

חלק II

שוק השקל-מטבע חוץ

תמצית

בשנת 2002 נרשם פיתוח של 13% בשער החליפין של השקל מול סל המטבעות ושל כ-7% מול הדולר. סטיית התקן הגלומה באופציות, המשקפת את סיכון שער החליפין, עלתה במידה ניכרת, לרמה ממוצעת של 8.6%. התנהלות שער החליפין לא הייתה אחידה על פני השנה: המחצית הראשונה אופיינה בפיתוח מואץ, ואילו במחצית השנייה השקל יוסף מעט. גם במהלך כל אחת מהמחציות התנהלות שער החליפין לא הייתה אחידה.

הפחתת הריבית החדה והמפתיעה בדצמבר 2001, במסגרת עסקת החבילה, הביאה לתפנית בשוק השקל-מט"ח: עלייה תלולה בסיכון שער החליפין, תהליך התאמה חד בתיקי הנכסים של משקי הבית, ופיתוח מואץ, שנבלם באמצע פברואר. באפריל 2002, על רקע הרגישות, הגבוהה-ממילא, של שוק השקל-מט"ח, התחדשה ההאצה בפיתוח - בשל ההסלמה הביטחונית, הרחבת הגירעון בתקציב, וחשש להורדת דירוג האשראי של המשק. ההסבר למפנה שחל בשוק בסוף 2001 נעוץ בשתי התפתחויות, קשורות זו בזו:

- במהלך המחצית השנייה של שנת 2001 התחזקה ההערכה כי המיתון בפעילות הריאלית אינו קצר טווח, וכי השפעתו השלילית המצטברת על המשק הולכת וגדלה; המשך ההאטה העולמית התבטא בהמשך הירידה בהשקעות של תושבי חוץ, והמיתון המתמשך במשק וההסלמה במצב הביטחוני התבטאו בהמשך ההרעה בחשבון השוטף. כתוצאה מכך, החשבון הבסיסי, המשקף את היצע המט"ח ארוך הטווח למשק, הסתכם בשנת 2002, לראשונה מזה שנים רבות, בגירעון, שמשמעותו יצוא הון נטו.
- התגברה אי-הוודאות באשר למדיניות הכלכלית, וכתוצאה מכך - לגבי התנהלות שער החליפין בעתיד. אי-הוודאות התבטאה בעלייה חדה של סיכון שער החליפין, בפיתוח מואץ, בעלייה חדה בתשואות על איגרות חוב ממשלתיות ובחריגה ניכרת של הציפיות לאינפלציה מהיעד ל-2002 ומהיעד ארוך הטווח.

מניתוח ההתפתחויות בשנת 2002, ניתן להעריך, כי המיתון בפעילות הריאלית, שהביא לשינוי בהרכב תנועות ההון, היה מביא לפיתוח השקל ולעלייה בסיכון גם ללא אי-הוודאות לגבי המדיניות הכלכלית. אך אי-הוודאות הביאה לעלייה חדה של סיכון שער החליפין וגררה תגובה חריפה, בעיקר של משקי הבית. פעילותו הנחושה של בנק ישראל בחודש יוני, במקביל למאמצי הממשלה שלא להגדיל את הגירעון בתקציב, בלמו את תהליך הפיתוח המואץ, אף שבתחום הריאלי לא השתפר מצב המשק. ניתוח זה מדגיש את חשיבותה של מדיניות כלכלית מושכלת ומתואמת דווקא בעת הדרדרות במצב הכלכלי.

התפתחויות אלו הביאו לשינוי בהרכב תיק הנכסים של המגזר הפרטי: יתרת הנכסים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי במט"ח גדלה ב-4 מיליארדי דולרים,

ומשקלה בסך תיק הנכסים עלה מכ-14% בסוף שנת 2001 לכ-16% בסוף 2002. זאת בעיקר כתוצאה מגידול של היקף הנכסים בחו"ל - צבירה בפיקדונות בבנקים זרים ורכישת איגרות חוב זרות על ידי משקי הבית; ביתרת הנכסים בארץ לא נרשם השנה שינוי משמעותי.

חלק II מחולק לשני פרקים:

פרק א' מציג ניתוח כולל של ההתפתחויות בשוק השקל-מט"ח, במטרה לקשור בדיעבד בין מגמות ההתפתחות בשער החליפין של השקל מול סל המטבעות לבין שינויים בביקוש ובהיצע של מטבע חוץ מצד מגזרים שונים הפועלים בשוק ובגורמים המשפיעים עליהם.

פרק ב' סוקר את ההתפתחויות ברכיבים עיקריים של תיק הנכסים וההתחייבויות של תושבי ישראל במטבע חוץ ושל תושבי חוץ בשקלים.

פרק II-א' ניתוח כולל של שוק השקל-מטבע חוץ

1. ההתפתחויות במשתני השוק - שער החליפין, הסיכון ופערי הריביות

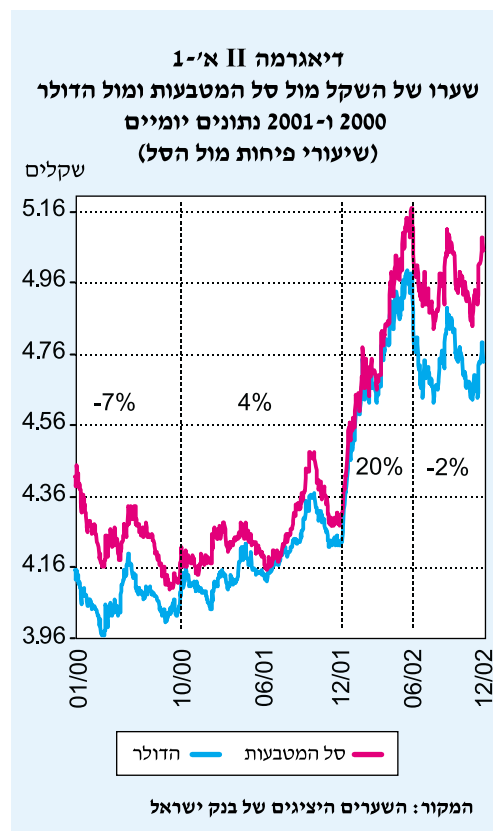
במחצית הראשונה של השנה פחת שער השקל בשיעור מצטבר של כ-20% מול סל המטבעות, וכ-17% מול הדולר.

