2	1.7	0.8	אפריל
12.7	10.8	9.8	9.9	9.7	14.0	14.0	9.4	9.9	4.9	5.0	3.8	2.0	1.4	מאי
12.5	9.8	8.8	9.3	10.8	12.1	12.2	9.8	8.4	5.7	5.6	3.4	2.1	1.5	יוני
12.0	11.5	8.5	9.4	11.5	11.5	11.9	8.9	8.0	5.3	6.6	3.6	2.0	2.5	יולי
10.9	10.4	8.7	8.6	10.2	10.7	10.5	7.7	8.0	5.6	5.1	5.0	2.6	1.8	אוגוסט
11.2	10.8	7.8	8.8	9.1	11.5	10.5	7.9	7.8	6.1	5.3	4.4	2.0	1.9	ספטמבר
12.1	8.5	8.6	9.2	11.7	13.5	11.9	12.3	8.9	6.3	6.1	4.7	2.1	2.2	אוקטובר
10.8	9.0	8.5	10.2	10.2	12.5	13.2	12.0	9.3	7.9	5.1	4.3	2.9	2.2	נובמבר
13.3	9.1	9.3	11.7	11.0	13.2	12.3	10.8	9.3	8.8	6.0	4.6	2.5	1.9	דצמבר
144.2	115.9	111.7	112.6	143.3	142.9	137.8	111.3	100.6	70.9	66.3	45.8	25.6		סך הכול
12.0	9.7	9.3	9.4	11.9	11.9	11.5	9.3	8.4	5.9	5.5	3.8	2.1	(1.8)	ממוצע חודשי

בפיצויים שהתקבלו בתקופות קודמות. פנים אחרות לאותה מסקנה — מלאי הפיקדונות במטבעי-
 חוץ שבידי הציבור לא נתקבל כמסביר את היקף ההמרה (זאת ועוד, נתקבל שהשפעתם הפוכה מזו
 הצפויה: ככל שמלאי היתרות גדול יותר, היקף ההמרה קטן. אולם תוצאה זו אינה מובהקת
 מבחינה סטטיסטית).

גורמים נוספים שנמצאו תורמים להסבר היקף ההמרה הם שער הדולר השחור ושינויים ברמת
 המחירים. שני משתנים אלה הובאו על מנת לתת ביטוי לציפיות בדבר שינויים אפשריים בתשואה
 על הנכסים השונים. ציפייה לפיחות פירושה ציפייה לעליית התשואה בעתיד על יתרות מטבע
 החוץ, ועל כן, כשיתר הדברים קבועים, יש לשער שהדבר יביא להגדלת היתרות שהציבור רוצה
 להתחזק במטבע חוץ. או, במלים אחרות, לירידת היקף ההמרה. כאינדיקטור לציפיות הציבור
 לפיחות השתמשנו בשער הדולר השחור — או: בהפרש בין זה לשער הרשמי — והתוצאה היתה
 שהקשר בינו לבין ההמרה הינו שלילי, כמצופה.

גם השינויים ברמת המחירים נמצאו משפיעים בצורה שלילית על היקף ההמרה, אף כי

לוח

הפיצויים האישיים מגרמניה, מחולקים לפי תקבולים

(מיליוני

1965		1964			1963			
מזה רנטות שוטפות	סך כל הפיצויים האישיים	משקל רנטות שוטפות	מזה רנטות שוטפות	סך כל הפיצויים האישיים	משקל רנטות שוטפות	מזה רנטות שוטפות	סך כל הפיצויים האישיים	
3.1	9.1	21.8	2.7	12.4				ינואר
3.3	8.2	23.5	2.7	11.5				פברואר
2.9	9.0	19.6	2.7	13.8				מארס
3.5	9.2	25.0	3.1	12.4	12.7	1.5	11.8	אפריל
4.0	9.9	26.8	2.6	9.7	12.1	1.7	14.0	מאי
4.2	9.3	25.0	2.7	10.8	19.8	2.4	12.1	יוני
4.2	9.4	28.7	3.3	11.5	19.1	2.2	11.5	יולי
4.1	8.6	31.4	3.2	10.2	21.5	2.3	10.7	אוגוסט
4.0	8.8	33.0	3.0	9.1	20.9	2.4	11.5	ספטמבר
4.2	9.2	25.6	3.0	11.7	17.0	2.3	13.5	אוקטובר
4.3	10.2	33.3	3.4	10.2	19.2	2.4	12.5	נובמבר
3.3	11.7	26.4	2.9	11.0	19.7	2.6	13.2	דצמבר
45.1	112.6	24.6	35.3	143.3	13.9	19.8	142.9	סך הכול

תרומתם להסבר קטנה, ובדרך כלל, אינה מובהקת. במקרה זה קשה יותר לתת אינטרפרטציה לתוצאה, שכן מחד גיסא, מבטאת עליית המחירים עלייה בתשואה על הנכסים הנוזליים הנקובים בל"י והצמודים למדד, יחסית לתשואה על יתרות מטבע חוץ; מצד זה היינו מצפים שההשפעה על היקף ההמרה תהיה חיובית (כלומר, כאשר עולה התשואה על נכסים אלטרנטיביים, ירצה הציבור להחזיק פחות יתרות מטבע חוץ, היינו, יגביר את היקף ההמרה). מאידך גיסא, יתכן גם שעליית המחירים גורמת לחוסר בהירות בדבר התפתחויות אפשריות בעתיד, ובעקבות זאת יעדיף הציבור החזקת הנכסים במטבע חוץ. דיון מפורט על כך יופיע בגוף העבודה.

השוואת היקף ההמרה בפועל על פני התקופה הנסקרת להיקף ההמרה המחושב מתוך הרגרסיות השונות שחישבונו, מלמדת שבשנים 1963 וחלק מ-1964 היתה ההמרה בפועל גבוהה בשיעור ניכר מזו הצפויה על פי הרגרסיה. דומה שההסבר לכך נעוץ בגיאות בשוק המקרקעין ובשוק ניירות הערך באותה תקופה: התשואה על נכסים אלה, שלבשה בעיקר צורה של רווחי הון גדולים, עלתה במידה ניכרת יחסית לתשואה על יתרות מטבע חוץ. זאת ועוד: בפברואר 1962

2

הדפיעמיים ורנטות שוטפות, 1963 עך 1968

(דולרים)

1968			1967			1966			
משקל רנטות שוטפות	מזה רנטות שוטפות	סך כל הפיצויים האישיים	משקל רנטות שוטפות	מזה רנטות שוטפות	סך כל הפיצויים האישיים	משקל רנטות שוטפות	מזה רנטות שוטפות	סך כל הפיצויים האישיים	משקל רנטות שוטפות
43.1	4.7	10.9	55.1	4.9	8.9	37.3	4.1	11.0	34.1
44.7	5.1	11.4	46.6	3.4	7.3	41.0	4.3	10.5	40.2
38.5	5.0	13.0	55.6	5.5	9.9	42.2	4.6	10.9	32.2
35.1	4.7	13.4	48.5	4.8	9.9	38.7	3.6	9.3	38.0
35.4	4.5	12.7	45.4	4.9	10.8	41.8	4.1	9.8	40.4
29.6	3.7	12.5	46.9	4.6	9.8	53.4	4.7	8.8	45.2
38.3	4.6	12.0	47.8	5.5	11.5	49.4	4.2	8.5	44.7
42.2	4.6	10.9	48.1	5.0	10.4	44.8	3.9	8.7	47.7
48.2	5.4	11.2	45.4	4.9	10.8	41.0	3.2	7.8	45.5
43.0	5.2	12.1	45.9	3.9	8.5	53.5	4.6	8.6	45.7
39.8	4.3	10.8	43.3	3.9	9.0	60.0	5.1	8.5	42.2
48.1	6.4	13.3	39.6	3.6	9.1	58.1	5.4	9.3	28.2
40.4	58.2	144.2	47.4	54.9	115.9	46.4	51.8	111.7	40.1

נערך פחות, ויתכן שהציבור לא צפה פחות נוסף בעתיד הקרוב. כתוצאה מכך הוא העדיף לצמצם יותר את יתרות מטבע החוץ שברשותו, ולרכוש נכסים אחרים.

