

אשראי במל"ח, עד מתי?

מה צפוי לנו בשנה הקרובה מבחינת כדאיות האשראי במל"ח לעומת אשראי שקלי? התשובה תלויה, כמובן, בשיעורי הפיחות, האינפלציה והריבית שישדרו, 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 הירדני 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 מוריד על מנת להגן על גבול רצועת הניוטר, וקצב הגידול בכמות הכסף יעמוד על כ-15%, יצטמצם הפרש הריבית בין אשראי שיקלי לדולרי לכ-1% תוך חצי שנה, ויתאפשר 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 שדגיגת האשראי המל"ח צפויה להסתיים לקראת סוף 1997.

אלי מלכי הוא כלכלן ראשי בחברת פיננסייטי

יבוא ההון מורכב מיבוא הון לטווח ארוך, שאינו מושפע מהפרשי הריבית, ומאשראי מל"ח קצר טווח שנובע מהפרשי הריבית. ירידת הריבית השיקלית תביא בסופו של דבר עלות האשראי במל"ח לנקודת איוון, שבעקבותיה צפויים היפוך מגמה בשוק המל"ח ופיחות בשער השקל. השאלה היא מתי יגיע שוק המל"ח לנקודת איוון?

■ ■ ■

כדי לענות על שאלה זו נבחן 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 הניוטר, 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% במונחים שנתיים. עלות האשראי השיקלי נקבעת על פי ריבית הפריים, המשתנה בהתאם לריבית על המיכרוזים 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% במונחים 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 הניוטר. התשובה, לפיכך, טמונה בהתנהגות הריבית השיקלית.

בטבלה שבעמוד זה מוצגת הריבית האפקטיבית בית על אשראי שיקלי ביחס לקצב האינפלציה ששדר 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%-7.5% מקצב האינפלציה הירדני באותו חודש.

אלי מלכי

מימון באמצעות אשראי הנקוב במל"ח הפך ללהיט בשנתיים האחרונות. המדיניות המרסנת של בנק ישראל, שהביאה להפרשי ריבית ניכרים בין הריבית השיקלית לריבית על מל"ח, שיכנעה מנהלי כספים רבים להמיר הלוואות שיקליות בהלוואות במל"ח, תוך הימור על כך ששער השקל לא יפוח. בשנתיים האחרונות הימור זה אכן השתלם, ועלות האשראי במל"ח היתה נמוכה משמעותית מעלות האשראי השיקלי.

השאלה הקריטית המטרידה מנתחים, ומן הסתם גם מנהלי כספים, היא מתי צפוי פיחות של השקל ביחס למטבעות המרכיבים את הסל. שוק המל"ח מופעל ע"י שני גורמים: הגירעון במאזן התשלומים, שיוצר ביקוש למל"ח, ויבוא הון מחר"ל שיוצר היצע של מל"ח. בשנתיים האחרונות היתה השפעת יבוא ההון חזקה יותר, ושער השקל היה רוב הזמן סמוך לגבול התחתון של רצועת הניוטר.

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%