



**בנק ישראל**

המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ

**התפתחות האשראי במט"ח והפיקדונות במט"ח  
של המגזר הפרטי - 2003 עד מארס 2007**

יחיאל רחבי\*

ינואר 2008

\* המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, דואל: [yehreh@bankisrael.gov.il](mailto:yehreh@bankisrael.gov.il)

הדעות המובאות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל

זכות היוצרים בפרסום זה שמורה לבנק ישראל,

הרוצה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

## תקציר

בתקופה הנסקרת התרחשו במשק הישראלי שתי תופעות שהביאו לשינוי במבנה האשראי והפיקדונות; הראשונה - צמצום ניכר בפער שבין הריבית השקלית לריבית במט"ח, הנובע משני תהליכים מרכזיים: הפחתת הריבית של בנק ישראל והעלאת הריבית של ה-Fed בארה"ב שגרמה לייקור הריבית הדולרית; והשניה - מעבר מתיווך בנקאי לאפיקים חוץ בנקאיים (disintermediation). במישור המקומי צמחו הגיוסים של אג"ח קונצרניות בבורסה ובמישור הגלובלי המשיך המשק הישראלי להיפתח מול חו"ל ולהשתלב בתהליך הגלובליזציה, כתוצאה מהליברליזציה במטבע חוץ (1998) ומהרפורמה במס (2005).

הירידה באינפלציה והפחתות ריבית בנק ישראל הביאו לירידה בריבית על האשראי השקלי הלא-צמוד, במקביל, עלתה הריבית על האשראי הדולרי; כתוצאה מכך חלו שינויים בהרכב האשראי ומשקלו של האשראי במט"ח ירד. באותה תקופה התפתח שוק תחליפי לאשראי הבנקאי - חברות ישראליות גייסו אג"ח שקלי בבורסה בת"א, וחלקם היה כ-75% מסך גיוסי האשראי של המגזר הפרטי בתקופה הנסקרת; כתוצאה מכך קטן חלקם של הבנקים ביתרת האשראי הכוללת מ-89% בתחילת התקופה הנסקרת ל-73% בסופה.

השינויים בשיעורי הריבית בארץ ובחו"ל השפיעו גם על היקף הפיקדונות. הריבית על הפיקדונות השיקליים פחתה והריבית על הפיקדונות הדולריים עלתה בעיקר מאמצע שנת 2004. שתי מגמות אלה הביאו לצמצום הפער שבין הריבית על הפיקדונות השקליים הלא צמודים לבין הריבית על פיקדונות במט"ח עד לכדי פער שלילי. כתוצאה מכך גדלו הפיקדונות במט"ח בבנקים בארץ ובחו"ל ומשקל הפיקדונות במט"ח בסך הפיקדונות עלה מ-24% בתחילת התקופה הנסקרת ל-30% בסופה.

צמצום פער הריביות והירידה בתנודתיות האינפלציה ושע"ח הביאו לירידה בפעילות הספקולטיבית באשראי ובפיקדונות.

יש לציין כי סך כל האשראי במשק הישראלי גדל בדומה לגידול התוצר, ובאופן דומה גדלו ההשקעות בפיקדונות ובאג"ח זרות, דבר המצביע על כך שהגידול בפעילות הריאלית לווה בגידול מקביל בפעילות הפיננסית.

**מבוא**

בתקופה ינואר 2003 עד מארס 2007 (להלן: התקופה הנסקרת) הסתכמו פירעונות האשראי במט"ח בכ-9 מיליארדים (לוח 1) והפקדות מט"ח הסתכמו בכ-10 מיליארדים (לוח 3), כתוצאה מכך נוצרו לבנקים במהלך תקופה זו עודפי מקורות במט"ח סך של כ-19 מיליארדים. מטרת הנייר לנסות ולהסביר את ההתפתחויות באשראי במט"ח ואת הגידול בפיקדונות מט"ח<sup>1</sup> ע"י הצגת תמונה שלמה יותר של האשראי והפיקדונות בבנקים ומחוץ לבנקים, יחד עם הריבית על האשראי ועל הפיקדונות וסיכון שע"ח. מבט כולל על כל סוגי האשראי והפיקדונות יניב תובנות נוספות מניתוח הנתונים.

יש לציין כי המבט בנייר זה הוא ארוך טווח, משום שבמקרים רבים מקבלי ההחלטות משנים את הרכב התיק שלהם, הן בצד האשראי והן בצד הפיקדונות, לא מיד עם שינוי המגמות, אלא רק לאחר התבססותן של המגמות לאורך זמן.

**תנאי רקע**

בשנים האחרונות חלו שינויים רבים בישראל ובעולם, שהשפיעו במישרין ובעקיפין הן על האשראי של המגזר הפרטי הלא בנקאי והן על הפיקדונות שלו. הליברליזציה במטבע חוץ שהוכרזה ב-14 במאי 1998 עם שינוי משטר הפיקוח על מט"ח, הסירה הגבלות על תנועות הון, ואיפשרה לתושבי ישראל חופש פעולה, כמעט מלא, בביצוע עסקאותיהם במט"ח ובשקלים עם תושבי חוץ. תהליך הליברליזציה במט"ח הושלם בינואר 2003 עם הסרת ההגבלה האחרונה שנתרה על המשקיעים המוסדיים והותר להם להשקיע בנכסים נקובים במט"ח בארץ ובחו"ל ללא כל הגבלה. תהליך זה היה חלק מאסטרטגיה להגברת הפתיחות של המשק, לצורך מיצוי פוטנציאל הצמיחה שלו. במקביל, החל תהליך השתלבות, גובר והולך, של המשק הישראלי בכלכלה העולמית, אשר פתח בפני המשק אפשרויות להשקעות בחו"ל. בינואר 2005 נכנסו לתוקפן הוראות הרפורמה במס, שביטלו את האפליה לרעה של הפעילות בחו"ל ביחס לפעילות בארץ, ותרמו בכך להקצאה טובה יותר של תיק הנכסים של הציבור ולשיפור תיפקודם של השווקים הפיננסיים. כתוצאה מאלו גברה הפתיחות הפיננסית של המשק ואיפשרה לו להתקרב יותר למיצוי פוטנציאל הצמיחה שלו ולהפיק יתרונות באינטגרציה עם השווקים הפיננסיים בעולם, שבאו לידי ביטוי במספר מישורים, בין השאר: בהתרחבות פעילות המוסדות הפיננסיים הזרים ובפיזור תיקי הנכסים וההתחייבויות של הציבור גם לחו"ל תוך התאמתו לתנאים המשתנים.

תהליך הליברליזציה יצר סביבה נוחה ויחד עם מגמת הגלובליזציה יצר קרקע נוחה לשינויים של המגזר הפרטי הן באשראי והן בפיקדונות.

<sup>1</sup> נתוני האשראי והפיקדונות מוצגים כאן במונחי דולרים, משום שמטרת הנייר היא להסביר את השינוי באשראי במט"ח ואת הפיקדונות במט"ח (כולל צמוד דולר).