ההתפתחויות במשתני השוק - פער התשואות, סטיית התקן של שער החליפין ושער החליפין - הן תמיד סימולטניות ומושפעות מהתפתחויות בעולם ובמשק ומהמדיניות הכלכלית, לרבות ריבית בנק ישראל והגירעון. ההשפעה הסימולטנית באה לידי ביטוי בשינויים בביקוש ובהיצע של מטבע חוץ מצד שחקנים שונים בשוק. ההפחתה החדה והמפתיעה בריבית השקלית בדצמבר 2001 התחילה תהליך של שינוי חד במשתני השוק. ההשפעה העיקרית של אירוע זה לא פעלה דרך צמצום פער הריביות, אלא דרך גידול חד של סיכון שער החליפין (עלייה בהסתברות לפיחות חריג) ועלייה תלולה בתשואות השקליות - עקב הפחתת הריבית, גידול הגירעון והתגברות אי-הוודאות הכלכלית והביטחונית.

א. שער החליפין והריבית

ב-25 בדצמבר 2001 הופחתה הריבית השקלית בשיעור חד ויוצא דופן, 2 נקודות אחוז, והוכרז על צעדים כלכליים נוספים בשווקים הפיננסיים: (1) הסרת תקרת המק"ם; (2) הגמשה נוספת של משטר שער החליפין, תוך השטחת הגבול התחתון של רצועת הניוד והורדתו בשיעור של נקודת אחוז, כך שהוא יעמוד באופן קבוע על 4.1 ש"ח במונחי סל המטבעות; (3) העלאת השיעור שמותר למשקיעים מוסדיים להשקיע בנכסים נקובים במט"ח ובחו"ל ל-20%, וביטולה המוחלט של ההגבלה ב-1 בינואר 2003.

לאחר ההודעה על ההפחתה החדה והמפתיעה של הריבית השקלית, ששינתה במידה ניכרת את התשואות היחסיות על הנכסים ואת העלות היחסית של האשראי בשקלים לעומת אשראי במטבע חוץ, החל פיחות בשער החליפין של השקל מול הדולר ומול סל המטבעות, שהצטבר עד ל-24/6/02 לכ-20% מול הסל (דיאגרמה II-א-1). את המחצית הראשונה של השנה (תקופת הפיחות המואץ) ניתן לחלק לשתי תקופות משנה - ינואר עד אמצע פברואר, ואפריל עד יוני, עם תקופת רגיעה ביניהן: באמצע



פברואר היה נראה כי התאמת תיק הנכסים בגין הפחתת הרבית החדה והפיחות החד שהתלווה אליה בעקבות העלייה הניכרת של הסיכון נעצרו; אולם באפריל, בעקבות ההסלמה הביטחונית, גידול הגירעון התקציבי והעדר התיאום בין הממשלה לבנק ישראל, התחדש הפיחות המואץ בשקל. במהלך המחצית הראשונה כולה פוחת שער החליפין באופן מואץ כל אימת שהגיע מידע שלילי חדש לשוק. כל זעזוע קטן, כגדול, הביא לביקושים מוגברים למטבע חוץ ולקביעת שער החליפין ברמה גבוהה יותר. גם תקופות רגיעה בביקוש למט"ח לא לוו בייסופים משמעותיים. התנהלות שער החליפין והסיכון בתקופה זו היו שונים מאוד מאשר בשנת 2001, שגם בה חל מפנה במגמת שער החליפין, לעומת השנתיים שקדמו לה: פיחות מתון לאחר ייסוף מתמשך, בהשפעת אירועים גלובליים ומקומיים - המשך ההאטה בשווקים הפיננסיים בחו"ל, לצד המיתון והרעת המצב הביטחוני בארץ. התפתחויות אלו, למרות חומרתן והתמשכותן על פני מספר חודשים, לא הביאו אז לפיחות מואץ וממושך של השקל לאורך זמן; הפיחות המצטבר של השקל מול הסל בשנת 2001 היה כ-4%, עם תנודות לשני הכיוונים; זעזועים חיצוניים ומקומיים בשוק לא הותירו את רישומם אלא לתקופות קצרות בלבד. בעקבות פיחותים באו ייסופים. את השוני בהשפעת הזעזועים על השוק, בין 2001 ל-2002, ניתן להסביר באפקט המצטבר של המיתון במשק ובאי-הוודאות באשר להשפעת המדיניות על התנהלות שער החליפין בעתיד.

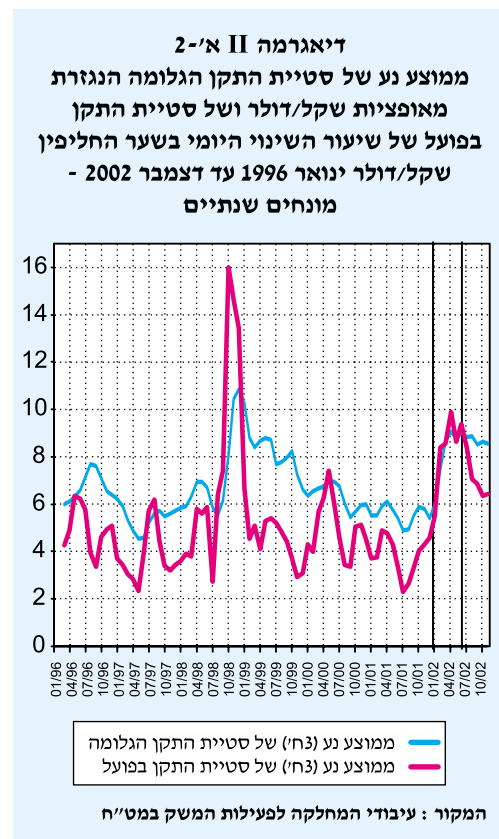
בסוף יוני 2002 בעקבות העלאת הרבית בשיעור של 2%, ובשיעור מצטבר, מסוף פברואר, ב-5.3%, וההחלטה על ריסון תקציבי - החל ייסוף בשער החליפין, שהסתכם במחצית השנייה של השנה בכ-2% מול הסל ובכ-5% מול הדולר.

ב. סיכון שער החליפין

סיכון שער החליפין של השקל משקף את אי-הוודאות במשק, ובאופן ספציפי את אי-הוודאות באשר לערכו של השקל מול מטבעות אחרים. סיכון השער מתבטא בתנודות לשני הכיוונים בשער החליפין של השקל הנקבע בשוק. תנודתיות זו מקובל למדוד בעזרת שני מדדים עיקריים: (1) התנודתיות בפועל - סטיית התקן של השינויים היומיים בשער החליפין בתקופה נתונה; (2) התנודתיות הגלומה - הנגזרת באמצעות מודל לתמחור אופציות של בלק ושולס, מנתונים בשוק לגבי אופציות שקל-דולר, והיא משקפת את ציפיות השחקנים בשוק לגבי תנודתיות שער החליפין בעתיד הקרוב (מספר חודשים).

במחצית הראשונה של השנה עלה סיכון שער החליפין, על פי שני המדדים שהוזכרו, עלייה חדה, ונותר ברמה ממוצעת גבוהה לאורך שנת 2002 כולה:

סיכון שער החליפין עלה עלייה חדה בסוף 2001 ונותר ברמה ממוצעת גבוהה לאורך כל השנה.



