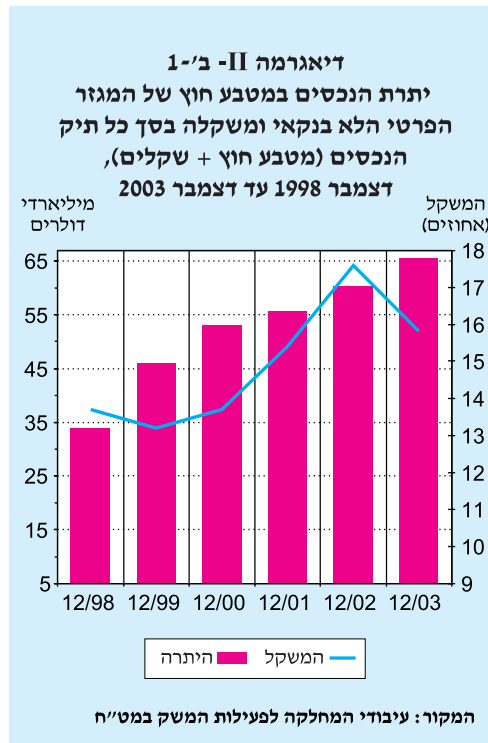


פרק II-ב' פעילות תושבי ישראל במטבע חוץ ופעילות תושבי חוץ בשקלים³

1. פעילות המגזר הפרטי הלא בנקאי במטבע חוץ

משקלה של יתרת הנכסים במט"ח בסך הנכסים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי ירד בשנת 2003 ב-2 נקודות אחוז.

תיק הנכסים וההתחייבויות במטבע חוץ של המגזר הפרטי הלא-בנקאי יתרת הנכסים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי במט"ח גדלה בשנת 2003 בכ-3 מיליארדי דולרים, גידול של כ-8%, בדומה לשיעור גידולה אשתקד. יתרה זו עמדה בסוף השנה על כ-64 מיליארדי דולרים. כ-64 אחוזים ממנה מוחזקים בחו"ל - השקעות במניות זרות, באגרות חוב זרות ובנכסים אחרים - וכ-36% מוחזקים בפקדונות מט"ח בארץ ובעסקאות עתידיות שקל-מט"ח. משקלה של יתרה זו בתיק הנכסים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי ירד בשנת 2003 מכ-18% לכ-16% - לאחר עלייה בשנתיים האחרונות, חלקה עקב ייסוף בשער החליפין (דיאגרמה II ב-1).



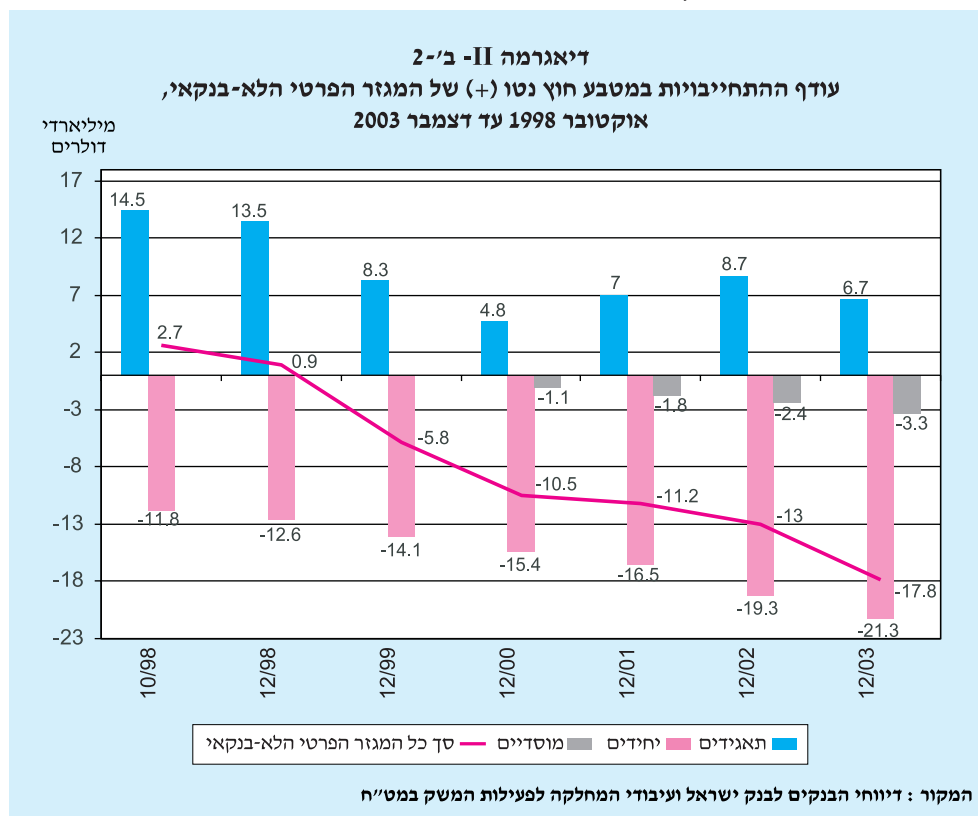
במקביל להמשך גידולה של יתרת הנכסים במט"ח, גדלה ב-2003 גם יתרת ההתחייבויות במט"ח בכ-0.5 מיליארד דולרים - האטה של גידול לעומת אשתקד - ועמדה בסוף השנה על כ-47.7 מיליארדים, מהם כ-65% אשראי במט"ח ממערכת הבנקאות בישראל. הסיבה העיקרית להתמתנות גידולן של ההתחייבויות במט"ח בשנת 2003 היא אי השינוי ביתרת האשראי במט"ח בהשוואה ליתרה בסוף 2002; משקלו של אשראי זה בסך האשראי לציבור ירד השנה בכ-2%.

בסך הכול גדלה בשנת 2003 יתרת עודף הנכסים במט"ח של המגזר הפרטי הלא-בנקאי על ההתחייבויות במט"ח בכ-2.7 מיליארדי דולרים, בהמשך למגמת גידולה בשנים האחרונות, ועמדה בסופה על כ-17.8 מיליארדי דולרים. עודף זה המהווה אומדן לחשיפה של נכסי המגזר הפרטי הלא-בנקאי לשינויים בשער

החליפין של השקל, (דיאגרמה II ב-2). מאופיין בשונות רבה, שכן, מגזר זה מורכב משלושה תתי מגזרים שכיווני החשיפה שלהם שונים: משקי בית, הפועלים במישרין או באמצעות קרנות נאמנות, משקיעים מוסדיים-קופות גמל ופיצויים, קרנות השתלמות, קופות פנסיה

3 פרק זה מתמקד בסך הפעילות במט"ח (יתרות ותנועות) בארץ ובחו"ל יחד, ומרחיב על הפעילות המקומית בלבד. להרחבה בנושא הפעילות מול חו"ל ראו חלק I, פרק החשבון הפיננסי.

וחברות ביטוח ותאגידים- חברות עסקיות ומלכ"רים ; למשקי הבית ולמשקיעים המוסדיים עודף נכסים במט"ח המהווה חשיפה לייסוף בהיקף המסתכם בכ- 23 מיליארדי דולרים, ואילו החברות העסקיות מצויות בעודף חשיפה לפיחות בהיקף של כ- 6.7 מיליארדי דולרים (ראו הרחבה בתיבה II-ב-1).



תיבה II-ב-1

החשיפה של המגזר הפרטי הלא-בנקאי לסיכונים שער החליפין בראייה ארוכת טווח

עודף הנכסים על ההתחייבויות במט"ח ובהצמדה למט"ח של המגזר הפרטי הלא-בנקאי גדל בשיעור ניכר ובעקביות מסוף שנת 1998 עד שנת 2003 בכ- 21 מיליארדי דולרים - מעודף התחייבויות של כ- 3 מיליארדי דולרים לעודף נכסים של כ- 18 מיליארדים (ראו דיאגרמה II-ב-2 בפרק). המגזר הפרטי הלא-בנקאי מורכב מהמגזר העסקי - חברות עסקיות ומלכ"רים ; ממשקי הבית - יחידים הפועלים במישרין וכן באמצעות קרנות נאמנות במט"ח ובחו"ל ; ומהמשקיעים המוסדיים - קופות הגמל והפיצויים, קרנות ההשתלמות, קופות הפנסיה וחברות הביטוח. הפער בין הנכסים להתחייבויות במט"ח מהווה אומדן למידת החשיפה לסיכונים שער החליפין: עודף נכסים פירושו חשיפה לייסוף השקל, ועודף התחייבויות פירושו חשיפה לפיחות. החלטה על שינוי בחשיפה יוצרת ביקושים או היצעים בשוק המט"ח, ואלה משפיעים על שער החליפין. ההתפתחויות בחשיפה של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בשנים האחרונות הן תוצאה

של שני גורמים מרכזיים (דיאגרמה 1): (1) המדיניות הכלכלית, שהשפיעה במישרין על הסיכון והתשואה בשוק המט"ח - באמצעות תהליכי הליברליזציה במטבע חוץ, תהליך הפחתת הריבית השקלית, ההגמשה של רצועת הניוד והפסקת ההתערבות במסחר. היא השפיעה בעקיפין - באמצעות תהליך הדיסאינפלציה וקביעת היעד להפחתת הגירעון התקציבי של הממשלה, על הגברת אמון הציבור והמשקיעים הזרים במדיניות ובמשק הישראלי. (2) תהליכי הגלובליזציה, שהשפעתם על השוק התבטאה בהגברת האינטגרציה בין השווקים הפיננסיים בעולם, בניידות הון והשקעות פרטיות במשקים זרים ובגידול הביקושים למוצרים עתירי טכנולוגיה (במקביל להתגבשות היתרונות היחסיים של המשק בתחומים אלו). תהליכים אלו אפשרו לחברות יצואניות ומנפיקות להגדיל במהירות את נכסיהן במט"ח.

