

פרק II-ב' הפעילות של תושבי ישראל במטבע חוץ ושל תושבי חוץ בשקלים³

1. פעילות המגזר הפרטי הלא-בנקאי במטבע חוץ

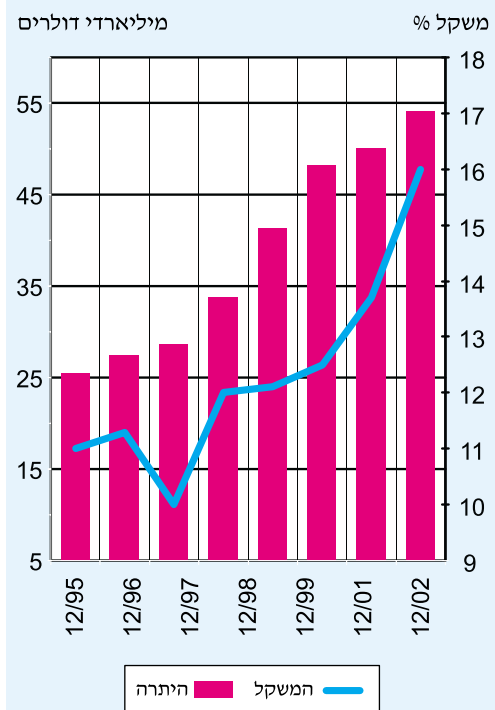
תיק הנכסים וההתחייבויות של הציבור במטבע חוץ

יתרת הנכסים של הסקטור הפרטי הלא-בנקאי במט"ח גדלה בשנת 2002 בכ-4 מיליארדי דולרים, גידול של כ-8% לעומת כ-4% בלבד אשתקד - ועמדה בסוף השנה על כ-54 מיליארדים. כ-60 אחוזים מיתרה זו מוחזקים בחו"ל - השקעות במניות (כ-12% מהיתרה), איגרות חוב זרות והשקעות אחרות - וכ-40% מוחזקים בפיקדונות מט"ח בארץ ובעסקאות עתידיות שקל-מט"ח. משקלה של יתרה זו בתיק הנכסים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי עלה בשנת 2002 בקצב מהיר (בעיקר בגלל הפיחות) - מכ-14% לכ-16%, בהמשך למגמת עלייה מתונה מסוף שנת 1997. גידולו של רכיב המט"ח בתיק הנכסים של הציבור מוסבר בתהליכי הדיסאינפלציה, הליברליזציה והרפורמות במיסוי, שכולם פעלו בכיוון זה (דיאגרמה II-ב-1).

השוואת ההתפלגות המגזרית של יתרת הנכסים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי בחו"ל בשנת 2002 מול שנת 2001 מצביעה על עליית חלקם של משקי הבית ושל המשקיעים המוסדיים ועל ירידת חלקו של המגזר העסקי, בניגוד לעליית חלקו מאז 1998 (דיאגרמה II-ב-2).

העלייה ביתרת הנכסים במט"ח בשנת 2002 נובעת מגידול היקפם של הנכסים בחו"ל באמצעות רכישת איגרות חוב וצבירה בפיקדונות של משקי בית בחו"ל (דיאגרמה II-ב-3); ביתרת הנכסים בארץ לא נרשם השנה שינוי משמעותי, אך הנכסים הנקובים במט"ח גדלו ב-1.3 מיליארדים, והנכסים הצמודים למט"ח ירדו בהיקף דומה.

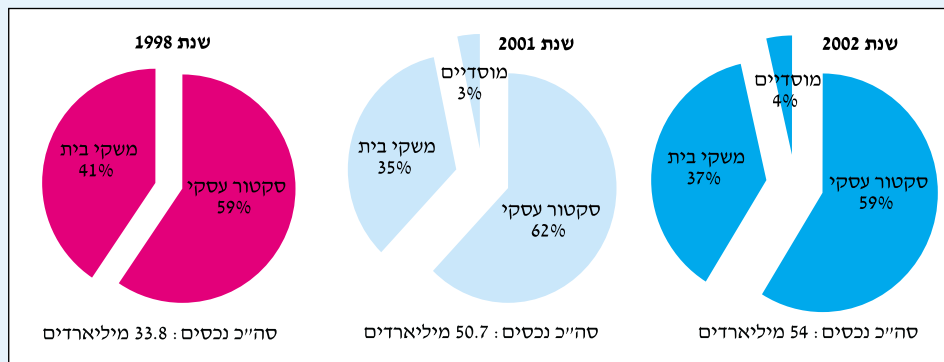
דיאגרמה II ב'-1
יתרת הנכסים במטבע חוץ* של המגזר הפרטי
הלא-בנקאי ומשקלה בסך כל תיק הנכסים
(מטבע חוץ+שקלים)
דצמבר 1995 ועד דצמבר 2002



* כולל רכישות מט"ח נטו באמצעות עסקאות עתידיות

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.

דיאגרמה II ב'-2
התפלגות יתרת הנכסים במט"ח של המגזר הפרטי הלא בנקאי,
שנים 1998 ו-2002

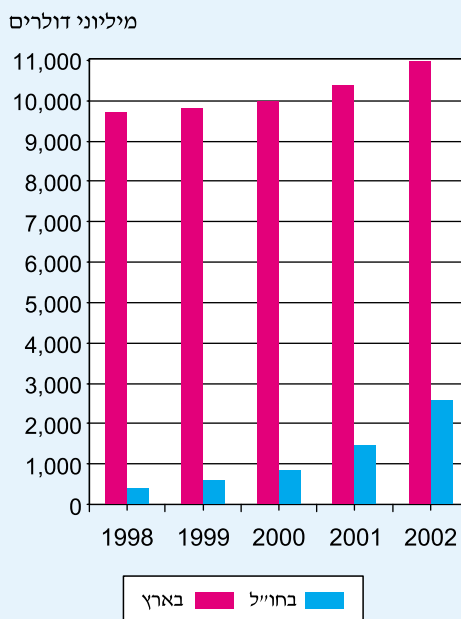


המקור: דיווחי הבנקים לבנק ישראל ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח

במקביל להמשך גידולם של הנכסים במט"ח, גדלה ב-2002 גם יתרת ההתחייבויות במט"ח בכ-2.6 מיליארדים, גידול של כ-6% - קצב מהיר מזה של אשתקד - ועמדה בסוף השנה על כ-46.2 מיליארדי דולרים, מהם כ-67% אשראי במט"ח ממערכת הבנקאות בישראל. מקורו העיקרי של גידול ההתחייבויות הוא גידולו של אשראי זה.

