

חלק II

שוק שקל - מטבע חוץ

חלק II

שוק שקל-מט"ח

תמצית

התנהלות שער החליפין בשנת 2003 משקפת את הפעילות הניכרת של תושבי חוץ, באמצעות מכשירים קצרי טווח, במקביל לפעילותם ארוכת הטווח בהשקעות ישירות ובתיק ניירות הערך למסחר. פעילות זו הושפעה הן ממגמות כלל-עולמיות והן מהתפתחויות מקומיות שהובילו לירידה בהערכת הסיכון של המשק הישראלי ובסיכון שער החליפין - התפוגגות האיום העיראקי, הקמת ממשלה יציבה וגיבוש התכנית הכלכלית החדשה, לצד תהליך גלובלי של הסטת הון לשווקים המתעוררים, על רקע ירידת התשואות במדינות המפותחות ושינוי בתפיסת הסיכון הגלובלי. כל אלה הביאו ליבוא הון לזמן קצר מאמצע פברואר עד סוף המחצית הראשונה של השנה, שהתבטא בייסוף בשקל של כ-13% מול הדולר ובשיעור דומה מול סל המטבעות. הצטמצמות פער התשואות בין ישראל למשקים המפותחים הביאה לבלימת תהליך זה במהלך המחצית השנייה של השנה ולפיחות מתון.

בלטו השנה גם מגמות חיוביות במספר גורמים ארוכי טווח, שתרמו ליציבות בשוק מטבע החוץ, ביניהן: הסדר הערבויות עם ממשלת ארה"ב לגיוס הון, התרחבות ההשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק ואיזון בחשבון השוטף. כתוצאה מהתפתחויות אלו, החשבון הבסיסי, המשקף את היצע המט"ח ארוך הטווח למשק, חזר בשנת 2003 להיקף חיובי, זאת לאחר ירידה רצופה מאוקטובר 2000 עד לגירעון בסוף 2002. דפוסי פעילותם של תושבי חוץ בשוק מטבע החוץ מעידים, כי הם איתרו במהירות את השינוי בגורמים הבסיסיים בשוק - היפוך של כיוון חשיפתם קצרת הטווח לשקל, מפוזיציה נגד השקל במהלך השנים האחרונות לפוזיציה בעדו מיוני 2003 ואילך.

התנהלות תושבי חוץ ותושבי ישראל בשוק מט"ח שיקפה גם את הגברת האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית, לאחר התערערות בשנת 2002. השיפור באמון הציבור נבע הן מהפגנת המחויבות של הממשלה לתוואי יורד של גירעון וחוב ממשלתי, והן מתהליך הדרגתי ושקוף של הפחתת ריבית בנק ישראל, שהביא להצטמצמות פער הריביות בין השקל למט"ח השנה ב-3.7 נקודות אחוז. על רקע הצמצום בפער הריביות, בלטה הירידה החדה של סיכון שער החליפין לרמה של דצמבר 2001. ירידה זו שיקפה בין היתר, את השבת האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית, ואפשרה את הפחתת הריבית הניכרת ללא התאמות מהירות בתיק הנכסים וההתחייבויות של הציבור במט"ח. עם זאת ברביע האחרון של השנה ובתחילת שנת 2004 ניכר גידול מסוים בעוצמת התגובה של תושבי ישראל לצמצום פער הריביות תגובה שהתבטאה בהגדלת הנכסים במט"ח על ידי יחידים ובהקטנת ההתחייבויות של המגזר העסקי במט"ח. המשקיעים המוסדיים המשיכו להגדיל את השקעותיהם בחו"ל, כחלק מאסטרטגיה ארוכת טווח של פיזור התיק. פעילותם ב-2003 הושפעה מצמצום פער הריביות, שהביא למעבר אל נכסים במט"ח, מפדיון איגרות החוב

מסוג "גלבווע", ומצפי להמשך מגמת עליות המחירים בשווקים העולמיים; עם זאת, שיעורי ההשקעה בחו"ל של חלק מהמשקיעים המוסדיים עדיין נמוכים, בעיקר בעטייה של אפליית המס ברווחים בין השקעות מקומיות לזרות. יתרת הנכסים של הסקטור הפרטי הלא-בנקאי במט"ח גדלה בשנת 2003 ב-5 מיליארדי דולרים, ומשקלה בסך תיק הנכסים ירד, לראשונה זה מספר שנים, בכ-2%. יתרת הנכסים של משקי הבית גדלה השנה בכ-2 מיליארדים, לאחר גידול של 3 מיליארדי דולרים אשתקד.

חלק II מורכב משני פרקים:

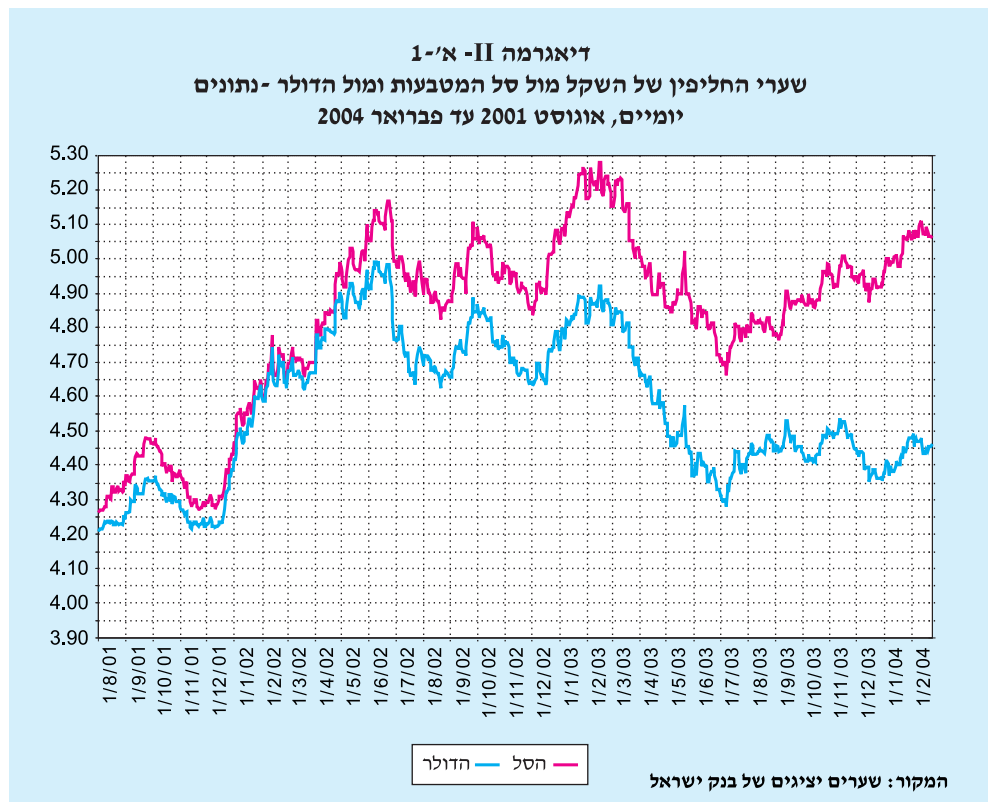
פרק א' מציג ניתוח כולל של ההתפתחויות בשוק שקל-מט"ח, תוך קישור בדיעבד בין מגמות ההתפתחות בשער החליפין של השקל לבין שינויים בביקוש ובהיצע של מט"ח מצד מגזרים שונים הפועלים בשוק ובגורמים המשפיעים עליהם. **פרק ב'** סוקר את ההתפתחויות ברכיבים עיקריים של תיק הנכסים וההתחייבויות של תושבי ישראל במט"ח ושל תושבי חוץ בשקלים.