מן האמור לעיל נובע, שקיימת רגישות מה אצל ציבור מקבלי הפיצויים לתשואה היחסית שנושאים חשבונות מטבע החוץ הפתוחים בפניהם, אף כי לנוכח הנתונים שבידינו, אין אפשרות להעריך הערכה כמותית מדויקת את הקשר הזה.

2. הפיצויים ואפשרויות השימוש בהם

בשנת 1955 כבר הגיעו הפיצויים האישיים לרמה גבוהה למדי (כ-2 מיליון דולרים לחודש). מלוח מספר 1 ניתן לראות שהיקף הפיצויים גדל בהתמדה והגיע לרמה של 143 מיליוני דולרים בשנת 1963. מאז ירדה רמתם עד שבשנת 1967 הגיעו לכדי 110 מיליוני דולרים בקירוב. בשנת 1968 שוב חלה עלייה עד ל-147 מיליונים, ועל פי התחזיות הקיימות, תימשך רמה גבוהה זו של פיצויים אישיים בחמש השנים הקרובות.

הפיצויים האישיים (המתקבלים רובם מגרמניה ומעוטם מאוסטריה), הינם משני סוגים: (1) פיצויים חד פעמיים, (2) פנסיות שוטפות. עד לשנת 1963 אין בידינו נתונים נפרדים של שני מרכיבים אלה, כי אם צירוף שלהם. מאפריל 1963 קיים דיווח שוטף נפרד על שני סוגי פיצויים אלה. בלוח 2 ניתן לראות שבשנים 1965-1967 חלה ירידה בחלקם היחסי — ואף המוחלט — של הפיצויים החד פעמיים בהשוואה לפנסיות החודשיות. בשנת 1968 שוב עלה חלקם של הפיצויים החד פעמיים, בעקבות חוקים חדשים בגרמניה המרחיבים את מעגל הזכאים לקבלת פיצויים אל קבוצות אוכלוסיה נוספות. לתגודות אלה בחלקם של הפיצויים החד פעמיים נודעת חשיבות, שכן סביר לשער שההתייחסות של ציבור מקבלי הפיצויים אל המרכיב החד פעמי — מבחינת היקף ועיתוי ההוצאה מתוך התקבולים — תהא שונה מאשר אל הפנסיות השוטפות.²

במשך כל השנים בהן התקבלו פיצויים, היו האפשרויות שעמדו בפני מקבליהם, מבחינת השימוש האפשרי בכספים אלה, דומות, פחות או יותר.

ההגבלה הוטלה על ההפקדה בחשבון תמ"מ: עד גבול מסויים הותר להפקיד בחשבון זה, ואילו היתרה — בחשבון פז"ק (כל זה בנוסף, כמובן, לאפשרות להפוך כספים אלה ל"י באופן מידי). הפרופורציות המותרות בין שני סוגי חשבונות אלה שונות מספר פעמים, כשהחלק המותר להפקדה בחשבון תמ"מ נע בין חמישית לשליש³ (ראה פירוט בלוח מס' 3).

ההבדל היסודי בין חשבון התמ"מ לחשבון הפז"ק, מבחינת זכויותיו של בעל החשבון טמון בזה שבראשון ניתן להשתמש במטבע זר ממש — תחת מגבלות מסויימות — בעוד שבשני ניתן להשתמש ב"י בלבד. כספי התמ"מ יכולים לשמש את בעליו להוצאות בחו"ל, עד לגבול מסויים, לצרכים שונים (הוצאות משפטיות, הבראה, שהייה שם וכו'). כמו כן, יכול בעל כספי תמ"מ לקנות ניירות ערך זרים מתוך חשבון זה באופן ישיר. את ההכנסות מניירות ערך אלה (ריבית או דיבידנדה) ניתן לצרף גם כן לחשבון התמ"מ. כאשר מוכר האיש את ניירות הערך הנורים שברשותו

² כדאי לציין בהקשר זה שיש עיוות מסויים בנתונים, שמקורו בשיטת הרישום והדיווח של הבנקים: כל אימת שחלה העלאה רטרואקטיבית של הפנסיות החודשיות (או כאשר ממשלת גרמניה מאשרת לאיש קבלת פנסיה עם תוקף רטרואקטיבי) נרשם ומדווח כל סכום ההפרשים כפנסיה שוטפת, בעוד שמבחינת ניתוח ההשקעות של סכום זה, היינו מעדיפים להתייחס אליו כאל תקבול חד פעמי. מתוך בירורים בבנקים הסתבר שלא קיימת אפשרות לבודד סכומים אלה.

³ לגבי רנטות שוטפות המצב שונה במקצת: אדם המקבל רנטה חודשית שאינה עולה על 150 מרקים, רשאי להפקיד 50 מרקים בחשבון תמ"מ. מכיוון שיש אנשים המקבלים רנטות נמוכות מ-150 מרקים, החלק המותר בהפקדה בחשבון תמ"מ עולה על 1/3.

החלק המותר להפקדה בחשבון תמ"מ והריבית על חשבונות תמ"מ ופז"ק (אחוזים)

ריבית שנתית *		החלק המותר להפקדה בחשבון תמ"מ	עד מאי 1959
תמ"מ	פז"ק		
6	6	20	מאי 1959 עד פברואר 1962
6	6	33½	פברואר 1962 עד פברואר 1963
7	7	25	פברואר 1963 עד אוקטובר 1967
7	4½	33½	מאוקטובר 1967
6	4½	33½	

* זו הריבית המשולמת בתנאי שהכסף מופקד לשנה שלמה. אם הכסף מופקד לתקופה קצרה יותר, גם שער הריבית הינו נמוך יותר. אם שוברים את החשבון לפני המועד שנקבע מראש, הריבית המשולמת קטנה עוד יותר.

(א) להחזיר את התמורה לחשבון התמ"מ, (ב) להעביר את התמורה ליתרת דולרי נגד ולמכרה בהתאם לשער השורר בשוק זה, שהינו גבוה מן השער הרשמי. למעשה⁴, נוצר שוק חופשי לדולרים, אשר מקורם בכספי התמ"מ והיכולים לשמש את רוכשיהם למטרות מוגבלות בלבד, כגון, רכישת גיירות ערך זרים. כאמור, השער השורר בשוק זה גבוה מהשער הרשמי.

הכספים המופקדים בחשבון פז"ק נקובים אמנם כמטבע חוץ (ומשום כך גם צמודים הם לשער החליפין) אך, כאמור, לצורך שימוש בכספים אלה יש להמירם תחילה בל"י לפי שער החליפין הרשמי השורר בשעת ההמרה.

כנגד היתרונות המוענקים לחשבון התמ"מ מבחינת השימושים האפשריים, משולמת כיום ריבית נמוכה יותר על חשבונות אלה מאשר על חשבון פז"ק. בשערי הריבית ששולמו לחשבונות אלה — פז"ק ותמ"מ — חלו מספר תנודות בלבד מאז החלו להתקבל כספי הפיצויים. בולטת במיוחד ההורדה שחלה בריבית המשולמת עבור כספים בחשבון התמ"מ בפברואר 1963, מ-7 אחוזים לכדי 4½ אחוזים. הורדה זו בשער הריבית לוותה בהעלאת החלק המותר להפקדה בחשבון זה מרבע לשליש.

3. הגדרת פעולת ההמרה

אנחנו נגדיר המרה בשתי צורות, ולאורן של הגדרות אלה גם נבנה שתי סדרות על היקף ההמרה לאורך זמן.

