

מבט כולל ומדיניות

הפעילות של המשק הישראלי מול חו"ל ובמט"ח בשנת 2004 משקפת מגמה של התייצבות ושיפור בהתנהלות שוק שקל-מט"ח, במאזן התשלומים וכן ביציבות הפיננסית של המשק, הקשורה בתחומים אלה. מגמת השיפור, שראשיתה בשנת 2003 - עת הסתמנה בלימת ההידרדרות של השנים 2001 ו-2002 - התחזקה והתבססה במהלך 2004. מגמה זו התבטאה בהמשכם והתחזקותם של תהליכי שיפור במשתנים הבסיסיים של המשק, על רקע האצת הפעילות בכלכלה הגלובלית: יציאה מהמיתון ומעבר לצמיחה מוטת יצוא, עמידה ביעד יציבות המחירים וירידה מסוימת באבטלה - אף שהמשק עדיין איננו ממצה את מלוא פוטנציאל הצמיחה שלו.

אמינות המדיניות המקרו-כלכלית - שהתערערה בשנת 2002, והחלה מתחזקת כבר בשנת 2003 - התבססה מחדש בזכות מדיניות זהירה ושקולה: הריבית הופחתה בשיעור כולל של 6.2 נקודות אחוז בשנתיים האחרונות, מדיניות הממשלה שבה ועלתה על מסלול יציב וברור של משמעת תקציבית, והואץ קצב הביצוע של רפורמות ושינויים מבניים. בכלכלה העולמית ניכרה התאוששות, שהתבטאה הן בהאצת קצב הצמיחה והסחר העולמיים, במיוחד בענפי הטכנולוגיה העילית, שהשפעתם על כלכלת ישראל רבה, והן במגמות חיוביות בשווקים הפיננסיים הגלובליים; העימות מול הפלסטינים אמנם נמשך, אולם עצימותו פחתה, ונוצרו תנאים המאפשרים את חידוש התהליך המדיני. תהליכים אלה מצאו את ביטויים ביציבות של השקל, שאף יוסף בשיעור של 1.6% מול הדולר; זאת תוך התייצבות של סיכון שער החליפין ברמה נמוכה, הגם שהוא עלה מעט בחודשים האחרונים של השנה.

החשבון השוטף של מאזן התשלומים הסתכם בעודף של כחצי מיליארד דולרים - בהמשך למגמה שהתפתחה בשנת 2003 ובניגוד למאפיינים של העשור האחרון. העודף שיקף את המשך ההתאוששות בכלכלה העולמית - ובכלל זה התרחבות ניכרת של הסחר העולמי - ואת האצת הפעילות במשק הישראלי, תהליכים שהתבטאו בגידול היצוא של הענפים השונים בכל רמות הטכנולוגיה. תרם לעודף זה פיתוח בשער החליפין הריאלי, שהחל בשנת 2001, ומבטא שיפור בכושר התחרות של המשק מול חו"ל. השנה, בניגוד לקודמתה, גדל היבוא על כל רכיביו, על רקע ההתאוששות במשק.

בחשבון הפיננסי נמשכה השנה מגמת ההתרחבות בפעילות, שהחלה אשתקד, אף כי רמת הפעילות של תושבי חוץ ותושבי ישראל עדיין נמוכה בהשוואה לשנת 2000, שנת "הבועה הפיננסית" בכלכלה העולמית.

השקעות תושבי חוץ גדלו מעט, תוך שינוי חד בהרכבן, תוצאת ירידה חדה של ההשקעות הישירות וגידול ניכר של ההשקעות בתיק ניירות הערך למסחר. הירידה בהשקעות הישירות בולטת על רקע השיפור בתנאים המקרו-כלכליים בישראל והתרחבות המיזוגים והרכישות בעולם, אולם נראה כי ירידה זו אינה משקפת שינוי בהערכת האטרקטיביות והסיכון של המשק הישראלי.

היציבות בשוק שקל-מט"ח התבטאה בתנועות הון בהיקפים מתונים יחסית לשנים קודמות והייתה פועל יוצא של איזון בין כוחות שהשפיעו על שער החליפין בכיוונים מנוגדים - גורמים קצרי טווח, שפעלו לאורך מרבית השנה להחלשת השקל, וגורמים ארוכי טווח, שפעלו לחיזוקו, בהמשך למגמות שאפיינו את שנת 2003.

