

## תיבה ג-1: הרכיב המקומי של שער החליפין - עד כמה חרג השקל מהתנאים הגלובליים

- « תיבה זו בוחנת עד כמה התנודות בשער החליפין שקל-דולר בשנים האחרונות נובעות מגורמים גלובליים ועד כמה הן משקפות גורמים מקומיים ייחודיים.
- « מתחילת 2023 ובמהלך השנה הראשונה של המלחמה פחת השקל מעבר לצפוי לפי התפתחויות גלובליות. ממצא זה עקבי עם הרעה בסנטימנט כלפי ישראל על רקע המתיחות הפוליטית-חברתית בשנת 2023 והמלחמה שפרצה לקראת סופה.
- « מאז מבצע "חיצי הצפון" בסוף 2024 תרם הרכיב המקומי לייסוף השקל, ושער החליפין התכנס בהדרגה לרמה קרובה לזו הנגזרת מן הגורמים הגלובליים.
- « האומדן לרכיב המקומי של שער החליפין מתואם עם סיכון האשראי של ממשלת ישראל, כפי שמשקף ב-CDS, וכן עם הריבית הנומינלית הארוכה בישראל, אך מספק תמונה רחבה יותר של סנטימנט המשקיעים כלפי ישראל.

### הקדמה

בשנים האחרונות נרשמו תנודות ניכרות בשער החליפין של השקל מול הדולר. מתחילת 2023 החל פיחות של השקל ועם פרוץ המלחמה הגיע השער לשיא של יותר מ-4 שקלים לדולר. מסוף 2024 החל ייסוף של השקל, כך שבסוף 2025 עמד השער על כ-3.2 שקלים לדולר. בתקופה זו התרחשו שינויים בזירה המקומית (מהלכי חקיקה בנוגע למערכת המשפט, מלחמה ומבצעים בתוכה) ובזירה הגלובלית (שינויים בריבית ובמדיניות הסחר האמריקאית). תיבה זו מתמקדת ברכיב המקומי בתמחור השקל, ובפרט בשינויים קצרי-הטווח בשער החליפין שגורמים גלובליים אינם יכולים להסבירם. אף שהשיטה אינה מאפשרת לייחס את הסטייה מההתפתחויות הגלובליות לגורם סיבתי מסוים, היא מספקת מדד פשוט ויישומי לרכיב המקומי בתמחור השקל, שיכול ללמד על סנטימנט המשקיעים כלפי ישראל.

## אומדן לרכיב המקומי של שער החליפין שקל-דולר

כדי לבחון את ההשפעות של הגורמים הגלובליים על שער החליפין נאמדה הרגרסיה הבאה:

$$(1) \quad \Delta ILS = \beta_0 + \beta_1 \Delta SP500 + \beta_2 \Delta EUR + \beta_3 \Delta TB10 + \beta_4 VIX + \varepsilon$$

כאשר  $\Delta ILS$  היא שיעור השינוי בשער החליפין שקל-דולר. המשתנים המסבירים ברגרסיה מייצגים את הגורמים הגלובליים המרכזיים המשפיעים על שער החליפין.  $\Delta SP500$  היא התשואה על מדד S&P500, המשמשת כמדד לזרמי הון קצרי-טווח, בין היתר כי היא מובילה להתאמות בתיק הנכסים של משקיעים מוסדיים ואחרים (Hau and Rey, 2004);  $\Delta EUR$  היא שיעור השינוי בשער האירו-דולר המייצג את מעמדו של הדולר כנכס בטוח, כאשר התחזקות של הדולר מול האירו מלווה לרוב בלחץ לפיחות של השקל מול הדולר.  $\Delta TB10$  היא השינוי בריבית ארה"ב לעשר שנים. ריבית זו משקפת את הציפיות לריבית חסרת-הסיכון במשק האמריקאי המהוות בסיס לתמחור שער החליפין, ומשקפת גם את תנאי הנזילות הגלובליים המשפיעים על זרמי ההון. VIX היא סטיית-התקן הגלומה באופציות על מדד S&P500, המהווה אומדן לתנודתיות ולתפיסת הסיכון בשווקים המשפיעות גם-הן על זרמי ההון (Rey, 2013). המודל נאמד על שינויים שבועיים ולכן אינו תופס מגמות משותפות ארוכות-טווח של המשתנים אלא תנועה משותפת בטווח הקצר<sup>1</sup>.



על-סמך משוואה (1) נבנתה תחזית מותנית במשתנים הגלובליים לשער החליפין: תחזית המבוססת על המקדמים שנאמדו במדגם שבועי בין השנים 2016-2020, לצד הערכים בפועל של המשתנים המסבירים בשנים 2021-2025<sup>2</sup>. איור 1 מציג את הסטייה באחוזים בין שער החליפין בפועל לתחזית מותנית זו. ניכר כי עד סוף 2022 עקב שער החליפין מקרוב אחר התנאים הגלובליים שכן הפער מהתחזית המותנית קטן ונע סביב אפס. אולם בין השנים 2023 ו-2025 היה השקל מפוחת ביחס לרמתו החזויה על-פי הגורמים הגלובליים.