## האשראי במטבע חוץ

משנת 2003 החל המגזר הפרטי לפרוע אשראי במט"ח מהבנקים בישראל לאחר 9 שנים של נטילות אשראי. האשראי במט"ח משמש הן לפעילות ריאלית שוטפת והן למטרות רווח של ספקולנטים או משקיעים המנצלים להערכתם את הפרשי התשואות הגבוהים בין השקל למט"ח, יחד עם סיכון נמוך של שער חליפין. בתקופה הנסקרת חלו שינויים גם בהרכב האשראי הבנקאי והתפתח שוק חוץ בנקאי. בשנים אלו חלו שינויים בריבית בנק ישראל שהשפיעו על הריבית על האשראי השקלי הלא-צמוד, וכן חלו שינויים בריבית הבינלאומית כתוצאה ממדיניות ה-Fed. לוח 1 מראה כי בתקופה הנסקרת פרע המגזר הפרטי לבנקים בישראל כ-9 מיליארדי דולרים אשראי במט"ח, כ-6 מיליארדים אשראי שקלי צמוד מדד ונטל כ-18 מיליארדים אשראי שקלי לא-צמוד, כך שסך כל היקף נטילות האשראי מהבנקים הסתכם בכ-3 מיליארדים. יש לציין כי הגידול באשראי הבנקאי המקומי הוא זעיר יחסית (2.5%) על רקע הצמיחה המהירה של המשק.

לוח 1: האשראי למגזר הפרטי הלא-בנקאי, תנועות נטו ויתרות (מיליוני דולרים)

יתרה ל- 31.3.2007	סה"כ 2003-2007	תנועות נטו					
		I/2007	2006	2005	2004	2003	
<b>האשראי מבנקים בישראל<sup>1</sup></b>							
63,677	17,940	1,563	8,183	4,628	3,175	390	1 לא-צמוד
54,716	-5,877	-219	-2,684	3,355	-3,709	-2,619	2 צמוד מדד
24,339	-8,976	-188	-2,500	-4,243	-1,728	-319	3 מט"ח וצמוד דולר
<b>142,732</b>	<b>3,087</b>	<b>1,156</b>	<b>2,998</b>	<b>3,741</b>	<b>-2,262</b>	<b>-2,547</b>	4 סך כל תקבולי האשראי נטו ממערכת הבנקאות (1+2+3)
<b>גיוס חוב של חברות ציבוריות בבורסה בת"א</b>							
2,980	2,516	889	761	381	327	158	5 לא-צמוד
25,261	19,766	2,186	5,538	9,131	2,312	599	6 צמוד מדד
7,379	6,468	516	1,417	1,735	2,105	695	7 צמוד דולר
<b>35,620</b>	<b>28,749</b>	<b>3,590</b>	<b>7,716</b>	<b>11,247</b>	<b>4,744</b>	<b>1,451</b>	8 סך כל הגיוסים בבורסה בת"א (5+6+7)
<b>17,930</b>	<b>6,430</b>	<b>17</b>	<b>3,949</b>	<b>80</b>	<b>2,887</b>	<b>-503</b>	9 אשראי ישיר במט"ח מחו"ל <sup>2</sup>
7,094	2,896	-121	2,523	-520	1,714	-700	מזה: הנפקות אג"ח בחו"ל <sup>3</sup>
<b>סך האשראי מהארץ ומחו"ל</b>							
66,656	20,456	2,452	8,944	5,009	3,502	548	10 לא-צמוד (1+5)
79,977	13,889	1,966	2,854	12,486	-1,397	-2,020	11 צמוד מדד (2+6)
49,648	3,921	345	2,866	-2,428	3,264	-126	12 מט"ח וצמוד דולר (3+7+9)
<b>196,281</b>	<b>38,266</b>	<b>4,763</b>	<b>14,664</b>	<b>15,068</b>	<b>5,369</b>	<b>-1,598</b>	13 סך כולל האשראי

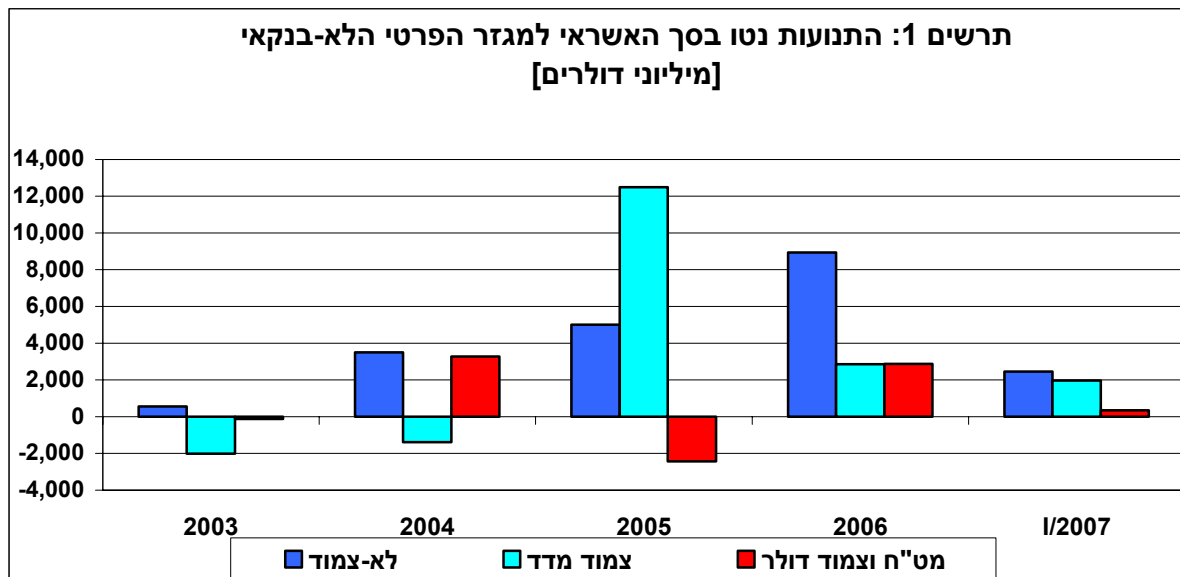
<sup>1</sup> כולל אשראי מבנקים למשכנתאות.

<sup>2</sup> לא כולל אשראי ספקים.

<sup>3</sup> בשנים 2004 ו-2006 גוייסו ע"י טבע אג"ח בחו"ל 1.1 ו-2.75 מיליארדי דולרים, בהתאמה, למימון רכישת חברות בחו"ל.