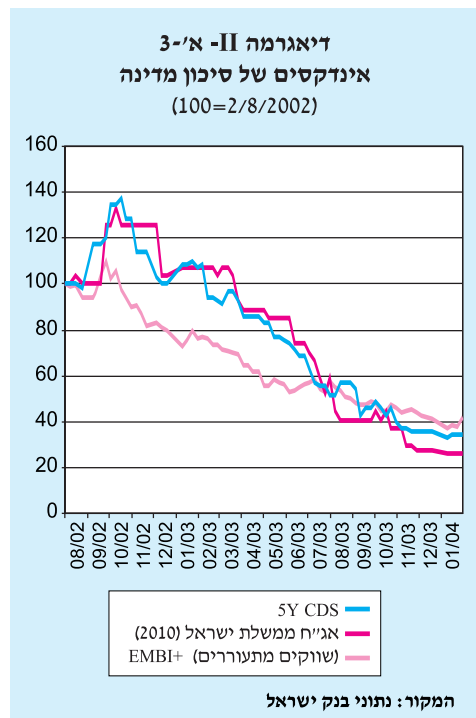
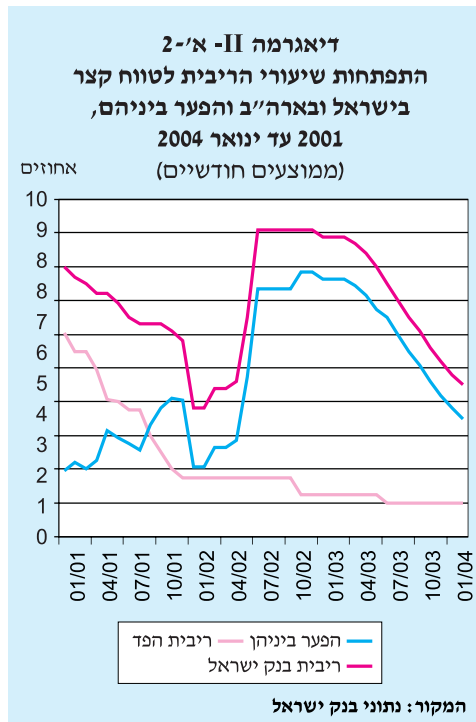
פרק II-א' ניתוח כולל של שוק שקל-מטבע חוץ

1. ההתפתחות במשתני השוק שער החליפין, הסיכון ופער התשואות

ממאס עד יוני שילוב
של גורמים גלובליים
ומקומיים, שתמך ביבוא
הון למשק, גרר ייסוף
בשער החליפין.

ההתפתחויות במשתני השוק - הסיכון ופער התשואות - הן סימולטניות ומושפעות מהתפתחויות בעולם ובמשק ומהמדיניות המוניטרית והפיסקלית. ההשפעה הסימולטנית באה לידי ביטוי בשינויים בביקוש ובהיצע של מט"ח מצד שחקנים שונים בשוק. את ההתפתחויות בשוק המט"ח בשנת 2003 ניתן לחלק לשלוש תקופות: מתחילת השנה עד לחודש פברואר, נמשכו המגמות של 2002, על רקע אי-הוודאות לגבי המלחמה בעיראק והבחירות, והביאו לפיחות בשער החליפין. ממאס עד יוני שילוב של גורמים גלובליים ומקומיים שתמך ביבוא הון למשק גרר ייסוף בשער החליפין; סיכון שער החליפין ופער התשואות בין השקל לדולר נותרו בתקופה זו גבוהים. במהלך המחצית השנייה של השנה, כתוצאה מהצטמצמות ניכרת של פער התשואות בין השקל לדולר ולמרות ירידה ניכרת בסיכון שער החליפין, התגבר הביקוש של תושבי ישראל למט"ח, וחבר אל ביקוש קצר טווח של תושבי חוץ; אלה גררו פיחות מתון, שנמשך גם בתחילת 2004.





א. שער החליפין וסטיית התקן שלו
במחצית הראשונה של 2003 יוסף השקל מול הדולר בכ-9 אחוזים (דיאגרמה II-א-1)¹. שיעורה של ריבית בנק ישראל היה כ-9 אחוזים בסוף פברואר והוא הופחת עד יוני בנקודת אחוז אחת בלבד, לשיעור של 8 אחוזים. כתוצאה מכך ומהפחתת הריבית הדולרית, הצטמצם הפער שבין הריבית השקלית לריבית הדולרית מכ-7.7 אחוזים לכ-7 אחוזים (דיאגרמה II-א-2). הייסוף נבע מיבוא הון קצר טווח בשיעור ניכר, עיקרו על ידי תושבי חוץ, תוצאת הסרתם של מוקדי אי-וודאות מקומיים: כינונה של ממשלה יציבה וגיבוש תכנית כלכלית - לצד מגמות ותהליכים עולמיים: (1) ירידת הסיכון העולמי ועמו הסיכון הישראלי, לאחר סיומה המוצלח של המלחמה בעיראק (דיאגרמה II-א-3); (2) עלייה בנכונות של תושבי חוץ ליטול סיכונים ולהסיט זרמי הון להשקעות במכשירי חוב בשווקים מתעוררים ובעיקר למדינות שבהן שוררת ריבית מקומית גבוהה בישראל; (3) היחלשות הדולר בעולם ביחס לרוב המטבעות (דיאגרמה II-א-4).

במחצית הראשונה של 2003 סיכון שער החליפין, המשתקף בסטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר היה ברמה ממוצעת של 9% בכל ערוצי המסחר (דיאגרמה II-א-5). התגברות הפעילות של תושבי חוץ במשק במחצית זו באה לידי ביטוי גם בדמיון שבין ההתנהלות של סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר לזו של האופציות דולר-יורו (דיאגרמה II-א-6).

במחצית השנייה של השנה, על רקע ירידה בפער התשואות בין ישראל למשקים המפותחים ועליית התשואות על איגרות חוב ארוכות טווח של ממשלת ארה"ב (דיאגרמה II-א-7), נבלם תהליך הייסוף: יצוא הון מתון על ידי תושבי חוץ בתחילה של מחצית זו,

במחצית הראשונה של 2003 יוסף השקל מול הדולר בכ-9 אחוזים.