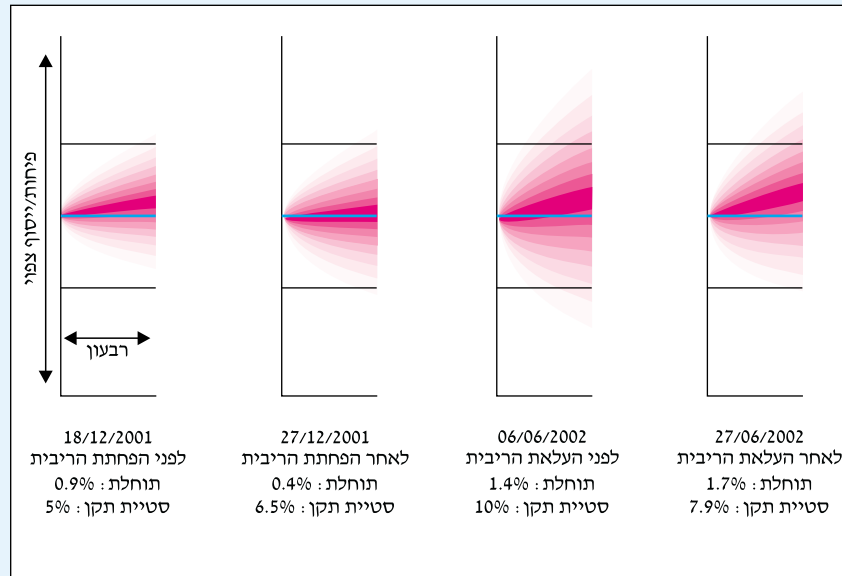
התנודתיות בפועל עלתה מ-3.4% בנובמבר 2001 ל-7.1% בינואר 2002, ורמתה הממוצעת עלתה ל-7.7% בשנת 2002 לעומת 4.5% בשנתיים הקודמות. התנודתיות הגלומה באופציות עלתה בשנת 2002 מרמה ממוצעת של כ-5% ל-7.6% (דיאגרמה II-א-2).

במהלך המחצית השנייה של השנה ההתפתחות של שני מדדי הסיכון לא הייתה אחידה: רמתה הממוצעת של התנודתיות בפועל ירדה לעומת המחצית הראשונה, אך נותרה גבוהה יותר מאשר בעבר. לעומת זאת נותרה התנודתיות הגלומה לאורך רוב חודשי המחצית השנייה ברמה הגבוהה שאלה היא הגיעה במחצית הראשונה.

נבחן את התפלגות שער החליפין, המדיגמה את רכיב הסיכון, בארבע נקודות זמן (דיאגרמה II-א-3): לפני ואחרי הפחתת הריבית בשיעור של שתי נקודות אחוז בסוף שנת 2001, ולפני ואחרי העלאת הריבית בשיעור של שתי נקודות אחוז באמצע שנת 2002: לפני הפחתת הריבית בשיעור של שתי נקודות אחוז בסוף שנת 2001 עמדה ההסתברות לשינוי מתון בשער (שינוי של אחוז אחד כלפי מעלה או כלפי מטה) בטווח של רביע על כ-75% (בדיאגרמת המניפה ל-18/12/2001), ואילו לאחר הפחתת הריבית התרחבה ההתפלגות, והסתברות זו קטנה לכ-65% (בדיאגרמת המניפה ל-27/12/2001); משמעות

דיאגרמה II א'-3

ההתפלגות של השינויים הצפויים בשער החליפין



ההתפלגות הצפויה של השינויים הצפויים בשער החליפין בארבעה נקודות זמן, מתוארת באמצעות תרשים מניפה (Fan Chart). ההתפלגות מתארת את השינויים הצפויים בשער החליפין במשך שלושת החודשים הקרובים בהתאם להסתברותם. תרשים המניפה הוא כעין מפה עם קווי גובה המציינים הסתברויות. עבור כל נקודת זמן, ככל שגוון המפה נעשה כהה יותר ההסתברות להיות בשער המתאים גדולה יותר. בין הקווים שנוצרים במעבר מגוון לגוון יש הבדל של 5% בהסתברות עד לכיסוי של 80% מההתפלגות. ההתפלגות זו נבנתה על סמך עסקאות פורוורדים ובאופציות על שער החליפין שקל-דולר של הציבור מול הבנקים.

המקור: דיווחי הבנקים לבנק ישראל ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח

1 ההתפלגות הצפויה של שער החליפין שקל-דולר חושבה מנתוני עסקות פורוורד ואופציות, בין הציבור לבנקים, על שער החליפין שקל-דולר לטווח של רביע מיום המדידה.

הדבר היא עלייה באי-הוודאות לגבי התנהלות שער החליפין בתקופה זו. לפני העלאת הריבית בשיעור של שתי נקודות אחוז באמצע שנת 2002 הייתה התפלגות שער החליפין רחבה מאוד (בדיאגרמת המניפה ל-06/06/2002) והסתברות זו עמדה על כ-45% בלבד; לאחר העלאת הריבית הצטמצמה התפלגות זו, והסתברות גדלה לכ-55% (בדיאגרמת המניפה ל-27/06/2002), עדיין נמוכה יחסית לסוף שנת 2001 ותחילת 2002 - ביטוי לעלייה בסיכון והישארותו ברמה גבוהה.

את העלייה של סיכון שער החליפין בדצמבר 2001 ניתן לייחס לשינויים בתנאי הרקע המקרו-כלכליים, שהגבירו את אי-הוודאות הריאלית והפיננסית - התגברות אי-הוודאות העולמית (המיתון והטרור הבין-לאומי), והתגברות אי-הוודאות בישראל בתחום הביטחוני, בשווקים הפיננסיים ובעיקר בתחום המדיניות הכלכלית (הריבית והתקציב), בעקבות צעדי המדיניות שננקטו בסוף 2001; נראה כי עד להורדת הריבית, העריך הציבור כי לא צפוי שינוי חד בשער החליפין, עקב מחויבותו של בנק ישראל ליעד האינפלציה; הורדת הריבית החדה ערערה הנחה זו, והדבר התבטא בשינוי בשער החליפין ובעלייה בסיכון.

את העלייה בסיכון שער החליפין ניתן לייחס גם לשינויים מבניים בשוק השקל-מטבע חוץ, שהשפעתם על הסיכון היא ארוכת טווח: (1) התרחקות שער הסל מהגבול התחתון של הרצועה, בעקבות הפיחות החד והשטחת הגבול התחתון של הרצועה, שהגדילה את מרחב התנודה האפשרי של השער בתחומי רצועת הניוד; (2) תהליכי הליברליזציה שעבר המשק והאינטגרציה עם השווקים הפיננסיים בעולם, אשר הגדילו את הפגיעות של השוק לשינויים בתנאי הרקע המקרו-כלכליים ובכלכלה הגלובלית.