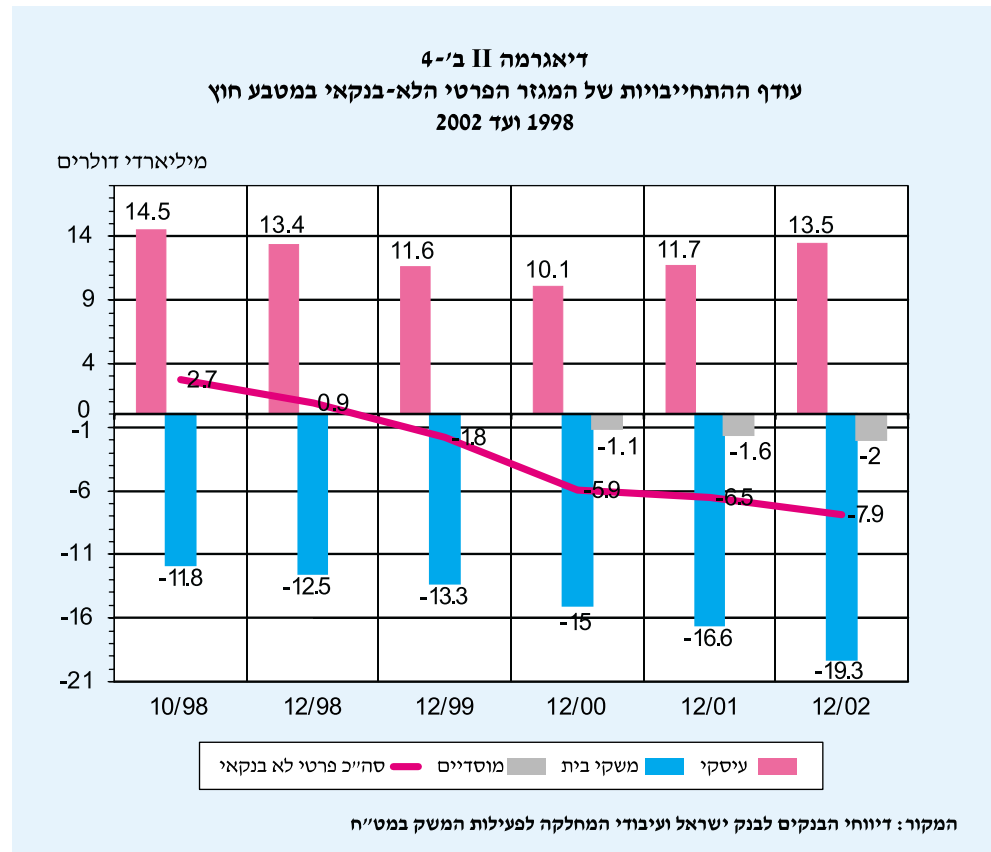
בסך הכול גדלה בשנת 2002 יתרת עודף הנכסים של המגזר הפרטי הלא-בנקאי במט"ח על ההתחייבויות במט"ח בכ-1.4 מיליארדי דולרים, בהמשך למגמת גידולה בשנים האחרונות, והיא עמדה בסופה על כ-7.9 מיליארדי דולרים. עודף זה - המהווה אומדן של המגזר לחשיפה לשינויים בשער החליפין של השקל - מאופיין בשונות רבה; זאת משום שמגזר זה מורכב ממשקי בית (הפועלים במישרין ובאמצעות קרנות נאמנות), ממשקיעים מוסדיים (קופות גמל ופיצויים, קרנות השתלמות, קופות פנסיה וחברות ביטוח) ומתאגידים (חברות עסקיות ומלכ"רים). בכיווני החשיפה לשינויים בשער החליפין יש שוני בין שלושת תת המגזרים וגם בתוך תת-מגזר התאגידים: בעוד שליחידים, למוסדיים ולחלק מן התאגידים עודף נכסים במט"ח, המהווה חשיפה לייסוף בהיקף

דיאגרמה II ב'-3
יתרת פיקדונות במט"ח של משקי בית



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

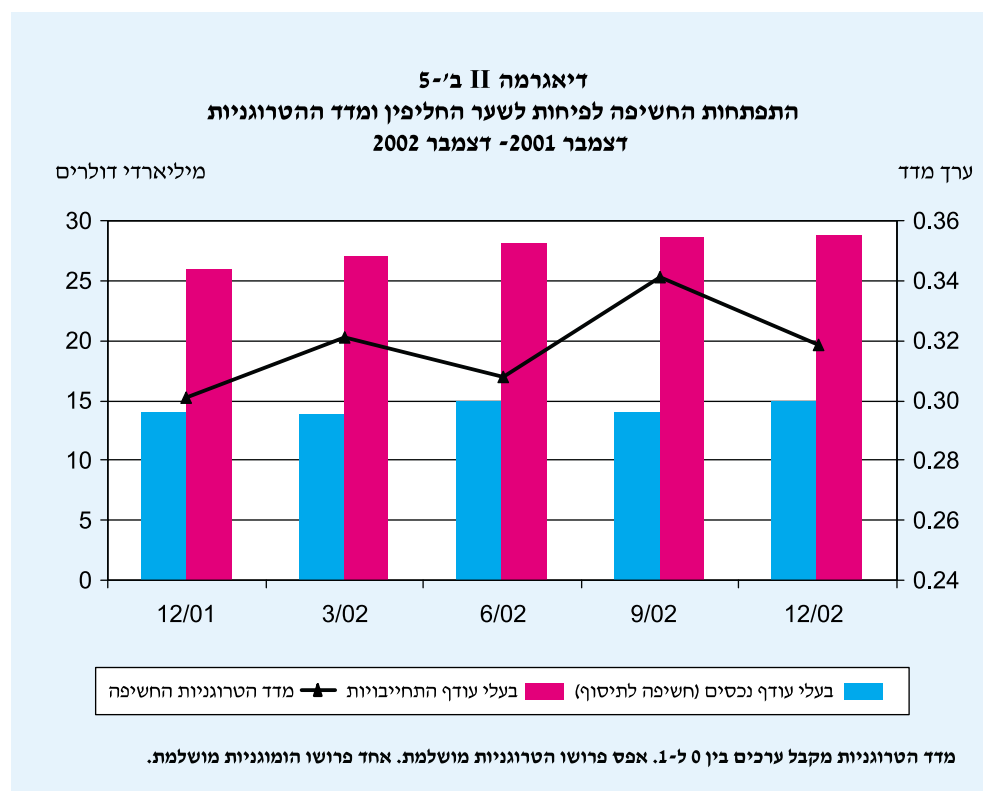
המסתכם בכ-36 מיליארדי דולרים, מצויים תאגידים אחרים בעודף התחייבויות במט"ח, כלומר חשופים לפיחות, בהיקף של כ-28 מיליארדי דולרים. שונות זו בכיווני החשיפה תורמת ליציבות השוק (דיאגרמה II-ב-4).



א. המגזר העסקי

יתרת החשיפה של
המגזר העסקי לפיחות
השקל המשיכה לגדול.

המגזר העסקי הגדיל בשנת 2002 את עודף התחייבויותיו במטבע חוץ בכ-1.8 מיליארדי דולרים. עד לרמה של 13.5 מיליארדים בסוף השנה. עודף זה, המבטא את חשיפתו של המגזר לפיחות בשער החליפין, ירד ברציפות מאמצע 1997 ועד דצמבר 2000 בכ-4.4 מיליארדי דולרים, אך התרחב החל משנת 2001 בכ-3.4 מיליארדי דולרים. המגזר העסקי הוא קבוצה הטרוגנית, הכוללת חברות בעלות עודף נכסים - החשופות לייסוף בשער החליפין (בעיקר חברות מנפיקות וחברות יצואניות) - וחברות בעלות עודף התחייבויות, החשופות לפיחות בשער (בעיקר חברות מענפי המסחר, התשתיות והבנייה). מבחינת התפלגות החשיפה בין קבוצת החברות בעלות עודף התחייבויות לקבוצת החברות בעלות עודף נכסים עולה, כי התפלגות החשיפה לפיחות ולייסוף בין שתי הקבוצות מאוזנת יותר משהייתה בשנת 1997, והדבר תורם ליציבותו של שוק השקל-מט"ח; אך בשנת 2002 ירדה ההטרוגניות של החשיפה: בעלי עודף נכסים הגדילו את נכסיהם נטו בכמיליארד דולרים לרמה של כ-15 מיליארדי דולרים (דיאגרמה II-ב' 5), לעומת זאת, בעלי עודף התחייבויות הגדילו אותן נטו בכ-3 מיליארדי דולרים לרמה של 29 מיליארדים, בעיקר באמצעות נטילות נטו של אשראי במט"ח (גידול



של כ-2 מיליארדים). בעוד שמספר החברות בעלות עודף הנכסים במט"ח אינו גדול, מספר החברות בעלות עודף ההתחייבויות במט"ח הוא גדול, ובאחדות מהן החשיפה לפיחות גדולה במיוחד.