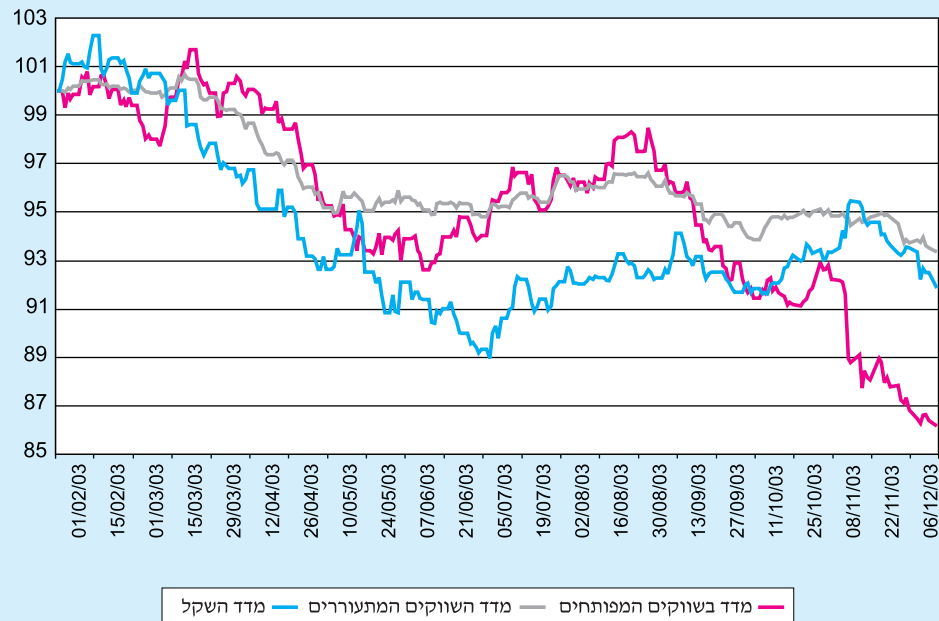
במחצית השנייה של השנה, על רקע ירידה בפער התשואות בין ישראל למשקים המפותחים ועליית התשואות על איגרות חוב ארוכות טווח של ממשלת ארה"ב, נבלם תהליך הייסוף.

1 המחצית הראשונה מנותחת כתקופה אחת שבה יוסף השקל; זאת אף על פי שבחודשיים הראשונים של השנה נוצר, פחות על רקע אי-וודאות שלקראת הבחירות בישראל והמלחמה עם עיראק.

חלק II - א', ניתוח כולל של שוק שקל-מט"ח

דיאגרמה II-א' - 4

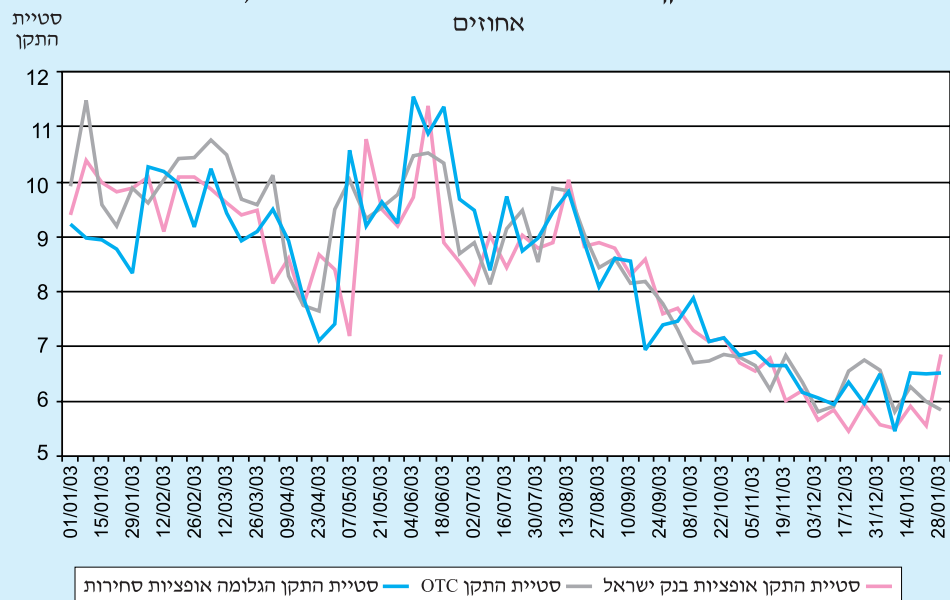
מדדים להתפתחות שערי החליפין של מטבעות נבחרים מול הדולר, 2003
(1.2.2003=100)



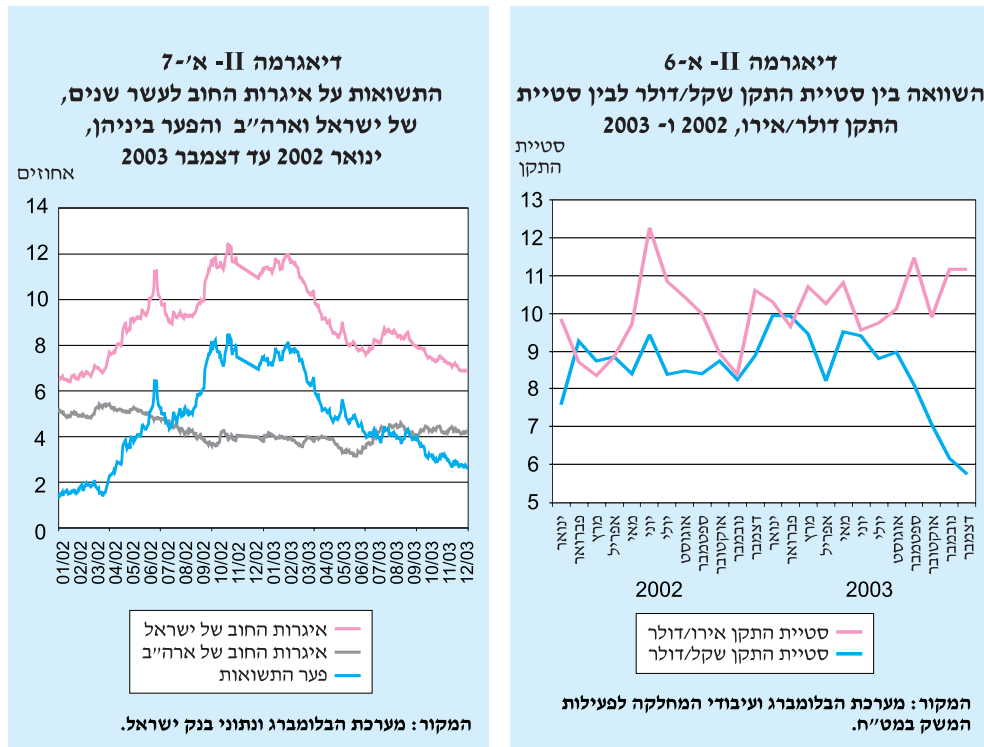
המקור: מערכת הבלומברג ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

דיאגרמה II-א' - 5

סטיית התקן הגלומה באופציות call לשלושה חודשים, 2003
אחוזים



המקור: עיבודי המחלקה המונית והמחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ - בנק ישראל



וביקושים מוגברים של תושבי ישראל למט"ח, בתגובה על הצמצום הניכר בפער הריביות, הביאו לפיחות של השקל מול הדולר בשיעור של כ-2%. מול שאר המטבעות המשיך הדולר להיחלש גם במהלך המחצית השנייה, והדבר קיזז את השפעת הכוחות המקומיים, שפעלו, בתקופה זו, לפיחות השקל מול הדולר.