בהקשר זה נזכיר כי במרבית העשור האחרון עמדה התנודתיות של שער החליפין בפועל ברמה ממוצעת של כ-5%, רמה נמוכה בהשוואה לממוצע במדינות בעלות משטר שער חליפין דומה לשלנו - כ-9%.

ג. פער הריביות

הצטמצמות פער הריביות בדצמבר 2001 תרמה לפיחות בשקל, אולם פער זה לא היה הגורם בעל ההשפעה הדומיננטית על השינוי בשער החליפין ועל פעילות המגזרים בתקופה הנסקרת. לכך שתי ראיות: ראשית, פער ריביות בשיעור זהה לזה שנקבע לאחר הפחתת הריבית שרר עוד באוקטובר 2000 והוא המשיך והצטמצם בחודשיים שאחריו; למרות הזעזועים המקומיים והגלובליים היה פיחות השקל בתקופה זו, מתון מאוד. שנית, העלאתה של הריבית השקלית, שהחזירה את פער ריביות לרמה ששררה ערב ההפחתה, לא הביאה לעצירת הפיחות המואץ בשער החליפין, ונדרשו העלאות נוספות במינונים הולכים וגדלים.

הגורם שהשפיע יותר על פיחות השקל הוא סיכון שער החליפין - סיכון הקשור במדיניות המקרו-כלכלית ובמצב המשק. משמע שההשפעה העיקרית של הפחתת ריבית בנק ישראל, מבחינת שוק השקל-מט"ח, לא הייתה עצם ההצטמצמות של פער הריביות, אלא העלייה החדה של סיכון שער החליפין בעטיו של צעד זה. מסיבה זו, העלאות הריבית בתחילת 2002 לא הספיקו, אף שהן הגדילו בחזרה את פער הריביות, משום שסיכון שער החליפין נותר גבוה.

כשבנק ישראל והממשלה אותתו על נחישותם לעמוד ביעדי האינפלציה והגירעון, פסקו רכישות המט"ח של משקי הבית, ולא התחדשו במידה משמעותית גם כשהסתמן חשש להורדת הדירוג של המשק ולתחילתה של מלחמה בעיראק - גורמים שהשפיעו מאוד על תפיסת הסיכון של תושבי חוץ.

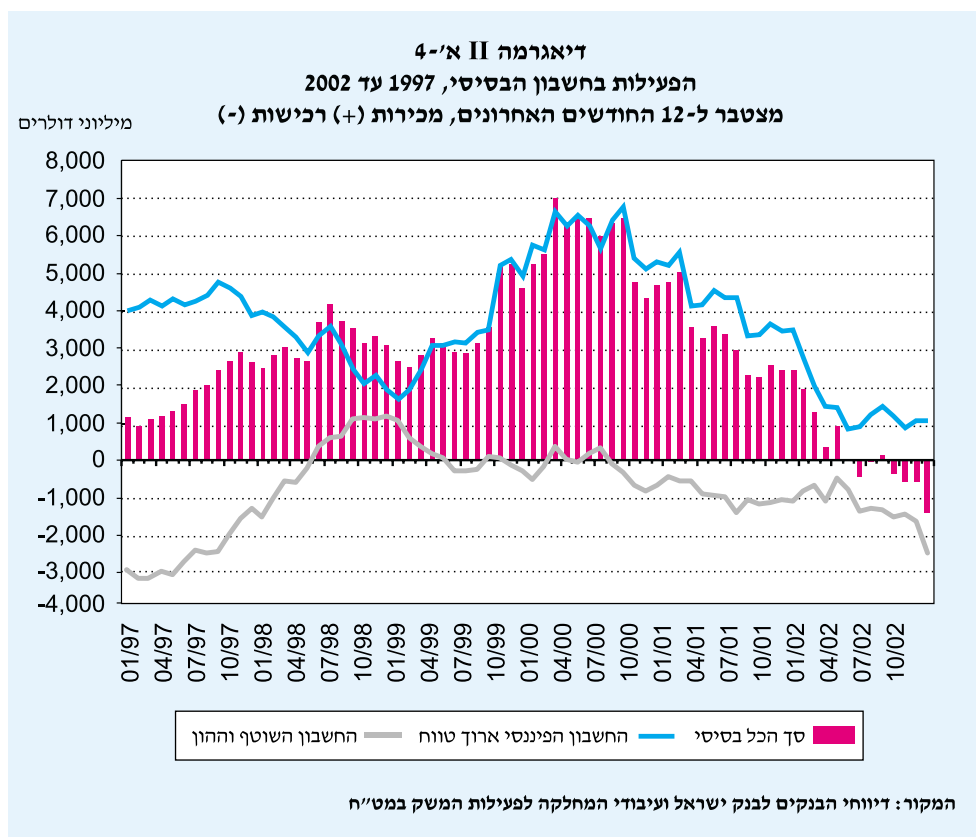
ההשפעה העיקרית של הפחתת הריבית על ידי בנק ישראל, מבחינת שוק השקל-מט"ח, לא הייתה עצם ההצטמצמות של פער הריביות, אלא השפעת צעד זה על העלייה החדה של סיכון שער החליפין.

2. פעילות המגזרים השונים בשוק השקל-מטבע חוץ

א. הפעילות הבסיסית - ארוכת הטווח²

החשבון הבסיסי,
המשקף את היצע
המט"ח ארוך הטווח
למשק, הסתכם
השנה, לראשונה,
בגירעון - יצוא הון.

הימשכותו של המיתון במשק ושינויים מבניים נוספים - הרפורמה במס והשלמת הליברליזציה - תרמו לשינויים ארוכי טווח בהרכב תנועות ההון: מחד גיסא, המשיכו להצטמצם ההשקעות של תושבי חוץ במשק, על רקע ההאטה בשווקים העולמיים; ההשקעות במניות של חברות ישראליות הצטמצמו לרמה של 2.3 מיליארדי ש"ח בשנת 2002, לעומת כ-3.6 מיליארדים אשתקד. כנגד זאת נמשכו השקעות תושבי ישראל בחו"ל. על גורמים אלו נוספו המשך ההרעה, של כמיליארד דולרים, בחשבון השוטף של המגזר הפרטי על רקע הירידה ביצוא, בעיקר של ענפי הטכנולוגיה העילית, והירידה החרیפה בתיירות הנכנסת בשל המצב הביטחוני. כתוצאה מהתפתחויות אלו, היצע המט"ח ארוך הטווח למשק, המתבטא בחשבון הבסיסי, הפך בשנת 2002 לשלילי. זאת לאחר ירידה רצופה בהיקפו מאז אוקטובר 2000 (דיאגרמה II-א-4 ולוח II-א-1). העדר ההיצע ארוך הטווח העלה בשנת 2002 את השפעתם היחסית של התנועות הקצרות, והתנודתיות יותר, על שער החליפין.