המגזר העסקי

החשיפה של המגזר העסקי לפיחות גדלה במהירות מאז סוף שנת 1994 ועד אמצע שנת 1997, כתוצאה מנטילת אשראי במטבע חוץ גם לשימושים שקליים. זאת על רקע מדיניות מוניטרית מרסנת במסגרת תהליך הדיסאינפלציה, שיצרה פער ריביות גבוה בין השקל למטבע חוץ, ועל רקע משטר רצועת ניוד צרה והתערבות של בנק ישראל גם בתוך הרצועה (עד פברואר 1996). אלה, ועמם מגמת שיפור בחשבון הבסיסי של המגזר הפרטי הפחיתו מאוד את ההסתברות לפיחות חד.

מאמצע שנת 1997 ועד שנת 2000 עודף ההתחייבויות של המגזר העסקי ירד ברציפות ב-10 מיליארדי דולרים, זאת על רקע הצטמצמות פער הריביות, הפסקת ההתערבות בתוך הרצועה, הרחבתה המשמעותית של הרצועה, והאצת הליברליזציה במט"ח. הצמצום בחשיפה הואץ באוקטובר 1998 והושפע מהתממשות הסיכון לפיחות חד בשער החליפין: אי-ההתערבות של בנק ישראל למרות הפיחות המואץ שינתה את תפיסת הסיכון של המגזר הפרטי, והניעה אותו להקטין את חשיפתו; אל תהליכים אלו הצטרפו הגיוסים הגדולים של החברות המנפיקות, בתקופת הבעיה הטכנולוגיה העילית - וכך הצטמצמה יתרת החשיפה של המגזר העסקי לפיחות עד שנת 2000 לרמה של כ-5 מיליארדי דולרים בלבד.

משנת 1998 נע שער החליפין במגמות ארוכות לשני הכיוונים והמגזר העסקי מנהל חשיפה לפיחות בתחום שבין 6 ל-8 מיליארדי דולרים (דיאגרמה II - ב' - 2).

המגזר העסקי אינו הומוגני בניהול חשיפתו: לצד תאגידים, בעיקר חברות יצואניות ומנפיקות בחו"ל, שהגדילו באופן עקבי את יתרת עודף נכסיהם במט"ח עד לרמה של 17.3 מיליארדי דולרים בסוף 2003, וחשופים לייסוף השקל, ישנה קבוצת תאגידים, בעיקר מענפי המסחר, התשתית והבנייה, המצויה בעודף התחייבויות של כ-15 מיליארדי דולרים - יתרה שכמעט לא השתנתה לאורך השנים. עם זאת, בעקבות גידול הנכסים של החברות המנפיקות גדלה בשנים האחרונות, ההטרוגניות בין שתי הקבוצות בחשיפה לפיחות ולייסוף, התפתחות זו מגבירה את היציבות בשוק שקל-מט"ח, משום שאם ישתנו הציפיות לגבי התנהלות שער החליפין קבוצות אלו אמורות לפעול בכיוונים מנוגדים בשוק (דיאגרמה II - ב' - 3).

את המעבר לניהול החשיפות לסיכונים שער החליפין אפשרו שכלול השוק והתפתחות המכשירים הפיננסיים הנגזרים - המגזר העסקי הגדיל, בשנים האחרונות, את היקף פעילותו במכשירים פיננסיים נגזרים עם התגברות המודעות לסיכונים שער החליפין - אולם, עצימות השימוש של מגזר זה במכשירי גידור עדיין נמוכה ביחס להיקפי פעילותו, ולחשיפה של פעילות זו לסיכונים השער. עם הבעיות המונעות את הרחבת הגידור של סיכונים שער החליפין באמצעות השימוש במכשירים נגזרים, נמנים כללי החשבונאות - אי שיוך התוצאות של עסקות ההגנה לעסקאות שעליהן הן מגינות, אלא הכללתן כהוצאות מימון הוא תמריץ שלילי לביצוע עסקות גידור.

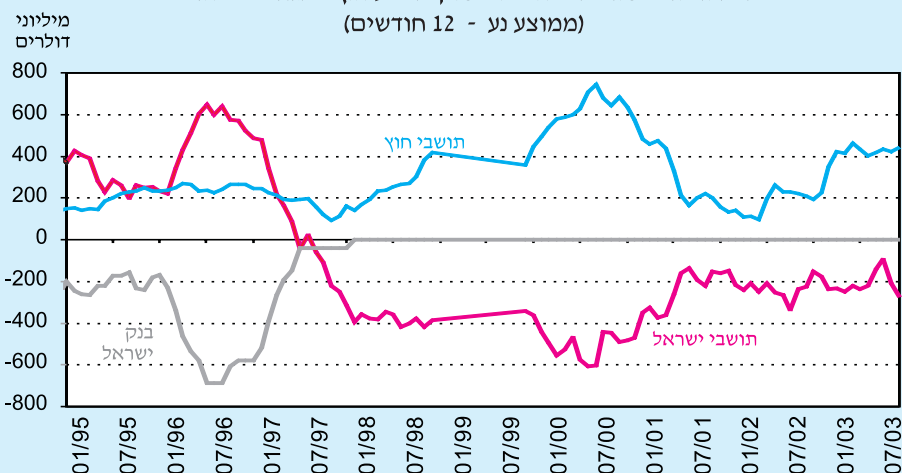
מגזר משקי הבית והמשקיעים המוסדיים

מגזר משקי הבית המצוי מאז ומתמיד בעודף נכסים במט"ח, וחשוף לייסוף בשער החליפין, הגדיל משנת 1998 ועד סוף 2003 את עודף נכסיו ב-9 מיליארדי דולרים, לרמה של כ-21 מיליארדים. מהם כ-70% גידול של הנכסים בחו"ל. משקל עודף הנכסים של משקי בית בחו"ל עלה ל-30% - העלייה במשקל משקפת בחלקה את תהליכי הליברליזציה והאינטגרציה עם השווקים הפיננסיים בעולם, אך במידה רבה נובעת מהגידול המואץ של פיקדונות היחידים בחו"ל בשנת 2002, כ-2 מיליארדי דולרים, על רקע התערערות האמון של משקי הבית במדיניות המקרו כלכלית.

נכסי המשקיעים המוסדיים במט"ח בישראל ובחו"ל הסתכמו בסוף שנת 2003 ב-3.3 מיליארדי דולרים (למשקיעים המוסדיים אין התחייבויות במטבע חוץ). כמחצית הנכסים מוחזקים בידי חברות הביטוח, והשאר בידי קופות הגמל וקרנות ההשתלמות. נכסי המשקיעים המוסדיים בחו"ל מהווים כ-3% בלבד מסך נכסיהם, שיעור נמוך במיוחד בהשוואה בין-לאומית, המוסבר באפליית המס.

דיאגרמה 1

מכירות ורכישות מט"ח נטו בשוק מטבע חוץ - מגזרים נבחרים
(ממוצע נע - 12 חודשים)