אחד המאפיינים הבולטים בהתפתחות שער החליפין במחצית השנייה של השנה הוא הירידה התלולה בתנודתיותו: סטיית התקן בפועל של שיעור השינוי היומי בשער החליפין של השקל מול הדולר ירדה מרמה ממוצעת של כ-8.8 אחוזים במחצית הראשונה של השנה ל-5.6 אחוזים בשנייה. בעקבות הירידה החדה בסטיית התקן בפועל ועל רקע ירידה בהערכת הסיכון של המשק הישראלי, החלה להסתמן, לראשונה מאז הפחתת הריבית ב-2 נקודות אחוז בדצמבר 2001, ירידה משמעותית בסטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר הנסחרות בכל ערוצי המסחר, לרמה ששררה לפני דצמבר 2001 כ-6%, רמה נמוכה יחסית הן בהשוואה בין-לאומית והן בראייה היסטורית. הירידה בתנודתיות שער החליפין נבעה הן מגורמים קצרי טווח הקשורים להתפוגגות מוקדי אי-ודאות שליוו את המשק ב-2002 ובתחילת 2003, והן מהמגמות החיוביות, שתוארו לעיל, בהתפתחות של גורמים ארוכי טווח בשוק מטבע החוץ. סטיית התקן ירדה למרות השפעתם של גורמים מבניים התומכים בעלייתו ובהתקרבותה לרמות השוררות במדינות מפותחות, כגון הגמשת רצועת הנייד, השלמת תהליך הליברליזציה ופעילות מוגברת של מוסדות פיננסים זרים. (הרחבה ראו בתיבה II-א' 1).

הירידה התלולה בתנודתיות של שער החליפין השתקפה גם בהתפלגותו המבטאת את רכיב הסיכון, בשתי נקודות זמן (דיאגרמה II-א' 8): בסוף המחצית הראשונה של 2003 הייתה התפלגות שער החליפין רחבה, ההסתברות לשינוי תוך רביע אחד, בטווח של 4 אחוזים

אחד המאפיינים
הבולטים בהתפתחות
שער החליפין במחצית
השנייה של השנה
הוא הירידה התלולה
בתנודתיותו.



לכל כיוון עמדה על כ-45%. בסוף המחצית השנייה הצטמצמה ההתפלגות, וההסתברות לשינוי כזה עלתה ל-70%.

ב. פער הריביות

במהלך התקופה שבין פברואר 2003 לסוף השנה הפחית בנק ישראל את הריבית השקלית בשיעור מצטבר של 3.9 נקודות אחוז, במקביל הופחתה גם הריבית הדולרית, והפער שבין שתי הריביות הצטמצם מכ-7.8% בפברואר עד לכ-4.2% בדצמבר. ההצטמצמות הניכרת של פער הריביות הייתה צפויה כשלעצמה ללחוץ לפיחות בשקל - אולם בפועל התפתחה מפברואר עד דצמבר מגמה של ייסוף בשיעור של כ-11%. הייסוף שהיה מהיר במחצית הראשונה של השנה וכמעט נעצר במחצית השנייה, נובע משילוב של כוחות גלובליים ומקומיים שתמכו ביבוא הון למשק. נוסף על כך התחזק בשנת 2003 אמון הציבור במדיניות המקרו-כלכלית: הואיל והממשלה ביצעה במהלך 2003 קיצוצים תקציביים נרחבים, וההפחתות של ריבית בנק ישראל היו הדרגתיות, מותאמות לתנאי הרקע, ולא הפתיעו את השווקים - הקטין הציבור את הערכותיו לגבי הפיחות הצפוי בשער החליפין (דבר שהתבטא גם בירידה בסטיית התקן הגלומה); לכן, למרות ההצטמצמות הניכרת של פער הריביות, לא היה מעבר מהיר מנכסים בשקלים לנכסים במט"ח, אלא תהליך התאמה הדרגתי.

את ההשפעה הניכרת של גורמי הרקע, למעט פער הריביות, על התנהלות שער החליפין ניתן להדגים בהסתכלות על שתי תקופות קודמות: ברביע האחרון בשנת 2000 היה פער הריביות במגמת ירידה, עד לשיעור של 1.7% בדצמבר, והפיחות היה מתון (1%); בדצמבר 2001 הופחת פער הריביות לרמה דומה, 2%, אולם הפיחות היה מהיר וחד (18%), בגלל תנאי רקע שונים - מצב ריאלי וגיאופוליטי בעייתי, והדרדרות באמינות של המדיניות

במחצית השנייה של שנת 2003 החלה מגמה של ירידה ניכרת בסטיית התקן הגלומה, לרמה הנמוכה הן בהשוואה היסטורית והן בהשוואה ביך-לאומית.

המקרו-כלכלית. (הגורמים שהשפיעו על ההתפתחויות לעיל מנותחים בפרק המקביל של דוח בנק ישראל לשנת 2002).

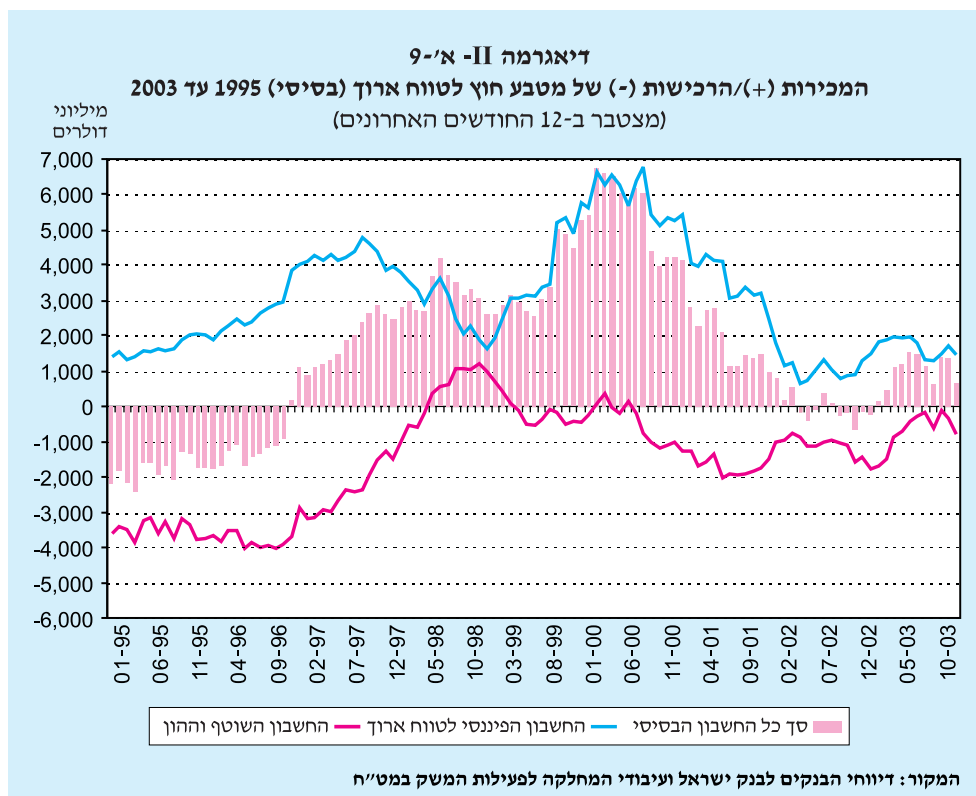
2. פעילות המגזרים השונים בשוק שקל-מטבע חוץ