לוח II-א-1

הפעילות בשוק השקל-מטבע חוץ לפי המגזרים וסוגי הפעילות העיקריים, 2000 עד 2002

מכירות (+) רכישות (-) נטו של מט"ח, מיליארדי דולרים

מחצית א' 2002	מחצית ב' 2002	2002	2001	2000	
-1.0	-0.4	-1.3	2.4	4.6	א. החשבון הבסיסי - הפעילות ארוכת הטווח
1.2	1.0	2.3	3.6	8.3	(1) השקעות תושבי חוץ במניות ישראליות (ישירות ובתיק למסחר)
-0.4	-0.8	-1.2	0.0	-3.0	(2) השקעות תושבי ישראל בחו"ל ¹
-1.8	-0.7	-2.4	-1.0	-0.7	(3) חשבון שוטף וחשבון ההון ²
					ב. הפעילות קצרת הטווח
0.5	-1.3	-0.7	-1.9	-3.3	(1) המגזר הפרטי הלא-בנקאי
0.2	-3.1	-2.9	-0.8	-0.2	(1.1) משקי הבית
0.5	-2.0	-1.5	-0.5	0.0	מזה: באמצעות קרנות נאמנות ³
-0.5	-0.8	-1.3	-0.4	-0.2	פיקדונות בבנקים בחו"ל
0.2	-0.5	-0.3	-0.3	-0.1	(1.2) המשקעים המוסדיים
0.2	2.3	2.5	-0.8	-3	(1.3) המגזר העסקי ³
0.7	0.9	1.5	2.5	1.8	מזה: אשראי מבנקים בישראל
-0.7	1.6	1.0	0.2	0.2	עסקאות עתידיות
0.5	-0.3	0.1	-0.9	-0.1	(2) תושבי חוץ
0.5	-0.5	0	-1.0	-0.2	מזה: עסקאות עתידיות
0	1.9	1.9	0.4	-1.2	(3) אחר (הבנקים, הממשלה והפרשים סטטיסטיים)

- 1 כולל בעיקר השקעה במניות זרות - ישירות ובתיק למסחר, בניכוי הנפקה של אג"ח בחו"ל.
- 2 נתוני החשבון השוטף וההון של המגזר הפרטי בלוח זה מתקבלים מדיווחי הבנקים למחלקת פעילות המשק במטבע חוץ, והם שונים מנתוני מאזן התשלומים, שמפרסמת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, המנותחים בחלק I ברוח זה.
- 3 הפעילות במט"ח באמצעות קרנות הנאמנות כוללת רכישה ומכירה של אופציות שקל-מט"ח סחירות (במונחי נכס הבסיס "דלתא"), עקב סכומן המהותי מסוף 2001. ההנחה היא שהמגזר העסקי היה הצד הנגדי לעסקאות באופציות אלה (ראו תיבה II-א-1) לא נכללה בלוח זה פעילות אחרת באופציות, מפאת העדר מידע מלא עליה.

המקור: דיווחי הבנקים לבנק ישראל ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ.

ב. הפעילות הלא בסיסית - במכשירים קצרי טווח

המחצית הראשונה של השנה - תקופת הפיחות המואץ

המעבר, במחצית הראשונה של שנת 2002, לפיחות מואץ בשער החליפין הוא תוצאה של שינוי חד בהתנהגותם של משקי בית: אלה רכשו בתקופה זו מטבע חוץ בהיקפים ניכרים, בהתאם להתנהגותם ההיסטורית בתגובה על זעזועים. המגזר העסקי מכר, בתקופה זו, מטבע חוץ, ובכך פעל בניגוד למגמת שער החליפין ומיתן את עלייתו (דיאגרמה II-א-5).

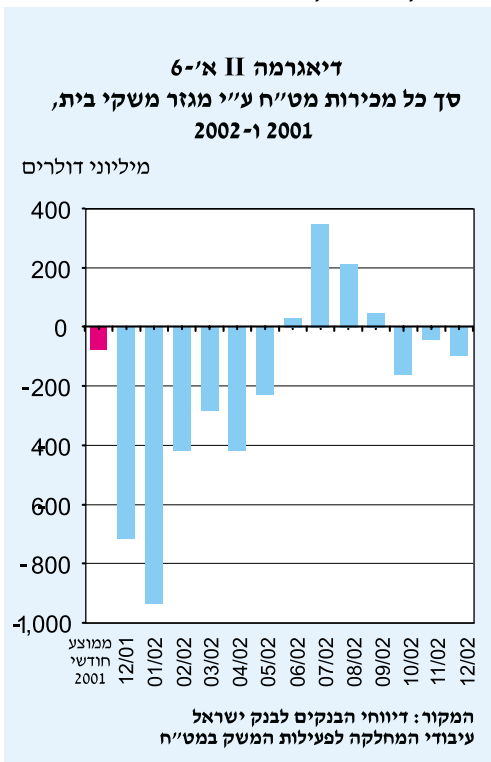
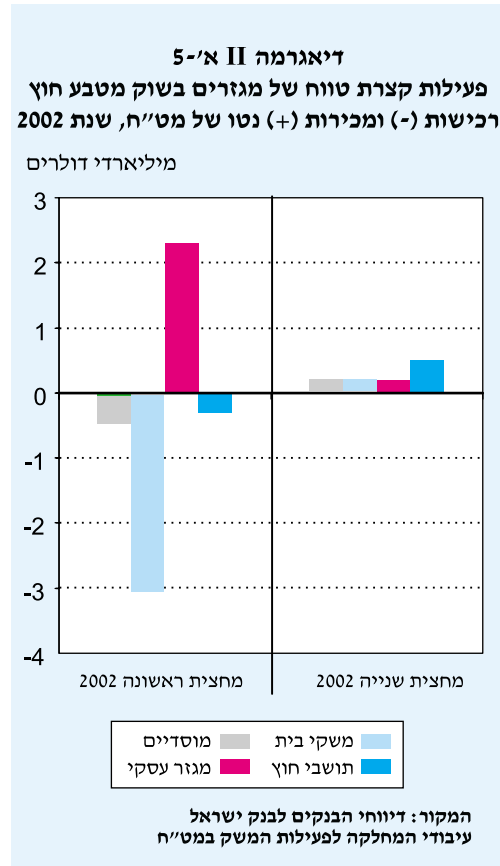
משקי הבית רכשו בתקופת הפיחות המואץ כ-3 מיליארדי דולרים - כ-500 מיליונים בממוצע לחודש לעומת כ-80 מיליונים בממוצע לחודש בשנת 2001 (דיאגרמה II-א-6 ולוח II-א-1). עיקר הרכישות - 2 מיליארדים - היו באמצעות קרנות נאמנות המתמחות במט"ח בארץ ובח"ל, וכן באמצעות העברה של כ-800 מיליוני דולרים לפיקדונות בחו"ל (דיאגרמות II-א-7 ו-II-א-8). פעילותם של משקי הבית הייתה חריפה מייד לאחר הפחתת הריבית והתמתנה לאחר העלאתה בפברואר 2002, אך במהלך