(1) האשראי במטבע חוץ

יתרת האשראי במט"ח עמדה בסוף שנת 2002 על כ-41 מיליארדי דולרים, ומשקלה בסך האשראי למגזר העסקי עלה בהשוואה לזה של סוף שנת 2001 - כ-37%. במחצית הראשונה נרשמה עלייה של כ-2 נקודות אחוז במשקל האשראי במט"ח, אך במחצית השנייה, למרות התרחבות פער הריביות, ירד משקלו - ככל הנראה, בגלל הרמה הגבוהה של הסיכון. השינויים במשקל האשראי במט"ח בסך האשראי הושפעו גם משינויים בשער החליפין - פיחות מואץ במחצית הראשונה וייסוף מתון בשנייה (דיאגרמה II-ב'-6).

נטילות האשראי במט"ח נטו ממערכת הבנקאות המקומית הסתכמו בשנת 2002 בכ-1.6 מיליארדי דולרים - ירידה של כמיליארד דולרים לעומת אשתקד. במחצית הראשונה הסתכם אשראי זה ב-900 מיליוני דולרים - מזה כ-600 מיליונים אשראי לטווח קצר מאוד (חח"ד). פיזור הנטילות בין החברות בתקופה זו היה רחב. במחצית השנייה של השנה, למרות התרחבות פער הריביות, הצטמצמו נטילות אלו והתרכזו במספר קטן יחסית של חברות. את הירידה בנטילות האשראי ניתן לייחס גם לאי-נכונות של הבנקים להעניק אשראי בתקופה זו בגלל גידול הסיכון. ההתפלגות המטבעית של האשראי במט"ח מראה, כי, בדומה לשנת 2001, רוב האשראי ניטל בדולרים, ואילו ביינים יפניים נמשכו גם השנה הפירעונות נטו.

(2) הפיקדונות במטבע חוץ

בשנת 2002 נצברו בפיקדונות המגזר העסקי במט"ח בארץ ובחו"ל כ-600 מיליוני דולרים - היקף קטן ביחס לשנת 2001, שבה צבר המגזר העסקי כ-2 מיליארדי דולרים בפיקדונות בחו"ל. יתרת הפיקדונות של מגזר זה בארץ ובחו"ל עמדה בספטמבר 2002 על 13.4 מיליארדי דולרים. החברות שהנפיקו בעבר המשיכו השנה למשוך מט"ח מפיקדונותיהן בחו"ל. (ראו הרחבה בתיבה I-ג'1, בפרק החשבון הפיננסי).

(3) ההשקעה במכשירים נגזרים

המכשירים הפיננסיים הנגזרים משער החליפין שקל-מטבע חוץ כוללים אופציות סחירות ולא-סחירות ועסקות פורוורד. (על התפלגות ההחזקות במכשירים

אלה ראו תיבה II-א'1). הניתוח להלן מתייחס לפעילות של המגזר העסקי בערוץ הלא-סחיר, כלומר מול הבנקים בלבד ("מעבר לדלפק").

בחדשים ינואר ופברואר גדלה יתרת

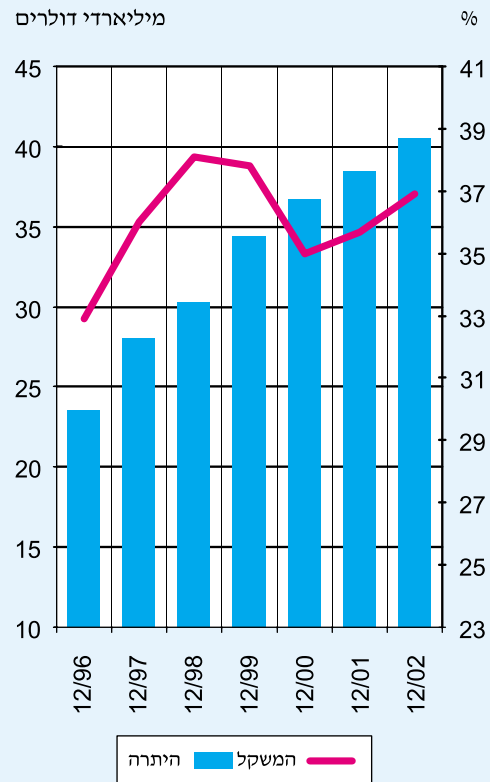
ההחזקות הן באופציות PUT והן באופציות CALL. לאחר מכן ועד לחודש יוני הצטמצמה יתרת ההחזקות באופציות (דיאגרמות II-ב'7 ו-II-ב'8).

במחצית השנייה של השנה המשיכה יתרת ההחזקות באופציות CALL לקטון מעט, בעוד שיתרת ההחזקות באופציות PUT התייצבה. הירידה ביתרות בהשוואה למחצית הראשונה יכולה להצביע על ירידה מסוימת של רמת אי-הוודאות בשווקים.

יתרת הרכישות של מט"ח על ידי המגזר העסקי ממערכת הבנקאות באמצעות עסקות פורוורד נותרה יציבה במהלך המחצית הראשונה ברמה של כ-4.5 מיליארדי דולרים. יתרת המכירות של מטבע החוץ על ידי המגזר העסקי עלתה מ-1.7 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2001 ל-3.2 מיליארדים בפברואר 2002 (דיאגרמה II-ב'9). בין הפעילים המרכזיים בלטו חברות העוסקות בפעילות ריאלית (יצואנים ויבואנים) וגופים פיננסיים.

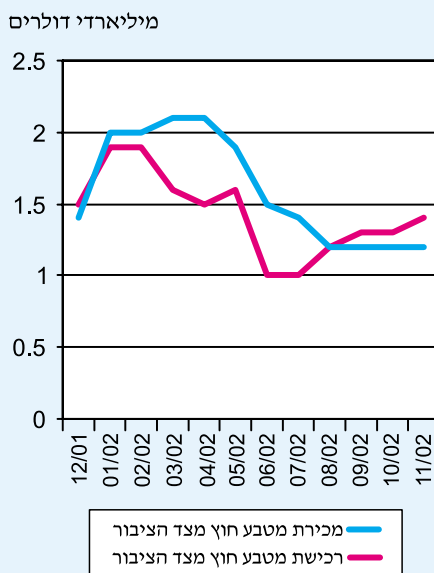
היתרה של רכישות מטבע החוץ באמצעות עסקות פורוורד ירדה

דיאגרמה II ב'-6
יתרת האשראי במטבע חוץ ומשקלה בסך כל האשראי של המגזר הפרטי הלא-בנקאי (מטבע חוץ+שקלים)