א. הפעילות הבסיסית ארוכת הטווח²

שנת 2003, בשונה מהשנתיים הקודמות, התאפיינה בשיפור בגורמים ארוכי הטווח, שתרם לעלייה בהיקפן של תנועות ההון הארוכות. בין הגורמים האלה מעבר לאיזון בחשבון השוטף, לראשונה מזה 5 שנים, קבלת הערבויות מארה"ב, המשך השיפור בחוב החיצוני, וירידה בחשיפה של המגזר העסקי, תוך עליית ההטרוגניות של מגזר זה. ההשקעות של תושבי חוץ במניות של חברות ישראליות ישירות ובתיק ניירות הערך - גדלו במידה ניכרת לעומת השנתיים הקודמות, והסתכמו ב- 2003 ב- 4.3 מיליארדי דולרים - גידול של כ-2 מיליארדים לעומת רמתן ב- 2002, לאחר ירידה ניכרת ב- 2001 ו- 2002. במקביל גדלו גם ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל.

כתוצאה מהגידול בחשבון הפיננסי ארוך הטווח והשיפור בחשבון השוטף, החשבון הבסיסי, המשקף את היצע המט"ח ארוך הטווח למשק, חזר בשנת 2003 לעודף, ושיקף לחץ בסיסי לייסוף השקל. נזכיר כי מאז אוקטובר 2000 נרשמה ירידה רצופה של העודף בחשבון הבסיסי, ובשנת 2002 הוא הפך לשלילי. גידולו של היצע המט"ח ארוך הטווח

החשבון הבסיסי, המשקף את היצע המט"ח ארוך הטווח למשק, הסתכם השנה בעודף, לאחר היקף שלילי בשנת 2002.



2 להרחבה ראו חלק I, מאזן התשלומים.

לוח II-א-1:

הפעילות בשוק שקל-מט"ח לפי המגזרים
וסוגי הפעילות העיקריים, 2001 עד 2003
 מכירות (+) רכישות (-) נטו, מיליארדי דולרים

2003		2003	2002	2001	
מחצית II	מחצית I				
-0.1	1.4	1.3	-1.4	1.3	(א) החשבון הבסיסי - הפעילות ארוכת הטווח (רגישות נמוכה לריבית)
2.3	2.0	4.3	2.3	3.4	(1) השקעות של תושבי חוץ במניות ישראליות (ישראליות ובתיק ני"ע).
-1.7	-0.9	-2.6	-1.3	0.5	(2) השקעות של תושבי ישראל בחו"ל ¹
-0.7	0.3	-0.4	-2.3	-2.6	(3) החשבון השוטף וחשבון ההון ²
					(ב) הפעילות קצרת הטווח (רגישות גבוהה לריבית)
0.2	-2.0	-1.8	0.6	-1.3	(1) המגזר הפרטי הלא-בנקאי
-0.7	-0.4	-1.1	-1.7	-2.0	(1.1) משקי הבית
-0.8	0.1	-0.7	-0.1	-1.5	מזה: רכישות מט"ח על ידי קרנות נאמנות (-) ³
0.1	-0.2	-0.1	-1.4	-0.4	משיכה מפיקדונות בבנקים בחו"ל
0	0	0	-0.5	0.1	(1.2) המשקיעים המוסדיים ⁴
1.0	-1.6	-0.6	2.7	0.6	(1.3) המגזר העסקי ³
0.1	-0.8	-0.7	1.5	2.5	מזה: אשראי מבנקים בישראל
-0.3	-0.6	-0.9	1.1	0	פעילות בנגזרים (אופציות ועסקאות עתידיות)
-0.6	2.4	1.8	0.5	-1.0	(2) תושבי חוץ
-0.6	2.2	1.6	0.3	-1.0	מזה: פעילות בנגזרים (עסקאות עתידיות+אופציות)
-0.1	0.2	0.1	0.2	0	רכישת איגרות חוב שקליות נטו
0.4	-1.7	-1.3	0.3	1.0	(3) אחר (בנקים, ממשלה והפרשים סטטיסטיים)

¹ כולל בעיקר השקעה במניות זרות - ישראליות ובתיק למסחר, בניכוי הנפקה של אג"ח בחו"ל.

² נתוני החשבון השוטף וההון של המגזר הפרטי בלוח זה מתקבלים מדיווחי הבנקים למחלקה לפעילות המשק במט"ח על בסיס תנועות המזומן, והם שונים מנתוני מאזן התשלומים שמפרסמת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, המנותחים בחלק I בחוברת זו.

³ הפעילות במט"ח באמצעות קרנות הנאמנות כוללת רכישה ומכירה של אופציות שקל-מט"ח סחירות (בערכי דלתא), עקב סכומן המהותי מסוף 2001. ההנחה היא שהמגזר העסקי היה הצד הנגדי לעסקאות באופציות אלה. לא נכללה פעילות אחרת באופציות בלוח זה עקב העדר מידע מלא עליה (למשל אופציות סחירות).

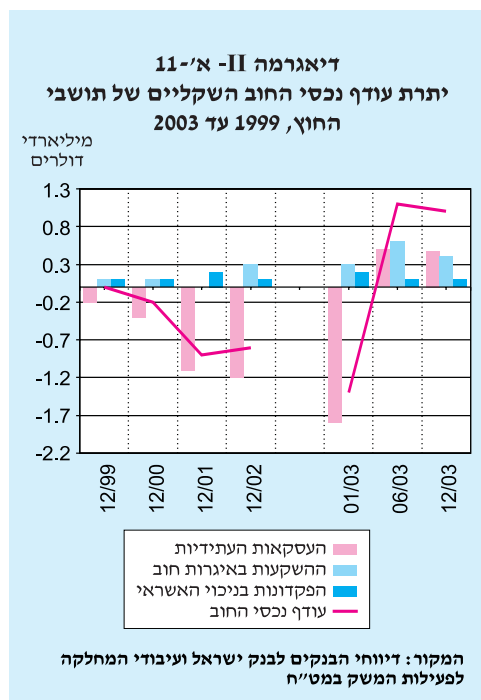
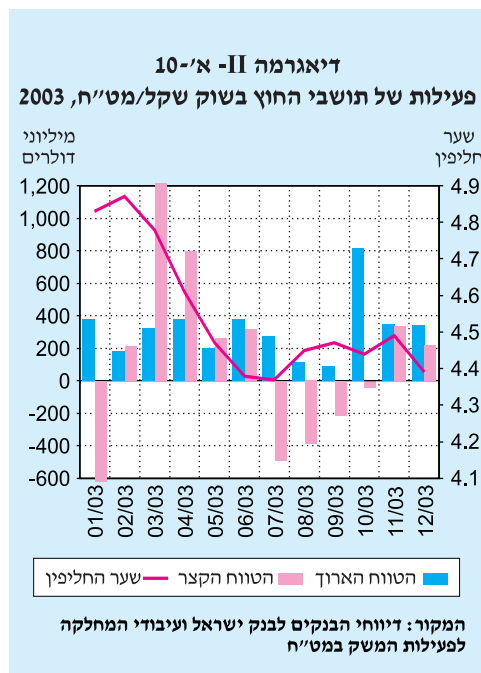
⁴ סעיף זה לא כולל את ההשקעות במניות למסחר של המשקיעים המוסדיים שהסתכמו השנה בכ-0.5 מיליארדי דולרים, הן כלולות בפעילות הבסיסית של תושבי ישראל (סעיף א').