הגורמים העיקריים שהשפיעו על הפעילות קצרת הטווח היו: הצטמצמות ניכרת של פער הריביות בין המשק לארצות הברית - 6.2 נקודות האחוז במהלך השנתיים האחרונות; הצטמצמות מתונה של פער התשואות, והצטמצמות גדולה יותר של פעריהן האפקטיביים כתוצאה מהחלת הרפורמה במס. כמו כן פעלו השנה, בעוצמה גדולה, כוחות קצרי טווח המבטאים שינויים בשערי החליפין העולמיים; זאת על רקע חוסר איזונים גלובליים, שנבע מבעיות מבניות בכלכלה האמריקאית והשתקף בשינוי הדפוסים של תנועות ההון בעולם ובגידול הסיכון המיוחס להשקעות במשק האמריקאי. הכוחות העיקריים ארוכי הטווח שפעלו לתמיכה בשקל היו: (א) ההשקעות של תושבי חוץ, שעלו מעט בהשוואה לשנה הקודמת, על רקע ההתאוששות בכלכלה העולמית, ובפרט במגזר הטכנולוגיה העילית; (ב) התמדה ואף גידול של העודף בחשבון השוטף. העודף שנוצר בחשבון הבסיסי של המשק, המורכב מתנועות הון אלה, וכן מתנועות ההון ארוכות הטווח של תושבי ישראל, מתבטא בהיצע יציב ומתמשך של מט"ח בשוק, ובכך תורם להקטנת הרגישות של שער החליפין להשפעת התנועות קצרות הטווח, התנודתיות יותר.

בהמשך למגמות שהתפתחו בשנת 2003, נרשם השנה שיפור נוסף ביציבות הפיננסית, הקשורה בפעילות המשק מול חו"ל ובמט"ח, תוך התייצבות של התשואה והסיכון על רמות נמוכות. יציבותם של השווקים, ובכלל זה של שוק שקל-מט"ח, היא פרי תהליך מושכל של הפחתות מדודות בריביות בנק ישראל - עד לרמה הנמוכה ביותר בתולדות המשק - וזאת תוך שמירה על רמת אמינות גבוהה בעיני הציבור. כתוצאה מכך הצטמצם גם פער הריביות מול הדולר לרמת שפל היסטורי, בד בבד עם רמה נמוכה ביותר של סיכון שער החליפין, הן היסטורית והן בהשוואה בין-לאומית. במקביל פחת סיכון האשראי של המשק, המשקף את רמת הסיכון שלו מנקודת הראות של השווקים הפיננסיים הבין-לאומיים, מגמה, שאפיינה גם שווקים מתעוררים אחרים. כמו כן התייצב מעמדו הפיננסי של המשק, הנמדד על ידי החברות לדירוגי אשראי. ביטול אפליית המס - השלב האחרון בתהליך הסרת החסמים של המשק מול חו"ל - לא פגם ביציבות השווקים, ולא התאמתו אזהרות של גורמים שונים במשק שהתנגדו לתהליכים אלה. השיפור ביציבות הפיננסית, במקביל לתהליך הפחתת הריבית ולהתמדת הרמות הנמוכות של סיכון שער החליפין וסיכון המדינה, משקף את השפעתם של משתנים רבים, ארוכי טווח, המשפיעים על היציבות החיצונית של המשק: שיפור בחשבון הבסיסי של המשק; הסדר הערבויות, המאפשר לישראל לגייס הון בשווקים הבין-לאומיים בערבות הממשל האמריקאי, וניצולו היה אחד הגורמים לגידול יתרות המט"ח ולחזיוק העמידות של המשק בפני זעזועים חיצוניים; החוב החיצוני נטו, אשר הפך מאז שנת 2002 לעודף נכסים נטו, שהסתכם בסוף 2004 בכ-11 מיליארדי דולרים; שיפור באיתנות העסקית של המגזר העסקי, ובכלל זה סגירת החשיפה של המגזר העסקי לסיכון שער החליפין. בשנים עברו היוותה החשיפה הגדולה גורם איום פוטנציאלי על יציבות השוק - בשל החשש, כי סגירה מואצת שלה תחריף את התנודות בשער החליפין.