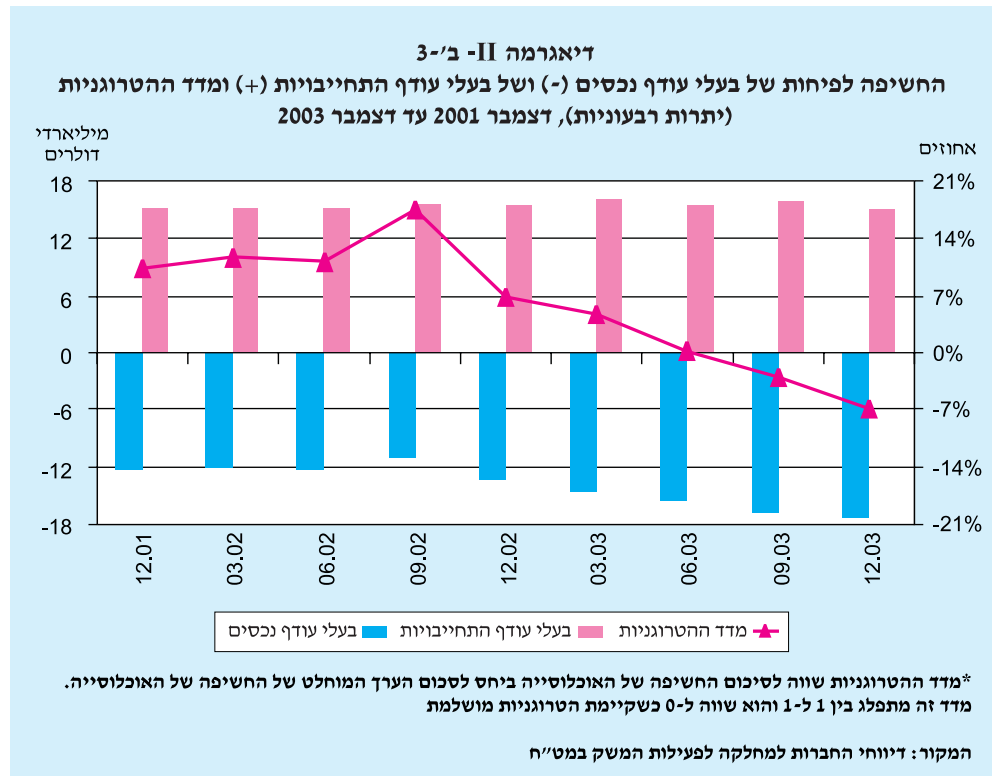


המקור: עיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

א. המגזר העסקי

בשנת 2003 הקטין המגזר העסקי את עודף התחייבויותיו במטבע חוץ בכ-1.5 מיליארדי דולרים. עד לרמה של 6.7 מיליארדים בסוף השנה. עודף זה, המבטא את חשיפתו של המגזר לפיחות בשער החליפין, ירד ברציפות מאמצע 1997 ועד דצמבר 2000 בכ-10 מיליארדי דולרים, אך שב והתרחב החל משנת 2001 ועד סוף 2002 בכ-4.1 מיליארדים. עיקר הירידה בחשיפה של המגזר העסקי לפיחות מקורה בגידול נכסיו במט"ח בעיקר הנכסים בחו"ל (אשראי לתושבי חוץ, פיקדונות בחו"ל ואיגרות חוב זרות). המגזר העסקי אינו קבוצה הומוגנית של תאגידים, והוא כולל חברות בעלות עודף נכסים וחברות בעלות עודף התחייבויות (ראו הרחבה בתיבה II-ב-1). בחינת התפלגות החשיפה בין קבוצת החברות בעלות עודף התחייבויות במט"ח לקבוצה של החברות בעלות עודף נכסים במט"ח מלמדת כי בשנים האחרונות גדלה ההטרוגניות בהתפלגות החשיפה לפיחות ולייסוף בין שתי הקבוצות (דיאגרמה II ב' 3).

חלק II - ב', פעילות תושבי ישראל במט"ח ותושבי חוץ בשקלים



(1) האשראי והפיקדונות במטבע חוץ

אשראי במטבע חוץ

תקבולי האשראי במט"ח ממערכת הבנקאות המקומית היו בשנת 2003 שליליים - פירעונות נטו של 700 מיליוני דולרים. פירעונות נטו נרשמו בסעיף זה לראשונה מאז אמצע שנות התשעים: משנת 1995 ועד סוף שנת 2002 תושבי ישראל נטלו נטו אשראי במט"ח ממערכת הבנקאות המקומית בהיקף של 22 מיליארדי דולרים. את שינוי המגמה באשראי ניתן לייחס לשני גורמים: (1) ירידה מתמשכת של פער הריביות, שהוזילה יחסית את האשראי השקלי, וקווצה חלקית על ידי ירידה חדה של סיכון שער החליפין; (2) הקשחה של הקריטריונים של הבנקים למתן אשראי בתקופה זו - בגלל העלייה בסיכון לפשיטות רגל של לווים - שבעטייה לא הווארכה תקופתו של חלק מהאשראי שהגיע השנה לפירעון. במקביל נרשמו השנה, לראשונה, פירעונות נטו גם באשראי השקלי.

מבחינת ההתפלגות המטבעית של האשראי עולה, כי הפירעונות התרכזו במטבעות דולר ויין יפני, שבו החלה מגמת פירעונות כבר בשנת 2001. בפרנק השוויצרי ובאירו נרשמו השנה נטילות נטו. ההתפלגות הענפית של האשראי מראה כי הפירעונות התרכזו בענפי התעשייה והשירותים, ואילו בענף הנדל"ן התחדשו השנה הנטילות נטו (117 מיליוני דולרים), לאחר פירעונות בהיקף קטן אשתקד.

יתרת האשראי במט"ח עמדה בסוף שנת 2003 על כ-40 מיליארדי דולרים - ללא שינוי בהשוואה לסוף שנת 2002. משקלה של יתרת האשראי במט"ח בסך האשראי למגזר העסקי ירד במהלך 2003 בכ-2%, לשיעור של כ-35%. השינויים במשקל האשראי במט"ח בסך האשראי הושפעו גם משינויים בשערי החליפין הצולבים ומירידה מקבילה באשראי השקלי (דיאגרמה II-ב'-4).

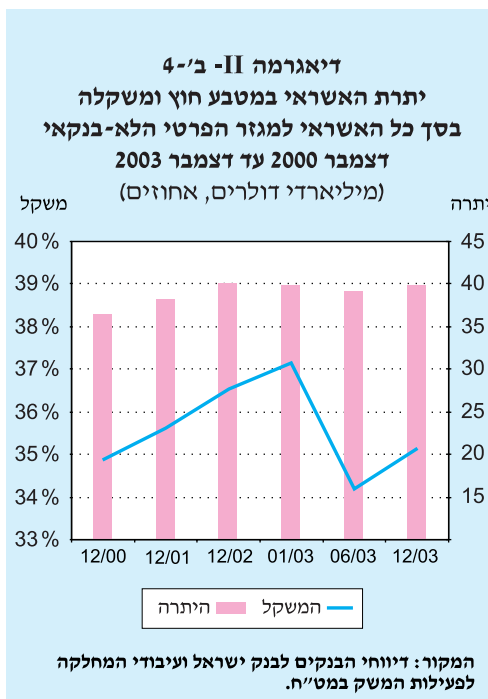
פיקדונות במטבע חוץ

בשנת 2003 העביר המגזר העסקי מטבע חוץ מפיקדונות בחו"ל למשק בהיקף של כ-210 מיליוני דולרים - בניגוד לצבירה נטו בפיקדונות אלו בארבע השנים הקודמות. יתרת הפיקדונות של מגזר זה בארץ ובחו"ל עמדה בסוף השנה על 14.8 מיליארדי דולרים. (הרחבה ראו בפרק החשבון הפיננסי).

(2) מכשירים פיננסיים נגזרים

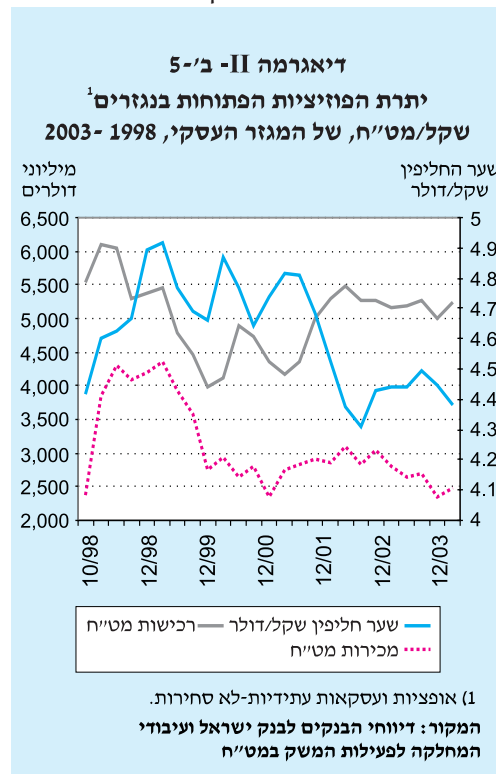
המכשירים הפיננסיים הנגזרים משער החליפין שקל-מט"ח כוללים עסקאות באופציות על שער החליפין הנסחרות בבורסה בתל אביב ועסקאות עתידיות ואופציות לא סחירות של הציבור מול הבנקים (מעבר לדלפק). השוק הלא סחיר מהווה כ-80% מכלל שוק האופציות: יתרת החוזים הפתוחים באופציות שקל-מט"ח

במונחי ערך נקוב הסתכמה בדצמבר 2003 בכ-11 מיליארדי דולרים מהם כ-8.7 מיליארדים בשוק הלא סחיר וכ-2.7 מיליארדים דולרים בשוק הסחיר. יתרת החוזים הפתוחים בעסקאות עתידיות (מעבר לדלפק) הסתכמה בדצמבר בכ-7.6 מיליארדים נוספים. נוסף על אלה התבצעו



גם השנה עסקאות בהיקף קטן באופציות שקל-דולר הנמכרות במכרזי בנק ישראל, פעילות שמטרתה המקורית, מבחינת בנק ישראל, היתה פיתוח הסחירות במכשירים פיננסיים נגזרים.