המקור: דיווחי הבנקים, המשקיעים המוסדיים וקרנות הנאמנות לבנק ישראל ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

בשנת 2003 תרם להקטנת השפעתן היחסית של התנועות הקצרות, והתנודתיות יותר, על השינויים בשער החליפין (דיאגרמה II-א-9 ולוח II-א'1).

ב. הפעילות הלא בסיסית במכשירים קצרי טווח

שנת 2003 התאפיינה בהתחזקות ההשפעה של מגמות כלל עולמיות על תנועות ההון



שילוב של תהליכים גלובליים והתפוגגות של מוקדי אי-ודאות מקומיים תמך במחצית הראשונה של השנה ביבוא הון קצר טווח בהיקף ניכר.

קצרות הטווח. ניכר השוני בין שתי המחציות של השנה: במחצית הראשונה גרם יבוא הון קצר טווח בשיעור ניכר, לייסוף של השקל מול הדולר בכ-9%, הייסוף החל בפברואר, לאחר שהתפוגגה אי-הודאות שהייתה קשורה במלחמה בעיראק, בתכנית הכלכלית של הממשלה ובבחירות לכנסת. ובמחצית השנייה פוחדת השקל מול הדולר בשיעור מתון של כ-1.6 אחוזים, במקביל ליציאת הון. במרבית השנה הובילו תושבי חוץ את מגמת שער החליפין באמצעות פעילותם במכשירים קצרים (דיאגרמה II-א'10).

המחצית הראשונה של השנה

מחודש פברואר יוסף השקל בשיעור של כ-11% אחוזים מול הדולר ובשיעור של כ-9% מול סל המטבעות, כתוצאה מיבוא הון קצר טווח של תושבי חוץ בהיקף של 2.3 מיליארדי דולרים באמצעות עסקאות עתידיות ורכישות אג"ח שקליות. יבוא ההון קצר הטווח מוסבר בשילוב של גורמים מקומיים ותהליכים גלובליים, שתוארו לעיל, אשר הביאו להסטה של זרמי הון למשק; זאת כחלק מתהליך של מעבר של זרמי ההון ממדינות מפותחות למדינות מתעוררות, על רקע פערי הריבית במשק והערכת תושבי החוץ על הצמצום הצפוי בהם. המכירה המאסיבית של מטבע חוץ באמצעות מכשירים קצרים העבירה את תושבי חוץ מעודף התחייבויות שקליות קצרות של מעל 1.5 מיליארדים, בינואר 2003 (פוזיציה בעד הדולר - חשיפה לייסוף) לעודף נכסים שקליים קצרים בהיקף של 1.2 מיליארדי דולרים ביוני 2003 (פוזיציה בעד השקל-חשיפה לפיחות) (דיאגרמה II-א'11).

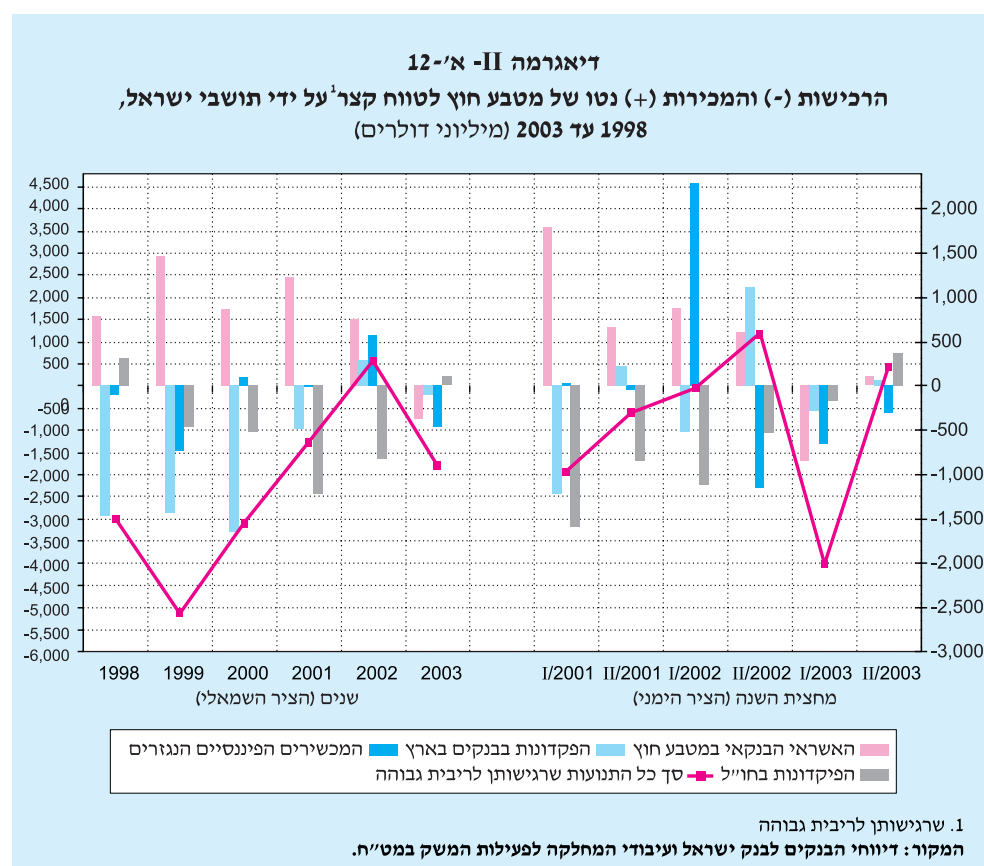
תושבי ישראל פעלו במחצית הראשונה בניגוד למגמת שער החליפין ורכשו מטבע חוץ בהיקף של כ-2 מיליארדי דולרים: המגזר

חלק II - א', ניתוח כולל של שוק שקל-מט"ח

העסקי רכש מט"ח בהיקף של כמיליארד דולרים באמצעות פירעונות אשראי נטו וצבירה בפיקדונות בארץ ובחו"ל (דיאגרמה II-א-12); משקי הבית רכשו במחצית זו מט"ח בהיקף של כ-600 מיליוני דולרים, בעיקר באמצעות צבירה בפיקדונות מט"ח בארץ ובחו"ל. במחצית הראשונה של השנה פער הריביות היה עדיין בשיעור של כ-7%, אך גם סיכון שער החליפין היה גבוה יחסי - כ-9% בממוצע.