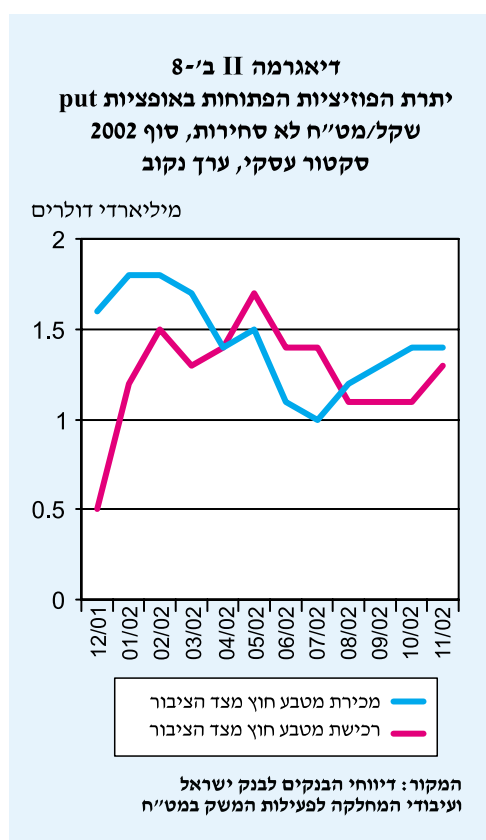
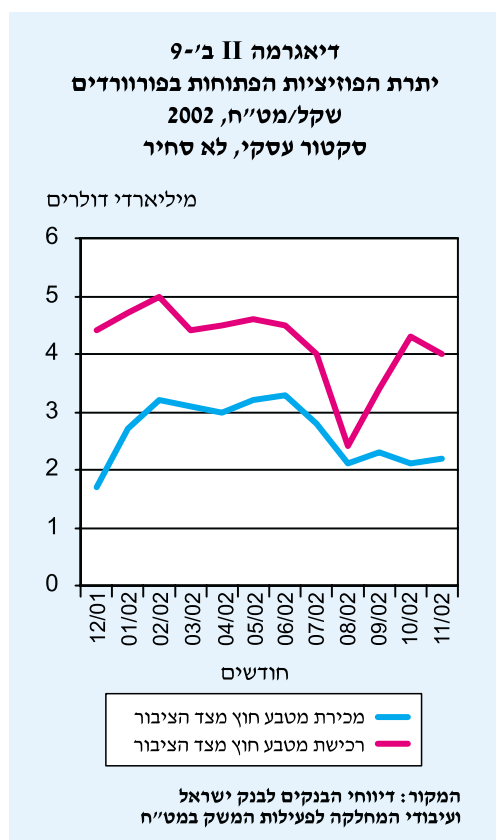


המקור: דיווחי הבנקים לבנק ישראל ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח

דיאגרמה II ב'-7
יתרת הפוזיציות הפתוחות באופציות call שקל/מט"ח לא סחירות, סוף 2002 סקטור עסקי, ערך נקוב



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



מרמה של כ-4.5 מיליארדי דולרים ביוני ל-2.4 מיליארדים באוגוסט, ושבה ועלתה לרמה של כ-4 מיליארדי דולרים בסוף השנה. יתרת מכירות מטבע החוץ ירדה עד חודש אוגוסט לרמה של 2.1 מיליארדים ונותרה יציבה מאז.

ב. משקי הבית

מגזר משקי הבית, המורכב בעיקרו מיחידים, מחזיק נכסים במט"ח במישרין, בעיקר בפיקדונות בבנקים, ובעקיפין, באמצעות קרנות נאמנות ומעט אשראי במט"ח, וחשוף לייסוף בשער החליפין. עודף נכסיו במט"ח עלה במהלך השנה בכ-2.7 מיליארדי דולרים, ויתרתו עמדה בסופה על 19.3 מיליארדים. כ-70% מיתרה זו מוחזקים בארץ, בעיקר בנכסים נקובים במט"ח, וכ-30% מוחזקים בחו"ל, בעיקר בפיקדונות ובאיגרות חוב זרות. שני רכיבים אלו גדלו השנה בקצב מהיר (ביותר מ-100%) ביחס לשנים האחרונות.

משקי הבית הגדילו את עודף הנכסים במט"ח, בעיקר באמצעות צבירה בקרנות נאמנות ובפיקדונות מט"ח בחו"ל.

(1) הפיקדונות במטבע חוץ

בשנת 2002 גדלו במידה ניכרת העברות המט"ח של משקי בית לפיקדונות בחו"ל. יתרת הפיקדונות בחו"ל עמדה בסוף שנת 2002 על 2.5 מיליארדי דולרים, לעומת 1.4 מיליארדים בסוף 2001. ניתוח ההתפתחויות מצביע על עלייה ניכרת בהעברות אלו, החל מחודש נובמבר 2001 - ממוצע חודשי של כ-110 מיליוני דולרים לעומת כ-20 מיליונים בעשרת החודשים הראשונים של 2001.

מספרם של היחידים הפעילים בחשבונות מול חו"ל בשנת 2002 גבוה מאשר אשתקד,

אך הריכוזיות ביניהם גדולה: 160 משקי בית, המהווים 5% מכלל משקי הבית הפעילים בחשבונות בחו"ל, העבירו קרוב לכ-40% מסך העברות המט"ח. בפיקדונות במט"ח בארץ לא חל שינוי מהותי.

(2) קרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה במטבע חוץ, בארץ ובחו"ל

יתרת ההשקעות במט"ח ובחו"ל של קרנות הנאמנות הסתכמה בסוף שנת 2002 בכ-3.2 מיליארדי דולרים (כולל אופציות שקל-מט"ח במונחי נכס הבסיס) והיוותה כ-33% מסך נכסיהן; כ-60% הושקעו בארץ וכ-40% בחו"ל. בסוף שנת 2001 הסתכם משקל הנכסים במט"ח ובחו"ל בכ-21%, 85% מהנכסים במט"ח הושקעו בארץ וכ-15% בחו"ל.

רכישת נכסים במט"ח של קרנות הנאמנות התבצעה רובה, 95%, באמצעות קרנות נאמנות המתמחות בהשקעה בנכסים במט"ח בארץ ובחו"ל. הצבירה של מגזר משקי הבית בקרנות נאמנות אלה הסתכמה בשנת 2002 בכמיליארד דולרים. במהלך המחצית הראשונה של השנה, מאז הפחתת ריבית בנק ישראל ב-2%, צברו משקי הבית 1.8 מיליארדי דולרים⁴. במהלך המחצית השנייה של השנה, סמוך להעלאת ריבית בנק ישראל בסוף יוני, נרשמו פדיונות בהיקף של 0.8 מיליארד דולרים⁵. כ-70% מהצבירה בקרנות המט"ח נרשמה בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בחו"ל, בעיקר משום שבארץ מגוון הנכסים במט"ח המותרים להשקעה על ידי הקרנות הוא קטן, כפי שיוסבר להלן. שאר הצבירה נרשמה בקרנות המתמחות במט"ח בארץ (דיאגרמה II-א'-7). את הממדים הגבוהים במיוחד של הצבירה במחצית הראשונה של השנה ניתן אולי לייחס למאמצי שיווק מיוחדים של מערכת הבנקאות, על רקע הפיחות בשער החליפין. באירועי פיחות קודמים הביקוש לנכסים במט"ח באמצעות קרנות הנאמנות תועל לקרנות המתמחות במט"ח בלבד; לעומת זאת בשנה הנסקרת, בעיקר במחציתה הראשונה, הגדילו מנהלי הקרנות את הנכסים במט"ח גם בקרנות נוספות: בקרנות האג"ח הגמישות עד כדי 25% מנכסי הקרנות, ושיעורים נמוכים יותר בקרנות השקליות, בעיקר באמצעות אופציות שקל-מט"ח.