2004 הייתה שנת מבחן לעמידותם של השווקים וליציבותם. זאת לנוכח תהליך התאמה משמעותי בתיק הנכסים של הציבור, שהיה ניתן לצפות לו, על רקע השלמה והבשלה של שלושה תהליכים ארוכי טווח המתנהלים במשק הישראלי בעשור האחרון: (א) הדיסאינפלציה, תוך הפחתה מואצת של הריבית המקומית ופער הריביות מול חו"ל; (ב) הליברליזציה (שהושלמה בראשית השנה הקודמת), המאפשרת חופש פעולה מלא לתושבי ישראל - לרבות הקצאה-מחדש של תיקי נכסיהם והגברת מעורבותם בשווקים הגלובליים; (ג) ביטול (כבר בשנת 2003) של אפליית המס בין נכסים שקליים לנכסים מט"חיים מקומיים, במסגרת הסרת החסמים מול חו"ל. במהלך השנה התחזרר כי בראשית

2005 תבטל גם אפליית המס בין נכסים שקליים לנכסים בחו"ל. השלמת תהליך הסרת החסמים מול חו"ל טומן בחובו יתרונות ניכרים, ומהווה נדבך מרכזי בחתירה של המדיניות המקרו-כלכלית למיצוי פוטנציאל הצמיחה של המשק. ואולם, תהליך זה, בשילוב עם ריבית מקומית נמוכה ופער ריביות נמוך מול חו"ל, יוצר פוטנציאל להתאמה בתיק הנכסים של הציבור - הגדלת הרכיב המט"חי ורכיב הנכסים בחו"ל - שיכול לגרום ללחצים ניכרים על הביקוש למט"ח. ואכן, בחודשים הראשונים של השנה, בהמשך לשנת 2003, ניכר תהליך התאמה, בעיקר של מגזר משקי הבית, באמצעות רכישת קרנות נאמנות המשקיעות בחו"ל. אולם בהמשך השנה דעכה ואף נבלמה לחלוטין רכישת הנכסים הזרים.

מתינותו של תהליך ההתאמה ואי התמדתו מוסברות בשורה ארוכה של גורמים, ובראשם גורם גלובלי: אי-ודאות לגבי ההתפתחויות בשווקים הגלובליים, בעיקר בשוק ההון האמריקאי, שהוא שוק היעד העיקרי למשקיעים הישראליים, על רקע "הגירעונות התאומים" (המסחרי והתקציבי) של המשק האמריקאי. בעיקר השפיעה אי-הוודאות לגבי שוק האג"ח האמריקאי - שהיה אמור להיות ערוץ מרכזי של תהליך ההתאמה הצפוי - על רקע חששות לעליית הריביות והתשוואות ארוכות הטווח בו. הגורם המקומי העיקרי שפעל לדעיכת תהליך ההתאמה הוא הרמה הנמוכה של סיכון שער החליפין המקומי, לעומת עליית הסיכון של השקעה בנכסים דולריים, אשר יחד עם המגמות החיוביות בשוק ההון המקומי, פעל להעדפת שוק זה. מהתפתחויות אלו עולות כמה תובנות מרכזיות: הגם שנוצרו כל התנאים ההכרחיים לשינוי משמעותי בתיק הנכסים של הציבור, לא נוצרו השנה התנאים המספיקים לכך; תהליך ההתאמה בתיק הנכסים אינו רצוף ואף אינו חד-כיווני. הוא מושפע הן מגורמים קצרי טווח - בעיקר ציפיות לגבי המגמות בשווקים הגלובליים ביחס לאלה של השוק המקומי - והן מגורמים מבניים כ"יתרון הביתיות" (home bias): נטייה של גופים מקומיים להשקיע בנכסים זרים בשיעור נמוך מזה הנגזר מהקצאת תיק מיטבית. היבטים נוספים של נושא ההתאמה, הנוגעים למשקיעים המוסדיים ולמשקי הבית, קשורים לשתי סוגיות מדיניות: הראשונה - בניסיון לעודד תחרות בין הגופים המוסדיים ולהגביר את שקיפותם מפרסם משרד האוצר את תשוואותיהם בתדירות חודשית; נראה כי הדבר מגביר ומחזק את שיקולי הטווח הקצר במכלול השיקולים המשפיעים על הרכב התיק, ובכך מתעוותת ההקצאה האופטימלית של התיק, האמורה להתבסס על רמות התשוואה והסיכון ארוכות הטווח של המשק מול חו"ל. הסוגיה השנייה נוגעת לריכוזיות בשוק ההון: היקף ההחזקות השולי של משקי בית בתעודות סל מקומיות, המייצגות השקעה במדדי מניות זרות, ונהנו בשנת 2004 מיתרון מס לעומת מכשירי השקעה מקבילים כגון קרנות נאמנות, משקף את בעיות ניגודי העניינים ואת היעדרו של ייעוץ בלתי מוטה בבנקים, המנהלים את מרבית קרנות הנאמנות.