התפתחות הפעילות בנגזרים משקפת את הפנמת המודעות לסיכוני שער החליפין, ומאפשרת לשחקנים שונים בשוק, בעלי מיגוון צרכים והעדפות, לנהל סיכונים אלו באופן מושכל. לראיה: במחצית הראשונה של 2002, על רקע התגברות אי-הוודאות במשק באותה התקופה, היתרה הממוצעת של החוזים הפתוחים באופציות שקל-מט"ח (סחירות ולא סחירות) עמדה, במונחי ערך נקוב על כ-16 מיליארדי דולרים - כ-5 מיליארדים מעבר ליתרה בסוף 2003, שנה שבה ירד במידה ניכרת סיכון שער החליפין (הנמדד לפי סטיית התקן הגלומה באופציות). השוק הסחיר מאופיין בפיזור גבוה של הפוזיציות



כלומר בריבוי גופים המחזיקים בהן; לעומתו מאופיין השוק הלא סחיר בריכוזיות גבוהה: כ-100 חברות מסבירות כ-80% מהיקף הפעילות בכל המכשירים הנגזרים (אופציות ועסקאות עתידיות). מההתפלגות הענפית של הפעילות במגזר העסקי עולה, כי למגזר הפיננסי משקל גבוה בפעילות בנגזרים 55% באופציות ו-70% בעסקאות פורוורד. פעילות זו התאפיינה השנה בעיקר ברכישות מט"ח בעסקאות עתידיות ובנקיטת אסטרטגיות באמצעות אופציות. המגזר העסקי פועל בשוק המכשירים הנגזרים במטרה למזער את השפעת התנדבות קצרת הטווח של שער החליפין על תוצאותיו העסקיות (דיאגרמה II ב'-5). עם זאת, עצימות השימוש של המגזר העסקי הלא-פיננסי במכשירי גידור עדיין נמוכה ביחס להיקפי הפעילות של מגזר זה ולחשיפות לסיכונים השער הגלומות בפעילותו. הבעיה העיקרית המונעת את הרחבת השימוש במכשירים לגידור סיכונים היא בעיה חשבונאית. מניתוח של הפעילות לפי קבוצות עולה, שבמהלך 2003 היצואנים כמעט לא גידרו את חשיפתם לייסוף והחזיקו במשך כל השנה יתרות של מכירות מט"ח נטו סביב 0.5 מיליארד דולרים - כמחצית מהפוזיציה שהחזיקו בשנת 2002; זה היקף נמוך יחסית לגודל חשיפתם. לעומתם, בעלי עודף התחייבויות, החשופים לפיחות, החלו לרכוש בהדרגה מט"ח עתידי כל עוד נמשך התהליך של ייסוף השקל, וזאת עד ליתרה של 1.6 מיליארד דולרים בסוף השנה.

ב. משקי הבית

מגזר משקי הבית, המורכב בעיקרו מיחידים, מחזיק נכסים במט"ח במישרין, בעיקר בפיקדונות בבנקים, ובעקיפין באמצעות קרנות נאמנות, וחשוף לייסוף בשער החליפין. עודף נכסיו במט"ח עלה בכ-2 מיליארדים במהלך השנה, ויתרתו עמדה בסופה על 21.3 מיליארדי דולרים. (מסוף 1999 גדלה החשיפה של מגזר זה לייסוף בכ-7 מיליארדים). נזכיר כי בשנת 2002, בתגובה על הפחתת הריבית החדה, עלתה יתרת עודף הנכסים של משקי הבית בכ-3 מיליארדי דולרים. כ-70% מיתרת הנכסים של מגזר משקי הבית במט"ח מוחזקים בארץ, בעיקר בנכסים נקובים במט"ח, וכ-30% מוחזקים בחו"ל, בעיקר בפיקדונות ובאיגרות חוב זרות. שני רכיבים אלו גדלו בשנת 2002 בקצב מהיר, ואילו השנה גדלה אך מעט ההשקעה באיגרות חוב זרות והפיקדונות אף ירדו במקצת לעומת סוף 2002.

(1) הפיקדונות במטבע חוץ

משקי הבית העבירו למשק בשנת 2003 מט"ח נטו מפיקדונותיהם בחו"ל, בהיקף קטן, לאחר שצברו בהם יותר ממיליארד דולרים אשתקד. יתרת הפיקדונות בחו"ל עמדה בסוף שנת 2003 על 2.5 מיליארדי דולרים, בדומה ליתרה בסוף 2002 ולעומת יתרה של 1.2 מיליארדים בסוף 2001.

מניתוח ההעברות עולה, כי החל מתחילת הרביע השני של השנה ובמקביל לירידה הניכרת בסיכון המדינה, פחת משמעותית מספר משקי הבית שהעבירו מט"ח לחו"ל ועלה מספרם של אלה שהעבירו מט"ח מחו"ל לארץ. עם זאת, רק 3% ממשקי הבית שהעבירו מט"ח בהיקף ניכר לפיקדונות בחו"ל במהלך שנת 2002 החזירו מט"ח מפיקדונותיהם במהלך שנת 2003.

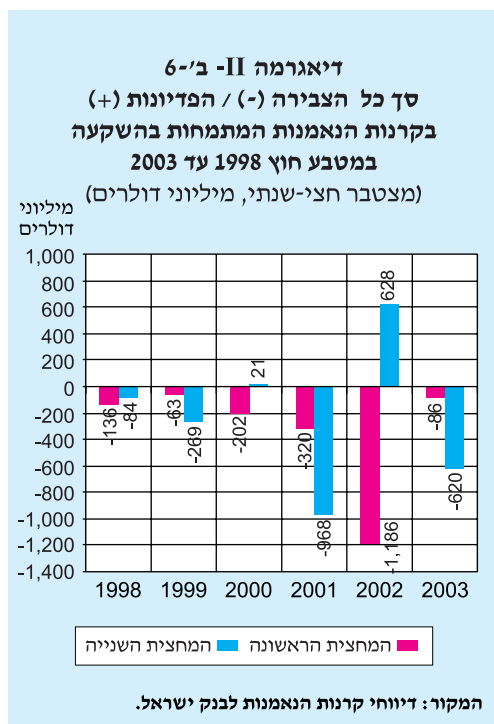
בפיקדונות במט"ח בארץ היו בשנת 2003 שני שינויים עיקריים: מעבר בהיקף של כ-0.5 מיליארד דולרים מתכניות חיסכון במט"ח לפיקדונות נקובים במט"ח, על רקע הרפורמה במס, שביטלה את יתרון המיסוי שהיה לתכניות חיסכון, וצבירה בפיקדונות מובנים צמודים למט"ח על רקע ירידת הריביות בעולם והתשוואות הנמוכות. (הרחבה ראו בתיבה II-ב'2 בפרק זה).

במחצית השנייה של שנת 2003, העבירו משקי הבית, מט"ח נטו למשק מפיקדונותיהם בחו"ל, בניגוד להתנהגותם מאז דצמבר 2001.

(2) קרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה במטבע חוץ, בארץ ובחוץ

לארץ

קרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בנכסי מט"ח הן משני סוגים: האחד הוא קרנות נאמנות המתמחות בהשקעה בנכסים במט"ח בארץ, אשר נועדו לשמש אפיק השקעה מוגן מסיכונים שער חליפין; קרנות אלה פועלות בשווקים בארץ, ורוב נכסיהן מושקעים באיגרות חוב צמודות למט"ח. הסוג השני הוא קרנות נאמנות המשקיעות בחו"ל, שנועדו לשמש אפיק השקעה בשוקי ההון הזרים - באיגרות חוב ובמניות.



מתוך הנכסים במט"ח של קרנות הנאמנות, גדל השנה במידה ניכרת משקל הנכסים בחו"ל לעומת סוף 2002, וזאת עקב שינוי בדפוסי ההשקעות של קרנות המט"ח בארץ לאחר פקיעת איגרות חוב "גלבווע" השנה.

יתרת ההשקעות במט"ח בארץ ובחו"ל של משקי הבית באמצעות קרנות הנאמנות הסתכמה בסוף שנת 2003 בכ-3.5 מיליארדי דולרים והיוותה כ-18% מסך נכסיהן; כ-30% הושקעו בארץ וכ-70% בחו"ל. בסוף שנת 2002 הסתכם משקל הנכסים שלהן במט"ח בארץ ובחו"ל בסך נכסיהן בכ-27% - כמחציתם בחו"ל. הירידה במשקל הנכסים המט"חים של קרנות הנאמנות בשנת 2003 נובעת בעיקר מגידול ניכר של סך נכסי הקרנות שמקורו בצבירה הגבוהה שנרשמה השנה בקרנות השקליות והאחרות - כ-27 מיליארדי ש"ח (6.2 מיליארדי דולרים). מתוך הנכסים במט"ח, שגדלו השנה בכ-0.8 מיליארד דולרים, גדל במידה ניכרת משקל הנכסים בחו"ל לעומת סוף 2002, וזאת עקב שינוי בדפוסי ההשקעות של קרנות המט"ח בארץ לאחר פקיעת איגרות חוב "גלבווע" השנה. (ראו להלן)

הצבירה של מגזר משקי הבית בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בנכסים במט"ח בארץ ובחו"ל הסתכמה בשנת 2003 בכ-700 מיליוני דולרים, כ-600 מיליונים מתוכם נצברו במחצית השנייה של השנה. כ-90% מהצבירה בקרנות המט"ח נרשמה בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בחו"ל; שאר הצבירה נרשמה בקרנות המתמחות במט"ח בארץ (דיאגרמה II- ב' 6). ההתפתחויות המרכזיות בשנת 2003 שהשפיעו על פעילות הקרנות המתמחות במט"ח הן: פקיעת איגרות חוב "גלבווע", הרפורמה במס והריבית הנמוכה על פיקדונות במט"ח.