השקעות קרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בנכסים במטבע חוץ בארץ

יתרת הנכסים של קרנות אלו הסתכמה בסוף שנת 2002 בכ-1.4 מיליארדי דולרים. הקרנות החזיקו השנה כ-60% מנכסיהן באיגרות חוב "גלבוץ", והשאר הושקע בנכסים שקליים סחירים ובאופציות שקל-מט"ח הנסחרות בשוק המעו"ף בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

השימוש הנרחב שעשו קרנות הנאמנות באופציות שקל-מט"ח בשנת 2002 היה, כאמור, פועל יוצא של מספר גורמים: (א). המגבלות שיוצרות תקנות ההשקעה, שבעטיין מיגוון הנכסים שבהם קרנות המתמחות במט"ח בארץ יכולות להשקיע הוא מוגבל: מחד גיסא, הן אינן רשאיות להשקיע בנכסים לא-סחירים, ומאידך, שוק איגרות החוב הסחיר הצמוד למט"ח מאופיין בהעדר הנפקות של פירמות. (ב). דלותו של היצע איגרות החוב הממשלתיות הצמודות למט"ח (מסוג "גלבוץ"), הנובעת ממדיניות הממשלה שלא להנפיק סדרות חדשות, וירידת תשואותיהן בתקופות של ביקוש נרחב להן פעלה להגדלת השימוש באופציות כמוצר תחליפי. (ג). הסחירות בשוק האופציות שקל-דולר: השוק נעשה סחיר יותר מאשר בעבר, כתוצאה מהצטרפותם של שחקנים רבים שגם כותבים

70% מהצבירה
בקרנות המט"ח
נרשמה בקרנות
המתמחות בהשקעה
בחו"ל

קרנות המט"ח בארץ
עושות שימוש נרחב
מאד באופציות
שקל-מט"ח סחירות

4 כ-500 מיליוני דולרים מסכום זה נצברו בשבוע האחרון של דצמבר 2001.
5 כ-200 מיליוני דולרים מסכום זה נמשכו מהקרנות בשבוע האחרון של יוני 2002.

וגם קונים אופציות. התפתחות זו בשוק אפשרה לקרנות לרכוש כמויות גדולות יותר מאשר בעבר.

השקעות קרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בחוץ לארץ

יתרת הנכסים של קרנות אלו הסתכמה בסוף שנת 2002 בכ-1.5 מיליארדי דולרים. הקרנות החזיקו השנה כ-85% מנכסיהן בניירות ערך זרים בחו"ל, בעיקר באיגרות חוב זרות, ואת השאר - בנכסים במט"ח בארץ.

בשנת 2002 החזיקו קרנות אלו מטבע חוץ בשיעור ממוצע של 90% מנכסי הקרן, בעיקר באמצעות רכישת מטבע חוץ נקוב שהופקד בחשבון העו"ש של הקרן, וכן באמצעות רכישת איגרות חוב זרות בחו"ל. ההשקעה בחו"ל של קרנות אלו בשנים קודמות - בשונה מקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בנכסי מט"ח בארץ, שנועדו מלכתחילה לשמש אפיק השקעה המגן מסיכונים שער חליפין בלבד - הייתה בעיקר במניות. השנה שימשו קרנות אלה תחליף לקרנות הנאמנות המתמחות במט"ח בארץ, כמוסבר לעיל, ולפיכך כ-75% מכספי הצבירה בהן הושקעו באיגרות חוב של ממשלות זרות בחו"ל המדורגות AAA, והשאר הוחזק בפיקדונות במטבע חוץ בארץ - כאמור, בריבית יומית, ובמיגוון של מטבעות. אסטרטגיית השקעה זו, שננקטה השנה לראשונה, קיצרה למעשה את משך החיים הממוצע של תיק ההשקעות והגדילה משמעותית את היכולת של הקרנות לנייד את השקעותיהן בין מטבעות וסוגי השקעות שונים ולנצל את ההיקף הגדול של נכסיהן בשנת 2002, כ-1.5 מיליארדי דולרים כאמור, לקבלת ריביות עודפות על השקעותיהן הנזילות. התשואה שהניבו קרנות אלו גבוהה מזו של קרנות המט"ח בארץ, בעיקר מפני ירידת התשואות של איגרות החוב "גלבווע", שהביקוש להן היה גדול מאוד, בייחוד במחצית הראשונה של השנה.

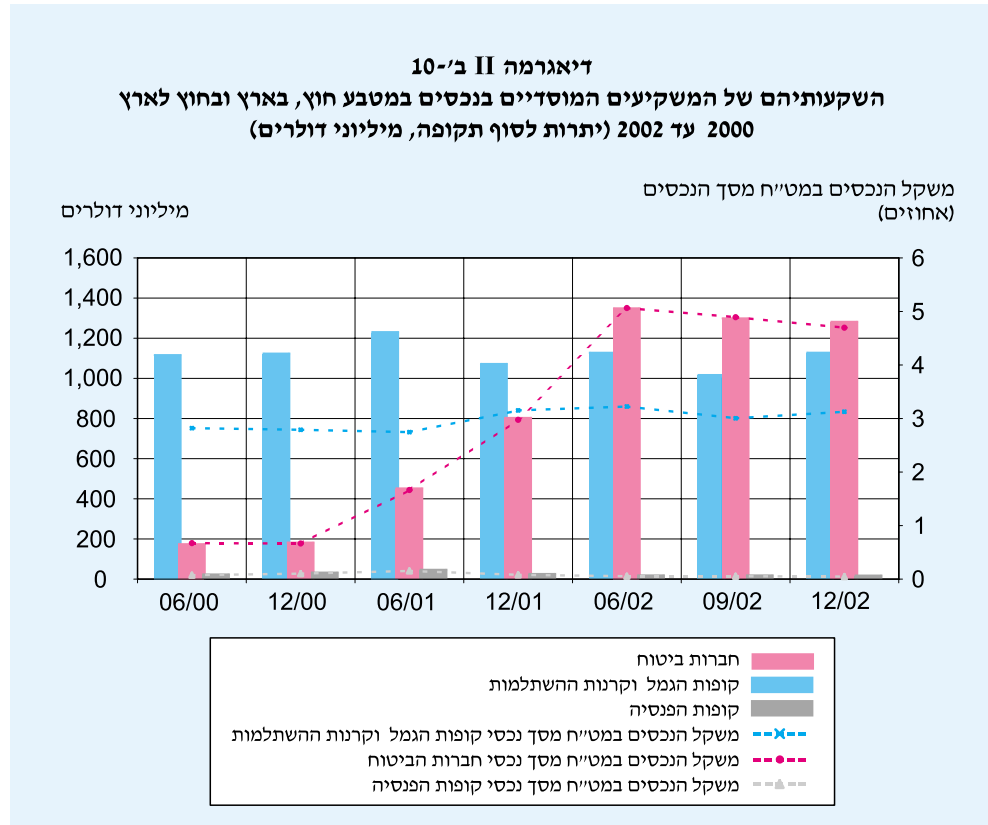
ג. המשקיעים המוסדיים

קבוצת המשקיעים המוסדיים מורכבת מקופות התגמולים והפיצויים, קרנות ההשתלמות, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח. במהלך שנת 2002 היו גופים אלה רשאים להשקיע בנכסים נקובים במט"ח ובחו"ל בשיעור של 20% מסך נכסיהם, לאחר שבשנים קודמות שיעור זה היה נמוך יותר. בתחילת שנת 2003 בוטלה גם שארית הגבלה זו.

יתרת השקעותיהם של המשקיעים המוסדיים בנכסים במט"ח הסתכמה השנה בכ-2.4 מיליארדי דולרים, שהיוו כ-2.5% מסך נכסיהם; כ-45% מושקעים בחו"ל, והשאר בנכסים במט"ח, נקובים וצמודים, 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-5%, בהתאמה, מסך נכסיהן, משקיעות קרנות הפנסיה בנכסים אלו כ-0.1% בלבד, וזאת בעיקר משום שקרנות הפנסיה הישנות מנועות מלהשקיע בחו"ל, מסיבות רגולטוריות (דיאגרמה II-ב' 10).