תובנה מרכזית נוספת העולה מהתפתחות תהליך ההתאמה השנה נוגעת לעוצמת ההשפעה של פער הריביות על יציבות שער החליפין. בציבור רווחו הערכות בדבר כורח להימנע מצמצום פער הריביות עד לרמה המאיימת על יציבות השווקים, ולשמר "רצפה" מסוימת של הפער. ואולם, ההתפתחויות השנה מלמדות כי אין "רצפה" קבועה לאורך זמן, וכי רמת פער ריביות המתיישבת עם יציבות השוק משתנה בהתאם לשינויים בתנאי הרקע ולרמת הסיכון המקומי - יחסית לסיכונים של נכסים אלטרנטיביים בחו"ל. השיפור המתמיד באלה איפשר את המשך תהליך הצמצום של פער הריביות תוך הקטנת עוצמתם היחסית במכלול הכוחות המשפיעים על שער החליפין, בעיקר לעומת התחזקות הכוחות ארוכי הטווח שתמכו ביציבות השקל. לעומת זאת גברה בשנים האחרונות השפעתם של תהליכים גלובליים - ביטוי להשתלבות הגוברת של השווקים הפיננסיים המקומיים בשוקי העולם. על

כך מעידות ירידת הסיכון הישראלי במקביל לירידת הסיכונים בעולם עם סיום המלחמה בעיראק, הסטת זרמי הון למשקים המתעוררים ובכללם לישראל, וכן התגברות המיתאם בין שינויים בשערי החליפין העולמיים לשינויים בשער החליפין של השקל במהלך 2004. עם זאת, הרמה הנמוכה של פער הריביות מגדילה את רגישות שער החליפין לשינויים בתנאי הרקע של המשק - בעיקר לסטיות מהותיות מהסטנדרטים המקובלים בארצות המפותחות בכל הנוגע לניהול מקרו-כלכלי - וכן לשינויים חדים בשערי החליפין העולמיים, בשיעורי הריבית ובמחירי נכסים, תוצאת חוסר האיזונים הגלובלי השורר כיום.

במהלך השנה הנסקרת נמשך תהליך השכלול של שוק שקל-מט"ח. הוא התבטא, בין היתר, בהנפקת מכשירים פיננסיים חדשים - על רקע הקטנת היצע הנכסים המט"חיים בשוק, עם פקיעת איגרות החוב הממשלתיות הצמודות לדולר מסוג "גלובע" - וכן בהנפקה של תעודות סל על מיגוון של נכסים גלובליים. ואולם נראה, כי נבלמה התרחבותו של השוק, שהוא העמוק והנזיל ביותר מבין השווקים הפיננסיים בארץ; זאת לאחר תהליך הדרגתי של שכלול והעמקה במהלך העשור האחרון, על רקע הליברליזציה במט"ח, הגמשת משטר שער החליפין וגידול הפעילות של הגופים הזרים. ההתייצבות בהיקף עסקות ההמרה והירידה האמורה של סיכון שער החליפין (אף כי לקראת סוף השנה נרשם בהן גידול) מציבות בסימן שאלה את התוואי ארוך הטווח של התפתחות השוק. ייתכן כי תופעות אלה מבטאות מיצוי של תהליך השכלול - אולם אפשר שהן משקפות בעיות מבניות, כרמת הפיתוח והעומק של שוק ההון המקומי והבדלים בדפוסי המסחר בין בנקים מקומיים לזרים. האחרונים מתאפיינים בריכוזיות גבוהה - הן מבחינת מספרם של הגופים והן מבחינת המספר המצומצם של המניות ואיגרות החוב שהם סוחרים בהן - בהטרוגניות של פעילותם בשוק המט"ח ובהשפעה גדולה על שוק המניות בפרקי זמן מסוימים. בולטת במיוחד רמתו הנמוכה של סיכון שער החליפין, הן בהשוואה היסטורית והן בהשוואה בין-לאומית, על רקע ההערכות בדבר עלייתו, הצפויה כתוצאה מהשינויים המבניים ארוכי הטווח הנזכרים לעיל. לכיוון ההתפתחות העתידי של משתנה זה נודעת חשיבות רבה בהקשר של המדיניות המוניטרית, משום שירידתו קיזזה את השפעת ההפחתות הניכרות של הריבית בשנתיים האחרונות על שער החליפין.