המחצית השנייה של השנה

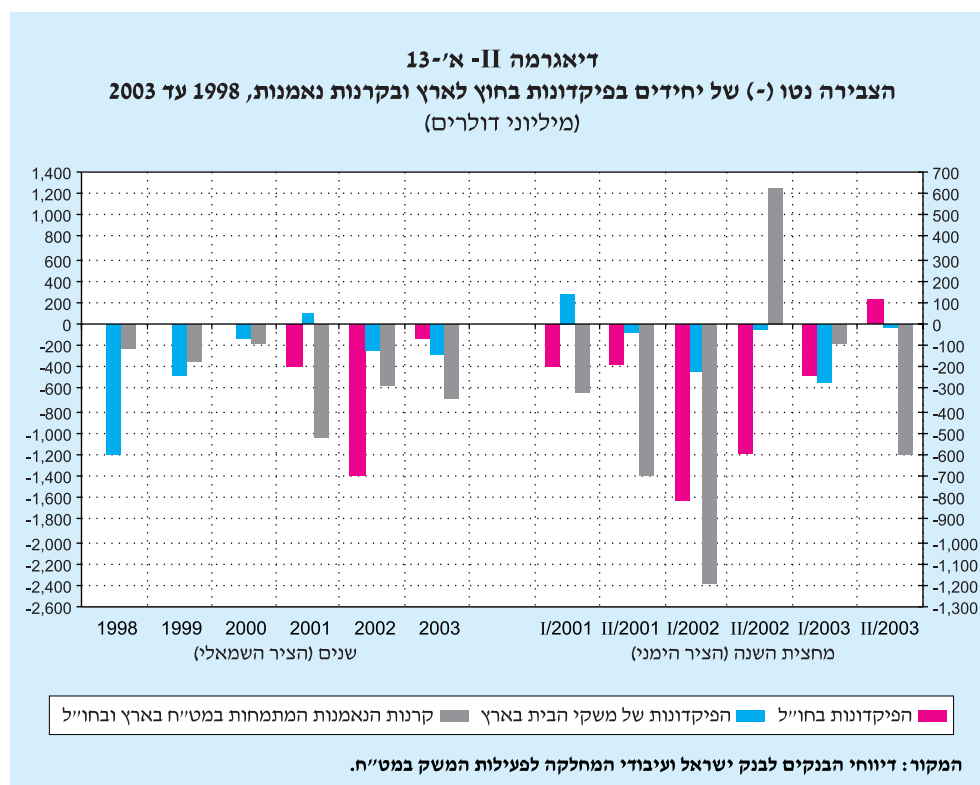
במחצית השנייה של שנת 2003 התהפכה המגמה בשער החליפין, והוא פוחד בכ-1.6% מול הדולר ובכ-5.7% מול סל המטבעות. גם את היחלשותו של השקל במחצית זו ניתן לייחס לשילוב של גורמים גלובליים ומקומיים: בעקבות העלייה בתשואות על איגרות חוב ארוכות בארה"ב ועל רקע התגברות הציפיות להתאוששות השווקים שם, האטו גופים פיננסיים את השקעותיהם בשווקים המתעוררים. בארץ ירדו התשואות הארוכות, ולפיכך נבלמו ההשקעות של תושבי חוץ במכשירים קצרי טווח (לרבות איגרות חוב)



במחצית השנייה של
השנה התהפכה המגמה
בשער החליפין, והוא
פוחת בשיעור מתון-
ב-1.6% מול הדולר
וב-5.7% מול סל
המטבעות.

במשק הישראלי; במחצית זו תושבי חוץ רכשו מט"ח, במכשירים קצרים, בהיקף של כ-0.5 מיליארד דולרים.

הפעילות של תושבי ישראל במחצית השנייה של השנה לא הייתה הומוגנית: המגזר העסקי המשיך לפעול בניגוד למגמת שער החליפין ומכר מטבע חוץ בהיקף ניכר, ואילו משקי הבית המשיכו לרכוש מטבע חוץ. ברבע האחרון של השנה התחזקה התגובה של תושבי ישראל להצטמצמות פער הריביות. זו התבטאה בהקטנת ההתחייבויות של המגזר העסקי באמצעות פירעונות אשראי, ובגידול הנכסים של משקי הבית במט"ח, האחרונים



הגדילו במידה ניכרת את הצטרפותם לקרנות הנאמנות המתמחות במט"ח, צבירה שהסתכמה במחצית השנייה בכ-600 מיליוני דולרים, לעומת כ-90 מיליונים במחצית הראשונה (דיאגרמה II-א'-13). עם זאת, חשוב לציין כי במחצית השנייה של 2003 משקי הבית לא הזרימו ביקושים גדולים למט"ח בתגובה על הפחתת הריבית הניכרת בתקופה זו, בניגוד להתנהגותם במחצית הראשונה של שנת 2002. נראה אפוא, כי, בשנת 2003 שוקמה האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית, דבר שהתבטא גם בירידה חדה של סיכון שער החליפין למרות הצטמצמות פער הריביות.

המשקיעים המוסדיים המשיכו להגדיל את השקעותיהם בחו"ל, כחלק מאסטרטגיה ארוכה של פיזור תיקיהם. פעילותם ב-2003 הושפעה גם מהצטמצמות פער הריביות, מרכישת נכסים במט"ח - תחליפים לאיגרות החוב מסוג "גלבו" שהגיעו השנה לפדיון - ומצפי להמשך עליות המחירים בשווקים העולמיים. במהלך השנה רכשו המשקיעים המוסדיים נכסים מט"חים בחו"ל בהיקף של כמיליארד דולרים שקוּוּזו חלקית על ידי מכירת נכסים בארץ בהיקף של כ-400 מיליונים. עם זאת, שיעורי ההשקעה בחו"ל של חלק מהמשקיעים המוסדיים עדיין נמוכים, בעיקר בגלל אפליית המס בין רווחים מהשקעות מקומיות לרווחים מהשקעות זרות.

תיבה II-א'-1

סיכון שער החליפין בשוק שקל-מטבע חוץ

סיכון שער החליפין הוא הסיכון הכרוך בהשקעה במט"ח. לסיכון שער החליפין מחיר כלכלי, המבטא בפרמטרים ריאליים ופיננסיים שונים יציבותה של רווחיות הפירמות, יציבות המחירים במשק, היציבות הפיננסית של המדינה ועוד. את סיכון (תנודתיות) שער החליפין נהוג לאמוד באמצעות שני מדדים עיקריים - סטיית התקן ההיסטורית של שיעור השינוי בשער החליפין וסטיית התקן הגלומה במחירי אופציות על מט"ח. סטיית התקן ההיסטורית משקפת את התנודתיות בפועל של שער החליפין. אם התפלגות השינויים בשער החליפין יציבה על פני זמן, היא עשויה לשמש אומדן טוב לסטיית התקן של ההתפלגות העתידית. סטיית התקן הגלומה באופציות מט"ח משקפת את ציפיות המשקיעים לגבי תנודתיות שער החליפין בתקופה שנותרה עד לפקיעת האופציה. זאת בהנחה שהפעילים בשוק מתמחרים את האופציות בהתבסס על המודל לתמחור אופציות של בלק-שולס.