התופעה המיוחדת שהתרחשה בשנים האחרונות היתה המעבר של החברות לגיוס אשראי ממקורות חוץ בנקאיים; על רקע הקטנת גיוסי הממשלה בשוק האג"ח המקומי, העלייה בנזילות, הגאות בשווקים, ירידת הריבית הבסיסית וחיפוש אחר תשואה. כתוצאה מכך, אנו עדים בשנים האחרונות לגידול בהיקף הנפקות אג"ח של חברות ישראליות בבורסה בת"א, בסדרי גודל גבוהים יחסית לעבר. ההנפקות בבורסה בת"א הסתכמו, בתקופה הנסקרת, בכ-29 מיליארדי דולרים והיוו בחלקם תחליף לגיוס אשראי מהבנקים בישראל. כ-70% מההנפקות בבורסה בת"א היו של אג"ח

צמודות מדד, 22% של אג"ח צמודות דולר והיתר - אג"ח לא-צמודות. החברות הישראליות גייסו בבורסה בת"א, בתקופה הנסקרת, כ-6 מיליארדי דולרים אג"ח צמודות דולר, שמחציתם מהוות תחליף לאג"ח צמודות דולר של הממשלה (מסוג "גלבווע") אותם הממשלה הפסיקה להנפיק; בנוסף גייסו חברות ישראליות אשראי נטו מחו"ל של 6.4 מיליארדים, כך שסך כל הגידול באשראי במט"ח ובצמוד לו בתקופה הנסקרת הסתכם בכ-4 מיליארדים (לוח 1 ותרשים 1). המעבר לגיוס אשראי ממקורות חוץ בנקאיים הביא לירידת חלקם של הבנקים בסך כל האשראי. משקל יתרת האשראי הבנקאי מסך יתרת האשראי של המגזר הפרטי קטן מ-89% בתחילת התקופה הנסקרת ל-73% בסופה (נספח 1).



בחינת הגידול בסך כל האשראי לעומת הגידול בתמ"ג מצביעה על כך שסך כל יתרת האשראי מהמקורות השונים גדלה בתקופה הנסקרת בכ-22%, בדומה לגידול בתמ"ג.<sup>2</sup>

**לוח 2: הריבית על האשראי ממערכת הבנקאות ותנודתיות שער החליפין והאינפלציה**

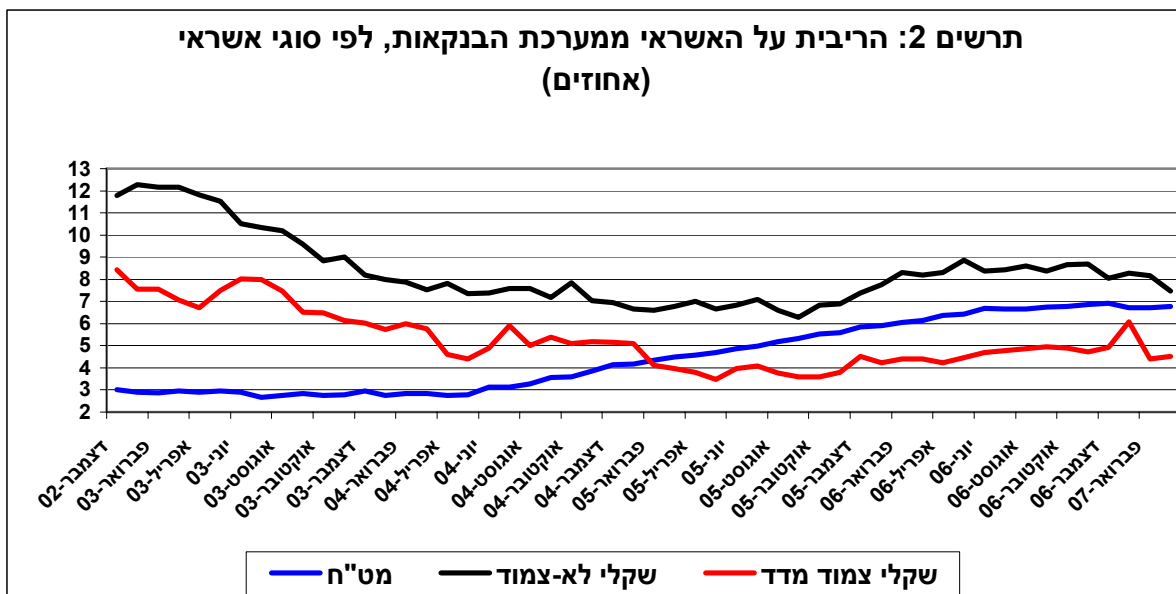
(ריבית ממוצעת, אחוזים)

3.2007	12.2006	12.2005	12.2004	12.2003	12.2002	
7.5	8.0	7.4	7.0	8.2	11.8	אשראי לא-צמוד
4.5	4.9	4.5	5.2	6.0	8.4	אשראי הצמוד למדד
6.8	6.9	5.9	4.1	2.9	3.0	אשראי במט"ח
0.7	1.1	1.5	2.9	5.3	8.8	הפער בין לא צמוד למט"ח
3.0	3.1	2.9	1.8	2.2	3.4	הפער בין לא צמוד לצמוד מדד
5.2	5.2	4.4	2.4	1.0	1.3	ריבית הליביד
I/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
0.7	1.6	1.6	1.2	1.2	2.3	תנודתיות האינפלציה <sup>1</sup>
1.6	4.4	4.5	3.6	6.7	9.0	תנודתיות שער החליפין <sup>2</sup>

<sup>1</sup> סטיית התקן במונחים שנתיים של שיעורי השינוי החודשיים של מדד המחירים לצרכן.

<sup>2</sup> סטיית התקן במונחים שנתיים של שיעורי השינוי החודשיים של שער החליפין שקל דולר.

פירעונות האשראי במט"ח ונטילות האשראי הלא-צמוד נבעו משתי סיבות, שהשלימו וחזקו האחת את רעותה; הראשונה – הפחתת ריבית בנק ישראל, שבעקבותיה פחתה הריבית על האשראי הלא-צמוד. ריבית בנק ישראל פחתה בין סוף 2002 לסוף מארס 2007 ב-5.1 נקודות האחוז; והריבית על האשראי הלא-צמוד פחתה מ-11.8% בתחילת 2003 ל-7.5% במארס 2007 – ירידה של 4.3 נקודות האחוז; השנייה – העלייה בריבית הבינלאומית כתוצאה מהעלאות ריבית ה-FED. ריבית ה-FED עלתה מ-1% באמצע 2004 - ל-5.2% במארס 2007. כתוצאה מכך עלתה גם ריבית הליביד על הדולר, ובמקביל העלו הבנקים בישראל את הריבית על האשראי במט"ח, מ-3% בתחילת 2003 ל-6.8% במארס 2007 – עלייה של 3.8 נקודות האחוז (לוח 2 ותרשים 2). הירידה בסביבת האינפלציה שלווה בירידה בתנודתיות האינפלציה תרמה להעדפת האשראי הלא צמוד על פני אשראי צמוד מדד (לוח 2).