הגדרה ראשונה להמרה בתקופה t : פיצויים (חד פעמיים ורגטות שוטפות) וריבית על יתרות מטבע החוץ (פז"ק ותמ"מ) במשך התקופה, פחות השינוי ביתרות מטבע החוץ, דהיינו:

$$Y_t = X_t + R_t - (F_t - F_{t-1})$$

כאשר: Y_t — היקף ההמרה במשך התקופה t

X_t — סך הפיצויים האישיים במשך התקופה t

R_t — ריבית שהתקבלה בתקופה t עבור יתרות הפז"ק והתמ"מ

F_t — סך יתרות הפז"ק והתמ"מ בסוף התקופה t

⁴ בעצם, כאשר רוצה בעל חשבון תמ"מ להפוך את כספו זה לל"י, הוא נותן הוראה מתאימה לבנק, וזה מבצע את פעולת הקנייה של גיירות ערך זרים, מכירתם, והפיכת הדולרים לל"י דרך שוק הנת"ד. מבחינתו של הפרט תהליך זה הינו פיקטיבי במידה רבה.

על פי הגדרת זו רואים כהמרה כל משיכה מתוך יתרות הפז"ק והתמ"מ, דהיינו: ההמרה במשך תקופה מסוימת הינה ההפרש בין הגידול המקסימלי האפשרי ביתרות הפז"ק והתמ"מ במשך התקופה (כתוצאה מתקבולי הפיצויים והריבית על יתרות מטבע החוץ) לבין גידולן בפועל.

באשר למשיכות מתוך חשבון הפז"ק ההגדרה נראית סבירה, מכיוון שמחשבון זה ניתן למשוך לצורך הפיכת הכסף לל"י בלבד⁵. אולם, מתעוררות מספר בעיות באשר למשיכות מתוך כספי התמ"מ:

(א) כפי שכבר נאמר, מתוך כספי התמ"מ ניתן למשוך כספים על מנת להשתמש בהם בחו"ל. ברור שאין בפעולה זו משום הפיכה של מטבע חוץ לל"י, אף לא מבחינתו של בעל החשבון.

(ב) מתוך חשבון התמ"מ ניתן גם למשוך כספים על מנת לרכוש ניירות ערך זרים. שוב, אין בכך שום פעולה של הפיכת מטבע חוץ לל"י; ואילו על פי ההגדרה דלעיל להמרה, כל יציאה של כספים מתוך חשבון התמ"מ נחשבת להמרה, באופן בלתי תלוי במטרות לשמן הם הוצאו. כלומר, משיכה מתוך חשבון זה לצורך שתי המטרות שנמנו לעיל תיחשב אף היא להמרה.

כדי לעקוף בעיות אלו אפשר להכניס שינוי מסויים בהגדרת ההמרה:

$$Y_t = X_t + R_t - [(F_t - F_{t-1}) + (D_t - D_{t-1}) + (V_t - V_{t-1})]$$

כאשר: $F-1$, R , X , Y כמו קודם

D_t — יתרת דולרי נת"ד בסוף התקופה t

V_t — יתרת ניירות ערך זרים בסוף התקופה t

כלומר, על פי הגדרה זו, יציאה של כספי תמ"מ לצורך רכישת ניירות ערך זרים ודולרי נת"ד אינה נחשבת להמרה. כדאי לציין כאן: יתכן מאוד שהמשפחה שקיבלה את הפיצויים הפכה כסף זה לל"י דרך שוק הנת"ד. אך את הל"י האלה סיפקו פרטים אחרים במשק ולא הממשלה. מנקודת ראות אגרגטיבית אפשר לטעון, שלא חל כאן שום עירוני חיצוני חיובי, אין גידול ישיר באמצעי התשלום, ועל כן אין כאן גם פעולת המרה.

אין בידינו נתונים מהימנים הדרושים כדי לבדוק אם מקבלי פיצויים מושכים מתוך חשבונות התמ"מ על מנת להשקיע בעצמם בניירות ערך זרים⁶. בשנים האחרונות היתה התשואה הנומינלית על חשבון תמ"מ 4½ אחוזים, תשואה שאינה רחוקה במידה רבה ממה שניתן לקבל עבור ניירות ערך הנקובים במטבע חוץ. אם נביא בחשבון גם את ההוצאות הכרוכות ברכישת ניירות ערך זרים (כמו עמלות שונות לבנקים) יהיה ההפרש בין התשואה על חשבון התמ"מ לבין זו שאפשר לקבל מניירות ערך זרים קטן עוד יותר. מכאן סביר לשער, שבעלי חשבונות תמ"מ אינם מושכים, בדרך כלל, מחשבון זה כדי לרכוש ניירות ערך זרים אלא כדי להפוך את הכסף לל"י.

מן האמור לעיל יוצא שההגדרה השנייה להמרה משקפת יותר מן הראשונה את הגידול באמצעי התשלום. בעצם כדי שהדבר יהיה בדיוק כך, היינו צריכים להוסיף לזרם הפיצויים והריבית על פז"ק ותמ"מ גם את ההכנסות מניירות ערך זרים (ריבית ודיבידנדות). מצד שני, היינו צריכים להחסיר את המשיכות מתוך תמ"מ לצורך מימון הוצאות בחו"ל. ההשמטה הראשונה גורמת להטיה כלפי מטה של ההמרה (מבחינת השפעתה על גידול באמצעי התשלום), ואילו ההשמטה השנייה

⁵ יתרות הפז"ק כוללות גם סכומים שאינם קשורים בכספי הפיצויים, ואשר לפי הדיווח הקיים לא ניתן להפרידם. אולם היקפם של סכומים אלה הינו, כנראה, מבוטל בהשוואה לסכומי הפיצויים.

⁶ אמנם בסקר החיסכון 1963/64 נשאלת שאלה גם בנושא זה, אך מהימנות התשובות נמוכה.

גורמת להטיה כלפי מעלה. אין בידינו אינפורמציה שתאפשר להביא בחשבון שני גורמים אלה, אך יתכן שהם מקוזים זה את זה במידה רבה.

כפי שניתן לראות, שתי ההגדרות של ההמרה מביאות בחשבון את תקבולי הריבית על יתרות מטבע החוץ בצד תקבולי הפיצויים. דבר זה נעשה משום שתקבולים אלה עומדים לרשות המשפחות בדומה לתקבולי הפיצויים, ואף נושאים את אותן התכונות (בריבית על יתרות תמ"מ מותר לנהוג כבכספי תמ"מ, ובריבית על יתרות פז"ק — כבכספי פז"ק). רצוי להעיר שיש, בכל זאת, הבדל מסויים בין תקבולי הפיצויים לתקבולי הריבית, והוא נעוץ במידת האקסוגניות של שני גורמים אלה. בעוד שאל הראשון ניתן להתייחס כאל גורם הנתון באופן חיצוני ממש, הרי השני תלוי אמנם במידה רבה ביתרות שהיו קיימות בתקופה קודמת (ובמובן זה גם הוא יכול להחשב כנתון חיצוני לגבי התקופה השוטפת). אך הוא תלוי, במידה מסויימת, גם בשיקולים שוטפים של המשפחות (שבירת פיקדונות טרם מועדם מקטינה את הריבית); ובמובן זה מהווים תקבולי הפיצויים גורם פנימי (אנדוגני).

לוח 4

ריבית על יתרות פז"ק-תמ"מ,
1957 עד 1967
(מיליוני דולרים)

—	1967
0.4	1958
1.2	1959
2.3	1960
4.2	1961
7.8	1962
11.0	1963
11.5	1964
14.2	1965
17.7	1966
20.7	1967

לוח 4 ניתן לראות שתקבולי הריבית מגיעים עתה למימדים ניכרים — למעלה מ-20 מיליוני דולרים בשנה. יש להדגיש שסכומים אלה אינם מהווים תקבולים במטבע חוץ מבחינת המשק הישראלי.