השקעות קרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בנכסים במטבע חוץ בארץ יתרת הנכסים של קרנות אלו הסתכמה בסוף שנת 2003 בכ-1.2 מיליארדי דולרים. הקרנות החזיקו בסוף השנה כ-35% מנכסיהן באיגרות חוב "גלבווע", לעומת כ-70% בתחילת השנה. השיעור הגבוה יחסית של החזקתן ב"גלבווע" נובע ממדיניות ההשקעות המוצהרת שלהן, שלפיה הן מיועדות להגן משינויים בשער החליפין, ולכן מחזיקות ב"גלבוועים" לפחות 50% מסך נכסיהן. לפיכך פדיון ה"גלבוועים" בשנת 2003 שהיקף החזקות של הקרנות בהן הסתכם בכ-40% מיתרת ההון הרשום שלהן חייב את הקרנות לרכוש נכסים במט"ח בעלי מבנה פיננסי דומה. (ראו תיבה II- ב' 2). בהעדר מגוון של נכסים מסוג זה בארץ בהיקפים הנדרשים על ידי הקרנות (כמיליארד דולרים בתחילת 2003) הן רכשו איגרות חוב זרות בחו"ל בהיקפים שחייבו חלק מהן לשנות את מדיניות ההשקעה, כלומר להפוך מקרנות

חלק II - ב', פעילות תושבי ישראל במט"ח ותושבי חוץ בשקלים

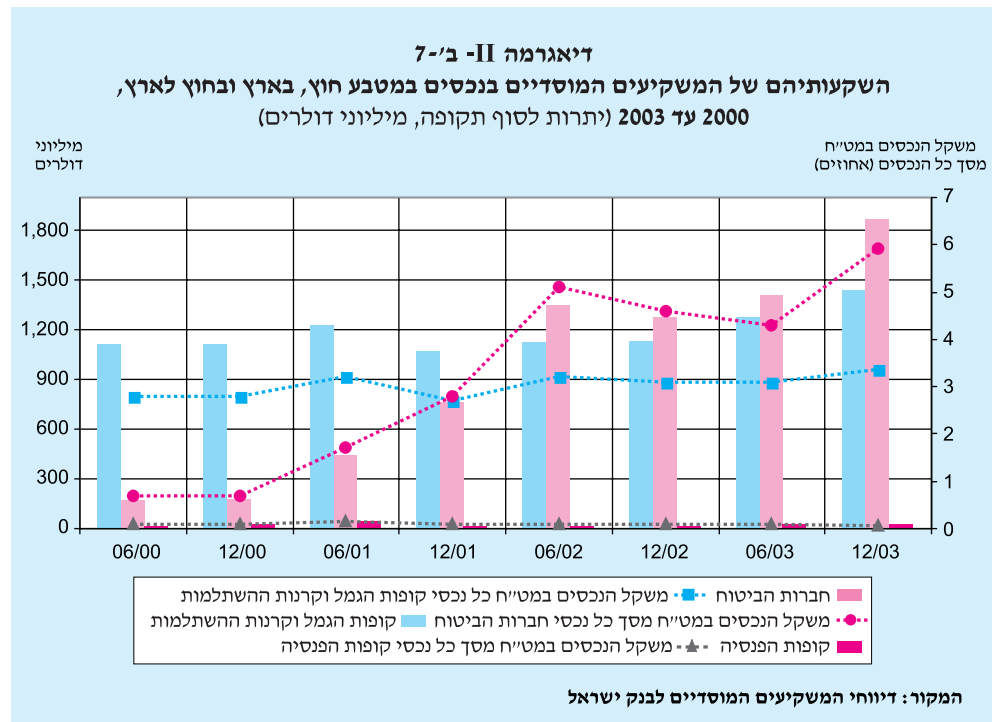
מט"ח בארץ לקרנות חו"ל. בקרנות המט"ח בארץ - אלו שלא שינו את מדיניות השקעתן- עלה שיעור האחזקה באיגרות חוב זרות מכ-2% בסוף 2002 לכ-12% בסוף 2003. נראה, שקרנות המט"ח בארץ, אשר נשענו על איגרות חוב "גלבוע" כנכס צמוד למט"ח, הופכות לקרנות המספקות הגנה משינויים בשער החליפין באמצעות השקעה בחו"ל.

השקעות קרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בחוץ לארץ

יתרת הנכסים של קרנות אלו הסתכמה בסוף שנת 2003 בכ-2.7 מיליארדי דולרים, לעומת כ-1.5 מיליארדים בסוף שנת 2002. הקרנות החזיקו במשך השנה, בממוצע, כ-80% מנכסיהן בניירות ערך זרים בחו"ל, בעיקר באיגרות חוב זרות, ואת השאר בנכסים במט"ח בארץ. הצבירה בקרנות אלו הסתכמה השנה בכ-600 מיליוני דולרים - עיקרה, 93%, בקרנות חדשות המהוות מכשיר פיננסי סחיר חלופי לנכסים צמודי מט"ח לא סחירים כפיקדונות ותכניות חיסכון - שהפרומה במס ביטלה את יתרון המיסוי שהיה להן על פני אפיקי השקעה אחרים. בקרנות החדשות שהוקמו בשנת 2003 מובטחת ללקוח הגנה מלאה משינויים בשער החליפין, נזילות מלאה ועלויות רכישה ופדיון נמוכות יותר משל הפיקדונות. הקרנות משקיעות בעיקר באיגרות חוב זרות בעלות מח"ם קצר, ולפיכך מגלמות סיכון לשינוי במחירן. תהליך התפתחותן של קרנות אלו קשור לריבית הבין-לאומית הנמוכה על פיקדונות במט"ח ולפקיעת איגרות חוב "גלבוע", כמתואר לעיל.

ג. המשקיעים המוסדיים

קבוצת המשקיעים המוסדיים בסעיף זה מורכבת מקופות התגמולים והפיצויים, קרנות ההשתלמות, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח. מתחילת שנת 2003 היו גופים אלה רשאים להשקיע בנכסים נקובים במט"ח בארץ ובחו"ל ללא כל הגבלה, לאחר שבשנים קודמות חלה עליהם הגבלה כמותית שהלכה ופחתה. יש לציין, שתקררות ההשקעה - קרי שיעורי



ההשקעה בחו"ל שהותרו למשקיעים המוסדיים בשנים קודמות לא נוצלו במלואן. יתרת השקעותיהם של המשקיעים המוסדיים בנכסים במט"ח הסתכמה השנה בכ-3.3 מיליארדי דולרים, שהיוו כ-3% מסך נכסיהם; כ-75% מושקעים בחו"ל, והשאר - בנכסים במט"ח בארץ. משקל הנכסים במט"ח בסך הנכסים אינו אחיד בין הגופים האלה: בעוד שקופות הגמל (כולל קרנות ההשתלמות) וחברות הביטוח משקיעות בנכסי מט"ח כ-3% ו-6%, בהתאמה, מסך נכסיהן, משקיעות קרנות הפנסיה בנכסים אלו כ-0.1% בלבד, וזאת בעיקר משום שקרנות הפנסיה הישנות מנועות מלהשקיע בחו"ל לפי תקנות ההשקעה של הממונה על הסדרת הענף במשרד האוצר (דיאגרמה II ב-7).

בשנת 2003 השקיעו המשקיעים המוסדיים בנכסים במט"ח כ-550 מיליוני דולרים; כמיליארד דולרים בחו"ל, חלקם כתחליף לאיגרות חוב "גלבווע" שפקעו השנה - וחלקם כחלק מתהליך ארוך טווח של פיזור השקעות וסיכונים. השקעות אלו בנכסים בחו"ל קוזזו על ידי מכירת נכסים במט"ח בארץ בהיקף של כ-400 מיליוני דולרים, בעיקר כתוצאה מפקיעת ה"גלבווע", כאמור.

חברות הביטוח פועלות בניהול תיקי ביטוח החיים (תכניות "מבטיחות תשואה" ו"משתתפות ברווחים") כמשקיע מוסדי, וניהול ההשקעות בתיקים אלו מופרד מפעילותן העסקית האחרת. שיעור ההחזקה של התכניות ה"משתתפות ברווחים" בנכסים בחו"ל הגיע בסוף 2003 לכ-10%, מתוכם כ-80% בניירות ערך זרים והשאר בניירות ערך ישראליות הנסחרים בחו"ל. שיעור זה גבוה משיעור ההחזקה של קופות הגמל בנכסים בחו"ל (כ-2%), בעיקר בגלל הבדלים בכללי המס: רווחים מהשקעות בחו"ל כנגד תיק ביטוח חיים "משתתף ברווחים" אינם מחויבים במס - למעט ההכנסות של חברות הביטוח מדמי ניהול (שחלקם מחושב כשיעור מהרווח); לעומת זאת כל הרווח הריאלי של קופות הגמל מהשקעות בניירות ערך זרים חייב במס בשיעור של 35%. לאחרונה, החליט משרד האוצר על השוואת כללי המס החלים על השקעות בני"ע זרים לאלה החלים על השקעות בשוק ההון המקומי, החל מראשית שנת 2005.