כל תקופת הפיחות המואץ הם הגיבו באמצעות מכשירים אלו על זעזועים שונים, בעיקר בתחום המדיניות

הכלכלית כפי שנהגו בעבר, אך בעוצמה גדולה יותר. יש לציין, כי במגזר זה בלטה במיוחד ההשפעה של עליית הסיכון, שהייתה חזקה מהשפעת הצמצום בפער הריביות. (ראו דיון לעיל)

מגזר נוסף שהגדיל את ביקושו למט"ח ביחס לשנה הקודמת הוא **מגזר המשקיעים המוסדיים** (בעיקר חברות הביטוח). מגזר זה, המונע, בדרך כלל, משיקולים ארוכי טווח של פיזור תיקי השקעות, הושפע בתקופה הנסקרת מהעלאת תקרת ההשקעה בחו"ל. למשקיעים המוסדיים יש גם שיקולים קצרי טווח של ציפיות לפיחות ופער ריביות, ואלה הניעו אותם להאיץ את קצב השקעותיהם מייד לאחר הפחתת הריבית. במחצית הראשונה של השנה העבירו המשקיעים המוסדיים מט"ח להשקעות בחו"ל בהיקף של כ-500 מיליוני דולרים (דיאגרמה II-א-9).

המעבר, במחצית הראשונה של השנה, לפיחות מואץ בשער החליפין הוא תוצאה של שינוי חד בהתנהגותם של משקי בית.

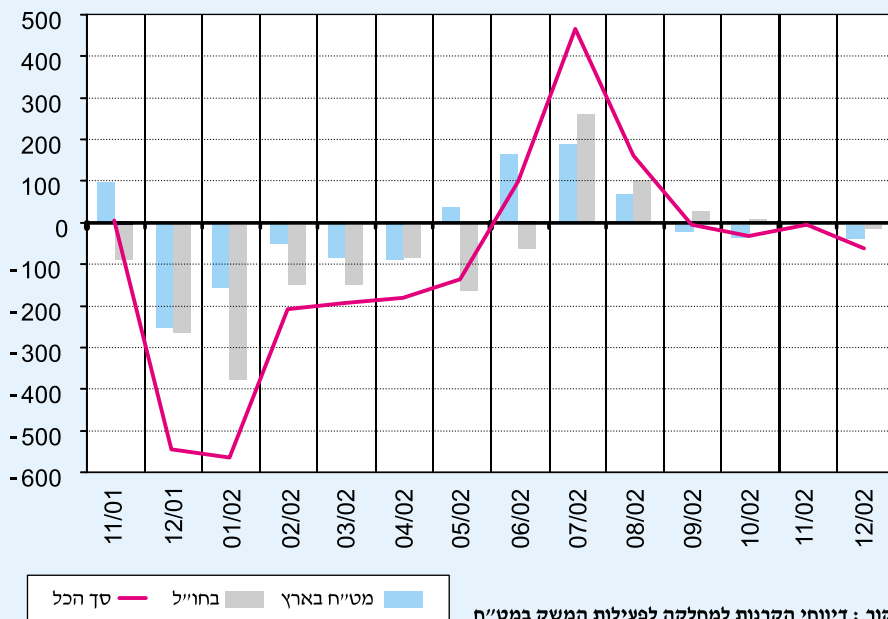


דיאגרמה II א'-7

הצבירה בקרנות הנאמנות המתמחות במטבע חוץ בארץ ובחו"ל

צבירות נטו (-) פדיונות נטו (+), נובמבר 2001 ועד דצמבר 2002

מיליוני דולרים

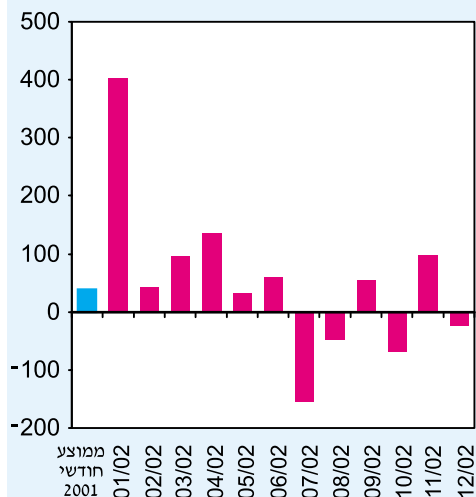


דיאגרמה II א'-9

ההשקעות בני"ע זרים של המשקיעים המוסדיים,

2001 ו-2002 השקעות (+) מימושים (-)

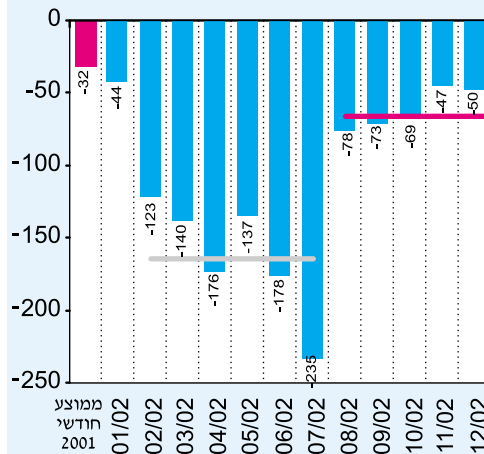
מיליוני דולרים



דיאגרמה II א'-8

העברות נטו לפיקדונות בחו"ל של משקי בית (-)