על רקע פתיחותו הגוברת של המשק והשתלבותו בכלכלה הגלובלית, התגברות רגישותו לזעזועים חיצוניים והיותו נתון לבחינה מתמדת של השווקים הפיננסיים הגלובליים, נודעת חשיבות יתרה לניהול מדיניות מקרו-כלכלית אחראית ושקולה, בהתאם לאמות המידה הרווחות במדינות המפותחות בעולם, וכן ליצירת תנאים שיאפשרו את המשך פיתוחו ושכלולו של השוק. בהקשר זה עולה הצורך לבטל את המכשול האחרון שנותר בדרך למשק הפועל במשטר של שער חליפין נייד לחלוטין ובתנאי ליברליזציה מלאה - רצועת הניווד. רצועה זו, שהלכה והתרחבה במהלך העשור האחרון, אף שכיום היא אינה אפקטיבית, מגבילה את מירווח הניווד הפוטנציאלי של שער החליפין, וגלום בה עיוות פוטנציאלי בתפישת הסיכון של השחקנים בשוק. מעבר למשטר של שער חליפין נייד לחלוטין, ימנע את היווצרות העיוותים האלה ויאפשר לשער החליפין לפעול כמנגנון לבלימת זעזועים, כמקובל במדינות המפותחות בעולם. העיתוי הנוכחי, שבו הרצועה אינה אפקטיבית כלל, מהווה הזדמנות נוחה לבטל אותה מבלי לערער את יציבותו של שוק שקל-מט"ח.

ניהול סיכונים שער החליפין של המגזר הפרטי הוא נדבך מרכזי בתהליך התפתחות השוק בעידן של מעבר לשער חליפין נייד. בטווח הארוך, עקב התכנסות שיעורי האינפלציה המקומית בשנים האחרונות לשיעורים הרווחים במדינות המפותחות, צפוי השער לנוע ללא מגמה מובהקת - בניגוד למגמה קבועה ומתמשכת של פיחות, ששררה עד סוף שנות

התשעים. במצב דברים זה חלוקת האחריות לגבי סיכון שער חליפין בין הבנק המרכזי למגזר הפרטי מחייבת את הראשון לפעול להשגת יציבות מחירים, שאמורה לפעול לצמצום התנודתיות ארוכת הטווח של השער, ואת השני - לניהול סיכונים מושכל ושיטתי, במטרה למזער את השפעת התנודתיות על תוצאות העסקיות. למרות פיתוח מואץ של שוק הנגזרים, גידול היקפי הפעילות ופיתוח מיגוון מכשירים המיועדים לשחקנים שונים ולצרכים שונים - עצימות השימוש של המגזר העסקי במכשירי גידור עדיין נמוכה ביחס להיקפי פעילותו ולחשיפות השונות לסיכונים שער חליפין הגלומות בפעילות זו. אחת הבעיות המרכזיות המונעות את הרחבת השימוש במכשירים לגידור סיכונים אלה היא אופן הצגתם כיום בדיווחים החשבונאיים, היוצר תמריץ שלילי לשימוש בהם. נדרשת אפוא יזמה של הרשויות להסדרת הנושא כדי להביא לחלוקת סיכונים יעילה יותר, ובכך לתרום להגברת היציבות הן של המגזר העסקי והן של השוק כולו.

בעיה נוספת, המעידה על כי הציבור טרם הפנים את סיום תהליך הדיסאינפלציה ואת המעבר לשער חליפין ניד שיוכל לנוע בשני הכיוונים ללא מגמה מובהקת, היא תופעת ה"דולריזציה". זו מתבטאת ברכיב גדול של נכסים צמודים למט"ח ונקובים במט"ח בתיק הנכסים של הציבור, בחשיפה גדולה לייסוף במאזן הנכסים וההתחייבויות של משקי הבית במט"ח, ובשורה של הסדרי הצמדה ותשלום דולריים. כך, למשל, בהסדר לקביעת מחירי החשמל במשק מגולמת זיקה בין מחיר החשמל לשינויים בשער החליפין מעבר למתחייב משינויים במחירי התשומות. ניתן להעריך, כי בטווח הארוך יפחת משקלם של הנכסים המקומיים הדולריים המוחזקים ממניע ההצמדה לשער החליפין, ויגדל משקלם של הנכסים בחו"ל, המוחזקים משיקולי פיזור. צמצום הסדרי ההצמדה והתשלום הדולריים צפוי להתרחש בתהליך מתמשך, ולרשויות השונות יש תפקיד בהאצתו, גם באמצעות חקיקה. צמצום הדולריזציה במשק יתרום להתבססות יציבות המחירים והיחלשות התמסורת משער החליפין לאינפלציה; זאת משום שבנסיבות הקיימות, פיתוח חד ומהיר של השקל כתוצאה מזעזוע חיצוני הוא ככל הנראה הגורם העיקרי, שעלול לסכן את יציבות המחירים.