יש לציין, שהקצאת הנכסים של הגופים המוסדיים להשקעה בחו"ל מונעת בעיקר על ידי הצורך לפזר השקעות וסיכונים, בראייה ארוכת טווח. בטווח הקצר, מושפע עיתוי ההשקעה מציפיות לשינויים בשער החליפין, משינויים בפער הריביות בין השקל לדולר, מאפליית המס בין השקעות בארץ להשקעות בחו"ל וממצב השווקים בחו"ל.

2. פעילות תושבי חוץ בשקלים

יתרת עודף הנכסים השקליים של תושבי חוץ גדלה בשנת 2003 בכ-16.6 מיליארדי דולרים - בעיקר בעקבות עליית מחירי המניות - לאחר ירידה של כ-18 מיליארדים בשנים 2001 ו-2002. יתרה זו עמדה בסוף השנה על כ-53 מיליארדי דולרים (דיאגרמה II ב-8), והיא מורכבת בעיקר מהחזקת מניות של חברות ישראליות בסכום של כ-52 מיליארדי דולרים (בארץ ובחו"ל). היקפה הניכר של ההחזקה מוסבר בביקושים העולמיים לטכנולוגיות ישראליות ובהגברת תהליכי הגלובליזציה של השנים האחרונות.

נוסף על כך מחזיקים תושבי חוץ סכום נמוך יחסית במכשירים שקליים הנושאים ריבית, לרבות איגרות חוב שקליות ועסקאות עתידיות שקל-מט"ח. עודף הנכסים במכשירים אלו הסתכם בסוף 2003 בכמיליארד דולרים. תושבי חוץ עברו ב-2003, לראשונה מאז החלו להיות פעילים במכשירים קצרים, לעודף נכסים. היתרה במכשירים אלו בחודש ינואר 2003 הייתה עודף התחייבויות שקליות בהיקף של כ-1.4 מיליארדי דולרים. הרכיב שהשתנה באופן משמעותי בהשוואה לשנה הקודמת הן העסקאות העתידיות. תושבי חוץ הפכו

חלק II - ב', פעילות תושבי ישראל במט"ח ותושבי חוץ בשקלים

במהלך שנת 2003 את הפוזיציה שלהם במכשיר זה. (ראו הסברים בחלק א'). יתרת השקעתם באיגרות החוב השקליות, גדלה במהלך 2003 בכ-0.2 מיליארדי דולרים, המשך גידולה בשנה הקודמת.

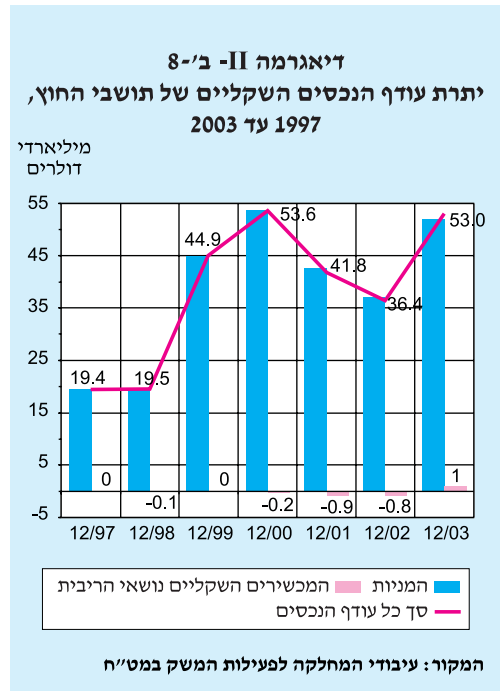
הפעילות במכשירים קצרי טווח

רוב העסקאות במכשירים הקצרים (איגרות חוב ועסקאות עתידיות) מבוצעות על ידי מוסדות פיננסיים זרים, תוך יצירת פוזיציה קצרת טווח על שער החליפין או הריבית, ומטרתן להפיק רווחים משינוי הצפוי, להערכת המשקיעים, בשער החליפין או בריבית. הפעילות של המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק שקל-מט"ח הייתה ערה מאוד במחצית הראשונה של השנה, שפער הריביות והתנודתיות של שער החליפין היו ברמות גבוהות. במחצית השנייה, עם ההצטמצמות של פער הריביות והירידה

החדה בסטיית התקן הגלומה, פחתה פעילותם של הגופים הזרים בשוק, דבר שהתבטא בירידה של היקף המחזורים. גם בבורסה בתל אביב בלט ב-2003 גידול משקלם של תושבי חוץ במסחר (באיגרות חוב ובמניות) עד לרביעי השלישי של השנה; במחצית השנייה של השנה ירד משקלם עקב הצטרפות של תושבי ישראל לפעילות בבורסה בהיקף גדול יותר מאשר בעבר.

עסקאות עתידיות - בשנת 2003 הפעילות במכשיר זה הייתה דומיננטית מאוד ומתואמת עם השינוי בשער החליפין של השקל. הפעילות נטו של תושבי חוץ בעסקאות עתידיות לא הייתה אחידה: במחצית הראשונה של השנה הם מכרו נטו מט"ח, ולמעשה עברו מעודף התחייבויות שקליות של כ-1.8 מיליארדי דולרים במכשיר זה בינואר, לעודף נכסים שקליים של כחצי מיליארד ביוני. במחצית השנייה של השנה שבו תושבי חוץ ורכשו נטו מט"ח באמצעות עסקאות עתידיות. התפלגות פעילותם בעסקאות אלו נושאת אופי מיוחד: כ-25 לקוחות גדולים, בדרך כלל גופים פיננסיים, הפועלים בשווקים שונים בעולם, מרכזים את עיקר הפעילות, אף כי פעילותם, בדרך כלל, הטרוגנית יחסית. הואיל וחלק מפעילות המוסדות הפיננסיים היא עבור לקוחות, לא ניתן להעריך את מידת ריכוזיותה.

איגרות חוב שקליות - שווי החזקתם של תושבי חוץ באיגרות חוב של ממשלת ישראל הנסחרות בארץ הסתכם בסוף שנת 2003 ב-0.5 מיליארד דולרים, גידול של כ-130 מיליוני דולרים ביחס לסוף 2002. ההשקעות בשוק איגרות החוב בישראל בוצעו בידי כמה בתי השקעה זרים, וכחלק ממגמה עולמית של הסטת זרמי הון אל השווקים המתעוררים שהריבית בהם גבוהה מאשר של המשקים המפותחים. התגברות הרכישות של הנכסים השקליים במחצית הראשונה של השנה באה על רקע ירידה בפרמיית הסיכון של ישראל, במקביל לירידה בפרמיית הסיכון של מדינות דומות בשווקים מתעוררים, ועל רקע ציפיות לירידת התשואות הארוכות ויצירת רווחי הון. השקעות אלה שהתרכזו באיגרות חוב לא-צמודות של ממשלת ישראל מסוג "שחר" ובמק"ם, החלו עוד באמצע שנת 2002,



תיבה II-ב'-2: מכשירים פיננסיים חדשים בשוק שקל- מטבע חוץ

1. רקע

בשנת 2003 פיתחו גופים פיננסיים פרטיים מספר מכשירים פיננסיים חדשים בשוק המט"ח בארץ שתרומתם העיקרית הייתה שכלול שוק שקל-מט"ח, והגדלת הגיוון של הנכסים במט"ח בארץ¹. להתפתחותם של המכשירים החדשים מספר גורמי רקע: האחד הוא פקיעת איגרות חוב "גלבו" בשנת 2003 בהיקף של כ-2 מיליארדי דולרים שיצר ביקוש לנכסים אחרים במט"ח בארץ מצד המחזיקים; הגורם השני הוא הרפורמה במס הכנסה, זו מחד גיסא השליטה אחידות בשיעורי המס על הכנסות מהון, ובכך ביטלה את יתרון של מכשירים פיננסיים שהיו פטורים ממס, כתוכניות חיסכון, על פני מכשירים אחרים, ומאידך השאירה את יתרון המס לנכסים מקומיים על פני נכסים זרים; הגורם השלישי הוא ירידת הריביות והתשואות הנמוכות בעולם שהביאו להתפתחותם של מכשירים פיננסיים מובנים, סחירים ולא סחירים (structured products).

הנפקת המכשירים האלה יצרה ביקושים למטבע חוץ מצד המנפיקים לצורך סגירת החשיפה המטבעית שנוצרה עם ההנפקות.