במחצית הראשונה של השנה, מייד עם הורדת ריבית בנק ישראל ב-2% והעלאת התקרה המותרת להשקעה ל-20%, השקיעו המשקיעים המוסדיים, בעיקר חברות הביטוח, בחו"ל כ-800 מיליוני דולרים. עיקר ההשקעה הייתה באיגרות חוב זרות ובאיגרות חוב של חברות ישראליות הנסחרות בחו"ל, וזאת תוך הגדלת החשיפה של תיקי ההשקעות למט"ח וניצול פערי התשואות בין איגרות חוב "גלבווע" לאיגרות חוב בחו"ל. במחצית השנייה של השנה, עם העלאת ריבית בנק ישראל, נרשמו מימושים בסך כ-100 מיליוני דולרים.

ב-1 בינואר 2003 בוטלה ההגבלה הכמותית על השקעות בחו"ל של המשקיעים המוסדיים.



ההחלטה של הגופים המוסדיים להשקיע בחו"ל מושתתת בעיקרה על אסטרטגיה ארוכת טווח של פיזור השקעות וסיכונים, ולפיכך היא מושפעת, בטווח הארוך, מפערי המיסוי בין הארץ לחו"ל. בטווח הקצר, ציפיות לשינויים בשער החליפין, שינויים בפער הריביות בין השקל לדולר ומצב השווקים בחו"ל משפיעים על עיתוי ההשקעה. בהקשר זה יש לציין, שחברות הביטוח אינן מחויבות במס על רווחי ההון בחו"ל, בעוד שמשקיעים המוסדיים האחרים חייבים במס בשיעור 35%. שיעורי המס על רווחי הון בארץ ורווחי הון בחו"ל אשר חלים על קופות גמל יושוו בשנת 2006, כפי שנקבע בתקנות החדשות של מס הכנסה (הרפורמה במס), שנכנסו לתוקפן בתחילת 2003.

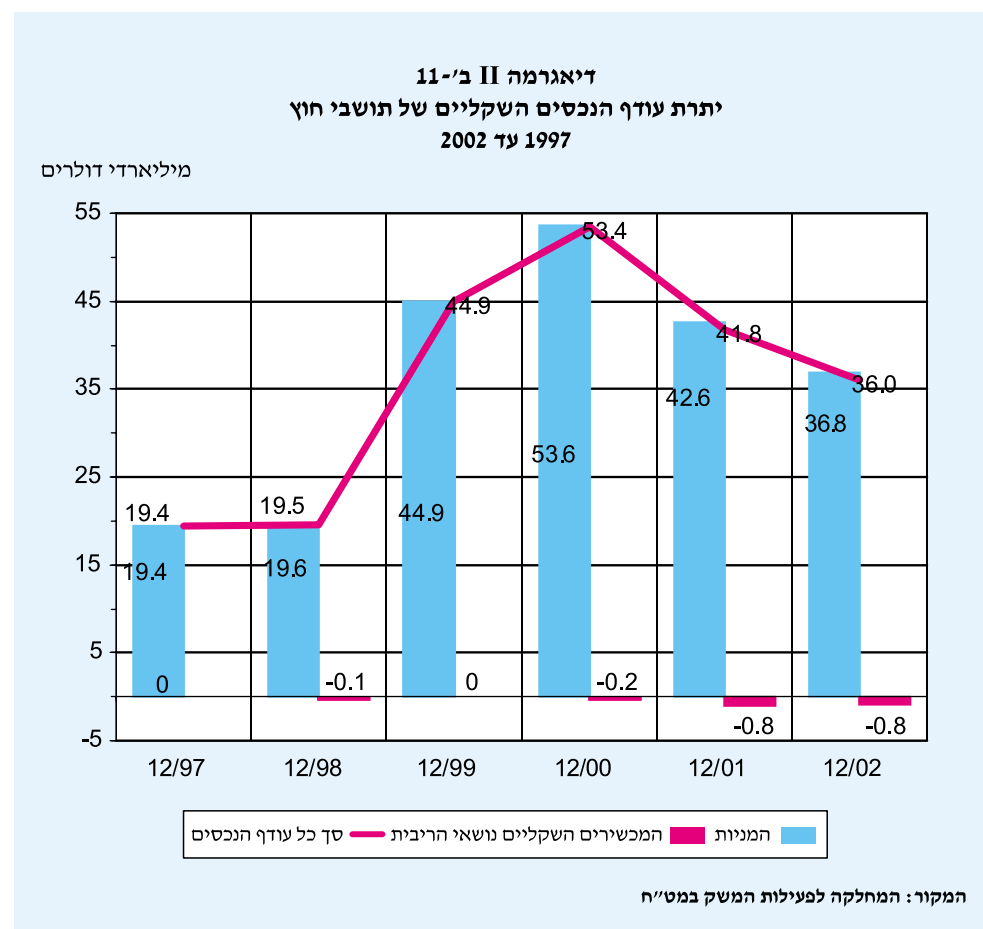
גופים אלה, למעט חברות הביטוח, רוכשים מכשירים פיננסיים נגזרים סחירים, בעיקר אופציות שקל-מט"ח לצורך גידור סיכונים שער חליפין, ובאמצעותם הם מגיבים על ציפיות לשינויים בשער החליפין. יתרת הפוזיציות הפתוחות באופציות שקל-מט"ח של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות הסתכמה בדצמבר 2002 בכ-250 מיליוני דולרים (ערך נקוב). פעילותן של חברות הביטוח במכשירים פיננסיים נגזרים שקל-מט"ח נרחבת מזו של שאר המשקיעים המוסדיים, משום שיש להן התחייבויות עסקיות מול חו"ל (מבטחי משנה, פוליסות עם תושבי חוץ וכו'). אשר אותן הן מגדרות מסיכון שער חליפין. יתרת הפוזיציות הפתוחות באופציות שקל-מט"ח של חברות הביטוח הסתכמה בדצמבר 2002 בכ-750 מיליוני דולרים.

2. הפעילות של תושבי חוץ בשקלים

יתרת עודף הנכסים השקליים של תושבי חוץ קטנה בשנת 2002 בכ-6 מיליארדי דולרים. זאת בהמשך לירידה של כ-12 מיליארדים בשנת 2001, בעיקר בעקבות ירידת מחירי המניות. יתרה זו עמדה בסוף השנה על כ-36 מיליארדי דולרים (דיאגרמה II-ב'-11), והיא מורכבת משני חלקים:

(1) החזקת מניות של חברות ישראליות בסכום של כ-36 מיליארדי דולרים - היקף ניכר המוסבר בביקושים העולמיים לטכנולוגיות ישראליות ובהתגברות תהליכי הליברליזציה והגלובליזציה בשנים האחרונות.

(2) עודף התחייבויות במכשירים שקליים הנושאים ריבית, לרבות איגרות חוב שקליות ועסקאות עתידיות שקל-מט"ח, בסך של 0.7 מיליארד דולרים. מתוך מכשירים אלו הרכיב של פיקדונות ואשראי שקלי היה ונשאר זניח לאורך כל שנות פעילותם של תושבי חוץ במשק, ואילו הרכיב של עסקאות עתידיות שקל-מט"ח הלך וגדל מאז הרביע האחרון של שנת 2000 ועד סוף שנת 2001. בשנת 2002 נותרה יתרת הרכישות העתידיות כמעט ללא שינוי ביחס ליתרה בסוף 2001: הרכישות נטו במחצית הראשונה של השנה התקוו על ידי מכירות נטו במחצית השנייה.