כתוצאה מכך הצטמצם הפער שבין הריבית על האשראי הלא-צמוד לבין הריבית על האשראי במט"ח מ-8.8% בתחילת 2003 לכ-0.7% במארס 2007 (לוח 2 ותרשים 3). חברות ישראליות שעיקר פעילותן בשקלים, העדיפו לפרוע אשראי במט"ח וליטול במקומו אשראי שיקלי לא-צמוד. פער הריביות הנמוך שבין שני סוגי האשראי אמנם עדיין חיובי, אך נחשב כנראה מבחינת הלווים כפער שאינו מספיק דיו כדי לסגור את סיכון שע"ח (פיחות). מציאות זו הביאה לתחליפיות בין אשראי במט"ח לאשראי שיקלי לא-צמוד בנטילת אשראי מהבנקים בישראל, לעומת זאת התחליפיות בין האשראי במט"ח לאשראי הצמוד למדד נמוכה, משום שהאשראי הצמוד למדד נלקח בד"כ לטווחים ארוכים יותר מאשר האשראי במט"ח.

כתוצאה מהירידה באטרקטיביות באשראי במט"ח בתקופה הנסקרת ירד משקלו בסך כל האשראי מ-31% בתחילת התקופה ל-25% בסופה (נספח 1).



## הפיקדונות במטבע חוץ

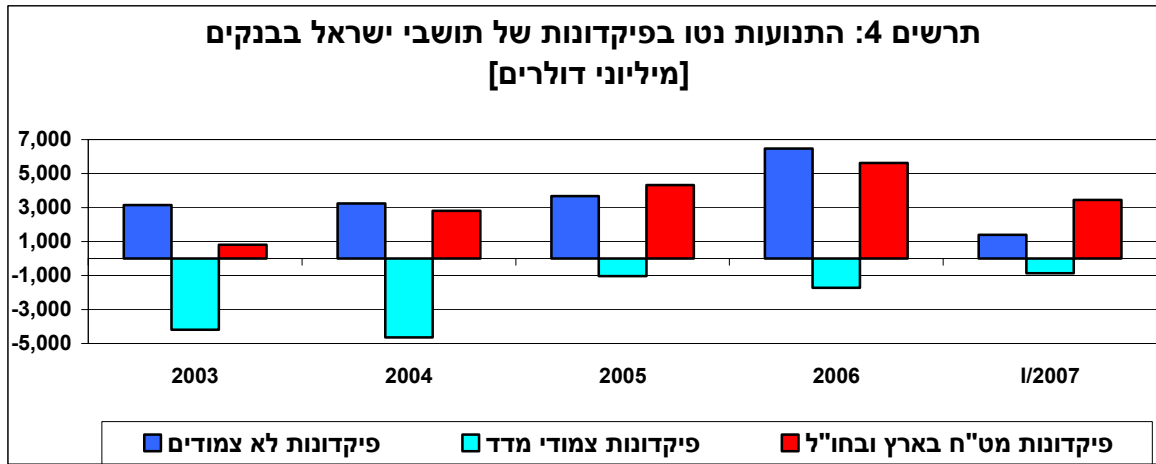
בתקופה הנסקרת הפקיד המגזר הפרטי כ-10 מיליארדי דולרים בפיקדונות מט"ח ו-18 מיליארדים בפיקדונות שקליים לא-צמודים, ומנגד משך 12 מיליארדים מפיקדונות שקליים צמודי מדד (לוח 3 ותרשים 4). המשיכות מפיקדונות צמודי מדד מוסברות ע"י האינפלציה הנמוכה יחסית השוררת במשך בשנים האחרונות המלווה בירידה בתנודתיות האינפלציה (לוח 2). הגידול בפיקדונות מט"ח התפלג כמעט שווה בשווה בין תאגידים ליחידים. מאז הליברליזציה במט"ח (1998) גדלה בהתמדה יתרת הפיקדונות של המגזר הפרטי בבנקים בחו"ל – תופעה המייצגת איום בתחרותיות (contestability). בתקופה הנסקרת הפקיד מגזר זה בבנקים בחו"ל 6.6 מיליארדי דולרים – המהווים גידול של 57% מהיתרה בתחילת התקופה הנסקרת. ההפקדות בבנקים בחו"ל נבעו משתי סיבות עיקריות: האחת - חברות ישראליות גדולות וחברות שלהן פעילות בחו"ל מעדיפות להפקיד בבנקים בחו"ל כדי לקבל תשואה גבוהה יותר על פיקדונותיהן; והשניה – התפתחות מכשירים פיננסיים חדשים בבורסה בת"א כמו תעודות סל על מדדים בחו"ל ותעודות פיקדון נזילות צמודות מט"ח, שבעקבותיהן החברות המנפיקות התכסו בפיקדונות בבנקים בחו"ל. כתוצאה ממגמות אלו, עלה משקל יתרת הפיקדונות במט"ח (בארץ ובחו"ל) מסך כל יתרת הפיקדונות בבנקים (בארץ ובחו"ל) מ-24% בתחילת התקופה הנסקרת ל-30% בסופה (נספח 2). בחינת הגידול בפיקדונות לעומת התמ"ג מראה כי יתרת הפיקדונות גדלה בתקופה הנסקרת ב-14% - נמוך מהגידול בתמ"ג (22%). בתקופה הנסקרת גיוון המגזר הפרטי את השקעותיו במכשירי חוב והשקיע בין השאר גם באג"ח זרות בחו"ל מיליארדי דולרים, כתוצאה מהפחתת המיסוי על השקעות פיננסיות בחו"ל. בחינת השינוי בהשקעות המגזר הפרטי בפיקדונות ובאג"ח זרות מראה על גידול של 21% בתקופה הנסקרת, בדומה לגידול בתמ"ג.

### לוח 3: הפיקדונות בבנקים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי, תנועות נטו ויתרות

(מיליוני דולרים)

יתרה ל- 31.3.2007	סה"כ 2003-2007	תנועות נטו					
		I/2007	2006	2005	2004	2003	
							<b>הפיקדונות בבנקים בישראל</b>
81,400	17,931	1,390	6,470	3,677	3,246	3,148	1 פיקדונות לא צמודים
27,890	-12,454	-856	-1,733	-1,036	-4,642	-4,187	2 פיקדונות צמודי מדד
29,591	10,444	738	3,678	3,152	1,711	1,166	3 פיקדונות מט"ח
11,659	5,620	115	1,972	3,083	719	-269	מזה: תאגידים
17,933	4,824	622	1,706	69	992	1,435	יחידים
<b>138,882</b>	<b>15,922</b>	<b>1,272</b>	<b>8,415</b>	<b>5,793</b>	<b>316</b>	<b>127</b>	<b>4 סך כל הפיקדונות בבנקים בישראל (1+2+3)</b>
17,765	6,586	2,707	1,942	1,182	1,103	-348	7 הפיקדונות בבנקים בחו"ל
47,356	17,030	3,445	5,620	4,334	2,814	818	8 סך הפיקדונות במט"ח בארץ ובחו"ל (3+7)
<b>156,647</b>	<b>22,508</b>	<b>3,979</b>	<b>10,357</b>	<b>6,975</b>	<b>1,419</b>	<b>-221</b>	<b>9 סך כל הפיקדונות (1+2+8)</b>
18,059	9,494	599	2,458	3,032	1,844	1,561	10 השקעות פיננסיות באג"ח זרות
<b>174,706</b>	<b>32,002</b>	<b>4,578</b>	<b>12,815</b>	<b>10,006</b>	<b>3,263</b>	<b>1,340</b>	<b>11 סך כל הפיקדונות + אג"ח זרות (9+10)</b>