בהתאם לשתי ההגדרות בנינו שתי סדרות עבור ההמרה. לגבי ההגדרה הראשונה מצויים בידינו הנתונים הנחוצים כבר מראשית התקופה ואילו לגבי ההגדרה שנייה מצויים בידינו נתונים רק החל משנת 1961. נתוני שתי הסדרות (ראה לוח 5) מצביעים על כך שעל פי ההגדרה הראשונה מתקבלת המרה גבוהה יותר בכל אחת מן השנים 1961-1967 מאשר על פי ההגדרה השנייה. מכאן שחלק מן הכספים שיצאו מחשבונות התמ"מ לא גרמו עלייה בכמות אמצעי התשלום אלא שימשו לרכישת ניירות ערך זרים. כפי שנאמר כבר, יתכן שבעלי התמ"מ הפכו כספים אלה לל"י אך ל"י אלה סופקו ע"י פרטים אחרים במשק. (יצויין בסוגריים שאין כוונת הדברים לטעון שקיומו של שוק דולרי הנת"ד מנע הרחבה ישירה של הביקוש מצד בעלי חשבונות התמ"מ. כאמור, יתכן שאנשים אלה באמת מקבלים את הל"י ובהן מממנים הוצאות על מוצרים ושירותים. הטענה מצטמצמת בזה ששוק זה צימצם במידה מסויימת את ההרחבה המוניטרית שמקורה בכספי

לוח 5

המרות מכספי הפיצויים, לפי שתי ההגדרות

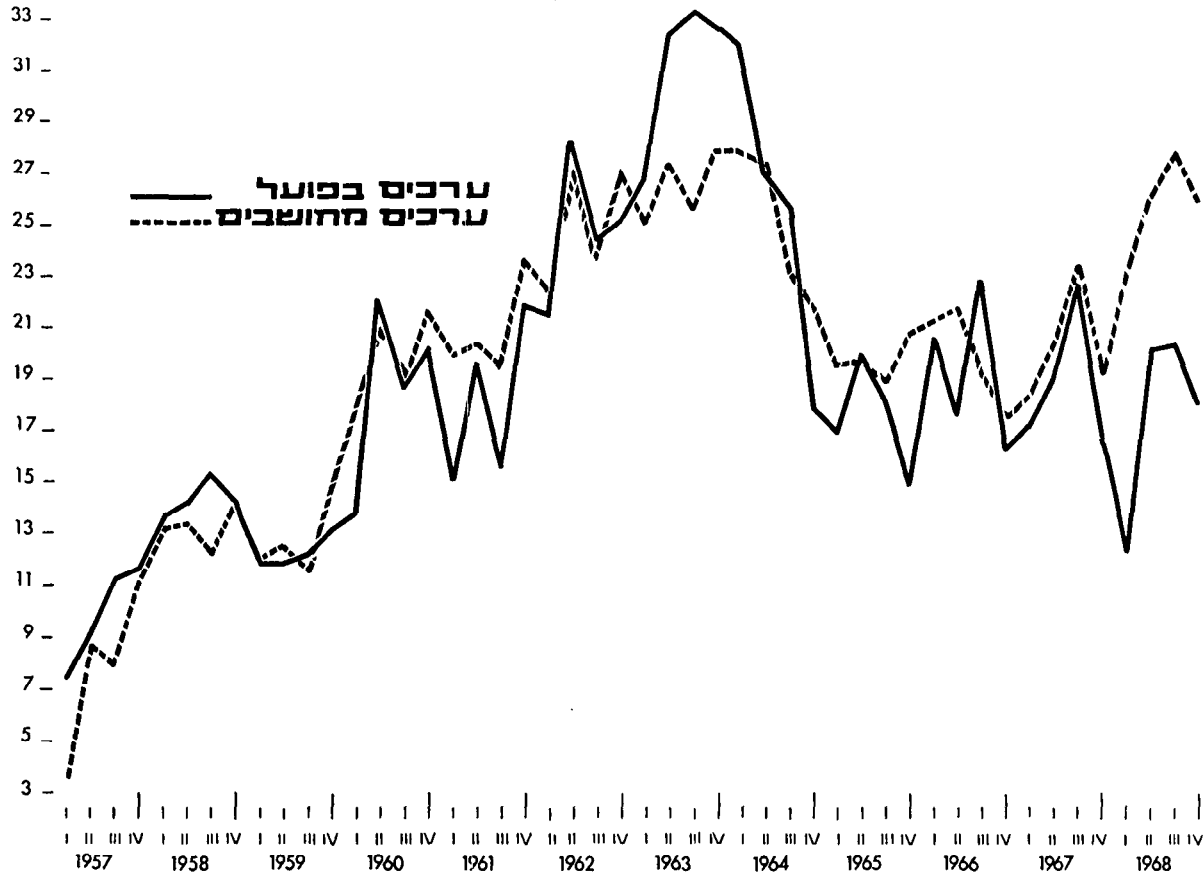
(מיליוני דולרים)

1967		1966		1965		1964		1963		1962		1961	1960	1959	1958	1957	
ב	א	ב	א	ב	א	ב	א	ב	א	ב	א						
2.7	5.5	5.2	8.3	4.4	5.1	10.3	10.8	8.2	8.8	6.1	5.1	6.5	4.3	3.7	4.6	2.6	ינואר
-0.2	4.5	-8.6	8.4	3.4	5.5	8.9	10.0	11.1	8.4	6.2	6.8	5.8	4.7	4.4	4.9	2.0	פברואר
-6.0	7.2	7.9	7.9	5.7	6.3	10.5	11.2	5.1	9.7	11.0	9.6	2.8	4.8	3.8	4.2	2.9	מארס
0.9	5.1	4.5	5.5	3.6	6.0	7.6	9.5	10.3	9.7	8.1	8.2	6.8	7.6	3.5	4.6	2.9	אפריל
6.4	6.5	5.4	5.2	6.2	7.9	7.5	8.2	10.2	11.2	10.3	10.5	6.5	7.8	4.0	4.5	3.1	מאי
12.9	7.4	5.3	6.8	3.5	6.1	7.1	9.3	9.8	11.5	8.9	9.5	7.0	6.8	4.4	5.1	3.2	יוני
9.6	7.8	7.5	7.7	6.6	7.5	9.5	10.2	9.4	12.4	9.4	9.4	5.3	6.0	3.7	6.2	3.1	יולי
4.7	8.8	5.8	7.5	3.4	7.1	7.5	8.8	9.9	10.7	6.9	7.2	4.8	6.7	4.0	4.4	4.4	אוגוסט
8.3	8.6	6.1	7.5	1.0	3.6	6.2	6.8	9.5	10.2	7.0	7.8	5.4	6.0	4.5	4.7	3.8	ספטמבר
2.1	1.1	18.1	4.9	-2.8	3.9	4.2	6.4	10.2	11.2	7.8	8.0	6.2	6.6	3.4	5.2	4.1	אוקטובר
1.9	4.3	-10.7	5.2	1.3	4.6	3.2	5.4	8.7	9.6	7.6	9.4	8.3	6.5	4.7	4.4	3.7	נובמבר
1.7	5.6	4.3	6.1	3.7	6.4	4.5	6.1	11.0	11.9	7.8	7.8	7.3	7.2	5.0	4.7	3.9	דצמבר
45.0	72.4	50.8	81.0	40.0	70.0	87.0	102.7	113.4	125.3	97.1	99.3	72.7	75.0	49.1	57.5	39.7	סך הכול

הגדרה א': פיצויים אישיים בתוספת ריבית, למעט השינוי ביתרות פו"ק-ת"מ.
הגדרה ב': פיצויים אישיים בתוספת ריבית, למעט (השינוי ביתרות פו"ק-ת"מ + השינוי בניירות ערך זרים + שינוי ביתרות דולרי נתי"ד) עד 1961 ההמרה מחושבת לפי הגדרה א'.