מיליוני דולרים

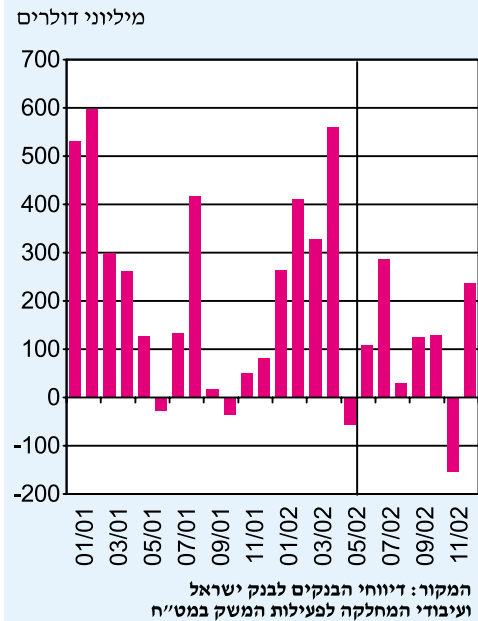


המגזר העסקי פעל בתקופה זו, בדרך כלל, כהרגלו בשנתיים האחרונות - מכר מטבע חוץ בתקופות של האצה בפיחות: בשנת 2001 הקטין מגזר זה את ביקושו למטבע חוץ במידה ניכרת, ביחס לשנים קודמות, בתגובה על ירידת ההיצע של תושבי חוץ, ואף הגיב במכירות נטו בתקופות שבהן תושבי חוץ לחצו לפיחות שער החליפין; בתקופת הפיחות המואץ המשיך המגזר העסקי לפעול בדרך זו - מכר נטו כ-2.3 מיליארדים, בתגובה על הרכישות הניכרות של משקי בית. עיקר המכירות היו באמצעות עסקאות עתידיות ונטילות אשראי במט"ח ממערכת הבנקאות, וזאת למרות הצטמצמות פער הריביות והעלייה החדה בסיכון שער החליפין (דיאגרמה II-א-10).

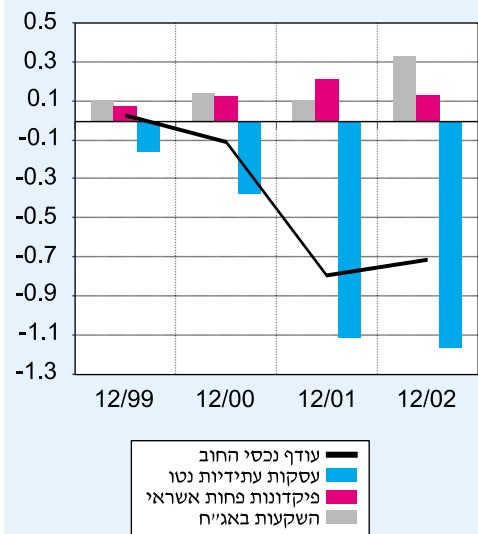
תושבי חוץ רכשו בתקופת הפיחות המואץ כחצי מיליארד דולרים באמצעות עסקאות עתידיות, עם זאת, פעילותם הייתה ברוב הזמן דו-כיוונית, ללא מגמה מובהקת, והושפעה יותר מהתפתחויות במצב הביטחוני. ב-2001 פעילותם החריגה של תושבי חוץ באמצעות עסקאות עתידיות - רכישות של כמיליארד דולרים - היא שלחצה לפיחות שער החליפין (דיאגרמה II-א-11).

הבנקים לא הגדילו בשנת 2002 את חשיפתם לשינויים בשער החליפין: פעילותם בשוק המט"ח מתנהלת תוך בקרה על חשיפתם הכוללת לסיכוני שער חליפין, והימנעות מחריגה מרמות החשיפה הנקבעות כמותית על ידי הנהלותיהם. הבנקים עושים שימוש נרחב בעסקאות חוץ-מאזניות ככלי מרכזי לניהול חשיפתם לשינויים בשער חליפין. זאת הודות למיגוון הרחב של מכשירים אלה בשוק המט"ח ולזמינותם.

דיאגרמה II א'-10
נטילות אשראי במטבע חוץ ממערכת הבנקאות המקומית



דיאגרמה II א'-11
יתרת עודף נכסי החוב השקליים של תושבי החוץ (מיליארדי דולרים)



המחצית השנייה של השנה - תקופת הייסוף

במחצית השנייה של שנת 2002 - התהפכה המגמה בשער החליפין, והוא יוסף בשיעור של כ-5% מול הדולר וכ-2% מול סל המטבעות. את התחזקותו של השקל ניתן לייחס למדיניות המרסנת של בנק ישראל, שהעלה את הריבית ב-24 ביוני בעוד 2%, ובשיעור מצטבר של כ-5.3% מאז תחילתו של הפיחות המואץ. פעולה זו חיזקה בציבור את האמון בנחישותו של בנק ישראל להשיג את יעד האינפלציה ולבלום את ההדרדרות ביציבות הפיננסית של המשק. נוסף על כך נקטה הממשלה פעולות בתחום הפיסקלי, שאותן על כוונתה לעמוד ביעד הגירעון. למרות השינוי במגמת שער החליפין לא נרשמה בתקופה זו ירידה מהותית בסיכון שער החליפין, כפי שמשקף בסייית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר. התרחבות פער הריביות והתגברות הוודאות לגבי מדיניות בנק ישראל והממשלה השפיעו בעיקר על משקי בית: אלה עברו במחצית השנייה למכירות נטו של מטבע חוץ. היקף המימושים נטו בקרנות הנאמנות המתמחות במט"ח בארץ ובחו"ל הסתכם בתקופה זו בכ-0.8 מיליון דולרים (דיאגרמה II-א-7). ההעברה של מגזר זה לפיקדונות בחו"ל נמשכה גם בתקופת הייסוף, אך בהיקפים הולכים וקטנים (דיאגרמה II-א-8). גם המשקיעים המוסדיים הגיבו בתקופה זו על התרחבות פער הריביות וצמצום התשואות על איגרות חוב בחו"ל, ומימשו השקעות בחו"ל בהיקף של 0.2 מיליארד דולרים.

התפתחות שער החליפין במחצית השנייה של השנה לא הייתה אחידה, ואופיינה בתנודות חריפות לשני הכיוונים: כך, למשל, בספטמבר 2002 התגברו החששות להורדת דירוג האשראי של המשק על ידי חברות הדירוג הבין-לאומיות, בשער החליפין התחדש הפיחות ואף הואץ, והפעם הובילו אותו המוסדות הפיננסיים הזרים שרכשו מט"ח בתקופה זו באמצעות עסקאות עתידיות. שלא כמו בתקופת הפיחות המואץ, משקי הבית לא רכשו מטבע חוץ בהיקפים משמעותיים. לאחר שהתפוגגו החששות משינוי הדירוג והסתמנה דחייה של המתקפה בעיראק, תושבי חוץ הם שמכרו מטבע חוץ והובילו את הייסוף בשער החליפין בשיעור דומה לשיעור הפיחות. בסוף שנת 2002 ובתחילת 2003 נרשם שוב פיחות בשער החליפין, כתוצאה מרכישות מט"ח בהיקף ניכר על ידי תושבי חוץ. משקי הבית הצטרפו לרכישות אלו בהיקפים קטנים יחסית. בלימת הפיחות במחצית השנייה של השנה והחזרה להתנהלות רגילה של המגזרים ושל שער החליפין מעידים על חשיבותה של מדיניות כלכלית מתאימה, ועל אמון הציבור בה, וזאת אף על פי שמצבו הריאלי של המשק לא השתפר.