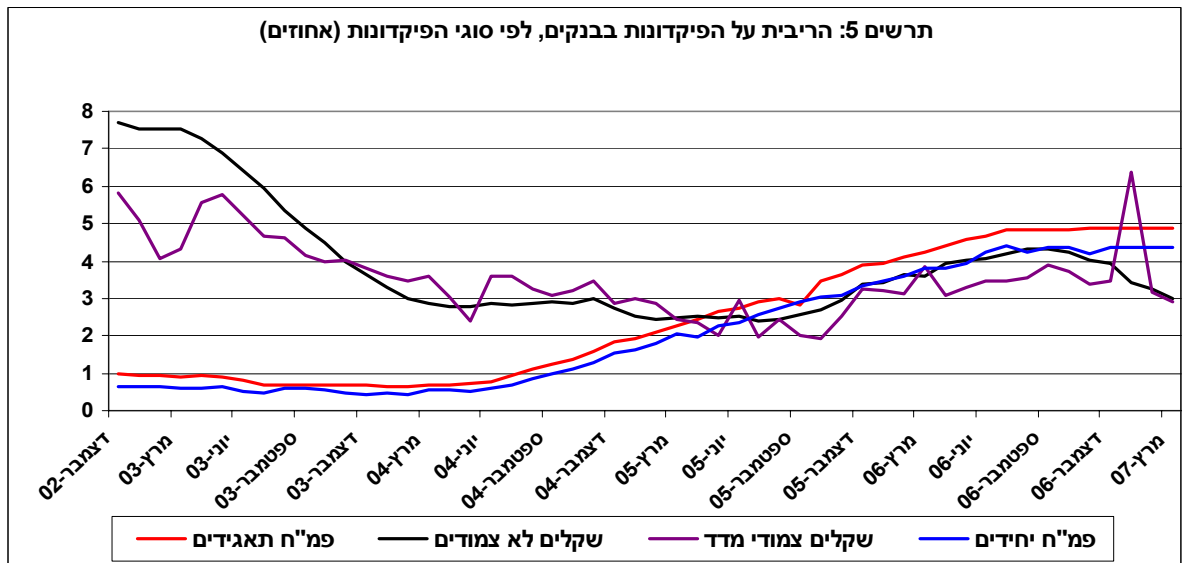
ההסבר לשינויים בהרכב הפיקדונות

הריבית ששולמה על הפיקדונות השקליים הלא צמודים והצמודים למדד ירדה, במהלך התקופה הנסקרת, במקביל להפחתות הריבית ע"י בנק ישראל, ומנגד עלתה הריבית על פיקדונות מט"ח כתוצאה מעליית ריבית הליביד על הדולר (לוח 4 ותרשים 5), הנובעת כאמור מהעלאות ריבית ה-Fed.

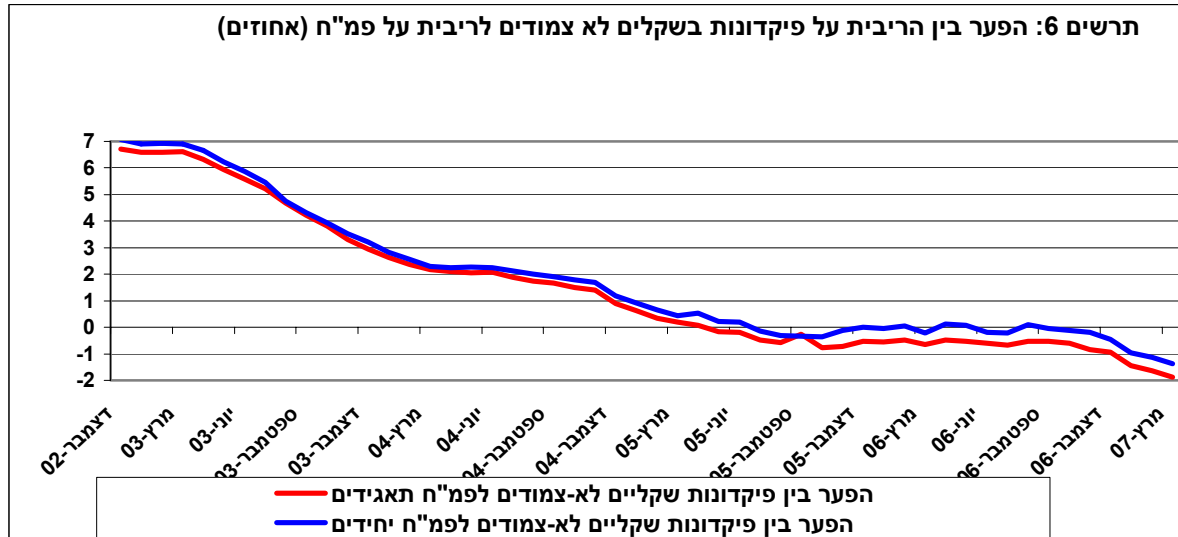
לוח 4: הריבית על הפיקדונות במערכת הבנקאות

(ריבית ממוצעת, אחוזים)

3.2007	12.2006	12.2005	12.2004	12.2003	12.2002	
3.0	3.9	3.4	2.7	3.7	7.7	<b>פיקדונות במערכת הבנקאות</b>
2.9	3.5	3.3	2.9	3.8	5.8	פיקדונות לא צמודים
4.9	4.9	3.9	1.8	0.7	1.0	פיקדונות צמודי מדד
4.4	4.4	3.3	1.5	0.4	0.6	פמ"ח תאגידים
5.2	5.2	4.4	2.4	1.0	1.3	פמ"ח יחידים
-1.9	-1.0	-0.5	0.9	3.0	6.7	הליביד
-0.3	-0.3	-0.5	-0.6	-0.3	-0.3	הפער בין לא צמוד לפמ"ח תאגידים
-0.8	-0.8	-1.1	-0.9	-0.6	-0.7	הפער בין פמ"ח תאגידים לליביד
						הפער בין פמ"ח יחידים לליביד