דיאגרמה 1

ההמרה בפועל בהמרה המחושבת * מן הרגסיה, 1957 עד 1968 (לפי לוח 6)
(מיליוני ל"י)



* תקופת המדגם מסתיימת במחצית 1967, מן הרביע השלישי של שנה זו ואילך מופיעה ההמרה בפועל לעומת זו החזויה.

הפיצויים ויצר אפיקי חיסכון נוספים לציבור הרחב, באפשרו רכישת ניירות ערך הנקובים במטבע חוץ לכלל הציבור. האימפליקציות של דבר זה לגבי כלל החיסכון במשק חשובות וטעונות מחקר, אך הן מעבר לעניינה של עבודה זו).

נאמר כבר שההמרה – המחושבת על פי ההגדרה השנייה – יכולה לשמש כאמת מידה להשלכה המיידית של ההמרות על הרחבת אמצעי התשלום. אמנם נכון הוא שהשינוי נטו באמצעי התשלום הינו תוצאה נקייה של השפעתם המשולבת של גורמים רבים, אך בכל זאת, היקף ההמרה אינו מבוטל כלל ועיקר בהשוואה לגידול באמצעי התשלום. דבר זה חשוב וצריך לעמוד לנגד עיני מעצבי המדיניות המוניטרית, בין השאר משום שאחד הגורמים המרכזיים בקביעת היקף ההמרה – כפי שנראה בהמשך – הוא זרם הפיצויים עצמם, וגורם זה הינו חיצוני למערכת הישראלית.

4. פונקציית ההמרה ואמידתה

בפרק הקודם של העבודה עמדנו על הגדרות אפשריות להמרה, ובהתאם לכך בנינו סדרות עיתיות. בפרק זה ננסה לאמוד באופן כמותי את הגורמים המשפיעים על היקף ההמרה.

דומה שאת בעיית ההמרה ניתן לשייך, מבחינה מושגית, לתחום קביעת הגודל והרכב של תיק הנכסים. אצל משפחה המקבלת פיצויים, החלטה להחזיק חלק מסויים ביתרות מטבע חוץ הינה החלטה על הרכב תיק נכסים רצוי לה. אולם, סימולטנית, זו גם החלטה על היקף המרה של כספי פיצויים בל"י. מתוך התיאוריות המקובלות על חלוקת התיק בין הנכסים השונים, ידוע שהגורמים המרכזיים הקובעים את הרכבו של תיק נכסים הן התשואות הצפויות על הנכסים השונים והסיכון הכרוך⁷ מבחינת התשואה – בהחזקת הנכסים. תחת הנחות מסויימות על פונקציית התועלת של הפרט, מבין שני נכסים בעלי תשואה צפויה שווה, יעדיף הוא את אותו הנכס שלגביו הסיכון נמוך יותר, ומבין שני נכסים שווי סיכון, יעדיף הוא את אותו הנכס שתשואתו הצפויה גבוהה יותר. כמו-כן, תיתכן אדישות מצד הפרט ביחסו לשני נכסים השונים בתשואתם הצפויה, אם הם גם שונים – באופן מקוון – במידת הסיכון.

כפי שצויין, בעיית ההמרה שייכת לא רק לתחום הרכב תיק הנכסים, אלא גם לקביעת גודלו. אילו נשאלה השאלה כיצד גודל תיק נתון מוקצה בין הנכסים השונים, היינו זקוקים לאינפורמציה הנוגעת לתכונות הנכסים השונים. אולם, לאורך זמן, משתנה לא רק הרכבו של תיק הנכסים אלא גם גודלו. באופן כללי, ידוע שתוספת לנכסי המשפחה קשורה בחיסכון וזה קשור בגודל ההכנסה ובתנאי החיסכון. כאשר מדובר גם על חיסכון במטבע חוץ, צריך להביא בחשבון גם את ההכנסה במטבע חוץ של המשפחות, ובמקרה שלנו, את תקבולי הפיצויים.

לאור האמור לעיל, נראה כהגייוני לכלול בפונקציית ההמרה את המשתנים המסבירים הבאים:

- (1) פיצויים בתקופה השוטפת ובתקופות שונות בעבר.
- (2) התשואה הצפויה על יתרות מטבע החוץ.
- (3) התשואה הצפויה על נכסים אלטרנטיביים.
- (4) הכנסה אחרת (או, אלטרנטיבית, הרכוש) של המשפחות המקבלות פיצויים.

אם כן, פונקציית ההמרה אותה היינו רוצים לאמוד הינה⁸:

$$Y_t = f(x_t, x_{t-1}, \dots, x_{t-i}, \dots, r_t, R_t, H_t)$$

⁷ הסיכון מוגדר כסטיית התקן של התשואה, דהיינו, רואים בתנודות החלות בתשואה אינדיקטור לסיכון.
⁸ בעצם, פונקצייה כזאת נגזרת ממודל שבו גובה יתרות מטבע החוץ שהציבור רוצה להחזיק הינו המשתנה שלגביו יש לנו תיאוריה (הוא יהיה תלוי בזרם הפיצויים, בגובה היתרות בתקופות קודמות, בהשואות יחסיות ועוד). שינויים בגובה היתרות בצירוף זרם הפיצויים גותנים את ההמרה.

- כאשר: Y_t — המרה בתקופה t
 X_t — פיצויים בתקופה t
 r_t — תשואה צפויה על יתרות מטבע חוץ
 R_t — תשואה צפויה על נכסים אלטרנטיביים
 H_t — הכנסה אחרת.

(1) על הפיצויים מצויה בידינו סידרה חודשית לגבי כל התקופה, כך שלא מתעוררות בעיות של נתונים, וקיימת אפשרות להביא את הפיצויים בכל פיגור שרצוי, (אך יש לזכור שכל פיגור נוסף מצמצם את דרגות החופש בשעת חישוב האומדנים). יכולה להטען הטענה שבמקום הפיצויים בתקופות השונות בעבר אפשר להביא כמשתנה מסביר את יתרת מטבע החוץ המצויה בידי הציבור, וכי, מלכתחילה, נצפה לכך שכלל שיתרות אלה גבוהות יותר גם היקף ההמרה גדול יותר. יש לציין שהממצאים אינם תומכים בטענה זו: נתקבל שהקשר בין היקף ההמרה ליתרות מטבע החוץ הינו שלילי, (אם כי לא מובהק מבחינה סטטיסטית). לנקודה זו נחזור כשנתח את תוצאות החישובים של פונקציית ההמרה.

(2) התשואה הצפויה על יתרות מטבע החוץ (פיקדונות פו"ק ותמ"מ) נקבעת ע"י הגורמים הבאים:

א. הריבית הנומינלית שתשלם על פיקדונות אלה; בעבר חלו בה שינויים מועטים (ראה לוח 3) ומתקבל על הדעת שגם ציפיות ציבור בעלי פיקדונות מטבע החוץ מבוססות על המשך יציבותו של גורם זה.

ב. שינויים אפשריים בשער החליפין של הל"י; ציפייה לפיחות פירושה ציפייה לקבלת יותר ל"י עבור כל דולר שיומר, ועל כן, פירושה עלייה בתשואה הצפויה. מובן שאין בידינו אינפורמציה טובה על ציפיות הציבור לפיחות, ובתור אינדיקטור לכך נשתמש בשער הדולר השחור⁹. בין המגרעות של משתנה זה כאינדיקטור לציפיות לפיחות כדאי להזכיר שאין הוא נקי מהתערבויות לשמירת רמתו, וכן, שיתכן שהוא עצמו מושפע במידה זו או אחרת על ידי היקף ההמרה, כך שאין הוא בבחינת משתנה אנדוגני ממש. אפשרות נוספת היא להשתמש בהפרש שבין שער הדולר השחור לזה הרשמי. מלכתחילה, נצפה לכך שקיים קשר שלילי בין היקף ההמרה לשער הדולר השחור. ואכן, זו התוצאה שהתקבלה.