2. מכשירים פיננסיים מובנים

פיקדונות מובנים

פיקדון מובנה מורכב מפיקדון לא-סחיר וממכשיר פיננסי נוסף - בדרך כלל מעין אופציה - האמור להקנות רווח אם יתמשו תנאים מסוימים הנקבעים עם ההפקדה, תנאים המתייחסים להתפתחות משתנים בשוקי הכספים וההון (שיעורי הריבית, שערי החליפין ומדדי המניות). היתרון המרכזי ללקוח ברכישת מוצר מובנה נגזר מהאפשרות ליהנות מתשואה גבוהה בלי לסכן את הקרן על רכיב הפיקדון הלא-סחיר ובלי לשאת בהוצאות עסקה על רכישת האופציה, כאמור. אי-הוודאות באשר לתשואת ההשקעה על הפיקדון מתבטאת ברכיב הריבית (התשואה) על המכשיר הפיננסי הנוסף בלבד. בתמורה לזויתור על ריבית (מחיר האופציה), נהנה המפקיד מהסיכוי לקבל תשואה גבוהה מתשואת השוק, אך מסתכן באי קבלת תשואה כלל (תשואת האופציה). ככל שטווח ההשקעה במכשיר זה ארוך יותר, המשמעות של הפסד התשואה (הריבית) גדול יותר, שכן המפקיד עלול שלא לקבל תשואה על כספו במשך שנים רבות. הואיל ולא ניתן "לשבור" פיקדון מובנה, המפקיד חשוף לאפשרות שהוא לא יוכל ליהנות מעליית הריבית בתקופת הפיקדון. יתרת הפיקדונות המובנים הצמודים למט"ח במערכת הבנקאות הישראלית הסתכמה בספטמבר 2003, בכ-1.8 מיליארדי דולרים - כ-80% מיתרת הפיקדונות המובנים. הבנקים המציעים את הפיקדונות מחסנים את עצמם כנגד סיכוני השוק הגלומים במכשירים אלו באמצעות עסקאות נגדיות בשוק האופציות, בעיקר בחו"ל.

1 במקביל השתכלל גם שוק הנגזרים שקל/מט"ח תוך גיוון סוגי המכשירים הנסחרים בשוק והגברת השימוש באסטרטגיות פיננסיות.

איגרות חוב מובנות

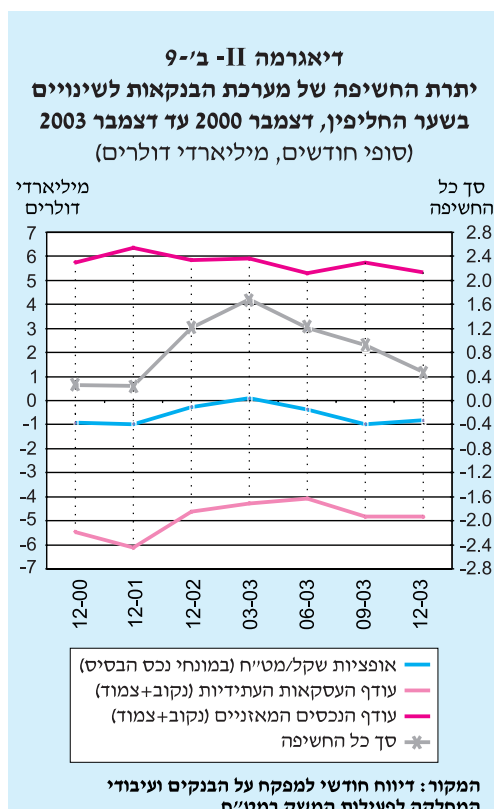
עד כה הונפקו בארץ שלושה סוגים של איגרות חוב מובנות: **הסוג הראשון** הוא איגרות חוב צמודות לשער היציג של הדולר, נושאות ריבית גבוהה וודאית בשנה הראשונה, היורדת לאחר מכן ככל שריבית הלייבור עולה. תנאי האיגרת מאפשרים למנפיק פירעון מוקדם החל מתום השנה הראשונה לחייה. במבנה פיננסי מסוג זה גלום סיכון להפסדי הון משמעותיים לרוכשים - בתקופה שבה הציפיות לעליית ריבית הלייבור עולות בשל האופציה הגלומה בהן. (ככל שריבית הלייבור עולה, שווי האיגרת יורד). איגרות חוב מסוג זה הונפקו בעיקר על ידי מתווכים פיננסיים מהמגזר הפרטי, שרכשו במרבית תמורת ההנפקה, וכגיבוי לה, כתבי התחייבות שהונפקו על ידי תאגידים פיננסיים בין-לאומיים. **הסוג השני** הוא איגרות חוב שאינן צמודות לשער החליפין ואינן נושאות כל ריבית, אלא ניתנות להמרה בכל יום מסחר לשווי השקלי של מחיר מדד המניות בשוקי ההון באירופה ובארה"ב. **הסוג השלישי** הוא תעודות חוב צמודות למט"ח; תעודות אלה הן מעין איגרות חוב, הנושאות ריבית משתנה המבוססת על ריבית הלייבור. מכשיר פיננסי זה נותן אפשרות לסחור באופן שוטף בדולר או באירו לפי שערם היציג. החברות המנפיקות הפקידו את תמורות ההנפקה בפיקדונות מט"ח בבנקים בארץ והן זכאיות לבצע בכל עת רכישה חוזרת כפויה של תעודות ההתחייבות.

3. איגרת חוב הנסחרת בדולרים

זוהי איגרת חוב שהמסחר בה מתנהל על פי **שערו הרציף** של הדולר וניתן לסחור בה בכל שעות המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב - להבדיל מנכסים אחרים, שערכם נקבע על פי השער היציג, המפורסם אחת ליום. כגיבוי לאיגרות אלה הפקידה החברה המנפיקה את תמורתן בפיקדונות דולריים בבנקים בארץ. לאיגרות חוב מסוג זה מספר יתרונות: ראשית, זהו נייר סחיר פשוט לתפעול החייב במס של 15% על הריבית בלבד, בעוד שבשאר סוגי איגרות החוב המס גבוה יותר. שנית, הוא מאפשר לציבור לקבל ציטוטים לשער החליפין עבור כל סכום ברציפות במשך כל היום; לפני שאיגרת זו הונפקה היה ניתן לקבל ציטוטים רק בחדרי העסקאות של הבנקים, ורק עבור עסקאות גדולות. ואכן, מאז הנפקתה ירדו המרווחים בין מחיר הקניה למחיר המכירה מ-0.8 אגורות בחדרי העסקאות של הבנקים ל-0.2 אגורות. המחזיקים העיקריים באיגרת זו הם תאגידים עסקיים וקרנות נאמנות המנועות מלהחזיק נכסים לא סחירים כפיקדונות. סחירותה של האיגרת מובטחת באמצעות חברה בת של המנפיקים, המתפקדת כ"עושה שוק" בשוק המט"ח.

4. קרנות נאמנות כמכשיר פיננסי חלופי לפיקדונות במטבע חוץ

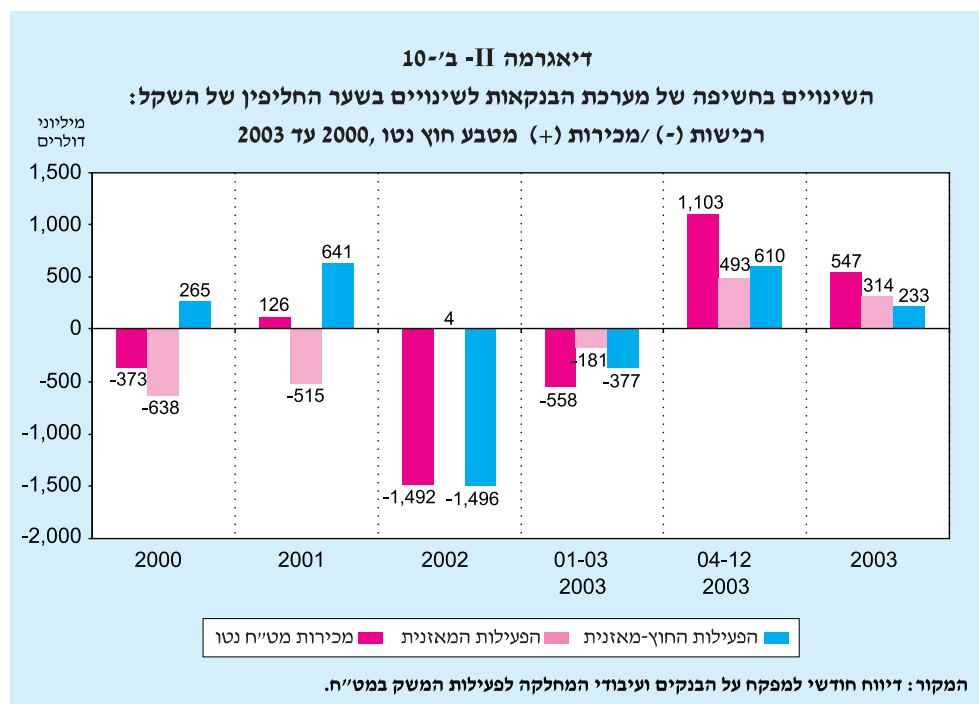
ב-2003 הוקמו קרנות נאמנות צמודות למט"ח ונקובות במט"ח המשקיעות באיגרות חוב זרות ומיועדות לספק הגנה משינויים בשער החליפין. המניע העיקרי להשקעה בקרנות אלו הוא האפשרות להחליף פיקדונות נקובים במט"ח וצמודים למט"ח, לרבות תכניות חיסכון - אפיקים שנוילותם ותשואתם נמוכות - בנכסים שנוילותם ותשואתם גבוהות יותר, החשופים לסיכון נמוך של שינויים במחיר, וכל זאת בעלות נמוכה משל החזקת פיקדונות. הצבירה בקרנות מסוג זה הסתכמה בשנת 2003 בכ-600 מיליוני דולרים, מתוך צבירה של כ-700 מיליונים בקרנות המט"ח בכללן.