ההתרחקות מהגורמים הגלובליים לא הייתה אחידה לאורך התקופה. מתחילת 2023 ועד פרוץ המלחמה, תקופה שהתאפיינה במתחים חברתיים ופוליטיים סביב שינויי החקיקה הנוגעים למערכת המשפט, נרשמה התרחקות גוברת של שער החליפין מהגורמים הגלובליים. לאחר פרוץ המלחמה העמיקה הסטייה והגיעה לשיאה ערב מבצע "חיצי הצפון" - אז היה השקל מפוחת בכ-20 אחוזים ביחס לתנאים הגלובליים. אולם מאז המבצע התמתנה הסטייה מהתנאים הגלובליים. ממצאים אלו עקביים עם הטענה שעד מבצע "חיצי הצפון"

<sup>1</sup> האומדן לרכיב המקומי מותנה ביציבות הקשר שבין שער החליפין למשתנים המסבירים. ואכן, בבדיקות רגישות על מדגמים הכוללים את תקופת התחזית נמצאה יציבות במקדמים הנאמדים.

<sup>2</sup> האומדן מאיור 1 נותר דומה אם כוללים במשוואה (1) פיגור של השינוי בשער החליפין והמשתנים המסבירים, וכמו-כן אם מתחילים את התחזית בנקודות מוצא שונות.

פגעו ההתפתחויות המקומיות בסנטימנט המשקיעים כלפי השקל ותרמו לפיחותו, ואילו החל מהמבצע דעכה השפעתם של גורמים אלה בהדרגה.

### הסברים להתפתחות הרכיב המקומי של שער החליפין

חלק זה בוחן הסברים אפשריים לסטיית שער החליפין מהגורמים הגלובליים, ובפרט את מידת ההתאמה בין סטייה זו לבין התפתחות סיכון האשראי הממשלתי והריבית המקומית. לצורך כך נאמדה הרגרסיה הבאה על מדגם של השנים 2016–2025:

$$(2) \quad \Delta IL S = \alpha_0 + \beta \cdot \overrightarrow{Global} + \alpha_1 \Delta CDS + \alpha_2 \Delta IL 10Y + u$$

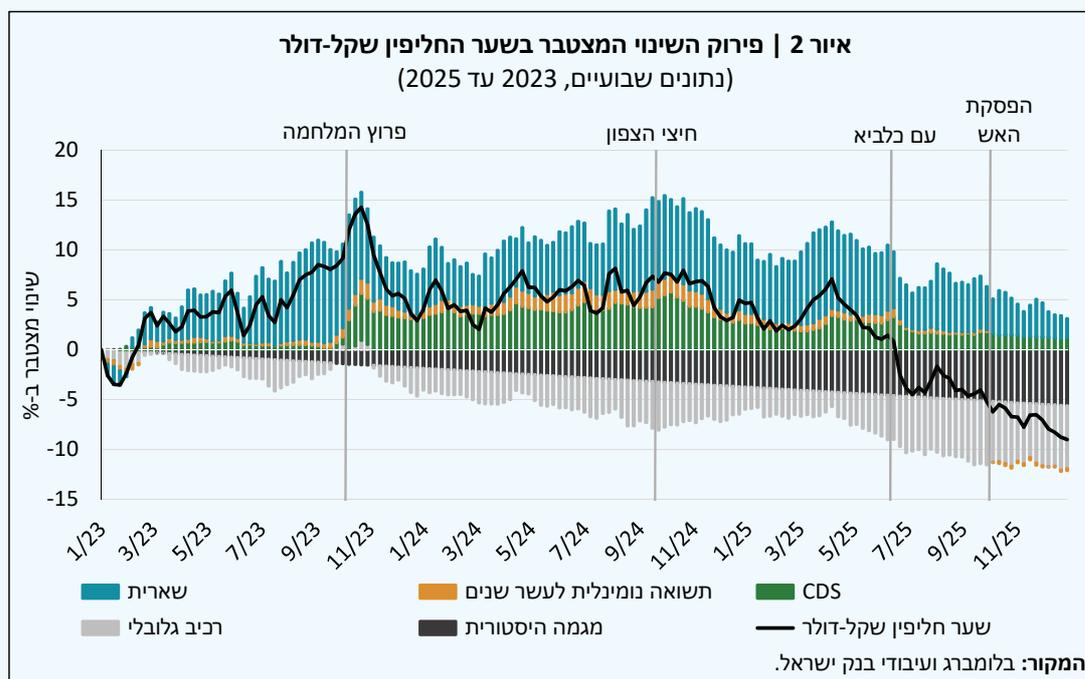
כאשר  $\overrightarrow{Global}$  כולל את המשתנים המסבירים ממשוואה (1),  $\Delta CDS$  היא השינוי ב-CDS לחמש שנים, המשמש כאומדן לסיכון האשראי על אג"ח ממשלת ישראל, ו- $\Delta IL 10Y$  היא השינוי בריבית על אג"ח ממשלת ישראל לעשר שנים, אשר מושפעת גם היא מסיכון האשראי הממשלתי אך גם מהריבית הקצרה ומהציפיות אליה. על סמך אמידה זו, איור 2 מציג פירוט של השינוי המצטבר בשער החליפין שקל-דולר מתחילת שנת 2023, כאשר סכום העמודות הצבעוניות (ה-CDS, הריבית הנומינלית לעשר שנים והשארית) מהווה קירוב לשינויים קצרי-הטווח ברכיב המקומי בשער החליפין<sup>3</sup>. הקבוע ברגרסיה מייצג מגמה היסטורית בהתפתחות שער החליפין<sup>4</sup>, שעשויה להיות קשורה לשינויים בפריון היחסי של המשק או לעודף המתמשך בחשבון השוטף (פריש, 2016; Eckstein and Friedman, 2011)<sup>5</sup>.