ג. שינויים אפשריים ברמת המחירים; ציפייה לעלייה ברמת המחירים פירושה ציפייה לירידה בערך הל"י תמורת הדולרים שיומרו, כלומר, ירידה בתשואה הצפויה. לכן, בהקשר זה, נצפה לכך שעלייה צפויה ברמת המחירים תגביר את ההמרה. אולם, אם עליות מחירים גוררות ציפיות לפיחות אזי עלייה צפויה במחירים עשויה, בהקשר זה, להביא לצימצום ההמרה. אם כן, שינויים אפשריים ברמת המחירים, בהשפיעם בצורות מנוגדות על התשואה הצפויה מיתרות מטבע החוץ, עשויים גם להשפיע בכיוונים מנוגדים על שיקולי ההמרה של הציבור, ומראש אי אפשר לדעת איזה משני האספקטים הוא הדומיננטי.

(3) התשואה הצפויה על נכסים בל"י הינה מושג מסובך יותר, שכן קיימת קשת מגוונת של נכסים העומדים לבחירתו של הציבור, והגבדלים זה מזה בתשואתם, מידת בטיחותם, מועדם (זמן קצר, זמן ארוך). אין בידינו סדרות עיתיות ארוכות על תשואות שנכסים שונים נשאו. ידוע שחלק מן הנכסים הגקובים בל"י, תשואתם צמודה בצורה זו או אחרת למדד המחירים. על-כן, עלייה מסוימת ברמת המחירים מביאה לעלייה בתשואה הנומינלית שנכסים אלה נושאים. יתר התנאים שווים, יהיה פירוש הדבר ירידה בתשואה היחסית על חשבונות מטבע החוץ; ומנקודת ראות זו נצפה לכך שעלייה במחירים תביא להגברת ההמרה ולמעבר לנכסים צמודים למדד המחירים.

⁹ כך נהגה גם מ' ביהם בספרה: אספקטים מוניטריים בפיחות 1962, מרכז פאלק, ירושלים, 1968.

אנחנו השתמשנו בשיעור עליית המחירים מרביע לרביע כאינדיקטור לעלייה הצפויה במחירים, וקיבלנו קשר שלילי, (אם כי לא מובהק) בין עליית המחירים להיקף ההמרה. אחת המסקנות האפשריות ממימצא זה היא, שעליות מחירים גורמות לחוסר ודאות באשר להתפתחויות עתידיות, ושכתוצאה מכך מעדיף הציבור לצמצם את היקף ההמרות מכספי הפיצויים. אולם, נראה לנו שמוטב להתעלם מן התוצאה, הן משום היותה לא מובהקת, והן משום שייתכן שעליית המחירים בפועל, אינה מלמדת על ציפיות לעליית המחירים בעתיד¹⁰.

(4) על ההכנסה הרגילה של המשפחות המקבלות פיצויים אין בידינו אינפורמציה לאורך זמן, ועל כן נאלץ להשמיט משתנה זה מתוך החישוב. מלכתחילה ניתן לצפות לכך שככל שההכנסה גבוהה יותר, סך החיסכון עולה, ועימו אף החיסכון במטבע חוץ. לכן, היינו מצפים לכך שהקשר בין היקף ההמרה להכנסה יהיה שלילי¹¹.

לפני שניגש להצגת החישובים שנערכו ותוצאותיהם, כדאי עוד להדגיש שכל הגדלים הינם אגרגטיביים: התצפיות שלנו אינן על משפחות בודדות, אלא על כלל המשפחות בנקודות זמן שונות.

פונקציית ההמרה אותה אמדנו בפועל היתה:

$$y_t = \alpha + \sum_{i=1}^{\infty} \beta_i X_{t-i+1} + \beta_5 B_t + \beta_0 P_t + u_t$$

כאשר: Y_t — המרה בתקופה t

X_t — פיצויים בתקופה t

B_t — שער הדולר השחור בתקופה t

P_t — אחוז עליית המחירים בתקופה t לעומת $t-1$

כלומר, שער הדולר השחור ושינויי המחירים הינם אינדיקטורים לשינויים אפשריים בתשואות הצפויות של הנכסים השונים.

החישובים נערכו לגבי שתי ההגדרות של ההמרה, אולם תוצאות סבירות התקבלו רק עבור ההגדרה הראשונה. יתכן שהסיבה לכך נעוצה במהימנות הנמוכה של הנתונים החדשיים של יתרת ניירות הערך הזרים, המשמשים לחישוב ההמרה בהגדרה השנייה. בסדרה זו נעשו מספר פעמים

לוח 6

מקדמי המשתנים כמשוואות ההמרה, עם הפיצויים בפיגורים שנים, 1957 עד 1967

$D.W.$	R^2 (מותאם לדרגות חופש)	עליית המחירים	שער הדולר השחור	פיצויים ברביע $t-3$	פיצויים ברביע $t-2$	פיצויים ברביע $t-1$	פיצויים ברביע t	קבוע	
1.22	.78	-.32 (.26)	-2.99 (1.6)	-.16 (.16)	.22 (.18)	.33 (.28)	.46 (.17)	6.54 (4.28)	1967-1957
2.00	.88	.08 (.15)	-6.42 (2.83)	-.23 (.17)	.46 (.29)	-.07 (.17)	.38 (.14)	20.40 (7.32)	1961-1957
1.96	.77	-.80 .41	-15.55 (8.48)	.14 (.19)	.18 (.19)	.23 (.23)	.71 (.21)	35.90 (32.33)	1967-1962

¹⁰ ניסינו להשתמש בסידרת התשואה הריאלית על איגרות חוב צמודות שחישב ת. בן שחר (ראה סקר בנק ישראל מס. 32) אך התוצאות לא היו סבירות.

¹¹ הדבר מתאשר מתוך בדיקות על נתוני חתך מתוך סקר החיסכון.

תיקונים ושיערוכים, מבלי לתקן אותה אחורנית. אי לכך, כל המימצאים שיובאו להלן מתייחסים להגדרה הראשונה של ההמרה.

התקופה אליה מתייחסת הבדיקה היא 1957 עד 1967 כשבסיס הזמן הוא רבע שנה. את החישובים ערכנו לגבי התקופה כולה והן לגבי שתי תקופות משנה: עד סוף 1961 ומ-1962 ואילך. סיבת החלוקה לשתי תקופות אלה נעוצה בכך שבראשית 1962 נעשה פחות של ה"י, ורצינו לראות האם היה שוני בהתנהגות הציבור בין שתי תקופות אלה.

את התוצאות ניתן לראות בלוח מס. 6. שתי מסקנות עיקריות נובעות מתוצאות אלה. האחת היא שהאומדנים עבור שתי תקופות המשנה נראים שונים למדי זה מזה. מבחן שערכנו הראה שיש מקום לחשוב שמדובר בדפוסית התנהגות שונים בשתי תקופות משנה אלה.¹² המסקנה השנייה המתקבלת מתוצאות אלה היא, שאת היקף ההמרה בתקופה נתונה (רבע שנה) קובעים בעיקר זרם הפיצויים באותה תקופה וגורמים של ציפיות בדבר תשואות (על מטבע חוץ ועל נכסים אלטרנטיביים), ואילו זרם הפיצויים בעבר אינו בעל השפעה משמעותית. פנים אחרות למסקנה זו: כאשר נסינו את מלאי יתרות מטבע החוץ כמשתנה מסביר, קיבלנו שהשפעתם אינה שונה באופן מובהק מאפס (ומכל מקום, הקשר התקבל שלילי. ראה לוח מס. 7).