הפעילות במכשירים קצרי טווח

עסקאות עתידיות

מאז אוקטובר 2000 פועלים תושבי חוץ בעסקאות עתידיות שקל-מט"ח בהיקפים גדולים. פעילות זו התאפשרה בעקבות ביטול המגבלה שחלה על עסקאות עתידיות הנקובות במט"ח לתקופות שמעל 30 יום, מגבלה שהייתה מעוגנת בהוראות הפיקוח על מט"ח עד לספטמבר 2000. בעוד שרמת העסקאות העתידיות הצמודות נותרה זניחה, גדלה במידה ניכרת יתרת הרכישות העתידיות הנקובות במט"ח (מכירת שקלים עתידית) המוחזקות בידי תושבי חוץ - מכ-60 מיליוני דולרים בספטמבר 2000 לכ-1.9 מיליארדי דולרים בסוף 2001. בשנת 2002 הייתה הפעילות נטו של תושבי חוץ בעסקאות עתידיות לא אחידה - במחצית הראשונה של השנה הם רכשו נטו מטבע חוץ, ובמחצית השנייה של השנה מכרו נטו בהיקף דומה, יתרת הרכישות העתידיות עמדה בסוף 2002 על 1.2 מיליארדי דולרים. התפלגות הפעילות של תושבי החוץ בעסקאות עתידיות היא בעלת אפיון מיוחד: כ-25 לקוחות גדולים, בדרך כלל גופים פיננסיים, הפועלים בשווקים שונים בעולם, מרכזים את עיקר הפעילות - חלקה עבור עצמם וחלקה עבור לקוחותיהם.

איגרות חוב שקליות

אל הפעילות בעסקאות העתידיות חברה השנה פעילות ערה באיגרות חוב ממשלתיות, על רקע העלייה החדה בתשואותיהן. שווין של איגרות החוב השקליות המוחזקות בידי תושבי חוץ הגיע בסוף ספטמבר 2002, לכ-340 מיליוני דולרים, לעומת כ-70 מיליונים בתחילת התקופה, והיווה 20% מתיק איגרות החוב למסחר בתל אביב, לעומת 4% בתחילתה. גידולה של יתרת איגרות החוב נובע מהשקעות נוספות בסך 300 מיליוני דולרים שבוצעו על ידי מספר קטן של גופים פיננסיים תושבי חוץ (מרביתן על ידי גוף אחד). רוב הרכישות היו של שני סוגי איגרות חוב - מק"ם ו"שחר". רכישות המק"ם הסתכמו בכ-200 מיליוני דולרים, והרכישות של "שחר" הסתכמו בכ-150 מיליונים. הרכישות הגדולות, בשווי של 360 מיליוני דולרים, התבצעו בחודשים יוני ויולי, וחלקן (90 מיליונים) מומשו בחודשים אוגוסט וספטמבר. בעבר תושבי חוץ לא היו פעילים באיגרות החוב השקליות; עיקר פעילותם בריבית בעבר, וגם היום, התנהלה באמצעות עסקות החלף, וזאת בזכות העלויות הנמוכות, היכולת לבצע עסקאות בהיקפים גדולים והגמישות הגבוהה.

העסקאות במכשירים הקצרים (איגרות חוב ועסקאות עתידיות) מבוצעות ברובן על ידי מוסדות פיננסיים זרים, תוך יצירת פוזיציה קצרת טווח על שער החליפין או הריבית, שמטרתה להפיק רווחים משינוי הצפוי, להערכתם, בשער החליפין או הריבית. הפעילות של המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק השקל-מט"ח מרוכזת בידי מספר קטן של גופים פיננסיים - אך עם זאת ניכרת, בדרך כלל, הטרוגניות בפעילותם. כשמתרחשים אירועים המשפיעים על תפיסת הסיכון של ישראל - כגון דירוג המשק והרעה במצב הביטחוני, גדלה ההומוגניות בפעילות המוסדות הזרים. נראה כי הערכת סיכון שער החליפין של תושבי חוץ שונה מזו של תושבי ישראל, ולכן פעילותם, שברובה ספקולטיבית, תורמת לשכלול שוק השקל-מט"ח - מעמידה אותו ומוסיפה שחקנים גדולים בעלי הערכות מגוונות.

אל הפעילות
בעסקאות עתידיות
חברה השנה פעילות
ערה באיגרות חוב
ממשלתיות

3. הפעילות של מערכת הבנקאות במטבע חוץ

יתרת החשיפה הכוללת של מערכת הבנקאות לשינויים בשער החליפין של השקל, הסתכמה בסוף שנת 2002 בעודף נכסים על התחייבויות במט"ח בסך 1.5 מיליארדי דולרים⁶, שמשמעותה חשיפה לייסוף השקל. היקף החשיפה הוא תוצאת השילוב של הפעילות המאזנית לסוגיה והפעילות החוץ-מאזנית של הבנקים בעסקאות עתידיות ובאופציות שקל-מט"ח. לאורך שנת 2002, כמו בעבר, שמרו הבנקים על עודף נכסים נמוך, והשינוי החודשי המרבי בחשיפה היה 0.6 מיליארד דולרים (דיאגרמה II-ב' 12).

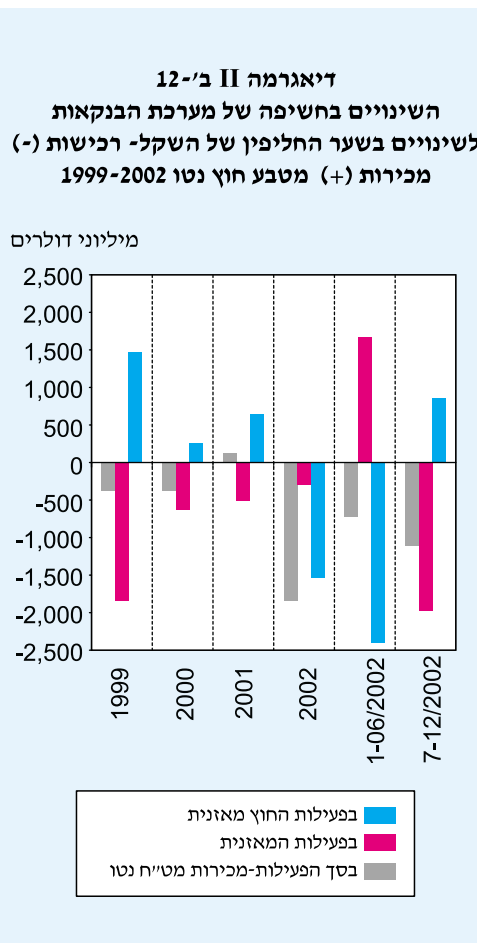
מערכת הבנקאות מנהלת את פעילותה בשוק מטבע החוץ תוך הימנעות מחשיפה לסיכונים שער חליפין לאורך זמן. פעילותם של הבנקים בשוק זה מתבצעת תוך בקרה על חשיפתם הכוללת לסיכונים אלו, והימנעות מחריגה מרמות החשיפה הנקבעות כמותית על ידי הנהלותיהם. הבנקים עושים שימוש נרחב בעסקאות חוץ-מאזניות ככלי מרכזי לניהול חשיפתם לשינויים בשער חליפין. זאת הודות למיגון הרחב של מכשירים אלה בשוק המט"ח ולזמינותם.