במחצית השנייה של השנה התהפכה המגמה בשער החליפין, והוא יוסף בשיעור של כ-5% מול הדולר וכ-2% מול סל המטבעות.

תיבה II-א-1

התפלגות ההחזקות באופציות ובפורורד שקל-מטבע חוץ לפי מגזרים, בערוצים הסחיר והלא-סחיר

בהתפלגות ההחזקות באופציות ובפורורדים על שער החליפין שקל-מטבע חוץ לפי מגזרים, ניכרים הבדלים מהותיים בין שני ערוצי המסחר - הסחיר בבורסה והלא-סחיר במערכת הבנקאות ("מעבר לדלפק"). ראשית, היקף ההחזקות במכשירים סחירים קטן משמעותית מאשר במכשירים הלא-סחירים. שנית, ההתפלגות המגזרית של המחזיקים באופציות הסחירות שונה מאוד מזו שבלא-סחירות. הניתוח להלן מתייחס ליתרה ב-30 בנובמבר 2002 ואיננו כולל את הפעילות בין הבנקים לבין עצמם¹.

א. דברים כלליים

היקף ההחזקות הסחירות, הנמדד כיתרה ברוטו של פוזיציות פתוחות² באופציות ובפורורדים, הסתכם בסוף נובמבר 2002 ביותר מ-25 מיליארדי דולרים. כ-78% מהיקף ההחזקות הוא בערוץ הלא-סחיר והשאר הוא בערוץ הסחיר. היקף ההחזקות באופציות הסתכם בכ-13 מיליארדי דולרים, מהן 40% באופציות סחירות. היקף ההחזקות בפורורדים הסתכם בכ-12 מיליארדי דולרים, רובן ככולן לא-סחירות.

ב. אופציות

ההחזקות באופציות של יחידים, קרנות נאמנות, קופות גמל והשתלמות וחברות ביטוח הן בעיקר סחירות (דיאגרמות 1 ו-2), ואילו ההחזקות באופציות של תושבי חוץ הן בעיקרן לא-סחירות (דיאגרמה 2).

התפלגות ההחזקות באופציות מוסברת, בין השאר, בהבדלים המבניים בין שני ערוצי המסחר. כך, למשל, קרנות הנאמנות מחויבות להחזיק רק בנכסים סחירים, ולכן אינן פעילות בערוץ הלא-סחיר. הקרנות עושות שימוש ענף במסחר באופציות על שער החליפין, כחלק ממדיניות ההשקעה שלהן³.

כתיבת אופציית CALL ורכישת אופציית PUT מהווים יחדיו מכירה של מטבע חוץ. מרבית מוכרי המט"ח בבורסה הם תאגידי אחרים ובנקים. רכישת CALL וכתיבת PUT הן פעולות של קניית מטבע חוץ. רוב רוכשי המט"ח בבורסה הם קרנות נאמנות וחברות ביטוח.

1 יתרת ההחזקות בין הבנקים לבין עצמם בנקודת זמן זו נאמדת בכ-8.5 מיליארדי דולרים.

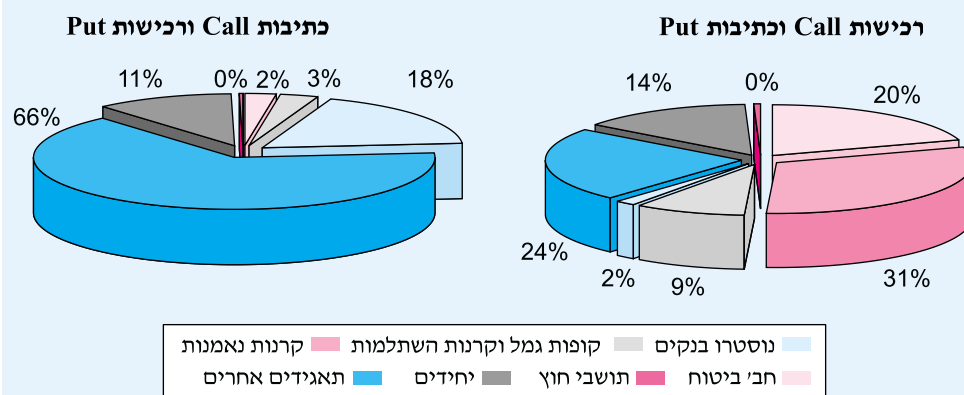
2 היתרה נמדדה במונחי ערך נקוב (Notional Value) ושווה לסכום ברוטו של יתרות הרכישה והכתיבה של אופציות מסוגים שונים ושל יתרות הרכישה והמכירה של פורורדים.

3 על אופי הפעילות של קרנות הנאמנות המתמחות במט"ח ניתן לקרוא בגוף הסקירה.

ג. פורורדים

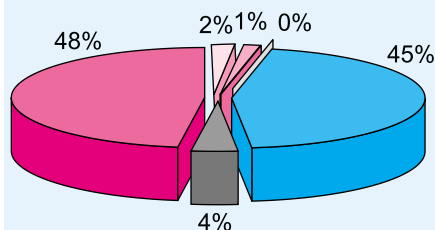
ההחזקות בפורורדים של כל הסקטורים הן בעיקר בערוץ הלא-סחיר (דיאגרמה 3). אמנם קיימים פורורדים סחירים, אולם היקפם נמוך מאוד. היקף ההחזקות בפורורדים הסתכם בסוף נובמבר 2002 בכ-12 מיליארדי דולרים. כמחצית מההיקף מוחזק על ידי תושבי חוץ, והיתר מוחזק בעיקר על ידי תאגידים עסקיים.

דיאגרמה 1
התפלגות יתרת ההחזקות באופציות
סחירות 30 בנובמבר 2002

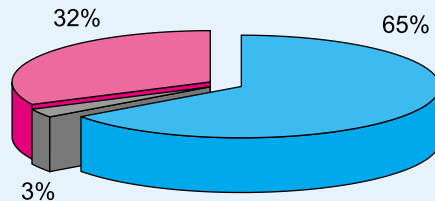


המקור: המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ

דיאגרמה 3
התפלגות יתרת ההחזקות בפורורדים
לא סחירים 30 בנובמבר 2002



דיאגרמה 2
התפלגות יתרת ההחזקות באופציות* לא סחירות
30 בנובמבר 2002, מערכת הבנקאות



קופות גמל וקרנות השתלמות קרנות נאמנות חב' ביטוח
תאגידים אחרים יחידים תושבי חוץ

* רכישות Call וכתובות Put, כתיבות Call ורכישות Put
המקור: המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