לוח 7

מקדמי המשתנים במשוואות ההמרה, עם יתרות פז"ק-תמ"מ כמשתנה מסביר, 1957 עד 1967

D.W.	R ²	עליית המחירים	שער הדולר השחור	פיצויים במשך הרביע	יתרות מטבע חוץ בראשית הרביע	קבוע	
1.33	.78	-44.3 (.608)	2.102 (3.017)	.795 (.084)	-.016 (.010)	-4.89 (6.98)	1967-1957
2.08	.85	.017 (.166)	-7.943 (3.045)	.618 (.147)	-.015 (.033)	22.97 (8.37)	1961-1957
1.27	.73	-.658 (.459)	-31.024 (11.498)	.998 (.215)	.015 (0.19)	91.63 (83.64)	1967-1962

לכאורה נראית מסקנה זו תמוהה במקצת, שכן, מלכתחילה אפשר היה לצפות לכך שהתאמת יתרות מטבע החוץ הרצויות נעשית על פני תקופה ממושכת יותר, דהיינו, שיש השפעות בפיגור של תקבולי הפיצויים על היקף ההמרה. בהקשר זה כדאי להזכיר את מימצאיו של מ. לנדסברגר,¹³ לפיהם משמשים למעלה מ-50 אחוזים מסכום הפיצויים להגדלת החיסכון הנזיל בשנה שהם מתקבלים, ואילו שנה לאחר מכן יורד החיסכון הנזיל ועולה החיסכון בנדל"ן. טענתו של מ. לנדסברגר הינה, שתקבולי הפיצויים משנים את הרכב הרכוש של המשפחה וזו מחזירה אותו לרצויה לה במשך כשנתיים, שלוש. יש להדגיש שטענה זו מתייחסת לחיסכון הנזיל בכללותו ולא להרכבו בין הנכסים הנזילים השונים. אין היא אומרת שכספי הפיצויים כשלעצמם, הם הנחסכים תחילה בשיעור שהוזכר, ולאחר מכן מועברים לרכישת דירות. יתכן שהירידה בחיסכון

¹² המבחן נערך לפי: G. Chow: "Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions", *Econometrica*, Vol. 28

¹³ ראה מ' לנדסברגר: שם.

הנזיל של המשפחה שנה לאחר קבלת כספי פיצויים מתרכזות בסוגי נכסים אחרים ואילו יתרות מטבע החוץ שברשותה יורדות בשיעור נמוך יותר. בכדי לבדוק אפשרות כזאת עשינו שימוש בנתוני סקרי החיסכון 1963/64 ו-1964/65, בצורה הבאה: בחרנו במשפחות אשר קיבלו פיצויים בשנת 1963/64 ואשר נדגמו שנית בשנת 1964/65. בצורה כזאת, יכולנו לעקוב אחר התנהגותן של משפחות אשר קיבלו פיצויים שנה קודם לכן. הבדיקה הראתה שפיצויים משנת 1963/64 לא היו בעלי השפעה מובהקת על ההמרה בשנת 1964/65. מסקנה זו אכן עולה בקנה אחד עם הממצאים מתוך הסדרה העיתית, אך רצוי להדגיש שאין להתלות בה יתר על המידה, שכן מהיימנות הנתונים אינה גבוהה¹⁴.

הסבר אפשרי נוסף לתופעה זו: אמנם הנתונים המצרפיים מצביעים על עלייה ניכרת בגובה יתרות מטבע החוץ מתקופה לתקופה, אך לרוב התקבלו הפיצויים ע"י משפחות אשר זו להם הפעם הראשונה לקבלת פיצויים, ורק באופן חלקי ע"י משפחות שכבר קיבלו פיצויים גם בעבר (שוב, ראה מ' לנדסברגר, שם) בהיעדר יתרות קודמות של מטבע-חוץ שמקורן בכספי פיצויים אצל רוב המשפחות המקבלות פיצויים, ממילא לא יכלה להיות לגורם כזה השפעה רבה על שיקולי ההמרה.

ניתוח הסטיות של ההמרות בפועל מאלה המחושבות ע"י הרגרסיה מצביע על כך שבשנת 1961 היו ההמרות בפועל נמוכות מאלה הצפויות ע"י הרגרסיה (ראה דיאגרמה 1). יש לזכור שזו היתה השנה שקדמה לפיחות וסביר לפרש סטיות אלה כנובעות מדחייה ספקולטיבית של ההמרה. אמנם הבאנו בחשבון משתנים של ציפיות בצורה מפורשת (כגון שער הדולר השחור ושינויים ברמת המחירים) אך מתקבל על הדעת שאלה לא שיקפו בשנה זו את מלוא עוצמתן של הציפיות לפיחות.

במשך כחצי שנה אחרי הפיחות היו ההמרות בפועל גבוהות במידת מה מאלה המצופות, אך לא בשיעור ניכר. מלכתחילה, היינו יכולים לשער שאחרי הפיחות יבוא גל של המרות מוגברות (עקב ההמנעות הספקולטיבית מפני המרה בתקופה שלפני הפיחות). דבר זה לא קרה מיד: יתכן שהסיבות לכך היו הוראת בנק ישראל לבנקים שלא לאפשר שבירת פיקדונות מטבע-חוץ בטרם מועדם, וכן העלאת שער הריבית על פיקדונות אלה ל-7 אחוזים.

שנת 1963 (וחלק מ-1964) מצטיינת בכך שההמרה בפועל היתה גדולה יותר מזו המצופה על סמך הרגרסיה. דומה שההסבר לכך טמון בגיאיות ששררה בתקופה זו בבורסה ובשוק המקרקעין. התשואות הגבוהות על השקעות בשווקים אלה באותה תקופה, הניעו, כנראה, אנשים להגביר את ההמרה ולהשקיע בבורסה ובמקרקעין. שוב, אילו היו לנו משתנים טובים שיתנו ביטוי לתשואה על נכסים אלטרנטיביים, הדבר היה מוצא את ביטוי ברגרסיה עצמה.

תקופה נוספת של המרות נמוכות מן המצופות היו חודשיה האחרונים של 1965. דבר זה אף הוא קשור בציפיות לפיחות. כזכור, לפני הבחירות של נובמבר 1965 הילכו שמועות על פיחות אפשרי מיד לאחריהן. שמועות אלה מצאו ביטוי מסויים בשער הדולר השחור יתכן שלא באופן מלא, כנראה כתוצאה מן האפשרות של פעולות לשמירת רמתו.

5. הבאת רנטות ופיצויים חד פעמיים כנפרד

כזכור הפיצויים המופיעים בחישובי פונקציית ההמרה כוללים הן את הרנטות השוטפות והן את הפיצויים החד פעמיים. מלכתחילה, אפשר להניח ששני מרכיבים אלה משפיעים בצורה שונה

¹⁴ הכרח הוא לומר כאן מספר מילים על מידת המהימנות של נתוני הסקר בנוגע לטיב הנתונים. האינפורמציה על הפיצויים שקיבלה משפחה בשנת 1963/64 מופיעה גם בסקר של 1964/65. השוואת נתון זה בשני הסקרים מראה שאין כמעט כל דמיון ביניהם. מכאן שטיב האינפורמציה המתייחסת לתקופות קודמות לשנת הסקר עצמה הינו נמוך.

על שיקולי ההמרה (מסיבות דומות לאלה המביאות להבחנה בין הכנסה פרמנגנטית להכנסה חד פעמית מנקודת ראות ההשפעה על הצריכה).

אינפורמציה על רנטות שוטפות, בנפרד מפיצויים חד פעמיים, מצויה בידינו רק לגבי התקופה המתחילה באפריל 1963. כדי לבדוק את ההשערה ששני מרכיבים אלה משפיעים בצורה שונה על ההמרה, חושבה רגרסיה של ההמרה כפונקציה של אותם משתנים כמו בפונקציית ההמרה שבה דנו קודם, אלא שעתה הפרדנו בין הרנטות השוטפות לפיצויים החד פעמיים. תוצאות החישובים מצביעות על כך שאין הבדל מובהק בין הנטיות השוליות להמיר מפיצויים חד פעמיים ומרנטות שוטפות. יתכן שמסקנה זו מתקבלת בשל טיב הנתונים שבידינו. תשלומים רטרואקטיביים של רנטות נרשמים כרנטות, (הדבר מוצא את ביטויו גם בקפיצות ניכרות בסכום הרנטות מחודש לחודש), בעוד שמנקודת ראות השפעתם המשוערת על שיקולי ההמרה של המשפחות, דומים סכומים אלה לפיצויים חד פעמיים.