נמשכו לסירוגין עד יולי 2003. הן הסתכמו בכ-290 מיליוני דולרים עד חודש יוני, ושינו כיוון באוגוסט 2003: אז החלו תושבי חוץ לממש את השקעותיהם באיגרות חוב אלו ואת רווחי ההון שנוצרו עם ירידת תשואותיהן במהלך המחצית השנייה של השנה, במקביל לעליית התשואות בשווקים המפותחים.

3. הפעילות של מערכת הבנקאות במטבע חוץ

יתרת החשיפה הכוללת של מערכת הבנקאות לשינויים בשער החליפין של השקל הסתכמה בסוף שנת 2003 בעודף נכסים על התחייבויות במט"ח בסך 0.5 מיליארד דולרים⁴ שמשמעותה חשיפה לייסוף השקל. היקף החשיפה הוא תוצאת השילוב של הפעילות המאזנית לסוגיה והפעילות החוץ-מאזנית של הבנקים בעסקאות עתידיות ובאופציות שקל-מט"ח (דיאגרמה II ב'-9). לאורך



חלק II - ב', פעילות תושבי ישראל במט"ח ותושבי חוץ בשקלים

שנת 2003, כמו בעבר, שמרו הבנקים על עודף נכסים נמוך ביחס להיקף נכסיהם במט"ח, אך גבוה משמעותית מאשר בתקופות קודמות. השינוי החודשי המרבי בחשיפה היה 0.6 מיליארד דולרים (דיאגרמה II ב'-10).

מערכת הבנקאות מנהלת את פעילותה בשוק המט"ח תוך הימנעות מחשיפה גבוהה לסיכונים שער חליפין לאורך זמן. פעילותם של הבנקים בשוק זה מתבצעת תוך בקרה על חשיפתם הכוללת לסיכונים אלו והימנעות מחריגה מרמת החשיפה הנקבעת כמותית על ידי הנהלותיהם. עם זאת, השנה, בשונה מהתנהגותם בשנים קודמות, התאימו הבנקים את עודף נכסיהם במידה משמעותית להערכתם את התפתחות שער החליפין. כך, מנובמבר 2002 ועד מארס 2003 - על רקע העלייה בסיכון שער החליפין והציפיות לפיחות, שמקורן באי הוודאות לגבי המלחמה עם עיראק רכשו הבנקים מט"ח נטו משקלים בהיקף של כמיליארד דולרים והגדילו את עודף נכסיהם במט"ח עד לרמת שיא של 1.7 מיליארדי דולרים במארס. לעומת זאת, מחודש אפריל ועד סוף השנה (להלן: "התקופה השנייה") - תקופה המאופיינת ביציבות ובכוחות שדחפו לייסוף השקל מכרו הבנקים מט"ח נטו בהיקף של כ-1.1 מיליארדי דולרים, וכתוצאה מכך הקטינו את עודף נכסיהם במט"ח.

המעבר של הבנקים בין מגזרי הפעילות, המאזני והחוץ-מאזני, לצורך שמירה על חשיפה נמוכה, היה בשנת 2003 שונה בין הרביע הראשון של השנה לשאר חודשיה מפני שינויים מהותיים שחלו בין שתי תקופות אלה בפעילות של הציבור - תושבי ישראל ותושבי חוץ-מול הבנקים.

הפעילות המאזנית - ברביע הראשון של שנת 2003 רכשו הבנקים מט"ח נטו בהיקף של כ-0.2 מיליארד דולרים סכום המשקף את רכישות המט"ח מתושבי חוץ ואת מכירות המט"ח לתושבי ישראל בתקופה זו; עיקר פעילותם המאזנית של תושבי ישראל התבטאה בפירעונות אשראי במט"ח והפקדה בפיקדונות בארץ בהיקף של כ-0.5 מיליארד דולרים, ושל תושבי חוץ במשיכות מט"ח מפיקדונותיהם⁵ בארץ בהיקף דומה. פעילות הנוסטרו של הבנקים מימוש איגרות חוב זרות, פקיעת איגרות חוב "גלובע" והקטנת פיקדונותיהם בבנק ישראל עקב ביטול חובת הנזילות המשנית - הסתכמה ברכישות מט"ח נטו בהיקף של 1.4 מיליארדי דולרים ואלה הופקדו בבנקים זרים בחו"ל.

פעילותם של הבנקים במכשירים הפיננסיים החוץ-מאזניים - עסקאות עתידיות ואופציות שקל-מט"ח, המשמשות כלי מרכזי לניהול החשיפה - הסתכמה ברביע הראשון של שנת 2003 ברכישות מט"ח נטו בהיקף של כ-0.4 מיליארד דולרים, בעיקר מתושבי חוץ. השילוב של הפעילות המאזנית והחוץ מאזנית ברביע הראשון של 2003 הסתכם ברכישות מט"ח נטו על ידי הבנקים בהיקף של 0.6 מיליארד דולרים, שהגדילו את חשיפתם לייסוף השקל לרמת שיא של 1.7 מיליארדים מהסיבות שנוכרו לעיל.

בפעילותם המאזנית של הבנקים ב"תקופה השנייה" של שנת 2003 נרשמה מגמה הפוכה לפעילותם ברביע הראשון של 2003; "התקופה השנייה" הסתכמה במכירות מט"ח בהיקף של כ-0.5 מיליארד דולרים בעיקר לתושבי ישראל, אשר, בדומה לרביע הראשון, פרעו אשראי והפקידו בפיקדונות מט"ח, אולם בהיקפים גבוהים יותר. בפעילות הנוסטרו נטו, שהיקפה נגזר מפעילות הבנקים מול תושבי ישראל, תושבי חוץ ובנק ישראל, רכשו הבנקים איגרות חוב זרות בחו"ל.

5 ראו פרוט בחלק I, מאזן תשלומים, בפרק החשבון הפיננסי.

לוח II-ב'-1

השינויים בחשיפה של מערכת הבנקאות לשינויים בשער החליפין של השקל 2000 עד 2003

(תנועות הנגזרות משינויים ביתרות, במיליוני דולרים)

	2003		2002	2001	2000		
	01-03	04-12					
1.	-558	1,103	547	-1,492	126	-373	מכירות מט"ח נטו (2+3)
2.	-181	493	314	4	-515	-638	(גידול של עודף ההתחייבויות במט"ח) בפעילות המאזנית ² (2.1-2.4)
2.1	-346	57	-289	-181	-1,022	1,178	מול ציבור תושבי חוץ
2.2	310	1,056	1,367	-1,480	-1,774	-732	מול ציבור תושבי ישראל
2.3	672	219	892	924	-182	346	מול בנק ישראל
2.4	-817	-839	-1,656	741	2,463	-1,430	נוסטרו ³
3.	-377	610	233	-1,496	641	265	בפעילות החוץ-מאזנית (3.1+3.2)
3.1	3	-326	-323	-798	597	11	עסקאות עתידיות
3.2	-380	936	556	-698	44	254	אופציות שקל-מט"ח (במונחי נכס הבסיס, מחושב על פי דלתא)

1. החשיפה מוגדרת כיתרת עודף התחייבויות על נכסים במט"ח, בסימן חיובי. השינוי בחשיפה הוא השינוי ביתרת עודף זה, הנובע מתנועה; גידול של עודף זה מוגדר כמכירת מט"ח נטו כנגד שקלים על ידי הבנקים ומוצג בסימן חיובי. לעומת זאת, הפחתה בעודף זה מוגדרת כרכישת מט"ח נטו מהציבור על ידי הבנקים ומוצגת בסימן שלילי.
2. בפעילות המאזנית, סימן חיובי מייצג עודף מקורות (צבירה בפיקדונות ופירעון אשראי) על שימושים במט"ח, מנקודת המבט של הבנקים, כלומר מכירת מט"ח נטו לציבור. סימן שלילי מייצג עודף שימושים (משיכה מפיקדונות ונטילת אשראי) על מקורות במט"ח, כלומר מכירת מט"ח נטו לציבור.
3. כולל: פיקדונות בין-בנקאיים בחו"ל נטו, השקעה נטו באיגרות חוב בחו"ל ובאיגרות חוב צמודות למט"ח בארץ והשינוי בהשקעה במניות בשלוחות.

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

גם פעילותם של הבנקים במכשירים הפיננסיים החוץ מאזניים הייתה במגמה הפוכה לזו של הרביע הראשון: בעוד שברביע הראשון הם רכשו מט"ח בפעילות החוץ-מאזנית, הרי שמחודש אפריל ועד סוף השנה הם מכרו מט"ח, בעיקר באמצעות אופציות שקל-מט"ח, מרביתן לתושבי חוץ. השילוב של הפעילות המאזנית והחוץ מאזנית בתקופה השנייה של 2003 הסתכם במכירות מט"ח נטו בהיקף של 1.1 מיליארדי דולרים, שהקטינו את חשיפתם של הבנקים לייסוף השקל בשיעור ניכר, לכ-0.5 מיליארד בלבד בסוף השנה. לסיכום- בשנת 2003 הקטינו הבנקים את חשיפתם לשינויים בשער החליפין לעומת סוף שנת 2002 בכ-0.7 מיליארד דולרים; הבנקים מכרו מט"ח נטו הן בפעילותם מאזנית, בעיקר לתושבי ישראל, והן בפעילותם החוץ-מאזנית, בעיקר לתושבי חו"ל.