איור 2 מלמד כי לאורך מרבית התקופה תמכו הגורמים הגלובליים בייסוף השקל. לעומת זאת, תרומתם של הגורמים המקומיים השתנתה לאורך התקופה. עד פרוץ המלחמה התרחש פיחות שמקורו מקומי, אך הוא אינו מתואם עם ה-CDS או הריבית הנומינלית הארוכה אלא נתפס כשארית. ככל הנראה פגעו המתחים הפנימיים באותה תקופה בסנטימנט כלפי ישראל והחלישו את השקל, אך ההשלכות הפיסקליות הצפויות שלהן היו מתוננות ולכן ה-CDS והריבית הנומינלית הארוכה לא עלו רבות. לעומת זאת, עם פרוץ המלחמה גדלו הוצאות הממשלה בשיעור ניכר, ומאז חלק מרכזי מן הרכיב המקומי של שער החליפין מוסבר באמצעות ה-CDS והריבית הארוכה. מאז מבצע "עם כלביא", וביתר שאת מאז חתימת הסכם הפסקת האש בעזה, יוסף השקל בשיעור ניכר המוסבר חלקית באמצעות ירידה של ה-CDS והריבית הנומינלית הארוכה. ההתפתחויות בתקופה זו נתפסו בשוק כמפחיתות את סיכון האשראי הממשלתי ולכן תמכו בהתמתנות ה-CDS והריבית הארוכה ובייסוף השקל. הייסוף באותה תקופה נתמך גם באמצעות גורמים גלובליים, אך חלקו נותר לא-מוסבר והושפע כנראה משיפור כללי בסנטימנט כלפי ישראל.

<sup>3</sup> מדובר בקירוב בלבד לרכיב המקומי שכן משוואה (2) כוללת שני משתנים מסבירים נוספים אשר מתואמים עם הגורמים הגלובליים ולכן משנים את כוח ההסבר שלהם בהשוואה למשוואה (1).

<sup>4</sup> מכל המשתנים המסבירים במשוואה (2) נוכה הממוצע שלהם במדגם, כך שהחותך ברגרסיה תופס מגמה ארוכת-טווח וליניארית בשער החליפין שקל-דולר, אך לא מושפע ממגמות ארוכות של המשתנים המסבירים.

<sup>5</sup> משנת 2016 ועד פרוץ המלחמה צמח התוצר לנפש בישראל בכ-4 אחוזים ביחס לארה"ב והחשבון השוטף היה בממוצע בעודף של כ-3 אחוזי תוצר. מגמות אלה תומכות בייסוף ריאלי של השקל.



## סיכום

הניתוח מראה שמתחילת 2023 נחלש השקל מול הדולר בשל גורמים מקומיים, ואילו סיכון האשראי של הממשלה עלה רק מפרוץ המלחמה בסוף השנה. מאז מבצע "חיצי הצפון", בסוף 2024, התחזק השקל מול הדולר בתמיכת גורמים מקומיים, ובהם שיפור בסיכון האשראי הממשלתי.

## הפניות

פריש, רוני (2016). "שער החליפין הריאלי בטווח הארוך והבינוני", סדרת מאמרים לדיון, בנק ישראל, 2016.03.

Ben Zeev, N., & D. Nathan (2024). Shorting the dollar when global stock markets roar: The equity hedging channel of exchange rate determination. *The Review of Asset Pricing Studies*, 14(4), 640-666.

Eckstein, Z., & A. Friedman (2011). The equilibrium real exchange rate for Israel. *BIS Background Papers*, 201: 57, 201-213.

Hau, H. & H. Rey (2004). "Can portfolio rebalancing explain the dynamics of equity returns, equity flows, and exchange rates?" *American Economic Review*, 94(2), 126-133.

Rey, H. (2013). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*.