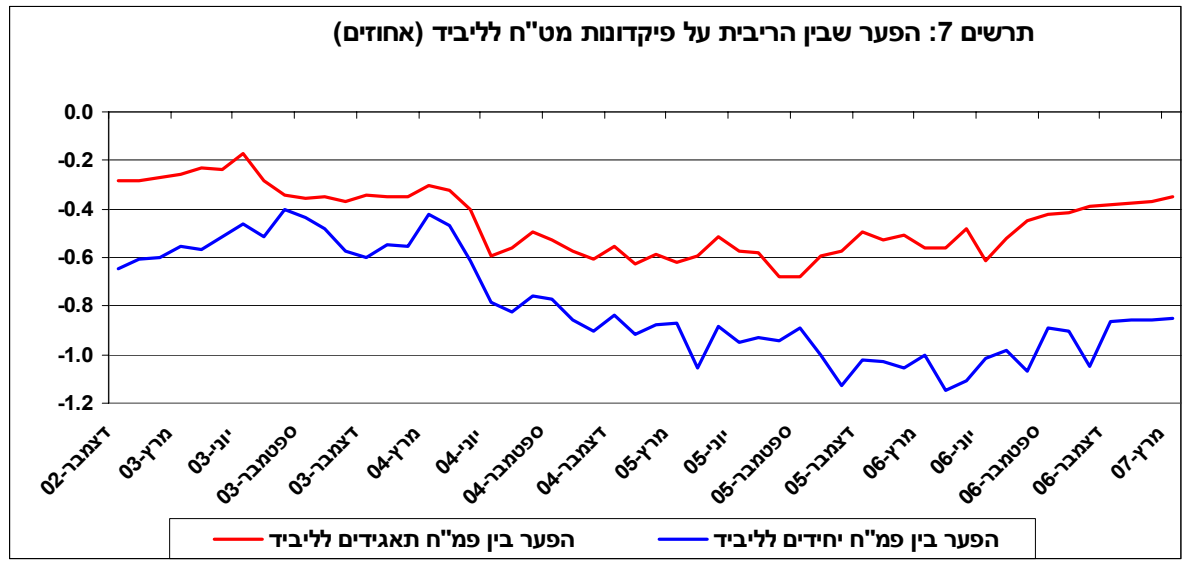


כתוצאה מכך קטן הפער בין הריבית על הפיקדונות הלא צמודים לבין הריבית על פיקדונות מט"ח (פמ"ח תאגידיים), במהלך התקופה הנסקרת, מ-6.7% בתחילת התקופה לפער שלילי של 1.9% במארס 2007 (לוח 4 ותרשים 6). משמעות הדבר כי על פיקדונות מט"ח שולמה ע"י הבנקים ריבית גבוהה מזו ששולמה על פיקדונות שקליים לא צמודים – דבר המסביר את האטרקטיביות היחסית של פיקדונות מט"ח. בנוסף, הירידה בתנודתיות שער החליפין ובתנודתיות האינפלציה בתקופה הנסקרת תרמו אף הן לירידה בסיכון הכרוך בהפקדה בפיקדונות מט"ח.

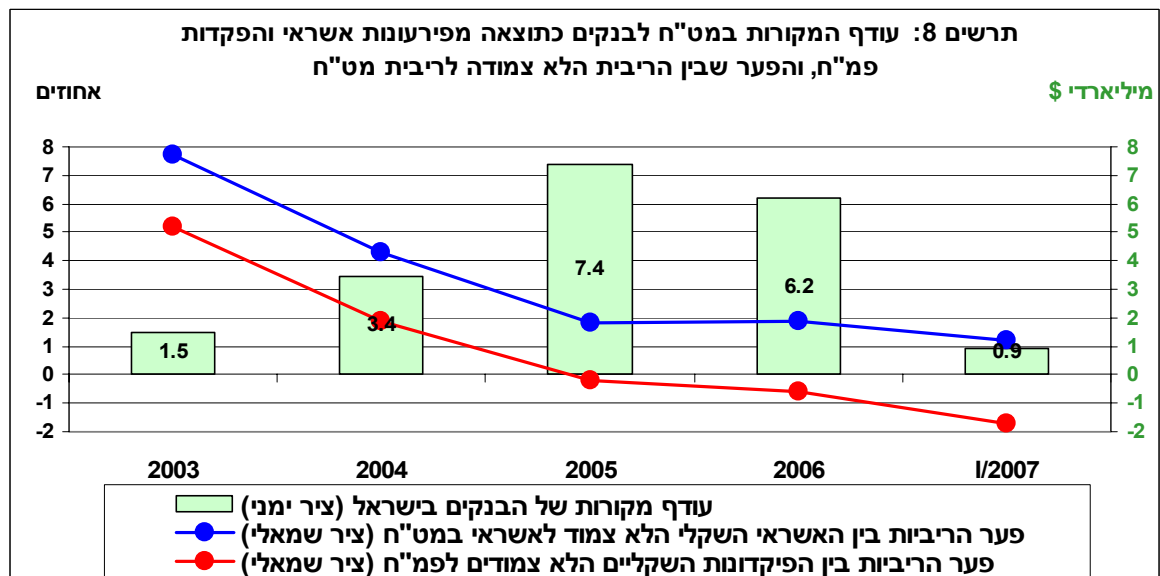


בעקבות עליית הריבית על פיקדונות מט"ח והאטרקטיביות של פיקדונות אלה מנקודת מבט המפקידים, נוצרו בבנקים עודפי מקורות במט"ח, שנוצלו על ידם להגדלת הפער שבין ריבית הליביד לריביות אלה.<sup>3</sup> הפער שבין ריבית הליביד לריבית על פמ"ח תאגידיים גדל ממוצע של 0.2% בשנת 2003 ל-0.6% בשנים 2004 ו-2005 והצטמצם ל-0.4% ברביע האחרון של 2006. מגמה דומה היתה בפער שבין ריבית הליביד לריבית על פמ"ח יחידים. הפער גדל מ-0.7% ב-2003 ל-1.1% במחצית הראשונה של 2006 והצטמצם ל-0.9% ברביע הראשון של 2007 (תרשים 7). ההפליה בין הריבית המשולמת ליחידים לעומת התאגידיים נובעת מכך שהיקף הפיקדונות של התאגידיים גדול יחסית, כושר המיקוח שלהם רב ולחלקם יש נגישות להפקדה בבנקים בחו"ל (contestability), בעוד שכושר המיקוח של היחידים נמוך, היקף הפיקדונות שלהם קטן יחסית ולמרבתם אין נגישות לבנקים בחו"ל.

<sup>3</sup> הריבית המשולמת ע"י הבנקים על פיקדונות מט"ח נמוכה מהליביד. הפער מבטא את ההפרש בין הריבית על פיקדונות מט"ח לריבית הליביד.