ניהול מדיניות שתכליתה יציבות של המחירים ושל השווקים הפיננסיים מחייב לנתח את התנאים לכך - בין היתר בהסתמך על ניסיון העבר - כלומר את הגורמים היוצרים ומגבירים את הפגיעות ואת התהליכים המערערים את היציבות. כדי לזהות תהליכים כאלה מוקדם ככל האפשר נדרש מעקב מתמיד תוך הבחנה בין התפתחות שלילית זמנית לבין תחילתו של תהליך התערערו. חשיבות מיוחדת נודעת לניתוח המגזרי של הפעילות בשוק - לזיהוי דפוסי ההתנהגות של המגזרים השונים, ובראשם השחקנים הפיננסיים הגדולים בשוק ומשקי הבית, בעת רגיעה ובעת משבר ולמעקב אחר שינויים בפעילותם. הבסיס למעקב וניתוח כזה הוא מידע מקיף, מפורט ומעודכן. המחלקה לפעילות המשק במט"ח בנתה במהלך השנים האחרונות - במקביל לתהליך הליברליזציה - מערכות מידע, המרכזות נתונים מקיפים ומפורטים על פעילות המשק מול חו"ל ובמט"ח. מערכות אלה מאפשרות ניתוח שוטף לצורכי המדיניות המוניטרית, מעקב אחר יציבות השוק וזיהוי מוקדי פגיעות ותהליכים של התערערו. המידע הנאסף מעובד במחלקה, וגם מתפרסם לציבור באופן שוטף ובפיגור מזערי במטרה לשפר את השקיפות, האיכות והזמינות של המידע שבידי השחקנים בשווקים הפיננסיים. במקביל מפרסמת המחלקה סקירות שונות, הודעות לעיתונות ומחקרים בתחומי פעילותה, ומטפחת ערוצי תקשורת ישירים בינה לבין הפעילים בשוק והגופים השונים המעורבים בו. כל זאת מתוך הכרה שהשקיפות בשווקים תורמת לשכלולם, ובכך מגבירה את היציבות הפיננסית.

* * *

בדוח זה שלושה חלקים. החלק הראשון מנתח את ההתפתחויות בשוק במסגרת הבין-לאומית המקובלת של מאזן התשלומים, קרי פעילות המשק מול תושבי חוץ במט"ח ובשקלים - את התנועות בחשבון השוטף ובחשבון הפיננסי של מאזן התשלומים ואת יתרות הנכסים וההתחייבויות מול חו"ל, לרבות החוב החיצוני.

ייחודו של המשק הישראלי ומשקלו הרב של שער החליפין בפעילות המקומית מחייבים מסגרת ניתוח נפרדת, המאפשרת את זיהויים של כל הכוחות הפועלים על שער החליפין. בכך עוסק החלק השני - הפעילות בשוק שקל-מט"ח - הפעילות של תושבי ישראל למגוריהם השונים, הנכסים וההתחייבויות במט"ח (נקוב וצמוד, מול תושבי חוץ ובין המגורים לבין עצמם) והפעילות של תושבי חוץ בנכסים והתחייבויות שקליים בלבד (לרבות עסקאות עתידיות שקל-מט"ח). ההבדלים בין מסגרות הניתוח מוצגים באתר האינטרנט של המחלקה.

תהליך הליברליזציה חשף את המשק הישראלי לתנועות הון בין-לאומיות והגדיל את רגישותו לסיכונים פיננסיים חיצוניים, ולפיכך נוצר צורך במעקב מתמיד אחר יציבותו הפיננסית החיצונית. בחלק השלישי של הסקירה מנותחת היציבות הפיננסית, וזאת בהקשר של הפעילות בשוק שקל-מט"ח והפעילות מול חו"ל.