יתרת עודף הנכסים במט"ח של מערכת הבנקאות גדלה מ-0.2 מיליארד דולרים בסוף 2001 ל-1.5 מיליארד בסוף 2002, כתוצאה מרכישות מט"ח נטו בסכום של 1.8 מיליארדי דולרים, שקוּוּזוּ על ידי הפרשי שער שליליים. רכישות המט"ח נטו נמשכו לאורך שנת 2002 כולה אף כי התרכזו בעיקר במחצית השנייה.

התמרון של הבנקים בין מגזרי הפעילות לצורך שמירה על חשיפה נמוכה היה בשנת 2002 שונה לחלוטין מאשר בשנים קודמות, וכן ניכר שוני בין המחצית הראשונה של השנה לשנייה.

זאת בגלל שינויים מהותיים שחלו במחצית הראשונה בפעילות של ציבור תושבי ישראל ותושבי חוץ מול הבנקים, ובביקוש למט"ח לצורך השקעה בחו"ל, שינויים שחייבו את הבנקים להגיב באופן שונה מאשר בעבר.

הפעילות המאזנית במחצית הראשונה של שנת 2002 התאפיינה בעודף שימושים בפעילות מול תושבי ישראל ותושבי חוץ; תושבי ישראל נטלו אשראי במט"ח בהיקפים שעלו על פיקדונותיהם במט"ח, בסך כ-500 מיליוני דולרים. עודף השימושים בפעילות מול תושבי חוץ נבע ממשיכות מפיקדונותיהם בארץ (פת"ח) בסך כ-300 מיליוני דולרים. כנגד זאת נרשם ביקוש ניכר של תושבי ישראל למט"ח (רכישת מט"ח כנגד שקלים) לצורך



במחצית הראשונה,
מימשו הבנקים נכסים
נזילים במט"ח ופעלו
להגדלת ההפקדות
מחו"ל.

השקעות בנכסים בחו"ל, בעיקר על ידי קרנות הנאמנות. כדי לספק ביקושים אלה של תושבי ישראל, ובעיקר על רקע משיכות מפת"ח, שבמשך שנים רבות שימשו מקור מרכזי של מט"ח לבנקים, נקטו הבנקים מספר צעדים: האחד, מימשו נכסים נזילים בחו"ל, כלומר הקטינו את פיקדונותיהם בבנקים זרים בחו"ל ומימשו איגרות חוב זרות, וכן מימשו איגרות חוב צמודות למט"ח מהנוסטרו שלהם. השני - פעלו להגדלת ההפקדות של שלוחותיהם בחו"ל. תוצאת השילוב של פעילויות אלה הייתה עודף מקורות על שימושים בפעילות המאזנית בסך 1.6 מיליארדי דולרים, המשקף את מכירות המט"ח נטו של הבנקים לציבור במחצית הראשונה של שנת 2002, שהיו בהיקף חריג (לוח II-ב'-1).

לוח II-ב'-1

השינויים בחשיפה של מערכת הבנקאות לשינויים בשער החליפין של השקל, 1999 עד 2002

(תנועות הנגזרות משינויים ביתרות, במיליוני דולרים)

2002 *07-12	2002 01-06	*2002	2001	2000	1999	
-1,116	-731	-1,846	126	-373	-374	1. מכירות מט"ח נטו ¹ (3+2)
						(גידול של עודף ההתחייבויות במט"ח)
-1,981	1,676	-305	-515	-638	-1,842	2. בפעילות המאזנית ² (2.4--2.1)
68	-291	-233	-1,022	1,178	2,088	2.1 מול ציבור תושבי חוץ
-1,295	-449	-1,744	-1,774	-732	-1,909	2.2 מול ציבור תושבי ישראל
1,309	-387	922	-182	346	-679	2.3 מול בנק ישראל
-2,063	2,803	740	-2,463	-1,430	-1,342	2.4 נוסטרו ³
865	-2,407	-1,541	641	265	1,468	3. בפעילות החוץ-מאזנית (3.2+3.1)
631	-1,462	-830	597	11	1,468	3.1 עסקאות עתידיות
234	-945	-711	44	254	-----	3.2 אופציות שקל-מט"ח (במונחי נכס הבסיס, מחושב על פי דלתא)

1. החשיפה מוגדרת כיתרת עודף ההתחייבויות על הנכסים 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 ונטילות אשראי) על מקורות במט"ח, כלומר מכירת מט"ח נטו לציבור.
3. כולל: פיקדונות בין-בנקאיים בחו"ל נטו, השקעה נטו באגרות חוב בחו"ל ובאיגרות חוב צמודות למט"ח בארץ והשינוי בהשקעה במניות בשלוחות.

* מבוסס על נתונים ארעיים לסוף שנת 2002.

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

מכירות מט"ח אלו לא גרמו לגידול חשיפתם של הבנקים לשינויים בשער החליפין, הודות לרכישות מט"ח בהיקף חריג של הבנקים באמצעות עסקאות חוץ מאזניות - עסקאות עתידיות ואופציות שקל-מט"ח, המשמשות כלי מרכזי לניהול החשיפה.

פעילותם של הבנקים במגזר זה הסתכמה במחצית הראשונה של שנת 2002 ברכישות מט"ח נטו בהיקף של כ-2.4 מיליארדי דולרים: כ-1.5 מיליארדים על ידי רכישת מט"ח באמצעות עסקאות עתידיות וכמיליארד דולרים באמצעות אופציות שקל-מט"ח. תוצאת השילוב של פעילות הבנקים במגזרים המאזני והחוץ-מאזני במחצית הראשונה של 2002 היא רכישות מט"ח נטו על ידי הבנקים בהיקף של 0.7 מיליארד דולרים.

בעוד שפעילותם המאזנית של הבנקים במחצית הראשונה של שנת 2002 התאפיינה במכירות מט"ח, התאפיינה המחצית השנייה ברכישות מט"ח על ידי הבנקים: אמנם נמשכה מגמת המשיכות של תושבי חוץ מפיקדונותיהם (פת"ח), אך במקביל פרעו תושבי חוץ אשראי במט"ח, בהיקפים דומים. תושבי ישראל פרעו אשראי בתקופה זו בהיקפים נמוכים, ומשכו כ-0.8 מיליארד מפיקדונותיהם במט"ח; התוצאה הייתה עודף שימושים במט"ח. כמו כן הקטין בנק ישראל את חובת הנזילות המשנית החלה על פיקדונות במט"ח, ובכך שוחררו מקורות במט"ח לבנקים בהיקף של כ-0.9 מיליארד דולרים. הצירוף של הפעילות מול ציבור תושבי ישראל (עודף שימושים) מול תושבי חוץ (עודף מקורות) ומול בנק ישראל (עודף מקורות) יצר במחצית השנייה אצל הבנקים איזון בין המקורות לשימושים המאזניים. הבנקים הפקידו בבנקים זרים בחו"ל כ-2.4 מיליארדי דולרים, שמקורם ברכישות מט"ח מהציבור כנגד שקלים בהיקף של כ-2 מיליארדי דולרים וכן בפיקדונות של שלוחותיהם בחו"ל ובמימוש של איגרות חוב שנסחרות בחו"ל.

רכישות מט"ח אלו לא הגדילו משמעותית את חשיפתם של הבנקים לשינויים בשער החליפין, משום שהבנקים מכרו מט"ח באמצעות עסקאות עתידיות ואופציות, בהיקף של 0.9 מיליארד דולרים. פעילות הבנקים במגזרים המאזני והחוץ-מאזני במחצית השנייה של 2002 הסתכמה ברכישות מט"ח נטו בהיקף של 1.1 מיליארדי דולרים.

במחצית השנייה, רכשו
הבנקים מטבע חוץ
מהציבור, בהיקף של כ-2
מיליארדי דולרים.