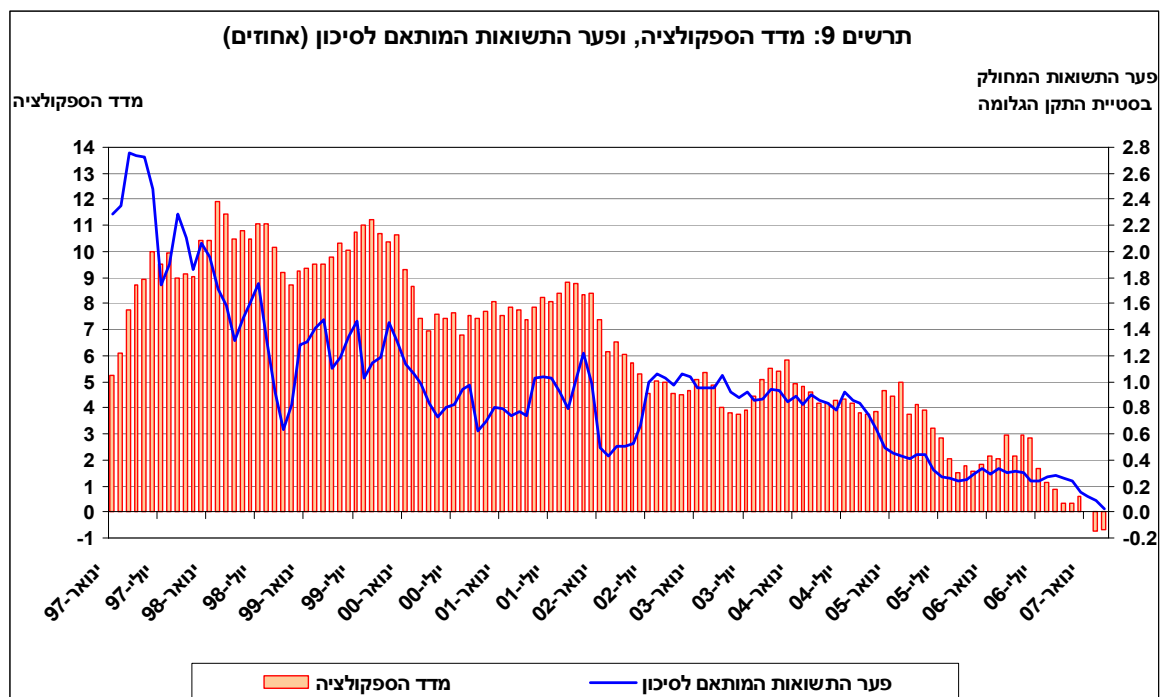
בתרשים 8 ניתן לראות את הקשר שבין הירידה בפער בין הריבית הלא צמודה לריבית המט"ח (באשראי ובפיקדונות) ובין עודף המקורות במט"ח של הבנקים, כתוצאה מפירעונות האשראי במט"ח והגידול בפיקדונות מט"ח. במהלך התקופה הנסקרת הסתכמו עודפי מקורות אלה ב-19 מיליארדי דולרים, ואלה הופנו ע"י הבנקים לפיקדונות בבנקים בחו"ל (16 מיליארדים) ולהשקעות באג"ח בחו"ל (3 מיליארדים).



## מדד לפעילות הספקולטיבית

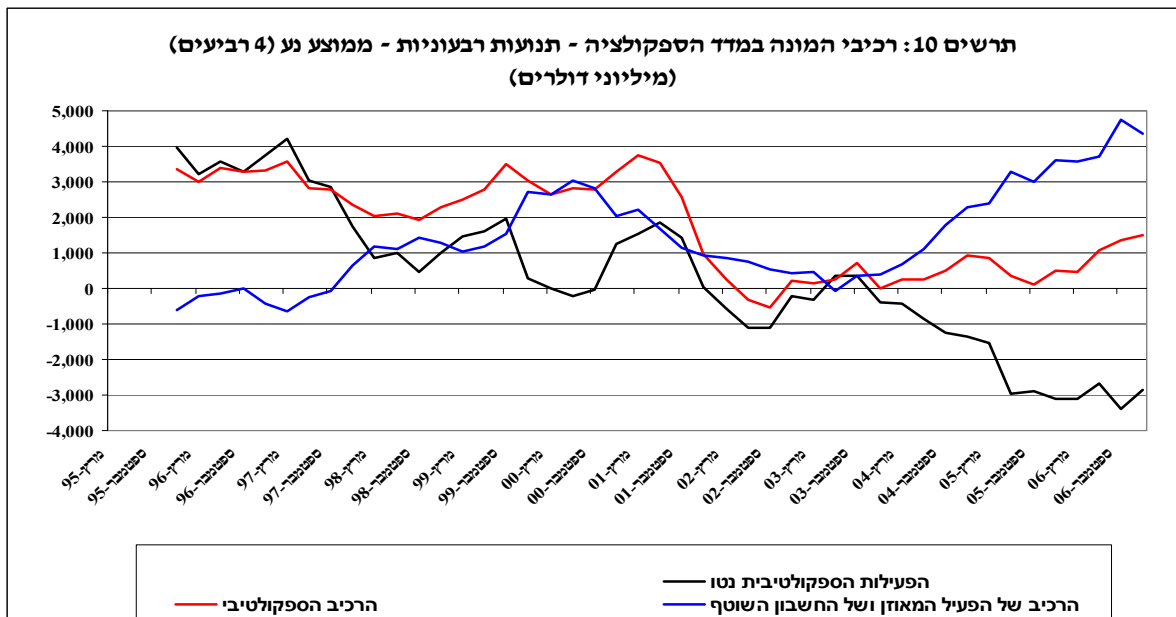
האשראי והפיקדונות בשקלים ובמט"ח משמשים לצרכים שונים. גרוסברג ושרייבר (2004) אפיינו את שוק המט"ח בעזרת שלושה סוגי פעילים מייצגים: הספקולנט נוטל אשראי במט"ח לשם הפקדתו בשקלים, תוך ניצול פערי התשואות בין השקל למט"ח; חברות שעיקר פעילותן ריאלית פועלות במגזרי ההצמדה על פי הצרכים העסקיים ואינן פותחות פוזיציות, כלומר אינן חשופות לסיכון שער החליפין; ומנצלי הזדמנויות בעלי עודף נכסים או התחייבויות, המסיטים פיקדונות ואשראים מהמגזר השקלי למגזר מט"ח ולהיפך על פי המחירים היחסיים.

"מדד הספקולציה" מודד את משקל הפעילות הספקולטיבית מסך הפעילות בשקלים ובמט"ח באשראי ובפיקדונות<sup>4</sup>. בחינת המדד בשנים האחרונות מלמדת כי הוא יורד בעקביות וברביע הראשון של 2007 הוא הגיע אף לערכים שליליים שהם תוצאה של פער ריביות שלילי. הירידה במדד התרחשה בפיגור קטן לירידה בפער התשואות המותאם לסיכון, שרמתו בתחילת 2007 קרובה ל-0. פער התשואות היה יציב מאז הרביע השלישי של 2005 ורק בנובמבר 2006 הוא החל לרדת. הפיגור בירידת מדד הספקולציה יכול להעיד על משך הזמן שעובר עד להפנמה כי פער התשואות המותאם לסיכון ירד לרמה חדשה (תרשים 9).



היקף הפעילות הספקולטיבית נטו נשאר יציב ברמה נמוכה אליה הגיע ברביע השני של 2005. רמה זו נובעת בעיקר בגלל העלייה הנמשכת ברכיב של הפעיל המאוזן (חברות ריאליות בד"כ) והחשבון השוטף מאז תחילת 2003 בשיעור גבוה הרבה יותר מהרכיב הספקולטיבי (תרשים 10). רק ברביע הראשון של 2007 נעצר תהליך זה, שהחל במחצית השנייה של 2003, אז החלה הירידה ברמת הפעילות הספקולטיבית נטו לרמה היציבה בה היא נמצאת מאז הרביע השני של 2005.

