

אשראי במט"ח, עד מתי?

מה צפוי לנו בשנה הקרובה מבחינת כדאיות האשראי במט"ח לעומת אשראי שקלי? התשובה תלויה, כמובן, בשיעורי הפיחות, האינפלציה והריבית שישררו, אבל בהנחות סבירות, ניתן לחזות מתי תסתיים החגיגה בתחום זה

קצב גידול בכמות הכסף 15%			
חודש	קצב אינפלציה	ריבית שיקלית	הפרש ריבית
אוגוסט 97	8.8%	15.8%	1.0%
פברואר 98	8.0%	15.0%	0.2%

קצב גידול בכמות הכסף 20%			
חודש	קצב אינפלציה	ריבית שיקלית	הפרש ריבית
אוגוסט 97	9.3%	16.3%	1.5%
פברואר 98	9.2%	16.2%	1.4%

המסקנה מכך היא, שמדיניות הריבית של בנק ישראל היא בדרך כלל מסתגלת, והריבית בכל חודש נקבעת בעיקר על ידי קצב האינפלציה הידוע באותו חודש. ניתן, איפוא, לחזות את הריבית השיקלית ואת ההפרש בין עלות אשראי שיקלי לדולרי במשך השנה הקרובה על פי תחזיות לקצב האינפלציה, כפי שמציגות שתי הטבלאות, האחת ל-15% גידול בכמות הכסף, והשנייה ל-20% גידול. התחזיות לאינפלציה לקוחות מהמודל לתחזיות אינפלציה, שאת עקרונותיו הצגנו במאמר קודם ("ריסון מר" ניטרי הוא המכשיר", "גלובס" 21.1.97), ותלויות ביכולתו של בנק ישראל לשלוט בכמות הכסף (קצב הצמיחה החזוי לשני התרחישים הוא 4%). אם יצליח בנק ישראל לספוג בחזרה את השקל לים שהוא מוריים על מנת להגן על גבול רצועת הניוטרל, וקצב הגידול בכמות הכסף יעמוד על כ-15%, יצטמצם הפרש הריבית בין אשראי שיקלי לדולרי לכ-1% תוך חצי שנה, ויתאפס תוך שנה. לעומת זאת, אם יעלה קצב הגידול בכמות הכסף לכ-20%, יישאר הפרש ריבית של כ-1.5% במשך כל השנה הקרובה. לאור הנחישות שמפגין בנק ישראל במאמציו להוריד את שיעור האינפלציה, ניתן להעריך שחגיגת האשראי המט"ח צפויה להסתיים לקראת סוף 1997.

אלי מלכי הוא כלכלן ראשי בחברת פיננסיטי

יבוא ההון מורכב מיבוא הון לטרו וז' ארוך, שאינו מושפע מהפרשי הריבית, ומאשראי מט"ח קצר טווח שנובע מהפרשי הריבית. ירידת הריבית השיקלית תביא בסופו של דבר את עלות האשראי המט"ח לנקודת איוון, שבעקבותיה צפויים היפוך מגמה בשוק המט"ח ופיחות בשער השקל. השאלה היא מתי יגיע שוק המט"ח לנקודת איוון זו?



כדי לענות על שאלה זו נבחנו את העלויות הצפויות של אשראי בשקל לים ובדולרים בשנה הקרובה. אם נניח ששער דולר יתנהג כמו שער הסל בקירוב, הרי עלות האשראי הדולרי מורכבת משיעור הפיחות הצפוי שהוא ידוע ועומד על 6% עקב נחישותו של בנק ישראל לא לאפשר לשער השקל לחרוג מהגבול התחתון

של רצועת הניוטרל, בתוספת ריבית הליבור שהיא כ-5.8%, ועוד שיעור הוספה הנע בין 2% ל-3%. על פי חישוב זה, עומד סך העלות של הלוואה דולרית על כ-14.8% בממונים שנתיים. עלות האשראי השיקלי נקבעת על פי ריבית הפריים, המשתנה בהתאם לריבית על המיכרום המוניטריים של בנק ישראל. להערכתנו, חברות עסקיות יכולות לקבל אשראי לזמן קצוב בריבית של פריים ועוד שיעור הוספה הנע בין 0% ל-1%, ולפיכך העלות האפקטיבית של הלוואה שיקלית לזמן קצוב עומדת היום על כ-17.1% בממונים שנתיים. הפרש הריבית של כ-2.3% מספיק כדי למנוע החלפת אשראי דולרי באשראי שיקלי.



מה צפוי בשנה הקרובה? התנודות בריבית הליבור אינן משמעותיות לחישובינו, ולפיכך עלות האשראי הדולרי לא תשתנה כל זמן שהשקל יישאר על הגבול התחתון של רצועת הניוטרל. התשובה, לפיכך, תמונה בהתנהגות הריבית השיקלית.

בטבלה שבעמוד זה מוצגת הריבית האפקטיבית בית על אשראי שיקלי ביחס לקצב האינפלציה ששרר במועד הכרזת הריבית מאז נובמבר 95 עד היום. ניתן לראות, שהחל מסוף הרבעון הראשון של 1996, הריבית השיקלית האפקטיבית בכל חודש גבוהה בשיעור של כ-6.5% ל-7.5% מקצב האינפלציה הידוע באותו חודש.

אלי מלכי

מימון באמצעות אשראי הנקוב במט"ח הפך ללהיט בשנתיים האחרונות. המדיניות המרסנת של בנק ישראל, שהביאה להפרשי ריבית ניכרים בין הריבית השיקלית לריבית על מט"ח, שיכנעה מנהלי כספים רבים להמיר הלוואות שיקליות בהלוואות במט"ח, תוך הימור על כך ששער השקל לא יפוח. בשנתיים האחרונות הימור זה אכן השתלם, ועלות האשראי במט"ח היתה נמוכה משמעותית מעלות האשראי השיקלי. השאלה הקריטית המטרדירה מנתחים, ומן הסתם גם מנהלי כספים, היא מתי צפוי פיחות של השקל ביחס למטבעות המרכיבים את הסל. שוק המט"ח מופעל ע"י שני גורמים: הגירעון במאזן התשלומים, שיוצר ביקוש למט"ח, ויבוא הון מחו"ל שיוצר היצע של מט"ח. בשנתיים האחרונות היתה השפעת יבוא ההון חזקה יותר, ושער השקל היה רוב הזמן סמוך לגבול התחתון של רצועת הניוטרל.

חודש	קצב אינפלציה	אשראי בריבית פריים + 0.5% (עלות אפקטיבית)	הפרש
נובמבר 95	8.3%	17.5%	9.2%
דצמבר 95	7.8%	16.9%	9.1%
ינואר 96	8.1%	17.2%	9.1%
פברואר 96	8.8%	17.2%	8.4%
מרץ 96	9.6%	17.2%	7.6%
אפריל 96	10.8%	18.2%	7.4%
מאי 96	11.6%	19.0%	7.4%
יוני 96	12.4%	20.8%	8.4%
יולי 96	12.9%	19.9%	7.0%
אוגוסט 96	12.9%	19.3%	6.4%
ספטמבר 96	12.0%	19.0%	7.0%
אוקטובר 96	11.4%	18.6%	7.2%
נובמבר 96	11.1%	18.6%	7.5%
דצמבר 96	11.0%	18.0%	7.0%
ינואר 97	10.6%	17.5%	6.9%
פברואר 97	10.1%	17.1%	7.0%