התפתחות מודי הסיכון בעבר מלמדת שסיכון שער החליפין בישראל מושפע בעיקר מגורמי אי-וודאות מקרו-כלכליים וגיאו-פוליטיים מקומיים. עם זאת, בשנים האחרונות ניכרת גם השפעתם של גורמים כלל-עולמיים על התפתחות סיכון שער החליפין, כנראה עקב העמקת פעילותם של מוסדות פיננסיים זרים בשוק המט"ח. לצד הגורמים קצרי טווח, שלעיתים תומכים בעליית סיכון שער החליפין ולעיתים תומכים בצמצומו, פועלים בשוק המט"ח מספר גורמים מבניים התומכים בעליית הסיכון והתקרבותו לרמות השוררות בשוקי המט"ח של מדינות מפותחות ביניהם: הגמשת משטר שער החליפין בעקבות מספר הרחבות שבוצעו ברצועת הנייד, הסרת ההגבלות מעל תנועות ההון במסגרת תהליך הליברליזציה ועלייה בהשפעת היחסית של תנועות ההון קצרות הטווח¹. למרות השינויים המבניים שהתחוללו בשוק המט"ח, בשנת 2003, סיכון שער החליפין ירד לרמות נמוכות הן בהשוואה היסטורית והן בהשוואה בין-לאומית. זאת, כנראה, בעקבות השיפור הניכר שחל במהלך השנה בגורמי אי-וודאות מקומיים וכלל-עולמיים.

דיאגרמה 1- מתארת את התפתחות סטיית התקן ההיסטורית של שיעור השינוי החודשי בשער החליפין שקל-דולר וממוצע חודשי של סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר המונפקות על ידי בנק ישראל, בין השנים 2000 עד 2003. הדיאגרמה מראה שהשינויים על פני זמן בסטיית התקן הגלומה מתונים מהשינויים בסטיית התקן בפועל. כן רואים שרמותיה של סטיית התקן הגלומה במרבית התקופה היו גבוהות מאלו של סטיית התקן ההיסטורית. תופעה זו אינה ייחודית לישראל; היא נצפתה באופציות על שערי חליפין של מטבעות שונים בעולם. הסיבה העיקרית להבדלים בהתנהגות בין שני המדדים היא שסטיית התקן הגלומה משקפת את ההתפלגות ארוכת הטווח של שער החליפין, ואילו סטיית התקן ההיסטורית מבטאת את השינויים בשער בטווח הקצר. מניתוח התנהגות המדדים על פני זמן עולה כי הציפיות הגלומות במחירי האופציות הן אדפטיביות. משמע, שבאמידתה של סטיית

1 ראו, למשל, ג' בניטה ו- ב' לאוטרבך. (2003), גורמים המשפיעים על תנודתיות שער החליפין: נתוני פאנל ונתוני ישראל, סוגיות במטבע חוץ, 2/03.

התקן העתידית מתבססים הפעילים בשוק, בין השאר, על ההתפתחות ההיסטורית של סטיית התקן².

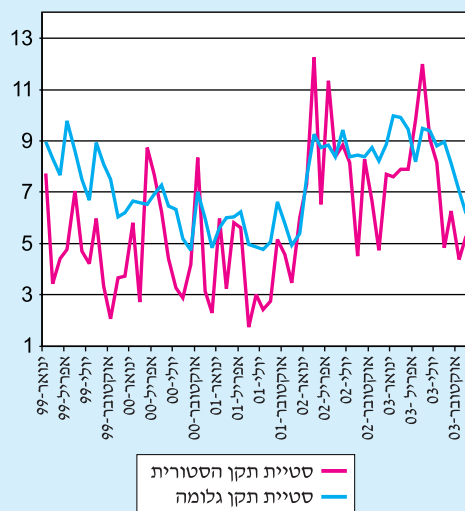
היבט נוסף של סיכון שער החליפין קשור למידת האטרקטיביות של ההשקעה במט"ח. לכאורה, על פי הגישה של תיקי השקעות, עלייה בסיכון שער החליפין אמורה להפחית את אטרקטיביות ההשקעה במט"ח וכתוצאה מכך להוביל לירידה של היקף הנכסים שהמגזר הפרטי מחזיק במט"ח. אולם מניתוח הפעילות בשוק לאורך זמן ניתן להסיק, שעלייה בסטיית התקן הגלומה המשקפת עלייה בהסתברות לשינויים בשער בשני הכיוונים - פיחות וייסוף - נתפשה בקרב הפעילים בעיקר כעלייה בהסתברות לפיחות. עדות לכך ניתן לראות במיתאם החיובי שנמצא בעבר בין סטיית התקן הגלומה לרכישות המט"ח של תושבי ישראל באמצעות מכשירים קצרי טווח. לתופעה זו שתי סיבות עיקריות: (א) פער האינפלציות החיובי, שנשמר לאורך השנים תמך במגמה ארוכת טווח של פיחות; (ב) השיפוע החיובי של הגבול התחתון של רצועת הניוד הוביל תוואי של פיחות. סיבות אלו אינן קיימות כיום: ראשית, פער האינפלציות אינו תמיד חיובי; שנית, הגמשת משטר שער החליפין בעקבות הרחבות ברצועת הניוד מאפשרת לשער החליפין לנוע בגמישות רבה יותר לשני הכיוונים. אכן, בשנים האחרונות, שלא כמו בעבר, שער החליפין נע במגמות ארוכות לשני הכיוונים ולפיכך, אנו עדים להיחלשות הקשר בין סיכון שער החליפין

ובין הציפיות לפיחות - כפי שמשתקף בהיחלשות המיתאם בין סטיית התקן הגלומה לתנועות ההון הקצרות של תושבי ישראל.

סיכון שער החליפין משפיע גם על היקף הפעילות בשוק המט"ח. הניסיון מלמד שגידול של סיכון שער החליפין מוביל להתרחבות מירווחי המסחר בשוק. התרחבות המרווחים מגדילה את העלות הכרוכה בביצוע עסקאות, ועל ידי כך עלולה לפגוע בסחירות ובנזילות של השוק. כנגד זאת, כשגדל הסיכון גובר הצורך של מגזרים שונים לפעול בשוק כדי להתגונן מחשיפה הנובעת מפעילויות ריאליות ופיננסיות שונות במט"ח. כמו כן גדלות ההזדמנויות העומדות בפני ספקולנטים להפיק רווחים מהתנודתיות, ולפיכך הפעילות בשוק אמורה להתרחב. ואכן, מחקרים אמפיריים מצביעים על מיתאם חיובי בין סיכון שער החליפין להיקף הפעילות בשוק המט"ח.

דיאגרמה 1

סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר המונפקות על ידי בנק ישראל וסטיית התקן ההיסטורית של שיעור השינוי החודשי בשער החליפין שקל-דולר



המקור: עיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

² ראו, ג' בניטה ו- ב' שרייבר (2003), על סטיית התקן בפועל, סטיית התקן הגלומה ומה שביניהן, סוגיות במטבע חוץ, 3/03.