<sup>4</sup> הרחבה על המדד ראו: א' גרוסברג וב' שרייבר, "הפעילות הספקולטיבית במט"ח של תושבי ישראל - באשראי ובפיקדונות", סקר בנק ישראל 78 (תשרי תשס"ו), עמ' 95-129.



## סיכום

בתקופה הנסקרת גדל סך כל האשראי במשק הישראלי בדומה לגידול בתוצר. באופן דומה גדלו השקעות המגזר הפרטי בפיקדונות ובאג"ח זרות דבר המצביע על כך שההגידול בפעילות הריאלית לווה בגידול מקביל בפעילות הפיננסית. למרות זאת, חלו שינויים משמעותיים בהרכב האשראי והפיקדונות.

חברות ישראליות – בעיקר אלה שעיקר פעילותן בשקלים – פרעו אשראי במט"ח ונטלו אשראי לא צמוד. הירידה באינפלציה והפחתות ריבית בנק ישראל הביאו לירידה בריבית על האשראי הלא-צמוד, מנגד עלתה הריבית בארה"ב וגרמה לייקור האשראי הדולרי; כתוצאה מאלה הצטמצם משמעותית הפער שבין הריבית על האשראי הלא-צמוד לריבית על האשראי במט"ח. תופעה זו לווה בירידה משמעותית בתנודתיות האינפלציה ושע"ח המבטאים ירידה בסיכונים.

תופעות אלה השפיעו גם על הרכב הפיקדונות. באותה תקופה חל גידול בפיקדונות מט"ח, הן של יחידים והן של תאגידים. עיקר הגידול התרחש מאמצע 2004 עם עליית הריבית על הפיקדונות כתוצאה מעליית הריבית הדולרית. בתקופה הנסקרת פחתה הריבית על הפיקדונות השיקליים, כתוצאה מהפחתות ריבית ע"י בנק ישראל. שתי מגמות אלה הביאו לצמצום הפער שבין הריבית על הפיקדונות הלא צמודים לריבית על פיקדונות מט"ח עד לכדי פער שלילי – דבר המסביר את האטרקטיביות היחסית של פיקדונות מט"ח בתקופה הנסקרת.

**נספח 1: יתרות האשראי למגזר הפרטי הלא-בנקאי**

(מיליוני דולרים, סופי תקופה)

I/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
<b>יתרת האשראי מבנקים בישראל<sup>1</sup></b>						
63,677	61,085	48,357	46,355	42,379	38,879	1 לא-צמוד
54,716	54,174	52,307	52,378	55,312	53,574	2 צמוד מדד
24,339	24,480	26,625	31,645	33,045	32,584	3 מט"ח וצמוד דולר
<b>142,732</b>	<b>139,739</b>	<b>127,289</b>	<b>130,378</b>	<b>130,736</b>	<b>125,037</b>	4 <b>סך הכול (1+2+3)</b>
<b>יתרת גיוסי החוב של חברות ציבוריות בבורסה בת"א</b>						
2,980	2,050	1,162	840	491	306	5 לא-צמוד
25,261	22,663	15,470	7,057	4,576	3,675	6 צמוד מדד
7,379	6,746	4,775	3,292	1,073	327	7 צמוד דולר
<b>35,620</b>	<b>31,458</b>	<b>21,408</b>	<b>11,188</b>	<b>6,141</b>	<b>4,309</b>	8 <b>סך הכול (5+6+7)</b>
<b>17,845</b>	<b>17,897</b>	<b>13,773</b>	<b>14,010</b>	<b>10,947</b>	<b>11,157</b>	9 <b>יתרת האשראי הישיר מחו"ל<sup>2</sup></b>
<b>סך יתרת האשראי מהארץ ומחו"ל</b>						
66,656	63,135	49,519	47,195	42,870	39,185	10 לא-צמוד (1+5)
79,977	76,837	67,778	59,434	59,889	57,250	11 צמוד מדד (2+6)
49,564	49,123	45,173	48,947	45,065	44,068	12 מט"ח וצמוד דולר (3+7+9)
<b>196,197</b>	<b>189,095</b>	<b>162,469</b>	<b>155,577</b>	<b>147,824</b>	<b>140,503</b>	13 <b>סך כול האשראי (10+11+12)</b>
<b>משקל האשראי במט"ח (אחוזים)</b>						
17	18	21	24	25	26	14 האשראי במט"ח מהבנקים בישראל (3/4)
25	26	28	31	30	31	15 סך האשראי במט"ח מסך האשראי (12/13)
73	74	78	84	88	89	16 חלקם של הבנקים בסך האשראי (4/13)

<sup>1</sup> כולל אשראי מבנקים למשכנתאות.<sup>2</sup> לא כולל אשראי ספקים.**נספח 2: יתרת הפיקדונות בבנקים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי**

(מיליוני דולרים, סופי תקופה)

I/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
<b>הפיקדונות בבנקים בישראל</b>						
81,400	78,670	66,217	66,848	62,498	54,917	1 פיקדונות לא צמודים
27,890	28,328	27,643	30,572	34,812	36,115	2 פיקדונות צמודי מדד
29,591	28,775	24,276	22,115	19,861	17,717	3 פיקדונות מט"ח
-264	-265	-266	-267	-268	-269	מזה: תאגידים
17,933	17,250	14,921	15,647	14,230	12,022	יחידים
<b>138,882</b>	<b>135,773</b>	<b>118,136</b>	<b>119,535</b>	<b>117,171</b>	<b>108,748</b>	4 <b>סך כל הפיקדונות בבנקים בישראל (1+2+3)</b>
17,765	15,749	13,619	12,015	10,944	11,473	7 הפיקדונות בבנקים בחו"ל
<b>47,356</b>	<b>44,524</b>	<b>37,895</b>	<b>34,130</b>	<b>30,805</b>	<b>29,190</b>	8 <b>סך הפיקדונות במט"ח בארץ ובחו"ל (3+7)</b>
<b>156,647</b>	<b>151,522</b>	<b>131,755</b>	<b>131,550</b>	<b>128,115</b>	<b>120,221</b>	9 <b>סך כל הפיקדונות (1+2+8)</b>
<b>משקל הפיקדונות במט"ח (אחוזים)</b>						
21	21	21	19	17	16	10 הפיקדונות במט"ח בבנקים בישראל (3/4)
30	29	29	26	24	24	11 סך הפיקדונות במט"ח בארץ ובחו"ל (8/9)
18,059	17,081	13,341	10,404	8,224	6,429	12 השקעות פיננסיות באג"ח זרות
<b>174,706</b>	<b>168,603</b>	<b>145,096</b>	<b>141,954</b>	<b>136,339</b>	<b>126,650</b>	13 <b>סך כל הפיקדונות + אג"ח זרות (9+12)</b>