6. השפעה של פירות על היקף ההמרה

אחת השאלות המרכזיות הקשורות בהמרה היתה כיצד השפיעו עליה פירותים. חשיבותה של שאלה זו נעוצה בזה שאם פירות (המעלה את ערכן בל"י של יתרות הפז"ק והתמ"מ ושל תקבולי הפיצויים) מביא לגל המרות מוגבר, אזי השפעותיו המוניטריות של גל כזה עשויות לשים לאל חלק ממטרות הפירות.

יש להדגיש שוב, שכאן מדובר בהשפעות מוניטריות. עריכת פירות מעלה באופן חד פעמי את רכושן של המשפחות בעלות חשבון מטבע חוץ, וזה כשלעצמו יעלה את ביקושן של המשפחות למוצרים ושירותים שונים¹⁵. מתקבל על הדעת ששינויים בתנאי החיסכון העומדים בפני הציבור ישפיעו במידה מסוימת על הצריכה (דבר זה לא נבדק בעבודתו של מ. לנדסברגר שכן הוא עבד עם נתוני תהך), אולם, מן הידוע לנו ממחקרים שונים, השפעתם של תנאי החיסכון, גם אם היא מובהקת, הינה קטנה יחסית להשפעת ההכנסה. לכן, לא ברור ששינוי בתנאים הניתנים לבעלי חשבונות תמ"מ—פז"ק ישפיע במידה מכרעת על שיקולי ההוצאות שלהם על מוצרים ושירותים. אולם, שינויים כאלה עלולים להיות בעלי השלכות מוניטריות.

כפי שכבר צויין בפרק הקודם, את רוב הסטיות של ההמרה בפועל מן ההמרה המחושבת באמצעות הרגרסיה ניתן לפרש כתוצאה של שינויים בולטים שחלו בתשואה הצפויה של יתרות מטבע החוץ בהשוואה לתשואה הצפויה על נכסים אלטרנטיביים. לכן, ניתן לצפות לכך ששינוי בתשואה היחסית על יתרות מטבע חוץ יביא לתנודות בהרכב החיסכון הנזיל. מכאן ששינויים בריבית המשולמת על חשבונות פז"ק לתמ"מ עשויים להשפיע על היקף ההמרה.

מן הנסיון של שני הפירותים האחרונים (פברואר 1962 ונובמבר 1967) אנו למדים שאחרי הראשון היה במידה מסוימת גל מוגבר של המרה ואילו אחרי השני לא. זאת ועוד, בשנת 1968 היו ההמרות אף נמוכות ממה שהיינו צופים על סמך הרגרסיה¹⁶. אחד ההבדלים שבין שני הפירותים (לבד מן ההבדל בשיעוריהם—40 אחוזים הראשון ו-17 אחוזים השני) הוא מידת ההפתעה שבהם. לפני הפירות הראשון התקיימו, כנראה, ציפיות די חזקות לעריכתו, דבר שגרם

¹⁵ מ' לנדסברגר דן בעבודתו על השפעתם של תקבולים חד פעמיים (שמשמעותם גידול חד פעמי ברכוש המשפחה) על דפוסי ההוצאה של המשפחות.

¹⁶ בשנת 1968 עלה החיסכון הנזיל של הציבור על כל סעיפיו. יתכן שהבעיות המוניטריות הבינלאומיות גרמו אף הן לחוסר בהירות באשר לשערי חליפין עתידיים, דבר שצימצם את ההמרות אצל בעלי כספי פיצויים. יתכן שבאופן חלקי מוסברת תוצאה זו ע"י טיב הנתונים שבידינו: בשנת 1968 חלה עלייה ניכרת בכספי פז"ק שמקורם איננו בפיצויים, (מה שקרוי פז"ק ב') והדבר השפיע על היקף ההמרה המחושבת.

לדחייה ספקולטיבית של המרות. זאת אומרת שחלק מן ההמרות שלאחר הפיחות בא למלא את החסר מן התקופה הקודמת. יחד עם זאת, נדגיש שוב שחלק ניכר מהתגברות ההמרה, בעיקר ב־1963, ניתן לייחס לעליית התשואה בבורסה ובשוק המקרקעין. מצד שני, דומה שניתן לטעון במידה לא קטנה של ודאות שלפני הפיחות של נובמבר 1967 לא התקיימו ציפיות לעריכתו, ומכאן שלא היו דחיות ספקולטיביות של המרה. לכן, אחרי הפיחות לא באו המרות שמקורן בדחייה, כפי שקרה אחרי הפיחות של 1962.

אם נכונה ההשערה שהועלתה לעיל, אזי יש לצפות לכך שכלל שמידת ההפתעה בפיחות גדולה יותר ההמרות שלאחריו קטנות יותר. במילים אחרות, אם לפני הפיחות לא מתקיימות ציפיות חזקות לעריכתו, פירושו של דבר שהציבור אינו צופה עלייה בתשואה על יתרות מטבע החוץ שבידו, ועל כן לא יצמצם את המרותיו מתוך שיקולים ספקולטיביים. במקרה כזה, פיחות משפיע בעיקר דרך הגדלת רכוש המשפחה. לעומת זאת שינויים בריבית המשולמת על חשבונות הפו"ק—תמ"מ עשויים להיות אפקטיביים מבחינת השפעתם על שיקולי הציבור להמיר מהן בל"י.

7. סיכום

לסיכום, נראה שהמסקנות המרכזיות הן:

(1) ההמרה, כפי שהוגדרה בעבודה זו נותנת ביטוי בעיקר להשלכה המוניטרית של תקבולי הפיצויים. היקף ההמרה אינו זהה להשפעה הישירה של תקבולי הפיצויים על היקף ההוצאות על מוצרים ושירותים של המשפחות המקבלות פיצויים.

(2) אחד הגורמים המרכזיים של היקף ההמרה הינו זרם הפיצויים עצמו. זהו גורם אקסוגני למערכת הישראלית ואינו יכול לשמש מכשיר של מדיניות להכוונת היקף ההמרה.

(3) בניגוד למצופה על סמך שיקולים מוקדמים, לא נמצא שהפיצויים בתקופות קודמות משפיעים בצורה מובהקת על היקף ההמרה. יש להדגיש שדבר זה אינו עומד בסתירה הכרחית לממצאיו של מ. לנדסברגר בדבר התאמת החיסכון הנזיל על פני זמן, בין השאר מפני שיתכן שבתקופות שלאחר קבלת הפיצויים נעשית ההתאמה של החיסכון הנזיל דרך נכסים שונים מפו"ק ותמ"מ. מהימנות נתוני סקר החיסכון לגבי אינפורמציה המתייחסת לתקופות קודמות לשנת הסקר הינה נמוכה מאוד (ראה הערה 14) כך שנתוני הסקר אינם יכולים לשמש בסיס איתן לבחינת השערה זו.

(4) התשואה על יתרות מטבע חוץ יחסית לנכסים אחרים הינה, כפי הנראה, גורם משפיע על היקף ההמרה. לנו היו רק אינדיקטורים לגודל זה, אך מצאנו שסטיות בולטות של ההמרה בפועל מזו הנחזית על סמך הרגרסיה יכולות להיות מוסברות ע"י שינויים ניכרים בתשואה היחסית. מחוסר נתונים טובים, אין בידינו מסקנה כמותית על הקשר בין התשואות להיקף ההמרה.